



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

2020年5月11日

中国长江电力 (600900 CH)

拥有全球最大水力发电站的市场领导者



中国长江电力 (600900 CH)

拥有全球最大水力发电站的市场领导者

- 中国长江电力 (600900 CH) 拥有世界装机容量最大的水电站，是中国国内寡头垄断的水电市场的领导者
- 公司现金流强劲，派息率高，在波动的市场中应受到投资者的青睐
- 乌东德和白鹤滩电站的投运将使长江电力的2020年/2021年装机容量同比增长22%/29%
- 我们预测经调整后净利润将在2019-2020年录得12%的年均复合增长率
- 首次评级买入，目标价为人民币20.00元，相当于19.5倍2020年预测市盈率和2.8倍2020年预测市净率

中国长江电力 (长江电力, 或公司): 寡头垄断市场的领导者。 由于国家安全问题, 中国的水电站基本由国内公司运营。大多数水力发电站的经营者是国有企业 (SOEs)。在国有企业中, 中国长江电力 (长江电力) 截至2019年底运营着全国水电总装机容量的13%; 该公司还经营着三峡水电站, 这是世界上最大的水力发电站。该电站位于中国最大, 最长的河流长江之上, 占据着绝对的地理优势。

现金流强劲, 派息率高。 水电运营商通常会产生相当大的现金流入, 主要由于1) 水电有优先上网权; 2) 无上网电价补贴反映更真实的现金回收速度。长江电力在2009-2019年度的平均派息率约为50%, 这要归功于该期间的经营现金流量和自由现金流量较高。我们相信其强大的现金产生能力在波动的市场中将受到投资者的青睐。

乌东德和白鹤滩电站的投运将使长江电力的2020年/2021年装机容量同比增长22%/29%。 乌东德电站于2014年开始建设, 计划于2020年投入商业运营。新电站将为长江电力增加10.2吉瓦的新装机容量, 使长江电力的2020年总装机容量达到55.7吉瓦 (同比增长22%)。此外, 白鹤滩水电站计划于2021年开始商业运营 (2008年开始建设), 这将为长江电力新增16吉瓦的新装机容量, 到2021年将使长江电力的总装机容量提高至71.7吉瓦 (同比增长29%)。

目标价20.00元; 首次评级买入。 我们青睐长江电力拥有宝贵资产而且在行业中处于领先地位。我们以现金流折现模型得出的目标价为人民币20.00元, 相当于19.5倍2020年预期市盈率和2.8倍2020年预期市净率。首次覆盖, 给予买入评级。

风险: (1) 广泛的干旱会影响发电量; (2) 施工风险; (3) 高净债务促使人们关注股市集资活动; (4) 安全风险; (5) 政策风险。

业绩和估值

截至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (人民币 百万)	51,214	49,874	52,525	65,305	75,477
同比 (%)	2.1	-2.6	5.3	24.3	15.6
净利润 (人民币 百万)	22,611	21,543	22,628	27,130	30,951
同比 (%)	1.6	-4.7	5.0	19.9	14.1
经调整净利润* (人民币 百万)	23,235	21,908	22,628	27,130	30,951
同比 (%)	0.6	-5.7	3.3	19.9	14.1
每股经调整净利润 (人民币)	1.056	0.996	1.028	1.233	1.407
同比 (%)	0.6	-5.7	3.3	19.9	14.1
每股股本 (人民币)	6.464	6.796	7.154	7.585	8.078
同比 (%)	5.3	5.1	5.3	6.0	6.5
市盈率 (倍)	18.94	20.08	19.45	16.22	14.22
市净率 (倍)	3.09	2.94	2.80	2.64	2.48
平均股本回报率 (%)	16.31	14.77	14.75	16.73	17.96
平均资产回报率 (%)	7.60	7.28	6.85	6.92	6.86
每股股息 (人民币)	0.680	0.680	0.669	0.802	0.914
股息率 (%)	3.40	3.40	3.34	4.01	4.57
净负债率 (%)	52.0	60.2	89.7	103.6	122.7

* 经调整净利润 = 净利润扣除减值损失和资产公允价值变动影响
来源: 彭博, 农银国际证券预测

公司报告

2020年5月11日

首次覆盖
评级: 买入

目标价: 人民币20.00

分析师: 吴景荃

电话: (852) 2147 8869

电邮: kelvinng@abci.com.hk

股价 (人民币)	17.24
预测股价回报	16.0%
预测股息率	3.9%
预测总回报	19.9%
之前评级	N/A
之前报告日期	N/A

来源: 农银国际证券预测

主要数据

52周高/低 (人民币)	19.7/16.0
总发行股数 (百万股)	22,000
总市值 (人民币百万元)	379,280
3个月日均成交量 (人民币百万元)	362
主要股东:	
三峡集团	62.3%

来源: 公司资料, 农银国际证券

股价表现 (%)

	绝对值	相对值*
1个月	(0.06)	(2.09)
3个月	(3.63)	(3.71)
6个月	(3.25)	0.12

*相对于上证综合指数

来源: 公司资料, 农银国际证券

1年股价表现 (人民币)



来源: 彭博, 农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国长江电力 (600900 CH, 买入)

中国替代能源行业

2020年5月11日

目录

中国长江电力 (600900 CH)	2
投资重点	4
公司概况	10
估值	12
风险因素	14
公司简介	15
股权结构	18
权益披露	21

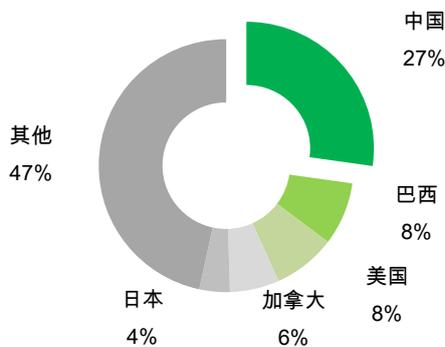
投资重点

1. 中国拥有世界上第一的水电装机容量

根据国际水电协会（IHA）的数据，截至2018年底，中国的水电装机容量为352吉瓦，居全球之首，其次是巴西（104吉瓦）和美国（103吉瓦）。截至2018年底，中国的新增水电装机容量为8.5吉瓦，远超巴西的3.9吉瓦和巴基斯坦的2.5吉瓦。在可预见的将来，中国将继续保持世界水电装机容量第一的地位。

