

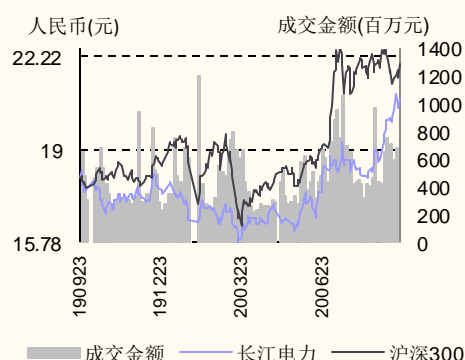
长江电力 (600900.SH) 买入 (上调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 20.71 元

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)	4,556.20
年内股价最高最低(元)	20.90/18.55
沪深 300 指数	4737
上证指数	3338



相关报告

1. 《联调降低来水负面影响, 乌东德投产在即-长江电力年报&季报点评》, 2020.5.6
2. 《核心水电龙头, 近看价值远看成长-长江电力公司深度》, 2019.12.31

杜旷舟 分析师 SAC 执业编号: S1130520090003
dukz@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

来水大增业绩提升, 乌白注入核心驱动

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	51,214	49,874	52,947	51,739	52,290
营业收入增长率	2.13%	-2.62%	6.16%	-2.28%	1.06%
归母净利润(百万元)	22,611	21,543	24,366	24,038	24,713
归母净利润增长率	1.57%	-4.72%	13.10%	-1.35%	2.81%
摊薄每股收益(元)	1.028	0.979	1.108	1.093	1.123
每股经营性现金流净额	1.81	1.66	1.64	1.79	1.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.90%	14.41%	15.33%	14.31%	13.90%
P/E	15.45	18.77	18.70	18.95	18.44
P/B	2.46	2.70	2.87	2.71	2.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

- 预计公司 2020 年或实现 5% 以上发电量增长: 到 9 月中旬为止, 三葛溪向四水库入库流量指标 (不完全等同于来水) 相比去年同期增幅分别为 21.43%、18.63%、20.67%、11.51%。Q3 三峡和溪洛渡水库水位也显著高于往年, 7-8 月平均分别高出往年 10.3、16.2 米。若假设 9-12 月三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四座水库流量为近三年平均值, 预计四座水电站发电量增幅小于流量指标增幅, 有望实现 5% 以上发电量增长。
- 预计乌白电站注入有望为公司带来 47% 的市值提升: 乌东德、白鹤滩电站将于 2022 年底全部投产。投产后公司装机容量增加 58%, 设计发电量在 2019 年的基础上增加 50% 以上。我们假设 2023 年乌东德、白鹤滩电站完全投产、运营稳定后, 长江电力将以增发股份并支付现金的方式收购两电站的所有方云川公司。参考溪向电站收购方案, 以及乌东德、白鹤滩电站总投资 2763 亿元, 装机容量 2620 万千瓦, 我们认为增发后 EPS 增厚 18%, 相比 2019 年 EPS 增厚 31%, 对应收购后市值 6600 亿元是较为合理的测算结果。以公司最新市值 4500 亿元为基准, 我们认为乌白投产预期有望对公司市值带来高达 47% 的提升。
- 对外投资不断扩张深入, “两翼” 成长为利润增长点: 2020H1 公司新增对外投资 319 亿元, 实现投资收益 22.45 亿元, 同比增长 17.79%, 投资收益占利润总额 23.6%, 比例进一步提高, 公司投资收益板块成长为公司新的利润增长点。本期公司举牌申能股份、黔源电力, 增持国投电力、川投能源、桂冠电力, 完成金中项目、秘鲁项目股权交割, 秘鲁路德斯项目并表, 投资布局不断扩张深入, “两翼” 动力逐步加强, 预计到年底新增投资将贡献更多利润。

投资建议

- 考虑到短期公司发电量增长和长期乌白电站注入预期, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 529/517/523 亿元, 归母净利润为 244/240/247 亿元, 分别上调 9%/5%/5%, 对应 EPS 为 1.11/1.09/1.12 元, 对应 PE 为 19/19/18X, 上调为 “买入” 评级。

