

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019 年 12 月 31 日

市场数据

目前股价	18.37
总市值（亿元）	4,041.40
流通市值（亿元）	4,041.40
总股本（万股）	2,200,000
流通股本（万股）	2,200,000
12 个月最高/最低	19.65/14.55

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

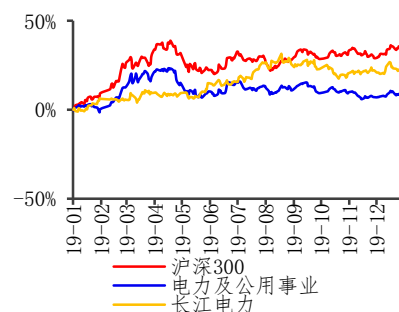
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<来水偏枯影响三季度业绩，看好公司长期价值>> 2019-10-31

<<36 亿美元收购秘鲁配售电资产，新的业绩增长点>> 2019-10-04

49 亿收购金中公司 23% 股权，继续加码长江中上游水电站

——长江电力（600900）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	50147	51214	52745	51445	51321
(+/-%)	2.5%	2.1%	3.0%	-2.5%	-0.2%
净利润	22261	22611	23393	23390	23390
(+/-%)	7.1%	1.6%	3.5%	0.0%	0.0%
摊薄 EPS	1.01	1.03	1.06	1.06	1.06
PE	18.6	18.4	17.7	17.7	17.7

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**长江电力发布公告，公司收购大唐云南在上海联合产权交易所挂牌出售的云南华电金沙江中游水电开发有限公司（以下简称“金中公司”）23% 股权，收购完成后公司将成为金中公司第二大股东。截至 12 月 30 日，公司已与大唐云南签署股权收购协议，收购价格人民币 48.9761 亿元，对此点评如下：
- **金中公司已投产装机容量 440 万千瓦，负责金沙江中游流域内各电站的运行调度。**金中公司由国务院发文成立，负责全资开发并运营金沙江中游龙盘、两家人、梨园、阿海“上四级电站”，参股金沙江中游金安桥、龙开口、鲁地拉及观音岩“下四级电站”，统一负责金沙江中游流域内各投产电站的运行调度，并可修建对下游梯级电站有多年调节、补偿效益显著的龙头水库。截止 12 月 30 日，金中公司控股已投产电站的总装机容量为 440 万千瓦；参股电站权益装机 118.92 万千瓦；前期阶段电站装机 720 万千瓦，全部投产后金中公司装机容量将提升 1.64 倍。
- **龙盘水电站为国家重点项目，是金沙江中游唯一拥有多年调节能力水库，投产后对整个金沙江流域水资源的利用水平有明显改善。**龙盘水电站设计总库容达 386 亿立方米，调节库容 215.2 亿立方米，调节能力强（对比三峡水电站总库容 393 亿立方米，调节库容 165 亿立方米）。目前龙盘水电站和两家人水电站还处于前期工作中。截至 2019 年 3 月末，龙盘水电站前期工作累计完成投资 4.05 亿元，金中公司正在进行龙盘电站比选工作，根据实际情况和省政府的要求进行比选，最终选择投资经济效益、可持续性相结合的最优电站进行开发；两家人水电站目前处于前期预可研阶段，金中公司已投资金额为 0.48 亿元，后续暂无投资计划。
- **金中公司 2019 年 1-9 月实现营收 24.28 亿元，实现净利润 3.27 亿元，前三季摊薄 ROE 为 4.13%，19 年盈利能力大幅改善。**16、17 年金中公司业绩下滑主要原因有 3 点：1）随着水电机组转固投产，折旧费用逐步增

大，转固后费用不再资本化致使费用增加。2) 云南省作为首批电力体制改革综合改革试点省份，公司上网电价自 15 年起持续下滑。3) 云南省电力供过于求，电力消纳能力不足，弃水增加。随着电力体制改革逐渐成熟，公司 19 年上网电价出现明显回升，H1 平均上网电价 0.208 元/度，较 18 年上升 0.037 元/度。同时由于云南省高耗能产业增加，云南省内电力需求快速增长，以及西电东送高压线路投产，外送电量大幅增长，云南省电力需求增加，公司 18 年机组利用小时数和上网电量大幅增加。价量齐升促使金中公司业绩反弹。

