

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2020年08月30日**
**市场数据**

目前股价	18.99
总市值（亿元）	4,177.80
流通市值（亿元）	4,177.80
总股本（万股）	2,200,000
流通股本（万股）	2,200,000
12个月最高/最低	19.29/15.44

**分析师**

分析师：于夕朦 S1070520030003

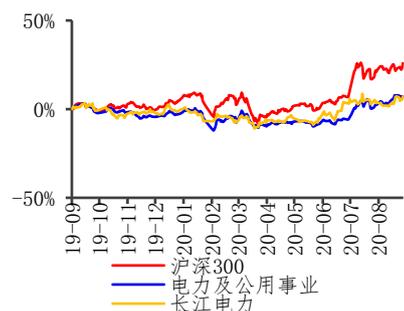
☎ 010-88366060-8831

✉ yuximeng@cgws.com

分析师：周迪 S1070520080003

☎ 010-88366060-8756

✉ zhoudiyjs@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;49亿收购金中公司23%股权，继续加码

长江中上游水电站&gt;&gt; 2019-12-31

&lt;&lt;来水偏枯影响三季度业绩，看好公司长期

价值&gt;&gt; 2019-10-31

&lt;&lt;36亿美元收购秘鲁配售电资产，新的业

绩增长点&gt;&gt; 2019-10-04

# 中报扣非归母净利润同比+2.38%：发电量下滑，投资收益形成有力支撑

## ——长江电力（600900）公司动态点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	51214	49874	50486	50740	51121
(+/-%)	2.1%	-2.6%	1.2%	0.5%	0.8%
净利润（百万元）	22611	21543	22439	23144	24091
(+/-%)	1.6%	-4.7%	4.2%	3.1%	4.1%
摊薄 EPS（元/股）	1.03	0.98	1.02	1.05	1.10
PE	18.5	19.4	18.6	18.1	17.3

资料来源：wind，长城证券研究所

**核心观点**

- **事件：**公司披露半年报，公司2020年上半年实现营收199.12亿元，同比下降2.21%；归母净利润79.03亿元，同比下降7.81%；扣非归母净利润79.93亿元，同比增长2.38%。
- **Q2三峡水库来水偏枯、溪洛渡水库来水偏丰，单季营收115.28亿元，同比下降1.93%。**二季度单季实现营收115.28亿元，同比下降1.93%；实现归母净利润56.12亿元，同比下降0.78%。二季度溪洛渡水库来水量同比偏丰3.30%，三峡水库来水量同比偏枯10.64%；受此影响，第二季度公司完成发电量448.32亿千瓦时，较上年同期减少8.90%。二季度营收降幅显著小于发电量降幅的主要原因预计为收购的秘鲁LDS公司并表。
- **公司Q2毛利率为59.05%，较上年同期降低2个百分点。**公司二季度毛利率同比降低的主要原因为营收同比下降1.93%而营业成本同比上升3.09%。二季度管理费用、销售费用同比大幅增加的主要原因为收购的秘鲁LDS公司并表。LDS公司并表同时使得上半年的营业成本在计提折旧同比减少约4亿元的情况下仅下降0.1%。
- **投资收益对业绩形成有力支撑。**上半年公司实现投资收益22.45亿元，同比增加3.4亿元；其中，对联营及合营企业的投资收益为14.54亿元，同比增加4.7亿元。财务费用24.95亿元，同比减少1.63亿元。公允价值变动收益为-3.77亿元，去年同期为3亿元。营业外支出2.92亿元（去年同期1.52亿元），主要为库区维护支出和对外捐赠。

上半年公司精准把握债券市场窗口，发行6期7个品种、共计120亿元债券，新增债券综合成本2.82%，较19年大幅下降约60BP。上半年，公司新增对外投资约319亿元，实现投资收益22.45亿元，良好的资本运作为公司经营业绩持续稳定增长发挥了重要作用。

公司围绕水电主业发展、新业务培育等方向继续加大投资力度，深化与战略投资公司的股权纽带关系。战略投资长江上游水电企业股权，在获得投

资收益的同时，也为今后实施流域联合优化调度奠定了基础。截至 2020 年 6 月 30 日，公司共持有参股股权 49 家，累计原始投资余额 438 亿元。投资收益将成为公司中长期业绩的稳定支撑和重要的增量利润来源。

报告期内，公司及所属子公司合计持有三峡水利股权 16.55%；公司增持国投电力至 12.82%、川投能源至 13.23%、上海电力至 8.21%、桂冠电力至 7.00%、申能股份至 8.14%、黔源电力至 5.00%。

- **盈利预测：**我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 224.4、231.4、240.9 亿元，EPS 分别为 1.02、1.05、1.10 元/股。
- **风险提示：**宏观经济波动，流域来水不足，投资收益不及预期，电价下滑