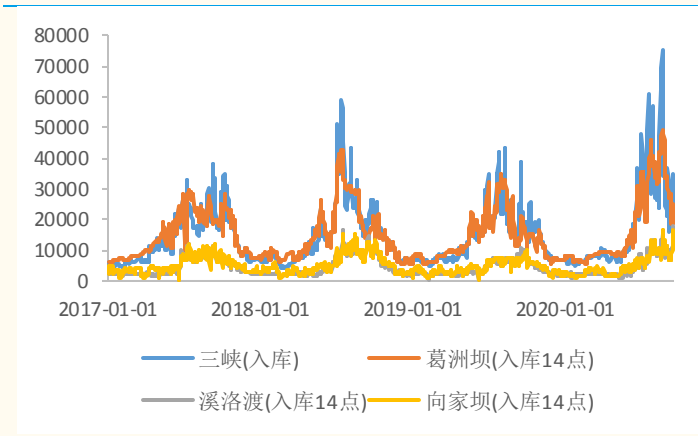
风险提示

- 长江来水不佳; 资产注入进度不及预期; 电价大幅下降。

Q3 水库数据显著超出往年，预计全年或实现 5% 增长

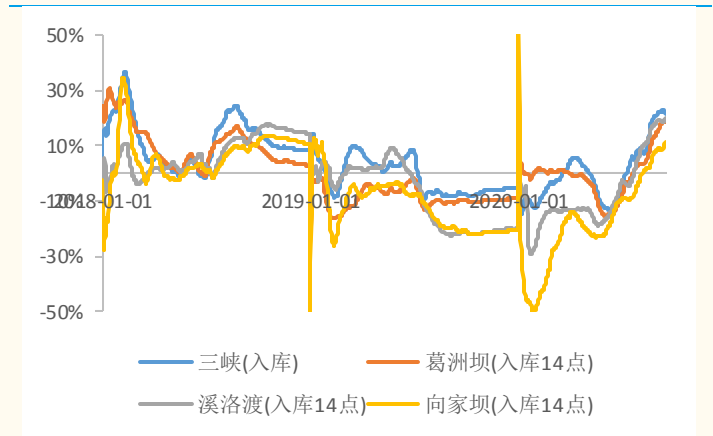
- Q3 长江干流水库流量和水位数据显著好于往年：**水电站发电量与所处河流的相关性主要通过来水和水头两个重要参数体现。一方面，今年 5-6 月我国进入汛期后，降水明显增多，长江干流主要水库（三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝）流量高于往年。我们经过数学处理计算，到 9 月中旬为止，三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四座水库入库流量指标（不完全等同于来水）相比去年同期增幅分别为 21.43%、18.63%、20.67%、11.51%。另一方面，Q3 三峡和溪洛渡水库水位也显著高于往年，7-8 月平均分别高出往年 10.3、16.2 米。
- 预计全年或实现 5% 以上发电量增长：**若假设 9-12 月三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四座水库流量为近三年平均值，则预计 2020 年全年四座水库流量指标增幅将达到 15.8%、14.4%、14.4%、10.5%。考虑到乌东德水电站今年投产、水库蓄水因素，以及泄洪可能造成的发电效率下降，预计四座水电站发电量增幅小于流量指标增幅，有望实现 5% 以上发电量增长。

