

2010年4月23日

长江电力 (600900)

深度研究报告

评级：买入（首次）
投资要点：

■ **根据公司业绩快报，2009年实现每股收益0.41元。**2009年公司实现营业收入110.57亿元，同比增长18.15%；实现归属于母公司净利润44.87亿元，同比12%；对应2009年每股收益为0.41元。由于投资收益大幅减少，2010年第一季度公司实现归属于上市公司股东的净利润1.2亿元，同比减少86%，对应每股收益为0.01元。


■ **装机成倍增长，发电量将翻番，盈利能力大幅提高。**公司完成收购三峡9#至26#发电机组后，公司可控装机容量达2107.70万千瓦，约为收购前的2.5倍。公司发电能力明显提升，资产规模、营业收入将成倍增长，盈利及现金流水平将大幅提高，在水电行业的龙头地位更加巩固。

■ **后续成长性仍有保证。**集团还存有420万千瓦的地下电站及金沙江下游流域相当于两个三峡的巨型水电站项目。根据集团母公司的承诺，预计在2011年三峡地下电站首批机组投产发电前完成注入。金沙江下游梯级电站建设项目预计2013年后可注入上市公司，届时将给公司带来超过4000万千瓦的新增电力。

■ **对外投资锦上添花。**公司利用主业形成的充沛经营现金流，不断向外寻求优质的股权投资。公司一方面参股受电区域火电商，改善电源结构单一的局面，另一方面还持有大量可供出售的金融资产，可以通过变现金融资产来平滑业绩。同时，通过全资子公司长电创投进行PE运作的“投资-改制-上市”的资金模式值得关注（其中湖北能源已获批借壳上市），股权投资对象上市虽然短期对公司影响有限，但一旦兑现则投资回报巨大。

■ **盈利预测与评级** 预计公司2009~2011年净利润分别为44.88亿，72.56亿和73.68亿，对应EPS为0.41元，0.66元和0.67元，目前公司2010年动态PE为20倍，远低于水电行业平均PE水平。同时公司存在上网电价上调、金融资产出售提升业绩及股权投资带来的超额回报等预期，且在二级市场上大股东持续增持公司股票，并受到融资主力青睐。公司最大投资吸引力在于其未来可预期的稳定增长，股价目前安全性高且存在上行空间，给予“买入（首次）”评级。

 **薛辉蓉**
 执业证书编号 S0600200010060

 021-63122991

 xuehr@gsjq.com.cn

市场数据 2010年4月23日

总股本（亿股）	110
流通A股（亿股）	49.09
收盘价（元）	13.39
6个月换手率（%）	106.78

财务数据 2009年业绩快报

主营收入（亿元）	110.57
净利润（亿元）	44.87
摊薄每股收益（元）	0.41
每股净资产（元）	4.80

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8807.09	11057.05	22658.86	23096.45
同比(%)	1	26	105	2
净利润(百万元)	3930.37	4486.48	7253.62	7367.99
同比(%)	-27	14	62	2
毛利率(%)	61	63	63	63
每股收益(元)	0.42	0.41	0.66	0.67
P/E	32.06	32.49	20.31	19.99
P/B	3.36	2.79	2.31	2.23

1. 收购三峡全部机组后可控装机容量增长 1.5 倍

长江电力是国内规模最大的水力发电上市公司。公司于 2003 年 11 月 18 日在上海证交所上市。公司拥有葛洲坝电站和收购的三峡电站所有 26 台发电机组。其中葛洲坝电站机组已运行近 30 年，三峡电站 26 台机组则从 2003 年 7 月至 2008 年 10 月陆续投产运行，2009 年开始 26 台机组完整年度出力。在技术方面，葛洲坝电厂综合自动化水平已达国内领先水平；而三峡电站发电机组单机额定功率 70 万千瓦，机组效率最高达 95%，技术水平国际领先。

