

长江电力 (600900): 水电大亨 空间几何

2020年05月06日

推荐/维持

长江电力 公司报告

公司业绩持续稳定。2019 年公司在来水大幅不及预期及增值税返还到期的背景下依然维持了业绩稳定。2019 年溪洛渡水库来水 1263.18 亿立方米，较上年同期偏枯 19.75%，三峽水库来水 4314.24 亿立方米较上年同期偏枯 5.59%；而公司业绩依然平稳，2019 年公司发电量 2105 亿度，与去年 2155 亿度基本持平，归属母公司净利润 215.43 亿元，较去年同期下降 4.72%，2020 年第一季度溪洛渡水库来水 165.22 亿立方米，较上年同期偏枯 12.47%，三峽水库来水 548.35 亿立方米较上年同期偏丰 3.43%；公司业绩平稳，未受到新冠肺炎疫情影响，实现发电量 352.94 亿度，较上年同期减少 2.44%，公司第一季度归母净利润为 22.90 亿元，比上年同期下降 21.54%，主要受到交易性股票投资股价波动所致，扣除非经常性损益的归母净利润 27.39 亿元，较去年同期上升 13.56%，我们相应调高相关盈利预测。

新机组注入公司后每股收益增长带动公司市值提升。公司的估值主要受商业模式和行业未来发展空间的影响，目前水电行业的商业模式没有变化，水电开发市场也逐渐饱和，并无更大的想象空间。在这种情况下，公司新投运机组的盈利水平决定了公司股票在市場中的表现。未来乌东德、白鹤滩水电站建成后每年将为公司带来额外 389 亿、624 亿千瓦时发电量，这相当于现在在公司年发电量的 50%。受到电力市场化推进、度电投资增加和未来股权融资定向增发的影响，预计公司每股收益增长低于发电量增长，在乌东德和白鹤滩机组注入后达到 1.09，比 2019 年每股收益 0.98 上升 18.36%左右。

我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 225.11、226.01 和 247.36 亿元，对应 EPS 分别为 1.02、1.03 和 1.12 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 17.05、16.99 和 15.52 倍。看好公司新机组投运给公司带来的价值提升，维持“推荐”评级。

风险提示：来水大幅不及预期，乌东德、白鹤滩机组资金成本大幅高于预期，乌东德、白鹤滩机组电价大幅低于预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	51,213.97	49,874.09	50,682.22	50,320.76	60,268.00
增长率 (%)	2.13%	-2.62%	1.62%	-0.71%	19.77%
归母净利润 (百万元)	22,610.94	21,543.49	22,511.93	22,601.95	24,736.95
增长率 (%)	1.66%	-4.75%	4.49%	0.40%	9.44%
净资产收益率 (%)	15.90%	14.41%	14.37%	13.79%	14.41%
每股收益 (元)	1.03	0.98	1.02	1.03	1.12
PE	16.98	17.82	17.05	16.99	15.52
PB	2.70	2.57	2.45	2.34	2.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

中国最大的水电上市公司。

未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-04-30 2019 年报 2020 年一季度披露

发债及交叉持股介绍：

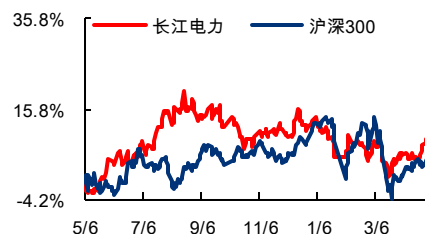
2019-02-19 发行 30 亿元 3 年期公司债
 2019-03-15 发行 30 亿元 3+2 年期中期票据
 2019-08-09 发行 20 亿元 5 年期中期票据
 2019-09-04 发行 20 亿元 5 年期公司债
 2019-12-06 发债 20 亿元 3 年期公司债
 2020-03-16 发债 25 亿元 3 年期中期票据 (2019-04-10 控股股东三峡集团发行 5 亿元 5 年期可交换债券
 2020-04-15 发行 25 亿元 5 年期中期票据
 公司持有：

湖北能源 (000883.SZ) 25.35% 流通股
 广州发展 (600098.SH) 19.96% 流通股
 国投电力 (600886.SH) 11.69% 流通股
 川投能源 (600674.SH) 12.00% 流通股
 中能股份 (600642.SH) 6.00% 流通股

交易数据

52 周股价区间 (元)	19.52-15.78
总市值 (亿元)	3,839.0
流通市值 (亿元)	3,839.0
总股本/流通 A 股 (万股)	2,200,000/2,200,000
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.09

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：沈一凡

010-66554026

shenyf@dxzq.net.cn

目 录

1. 公司去年及今年第一季度业绩平稳	3
2. 未来每股收益有提升空间	3
3. 未来机组平均上网电价基本稳定	3
4. 新机组投资较大 毛利略低于已投运机组	6
5. 有关公司非公开发行股票收购资产的讨论	8
6. 公司盈利预测及投资评级	10
7. 风险提示	10
相关报告汇总	12