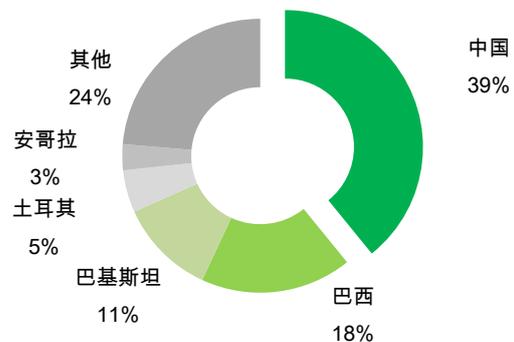
在中国国内，长江电力是最大的水电运营商，总装机容量为45.5吉瓦，在建新容量为26吉瓦。根据IHA的数据，按装机容量计，长江电力的5家电厂位列全球12大水电站之列，其中三峡水电站位居世界第一。

图表 1: 中国在 2018 年世界水电装机容量中排名第一



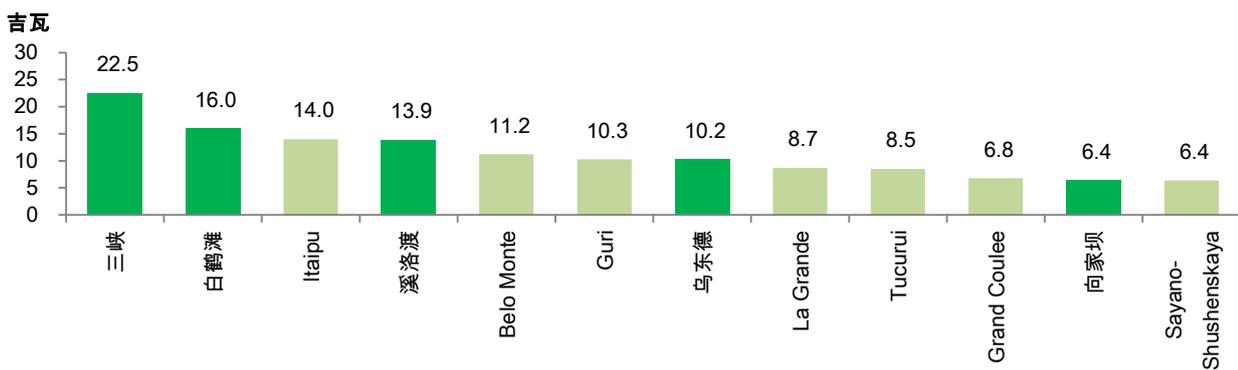
来源: 国际水电协会, 农银国际证券

图表 2: 中国在 2018 年全球新增装机容量中排名第一



来源: 国际水电协会, 农银国际证券

图表 3: 2018 年全球装机容量领先的水力发电站（绿色电站由长江电力运营）



来源: 国际水电协会, 公司资料, 农银国际证券

2. 中国长江电力：资产不可替代的寡头垄断市场的领导者

出于国家安全考虑，中国的水电站基本由中国公司运营 - 外国公司不得在中国经营水力发电站。此外，由于运营水力发电站需要充足的资源及经验，且需要大量的初期投资，因此大多数水力发电站的运营商都是国有企业（SOE）。

截至2019年底，在国有企业中，中国长江电力控制着全国13%的水电装机容量；公司还控制着三峡水电站，这是世界上最大的水力发电站。

- ◆ **地理优势：**长江是中国最长的河流，而且其流域和流量也是全国最大。控制这战略区域内的全球最大水电站意味着长江电力拥有其他竞争对手无法比拟的资产。
- ◆ **寡头垄断的市场结构：**中国大多数水电站由国有企业控制和运营。水电行业的竞争主要是在华能集团，华电集团，大唐集团，国家电投和国家能投等大型国有企业之间进行的。
- ◆ **没有潜在的替代能源：**按发电成本计算，水力发电是中国最便宜的能源，因为它具有“免费”燃料的性质。与其他替代能源（例如风能和太阳能）不同，按成本计算，没有潜在的替代能源可以替代水电（因为核电成本更高）。

图表 4： 长江电力运营的电站的位置（橙色正在运行；绿色正在建设中）



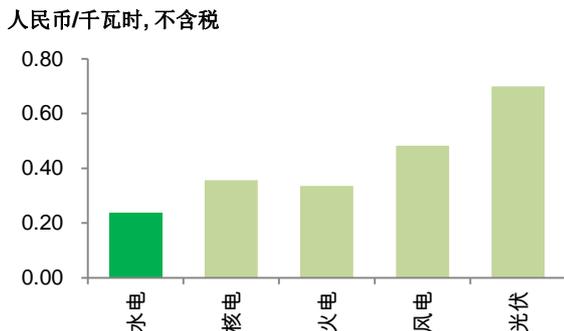
来源：公司资料，农银国际证券



3. 水电没有电价补贴，这意味着地方政府无需承担财务负担

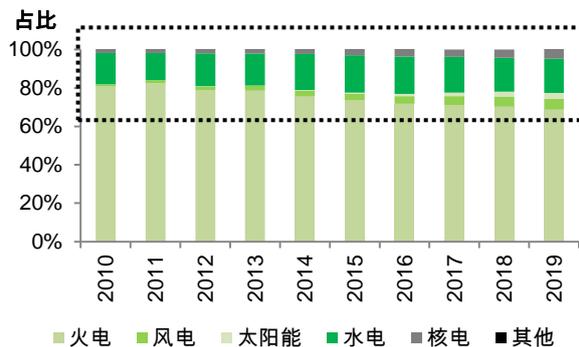
由于超低的发电成本和清洁的性质，水力发电是最受青睐的能源。水电在中国所有能源中的上网电价最低：0.24 元/千瓦时（不含税），与燃煤的 0.34 元/千瓦时，核电的 0.36 元/千瓦时，风电的 0.48 元/千瓦时和太阳能的 0.7 元/千瓦时。主要原因是水力发电没有燃料成本，其发电依赖于大雨和洪水，发电成本主要是折旧。发电成本低是至关重要的，因为地方政府不会因为发放电力补贴而加重财务负担。

图表 5: 水电上网电价在发电同行中是最低的，因此无需补贴



来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 6: 水力发电量占全国总发电量的 18%



来源: 能源局, 农银国际证券

4. 水电是不受地缘政治影响的可持续发展能源

水电是可持续发展的能源，因为夏季中国频繁发生的大雨和河水泛滥会带来大量的水资源。更重要的是，水是不需要运输的能源（与煤炭和石油不同），这意味着它在战略上是安全的。石油，天然气和煤炭的运输会受到地缘政治局势的影响，例如波斯湾危机以及可能影响空中，陆地或海上交通运输的国家之间的紧张局势。

