

2014年10月31日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

該股為合資格滬股通股票

目標價(元) 10.00RMB

公司基本資訊

產業別	公用事業		
A 股價(2014/10/30)	8.19		
上證綜指(2014/10/30)	2391.08		
股價 12 個月高/低	8.19/5.57		
總發行股數(百萬)	16500.00		
A 股數(百萬)	9745.94		
A 市值(億元)	1351.35		
主要股東	中國長江三峽集團公司 (73.33%)		
每股淨值(元)	5.02		
股價/賬面淨值	1.63		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	5.8	17.7	30.9

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-08-20	23.15	買入

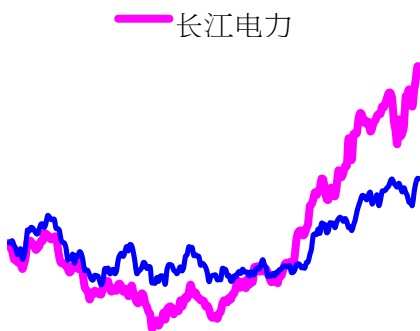
產品組合

電力	96.4%
其他	3.6%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	1.7%
一般法人	62.0%
財務公司	0.6%

股價相對大盤走勢



長江電力(600900.SH)

Buy 買入

來水改善，三季度業績大增

結論與建議：

公司今日發佈三季報，報告期內實現收入 206.23 億元，YOY+13.52%，實現淨利潤 94.50 億元，YOY+24.91%。分季度來看，3Q 實現淨利潤 60.56 億元，YOY+28.36%，業績大幅增長主要由於長江上游主汛期來水大為改善。

預計公司 2014、2015 年實現淨利潤 118.18 億元(YOY+30.3%)、121.83 億元(YOY+3.1%)，EPS0.72、0.74 元，當前股價對應 2014、2015 年動態 P/E11.3X、11.1X，公司股息分紅率常年穩定在 3%~5%之間，是穩健的投資標的。且公司積極佈局核電業務，尋求新的利潤增長點，外延式增長空間依然廣闊，維持“買入”建議。

- **三季度來水明顯改善，業績大幅增長：**公司 1-3Q 實現淨利潤 94.50 億元，YOY+24.91%。主要是由於今年主汛期長江上游來水較往年同期頗豐，公司發電量同比增長所致。公司前三季度累計完成發電量約 904.80 億千瓦時，YOY+11.83%。其中，三峽電站完成發電量 768.55 億千瓦時，YOY+12.78%；葛洲壩電站完成發電量 136.25 億千瓦時，YOY+6.77%。單季度來看，3Q 公司完成發電量 485.30 億千瓦時，YOY+18.64%。
- **毛利率不斷提升，費用率同比下降：**受益於上游來水改善，發電量增加，公司 1-3Q 毛利率為 65.55%，比去年同期提升 3.9 個百分點，單季度來看的話，3Q 毛利率為 76.4%，同比提升 3.8 個百分點。費用率方面，公司 1-3Q 費用率為 14.13%，同比下降 3.55 個百分點，其中財務費用同比下降 3.21 個百分點，主要是公司加快債務償還進度，壓縮債務規模所致。單季度來看，3Q 費用率為 8.90%，同比下降 3.12 個 ppt，財務費用下降了 2.79 個 ppt。公司費用率控制出色，為業績的增長提供可靠保障。
- **佈局核電業務，尋求新的利潤增長點：**公司作為三峽集團國內核電投資業務的唯一平臺，以協定轉讓方式收購三峽集團所持桃花江核電（規劃裝機 4x1000MW，一期 2x1000MW）全部 20%股權，打造“水、核互補”的清潔能源業務發展模式。根據公司對桃花江核電項目收益率和上網電價的測算，假設按目前預期於 2016 年初正式開工，按照 0.43 元/千瓦時電價測算，預計項目資本金內部收益率不低於 9%，投資收益能力良好。
- **外延式增長空間依然廣闊：**截至 2013 年底，公司自有裝機容量 2527.7 萬千瓦。母公司三峽集團下屬的溪洛渡水電站和向家壩水電站已於 2014 年 7 月全面投產，總裝機 2026 萬千瓦，多年平均發電量 880 億千瓦時，相當於在金沙江上又投產了一座三峽電站。根據大股東之前的承諾，兩大電站未來都將注入長江電力，可使公司可控裝機容量增厚 80%以上。
- **盈利預測：**預計公司 2014、2015 年實現淨利潤 118.18 億元(YOY+30.3%)、121.83 億元(YOY+3.1%)，EPS0.72、0.74 元，當前股價對應 2014、2015 年動態 P/E11.4X、11.1X，公司股息分紅率常年穩定在 3%~5%之間，是穩健的投資標的，維持“買入”建議，目標價 9.00 元。

