

# 长江电力

## 来水欠佳导致 13 年业绩下滑

2013 年全年和 2014 年一季度净利润分别为 90.7 亿元/6.4 亿元

公司 13 年实现净利润 90.7 亿元，同比下降 12.4%，对应 EPS 0.55 元，基本符合我们的预期，扣非后净利润为 88.7 亿元，同比下降 13.1%。2014 年一季度发电量同比增长 3.0%，占我们全年预测的 14.7%，净利润 6.4 亿元，同比增长 28.0%，盈利增速大于电量增速来自财务费用下降和投资收益增加。

来水不佳使得 13 年盈利下降，参股公司业绩提升使投资收益增加 33.7%

13 年业绩下降主要是由于长江上游来水欠佳，较同期偏枯 17.9%，导致三峡电站发电量和电力业务收入同比分别减少 15.6% 和 14.2%。公司财务费用同比下降 18.3% 的同时，投资收益增长 33.7%，后者主要来自参股的广州发展、湖北能源和上海电力受益于煤价走低后的盈利大幅增长，清能地产净利润增长 133%，以及出售股票收益 1.94 亿元（占投资收益 14.2%）。

14 年计划发电量 1,050 亿千瓦时，鉴于增值税新政下调 16 年起盈利预测

公司计划 14 年发电量 1,050 亿千瓦时，较 13 年实际电量高 6.4%，对应葛洲坝和三峡电站的利用率分别为 67% 和 45%。由于发改委于 14 年 3 月出台了大水电增值税新政，因此 16 年起公司增值税返还比例将减少 4ppt，18 年起取消增值税返还，同时考虑到葛洲坝电站水资源费自 13 年 12 月起上调至 5 厘/千瓦时，我们维持 14-15 年 EPS 预测 0.58/0.61 元不变，但将 16 年 EPS 预测由 0.62 元下调至 0.58 元，并下调长期盈利预测假设。

估值：小幅下调目标价至 10.04 元，维持“买入”

我们将目标价调整至 2014 年底，并基于 DCF 估值方法，假设 WACC 为 6.5%，将目标价由 10.12 元下调至 10.04 元，维持“买入”评级。

### Equities

中国  
电力生产和供应业

12 个月评级 **买入**  
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb10.04**  
之前: **Rmb10.12**

股价 **Rmb5.69**

路透代码: 600900.SS 彭博代码 600900 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb7.82-5.57		
市值	Rmb93.9 十亿/US\$15.0 十亿		
已发行股本	16,500 百万 (ORDA)		
流通股比例	37%		
日均成交量(千股)	19,014		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb111.4		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb83.1 十亿		
市净率 (12/14E)	1.1x		
净债务 / EBITDA	2.4x		

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.58	0.58	0.01	0.61
12/15E	0.61	0.61	0.01	0.63
12/16E	0.62	0.58	-5.93	-

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	20,700	25,782	22,698	24,101	24,488	24,488	24,488	24,488
息税前利润(UBS)	11,493	15,067	12,129	13,219	13,402	13,358	13,313	13,268
净利润(UBS)	7,700	10,352	9,071	9,567	9,993	9,582	9,957	9,323
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.47	0.63	0.55	0.58	0.61	0.58	0.60	0.57
每股股息 (Rmb)	0.25	0.33	0.28	0.30	0.31	0.30	0.31	0.29
现金 / (净债务)	(83,891)	(63,529)	(56,831)	(47,290)	(37,492)	(27,935)	(17,594)	(7,963)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	55.5	58.4	53.4	54.8	54.7	54.5	54.4	54.2
ROIC (EBIT) (%)	8.3	11.5	9.9	11.2	11.9	12.5	13.2	14.0
EV/EBITDA(core)x	10.9	7.4	8.5	6.4	5.8	5.3	4.7	4.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	15.3	10.4	12.7	9.8	9.4	9.8	9.4	10.1
权益 FCF (UBS) 收益率 %	4.1	13.2	15.1	18.5	18.7	18.3	18.3	17.4
净股息收益率(%)	3.6	5.1	4.0	5.2	5.4	5.2	5.4	5.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 04 月 30 日 15 时 26 分的股价(Rmb5.69)得出。