5. 水电有优先上网权，尤其是在汛期

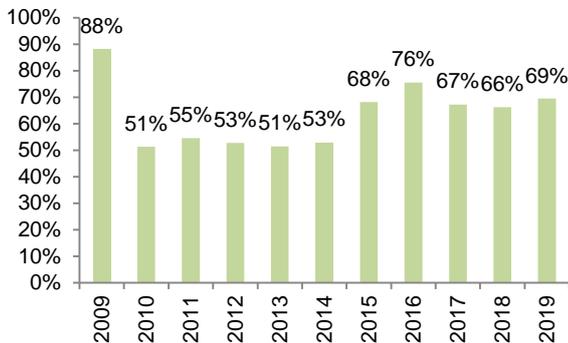
时间点对于水力发电至关重要 - 如果在水力发电后的短时间内不消纳电力，就会被浪费掉。夏天是中国的汛期，因此，在此期间，大坝必须进行泄洪。如果水力发电无法接上电网调度和消耗，所产生的能量将被浪费掉。像核电一样（由于不可中途停止的核裂变反应，如果强迫关闭，可能引发核爆炸），水电也有优先上网权，因此水电的弃水限电率接近零，而风电则为 5%，优先上网权很重要，特别在国家电力需求较低的情况下，因为能保证企业的营收。

6. 长江电力：现金流强劲且派息率高的公司

水电公司通常拥有强大的现金流，因为 1) 在国家电网上有优先上网权，因此消纳更容易；2) 无上网电价补贴真实反映发电企业售电业务产生的现金流。长江电力过去十年一直有高派息率，平均为 50%，这要归功于该期间的经营现金流量和自由现金流量较高。我们相信其强大的现金产生能力在波动的市场中将受到投资者的青睐。

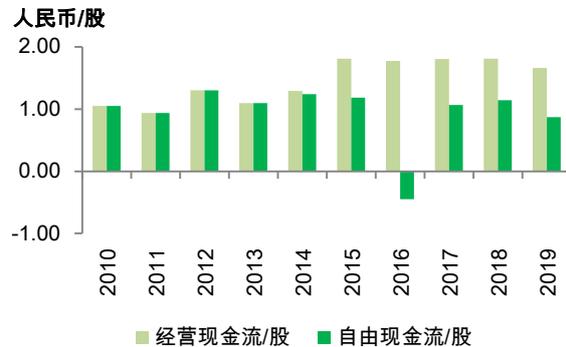


图表 7: 过去十年 (2009-2019 年) 长江电力的派息比率不少于 50%



来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 8: 过去几年, 长江电力的经营现金流一直保持正数



来源: 公司资料, 农银国际证券

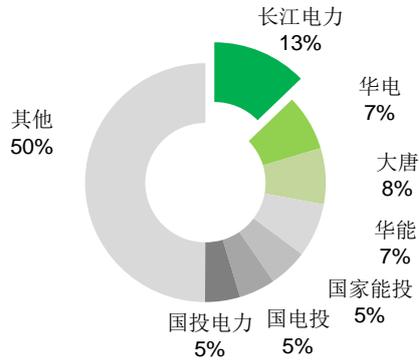
7. 中国水电行业概况

中国南方的水电资源十分丰富, 尤其是在西南地区 (例如云南, 四川, 贵州等)。丘陵地貌使河床有高度的差异, 容易制造落差。这是水力发电的基本前提条件。

- ◆ **位置。**除了流经中国中部的长江和黄河外, 中国的大部分河流都位于西南地区 (四川, 云南, 贵州等), 如怒江, 澜沧江, 雅砻江等等。
- ◆ **河流大小:**在中国, 长江是最长的河流, 流域和流量最大, 其次是珠江, 在各个方面都比长江小得多。除两条主要河流外, 黑龙江河和雅鲁藏布江的流量上分别位居第三位和第四位。
- ◆ **水力发电站。**中国是世界上水力发电量最高的国家, 拥有众多的水力发电站。长江电力下属有四个装机容量超过 10 吉瓦的大型电站, 分别是三峡: 白鹤滩, 溪洛渡和乌东德。
- ◆ **竞争格局。**截至 2018 年底, 有 7 家大型国有企业运营着中国 50% 的水电装机容量。他们分别是长江电力, 华电集团, 大唐集团, 华能集团, 国家能投, 国电投和国投电力。这表明主要竞争都在这些企业之中。
- ◆ **技术可开发资源量。**根据中国电力企业联合会 (CEC) 的数据, 截至 2018 年底, 中国的水电装机容量为 350 吉瓦, 占技术可开发资源发电量的 63%。换句话说, 有 37% 的技术可开发资源量可用于未来发展。



图表 9: 中国水电行业的竞争对手主要是国有企业 (2018)



来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 10: 中国水电的技术可开发资源量 (2018)



来源: 中电联, 农银国际证券

图表 11: 按流量排名, 中国排名前 20 位的河流: 长江处于领先地位

排名	英文名称	中文名称	长度 (公里)	流域面积 (平方公里)	流量 (立方米/秒)
1	Yangtze River	长江	6,300	1,807,199	31,060
2	Pearl River	珠江	2,210	452,616	11,070
3	Heilongjiang River	黑龙江	3,420	1,620,170	8,600
4	Yarlung Tsangpo River	雅鲁藏布江	2,057	240,480	4,425
5	Min River	岷江	735	135,788	2,752
6	Songhua River	松花江	1,927	545,000	2,530
7	Lancang River	澜沧江	2,153	161,430	2,354
8	Xiangjiang River	湘江	817	96,738	2,288
9	Jialing River	嘉陵江	1,119	159,710	2,165
10	Yuanjiang River	沅江	1,060	88,815	2,158
11	Ganjiang River	赣江	744	82,068	2,054
12	Daduhe River	大渡河	1,070	90,700	2,033
13	Usuri River	乌苏里江	890	187,000	2,000
14	Nu River	怒江	2,013	124,830	2,000
15	Minjiang River	闽江	577	60,992	1,980
16	Yellow River	黄河	5,500	752,443	1,820
17	Yalong River	雅砻江	1,500	129,930	1,800
18	Hanjiang River	汉水	1,532	150,710	1,792
19	Yu River	郁江	1,162	90,720	1,700
20	Wu River	乌江	1,018	86,815	1,650

来源: 中国水利部, 农银国际证券

图表 12: 中国装机容量排名前 20 位的水电站 (浅绿色的水电站由长江电力运营)

