

中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

核心观点

公司对外投资战略意义升级，从平滑业绩的“稳定器”转变为释放核心水电站战略价值、实现业绩与股东回报长期成长的“放大器”，并有望帮助公司突破传统水电商业模式与估值的局限。看好对外投资对公司长期提振，维持“买入”评级。

■ 对外投资：始于水电，不止于水电。公司对外投资曾长期充当平滑枯水年业绩及股息的“稳定器”。但随着在手流域开发接近尾声，远期来看，公司有望凭借对外投资突破传统水电公司商业模式与估值的局限：公司成长将不再单纯依赖于水电装机的成长；业绩对来水与电价的敏感性有望降低；估值依然适用DCF/DDM方法，而永续增长率有望高于水电行业隐含的零增长假设。

■ 投资规模：投入加速，贡献升级。为了服务于公司发展战略，并配合新会计准则的要求，公司近年来对外投资明显加速，并力图通过推动权益法核算实现投资对业绩的稳定贡献。2019年，公司投资收益30.7亿元，已达到利润总额的11.5%。截至2020年半年度，公司长期股权投资账面总价值已达到458.5亿元，占总资产的13.8%；若考虑4月底并表的秘鲁LDS以及其他股票投资，公司对外投资合计占总资产比重料已接近25%。

■ 投资领域：聚焦主营，战略优先。截至1H2020，公司对外投资账面价值有83%在电力产业链，11%在金融领域，另有6%的早年多元化投资。近年来，公司新增对外投资几乎完全聚焦于电力主营的战略布局，包括：①在流域上游寻求联合调度，②在产业链下游拓展配售电布局，③加强海外投资，④与主要售电区域的地方能源平台强化股权纽带。公司由此有望放大核心水电资产的产业链价值。

■ 投资效益：增厚业绩，重视现金。公司近12年长期股权投资加权平均ROA为6.4%，非常接近公司6.7%的整体ROA，其中2017~2019年长期股权投资ROA为7.8%/7.7%/7.3%，连续跑赢公司7.4%/7.6%/7.3%的整体ROA，实现增厚盈利。由于权益法核算不以分红为前提，预计公司或将推动参股公司强化分红，从而强化投资收益的现金兑现率，支撑后续投资与分红。

■ 风险因素：对外投资收益低于预期，对现金流的占用高于预期，投资领域过度发散，来水发电低于预期，上网电价低于预期。

■ 投资建议：我们维持公司2020~2022年EPS预测为1.02/1.05/1.09元，现价对应动态PE为20/20/19倍，看好对外投资对公司业绩、股息与估值的长期利好，维持“买入”评级。

长江电力 600900

| 评级 | 买入（维持） |
|-----------|--------------|
| 当前价 | 20.71元 |
| 目标价 | -元 |
| 总股本 | 22,000百万股 |
| 流通股本 | 22,000百万股 |
| 52周最高/最低价 | 20.71/16.36元 |
| 近1月绝对涨幅 | 1.42% |
| 近6月绝对涨幅 | 11.69% |
| 近12月绝对涨幅 | -2.40% |

| 项目/年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 51,214 | 49,874 | 53,262 | 57,200 | 57,418 |
| 营业收入增长率 | 2.1 | -2.6 | 6.8 | 7.4 | 0.4 |
| 净利润(百万元) | 22,611 | 21,543 | 22,525 | 23,075 | 23,879 |
| 净利润增长率 | 1.7 | -4.7 | 4.6 | 2.4 | 3.5 |
| 每股收益EPS(基本)(元) | 1.03 | 0.98 | 1.02 | 1.05 | 1.09 |
| 净资产收益率ROE% | 15.9 | 14.4 | 14.3 | 14.1 | 13.9 |
| PE | 20 | 21 | 20 | 20 | 19 |
| PB | 3.2 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年9月18日收盘价

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 投资意义：水电现金流赋能，从稳定器到放大器..... | 1 |
| 水电现金创造能力突出，赋能对外投资 | 1 |
| 从“稳定器”到“放大器”，对外投资战略意义提升 | 2 |
| 远期来看，对外投资有望优化公司商业模式与估值体系 | 3 |
| 投资规模：投入加速，贡献升级 | 4 |
| 投资领域：一主两翼，战略聚焦 | 5 |
| 投资战略概览 | 5 |
| 战略领域之一：推动流域上游联合调度 | 6 |
| 战略意义之二：拓宽产业链下游配售电业务 | 7 |
| 战略意义之三：拓宽海外运作平台 | 9 |
| 战略意义之四：融入地方能源发展 | 9 |
| 密集增持同行业优质上市公司，增持时点整体审慎 | 9 |
| 投资效益：增厚业绩，重视现金 | 11 |
| 投资收益率连年稳健，有效增厚股东回报 | 11 |
| 投资收益额主要来自电力与金融领域 | 12 |
| 不同领域投资收益率呈现一定梯度 | 12 |
| 对于参股公司的现金分红重视程度有望提升 | 13 |
| 风险提示 | 13 |
| 投资建议：盈利与估值模式的优化 | 14 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1：近年来电力龙头公司电力业务毛利率对比..... | 1 |
| 图 2：2019 年电力龙头公司电力业务营业成本结构对比 | 1 |
| 图 3：公司历年自由现金流与年末装机容量情况..... | 2 |
| 图 4：2019 年电力龙头公司资本开支/折旧摊销比例 | 2 |
| 图 5：2008~2019 年长江电力投资收益与剔除投资收益后的利润总额增速..... | 3 |
| 图 6：公司历年累计原始投资余额与新增对外投资 | 4 |
| 图 7：公司历年交易性股票投资账面浮盈（受转权益法核算影响波动） | 4 |
| 图 8：长江电力历年经营净现金流向分配 | 5 |
| 图 9：公司长期股权投资及对外投资总额占总资产比例..... | 5 |
| 图 10：公司长期股权投资收益及总投资收益占利润总额比例 | 5 |
| 图 11：公司历年长期股权投资分领域布局..... | 6 |
| 图 12：公司 1H2020 末长期股权投资分领域占比..... | 6 |
| 图 13：长江电力增持川投能源时点选择 | 11 |
| 图 14：公司近年来长期股权投资收益率与公司整体 ROA 对比 | 11 |
| 图 15：公司在权益法下确认的长期股权投资收益按领域拆分 | 12 |
| 图 16：公司 2019 年权益法核算的长期股权投资收益按领域构成 | 12 |
| 图 17：公司历年电力板块细分领域长期股权投资收益率..... | 13 |
| 图 18：公司历年金融产业链长期股权投资收益率..... | 13 |
| 图 19：公司历史 PE-BAND | 14 |
| 图 20：公司历史 PB-BAND | 14 |

表格目录

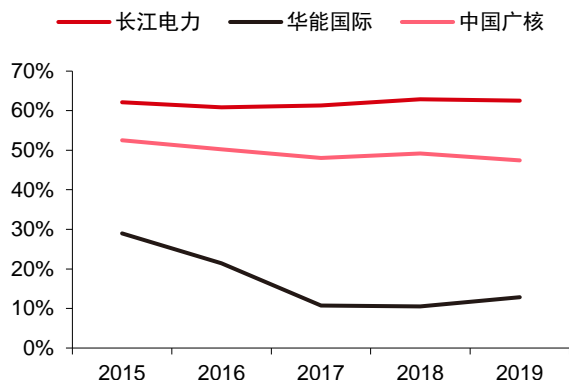
| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1：三峡与葛洲坝发电量丰枯比在上游溪洛渡向家坝投运前后对比 | 7 |
| 表 2：公司联合调度领域对外投资一览 | 7 |
| 表 3：公司配售电领域对外投资一览..... | 8 |
| 表 4：公司海外项目对外投资一览 | 9 |
| 表 5：公司对地方能源平台对外投资一览 | 9 |
| 表 6：长江电力近年来对电力行业上市公司持股比例变化 | 10 |
| 表 7：公司历年前五大长期股权投资标的 | 10 |

