

第三季度来水偏枯，投资南美优质配电资产

——长江电力三季度点评

季报点评

邱懿峰(分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

● 业绩符合预期，高分红比例的水电龙头

公司发布2019年三季报，公司实现营收380.84亿元(同比-2.51%)，归母净利润178.33亿元(同比-0.50%)，扣非净利润171.89亿元(同比-0.29%)。公司第三季度上游来水偏枯导致业绩受到一定影响。公司作为国内最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司，长期维持高分红比例，股息率位居A股前列。我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.05、1.06和1.08元，当前股价对应PE分别为16.7、16.5和16.2倍，维持“推荐”评级。

● 第三季度来水偏枯，发电量同比下降

第三季度长江上游来水偏枯，溪洛渡水库来水量约557.86亿立方米(同比-29.45%)，三峡水库来水量约1808.51亿立方米(同比-16.98%)，由此导致第三季度发电量同比下降，公司2019年第三季度总发电量约748.33亿千瓦时(同比-9.61%)，其中三峡电站发电量339.18亿千瓦时(同比-15.39%)，葛洲坝电站发电量59.53亿千瓦时(同比+9.12%)，溪洛渡电站发电量223.92亿千瓦时(同比-10.91%)；向家坝电站发电量125.70亿千瓦时(同比+3.78%)。

● 投资南美优质配电项目，乌东德、白鹤滩建设工作稳步推进

公司通过长电国际竞标购买 Sempra Energy 在秘鲁第一大电力公司 LDS 公司，主要持有包括 LDS 公司 83.64% 股权在内的秘鲁当地配售电资产及少量水电资产、智利的输配电资产，以及墨西哥电力资产。LDS 占秘鲁全国配售电份额的 28%，还拥有 10 万千瓦水电资产，73.7 万千瓦水电储备。此外，乌东德、白鹤滩水电站建设工作稳步推进，分别将在 2020 年、2021 年首台机组投产发电。工程竣工并入公司后，公司水电装机量和业绩将得到大幅提升，而且“六库联调”将开始发挥作用，“流域梯级联合调度”效用将进一步提升。

● **风险提示：**融资环境紧张，行业竞争加剧，投资项目建设进度或盈利不及预期

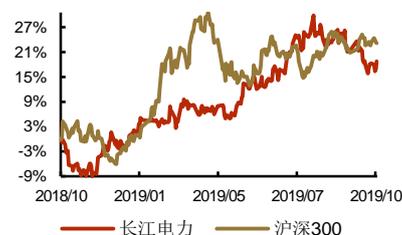
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,147	51,214	52,391	52,836	53,285
增长率(%)	2.5	2.1	2.3	0.9	0.9
净利润(百万元)	22,261	22,611	23,177	23,396	23,816
增长率(%)	7.1	1.6	2.5	0.9	1.8
毛利率(%)	61.2	62.9	62.9	62.9	62.9
净利率(%)	44.4	44.1	44.2	44.3	44.7
ROE(%)	16.4	15.9	15.4	14.7	14.2
EPS(摊薄/元)	1.01	1.03	1.05	1.06	1.08
P/E(倍)	17.4	17.1	16.7	16.5	16.2
P/B(倍)	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.10.31
收盘价(元):	17.86
一年最低/最高(元):	14.13/19.65
总股本(亿股):	220.0
总市值(亿元):	3,929.2
流通股本(亿股):	220.0
流通市值(亿元):	3,929.2
近3月换手率:	6.1%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.36	-6.98	-7.95
绝对	-3.35	-6.44	17.16

