

2013年05月07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

静待价值重估

结论与建议:

公司今日发布 2012 年业绩报告及 13Q1 报告, 12 年实现净利润 103.69 亿元(YOY+34.7%), 13Q1 实现净利润 4.97 亿元(YOY+20.1%)。公司 12 年业绩大幅增加主要是由于 12 年长江流域来水充沛, 较 11 年同期偏丰 31.96%, 公司完成发电量约 1147.49 亿千瓦时(YOY+21.4%)。

短期看, 公司受益参股火电厂盈利改善、降息等共同因素影响, 业绩仍能维持增长态势, 中长期公司资产注入预期强烈, 投资价值显著。我们预计公司 2013、2014 分别实现净利润 106.7 亿元(YOY+3.1%)、113.15 亿元(YOY+6.0%), EPS0.65、0.69 元, 当前股价对应 2013、2014 年动态 PE 分别为 11.5X、10.8X, 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%)。

■ **受益财务费用率下降, 1Q 净利润稳健增长, 未来业绩仍有增长空间:** 公司 13Q1 完成发电量 148.70 亿千瓦时(YOY-2.8%) 实现净利润 4.97 亿元(YOY+20.1%), 公司业绩增长主要在于 Q1 财务费用率(28.6%)同比下降 7.1 个百分点。由于 12 年来水属历史最好情形, 展望全年, 今年来水情况很难超预期, 但公司业绩仍有增长空间。一方面, 公司参股火电企业(持有广州发展 11.81%、上海电力 9.5%股权)成本下降而盈利大幅改善, 另外公司 12 年末可供出售金融资产浮盈 37.9 亿元(YOY+16.6%)作为业绩保障器; 另一方面发行短融券改善负责结构, 12 年末公司总负债 803 亿元(YOY-10.9%), 且 12 年两次降息 55BP, 未来两年财务费用率下降有空间。

■ **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(640 万千瓦)、溪洛渡(1386 万千瓦)分别在 2012、2013 年开始投产, 2015 年内竣工; 其二, 乌东德(870 万千瓦)、白鹤滩(1404 万千瓦)水电站将在 2020 年内完成竣工, 且母公司对着四个合计 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。

■ **公司当前价值低于重置成本且股息率高, 安全边际高:** 水电随着环评及移民成本上升, 优质资源稀缺性越来越受到重视。按目前 10000 元/KW 水电工程造价对公司价值进行重估, 当前 PB 仅为 0.85X, 市场价值低于重置成本, 另一方面, 公司股息分红率保持在 3%~5%, 安全边际高。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2013、2014 分别完成发电量 1109 亿千瓦时(YOY-3.4%)、1150 亿千瓦时(YOY+3.7%), 实现净利润 106.7 亿元(YOY+3.1%)、113.15 亿元(YOY+6.0%), EPS0.65、0.69 元, 当前股价对应 2013、2014 年动态 PE 分别为 11.5X、10.8X, 估值有提升空间, 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(2013/5/7)	7.44
上证综指(2013/5/7)	2235.58
股价 12 个月高/低	7.75/6.16
总发行股数(百万)	16500.00
A 股数(百万)	9745.94
A 市值(亿元)	1227.60
主要股东	中国长江三峡集团公司 (73.33%)
每股净值(元)	4.58
股价/账面净值	1.63
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.1 -1.5 16.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

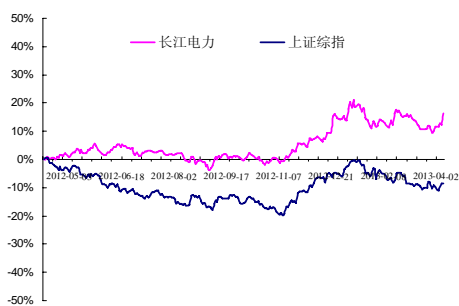
产品组合

水力发电	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.5%
一般法人	62.3%
财务公司	0.6%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	8,225	7,700	10,352	10,671	11,315
同比增减	%	78.14%	-6.38%	34.44%	3.08%	6.03%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.498	0.467	0.627	0.647	0.686
同比增减	%	78.14%	-6.38%	34.44%	3.08%	6.03%
A 股市盈率(P/E)	X	14.30	15.28	11.36	11.50	10.80
股利(DPS)	RMB 元	0.256	0.250	0.330	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	3.59%	3.51%	4.63%	4.21%	4.21%