# 投资主题

## 长江电力

### 投资理由

公司旗下水电装机规模 2,528 万千瓦，是中国第一大、全球第三大水电公司。大股东三峡集团承诺未来将金沙江流域的四个大型水电站陆续注入，其中溪洛渡和向家坝电站合计装机达到 2,026 万千瓦，预计将在 14 年底前全部投产。我们认为收购将利好公司：1、公司现金充裕、资产负债率不高，有足够的负债融资空间；2）由于大股东持有公司股比高，和其他股东的利益趋近，我们预计会有合理作价；3）不考虑重估增值，向溪电站的盈利能力高于公司现在资产。我们当前 2014-15 年盈利预测比市场一致预期低 1%/2%，目标价的推导基于 DCF 估值方法和 6.5% 的 WACC 假设，目标价对应 2014 年 PE 为 17.3 倍。

### 乐观情景

假设都是丰水年，2014/15 年三峡来水情况均比我们预期的高 20%，那么我们估算 EPS 将较基准情景分别增长 29.5%/29.1%，对应每股估值为 10.30 元。

### 悲观情景

假设都是枯水年，2014/15 年三峡来水情况均比我们预期的低 20%，那么我们估算 EPS 将较基准情景分别减少 29.5%/29.0%，对应每股估值为 9.78 元。

### 近期催化剂

我们预计公司可能在 2014 年启动对向溪电站的收购，成为股价催化剂。向溪电站蓄水投产相当于增加三峡电站的有效库容，能够增加公司现有资产的盈利能力。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb10.04

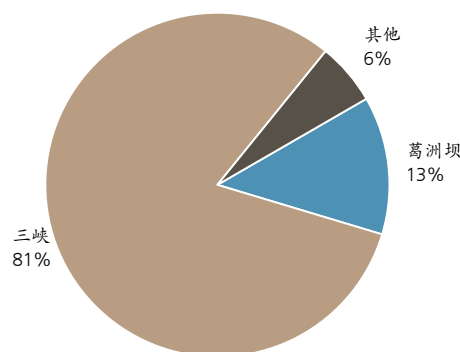
### 公司简介

长江电力是国内最大的上市水电公司。公司于 2002 年 11 月 4 日成立，2003 年 11 月 18 日在上海证券交易所上市。公司旗下拥有葛洲坝电站和三峡电站，合计装机容量 2527.7 万千瓦。公司生产的电力主要销往华中（湖北、湖南、河南、江西、重庆）、华东（上海、江苏、浙江、安徽）以及广东省。

### 行业展望

水电是可再生资源，可获优先调度，发电量只受来水影响而不受需求影响。但大型水电对生态环境可能存在负面影响。

### 2013 年收入结构 (%)



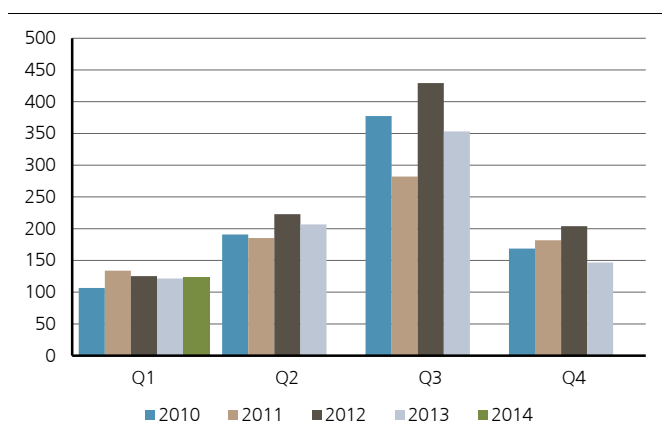
来源: 公司数据

### 毛利润结构

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力	16,263	12,929	13,974	14,147	14,102
其他	161	234	258	283	283
合计	16,423	13,163	14,231	14,431	14,386

