

## 长江电力 (600900.SH) 增持 (首次评级)

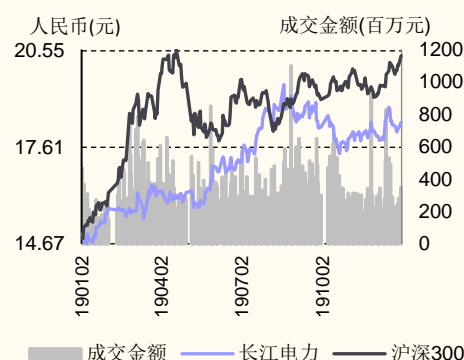
公司深度研究

市场价格 (人民币): 18.37 元

## 核心水电龙头, 近看价值远看成长

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	220.00
已上市流通 A 股(亿股)	220.00
总市值(亿元)	4,041.40
年内股价最高最低(元)	18.83/17.83
沪深 300 指数	4082
上证指数	3040



## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,147	51,214	52,679	51,844	52,904
营业收入增长率	2.47%	2.13%	2.86%	-1.59%	2.05%
归母净利润(百万元)	22,261	22,611	22,896	22,341	23,342
归母净利润增长率	7.12%	1.57%	1.26%	-2.43%	4.48%
摊薄每股收益(元)	1.012	1.028	1.041	1.015	1.061
每股经营性现金流净额	1.80	1.81	1.81	1.79	1.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.48%	15.90%	15.25%	14.24%	13.66%
P/E	15.41	15.45	17.55	17.98	17.21
P/B	2.54	2.46	2.68	2.56	2.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **国内水电龙头, 资产稀缺性提升:** 公司主营主要从事水力发电, 运营四座长江流域电站, 总装机容量 4549.5 万千瓦, 占全国 13%; 2018 年发电量 2152.6 亿千瓦时, 占全国 20%。我国水电装机容量已近上限, 2020-2022 年将有 3446 万千瓦装机容量投产, 之后行业将进入开发停滞期, 水电资产稀缺性进一步提升。
- **未来乌白电站投产, 若注入将带来业绩大增预期:** 乌东德电站装机容量 1020 万千瓦, 计划 2021 年 12 月全部投产; 白鹤滩电站装机容量 1600 万千瓦, 2022 年 12 月全部投产。如果两电站注入, 公司装机容量将达到 7169.5 万千瓦, 增幅达 58%; 发电量在 2018 年的基础上增加 48% 左右。此外, 乌白两电站投产后, 与溪向三葛电站形成六库联调, 公司现有四座电站有望增发电量 70 亿千瓦时。
- **五地需求持续增长, 电价和利用小时数稳定:** 公司主力送电区域粤苏浙沪鲁五省(市)发电量受能源“双控”影响增速大幅下降, 用电侧韧性十足增速回升, 整体供需格局良好。预计 2019 年各地外送电需求均出现不同幅度的扩大, 五地外送电需求增量合计 824 亿千瓦时, 公司电价继续维持现有水平, 利用小时数受来水变化稳中略有波动。
- **成本优势显著现金流稳定, 公司类债券属性凸显:** 公司单位装机容量成本在可比上市公司中处于中等偏低位置, 具有装机成本优势。公司信用评级良好, 发挥融资成本优势有效降低财务费用。在收入成本两方面保障下, 公司通过“打包”方式注入资产, 稳定现金流, 承诺高分红, 使得股票具备类债券属性, 别具竞争优势。

## 投资建议

- 我们预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 527/518/529 亿元, 归母净利润分别为 229/223/233 亿元, 对应 EPS 分别为 1.04/1.02/1.06 元, 我们给予 2020 年目标价 21.0 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- 长江来水不及预期; 电价下降超出预期; 资产注入不及预期; 宏观经济增长不及预期。

杜旷舟 联系人  
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人  
lirong@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

娜敏 联系人  
namin@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、国内水电龙头，稀缺性不断显现 .....	4
1.1 国内水电龙头，成长价值兼具 .....	4
1.2 全国水电稀缺性加剧，公司大龙头地位凸显 .....	5
二、未来乌白电站投产，带来业绩大增预期 .....	7
三、五地需求持续增长，电价和利用小时数稳定 .....	9
3.1 主力消纳粤苏浙沪鲁五省（市）外送电需求持续增长 .....	9
3.2 电价与利用小时稳定，公司收入有保障 .....	12
四、成本优势显著现金流稳定，公司类债券属性凸显 .....	13
4.1 装机成本和融资成本优势显著 .....	13
4.2 稳定现金流助力高分红，类债券属性别具竞争优势 .....	15
五、盈利预测与投资建议 .....	17
六、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司各电站发电量占比（亿千瓦时） .....	4
图表 2：公司营业收入主要来自水电（亿元） .....	4
图表 3：公司营业收入平稳增长 .....	4
图表 4：公司归母净利润平稳增长 .....	4
图表 5：公司毛利率、净利率平稳上升 .....	5
图表 6：公司分红率、股息率逐年走高 .....	5
图表 7：我国水力资源概况 .....	5
图表 8：我国水电装机容量已近上限，增长放缓 .....	5
图表 9：2020-2022 年水电项目投产情况 .....	6
图表 10：全国水电发电量市场格局 .....	6
图表 11：全国水电装机容量市场格局 .....	6
图表 12：我国十大水电站前十位中公司及母集团占据前五位（万千瓦） .....	7
图表 13：装机容量的增长是公司业绩增长核心驱动因素 .....	7
图表 14：受益于装机容量增长预期，公司市值实现跨越式提升 .....	8
图表 15：长江干流主要水电站分布 .....	8
图表 16：我国主要水系具备调节能力水电站 .....	9
图表 17：2018 年公司送电分布测算 .....	10
图表 18：2018 年公司丰枯期送电分布测算（亿千瓦时） .....	10
图表 19：火电占广东发电量 75% .....	10
图表 20：广东发电量增速低于用电量增速 2.4pct .....	10
图表 21：火电占浙江发电量 77% .....	11
图表 22：浙江发电量增速低于用电量增速 4.0pct .....	11
图表 23：火电占江苏发电量 90% .....	11

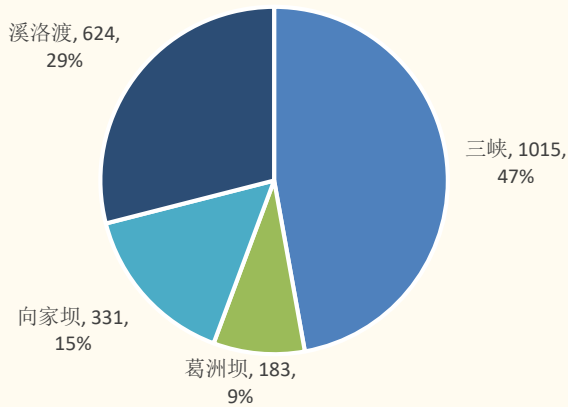
图表 24: 江苏发电量增速低于用电量增速 3.0pct.....	11
图表 25: 火电占上海发电量 98% .....	11
图表 26: 上海发电量增速低于用电量增速 5.0pct.....	11
图表 27: 火电占山东发电量 96% .....	12
图表 28: 山东发电量增速低于用电量增速 4.4pct.....	12
图表 29: 粤江浙沪鲁五省(市)外送电需求增量(亿千瓦时) .....	12
图表 30: 公司送电上网电价近年逐步上涨(元/千瓦时) .....	13
图表 31: 执行合同电价电量占比约 89%(亿千瓦时) .....	13
图表 32: 公司利用小时数超过全国平均和所在省份平均(小时) .....	13
图表 33: 主要水电公司装机容量与单位装机容量成本对比 .....	14
图表 34: 公司 2016-2019 年发行债券规模及其与同期银行利率利差.....	14
图表 35: 2016 年后公司应付债券占比上升 .....	15
图表 36: 公司财务费用有效降低 .....	15
图表 37: 公司经营性现金流非常稳定(亿元) .....	15
图表 38: 公司分红率高于同行(%) .....	16
图表 39: 公司股息率位居前列(%) .....	16
图表 40: 在 2016 年公司市值上新台阶后, 股息率提高 .....	16
图表 41: 类债券属性使得公司在债券利率下降后成为替代品种 .....	17
图表 42: 公司各电站上网电价预测(元/千瓦时) .....	17
图表 43: 公司各电站执行合同电价和市场电价部分电量(亿千瓦时) .....	18

## 一、国内水电龙头，稀缺性不断显现

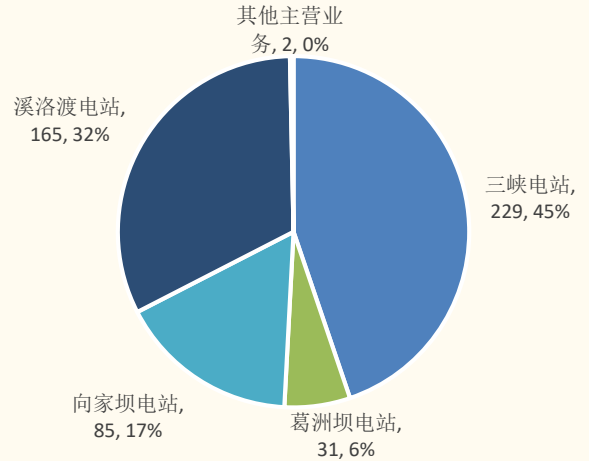
### 1.1 国内水电龙头，成长价值兼具

- 公司主要从事水力发电业务，是国内最大的电力企业之一。自 2002 年公司由葛洲坝电厂改制成立以来，第一大股东三峡集团逐步注入其投资的多个水电站资产，目前公司运营管理或受托管理三峡电站、葛洲坝电站、溪洛渡电站、向家坝电站四座长江流域梯级电站，截止 2019 年底，公司总装机容量 4549.5 万千瓦，已成为我国水力发电龙头企业。2018 年公司发电量 2152.6 亿千瓦时，营业收入 512 亿元，同比增速 2.1%，归母净利润 226 亿元，同比增速 1.6%，绝大部分来自水力发电收入。