- **本次收购 PB 约 2.69 倍，参考前次交易，此次收购价格相对合理。**以 19 年前三季度金中公司净资产为基数测算，本次收购 PB 约 2.69，较公司之前在二级市场收购水电资产（国投电力、川投能源、桂冠电力、黔源电力、湖北能源等）的 PB 相对较高。但由于金中公司拥有国内目前稀缺的大水电清洁资源，且公司收购股权的估值与 18 年以来金中公司数次股权转让的估值相近（2018 年 11 月 6 日，华能水电在上海联合产权交易所公开挂牌转让所持有的金中公司 23% 股权，挂牌价格为经国资监管机构备案的评估值 48.92 亿元。2018 年 12 月 10 日，华电云南发电公司通过公开竞价方式摘牌，成为最终受让方。2018 年 12 月 11 日，华能水电与华电云南发电有限公司签订《产权交易合同》，交易标的为金中公司 23% 股权，成交价格为人民币 61.17 亿元）。
- **持续加码长江大流域水资源，提升现有水电站水资源利用水平。**在长江中上游流域水资源中，公司目前已参股国投电力、川投能源，通过本次收购，公司进一步加码长江流域水资源。公司可通过股权纽带关系更好的整合长江中上游流域水资源，产生协同效应，进一步提升水电站水资源利用水平。
- **投资建议：世界级水电龙头，维持强烈推荐评级。**暂不考虑此次收购金中公司和此前收购秘鲁配售电资产对盈利的影响，预计公司 2019~2021 年 EPS 维持在 1.06 元，对应市盈率 17 倍。按照永续增长率为 0，WACC 为 5.7% 的假设，长江电力 FCFF 估值结果为 22.97 元/股。本次收购交易可增加公司权益装机 128.55 万千瓦，为乌东德、白鹤滩投产前提供新的业绩增长点。
- **风险提示：**来水情况或低于预期；水电项目上网电价或超预期下降。

【正文】

事件：长江电力发布公告，公司收购大唐云南在上海联合产权交易所挂牌出售的云南华电金沙江中游水电开发有限公司（以下简称“金中公司”）23%股权，收购完成后公司将成为金中公司第二大股东。截至 12 月 30 日，公司已与大唐云南签署股权收购协议，收购价格人民币 48.9761 亿元，对此点评如下：

金中公司已投产装机容量 440 万千瓦，负责金沙江中游流域内各电站的运行调度。金中公司由国务院发文成立，负责全资开发并运营金沙江中游龙盘、两家人、梨园、阿海“上四级电站”，参股金沙江中游金安桥、龙开口、鲁地拉及观音岩“下四级电站”，统一负责金沙江中游流域内各投产电站的运行调度，并可修建对下游梯级电站有多年调节、补偿效益显著的龙头水库。截止 12 月 30 日，金中公司控股已投产电站的总装机容量为 440 万千瓦；参股电站权益装机 118.92 万千瓦；前期阶段电站装机 720 万千瓦，全部投产后金中公司装机容量将提升 1.64 倍。

龙盘水电站为国家重点项目，是金沙江中游唯一拥有多年调节能力水库，投产后对整个金沙江流域水资源的利用水平有明显改善。龙盘水电站设计总库容达 386 亿立方米，调节库容 215.2 亿立方米，调节能力强（对比三峡水电站总库容 393 亿立方米，调节库容 165 亿立方米）。目前龙盘水电站和两家人水电站还处于前期工作中。截至 2019 年 3 月末，龙盘水电站前期工作累计完成投资 4.05 亿元，金中公司正在进行龙盘电站比选工作，根据实际情况和省政府的要求进行比选，最终选择投资经济效益、可持续性相结合的最优电站进行开发；两家人水电站目前处于前期预可研阶段，金中公司已投资金额为 0.48 亿元，后续暂无投资计划。

