

# 长江电力（600900）：来水偏枯不改业绩稳定

## ——2020年中报业绩点评

2020年09月02日

推荐/维持

长江电力

公司报告

中报披露，公司营业收入 199.13 亿元，同比下降 2.21%，净利润 79.03 亿元，同比下降 7.81%，净经营性现金流 120.66 亿元，同比下降 12.74%。

**来水偏枯不改业绩稳定。**上半年溪洛渡水库来水 401.33 亿立方米，同比下降 3.88%，三峡水库来水 1499.48 亿立方米，同比下降 5.53%；2020 年上半年发电量 801.26 亿千瓦时，同比下降 6.16%，发电量下降幅度与来水相当，公司运营稳定。公司上半年净经营性现金流下降幅度大于发电量下降幅度，这主要是公司成本费用比较固定，发电量下降，公司成本费用占营业收入比提升，且公司部分市场电量需在年终结算，这一部分现金流回流会在年末。自 7 月以来，长江来水偏丰，公司本年度发电量 2100 亿千瓦时的经营目标不变，我们不对公司 2020 年整体预期发电量进行调整。

**投资收益占利润总额稳步提升，秘鲁项目盈利水平尚待年报观察。**2020 年上半年完成投资额 319 亿元，其中秘鲁项目 256.9 亿元，其余为国内项目。实现投资收益 22.45 亿元，其中对联营和合营企业的收益为 14.43 亿元，上市公司股利 4 亿元，长电联合置换三峡水利股份，确认投资收益 2 亿元。自 2018 年以来，公司投资收益占利润总额占比从 22.5% 增长到 23.6%，我们认为随着公司对外投资的增长，未来投资收益在利润总额中的占比将不断提升。目前公司权益法核算的公司主要有上海电力、国投电力、川投能源、桂冠电力、申能股份、黔源电力、三峡水利、金中公司和路德斯项目，除路德斯公司 4 月 24 日并表，尚不能测算准确股权回报率外，其余各公司股权回报率在 6~8% 之间，我们根据此调整联营及合营企业的投资收益。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 217.18、228.01 和 249.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.99、1.04 和 1.13 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 19.78、18.84 和 17.24 倍。看好公司业绩保持稳定，乌东德及组注入带来的股东价值提升，维持“推荐”评级。

**风险提示：**乌东德、白鹤滩机组资金成本大幅高于预期，电价大幅低于预期。

### 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	51,213.97	49,874.09	49,634.23	50,320.76	60,268.00
增长率(%)	2.13%	-2.62%	-0.48%	1.38%	19.77%
归母净利润(百万元)	22,610.94	21,543.49	21,717.73	22,801.09	24,916.33
增长率(%)	1.66%	-4.75%	0.81%	4.98%	9.27%
净资产收益率(%)	15.90%	14.41%	13.88%	13.93%	14.52%
每股收益(元)	1.03	0.98	0.99	1.04	1.13
PE	19.00	19.94	19.78	18.84	17.24
PB	3.02	2.87	2.75	2.62	2.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

中国最大的水电上市公司。

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-09-16 召开临时股东大会

### 发债及交叉持股介绍：

2019-02-19 发行 30 亿元 3 年期公司债  
 2019-03-13 发行 30 亿元 5 年期中期票据  
 2020-01-08 发行 5 亿元 5 年期公司债

公司持有：

上海电力(600021.SH)	8.21%	可流通股
国投电力(600886.SH)	12.96%	可流通股
川投能源(600674.SH)	13.23%	可流通股
桂冠电力(600236.SH)	7.00%	可流通股
申能股份(600642.SH)	8.14%	可流通股
黔源电力(002039.SZ)	5.00%	可流通股
三峡水利(600116.SH)	16.55%	可流通股
湖北能源(000883.SZ)	28.45%	可流通股
广州发展(600098.SH)	19.62%	可流通股
金中公司	23.00%	股份

### 交易数据

52 周股价区间(元)	19.53-15.78
总市值(亿元)	4,246.0
流通市值(亿元)	4,246.0
总股本/流通 A 股(万股)	2,200,000/2,200,000
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.1

