

2016年01月21日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 15.00RMB

公司基本資訊

產業別	公用事業
A 股價(2016/1/20)	12.50
上證綜指(2016/1/20)	2976.69
股價 12 個月高/低	15.06/9.3
總發行股數(百萬)	16500.00
A 股數(百萬)	9745.94
A 市值(億元)	1218.24
主要股東	中國長江三峽集團公司 (72.01%)
每股淨值(元)	5.37
股價/賬面淨值	2.33
股價漲跌(%)	一個月 三個月 一年
	-11.5 -12.9 23.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

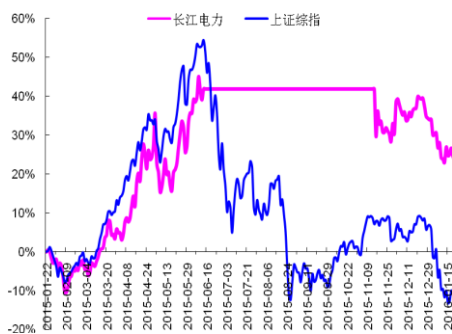
產品組合

電力	97.3%
其他	2.7%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	0.3%
一般法人	64.9%

股價相對大盤走勢



長江電力(600900.SH)

Buy 買入

15 年長江來水偏枯，全年業績預減 3.23%

結論與建議：

公司今日公布 15 年業績預報，15 年實現營業利潤 128.17 億元 (YOY-5.40%)，利潤總額 148.50 億元 (YOY-3.61%)，歸屬於上市公司股東的淨利潤 114.48 億元 (YOY-3.23%)。業績出現下滑主要受 15 年長江來水偏枯，公司發電量減少影響。

在考慮川雲公司在 2016 年并錶帶來的業績增厚和股本攤薄的情況下，我們預計公司 2015-2017 淨利潤 114.48 (YOY-3.23%)、193.21 億元 (YOY+68.77%)、198.12 億元 (YOY+2.54%)，EPS0.694、0.878、0.901，當前 A 股價對應 2015-2017 年 PE 為 18X、14X、14X，維持“買入”的投資建議。

- 15 年長江來水偏枯，發電量下降：**截止 15 年 12 月 31 日，長江上游來水量 3776.69 億立方米，較去年同期偏枯 13.78%，公司 15 年度發電量 1049.79 億千瓦時，同比減少 9.98%。分電站來看，三峽電站完成發電量 870.07 億千瓦時，同比減少 11.95%；葛洲壩電站完成發電量 179.72 億千瓦時，同比增加 0.99%。
- 收購川雲公司 100% 股權，并募集配套資金 241 億元：**公司擬以 12.08 元/股發行 35 億股，另外支付現金 374 億元，合計出資 797 億元收購川雲公司 100% 股權，同時承接川雲公司原有債務合計 1297 億元。另外，公司將非公開發行 20 億股票募集不超過 241 億元配套資金。標的資產的評估結果目前已經由國務院國有資產監督管理委員會備案。
- 收購完成後，裝機規模增厚 73.58%：**川雲公司資產為溪洛渡、向家壩水電站，溪洛渡水電站 18 台總裝機容量為 1260 萬千瓦，向家壩 8 台總裝機容量為 600 萬千瓦，本次交易將增厚公司總裝機容量 73.58%。川雲公司核定全年發電量為 878 億千瓦時，相對於公司 2014 年發電量 1166 億千瓦時增加約 75.30%，裝機規模及發電量顯著提升。溪洛渡、向家壩自 2014 年 6 月和 7 月投產，2014 年營業收入 228.30 億元，淨利潤為 73.31 億元，淨利潤率為 32%。
- 推出高分紅方案：**公司計劃推出高比例分紅方案，如本次交易成功實施，公司擬修改《公司章程》，約定對 2016 年至 2020 年每年度的利潤分配按每股不低于 0.65 元進行現金分紅；對 2021 年至 2025 年每年度的利潤分配按不低于當年實現淨利潤的 70% 進行現金分紅，未來股息率將有不錯表現。
- 受益售電側改革：**售電側改革正逐步在全國範圍內擴展，電力市場將逐步進入市場化，水電的相較于火電低成本和清潔優勢將得到體現，此前上市公司已經提前布局地方能源平臺，為進入售電市場做好準備。大股東此次大規模將旗下優質資產注入上市平臺，進一步提升公司的發電效率，增強盈利能力。
- 盈利預測：**本次交易完成後，本公司將實現“溪洛渡—向家壩—三峽—葛洲壩”四級電站聯合調度，提升整體發電效益，但流域來水的不確定性可能對公司經營效益造成一定的影響。在考慮川雲公司在 2016 年并錶帶來的業績增厚和股本攤薄的情況下，我們預計公司 2015-2017 淨利潤 114.48 (YOY-3.23%)、193.21 億元 (YOY+68.77%)、198.12 億元 (YOY+2.54%)，EPS0.694、0.878、0.901，當前 A 股價對應 2015-2017 年 PE 為 18X、14X、14X，維持“買入”的投資建議。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015F	2016F	2017F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	9,071	11,830	11,448	19,321	19,812
同比增減	%	-12.38%	30.42%	-3.23%	68.77%	2.54%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.550	0.717	0.694	0.878	0.901
同比增減	%	-12.38%	30.42%	-3.23%	26.58%	2.54%
A 股市盈率(P/E)	X	22.92	17.57	18.16	14.35	13.99
股利(DPS)	RMB 元	0.280	0.379	0.300	0.650	0.650
股息率(Yield)	%	2.22%	3.01%	2.38%	5.16%	5.16%

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
營業收入	22,698	26,898	22,886	45,492	46,770
經營成本	9,535	9,926	9,023	17,812	8,645
營業稅金及附加	403	501	476	741	394
銷售費用	7	7	5	6	7
管理費用	542	534	474	935	449
財務費用	3,787	3,404	2,809	8,493	2,698
資產減值損失	81	42	4	8	8
投資收益	1,361	1,066	2,573	2,050	2,050
營業利潤	9,703	13,549	12,817	19,522	13,736
營業外收入	2,060	1,900	2,046	2,400	2,400
營業外支出	33	42	13	11	11
利潤總額	11,730	15,407	14,850	22,830	16,125
所得稅	2,659	3,576	3,402	3,509	3,644
少數股東損益	1	2	1	1	1
歸屬於母公司所有者的淨利潤	9,071	11,830	11,448	19,321	19,812

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
貨幣資金	2,264	3,114	3,425	3,768	4,144
應收帳款	1,406	1,816	2,143	2,529	2,984
存貨	451	428	449	472	495
流動資產合計	5,058	5,855	6,576	0	0
長期投資淨額	8,796	9,691	11,145	12,816	14,739
固定資產合計	129,672	124,098	151,400	184,708	225,343
在建工程	331	394	347	305	269
無形資產	51	39	45	51	59
資產總計	129,672	124,098	142,713	164,120	188,738
流動負債合計	38,789	20,880	24,012	27,614	31,756
長期負債合計	32,637	39,977	35,980	32,382	29,144
負債合計	71,426	60,858	59,992	59,996	60,900
少數股東權益	2	2	4	4	4
股東權益合計	78,179	86,134	82,721	104,124	127,838
負債和股東權益總計	129,672	124,098	142,713	164,120	188,738

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	18,091	21,299	24,494	28,168	32,393
投資活動產生的現金流量淨額	544	-829	-729	-642	-565
籌資活動產生的現金流量淨額	-17,919	-19,615	7,373	6,725	5,848
現金及現金等價物淨增加額	716	856	31,137	34,251	37,676

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，或代他之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。