



Research and  
Development Center

# 发电量创新高助业绩增长，水电龙头投资价值凸显

——长江电力（600900.SH）跟踪报告

2018年1月26日

郭荆璞 能源化工行业首席分析师  
刘栋 能源化工行业分析师  
马步芳 研究助理

# 发电量创新高助业绩增长，水电龙头投资价值凸显

2018年01月26日

## 本期内容提要：

- ◆ **2017年公司盈利超预期。**根据公司2017年度业绩快报公告，2017年公司盈利超过我们预期。公司实现营业收入501.24亿元，同比增长2.42%；利润总额266.52亿元，同比增长5.95%；归属于上市公司股东的净利润222.14亿元，同比增长6.89%；基本每股收益1.01元，同比增长6.89%。
- ◆ **高额现金分红，价值投资优势凸显。**公司承诺对2016-2020年每年利润分配按每股不低于0.65元进行现金分红；对2021-2025年每年利润分配按不低于当年实现净利润的70%进行现金分红。公司的股息率长期超过A股市场年度股息率水平，同时也大幅超过按Wind行业分类下的电力行业市场年度股息率水平。对比长江电力股息率与10年国债收益率，截至2018年1月25日，10年国债收益率最新为3.96%，公司分红收益跑赢10年国债收益。
- ◆ **四库联调熨平公司发电量和收入波动。**公司积极开展“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四个巨型水库梯级联合调度，熨平来水不确定性，提升水流的利用与生产效率。2009-2015年，各电站机组的利用小时数基本保持稳定。2016-2017年，全年水量偏丰，通过开展梯级电站的联合调度，实现了四大机组平均利用小时数的稳步增长，尤其是2017年，利用小时数较2016年大幅增长，公司发电量再创新高。
- ◆ **业务结构优化，实现多元化发展。**公司主营业务为水力发电，业务结构比较单一且严重依赖来水情况。公司逐渐拓展配售电业务、布局核电业务，跟随“一带一路”走出去投资海外项目，有利于开辟电力消纳和利润增长的新空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2017-2019年营业收入将分别达501.24、501.29、506.35亿元，归母净利润分别达213.25、211.97、214.99亿元，EPS（摊薄）分别为0.97、0.96和0.98元/股，对应2018年1月25日收盘价（16.07元/股）的动态PE分别为17倍、17倍和16倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**长江来水不及预期、市场消纳不确定性、政策风险、投资风险等。

## 证券研究报告

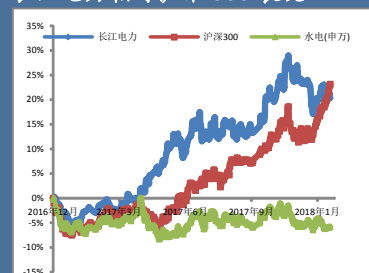
### 公司研究——跟踪报告

## 长江电力（600900.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2016.5.6

### 长江电力相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

### 公司主要数据（2018.1.25）

收盘价(元)	16.07
52周内股价波动区间(元)	12.30-17.27
最近一月涨跌幅(%)	-2.4
总股本(亿股)	220
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	3535

资料来源：信达证券研发中心

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

**郭荆璞** 行业首席分析师  
 执业编号：S1500510120013  
 联系电话：+86 1083326789  
 邮箱：guojingpu@cindasc.com

**刘栋** 行业分析师  
 执业编号：S1500517060001  
 联系电话：+86 10 83326796  
 邮箱：liudong@cindasc.com

**马步芳** 研究助理  
 联系电话：+86 10 83326842  
 邮箱：mabufang@cindasc.com

### 相关研究

《长江电力（600900）：引领价值投资新风尚》2015.11

《长江电力（600900）：水库联调发威，高效管理锁定长期资本》2016.05

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	24,239.07	48,939.39	50,123.72	50,128.73	50,635.03
增长率 YoY %	-9.88%	101.90%	2.42%	0.01%	1.01%
归属母公司净利润(百万元)	11,519.98	20,781.18	21,324.53	21,196.86	21,499.23
增长率 YoY%	-2.62%	80.39%	2.61%	-0.60%	1.43%
毛利率%	59.58%	60.69%	61.20%	60.90%	60.20%
净资产收益率 ROE%	12.98%	18.93%	16.29%	15.56%	15.18%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.52	0.94	0.97	0.96	0.98
市盈率 P/E(倍)	31	17	17	17	16
市净率 P/B(倍)	3.87	2.76	2.65	2.55	2.45

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 1 月 25 日收盘价

## 目 录

一、全球水电龙头 标的价值稀缺	1
1.1 全球最大的水电上市公司	1
1.2 水电资产规模不断扩大，引领行业发展	2
二、发电量创新高，公司盈利能力提升	3
2.1 2017 年经营业绩表现超预期	3
2.2 超计划完成发电量，创历史最高值	5
2.3 上网电价上调提升行业整体收入	7
三、优化业务结构，推进多元化发展	10
3.1 长期股权投资增加，增厚投资收益	10
3.2 增持三峡水利股份，拓展配售电业务	10
3.3 布局核电业务，投资海外市场	11
四、推荐逻辑	11
五、盈利预测与投资评级	12
5.1 盈利预测	12
5.2 投资评级	14
六、风险因素	14

## 表 目 录

表 1: 公司前十大股东 (截至 2017 年第三季度)	1
表 2: 长江电力近年主要财务数据 (亿元)	3
表 3: 公司上网电价情况	8
表 4: 长江电力盈利预测	12
表 5: DCF 主要计算参数	13
表 6: 水电上市公司市场估值情况	14