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

### 研究助理：沈一凡

010-66554026

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118080040

## 1. 对估值模型相应参数调整

表1: 本年度机组发电量及投资收益调整

项目	2020Q2 葛洲坝发电 量 (亿千瓦时)	2020Q2 三峡发电 量 (亿千瓦时)	2020Q2 向家坝发电量 (亿千瓦时)	2020Q2 溪洛渡发电量 (亿千瓦时)	投资收益 (亿元)
原值	52.71	253.23	71.24	115.25	36.21
调整	47.47	222.94	67.87	110.04	34.69

资料来源: 东兴证券研究所

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 217.18、228.81 和 249.16 亿元, 对应 EPS 分别为 0.99、1.04 和 1.13 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 19.78、18.84 和 17.24 倍。看好公司业绩保持稳定, 乌东德及组注入带来的股东价值提升, 维持“推荐”评级。

## 2. 更新自由现金流法计算公司合理市值

假设公司分红水平不变, 投资约占每期付息还本后现金的 50%, 长期股权投资收益在 7% 左右。

表2: 自由现金流法计算公司合理市值

假设	数值/区间	FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2020-2024	第一阶段	5671.21	-0.93%
第二阶段年数	8	第二阶段	221543.35	36.17%
第二阶段增长率	1.60%	第三阶段 (终值)	396623.13	64.76%
永续增长率	0.00%	企业价值 AEV	612495.27	100.00%
无风险利率 Rf	3.40%	+ 非核心资产价值	52488.48	8.57%
$\beta$	0.87	- 少数股东权益	529.75	-0.09%
Rm	8.00%	- 净债务	83989.38	-13.71%
Ke	7.41%	总股本价值	580464.63	94.77%
税率	16.25%	股本 (百万股)	24500	
Kd	3.24%	每股价值 (元)	23.69	
Ve (百万)	23,416.89			
Vd (百万)	7,458.76			
WACC	6.40%			