..... 接續下頁 .....

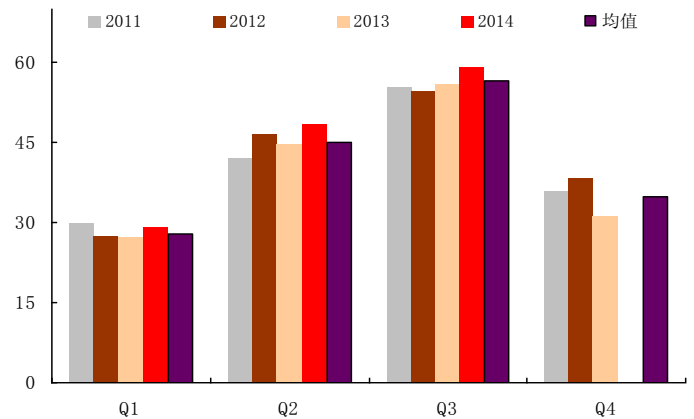
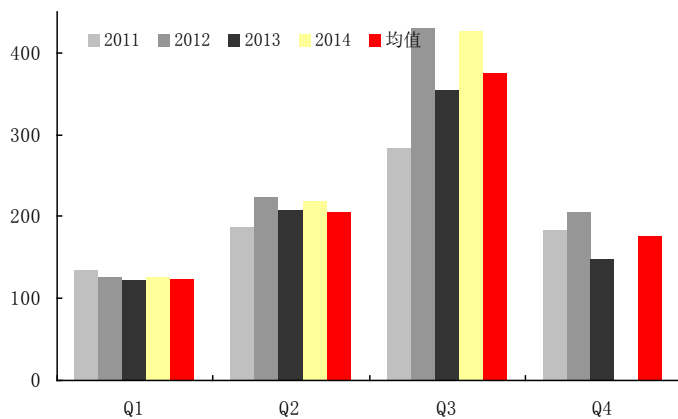
年度截止 12 月 31 日		2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	7,700	10,352	9,071	11,818	12,183
同比增減	%	-6.38%	34.44%	-12.38%	30.29%	3.09%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.467	0.627	0.550	0.716	0.738
同比增減	%	-6.38%	34.44%	-12.38%	30.29%	3.09%
A 股市盈率(P/E)	X	17.55	13.05	14.90	11.43	11.09
股利(DPS)	RMB 元	0.255	0.332	0.280	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	3.11%	4.05%	3.42%	3.66%	3.66%

