

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, 2018.01.26

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

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

《长江电力 (600900): 发电量创新高助业绩增长, 水电龙头投资价值凸显》2018.01

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

四库联调助发电量创新高, 业务结构多元化发展

2018年5月8日

事件: 长江电力 2017 年全年实现营业收入 501.47 亿元, 同比增长 2.47%; 归母净利润为 222.61 亿元, 同比增长 7.12%; 实现每股收益 1.0119 元, 同比增长 7.12%; 拟派发每股分红 0.68 元。2018 年第一季度实现营业收入 81.49 亿元, 同比增长 3.75%; 归母净利润 28.32 亿元, 同比增长 4.59%; 实现每股收益 0.13 元, 同比增长 4.55%。

点评:

- **发电量创历史新高, 机组利用小时数稳步增加。**2017 年全年公司发电量达到 2108.93 亿千瓦时, 同比增长 2.35%, 超出计划发电量 174.93 亿千瓦时。超计划完成发电量主要得益于两方面的原因。第一, 长江各流域来水情况转好。2017 年度, 长江上游溪洛渡水库来水总量约为 1390.41 亿立方米, 较上年同期偏丰 1.4%; 三峡水库来水总量约 4214.00 亿立方米, 较上年同期偏丰 3.14%。第二, 四级联调熨平来水不确定性, 机组利用小时稳步提升。2017 年三峡电站年平均利用小时为 4398.78 小时, 同比增长 3.32%; 葛洲坝电站年平均利用小时 7343.81 小时, 同比增长 1.5%。由于来水偏丰持续, 2018 年第一季度公司发电量增加至 345.27 亿千瓦时, 同比增长 5.09%。截至 2018 年 3 月 31 日, 溪洛渡水库和三峡水库来水较上年同期偏丰 1.22% 和 4.63%。
- **专项基金取消征收提升行业整体收入, 返税政策持续增加企业利润。**《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%。基金费用的下调有利于水电行业整体收入的提高。《关于减轻可再生能源领域涉企税费负担的通知 (征求意见稿)》提出自 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日, 对超过 100 万千瓦的水电站, 增值税实际税负超过 12% 的部分继续实行退税政策。2017 年公司电力销售增值税返还为 22.91 亿元, 占利润总额的 8.6%; 2018 年第一季度增值税返还为 7.17 亿元, 占利润总额 21.18%, 返税政策持续给公司带来利润增长。
- **业务结构多元化, 水电投资进一步拓展。**2017 年公司拓展配售电业务, 完善业务结构。公司成立重庆长电联合能源有限责任公司, 完成重庆乌江实业有限公司和重庆涪陵聚龙有限公司的整合, 成功打造重庆区域的配售电业务平台。进一步增持三峡水利, 持股比例为 12% (截至 2018 年 3 月 31 日), 成为三峡水利第一大股东, 实现配售电业务快速发展。公司积极投资长江中上游水电资源, 通过股权加技术双措施发挥流域联合统一调度, 降低公司对来水的依赖性。公司增持国投电力和川投能源, 截至 2018 年 3 月 31 日, 持股比例分别为 7.25% 和 5%, 成为两家公司的第二大股东。
- **高额现金分红兑现, 投资价值凸显。**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。2017 年公司拟每 10 股派发现金红利 6.8 元（含税），现金分红数额占归母普通股股东净利润的 67.2%。截至 2018 年 5 月 7 日，公司股息率为 4.49%，高于 10 年国债收益率 3.64%，投资收益属于较高水平。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年营业收入将分别达 513.60、513.66、518.84 亿元，归母净利润分别达 212.61、209.65、214.21 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.97、0.95、0.97 元/股，对应 2018 年 5 月 7 日收盘价（16.13 元/股）的动态 PE 分别为 17、17、17 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。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	48,939.39	50,146.85	51,360.40	51,365.54	51,884.33
增长率 YoY %	101.90%	2.47%	2.42%	0.01%	1.01%
归属母公司净利润(百万元)	20,781.18	22,260.91	21,260.73	20,964.68	21,421.36
增长率 YoY%	80.39%	7.12%	-4.49%	-1.39%	2.18%
毛利率%	60.69%	61.21%	61.20%	60.90%	60.20%
净资产收益率 ROE%	18.93%	16.91%	15.43%	14.67%	14.46%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.94	1.01	0.97	0.95	0.97
市盈率 P/E(倍)	17	16	17	17	17
市净率 P/B(倍)	2.77	2.63	2.53	2.44	2.35