插图目录

图 1: 截止 2020 年一季度长江电力主要股东	9
图 2: 公司非公开发行股份后主要股东	9

表格目录

表 1: 三峡机组电价水平	3
表 2: 葛洲坝机组电价水平	4
表 3: 向家坝机组电价水平	4
表 4: 向家坝机组现行电价与四川云南市场化电价比较	4
表 5: 溪洛渡机组左岸电价水平	5
表 6: 溪洛渡机组右岸电价水平	5
表 7: 溪洛渡机组现行电价与四川云南市场化电价比较	5
表 8: 乌东德、白鹤滩机组电价测算	5
表 9: 乌东德、白鹤滩机组资金成本计算	6
表 10: 乌东德机组、白鹤滩机组和其他机组利息系数比较	7
表 11: 乌东德机组、白鹤滩机组预计资产情况及每年折旧	8
表 12: 在运机组与乌东德机组、白鹤滩机组盈利比较	8

1. 公司去年及今年第一季度业绩平稳

公司业绩持续稳定。2019 年公司在来水大幅不及预期及增值税返还到期的背景下依然维持了业绩稳定。2019 年溪洛渡水库来水 1263.18 亿立方米，较上年同期偏枯 19.75%，三峽水库来水 4314.24 亿立方米较上年同期偏枯 5.59%；而公司业绩依然平稳，2019 年公司发电量 2105 亿度，与去年 2155 亿度基本持平，归属母公司净利润 215.43 亿元，较上年同期下降 4.72%，2020 年第一季度溪洛渡水库来水 165.22 亿立方米，较上年同期偏枯 12.47%，三峽水库来水 548.35 亿立方米较上年同期偏丰 3.43%；公司业绩平稳，未受到新馆肺炎疫情疫情影响，实现发电量 352.94 亿度，较上年同期减少 2.44%，公司第一季度归母净利润为 22.90 亿元，比上年同期下降 21.54%，主要受到交易性股票投资股价波动所致，扣除非经常性损益的归母净利润 27.39 亿元，较上年同期上升 13.56%，我们相应调高相关盈利预测。

2. 未来每股收益有提升空间

新机组注入公司后每股收益增长带动公司市值提升。公司的估值主要受商业模式和行业未来发展空间的影响，目前水电行业的商业模式没有变化，水电开发市场也逐渐饱和，并无更大的想象空间。在这种情况下，公司新投运机组的盈利水平决定了公司股票在市场中的表现。未来乌东德、白鹤滩水电站建成后每年将为公司带来额外 389 亿、624 亿千瓦时发电量，这相当于现在公司年发电量的 50%。受到电力市场化推进、度电投资增加和未来股权融资定向增发的影响，预计公司每股收益增长低于发电量增长，在乌东德和白鹤滩机组注入后达到 1.09，比 2019 年每股收益 0.98 上升 18.36% 左右。

3. 未来机组平均上网电价基本稳定

多数送电省份未来电价稳定，受电力市场化交易影响有限。跨区水电参与各省市及自治区电力市场化交易的价格为上网电价加跨区输电电价，即落地电价。交易方式为集合竞价，参与集合竞价的发电企业主要有当地火电发电企业、当地水电发电企业和跨区发电企业，其中当地火电发电企业参与电量最多。去年 10 月，国务院发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革指导意见》，其中规定新参与电力市场化交易的企业，其上网电价在当地燃煤标杆价格的基础上，最高上浮不超过 10%，最低下浮不超过 15%。我们发现公司现行送电省份的落地电价多与送电省份燃煤标杆价格下浮 15% 的价格相差不多，在以火电发电企业为主的集合竞价市场中，公司电价没有大幅下降的空间。

四川和云南上网电价有下降空间，但在这两省消纳的电量占比很少。现行上网电价较当地市场电价较高，向家坝机组现行电价加上输配电价在四川、云南得电价为 0.3817 元/千瓦时、0.3532 元/千瓦时，溪洛渡机组现行电价加上输配电价在四川、云南得电价为 0.3817 元/千瓦时、0.38081 元/千瓦时，而四川、云南电力市场的交易电价仅为 0.194 元/千瓦时、0.18075 元/千瓦时。如果电力市场化交易不断推进，公司水电电价在四川、云南有较大下降空间，但公司每年送四川、云南电量仅 121.54 亿千瓦时，仅占公司年平均发电量 2108.54 亿千瓦时的 5.07%。