图表 1: Q3 长江干流水库流量高于往年



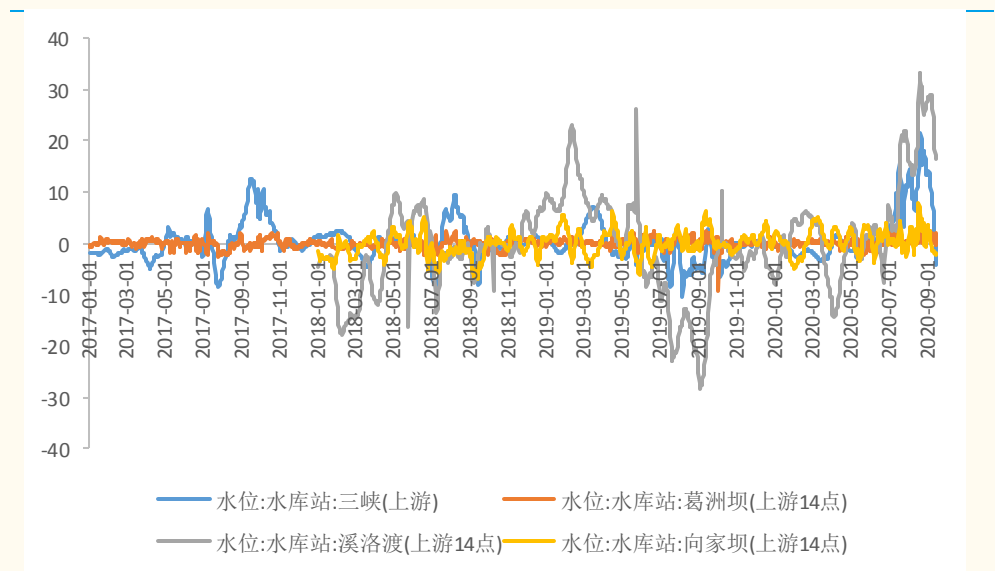
来源：中国长江三峡集团公司，wind，国金证券研究所

图表 2: Q3 水库流量指标（不等同于来水）超出往年



来源：中国长江三峡集团公司，wind，国金证券研究所

图表 3: Q3 长江干流水库水位高于往年



来源：中国长江三峡集团公司，wind，国金证券研究所

乌白投产预期有望为公司带来 47% 市值提升空间

- 2016 年公司以 797 亿元收购川云公司：**公司采用发行股份及支付现金购买资产的方式，向三峡集团、川能投、云能投购买其合计持有的川云公司（溪洛渡、向家坝电站所有方）100% 股权，其评估值为 797.35 亿元。公司向三峡集团、川能投、云能投发行股份 35 亿股及支付现金 374.55 亿元购买川云公司 100% 股权。其次，公司采用锁价发行的方式向平安资管、阳光人寿、中国人寿、广州发展、太平洋资管、GIC 和重阳战略投资 7 名投资者非公开发行股票募集 241.60 亿元的配套资金，用于支付本次重组的部分现金对价。公司发行股份购买资产 35 亿股，募集配套资金 20 亿股，合计发行 55 亿股，发行价格 12.08 元/股。公司实际支付现金 132.95 亿元。

图表 4：公司购买川云公司增发方案

项目	投资者名称	发行数量 (亿股)
发行股份购买资产	中国长江三峡集团公司	17.40
	四川省能源投资集团有限责任公司	8.80
	云南省能源投资集团有限公司	8.80
募集配套资金	平安资产管理有限责任公司	8.00
	阳光人寿保险股份有限公司	8.00
	中国人寿保险股份有限公司	1.65
	广州发展集团股份有限公司	1.00
	太平洋资产管理有限责任公司	0.60
	新加坡政府投资有限公司 (GIC Private Limited)	0.40
	上海重阳战略投资有限公司	0.35
	合计	55.00

来源：中国长江三峡集团公司，wind，国金证券研究所

- 乌白电站多假设收购方案测算：**乌东德、白鹤滩水电站的所有方三峡金沙江云川水电开发有限公司股东为三峡集团、云能投、川能投，三方持股比例分别为 70%、15%、15%。我们假设 2023 年乌东德、白鹤滩电站完全投产、运营稳定后，长江电力将以增发股份并支付现金的方式收购云川公司，假设收购价为当时股价均价的 90% 为 20、22、25 元/股，并假设收购后公司 PB 为 1.7、2.0、2.3（参考收购溪向后公司 PB 为 1.7-2.0），我们测算得到较为合理的增发方案有：（1）以 20 元/股价格增发 33 亿股，云川公司资产售价 754 亿元，增发后 EPS 增厚 21%，相比 2019 年 EPS 增厚 35%，对应市值 5622 亿元；（2）以 22 元/股价格增发 50 亿股，云川公司资产售价 1194 亿元，增发后 EPS 增厚 18%，相比 2019 年 EPS 增厚 31%，对应市值 6600 亿元；（3）以 25 元/股价格增发 37 亿股，云川公司资产售价 1017 亿元，增发后 EPS 增厚 22%，相比 2019 年 EPS 增厚 36%，对应市值 7136 亿元。

图表 5：公司购买云川公司可能增发方案

收购后 PB	增发价格 (元/股)	增发股数 (亿股)	EPS 增厚	相比 2019 年 EPS 增厚	云川资产售价 (亿元)	增发股份支付 (亿元)	现金支付 (亿元)	付现比例	对应市值 (亿元)
1.7	20	7.00	9.04%	25.07%	1833	140	1693	92.36%	5044
2.0	20	33.00	21.08%	38.89%	754	660	94	12.50%	5622
2.3	20	87.12	30.05%	49.18%	169	1742	0	0.00%	6825
1.7	22	108.00	7.15%	22.92%	2469	2376	93	3.75%	8018
2.0	22	50.00	17.74%	35.06%	1194	1100	94	7.86%	6600
2.3	22	18.80	25.57%	44.04%	508	414	95	18.60%	5837
2.0	25	70.40	15.45%	32.43%	1853	1760	93	5.03%	8067
2.3	25	36.90	21.93%	39.86%	1017	923	94	9.25%	7136

