

2016年07月11日

华巍
C0066@capital.com.tw
目标价(元)

15.00RMB

长江电力(600900.SH)

Buy 买入

拟组建售电公司，响应售电侧改革

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2016/7/11)	12.93
上证综指(2016/7/11)	2994.92
股价 12 个月高/低	14.35/11.4
总发行股数(百万)	22000.00
A 股数(百万)	9745.94
A 市值(亿元)	2844.60
主要股东	中国长江三峡集团公司 (61.92%)
每股净值(元)	7.24
股价/账面净值	1.79
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年 2.1 5.6 -9.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

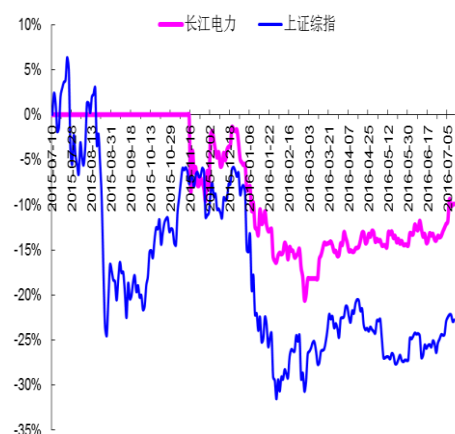
产品组合

电力	97.3%
其他	2.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.3%
一般法人	64.9%

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司近日公布公告，拟与控股股东旗下全资子公司三峡资本成立三峡电能公司，主要用于在未来开展配售电业务。在电改大潮即将到来之际，公司抓住历史机遇，有助于化解公司单一水力发电业务增长潜力不足风险，开辟电力消纳和利润增长新空间。

在考虑川云公司在 2016 年并表带来的业绩增厚和股本摊薄的情况下，我们预计公司 2016-2017 年净利润 199.70(YOY+73.35%)、204.85 亿元 (YOY+2.58%)，EPS0.0.908、0.931，当前 A 股价对应 2016-2017 年 PE 为 14.2X、13.9X，公司计划修订《公司章程》，约定对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红，未来股息率达 5%，维持“买入”的投资建议，目标价 15.00 元(2017 年动态 PE16X)。

- 组建配售电公司，开辟利润增长新空间：**拟出资 10 亿元组建售电公司，其中长江电力出资 7 亿元占比 70%，三峡资本出资 3 亿元占比 30%。新成立公司拟开展市场化的购售电业务、配售电系统投资建设、为客户提供综合能源服务等。此举为主动适应电力体制改革发展大局的必然选择，一来有助于化解公司单一水电业务增长潜力不足，开辟电力消纳和利润增长新空间，二来公司可利用水电成本优势，在将来的售电环节能够获得更高的竞争优势，按照国内现在既有的售电公司数据来看，购电侧比上网电价低 0.12 元每千瓦时，售电价格平均仅比上网电价调低 1 至 2 分钱每千瓦时，售电公司可获得超额收益。
- 受益雨水充沛，16Q2 发电量同比增加 92.77%：**公司近日发布 16Q2 发电量公告，报告期完成发电量 522.07 亿千瓦时，同比（上年度不含溪洛渡-向家坝梯级电站发电量）增加 92.77%，第二季度三峡电站完成发电量 279.04 亿千瓦时，较上年同期增加 25.29%；葛洲坝电站完成发电量 54.61 亿千瓦时，较上年同期增加 13.51%；溪洛渡电站完成发电量 115.34 亿千瓦时，向家坝电站完成发电量 73.08 亿千瓦时。公司发电量出现同比上升因素主要有：1、2016 年前 5 个月，全社会用电量 22824 亿千瓦时，同比增长 2.7%，增速比去年同期回升 1.7 个百分点；2、今年上半年来水偏多，三峡-葛洲坝梯级电站上游来水量 1166 亿立方米，较上年偏丰 30%、溪洛渡-向家坝梯级电站上游来水 248 亿立方米，较上年偏丰 24%。
- 完成川云公司并购，装机规模增厚 73.58%：**川云公司资产为溪洛渡、向家坝水电站，溪洛渡水电站 18 台总装机容量为 1260 万千瓦，向家坝 8 台总装机容量为 600 万千瓦。收购完成后，首先公司装机容量将由 2527.7 万千瓦增至 4387.7 万千瓦增厚公司总装机容量 73.58%，其次公司将实现“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四级电站联合调度，提升整体发电效益。川云公司核定全年发电量为 878 亿千瓦时，相对于公司 2014 年发电量 1166 亿千瓦时增加约 75.30%，装机规模及发电量显著提升。
- 推出高分红方案：**公司计划修订《公司章程》，推出高比例分红方案，约定对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红，未来股息率达 5%。
- 盈利预测：**在考虑川云公司在 2016 年并表带来的业绩增厚和股本摊薄的情况下，我们预计公司 2016-2017 净利润 199.70(YOY+73.35%)、204.85 亿元 (YOY+2.58%)，EPS0.0.908、0.931，当前 A 股价对应 2016-2017 年 PE 为 14.2X、13.9X，维持“买入”的投资建议，目标价 15.00 元(2017 年动态 PE16X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	9070.74	11829.99	11519.98	19969.56	20484.78
同比增减	%	-12.38%	30.42%	-2.62%	73.35%	2.58%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.567	0.739	0.720	0.908	0.931
同比增减	%	20.48%	30.42%	-2.62%	26.07%	2.58%
A 股市盈率(P/E)	X	22.81	17.49	17.96	14.24	13.89
股利(DPS)	RMB 元	0.289	0.391	0.491	0.654	0.652
股息率(Yield)	%	2.24%	3.02%	3.80%	5.05%	5.04%

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	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	22,698	26,271	24,239	50,847	52,290
经营成本	9,535	9,380	9,798	19,576	20,099
营业税金及附加	403	501	516	1,017	1,046
销售费用	7	7	5	0	0
管理费用	542	534	512	1,017	1,046
财务费用	3,787	3,404	2,850	6,102	6,275
资产减值损失	81	42	-125	20	20
投资收益	1,361	-38	2,211	800	800
营业利润	9,703	13,549	12,894	23,915	24,605
营业外收入	2,060	1,900	2,050	2,020	2,000
营业外支出	33	0	0	1	1
利润总额	11,730	15,449	14,944	25,934	26,604
所得税	2,659	3,576	3,407	5,965	6,119
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	9,071	11,830	11,520	19,970	20,485

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	2,264	3,114	3,856	4,518	5,196
应收帐款	2,195	2,305	1,819	7,968	8,685
存货	451	428	402	539	620
流动资产合计	5,058	5,855	6,095	13,136	15,054
长期投资净额	8,796	9,691	11,157	10,426	11,364
固定资产合计	129,672	124,098	118,852	276,668	282,201
在建工程	331	394	317	5,432	5,541
无形资产	51	39	66	171	174
资产总计	149,607	146,994	141,998	305,833	314,335
流动负债合计	38,789	20,880	18,648	69,711	72,499
长期负债合计	32,637	39,977	31,994	124,495	129,475
负债合计	71,426	60,858	50,643	194,206	201,974
少数股东权益	2	2	32	24	25
股东权益合计	78,179	86,134	91,323	111,603	112,336
负债和股东权益总计	149,607	146,994	141,998	305,833	314,335

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	18,091	21,299	17,717	38,905	39,560
投资活动产生的现金流量净额	544	-829	1,353	-31,560	-3,264
筹资活动产生的现金流量净额	-17,919	-19,615	-18,329	-6,595	-35,618
现金及现金等价物净增加额	716	856	742	750	678

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,不对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, 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。