

2015年1月16日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

12.50RMB

**公司基本资讯**

产业别	公用事业
A 股价(2015/1/15)	10.92
上证综指(2015/1/15)	3336.46
股价 12 个月高/低	11.18/5.57
总发行股数(百万)	16500.00
A 股数(百万)	9745.94
A 市值(亿元)	1801.80
主要股东	中国长江三峡集团公司 (73.33%)
每股净值(元)	5.02
股价/账面净值	2.18
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	12.5 38.4 90.8

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-30	8.19	买入

**产品组合**

电力	97.3%
其他	2.7%

**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**

**长江电力(600900.SH)**
**Buy 买入**
**全年业绩增三成，符合预期**
**结论与建议：**

公司今日发布 2014 年业绩快报，报告期实现营业收入 269.04 亿元 (YOY+18.53%)，实现净利润 117.89 亿元(YOY+29.97%)，单季度看，公司 4Q 实现净利润 23.40 亿元(YOY+55.4%)。

预计公司 2015 年实现净利润 122.46 亿元，YOY+3.88%，EPS0.74，当前 A 股价对应 2014 年、2015 年 PE 为 15.3X、14.7X，考虑到公司外延式增长空间广阔，且有望受益电价改革，我们维持“买入”的投资建议，目标价 12.50 (15 年 17.0 X)。

■ **全年长江来水改善，业绩大幅增长：**公司 2014 年实现营业收入 269.04 亿元 (YOY+18.53%)，实现净利润 117.89 亿元(YOY+29.97%)，单季度看，公司 4Q 实现净利润 23.40 亿元，同比增长了 55.4%。公司业绩大幅增长，主要是由于去年长江上游来水较去年同期颇丰，发电量增加所致。公司 2014 年总发电量约 1166 亿千瓦时，同比增加 18.15%。其中，三峡电站完成发电量约 988 亿千瓦时，同比增加 19.28%；葛洲坝电站完成发电量约 178 亿千瓦时，同比增加 12.23%。单季度来看，公司 4Q 完成发电量 261 亿千瓦时，同比增长 46.90%。

■ **全年毛利率提升，费用率下降：**受益于上游来水改善，发电量增加，公司毛利率有明显的提升，1-3Q 毛利率为 65.55%，比去年同期提升 3.9 个 pct，我们估算全年毛利率为 62.6%，同比提升 4.6 个 pct。费用率方面，公司 1-3Q 费用率为 14.13%，同比下降 3.6 个 pct，其中财务费用同比下降 3.2 个 pct，主要是公司加快债务偿还进度，压缩债务规模所致。我们估算全年费用率为 16.9%，同比降低 4.0 个 pct，公司费用率控制出色，为业绩的增长提供可靠保障。

■ **外延式增长空间依然广阔：**截至 2013 年底，公司自有装机容量 2527.7 万千瓦。公司目前没有在建机组，后续增长主要来自于母公司的资产注入。母公司三峡集团下属的溪洛渡水电站和向家坝水电站已于 2014 年 7 月全面投产，总装机 2026 万千瓦，多年平均发电量 880 亿千瓦时。根据大股东之前的承诺，两大电站未来都将注入长江电力，可使公司可控装机容量增厚 80%以上。

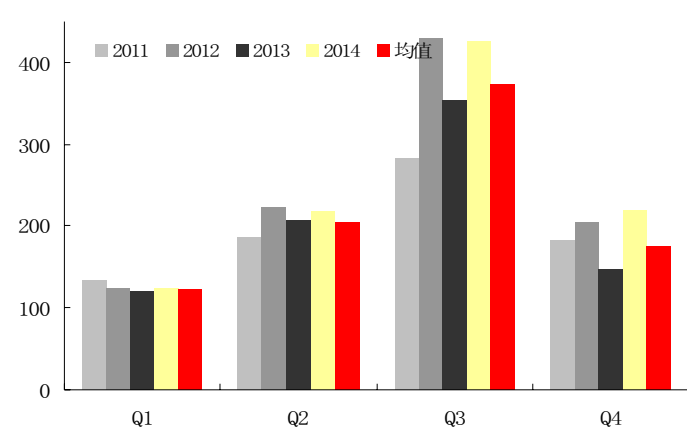
■ **盈利预测：**若今年长江上游来水正常，公司将保持稳定的盈利能力。预计公司 2015 年实现净利润 122.46 亿元，YOY+3.88%，EPS0.74，当前 A 股价对应 2014 年、2015 年 PE 为 15.3X、14.7X，考虑到公司外延式增长空间广阔，且有望受益电价改革，我们维持“买入”的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	7,700	10,352	9,071	11,789	12,246
同比增减	%	-6.38%	34.44%	-12.38%	29.96%	3.88%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.467	0.627	0.550	0.714	0.742
同比增减	%	-6.38%	34.44%	-12.38%	29.96%	3.88%
A 股市盈率(P/E)	X	23.40	17.41	19.86	15.28	14.71
股利(DPS)	RMB 元	0.255	0.332	0.280	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	2.34%	3.04%	2.56%	2.75%	2.75%