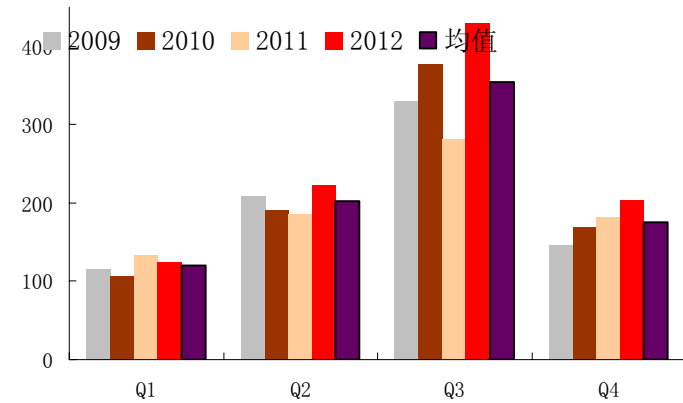
..... 接续下页

图表一：三峡分季度发电量

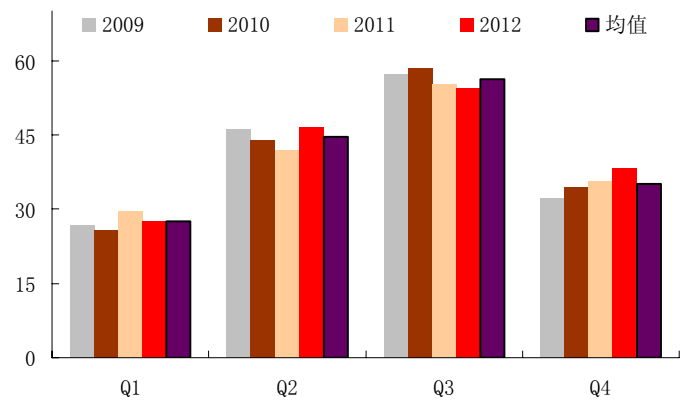
单位：亿千瓦时

图表二：葛洲坝电站分季度发电量

单位：亿千瓦时



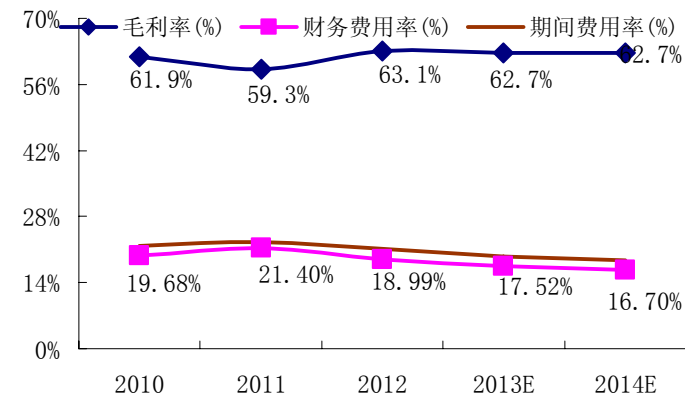
资料来源：公司公告，群益证券



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

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	25,782	24,685	25,461
经营成本	8,335	8,422	9,359	9,430	9,475
营业税金及附加	344	338	490	479	423
销售费用	11	10	8	13	15
管理费用	459	430	559	524	494
财务费用	4,305	4,224	4,634	3,923	3,862
资产减值损失	1	6	299	8	8
投资收益	358	1,117	1,018	1,509	1,470
营业利润	8,783	8,385	11,451	11,817	12,654
营业外收入	2,118	1,723	2,138	2,230	2,200
营业外支出	15	5	13	10	12
利润总额	10,886	10,104	13,577	14,037	14,842
所得税	2,660	2,403	3,224	3,366	3,527
少数股东损益	1	1	1	0	0
归属于母公司所有者的净利润	8,225	7,700	10,352	10,671	11,315

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	1,548	1,703	1,873
应收帐款	1,349	1,309	1,447	1,707	2,014
存货	313	332	422	443	466
流动资产合计	6,560	7,859	4,651	5,694	6,433
长期投资净额	7,644	7,217	8,879	10,211	11,742
固定资产合计	135,751	137,677	135,352	165,129	201,458
在建工程	94	105	275	242	213
无形资产	150,901	150,527	150,582	168,652	188,890
资产总计	157,461	158,385	155,233	174,346	195,323
流动负债合计	59,222	59,224	49,715	57,172	65,748
长期负债合计	32,074	30,915	30,631	27,568	24,811
负债合计	91,296	90,139	80,346	84,740	90,559
少数股东权益	5	6	-	-	-
股东权益合计	66,160	68,240	74,880	89,606	104,764
负债和股东权益总计	157,461	158,385	155,233	174,346	195,323

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	21,461	24,680	28,382
投资活动产生的现金流量净额	-12,921	-5,346	-4,031	-3,547	-3,121
筹资活动产生的现金流量净额	-4,619	-8,248	-19,638	-20,978	-25,090
现金及现金等价物净增加额	-214	1,856	-2,208	155	170

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。