

长江电力(600900)/电力
电改政策落地稳定业绩，海外扩张强化成长
评级：增持(维持)

市场价格：17.59

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

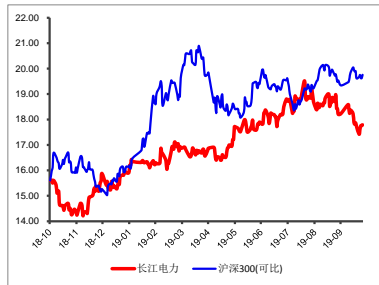
Email: lijuns@r.qizq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	22,000.0
流通股本(百万股)	22,000.0
市价(元)	17.59
市值(百万元)	386,980.0
流通市值(百万元)	386,980.0

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 长江电力 2019 半年报点评：发电量创历史同期新高，利率下行趋势下价值性凸显
- 2 长江电力深度报告：稀缺的水电龙头标的，兼具价值与成长
- 3 长江电力资产收购点评：打造发配售电协同优势，海外扩张强化成长
- 4 水电行业深度报告：看好高股息率龙头及不受平台制约的高成长标的

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,147	51,214	50,358	50,412	50,412
增长率 yoy%	2.47%	2.13%	-1.67%	0.11%	0.00%
净利润	22,261	22,611	22,286	22,561	22,567
增长率 yoy%	7.12%	1.57%	-1.44%	1.23%	0.03%
每股收益(元)	1.01	1.03	1.01	1.03	1.03
每股现金流量	1.80	1.81	1.60	1.71	1.53
净资产收益率	16.48%	15.90%	15.23%	14.67%	14.05%
P/E	17.38	17.11	17.36	17.15	17.15
PEG	40.80	-150.84	8.26	40.26	-151.14
P/B	2.86	2.72	2.64	2.52	2.41

备注：

投资要点

- **公司披露 2019 三季度报告**：实现营业收入 380.84 亿元 (-2.51%)，归属于上市公司股东净利润 178.33 亿元 (-0.5%)，公司扣除非经常性损益后的归母净利润为 171.89 亿元 (-0.29%)，每股收益为 0.8106 元/股 (-0.5%)，加权平均 ROE 为 12.2% (-0.71pct)。
- **单三季度来水欠佳发电量同降，前三季度发电量增速由正转负**。公司 2019 年第三季度总发电量约 748.33 亿千瓦时，较上年同期减少 9.61%。其中，三峡电站完成发电量 339.18 亿千瓦时，较上年同期减少 15.39%；葛洲坝电站完成发电量 59.53 亿千瓦时，较上年同期增加 9.12%；溪洛渡电站完成发电量 223.92 亿千瓦时，较上年同期减少 10.91%；向家坝电站完成发电量 125.70 亿千瓦时，较上年同期增加 3.78%。公司 2019 前三季度总发电量约 1602.22 亿千瓦时，同降 2.37%，增速由正转负。
- **受增值税返还消失影响，其他收益同比减少 7.15 亿元**。前三季度公司其他收益为 206 万元，同比减少 7.15 亿元，主要系大型水电企业增值税返还政策 2017 年底已到期，剩余款项已于 2018 年收回，2019 年无剩余款项所致。
- **电价改革方案落地，外送电价机制未变、价格稳定**。10 月 25 日国家发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，意见中明确指出核电、燃气发电、跨省跨区送电价格形成机制等形成的电价，参考燃煤发电标杆上网电价的均改为参考基准价。因此，当前外送水电站的落地省市燃煤标杆电价回推机制将改为落地省市燃煤基准电价回推机制。由于基准价与现行标杆电价一致，因此落地端回推电价也将维持稳定，由此消除了前期国常会上并未明确后续水电落地端会推电价如何改革的隐忧。
- **收购海外配电资产，强化公司成长属性**。2019 年 9 月 30 日公司发布公告称将通过全资子公司长电国际竞标购买美国纽约证券交易所上市公司 Sempra Energy 在秘鲁配电等资产。本次投资有利于公司在配售电领域形成核心能力，完成后 LDS 公司可与中国三峡集团在当地已有水电项目形成发电、配电协同效应，配售电业务将有效平滑发电业务盈利的波动性。此次投资也为公司实现向水、电两端延伸和国际化发展战略，逐步形成发、配、售电产业链协同一体化优势奠定了坚实基础。
- **盈利预测与估值**：公司是 A 股市场中为数不多的兼具价值性和成长性的标的。存量方面，发改委最新文件明确未来落地端回推形成的结算电价保持稳定，从而消除了公司业绩的不确定性，叠加高比例的分红，未来公司股息率预计将长期维持在 3.5%-4% 区间内，在国内利率趋势向下的背景下价值性愈发凸显。增量方面，乌东德、白鹤滩电站建设工作正有序进行，未来公司装机量和业绩有望再次得到大幅提升，此次收购海外资产也将进一步打开公司成长性。我们预计 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 222.86/225.61/225.67 亿元，折合 EPS 分别是 1.01/1.03/1.03 元/股，当前 17.59 元股价，对应 PE 分别为 17.4X/17.2X/17.2X，维持公司“增持”评级。
- **风险提示**：社会用电需求疲软；来水不及预期；市场电交易比例扩大。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	50,147	51,214	50,358	50,412	50,412
增长率	2.5%	2.1%	-1.7%	0.1%	0.0%
营业成本	-19,454	-19,005	-18,477	-18,497	-18,497
% 销售收入	38.8%	37.1%	36.7%	36.7%	36.7%
毛利	30,693	32,209	31,881	31,915	31,915
% 销售收入	61.2%	62.9%	63.3%	63.3%	63.3%
营业税金及附加	-1,056	-1,289	-1,058	-1,059	-1,059
% 销售收入	2.1%	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%
营业费用	-19	-25	-20	-20	-20
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-840	-801	-781	-781	-781
% 销售收入	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	28,778	30,095	30,023	30,055	30,055
% 销售收入	57.4%	58.8%	59.6%	59.6%	59.6%
财务费用	-5,897	-5,854	-5,850	-5,750	-5,700
% 销售收入	11.8%	11.4%	11.6%	11.4%	11.3%
资产减值损失	205	275	200	200	200
公允价值变动收益	-164	36	-40	34	-9
投资收益	2,312	2,707	2,800	2,920	2,920
% 税前利润	9.3%	10.1%	10.5%	10.8%	10.8%
营业利润	25,233	27,259	27,134	27,459	27,466
营业利润率	50.3%	53.2%	53.9%	54.5%	54.5%
营业外收支	-423	-385	-360	-360	-360
税前利润	24,810	26,874	26,774	27,099	27,106
利润率	49.5%	52.5%	53.2%	53.8%	53.8%
所得税	-4,380	-4,364	-4,088	-4,138	-4,139
所得税率	17.7%	16.2%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	22,275	22,644	22,286	22,561	22,567
少数股东损益	14	33	0	0	0
归属于母公司的净利润	22,261	22,611	22,286	22,561	22,567
净利率	44.4%	44.1%	44.3%	44.8%	44.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	22,275	22,644	22,286	22,561	22,567
加: 折旧和摊销	12,298	12,223	11,726	10,926	10,120
资产减值准备	205	275	200	200	200
公允价值变动损失	164	-36	-40	34	-9
财务费用	5,961	5,929	5,850	5,750	5,700
投资收益	-2,312	-2,707	-2,800	-2,920	-2,920
少数股东损益	14	33	0	0	0
营运资金的变动	-9,113	-2,363	-1,736	1,304	-1,726
经营活动现金净流	39,693	39,737	35,286	37,654	33,731
固定资本投资	11,763	11,195	10,500	10,500	10,500
投资活动现金净流	-9,795	-9,226	13,300	13,420	13,420
股利分配	-14,960	-14,960	-14,931	-15,116	-15,797
其他	-13,073	-15,513	-21,752	-8,198	-7,658
筹资活动现金净流	-28,033	-30,473	-36,684	-23,313	-23,455
现金净流量	1,865	37	11,902	27,761	23,696