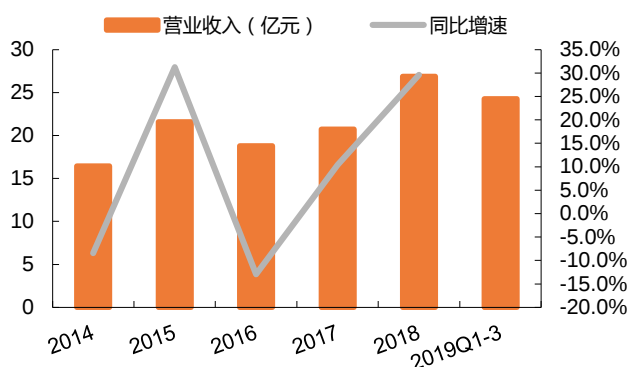
表 1：金沙江中游一库八级水电站情况

电站名称	龙盘	两家人	梨园	阿海	金安桥	龙开口	鲁地拉	观音岩
正常蓄位（m）	2,010	1,774	1,618	1,504	1,418	1,298	1,223	1,134
坝高（m）	276	108	145.8	138	160	119	140	159
总库容（亿 m ³ ）	386	74.2	8.11	8.85	8.47	5.45	17.18	22.5
调节库容（亿 m ³ ）	215.2	0	0.83	2.38	3.46	1.1	3.76	5.55
规划装机容量（万千瓦）	420	300	240	200	240	180	216	300
已建成装机容量（万千瓦）	0	0	240	200	240	180	216	300

资料来源：金中公司公告，长城证券研究所

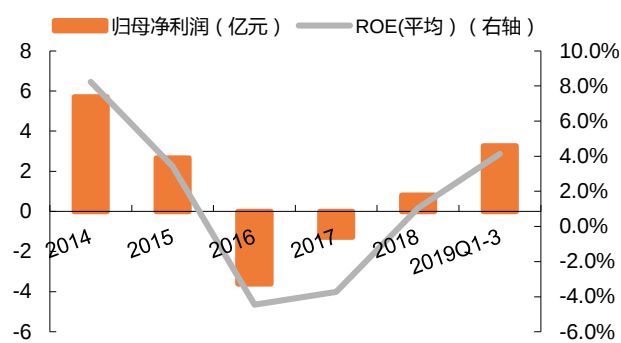
金中公司 2019 年 1-9 月实现营收 24.28 亿元，实现净利润 3.27 亿元，前三季摊薄 ROE 为 4.13%，19 年盈利能力大幅改善。16、17 年金中公司业绩下滑主要原因有 3 点：1）随着水电机组转固投产，折旧费用逐步增大，转固后费用不再资本化致使费用增加。2）云南省作为首批电力体制改革综合改革试点省份，公司上网电价自 15 年起持续下滑。3）云南省电力供过于求，电力消纳能力不足，弃水增加。随着电力体制改革逐渐成熟，公司 19 年上网电价出现明显回升，H1 平均上网电价 0.208 元/度，较 18 年上升 0.037 元/度。同时由于云南省高耗能产业增加，云南省内电力需求快速增长，以及西电东送高压线路投产，外送电量大幅增长，云南省电力需求增加，公司 18 年机组利用小时数和上网电量大幅增加。价量齐升促使金中公司业绩反弹。

