

2012年02月17日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 8.00RMB

公司基本资讯

产业别	电力
A 股价(12/02/16)	6.48
上证综合指数(12/02/16)	2356.86
股价 12 个月高/低	8.07/6.05
总发行股数(百万)	16500
A 股数(百万)	7364.07
A 市值(亿元)	477.19
主要股东	中国长江三峡集团公司(72.63%)
每股净值(元)	4.02
股价/帐面净值	1.61
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.89 -2.56 -15.63

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-08-20	23.15	买入

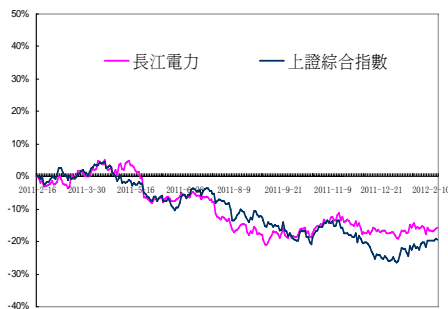
产品组合

水力发电	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.43%
券商集合理财	0.15%

股价相对大盘走势



长江电力(600900.SH)

Buy 买入

来水情况有望好转，业绩稳健增长

结论与建议：

公司 2011 年来水情况偏枯导致发电量较少，全年完成发电量 949 亿千瓦时(YOY-5.7%，主要是由于三峡电站同比减少 7.2%)，实现净利润 77.28 亿元(YOY-6.0%)，EPS0.47 元。

展望 2012 年，我们认为，一方面来水情况有望好转，根据过去平均值来推算，我们预计公司全年完成发电量 1075 亿千瓦时(YOY+13.3%)；另一方面，葛洲坝上网电价上调带来净利润增厚约 2.3 亿元。预计公司 2012 年实现净利润 87.36 亿元(YOY+13.0%)，EPS0.53，当前股价对应 2012 年动态 PE 为 12X，PB1.6X，我们认为，公司目前市值远低于其重置成本，价值低估，给予“买入”建议，目标价 8.00 元(对应 2012 年动态 PE 15X)

- **2011 年受三季度来水情况低于预期影响，全年净利润略有下降：**公司 2011 年完成发电量 949 亿千瓦时(YOY-5.7%)，主要是 2011Q3，公司三峡电站来水较往年均值偏枯两成以上，单季度发电量 282 亿千瓦时，较前两年均值低 20%。受此影响，公司全年净利润约 77.3 亿元(YOY-6.0%)。
- **2012 来水情况将有所好转，业绩稳健回升：**展望 2012 年，来水情况好转是大概率事件。根据 2009、2010 两年来水情况平均值来算(2011 年来水情况异常)，预计公司 2012 年发电量将达到 1075 亿千瓦时(YOY+13.3%)，业绩将有稳健增长空间。
- **外延式增长空间依然广阔：**三峡电站目前拥有装机容量 1820 万千瓦，根据公司收购方案，地下电站 6 台 70 万千瓦机组也将于今年年中全部收购。此外，母公司三峡集团正在开发长江上游电站(向家坝 600 万千瓦、溪洛渡 1260 万千瓦)，均有望在“十二五”末竣工，且母公司均有承诺将在合适时机注入上市公司，公司外延增长空间依然广阔。
- **公司水电资源稀缺性逐步显现，投资价值突出：**根据电监会的最新报告，“十一五”期间水电工程造价为 6870 元/千瓦，较“十五”期间平均价格高出 19.08%，这主要是受征地移民补偿标准提高等因素影响。水电工程造价的提升，也提高了水电资产的价值，目前水电收购价格从 2008 年 8000 元/千瓦提升至目前 11000 元/千瓦，公司 2240 万千瓦装机量重置成本达 2400 亿元，而当前市值仅 1100 亿元左右，投资价值突出。
- **盈利预测：**预计公司 2012 年实现净利润 87.36 亿元(YOY+13.0%)，EPS0.53，当前股价对应 2012 年动态 PE 为 12X，PB1.6X，考量水电建造成本持续上升，公司目前市值远低于其重置成本，价值低估，给予“买入”建议，目标价 8.00 元(对应 2012 年动态 PE 15X)。

..... 继续下页

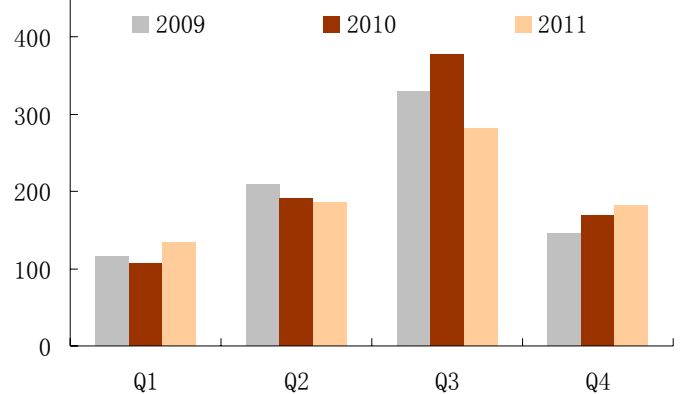
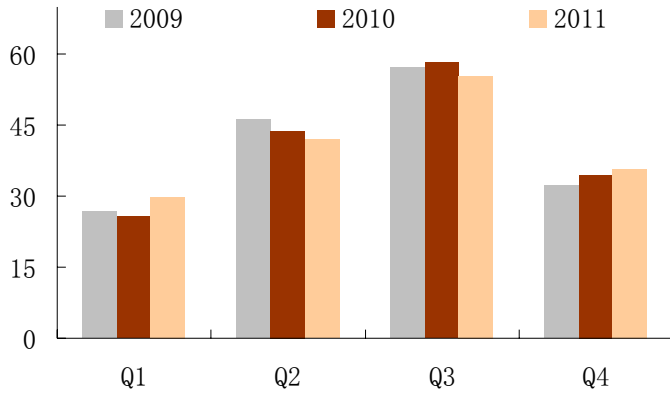
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F	2012F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	3,930	4,617	8,225	7,728	8,736
同比增减	%	-26.84%	17.48%	78.14%	-6.04%	13.05%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.238	0.280	0.498	0.468	0.529
同比增减	%	-26.84%	17.48%	78.14%	-6.04%	13.05%
A 股市盈率(P/E)	X	27.20	23.16	13.00	13.84	12.24
股利(DPS)	RMB 元	0.216	0.370	0.256	0.250	0.300