## 图 目 录

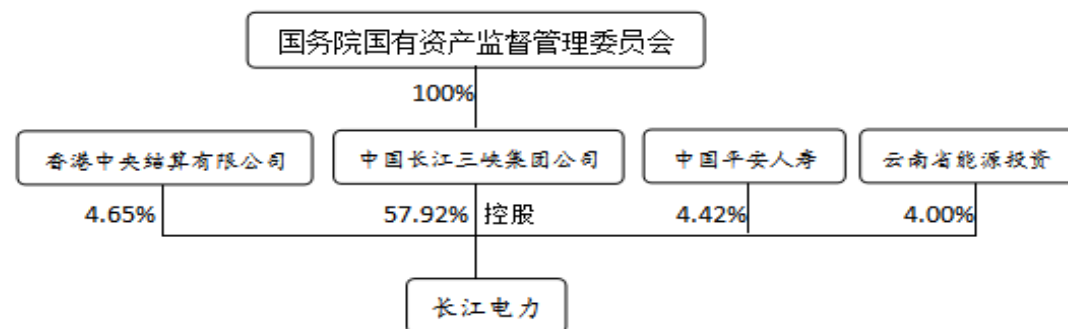
图 1: 长江电力股权结构图 (截至 2017 年 9 月 30 日)	1
图 2: 三峡集团水电站分布	2
图 3: 川云公司股权结构图	3
图 4: 公司营业收入(亿元)	4
图 5: 公司净利润(亿元)	4
图 6: 每股收益(元)、每股股利(元)及股利支付率情况	5
图 7: 收到税费返还情况(亿元)	5
图 8: 固定资产更新情况(亿元)	5
图 9: 公司及同行业资产负债率对比	5
图 10: 四大电站发电量情况(亿千瓦时)	6
图 11: 四大电站装机容量变化(万千瓦)	6
图 12: 三峡(入库)每日流量(立方米/秒)	7
图 13: 三峡(出库)每日流量(立方米/秒)	7
图 14: 各电站平均利用小时数情况(小时)	7
图 15: 三峡落地电价与当地火电标杆电价比较(元/千瓦时)	8
图 16: 公司享受的水电相关税收政策	9
图 17: 2016 年末长期股权投资情况	10
图 18: 2016 年度投资收益占比情况	10
图 19: 三峡集团对三峡水利持股比例变化图	11
图 20: A 股、Wind 电力市场、长江电力年度股息率对比(%)	11

## 一、全球水电龙头 标的价值稀缺

### 1.1 全球最大的水电上市公司

中国长江电力股份有限公司（以下简称长江电力或公司）是经原国家经贸委报请国务院同意后批准，由中国长江三峡集团公司作为主发起人以发起方式设立的股份有限公司，创立于 2002 年 9 月 29 日。公司不仅拥有全球最大的三峡电站，以及葛洲坝电站，而且运营管理位于全球前十大水电站之列的溪洛渡电站和向家坝电站。

图 1：长江电力股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司是全球最大的水电上市公司，拥有总装机容量 4,549.5 万千瓦，占全国水电装机的比例为 13.70%（截至 2016 年底）。公司 2017 年发电量为 2,108.93 亿千瓦时，较上年同期增加 2.35%。

长江电力致力为社会提供优质、稳定、可靠的清洁能源。此外，随着电改的力度进一步加大，长江电力积极打造“发电、配电、售电”产业链。同时，依托国家“一带一路”战略，充分发挥自身核心优势投资运营和管理海外电站，拓宽海外业务范围，寻求新的利润增长点。

表 1：公司前十大股东（截至 2017 年第三季度）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国长江三峡集团公司	12,742,229,292	57.92%
2	香港中央结算有限公司（陆股通）	1,022,091,229	4.65%
3	中国平安人寿保险股份有限公司-普通保险产品	972,130,239	4.42%
4	云南省能源投资集团有限公司	880,075,937	4.00%
5	中国三峡建设管理有限公司	880,000,000	4.00%
6	四川省能源投资集团有限责任公司	880,000,000	4.00%

7	阳光人寿保险股份有限公司-吉利两全保险产品	420,000,000	1.91%
8	中国证券金融股份有限公司	416,721,128	1.89%
9	中国核工业集团公司	261,594,750	1.19%
10	阳光人寿保险股份有限公司-万能保险产品	250,000,000	1.14%

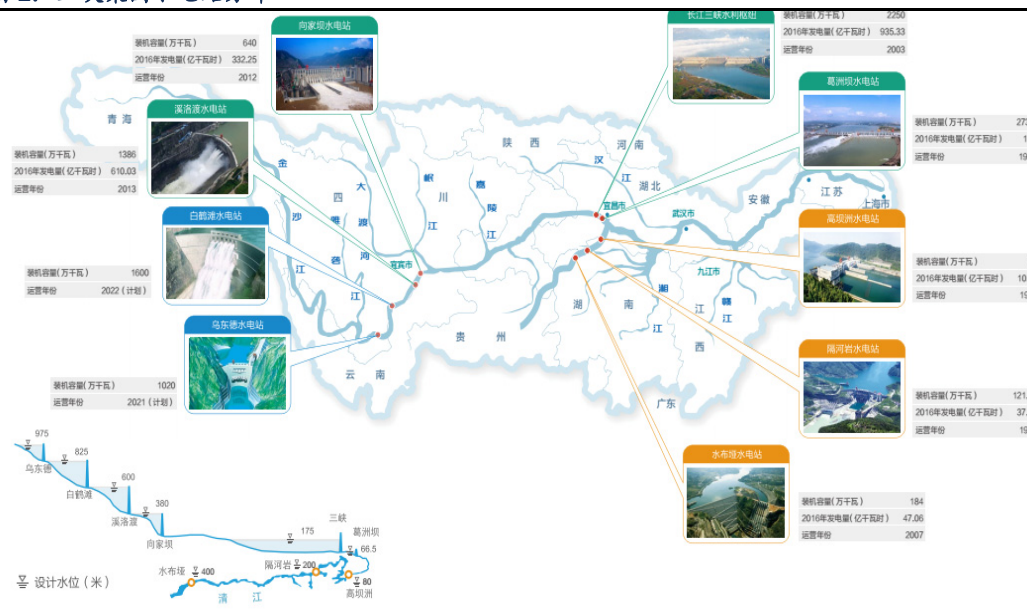
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 水电资产规模不断扩大, 引领行业发展

公司目前拥有 4 座世界知名的大型水电站, 58 台 70 万千瓦级巨型水轮发电机组, 占全球同类机组的 58%。2016 年, 梯级电站机组平均等效可用系数 95.73%, 非计划停运 0.05 次/台年, 溪洛渡电站实现“零非停”, 远高于行业和世界平均水平。

三峡水电站是世界上规模最大的水电站和清洁能源生产基地, 于 2012 年 7 月 4 日投产, 装机容量 2,250 万千瓦。葛洲坝水电站 1988 年底投产, 装机容量 273.5 万千瓦。溪洛渡电站的装机容量与世界著名的伊泰普水电站相当, 2014 年正式投产发电, 装机容量达 1,386 万千瓦。向家坝水电站装机规模达到 640 万千瓦, 2014 年全面投产发电。