图表 1：公司各电站发电量占比（亿千瓦时）



图表 2：公司营业收入主要来自水电（亿元）

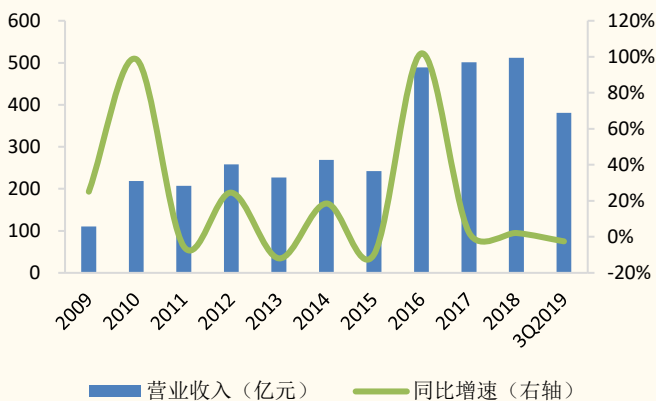


来源：公司公告，国金证券研究所

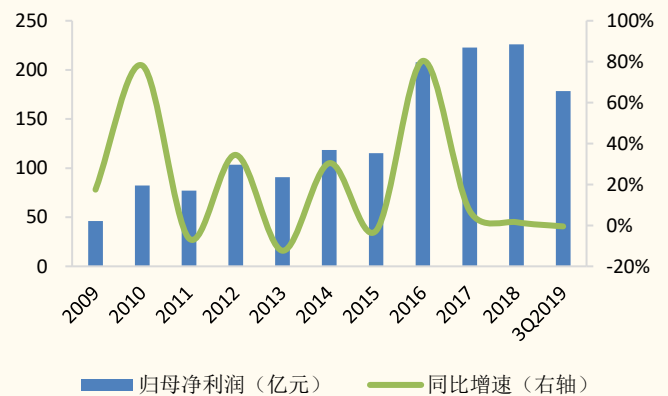
来源：公司公告，国金证券研究所

- 装机容量提升是公司业绩核心驱动因素，乌白注入提升增长空间：公司上市以来，营业收入与归母净利润随装机容量的提升实现阶梯式增长。公司最近一次的资产注入发生在 2016 年，溪洛渡、向家坝电站的收购帮助公司营业收入和归母净利润分别实现了 102% 和 80% 的增长。未来三峡集团承诺将乌东德、白鹤滩水电站择机注入上市公司，将进一步提升公司业绩增长空间。

图表 3：公司营业收入平稳增长



图表 4：公司归母净利润平稳增长

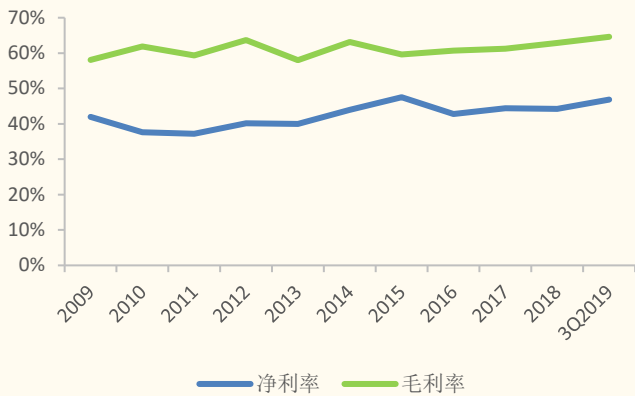


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

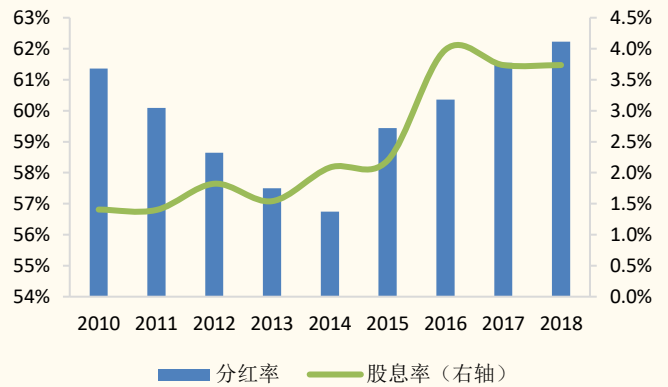
- 四库联调业绩稳定，具备稳健投资价值：除装机容量的提升外，公司业绩还受长江来水丰枯影响。在 2016 年溪洛渡、向家坝电站投产后，公司建成梯级四库联调体系，平滑长江来水波动，近年来业绩变化更加平稳。受益于此，公司现金流稳定，同时公司做出高分红承诺，分红率从 2014 年开始逐年走高，股息率近年来稳定在 3.5-4.0% 之间，投资回报稳健。

图表 5：公司毛利率、净利率平稳上升



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

图表 6：公司分红率、股息率逐年走高



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

## 1.2 全国水电稀缺性加剧，公司大龙头地位凸显

- **水电装机容量接近上限，远期经济可开发空间 3454 万千瓦：**我国经济可开发水力资源约 40180 万千瓦，截至 2018 年年底已开发 35226 万千瓦，接近经济可开发水力资源上限。考虑到 2019 新投产的 400 万千瓦和 2020 年将投产的 1100 万千瓦水电装机容量，未来远期开发空间约 3454 万千瓦，增长空间非常有限。

图表 7：我国水力资源概况

主要指标	装机容量 (万千瓦)	发电量 (亿千瓦时)
理论蕴藏	112100	60829
技术可开发	54164	24740
经济可开发	40180	17534

来源：全国水力资源复查工作领导小组办公室，国金证券研究所

图表 8：我国水电装机容量已近上限，增长放缓



来源：中电联，国金证券研究所

- **2020-2022 年将是近十年最后一轮装机容量密集投放期：**未来 2020-2022 年将会有 3446 万千瓦装机容量投产，预计将是水电行业在 2030 年之前迎来的最后一轮大水电密集释放期。之后行业将进入开发停滞期，届时已建设的水电资产稀缺性将进一步提升。

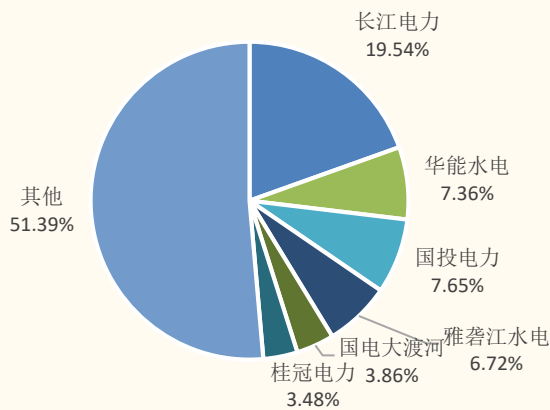
图表 9：2020-2022 年水电项目投产情况

投产时间	水电站	开工时间	地区	装机容量 (万千瓦)	流域
2020	苏洼龙	2017	四川/西藏	120	金沙江
	乌东德	2012	四川/云南	1020	金沙江
	杨房沟	2015	四川	150	雅砻江
	金沙	2017	四川	56	金沙江
2021	两河口	2014	四川	300	雅砻江
2022	双江口	2015	四川	200	大渡河
	白鹤滩	2017	四川/云南	1600	金沙江
2024	叶巴滩	2017	四川/西藏	224	金沙江

来源：上市公司公告，国金证券研究所

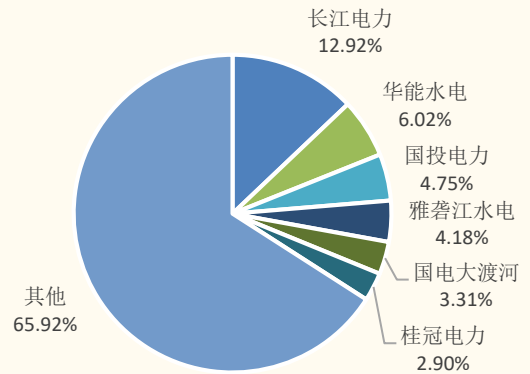
- **公司装机容量、发电量居全国水电企业首位：**2018 年公司水电装机容量 4549.5 万千瓦，占全国水电装机容量的 12.9%；水电发电量 2154.8 亿千瓦时，占全国当年水电发电量 19.5%。无论装机容量和发电量角度，公司都居于全国水电企业首位，稀缺性进一步提升。公司水电发电量全国占比显著高于其装机容量全国占比，资产质量显著高于行业平均水平。