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,337	17,239	45,000	68,696
应收款项	2,657	3,018	2,102	2,458
存货	219	191	168	140
其他流动资产	1,272	1,354	1,402	1,490
流动资产	9,485	21,803	48,672	72,784
% 总资产	3.2%	7.6%	16.7%	24.7%
长期投资	39,639	44,629	49,619	54,609
固定资产	237,912	216,279	195,360	175,174
% 总资产	80.5%	75.7%	67.1%	59.4%
无形资产	181	177	172	166
非流动资产	286,012	263,866	242,524	221,992
% 总资产	96.8%	92.4%	83.3%	75.3%
资产总计	295,497	285,669	291,197	294,777
短期借款	12,700	16,300	16,300	16,300
应付款项	18,807	17,448	17,798	16,400
其他流动负债	25,320	22,698	20,784	19,342
流动负债	56,827	56,445	54,882	52,041
长期贷款	26,000	12,745	12,745	12,745
其他长期负债	69,985	69,628	69,274	68,924
负债	152,812	138,818	136,901	133,711
普通股股东权益	142,203	146,370	153,815	160,585
少数股东权益	481	481	481	481
负债股东权益合计	295,497	285,669	291,197	294,777

比率分析

	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益(元)	1.03	1.01	1.03	1.03
每股净资产(元)	6.46	6.65	6.99	7.30
每股经营现金净流(元)	1.81	1.60	1.71	1.53
每股股利(元)	0.68	0.68	0.69	0.72
回报率				
净资产收益率	15.90%	15.23%	14.67%	14.05%
总资产收益率	7.66%	7.80%	7.75%	7.66%
投入资本收益率	13.44%	13.37%	14.96%	17.04%
增长率				
营业总收入增长率	2.13%	-1.67%	0.11%	0.00%
EBIT增长率	6.00%	0.06%	0.69%	-0.13%
净利润增长率	1.57%	-1.44%	1.23%	0.03%
总资产增长率	-1.30%	-3.33%	1.94%	1.23%
资产管理能力				
应收账款周转天数	21.3	20.0	18.0	16.0
存货周转天数	1.7	1.5	1.3	1.1
应付账款周转天数	1.6	1.5	1.4	1.3
固定资产周转天数	1,713.8	1,623.5	1,469.8	1,323.0
偿债能力				
净负债/股东权益	49.78%	20.80%	2.85%	6.10%
EBIT利息保障倍数	5.6	5.6	5.7	5.7
资产负债率	51.71%	48.59%	47.01%	45.36%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。