

长江电力 (600900): 来水偏枯 但业绩平稳

——2021 年中报业绩点评

2021 年 9 月 3 日

推荐/维持

长江电力 公司报告

2021 年 8 月 31 日, 公司中报披露, 公司营业收入 199.01 亿元, 同比下降 0.06%, 归属上市公司股东净利润 79.03 亿元, 同比上升 8.6%, 经营活动产生的净现金流 95.44 亿元, 同比下降 20.91%。

来水偏枯不改业绩稳定。上半年溪洛渡水库来水 292.21 亿立方米, 上年同期 401.33 亿立方米, 同比下降 27.19%, 三峡水库来水 1390.75 亿立方米, 上年同期 1499.48 亿立方米, 同比下降 7.25%; 2021 年上半年发电量 713.32 亿千瓦时, 上年同期 801.26 亿千瓦时, 同比下降 10.98%, 发电量下降幅度小于来水下降幅度, 公司水库调结能力较强。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。根据公司预测, 未来 9-12 月, 长江流域降水预计正常, 预计公司后续月份发电量与往年支持, 我们在估值及盈利预测中仅对 2021 年上半年整体发电量进行调整。

投资收益占利润总额提升。2021 年上半年完成投资额 70 亿元, 积极参与上海、浙江电力交易中心增资扩股。实现投资收益 38.10 亿元。自 2018 年以来, 公司投资收益占利润总额占比从 22.5% 增长到今年上半年的 43.89%, 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, 这将有效平滑由于来水波动带来的业绩波动。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、三峡水利和金中公司, 股权回报基本稳定在 6~8% 左右, 我们据此调整估值及盈利预测水平。

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 246.98、263.57 和 284.61 亿元, 对应 EPS 分别为 1.09、1.16 和 1.25 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 18.40、17.24 和 15.97 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	54,247.67	57,318.56	67,268.00
增长率 (%)	-2.62%	15.86%	-6.12%	5.66%	17.36%
归母净利润 (百万元)	21,543.49	26,297.89	24,697.86	26,356.99	28,460.68
增长率 (%)	-4.75%	22.90%	-6.04%	6.66%	7.92%
净资产收益率 (%)	14.41%	15.28%	13.72%	13.99%	14.41%
每股收益 (元)	0.98	1.19	1.09	1.16	1.25
PE	20.40	16.86	18.40	17.24	15.97
PB	2.94	2.64	2.52	2.41	2.30

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。

资料来源: 公司公告

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

发债及交叉持股介绍:

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

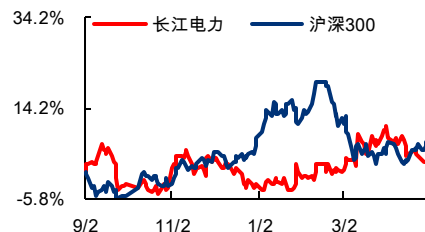
公司持有:

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

交易数据

52 周股价区间 (元)	21.63-18.73
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	0.2

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

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

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	2021Q2 葛洲坝发电 量（亿千瓦时）	2021Q2 三峡发电 量（亿千瓦时）	2021Q2 向家坝发电量 （亿千瓦时）	2021Q2 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	50.74	222.91	49.31	74.99	56.42