排名	英文名称	中文名称	河流	省份	开始运营	装机容量 (吉瓦)	坝高 (米)
1	Three Gorges	三峡	长江	湖北	2003	22.5	181
2	Baihetan	白鹤滩	金沙江	四川	2021*	16.0	277
3	Xiluodu	溪洛渡	金沙江	云南	2013	13.9	286
4	Wudongde	乌东德	金沙江	云南	2020*	10.2	240
5	Xiangjiaba	向家坝	金沙江	四川	2012	6.4	161
6	Longtan	龙滩	红水河	广西	2009	6.3	216
7	Nuozhadu	糯扎渡	澜沧江	云南	2012	5.9	262
8	Jinping-II	锦屏二级	雅砻江	四川	2014	4.8	37
9	Laxiwa	拉西瓦	黄河	青海	2009	4.2	250
10	Xiaowan	小湾	澜沧江	云南	2010	4.2	292
11	Jinping-I	锦屏一级	雅砻江	四川	2013	3.6	305
12	Pubugou	瀑布沟	大渡河	四川	2010	3.3	186
13	Ertan	二滩	长江	四川	1999	3.3	240
14	Goupitan	构皮滩	长江	贵州	2009	3.0	232
15	Guanyinyan	观音岩	金沙江	四川	2014	3.0	159
16	Gezhouba	葛洲坝	长江	湖北	1988	2.7	47
17	Changheba	长河坝	大渡河	四川	2017	2.6	240
18	Dagangshan	大岗山	大渡河	四川	2015	2.6	186
19	Jinanqiao	金安桥	金沙江	云南	2009	2.4	160
20	Guandi	官地	长江	四川	2012	2.4	168

* 预期投运日期

来源: 中国水利部, 农银国际证券

图表 13: 中国的水力资源: 长江和金沙江 (长江上游) 具有最大的发展潜力


来源: 公司资料, 农银国际证券



公司概况

乌东德和白鹤滩电站的投运将使长江电力的 2020 年 / 2021 年装机容量同比增长 22%/ 29%

乌东德电站于 2014 年开始建设, 计划于 2020 年投入商业运营。新电站将为长江电力增加 10.2 吉瓦的新装机容量, 使长江电力的 2020 年总装机容量达到 55.7 吉瓦 (同比增长 22%)。此外, 白鹤滩发电站计划于 2021 年开始商业运营 (2008 年开始建设), 这将为长江电力新增 16 吉瓦的新装机容量, 到 2021 年将使长江电力的总装机容量提高至 71.7 吉瓦 (同比增长 29%)。

2020 年 / 2021 年总使用小时数将同比下降 14%/ 3%, 但 2022E 年同比将增长 16%

由于新装机容量 (乌东德发电站将于 2020 年开始运行) 需要时间调试来达到最高利用率, 并且鉴于新冠肺炎大流行导致电力需求下降, 我们预计长江电力的 2020 年总利用小时数将为 3,984, 同比下降 14%。在 2021 年, 尽管中国的电力需求有所恢复, 但白鹤滩发电站的新投产可能会拖低整体利用小时, 因为它需要时间调试以达到最高利用率。因此, 我们估计长江电力的总使用小时数为 3,853, 同比下降 3.3%。由于这两个发电站一直在提高利用率, 到 2022 年, 情况将有所改善。我们预计总利用小时数将同比增长 16%。

在 2019-2022 年期间, 水电发电量将以 15% 的年均复合增长率增长

随着 2020 年和 2021 年乌东德和白鹤滩发电站的投运, 未来几年, 长江电力的水电发电量可望有强劲增长。我们预计 2020 年总发电量为 2220 亿千瓦时, 同比增长 5%, 主要原因是乌东德电站投运首年需要时间来提高利用率。到 2021 年和 2022 年, 总发电量将大幅增长, 同比增长 25%/ 16%, 分别达到 2760 亿千瓦时和 3200 亿千瓦时。因此, 三年的年均复合增长率将达到强劲的 15%。

净负债率在 2021 年将飙升至 104%, 但长远将稳定在 50%

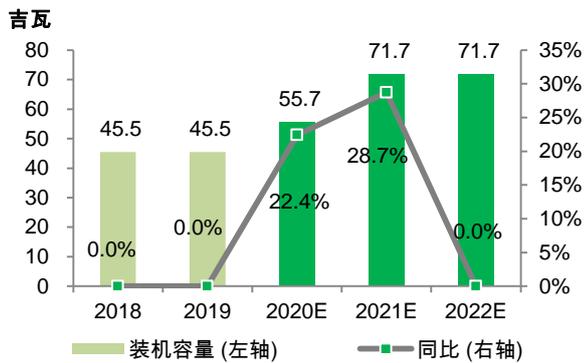
从历史上看, 长江电力的净负债率在 40%-80% 的区间里变化, 大部分时间保持在 50% 左右的水平。我们预计, 由于乌东德和白鹤滩发电站的投运将增加资本性支出, 因此 2020 年和 2021 年的净负债率将飙升至 90% 和 104%。我们相信这些新电站从长远来看将为长江电力带来强劲的现金流, 并从长远而言将有助于公司将净负债率降低至 50% 的水平。

经调整后的净利润将在 2019-2022 年期间以 12% 的年均复合增长率增长

乌东德和白鹤滩发电站将于 2020 年和 2021 年开始运营, 将使总装机容量分别增长 22% 和 29%。由于利用率小时逐步提高, 长江电力的收入在 2020 年 / 2021 年 / 2022 年将同比增长 5% / 24% / 16%, 在此期间的年均复合增长率为 15%。但是, 新电站的资本性支出和折旧将大增, 从而推高融资成本和运营成本 (其中折旧是关键组成部分)。因此, 我们估计长江电力在 2020 年, 2021 年和 2022 年的经调整后净利润 (扣除减值损失和资产公允价值变动的影响的净利润) 将同比增长 3% / 20% / 14% 至 226 亿元人民币 / 271 亿元人民币 / 人民币 310 亿元, 期内年均复合增长率将达到 12%。