相关报告

《发电量创历史新高，投资收益保增长》
2019-09-01

《业绩符合预期，逆周期配置价值凸显》
2019-01-17

《投资回报率较高、盈利能力突出的全球水电龙头企业》2018-12-03

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10187	9485	8063	6996	8171	营业收入	50147	51214	52391	52836	53285
现金	5201	5337	2765	2788	2812	营业成本	19454	19005	19442	19607	19774
应收票据及应收账款合计	3290	2630	3426	2681	3478	营业税金及附加	1056	1289	1318	1329	1341
其他应收款	354	80	364	84	368	营业费用	19	25	26	26	26
预付账款	30	10	31	11	31	管理费用	840	801	819	826	833
存货	257	219	268	223	272	研发费用	0	42	43	44	44
其他流动资产	1054	1209	1209	1209	1209	财务费用	5897	5854	5862	5859	5619
非流动资产	289211	286012	288748	287426	285805	资产减值损失	205	275	281	284	286
长期投资	16156	21487	28267	35047	41827	公允价值变动收益	-164	36	36	36	36
固定资产	249702	237912	233192	224729	216165	其他收益	2291	718	718	718	718
无形资产	170	181	172	160	148	投资净收益	2312	2707	2707	2707	2707
其他非流动资产	23184	26432	27118	27489	27665	营业利润	27077	27392	28068	28330	28831
资产总计	299398	295497	296812	294422	293976	营业外收入	1	12	12	12	12
流动负债	59703	56827	57303	53856	51931	营业外支出	423	397	397	397	397
短期借款	19005	12700	20138	18649	14412	利润总额	26654	27007	27683	27945	28446
应付票据及应付账款合计	188	146	196	149	199	所得税	4380	4364	4473	4515	4596
其他流动负债	40510	43981	36970	35058	37321	净利润	22275	22644	23210	23430	23850
非流动负债	104176	95985	88573	81162	73750	少数股东损益	14	33	33	34	34
长期借款	61651	60266	52854	45442	38030	归属母公司净利润	22261	22611	23177	23396	23816
其他非流动负债	42525	35719	35719	35719	35719	EBITDA	42392	42384	40790	41241	41612
负债合计	163879	152812	145877	135018	125681	EPS(元)	1.01	1.03	1.05	1.06	1.08
少数股东权益	417	481	515	548	583						
股本	22000	22000	22000	22000	22000						
资本公积	44323	44296	44296	44296	44296						
留存收益	65080	72720	80574	88502	96572						
归属母公司股东权益	135101	142203	150420	158856	167712						
负债和股东权益	299398	295497	296812	294422	293976						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	39693	39737	38798	37214	39569
净利润	22275	22644	23210	23430	23850
折旧摊销	12298	12223	11317	11544	11688
财务费用	5897	5854	5862	5859	5619
投资损失	-2312	-2707	-2707	-2707	-2707
营运资金变动	1183	1590	1159	-868	1162
其他经营现金流	352	133	-44	-44	-44
投资活动现金流	-9795	-9226	-11303	-7470	-7317
资本支出	2556	3119	-4044	-8102	-8401
长期投资	-7726	-7182	-6780	-6780	-6780
其他投资现金流	-14965	-13289	-22127	-22353	-22498
筹资活动现金流	-28033	-30473	-37213	-28121	-27879
短期借款	2705	-6305	292	110	111
长期借款	7143	-1385	-7412	-7412	-7412
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	70	-27	0	0	0
其他筹资现金流	-37951	-22756	-30093	-20819	-20579
现金净增加额	1830	134	-9718	1623	4372

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	2.5	2.1	2.3	0.9	0.9
营业利润(%)	21.5	1.2	2.5	0.9	1.8
归属于母公司净利润(%)	7.1	1.6	2.5	0.9	1.8
获利能力					
毛利率(%)	61.2	62.9	62.9	62.9	62.9
净利率(%)	44.4	44.1	44.2	44.3	44.7
ROE(%)	16.4	15.9	15.4	14.7	14.2
ROIC(%)	10.8	11.6	11.6	12.1	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.7	51.7	49.1	45.9	42.8
净负债比率(%)	96.1	82.4	73.5	64.0	53.7
流动比率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	15.5	17.3	17.3	17.3	17.3
应付账款周转率	89.0	113.6	113.6	113.6	113.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.03	1.05	1.06	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.82	1.76	1.69	1.80
每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.46	6.84	7.22	7.62
估值比率					
P/E	17.4	17.1	16.7	16.5	16.2
P/B	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	12.2	11.9	12.2	11.9	11.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>