■ 投资意义：水电现金流赋能，从稳定器到放大器

水电现金创造能力突出，赋能对外投资

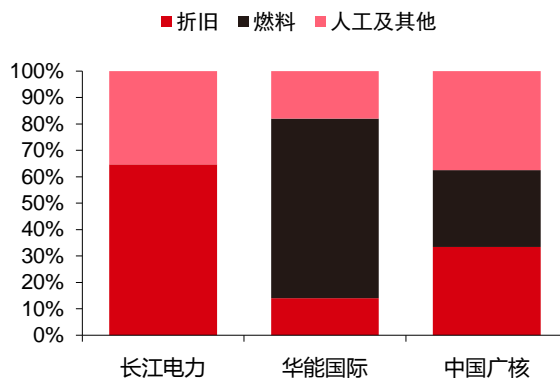
水电业务毛利率稳定且经营活动现金流优异。大型水电因发电无需燃料且多年来水基本稳定，毛利率高度稳定；高经营杠杆使得营业成本中折旧占比较高，经营现金流明显高于报表净利润。公司多年毛利率均稳定在 60% 以上，在毛利率水平、毛利率稳定性、单位装机的现金创造能力等方面均强于国内火电代表性龙头华能国际和核电龙头中国广核。

图 1：近年来电力龙头公司电力业务毛利率对比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 2：2019 年电力龙头公司电力业务营业成本结构对比

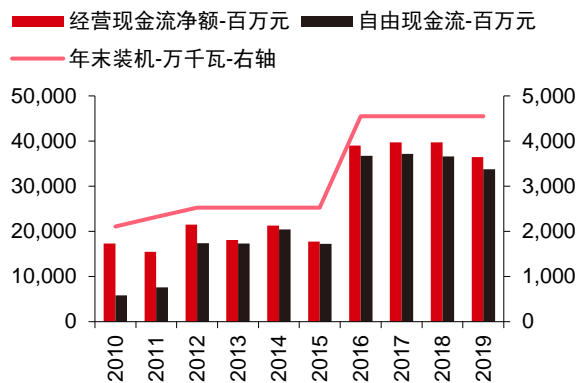


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

维持性资本开支压力较小。水电公司的固定资产主要以大坝为主，大坝实际使用年限（约 100 年）远高于折旧年限（约 30 年），因此水电公司的维持性资本支出规模有限。在新电站开发模式上，公司传统上由集团层面投建后注入公司，故在没有电站注入的情况下新建电站所需的资本开支压力也较小。以 2019 年为例，公司资本开支 27.2 亿元，仅占当年折旧摊销额的 23%，其中对在手电站的固定资产投资额仅 6.1 亿元。

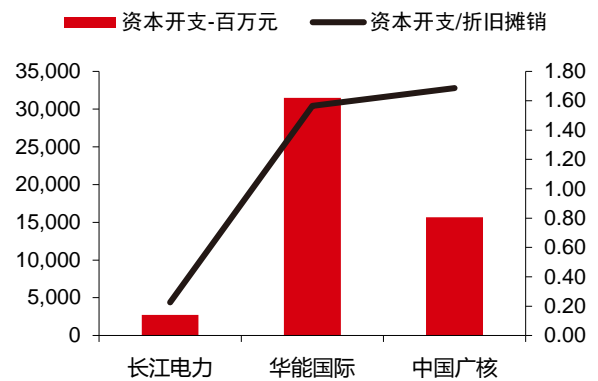
自由现金流伴随电站注入而不断爬坡。公司历年来经营现金流与自由现金流伴随装机容量提升而不断爬坡。2016 年溪洛渡、向家坝注入后，经营现金流整体提升约 200 亿元。2016~2019 年，公司经营活动现金流稳定在 360-390 亿元，自由现金流则稳定在 340-370 亿元。

图 3：公司历年自由现金流与年末装机容量情况



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

图 4：2019 年电力龙头公司资本开支/折旧摊销比例



资料来源：长各公司公告，中信证券研究部

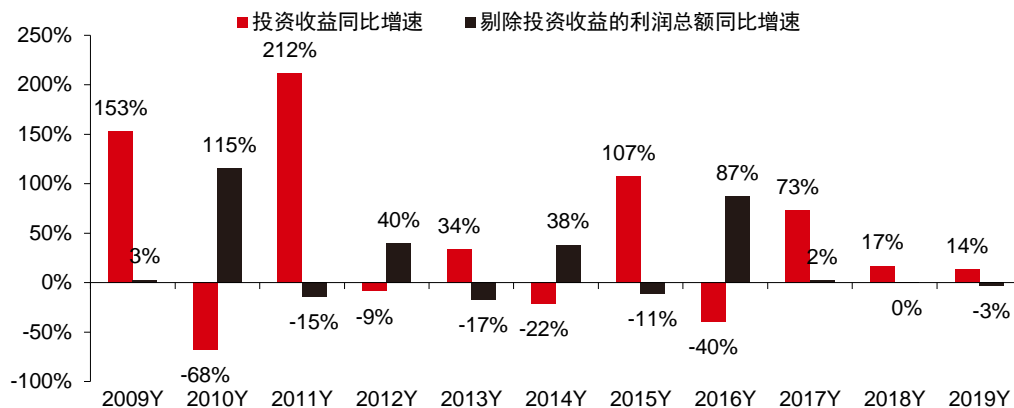
乌东德、白鹤滩投产注入后，公司自由现金流有望进一步增厚约 200 亿元。乌东德水电站装机容量 1,020 万千瓦，年设计发电量 389 亿千瓦时，预计 2020 年中首台机组投运，2021 年全部投运。白鹤滩水电站装机容量 1,600 万千瓦，年设计发电量 624 亿千瓦时，公司预计 2021 年中首台机组投运，2022 年全部投运。考虑到溪洛渡、向家坝年发电量约 950 亿千瓦时，注入后实际增厚公司现金流超 200 亿元，而乌东德、白鹤滩年合计发电量约 1,013 亿千瓦时，我们预计乌东德、白鹤滩全部投运并注入后，对公司自由现金流的增厚幅度同样有望接近 200 亿元级别。

从“稳定器”到“放大器”，对外投资战略意义提升

对外投资曾经是公司平滑业绩与股息的“稳定器”。在公司于 2019 年开始执行新会计准则之前，可供出售的金融资产持有期间产生的投资收益可以在确认时从其它资本公积科目转入利润表的净利润。公司因此常在来水偏枯的年份减持在手的建行 H 股等金融资产，从而获取一次性增量投资收益，以平滑业绩，维持业绩与股息的稳定。公司有足够把握在 2016-2020 年之间承诺不低于 0.65 元/股的股息绝对额，其中对外投资带来的调控余地是重要原因。

近年来，公司投资收益变动与剔除投资收益后的主营业务利润变动的反向波动特征异常明显，通常在公司主营发电业务利润同比下滑的年份，投资收益出现同比提升，以丰补欠的特征异常明显。

图 5：2008~2019 年长江电力投资收益与剔除投资收益后的利润总额增速（%）



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部测算

新会计准则实施后，增持并转权益法核算成最优策略。公司自 2019 年起执行新会计准则，金融资产的投资收益计入其他综合收益的将无法在出售时进入利润表的净利润。在此情况下，对公司而言最优的对外投资策略将是通过增加对被投资标的的持股比例，以派驻董事等方式施加重大影响后，将对外投资转入权益法核算。与原本的成本法核算相比，权益法核算的优点在于，可以更及时、更稳定地确认被投资标的的业绩，并不受对方分红金额与时点的波动限制，也不会因被投资标的的股价波动而产生公允价值变动损益。

流域开发接近尾声，对外投资解决成长问题。按照规划，白鹤滩将在 2022 年全部投运，届时三峡集团的在手大型水电站将全部开发完毕。公司需要为后续的持续成长寻找新的突破口。在此过程中，对外投资必然承担更高的战略意义，将成为公司业绩与股东回报增量的主要来源。