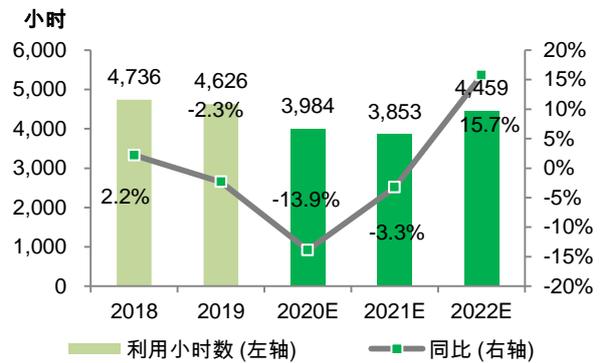


图表 14: 乌东德和白鹤滩发电站的投运将提高长江电力的装机容量



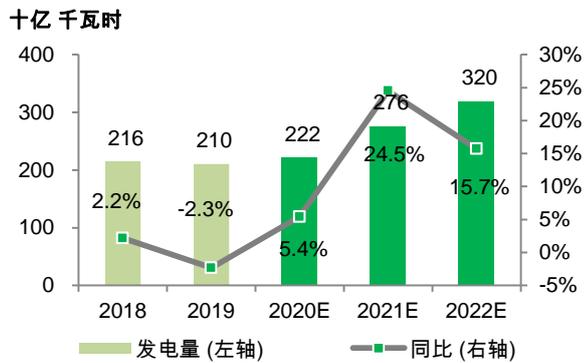
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 15: 长江电力的利用小时数展望



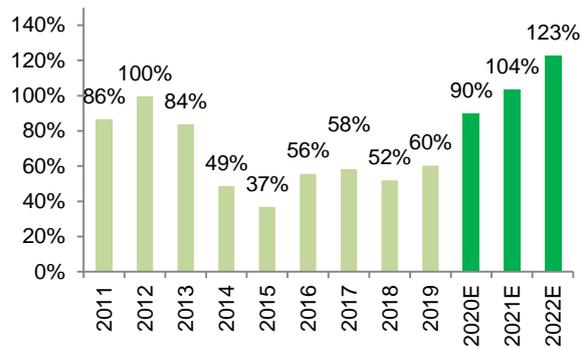
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 16: 长江电力的水电总发电量将在 2021 年和 2022 年实现强劲增长



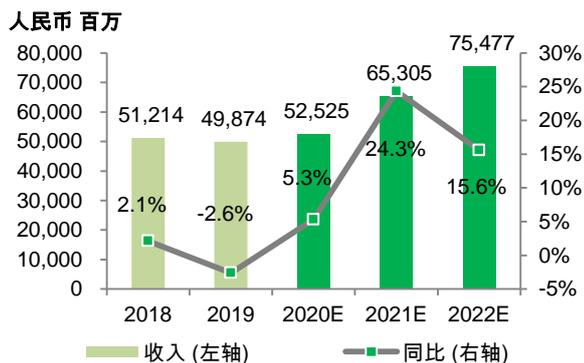
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 17: 长江电力净负债率展望



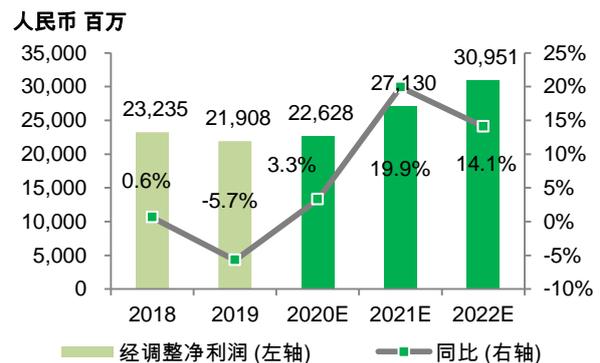
来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 18: 长江电力的收入展望



来源: 公司资料, 农银国际证券预测

图表 19: 长江电力经调整后净利润展望



来源: 公司资料, 农银国际证券预测



估值

目标价人民币 20.00 元；首次覆盖，给予买入评级

我们使用现金流折现模型来评估长江电力的资产，因为水电资产产生的现金流量从长期来看是相当稳定且可预测的。

我们的WACC为7.6%，其无风险利率为2.55%（十年期中国政府债券收益率），股票beta值为1.00（国际水力发电公司的平均水平），而股票风险溢价为9.74%。我们的现金流折现模型分析得出的股权价值为4,400亿元人民币，即每股20.00元人民币，相当于19.5倍2020年预期市盈率和2.8倍2020年预期市净率。

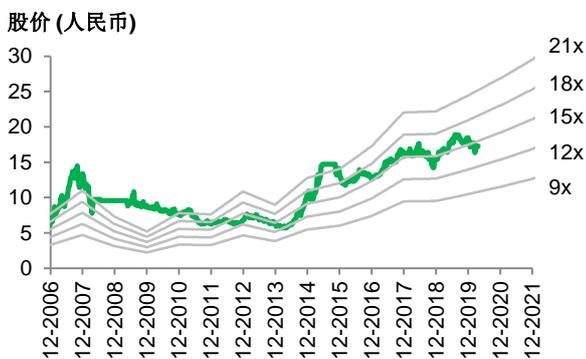
我们考虑了全国乃至全球的几个国际水电运营同行：

- ◆ **香港和中国同业：**根据彭博社市场预估，目前香港和中国上市水电运营商的2020年平均市盈率为11.9倍。市净率方面，平均值则为1.5倍。
- ◆ **国际同业：**根据彭博社市场预估，国际上市水电运营商的2020年平均市盈率目前为21.8倍。市净率方面，平均值则为1.5倍。

我们相信长江电力作为拥有三峡发电站的全球最大的水电运营商，将继续保持在行业的领先地位。此外，长江电力拥有非常强劲的现金流和较高的派息率（2009-19年平均派息率为63%），在市场动荡的情况下投资者应该会青睐。

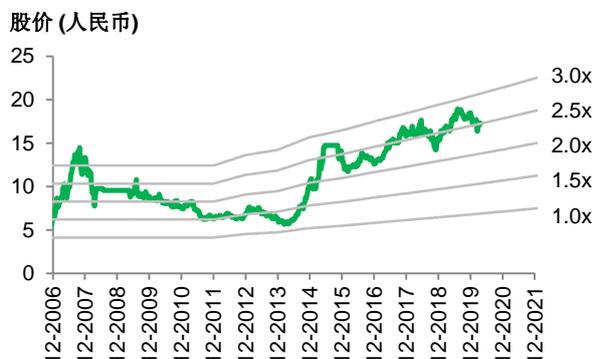
长江电力应该被视为顶级水电运营商，其估值应该要高于国内和全球同行。其世界上最大的水力发电站（三峡发电站）将继续使长江电力在同行中脱颖而出，而新发电站的投运（乌东德和白鹤滩）很可能在未来带来强劲的盈利增长。因此我们认为我们的目标价在人民币20.00元相当于19.5倍2020年市盈率是合理的。