表1：三峡机组电价水平

送电省市	现行送电省市上网电价 (元/千瓦时)	特高压输配电价 (元/千瓦时)	送电省市落地电价 (元/千瓦时)	标杆价降低 15% 价格 (元/千瓦时)	送电省市燃煤标杆电价 (元/千瓦时)
上海市	0.2618	0.074	0.3358	0.3532	0.4155

送电省市	现行送电省市上网电价（元/千瓦时）	特高压输配电价（元/千瓦时）	送电省市落地电价（元/千瓦时）	标杆价降低 15% 价格（元/千瓦时）	送电省市燃煤标杆电价（元/千瓦时）
浙江省	0.2881	0.074	0.3621	0.3530	0.4153
江苏省	0.2443	0.074	0.3183	0.3324	0.3910
安徽省	0.2306	0.06（估）	0.2906	0.3267	0.3844
湖北省	0.2506	-	0.2506	0.3537	0.4161
湖南省	0.2416	0.0956（分摊）	0.3372	0.3800	0.4471
江西省	0.2569	0.1048（分摊）	0.3617	0.3522	0.4143
河南省	0.2408	0.1260（分摊）	0.3668	0.3212	0.3779
重庆市	0.2309	0.1035（分摊）	0.3344	0.3369	0.3964
广东省	0.3130	0.0471	0.3601	0.3829	0.4505

资料来源：国家发展改革委关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知，东兴证券研究所

表2：葛洲坝机组电价水平

送电省市	现行送电省市上网电价（元/千瓦时）	特高压输配电价（元/千瓦时）	送电省市落地电价（元/千瓦时）	标杆价降低 15% 价格（元/千瓦时）	送电省市燃煤标杆电价（元/千瓦时）
湖北（基础）	0.195	-	0.195	0.3524	0.4161
湖北（额外）	0.255	-	0.255	0.3524	0.4161
湖南省	0.255	0.0956（分摊）	0.3506	0.3800	0.4471
河南省	0.255	0.1260（分摊）	0.381	0.3212	0.3779
江西省	0.255	0.1048（分摊）	0.3598	0.3522	0.4143
上海市	0.255	0.06	0.315	0.3324	0.4155
安徽省	0.255	0.06（估）	0.315	0.3267	0.3844
江苏省	0.255	0.074	0.329	0.3324	0.3910
浙江省	0.255	0.074	0.329	0.3530	0.4153

资料来源：国家发展改革委关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知，东兴证券研究所

表3：向家坝机组电价水平

送电省市	现行送电省市上网电价（元/千瓦时）	特高压输配电价（元/千瓦时）	送电省市落地电价（元/千瓦时）	标杆价降低 15% 价格（元/千瓦时）	送电省市燃煤标杆电价（元/千瓦时）
上海市	0.2892	0.062	0.3512	0.3324	0.4155
四川省	0.2892	0.0925（分摊）	0.3817	0.3410	0.4012
云南省	0.2892	0.064	0.3532	0.2854	0.3358

资料来源：国家发展改革委关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知，东兴证券研究所

表4：向家坝机组现行电价与四川云南市场化电价比较

送电省市	现行送电省市上网电价（元/千瓦时）	特高压输配电价（元/千瓦时）	送电省市落地电价（元/千瓦时）	2019 年当地市场电价（元/千瓦时）	全年送电量（亿千瓦时）	占公司全年发电比例
四川省	0.2892	0.0925（分摊）	0.3817	0.194	21.6	1.02%

送电省市	现行送电省市上网电价 (元/千瓦时)	特高压输配电价 (元/千瓦时)	送电省市落地电价 (元/千瓦时)	2019 年当地市场电价 (元/千瓦时)	全年送电量 (亿千瓦时)	占公司全年发电比例
云南省	0.2892	0.0640 (分摊)	0.3532	0.18075	21.6	1.02%

资料来源: 关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知, 四川电力交易中心 2019 年报, 云南电力交易中心 2019 年报, 东兴证券研究所

表5: 溪洛渡机组左岸电价水平

送电省市	现行送电省市上网电价 (元/千瓦时)	特高压输配电价 (元/千瓦时)	送电省市落地电价 (元/千瓦时)	标杆价降低 15% 价格 (元/千瓦时)	送电省市燃煤标杆电价 (元/千瓦时)
浙江省	0.2892	0.0495	0.3387	0.3530	0.4153
四川省	0.2892	0.0925 (分摊)	0.3817	0.3410	0.4012

资料来源: 国家发展改革委关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知, 东兴证券研究所

表6: 溪洛渡机组右岸电价水平

送电省市	现行送电省市上网电价 (元/千瓦时)	特高压输配电价 (元/千瓦时)	送电省市落地电价 (元/千瓦时)	标杆价降低 15% 价格 (元/千瓦时)	送电省市燃煤标杆电价 (元/千瓦时)
广东省	0.31681	0.0495	0.36631	0.3530	0.4153
云南省	0.31681	0.0925 (分摊)	0.40931	0.3410	0.4012

