

长江电力 (600900)

证券研究报告

2021年04月30日

盈利能力稳步提升，对外投资持续发力

事件：

公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 577.83 亿，同比增长 15.86%；实现归母净利润 262.98 亿，同比增加 22.07%。同时发布一季报，营业收入为 88.70 亿，同比增长 5.8%，归母净利润为 28.69 亿，同比增长 25.27%。

点评：

发电量增加叠加外延并购，公司营业收入增速创五年新高

公司 2020 年营业收入同比增长 15.86%，收入增速创过去五年新高，主要原因有两点，一是公司发电量同比大幅增长，2020 年公司梯级电站完成发电量 2,269.30 亿千瓦时，比上年同期增加 164.67 亿千瓦时，增长 7.82%，公司机组利用效率明显提高，20 年三峡/葛洲坝/溪洛渡/向家坝利用小时分别为 4999/7064/5153/5749 小时，同比变化为+15.2%/-4.1%/+1.6%/-1.9%；第二是公司于 2020 年 4 月 24 日完成收购路德斯公司 83.64% 的股权，路德斯公司纳入合并报表带来收入增长。

固定资产折旧减少 4.4 亿，财务费用持续优化

2020 年公司水电业务营业收入达 528.8 亿，同比增长 6.49%，营业成本为 177.8 亿，同比下降 4.5%。收入增加，成本下降，水电业务毛利率达到 66.39%，较去年同比提高 3.87 个百分点。水电业务营业成本持续下行，我们判断是折旧减少所致，根据现金流量表补充资料，公司 2020 年固定资产折旧的总额 116 亿，在合并报表范围扩大的情况下同比减少了 4.4 亿。另外，财务费用控制较好，公司通过精准研判、抢抓窗口、创新融资方式，多渠道筹集低成本资金，全年共发生财务费用 49.86 亿元，同比减少 2.25 亿元。

对外投资继续发力，投资收益创新高

公司以价值创造为导向，坚持聚焦主责主业，围绕清洁能源、配售电及智慧综合能源等业务拓展方向，积极稳健开展战略性投资。截至 2020 年底，公司共持有参股股权 51 家，累计原始投资余额约 472 亿元，2020 年新增对外投资约 352 亿元。投资规模不断扩大带来了投资收益的新高，20 年实现投资收益 40.53 亿，同比增加 9.8 亿，其中对联营和合营企业的投资收益达到 31.83 亿元，同比增加 10.06 亿。

投资建议：公司业绩好于预期，上调盈利预测，将 2021-2022 年归母净利润由 251 和 255 亿上调至 264 和 267 亿，新增 23 年业绩预测 275 亿，对应 PE 为 17.4、17.1 和 16.6 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行的风险、电价下调的风险、来水波动的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,874.09	57,783.37	57,421.68	57,849.72	58,196.12
增长率(%)	(2.62)	15.86	(0.63)	0.75	0.60
EBITDA(百万元)	44,308.97	49,567.74	48,881.23	49,245.74	49,857.91
净利润(百万元)	21,543.49	26,297.89	26,379.98	26,708.22	27,525.80
增长率(%)	(4.72)	22.07	0.31	1.24	3.06
EPS(元/股)	0.95	1.16	1.16	1.17	1.21
市盈率(P/E)	21.25	17.41	17.35	17.14	16.63
市净率(P/B)	3.06	2.66	2.55	2.44	2.34
市销率(P/S)	9.18	7.92	7.97	7.91	7.87
EV/EBITDA	10.79	10.54	10.49	10.31	9.52

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	20.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	22,741.86
流通 A 股股本(百万股)	22,741.86
A 股总市值(百万元)	457,793.63
流通 A 股市值(百万元)	457,793.63
每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	45.74
一年内最高/最低(元)	21.97/16.70

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

王茜 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005
wangqian@tfzq.com

许杰 联系人
xujie@tfzq.com

吴鹏 联系人
wupenga@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《长江电力-公司点评:全年业绩较快增长，盈利能力进一步改善》2021-01-28
- 《长江电力-季报点评:来水向好，Q3 业绩同比增加 33%》2020-10-31
- 《长江电力-公司点评:GDR 发行落地，国际化战略迎来重要突破》2020-09-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,323.45	9,231.21	49,022.88	55,677.31	84,998.25
应收票据及应收账款	2,947.00	3,667.72	2,393.46	3,391.52	2,428.10
预付账款	14.45	48.86	1.71	49.35	8.70
存货	222.40	282.06	288.07	278.43	297.69
其他	527.84	1,445.76	429.75	512.94	793.45
流动资产合计	11,035.15	14,675.61	52,135.87	59,909.55	88,526.19
长期股权投资	40,258.23	50,424.13	50,424.13	50,424.13	50,424.13
固定资产	226,291.97	231,119.86	220,965.58	210,316.51	199,357.55
在建工程	6,880.64	2,993.47	1,832.08	1,147.25	718.35
无形资产	191.46	20,614.33	20,547.07	20,479.81	20,412.55
其他	11,825.44	10,999.70	11,119.26	11,618.82	12,118.49
非流动资产合计	285,447.73	316,151.48	304,888.12	293,986.51	283,031.07
资产总计	296,482.88	330,827.10	357,023.99	353,896.07	371,557.26
短期借款	21,308.00	24,057.63	21,000.00	23,000.00	24,000.00
应付票据及应付账款	105.52	894.33	307.88	378.77	436.08
其他	34,545.03	53,514.65	65,912.85	53,771.07	65,459.10
流动负债合计	55,958.55	78,466.61	87,220.73	77,149.84	89,895.18
长期借款	24,600.00	14,447.14	23,000.00	21,200.00	19,800.00
应付债券	43,794.79	37,527.06	38,529.25	39,950.37	38,668.89
其他	22,113.57	22,064.68	22,264.68	21,464.68	20,664.68
非流动负债合计	90,508.36	74,038.88	83,793.93	82,615.05	79,133.57
负债合计	146,466.91	152,505.49	171,014.67	159,764.89	169,028.75
少数股东权益	505.79	6,203.46	6,290.74	6,400.12	6,539.72
股本	22,000.00	22,741.86	22,741.86	22,741.86	22,741.86
资本公积	44,364.31	56,928.12	56,928.12	56,928.12	56,928.12
留存收益	125,157.74	149,062.73	156,976.73	164,989.19	173,246.93
其他	(42,011.88)	(56,614.57)	(56,928.12)	(56,928.12)	(56,928.12)
股东权益合计	150,015.97	178,321.61	186,009.33	194,131.17	202,528.51
负债和股东权益总计	296,482.88	330,827.10	357,023.99	353,896.07	371,557.26