图表 20: 长江电力市盈率图表



来源：公司资料，农银国际证券预测

图表 21: 长江电力市净率图表



来源：公司资料，农银国际证券预测



图表 22: 同业估值比较

名称	股票 代号	股价	市值 (百万 美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		股息率		资产回报率	
				FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
中国及香港											
长江电力	600900 CH	17.24	53,385	17.0	16.7	2.4	2.3	4%	4%	14%	14%
华能水电	600025 CH	3.56	9,020	12.7	11.4	1.2	1.1	4%	4%	9%	9%
国投电力	600886 CH	7.61	7,269	10.2	9.8	1.2	1.1	3%	3%	12%	11%
川投能源	600674 CH	8.82	5,465	12.7	12.2	1.4	1.3	4%	4%	11%	11%
桂冠电力	600236 CH	4.28	4,749	13.7	13.0	2.2	2.0	5%	5%	17%	16%
湖北能源	000883 CH	3.65	3,343	8.9	8.5	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	8%	9%
中国电力	2380 HK	1.56	1,973	7.7	5.9	0.4	0.4	7%	8%	6%	7%
平均值				11.9	11.1	1.5	1.4	4%	5%	11%	11%
国际											
Brookfield Renewable	BEP US	47.23	14,633	33.3	24.3	1.8	2.0	5%	5%	n. a.	n. a.
Meridian Energy	MEL NZ	4.48	6,913	36.4	41.5	2.2	2.3	5%	5%	6%	5%
Aboitiz Power	AP PM	25.50	3,706	10.6	8.5	1.3	1.2	5%	5%	13%	15%
Terraform Power	TERP US	17.22	3,901	n. a.	181.3	1.6	1.6	5%	5%	-4%	-3%
Rushydro Pjsc	HYDR RM	0.63	3,612	6.9	5.5	0.5	0.4	6%	9%	6%	8%
平均值				21.8	52.2	1.5	1.5	5%	6%	5%	6%

来源: 彭博, 以2020年5月6日收市价计算



风险因素

大范围的干旱将打击长江电力的发电量

水力发电依赖降雨和水资源。在中国，水资源量每年都会有不同。中国广泛的干旱将影响水资源量的储存并抑制发电量。最近的事件发生在2013年，长江电力的水力发电量同比下降14%。使公司的净利润同比下降了17.3%。

新电站的投运延迟将影响现金流

新发电站（如乌东德水电站和白鹤滩水电站）的任何运营日期的延误都将影响长江电力的现金流。此外，工程延期还会加剧财务成本的上涨，并削弱长江电力的资产负债表状况。

高净债务将增加财务负担

尽管长江电力的净负债率在2009年-2019年约为50%，并不算高。但在绝对数额上看，2009年-2019年度的净债务在350亿至810亿元人民币之间。高负债会增加利息支出，可能会影响长江电力的利润。

在短期内，除了乌东德和白鹤滩水电站以外，中国没有显着扩张水电装机容量的空间

中国大多数水力发电站都位于河流上。我们认为，中国的水电资源不太可能支持另一座规模与三峡水电站相似的大型水电站。此外，水电厂较长的建设周期（5-10年）将使长江电力短期内不大可能扩大装机容量。

意外事件造成的损坏可能会导致水力发电站停运，甚至造成灾难性后果

地震，台风或意外事件造成的任何损坏都可能导致水电站停运。如果发生严重损坏，大坝后面储存的水将溢出到下游地区，淹没城市，城镇和村庄。

公司简介

中国最大的水电运营商

长江电力是中国最大的水电运营商，运营装机容量为 45.5 吉瓦；在建容量为 26.2 吉瓦。主要资产位于中国最大的河流长江。长江电力经营着世界上最大的水力发电站三峡电站。

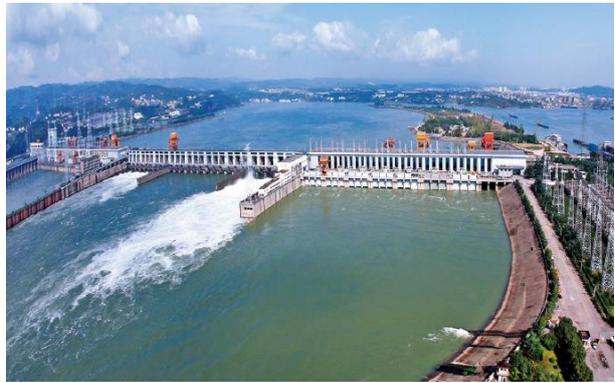
- ◆ **三峡水电站：**2003 年开始运行；装机容量为 22.5 吉瓦。三峡水电站位于长江，靠近宜宾市（湖北省）。以装机容量算，是世界上最大的水电站。
- ◆ **葛洲坝水电站：**1988 年开始运行；装机容量为 2.74 吉瓦；位于长江（中下游）。
- ◆ **向家坝水电站：**2012 年开始运行；装机容量为 6.4 吉瓦；位于金沙江（长江上游）。
- ◆ **溪洛渡水电站：**2013 年开始运行；装机容量为 13.86 吉瓦；位于金沙江（长江上游）。
- ◆ **白鹤滩水电站：**在建；预计于 2021 年开始运营；装机容量为 16 吉瓦；位于金沙江（长江上游）。
- ◆ **乌东德水电站：**在建；预计于 2020 年开始运营；装机容量为 10.2 吉瓦；位于金沙江（长江上游）。

图表 23: 三峡水电站



来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 24: 葛洲坝水电站



来源: 公司资料, 农银国际证券



图表 25: 向家坝水电站



来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 26: 溪洛渡水电站



来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 27: 白鹤滩水电站 (在建)