资料来源: 国家发展改革委关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知, 东兴证券研究所

表7: 溪洛渡机组现行电价与四川云南市场化电价比较

送电省市	现行送电省市上网电价 (元/千瓦时)	特高压输配电价 (元/千瓦时)	送电省市落地电价 (元/千瓦时)	2019 年当地市场电价 (元/千瓦时)	全年送电量 (亿千瓦时)	占公司全年发电比例
四川省	0.2892	0.0925 (分摊)	0.3817	0.194	39.17	1.86%
云南省	0.31681	0.0640 (分摊)	0.38081	0.18075	39.17	1.86%

资料来源: 关于核定部分跨省跨区专项工程输电价格有关问题的通知, 四川电力交易中心 2019 年报, 云南电力交易中心 2019 年报, 东兴证券研究所

考虑参与电力市场化交易, 乌东德、白鹤滩电价应和现行电价水平相当。在国家大力推进电力市场化背景下, 乌东白鹤滩机组很有可能部分或全部参与电力市场化交易, 让市场来确定上网电价。电力市场化交易分为年度长协电量交易、年度合同电量交易、月度电量交易、发电权交易、西南富余水电交易等五种, 其中只有四川省和广西省有西南富余水电交易。以上几种交易中由于乌东德、白鹤滩机组属于大型流域调节水电站, 发电量稳定, 应该参与年度长协电量交易, 目前公司在上海和浙江参与的就是年度长协电量交易, 在广东是按照月度交易加权价差确定市场化交易电量, 没有直接参与市场交易。年度长协电量交易的参与者是省内外大型电站和省内外大型用电企业, 供需比较稳定, 电价比较平稳。我们用交易形成的电价减去跨省输配电价即可求出上网电价。公司在广东、广西、浙江和江苏的上网电价分别为 0.3063 元/千瓦时、0.3236 元/千瓦时、0.3000 元/千瓦时和 0.2862 元/千瓦时, 与现行 0.3 元/千瓦时电价水平相当。

表8: 乌东德、白鹤滩机组电价测算

地区	广东	广西	浙江	江苏
2019 年度长协出清电价	0.3723	0.3896	0.3850	0.3692
特高压输配电价 (元/kWh)	0.066	0.066	0.085	0.083
特高压线损 (%)	6.6% (估)	6.6% (估)	8.7% (估)	8.5% (估)

地区	广东	广西	浙江	江苏
上网电价（元/kWh）	0.3063	0.3236	0.3000	0.2862

资料来源：国家发改委，广东电力市场交易中心，广西电力市场交易中心，江苏电力市场交易中心，浙江电力市场交易中心，东兴证券研究所

4. 新机组投资较大 毛利略低于已投运机组

新机组投资大期限长，度电折旧高于现行机组。机组的注入时需考虑资金成本，由于水电机组投资大建设周期长，机组自己成本较大，动态投资和静态投资差异较大。我们按照水电投资惯例假设新机组资本金为全部静态投资的 20%，乌东德机组 2022 年收购，白鹤滩机组 2023 年收购，结合水电工程进度的投资特点，按照资产基础法评估整个工程的资金成本。得出收购时乌东德机组权益价值约为 413.78 亿元，白鹤滩机组权益价值约为 652.38 亿元。收购时，乌东德机组的总价值为 1187.38 亿元，白鹤滩机组的总价值为 1796.94 亿元。两机组投入运行后，乌东德机组年折旧 37.07 亿元、毛利率 46.04%，白鹤滩机组年折旧 56.10 亿元、毛利率 49.73%，公司整体毛利率约 57.6%。

资金成本 = 第一台机组发电前资金成本 + 第一台机组发电后资金成本

$$\text{第一台机组发电前的资金成本} = \sum \left(\left(\text{年初累计投资} + \frac{\text{本年投资}}{2} \right) \times \text{年利率} \right)$$

$$\text{第一台机组发电后的资金成本} = \sum \left(\frac{\text{本年投资}}{2} \times \text{年利率} \right)$$

