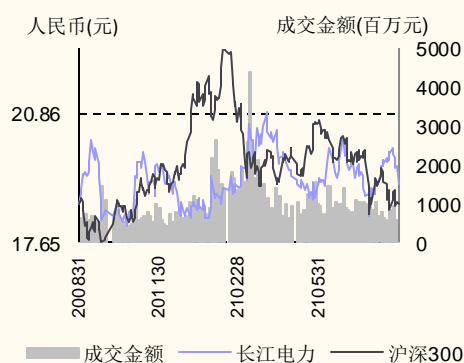


市场价格 (人民币): 19.09 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	227.42
已上市流通 A 股(亿股)	220.00
总市值(亿元)	4,341.42
年内股价最高最低(元)	20.88/18.08
沪深 300 指数	4813
上证指数	3528



牛波

 分析师 SAC 执业编号: S1130520060001
 niubo@gjzq.com.cn

来水减少短期承压, 乌白并入中期驱动

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,874	57,783	59,153	60,745	63,169
营业收入增长率	-2.62%	15.86%	2.37%	2.69%	3.99%
归母净利润(百万元)	21,543	26,298	26,717	27,649	28,874
归母净利润增长率	-4.72%	22.07%	1.59%	3.49%	4.43%
摊薄每股收益(元)	0.979	1.156	1.175	1.216	1.270
每股经营性现金流净额	1.65	1.80	2.03	1.90	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.41%	15.28%	14.79%	14.58%	14.48%
P/E	18.77	16.57	16.22	15.67	15.00
P/B	2.70	2.53	2.40	2.28	2.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月30日, 长江电力发布半年报, 公司上半年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 199.01/85.82/71.25 亿元, 分别同比-0.06%/8.60%/-10.86%。从 Q2 来看, 营收/归母净利润/扣非归母净利润分别增长-4.32%/1.80%/-9.75%, 营业成本同比增长 17.06%, 系合并范围变化导致。

经营分析

- 来水减少, 上网电量短期承压, 需求景气, 电价向上。**1) 电量端: 上半年, 长江整体来水偏少, 公司管辖四座电站发电量 713 亿 KWH, 同比下降 11.0%, 其中, 三峡电站发电量基本较去年同期持平, 葛洲坝电站/向家坝电站/溪洛渡电站发电量较去年同期增长 6.89%/-31.85%/-27.35%。2) 价格端: 上半年多地缺电, 水电上网电价向上, 使公司营收基本较去年同期持平。
- 资本运作得当, 国际业务积极拓展。**1) 资本运作: 上半年, 公司实现投资收益 38.10 亿元, 较去年同期增长 69.79%, 其中, 对联营及合营企业的投资收益增速达 38.72%, 持有的金融资产投资收益增速达 127.85%。投资收益高增, 使企业净利润实现了正增长。2) 国际业务: 上半年, 公司完成对秘鲁第一大配电公司路德斯公司剩余股权的要约收购, 持股比例由 83.64% 增加至 97.14%, 公司将持续受益于路德斯稳定且领先的经营业绩。
- 新电站陆续投产, 静待乌白并入。**上半年, 乌东德电站已经实现全部投产, 白鹤滩电站首批机组已投产发电, 预计明年 7 月实现全部投产。乌白全部投产后, 预计公司装机容量将增加至 6360 万 KW, 较现在增长 39.47%, 并入公司后, 预计将增超 1000 亿 KWH 的年发电量, 带来年逾 250 亿元营收。