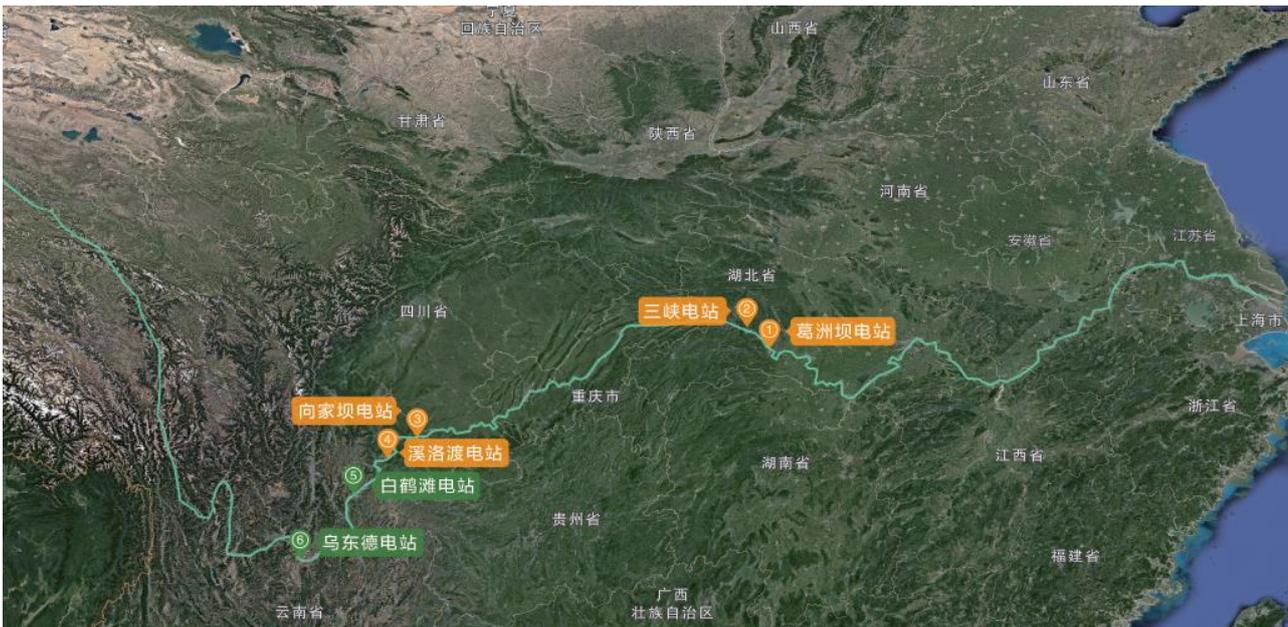
来源: 公司资料, 农银国际证券

图表 28: 乌东德电站 (在建)