远期来看，对外投资有望优化公司商业模式与估值体系

推动公司业务突破和升级，实现公司发展战略持续突破。从公司发展战略看，公司在持续夯实全球水电龙头地位同时，正在逐步扩大业务领域和区域，通过持续大体量对外投资推动公司在产业链延伸和国际化战略方面实现突破，推动公司正在从单一发电企业向综合能源服务过渡。这意味着从中长期角度看，对外投资将从简单降低公司业绩波动的定位逐步升级到推动公司业务升级的重要高度，逐步降低公司业绩与股息对发电业务中来水以及电价的敏感性，从而提升公司预期的稳定性。

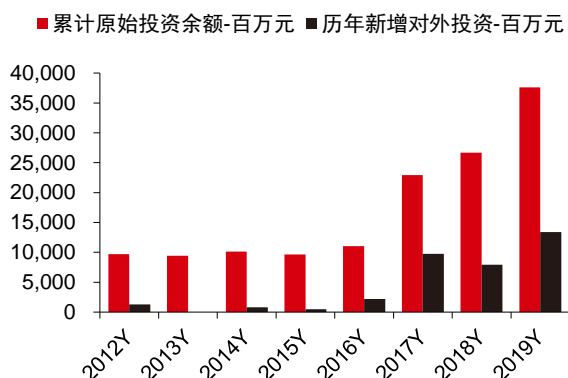
永续增长率的隐含假设或应大于零。公司由于水电现金流稳定，并具备 10 年期的高派息承诺，高度适用于绝对估值法估值。在典型的水电公司绝对估值中，包括公司在内，市场此前隐含的永续增长率为零，即默认水电公司在在手流域开发完毕后规模即不再增长。然而，对外投资的持续加码与投资收益的持续确认，有望使得公司真实的永续增长率大于零。这有望使得公司的合理估值水平得到重估。

■ 投资规模：投入加速，贡献升级

公司对外投资体量在近年来明显提升。近年来公司借助充沛的自由现金流，持续进行对外投资，投资规模持续扩大。2019 年末，公司投资科目账面价值已达到 505.03 亿元（以长期股权投资，其他权益工具投资及其他非流动金融资产计算），占总资产比例达 17%，其中长期股权投资账面价值达到 402.58 亿元，占总资产比例 13.8%，是公司投资科目中最重要的组成部分。如果考虑到公司 2020 年 4 月 24 日完成并购的秘鲁 LDS 公司控股权，则公司对外投资对应资产规模料已接近整体总资产的 25%。

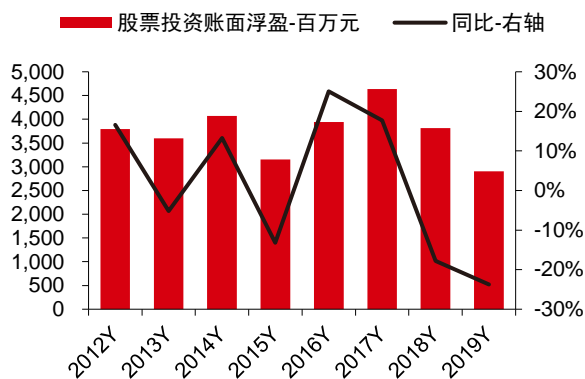
公司年新增对外投资金额逐年提升。从公司对外原始投资规模来看，截至 2019 年底，公司共持有 51 家参股公司股权，累计原始投资余额约 376 亿元；2019 年新增对外投资 134 亿元，新增对外投资金额创历史新高；2020 年，考虑并购 LDS 付出的 256.91 亿元在内，并且考虑公司上半年在参股公司股价低点的密集增持操作，我们预计公司全年对外投资体量将接近 400 亿元，进一步创历史新高。

图 6：公司历年累计原始投资余额与新增对外投资



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

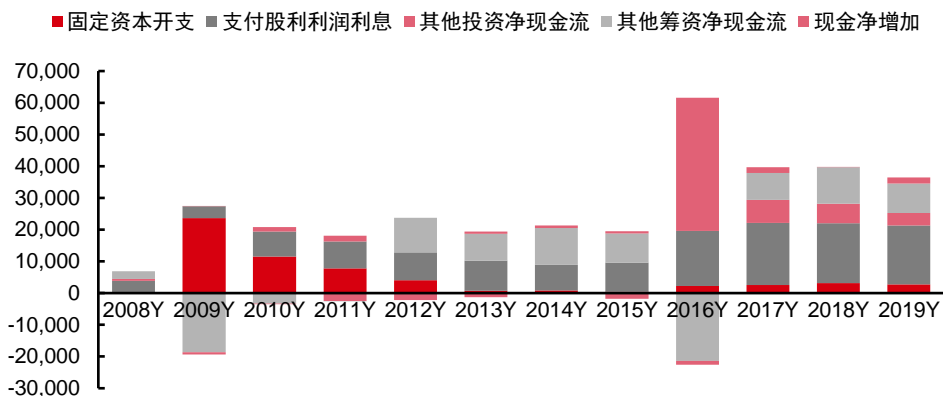
图 7：公司历年交易性股票投资账面浮盈（受转权益法核算影响波动）



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

我们预计公司 2020 年接近 400 亿元的对外投资规模已经相当于 2019 年全年的经营现金流净额，主因是其中包含了并购 LDS 的一次性影响。因此，2021 年及以后，如果没有类似 LDS 体量的新增重大投资项目，我们预计公司对外投资金额或将回落至 100~200 亿元区间，从而取得经营现金流、投资现金流与还债分红的更好平衡。

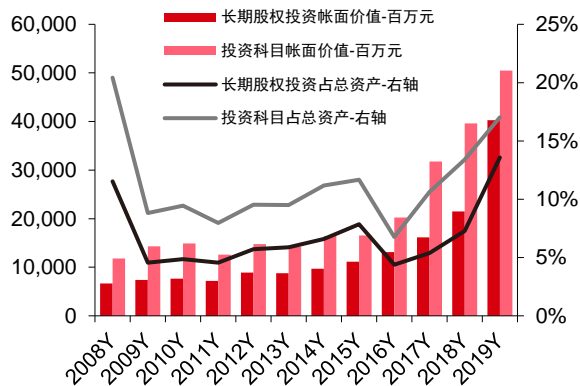
图 8：长江电力历年经营净现金流向分配（百万元）



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

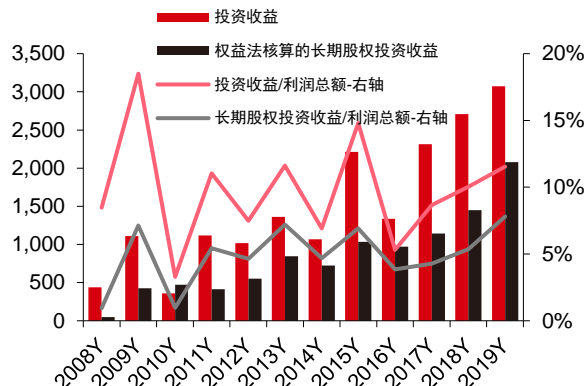
公司投资收益对业绩贡献度逐年提升。随着公司对外投资科目规模逐渐扩大，公司投资收益绝对数额也稳步提升，2019 年公司全年累计实现投资收益 30.75 亿元，投资收益规模创历史新高，占利润总额比例达到 11.5%，占比较 2018 年提升 1.5 个百分点。权益法核算的长期股权投资收益达到 20.77 亿元，占利润总额的 7.8%，占比较 2018 年提升 2.4 个百分点。