图表 10：全国水电发电量市场格局



来源：上市公司公告，国金证券研究所

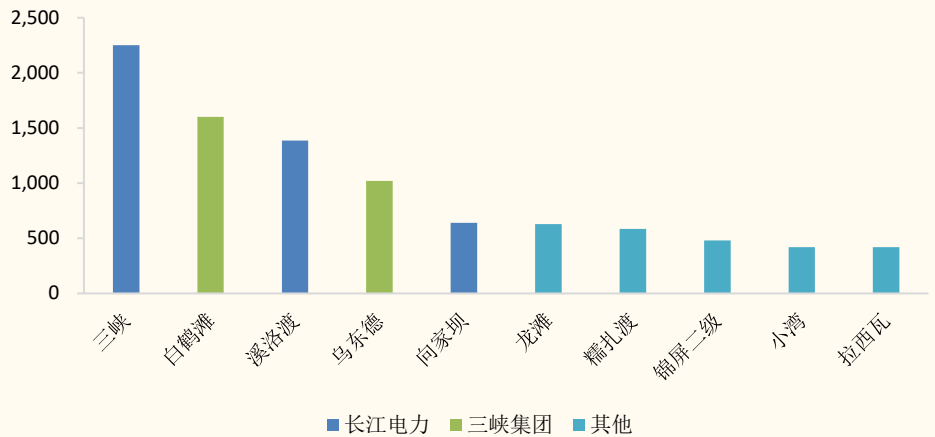
图表 11：全国水电装机容量市场格局



来源：上市公司公告，国金证券研究所

- **公司及第一大股东包揽我国十大水电站前五位：**按照装机容量排序，我国十大水电站前十位中，长江电力所有的三峡、溪洛渡、向家坝水电站分别位居第一、三、五位；母公司三峡集团所有的白鹤滩和乌东德电站正在建设中，建成后将分别位居第二、四位。目前我国十大水电站前五位由长江电力及其第一大股东三峡集团所有，若未来白鹤滩和乌东德电站资产注入上市公司，将进一步巩固公司全国水电龙头地位。

图表 12：我国十大水电站前十位中公司及母集团占据前五位（万千瓦）

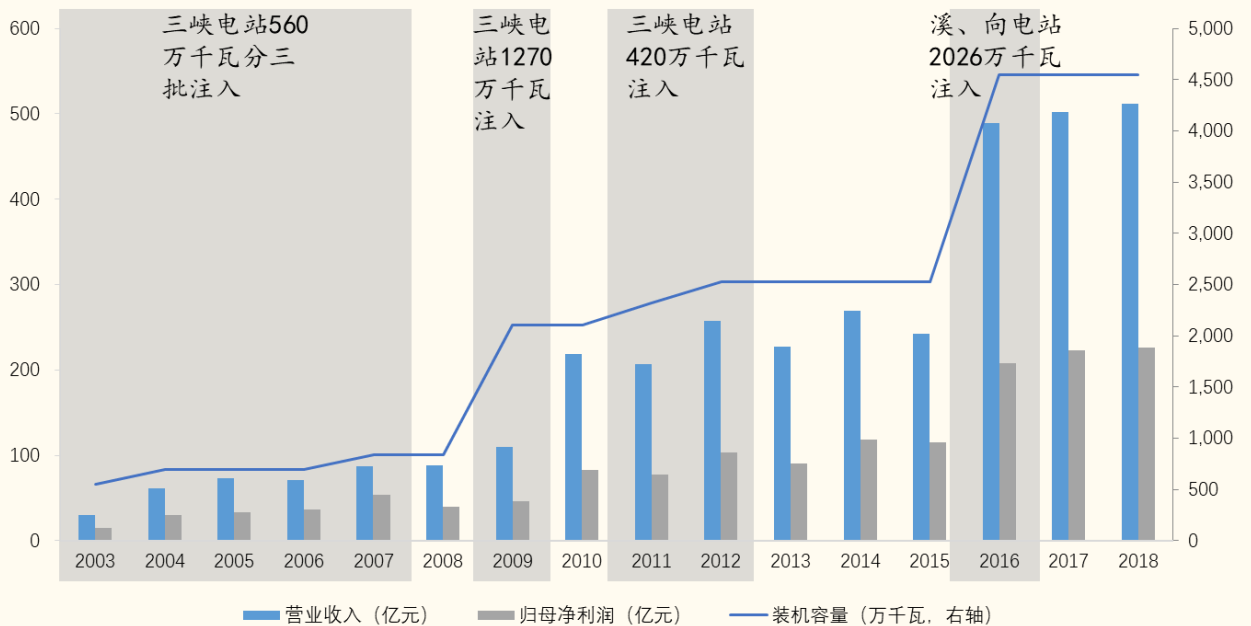


来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、未来乌白电站投产，带来业绩大增预期

- **公司业绩增长的核心驱动因素是装机容量的增长：**公司上市以来，共实现两次业绩的阶梯式增长，都是由于水电站资产注入驱动。
  - 2009 年，公司收购三峡电站 9 号-26 号共计 18 台机组共计 1270 万千瓦，2011、2012 年，三峡电站扩建的 27 号-32 号共计 6 台机组 420 万千瓦陆续投产，公司装机容量达到 2527.7 万千瓦，相比三峡电站注入之前提升 202%，同期公司营业收入增长 193%，归母净利润增长 163%。
  - 2016 年，公司以发行股份和现金支付结合的方式收购三峡金沙江川云水电开发有限公司，实现溪洛渡和向家坝电站资产注入，公司装机容量达到 4549.5 万千瓦，相比注入之前提升 80%，同期公司营业收入增长 102%，归母净利润增长 80%。

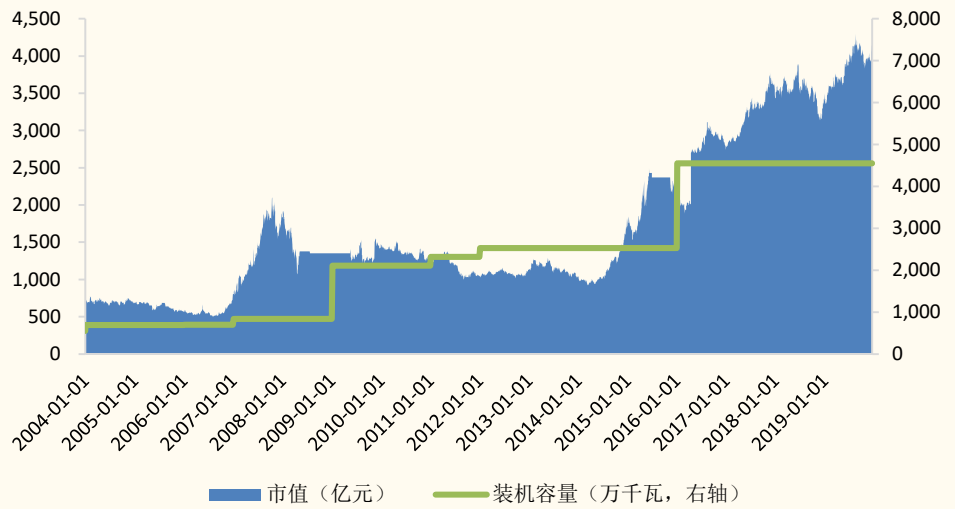
图表 13：装机容量的增长是公司业绩增长核心驱动因素



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在资产注入、装机容量提升预期下，公司在 2006-2007 年、2014-2015 年实现两次市值的跨越式提升。

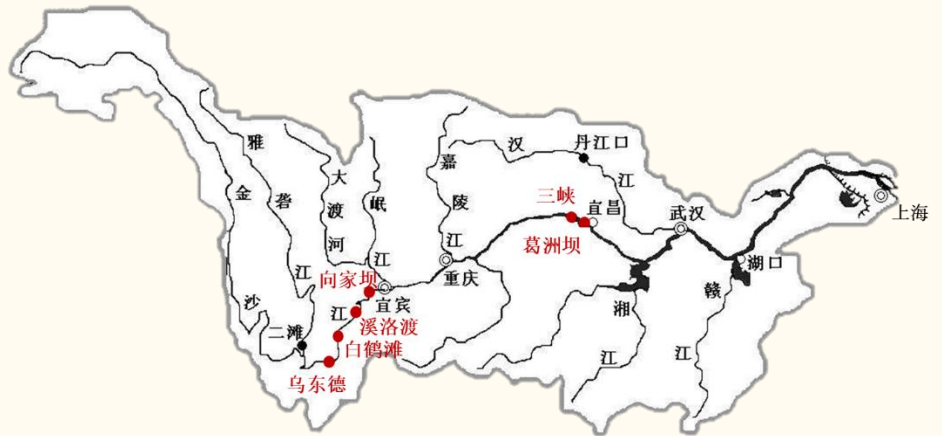
图表 14：受益于装机容量增长预期，公司市值实现跨越式提升



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- 若乌白电站注入，预计带来装机容量 58%、发电量 48%幅度的提升：乌东德水电站装机容量 1020 万千瓦，设计发电量 389 亿千瓦时，计划 2020 年 7 月首台机组投产，2021 年 12 月全部投产；白鹤滩水电站装机容量 1600 万千瓦，设计发电量 641 亿千瓦时，计划 2021 年 7 月首台机组投产，2022 年 12 月全部投产。根据公司所属三峡集团避免同业竞争承诺，我们预计乌东德、白鹤滩电站将在建成后注入上市公司。若两电站如预期顺利注入，公司装机容量将达到 7169.5 万千瓦，增幅达 58%；发电量在 2018 年的基础上增加 48%左右。

