

长江电力 (600900.SH)

汛期来水偏丰，关注三季度业绩弹性

核心观点：

- 上半年发电量同比减少 6.2%，归母净利润下滑 7.8%。公司发布 2020 年中报，上半年收入 199.13 亿元，同比下滑 2.21%；归母净利润 79.03 亿元，同比下滑 7.81%，主要是上半年发电量同比减少 6.16% 所致。
- 把握低利率窗口降低财务费用，同时加大对外投资。上半年公司财务费用 24.95 亿元，同比减少 6.1%；而公司 6 月底有息负债 1494 亿元，同比去年同期增加 264 亿元。公司精准把握发行窗口，发行债券募集资金合计 120 亿元，新增债券成本 2.82%，较 2019 年新增债券综合成本降低 60BP。公司上半年，公司收购秘鲁配电资产；举牌申能股份、黔源电力；增持国投电力、川投能源、桂冠电力。2020 年上半年实现投资收益 22.45 亿元，投资收益占利润总额的比例提升至 24%。
- 汛期来水偏多，提振公司全年发电量。根据 Wind 资讯，7 月以来水位显著高于去年同期水平，7-8 月三峡水位比去年同期平均高出 10.28 米，截至 8 月 31 日，三峡水库水位比去年同期高出 15.18 米。根据测算 7-8 月长江电力四座水库发电量同比增速分别为 17% 和 30%，8 月内长江电力四座水库发电量同比已经转正。公司三季度发电量占比一般在 35%-40% 左右，今年汛期降水同比增加将提振公司全年发电量。
- 上调 2020 年业绩预期，维持“买入”评级。汛期来水偏多，我们上调公司 2020 年业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 246/243/252 亿元。公司是全球最大的水电公司，公司盈利稳定且承诺较高的分红比例（2021-2025 年现金分红不低于当年实现净利润的 70%），未来伴随着融资成本下行、机组折旧到期等，公司盈利还将进一步提升，在全球经济增速下行及无风险利率下行的背景下，公司估值有望进一步提升。考虑到公司龙头优势、稳定的分红承诺，参考可比公司，给予公司 2020 年 PE 22 倍，对应合理价值 24.64 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。长江流域来水波动的风险；上网电价下调的风险。

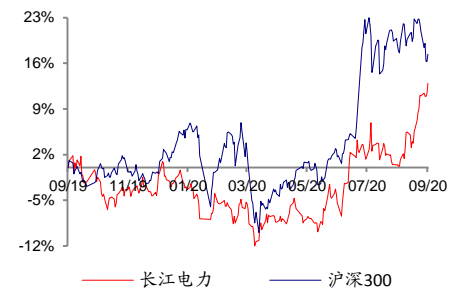
盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	51,214	49,874	55,391	56,436	56,833
增长率（%）	2.1	-2.6	11.1	1.9	0.7
EBITDA（百万元）	42,275	41,185	43,973	43,172	43,172
归母净利润（百万元）	22,611	21,543	24,596	24,335	25,223
增长率（%）	1.6	-4.7	14.2	-1.1	3.7
EPS（元/股）	1.03	0.98	1.12	1.11	1.15
市盈率（P/E）	15.45	18.77	18.21	18.41	17.76
ROE（%）	15.9	14.4	15.5	14.6	14.5
EV/EBITDA	10.23	11.88	12.99	13.05	12.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	20.36 元
合理价值	24.64 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-14

相对市场表现



分析师：

邱长伟



SAC 执证号：S0260517080016

SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

相关研究：

长江电力 (600900.SH): 财务 2020-05-11

费用折旧下降提振盈利，低息

环境下估值有望提升

目录索引

一、上半年归母净利润下滑 7.8%，汛期来水偏丰提振全年发电量.....	4
（一）上半年发电量同比减少 6.2%，归母净利润下滑 7.8%.....	4
（二）把握低利率窗口进行债务置换，有息负债增加财务费用却下降.....	5
（三）加大对外投资，投资收益占比提升至税前利润的 24%.....	5
（四）汛期来水偏多，提振公司全年发电量.....	6
（五）上调 2020 年业绩预期，维持“买入”评级.....	7
二、风险提示.....	7

图表索引

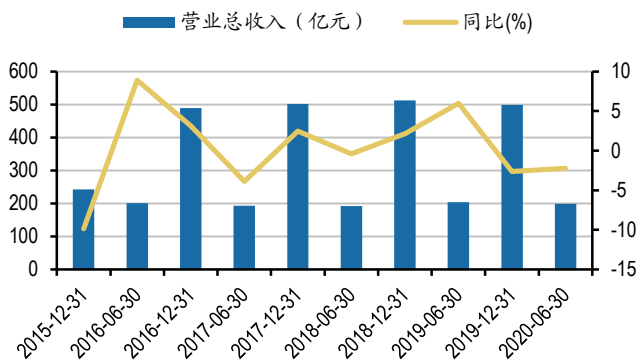
图 1: 公司上半年收入同比下滑 2.2%	4
图 2: 公司上半年归母净利润同比下滑 7.8%	4
图 3: 公司二季度发电量同比减少 8.9%.....	4
图 4: 公司上半年发电量同比减少 6.16%.....	4
图 5: 公司投资收益占利润比例呈上升趋势	6
图 6: 公司经营现金流去向 (亿元)	6
图 7: 三峡水库上游水位 (米)	6
图 8: 三峡水库六月以来发电量显著增加	6
图 9: 公司三季度发电量占比	7
表 1: 长江电力半年报财务分析 (亿元)	4
表 2: 可比公司估值对比.....	7

一、上半年归母净利润下滑 7.8%，汛期来水偏丰提振全年发电量

(一) 上半年发电量同比减少 6.2%，归母净利润下滑 7.8%

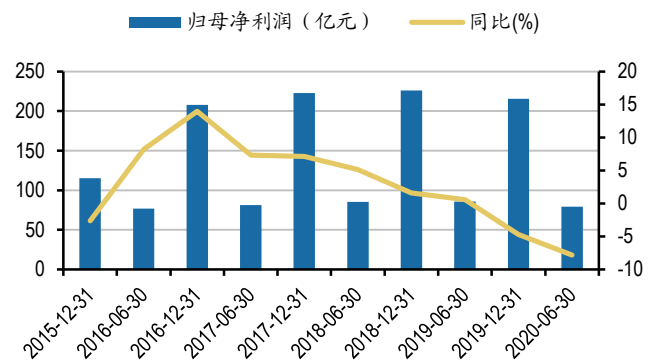
公司发布2020年中报，上半年收入199.13亿元，同比下滑2.21%；归母净利润79.03亿元，同比下滑7.81%。公司利润下滑主要是上半年发电量同比减少6.16%所致。

图1：公司上半年收入同比下滑2.2%



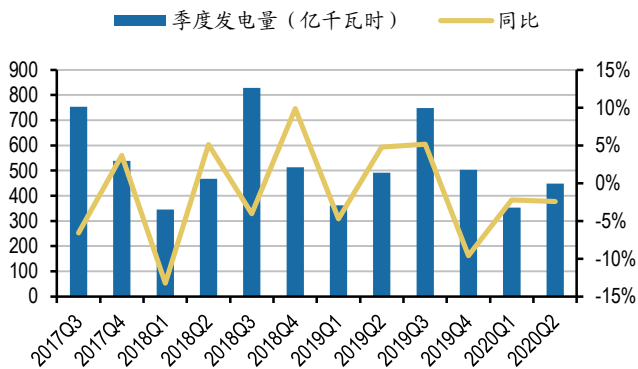
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公司上半年归母净利润同比下滑7.8%



