

长江电力

估值偏低，上调至“买入”

盈利预测调整

由于 14 年来水较好导致发电量超预期，业绩快报显示公司 2014 年 EPS 较我们此前预测高 12.5%，因此我们将 14 年 EPS 预测从 0.64 元上调至 0.71 元。考虑到今年 2 月底的降息 25bps，我们将 2015/16 年的 EPS 预测从 0.61/0.58 元上调 0.8% 至 0.61/0.59 元（参考历史来水均值假设利用小时数为 4000 小时）。

后续增长或来自资产注入

我们认为公司后续增长将主要来自母公司的资产注入，潜在注入装机规模约为 20.26GW（母公司持有 70% 股权），如果注入上市公司，我们预计将增厚公司业绩。同时瑞银宏观团队预计今年年底前仍有再次降息的可能性，如果再次降息，我们相信将帮助公司进一步节约财务费用。

评级上调至“买入”

我们仍然看好潜在资产注入对业绩的增厚，同时公司当前上网电价低，电改的大背景下电价有上涨的可能性。今年年初以来，公司股价累计下跌 11%，跑输申万水电指数 8.8pct。公司当前股价对应 2015 年 PE 为 16 倍，低于行业平均 19 倍的 PE，我们认为估值存在低估，因此将评级从“中性”上调至“买入”。

估值：维持目标价 11.4 元

我们当前的盈利预测未考虑资产注入，假设 WACC 为 6.4%，基于贴现现金流估值方法得到目标价 11.4 元。

Equities

中国

电力生产和供应业

12 个月评级 **买入**
之前: 中性

12 个月目标价 **Rmb11.40**

股价 **Rmb9.97**

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	Rmb11.18-5.57		
市值	Rmb165 十亿/US\$26.2 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)	76,476		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb779.6		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb85.3 十亿		
市净率 (12/14E)	1.9x		
净债务 / EBITDA	2.1x		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	% 市场预测
12/14E	0.64	0.71	12.50 0.72
12/15E	0.61	0.61	0.78 0.69
12/16E	0.58	0.59	0.78 0.65

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	20,700.38	25,781.97	22,697.64	26,904.00	24,487.75	24,487.75	24,487.75	24,487.75
息税前利润(UBS)	11,493.39	15,067.26	12,128.52	15,506.64	13,402.28	13,357.51	13,312.73	13,267.96
净利润 (UBS)	7,699.90	10,352.01	9,070.74	11,789.00	10,088.07	9,673.43	10,040.14	9,402.70
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.47	0.63	0.55	0.71	0.61	0.59	0.61	0.57
每股股息 (Rmb)	0.25	0.33	0.28	0.36	0.31	0.30	0.31	0.29
现金 / (净债务)	(83,890.79)	(63,528.53)	(56,830.73)	(45,278.19)	(36,308.15)	(26,708.23)	(16,330.33)	(6,661.90)
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	57.6	54.7	54.5	54.4	54.2
ROIC (EBIT) (%)	8.3	11.5	9.9	13.1	11.9	12.5	13.2	14.0
EV/EBITDA(core)x	10.9	7.4	8.5	8.9	9.3	8.8	8.2	7.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	15.3	10.4	12.7	14.0	16.3	17.0	16.4	17.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.1	13.2	15.1	11.5	10.8	10.4	10.4	9.9
净股息收益率(%)	3.6	5.1	4.0	3.7	3.1	3.0	3.1	2.9

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 2015 年 03 月 04 日 17 时 27 分的股价(Rmb9.97)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，已于 14 年 7 月全部投产。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。目标价的推导基于 DCF 估值方法和 6.4% 的 WACC 假设。