图表 15：长江干流主要水电站分布



来源：中电联，国金证券研究所

- 乌白投产后形成六库联调，溪向三葛四电站有望增发发电量 70 亿千瓦时：公司现在已有的三峡电站具备季度调节能力，溪洛渡、向家坝电站具备不完全年调节能力，目前公司已经建成以三峡电站为核心、包括葛洲坝、溪洛渡、向家坝的四库联调体系。白鹤滩电站建成后将具备年调节能力，乌东德电站调节库容 26 亿立方米，未来如果乌东德、白鹤滩电站投产，公司在长江干流有望形成六库联调体系，在统一调度下，溪-向-三-葛梯级电站可在多年平均发电量水平上，增发约 70 亿千瓦时电量。

**图表 16：我国主要水系具备调节能力水电站**

流域	上市公司	主要电站	装机容量 (万千瓦)	调节能力	
				各电站情况	流域调节能力
长江流域	长江电力	白鹤滩电站 (在建)	1600	年调节能力	已实现三峡为核心的四库联调，随着乌东德和白鹤滩的投产，有望实现六库联调
		乌东德电站 (在建)	1020	调节库容 26 亿立方米	
		三峡电站	2250	季度调节调节能力	
		溪洛渡电站	1386	不完全年调节能力	
		向家坝电站	640	不完全年调节能力	
		葛洲坝电站	273.5		
雅砻江流域	国投电力 川投能源	两河口水电站 (在建)	300	多年调节能力	三大控制性水库电站（即两河口、锦屏一级和二滩水电站）全部建成后可实现雅砻江全梯级年调节
		二滩水电站	330	季调节能力	
		桐子林	60	日调节性能	
		官地水电站	240	日调节能力	
		锦屏一级	360	年调节能力	
		锦屏二级	480	日调节能力	
澜沧江流域	华能水电	小湾水电站	420	多年调节能力	澜沧江以小湾和糯扎渡两个多年调节能力的电站，形成了两库八级多年调节能力；新建的如美和古水水电站可作为规划河段及其下游河段的控制性调节水库
		糯扎渡水电站	585	多年调节能力	
		如美水电站 (筹建)	210	年调节能力	
		古水水电站 (筹建)	190	季度调节能力	

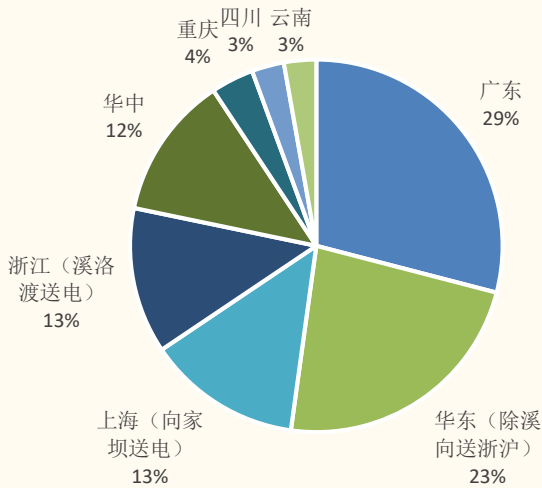
来源：公司公告，国金证券研究所

### 三、五地需求持续增长，电价和利用小时数稳定

#### 3.1 主力消纳粤苏浙沪鲁五省（市）外送电需求持续增长

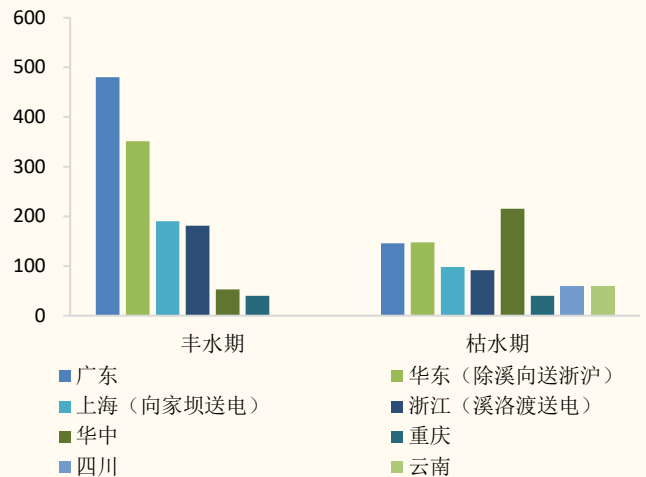
- 公司上网电量主要在华东、广东消纳：**公司上网电量主要送往广东、华东（三峡、葛洲坝电站送电）、上海（向家坝电站送电）、浙江（溪洛渡电站送电）等区域。若将向家坝送电上海、溪洛渡送电浙江部分计入，公司在华东区域总计消纳 50%左右上网电量。在丰水期，公司大部分电量送往广东和华东地区；在枯水期，公司电量送往广东、上海、浙江、华东、华中等区域，华中区域送电最多。

图表 17: 2018 年公司送电分布测算



来源: 公司公告, 国金证券研究所

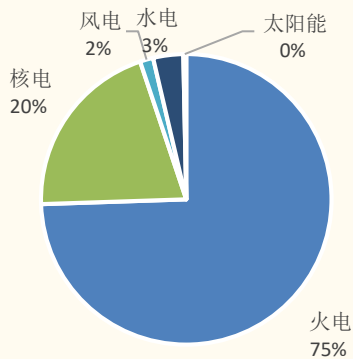
图表 18: 2018 年公司丰枯期送电分布测算 (亿千瓦时)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

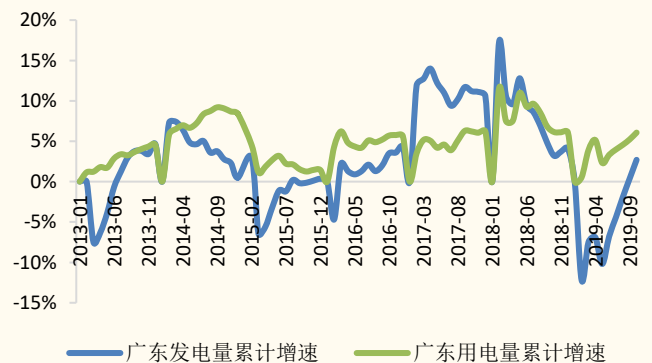
- **粤苏浙沪鲁五省(市)火电均占绝对主力, 能源双控拖累发电增长:** 2018 年下半年广东、华东区域各省开始实施能源“双控”政策(控制煤炭消费总量, 控制煤炭质量), 大力推动清洁能源发电。粤、苏、浙、沪、鲁五省火电发电量都占较大比例, 受此影响, 各省本地发电量从 2018 年下半年出现了不同程度下滑, 并在 2019 年一季度出现负增长。除广东由于有核电新机组投产, 2019 年下半年发电量增速转正, 但依然低于用电量增速。
- **2019 年下半年粤苏鲁浙用电增速回升, 经济增长韧性足:** 上述五省中, 广东、江苏、山东、浙江是我国用电量前四大省, 由于贸易摩擦引起的经济下滑和高基数、以及凉夏暖冬等天气原因, 各省 2019 年用电量累计增速均低于 2018 年水平。但是在 2019 年下半年, 广东、江苏、山东、浙江四省用电量累计增速分别为 6.0%、2.2%、1.9%、3.3%, 均出现回升, 经济表现出一定增长韧性。即使是在用电量在 2019 年负增长的上海, 在四季度也出现了负增速收窄的趋势, 2019.1-11 月用电量累计同比-0.05%, 预计 2019 年用电量与 2018 年持平。

图表 19: 火电占广东发电量 75%



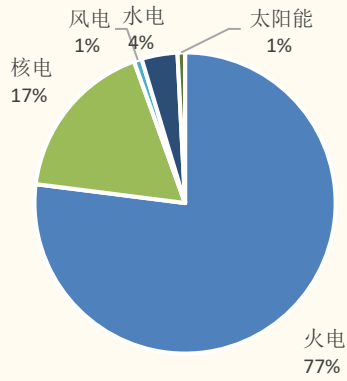
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 20: 广东发电量增速低于用电量增速 2.4pct



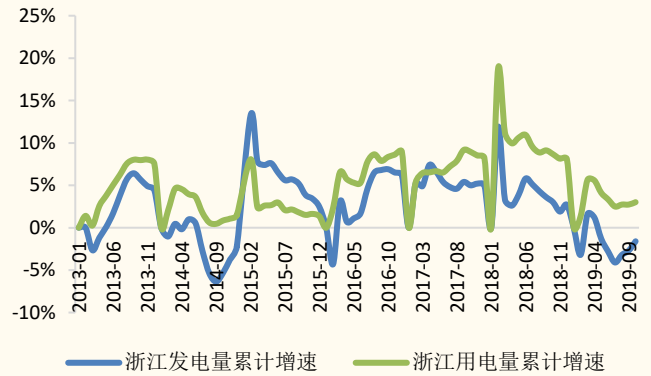
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 21: 火电占浙江发电量 77%