资料来源: 东兴证券研究所

## 3. 风险提示

乌东德、白鹤滩机组资金成本大幅高于预期, 电价大幅低于预期。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产合计</b>	9,485	11,035	9,930	10,595	12,350	<b>营业收入</b>	51,214	49,874	49,634	50,321	60,268							
货币资金	5,337	7,323	6,230	6,853	7,886	<b>营业成本</b>	19,005	18,697	18,907	19,029	23,964							
应收账款	2,626	2,944	2,930	2,971	3,629	营业税金及附加	1,289	1,169	1,163	1,179	1,412							
其他应收款	27	18	18	18	22	营业费用	25	28	28	28	34							
预付款项	10	14	14	14	14	管理费用	801	814	810	821	983							
存货	219	222	225	226	285	财务费用	5,854	5,211	5,039	4,828	7,357							
其他流动资产	1,209	460	460	460	460	研发费用	42	41	41	41	49							
<b>非流动资产合计</b>	286,012	285,448	281,484	281,235	390,182	资产减值损失	275	(36)	(35)	(36)	(43)							
长期股权投资	21,487	40,258	46,258	52,758	58,458	公允价值变动收益	36	(27)	65	61	32							
固定资产	237,912	226,291	214,543	202,785	306,024	投资净收益	2,707	3,075	3,469	4,221	4,677							
无形资产	181	191	202	211	219	加:其他收益	718	3	0	0	0							
其他非流动资产	1,244	34	34	34	34	<b>营业利润</b>	27,392	26,933	27,216	28,711	31,222							
<b>资产总计</b>	295,497	296,483	291,414	291,830	402,531	营业外收入	12	29	10	8	9							
<b>流动负债合计</b>	56,827	55,959	50,716	52,402	46,967	营业外支出	397	335	385	372	364							
短期借款	12,700	21,308	17,782	19,985	10,845	<b>利润总额</b>	27,007	26,627	26,842	28,347	30,867							
应付账款	83	87	87	87	110	所得税	4,364	5,060	5,100	5,522	5,926							
预收款项	10	9	9	8	7	<b>净利润</b>	22,644	21,567	21,742	22,825	24,940							
一年内到期的非流动负债	15,298	2,500	2,500	2,500	2,994	少数股东损益	33	24	24	24	24							
<b>非流动负债合计</b>	95,985	90,508	83,734	75,193	183,422	归属母公司净利润	22,611	21,543	21,718	22,801	24,916							
长期借款	26,000	24,600	23,336	21,336	117,936													
应付债券	34,266	43,795	40,372	36,909	51,909													
<b>负债合计</b>	152,812	146,467	134,451	127,595	230,389	<b>主要财务比率</b>												
少数股东权益	481	506	530	554	578		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E							
实收资本(或股本)	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	<b>成长能力</b>												
资本公积	44,296	44,364	44,364	44,364	44,364	营业收入增长	2.13%	-2.62%	-0.48%	1.38%	19.77%							
未分配利润	48,400	56,474	62,989	69,830	77,304	营业利润增长	1.16%	-1.68%	1.05%	5.49%	8.74%							
归属母公司股东权益合计	142,203	149,510	156,433	163,682	171,565	归属于母公司净利润增长	0.81%	4.99%	0.81%	4.99%	9.28%							
<b>负债和所有者权益</b>	295,497	296,483	291,414	291,830	402,531	<b>获利能力</b>												
<b>现金流量表</b>	单位:百万元																	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	62.89%	62.51%	61.91%	62.18%	60.24%							
<b>经营活动现金流</b>	39,737	36,464	34,375	34,764	45,772	净利率(%)	44.21%	43.24%	43.80%	45.36%	41.38%							
净利润	22,644	21,567	21,742	22,825	24,940	总资产净利润(%)	7.65%	7.27%	7.45%	7.81%	6.19%							
折旧摊销	12,391	12,230	12,048	12,058	15,799	ROE(%)	15.90%	14.41%	13.88%	13.93%	14.52%							
财务费用	5,854	5,211	5,039	4,828	7,357	<b>偿债能力</b>												
应收账款减少	587	(318)	14	(41)	(658)	资产负债率(%)	52%	49%	46%	44%	57%							
预收账款增加	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	流动比率	0.17	0.20	0.20	0.20	0.26							
<b>投资活动现金流</b>	(9,226)	(6,631)	(4,116)	(7,093)	(119,595)	速动比率	0.16	0.19	0.19	0.20	0.26							
公允价值变动收益	36	(27)	65	61	32	<b>营运能力</b>												
长期投资减少	(7,820)	(5,159)	(7,772)	(11,500)	(5,700)	总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.17	0.17							
投资收益	2,707	3,075	3,469	4,221	4,677	应收账款周转率	18	18	17	17	18							
<b>筹资活动现金流</b>	(30,473)	(27,874)	(31,352)	(27,048)	74,856	应付账款周转率	602.46	588.78	572.45	579.26	612.17							
应付债券增加	4,115	9,529	(3,423)	(3,463)	15,000	<b>每股指标(元)</b>												
长期借款增加	(5,500)	(1,400)	(1,264)	(2,000)	96,600	每股收益(最新摊薄)	1.03	0.98	0.99	1.04	1.13							
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.00	0.09	-0.05	0.03	0.05							
资本公积增加	(27)	69	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.46	6.80	7.11	7.44	7.80							
<b>现金净增加额</b>	37	1,959	(1,093)	622	1,033	<b>估值比率</b>												
						P/E	19.12	20.07	19.91	18.96	17.35							
						P/B	3.04	2.89	2.76	2.64	2.52							
						EV/EBITDA	11.29	11.66	12.62	11.10	11.18							

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	长江电力（600900）：水电大亨 空间几何	2020-05-06
公司报告	长江电力（600900）：努力成长 公司收购秘鲁 Luz del Sur 公司点评	2019-10-10
公司深度报告	长江电力（600900）：分红“常青树”价值再提升	2019-09-06
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：水利部规范涉河风电、光电等建设项目	2020-09-01
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：山东印发 2020 年生物质发电精准补贴通知	2020-08-26
行业深度报告	公用事业及环保行业报告：龙头大涨 电力公司行情如何才能持续	2020-08-20
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：加快电厂液氨改尿素改造	2020-08-17
行业深度报告	公用事业及环保行业报告：当流动性“水涨” 火电巨轮谁会“船高”	2020-08-10
行业深度报告	环卫服务跟踪报告：项目大型化、电动化趋势明确	2020-08-10
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：加快推进城镇生活垃圾分类和处理设施补短板	2020-08-10
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：上半年电力投资增长较快	2020-08-03

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，3年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

---

### 沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018年7月加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526