

长江电力 (600900): 业绩稳定 海外资产收购完成

——跟踪报告

2021年06月09日

推荐/维持

长江电力 公司报告

我们根据长江来水情况和路德斯公司经营情况对公司盈利预测和估值做出了调整。

2021年第一季度来水平稳,发电量与往年同期相当,未见大幅波动。第一季度溪洛渡水库来水161.60亿立方米,较上年同期偏枯2.19%,三峡水库来水503.09亿立方米,较上年同期偏枯8.25%;2021年第一季度发电量315.37亿千瓦时,较上年同期减少11.67%,发电量下降幅度与来水相当。公司第一季度经营性现金流107.25亿,较上年同期上升26.64,主要系公司并表秘鲁路德斯公司所致。公司本年度计划发电量2027亿千瓦时,我们据此并结合2021年一季度情况对2021年业绩进行预测。

路德斯公司投资收益与公司现有收益情况相当,投资者对公司投资行为的认可程度应无变化。路德斯公司资产约445.54亿元人民币,权益价值约为294.06亿元人民币,每年净利润约为12亿元,净资产收益率约在4%~5%。**公司盈利预测及投资评级:**我们预计公司2021-2023年净利润分别为243.22、255.81和276.83亿元,对应EPS分别为1.07、1.12和1.22元。当前股价对应2021-2023年PE值分别为18.53、17.62和16.28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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,874.09	57,783.37	55,561.32	56,318.56	66,268.00
增长率(%)	-2.62%	15.86%	-3.85%	1.36%	17.67%
归母净利润(百万元)	21,543.49	26,297.89	24,322.03	25,581.26	27,683.31
增长率(%)	-4.75%	22.90%	-7.45%	5.13%	8.15%
净资产收益率(%)	14.41%	15.28%	13.52%	13.60%	14.06%
每股收益(元)	0.98	1.19	1.07	1.12	1.22
PE	20.24	16.72	18.53	17.62	16.28
PB	2.92	2.62	2.51	2.40	2.29

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:

2021-06-01 2020年分红方案10派7元

发债及交叉持股介绍:

2021-05-06 发行10亿元3年期中期票据
 2021-04-07 发行25亿元3年期中期票据
 2020-04-13 发行25亿元5年期公司债

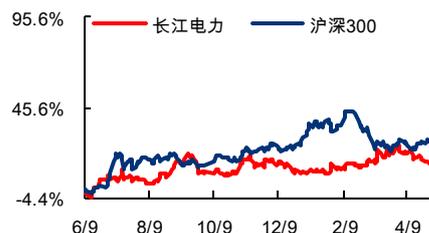
公司持有:

上海电力(600021.SH)	9.98%	可流通股
国投电力(600886.SH)	13.93%	可流通股
川投能源(600674.SH)	14.01%	可流通股
桂冠电力(600236.SH)	9.93%	可流通股
申能股份(600642.SH)	10.00%	可流通股
三峡水利(600116.SH)	11.79%	可流通股
湖北能源(000883.SZ)	25.35%	可流通股
广州发展(600098.SH)	17.98%	可流通股
金沙江中游水电	23.00%	股份

交易数据

52周股价区间(元)	21.63-16.62
总市值(亿元)	4,541.55
流通市值(亿元)	4,541.55
总股本/流通A股(万股)	2,274,186/2,274,186
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.18

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师: 沈一凡

010-66554108

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520090001

1. 对于先前预测的回溯

2020 年公司实现营业收入 577.83 亿元, 同比 2019 年增长 15.86%, 归属上市公司股东净利润 229.05 亿元。在 2020 年 9 月 2 日我们出版的报告种, 我们预测公司营业收入为 496.34 亿, 归属上市公司股东净利润为 217.18 亿, 我们的预测和公司年报公布的业绩有一定偏差, 其中营业收入偏差 16.42%, 归属上市公司股东净利润偏差 5.5%。这种偏差主要是由于公司 2019 年收购秘鲁路得斯公司, 路德斯公司今年 4 月份才初次并表, 且我们并不清楚其在疫情时期的经营情况, 固在 2020 年 9 月 2 日出版的报告没有计及。如将路德斯公司平均年营业收入 60 亿人民币, 净利润 12 亿人民币加回到 2020 年 9 月 2 日的预测中, 则业绩预测偏离度大幅降低。