图表四：三峡电站分季度发电量

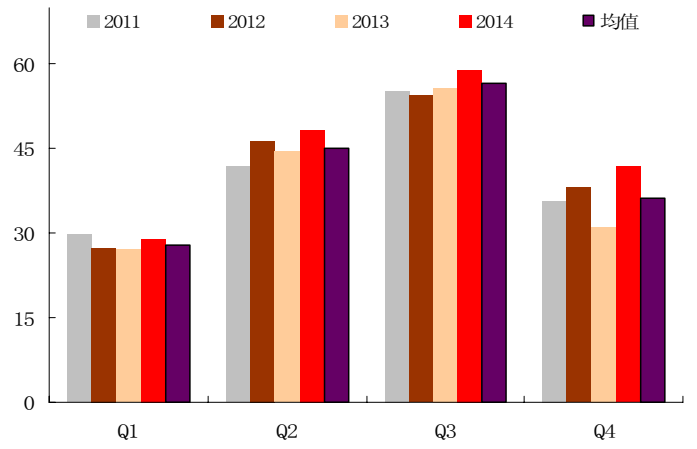
单位：亿千瓦时



资料来源：公司公告，群益证券

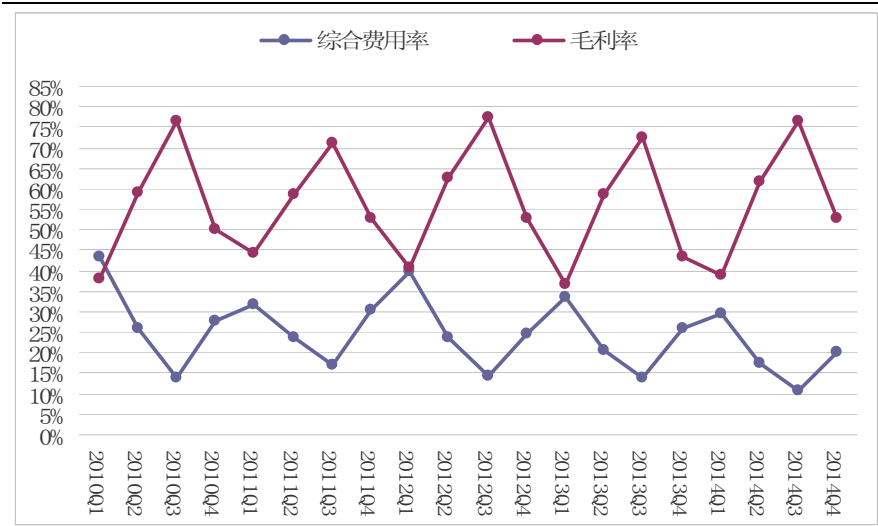
图表五：葛洲坝电站分季度发电量

单位：亿千瓦时



资料来源：公司公告，群益证券

图表六：公司综合费用率、毛利率



资料来源：公司公告，群益证券（2015/1）

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	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	20,700	25,782	22,698	26,904	26,499
经营成本	8,422	9,359	9,535	10,058	9,920
营业税金及附加	338	490	403	438	430
销售费用	10	8	7	8	7
管理费用	430	559	542	562	519
财务费用	4,224	4,634	3,787	3,540	3,263
资产减值损失	6	299	81	4	8
投资收益	1,117	1,018	1,361	1,257	1,450
营业利润	<b>8,385</b>	<b>11,451</b>	<b>9,703</b>	<b>13,551</b>	<b>13,801</b>
营业外收入	1,723	2,138	2,060	1,858	2,100
营业外支出	5	13	33	12	11
利润总额	10,104	13,577	11,730	15,398	15,890
所得税	2,403	3,224	2,659	3,609	3,645
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	<b>7,700</b>	<b>10,352</b>	<b>9,071</b>	<b>11,789</b>	<b>12,246</b>

## 附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	3,756	1,548	2,264	2,490	2,739
应收帐款	1,309	1,447	1,406	1,660	1,958
存货	332	422	451	474	497
流动资产合计	7,859	4,651	5,058	6,831	7,676
长期投资净额	7,217	8,879	8,796	10,116	11,633
固定资产合计	137,677	135,352	129,672	158,200	193,004
在建工程	105	275	331	291	256
无形资产	150,527	150,582	144,549	161,895	181,322
资产总计	<b>158,385</b>	<b>155,233</b>	<b>149,607</b>	<b>168,726</b>	<b>188,998</b>
流动负债合计	59,224	49,715	38,789	44,607	51,298
长期负债合计	30,915	30,631	32,637	29,373	26,436
负债合计	90,139	80,346	71,426	73,981	77,734
少数股东权益	6	7	2	3	4
股东权益合计	68,240	74,880	78,179	94,746	111,264
负债和股东权益总计	<b>68,246</b>	<b>155,233</b>	<b>149,607</b>	<b>168,726</b>	<b>188,998</b>

## 附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	15,450	21,461	18,091	20,805	23,926
投资活动产生的现金流量净额	-5,346	-4,031	544	479	421
筹资活动产生的现金流量净额	-8,248	-19,638	-17,919	-21,057	-24,098
现金及现金等价物净增加额	<b>1,856</b>	<b>-2,208</b>	<b>716</b>	<b>226</b>	<b>249</b>

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。