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 246.98、263.57 和 284.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.16 和 1.25 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 18.40、17.24 和 15.97 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	2021-2025	第一阶段	10710.58	1.64%
第二阶段年数	8	第二阶段	230184.22	35.27%
第二阶段增长率	1.60%	第三阶段（终值）	411799.89	63.09%
永续增长率	0.00%	企业价值 AEV	652694.69	100.00%
无风险利率 Rf	3.40%	+ 非核心资产价值	71453.81	10.95%
β	0.87	- 少数股东权益	6411.83	-0.98%
Rm	8.00%	- 净债务	90622.70	-13.88%
Ke	7.41%	总股本价值	627113.98	96.08%
税率	16.25%	股本（百万股）	25241.86	
Kd	3.24%	每股价值（元）	24	
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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	11,035	14,676	13,517	14,398	16,706	营业收入	49,874	57,783	54,248	57,319	67,268	营业收入	49,874	57,783	54,248	57,319	67,268
货币资金	7,323	9,231	8,316	8,972	10,421	营业成本	18,697	21,149	21,825	22,229	27,164	营业成本	18,697	21,149	21,825	22,229	27,164
应收账款	2,944	3,650	3,427	3,621	4,334	营业税金及附加	1,169	1,193	1,120	1,183	1,389	营业税金及附加	1,169	1,193	1,120	1,183	1,389
其他应收款	18	452	424	448	526	营业费用	28	115	108	114	134	营业费用	28	115	108	114	134
预付款项	14	49	49	49	49	管理费用	814	1,293	1,214	1,282	1,505	管理费用	814	1,293	1,214	1,282	1,505
存货	222	282	291	296	362	财务费用	5,211	4,986	4,544	4,214	6,693	财务费用	5,211	4,986	4,544	4,214	6,693
其他流动资产	460	948	948	948	948	研发费用	41	40	40	40	47	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)	(18)	(21)	资产减值损失	(36)	(18)	(17)	(18)	(21)
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	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	5,642	5,034	5,490	投资净收益	3,075	4,053	5,642	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	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	31,143	33,390	35,902	营业利润	26,933	32,896	31,143	33,390	35,902
资产总计	296,483	330,827	326,799	328,771	441,404	营业外收入	29	51	14	13	17	营业外收入	29	51	14	13	17
流动负债合计	55,959	78,467	66,952	68,948	64,193	营业外支出	335	491	408	411	437	营业外支出	335	491	408	411	437
短期借款	21,308	24,058	13,143	15,218	3,124	利润总额	26,627	32,456	30,748	32,992	35,482	利润总额	26,627	32,456	30,748	32,992	35,482
应付账款	87	868	883	899	1,099	所得税	5,060	5,949	5,842	6,427	6,812	所得税	5,060	5,949	5,842	6,427	6,812
预收款项	9	34	57	82	111	净利润	21,567	26,506	24,906	26,565	28,669	净利润	21,567	26,506	24,906	26,565	28,669
一年内到期的非流动负债	2,500	23,924	23,924	23,924	28,077	少数股东损益	24	208	208	208	208	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	24,698	26,357	28,461	归属母公司净利润	21,543	26,298	24,698	26,357	28,461
长期借款	24,600	14,447	13,184	11,184	107,784	主要财务比率					2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
应付债券	43,795	37,527	40,372	36,909	51,909	成长能力											
负债合计	146,467	152,505	140,359	133,716	237,103	营业收入增长					-2.62%	15.86%	-6.12%	5.66%	17.36%		
少数股东权益	506	6,203	6,412	6,620	6,829	营业利润增长					-1.68%	22.14%	-5.33%	7.22%	7.52%		
实收资本(或股本)	22,000	22,742	22,742	22,742	22,742	归属于母公司净利润增长					-6.08%	6.72%	-6.08%	6.72%	7.98%		
资本公积	44,364	56,928	56,928	56,928	56,928	获利能力											
未分配利润	56,474	67,815	75,224	83,132	91,670	毛利率(%)					62.51%	63.40%	59.77%	61.22%	59.62%		
归属母公司股东权益合计	149,510	172,118	180,028	188,435	197,473	净利率(%)					43.24%	45.87%	45.91%	46.35%	42.62%		
负债和所有者权益	296,483	330,827	326,799	328,771	441,404	总资产净利润(%)					7.27%	7.95%	7.56%	8.02%	6.45%		
现金流量表		单位:百万元					ROE(%)					14.41%	15.28%	13.72%	13.99%	14.41%	
经营活动现金流		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力										
净利润	36,464	41,037	35,746	37,713	48,217	资产负债率(%)					49%	46%	43%	41%	54%		
折旧摊销	21,567	26,506	24,906	26,565	28,669	流动比率					0.20	0.19	0.20	0.21	0.26		
折旧摊销	12,230	32,218	11,860	11,869	15,610	速动比率					0.19	0.18	0.20	0.20	0.25		
财务费用	5,211	4,986	4,544	4,214	6,693	营运能力											
应收账款减少	(318)	(706)	223	(194)	(713)	总资产周转率					0.17	0.18	0.16	0.17	0.17		
预收账款增加	(1)	25	23	25	29	应收账款周转率					18	18	15	16	17		
投资活动现金流	(6,631)	(36,037)	(3,679)	(8,206)	(120,712)	应付账款周转率					588.78	121.08	61.97	64.31	67.31		
公允价值变动收益	(27)	(173)	65	61	32	每股指标(元)											
长期投资减少	(12,040)	(8,333)	(9,536)	(13,500)	(7,700)	每股收益(最新摊薄)					0.98	1.19	1.09	1.16	1.25		
投资收益	3,075	4,053	5,642	5,034	5,490	每股净现金流(最新摊薄)					0.09	0.09	-0.04	0.03	0.06		
筹资活动现金流	(27,874)	(3,007)	(32,982)	(28,852)	73,944	每股净资产(最新摊薄)					6.80	7.57	7.92	8.29	8.68		
应付债券增加	9,529	(6,268)	2,845	(3,463)	15,000	估值比率											
长期借款增加	(1,400)	(10,153)	(1,264)	(2,000)	96,600	P/E					20.40	16.86	18.40	17.24	15.97		
普通股增加	0	742	0	0	0	P/B					2.94	2.64	2.52	2.41	2.30		
资本公积增加	69	12,564	0	0	0	EV/EBITDA					11.82	7.78	12.11	10.58	10.76		
现金净增加额	1,959	1,992	(915)	656	1,449												

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）：业绩稳定 海外资产收购完成	2021-06-09
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：成都加快绿色电网建设 支持输变电设备需求	2021-08-31
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：北京拟大幅提升非居民厨余垃圾计量收费标准	2021-08-16
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：分时电价新机制出台，利好用户配储与新能源消纳	2021-08-03
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：全国碳排放权交易正式启动	2021-07-19
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：能源局开展整县屋顶分布式光伏开发试点报送	2021-07-06
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：国务院发文简化危废经营许可证申请办理	2021-06-17
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

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。

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，4年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电力设备新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

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/恒生指数为基准指数):

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/恒生指数为基准指数):

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