股息率(Yield) % 3.33% 5.71% 3.95% 3.86% 4.63%

图表一：葛洲坝分季度发电量

单位：亿千瓦时 图表二：三峡电站分季度发电量

单位：亿千瓦时

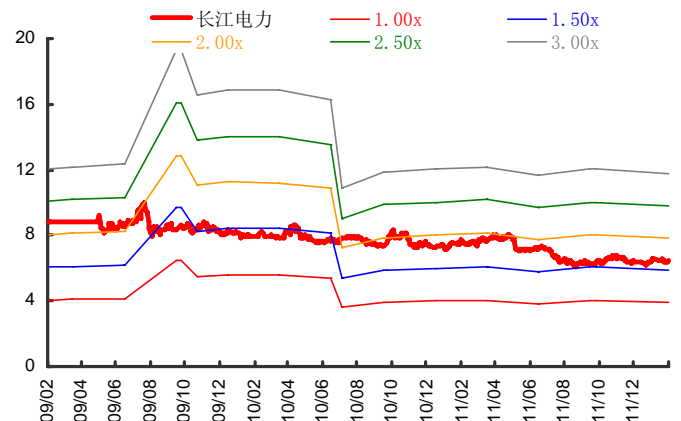
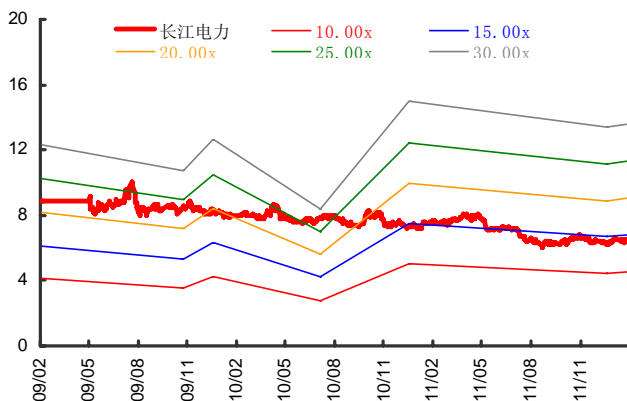


资料来源：公司公告，群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

图表三：历史 PE-BAND

图表四：历史 PB-BAND



资料来源：wind，群益证券

资料来源：wind，群益证券

表：三峡集团在金沙江下游建设项目

水电站	装机容量(万千瓦)	年发电量(亿千瓦时)	坝前水位(米)	建设进程
乌东德	870	395	975	完成可行性研究
白鹤滩	1250	547	820	可行性研究
溪洛渡	1260	571	600	2013 首批机组发电，2015 年竣工
向家坝	600	307	380	2012 年 10 月首批机组发电，2015 年竣工

资料来源：公开资料 群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业收入	8,807	11,015	21,880	20,762	23,522
经营成本	3,411	4,616	8,335	9,158	9,440
营业税金及附加	141	195	344	296	392
销售费用	1	8	11	9	14
管理费用	316	424	459	359	466
财务费用	902	1,852	4,305	3,530	4,462
资产减值损失	1	2	1	5	6
投资收益	439	1,110	358	1,009	1,366
营业利润	4,475	5,029	8,783	8,418	10,107
营业外收入	726	977	2,118	1,988	1,480
营业外支出	15	8	15	6	20
利润总额	5,185	5,998	10,886	10,136	11,567
所得税	1,255	1,379	2,660	2,471	2,831
少数股东损益	-	2	1	0	
归属于母公司所有者的净利润	3,930	4,617	8,225	7,728	8,736

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
货币资金	2,471	2,114	1,901	2,281	2,509
应收帐款	1,549	1,286	1,349	1,753	2,069
存货	203	274	313	406	427
流动资产合计	5,319	5,857	6,560	6,585	7,422
长期投资净额	6,656	7,394	7,644	8,408	9,669
固定资产合计	40,454	141,502	135,751	162,901	198,740
在建工程	48	41	94	113	99
无形资产	52,420	156,003	150,901	190,209	231,359
资产总计	57,739	161,861	157,461	196,794	238,780
流动负债合计	8,570	27,226	59,222	65,144	74,916
长期负债合计	11,603	72,765	32,074	28,866	25,980
负债合计	20,172	99,992	91,296	94,010	100,895
少数股东权益	-	9	5	-	-
股东权益合计	37,567	61,860	66,160	102,783	137,885
负债和股东权益总计	57,739	161,861	157,461	196,794	238,780

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	6,593	8,189	17,326	18,192	20,921
投资活动产生的现金流量净额	-672	-23,722	-12,921	-12,275	-10,802
筹资活动产生的现金流量净额	-6,249	14,924	-4,619	-5,537	-9,891
现金及现金等价物净增加额	-328	-609	-214	380	228

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。