

证券研究报告

公司研究——季报点评

长江电力（600900.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.05.08

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 分析师

执业编号：S1500518100001

联系电话：+86 10 83326842

邮箱：mabufang@cindasc.com

相关研究

《长江电力（600900.SH）：发电量创新高助业绩增长，水电龙头投资价值凸显》2018.01.26

《长江电力（600900.SH）：四库联调助发电量创新高，业务结构多元化发展》2018.05.08

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

来水偏丰加快营收增长，增值税返还到期影响净利增速

2018年11月8日

事件：长江电力2018前三季度，公司营业收入390.66亿元，同比上涨4.92%；利润总额为215.35亿元，较上年同期增加1.39%；归母净利润179.22亿元，同比增加0.94%；每股收益为0.81元，较上年同期持平。第三季度，公司营业收入198.56亿元，同比增长10.7%；归母净利润94.0亿元，下降2.6%；每股收益0.43元。

点评：

- **来水偏丰带来第三季度营收显著增长。**根据公司统计，第三季度长江上游溪洛渡水库来水总量为790.69亿立方米，较上年同期偏丰20.68%，三峡水库来水总量为2178.40亿立方米，较上年同期偏丰30.32%。来水偏丰带来发电量的增长。公司前三季度总发电量约1641.01亿千瓦时，较上年增加4.54%，第三季度总发电量约827.88亿千瓦时，较上年同期增加9.85%。其中，三峡电站完成发电量400.88亿千瓦时，较上年同期增加22.29%；葛洲坝电站完成发电量54.55亿千瓦时，较上年同期减少6.7%；溪洛渡电站完成发电量102.1亿千瓦时，较上年同期偏多13.4%；向家坝电站完成发电量55.3亿千瓦时，较上年同期偏多9.9%。虽然葛洲坝、向家坝电站发电量较上年同期减少，但是其占比仅为21%，对公司整体盈利影响不大。汛期公司发售电量较多带来公司营收增速同比上涨4.92%，较上年同期增加4.97个百分点（上年同期增速为-0.05%）。
- **大型水电企业增值税返还政策到期和水资源费改税影响归母净利增速。**2018年前三季度，公司毛利率62.64%，同比增长1.25个百分点，环比增长6.24个百分点。但是，由于大型水电企业增值税返还政策于2017年12月31日到期，公司前三季度其他收益比上年同期减少12.55亿元，下降63.66%。此外，四川省自2017年12月1日起实行水资源费改税，导致公司税金及附加比上年同期增加2.69亿元，增长38.57%。增值税返还政策到期和水资源费改税，均对公司业绩增速影响较大，导致公司归母净利润同比仅增加0.94%。
- **通过资本运作进行战略投资，优化电源结构。**公司布局长期股权投资，持有湖北能源、广州发展、三峡水利、上海电力等公司股份；同时，公司持续推动配售电业务发展，参与重庆、山西、安徽、云南等地的共六个国家增量配网试点项目，并积极参与重庆长电联合能源有限责任公司混合所有制改革工作。
- **盈利预测及评级：**由于公司发电量持续稳定增长，我们预计公司2018-2020年营业收入将分别达517.79、522.65、531.50亿元，归母净利润分别达221.95、224.03、230.87亿元，EPS（摊薄）分别为1.01、1.02、1.05元/股，对应2018年11月8日收盘价（15.18元/股）的动态PE分别为15、15、14倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**长江来水风险、市场消纳风险、政策性风险、电费回收风险等。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	48,939.39	50,146.85	51,779.19	52,265.05	53,149.50
增长率 YoY %	101.90%	2.47%	3.26%	0.94%	1.69%
归属母公司净利润(百万元)	20,781.18	22,260.91	22,195.06	22,403.01	23,087.39
增长率 YoY%	80.39%	7.12%	-0.30%	0.94%	3.05%
毛利率%	60.69%	61.21%	62.33%	62.51%	62.84%
净资产收益率 ROE%	18.93%	16.91%	16.00%	15.34%	15.01%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.94	1.01	1.01	1.02	1.05
市盈率 P/E(倍)	16	15	15	15	14
市净率 P/B(倍)	2.61	2.47	2.35	2.23	2.11