乐观情景

如果 2015/16 年都是丰水年，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 12.0 元。

悲观情景

如果 2015/16 年都是枯水年，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 10.8 元。

近期催化剂

我们预计公司将在向溪电站全面投产后启动收购，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

Rmb11.40

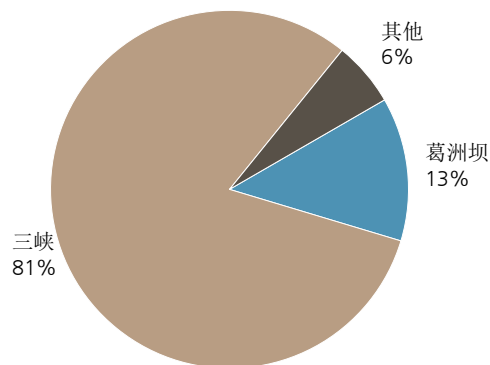
公司简介

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

水电是可再生能源，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

毛利构成

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
电力	16,263	12,929	16,350	14,147	14,102
其他	161	234	286	283	283
营业税金及附加	-490	-403	-478	-435	-435
合计	15,934	12,760	16,158	13,995	13,951

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

长江电力 (600900.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	20,700.38	25,781.97	22,697.64	26,904.00	18.5	24,487.75	-9.0	24,487.75	24,487.75	24,487.75
毛利	11,940.58	15,933.68	12,759.76	16,158.37	26.6	13,995.48	-13.4	13,950.71	13,905.94	13,861.16
息税折旧摊销前利润(UBS)	17,369.29	21,213.38	18,430.09	21,897.98	18.8	19,844.25	-9.4	19,850.10	19,839.38	19,830.49
折旧和摊销	(5,875.91)	(6,146.12)	(6,301.58)	(6,391.34)	1.4	(6,441.97)	0.8	(6,492.59)	(6,526.65)	(6,562.53)
息税前利润(UBS)	11,493.39	15,067.26	12,128.52	15,506.64	27.9	13,402.28	-13.6	13,357.51	13,312.73	13,267.96
联营及投资收益	1,116.52	1,018.26	1,361.48	1,373.74	0.9	846.06	-38.4	846.06	846.06	846.06
其他非营业利润	1,718.38	2,125.37	2,027.25	1,847.00	-8.9	2,059.73	11.5	1,144.29	1,144.29	0.00
净利息	(4,224.41)	(4,634.06)	(3,787.18)	(3,329.38)	12.1	(2,856.57)	14.2	(2,449.26)	(1,915.51)	(1,576.41)
例外项目(包括商誉)	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
税前利润	10,103.87	13,576.83	11,730.07	15,398.00	31.3	13,451.49	-12.6	12,898.60	13,387.57	12,537.61
税项	(2,403.04)	(3,224.17)	(2,658.84)	(3,608.36)	-35.7	(3,362.87)	6.8	(3,224.65)	(3,346.89)	(3,134.40)
税后利润	7,700.83	10,352.67	9,071.23	11,789.64	30.0	10,088.62	-14.4	9,673.95	10,040.68	9,403.21
优先股股息及少数股权	(0.92)	(0.66)	(0.49)	(0.64)	-30.0	(0.55)	14.4	(0.52)	(0.54)	(0.51)
非常项目	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净利润(本地 GAAP)	7,699.90	10,352.01	9,070.74	11,789.00	30.0	10,088.07	-14.4	9,673.43	10,040.14	9,402.70
净利润(UBS)	7,699.90	10,352.01	9,070.74	11,789.00	30.0	10,088.07	-14.4	9,673.43	10,040.14	9,402.70
税率(%)	23.8	23.7	22.7	23.4	3.4	25.0	6.7	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.47	0.63	0.55	0.71	30.0	0.61	-14.4	0.59	0.61	0.57
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.47	0.63	0.55	0.71	30.0	0.61	-14.4	0.59	0.61	0.57
每股收益(UBS, 基本)	0.47	0.63	0.55	0.71	30.0	0.61	-14.4	0.59	0.61	0.57
每股股息净值(Rmb)	0.25	0.33	0.28	0.36	30.0	0.31	-14.4	0.30	0.31	0.29
每股账面价值	4.14	4.54	4.74	5.17	9.2	5.42	4.8	5.69	6.00	6.26
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
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	3,757.71	1,549.95	2,263.82	10,075.35	345.1	13,511.05	34.1	14,221.21	14,572.98	24,241.40
其他流动资产	4,100.81	3,100.96	2,794.42	3,246.54	16.2	3,000.44	-7.6	3,002.62	3,004.80	3,006.98