图 9：公司长期股权投资及对外投资总额占总资产比例（百万元）



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

图 10：公司长期股权投资收益及总投资收益占利润总额比例（百万元）



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

■ 投资领域：一主两翼，战略聚焦

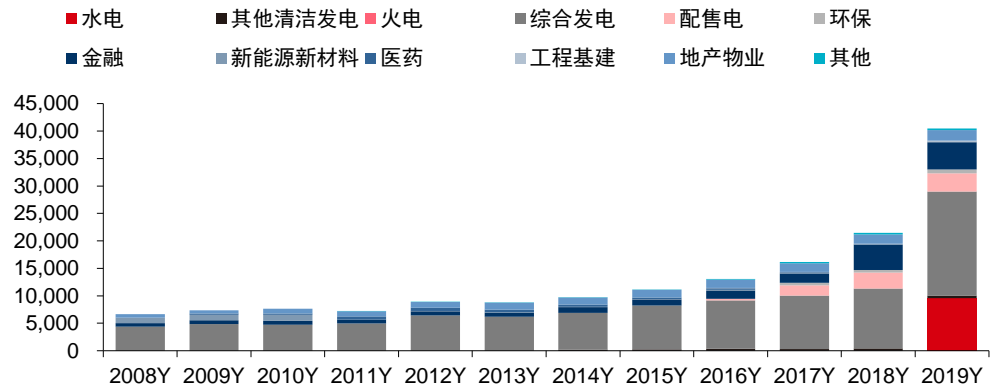
投资战略概览

坚持“一主两翼”的清晰战略。从公司历年长期股权投资投向领域来看，公司对外投资坚持“一主两翼”战略，即以水电主营为主要发力点，并积极强化配售电业务与海外业务的两翼布局。

公司对电力产业链的对外投资占比最高，且不断提升。从长期股权投资的帐面价值来看，截至 2020 年中期，公司在电力领域的投资占比达 82.7%，较期初提升 2.9 个百分点；

在金融板块的投资占比达 11.0%，较期初下滑 1.3 个百分点，此外公司还有 6.3% 的投资是早年布局的地产物业、环保、工程基建等板块。

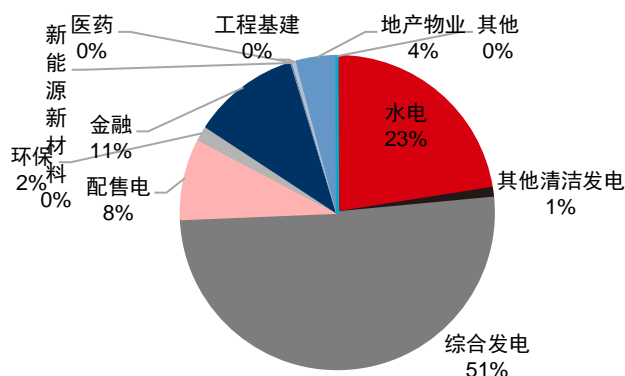
图 11：公司历年长期股权投资分领域布局（百万元）



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

公司发电侧布局显著高于配售电布局。从公司对于电力行业的长期股权投资细分配置来看，占比最高的领域为综合发电板块，截至 2020 年中期占全部长期股权投资的 50.8%，较期初增长 3.9 个百分点，其中主要投资包括主要包括湖北能源、广州发展、国投电力、上海电力等公司股权，而 2020 年上半年占比提升的原因是公司成功向申能股份派驻董事，对其转入权益法核算。公司在电力行业投资占比第二大的领域是水电，2020 年中期占比为 22.5%，其中包括川投能源股权以及华电金沙江中游公司（下称“金中公司”）股权。公司在电力行业投资占比第三大的是配售电，2020 年中期占全部长期股权投资的 8.4%，其中包括控股的三峡水利、参股的拟 IPO 公司南网能源股权，以及其他中小型地方配售电公司。

图 12：公司 1H2020 末长期股权投资分领域占比



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

战略领域之一：推动流域上游联合调度

公司在运以及未来将注入的 6 座大型水电站位于金沙江下游与长江中上游流域。为了

将在水电站的发电量与业绩最大化，除了对在水电站进行联合调度之外，由地处公司流域上游的大型水电站加入联合调度序列，也是重要手段。为了实现常态化的联合调度，有必要强化与相关公司的股权纽带，加强对其影响力。

在实际运营中，这将有助于优化公司在水电站的水头与入库流量，帮助电量增发与业绩增长。此外，通过合理的季度间蓄能调度，水电站汛期发电量可以被平滑至枯水期发出，从而在枯水期发电供应偏少时享受更高电价。我们统计发现，上游的溪洛渡、向家坝投运前后，三峡与葛洲坝的丰枯比（Q3 发电量/Q1 发电量）分别出现了约 30%/20%的下滑，即意味着电站的调节能力增强，发电量与电价效益有望提升。由此，预计公司将实现与外部水电站组的整体电量与业绩增发，并通过利益分享机制实现共赢。

表 1：三峡与葛洲坝发电量丰枯比在上游溪洛渡向家坝投运前后对比

| | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 溪洛渡 | 累计享受调节库容-亿方 | | | | | 64.6 | 64.6 | 64.6 | 64.6 |
| | 丰枯比（Q3/Q1） | | | | | 2.6 | 2.4 | 2.5 | 2.0 |
| 向家坝 | 累计享受调节库容-亿方 | | | | | 73.6 | 73.6 | 73.6 | 73.6 |
| | 丰枯比（Q3/Q1） | | | | | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 2.2 |
| 三峡 | 累计享受调节库容-亿方 | 221.5 | 221.5 | 221.5 | 221.5 | 295.1 | 295.1 | 295.1 | 295.1 |
| | 丰枯比（Q3/Q1） | 3.4 | 2.9 | 3.4 | 2.3 | 2.0 | 2.4 | 2.6 | 2.1 |
| 葛洲坝 | 累计享受调节库容-亿方 | 222.4 | 222.4 | 222.4 | 222.4 | 296.0 | 296.0 | 296.0 | 296.0 |
| | 丰枯比（Q3/Q1） | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 1.6 | 1.9 | 1.6 | 1.7 |
| 公司综合 | 丰枯比（Q3/Q1） | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 2.4 | 2.1 |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

公司在联合调度方面的主要目标是雅砻江水电、金沙江中游水电以及黔源电力运营的贵州省水电。随着雅砻江中游两河口龙头水库以及金沙江中游电站的持续投建，公司至少将享受上游水位抬升带来的自然增发。此外，在雅砻江方面，公司举牌并持续增持国投电力（控股雅砻江 52%）以及川投能源（参股雅砻江 48%）股权，并已经拿到国投电力的 1 席董事会席位。在金沙江中游方面，公司通过收购 23% 股权，已经成为金中公司第二大股东。在贵州省，公司在 1H2020 完成对黔源电力举牌，最新持股达到 8%。

表 2：公司联合调度领域对外投资一览

| 标的 | 开始持股日期 | 最新股比 | 战略协同 | 1H2020 帐面价值-百万元 | 2019 投资收益-百万元 |
|------|--------|--------|---------------|-----------------|---------------|
| 国投电力 | 4Q2016 | 13.04% | 雅砻江水电位于公司电站上游 | 7,468 | 397 |
| 川投能源 | 1Q2017 | 13.23% | 雅砻江水电位于公司电站上游 | 5,431 | 247 |
| 金中公司 | 1H2020 | 23.00% | 金沙江中游位于公司电站上游 | 4,929 | 0 |
| 黔源电力 | 4Q2018 | 8.00% | 贵州水电位于长江上游支流 | N/A | N/A |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

战略意义之二：拓宽产业链下游配售电业务

配售电业务是公司“一主两翼”战略部署的其中一翼。面对 2015 年第二轮电改开始以来的配售电改革热潮，公司有望凭借优质低价的水电资源，在发电侧占据较强的竞争优势，从而在下游配售电业务中取得延伸拓展。

公司在 2020 年中完成了对三峡水利的重大资产重组，将重庆地区四家地方电网资产

顺利注入。此外，公司承诺将三峡水利作为唯一的配售电业务上市公司平台。考虑到长江电力体内尚有参股安徽、陕西等多地的配售电公司资产，我们预计此类资产在培育成熟之后，也将被注入到三峡水利的上市公司平台中。

公司在 2020 年 4 月完成并购了秘鲁配售电龙头公司 LDS 的 83.64%控股权，实现并表，后续将触发对路德斯公司剩余不超过约 13.7%股份的强制要约收购。2020 年上半年，LDS 公司在并表 2 个月又 7 天的时间中，贡献营业收入 10.04 亿元，净利润 1.52 亿元，占公司 2Q2020 净利润的 2.6%。我们认为，收购 LDS 公司后，长江电力有望吸收其在秘鲁成熟电力市场开展配售电业务的经验，反哺国内配售电业务发展。