图 2: 三峡集团水电站分布



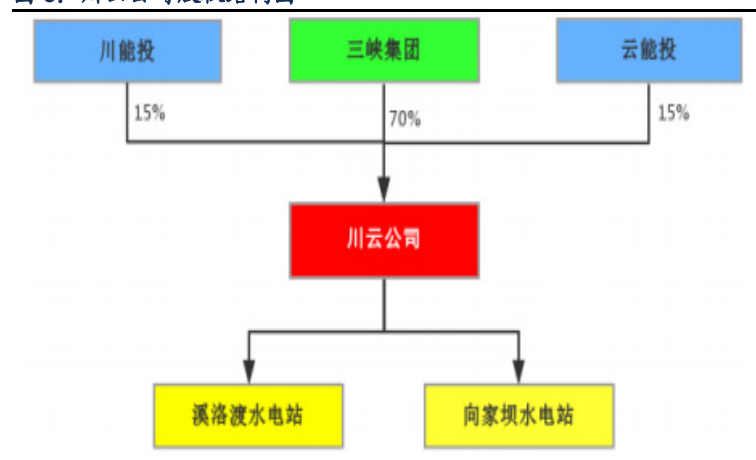
资料来源: 三峡集团, 信达证券研发中心

2016年，长江电力发行股票35亿股（每股价格12.08元），以及支付现金374,515.89万元，收购三峡金沙江川云水电开发有限公司的100%股权。此次交易完成后，长江电力管理运营四座大型水电站。这是继公司IPO、股权分置改革、三峡发电资产整体上市后的又一次重大资本运作，不仅全面提高了长江电力的资产规模和运营能力，而且溪洛渡电站、向家坝电站发电可产生稳定持续的现金流，改善了公司的财务状况。

三峡集团预计2020年以后，乌东德电站和白鹤滩电站将投运。乌东德电站位于云南省禄劝县和四川省会东县交界的金沙江干流上，是一座以发电为主、兼顾防洪和拦沙等综合效益的水电站，总装机容量1,020万千瓦。白鹤滩电站为金沙江下游四个水电梯级电站中的第二个梯级，是我国继三峡和金沙江溪洛渡水电站之后的第三座千万千瓦级巨型水电站，电站位于四川省宁南县和云南省巧家县境内，总装机容量1,600万千瓦。

乌东德、白鹤滩电站投运后，这两座电站装机容量将达到2,620万千瓦。

图3：川云公司股权结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 二、发电量创新高，公司盈利能力提升

### 2.1 2017年经营业绩表现超预期

表2：长江电力近年主要财务数据（亿元）

长江电力	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2016年3Q	2017年3Q
营业总收入	207.00	257.82	226.98	268.98	242.39	489.39	372.51	372.33

营业总成本	134.31	153.49	143.56	144.15	135.56	279.31	203.65	200.07
营业利润	83.85	114.51	97.03	135.49	128.94	222.77	179.61	212.78
净利润	77.01	103.53	90.71	118.30	115.20	209.38	163.36	177.58
归属于母公司所有者的净利润	77.00	103.52	90.71	118.30	115.20	207.81	163.39	177.56
每股收益：	0.47	0.63	0.55	0.72	0.70	0.94	0.84	0.81

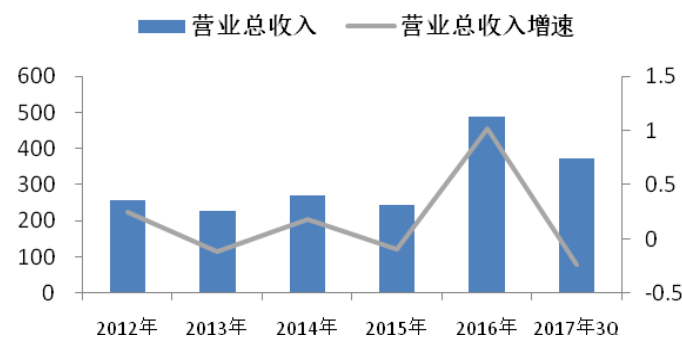
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

**2017 年经营业绩表现超出预期。**公司主营水电，业绩主要受用电需求、来水情况和上网电价的影响。根据公司 2017 年度业绩快报公告, 2017 年公司盈利实现增长, 公司实现营业收入 501.24 亿元, 同比增长 2.42%; 利润总额 266.52 亿元, 同比增长 5.95%; 归属于上市公司股东的净利润 222.14 亿元, 同比增长 6.89%; 基本每股收益 1.01 元, 同比增长 6.89%。以上指标变动主要是由于 2017 年公司售电收入增加所致。

营业利润比上年同期增长 21.68%，除上述因素影响外，主要系依据新修订《企业会计准则第 16 号——政府补助》的规定，自 2017 年起将与日常活动有关且与收益有关的政府补助(主要为电力销售增值税返还)，从利润表“营业外收入”项目调整至利润表“其他收益”项目列报，以前年度数据不追溯调整。

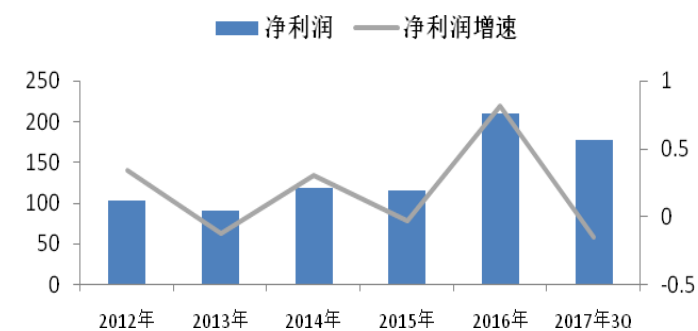
公司积极开展股权投资，2017 年前三季度长期股权投资比上年度期末增加 46.97 亿元，增长 35.86%。2017 年前三季度实现投资收益比上年同期增加 9.44 亿元，同比增长 87.81%，主要系 2017 年度公司处置广东发展和上海电力股票收益 6.6 亿元。公司 2016 年完成溪洛渡、向家坝两个巨型电站的注入，实现了营业收入、净利润、每股收益和资产价值的大幅增长。从历年数据来看，除 2013 年由于长江来水偏枯导致经营业绩有所下降以外，公司业绩表现稳定，总资产及净资产总额稳步增加。

图 4: 公司营业收入(亿元)

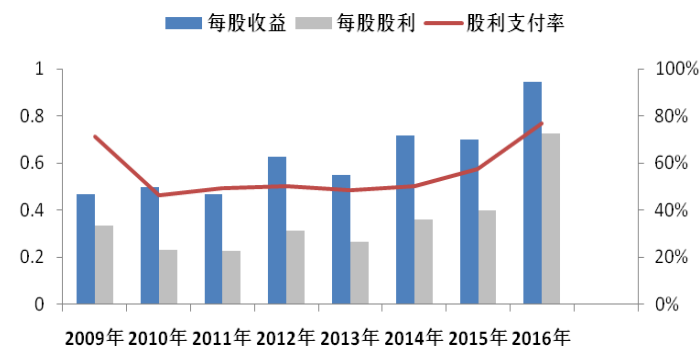


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

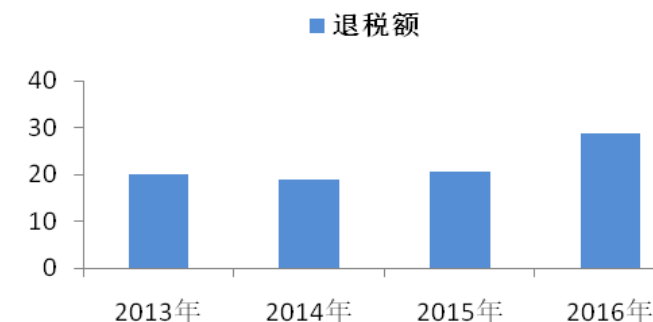
图 5: 公司净利润(亿元)



