

分析师:唐俊男

执业证书编号: S0730519050003

tangjn@ccnew.com 021-50586738

短期来水偏枯影响季度业绩,不改长期投资价值

——长江电力(600900)季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

市场数据(2019-11-01)

发布日期: 2019年11月04日

收盘价(元)	17.88
一年内最高/最低(元)	19.65/14.13
沪深300指数	3952.39
市净率(倍)	2.77
流通市值(亿元)	3,933.60

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	6.60
每股经营现金流(元)	1.19
毛利率(%)	64.60
净资产收益率-摊薄(%)	12.28
资产负债率(%)	50.55
总股本/流通股(万股)	2200000/2200000
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

公司公布19年3季报,前3季度公司实现营业总收入380.84亿元,同比下滑2.51%,归属于上市公司股东的净利润178.33亿元,同比下滑0.50%;经营活动产生的现金流量净额262.25亿元,同比下滑6.64个百分点;加权平均净资产收益率12.20%,同比下滑0.71个百分点。

其中,第3季度公司实现营业总收入177.21亿元,同比下滑10.75%;归属于上市公司股东的净利润92.60亿元,同比下滑1.49个百分点。

点评:

- **三季度来水偏枯,业绩小幅下滑。**公司3季度营收和利润均出现小幅下滑,其中,净利润降幅明显低于营收降幅。公司营收同比下滑主要受来水偏枯影响,公司电站发电量同比减少。第3季度公司拥有的4座水电站总发电量748.33亿度,同比减少9.61%。分电站来看,三峡水库来水较同期偏枯16.98%,溪洛渡来水偏枯29.45%,拖累公司总体发电量负增长。短期来水量受天气影响产生波动,难以避免。公司开展流域梯级水库联合调度,发挥枢纽综合效益,长期业绩稳定性较强。
- **财务费用节约,其他收益明显减少。**19年第3季度,公司财务费用13.32亿元,同比减少11.20%,对公司利润贡献形成积极作用。财务费用降低与公司的债务偿还、债务结构调整和融资成本变动有关。公司的水电增值税返还到期,其他收益大幅减少。预计19年公司长期借款持续减少,财务费用进一步降低。
- **持续增加对外投资,构成公司重要业绩增长动力。**19年第3季度,公司实现投资收益5.57亿元,同比增长306.59%。公司3季度投资收益明显增加,主要受1季度公司增持国投电力和川投能源股份后,对其会计科目转入长期股权投资并以权益法进行后续计量影响。截至19年3季度末,公司出现在9家上市公司的前十大股东序列,合计市值逾300亿元。公司持续在二级市场投资,尤其是战略投资长江上游水电企业股权,在获得投资收益的同时,为今后实施流域联合优化调度奠定了基础。预计公司的投资业务将持续发力,积极贡献投资收益。
- **拟收购秘鲁配售电资产,国际化战略持续推进。**三峡集团除了乌东德和白鹤滩水电站之外,尚无大型水电站的建造计划。公司的成长天花板有所显现。19年9月30日,公司发布公告,拟收购南美配售电资产—LDS公司83.64%的股权,交易基础收购价格35.9亿美元。LDS公司是秘鲁第一大电力公司,主要在秘鲁首都利马地区开展配售电业务,秘鲁国内市场份额28%。LDS拥有10万千瓦已经投产的水电资产以及73.7万千瓦的水电储备项目,18年营业收入9.6亿美元,净利润1.6亿美元,净资产8.1亿美元。本次收购给予的PE、PB相对较高,但收购完

成有利于公司在配售电领域形成核心竞争力，实现发、配、售电产业的协同发展；同时，为公司未来在秘鲁及南美地区进一步扩展业务打下基础。目前，该笔交易已经获得第二次临时股东大会审议通过。