表9：乌东德、白鹤滩机组资金成本计算

项目	乌东德机组资金成本	白鹤滩机组资金成本	乌东德工程投资进程	白鹤滩工程投资进程
工程进度及总工期	主要工期 2015 年 12 月-2021 年 12 月	主要工期 2015 年 4 月-2021 年 12 月	2020 年 8 月首台发电 2017 年开始安装	2021 年 7 月首台发电 2017 年开始主要浇筑
总投资（百万元）	96,700.00	143,070.00		
2015 大坝投资（百万元）	0.00	0.00	0%	0%
2015 机械投资（百万元）	1,840.44	0.00	5%	0%
2015 房屋投资（百万元）	1,424.86	2,156.33	5%	5%
2015 年投资（百万元）	3,265.30	2,156.33		
2015 年贷款利率	4.41%	4.41%		
2015 年资金成本（百万元）	72.00	47.55		
2016 大坝投资（百万元）	5,461.95	0.00	10%	0%
2016 机械投资（百万元）	1,840.44	0.00	5%	0%
2016 房屋投资（百万元）	1,424.86	2,156.33	5%	5%
2016 年投资（百万元）	8,727.25	2,156.33		
2016 年贷款利率	3.78%	3.78%		
2016 年资金成本（百万元）	360.37	169.81		
2017 大坝投资（百万元）	21,847.80	4,132.96	40%	5%

项目	乌东德机组资金成本	白鹤滩机组资金成本	乌东德工程投资进程	白鹤滩工程投资进程
2017 机械投资 (百万元)	5,521.32	5,570.51	15%	10%
2017 房屋投资 (百万元)	7,124.28	10,781.64	25%	25%
2017 年投资 (百万元)	34,493.40	20,485.12		
2017 年贷款利率	4.56%	4.56%		
2017 年资金成本 (百万元)	1765.68	881.08		
2018 大坝投资 (百万元)	19,116.82	18,185.04	35%	22%
2018 机械投资 (百万元)	9,202.20	13,926.29	25%	25%
2018 房屋投资 (百万元)	5,699.43	8,625.31	20%	20%
2018 年投资 (百万元)	34,018.45	40,736.64		
2018 年贷款利率	4.20%	4.20%		
2018 年资金成本 (百万元)	4864.85	2995.41		
2019 大坝投资 (百万元)	4,369.56	39,676.44	8%	48%
2019 机械投资 (百万元)	9,202.20	11,141.03	25%	20%
2019 房屋投资 (百万元)	5,699.43	8,625.31	20%	20%
2019 年投资 (百万元)	19,271.18	59,442.79		
2019 年贷款利率	4.30%	4.30%		
2019 年资金成本 (百万元)	10938.93	8189.84		
2020 大坝投资 (百万元)	3,823.36	14,878.67	7%	18%
2020 机械投资 (百万元)	7,361.76	19,496.80	20%	35%
2020 房屋投资 (百万元)	4,274.57	6,468.99	15%	15%
2020 年投资 (百万元)	15,459.69	40,844.45		
2020 年贷款利率	3.67%	3.67%		
2020 年资金成本 (百万元)	21947.28	17619.85		
2021 大坝投资 (百万元)	0.00	5,786.15	0%	7%
2021 机械投资 (百万元)	1,840.44	5,570.51	5%	10%
2021 房屋投资 (百万元)	2,849.71	4,312.66	10%	10%
2021 年投资 (百万元)	4,690.15	15,669.32		
2021 年贷款利率	3.87%	3.87%		
2021 年资金成本 (百万元)	22038.03522	36624.03069		
利息系数	22.79%	25.60%		

资料来源: 东兴证券研究所

与可比水电评估案例比较, 公司乌东德机组、白鹤滩机组利息系数为 **22.79%、25.60%**, 略高于可比收购案例, 但在合理范围。

表10: 乌东德机组、白鹤滩机组和其他机组利息系数比较

电站名称	工期 (年)	静态总投资 (亿元)	利息 (亿元)	利息系数	装机容量
------	--------	------------	---------	------	------

电站名称	工期（年）	静态总投资（亿元）	利息（亿元）	利息系数	装机容量
乌东德	6	976	220.38	22.79%	1020
白鹤滩	12	1430.70	366.24	25.60%	1600
溪洛渡	13	819.42	159.60	19.48%	1260
向家坝	12	721.51	103.68	14.37%	600

资料来源：中企华资产评估有限责任公司对溪洛渡、向家坝机组评估报告，东兴证券研究所

表11：乌东德机组、白鹤滩机组预计资产情况及每年折旧

	乌东德水电站	白鹤滩水电站
静态投资（亿元）	967	1430.70
评估后资产（亿元）	1187.38	1796.94
总负债（亿元）	773.60	1144.56
总利息（亿元）	220.38	366.24
动态投资（亿元）	1187.38	1796.94
动态投资-负债	413.78	652.38
评估前总权益（亿元）	193.40	286.14
评估后权益（亿元）	348.12	515.05
合并总资产（亿元）	413.78	1796.94
增值百分比	22.79%	25.60%
大坝原值（亿元） 占总资产 46%	546.19	826.59
大坝年折旧（亿元） 50年直线折旧	10.92	16.53
机械原值（亿元） 占总资产 31%	368.09	557.05
机械年折旧（亿元） 18年直线折旧	20.44	30.95
房屋原值（亿元） 占总资产 24%	284.97	431.27
房屋折旧（亿元） 50年直线折旧	5.70	8.63
总年折旧（亿元）	37.07	56.10