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 5 月 7 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,075.07	10,187.18	13,863.56	12,534.65	16,796.40
货币资金	3,379.07	5,201.45	8,791.22	7,459.67	11,679.03
应收票据	86.97	77.05	78.91	78.92	79.72
应收账款	3,110.66	3,213.10	3,290.86	3,291.19	3,324.43
预付账款	34.52	30.04	30.78	31.02	31.89
存货	438.88	257.03	263.30	265.36	272.84
其他	2,024.97	1,408.50	1,408.50	1,408.50	1,408.50
非流动资产	289,819.86	289,211.04	295,916.86	297,075.10	297,226.37
长期投资	13,097.44	16,155.84	16,155.84	16,155.84	16,155.84
固定资产	261,782.16	249,701.56	257,431.68	261,450.09	261,481.22
无形资产	167.72	169.62	154.48	139.35	124.21
其他	14,772.55	23,184.03	22,174.87	19,329.83	19,465.11
资产总计	298,894.93	299,398.22	309,780.42	309,609.75	314,022.78
流动负债	62,110.60	59,702.99	63,761.37	60,563.11	61,491.60
短期借款	16,300.00	19,005.00	23,005.00	19,805.00	20,705.00
应付账款	146.39	87.42	89.55	90.25	92.80
其他	45,664.21	40,610.57	40,666.82	40,667.86	40,693.80
非流动负债	108,257.97	104,176.40	105,176.40	103,176.40	101,176.40
长期借款	26,852.44	31,500.00	32,500.00	30,500.00	28,500.00
其他	81,405.53	72,676.40	72,676.40	72,676.40	72,676.40
负债合计	170,368.57	163,879.38	168,937.77	163,739.51	162,667.99
少数股东权益	327.18	417.39	430.47	443.38	456.56
归属母公司股东权益	128,199.18	135,101.45	140,412.18	145,426.86	150,898.22
负债和股东权益	298894.93	299398.22	309780.42	309609.75	314022.78

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	48,939.39	50,146.85	51,360.40	51,365.54	51,884.33
同比	101.90%	2.47%	2.42%	0.01%	1.01%
归属母公司净利润	20,781.18	22,260.91	21,260.73	20,964.68	21,421.36
同比	80.39%	7.12%	-4.49%	-1.39%	2.18%
毛利率	60.69%	61.21%	61.20%	60.90%	60.20%
ROE	18.93%	16.91%	15.43%	14.67%	14.46%
EPS (摊薄)(元)	0.94	1.01	0.97	0.95	0.97
P/E	17	16	17	17	17
P/B	2.77	2.63	2.53	2.44	2.35
EV/EBITDA	10.03	10.00	9.43	9.24	9.08

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	48,939.39	50,146.85	51,360.40	51,365.54	51,884.33
营业成本	19,238.00	19,453.73	19,927.84	20,083.93	20,649.96
营业税金及附加	1,073.66	1,056.01	1,083.70	1,083.81	1,094.76
营业费用	8.09	19.13	15.41	15.41	15.57
管理费用	825.19	840.44	862.85	862.94	871.66
财务费用	6,679.35	5,896.66	8,849.49	8,774.31	8,266.62
资产减值损失	106.47	204.61	93.54	117.24	144.74
公允价值变动收益	-66.12	-164.32	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,334.19	2,311.70	5,073.10	4,865.44	5,056.05
营业利润	22,276.70	27,076.91	25,600.68	25,293.34	25,897.09
营业外收入	2,911.53	0.54	13.57	13.57	13.57
营业外支出	34.29	423.05	157.97	205.10	262.04
利润总额	25,153.94	26,654.39	25,456.28	25,101.81	25,648.62
所得税	4,216.16	4,379.78	4,182.47	4,124.23	4,214.07
净利润	20,937.78	22,274.61	21,273.81	20,977.58	21,434.55
少数股东损益	156.59	13.70	13.09	12.90	13.19
归属母公司净利润	20,781.18	22,260.91	21,260.73	20,964.68	21,421.36
EBITDA	44,196.64	44,913.68	48,160.81	48,591.04	49,284.51
EPS	0.94	1.01	0.97	0.95	0.97

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	38,989.83	39,693.17	38,888.20	39,576.80	39,969.31
净利润	20,937.78	22,274.61	21,273.81	20,977.58	21,434.55
折旧摊销	12,319.46	12,298.36	13,778.49	14,580.03	15,257.15
财务费用	6,723.24	5,960.93	8,926.04	8,909.20	8,378.74
投资损失	-1,334.19	-2,311.70	-5,073.10	-4,865.44	-5,056.05
营运资金变动	221.99	1,182.94	-121.77	-118.15	-158.65
其它	121.55	288.03	104.73	93.58	113.57
投资活动现金流	-44,229.74	-9,795.18	-15,422.40	-10,849.15	-10,321.21
资本支出	-2,228.51	-2,551.59	-20,495.50	-15,714.59	-15,377.26
长期投资	-35,230.93	71,054.95	5,073.10	4,865.44	5,056.05
其他	-6,770.30	-78,298.54	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,070.31	-28,032.51	-19,876.04	-30,059.20	-25,428.74
吸收投资	24,325.46	88.20	0.00	0.00	0.00
借款	6,336.11	5,188.81	5,000.00	-5,200.00	-1,100.00
支付利息或股息	17,346.04	19,591.33	24,876.04	24,859.20	24,328.74
现金净增加额	-1159.87	1830.48	3589.76	-1331.55	4219.36

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。

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。