

长江电力 (600900.SH) 买入 (维持评级)

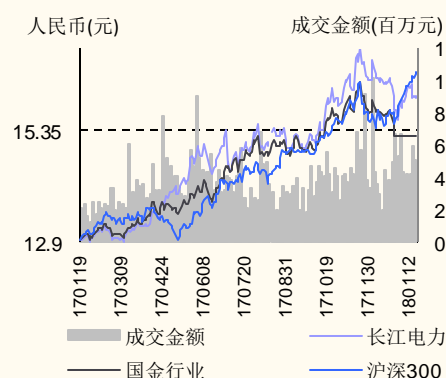
公司点评

市场价格 (人民币): 16.10 元

业绩符合预期, 来水丰年创新高

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	11,505.94
总市值(百万元)	354,200.00
年内股价最高最低(元)	17.16/12.90
沪深 300 指数	4285.40
上证指数	3487.86



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.698	0.945	1.009	1.010	0.988
每股净资产(元)	5.53	5.83	6.12	6.48	6.82
每股经营性现金流(元)	1.08	1.78	1.77	1.86	1.81
市盈率(倍)	23.06	17.04	15.95	15.94	16.30
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-2.62%	81.75%	6.84%	0.10%	-2.21%
净资产收益率(%)	12.61%	16.21%	16.48%	15.58%	14.48%
总股本(百万股)	16,500.00	22,000.00	22,000.00	22,000.00	22,000.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1月19日, 公司发布2017年业绩快报, 实现收入501亿元, 同比增长2.4%, 归母净利润222亿元, 同比增长6.9%, 符合预期。

点评

- 成立配售电合资企业, 推动四网融合。** 国网重庆市电力公司与重庆两江长兴电力公司签署合作协议, 共同组建新型配售电企业。国家电网、重庆市两江新区、长江电力作为电改的核心利益相关方, 合资成立配售电企业将大幅降低协调成本, 加速推动“重庆长兴、聚龙电力、乌江电力、三峡水利”的“四网融合”, 长江电力在配售电业务方面将有效拓展纵向业务范围, 提高下游用电稳定性和配售电话语权, 增加新的盈利点。
- 乌东德、白鹤滩在建, 积极布局售电市场。** 2017年, 大股东三峡集团旗下的乌东德、白鹤滩处于主体工程建设阶段, 总装机容量2620万千瓦, 年平均发电量1014亿千瓦时。乌东德、白鹤滩预计2020/2021年实现首批机组发电, 2021/2022年实现全部机组投产, 注入长江电力预期强。
- 定增收购川云公司, 大幅增厚公司业绩。** 2016年4月, 长江电力12.08元发行35亿股并支付现金375亿收购川云公司100%股权, 合计对价797亿, 注入溪洛渡、向家坝电站。溪洛渡、向家坝电站整体装机2026万千瓦, 2016年川云公司贡献收入/净利润占长江电力的49%/46%, 拓宽在长江流域的护城河。

投资建议

- 公司是全球最大水电上市公司, 拥有坚实护城河, 长江流域梯级协同增强盈利能力, 超长运营期持续贡献现金流, 低风险高分红重视投资者回报。预计18/19年, 公司归母净利润222、217亿元, EPS 1.01、0.99元, 对应PE为15.9、16.3倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 来水量波动受气候影响大, 影响水电利用小时, 而水电边际贡献高, 存在盈利波动风险; 乌东德、白鹤滩水电站建设规模庞大, 存在建设进度不及预期的风险; 市场化电力交易加快落地, 发用电计划放开加剧市场竞争, 存在水电上网电价和直接交易电价下行的风险。

相关报告

- 《全球唯一水电龙头, 坚实护城河支撑高分红-长江电力公司深度研究》, 2018.1.9

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

邓晖 联系人
(8610)66216739
denghui@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	26,898	24,239	48,939	50,123	50,144	50,215
增长率		-9.9%	101.9%	2.4%	0.0%	0.1%
主营业务成本	-9,926	-9,798	-19,238	-20,293	-20,305	-20,339
%销售收入	36.9%	40.4%	39.3%	40.5%	40.5%	40.5%
毛利	16,972	14,441	29,701	29,830	29,838	29,876
%销售收入	63.1%	59.6%	60.7%	59.5%	59.5%	59.5%
营业税金及附加	-501	-516	-1,074	-1,100	-1,100	-1,102
%销售收入	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
营业费用	-7	-5	-8	-8	-8	-8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-534	-512	-825	-845	-845	-847
%销售收入	2.0%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	15,929	13,408	27,794	27,877	27,884	27,919
%销售收入	59.2%	55.3%	56.8%	55.6%	55.6%	55.6%
财务费用	-3,404	-2,850	-6,679	-5,995	-5,974	-5,402
%销售收入	12.7%	11.8%	13.6%	12.0%	11.9%	10.8%
资产减值损失	-42	125	-106	-100	-105	-103
公允价值变动收益	0	0	-66	0	0	0
投资收益	1,066	2,211	1,334	2,166	2,167	2,170
%税前利润	6.9%	14.8%	5.3%	8.1%	8.1%	7.9%
营业利润	13,549	12,894	22,277	23,948	23,973	24,585
营业利润率	50.4%	53.2%	45.5%	47.8%	47.8%	49.0%
营业外收支	1,858	2,033	2,877	2,926	2,928	2,932
税前利润	15,407	14,928	25,154	26,875	26,901	27,517
利润率	57.3%	61.6%	51.4%	53.6%	53.6%	54.8%
所得税	-3,576	-3,407	-4,216	-4,505	-4,509	-5,621
所得税率	23.2%	22.8%	16.8%	16.8%	16.8%	20.4%
净利润	11,830	11,520	20,938	22,370	22,392	21,896
少数股东损益	0	0	157	167	167	164
归属于母公司的净利润	11,830	11,520	20,781	22,203	22,224	21,732
净利率	44.0%	47.5%	42.5%	44.3%	44.3%	43.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	11,830	11,520	20,938	22,370	22,392	21,896
少数股东损益	0	0	157	167	167	164
非现金支出	6,263	6,055	12,426	6,263	6,055	12,426
非经营收益	2,407	726	5,404	2,686	1,793	5,762
营运资金变动	798	-584	65	7,428	10,422	-500
经营活动现金净流	21,299	17,717	38,990	38,915	40,829	39,748
资本开支	-803	-424	-2,229	-1,620	-1,620	-1,620
投资	-848	-573	-43,708	-12,000	0	0
其他	822	2,350	1,707	1,741	2,094	2,097
投资活动现金净流	-829	1,353	-44,230	-11,879	474	477
股权募资	0	30	24,325	0	0	0
债权募资	-11,472	-9,211	6,336	6,856	-17,000	-15,915
其他	-8,142	-9,147	-26,591	-27,688	-24,300	-24,300
筹资活动现金净流	-19,615	-18,329	4,070	-20,831	-41,300	-40,215
现金净流量	850	742	-1,160	6,205	3	9