资料来源：东兴证券研究所

表12：在运机组与乌东德机组、白鹤滩机组盈利比较

	在运机组(2018年数据)	乌东德机组	白鹤滩机组
营业收入（亿元）	510.46	99.47	145.79
折旧（亿元）	122.09	37.07	56.10
财政规费（亿元）	67.96	12.27	19.68
毛利率	62.77%	50.39%	48.02%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

5. 有关公司非公开发行股票收购资产的讨论

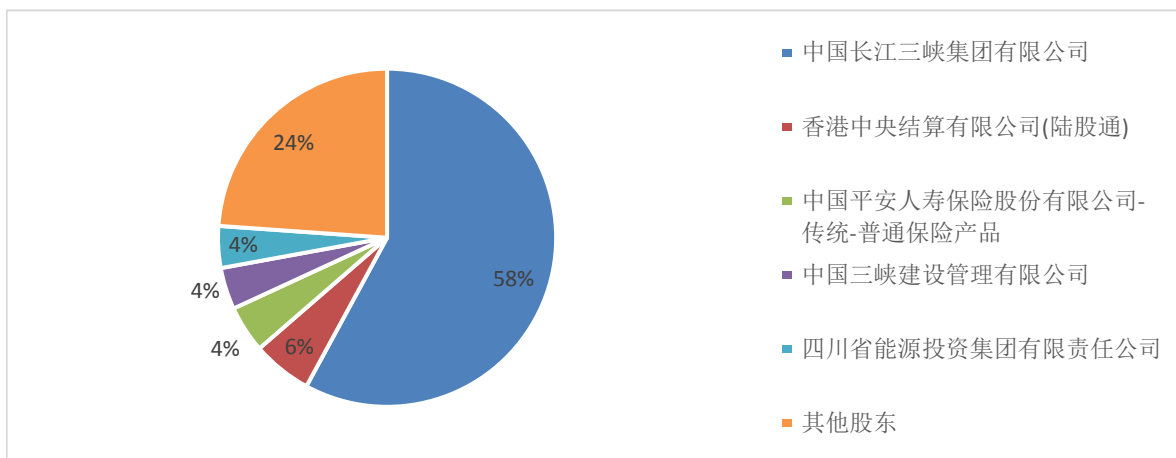
我们认为公司非公开定向增发后，不会改变三峡集团对公司的绝对控股，乌东德机组收购以发行债务为主，白鹤滩机组以定向增发为主。公司是三峡集团的重要上市公司平台，也是三峡集团在清洁能源发展战略的重要实践者。鉴于此，我们认为三峡集团不会放弃对公司的绝对控股权。在这一前提下，公司可增发的股本为 30 亿股，占增发后总股本的 12%，大股东三峡集团的持股比例从原来的 57.92% 下降到 50.97%。

根据我们测算，乌东德机组的权益价值在 413.78 亿元左右，公司每年的净经营性现金流在 390 亿元左右，其中股利分红 190 亿元，余 200 亿元，公司需要贷款、发行短期、长期债券或定向增发 200 亿元购买乌东德公司的权益。我们认为乌东德公司会采取发行债务购买资产主要是乌东德公司收购完成后，公司营业收入会增加 19.8%，虽然毛利下降，财务费用整体上升，但公司盈利会有 10% 的增长空间，每股达到 1.12，这有助于推升公司市值，使得以后非公开发行业股票时发行同样数量股本可以募集到更多资金。

根据我们测算，白鹤滩机组的权益价值在 652.38 亿元左右，乌东德机组收购后公司每年经营性现金流在 450 亿元左右，其中股利分红 220 亿元左右，余 230 亿元，公司需要贷款、发行债券或定向增发 420 亿元购买白鹤滩公司的权益。但考虑到公司近年对外投资较多，尤其公司配售电业务进展快速，需要一部分资金进行投资。在这种情况下我们认为公司在控制权不变更的情况下，公司会考虑用定向增发为白鹤滩公司收购进行融资。公司目前股价在 17.5 元左右，乌东德公司收购完成后，预计公司估值不会有大的变化，每股收益增厚 10%，股价在上涨到 19.25 元左右，非公开发行股票发行价格为不低于定价基准日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价的 90%，公司股价主要受到价值驱动，变动较小，我们认为公司非公开发行的价格在 17.33 元左右，发行 25 亿股，共能募得资金 433.125 亿元，减去承销费用 10.83 亿元，可使用资金 421.21 亿元。