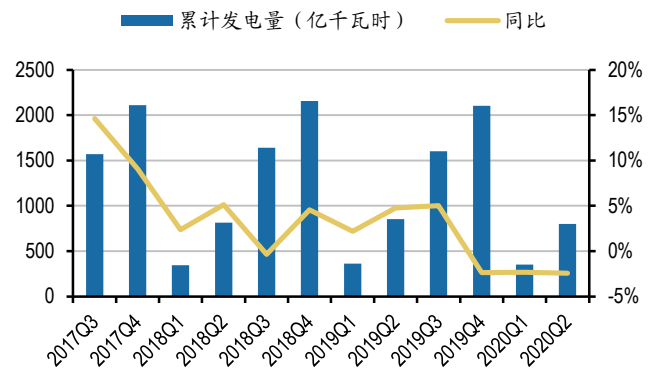
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公司二季度发电量同比减少8.9%



数据来源：公司发电量公告，广发证券发展研究中心

图4：公司上半年发电量同比减少6.16%



数据来源：公司发电量公告，广发证券发展研究中心

表1：长江电力半年报财务分析（亿元）

	2019-06-30	2020-06-30	同比变动幅度	同比变动%
营业总收入	203.6276	199.1255	-4.50	-2.2%
营业总成本	121.7283	120.4389	-1.29	-1.1%
营业成本	87.5681	87.4864	-0.08	-0.1%

毛利	116.0595	111.6391	-4.42	-3.8%
毛利率	57.0%	56.1%	-0.9%	
税金及附加	4.7561	4.0294	-0.73	-15.3%
销售费用	0.0887	0.3816	0.29	330.2%
管理费用	2.6093	3.5151	0.91	34.7%
研发费用	0.1291	0.0781	-0.05	-39.5%
财务费用	26.577	24.9483	-1.63	-6.1%
加：其他收益	0.0031	0.0424	0.04	1267.7%
投资净收益	19.0579	22.4477	3.39	17.8%
公允价值变动净收益	2.9951	-3.7731	-6.77	-226.0%
资产减值损失			-	#DIV/0!
信用减值损失	-0.0452	-0.0463	-0.00	2.4%
资产处置收益	-0.1096	0.11	0.22	-200.4%
营业利润	103.8005	97.4674	-6.33	-6.1%
加：营业外收入	0.0065	0.5429	0.54	8252.3%
减：营业外支出	1.5245	2.9243	1.40	91.8%
利润总额	102.2825	95.086	-7.20	-7.0%
减：所得税	16.5301	15.5601	-0.97	-5.9%
净利润	85.7525	79.5258	-6.23	-7.3%
减：少数股东损益	0.0283	0.5006	0.47	1668.9%
归属于母公司所有者的净利润	85.7242	79.0253	-6.70	-7.8%
短期借款	263.82	427.93	164.11	
一年内到期的非流动负债	45.00	61.98	16.99	
其他流动负债	99.96	64.96	-35.00	
长期借款	176.00	227.99	51.99	
应付债券	402.61	509.37	106.76	
长期应付款(合计)	242.33	201.53	-40.80	
有息负债合计	1,229.71	1,493.76	264.05	21.5%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）把握低利率窗口进行债务置换，有息负债增加财务费用却下降

上半年公司财务费用24.95亿元，同比减少6.1%；而公司6月底有息负债1494亿元，同比去年同期增加264亿元。公司有息负债增加的同时财务费用下降，主要是公司精准把握发行窗口，发行债券募集资金合计120亿元，新增债券成本2.82%，较2019年新增债券综合成本降低60BP。

（三）加大对外投资，投资收益占比提升至税前利润的24%

公司上半年，新增对外投资约319亿元，其中对秘鲁配电资产基础交易对价35.9亿美元；举牌中能股份、黔源电力，并成功向中能股份派驻董事，实现权益法核算；增持国投电力、川投能源、桂冠电力。2020年上半年实现投资收益22.45亿元，为公司

业绩稳步增长发挥了重要作用。近几年，公司加大投资力度，2020年上半年投资收益占利润总额的比例提升至24%。

2016-2019年，公司每年经营现金流维持在350-400亿左右，其中主要用途为：分红及偿还利息（约170-200亿元）、偿还债务（100亿左右）、投资支出（约100亿左右）。2020年上半年，伴随着融资成本下行，公司加大融资力度，我们预计公司用于投资的资金将进一步增加，提升股东回报。