公司在 2019 年增资并获得绿色能源混改股权投资基金（广州）合伙企业（有限合伙）（本段以下简称“标的公司”）股权，并已实现权益法核算。标的公司持有南网能源的 20.52%股权（完成 IPO 发行后股比预计摊薄至 16.42%）。南网能源是南方电网旗下的综合能源服务拟 A 股 IPO 公司。具体来看，三峡电能持有标的公司的 11.9%股权，而三峡电能由长江电力控股 70%、三峡资本参股 30%；此外，三峡资本另有单独持有标的公司的 11.9%股权，三峡资本由长江电力参股 10%。

公司近年来陆续增持广安爱众，而广安爱众与三峡水利类似，拥有地方电网以及自有发电资产。广安爱众经营区域紧邻重庆市，且距离三峡水利的经营区域不远，同样属于有协同潜力的配售电资产。

除了上述较大的配售电对外投资之外，公司还在重庆、安徽、广东、陕西等地参股了多项配售电资产。尤其是在重庆地区，公司借助三峡水利的配售电上市公司平台，整合参股了多家当地配售电公司，初步形成了较为深厚的布局。我们预计未来公司将进一步加强对接配售电业务的培育与整合。

表 3：公司配售电领域对外投资一览

| 标的 | 开始持股日期 | 最新股比 | 战略协同 | 1H2020 帐面价值-百万元 | 2019 投资收益-百万元 |
|----------------------------|--------|--------|-----------------|-----------------|---------------|
| 三峡水利 | 2Q2016 | 18.88% | 国内配售电平台 | 2,802 | 38 |
| LDS | 2Q2020 | 83.64% | 秘鲁配售电 | N/A | 2020 年 4 月并表 |
| 绿色能源混改股权投资基金（广州）合伙企业（有限合伙） | 2H2019 | 11.90% | 参股南网能源 20.52%股权 | 121 | 3 |
| 广安爱众 | 4Q2018 | 4.90% | 四川广安配售电 | N/A | N/A |
| 重庆涪陵能源实业集团有限公司 | N/A | N/A | 重庆配售电 | 600 | 12 |
| 云南长江农垦能源发展有限公司 | N/A | N/A | 重庆配售电 | 37 | -5 |
| 重庆佑泰能源有限公司 | N/A | N/A | 重庆配售电 | 21 | -3 |
| 重庆涪陵三峡长涪股权投资基金合伙企业（有限合伙） | N/A | N/A | 重庆配售电 | 40 | 0 |
| 重庆两江三峡兴弘股权投资基金合伙企业（有限合伙） | N/A | N/A | 重庆配售电 | 42 | 1 |
| 重庆黔江三峡长涪股权投资基金合伙企业（有限合伙） | N/A | N/A | 重庆配售电 | 41 | 0 |
| 重庆长兴佑能源有限公司 | N/A | N/A | 重庆配售电 | 22 | -11 |
| 三峡电能（安徽）有限公司 | N/A | N/A | 安徽配售电 | 67 | 4 |

| 标的 | 开始持股日期 | 最新股比 | 战略协同 | 1H2020 帐面价值-百万元 | 2019 投资收益-百万元 |
|--------------|--------|------|-------|-----------------|---------------|
| 三峡电能（广东）有限公司 | N/A | N/A | 广东配售电 | 31 | -2 |
| 陕西延安电业有限责任公司 | N/A | N/A | 陕西配售电 | 30 | 3 |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

战略意义之三：拓宽海外运作平台

海外业务是公司“一主两翼”战略部署的其中一翼。我们认为，公司积极“走出去”拓展海外业务，一方面有助于更高效地使用早年在海外获得的美元现金，并通过项目运营持续实现美元现金流入。另一方面，公司有望吸收海外成熟电力市场经验，进一步提升在电力产业链运营与投资的核心竞争力。

2017 年，公司完成并购了德国海上风电项目。2020 年 4 月，公司完成并购秘鲁 LDS 公司控股权，进一步扩大了海外布局。

表 4：公司海外项目对外投资一览

| 标的 | 开始持股日期 | 最新股比 | 战略协同 | 1H2020 帐面价值-百万元 | 2019 投资收益-百万元 |
|--------|--------|--------|--------|-----------------|---------------|
| 德国海上风电 | 3Q2016 | 3.000% | 海外清洁能源 | 146 | -3 |
| LDS | 2Q2020 | 83.64% | 秘鲁配售电 | N/A | N/A |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

战略意义之四：融入地方能源发展

根据国家和各地电力统筹规划，公司在运的 4 座电站以及拟注入的 2 座电站，向全国数十个省区送电，其中尤其向湖北、广东、上海、江苏、浙江等华东、华中等用电负荷大省送电较多。为了融入地方能源发展，在送电关系之上建立更深厚的股权纽带，公司历年来陆续持有了各地的地方能源平台上市公司股权，包括湖北能源、上海电力、申能股份、广州发展等。1H2020，公司通过对申能股份派驻董事，实现了对其权益法核算。此外，公司的关联公司三峡资本作为战略投资者，参股了福建省电力上市平台福能股份的 8.57% 股权。

表 5：公司对地方能源平台对外投资一览

| 标的 | 开始持股日期 | 最新股比 | 战略协同 | 1H2020 帐面价值-百万元 | 2019 投资收益-百万元 |
|------|--------|--------|----------|-----------------|---------------|
| 湖北能源 | 2007 | 44.31% | 湖北地方能源平台 | 8,088 | 421 |
| 广州发展 | 2006 | 19.96% | 广州地方能源平台 | 3,849 | 157 |
| 上海电力 | 2007 | 9.00% | 上海地方能源平台 | 1,586 | 37 |
| 申能股份 | 2019 | 8.14% | 上海地方能源平台 | 2,413 | 2020 年转入权益法 |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

密集增持同行业优质上市公司，增持时点整体审慎

基于上述战略构想，结合相关上市公司的二级市场股价表现，公司在近年来对相关上市公司的股权增持明显加速。2019 年，公司完成了对国投电力与川投能源转入权益法核算。2020 年，公司将申能股份与金中公司纳入权益法核算范畴。

表 6：长江电力近年来对电力行业上市公司持股比例变化

| 长江电力持股 | 湖北能源 | 三峡水利 | 广州发展 | 上海电力 | 申能股份 | 川投能源 | 国投电力 | 桂冠电力 | 黔源电力 | 广安爱众 |
|----------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 2014Y | 29.65% | | 11.75% | 8.01% | | | | | | |
| 2015Q1 | 29.65% | | 11.75% | 6.05% | | | | | | |
| 2015H1 | 29.65% | | 11.51% | 5.67% | | | | | | |
| 2015Q3 | 29.96% | | 12.82% | 5.67% | | | | | | |
| 2015Y | 24.62% | | 12.82% | 5.67% | | | | | | |
| 2016Q1 | 24.62% | 0.00% | 13.26% | 5.67% | | | | | | |
| 2016H1 | 25.62% | 3.74% | 13.26% | 5.67% | | | | | | |
| 2016Q3 | 25.62% | 5.00% | 14.14% | 5.67% | | | 0.00% | | | |
| 2016Y | 25.62% | 5.20% | 14.14% | 5.67% | | 0.00% | 1.92% | | | |
| 2017Q1 | 25.62% | 17.40% | 12.54% | 3.51% | | 0.46% | 5.00% | | | |
| 2017H1 | 26.62% | 17.40% | 12.54% | 2.61% | | 1.69% | 5.00% | | | |
| 2017Q3 | 27.62% | 17.40% | 12.54% | 2.59% | | 4.50% | 5.00% | | | |
| 2017Y | 27.62% | 19.99% | 13.85% | 2.30% | | 4.50% | 5.00% | | | |
| 2018Q1 | 27.62% | 19.99% | 15.23% | 2.30% | | 5.00% | 7.56% | | | |
| 2018H1 | 27.68% | 24.08% | 16.20% | 2.30% | | 6.22% | 8.10% | | | |
| 2018Q3 | 28.24% | 24.08% | 16.23% | 2.12% | | 6.92% | 8.49% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 2018Y | 28.24% | 24.08% | 17.66% | 2.63% | N/A | 6.92% | 8.49% | 2.00% | 3.68% | 3.19% |
| 2019Q1 | 43.31% | 24.08% | 18.84% | 3.24% | 1.04% | 10.00% | 10.00% | 2.57% | 4.48% | 3.92% |
| 2019H1 | 44.14% | 24.08% | 19.62% | 3.95% | 2.02% | 11.12% | 10.92% | 3.21% | 4.97% | 3.19% |
| 2019Q3 | 44.31% | 24.08% | 19.96% | 4.84% | 3.71% | 11.26% | 10.92% | 3.88% | 4.97% | 4.12% |
| 2019Y | 44.31% | 24.48% | 19.96% | 5.56% | 4.98% | 11.26% | 10.92% | 5.93% | 4.97% | 4.90% |
| 2020Q1 | 44.31% | 24.90% | 19.96% | 6.89% | 6.36% | 12.15% | 12.11% | 6.41% | 5.00% | 4.90% |
| 2020H1 | 44.31% | 18.88% | 19.96% | 8.21% | 8.14% | 13.23% | 13.04% | 7.00% | 7.38% | 4.90% |
| 最新 | - | - | - | 9.00% | - | - | - | - | 8.00% | - |
| 董事会席位 | 2/8 | 4/16 | 1/9 | 1/13 | 1/22 | 0/11 | 1/8 | 0/11 | 1/12 | 0/11 |
| 权益法核算 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 是 | 否 | 否 | 否 |
| 近期转权益法核算 | | | | | 2020Q2 | 2019Q2 | 2019Q2 | | | |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部；注：含长江电力一致行动人持股

