

## 来水同比偏枯，海外扩张可期

### ——长江电力(600900.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆ **事件：**长江电力发布2019年三季度报。2019年前三季度公司营业收入381亿元，同比减少2.5%；归母净利润178亿元，同比减少0.5%；EPS 0.81元。2019Q3公司营业收入177亿元，同比减少10.8%；归母净利润92.6亿元，同比减少1.5%；EPS 0.42元。

◆ **来水偏枯拖累电量：**2019Q3溪洛渡、三峡水库来水分别同比偏枯29.5%、17.0%，影响水电机组出力。受来水及去年同期高基数效应影响，2019Q3公司发电量748亿千瓦时，同比减少9.6%，与2019Q2相比发电量增速由正转负。分机组看，2019Q3三峡、溪洛渡电站发电量分别同比减少15.4%、10.9%，对整体发电量增速影响较大。受Q3电量拖累，公司2019年前三季度累计发电量1602亿千瓦时，同比下滑2.4%。

◆ **收入成本双降，投资收益平滑业绩：**受发电量影响，2019Q3公司营业收入177亿元，同比减少10.8%。由于2018Q3营业成本偏高(如维修费等因素)，受基数效应影响，2019Q3公司营业成本同比亦下降24.8%。2019Q3公司毛利130亿元，同比减少4.2%。另一方面，2019Q3公司投资收益同比增长明显。由于2019H1公司对国投电力、川投能源的投资收益实现权益法核算，2019Q3公司对合营联营企业的投资收益5.1亿元，同比增加3.7亿元(增幅260%)，有效平滑利润。2019Q3公司归母净利润92.6亿元，同比减少1.5%；扣非归母净利润93.8亿元，同比小幅下滑0.4%。

◆ **拟收购秘鲁电力公司，拓展业务版图：**公司拟收购秘鲁第一大电力公司LDS公司83.64%股权，交易基础收购价格为35.9亿美元(非最终收购价格)。LDS公司主要在秘鲁首都利马地区开展配售电业务。通过外延并购，公司有望持续拓展业务布局，培育利润增长点。

◆ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑海外项目对利润的影响，维持盈利预测，预计公司2019-2021年的归母净利润分别为230、233、234亿元，EPS分别为1.04、1.06、1.07元，当前股价对应PE分别为16.9、16.6、16.5倍，对应PB分别为2.6、2.4、2.3倍。维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**来水低于预期，综合上网电价低于预期，综合融资成本超预期上行，海外项目收购失败的风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,147	51,214	51,231	51,249	51,270
营业收入增长率	2.5%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	22,261	22,611	22,956	23,250	23,433
净利润增长率	7.1%	1.6%	1.5%	1.3%	0.8%
EPS(元)	1.01	1.03	1.04	1.06	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.5%	15.9%	15.3%	14.7%	14.1%
P/E	17.4	17.1	16.9	16.6	16.5
P/B	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月30日

## 增持(维持)

#### 分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebcn.com

于鸿光(执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

yuhongguang@ebcn.com

#### 市场数据

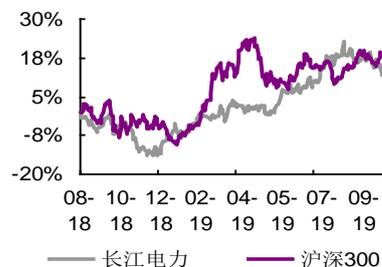
总股本(亿股)：220.00

总市值(亿元)：3869.80

一年最低/最高(元)：13.60/19.65

近3月换手率：6.07%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.36	-7.40	-9.31
绝对	-3.36	-6.45	17.16