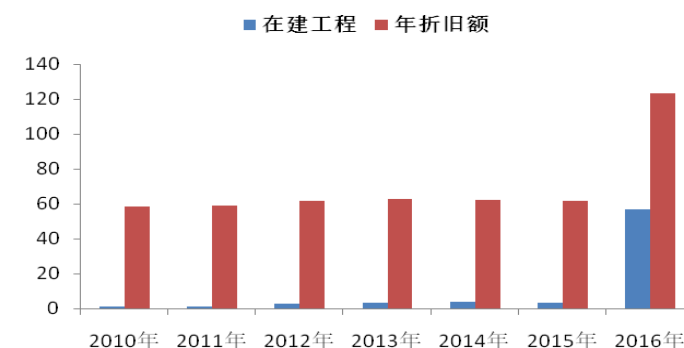
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

**图 6：每股收益（元）、每股股利（元）及股利支付率情况**


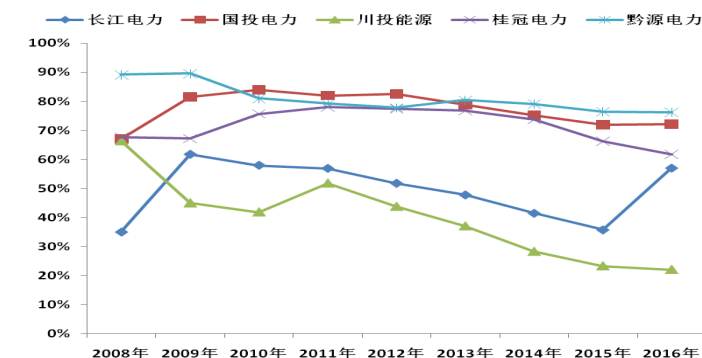
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：收到税费返还情况（亿元）**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：固定资产更新情况（亿元）**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

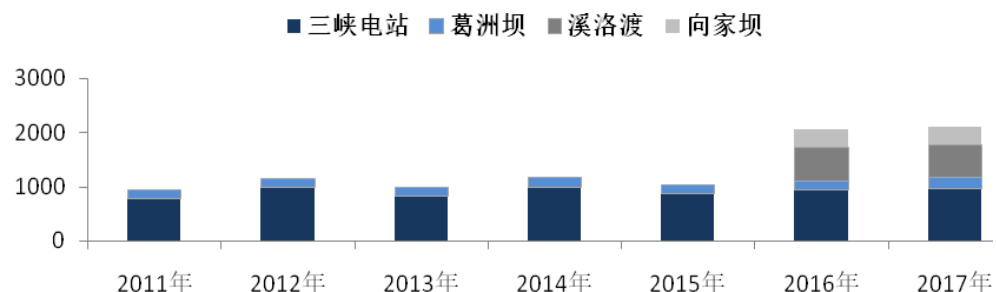
**图 9：公司及同行业资产负债率对比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2.2 超计划完成发电量，创历史最高值

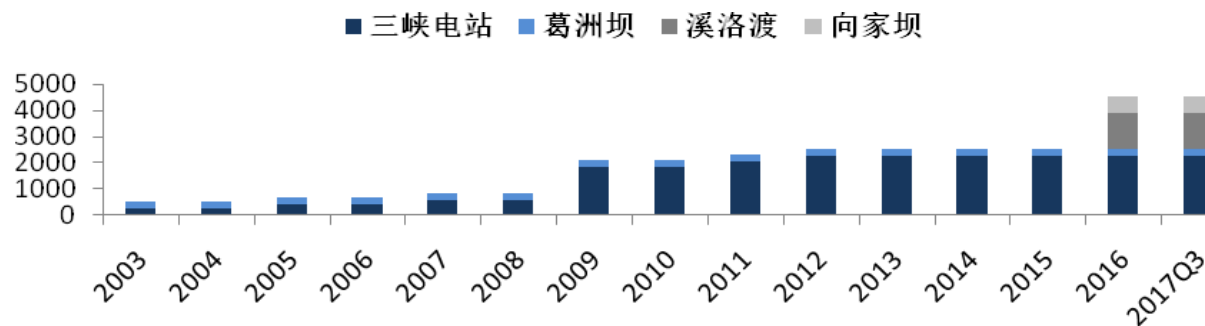
2017 年入汛以来，各流域来水情况转好，其中向家坝水库水位高于上年同期水平。2017 年度，长江上游溪洛渡水库来水总量约 1,390.41 亿立方米，较上年同期偏丰 1.40%。三峡水库来水总量约 4,214.00 亿立方米，较上年同期偏丰 3.14%。

公司 2017 年总发电量 2,108.93 亿千瓦时，较上年同期增加 2.35%，超出计划发电量 174.93 亿千瓦时。其中，三峡电站完成发电量 976.05 亿千瓦时，较上年同期增加 4.35%；葛洲坝电站完成发电量 190.52 亿千瓦时，较上年同期增加 4.11%；溪洛渡电站完成发电量 613.91 亿千瓦时，较上年同期增加 0.64%；向家坝电站完成发电量 328.45 亿千瓦时，较上年同期减少 1.15%。

**图 10: 四大电站发电量情况 (亿千瓦时)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### (1) 新电站注入, 装机规模扩大

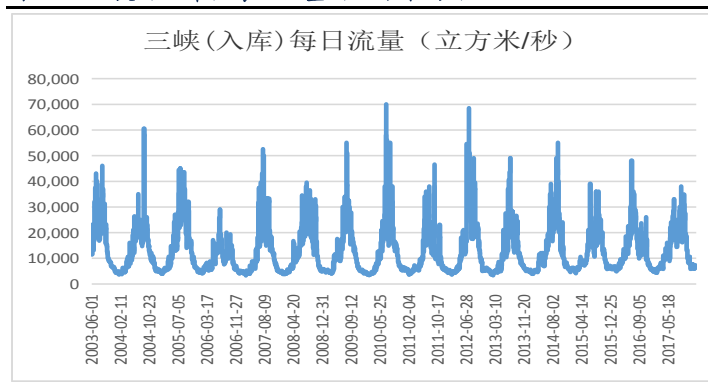
**图 11: 四大电站装机容量变化 (万千瓦)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