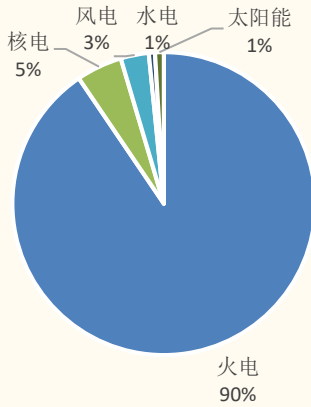
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 22: 浙江发电量增速低于用电量增速 4.0pct



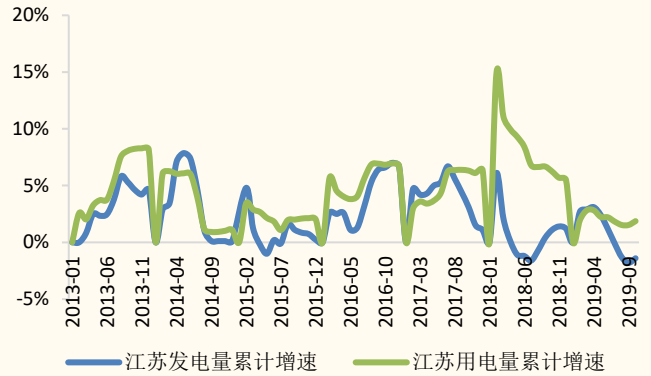
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 23: 火电占江苏发电量 90%



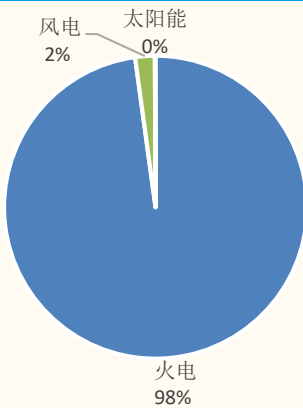
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 24: 江苏发电量增速低于用电量增速 3.0pct



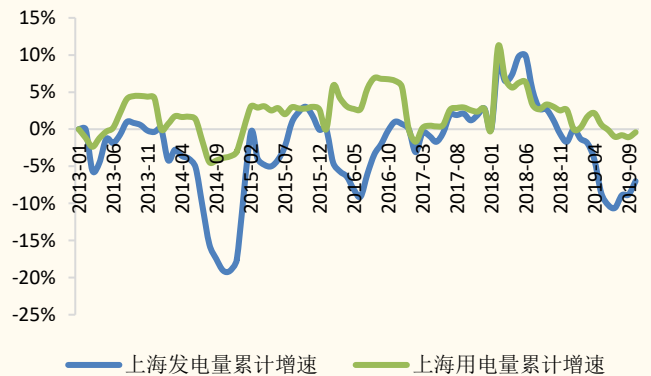
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 25: 火电占上海发电量 98%



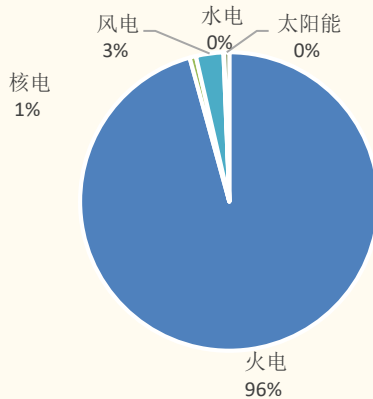
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 26: 上海发电量增速低于用电量增速 5.0pct



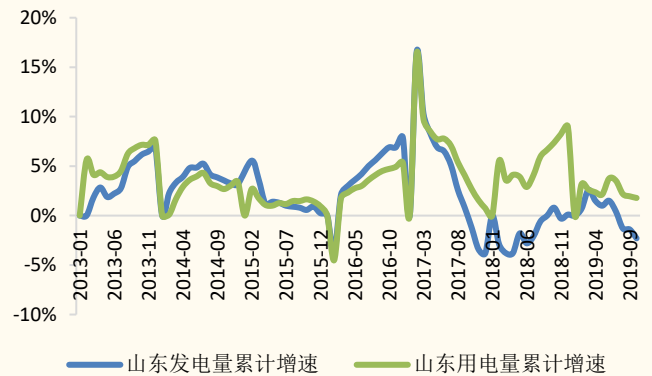
来源: 国家统计局, wind, 国金证券研究所

图表 27：火电占山东发电量 96%



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

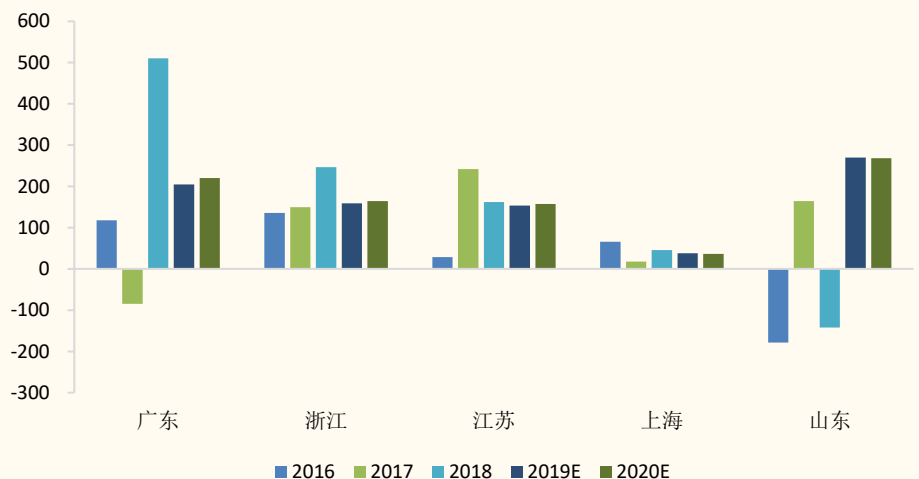
图表 28：山东发电量增速低于用电量增速 4.4pct



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

- **预计粤苏浙沪鲁五省（市）2019-2020 年外送电需求持续扩大：**粤苏浙沪鲁五省（市）发电侧受能源“双控”影响增速大幅下降，用电侧韧性十足增速回升，预计 2019 年各省（市）外送电需求均出现不同幅度的扩大。我们对各省（市）2019 年用电量、发电量按照 1-11 月累计增速趋势进行预测，并在此基础上估算 2020 年用电量、发电量增速，预计广东、浙江、江苏、上海、山东五省（市）2019 年外送电需求增量合计 824 亿千瓦时，2020 年外送电需求增量将在 2019 年基础上略有扩大到 846 亿千瓦时。

图表 29：粤江浙沪鲁五省（市）外送电需求增量（亿千瓦时）

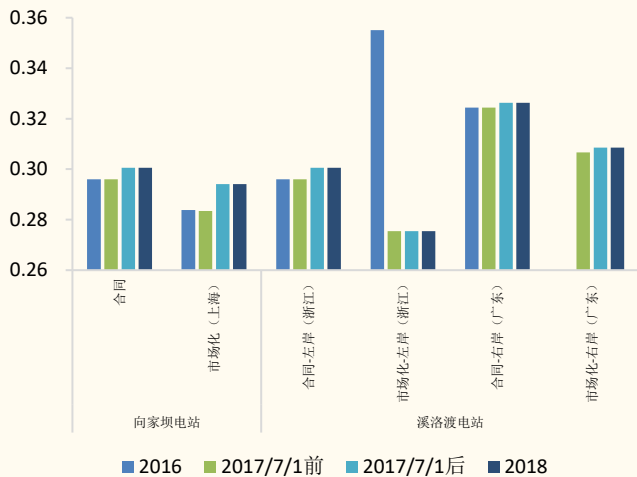


来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

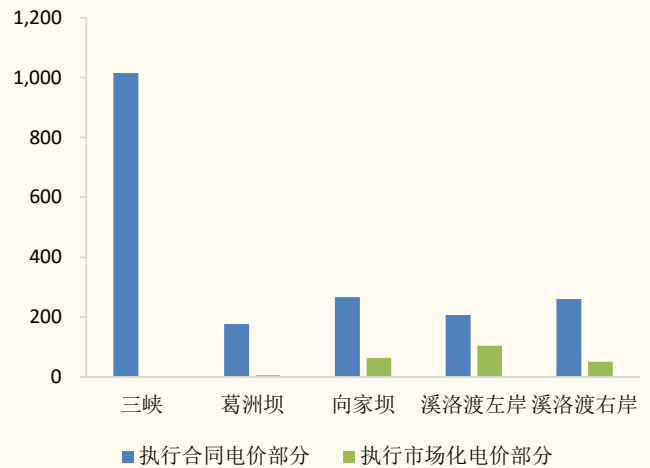
### 3.2 电价与利用小时稳定，公司收入有保障

- **执行合同电价部分上网电量占比 89%，合同电价稳定保障收入：**公司主要送电的华东和广东区域整体供需格局良好，外送电需求持续扩大，公司送电上网电价近年稳中微升。葛洲坝和三峡电站合同上网电价常年维持不变，向家坝和溪洛渡电站合同上网电价 2018 年相比 2016 年均有 1-8 厘/千瓦时的小幅上升。根据 2018 年公司上网电量情况，我们估算公司上网电量执行合同电价部分约占总上网电量比例 89.5%，稳中微升的合同上网电价保障了公司未来收入，**预计未来电价将继续维持现有水平。**除此之外市场化交易电价虽有升有降，但执行市场化电价部分上网电量占比仅 10.5%，对公司收入影响甚微。