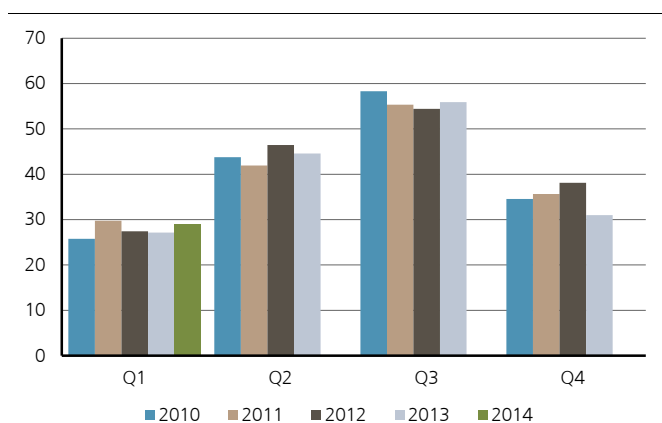
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 1: 三峡电站分季度发电量 (亿千瓦时)



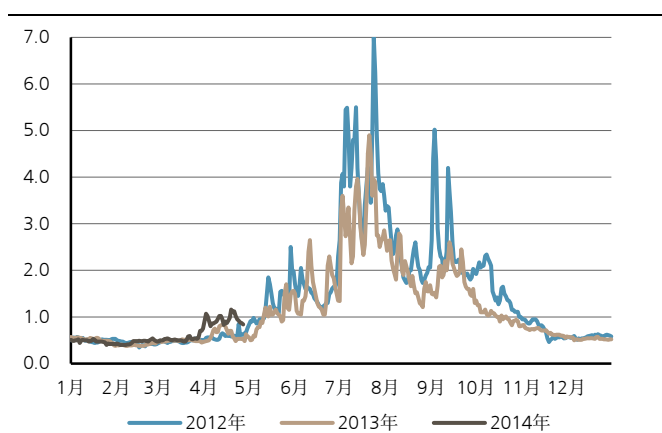
来源: 公司数据

图表 2: 葛洲坝电站分季度发电量 (亿千瓦时)



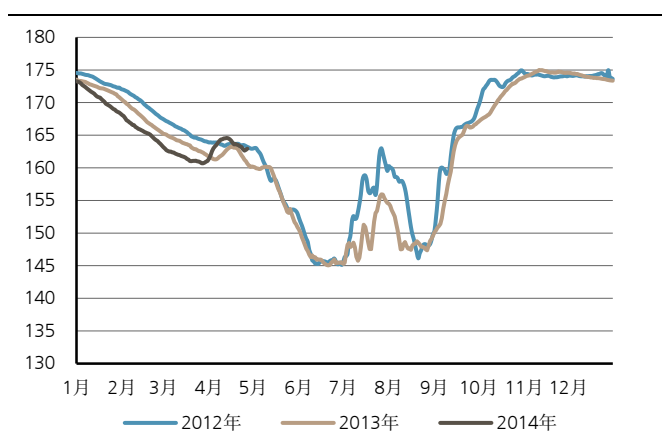
来源: 公司数据

图表 3: 三峡电站入库量 (万立方米/秒)



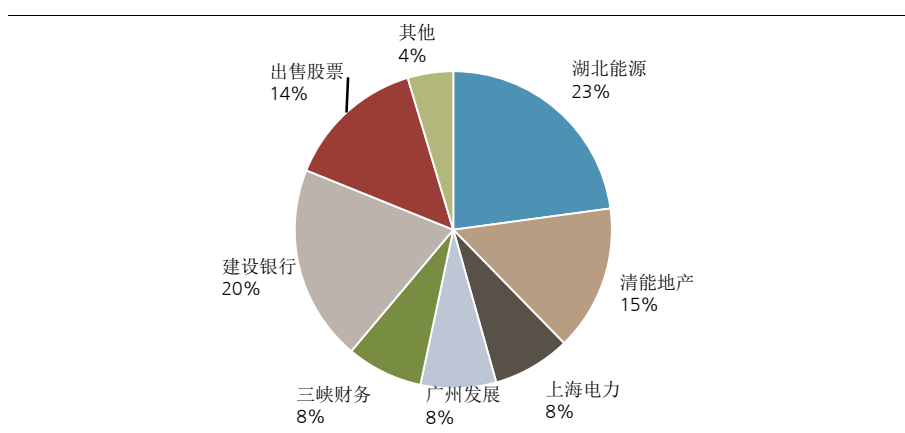
来源: 三峡集团网站

图表 4: 三峡上游水位 (米)