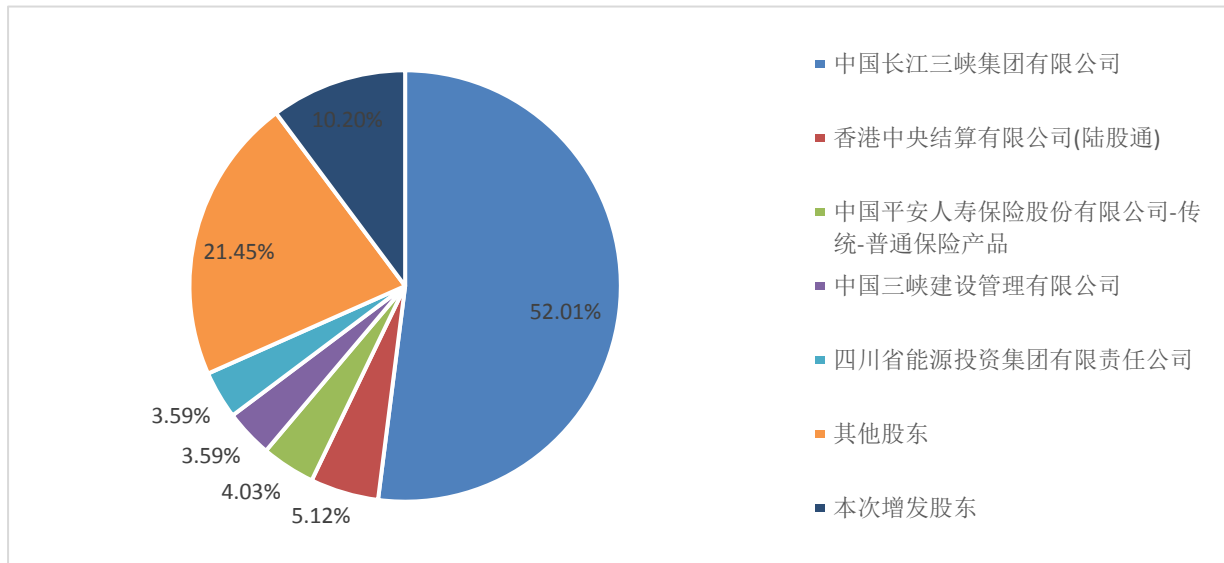
白鹤滩机组收购完成后，预计公司营业收入上升 24.2%，虽然折旧上升，毛利下降，财务费用整体上升，但公司盈利会有 9.3% 的增长空间，每股收益会达到 1.22。但非公开发行股票会摊薄每股收益一些，如果公司收购资金全部来源于非公开发行，即非公开发行 25 亿股融资，股本由 220 亿股增长到 245 亿股，则每股收益会被摊薄到 1.09，比注入前下降约 2.9%，每股收益基本稳定。参与非公开发行的股东非公开发行的价格为基准日前二十个交易日的平均价格的 90%，对于参加增发的投资者，也留存有一定收益。

图1：截止 2020 年一季度长江电力主要股东



资料来源：东兴证券研究所

图2：公司非公开发行股份后主要股东



资料来源：东兴证券研究所

6. 公司盈利预测及投资评级

我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 225.11、226.01 和 247.36 亿元，对应 EPS 分别为 1.02、1.03 和 1.12 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 17.05、16.99 和 15.52 倍。看好公司新机组投运给公司带来的价值提升，公司为 A 股稳定的水电龙头公司，稳定，股息率较高，按照公司投资评级的指引，我们认为公司表现会强于市场基准指数（沪深 300）5%~15%，维持“推荐”评级。