来源：中国长江三峡集团公司，wind，国金证券研究所

- 溪洛渡、向家坝电站总投资 1751 亿元，装机容量 2026 万千瓦，收购价 797 亿元。考虑到溪向电站收购方案，以及乌东德、白鹤滩电站总投资 2763 亿元，装机容量 2620 万千瓦，我们认为方案 (2) 以 22 元/股价格增发 50 亿股，云川公司资产售价 1194 亿元，增发后 EPS 增厚 18%，相比 2019 年 EPS 增厚 31%，对应市值 6600 亿元是更为合理的测算结果。以公司最新市值 4500 亿元为基准，我们认为仅乌白投产预期将对公司市值带来高达 47% 的提升。
- “两翼”业务持续推进，成长为利润增长点：2020H1 公司新增对外投资 319 亿元，实现投资收益 22.45 亿元，同比增长 17.79%，投资收益占利润总额 23.6%，比例进一步提高，公司投资收益板块成长为公司新的利润增长点。本期公司举牌申能股份、黔源电力，增持国投电力、川投能源、桂冠电力，完成金中项目、秘鲁项目股权交割，秘鲁路德斯项目并表，投资布局不断扩张深入，“两翼”动力逐步加强，预计到年底新增投资将贡献更多利润。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	50,147	51,214	49,874	52,947	51,739	52,290
增长率		2.1%	-2.6%	6.2%	-2.3%	1.1%
主营业务成本	-19,454	-19,005	-18,697	-19,132	-19,095	-19,128
%销售收入	38.8%	37.1%	37.5%	36.1%	36.9%	36.6%
毛利	30,693	32,209	31,177	33,815	32,644	33,162
%销售收入	61.2%	62.9%	62.5%	63.9%	63.1%	63.4%
营业税金及附加	-1,056	-1,289	-1,169	-1,218	-1,190	-1,203
%销售收入	2.1%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
销售费用	-19	-25	-28	-26	-26	-26
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-840	-801	-814	-874	-859	-873
%销售收入	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	0	-42	-41	-42	-41	-42
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	28,778	30,052	29,125	31,655	30,528	31,018
%销售收入	57.4%	58.7%	58.4%	59.8%	59.0%	59.3%
财务费用	-5,897	-5,854	-5,211	-4,858	-4,682	-4,549
%销售收入	11.8%	11.4%	10.4%	9.2%	9.0%	8.7%
资产减值损失	-205	-275	-36	-81	-135	-140
公允价值变动收益	-164	36	-27	0	0	0
投资收益	2,312	2,707	3,075	3,700	4,300	4,515
%税前利润	8.7%	10.0%	11.5%	12.3%	14.5%	14.8%
营业利润	27,077	27,392	26,933	30,418	30,014	30,847
营业利润率	54.0%	53.5%	54.0%	57.5%	58.0%	59.0%
营业外收支	-423	-385	-306	-300	-300	-300
税前利润	26,654	27,007	26,627	30,118	29,714	30,547
利润率	53.2%	52.7%	53.4%	56.9%	57.4%	58.4%
所得税	-4,380	-4,364	-5,060	-5,722	-5,646	-5,804
所得税率	16.4%	16.2%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	22,275	22,644	21,567	24,396	24,068	24,743
少数股东损益	14	33	24	30	30	31
归属于母公司的净利润	22,261	22,611	21,543	24,366	24,038	24,713
净利率	44.4%	44.1%	43.2%	46.0%	46.5%	47.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	22,275	22,644	21,567	24,396	24,068	24,743
少数股东损益	14	33	24	30	30	31
非现金支出	12,503	12,498	12,095	12,197	13,175	14,129
非经营收益	3,733	3,005	2,181	1,683	778	439
营运资金变动	1,183	1,590	624	-2,237	1,343	1,434
经营活动现金净流	39,693	39,737	36,468	36,039	39,364	40,745
资本开支	-2,552	-3,118	-2,705	-13,817	-13,841	-13,851
投资	-7,726	-7,182	-5,328	-8,852	-10,700	-11,400
其他	483	1,074	1,401	3,700	4,300	4,515
投资活动现金净流	-9,795	-9,226	-6,631	-18,968	-20,241	-20,736
股权募资	88	27	0	0	0	0
债权募资	5,189	-60	5,419	3,730	730	887
其他	-33,345	-30,343	-33,268	-19,929	-19,758	-19,634
筹资活动现金净流	-28,068	-30,376	-27,850	-16,199	-19,028	-18,746
现金净流量	1,830	134	1,987	871	96	1,263