来源: 三峡集团网站

图表 5: 2013 年公司投资收益结构



来源: 公司数据

# 长江电力 (600900.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	20,700	25,782	22,698	24,101	6.2	24,488	1.6	24,488	24,488	24,488
毛利	11,941	15,934	12,760	13,803	8.2	13,995	1.4	13,951	13,906	13,861
息税折旧摊销前利润(UBS)	17,369	21,213	18,430	19,611	6.4	19,844	1.2	19,850	19,839	19,830
折旧和摊销	(5,876)	(6,146)	(6,302)	(6,391)	1.4	(6,442)	0.8	(6,493)	(6,527)	(6,563)
息税前利润(UBS)	11,493	15,067	12,129	13,219	9.0	13,402	1.4	13,358	13,313	13,268
联营及投资收益	1,117	1,018	1,361	846	-37.9	846	0.0	846	846	846
其他非营业利润	1,718	2,125	2,027	2,038	0.5	2,060	1.1	1,144	1,144	0
净利息	(4,224)	(4,634)	(3,787)	(3,347)	11.6	(2,983)	10.9	(2,571)	(2,027)	(1,683)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	10,104	13,577	11,730	12,757	8.8	13,325	4.5	12,777	13,276	12,431
税项	(2,403)	(3,224)	(2,659)	(3,189)	-19.9	(3,331)	-4.5	(3,194)	(3,319)	(3,108)
税后利润	7,701	10,353	9,071	9,567	5.5	9,994	4.5	9,582	9,957	9,323
优先股股息及少数股权	(1)	(1)	0	(1)	-5.5	(1)	-4.5	(1)	(1)	(1)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	7,700	10,352	9,071	9,567	5.5	9,993	4.5	9,582	9,957	9,323
净利润(UBS)	7,700	10,352	9,071	9,567	5.5	9,993	4.5	9,582	9,957	9,323
税率(%)	23.8	23.7	22.7	25.0	10.3	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.47	0.63	0.55	0.58	5.5	0.61	4.5	0.58	0.60	0.57
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.47	0.63	0.55	0.58	5.5	0.61	4.5	0.58	0.60	0.57
EPS(UBS, 基本)	0.47	0.63	0.55	0.58	5.5	0.61	4.5	0.58	0.60	0.57
每股股息净值(Rmb)	0.25	0.33	0.28	0.30	5.5	0.31	4.5	0.30	0.31	0.29
每股账面价值	4.14	4.54	4.74	5.04	6.3	5.35	6.2	5.62	5.93	6.18
平均股数(稀释后)	16,500.00	16,500.00	16,500.00	16,500.00	0.0	16,500.00	0.0	16,500.00	16,500.00	16,500.00
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	3,758	1,550	2,264	8,641	281.7	13,107	51.7	13,923	14,350	23,981
其他流动资产	4,101	3,101	2,794	2,954	5.7	3,000	1.6	3,003	3,005	3,007
流动资产总额	7,859	4,651	5,058	11,595	129.2	16,107	38.9	16,926	17,354	26,988
有形固定资产净值	137,783	135,627	130,003	124,499	-4.2	119,050	-4.4	113,230	107,202	101,048
无形固定资产净值	12	39	51	43	-15.4	30	-31.8	10	1	1
投资/其他资产	12,731	14,916	14,495	15,265	5.3	16,036	5.0	16,807	17,580	18,353
总资产	158,385	155,233	149,607	151,402	1.2	151,223	-0.1	146,973	142,137	146,389
应付账款和其他短期负债	1,643	14,252	11,450	11,468	0.2	11,508	0.3	11,514	11,523	11,531
短期债务	57,581	35,462	27,339	24,220	-11.41	18,888	-22.02	13,148	7,194	7,194
流动负债总额	59,224	49,715	38,789	35,688	-8.0	30,396	-14.8	24,662	18,718	18,725
长期债务	30,068	29,616	31,756	31,711	-0.1	31,711	0.0	28,710	24,749	24,749
其它长期负债	847	1,015	882	882	0.0	882	0.0	882	882	882
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	90,139	80,346	71,426	68,280	-4.4	62,988	-7.8	54,254	44,349	44,356
普通股股东权益	68,240	74,880	78,179	83,119	6.3	88,232	6.2	92,716	97,784	102,028
少数股东权益	6	7	2	3	23.6	3	19.9	4	4	5
负债和权益总计	158,385	155,233	149,607	151,402	1.2	151,223	-0.1	146,973	142,137	146,389
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	7,700	10,352	9,071	9,567	5.5	9,993	4.5	9,582	9,957	9,323
折旧和摊销	5,876	6,146	6,302	6,391	1.4	6,442	0.8	6,493	6,527	6,563
营运资本变动净值	(1,342)	1,047	169	(141)	-	(7)	95.2	4	7	6
其他营业性现金流	381	773	2,550	2,461	-3.5	2,130	-13.4	1,718	1,173	827
经营性现金流	12,615	18,318	18,091	18,278	1.0	18,559	1.5	17,796	17,663	16,718
有形资本支出	(7,830)	(4,067)	(771)	(880)	-14.2	(980)	-11.3	(653)	(490)	(408)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	2,484	37	1,315	83	-	83	-	83	83	83
投资性现金流	(5,346)	(4,031)	544	(797)	-	(897)	-12.5	(570)	(407)	(325)
已付股息	(4,201)	(4,201)	(5,471)	(4,627)	15.4	(4,880)	-5.5	(5,098)	(4,888)	(5,079)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	4,201	7,133	(6,464)	(3,313)	48.75	(2,983)	9.96	(2,571)	(2,027)	(1,683)
债务及优先股变化	(8,248)	(22,570)	(5,984)	(3,164)	47.13	(5,332)	-68.55	(8,741)	(9,914)	0
融资性现金流	(8,248)	(19,638)	(17,919)	(11,104)	38.0	(13,196)	-18.8	(16,410)	(16,829)	(6,762)
现金流量中现金的增加(减少)	(979)	(5,351)	716	6,377	790.7	4,466	-30.0	816	427	9,631
外汇/非现金项目	2,835	3,143	(2)	0	100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	1,855	(2,208)	714	6,377	793.3	4,466	-30.0	816	427	9,631