7. 风险提示

来水大幅不及预期，乌东德、白鹤滩机组资金成本大幅高于预期，乌东德、白鹤滩机组电价大幅低于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	9,485	11,035	10,126	10,595	12,350	营业收入	51,214	49,874	50,682	50,321	60,268
货币资金	5,337	7,323	6,362	6,853	7,886	营业成本	19,005	18,697	19,048	19,029	23,964
应收账款	2,626	2,944	2,992	2,971	3,629	营业税金及附加	1,289	1,169	1,188	1,179	1,412
其他应收款	27	18	18	18	22	营业费用	25	28	28	28	34
预付款项	10	14	14	14	14	管理费用	801	814	827	821	983
存货	219	222	227	226	285	财务费用	5,854	5,211	5,075	4,876	7,379
其他流动资产	1,209	460	460	460	460	研发费用	42	41	41	41	49
非流动资产合计	286,012	285,448	283,777	282,032	390,982	资产减值损失	275	(36)	(36)	(36)	(43)
长期股权投资	21,487	40,258	45,258	50,258	55,958	公允价值变动收益	36	(27)	65	61	32
固定资产	237,912	226,220	214,476	202,722	305,965	投资净收益	2,707	3,075	3,621	4,021	4,477
无形资产	181	191	202	211	219	加:其他收益	718	3	0	0	0
其他非流动资产	1,244	34	34	34	34	营业利润	27,392	26,933	28,197	28,464	31,000
资产总计	295,497	296,483	293,903	292,627	403,332	营业外收入	12	29	10	8	9
流动负债合计	56,827	55,959	52,967	53,020	47,643	营业外支出	397	335	385	372	364
短期借款	12,700	21,308	20,076	20,691	11,528	利润总额	27,007	26,627	27,822	28,100	30,645
应付账款	83	87	87	87	110	所得税	4,364	5,060	5,286	5,474	5,884
预收款项	10	9	9	8	7	净利润	22,644	21,567	22,536	22,626	24,761
一年内到期的非流动负债	15,298	2,500	2,500	2,500	2,994	少数股东损益	33	24	24	24	24
非流动负债合计	95,985	90,508	83,734	75,193	183,422	归属母公司净利润	22,611	21,543	22,512	22,602	24,737
长期借款	26,000	24,600	23,336	21,336	117,936	主要财务比率					
应付债券	34,266	43,795	40,372	36,909	51,909		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	152,812	146,467	136,701	128,213	231,065	成长能力					
少数股东权益	481	506	530	554	578	营业收入增长	2.13%	-2.62%	1.62%	-0.71%	19.77%
实收资本(或股本)	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	营业利润增长	1.16%	-1.68%	4.69%	0.95%	8.91%
资本公积	44,296	44,364	44,364	44,364	44,364	归属于母公司净利润增长	4.50%	0.40%	4.50%	0.40%	9.45%
未分配利润	48,400	56,474	63,227	70,008	77,429	获利能力					
归属母公司股东权益合计	142,203	149,510	156,672	163,860	171,689	毛利率(%)	62.89%	62.51%	62.42%	62.18%	60.24%
负债和所有者权益	295,497	296,483	293,903	292,627	403,332	净利率(%)	44.21%	43.24%	44.47%	44.96%	41.08%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.65%	7.27%	7.66%	7.72%	6.13%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	15.90%	14.41%	14.37%	13.79%	14.41%
经营活动现金流	39,737	36,464	34,940	34,829	45,892	偿债能力					
净利润	22,644	21,567	22,536	22,626	24,761	资产负债率(%)	52%	49%	47%	44%	57%
折旧摊销	12,391	12,230	12,044	12,054	15,795	流动比率	0.17	0.20	0.19	0.20	0.26
财务费用	5,854	5,211	5,075	4,876	7,379	速动比率	0.16	0.19	0.19	0.20	0.25
应收帐款减少	587	(318)	(48)	21	(658)	营运能力					
预收帐款增加	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
投资活动现金流	(9,226)	(6,631)	(6,253)	(5,793)	(119,795)	应收账款周转率	18	18	17	17	18
公允价值变动收益	36	(27)	65	61	32	应付账款周转率	602.46	588.78	582.37	577.11	612.17
长期投资减少	(7,820)	(12,112)	(10,000)	(10,000)	(5,700)	每股指标(元)					
投资收益	2,707	3,075	3,621	4,021	4,477	每股收益(最新摊薄)	1.03	0.98	1.02	1.03	1.12
筹资活动现金流	(30,473)	(27,874)	(29,649)	(28,545)	74,936	每股净现金流(最新摊薄)	0.00	0.09	-0.04	0.02	0.05
应付债券增加	4,115	9,529	(3,423)	(3,463)	15,000	每股净资产(最新摊薄)	6.46	6.80	7.12	7.45	7.80
长期借款增加	(5,500)	(1,400)	(1,264)	(2,000)	96,600	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	16.98	17.82	17.05	16.99	15.52
资本公积增加	(27)	69	0	0	0	P/B	2.70	2.57	2.45	2.34	2.24
现金净增加额	37	1,959	(962)	491	1,033	EV/EBITDA	10.23	10.56	11.20	10.10	10.34

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司报告	长江电力（600900）：努力成长 公司收购秘鲁 Luz del Sur 公司点评	2019-10-10
公司深度报告	长江电力（600900）：分红“常青树”价值再提升	2019-09-06
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：蒙西电网 2020 年发电量预计增速为 5%	2020-04-30
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：五部委发文完善长江经济带污水处理收费机制	2020-04-20
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：有序放开上网电价、逐步取消工商业目录电价	2020-04-13
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：发改委有序推进新增垃圾焚烧发电项目建设	2020-04-08
行业深度报告	后疫情时代系列报告之七：逆周期调节时代，环保基建补短板力度可期	2020-03-30
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：垃圾发电项目进入首批财政补贴目录条件已明确	2020-03-23
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：山西规划 2030 年前建设 33 个垃圾焚烧发电项目	2020-03-17
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：中办国办发推进环境治理	2020-03-09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，3年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018年7月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526