截止 2009 年底，公司完成收购三峡 9#至 26#发电机组及电源电站，公司可控装机容量达到 2107.70 万千瓦，约为收购前的 2.5 倍。公司发电能力明显提升，资产规模、营业收入将成倍增长，盈利及现金流水平将大幅提高，在水电行业的龙头地位更加巩固。

表格 1 长江电力收购前后装机容量

单位：万千瓦

电站名称	收购前可控装机容量	收购后可控装机容量	增长
葛洲坝电站	277.7	277.7	0
三峡电站	8*70=560	26*70+2*5=1830	2.27 倍
合计	837.7	2107.7	1.52 倍

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

除葛洲坝电站和三峡电站外，公司还不断参股地方发电商，06 年 10 月战略入股广州控股，07 年 2 月斥巨资参股湖北能源，同年收购上海电力股份。目前，公司持有广州控股 11.19% 的股份，其投产装机容量约 229.86 万千瓦；持有上海电力 8.77% 的股份，其投产装机容量约 655.34 万千瓦；持有湖北能源集团股份有限公司 41.69% 的股份，其投产装机容量约 423.19 万千瓦。通过参股以上公司，公司电源结构更加多元化，整体抗风险能力得以增强。

2. 年报季报业绩综述

根据公司的业绩快报，2009 年公司实现营业收入 110.57 亿元，同比增长 18.15%；实现归属于母公司净利润 44.87 亿元，同比 12%，按照公司最新股本 110 亿股计算，09 年每股收益为 0.41 元。

公司预计 2010 年第一季度归属于上市公司股东的净利润 1.2 亿元，

同比减少 86%，对应 EPS0.01 元。一季度业绩大幅减少的主要原因是投资收益同比减少 6 亿元。2009 年一季度，公司处置金融资产实现投资收益近 6 亿元，主要源自：2 亿股建设银行 H 股，及部分云南铜业、中国国航 A 股。2010 年一季度没有处置金融资产。

公司重大资产重组后，资产、债务规模大幅度增加。折旧、财务费用等按季分摊。而发电量呈现季节性波动，主要在第二、三季度贡献。导致一季度成为全年毛利率低点。

3. 影响公司业绩的几大因素分析

3.1. 发电量

由于四季度来水偏枯，2009 年公司总发电量为 961 亿千瓦时，低于公司预期的 990 亿千瓦时。其中三峡电站 798.53 亿千瓦时，低于 2003 年上市时披露的年 847 亿的常年平均发电水平；葛洲坝电站 2009 年完成发电量约 162.43 亿千瓦时，较上年减少 4.72%，但仍在往年发电量 146~170 亿千瓦时之间。公司所属总发电量约 513.67 亿千瓦时，较上年增加 16.01%，其增长主要是新收购机组带来的发电量所致。

表格 2 长江电力历年发电量情况 单位：亿千瓦时

	总发电量			长江电力分配电量		
	三峡电站	葛洲坝电站	合计	三峡电站	葛洲坝电站	合计
2004	391.55	170.1	561.65	187.86	170.1	357.96
2005	490.9	162.49	653.39	224.8	162.49	387.29
2006	492.49	146.31	638.8	211.07	146.31	357.38
2007	616.03	154.64	770.67	285.05	154.64	439.69
2008	808.12	170.48	978.6	272.3	170.48	442.78
2009	798.53	162.43	960.96	351.24	162.43	513.67

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2010 年 3 月 31 日，公司葛洲坝电站 2010 年第一季度完成发电量约 25.78 亿千瓦时，较上年同期减少 3.81%；三峡电站 2010 年第一季度完成发电量约 106.71 亿千瓦时，较上年同期减少 7.41%。一季度来水不佳，对全年业绩影响有限。理由是：1) 一季度为长江枯水期，一季度发电量仅占全年发电量的 14%左右。2) 尽管今年一季度长江来水较上年偏枯 15%，但仍接近多年平均值，公司全年电量计划不会受到