2. 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	2021Q1 葛洲坝发电 量 (亿千瓦时)	2021Q1 三峡发电 量 (亿千瓦时)	2021Q1 向家坝发电量 (亿千瓦时)	2021Q1 溪洛渡发电量 (亿千瓦时)	投资收益 (亿元)
原 值	34.36	154.47	55.24	103.01	40.53
调 整	33.37	148.91	45.93	87.16	42.32

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 2021-2023 年净利润分别为 243.22、255.81 和 276.83 亿元, 对应 EPS 分别为 1.07、1.12 和 1.22 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 18.53、17.62 和 16.28 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。

3. 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当年净经营性现金流的 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	2021-2025	第一阶段	7829.37	1.24%
第二阶段年数	8	第二阶段	223246.86	35.38%
第二阶段增长率	1.60%	第三阶段 (终值)	399841.29	63.37%
永续增长率	0.00%	企业价值 AEV	630917.52	100.00%
无风险利率 Rf	3.40%	+ 非核心资产价值	71655.19	11.36%
β	0.67	- 少数股东权益	6411.83	-1.02%
Rm	8.00%	- 净债务	91021.33	-14.43%
Ke	6.48%	总股本价值	605139.55	95.91%

假设	数值/区间	FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
税率	16.25%	股本 (百万股)	25241.86	
Kd	3.31%	每股价值 (元)	23.97	
Ve (百万)	500293.65			
Vd (百万)	91021.33			
WACC	5.99%			