资料来源：Wind

#### 相关研报

盈利增速稳定，类债属性凸显——长江电力(600900.SH) 2019年半年报点评

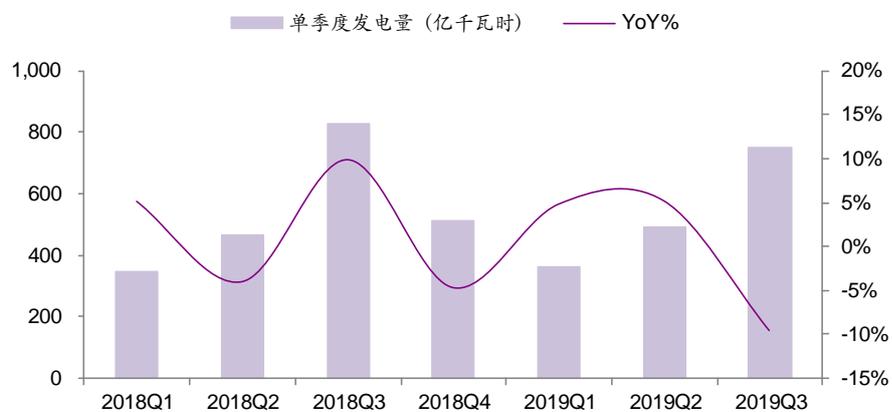
.....2019-09-01

业绩稳健，分红可观——长江电力(600900.SH) 2018年报暨2019一季报点评

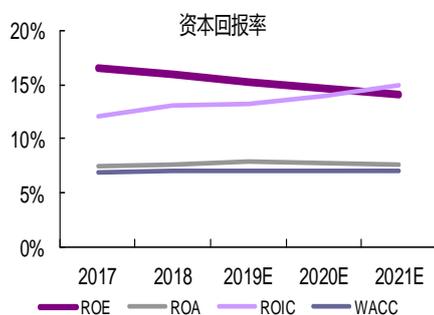
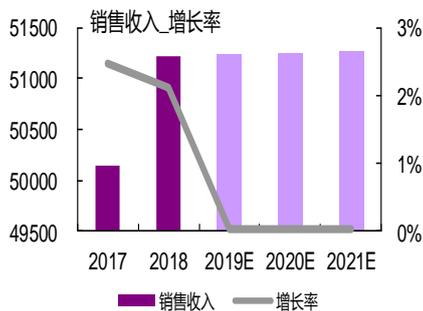
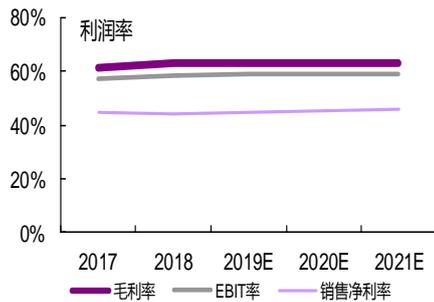
.....2019-05-01

## 1、附图

图 1：公司单季度发电量



资料来源：公司公告，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>50,147</b>	<b>51,214</b>	<b>51,231</b>	<b>51,249</b>	<b>51,270</b>
营业成本	19,454	19,005	19,011	19,018	19,026
折旧和摊销	12,298	12,223	12,788	12,965	13,115
营业税费	1,056	1,289	1,306	1,307	1,307
销售费用	19	25	25	25	25
管理费用	840	801	820	820	820
财务费用	5,897	5,854	3,445	3,088	2,883
公允价值变动损益	-164	36	0	0	0
投资收益	2,312	2,707	2,500	2,500	2,510
<b>营业利润</b>	<b>27,077</b>	<b>27,392</b>	<b>29,123</b>	<b>29,491</b>	<b>29,718</b>
<b>利润总额</b>	<b>26,654</b>	<b>27,007</b>	<b>28,739</b>	<b>29,106</b>	<b>29,333</b>
少数股东损益	14	33	34	35	33
<b>归属母公司净利润</b>	<b>22,261</b>	<b>22,611</b>	<b>22,956</b>	<b>23,250</b>	<b>23,433</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>299,398</b>	<b>295,497</b>	<b>290,829</b>	<b>298,711</b>	<b>306,577</b>
流动资产	10,187	9,485	13,979	31,201	48,555
货币资金	5,201	5,337	9,830	27,051	44,403
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,213	2,626	2,627	2,628	2,629
应收票据	77	4	4	4	4
其他应收款	194	27	27	27	27
存货	257	219	219	220	220
可供出售投资	15,633	18,123	18,123	18,123	18,123
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	16,156	21,487	22,112	22,737	23,365
固定资产	249,702	237,912	230,271	221,537	212,104
无形资产	170	181	172	163	155
<b>总负债</b>	<b>163,879</b>	<b>152,812</b>	<b>140,113</b>	<b>140,114</b>	<b>140,115</b>
无息负债	69,716	64,549	64,550	64,551	64,552
有息负债	94,164	88,264	75,564	75,564	75,564
<b>股东权益</b>	<b>135,519</b>	<b>142,685</b>	<b>150,715</b>	<b>158,597</b>	<b>166,462</b>
股本	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
公积金	66,113	68,615	68,615	68,615	68,615
未分配利润	43,289	48,400	56,397	64,243	72,076
少数股东权益	417	481	516	551	583