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,114	3,856	3,379	6,516	6,519	6,528
应收账款	1,927	1,757	3,198	5,139	5,141	5,148
存货	428	402	439	444	444	445
其他流动资产	387	79	2,059	1,733	1,733	1,734
流动资产	5,855	6,095	9,075	13,831	13,837	13,854
%总资产	4.1%	4.4%	3.1%	4.6%	4.8%	5.0%
长期投资	9,691	11,157	13,097	27,264	29,431	31,602
固定资产	124,493	119,169	267,561	252,387	236,919	221,454
%总资产	86.5%	85.2%	90.5%	83.4%	81.9%	80.3%
无形资产	39	66	168	139	109	80
非流动资产	138,027	133,797	286,696	288,717	275,378	262,043
%总资产	95.9%	95.6%	96.9%	95.4%	95.2%	95.0%
资产总计	143,882	139,891	295,771	302,569	289,234	275,918
短期借款	0	0	16,300	29,152	18,125	7,612
应付款项	1,113	1,074	21,729	21,344	20,944	20,545
其他流动负债	19,767	17,575	24,082	21,668	21,668	21,668
流动负债	20,880	18,648	62,111	72,163	60,737	49,824
长期贷款	38,943	31,165	54,508	54,508	54,508	54,508
其他长期负债	-2,077	-1,277	50,626	40,689	30,689	20,689
负债	57,746	48,536	167,245	167,360	145,934	125,021
普通股股东权益	86,134	91,323	128,199	134,714	142,639	150,071
少数股东权益	2	32	327	494	662	826
负债股东权益合计	143,882	139,891	295,771	302,569	289,234	275,918

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.717	0.698	0.945	1.009	1.010	0.988
每股净资产	5.220	5.535	5.827	6.123	6.484	6.821
每股经营现金净流	1.296	1.080	1.778	1.769	1.856	1.807
每股股利	0.280	0.379	0.522	0.713	0.650	0.650
回报率						
净资产收益率	13.73%	12.61%	16.21%	16.48%	15.58%	14.48%
总资产收益率	12.86%	12.46%	14.55%	10.99%	11.11%	11.65%
投入资本收益率	9.83%	10.19%	20.28%	12.94%	11.77%	11.42%
增长率						
主营业务收入增长率	18.50%	-9.88%	101.90%	2.42%	0.04%	0.14%
EBIT增长率	20.92%	-5.58%	79.29%	3.70%	0.01%	0.13%
净利润增长率	30.41%	-2.62%	81.75%	6.84%	0.10%	-2.21%
总资产增长率	-2.27%	-2.77%	111.42%	2.30%	-4.41%	-4.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.1	26.5	23.8	37.4	37.4	37.4
存货周转天数	15.7	15.0	8.3	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	9.9	9.6	4.8	4.8	4.8	4.8
固定资产周转天数	1,684.0	1,789.7	1,952.4	1,784.2	1,701.3	1,574.8
偿债能力						
净负债/股东权益	45.14%	32.16%	55.12%	57.05%	46.14%	36.84%
EBIT利息保障倍数	5.5	6.2	4.7	5.5	5.5	6.1
资产负债率	40.13%	34.70%	56.55%	55.32%	50.46%	45.31%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	0	4	5	14	20
	0	1	2	6	9
	0	0	1	1	4
	0	0	0	0	0
	0.00	1.20	1.50	1.38	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-09	买入	16.13	20.00~21.00

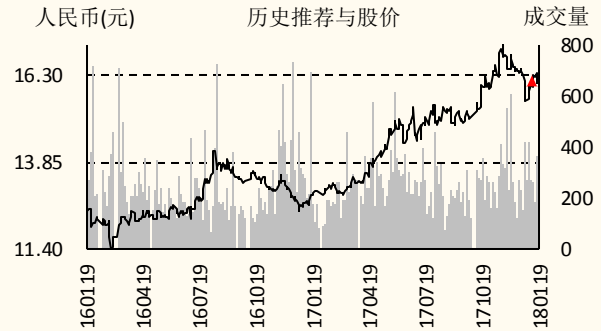
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH