



东兴证券
DONGXING SECURITIES

水核并举，外延扩张空间打开

——长江电力（600900）调研报告

2014年09月10日

强烈推荐/维持

长江电力

调研报告

报告摘要：

- **葛洲坝持续增容改装。**葛洲坝电站共有 22 台发电机组，包括 2 台 17 万千瓦、17 台 12.5 万千瓦，2 台 14.6 万千瓦、1 台 2 万千瓦的机组。公司拟将其中 17 台 12.5 万千瓦的机组和 2 台 14.6 万千瓦的机组改造成单机容量为 15 万千瓦的机组，共增加容量 42.5 万千瓦。从 2013 年开始，每年完成 2 台机组改造，预计到 2022 年完成改造。
- **来水增加，发电量增长。**上半年葛洲坝电站发电 77.22 亿度，YOY8%；三峡电站发电 342.28 亿度，YOY4%；公司合计发电 419.5 亿度，YOY5%。上半年发电量接近历史最好水平，预计全年发电量将同比增长 5%-7%。
- **向家坝、溪洛渡电站有望获得注入。**集团下属的金沙江向家坝、溪洛渡电站已经全面投入运营，并交由公司托管。电站目前尚有移民、土地产权等收尾问题需要处理，预计处理完毕后注入上市公司的可能性较大。向家坝、溪洛渡电站执行落地电价倒推政策，平均销售电价 0.3482 元/千瓦时，电价远高于葛洲坝的 0.214 元/千瓦时和三峡的 0.263 元/千瓦时。若能注入，将大幅提升上市公司的盈利能力。
- **桃花江核电站成为公司进入核电领域的新契机。**三峡集团与中核集团签订战略合作协议：中核集团欢迎中国三峡集团及其下属企业参与核电产业链上下游投资，同意公司参与中核集团核燃料产业的股权多元化工作。此次合作为集团及公司进入核电领域提供了契机，公司有机会参与未来新建 3000 万千瓦核电装机的建设和运营；另外，中核集团核燃料产业垄断国内核燃料供应，体量大、收益稳定，如果集团及公司能够参与，将新增一个盈利增长点。
- **公司盈利预测及投资评级。**上半年来水情况较好，公司实现归属母公司净利 33.9 亿元，同比增长 19%。第 3 季度长江来水情况更好，预计全年公司发电量有望持续增长，我们预计公司 2014 年-2016 年每股收益分别为 0.58 元、0.61 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 13、13 和 12 倍，首次给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,782.0	22,697.6	23,803.2	24,948.4	25,640.3
增长率(%)	#REF!	-12%	5%	5%	3%
净利润(百万元)	10,352.7	9,071.2	9,559.7	10,078.1	10,346.2
增长率(%)	#REF!	-12.4%	5.4%	5.4%	2.7%
净资产收益率(%)	14.5%	11.9%	12.1%	12.5%	12.6%
每股收益(元)	0.63	0.55	0.58	0.61	0.63
PE	12	14	13	13	12
PB	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480513050002

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512060003

交易数据

52 周股价区间(元)	7.58-6.82
总市值(亿元)	1250.7
流通市值(亿元)	738.74
总股本/流通 A 股(万股)	1650000/974594
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.17