很大影响。

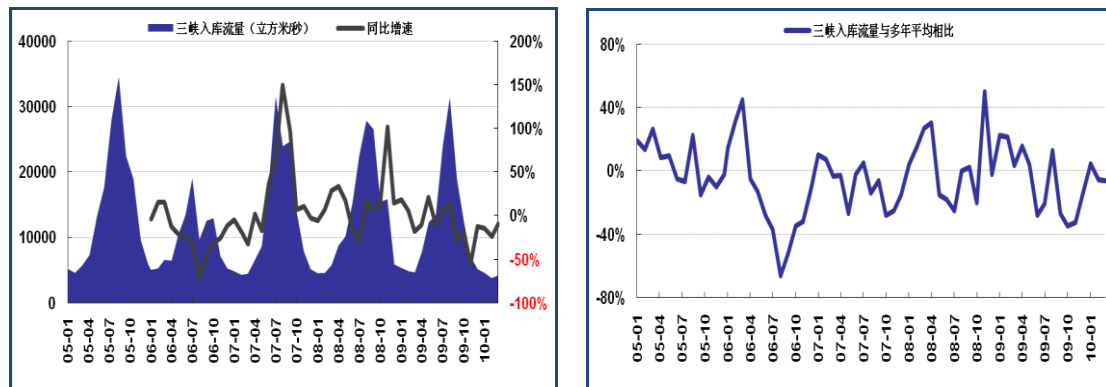
由于 2009 年 11 月公司已经完成对三峡电站其余机组的收购，即 2010 年起，三峡机组的全部电量计入上市公司。2010 年第一季度公司总发电量约 132.49 亿千瓦时，较上年同期增加 112.80%。2010 年始，三峡电站整体发电能力将全面体现，公司发电能力将相对稳定，发电量的多少则主要受来水情况影响。

3.1.1. 水情与水位

2003~2008 年之间，2006 年来水偏枯，2008 年来水偏丰，其他年份属于平水年。从月度来看，6~10 月份为丰水期，反应在发电量方面体现在三季度电量情况最好。

水位的变化情况是，2004、2005 年水位在汛期和非汛期分别是 135 米和 138 米，2006 年汛后水位提高到 156 米，2007 年汛期和非汛期分别是 145 米和 156 米，2008 年汛后提高到 170 米以上，最高到 172.77 米，三峡水库原计划蓄水高程达到 175 米。水位提高后可增加非汛期的机组出力。

图表 1：长江三峡入库水量情况



数据来源：长江三峡集团公司，安信证券

3.1.2. 机组利用小时数

随着三峡地上机组的全部投产，三峡电站机组的利用小时亦开始逐渐下滑，发电量对于水情则更加敏感，相应的业绩较之前也更具弹性。三峡电站机组的设计水平为 4650 小时，我们预计三峡电站利用小时在 [4500, 5300] 之间为大概率事件。我们判断汛后水位达到 175 米后，三峡电站利用小时有望在 2009 年 4364 小时的低点后向上回升，2003 年上市时披露的年 847 亿的常年平均发电水平将是比较保守的水平，谨慎

乐观应该有望达到年发电量 1000 亿。

表格 3 近三年公司主要电力生产指标

指标	电站	2007 年	2008 年	2009 年
利用小时	葛洲坝	5666	6233	5939
(h)	三峡	5508	4920	4364
厂用电率	葛洲坝	0.19	0.16	-
(%)	三峡	0.08	0.08	-

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 电价

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。其中葛洲坝电站所发电量由华中电网统购包销，同时，公司与国家电网公司和南方电网公司签订了三峡电站购售电合同，公司电量消纳长期有保障。

在电价方面，三峡电价由国家统一确定和调整。根据国家发改委确定的定价原则，三峡电站上网电价按照受电省市电网同期的平均上网电价水平确定，并随受电省市平均电价水平的变化而浮动。2008 年 7 月，三峡电站上网电价随燃煤发电机组上网电价的上调而有所上调。