从近年来公司长期股权投资的前五大投向变迁来看，综合发电平台与水电的重要性不断提升，而早年投资的三峡财务以及其他多元化投资的占比则不断下降。2018 年以来新投资的国投电力、川投能源、金中公司等顺位快速上升，同样侧面印证了公司近年来投资力度加大。

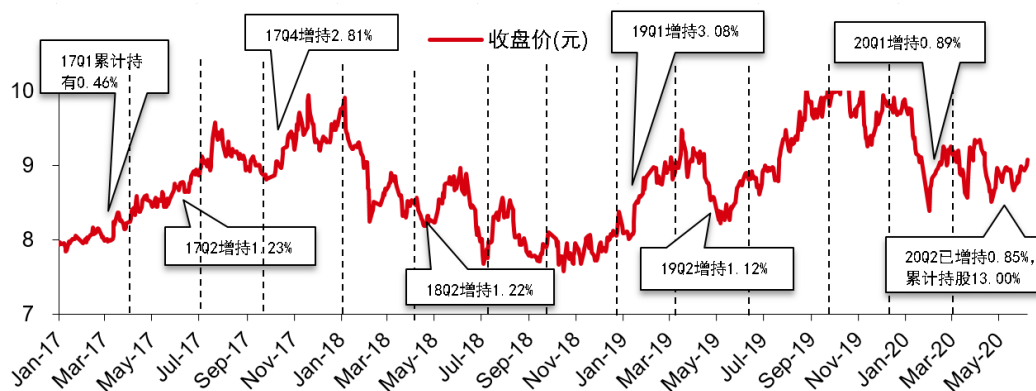
表 7：公司历年前五大长期股权投资标的

| 2010 | | | | 2015 | | | 1H2020 | | |
|------|------|------|---------|------|------|---------|--------|------|---------|
| 顺位 | 标的 | 行业 | 账面值-百万元 | 标的 | 行业 | 账面值-百万元 | 标的 | 行业 | 账面值-百万元 |
| 1 | 湖北能源 | 综合发电 | 2,996 | 湖北能源 | 综合发电 | 5,294 | 湖北能源 | 综合发电 | 8,088 |
| 2 | 广州发展 | 综合发电 | 1,154 | 广州发展 | 综合发电 | 2,087 | 国投电力 | 综合发电 | 7,468 |
| 3 | 大冶有色 | 有色 | 1,105 | 湖北清能 | 地产 | 1,391 | 川投能源 | 水电 | 5,431 |
| 4 | 湖北清能 | 地产 | 855 | 三峡财务 | 金融 | 1,110 | 金中公司 | 水电 | 4,929 |
| 5 | 三峡财务 | 金融 | 661 | 上海电力 | 综合发电 | 616 | 广州发展 | 综合发电 | 3,849 |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

公司在增持其他电力类上市公司时时点选择审慎，多在标的处于相对低位时大笔增持，有效降低了增持成本，展现了优异的市场嗅觉和投资能力。以公司增持川投能源的时点选择为例，2019Q1 及 Q2，公司在川投能源处于相对低位时即大笔增持其股份，2019Q1 及 Q2 累计增持川投能源股份达 4.20%。此外，公司在 2020 年上半年资本市场受疫情冲击处于低点时，密集增持了多家电力行业标的，增持节点也较为有利。

图 13：长江电力增持川投能源时点选择



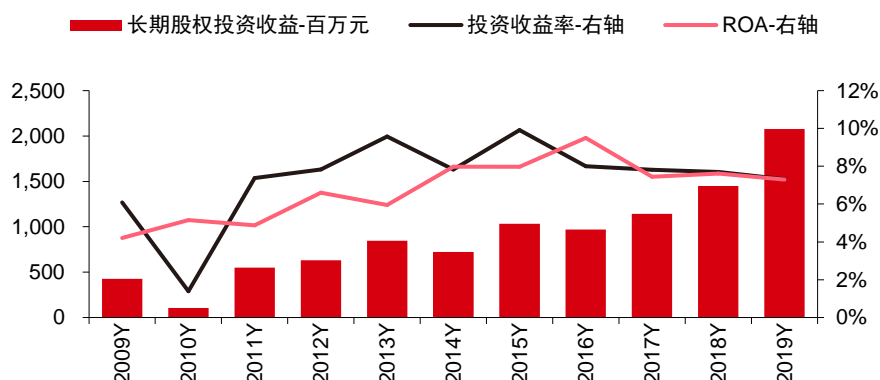
资料来源：WIND，长江电力公告，中信证券研究部

■ 投资效益：增厚业绩，重视现金

投资收益率连年稳健，有效增厚股东回报

在考察公司对外投资的效益时，我们主要测算的指标是公司长期股权投资收益相对于长期股权投资账面价值的 ROA。2008~2019 年，公司长期股权投资的加权平均 ROA 为 6.4%，非常接近公司 6.7% 的整体 ROA。其中 2017~2019 年长期股权投资 ROA 为 7.8%/7.7%/7.3%，连续跑赢公司 7.4%/7.6%/7.3% 的整体 ROA，实现增厚盈利。

图 14：公司近年来长期股权投资收益率与公司整体 ROA 对比



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

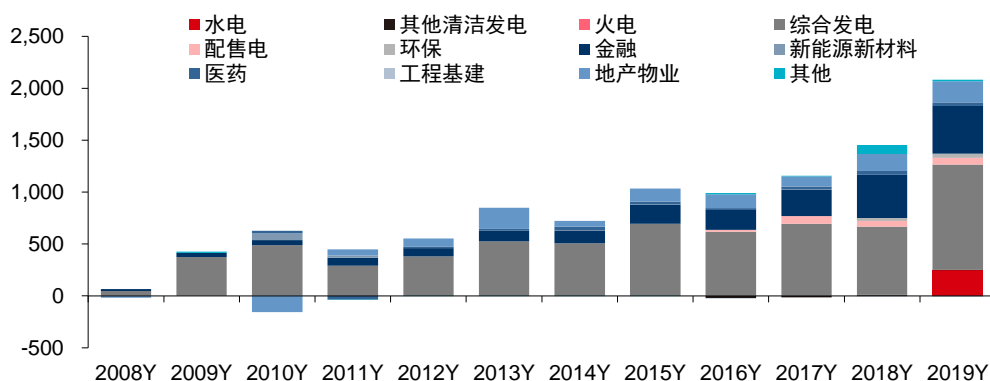
公司的对外投资回报率整体波动较小。过去 12 年间，公司长期股权投资 ROA 的标准差仅为 1.29%，体现出突出的稳定性。较小的收益率波动很大程度上是公司在运营稳健且