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1. 葛洲坝增容改造持续进行，电站容量持续提升

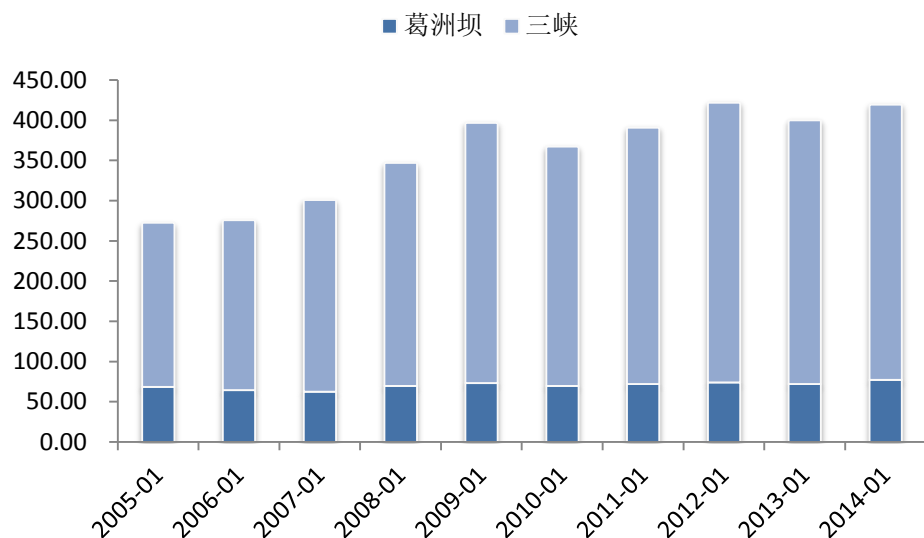
葛洲坝电站共有 22 台发电机组，包括 2 台 17 万千瓦、17 台 12.5 万千瓦，2 台 14.6 万千瓦、1 台 2 万千瓦（保安电源）的机组。公司拟将其中 17 台 12.5 万千瓦的机组和 2 台 14.6 万千瓦的机组改造成单机容量为 15 万千瓦的机组，共增加容量 42.5 万千瓦。由于这 17 台机组改造是按照每年 2 台分批次进行，利用每年冬季枯水期机组检修期进行，所以并不影响葛洲坝电站的正常发电。预计从 2013 年开始，每年完成 2 台机组改造，预计到 2022 年完成改造。改造后电站总装机容量为 321 万千瓦（ $17 \times 2 + 15 \times 19 + 2$ ），较原来的 277.7 万千瓦（ $17 \times 2 + 14.6 \times 2 + 12.5 \times 17 + 2$ ），增加 43.3 万千瓦。

目前增容改造进度快于预期，2013 年已经完成 6 台水轮机的增容，预计 14 年可继续完成 6 台水轮机的增容，预计 15 年前后葛洲坝电站装机容量可达 300 万 kw。

2. 前三季度来水情况较好

上半年葛洲坝电站发电 77.22 亿度，YOY8%；三峡电站发电 342.28 亿度，YOY4%；公司合计发电 419.5 亿度，YOY5%。公司上半年发电量接近于 2012 年的历史最好水平。

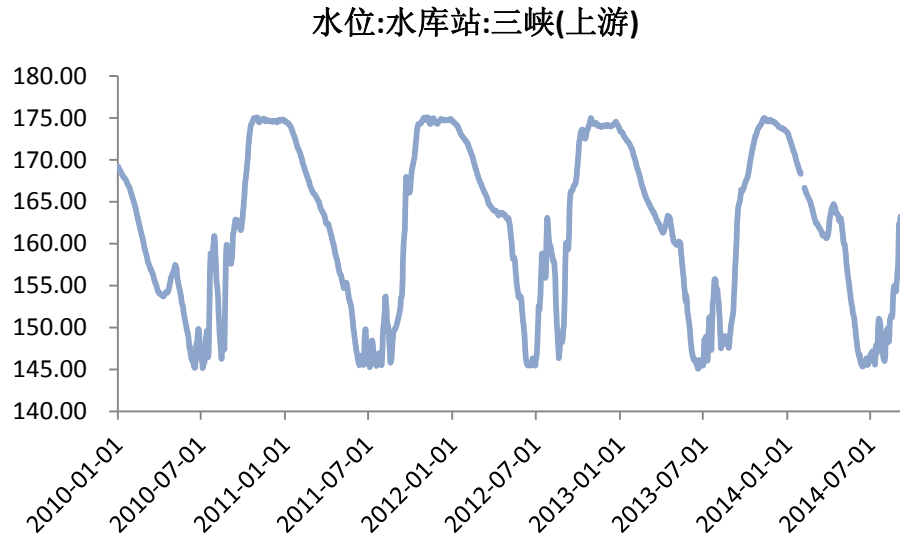
图 1：历史上半年公司发电量情况图



资料来源：东兴证券研究所

8、9 月金沙江降雨量很大，来水比上半年要好，9 月三峡（上游）水位达 163 米，好于往年同期水平。8 月底至今满发的情况比较长。

另外，随着向家坝、溪洛渡电站的投产，公司通过 4 库之间统一调度，可以降低弃水情况的出现。

图 2：历史上半年公司发电量情况图


资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 托管向家坝、溪洛渡电站已经投入运行，预计未来将注入公司