## 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位:百万元											
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	51213.97	49874.09	50486.19	50740.43	51121.38	<b>成长能力</b>					
营业成本	19005.16	18697.29	19229.85	18960.25	18990.95	营业收入增长	2.1%	-2.6%	1.2%	0.5%	0.8%
营业费用	25.03	27.79	24.67	24.80	24.98	营业成本增长	-2.3%	-1.6%	2.8%	-1.4%	0.2%
管理费用	800.65	813.63	789.27	793.25	799.20	营业利润增长	1.2%	-1.7%	3.2%	3.0%	3.9%
研发费用	42.49	41.07	42.49	42.49	42.49	利润总额增长	1.3%	-1.4%	3.3%	3.0%	3.9%
财务费用	5853.95	5210.95	5012.00	4710.00	4428.00	净利润增长	1.6%	-4.7%	4.2%	3.1%	4.1%
其他收益	718.13	2.61	1.00	1.00	1.00	<b>获利能力</b>					
投资净收益	2707.05	3074.75	3583.10	3600.10	4100.10	毛利率(%)	62.9%	62.5%	61.9%	62.6%	62.9%
<b>营业利润</b>	27392.07	26932.73	27788.65	28621.44	29738.62	销售净利率(%)	44.2%	43.2%	44.5%	45.7%	47.2%
营业外收支	-384.96	-305.71	-295.00	-295.00	-295.00	ROE(%)	15.9%	14.4%	14.3%	14.0%	13.9%
<b>利润总额</b>	27007.11	26627.01	27493.65	28326.44	29443.62	ROIC(%)	11.5%	12.1%	12.6%	13.7%	15.0%
所得税	4363.55	5059.56	5022.55	5149.25	5317.38	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	32.61	23.95	32.36	33.38	34.75	销售费用/营业收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>净利润</b>	22610.94	21543.49	22438.74	23143.81	24091.49	管理费用/营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
						研发费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						财务费用/营业收入	11.8%	11.4%	10.4%	9.9%	9.3%
						投资收益/营业利润	9.9%	11.4%	12.9%	12.6%	13.8%
						所得税/利润总额	16.2%	19.0%	18.3%	18.2%	18.1%
						应收账款周转率	17.30	17.89	17.89	17.89	17.89
						存货周转率	79.82	84.68	84.68	84.68	84.68
						流动资产周转率	5.21	4.86	5.16	5.85	5.86
						总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.16	0.16
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	51.7%	49.4%	49.1%	46.9%	44.4%
						流动比率	0.17	0.20	0.11	0.11	0.10
						速动比率	0.14	0.18	0.10	0.10	0.09
						<b>每股指标(元)</b>					
						EPS	1.03	0.98	1.02	1.05	1.10
						每股净资产	6.46	6.80	7.14	7.48	7.84
						每股经营现金流	1.82	1.79	1.55	1.57	1.61
						每股经营现金/EPS	1.77	1.82	1.52	1.49	1.47
						<b>估值比率</b>					
						P/E	18.48	19.39	18.62	18.05	17.34
						PEG	0.73	19.54	63.51	23.16	4.55
						P/B	2.94	2.79	2.66	2.54	2.42
						EV/EBITDA	12.65	12.34	13.15	12.60	12.04
						EV/SALES	10.46	10.51	10.55	10.38	10.16
						EV/IC	2.01	2.02	1.99	1.93	1.90
						ROIC/WACC	2.04	2.13	2.21	2.37	2.56
						REP	0.99	0.93	0.87	0.80	0.73

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9484.95	11035.15	8530.68	8808.68	8638.85
货币资金	5336.88	7323.45	5048.62	5074.04	5112.14
应收票据及应收账款合计	2629.74	2947.00	2698.19	2975.43	2740.78
其他应收款	79.98	68.07	81.80	68.83	82.93
存货	219.19	222.40	231.77	216.03	232.50
<b>非流动资产</b>	286012.04	285447.73	301114.22	302025.07	303055.64
固定资产	237911.89	226291.97	217805.05	208984.19	200062.04
<b>资产总计</b>	295496.99	296482.88	309644.91	310833.75	311694.49
<b>流动负债</b>	56827.19	55958.55	75632.19	83065.00	90637.20
短期借款	12700.00	21308.00	37148.25	44660.87	52086.51
应付账款	146.05	105.52	153.22	101.89	153.63
<b>非流动负债</b>	95985.24	90508.36	76485.64	62646.16	47879.74
长期借款	60265.89	68394.79	61372.07	54532.59	46766.17
<b>负债合计</b>	152812.44	146466.91	152117.84	145711.16	138516.94
<b>股东权益</b>	142684.55	150015.97	157527.07	165122.59	173177.55
股本	22000.00	22000.00	22000.00	22000.00	22000.00
留存收益	72719.99	80793.43	87660.39	94743.13	102115.88
少数股东权益	481.14	505.79	538.15	571.53	606.28
<b>负债和股东权益</b>	295496.99	296482.88	309644.91	310833.75	311694.49

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	39736.67	36464.42	34117.48	34537.58	35472.74
其中营运资本减少	2476.69	3757.65	-276.69	-332.39	354.50
<b>投资活动现金流</b>	-9226.10	-6631.45	-22577.56	-7893.63	-7594.58
资本支出	3118.89	2716.83	-8633.51	-9089.15	-9269.43
<b>筹资活动现金流</b>	-30473.26	-27873.59	-13814.76	-26618.53	-27840.07
<b>现金净增加额</b>	134.25	1983.46	-2274.83	25.42	38.10

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>