来水偏丰平滑业绩，高分红防御价值出众

——长江电力（600900）2018 年三季报点评

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

❖ 事件

长江电力发布 2018 年第三季度报告，前三季度公司实现营业收入 390.66 亿元，同比增长 4.92%；实现归属于上市公司股东的净利润 179.22 亿元，同比增长 0.94%。

❖ 点评

第三季度来水偏丰，公司营业收入增长明显。第三季度溪洛渡水库和三峡水库来水总量较上年同期分别偏丰 20.68%和 30.32%，公司第三季度发电量约 827.88 亿千瓦时，同比增长 9.85%；前三季度，公司总发电量约 1641.06 亿千瓦时，同比增长 4.54%。受益于发电量增长，公司营业收入增长明显，第三季度营业收入实现同比增长 10.67%。

毛利提升平滑增值税返还政策到期对业绩影响。第三季度公司毛利率维持在较高水平，同比微增 0.34 个百分点至 68.35%；实现毛利 135.70 亿元，同比增加 13.69 亿元。去年三季度公司收到增值税返还 10.06 亿元，而大型水电企业增值税返还政策已于 2017 年 12 月 31 日到期，今年无此项收益；此外第三季度投资净收益同比下降 3.01 亿元，毛利提升有效平滑了增值税返还及投资收益等因素变化对公司业绩影响。

公司保持高分红政策，防御价值出众。公司分红政策稳定，2016-2020 年每年分红不低于 0.65 元/股，2021-2025 年每年分红比例不低于当年实现净利润的 70%，2017 年分红对应当前股价股息率为 4.35%。公司业绩稳健且分红政策高，防御价值出众，未来还将获得乌东德、白鹤滩电站注入，业绩有望保持稳定增长，是兼具成长的价值蓝筹。

❖ 盈利预测

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 513、517、523 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 224、226、233 亿元，对应 EPS 分别为 1.02、1.03、1.06 元/股，对应 PE 分别为 15、15、15 倍。维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**来水情况低于预期；上网电价下调；在运电站发生运营事故等。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	50147	51334	51678	52297
+/-%	2%	2%	1%	1%
归属母公司股东的净利润(百万)	22261	22412	22602	23342
+/-%	7%	1%	1%	3%
EPS(元)	1.01	1.02	1.03	1.06
PE	15.44	15.33	15.20	14.72

资料来源：公司 2018 年第三季度报告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司点评
所属行业	公用事业/电力
报告时间	2018/10/30
前收盘价	15.62 元
公司评级	增持评级

分析师

杨欧雯
证书编号：S1100517070002
010-66495688
yangouwen@cczq.com

联系人

张太勇
证书编号：S1100117100002
0755-25332329
zhangtaiyong@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10187	23559	37379	44037
现金	5201	18503	32189	38857
应收账款	3213	3267	3296	3335
其他应收款	194	352	359	335
预付账款	30	28	30	29
存货	257	257	255	256
其他流动资产	1291	1151	1251	1225
非流动资产	289211	281257	275064	271085
长期投资	16156	21003	27303	35494
固定资产	249702	238183	226643	215081
无形资产	170	158	148	137
其他非流动资产	23184	21913	20970	20373
资产总计	299398	304816	312444	315123
流动负债	59703	71511	69946	69944
短期借款	19005	26100	26100	26100
应付账款	87	87	87	87
其他流动负债	40611	45324	43759	43757
非流动负债	104176	97520	99989	95105
长期借款	31500	26500	29500	25500
其他非流动负债	72676	71020	70489	69605
负债合计	163879	169031	169935	165048
少数股东权益	417	431	445	459
股本	22000	22000	22000	22000
资本公积	44323	44323	44323	44323
留存收益	65080	76230	83058	90730
归属母公司股东权益	135101	142449	149158	156710
负债和股东权益	299398	311911	319539	322218

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	39693	36971	36275	36930
净利润	22275	22426	22616	23356
折旧摊销	12298	11987	12008	12029
财务费用	5897	5896	5676	5532
投资损失	-2312	-2494	-2894	-3094
营运资金变动	1183	-850	-895	-813
其他经营现金流	352	7	-235	-81
投资活动现金流	-9795	-1568	-2817	-5004
资本支出	2556	400	400	400
长期投资	7726	3738	5297	7689
其他投资现金流	487	2570	2879	3085
筹资活动现金流	-28033	-22101	-19773	-25258
短期借款	2705	7095	0	0
长期借款	4648	-5000	3000	-4000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	70	0	0	0
其他筹资现金流	-35455	-24196	-22773	-21258
现金净增加额	1830	13302	13685	6668

利润表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	50147	51334	51678	52297
营业成本	19454	19394	19333	19369
营业税金及附加	1056	1077	1094	1103
营业费用	19	13	15	15
管理费用	840	877	875	887
财务费用	5897	5896	5676	5532
资产减值损失	205	117	144	145
公允价值变动收益	-164	-104	-118	-121
投资净收益	2312	2494	2894	3094
营业利润	27077	27055	27317	28219
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	423	220	254	271
利润总额	26654	26835	27063	27948
所得税	4380	4409	4447	4592
净利润	22275	22426	22616	23356
少数股东损益	14	14	14	14
归属母公司净利润	22261	22412	22602	23342
EBITDA	45272	44937	45000	45780
EPS（元）	1.01	1.02	1.03	1.06

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	2.5%	2.4%	0.7%	1.2%
营业利润	21.4%	-0.1%	1.0%	3.3%
归属于母公司净利润	7.1%	0.7%	0.8%	3.3%
获利能力				
毛利率(%)	61.2%	62.2%	62.6%	63.0%
净利率(%)	4.6%	44.4%	43.7%	43.7%
ROE(%)	16.5%	15.7%	15.2%	14.9%
ROIC(%)	14.2%	15.1%	16.0%	17.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.7%	54.2%	53.2%	51.2%
净负债比率(%)	39.06%	41.82%	42.42%	41.28%
流动比率	0.17	0.33	0.53	0.63
速动比率	0.16	0.32	0.53	0.62
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.17
应收账款周转率	16	16	16	16
应付账款周转率	166.40	222.19	222.18	222.74
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.02	1.03	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	1.68	1.65	1.68
每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.47	6.78	7.12
估值比率				
P/E	15.44	15.33	15.20	14.72
P/B	2.54	2.41	2.30	2.19
EV/EBITDA	9	9	9	9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857