资料来源: 东兴证券研究所

4. 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				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	11,035	14,676	13,816	14,170	16,479	营业收入	49,874	57,783	55,561	56,319	66,268
货币资金	7,323	9,231	8,517	8,815	10,266	营业成本	18,697	21,149	22,128	22,229	27,164
应收账款	2,944	3,650	3,510	3,558	4,270	营业税金及附加	1,169	1,193	1,147	1,163	1,368
其他应收款	18	452	434	440	518	营业费用	28	115	111	112	132
预付款项	14	49	49	49	49	管理费用	814	1,293	1,243	1,260	1,483
存货	222	282	295	296	362	财务费用	5,211	4,986	4,550	4,222	6,700
其他流动资产	460	948	948	948	948	研发费用	41	40	40	40	47
非流动资产合计	285,448	316,151	313,281	314,373	424,698	资产减值损失	(36)	(18)	(17)	(17)	(20)
长期股权投资	40,258	50,424	56,424	62,924	68,624	公允价值变动收益	(27)	(173)	65	61	32
固定资产	226,291	231,101	219,542	207,973	311,400	投资净收益	3,075	4,053	4,232	5,034	5,490
无形资产	191	20,614	19,739	18,900	18,097	加:其他收益	3	6	0	0	0
其他非流动资产	34	16	16	16	16	营业利润	26,933	32,896	30,679	32,427	34,939
资产总计	296,483	330,827	327,098	328,543	441,177	营业外收入	29	51	14	13	17
流动负债合计	55,959	78,467	67,363	69,065	64,544	营业外支出	335	491	408	411	437
短期借款	21,308	24,058	13,542	15,336	3,402	利润总额	26,627	32,456	30,284	32,029	34,519
应付账款	87	868	895	899	1,099	所得税	5,060	5,949	5,754	6,239	6,628
预收款项	9	34	58	82	110	净利润	21,567	26,506	24,530	25,790	27,892
一年内到期的非流动负债	2,500	23,924	23,924	23,924	28,151	少数股东损益	24	208	208	208	208
非流动负债合计	90,508	74,039	73,408	64,768	172,910	归属母公司净利润	21,543	26,298	24,322	25,581	27,683
长期借款	24,600	14,447	13,184	11,184	107,784	主要财务比率					
应付债券	43,795	37,527	40,372	36,909	51,909		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	146,467	152,505	140,771	133,834	237,454	成长能力					
少数股东权益	506	6,203	6,412	6,620	6,829	营业收入增长	-2.62%	15.86%	-3.85%	1.36%	17.67%
实收资本(或股本)	22,000	22,742	22,742	22,742	22,742	营业利润增长	-1.68%	22.14%	-6.74%	5.70%	7.75%
资本公积	44,364	56,928	56,928	56,928	56,928	归属于母公司净利润增长	-7.51%	5.18%	-7.51%	5.18%	8.22%
未分配利润	56,474	67,815	75,112	82,786	91,091	获利能力					
归属母公司股东权益合计	149,510	172,118	179,915	188,089	196,894	毛利率(%)	62.51%	63.40%	60.17%	60.53%	59.01%
负债和所有者权益	296,483	330,827	327,098	328,543	441,177	净利率(%)	43.24%	45.87%	44.15%	45.79%	42.09%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.27%	7.95%	7.44%	7.79%	6.27%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	14.41%	15.28%	13.52%	13.60%	14.06%
经营活动现金流	36,464	41,037	36,702	37,102	47,448	偿债能力					
净利润	21,567	26,506	24,530	25,790	27,892	资产负债率(%)	49%	46%	43%	41%	54%
折旧摊销	12,230	32,218	11,860	11,869	15,610	流动比率	0.20	0.19	0.21	0.21	0.26
财务费用	5,211	4,986	4,550	4,222	6,700	速动比率	0.19	0.18	0.20	0.20	0.25
应收账款减少	(318)	(706)	140	(48)	(712)	营运能力					
预收账款增加	(1)	25	24	24	28	总资产周转率	0.17	0.18	0.17	0.17	0.17
投资活动现金流	(6,631)	(36,037)	(5,089)	(8,206)	(120,712)	应收账款周转率	18	18	16	16	17
公允价值变动收益	(27)	(173)	65	61	32	应付账款周转率	588.78	121.08	63.03	62.76	66.31
长期投资减少	(12,040)	(8,333)	(9,536)	(13,500)	(7,700)	每股指标(元)					
投资收益	3,075	4,053	4,232	5,034	5,490	每股收益(最新摊薄)	0.98	1.19	1.07	1.12	1.22
筹资活动现金流	(27,874)	(3,007)	(32,327)	(28,598)	74,715	每股净现金流(最新摊薄)	0.09	0.09	-0.03	0.01	0.06
应付债券增加	9,529	(6,268)	2,845	(3,463)	15,000	每股净资产(最新摊薄)	6.80	7.57	7.91	8.27	8.66
长期借款增加	(1,400)	(10,153)	(1,264)	(2,000)	96,600	估值比率					
普通股增加	0	742	0	0	0	P/E	20.24	16.72	18.53	17.62	16.28
资本公积增加	69	12,564	0	0	0	P/B	2.92	2.62	2.51	2.40	2.29
现金净增加额	1,959	1,992	(714)	298	1,450	EV/EBITDA	11.74	7.72	12.15	10.72	10.88

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
公司普通报告	长江电力（600900）：来水偏枯不改业绩稳定	2020-09-03
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：十四五城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划发布	2021-05-20
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：2025 年地热能供暖面积增加 50%	2021-05-07
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：湖北正式印发十四五及二零二五远景目标规划	2021-04-19
行业普通报告	垃圾焚烧行业：CCER 碳交易能给项目带来多少盈利增厚	2021-04-18
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：煤矿生产将达冬季最高产量，电企进厂煤价将企稳	2021-04-13
行业普通报告	垃圾焚烧行业：国补到期后，项目盈利能力影响几何	2021-04-13
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：2021 年第六批可再生能源发电补贴项目清单公布	2021-04-07
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：福建力争 2025 年全省电力装机超 8000 万千瓦	2021-03-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

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