图表 30：公司送电上网电价近年逐步上涨（元/千瓦时）



图表 31：执行合同电价电量占比约 89%（亿千瓦时）

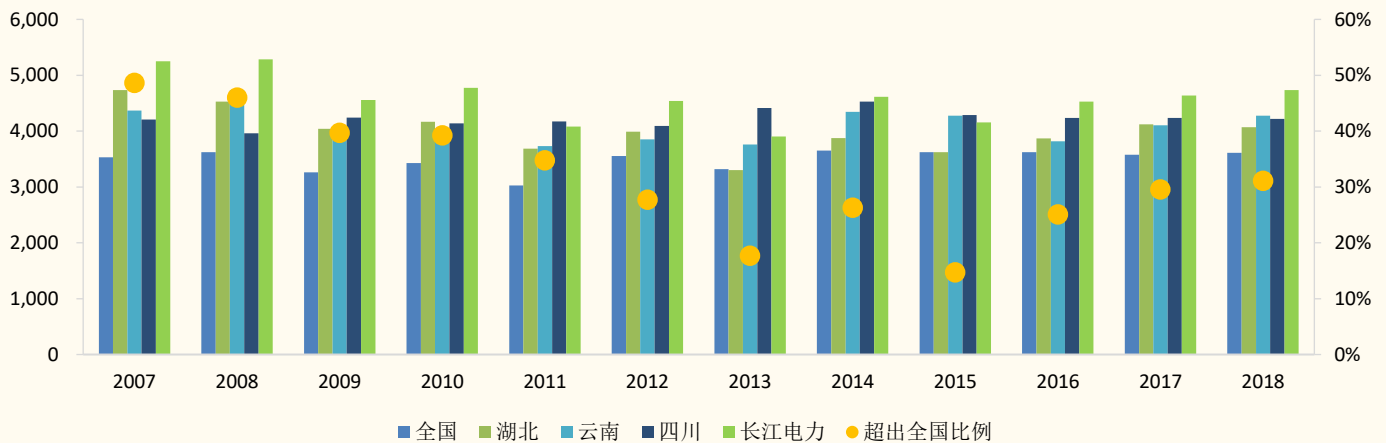


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **利用小时数整体稳定略有波动，四库联调作用显著：**公司四座电站中，三峡、葛洲坝电站位于湖北省，向家坝、溪洛渡电站位于云南省与四川省交界。公司平均利用小时数常年保持在全国平均水平以上，近年超出比例更是显著上升，从 2015 年的 15% 提高到 2018 年的 31%。2016 年溪向电站注入后，公司平均利用小时数相比 2015 年大幅提高 376 小时，超过水力资源优质的云南、四川两省的水电平均利用小时数，进一步说明两电站资产优质。在此基础上，2018 年公司平均利用小时数相比 2016 年再次提高 207 小时，超出全国比例从 25% 提高到 31%，也从侧面说明四库联调体系对公司利用小时数提升有显著作用。目前公司利用小时数提升放缓，而且考虑到 2019 年下半年来水不佳将持续影响到 2020 年，预计 2020 年利用小时数相比 2019 年微降 2%，2021 年该影响因素消失，利用小时数回升。

图表 32：公司利用小时数超过全国平均和所在省份平均（小时）



来源：公司公告，国金证券研究所

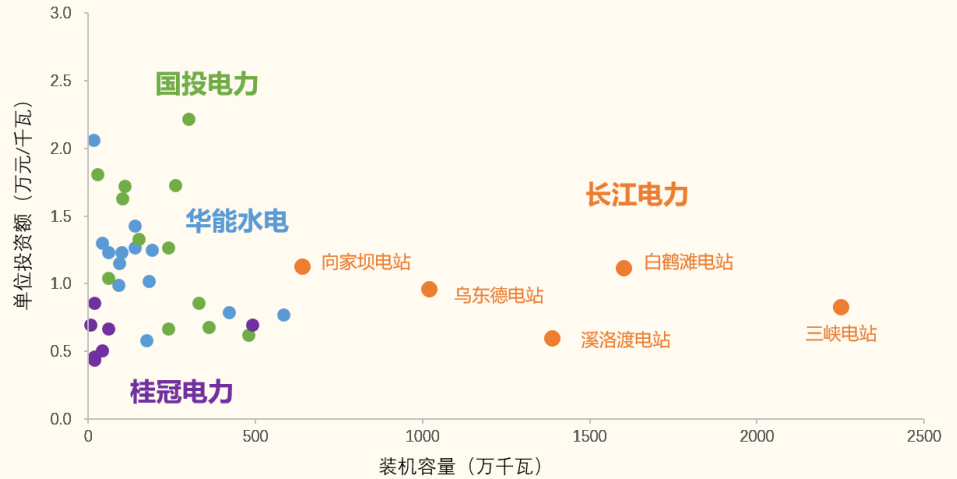
#### 四、成本优势显著现金流稳定，公司类债券属性凸显

##### 4.1 装机成本和融资成本优势显著

- **单位装机容量成本中等偏低，成本优势显著：**水电站初始投资金额与各水电站所处自然条件、地理环境密切相关，建设难度过大、开发成本过高的水力资源，即使满足技术可开发条件，依然有可能不具备经济可开发性。主要上市水电公司单位投资成本多在 0.5-2.0 万元/千瓦范围内，加权平均

值 0.95 万元/千瓦，中位数 1.02 万元/千瓦。公司主要电站单位装机容量成本 0.90 万元/千瓦，可比公司国投电力、华能水电、桂冠电力单位装机容量成本分别为 1.16、0.95、0.68 万元/千瓦。公司装机容量显著超过可比上市公司，单位装机容量成本在可比上市公司中处于中等偏低位置，成本优势较为显著。

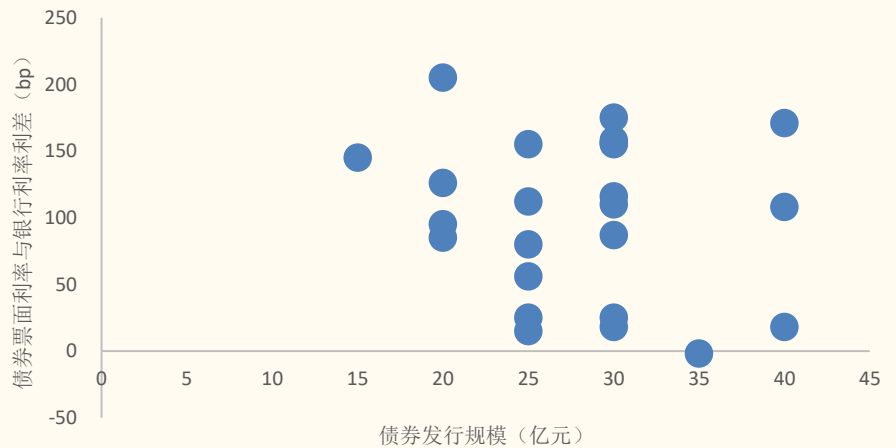
图表 33：主要水电公司装机容量与单位装机容量成本对比



来源：上市公司公告，国金证券研究所 注：预计乌东德、白鹤滩电站建成后注入上市公司

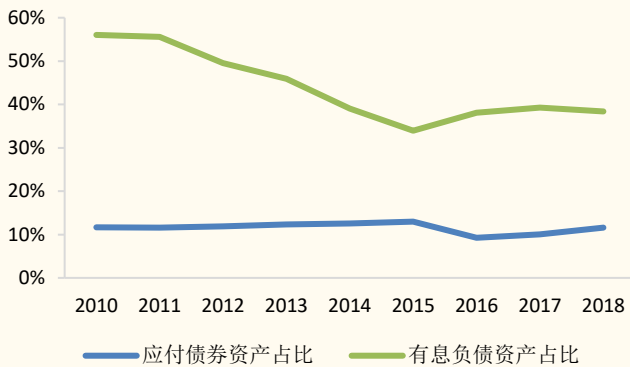
- **发挥融资成本优势，有效降低财务费用：**公司拥有国内 AAA 级和国际主权级的信用评级，在国内外资本市场信誉良好，融资成本明显低于同期银行利率。2016-2019 年之间公司发行不同期限债券共计 670 亿元规模，期间公司有息负债占总资产比例基本持平，应付债券占总资产比例持续上升。通过低成本的融资方式，公司负债利率不断下降，有效降低公司财务费用。

