

2012年08月31日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

8.25RMB

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2012/8/30)	6.54
上证综合指数(2012/8/30)	2052.59
股价 12 个月高/低	7.02/6.05
总发行股数 (百万)	16500.00
A 股数 (百万)	7364.07
A 市值 (亿元)	481.61
主要股东	中国长江三峡集团公司 (73.29%)
每股净值 (元)	3.93
股价/账面净值	1.66
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.76 -1.03 7.09

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-08-20	23.15	买入

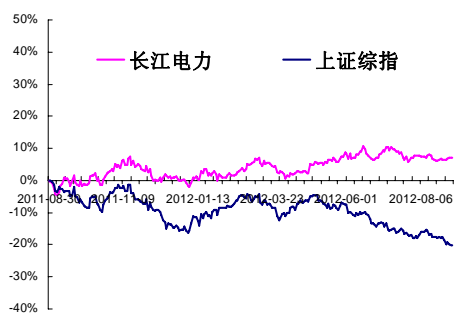
产品组合

水力发电	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	1.79%
财务公司	0.77%
非金融类上市公司	3.5%
基金	4.68%
券商集合理财	0.02%
一般法人	49.66%

股价相对大盘走势



长江电力(600900.SH)

Buy 买入

来水情况好转，业绩稳健增长

结论与建议：

公司 2012H1 实现收入 92.78 亿元(YOY+11.3%)，实现净利润 28.46 亿元(YOY+6.0%)，扣非后实现净利润 27.68 亿元(YOY+12.5%)，符合预期。单季度看，公司三峡电站二季度来水情况明显好转，完成发电量 223 亿千瓦时(YOY+20.2%)，实现净利润 24.32 亿元(YOY+19.4%)。展望下半年，主汛期来临，目前来水情况较好，预计公司全年完成发电量 1075 亿千瓦时(YOY+13.0%)，公司业绩稳健增长可期。

预计公司 2012、2013 分别实现营收 238.24 亿元(YOY+15.1%)、253.27 亿元(YOY+6.3%)，分别实现净利润 87.94 亿元(YOY+14.2%)、97.01 亿元(YOY+10.3%)，EPS0.53、0.59 元，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 12X、11X，公司作为最大水电企业，资源稀缺性凸出，其股息分红率常年稳定在 3.5%~5.0%之间，是稳健的投资标的，维持“买入”建议，目标价 8.25 元(对应 2012 年动态 PE 15X)

- **2012H1 净利润 28.46 亿元(YOY+6.0%)，二季度来水改善是主要因素：**公司 H1 完成发电量 461.79 亿千瓦时(YOY+7.9%)，实现收入 92.78 亿元(YOY+11.3%)，净利润 28.46 亿元(YOY+6.0%)。公司净利润增速较营收增速较低，因素在于一季度来水情况较差，单季度毛利率(40.6%)同比降 3.8 个百分点，导致一季度净利润 4.14 亿元(YOY-36.1%)。二季度长江流域来水情况明显好转，三峡电站单季度完成发电量 223 亿千瓦时(YOY+20.2%)，实现净利润 24.32 亿元(YOY+19.4%)，为近年来二季度单季盈利高峰。
- **来水情况好转毛利率改善，费用率控制效果良好：**公司 H1 综合毛利率 54.5%，同比上升 2 个百分点，其中二季度受来水情况大幅好转，发电成本下降，毛利率(62.1%)同比上升 4.1 个百分点。展望下半年，三季度主汛期来临，目前来水偏丰，毛利率继续提升趋势确立；H1 公司综合费用率 3.7%，下降 0.2 个百分点，主要在于公司通过滚动发行短融券偿还带息负债，公司财务费用率(2.0%)下降 0.2 个百分点。公司费用率控制出色，为业绩的增长提供可靠保障。
- **可供出售金融资产丰厚，现金充足，抵御风险能力强：**截止 2012H1，公司拥有可供出售金融资产账面价值 51.6 亿元，较期初投资成本增值近 30.2 亿元，良好的再投资能力是“现金牛”性质的水电企业再获利能力的重要保障；在偿债方面，公司在手现金 41.38 亿元，流动比例 1.54，公司抵御风险能力强。
- **外延式增长空间依然广阔：**三峡电站目前拥有装机容量 1930 万千瓦，根据公司收购方案，地下电站第二批 3 台 70 万千瓦机组也将于今年三季度全部收购。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)首批发电机组分别与于今、明年投入发电，且均有望在“十二五”末竣工，母公司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。
- **盈利预测：**预计公司 2012、2013 分别实现净利润 87.94 亿元(YOY+14.2%)、97.01 亿元(YOY+10.3%)，EPS0.53、0.59 元，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 12X、11X，公司作为最大水电企业，资源稀缺性凸出，其股息分红率常年稳定在 3.5%~5.0%之间，是稳健的投资标的，维持“买入”建议，目标价 8.25 元(对应 2012 年动态 PE 15X)