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 长江电力 (600900.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	15.3	10.4	12.7	9.8	9.4	9.8	9.4	10.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	15.3	10.4	12.7	9.8	9.4	9.8	9.4	10.1
股价/每股现金收益	8.7	6.6	7.5	5.9	5.7	5.8	5.7	5.9
权益 FCF (UBS) 收益率 %	4.1	13.2	15.1	18.5	18.7	18.3	18.3	17.4
净股息收益率(%)	3.6	5.1	4.0	5.2	5.4	5.2	5.4	5.1
市净率	1.7	1.4	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
企业价值/营业收入(核心)	9.1	6.1	6.9	5.2	4.7	4.3	3.8	3.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.9	7.4	8.5	6.4	5.8	5.3	4.7	4.2
企业价值/息税前利润(核心)	16.5	10.4	12.9	9.5	8.6	7.9	7.1	6.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	16.4	10.4	12.9	9.5	8.6	7.8	7.0	6.3
企业价值/运营投入资本	1.4	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	118,025	108,135	114,843	93,885	93,885	93,885	93,885	93,885
净债务 (现金)	83,891	63,529	56,831	47,290	37,492	27,935	17,594	7,963
少数股东权益	6	7	2	3	3	4	4	5
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>201,922</b>	<b>171,671</b>	<b>171,676</b>	<b>141,178</b>	<b>131,380</b>	<b>121,824</b>	<b>111,483</b>	<b>101,852</b>
- 非核心资产	(12,800)	(15,143)	(14,615)	(15,225)	(15,978)	(16,674)	(17,391)	(18,129)
<b>核心企业价值</b>	<b>189,122</b>	<b>156,528</b>	<b>157,061</b>	<b>125,952</b>	<b>115,402</b>	<b>105,150</b>	<b>94,092</b>	<b>83,724</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	-5.4	24.5	-12.0	6.2	1.6	0.0	0.0	0.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-6.4	22.1	-13.1	6.4	1.2	0.0	-0.1	0.0
息税前利润(UBS)	-9.7	31.1	-19.5	9.0	1.4	-0.3	-0.3	-0.3
每股收益(UBS 稀释后)	-6.4	34.4	-12.4	5.5	4.5	-4.1	3.9	-6.4
每股股息净值	-0.5	30.2	-15.4	5.5	4.5	-4.1	3.9	-6.4
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	57.7	61.8	56.2	57.3	57.2	57.0	56.8	56.6
息税折旧摊销前利润率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税前利润率	55.5	58.4	53.4	54.8	54.7	54.5	54.4	54.2
净利 (UBS) 率	37.2	40.2	40.0	39.7	40.8	39.1	40.7	38.1
ROIC (EBIT)	8.3	11.5	9.9	11.2	11.9	12.5	13.2	14.0
税后投资资本回报率	6.2	8.6	7.5	8.2	8.7	9.1	9.7	10.2
净股东权益回报率(UBS)	11.5	14.5	11.9	11.9	11.7	10.6	10.5	9.3
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	4.8	3.0	3.1	2.4	1.9	1.4	0.9	0.4
净债务/总权益	122.9	84.8	72.7	56.9	42.5	30.1	18.0	7.8
净债务/(净债务 + 权益)	55.1	45.9	42.1	36.3	29.8	23.2	15.2	7.2
净债务/企业价值	44.4	40.6	36.2	37.5	32.5	26.6	18.7	9.5
资本支出 / 折旧 %	133.4	66.3	12.3	13.8	15.3	10.1	7.5	6.2
资本支出/营业收入(%)	NM	15.8	3.4	3.7	4.0	2.7	2.0	1.7
息税前利润/净利息	2.7	3.3	3.2	3.9	4.5	5.2	6.6	7.9
股息保障倍数 (UBS)	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
股息支付率 (UBS) %	54.6	52.8	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	20,700	25,782	22,698	24,101	24,488	24,488	24,488	24,488
<b>总计</b>	<b>20,700</b>	<b>25,782</b>	<b>22,698</b>	<b>24,101</b>	<b>24,488</b>	<b>24,488</b>	<b>24,488</b>	<b>24,488</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	11,493	15,067	12,129	13,219	13,402	13,358	13,313	13,268
<b>总计</b>	<b>11,493</b>	<b>15,067</b>	<b>12,129</b>	<b>13,219</b>	<b>13,402</b>	<b>13,358</b>	<b>13,313</b>	<b>13,268</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+76.4%
预测股息收益率	5.2%
预测股票回报率	+81.6%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+72.1%

