

2013年01月17日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

9.00RMB

长江电力(600900.SH)

Buy 买入

业绩大幅增长, 价值投资优选标的

结论与建议:

公司今日发布 2012 年业绩快报, 实现营收 258.18 亿元(YOY+24.7%), 实现净利润 103.69 亿元(YOY+34.7%), 略好于预期。好于预期主要在于汛期来水偏丰, 蓄水较多, 4Q 枯水季发电量 204 亿千瓦时, 较我们预估高 10%。

12 年来水情况属历史最好时期, 未来两年超预期概率小; 受益参股火电厂盈利改善、降息等共同因素影响, 未来业绩仍能维持增长态势。预计公司 2013、2014 分别实现净利润 104.0 亿元(YOY+0.3%)、108.36 亿元(YOY+4.2%), EPS0.63、0.66 元, 当前股价对应 2012-2013 年动态 PE 分别为 11.0X、10.7X、我们按 10000 元/kw 水电工程造价对其重估后, 当前 PB 仅 0.84X, 市场价值显著低于重置成本, 安全边际高, 且其股息分红率常年稳定 3.5%~5.0%左右, 是稳健投资标的, 维持“买入”建议, 目标价 9.00 元(对应 2013 年动态 PE 14X)。

■ **12 年实现净利润 103.7 亿元(YOY+34.7%), 来水偏丰是主要因素:** 公司 12 年实现净利润 103.7 亿元(YOY+34.7%), 业绩大幅增加主要是由于 2012 年长江流域来水充沛, 较去年同期偏丰 31.96%, 公司发电量实现历史突破, 完成发电量约 1147.49 亿千瓦时(YOY+21.4%)。

■ **未来两年来水情况超预期概率小, 但业绩仍有稳健增长空间:** 12 年三峡电站来水情况属历史最好时期, 未来两年超预期概率小, 但公司业绩仍有增长空间。一方面, 公司参股的火电厂受益成本下降, 盈利大幅改善, 预计未来两年投资收益分别递增 1.5 亿元左右; 另一方面, 受益 12 年两次降息共计 55BP 及发行短融券替代较高利率银行贷款, 财务费用率每年下降 1.0~1.5 个百分点; 再者, 上游电站向家坝、溪洛渡在 12、13 年开始投产并预计 14 年竣工, 上游蓄水有望增加公司枯水期电量 15~20 亿千瓦时, 三者因素保障公司业绩仍有稳健增长空间。

■ **资产注入预期强烈, 未来装机增长潜力巨大:** 虽然三峡电站水电机组已经全部注入上市公司, 但中长期看公司未来装机仍有很大潜力。其一, 向家坝、溪洛渡分别在 2012、2013 年开始投产, 2015 年内竣工; 其二, 乌东德、白鹤滩水电站将在 2020 年内完成竣工, 且母公司对四个合计 4300 万千瓦的水电站均有注入上市公司承诺, 未来装机仍有大幅增长空间。且随着水电工程造价不断提高, 新投产水电上网电价呈现逐步上升态势, 投资回报率高于现有水电机组, 将进一步增强公司盈利能力。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2013、2014 分别完成发电量 1110 亿千瓦时(YOY-3.2%)、1130 亿千瓦时(YOY+1.8%), 实现净利润 104.0 亿元(YOY+0.3%)、108.36 亿元(YOY+4.2%), EPS0.63、0.66 元, 当前股价对应 2012-2013 年动态 PE 分别为 11.0X、10.7X、按 10000 元/kw 水电工程造价对其重估后, 当前 PB 仅 0.84X, 市场价值显著低于重置成本, 安全边际高, 且其股息分红率常年稳定 3.5%~5.0%, 是稳健投资标的, 维持“买入”建议, 目标价 9.00 元(对应 2013 年动态 PE 14X)。

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2013/1/16)	6.99
深证成份指数(2013/1/16)	9355.48
股价 12 个月高/低	7.02/6.16
总发行股数 (百万)	16500.00
A 股数 (百万)	9745.94
A 市值 (亿元)	681.24
主要股东	中国长江三峡集团公司 (73.29%)
每股净值 (元)	4.39
股价/账面净值	1.59
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.40 8.04 14.10

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

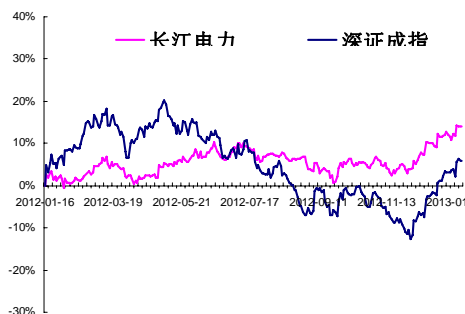
产品组合

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	1.21%
券商集合理财	0.01%
一般法人	49.86%