图 1: 金中公司历年营收和同比增速



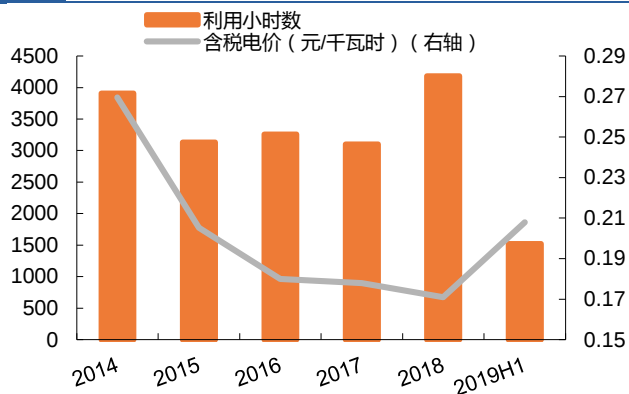
资料来源: 金中公司公告, 长城证券研究所

图 2: 金中公司历年归母净利润和 ROE



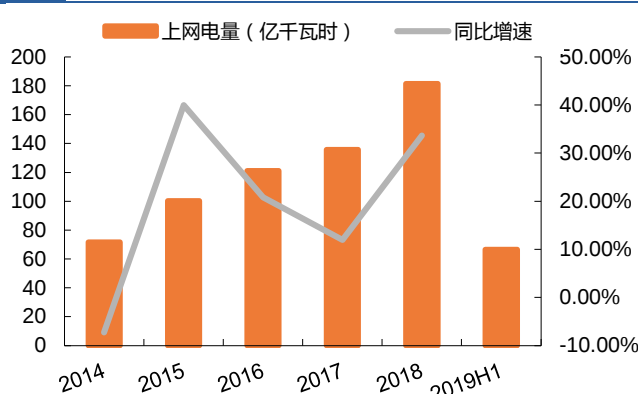
资料来源: 金中公司公告, 长城证券研究所

图 3: 金中公司历年利用小时数和含税电价



资料来源: 金中公司公告, 长城证券研究所

图 4: 金中公司历年上网电量



资料来源: 金中公司公告, 长城证券研究所

本次收购 PB 约 2.69 倍, 参考前次交易, 此次收购价格相对合理。以 19 年前三季度金中公司净资产为基数测算, 本次收购 PB 约 2.69, 较公司之前在二级市场收购水电资产 (国投电力、川投能源、桂冠电力、黔源电力、湖北能源等) 的 PB 相对较高。但由于金中公司拥有国内目前稀缺的大水电清洁资源, 且公司收购股权的估值与 18 年以来金中公司数次股权转让的估值相近 (2018 年 11 月 6 日, 华能水电在上海联合产权交易所公开挂牌转让所持有的金中公司 23% 股权, 挂牌价格为经国资监管机构备案的评估值 48.92 亿元。2018 年 12 月 10 日, 华电云南发电公司通过公开竞价方式摘牌, 成为最终受让方。2018 年 12 月 11 日, 华能水电与华电云南发电有限公司签订《产权交易合同》, 交易标的为金中公司 23% 股权, 成交价格为人民币 61.17 亿元)。

持续加码长江大流域水资源, 提升现有水电站水资源利用水平。在长江中上游流域水资源中, 公司目前已参股国投电力、川投能源, 通过本次收购, 公司进一步加码长江流域水资源。公司可通过股权纽带关系更好的整合长江中上游流域水资源, 产生协同效应, 进一步提升水电站水资源利用水平。

投资建议: 世界级水电龙头, 维持强烈推荐评级。暂不考虑此次收购金中公司与此前收购秘鲁配售电资产对盈利的影响, 预计公司 2019~2021 年 EPS 维持在 1.06 元, 对应市盈率 17 倍。按照永续增长率为 0, WACC 为 5.7% 的假设, 长江电力 FCFE 估值结果为 22.97 元/股。本次收购交易可增加公司权益装机 128.55 万千瓦, 为乌东德、白鹤滩投产前提供新的业绩增长点。

风险提示: 来水情况或低于预期; 水电项目上网电价或超预期下降。

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	50146.85	51213.97	52745.35	51444.74	51321.14
营业成本	19453.73	19005.16	19360.31	18996.91	18996.91
营业费用	19.13	25.03	25.78	25.14	25.08
管理费用	840.44	800.65	824.59	804.26	802.33
研发费用	0.00	42.49	42.49	42.49	42.49
财务费用	5896.66	5853.95	5403.20	4788.75	4380.23
其他收益	2290.64	718.13	1.00	1.00	1.00
投资净收益	2311.70	2707.05	3083.10	3475.10	4393.85
营业利润	27076.91	27392.07	28871.20	28694.14	29902.92
营业外收支	-422.52	-384.96	-45.00	-25.00	-25.00
利润总额	26654.39	27007.11	28826.20	28669.14	29877.92
所得税	4379.78	4363.55	5399.60	5245.48	6453.99
少数股东损益	13.70	32.61	33.74	33.73	33.73
净利润	22260.91	22610.94	23392.86	23389.93	23390.19