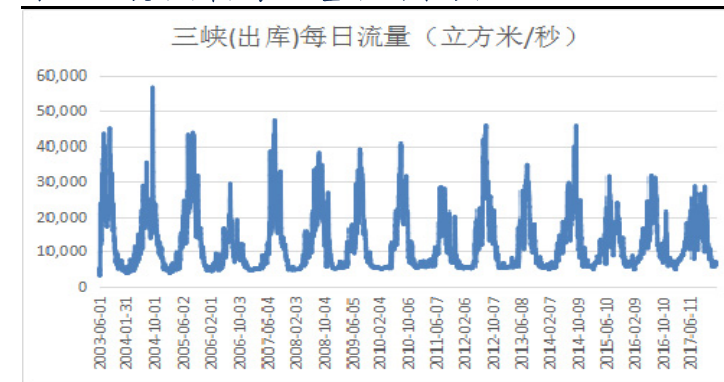
公司自上市以来, 装机容量从 2003 年的 551.5 万千瓦不断增加。2016 年公司完成金沙江溪洛渡、向家坝电站重大资产重组工作, 新增装机容量 2,016 万千瓦, 装机规模达到 4,549.5 万千瓦。

### (2) 四级联调提升利用小时数

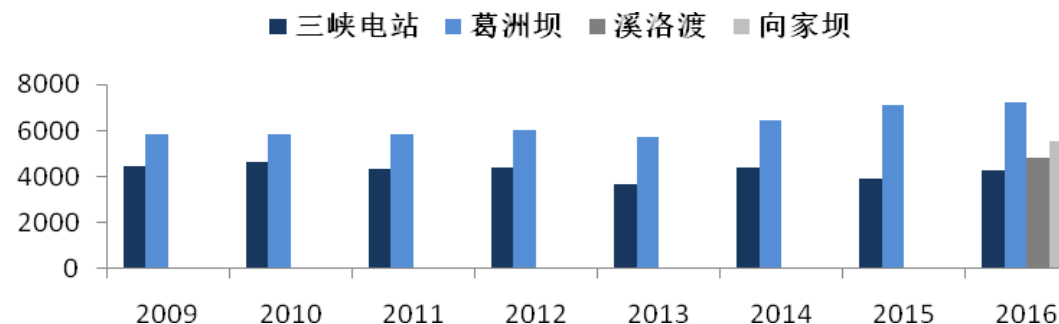
水力发电利用小时数主要依靠来水情况。公司积极开展“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四个巨型水库梯级联合调度, 熨平来水不确定性, 提升水流的利用与生产效率。

**图 12: 三峡(入库)每日流量(立方米/秒)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 13: 三峡(出库)每日流量(立方米/秒)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 14: 各电站平均利用小时数情况(小时)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从历年数据来看, 机组的利用小时数基本保持稳定。2016 年, 全年水量偏丰, 公司通过开展梯级电站的联合调度, 实现了四大电站平均利用小时数的稳步增长。其中, 三峡电站年平均利用小时为 4,257.61 小时, 同比增加 8.22%; 葛洲坝电站年平均利用小时为 7,235.56 小时, 同比增加 2.37%; 溪洛渡电站年平均利用小时为 4,831.60 小时, 同比增加 10.23%; 向家坝电站年平均利用小时为 5,530.40 小时, 同比增加 7.78%。

### 2.3 上网电价上调提升行业整体收入

上网电价由售电合同决定, 不同电站存在差异。其中, 溪洛渡电站和向家坝电站按《国家发展改革委关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》确定电价, 三峡和葛洲坝电站按照国家发展改革委发改价格[2011]2623 号文件确定电价。

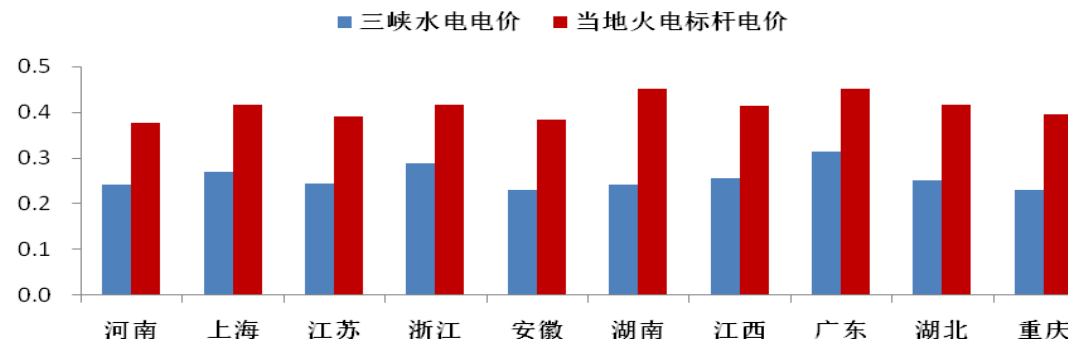
**表 3: 公司上网电价情况**

发电厂	落地端	电价 (元/千瓦时)	执行日期
三峡	河南	0.2408	2011/6/1
三峡	上海	0.2705	2011/6/1
三峡	江苏	0.2443	2011/6/1
三峡	浙江	0.2881	2011/6/1
三峡	安徽	0.2306	2011/6/1
三峡	湖南	0.2416	2011/6/1
三峡	江西	0.2569	2011/6/1
三峡	广东	0.3130	2011/6/1
三峡	湖北	0.2506	2011/6/1
三峡	重庆	0.2309	2011/6/1
葛洲坝 (基数电量)	湖北	0.1950	2011/12/1
葛洲坝 (其余电量)	华中	0.2250	2011/12/1
溪洛渡右岸	广东	0.3263	2017/7/1
溪洛渡左岸	浙江	0.3006	2017/7/1
溪洛渡左岸 (市场化价格)	浙江	0.2755	2017/7/1
向家坝	上海	0.3006	2017/7/1
向家坝 (市场化价格)	上海	0.2834	2017/7/1