流动资产总额	7,858.52	4,650.91	5,058.24	13,321.89	163.4	16,511.49	23.9	17,223.83	17,577.78	27,248.38
有形固定资产净值	137,782.84	135,627.27	130,002.69	124,499.14	-4.2	119,050.47	-4.4	113,230.38	107,202.20	101,047.58
无形固定资产净值	12.45	39.06	51.21	43.31	-15.4	29.56	-31.8	9.95	1.06	1.06
投资/其他资产	12,731.21	14,915.60	14,495.05	15,265.12	5.3	16,035.87	5.0	16,807.35	17,579.64	18,352.81
总资产	158,385.03	155,232.85	149,607.20	153,129.46	2.4	151,627.39	-1.0	147,271.51	142,360.67	146,649.84
应付账款和其他短期负债	1,642.98	14,252.41	11,449.73	11,550.30	0.9	11,507.91	-0.4	11,514.10	11,523.45	11,531.21
短期债务	57,580.91	35,462.24	27,339.02	23,643.03	-13.52	18,108.68	-23.41	12,219.26	6,153.96	6,153.96
流动负债总额	59,223.89	49,714.65	38,788.76	35,193.33	-9.3	29,616.60	-15.8	23,733.36	17,677.40	17,685.17
长期债务	30,067.59	29,616.24	31,755.54	31,710.52	-0.1	31,710.52	0.0	28,710.18	24,749.35	24,749.35
其它长期负债	847.12	1,014.69	881.67	881.67	0.0	881.67	0.0	881.67	881.67	881.67
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
总负债(包括优先股)	90,138.61	80,345.58	71,425.96	67,785.52	-5.1	62,208.78	-8.2	53,325.21	43,308.42	43,316.18
普通股股东权益	68,240.31	74,879.80	78,179.03	85,341.10	9.2	89,415.22	4.8	93,942.39	99,047.80	103,328.69
少数股东权益	6.12	7.47	2.20	2.84	29.0	3.39	19.3	3.91	4.46	4.97
负债和权益总计	158,385.03	155,232.85	149,607.20	153,129.46	2.4	151,627.39	-1.0	147,271.51	142,360.67	146,649.84
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	7,699.90	10,352.01	9,070.74	11,789.00	30.0	10,088.07	-14.4	9,673.43	10,040.14	9,402.70
折旧和摊销	5,875.91	6,146.12	6,301.58	6,391.34	1.4	6,441.97	0.8	6,492.59	6,526.65	6,562.53
营运资本变动净值	(1,341.68)	1,046.71	168.91	(351.55)	-	203.71	-	4.00	7.17	5.58
其他营业性现金流	381.01	772.99	2,550.19	1,916.10	-24.9	2,003.71	4.6	1,595.64	1,061.10	721.08
经营性现金流	12,615.14	18,317.82	18,091.42	19,744.90	9.1	18,737.46	-5.1	17,765.66	17,635.06	16,691.89
有形资本支出	(7,829.74)	(4,067.26)	(770.80)	(879.89)	-14.2	(979.54)	-11.3	(652.90)	(489.57)	(407.91)
无形资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净(收购)/处置	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他投资性现金流	2,483.93	36.73	1,314.69	610.35	-	82.67	-	82.67	82.67	82.67
投资性现金流	(5,345.80)	(4,030.54)	543.89	(269.54)	-	(896.88)	-232.7	(570.23)	(406.91)	(325.25)
已付股息	(4,220.53)	(4,201.23)	(5,470.90)	(4,626.93)	15.4	(6,013.96)	-30.0	(5,146.26)	(4,934.73)	(5,121.80)
股份发行/回购	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他融资性现金流	4,220.54	7,133.25	(6,464.49)	(3,295.89)	49.02	(2,856.57)	13.33	(2,449.26)	(1,915.51)	(1,576.41)
债务及优先股变化	(8,248.41)	(22,570.02)	(5,983.92)	(3,741.02)	37.48	(5,534.34)	-47.94	(8,889.75)	(10,026.14)	0.00
融资性现金流	(8,248.41)	(19,638.00)	(17,919.32)	(11,663.84)	34.9	(14,404.87)	-23.5	(16,485.27)	(16,876.38)	(6,698.21)
现金流量中现金的增加(减少)	(979.08)	(5,350.71)	715.99	7,811.52	NM	3,435.71	-56.0	710.16	351.77	9,668.42
外汇/非现金项目	2,834.50	3,142.94	(2.11)	0.00	-	0.00	-	(.00)	(.00)	(.00)
资产负债表现金增加(减少)	1,855.42	(2,207.77)	713.88	7,811.52	NM	3,435.71	-56.0	710.16	351.77	9,668.42