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>39,693</b>	<b>39,737</b>	<b>36,723</b>	<b>36,838</b>	<b>36,954</b>
净利润	22,261	22,611	22,956	23,250	23,433
折旧摊销	12,298	12,223	12,788	12,965	13,115
净营运资金增加	524	-2,392	2	2	2
其他	4,610	7,294	977	620	404
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-9,795</b>	<b>-9,226</b>	<b>-1,125</b>	<b>-1,125</b>	<b>-1,118</b>
净资本支出	-2,552	-3,118	-3,000	-3,000	-3,000
长期投资变化	16,156	21,487	-625	-625	-628
其他资产变化	-23,399	-27,595	2,500	2,500	2,510
<b>融资活动现金流</b>	<b>-28,033</b>	<b>-30,473</b>	<b>-31,105</b>	<b>-18,492</b>	<b>-18,485</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5,687	-5,900	-12,700	0	0
无息负债变化	-12,176	-5,167	1	1	1
<b>净现金流</b>	<b>1,830</b>	<b>134</b>	<b>4,493</b>	<b>17,221</b>	<b>17,352</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	2.47%	2.13%	0.03%	0.04%	0.04%
净利润增长率	7.12%	1.57%	1.53%	1.28%	0.79%
EBITDA 增长率	2.16%	2.87%	1.93%	0.44%	0.38%
EBIT 增长率	3.20%	4.36%	0.83%	0.04%	0.04%
<b>估值指标</b>					
PE	17	17	17	17	17
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	11	10	10	9	9
EV/EBIT	16	15	14	13	13
EV/NOPLAT	19	17	17	17	16
EV/Sales	9	9	8	8	7
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	61.21%	62.89%	62.89%	62.89%	62.89%
EBITDA 率	81.50%	82.09%	83.65%	83.99%	84.27%
EBIT 率	56.98%	58.23%	58.69%	58.69%	58.69%
税前净利润率	53.15%	52.73%	56.10%	56.79%	57.21%
税后净利润率 (归属母公司)	44.39%	44.15%	44.81%	45.37%	45.71%
ROA	7.44%	7.66%	7.91%	7.80%	7.65%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.48%	15.90%	15.28%	14.71%	14.13%
经营性 ROIC	12.05%	13.05%	13.23%	14.00%	14.89%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.17	0.17	0.32	0.71	1.10
速动比率	0.17	0.16	0.31	0.70	1.10
归属母公司权益/有息债务	1.43	1.61	1.99	2.09	2.20
有形资产/有息债务	3.18	3.34	3.84	3.95	4.05
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.01	1.03	1.04	1.06	1.07
每股红利	0.68	0.68	0.70	0.71	0.75
每股经营现金流	1.80	1.81	1.67	1.67	1.68
每股自由现金流(FCFF)	1.51	1.67	1.54	1.55	1.55
每股净资产	6.14	6.46	6.83	7.18	7.54
每股销售收入	2.28	2.33	2.33	2.33	2.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