圖表四：三峽電站分季度發電量

單位：億千瓦時

圖表五：葛洲壩電站分季度發電量

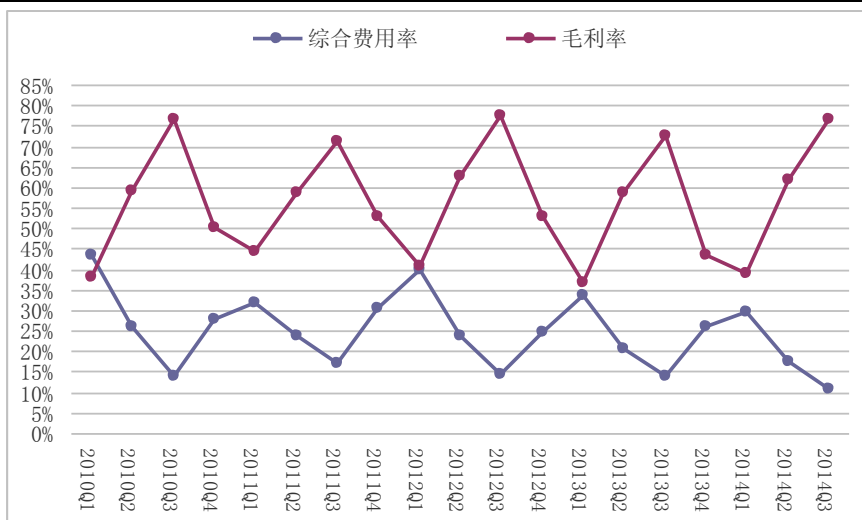
單位：億千瓦時



資料來源：公司公告，群益證券

資料來源：公司公告，群益證券

圖表六：公司綜合費用率、毛利率



資料來源：公司公告，群益證券 (2014/10)

預期報酬(Expected Return: ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
營業收入	20,700	25,782	22,698	26,483	26,903
經營成本	8,422	9,359	9,535	9,743	10,007
營業稅金及附加	338	490	403	454	459
銷售費用	10	8	7	9	14
管理費用	430	559	542	489	529
財務費用	4,224	4,634	3,787	3,477	3,528
資產減值損失	6	299	81	4	8
投資收益	1,117	1,018	1,361	1,217	1,550
營業利潤	<b>8,385</b>	<b>11,451</b>	<b>9,703</b>	<b>13,524</b>	<b>13,908</b>
營業外收入	1,723	2,138	2,060	1,985	2,100
營業外支出	5	13	33	12	11
利潤總額	10,104	13,577	11,730	15,497	15,997
所得稅	2,403	3,224	2,659	3,679	3,814
少數股東損益	1	1	1	1	1
歸屬於母公司所有者的淨利潤	<b>7,700</b>	<b>10,352</b>	<b>9,071</b>	<b>11,818</b>	<b>12,183</b>

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
貨幣資金	3,756	1,548	2,264	2,490	2,739
應收帳款	1,309	1,447	1,406	1,660	1,958
存貨	332	422	451	474	497
流動資產合計	7,859	4,651	5,058	6,831	7,676
長期投資淨額	7,217	8,879	8,796	10,116	11,633
固定資產合計	137,677	135,352	129,672	158,200	193,004
在建工程	105	275	331	291	256
無形資產	150,527	150,582	144,549	161,895	181,322
資產總計	<b>158,385</b>	<b>155,233</b>	<b>149,607</b>	<b>168,726</b>	<b>188,998</b>
流動負債合計	59,224	49,715	38,789	44,607	51,298
長期負債合計	30,915	30,631	32,637	29,373	26,436
負債合計	90,139	80,346	71,426	73,981	77,734
少數股東權益	6	7	2	3	4
股東權益合計	68,240	74,880	78,179	94,746	111,264
負債和股東權益總計	<b>68,246</b>	<b>155,233</b>	<b>149,607</b>	<b>168,726</b>	<b>188,998</b>

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2011	2012	2013	2014F	2015F
經營活動產生的現金流量淨額	15,450	21,461	18,091	20,805	23,926
投資活動產生的現金流量淨額	-5,346	-4,031	544	479	421
籌資活動產生的現金流量淨額	-8,248	-19,638	-17,919	-21,057	-24,098
現金及現金等價物淨增加額	<b>1,856</b>	<b>-2,208</b>	<b>716</b>	<b>226</b>	<b>249</b>

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他之