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	14.0	16.3	17.0	16.4	17.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	15.3	10.4	12.7	14.0	16.3	17.0	16.4	17.5
股价/每股现金收益	8.7	6.6	7.5	9.0	10.0	10.2	9.9	10.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.1	13.2	15.1	11.5	10.8	10.4	10.4	9.9
净股息收益率(%)	3.6	5.1	4.0	3.7	3.1	3.0	3.1	2.9
市净率	1.7	1.4	1.5	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
企业价值/营业收入(核心)	9.1	6.1	6.9	7.2	7.5	7.1	6.7	6.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	10.9	7.4	8.5	8.9	9.3	8.8	8.2	7.7
企业价值/息税前利润(核心)	16.5	10.4	12.9	12.5	13.8	13.1	12.3	11.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	16.4	10.4	12.9	12.5	13.8	13.0	12.2	11.5
企业价值/运营投入资本	1.4	1.2	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	118,024.84	108,135.43	114,843.47	164,505.00	164,505.00	164,505.00	164,505.00	164,505.00
净债务 (现金)	83,890.79	63,528.53	56,830.73	45,278.19	36,308.15	26,708.23	16,330.33	6,661.90
少数股东权益	6.12	7.47	2.20	2.84	3.39	3.91	4.46	4.97
养老金拨备/其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业价值总额	201,921.74	171,671.43	171,676.40	209,786.04	200,816.53	191,217.14	180,839.78	171,171.87
非核心资产	(12,799.81)	(15,143.40)	(14,615.44)	(15,225.15)	(15,977.75)	(16,673.65)	(17,390.89)	(18,128.72)
核心企业价值	189,121.92	156,528.03	157,060.97	194,560.88	184,838.79	174,543.49	163,448.90	153,043.15
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	-5.4	24.5	-12.0	18.5	-9.0	0.0	0.0	0.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-6.4	22.1	-13.1	18.8	-9.4	0.0	-0.1	0.0
息税前利润(UBS)	-9.7	31.1	-19.5	27.9	-13.6	-0.3	-0.3	-0.3
每股收益(UBS 稀释后)	-6.4	34.4	-12.4	30.0	-14.4	-4.1	3.8	-6.3
每股股息净值	-0.5	30.2	-15.4	30.0	-14.4	-4.1	3.8	-6.3
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	57.7	61.8	56.2	60.1	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	57.6	54.7	54.5	54.4	54.2
净利 (UBS) 率	37.2	40.2	40.0	43.8	41.2	39.5	41.0	38.4
ROIC (EBIT)	8.3	11.5	9.9	13.1	11.9	12.5	13.2	14.0
税后投资资本回报率	6.2	8.6	7.5	9.9	8.7	9.1	9.7	10.2
净股东权益回报率(UBS)	11.5	14.5	11.9	14.4	11.5	10.6	10.4	9.3
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	4.8	3.0	3.1	2.1	1.8	1.3	0.8	0.3
净债务/总权益 %	122.9	84.8	72.7	53.1	40.6	28.4	16.5	6.4
净债务 / (净债务 + 总权益) %	55.1	45.9	42.1	34.7	28.9	22.1	14.2	6.1
净债务/企业价值	44.4	40.6	36.2	23.3	19.6	15.3	10.0	4.4
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	3.3	4.0	2.7	2.0	1.7
息税前利润/净利息	2.7	3.3	3.2	4.7	4.7	5.5	6.9	8.4
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
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	20,700.38	25,781.97	22,697.64	26,904.00	24,487.75	24,487.75	24,487.75	24,487.75
总计	20,700.38	25,781.97	22,697.64	26,904.00	24,487.75	24,487.75	24,487.75	24,487.75
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	11,493.39	15,067.26	12,128.52	15,506.64	13,402.28	13,357.51	13,312.73	13,267.96
总计	11,493.39	15,067.26	12,128.52	15,506.64	13,402.28	13,357.51	13,312.73	13,267.96

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。