---

## 风险声明

长江电力的主要风险包括：低于我们预期的来水量，从母公司收购发电厂的进度低于我们预期，增值税返还政策的终止，以及环境问题对公司财务及经营表现所带来的负面影响。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：徐颖真；郁威。

### 涉及报告中提及的公司的披露

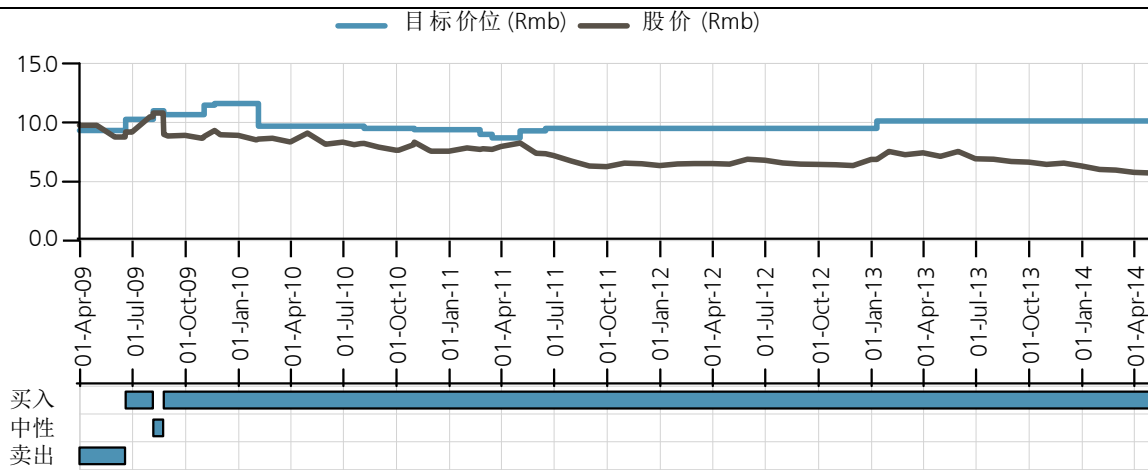
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
长江电力	600900.SS	买入	不适用	Rmb5.72	2014 年 04 月 29 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 长江电力 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 29 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。居住在美国的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发。与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