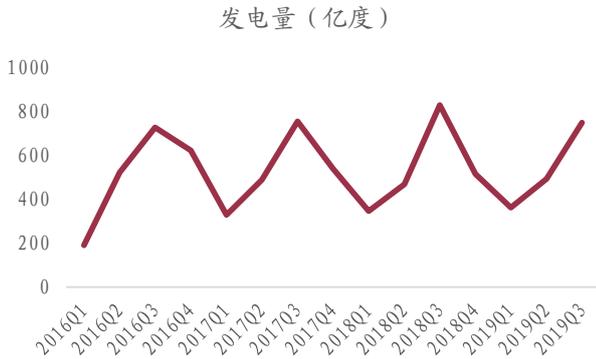
- **首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。**暂时不考虑公司收购 LDS 对公司净利润的提升作用，以及乌东德和白鹤滩水电站的后续资产注入，预计 19、20 年全面摊薄 EPS 分别为 1.02 元、1.04 元，按照 11 月 1 日 17.88 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 17.6 和 17.2 倍。目前，相对于同行业水电资产的估值情况，公司估值偏高；但是考虑到公司拥有的四座巨型水电站的资源稀缺性、后续的两座巨型水电站的注入预期以及公司优秀的投资能力，公司相对于同行业的估值溢价具备合理性。公司自由现金流充裕，股息收益率较高，给予公司“买入”评级。

风险提示：上游来水不及预期；市场化交易电量比例提升，电价下行压力；电力需求不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,147	51,214	50,599	50,908	50,908
增长比率(%)	2.5	2.1	-1.2	0.6	0.0
净利润(百万元)	22,261	22,611	22,394	22,933	23,504
增长比率(%)	7.1	1.6	-1.0	2.4	2.5
每股收益(元)	1.01	1.03	1.02	1.04	1.07
市盈率(倍)	17.7	17.4	17.6	17.2	16.7

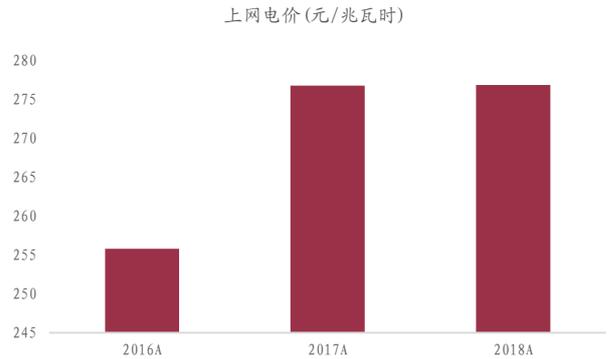
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 16—19Q3 公司季度发电量



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 16—18 年公司上网电价



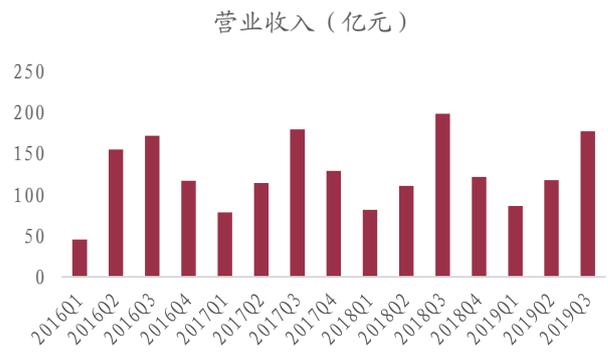
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 14—19 年公司装机容量 (万千瓦)



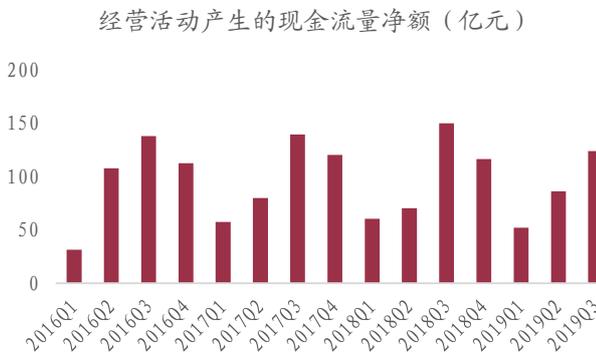
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 16—19 年分季度公司营业收入



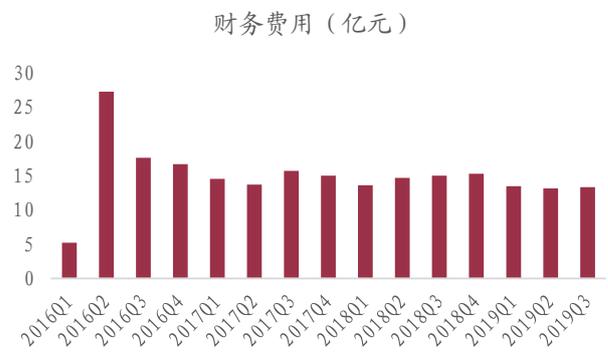
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 16-19 年分季度公司经营活动现金流