资料来源: 公司公告、发改委文件, 信达证券研发中心

溪洛渡和向家坝电站上网电价相对三峡和葛洲坝偏高, 导致 2016 年公司平均上网电价较 2015 年有所提高, 为 0.2768 元/千瓦时。

**图 15: 三峡落地电价与当地火电标杆电价比较 (元/千瓦时)**



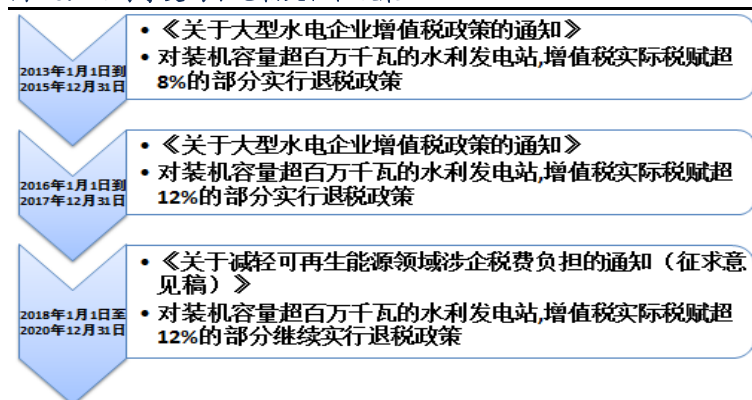
资料来源: 发改委文件, 信达证券研发中心

三峡电站上网价格在不同落地区有所不同, 但相较于同地区火电上网标杆价格, 三峡电站水电上网电价优势明显。

2017年6月, 国家发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》, 明确从2017年7月1日起, 取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金, 将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%, 腾出电价空间用于上调燃煤电厂标杆上网电价。至2017年7月1日, 各省市已经按发文标准上调燃煤机组标杆上网电价, 多项专项资金取消及下调约1分/千瓦时。

由于长期以来水电价格都与火电标杆电价相挂钩, 此次基金费用的下调同样有利于水电行业整体收入的提高。此外, **税收优惠政策促进企业发展**。国家为支持水电企业发展, 减轻水电企业税收负担, 近年来出台多项利好税收政策, 长江电力的三峡电站和葛洲坝电站均可享受这些优惠政策。2016年度, 公司收到税费返还共28.7亿元。

图 16: 公司享受的水电相关税收政策



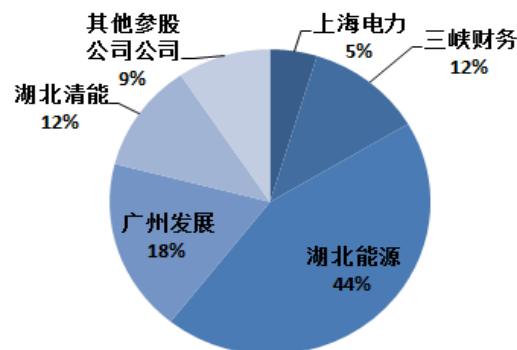
资料来源: 国家能源局、财政部、国家税务总局, 信达证券研发中心

### 三、优化业务结构，推进多元化发展

#### 3.1 长期股权投资增加，增厚投资收益

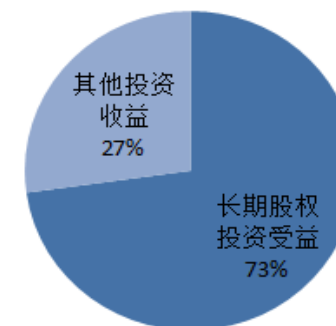
长期股权投资是公司投资收益的主要来源。2016 年度，公司投资收益共计 13.34 亿元，其中，长期股权投资带来收益 9.7 亿元，占投资收益的 73%。公司对外投资中，属于长期股权投资的共计 12 家公司，包括湖北能源集团股份有限公司、湖北清能源创业投资基金有限公司、三峡财务有限责任公司、上海电力等企业。2014-2016 年，公司长期股权投资分别为 969,092.79 万元、1,115,692.77 万元、1,309,743.55 万元。2017 年前三季度，长期股权投资比上年度期末增加 46.97 亿元，增长 35.86%，主要系本年度投资增加。

图 17: 2016 年末长期股权投资情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 2016 年度投资收益占比情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

二级市场上，公司持有国投电力，川投能源等优质水电公司股票。2017 年前三季度可供出售金融资产比上年度期末增加 54.49 亿元，增长 76.59%；2014-2016 年，公司可供出售金融资产账面价值分别为 672,931.36 万元、540,811.51 万元、711,461.28 万元。2016 年末可供出售金融资产比 2015 年末增加 170,649.77 万元，增幅 31.55%。2017 年前三季度，公司可供出售金融资产比上年度期末增加 54.49 亿元，增长 76.59%。

#### 3.2 增持三峡水利股份，拓展配售电业务

开展配售电业务有利于开辟电力消纳和利润增长新空间。公司近年来积极拓展配售电业务，在 2015、2016 年先后组建福建省配售电有限公司和三峡电能有限公司。2017 年，公司增持三峡水利股份共 17,900,005 股。至 2018 年 1 月 25 日，公司共持有三峡水利股份 119,156,005 股，占三峡水利总股本 12%，成为三峡水利第一大股东。至此，三峡集团通过长电资本、三峡资本和长江电力累积持有三峡水利股份达 19.2%。三峡水利是三峡库区重要的电力支撑点，主要从事供、发电业务，拥有完整的供发电网络。

**图 19：三峡集团对三峡水利持股比例变化图**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.3 布局核电业务，投资海外市场

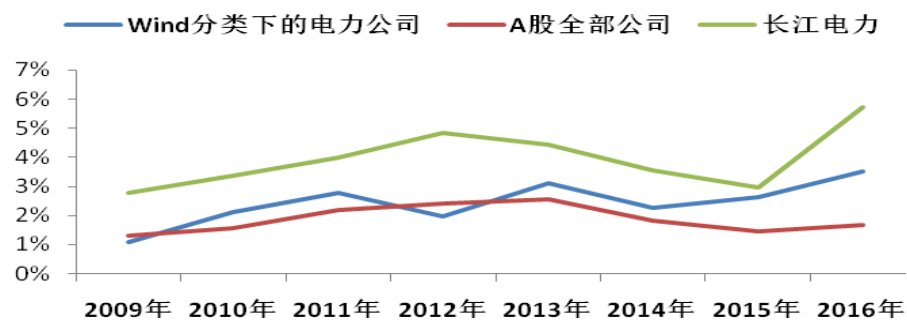
长江电力是三峡集团最优质且唯一上市的水电资产平台，但是由于其主营业务单一且严重依赖水流，为此，公司积极布局清洁能源领域，以 1.62 亿元收购三峡集团持有的湖南桃花江核电站 20% 股权，此前桃花江核电站是由三峡集团、中核集团、华润电力等公司共同开发。此外，2014 年 12 月 10 日，长江电力旗下子公司长电国际以 2.78 港币/股的价格认购中广核电力 H 股 278,959,000 股。

长江电力于 2016 年 7 月出资 1.95 亿欧元，与三峡国际共同投资德国 Meerwind 海上风电项目，长江电力占 30% 股权。Meerwind 海上风电项目装机容量 28.8 万千瓦，是德国已经投产的最大的风电项目。2017 年 3 月长江电力收到约 1,260 万欧元的投资收益，收益率达到 6.5%，此时距离上年投资仅 8 个月。此次投资收益说明了长江电力布局清洁能源领域及投资海外业务的成功。截至 2016 年底，公司拥有境外资产 95.8 亿元人民币，占总资产的比例为 3.21%。

