

证券研究报告

公司研究——年报点评

长江电力（600900.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2015.11.20

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

杨耀廷 研究助理

联系电话：+86 10 83326951

邮箱：yangyaoting@cindasc.com

刘栋 研究助理

联系电话：+86 10 83326796

邮箱：liudong@cindasc.com

相关研究

《长江电力（600900）：引领价值投资新风尚》

2015.11

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

水库联调发威，高效管理锁定长期资本

2016年05月06日

事件：近日，长江电力发布15年年报，2015年公司实现营业收入242.39亿元，同比减少9.88%；实现归属母公司股东净利润115.19亿元，同比减少2.62%；基本每股收益0.6982元，加权平均净资产收益率13.58%；拟分配现金股利78.5311亿元。其中，金沙江资产重组前公司老股东持有的165亿股和配套融资向七家战略投资者非公开发行的20亿股，按每10股派现4.00元；中国长江三峡集团公司、四川省能源投资集团有限责任公司和云南省能源投资集团有限公司以资产作价认购的35亿股，每10股派现1.2946元。

点评：

- **受益水库联合调度，来水虽少但电量相对可控。**受来水影响，三峡入库流量较多年平均流量大幅偏低，主要汛期降幅达到20%以上。但由于上游雅砻江流域锦屏一级、二滩，以及溪洛渡等大型水库已全面建成投产，结合三峡电站自身水库调节库容，通过加强天气预测、联合调度以及优化自身运行方式，全年发电量仅减少10%。同时，三峡水电厂全年利用小时数3934小时，相较全国平均利用小时3621小时，仍超出313小时。葛洲坝电厂年发电179.72亿度，年利用小时7068小时，创历史新高。
- **金沙江川云公司注入完成。**2015年启动的金沙江川云公司资产重组完成，2016年3月31日完成了资产交割。自2016年4月1日起，公司拥有川云公司100%股权。本次交易完成后，公司自有装机容量将从交易前的2,527.7万千瓦增加至4,387.7万千瓦，增加比例约为73.58%；川云公司核定全年发电量约为878.47亿千瓦时，相对于公司2015年全年发电量1,049.79亿千瓦时增加约83.68%。此次收购彻底解决了大股东关联资产的同业竞争隐患，同时公司就未来十年分红比例做出承诺，进一步锁定了投资者的风险。
- **梳理战略投资方向，着力提升收益水平。**一方面公司通过收回公司对外投资，本年度投资活动产生的现金流量净额同比增加21.82亿元，取得了良好的投资收益。另一方面公司还通过在三峡电能（宜昌）有限公司和福建省配售电有限公司两个公司的投资，在公司传统的电力销售市场提前布局，为下一步开展水电市场化拓展新的平台。公司当前平均电价0.256元/度，考虑综合输配电成本，在电力市场化背景下，仍然在东部市场具有成本优势。
- **公司股权集中度创历史新高。**截止2016年一季度，公司股东总户数近15万户，相较2009年度60万户大幅减少75%；且户均持股从不足2万股，上升到11万股。伴随新进股东的长期限售以及原始股东的不断增持，公司流通性进一步收紧。

- **盈利预测及评级:** 以公司最新股本 220 亿股计算, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.76、0.75、0.85; 对应 5 月 6 日收盘价的市盈率分别为 16、16、14。鉴于水电行业较为稳定的收入、利润及公司承诺的高额现金分红, 维持公司“买入”评级。
- **风险因素:** 来水风险、自然灾害、政策风险等。

		2015	2016E	2017E	2018E
三峡及葛洲坝	售电收入 (亿元)	228.26	251.08	238.53	250.46
	营业成本 (亿元)	86.41	93.51	93.73	93.89
	净利润 (亿元)	79.00	89.93	83.55	93.01
		2015E	2016E	2017E	2018E
川云公司	售电收入 (亿元)	244.95	244.95	244.95	257.22
	营业成本 (亿元)	100.99	92.60	92.66	93.92
	净利润 (亿元)	65.19	77.48	81.96	93.95
合计	营业收入 (亿元)	473.21	496.04	483.48	507.68
	净利润 (亿元)	144.19	167.42	165.51	186.95
	净利率	30.47%	33.75%	34.23%	36.83%
	总股本 (亿股)		220	220	220
	EPS (元/股)		0.76	0.75	0.85
	P/E		16	16	14

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 5 月 6 日收盘价

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

杨耀廷，拥有法律、工程及金融背景，具有数年股权投资及实业操作经验。主导及参与了众多清洁能源项目的收购、规划、管理等工作，对清洁能源的开发、建设、股权投资及项目管理具有深刻理解，现供职于信达证券研发中心，从事能源化工行业研究，致力于多能互联领域的研究及推广工作。

刘栋，清华大学工学博士，人民大学经济学硕士，民航咨询行业两年工作经验，现从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。