..... 接续下页

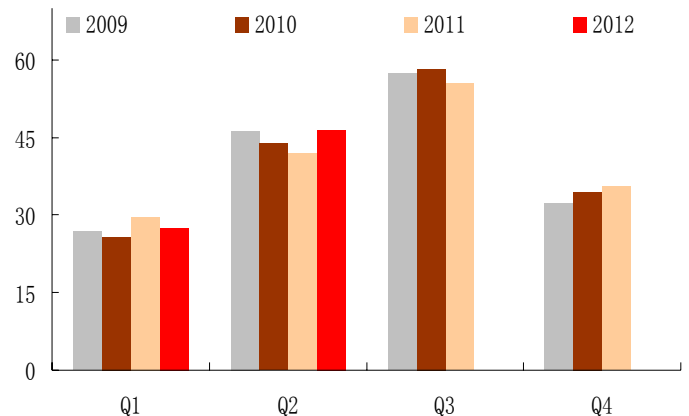
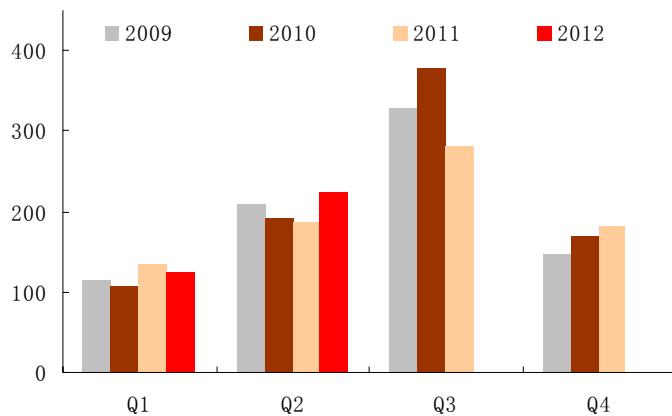
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	4,617	8,225	7,700	8,794	9,701
同比增减	%	17.48%	78.14%	-6.38%	14.21%	10.32%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.280	0.498	0.467	0.533	0.588
同比增减	%	17.48%	78.14%	-6.38%	14.21%	10.31%
A 股市盈率(P/E)	X	23.37	13.12	14.01	12.27	11.12
股利(DPS)	RMB 元	0.370	0.256	0.250	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	5.66%	3.91%	3.82%	4.59%	4.59%

图表一： 三峡分季度发电量

单位：亿千瓦时

图表二： 葛洲坝电站分季度发电量

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

表一： 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 (2012/08)