自身认知较为深厚的公用事业领域投资的结果，这也意味着公司的对外投资并没有过度扩张其基于水电主营的风险敞口。

投资收益额主要来自电力与金融领域

从公司长期股权投资收益结构来看，综合发电，金融及水电板块贡献最大。2019 年全年公司权益法核算的投资收益累计达 20.77 亿元，其中综合发电/金融/水电板块权益法核算的投资收益达到 10.10/4.64/2.46 亿元。

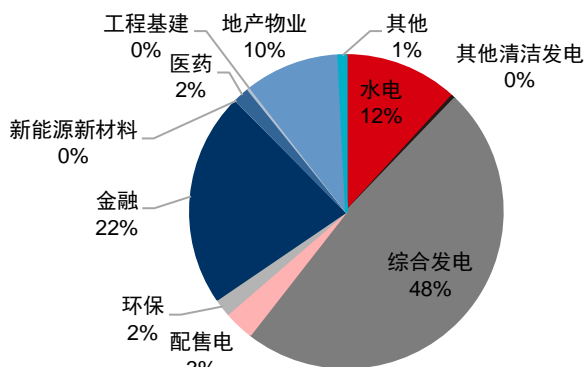
图 15：公司在权益法下确认的长期股权投资收益按领域拆分（百万元）



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

2020 年，随着申能股份转入权益法核算以及金中公司开始贡献业绩，预计综合发电与水电板块的投资收益还将进一步增长。

图 16：公司 2019 年权益法核算的长期股权投资收益按领域构成



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

不同领域投资收益率呈现一定梯度

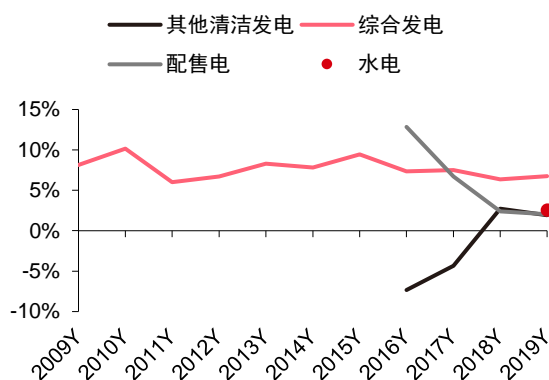
电力板块不同领域的投资收益率差别较大，配售电等新领域收益率暂偏低。对公司电力板块投资收益率进行进一步分析，对公司投资收益贡献最大的综合发电板块投资收益率较为稳定，近年来在 6%-7%之间波动，2019 年综合发电板块收益率为 6.76%，同比小幅提升 0.40 个百分点。公司重点布局的配售电业务投资收益率近年来维持在 2%左右，我们

认为这一方面是源于投资标的普遍仍处于建设期或运营前期，利润释放速度不及对外投资速度；另一方面，国内配售电改革进程相对缓慢，尚未形成完全成熟的商业模式，这也导致配售电利润率近年来整体平淡。预计未来配售电领域的投资回报有所回升。

金融板块投资收益率整体高于电力板块。2019 年金融板块实现长期股权投资收益 4.65 亿元，投资收益率为 9.56%，同比略有下滑。公司在金融板块投资的标的主要是三峡财务与三峡资本，近年来长期股权投资收益率稳定在 9%-15%之间，高于公司整体的长期股权投资收益率。

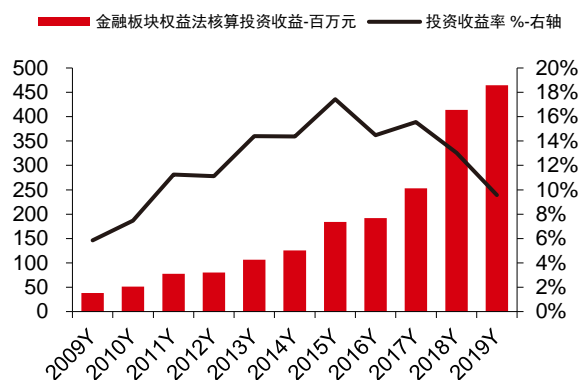
不同领域的长期股权投资收益率存在一定梯队，体现公司的对外投资组合已渐趋成熟。对于公司而言，综合发电、金融、水电等成熟领域的投资收益率相对高且稳定，配售电等新兴领域的投资收益率仍存在一定波动。不同类型的投资经过组合之后，整体波动较小，对公司业绩仍带来增厚，体现了公司充沛现金流之下对外投资具备充足的组合空间。

图 17：公司历年电力板块细分领域长期股权投资收益率



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

图 18：公司历年金融产业链长期股权投资收益率



资料来源：长江电力公告，中信证券研究部

对于参股公司的现金分红重视程度有望提升

公司在长期战略的驱动以及新会计准则的影响下，预计将不断推动增持优质战略标的，并将标的转入权益法核算。相比起成本法核算而言，权益法核算的优点是可以在当期按股本同步确认投资收益，对利润表的贡献度更高；缺点则在于权益法核算不以确认现金分红为前提，可能导致利润表业绩与现金流入的剪刀差扩大。

为了在维持权益法核算的前提下加强投资现金收益的回收，我们预计一条合理的路径是推动参股公司加强分红规模。从客观上而言，公司参股的成熟领域公司现金流通常较为充沛，具备加强分红的的能力；从主观上而言，公司也有望凭借其参股股比与派驻董事，向被参股公司表达诉求。

风险提示

对外投资收益低于预期：可能导致公司的现金运用效率与业绩预期受到影响。

对现金流的占用高于预期：可能导致公司的偿债与分红受到一定牵制。待乌东德、白鹤滩投产后，三峡集团承诺将其注入上市公司，如果届时对外投资挤占了公司现金，可能导致公司对乌东德、白鹤滩电站时的注入方案受到限制。

投资领域过度发散：我们认为公司对外投资的核心竞争力在于对电力产业链的深厚理解。如果公司未来的投资领域过度发散，尤其是扩散到电力产业链以外，则从业绩而言无法保证投资收益，从估值而言也可能面临市场折价。

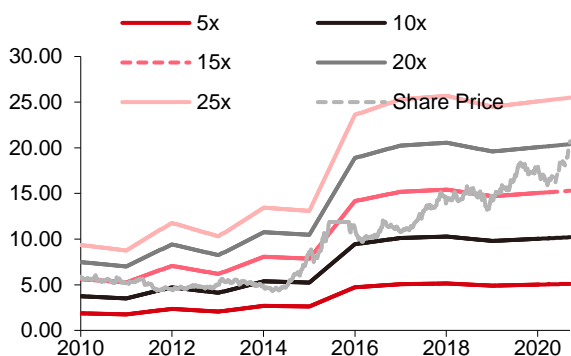
来水发电低于预期，上网电价低于预期：可能影响公司水电主营的业绩与现金流。但稳健审慎的对外投资有望降低公司未来业绩对于来水以及电价的敏感性。

投资建议：盈利与估值模式的优化

我们认为公司在乌东德、白鹤滩注入完成后，水电主营面临较为明显的天花板。对外投资有望接力，一方面通过战略投资放大公司核心水电资产的产业链价值，另一方面帮助公司业绩与派息实现长期成长。从近期来看，公司对外投资规模不断提升，收益率稳定增厚公司整体 ROA，表现优异；从远期来看，公司对外投资有望帮助公司突破传统水电主营的商业模式与估值体系，实现长期成长。

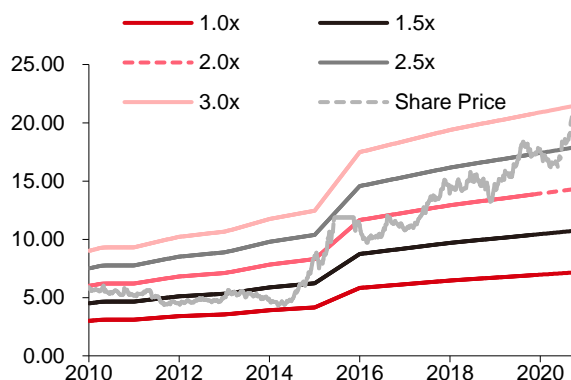
看好对外投资对公司的长期提振，我们维持公司 2020~2022 年归母净利润预测为 225.25/230.75/238.79 亿元，对应 EPS 预测为 1.02/1.05/1.09 元，现价对应动态 PE 为 20/20/19 倍，维持“买入”评级。