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	21,567.45	26,506.26	26,379.98	26,708.22	27,525.80
折旧摊销	12,059.55	11,637.90	11,442.93	11,481.17	11,505.11
财务费用	5,281.95	5,085.01	4,778.55	4,551.20	4,213.42
投资损失	(3,074.75)	(4,052.76)	(6,000.00)	(6,000.00)	(6,500.00)
营运资金变动	(21,060.33)	4,954.73	12,630.67	(14,736.92)	13,180.09
其它	21,690.56	(3,094.29)	84.80	158.45	113.64
经营活动现金流	36,464.42	41,036.86	49,316.93	22,162.12	50,038.08
资本支出	33,015.42	44,226.09	(140.00)	880.00	850.00
长期投资	18,771.20	10,165.90	0.00	0.00	0.00
其他	(58,418.07)	(90,429.25)	6,080.00	5,040.00	5,600.00
投资活动现金流	(6,631.45)	(36,037.26)	5,940.00	5,920.00	6,450.00
债权融资	92,202.56	99,956.15	108,053.57	109,874.69	106,192.22
股权融资	(5,977.62)	6,280.89	(5,092.11)	(4,551.20)	(4,213.42)
其他	(114,098.52)	(109,244.36)	(118,426.73)	(126,751.18)	(129,145.92)
筹资活动现金流	(27,873.59)	(3,007.33)	(15,465.27)	(21,427.69)	(27,167.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,959.38	1,992.28	39,791.67	6,654.43	29,320.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	49,874.09	57,783.37	57,421.68	57,849.72	58,196.12
营业成本	18,697.29	21,149.45	23,582.69	23,720.91	23,888.31
营业税金及附加	1,168.81	1,192.93	1,148.43	1,156.99	1,163.92
营业费用	27.79	115.42	57.42	57.85	58.20
管理费用	813.63	1,292.80	1,148.43	1,156.99	1,163.92
研发费用	41.07	39.57	39.32	39.61	39.85
财务费用	5,210.95	4,985.91	4,778.55	4,551.20	4,213.42
资产减值损失	(35.60)	(17.74)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(26.95)	(172.89)	(7.08)	47.22	(29.12)
投资净收益	3,074.75	4,052.76	6,000.00	6,000.00	6,500.00
其他	(6,030.40)	(7,750.69)	(11,985.85)	(12,094.44)	(12,941.76)
营业利润	26,932.73	32,895.85	32,659.75	33,213.37	34,139.37
营业外收入	29.22	50.97	30.68	36.96	39.54
营业外支出	334.93	491.28	407.68	411.30	436.75
利润总额	26,627.01	32,455.54	32,282.76	32,839.03	33,742.15
所得税	5,059.56	5,949.28	5,810.90	6,019.57	6,073.59
净利润	21,567.45	26,506.26	26,471.86	26,819.46	27,668.57
少数股东损益	23.95	208.37	91.88	111.23	142.77
归属于母公司净利润	21,543.49	26,297.89	26,379.98	26,708.22	27,525.80
每股收益(元)	0.95	1.16	1.16	1.17	1.21

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-2.62%	15.86%	-0.63%	0.75%	0.60%
营业利润	-1.68%	22.14%	-0.72%	1.70%	2.79%
归属于母公司净利润	-4.72%	22.07%	0.31%	1.24%	3.06%
获利能力					
毛利率	62.51%	63.40%	58.93%	59.00%	58.95%
净利率	43.20%	45.51%	45.94%	46.17%	47.30%
ROE	14.41%	15.28%	14.68%	14.23%	14.04%
ROIC	12.65%	13.87%	11.85%	13.13%	13.23%
偿债能力					
资产负债率	49.40%	46.10%	47.90%	45.14%	45.49%
净负债率	56.58%	50.88%	31.74%	27.92%	10.46%
流动比率	0.20	0.19	0.60	0.78	0.98
速动比率	0.19	0.18	0.59	0.77	0.98
营运能力					
应收账款周转率	17.89	17.47	18.95	20.00	20.00
存货周转率	225.88	229.09	201.43	204.23	202.03
总资产周转率	0.17	0.18	0.17	0.16	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.95	1.16	1.16	1.17	1.21
每股经营现金流	1.60	1.80	2.17	0.97	2.20
每股净资产	6.57	7.57	7.90	8.25	8.62
估值比率					
市盈率	21.25	17.41	17.35	17.14	16.63
市净率	3.06	2.66	2.55	2.44	2.34
EV/EBITDA	10.79	10.54	10.49	10.31	9.52
EV/EBIT	14.82	13.78	13.70	13.45	12.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com