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10187.18	9484.95	10615.11	9121.04	10457.26
货币资金	5201.45	5336.88	5274.53	5144.47	5132.11
应收票据及应收账款合计	3290.15	2629.74	3467.17	2479.40	3452.88
其他应收款	354.34	79.98	367.32	68.95	366.28
存货	257.03	219.19	265.93	210.09	265.93
非流动资产	289211.04	286012.04	282975.92	282272.69	282784.53
固定资产	249701.56	237911.89	229405.86	219291.88	209613.99
资产总计	299398.22	295496.99	293591.03	291393.74	293241.80
流动负债	59702.99	56827.19	59624.66	62507.64	70441.96
短期借款	19005.00	12700.00	22632.05	28423.43	33449.35
应付账款	188.46	146.05	194.71	139.66	194.71
非流动负债	104176.40	95985.24	82815.21	69788.63	55753.84
长期借款	61651.11	60265.89	54095.87	48069.28	41034.50
负债合计	163879.38	152812.44	142439.88	132296.26	126195.80
股东权益	135518.84	142684.55	151151.15	159097.47	167045.99
股本	22000.00	22000.00	22000.00	22000.00	22000.00
留存收益	65079.59	72719.99	80646.93	88572.87	96498.90
少数股东权益	417.39	481.14	514.88	548.62	582.35
负债和股东权益	299398.22	295496.99	293591.03	291393.74	293241.80

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	39693.17	39736.67	37304.26	34183.76	36014.50
其中营运资本减少	-240.69	2476.69	944.00	-1544.39	1559.82
投资活动现金流	-9795.18	-9226.10	-4494.33	-6812.52	-7162.37
资本支出	2556.29	3118.89	-8713.12	-10578.22	-10081.91
筹资活动现金流	-28032.51	-30473.26	-32872.28	-27501.30	-28864.49
现金净增加额	1830.48	134.25	-62.35	-130.06	-12.36

主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	2.5%	2.1%	3.0%	-2.5%	-0.2%
营业成本增长	1.1%	-2.3%	1.9%	-1.9%	0.0%
营业利润增长	21.5%	1.2%	5.4%	-0.6%	4.2%
利润总额增长	6.0%	1.3%	6.7%	-0.5%	4.2%
净利润增长	7.1%	1.6%	3.5%	0.0%	0.0%
获利能力					
毛利率(%)	61.2%	62.9%	63.3%	63.1%	63.0%
销售净利率(%)	44.4%	44.2%	44.4%	45.5%	45.6%
ROE(%)	16.4%	15.9%	15.5%	14.7%	14.0%
ROIC(%)	10.8%	11.5%	11.9%	12.6%	13.3%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用/营业收入	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用/营业收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用/营业收入	11.8%	11.8%	11.4%	10.2%	9.3%
投资收益/营业利润	8.5%	9.9%	10.7%	12.1%	14.7%
所得税/利润总额	16.4%	16.2%	18.7%	18.3%	21.6%
应收账款周转率	15.46	17.30	17.30	17.30	17.30
存货周转率	55.91	79.82	79.82	79.82	79.82
流动资产周转率	5.21	5.21	5.25	5.21	5.24
总资产周转率	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18
偿债能力					
资产负债率(%)	54.7%	51.7%	48.5%	45.4%	43.0%
流动比率	0.17	0.17	0.18	0.15	0.15
速动比率	0.15	0.14	0.15	0.12	0.13
每股指标(元)					
EPS	1.01	1.03	1.06	1.06	1.06
每股净资产	6.14	6.46	6.85	7.21	7.57
每股经营现金流	1.74	1.82	1.70	1.55	1.64
每股经营现金/EPS	1.72	1.77	1.59	1.46	1.54
估值比率					
P/E	18.65	18.36	17.75	17.75	17.75
PEG	0.79	0.73	4.65	10.50	15.63
P/B	3.07	2.92	2.76	2.62	2.49
EV/EBITDA	12.87	12.58	12.50	12.30	11.71
EV/SALES	10.88	10.41	9.87	9.99	9.83
EV/IC	2.01	2.02	2.01	2.00	1.96
ROIC/WACC	1.90	2.02	2.09	2.16	2.25
REP	1.06	1.00	0.95	0.91	0.86

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>