集团下属的金沙江向家坝、溪洛渡电站已经全面投入运营，并交由公司托管；另外，装机 1400 万千瓦的白鹤滩电站环评报告书已于 7 月 29 日获环保部受理，预计未来获得环评通过并且开建的难度不大。根据集团此前承诺，未来将把全部电力资产注入到上市公司。向家坝、溪洛渡电站目前尚有移民、土地产权等收尾问题需要处理，待剩余问题处理完毕后注入上市公司的可能性较大。

向家坝、溪洛渡电站执行落地电价倒推政策，平均销售电价 0.3482 元/千瓦时，电价远高于葛洲坝的 0.214 元/千瓦时和三峡的 0.263 元/千瓦时。若能注入，将大幅提升上市公司的盈利能力。

表 1:集团剩余水电站装机

	发电量 (亿千瓦时)	机组 (台×万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	投产时间
向家坝	307	8×80	640	2012 - 2014
溪洛渡	571	18×77	1,386	2013 - 2014
白鹤滩	602	16×87.5	1,400	2018 - 2020
乌东德	391	10×87	870	2018 - 2020
合计	1,872		4,296	

资料来源：东兴证券研究所

4. 集团与中核集团全面合作

8月26日，公司控股股东三峡集团和中核集团签订战略合作协议：

- 双方同意共同推进湖南桃花江核电项目，抓紧开展相关工作，争取早日获得国家核准并开工建设。
- 中核集团欢迎中国三峡集团及其下属企业参与核电产业链上下游投资，同意公司参与中核集团核燃料产业的股权多元化工作。
- 双方同意在后续核电新项目的投资建设和运营管理等领域，积极开展以股权为纽带的合作。
- 双方同意发挥行业优势，加强优势互补，共同开展国际领域能源项目的合作开发，寻找海外核电投资机会，推进海外水电项目股权合作；加大在风电、太阳能、抽水蓄能等新能源领域合作力度；探讨建立核电、水电开发、建设、运营与管理的人才培养机制。

集团与中核集团的合作意义重大：

- 1、中核集团欢迎中国三峡集团及其下属企业参与核电产业链上下游投资。核电是最优质的资产，上网电价 0.45 元/千瓦时，运行稳定、满发全额上网。此次合作为集团及公司进入核电领域提供了契机，公司有机会参与未来新建 3000 万千瓦核电装机的建设和运营，公司将改变水电独大的局面，获得国内最优质的水、核发电资源，将极大的提升盈利能力。
- 2、同意公司参与中核集团核燃料产业的股权多元化工作。中核集团核燃料产业垄断国内核燃料供应，体量大、收益稳定，如果集团及公司能够参与，将新增一个盈利增长点。

5. 收购集团持有中核桃花江核电项目

8月30日，公司拟出资 1.6 亿元收购三峡集团所持有的湖南桃花江核电有限公司 20% 股权。湖南桃花江核电有限公司由中国核工业集团公司、华润电力工程服务有限公司、中国长江三峡集团公司、湖南湘投控股集团有限公司按 50%、25%、20%、5% 的比例，共同出资成立，负责湖南桃花江核电工程建设、运营和管理，规划容量 4×1000MWe 级 AP1000 核电机组，按照一次规划、分期建设原则，一期工程建设规模为 2 台 AP1000 机组。

同时，中国三峡集团同意，若至 2020 年 12 月 31 日桃花江核电项目未取得国家有关部门核准批复文件，或 2020 年 12 月 31 日前国家有关部门明确表示暂停桃花江核电项目，本公司有权要求中国三峡集团回购截至 2014 年 6 月 30 日其已实缴出资额所对应的桃花江核电股权。

虽然目前内陆核电站的重启尚不明确，但公司能够有机会参与桃花江项目为后续进入

核电领域提供了契机; 目前集团及下属公司开展与中核集团的深入合作, 也使得公司参与中核集团其他新建项目存在可能, 继优质的水电资产后, 公司未来有望持续获取更优质的核电资产。