图5：公司投资收益占利润比例呈上升趋势

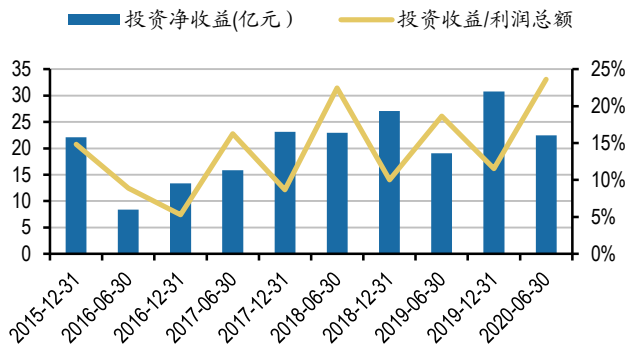
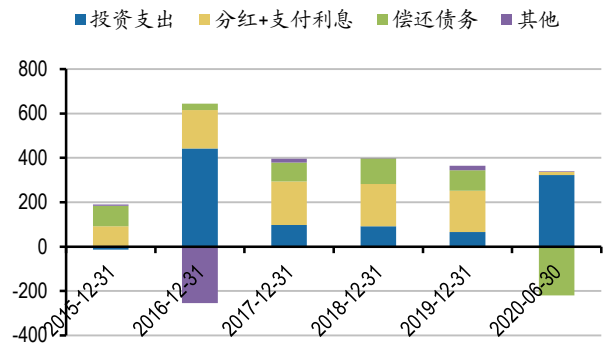


图6：公司经营现金流去向（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）汛期来水偏多，提振公司全年发电量

根据Wind资讯，7月以来水位显著高于去年同期水平，7-8月三峡水位比去年同期平均高出10.28米，截至8月31日，三峡水库水位比去年同期高出15.18米。长江电力四座水库上半年发电量同比下降6.16%，根据测算7-8月长江电力四座水库发电量同比增速分别为17%和30%，8月内长江电力四座水库发电量同比已经转正，截至8月底累计发电量同比增长约5.2%。公司汛期主要集中在3季度，三季度发电量占比一般在35%-40%左右，今年汛期降水同比增加将提振公司全年发电量。

图7：三峡水库上游水位（米）

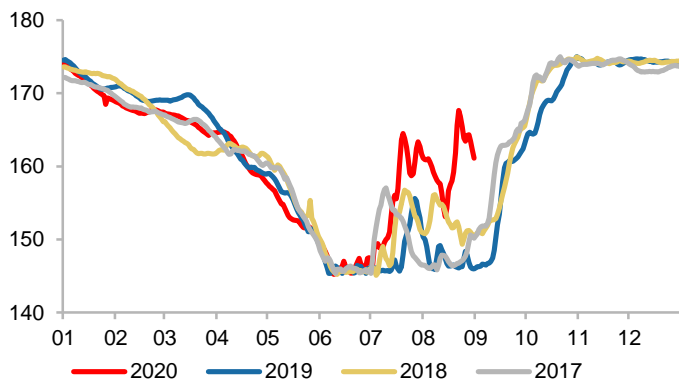
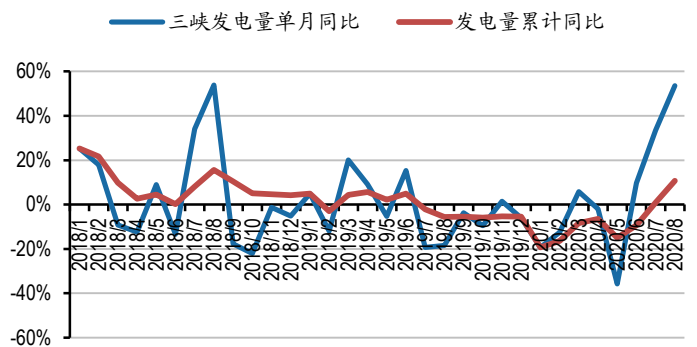