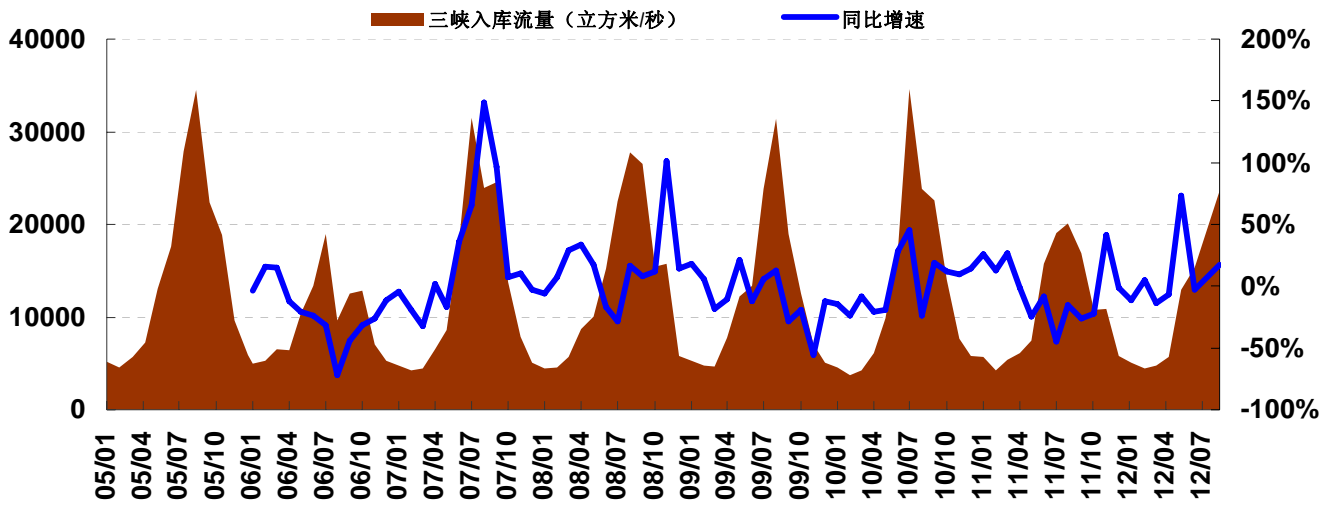
表二： 公司可供出售金融资产详情

序号	证券代码	证券名称	期末持有数量(股)	最初投资成本(亿元)	期末账面价值(亿元)
1	601328	交通银行	4,037,247	0.06	0.18
2	601998	中信银行	19,369,600	1.04	0.77
3	783	长江证券	0	0.26	0.00
4	601398	工商银行	117,227,055	3.65	4.63
5	601179	中国西电	19,545,470	1.23	0.78
6	0939.HK	建设银行	1,015,613,000	11.99	43.80
7	01798.HK	大唐新能源	166,824,000	3.24	1.47
		合计		21.47	51.63

资料来源：公司公告 群益证券(2012/08)

图表三：三峡入库流量与同比

单位：立方米/秒/%



资料来源：公司网站，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (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	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	11,015	21,880	20,700	23,824	25,327
经营成本	4,616	8,335	8,422	9,287	9,395
营业税金及附加	195	344	338	395	422
销售费用	8	11	10	12	15
管理费用	424	459	430	518	538
财务费用	1,852	4,305	4,224	4,928	4,875
资产减值损失	2	1	6	15	8
投资收益	1,110	358	1,117	1,303	1,433
营业利润	5,029	8,783	8,385	9,971	11,508
营业外收入	977	2,118	1,723	1,592	1,425
营业外支出	8	15	5	19	21
利润总额	5,998	10,886	10,104	11,544	12,912
所得税	1,379	2,660	2,403	2,750	3,211
少数股东损益	2	1	1	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,617	8,225	7,700	8,794	9,701

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	2,114	1,901	3,756	4,132	4,545
应收帐款	1,286	1,349	1,309	1,545	1,823
存货	274	313	332	348	365
流动资产合计	5,857	6,560	7,859	8,902	9,949
长期投资净额	7,394	7,644	7,217	8,300	9,545
固定资产合计	141,502	135,751	137,677	167,966	204,919
在建工程	41	94	105	93	82
无形资产	156,003	150,901	150,527	195,686	219,168
资产总计	161,861	157,461	158,385	204,587	229,117
流动负债合计	27,226	59,222	59,224	68,107	78,324
长期负债合计	72,765	32,074	30,915	27,823	25,041
负债合计	99,992	91,296	90,139	95,931	103,365
少数股东权益	9	5	6	-	-
股东权益合计	61,860	66,160	-	108,657	125,752
负债和股东权益总计	161,861	157,461	158,385	204,587	229,117

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	8,189	17,326	15,450	17,768	20,433
投资活动产生的现金流量净额	-23,722	-12,921	-5,346	-4,704	-4,140
筹资活动产生的现金流量净额	14,924	-4,619	-8,248	-12,688	-15,880
现金及现金等价物净增加额	-609	-214	1,856	376	413

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口, 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。