6. 投资评级

上半年来水情况较好, 公司实现归属母公司净利 33.9 亿元, 同比增长 19%。第 3 季度长江来水情况更好, 预计全年公司发电量有望持续增长, 我们预计公司 2014 年-2016 年归属于上市公司股东净利润分别为 95 亿元、100 亿元和 103 亿元; 每股收益分别为 0.58 元、0.61 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 13、13 和 12 倍, 首次给予公司“强烈推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E		2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	4.651	5.058	7.210	10.311	16.841	营业收入	25.782	22.698	23.803	24.948	25.640
货币资金	1.548	2.264	4.280	7.239	13.684	营业成本	3.212	9.535	9.871	10.120	10.206
应收账款	1.521	1.425	1.495	1.567	1.610	营业税金及附加					
其他应收款						营业费用	8	7	8	8	8
预付款项						管理费用	430	559	542	524	549
存货						财务费用	4.634	3.787	4.166	4.582	5.041
其他流动资产	1.582	1.369	1.436	1.505	1.546	资产减值损失					
非流动资产合计	150.306	144.075	141.007	138.463	133.460	公允价值变动收益					
长期股权投资						投资净收益	1.018	1.361	1.498	1.647	1.812
固定资产	135.352	129.672	123.756	117.783	111.755	营业利润					
无形资产	39	51	49	47	45	营业外收入	2.125	2.027	2.058	2.144	2.206
其他非流动资产	14.868	14.285	17.142	20.570	21.599	营业外支出					
资产总计	155.233	149.607	148.217	148.773	150.301	利润总额	13.577	11.730	12.367	13.038	13.385
流动负债合计	49.715	38.789	36.893	35.838	35.973	所得税	3.224	2.659	2.807	2.960	3.038
短期借款	35.000	27.000	26.000	24.000	24.000	净利润	10.353	9.071	9.560	10.078	10.346
应付账款	244	351	293	313	319	少数股东损益	1	0	1	1	2
预收款项						归属母公司净利润	10.352	9.071	9.559	10.077	10.345
一年内到期的非						EBITDA	21.512	18.512	19.590	20.470	21.073
非流动负债合计	30.631	32.637	31.682	31.667	31.672	BPS (元)	0.63	0.55	0.58	0.61	0.63
长期借款	11.223	13.347	12.347	12.347	12.347	主要财务比率					
应付债券	1.839.354	1.840.854	1.840.854	1.840.854	1.840.854	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	
负债合计	80.346	71.426	68.574	67.505	67.645	成长能力					
少数股东权益						营业收入增长	25%	-12%	5%	5%	3%
实收资本(或股	56.964	58.447	58.476	58.476	58.476	营业利润增长	24%	-14%	6%	4%	3%
资本公积						归属于母公司净利	34%	-12%	5%	5%	3%
未分配利润	17.932	19.747	21.432	23.043	24.417	获利能力					
归属母公司股东	74.887	78.181	79.908	81.518	82.893	毛利率(%)	88%	58%	59%	59%	60%
负债和所有者权	155.233	149.607	148.482	149.023	150.537	净利率(%)	40%	40%	40%	40%	40%
现金流量表					总资产净利润(%)						
单位: 百万元					ROE(%)						
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	33.932	15.163	18.070	20.442	20.297	资产负债率(%)	52%	48%	46%	45%	45%
净利润	10.353	9.071	9.560	10.078	10.346	流动比率	9%	13%	20%	29%	47%
折旧摊销	6.139	6.288	6.598	6.625	6.650	速动比率	6%	10%	16%	25%	43%
财务费用	4.634	3.787	4.166	4.582	5.041	营运能力					
应付账款的变化						总资产周转率					
预收账款的变化						应收账款周转率	1811%	1811%	1811%	1811%	1811%
投资活动现金流	-3.942	-821	-2.041	-2.433	162	应付账款周转率					
公允价值变动收	-0	0	-	-	-	每股指标(元)					
长期股权投资减						每股收益(最新摊	0.63	0.55	0.58	0.61	0.63
投资收益	1.018	1.361	1.498	1.647	1.812	每股净现金流(最新					
筹资活动现金流						每股净资产(最新摊	4.1	4.5	4.7	4.8	4.9
应付债券增加	-	-	-	-	-	估值比率					
长期借款增加	-466	2.124	-1.000	-	-	P/E	12.2	13.9	13.2	12.5	12.2
普通股增加	2.593	1.483	28	-	-	P/B	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6
资本公积增加						EV/EBITDA					
现金净增加额	23.179	-1.079	2.016	2.959	6.445						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

张鹏

金融学硕士，CPA，CFA。2011 年进入东兴证券研究所，2013 年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名，目前任电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。