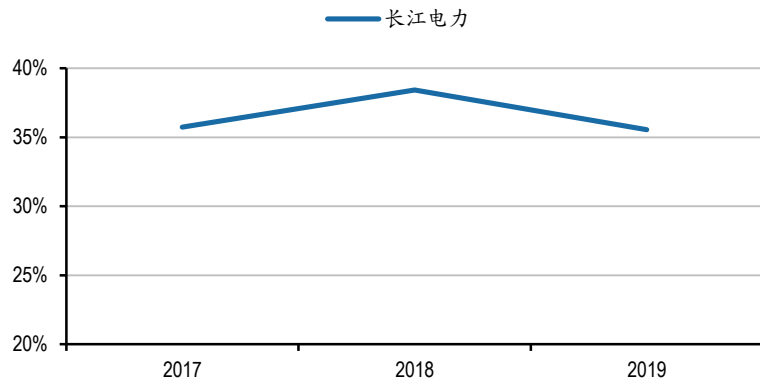
图8：三峡水库六月以来发电量显著增加



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9: 公司三季度发电量占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) 上调 2020 年业绩预期, 维持“买入”评级

汛期来水偏多, 我们上调公司 2020 年业绩预测, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 246/243/252 亿元。公司是全球最大的水电公司, 公司盈利稳定且承诺较高的分红比例 (2021-2025 年现金分红不低于当年实现净利润的 70%), 未来伴随着融资成本下行、有息负债下降、机组折旧到期, 公司盈利还将进一步提升, 在全球经济增速下行及无风险利率下行的背景下, 公司估值有望进一步提升。此外, 集团在建的乌东德水电站于 2020 年 6 月首台机组发电、白鹤滩水电站预计 2021 年首批机组投产, 关注集团层面的资产整合潜力。考虑到公司龙头优势、稳定的分红承诺, 参考可比公司, 给予公司 2020 年 PE 22 倍, 对应合理价值 24.64 元/股, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比

	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速			PB(LF)
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
长江电力	4,479	18.21	18.41	17.76	245.96	243.35	252.23	14%	-1%	4%	3.16
国投电力	623	9.94	11.37	9.96	62.70	54.81	62.56	32%	-13%	14%	1.65
川投能源	438	15.39	15.10	13.67	28.44	28.97	32.02	-4%	2%	11%	1.67
华能水电	749	12.39	10.39	11.26	60.42	72.05	66.49	9%	19%	-8%	1.64
桂冠电力	393	17.42	16.38	16.25	22.57	24.02	24.20	7%	6%	1%	2.81
黔源电力	47	12.39	11.98	11.24	3.83	3.97	4.22	32%	3%	7%	1.64

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 长江电力、国投电力、华能水电、川投能源盈利预测来自广发盈利预测, 其余公司盈利预测来自 wind 一致预测

二、风险提示

长江流域来水波动的风险; 上网电价下调的风险。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,485	11,035	9,181	9,053	9,183
货币资金	5,337	7,323	5,000	5,000	5,000
应收及预付	2,640	2,961	3,271	3,199	3,318
存货	219	222	265	277	277
其他流动资产	1,289	528	644	577	588
非流动资产	286,012	285,448	314,604	315,874	317,906
长期股权投资	21,487	40,258	71,010	81,825	92,705
固定资产	237,912	226,292	224,092	214,249	205,052
在建工程	6,692	6,881	7,272	7,563	7,904
无形资产	181	191	202	213	224
其他长期资产	19,740	11,825	12,027	12,025	12,022
资产总计	295,497	296,483	323,785	324,927	327,089
流动负债	56,827	55,959	79,669	73,715	72,708
短期借款	12,700	21,308	42,494	34,761	33,615
应付及预收	156	115	177	174	167
其他流动负债	43,971	34,536	36,998	38,780	38,927
非流动负债	95,985	90,508	84,438	84,388	79,338
长期借款	26,000	24,600	39,600	34,600	29,600
应付债券	34,266	43,795	43,795	48,795	48,795
其他非流动负债	35,719	22,114	1,043	993	943
负债合计	152,812	146,467	164,107	158,102	152,046
股本	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
资本公积	44,296	44,364	44,364	44,364	44,364
留存收益	72,720	80,793	90,429	97,547	105,736
归属母公司股东权益	142,203	149,510	159,146	166,264	174,453
少数股东权益	481	506	532	561	589
负债和股东权益	295,497	296,483	323,785	324,927	327,089