股价相对大盘走势



..... 接续下页

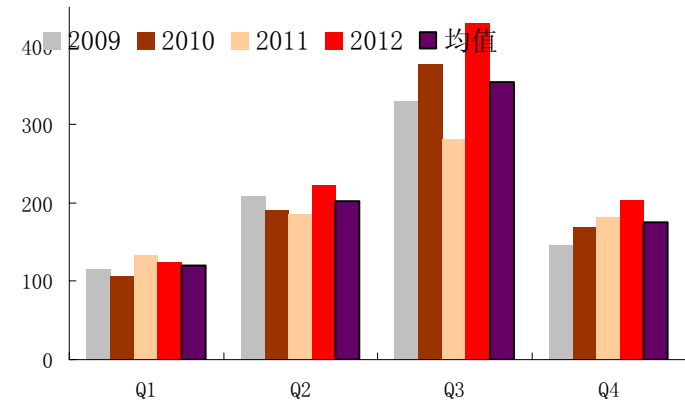
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	8,225	7,700	10,369	10,400	10,836
同比增减	%	78.14%	-6.38%	34.66%	0.30%	4.19%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.498	0.467	0.628	0.630	0.657
同比增减	%	78.14%	-6.38%	34.66%	0.30%	4.19%
A 股市盈率(P/E)	X	14.04	15.00	11.14	11.11	10.66
股利(DPS)	RMB 元	0.256	0.250	0.300	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	3.66%	3.57%	4.29%	4.29%	4.29%

图表一：三峡分季度发电量

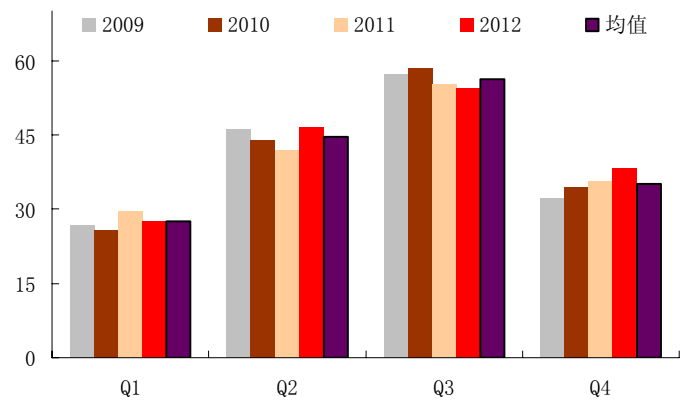
单位：亿千瓦时

图表二：葛洲坝电站分季度发电量

单位：亿千瓦时



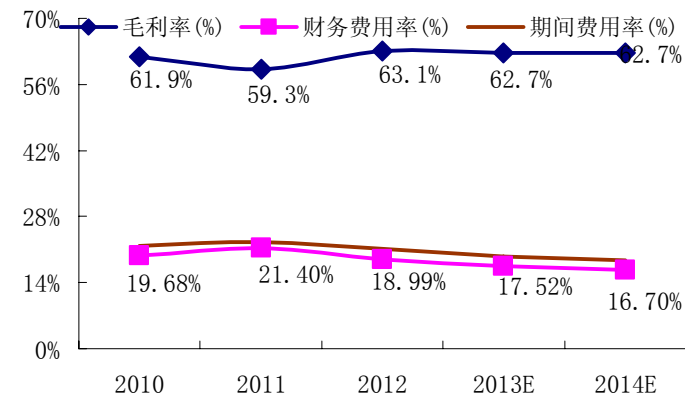
资料来源：公司公告，群益证券



资料来源：公司公告，群益证券

图表三：公司毛利率、费用率走势及预测

单位：%



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	1404	547	820	可行性研究
溪洛渡	1386	571	600	2013 首批机组发电，2015 年竣工
向家坝	640	307	380	2012 年 10 月首批机组发电，2015 年竣工

资料来源：三峡集团年报 群益证券 (2013/01)

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	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	21,880	20,700	25,817	24,588	24,588
经营成本	8,335	8,422	9,528	9,205	9,205
营业税金及附加	344	338	413	409	409
销售费用	11	10	11	15	15
管理费用	459	430	564	499	476
财务费用	4,305	4,224	4,903	4,309	4,105
资产减值损失	1	6	9	8	8
投资收益	358	1,117	1,296	1,450	1,630
营业利润	8,783	8,385	11,441	11,594	12,001
营业外收入	2,118	1,723	2,012	2,050	2,050
营业外支出	15	5	15	12	12
利润总额	10,886	10,104	13,438	13,632	14,039
所得税	2,660	2,403	3,194	3,232	3,330
少数股东损益	1	1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	8,225	7,700	10,369	10,400	10,708

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	1,901	3,756	4,132	4,545	4,999
应收帐款	1,349	1,309	1,545	1,823	2,151
存货	313	332	348	365	384
流动资产合计	6,560	7,859	8,902	9,949	11,132
长期投资净额	7,644	7,217	8,300	9,545	10,976
固定资产合计	135,751	137,677	167,966	204,919	250,001
在建工程	94	105	93	82	72
无形资产	150,901	150,527	195,686	219,168	245,468
资产总计	157,461	158,385	204,587	229,117	256,600
流动负债合计	59,222	59,224	68,107	78,324	90,072
长期负债合计	32,074	30,915	27,823	25,041	22,537
负债合计	91,296	90,139	95,931	103,365	112,609
少数股东权益	5	6	-	-	-
股东权益合计	66,160	-	108,657	125,752	143,991
负债和股东权益总计	157,461	158,385	204,587	229,117	256,600

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	17,326	15,450	17,768	20,433	23,498
投资活动产生的现金流量净额	-12,921	-5,346	-4,704	-4,140	-3,643
筹资活动产生的现金流量净额	-4,619	-8,248	-12,688	-15,880	-19,400
现金及现金等价物净增加额	-214	1,856	376	413	454

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。