## 四、推荐逻辑

**1、高额现金分红，价值投资凸显。**根据 2017 年 8 月公司最新发布的公司章程，原则上公司每年度进行一次现金分红，在有条件的情况下，公司可以进行中期利润分配，且公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的百分之五十。对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。2016 年度，公司共分配现金股利 156.875 亿元。公司的股息率长期超过 A 股市场年度股息率水平，同时也大幅超过按 Wind 行业分类下的电力行业市场年度股息率水平。

**图 20：A 股、Wind 电力市场、长江电力年度股息率对比（%）**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对比长江电力股息率与 10 年国债收益率，截至 2018 年 1 月 25 日，10 年期国债收益率最新为 3.96%，公司分红收益跑赢 10 年国债收益。2016 年新分红方案出台后，股利进一步增加，长期超越 10 年国债收益。

**2、四库联调熨平公司发电量和收入波动。**水力发电利用小时数主要依靠来水情况。公司积极开展“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四个巨型水库梯级联合调度，熨平来水不确定性，提升水流的利用与生产效率。从 2009-2015 年，各电站机组的利用小时数基本保持稳定。2016 年、2017 年，全年水量偏丰，公司通过开展梯级电站的联合调度，实现了四大机组平均利用小时数的稳步增长，尤其是 2017 年，公司发电量再创新高。

**3、业务结构优化，实现多元化发展。**公司主营业务为水力发电，业务结构比较单一且严重依赖来水情况。公司逐渐拓展配售电业务、布局核电业务，跟随“一带一路”走出去投资海外项目，有利于开辟电力消纳和利润增长的新空间。

## 五、盈利预测与投资评级

### 5.1 盈利预测

根据公司历年经营情况，可以预见未来几年公司营业收入将不会有很大波动。我们预测 2017-2019 年公司营业收入增速分别为 2.42%、0.01%、1.01%。

表 4: 长江电力盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
发电量 (亿千瓦时)	2060.60	2108.93	2109.12	2129.16
同比 (%)	96.29%	2.35%	0.01%	0.95%
上网电量 (亿千瓦时)	2048.89	2096.18	2096.37	2116.28

同比 (%)	96.43%	2.31%	0.01%	0.95%
售电量 (亿千瓦时)	2049.93	2097.60	2097.99	2117.82
同比 (%)	96.36%	2.33%	0.02%	0.95%
平均上网电价 (元/千瓦时)	0.2768	0.2768	0.2768	0.2768
平均售电电价 (元/千瓦时)	0.2768	0.2768	0.2768	0.2768
营业收入 (百万元)	48939.39	50123.72	50128.50	50633.30
同比 (%)	101.90%	2.42%	0.01%	1.01%
其中: 电力行业 (百万元)	48494.15	49633.76	49460.04	49964.53
同比 (%)	112.47%	2.35%	-0.35%	1.02%
其中: 其他行业 (百万元)	392.95	489.96	668.46	668.77
同比 (%)	-44.36%	24.69%	36.43%	0.05%
营业成本 (百万元)	19238.00	19448.00	19600.34	20152.74
同比 (%)	96.34%	1.09%	0.78%	2.82%
毛利率 (%)	60.69%	61.20%	60.90%	60.20%
毛利同比 (%)	105.68%	2.24%	-2.08%	0.05%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### (1) DCF 方法

由于 2015 年公司已经完成了资产注入, 2016 年营业收入有了一次大幅提升。根据公司经营情况, 我们对公司建立 DCF 估值模型, 重要参数取值如表 5 所示。根据 DCF 方法计算可得公司目标价为 15.64 元/股。

表 5: DCF 主要计算参数

项目	参数	项目	参数
行业平均资产 Beta	0.71	市场收益率	8%
股票 Beta	0.62	永续增长率	0.00%
无风险利率	3.50%	股权资本成本	6.30%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### (2) 相对估值法

使用上述盈利假设, 在公司经营成本和各项费用不发生较大变化的情况下, 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.97、0.96、0.98。我们采用市盈率对公司股价进行相对估值, 参照 A 股水电行业上市公司, 2017 年市场一致预期 PE 的平均值 23.40X, 中值 17.43X, 我们给予长江电力 2017 年 PE 估值 20 倍, 计算可得公司目标价 19.39 元/股。

**表 6: 水电上市公司市场估值情况**

代码	上市公司	股价	总股本(亿股)	总市值(亿元)	EPS			PE			PB	PS
					2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2017E	2017E
600025.SH	华能水电	4.87	180.00	876.60	0.10	0.10	0.13	50.73	48.08	38.23	2.15	6.91
600674.SH	川投能源	9.93	44.02	437.13	0.81	0.83	0.85	11.93	11.70	13.04	1.76	49.29
600236.SH	桂冠电力	5.69	60.63	345.01	0.42	0.49	0.51	13.44	11.51	11.12	2.18	3.92
600116.SH	三峡水利	8.54	9.93	84.80	0.28	0.32	0.35	30.24	27.10	24.21	3.16	6.29
002039.SZ	黔源电力	15.81	3.05	48.28	1.04	1.15	1.23	15.24	13.69	12.87	1.50	1.94
600995.SH	文山电力	9.23	4.79	44.17	0.53	0.59	0.61	17.43	15.75	15.06	2.45	2.22
600969.SH	郴电国际	12.55	2.64	33.17	0.51	0.57	0.64	24.75	22.11	19.75	0.00	1.31
	平均值	9.52	43.58	267.02	0.53	0.58	0.62	23.40	21.42	19.18	1.89	10.27
	中位数	9.23	9.93	84.80	0.51	0.57	0.61	17.43	15.75	15.06	2.15	3.92
600900.SH	长江电力	16.07	220.00	3535.40	0.97	0.96	0.98	16.58	16.68	16.44	2.65	7.05

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 长江电力为信达证券研发中心预测数据, 其他为 Wind 一致预期, 采用 2017 年 1 月 25 日收盘价。

## 5.2 投资评级

我们预计公司 2017-2019 年营业收入将分别达 501.24、501.29、506.35 亿元, 归母净利润分别达 213.25、211.97、214.99 亿元, EPS (摊薄) 分别为 0.97、0.96 和 0.98 元/股, 对应 2018 年 1 月 25 日收盘价 (16.07 元/股) 的动态 PE 分别为 17 倍、17 倍和 16 倍, 维持“买入”评级。

## 六、风险因素

- 1、长江来水不及预期:** 公司目前拥有溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝 4 座巨型水电站, 分布在长江上游流域, 水电生产运营与水库来水密切相关, 长江流域来水的不确定性对公司电力生产及经营业绩均会产生重要影响。
- 2、市场消纳不确定性:** 发电装机规模进一步扩大, 装机增速远高于用电增长, 突出的供需矛盾使电能消纳不确定性因素影响增

