

公用事业

2020年09月24日

长江电力 (600900)

——GDR 靴子落地 价格区间好于预期

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：		2020年09月23日
收盘价(元)		20.01
一年内最高/最低(元)		21/16.01
市净率		3.1
息率(分红/股价)		3.40
流通A股市值(百万元)		440220
上证指数/深证成指		3279.71/13110.07

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2020年06月30日
每股净资产(元)		6.44
资产负债率%		56.87
总股本/流通A股(百万)		22000/22000
流通B股/H股(百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
查浩 A0230519080007
zhahao@swsresearch.com

研究支持

邹佩轩 A0230118080005
zoupix@swsresearch.com

联系人

邹佩轩
(8621)23297818×转
zoupix@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司公告《关于发行全球存托凭证并在伦敦证券交易所披露上市意向函的公告》(以下简称《意向函》)。

投资要点：

- **GDR 发行价格区间好于预期，近期压制股价最大因素解除。**由于此前华泰证券、中国太保发行 GDR 折价幅度较大，投资者对长江电力发行 GDR 解读颇为负面，担心转换套利压制 A 股股价。公司此次公告的《意向函》预计每份 GDR 发行价格 26.46 美元至 30.95 美元，每份 GDR 代表 10 股 A 股股份，即期汇率对应人民币 17.96~21.01 元/股，与当前 A 股股价 20.01 元/股的偏离幅度为-10.2%~+5%，折价下限即大幅小于中国太保、华泰证券最终折价幅度，甚至不排除溢价发行可能。此前部分投资者担心 GDR 折价幅度以公司首次公告时股价为基准，即 6 月 11 日收盘价 16.97 元/股，此次公司公告 GDR 价格发行区间打消该疑虑，意味着压制股价的最大不确定性落地。
- **长江电力稳定性/成长性/稀缺性/性价比上均优于富时 100 对标公司，预计套利型投资者占比极低。**我们认为水电为商业模式最优的公用事业公司，长江电力在稳定性/成长性/稀缺性上全面优于富时 100 公用事业公司（公共事务联合集团、塞伦特等），而且物美价廉，股息率具备优势。我们分析此前华泰证券、中国太保 GDR 大幅折价的原因包括 1) 估值显著高于高盛、摩根史丹利等海外公司；2) 港股低估值压制；3) 所在行业全球优质标的众多，不具备稀缺性；长江电力均不存在上述利空因素。从投资者结构上看，华泰证券、中国太保 GDR 内地资金出海套利占比较高，而目前长江电力海外投资者占比远高于内地投资者，尚有大量海外资金因条款限制无法直接投资 A 股，此次 GDR 将提供难的机遇；加之本身 GDR 折价幅度有限，套利空间上限仅 22 亿，甚至存在溢价发行可能，而且公司也长期致力于寻找长线资金，我们判断长江电力 GDR 的套利型资金占比极低，不必担心对 A 股的抛压。
- **GDR 募集资金 80%以上用于偿还收购 LDS 的境外贷款，LDS 资产质量超预期。**公司今年 4 月完成 LDS 83.64%股权交割，此次募集资金 80%以上用于偿还收购 LDS 的境外贷款。LDS 公司全称 Luz del Sur，西班牙语意为“南方之光”，为秘鲁利马证券交易所上市公司（股票代码：LUSURC1），拥有秘鲁首都利马包括富人区在内的 65 个区域配售电信业务永久特许经营权。收购 LDS 股权为长江电力首次大规模海外并购，由于此前三峡集团海外拓展主要位于集团层面，投资者对海外电力市场了解不足，因而对此次收购解读不一。受益于上市公司属性，LDS 信息披露较为完善，资产质量超预期。秘鲁严格执行监管回报率政策，LDS 电力购销价差极为稳定，营收净利实现连续 20 年稳定增长，近 10 年分红比例稳定在 70%左右，强劲的股息带来股价长牛，过去 20 年股价累计涨幅超过 60 倍。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑发行 GDR 带来的股份增加以及偿还境外贷款带来的财务费用降低，维持 2020-2022 年公司归母净利润预测分别为 238.4、243.9 和 264.7 亿元。对应 PE 分别 19、18、17 倍。重申 2023 年市值看到 1 万亿（不考虑乌白注入，现有资产看到 7000 亿），维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	49,874	19,913	51,339	50,263	50,788
同比增长率(%)	-2.6	-2.2	2.9	-2.1	1.0
归母净利润(百万元)	21,543	7,903	23,844	24,392	26,468
同比增长率(%)	-4.7	-7.8	10.7	2.3	8.5
每股收益(元/股)	0.98	0.36	1.08	1.11	1.20
毛利率(%)	62.5	56.1	62.5	62.6	64.2
ROE(%)	14.4	5.6	15.0	14.7	15.1
市盈率	20		19	18	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	51,214	49,874	51,339	50,263	50,788
其中: 营业收入	51,214	49,874	51,339	50,263	50,788
减: 营业成本	19,005	18,697	19,237	18,792	18,173
减: 税金及附加	1,289	1,169	1,203	1,178	1,190
主营业务利润	30,920	30,008	30,899	30,293	31,425
减: 销售费用	25	28	29	28	28
减: 管理费用	801	814	838	820	829
减: 研发费用	42	41	42	41	42
减: 财务费用	5,854	5,211	4,900	4,571	4,250
经营性利润	24,198	23,915	25,090	24,833	26,276
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	3	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-275	-36	0	0	0
加: 投资收益及其他	3,469	3,050	4,176	4,927	5,877
营业利润	27,392	26,933	29,267	29,760	32,153
加: 营业外净收入	-385	-306	0	0	0
利润总额	27,007	26,627	29,267	29,760	32,153
减: 所得税	4,364	5,060	5,390	5,335	5,645
净利润	22,644	21,567	23,877	24,426	26,508
少数股东损益	33	24	33	34	40
归属于母公司所有者的净利润	22,611	21,543	23,844	24,392	26,468
全面摊薄总股本	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000
每股收益 (元)	1.03	0.98	1.08	1.11	1.20

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。