图 19：公司历史 PE-BAND



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：公司历史 PB-BAND



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 相关研究

- 长江电力（600900）2020 年中报点评—汛期来水偏丰及电价风险缓解，上调盈利预测
(2020-08-31)
- 长江电力（600900）2019 年年报及 2020 年一季报点评—高股息具有吸引力，对外投资持续扩张
(2020-05-01)
- 长江电力（600900）2020 年一季度发电量点评——一季度电量平稳符合预期，防御价值依然突出
(2020-04-07)
- 长江电力（600900）业绩快报点评—业绩不及预期，更新预测以反映潜在电价风险
(2020-01-17)
- 长江电力（600900）重大事项点评—收购金中 23%股权，长期战略意义深远
(2019-12-31)
- 长江电力（600900）2019 年三季报点评—业绩符合预期，成本及投资收益对冲电量拖累
(2019-10-31)
- 长江电力（600900）重大事项点评—拟收购南美配电项目，国际化发展重要一步
(2019-10-08)

利润表（百万元）

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 51,214 | 49,874 | 53,262 | 57,200 | 57,418 |
| 营业成本 | 19,005 | 18,697 | 22,225 | 26,289 | 26,560 |
| 毛利率 | 62.89% | 62.51% | 58.27% | 54.04% | 53.74% |
| 营业税金及附加 | 1,289 | 1,169 | 1,332 | 1,430 | 1,435 |
| 销售费用 | 25 | 28 | 30 | 32 | 32 |
| 营业费用率 | 0.05% | 0.06% | 0.06% | 0.06% | 0.06% |
| 管理费用 | 801 | 814 | 905 | 1,030 | 1,034 |
| 管理费用率 | 1.56% | 1.63% | 1.70% | 1.80% | 1.80% |
| 财务费用 | 5,854 | 5,211 | 4,190 | 3,897 | 3,569 |
| 财务费用率 | 11.43% | 10.45% | 7.87% | 6.81% | 6.22% |
| 投资收益 | 2,707 | 3,075 | 3,908 | 4,653 | 5,394 |
| 营业利润 | 27,392 | 26,933 | 28,488 | 29,176 | 30,182 |
| 营业利润率 | 53.49% | 54.00% | 53.49% | 51.01% | 52.56% |
| 营业外收入 | 12 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 397 | 335 | 300 | 300 | 300 |
| 利润总额 | 27,007 | 26,627 | 28,188 | 28,876 | 29,882 |
| 所得税 | 4,364 | 5,060 | 5,638 | 5,775 | 5,976 |
| 所得税率 | 16.16% | 19.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 少数股东损益 | 33 | 24 | 25 | 26 | 27 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 22,611 | 21,543 | 22,525 | 23,075 | 23,879 |
| 净利率 | 44.15% | 43.20% | 42.29% | 40.34% | 41.59% |

资产负债表（百万元）

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 5,337 | 7,323 | 5,539 | 5,949 | 5,972 |
| 存货 | 219 | 222 | 260 | 310 | 312 |
| 应收账款 | 2,626 | 2,944 | 3,107 | 3,337 | 3,349 |
| 其他流动资产 | 1,303 | 545 | 542 | 542 | 542 |
| 流动资产 | 9,485 | 11,035 | 9,449 | 10,138 | 10,176 |
| 固定资产 | 237,912 | 226,292 | 214,544 | 202,805 | 191,073 |
| 长期股权投资 | 21,487 | 40,258 | 52,363 | 64,975 | 76,032 |
| 无形资产 | 181 | 191 | 197 | 201 | 205 |
| 其他长期资产 | 26,432 | 18,706 | 19,236 | 19,740 | 20,218 |
| 非流动资产 | 286,012 | 285,448 | 286,340 | 287,721 | 287,528 |
| 资产总计 | 295,497 | 296,483 | 295,788 | 297,859 | 297,703 |
| 短期借款 | 12,700 | 21,308 | 18,988 | 19,470 | 18,033 |
| 应付账款 | 0 | 87 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 44,127 | 34,564 | 36,592 | 38,233 | 38,324 |
| 流动负债 | 56,827 | 55,959 | 55,580 | 57,703 | 56,357 |
| 长期借款 | 60,266 | 68,395 | 66,395 | 65,395 | 65,395 |
| 其他长期负债 | 35,719 | 22,114 | 16,114 | 10,114 | 4,114 |
| 非流动性负债 | 95,985 | 90,508 | 82,508 | 75,508 | 69,508 |
| 负债合计 | 152,812 | 146,467 | 138,089 | 133,211 | 125,865 |
| 股本 | 22,000 | 22,000 | 22,000 | 22,000 | 22,000 |
| 资本公积 | 44,296 | 44,364 | 44,364 | 44,364 | 44,364 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 142,203 | 149,510 | 157,169 | 164,091 | 171,255 |
| 少数股东权益 | 481 | 506 | 531 | 556 | 583 |
| 股东权益合计 | 142,685 | 150,016 | 157,700 | 164,648 | 171,838 |
| 负债股东权益总计 | 295,497 | 296,483 | 295,788 | 297,859 | 297,703 |

现金流量表（百万元）

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 27,007 | 26,627 | 28,188 | 28,876 | 29,882 |
| 所得税支出 | -4,364 | -5,060 | -5,638 | -5,775 | -5,976 |
| 折旧和摊销 | 12,223 | 12,059 | 12,213 | 12,231 | 12,250 |
| 营运资金的变化 | 1,590 | 624 | 1,744 | 1,361 | 76 |
| 其他经营现金流 | 3,280 | 2,214 | 282 | -756 | -1,825 |
| 经营现金流合计 | 39,737 | 36,464 | 36,789 | 35,936 | 34,407 |
| 资本支出 | -3,119 | -2,717 | -1,000 | -1,000 | -1,000 |
| 投资收益 | 1,074 | 1,401 | 3,908 | 4,653 | 5,394 |
| 其他投资现金流 | -7,181 | -5,316 | -12,105 | -12,612 | -11,056 |
| 投资现金流合计 | -9,226 | -6,631 | -9,197 | -8,959 | -6,662 |
| 发行股票 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 73,096 | 87,123 | -2,000 | -1,000 | 0 |
| 股息支出 | -14,960 | -14,960 | -14,867 | -16,152 | -16,715 |
| 其他融资现金流 | -88,609 | -100,037 | -12,510 | -9,416 | -11,006 |
| 融资现金流合计 | -30,473 | -27,874 | -29,377 | -26,568 | -27,721 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 37 | 1,959 | -1,784 | 410 | 23 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率 | 2.1 | -2.6 | 6.8 | 7.4 | 0.4 |
| 营业利润增长率 | 1.2 | -1.7 | 5.8 | 2.4 | 3.4 |
| 净利润增长率 | 1.7 | -4.7 | 4.6 | 2.4 | 3.5 |
| 毛利率 | 62.9 | 62.5 | 58.3 | 54.0 | 53.7 |
| EBITDA Margin | 82.6 | 82.7 | 76.9 | 71.1 | 70.7 |
| 净利率 | 44.1 | 43.2 | 42.3 | 40.3 | 41.6 |
| 净资产收益率 | 15.9 | 14.4 | 14.3 | 14.1 | 13.9 |
| 总资产收益率 | 7.7 | 7.3 | 7.6 | 7.7 | 8.0 |
| 资产负债率 | 51.7 | 49.4 | 46.7 | 44.7 | 42.3 |
| 所得税率 | 16.2 | 19.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 股利支付率 | 66.2 | 69.4 | 66.0 | 70.0 | 70.0 |

资料来源：长江电力公告，中信证券研究部预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

16

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且由 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。