投资建议

- 乌白暂不计入预测, 预计后续来水情况有所好转, 上调 21/22 年营收 14.3%/16.3%, 上调 21/22 年归母净利润 11.1%/11.9%。我们预计公司 21-23 年营收为 592/608/632 亿元, 归母净利润为 267/276/289 亿元, 对应 EPS 为 1.18/1.22/1.27 元, 对应 PE16.2/15.7/15.0X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 长江来水量不稳定, 影响上网电量; 投资收益波动性较大, 影响企业利润; 生产安全遇到问题, 影响企业经营。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	51,214	49,874	57,783	59,153	60,745	63,169	货币资金	5,337	7,323	9,231	10,632	11,766	13,211
增长率		-2.6%	15.9%	2.4%	2.7%	4.0%	应收账款	2,710	3,015	4,165	3,693	3,688	3,726
主营业务成本	-19,005	-18,697	-21,149	-23,267	-23,893	-24,847	存货	219	222	282	284	291	303
%销售收入	37.1%	37.5%	36.6%	39.3%	39.3%	39.3%	其他流动资产	1,219	474	997	1,023	1,524	1,525
毛利	32,209	31,177	36,634	35,886	36,852	38,322	流动资产	9,485	11,035	14,676	15,632	17,269	18,765
%销售收入	62.9%	62.5%	63.4%	60.7%	60.7%	60.7%	%总资产	3.2%	3.7%	4.4%	4.6%	4.9%	5.1%
营业税金及附加	-1,289	-1,169	-1,193	-1,242	-1,276	-1,327	长期投资	39,639	51,678	60,011	68,872	79,572	90,972
%销售收入	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	固定资产	244,604	233,173	234,113	235,732	236,701	237,020
销售费用	-25	-28	-115	-118	-121	-126	%总资产	82.8%	78.6%	70.8%	69.1%	66.9%	64.8%
%销售收入	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	182	193	21,626	20,625	19,645	18,688
管理费用	-801	-814	-1,293	-1,301	-1,336	-1,390	非流动资产	286,012	285,448	316,151	325,630	336,339	347,121
%销售收入	1.6%	1.6%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	%总资产	96.8%	96.3%	95.6%	95.4%	95.1%	94.9%
研发费用	-42	-41	-40	-41	-43	-44	资产总计	295,497	296,483	330,827	341,262	353,607	365,885
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	27,998	23,808	47,982	43,102	41,679	38,922
息税前利润 (EBIT)	30,052	29,125	33,993	33,183	34,076	35,436	应付款项	19,483	21,148	17,855	26,125	28,105	30,554
%销售收入	58.7%	58.4%	58.8%	56.1%	56.1%	56.1%	其他流动负债	9,347	11,003	12,630	10,679	11,436	12,222
财务费用	-5,854	-5,211	-4,986	-3,902	-3,732	-3,699	流动负债	56,827	55,959	78,467	79,906	81,221	81,698
%销售收入	11.4%	10.4%	8.6%	6.6%	6.1%	5.9%	长期贷款	26,000	24,600	14,447	14,447	14,447	14,447
资产减值损失	-275	32	19	-69	-107	-116	其他长期负债	69,985	65,908	59,592	60,034	62,034	64,034
公允价值变动收益	36	-27	-173	0	0	0	负债	152,812	146,467	152,505	154,387	157,702	160,179
投资收益	2,707	3,075	4,053	4,174	4,300	4,429	普通股股东权益	142,203	149,510	172,118	180,641	189,642	199,413
%税前利润	10.0%	11.5%	12.5%	12.6%	12.6%	12.4%	其中：股本	22,000	22,000	22,742	22,742	22,742	22,742
营业利润	27,392	26,933	32,896	33,391	34,542	36,054	未分配利润	48,400	56,474	67,815	76,338	85,339	95,110
营业利润率	53.5%	54.0%	56.9%	56.4%	56.9%	57.1%	少数股东权益	481	506	6,203	6,233	6,263	6,293
营业外收支	-385	-306	-440	-370	-370	-370	负债股东权益合计	295,497	296,483	330,827	341,262	353,607	365,885
税前利润	27,007	26,627	32,456	33,021	34,172	35,684	比率分析						
利润率	52.7%	53.4%	56.2%	55.8%	56.3%	56.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-4,364	-5,060	-5,949	-6,274	-6,493	-6,780	每股指标						
所得税率	16.2%	19.0%	18.3%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	1.028	0.979	1.156	1.175	1.216	1.270
净利润	22,644	21,567	26,506	26,747	27,679	28,904	每股净资产	6.464	6.796	7.568	7.943	8.339	8.769
少数股东损益	33	24	208	30	30	30	每股经营现金净流	1.806	1.655	1.803	2.025	1.903	2.021
归属于母公司的净利润	22,611	21,543	26,298	26,717	27,649	28,874	每股股利	0.730	0.680	0.680	0.800	0.820	0.840
净利率	44.1%	43.2%	45.5%	45.2%	45.5%	45.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.90%	14.41%	15.28%	14.79%	14.58%	14.48%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	7.65%	7.27%	7.95%	7.83%	7.82%	7.89%
净利润	22,644	21,567	26,506	26,747	27,679	28,904	投入资本收益率	10.86%	9.70%	9.91%	9.48%	9.48%	9.63%
少数股东损益	33	24	208	30	30	30	增长率						
非现金支出	12,498	12,027	11,619	12,982	13,659	14,305	主营业务收入增长率	2.13%	-2.62%	15.86%	2.37%	2.69%	3.99%
非经营收益	3,005	2,181	1,095	-152	14	-121	EBIT增长率	4.43%	-3.08%	16.71%	-2.38%	2.69%	3.99%
营运资金变动	1,590	624	1,779	6,478	1,928	2,868	净利润增长率	1.57%	-4.72%	22.07%	1.59%	3.49%	4.43%
经营活动现金净流	39,737	36,400	40,998	46,055	43,280	45,956	总资产增长率	-1.30%	0.33%	11.58%	3.15%	3.62%	3.47%
资本开支	-3,118	-2,705	-3,616	-13,905	-13,911	-13,921	资产管理能力						
投资	-7,182	-5,328	-33,819	-8,861	-10,700	-11,400	应收账款周转天数	20.8	20.4	20.8	21.0	21.0	21.0
其他	1,074	1,401	1,398	4,174	4,300	4,429	存货周转天数	4.6	4.3	4.4	5.0	5.0	5.0
投资活动现金净流	-9,226	-6,631	-36,037	-18,592	-20,311	-20,892	应付账款周转天数	1.6	1.7	8.2	1.8	1.9	2.0
股权募资	27	0	14,932	0	0	0	固定资产周转天数	1,695.6	1,656.1	1,459.9	1,433.0	1,398.3	1,343.6
债权募资	-60	5,419	3,102	-3,761	777	-557	偿债能力						
其他	-30,343	-33,268	-21,128	-22,301	-22,612	-23,061	净负债/股东权益	58.12%	56.58%	50.88%	45.19%	41.80%	37.77%
筹资活动现金净流	-30,376	-27,850	-3,093	-26,062	-21,835	-23,618	EBIT利息保障倍数	5.1	5.6	6.8	8.5	9.1	9.6
现金净流量	134	1,919	1,868	1,401	1,134	1,445	资产负债率	51.71%	49.40%	46.10%	45.24%	44.60%	43.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	13	22	55
增持	0	3	7	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.60	1.35	1.35	1.00

来源：聚源数据

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
3	2020-09-22	买入	20.32	N/A
4	2020-11-01	买入	18.96	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，不作为或被视为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。

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402