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,201	5,337	7,323	8,194	8,290	9,553
应收款项	3,644	2,710	3,015	4,746	4,502	4,412
存货	257	219	222	280	280	280
其他流动资产	1,084	1,219	474	519	638	719
流动资产	10,187	9,485	11,035	13,740	13,709	14,964
%总资产	3.4%	3.2%	3.7%	4.4%	4.3%	4.5%
长期投资	31,819	39,639	51,678	60,530	71,230	82,630
固定资产	255,799	244,604	233,173	234,567	235,040	234,566
%总资产	85.4%	82.8%	78.6%	75.8%	73.3%	70.5%
无形资产	170	182	193	213	241	277
非流动资产	289,211	286,012	285,448	295,711	306,932	317,913
%总资产	96.6%	96.8%	96.3%	95.6%	95.7%	95.5%
资产总计	299,398	295,497	296,483	309,450	320,641	332,877
短期借款	32,513	27,998	23,808	23,569	22,100	20,787
应付款项	20,875	19,493	21,157	21,376	22,319	23,376
其他流动负债	6,316	9,337	10,994	10,652	11,261	11,969
流动负债	59,703	56,827	55,959	55,597	55,680	56,132
长期贷款	31,500	26,000	24,600	24,600	24,600	24,600
其他长期负债	72,676	69,985	65,908	69,802	71,802	73,802
负债	163,879	152,812	146,467	149,999	152,082	154,534
普通股股东权益	135,101	142,203	149,510	158,916	167,994	177,746
其中：股本	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
未分配利润	43,289	48,400	56,474	65,880	74,957	84,710
少数股东权益	417	481	506	536	566	597
负债股东权益合计	299,398	295,497	296,483	309,450	320,641	332,877

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.012	1.028	0.979	1.108	1.093	1.123
每股净资产	6.141	6.464	6.796	7.223	7.636	8.079
每股经营现金净流	1.804	1.806	1.658	1.638	1.789	1.852
每股股利	0.725	0.680	0.680	0.680	0.680	0.680
回报率						
净资产收益率	16.48%	15.90%	14.41%	15.33%	14.31%	13.90%
总资产收益率	7.44%	7.65%	7.27%	7.87%	7.50%	7.42%
投入资本收益率	10.41%	10.86%	9.70%	10.16%	9.51%	9.36%
增长率						
主营业务收入增长率	2.47%	2.13%	-2.62%	6.16%	-2.28%	1.06%
EBIT 增长率	3.54%	4.43%	-3.08%	8.68%	-3.56%	1.61%
净利润增长率	7.12%	1.57%	-4.72%	13.10%	-1.35%	2.81%
总资产增长率	0.17%	-1.30%	0.33%	4.37%	3.62%	3.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.0	20.8	20.4	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	6.5	4.6	4.3	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	2.2	1.6	1.7	5.0	5.0	5.0
固定资产周转天数	1,817.5	1,695.6	1,656.1	1,566.1	1,602.5	1,578.8
偿债能力						
净负债/股东权益	65.65%	58.12%	56.58%	52.54%	48.77%	44.65%
EBIT 利息保障倍数	4.9	5.1	5.6	6.5	6.5	6.8
资产负债率	54.74%	51.71%	49.40%	48.47%	47.43%	46.42%

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

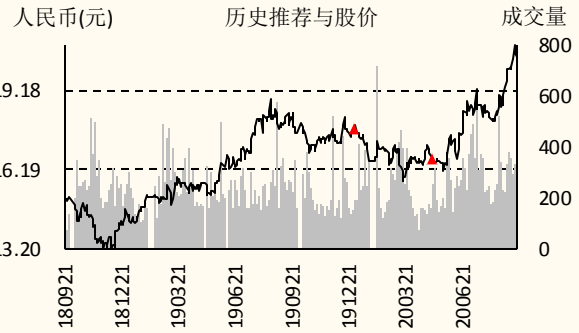
最终评分与平均投资建议对照：

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	2019-12-31	增持	18.37	21.00~21.00
2	2020-05-06	增持	17.45	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，不作为或被视作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