图表 34：公司 2016-2019 年发行债券规模及其与同期银行利率利差

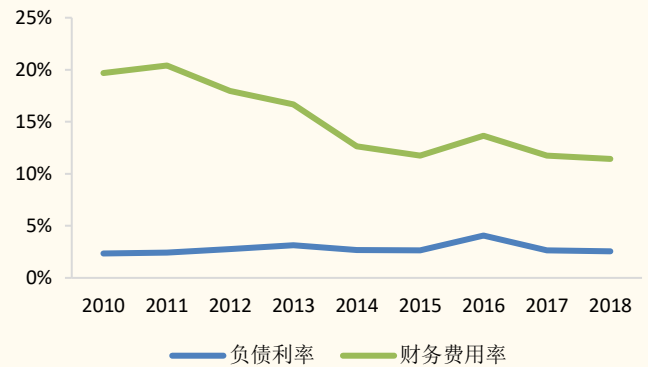


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：2016 年后公司应付债券占比上升



图表 36：公司财务费用有效降低



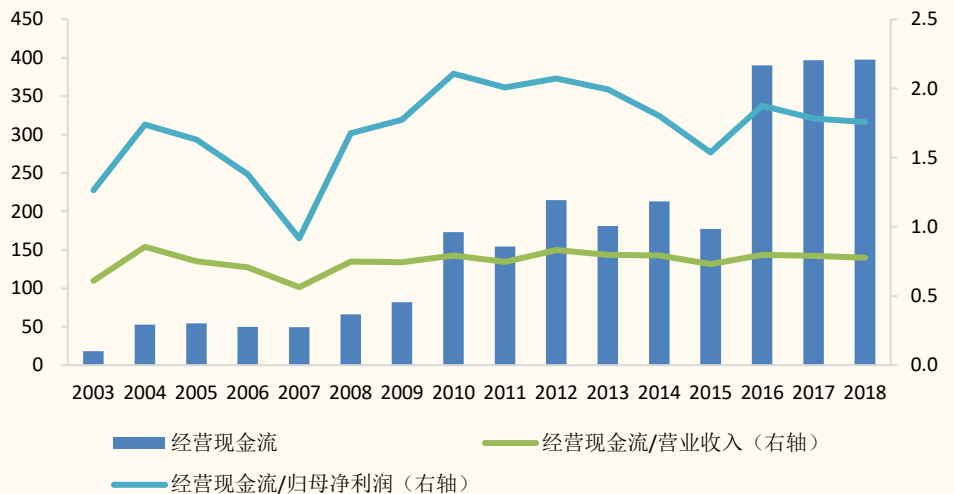
来源：上市公司公告，国金证券研究所

来源：上市公司公告，国金证券研究所

#### 4.2 稳定现金流助力高分红，类债券属性别具竞争优势

- “打包”注入方式稳定现金流，公司经营能力优秀：公司有力的收入保障和有效的成本控制，为经营现金流的稳定打下基础。2003-2012 年之间，公司三峡电站机组次第投产，其中 2009 年 1270 万千瓦装机容量投产帮助经营性现金流大幅提高，但 2003-2007 年 560 万千瓦、2011-2012 年 420 万千瓦分批投产，使得公司经营性现金流在这些年份内不可避免出现波动。2016 年，公司对溪洛渡、向家坝电站采取了在电站投产运行稳定后，再“打包”装入上市公司体内的扩张方式，在现金流大幅提高的同时，实现波动幅度大幅降低，体现出公司优秀的经营运作能力。

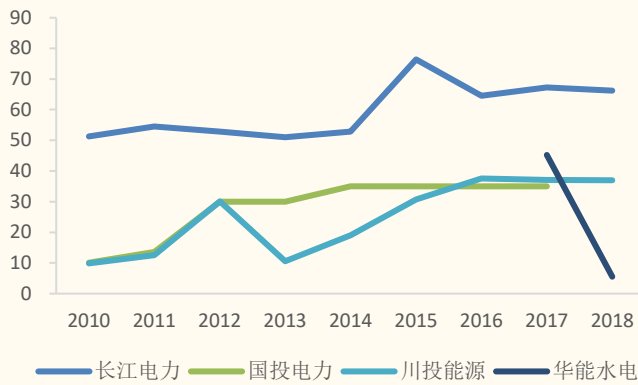
图表 37：公司经营性现金流非常稳定（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

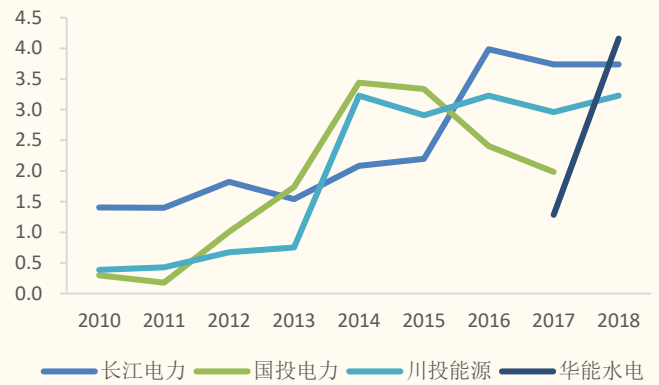
- 高分红承诺下公司市值再次爬升：在有力的收入保障、有效的成本控制、稳定的经营性现金流三者助力下，公司做出承诺，对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。2016-2018 年公司分红分别为 0.725、0.680、0.680 元，高出承诺金额。公司高额分红显著高于可比上市公司，股息率也位居可比上市公司前列。

图表 38: 公司分红率高于同行 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

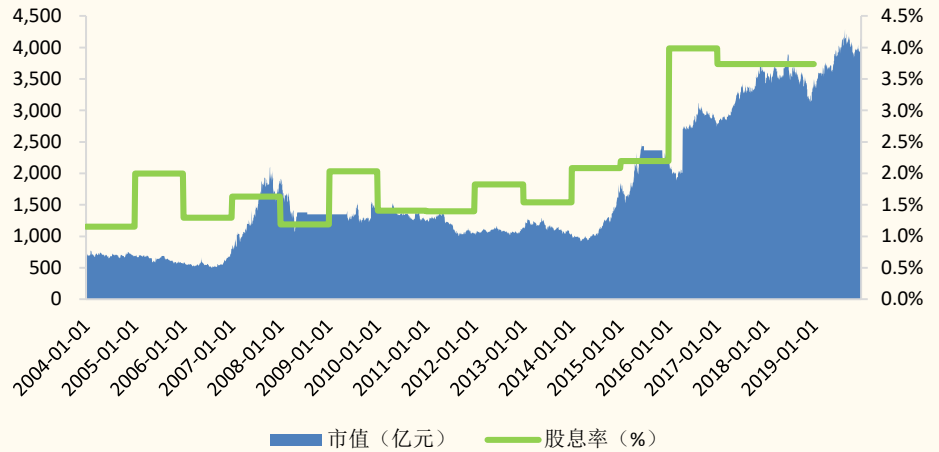
图表 39: 公司股息率位居前列 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

- 2016 年溪向电站注入, 公司市值登上新台阶。而公司的高分红特点, 则帮助公司市值在新的基础上继续升高。截止 2019 年底, 公司市值相比溪向电站注入后, 提升了 87%。

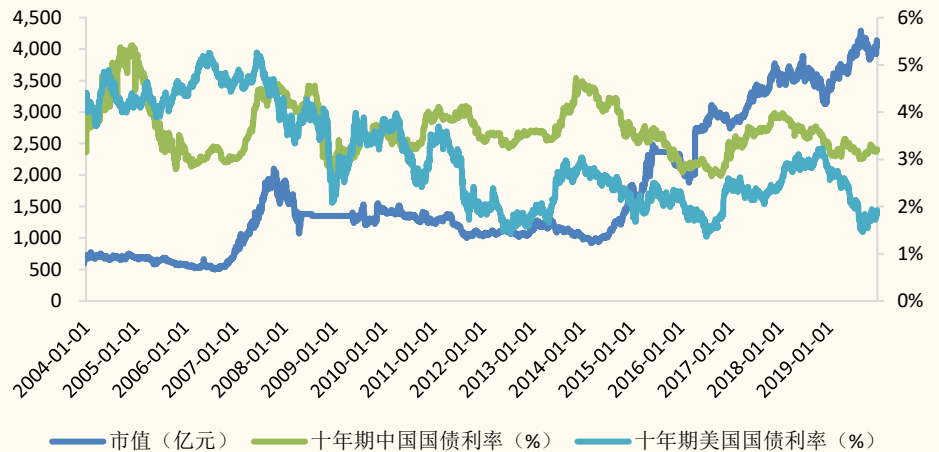
图表 40: 在 2016 年公司市值上新台阶后, 股息率提高



来源: wind, 国金证券研究所

- 公司类债券属性在美债收益率下滑期间尤其竞争优势: 公司稳定且高额的分红加上优秀的信用评级, 让公司股票具备了一定债券性质, 成为“类债券”资产。2018 年下半年以来, 降息预期导致美债收益率下滑, 美国十年期国债利率大幅走低, 公司远超同行的股息率非常具有竞争力, 公司市值再次走高。

图表 41：类债券属性使得公司在债券利率下降后成为替代品种



来源：wind，国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

- 基于以上对公司的分析，我们做出以下核心假设：

公司送电省份需求稳定增长，公司议价能力强，上网电价多年基本不变，预计未来继续保持现行电价；

公司发电量受金沙江-长江来水影响，预计 2020 年受 2019 年下半年来水不佳影响，全年利用小时数相比 2019 年降低 2%，2021 年影响因素消失，利用小时数相比 2020 年提高 2%；

葛洲坝、向家坝、溪洛渡右岸往年执行合同电价部分电量基本稳定，预计未来继续维持历史合同电量；溪洛渡左岸往年执行合同电价部分电量在 198-215 亿千瓦时之间波动，取中间值预计 2020-2021 年执行合同电价部分电量为 210 亿千瓦时。