大。

**3、政策性风险：**在国家全面深化各领域改革，加快电力体制改革、继续财税体制改革、推进国企改革的情况下，可以预见，国家将会在各个领域出台一系列政策措施，包括财税、金融、证券市场、电力体制、移民环保等诸多领域，这可能给公司的经营管理带来影响。

**4、投资风险：**公司积极稳妥开展对外投资，但仍然会受到国际和国内政治经济形势、经济政策、经济周期与行业景气、通货膨胀、股票市场、重大自然灾害、投资者心理预期等多种因素影响，这些外部因素的变化存在不确定性，可能会造成投资收益低于预期。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6,094.58	9,075.07	12,912.99	11,971.62	16,468.06
货币资金	3,855.88	3,379.07	7,154.45	6,209.00	10,658.76
应收票据	109.15	86.97	89.07	89.08	89.98
应收账款	1,648.15	3,110.66	3,185.93	3,186.25	3,218.43
预付账款	7.00	34.52	34.90	35.17	36.16
存货	402.14	438.88	443.67	447.15	459.75
其他	72.26	2,024.97	2,004.97	2,004.97	2,004.97
<b>非流动资产</b>	135,903.32	289,819.86	296,553.90	297,703.97	297,840.46
长期投资	11,156.93	13,097.44	13,097.44	13,097.44	13,097.44
固定资产	118,851.87	261,782.16	269,368.08	273,241.08	273,273.03
无形资产	66.44	167.72	153.16	138.61	124.05
其他	5,828.09	14,772.55	13,935.22	11,226.85	11,345.94
<b>资产总计</b>	141,997.90	298,894.93	309,466.89	309,675.59	314,308.52
<b>流动负债</b>	18,648.18	62,110.60	66,147.35	62,949.46	63,871.15
短期借款	0.00	16,300.00	20,300.00	17,100.00	18,000.00
应付账款	142.61	146.39	147.99	149.15	153.35
其他	18,505.58	45,664.21	45,699.36	45,700.31	45,717.80
<b>非流动负债</b>	31,994.35	108,257.97	109,257.97	107,257.97	105,257.97
长期借款	12,745.28	26,852.44	27,852.44	25,852.44	23,852.44
其他	19,249.06	81,405.53	81,405.53	81,405.53	81,405.53
<b>负债合计</b>	50,642.53	170,368.57	175,405.31	170,207.43	169,129.12
少数股东权益	32.23	327.18	487.86	647.59	809.59
归属母公司股东权益	91,323.13	128,199.18	133,573.71	138,820.57	144,369.81
<b>负债和股东权益</b>	141,997.90	298,894.93	309,466.89	309,675.59	314,308.52

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	24,239.07	48,939.39	50,123.72	50,128.73	50,635.03
同比(%)	-9.88%	101.90%	2.42%	0.01%	1.01%
归属母公司净利润	11,519.98	20,781.18	21,324.53	21,196.86	21,499.23
同比(%)	-2.62%	80.39%	2.61%	-0.60%	1.43%
毛利率(%)	59.58%	60.69%	61.20%	60.90%	60.20%
ROE(%)	12.98%	18.93%	16.29%	15.56%	15.18%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.94	0.97	0.96	0.98
P/E	31	17	17	17	16
P/B	3.87	2.76	2.65	2.55	2.45
EV/EBITDA	12.90	10.00	9.45	9.22	9.10

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	24,239.07	48,939.39	50,123.72	50,128.73	50,635.03
营业成本	9,798.47	19,238.00	19,448.00	19,600.34	20,152.74
营业税金及附加	515.86	1,073.66	1,097.71	1,097.82	1,108.91
营业费用	4.66	8.09	10.02	10.03	10.13
管理费用	512.16	825.19	847.09	847.18	855.73
财务费用	2,849.69	6,679.35	7,641.17	7,573.43	7,055.31
资产减值损失	-125.07	106.47	34.76	45.04	50.62
公允价值变动收益	0.08	-66.12	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,211.00	1,334.19	4,778.09	4,709.93	4,632.81
<b>营业利润</b>	12,894.38	22,276.70	25,823.05	25,664.84	26,034.40
营业外收入	2,049.73	2,911.53	19.07	19.07	19.07
营业外支出	16.56	34.29	30.95	27.26	30.83
<b>利润总额</b>	14,927.56	25,153.94	25,811.17	25,656.64	26,022.63
所得税	3,407.34	4,216.16	4,325.95	4,300.05	4,361.39
<b>净利润</b>	11,520.21	20,937.78	21,485.21	21,356.59	21,661.24
少数股东损益	0.24	156.59	160.69	159.73	162.00
<b>归属母公司净利润</b>	11,519.98	20,781.18	21,324.53	21,196.86	21,499.23
EBITDA	24,006.81	44,196.64	47,279.81	47,904.19	48,413.78
EPS	0.70	0.94	0.97	0.96	0.98

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	17,716.96	38,989.83	38,146.23	38,881.52	39,385.52
净利润	11,520.21	20,937.78	21,485.21	21,356.59	21,661.24
折旧摊销	6,180.36	12,319.46	13,780.78	14,576.52	15,250.58
财务费用	2,898.89	6,723.24	7,687.87	7,671.03	7,140.57
投资损失	-2,211.00	-1,334.19	-4,778.09	-4,709.93	-4,632.81
营运资金变动	-584.14	221.99	-80.57	-47.00	-75.61
其它	-87.37	121.55	51.02	34.31	41.55
<b>投资活动现金流</b>	1,353.42	-44,229.74	-15,732.99	-11,005.94	-10,745.19
资本支出	-423.82	-2,228.51	-20,511.07	-15,715.87	-15,378.00
长期投资	2,350.21	-35,230.93	4,778.09	4,709.93	4,632.81
其他	-572.97	-6,770.30	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-18,328.72	4,070.31	-18,637.87	-28,821.03	-24,190.57
吸收投资	29.80	24,325.46	0.00	0.00	0.00
借款	-9,211.32	6,336.11	5,000.00	-5,200.00	-1,100.00
支付利息或股息	9,155.43	17,346.04	23,637.87	23,621.03	23,090.57
<b>现金净增加额</b>	742.15	-1159.87	3775.37	-945.44	4449.76

## 研究小组简介

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信达证券，现任研究开发中心总经理，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，根据产业周期波动寻找投资机会，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。

**刘栋**，清华大学工学博士，中国人民大学经济学硕士，2年民航咨询从业经验。2015年3月加入信达证券研发中心，现从事能源化工行业和交通物流行业研究。

**马步芳**，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加盟信达证券研发中心，目前从事能源化工研究。

## 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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。