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 15—19 年分季度公司财务费用



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10187	9485	16510	29950	47285
现金	5201	5337	11452	25760	42227
应收票据及应收账款	3290	2630	3219	2665	3219
其他应收款	354	80	349	83	349
预付账款	30	10	30	10	30
存货	257	219	251	222	251
其他流动资产	1054	1209	1209	1209	1209
非流动资产	289211	286012	269370	252961	236571
长期投资	16156	21487	28557	35714	42962
固定资产	249702	237912	215189	192359	169340
无形资产	170	181	166	154	140
其他非流动资产	23184	26432	25459	24735	24129
资产总计	299398	295497	285881	282910	283855
流动负债	59703	56827	48566	46349	47792
短期借款	19005	12700	15853	14276	15064
应付票据及应付账款	188	146	184	148	184
其他流动负债	40510	43981	32529	31925	32543
非流动负债	104176	95985	87164	78378	69574
长期借款	61651	60266	51444	42658	33855
其他非流动负债	42525	35719	35719	35719	35719
负债合计	163879	152812	135730	124727	117366
少数股东权益	417	481	513	547	580
股本	22000	22000	22000	22000	22000
资本公积	44323	44296	44296	44296	44296
留存收益	65080	72720	80192	87903	95776
归属母公司股东权益	135101	142203	149637	157637	165909
负债和股东权益	299398	295497	285881	282910	283855

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	39693	39737	37545	37920	37352
净利润	22275	22644	22426	22966	23538
折旧摊销	12298	12223	12230	12230	12230
财务费用	5897	5854	5659	5267	4806
投资损失	-2312	-2707	-2731	-2771	-3008
营运资金变动	1183	1590	-39	228	-214
其他经营现金流	352	133	0	0	0
投资活动现金流	-9795	-9226	7142	6950	7168
资本支出	2556	3119	-23711	-23566	-23638
长期投资	-7726	-7182	-7070	-5331	-7248
其他投资现金流	-14965	-13289	-23639	-21947	-23718
筹资活动现金流	-28033	-30473	-38572	-30562	-28054
短期借款	2705	-6305	3153	-1576	788
长期借款	7143	-1385	-8821	-8786	-8804
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	-32903	-20200	-20038
现金净增加额	1830	134	6115	14308	16467

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	50147	51214	50599	50908	50908
营业成本	19454	19005	18777	18892	18892
营业税金及附加	1056	1289	1273	1281	1281
营业费用	19	25	25	25	25
管理费用	840	801	791	796	796
研发费用	0	42	42	42	42
财务费用	5897	5854	5659	5267	4806
资产减值损失	205	275	272	273	273
其他收益	2291	718	710	714	714
公允价值变动收益	-164	36	0	0	0
投资净收益	2312	2707	2731	2771	3008
资产处置收益	-37	7	0	0	0
营业利润	27077	27392	27202	27817	28516
营业外收入	1	12	0	0	0
营业外支出	423	397	410	403	407
利润总额	26654	27007	26792	27414	28109
所得税	4380	4364	4366	4448	4571
净利润	22275	22644	22426	22966	23538
少数股东损益	14	33	32	33	34
归属母公司净利润	22261	22611	22394	22933	23504
EBITDA	42279	42305	41934	42149	42382
EPS (元)	1.01	1.03	1.02	1.04	1.07

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	2.5	2.1	-1.2	0.6	0.0
营业利润 (%)	21.5	1.2	-0.7	2.3	2.5
归属母公司净利润 (%)	7.1	1.6	-1.0	2.4	2.5
获利能力					
毛利率 (%)	61.2	62.9	62.9	62.9	62.9
净利率 (%)	44.4	44.1	44.3	45.0	46.2
ROE (%)	16.4	15.9	14.9	14.5	14.1
ROIC	9.3	9.5	9.8	9.9	10.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.7	51.7	47.5	44.1	41.3
净负债比率 (%)	96.1	82.4	62.3	43.5	26.6
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.6	1.0
速动比率	0.1	0.1	0.3	0.6	1.0
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	1.02	1.04	1.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.74	1.82	1.71	1.72	1.70
每股净资产 (最新摊薄)	6.14	6.46	6.80	7.17	7.54
估值比率					
P/E	17.7	17.4	17.6	17.2	16.7
P/B	2.9	2.8	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	12.4	12.1	11.6	11.0	10.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。