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	51,214	49,874	55,391	56,436	56,833
营业成本	19,005	18,697	21,718	23,300	23,052
营业税金及附加	1,289	1,169	1,286	1,351	1,337
销售费用	25	28	26	29	29
管理费用	801	814	889	903	916
研发费用	42	41	41	45	45
财务费用	5,854	5,211	4,777	4,216	3,799
资产减值损失	275	-36	0	0	0
公允价值变动收益	36	-27	0	0	0
投资净收益	2,707	3,075	2,965	3,161	3,243
营业利润	27,392	26,933	30,712	30,392	31,488
营业外收支	-385	-306	-300	-300	-300
利润总额	27,007	26,627	30,412	30,092	31,188
所得税	4,364	5,060	5,790	5,727	5,936
净利润	22,644	21,567	24,622	24,364	25,252
少数股东损益	33	24	26	29	28
归属母公司净利润	22,611	21,543	24,596	24,335	25,223
EBITDA	42,275	41,185	43,973	43,172	43,172
EPS (元)	1.03	0.98	1.12	1.11	1.15

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	39,737	36,464	40,946	39,711	37,583
净利润	22,644	21,567	24,622	24,364	25,252
折旧摊销	12,223	12,060	12,543	12,364	11,717
营运资金变动	1,590	624	2,056	1,906	10
其它	3,280	2,213	1,726	1,077	603
投资活动现金流	-9,226	-6,631	-39,045	-10,774	-10,810
资本支出	-3,118	-2,705	-11,258	-3,120	-3,173
投资变动	-7,182	-5,328	-30,752	-10,814	-10,880
其他	1,074	1,401	2,965	3,161	3,243
筹资活动现金流	-30,473	-27,874	-4,225	-28,938	-26,773
银行借款	73,096	87,123	36,186	-12,733	-6,146
股权融资	27	0	0	0	0
其他	-103,597	-114,997	-40,411	-16,204	-20,627
现金净增加额	134	1,983	-2,323	0	0
期初现金余额	5,200	5,334	7,323	5,000	5,000
期末现金余额	5,334	7,318	5,000	5,000	5,000

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	2.1%	-2.6%	11.1%	1.9%	0.7%
营业利润增长	1.2%	-1.7%	14.0%	-1.0%	3.6%
归母净利润增长	1.6%	-4.7%	14.2%	-1.1%	3.7%
获利能力					
毛利率	62.9%	62.5%	60.8%	58.7%	59.4%
净利率	44.2%	43.2%	44.5%	43.2%	44.4%
ROE	15.9%	14.4%	15.5%	14.6%	14.5%
ROIC	10.9%	9.7%	8.8%	8.7%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	51.7%	49.4%	50.7%	48.7%	46.5%
净负债比率	107.1%	97.6%	102.8%	94.8%	86.9%
流动比率	0.17	0.20	0.12	0.12	0.13
速动比率	0.16	0.19	0.11	0.12	0.12
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17
应收账款周转率	19.50	16.94	17.20	17.81	17.31
存货周转率	233.65	224.25	208.82	203.87	205.52
每股指标 (元)					
每股收益	1.03	0.98	1.12	1.11	1.15
每股经营现金流	1.81	1.66	1.86	1.81	1.71
每股净资产	6.46	6.80	7.23	7.56	7.93
估值比率					
P/E	15.45	18.77	18.21	18.41	17.76
P/B	2.46	2.70	2.81	2.69	2.57
EV/EBITDA	10.23	11.88	12.99	13.05	12.91

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：高级分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。