图表 42：公司各电站上网电价预测（元/千瓦时）

电站		2017	2018	2019E	2020E	2021E
三峡电站		0.2636	0.2572	0.2546	0.2546	0.2546
葛洲坝电站	基数内电价	0.1950	0.1950	0.1950	0.1950	0.1950
	基数外电价	0.2550	0.2550	0.2550	0.2550	0.2550
向家坝电站	计划上网电价	0.2988	0.3006	0.3006	0.3006	0.3006
	市场结算电价	0.2900	0.2941	0.2941	0.2941	0.2941
溪洛渡左岸（送浙江）	计划上网电价	0.2990	0.3006	0.3006	0.3006	0.3006
	市场结算电价	0.2755	0.2755	0.2755	0.2755	0.2755
溪洛渡右岸（送广东）	计划上网电价	0.3256	0.3263	0.3263	0.3263	0.3263
	市场结算电价	0.3078	0.3085	0.3085	0.3085	0.3085

来源：公司公告，国金证券研究所测算

**图表 43：公司各电站执行合同电价和市场电价部分电量（亿千瓦时）**

项目名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>三峡电站</b>	975.27	1015.34	1010.12	989.92	1009.72
<b>葛洲坝电站</b>	190.25	182.89	186.10	182.38	186.03
基数内	177.00	177.00	177.00	177.00	177.00
基数外	13.25	5.89	9.10	5.38	9.03
<b>向家坝电站（送上海）</b>	328.25	330.60	331.68	325.04	331.54
基数电	266.80	266.80	266.80	266.80	266.80
执行市场电价部分	61.45	63.80	64.88	58.24	64.74
<b>溪洛渡电站</b>	613.05	623.82	594.60	582.71	594.36
溪洛渡左岸（送浙江）	306.53	311.91	297.30	291.35	297.18
基数电	198.49	207.00	210.00	210.00	210.00
执行市场电价部分	108.04	125.69	87.30	81.35	87.18
溪洛渡右岸（送广东）	306.53	311.91	297.30	291.35	297.18
基数电	260.40	260.40	260.40	260.40	260.40
执行市场电价部分	46.13	51.51	36.90	30.95	36.78
<b>总计</b>	<b>2106.83</b>	<b>2152.64</b>	<b>2122.50</b>	<b>2080.05</b>	<b>2121.65</b>

来源：公司公告，国金证券研究所测算

- 我们预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 527/518/529 亿元，归母净利润分别为 229/223/233 亿元，对应 EPS 分别为 1.04/1.02/1.06 元，我们给予 2020 年目标价 21.0 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 六、风险提示

- **长江来水不及预期：**水电利用小时数受水系的汛期枯期来水影响，如果金沙江-长江未来来水长期不及预期，虽然公司多个电站具备有一定调节能力，仍然会对水电站利用小时数产生负面影响。
- **电价下降超出预期：**公司合同电价近三年稳中微升，如果未来市场化电价大幅下降，或出于降低企业成本因素国家出台水电价格下降政策，公司业绩将有可能受到负面影响。
- **资产注入不及预期：**公司所属三峡集团承诺避免同业竞争，我们预计乌东德、白鹤滩电站将在建成后注入上市公司。若两电站建设工期延迟或资产注入进度延后严重不及市场预期，将影响公司估值提升。
- **宏观经济增长不及预期：**公司大量电力输送给我国经济大省（市）和用电大省（市）广东、江苏、浙江、上海、山东。如果宏观经济情况持续下行，我国各省市电力需求下降，将不利于公司电力消纳。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	48,939	50,147	51,214	52,679	51,844	52,904	货币资金	3,379	5,201	5,337	1,513	717	734
增长率		2.5%	2.1%	2.9%	-1.6%	2.0%	应收账款	3,864	3,644	2,710	3,241	3,161	3,182
主营业务成本	-19,238	-19,454	-19,005	-21,071	-20,737	-21,162	存货	439	257	219	232	223	222
%销售收入	39.3%	38.8%	37.1%	40.0%	40.0%	40.0%	其他流动资产	1,393	1,084	1,219	1,421	2,041	2,421
毛利	29,701	30,693	32,209	31,607	31,106	31,742	流动资产	9,075	10,187	9,485	6,406	6,142	6,559
%销售收入	60.7%	61.2%	62.9%	60.0%	60.0%	60.0%	%总资产	3.0%	3.4%	3.2%	2.2%	2.1%	2.2%
营业税金及附加	-1,074	-1,056	-1,289	-1,264	-1,244	-1,270	长期投资	20,289	31,819	39,639	44,590	62,590	82,590
%销售收入	2.2%	2.1%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	固定资产	267,561	255,799	244,604	233,706	222,517	211,035
销售费用	-8	-19	-25	-26	-26	-26	%总资产	89.5%	85.4%	82.8%	81.9%	76.2%	70.2%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	168	170	182	185	187	190
管理费用	-825	-840	-801	-711	-674	-661	非流动资产	289,820	289,211	286,012	278,881	285,714	294,255
%销售收入	1.7%	1.7%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	%总资产	97.0%	96.6%	96.8%	97.8%	97.9%	97.8%
研发费用	0	0	-42	-42	-41	-42	<b>资产总计</b>	<b>298,895</b>	<b>299,398</b>	<b>295,497</b>	<b>285,287</b>	<b>291,857</b>	<b>300,815</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	33,969	32,513	27,998	41,559	39,006	30,591
息税前利润 (EBIT)	27,794	28,778	30,052	29,563	29,121	29,743	应付款项	22,392	20,875	19,493	22,046	21,450	21,638
%销售收入	56.8%	57.4%	58.7%	56.1%	56.2%	56.2%	其他流动负债	5,749	6,316	9,337	9,759	12,745	15,894
财务费用	-6,679	-5,897	-5,854	-4,875	-5,589	-5,188	流动负债	62,111	59,703	56,827	73,363	73,201	68,123
%销售收入	13.6%	11.8%	11.4%	9.3%	10.8%	9.8%	长期贷款	26,852	31,500	26,000	26,000	26,000	26,000
资产减值损失	-106	-205	-275	-40	1	0	其他长期负债	81,406	72,676	69,985	35,273	35,273	35,273
公允价值变动收益	-66	-164	36	-290	0	0	负债	170,369	163,879	152,812	134,636	134,474	129,396
投资收益	1,334	2,312	2,707	3,283	3,448	3,620	<b>普通股股东权益</b>	<b>128,199</b>	<b>135,101</b>	<b>142,203</b>	<b>150,139</b>	<b>156,841</b>	<b>170,847</b>
%税前利润	5.3%	8.7%	10.0%	12.0%	12.9%	13.0%	其中：股本	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
营业利润	22,277	27,077	27,392	27,645	26,983	28,178	未分配利润	39,042	43,289	48,400	56,336	63,039	77,044
营业利润率	45.5%	54.0%	53.5%	52.5%	52.0%	53.3%	少数股东权益	327	417	481	511	541	572
营业外收支	2,877	-423	-385	-300	-300	-300	<b>负债股东权益合计</b>	<b>298,895</b>	<b>299,398</b>	<b>295,497</b>	<b>285,287</b>	<b>291,857</b>	<b>300,815</b>
税前利润	25,154	26,654	27,007	27,345	26,683	27,878	<b>比率分析</b>						
利润率	51.4%	53.2%	52.7%	51.9%	51.5%	52.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-4,216	-4,380	-4,364	-4,419	-4,312	-4,505	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.8%	16.4%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	每股收益	0.945	1.012	1.028	1.041	1.015	1.061
净利润	20,938	22,275	22,644	22,926	22,371	23,373	每股净资产	5.827	6.141	6.464	6.825	7.129	7.766
少数股东损益	157	14	33	30	30	31	每股经营现金净流	1.772	1.804	1.806	1.811	1.790	1.871
归属于母公司的净利润	20,781	22,261	22,611	22,896	22,341	23,342	每股股利	0.725	0.680	0.680	0.680	0.711	0.424
净利率	42.5%	44.4%	44.1%	43.5%	43.1%	44.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.21%	16.48%	15.90%	15.25%	14.24%	13.66%
							总资产收益率	6.95%	7.44%	7.65%	8.03%	7.65%	7.76%
							投入资本收益率	10.61%	10.41%	10.86%	9.78%	9.48%	9.47%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	101.90%	2.47%	2.13%	2.86%	-1.59%	2.05%
							EBIT 增长率	107.30%	3.54%	4.43%	-1.63%	-1.50%	2.14%
							净利润增长率	80.39%	7.12%	1.57%	1.26%	-2.43%	4.48%
							总资产增长率	110.49%	0.17%	-1.30%	-3.46%	2.30%	3.07%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	17.7	23.0	20.8	20.5	20.3	20.0
							存货周转天数	8.0	6.5	4.6	4.5	4.4	4.3
							应付账款周转天数	2.7	2.2	1.6	2.0	1.9	1.8
							固定资产周转天数	1,952.4	1,817.5	1,695.6	1,569.5	1,512.5	1,399.5
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	66.21%	65.65%	58.12%	66.59%	62.62%	52.57%
							EBIT 利息保障倍数	4.2	4.9	5.1	6.1	5.2	5.7
							资产负债率	57.00%	54.74%	51.71%	47.19%	46.08%	43.02%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
买入	0	0	12	18	32
增持	1	1	10	17	29
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.45	1.49	1.50

来源：朝阳永续

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

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	15.98	20.00~21.00
2	2018-01-20	买入	16.10	N/A

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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