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年11月8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	10,803.20	17,124.62	25,156.61
货币资金	3,379.07	5,201.45	5,709.65	11,997.83	19,969.48
应收票据	86.97	77.05	79.56	80.30	81.66
应收账款	3,110.66	3,213.10	3,317.69	3,348.82	3,405.49
预付账款	34.52	30.04	30.12	30.26	30.50
存货	438.88	257.03	257.68	258.90	260.97
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	295,916.58	297,074.40	297,224.73
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	22,174.58	19,329.12	19,463.46
资产总计	298,894.93	299,398.22	306,719.78	314,199.02	322,381.34
流动负债	62,110.60	59,702.99	59,775.82	59,798.26	59,838.98
短期借款	16,300.00	19,005.00	19,005.00	19,005.00	19,005.00
应付账款	146.39	87.42	87.64	88.06	88.76
其他	45,664.21	40,610.57	40,683.18	40,705.20	40,745.22
非流动负债	108,257.97	104,176.40	104,176.40	104,176.40	104,176.40
长期借款	26,852.44	31,500.00	31,500.00	31,500.00	31,500.00
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	163,952.22	163,974.65	164,015.38
少数股东权益	327.18	417.39	431.05	444.84	459.05
归属母公司股东权益	128,199.18	135,101.45	142,336.51	149,779.53	157,906.92
负债和股东权益	298,894.93	299,398.22	306,719.78	314,199.02	322,381.34

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	51,779.19	52,265.05	53,149.50
同比	101.90%	2.47%	3.26%	0.94%	1.69%
归属母公司净利润	20,781.18	22,260.91	22,195.06	22,403.01	23,087.39
同比	80.39%	7.12%	-0.30%	0.94%	3.05%
毛利率	60.69%	61.21%	62.33%	62.51%	62.84%
ROE	18.93%	16.91%	16.00%	15.34%	15.01%
EPS (摊薄)(元)	0.94	1.01	1.01	1.02	1.05
P/E	16	15	15	15	14
P/B	2.61	2.47	2.35	2.23	2.11
EV/EBITDA	9.56	9.53	9.38	9.17	8.88

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	51,779.19	52,265.05	53,149.50
营业成本	19,238.00	19,453.73	19,502.63	19,595.27	19,752.03
营业税金及附加	1,073.66	1,056.01	1,372.15	1,385.02	1,408.46
营业费用	8.09	19.13	15.53	15.68	15.94
管理费用	825.19	840.44	869.89	878.05	892.91
财务费用	6,679.35	5,896.66	5,226.47	5,215.42	5,122.69
资产减值损失	106.47	204.61	91.78	114.74	139.01
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	2,018.66	1,954.65	2,073.43
营业利润	22,276.70	27,076.91	26,719.39	27,015.51	27,891.88
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	26,574.99	26,823.98	27,643.41
所得税	4,216.16	4,379.78	4,366.27	4,407.18	4,541.81
净利润	20,937.78	22,274.61	22,208.72	22,416.80	23,101.60
少数股东损益	156.59	13.70	13.66	13.79	14.21
归属母公司净利润	20,781.18	22,260.91	22,195.06	22,403.01	23,087.39
EBITDA	44,196.64	44,913.68	45,656.51	46,707.03	48,203.59
EPS	0.94	1.01	1.01	1.02	1.05

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	39,248.07	40,311.14	41,538.50
净利润	20,937.78	22,274.61	22,208.72	22,416.80	23,101.60
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	5,303.03	5,303.03	5,303.03
投资损失	-1,334.19	-2,311.70	-2,018.66	-1,954.65	-2,073.43
营运资金变动	221.99	1,182.94	-126.77	-125.55	-158.62
其它	121.55	288.03	103.26	91.48	108.78
投资活动现金流	-44,229.74	-9,795.18	-18,476.84	-13,759.95	-13,303.83
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	2,018.66	1,954.65	2,073.43
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	-20,263.03	-20,263.03	-20,263.03
吸收投资	24,325.46	88.20	0.00	0.00	0.00
借款	6,336.11	5,188.81	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	17,346.04	19,591.33	20,263.03	20,263.03	20,263.03
现金净增加额	-1,159.87	1,830.48	508.20	6,288.17	7,971.65

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，能源化工行业分析师，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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。