来源: 公司资料, 农银国际证券

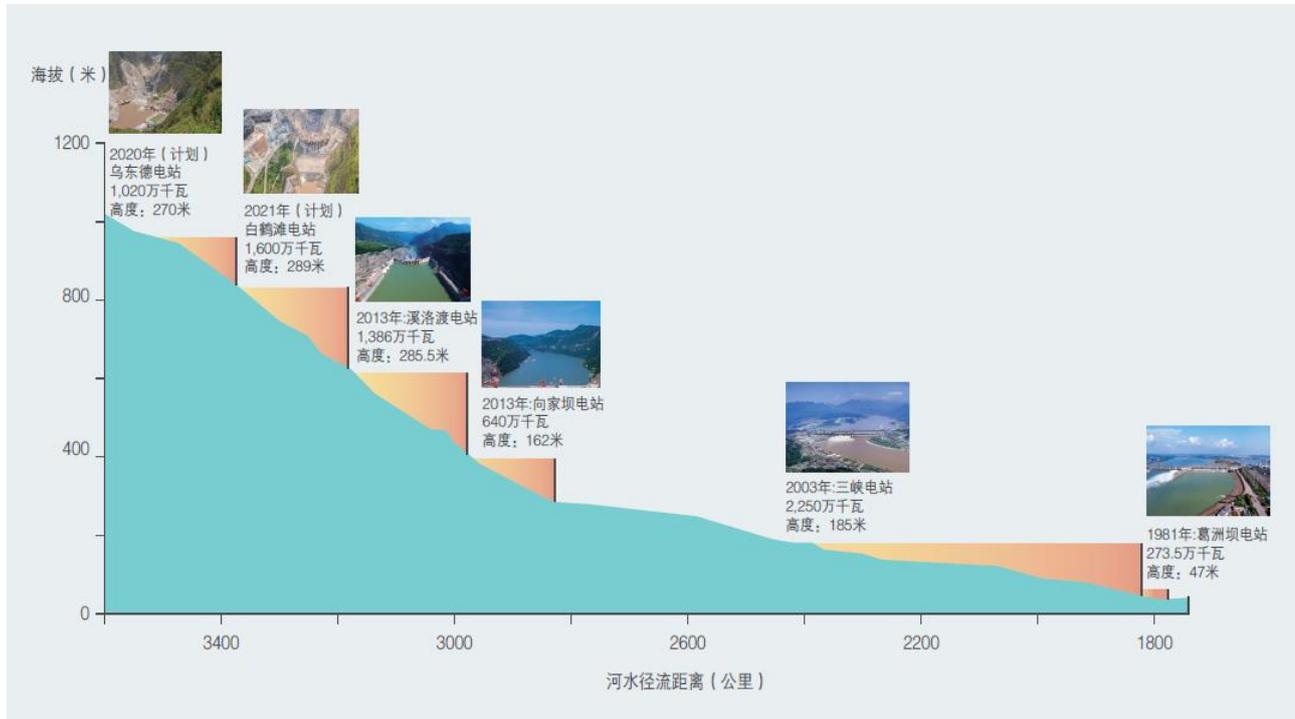
图表 29: 长江电力运营的沿长江水电站



来源: 公司资料, 农银国际证券



图表 30: 长江电力运营的电站的位置和高度



来源: 公司资料, 农银国际证券

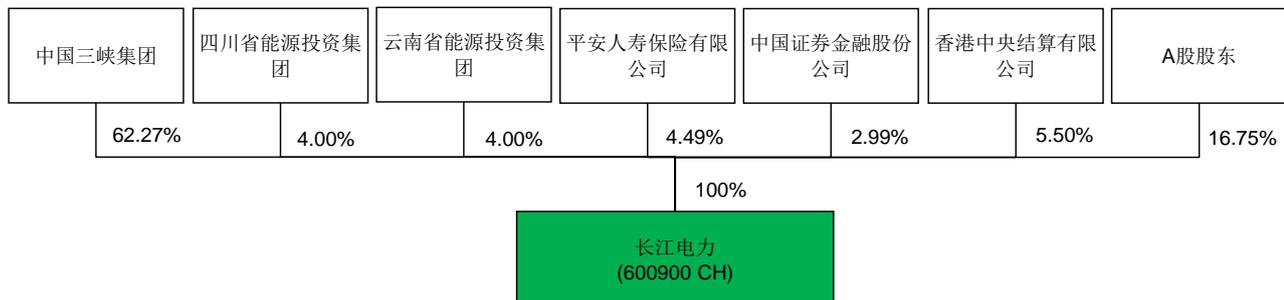
股权结构

股权结构

中国三峡集团是第一大股东，持有长江电力 62.27% 的股份。四川省能源投资集团和云南省能源投资集团各持有 4.00% 的股份。

除能源公司外，平安人寿保险公司和中国证券金融公司分别拥有 4.49% 和 2.99% 的股份。

图表 31: 长江电力 (600900 CH) 的股权结构



来源: 公司资料, 农银国际证券



合并利润表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	51,214	49,874	52,525	65,305	75,477
水电	51,137	49,659	52,289	65,045	75,191
其他	76	215	236	260	286
销售成本	(20,294)	(19,866)	(21,636)	(25,107)	(28,878)
毛利	30,920	30,008	30,889	40,197	46,599
营销, 一般及行政费用	(868)	(882)	(935)	(1,162)	(1,343)
净财务收入(成本)	(5,846)	(5,211)	(4,790)	(9,003)	(11,053)
其他收入/(支出)	2,809	2,712	3,152	3,918	4,529
除税前利润	27,015	26,627	28,316	33,950	38,732
税项	(4,364)	(5,060)	(5,663)	(6,790)	(7,746)
除税后利润	22,651	21,567	22,653	27,160	30,985
净利润归属于:					
少数权益股东	33	24	25	30	34
母公司权益股东	22,611	21,543	22,628	27,130	30,951
经调整母公司权益股东	23,235	21,908	22,628	27,130	30,951
基本每股净利润(人民币)	1.028	0.979	1.028	1.233	1.407
经调整基本每股净利润(人民币)	1.056	0.996	1.028	1.233	1.407
每股股息(人民币)	0.680	0.680	0.669	0.802	0.914

来源: 公司资料, 农银国际预测

合并资产负债表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,485	11,035	15,061	19,538	21,707
现金	5,337	7,323	10,789	13,745	16,186
已抵押和受限制的银行存款	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,630	2,947	2,809	4,348	3,924
其他应收款和预付款	90	83	234	153	290
库存	219	222	229	293	307
其他流动资产	1,209	460	1,000	1,000	1,000
非流动资产	286,012	285,448	349,566	400,328	460,451
物业, 厂房及设备	237,912	226,292	251,632	275,582	316,021
投资物业	29	28	30	30	30
无形资产	181	191	207	224	240
对合资企业和联营企业的投资	21,487	40,258	60,149	81,033	102,962
递延所得税资产	344	369	380	380	380
其他非流动资产	26,060	18,309	37,168	43,079	40,818
总资产	295,497	296,483	364,627	419,865	482,158
流动负债	56,827	55,959	82,552	104,901	135,037
应付账款及应付票据	146	106	176	150	225
其他应付款	21,695	23,278	27,242	32,590	33,133
短期借款	19,196	29,307	51,994	68,781	97,562
其他流动负债	15,790	3,268	3,140	3,381	4,117
非流动负债	95,985	90,508	124,151	147,514	168,804
递延所得税负债	1,080	875	1,000	1,000	1,000
长期借款	60,266	68,395	100,394	118,409	137,424
其他非流动负债	34,639	21,239	22,757	28,105	30,380
总负债	152,812	146,467	206,703	252,415	303,841
少数股东权益	481	506	531	561	595
母公司股东权益	142,203	149,510	157,394	166,889	177,722

来源: 公司资料, 农银国际预测



合并现金流量表

截至12月31日(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前利润	22,611	21,543	22,628	27,130	30,951
折旧和摊销变动	12,209	12,038	13,435	14,832	16,897
营运资金变动	(5,344)	(23,939)	4,864	9,390	3,902
已付所得税	(14,959)	(14,968)	(14,960)	(14,708)	(17,635)
其他	25,220	41,791	2,689	6,391	8,034
经营现金流	39,737	36,464	28,656	43,035	42,149
资本性开支	(14,587)	(17,321)	(20,169)	(21,177)	(22,236)
无形资产增加	0	0	(32)	(34)	(36)
其他	(6,107)	(3,915)	(36,603)	(36,579)	(54,616)
投资现金流	(20,694)	(21,236)	(56,804)	(57,790)	(76,887)
净资本筹集	0	0	0	0	0
净债务融资	(60)	5,419	51,856	37,304	63,958
已付股息	(14,959)	(14,968)	(14,960)	(14,708)	(17,635)
已付利息	(3,987)	(3,675)	(5,283)	(4,885)	(9,143)
其他	2	(44)	0	0	0
融资现金流	(19,005)	(13,269)	31,614	17,711	37,180
净现金变动	37	1,959	3,466	2,956	2,442
年初现金及现金等价物	5,201	5,337	7,323	10,789	13,745
调整(汇率及其他)	98	27	0	0	0
年末现金及现金等价物	5,337	7,323	10,789	13,745	16,186

来源: 公司资料, 农银国际预测

主要数据

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售分布 (%)					
水电	99.85	99.57	99.55	99.60	99.62
其他	0.15	0.43	0.45	0.40	0.38
总和	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
损益比率 (%)					
毛利率	60.37	60.17	58.81	61.55	61.74
营业利润率	62.54	60.40	59.03	61.77	61.96
税前利润率	52.75	53.39	53.91	51.99	51.32
净利润率	44.23	43.24	43.13	41.59	41.05
销售和管理费用/收入	1.70	1.77	1.78	1.78	1.78
实际税率	16.15	19.00	20.00	20.00	20.00
增长率 (%)					
收入	2.13	(2.62)	5.31	24.33	15.58
毛利	4.33	(2.95)	2.94	30.13	15.93
营业利润	(0.65)	(5.94)	2.92	30.11	15.92
净利润	1.69	(4.78)	5.03	19.90	14.08
资产负债表比率					
流动比率 (x)	0.17	0.20	0.18	0.19	0.16
速动比率 (x)	0.14	0.18	0.16	0.17	0.15
现金比率 (x)	0.09	0.13	0.13	0.13	0.12
应收票据周转天数	21.10	20.41	20.00	20.00	20.00
应付账款周转天数	3.21	2.46	2.50	2.50	2.50
库存周转天数	4.57	4.31	4.00	4.00	4.00
总债务/权益比率 (%)	55.69	65.13	96.49	111.79	131.78
净债务/权益比率 (%)	51.95	60.25	89.66	103.58	122.70
回报比率 (%)					
平均资产回报率	7.60	7.28	6.85	6.92	6.86
平均股本回报率	16.31	14.77	14.75	16.73	17.96
派息率	66.20	69.44	65.00	65.00	65.00

来源: 公司资料, 农银国际预测



权益披露

分析员, 吴景荃, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及 或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员 亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司, 可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

股票评级及定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报 (10%)
持有	市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 (-10%)

注:

股票投资回报 = 未来12个月股票价格预期百分比变化 + 总股息收益率

市场回报率 = 自2008年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数于2008-19年间的年均复合增长率为10%)

目标价的时间范围: 12个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

本报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发。

办公地址: 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183