表格 4 三峡电落地电价与上网电价

单位：元/千瓦时

区域	省/市	标杆电价	三峡电落地电价	三峡电上网电价(含税)
华东	上海	0.4618	0.3824	0.2686
	浙江	0.4657	0.4018	0.2862
	江苏	0.4358	0.3535	0.2424
	安徽	0.398	0.3385	0.2287
华中	湖北	0.425	0.2927	0.2306
	湖南	0.4405	0.3012	0.2397
	河南	0.3942	0.3012	0.2389
	江西	0.42	0.3179	0.255
	重庆	0.3793	0.291	0.229
南方	广东	0.5042	0.409	0.3111

资料来源：国家发改委，东吴证券研究所

三峡机组平均上网电价与当地水电机组基本持平或略高。同时，公司在各地的落地电价均低于各地脱硫火电的标杆电价，具备很强的竞价优势。

葛洲坝电站上网电价相对较低，2009 年 11 月 20 日平均上调 0.02

元/KWh(含税),其中,送湖北基数电量上网电价由 0.1599 元调为 0.18 元,其余上网电量执行电价由每千瓦时 0.22 元调整为 0.24 元。

作为清洁能源,水电的价格未来还有一定的提升空间。

3.3. 毛利率

2006 ~ 2008 年公司销售毛利率分别为 70.35%、69.67%和 61.27%。2008 年毛利率的下降,主要是因为进入 08 年后,三峡电站 26 台发电机组全部投运,机组发电设备利用小时数有所回归,单位机组盈利能力有所减弱。2009 年前三季度毛利率回升到 64.76%,预计今后能维持在 63%左右的水平。

3.4. 平均贷款利率水平

2006 ~ 2008 年公司期间费用占营业收入的比例分别为 13.64%、13.48%和 13.84%,三项费用占比基本保持稳定。2006 ~ 2008 年公司资产负债率分别为 39.29%、35.86%和 34.94%,也基本保持稳定。而公司完成重组后负债规模达到 1078.84 亿元,资产负债率将由 2008 年的 35%升至 64%左右,上升幅度较大。因此,未来几年公司财务费用比率将维持在高位,平均贷款利率水平成为另一影响公司业绩的重要因素。下面我们具体分析。

影响平均贷款利率水平的有两个影响因素:基准利率和债务结构。长江电力作为水电行业龙头,资产质量优良,现金流充沛,融资渠道畅通,因此公司在资本市场具备较高的信用水平。过去几年来,公司一直采取多发短期融资券和公司债,增加短期借款,减少长期贷款的方式,有效降低公司债务成本。公司 2006 ~ 2008 年的平均贷款利率水平分别为 4.2%、5.24%和 5.87%,均显著低于所在期间的基准贷款利率。我们判断未来这种平均贷款利率水平仍能延续。

长江电力重大资产重组的目标资产包括拟收购三峡工程发电资产和辅助生产专业化公司股权,交易的最终价格为 1043.17 亿元。长江电力向中国长江三峡集团公司支付本次交易对价的方式包括:承接债务、向中国长江三峡集团公司非公开发行股份和支付现金。

1) 承接债务的具体金额为具体数额为 493.22 亿元,承接的债务包括:目标三峡债 162.01 亿元、外汇借款 42.16 亿元和人民币借款 289.05 亿元。其中承接目标三峡债的具体情况如下:

表格 5 目标三峡债 162 亿元

债券名称	发行日期	期限	金额 (亿元)	利率	担保人(注)
99 三峡债	2000 年 7 月 25 日	10 年	30.00	一年期定期存 款利率+1.75%	中国长江三峡集团公司
01 三峡债	2001 年 11 月 8 日	10 年	20.00	一年期定期存 款利率+1.75%	中国长江三峡集团公司
		15 年	30.00	5.21%	中国长江三峡集团公司
02 三峡债	2002 年 9 月 20 日	20 年	50.00	4.76%	中国长江三峡集团公司
03 三峡债	2003 年 8 月 1 日	30 年	30.00	4.86%	中国长江三峡集团公司

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2) 向中国长江三峡集团公司非公开发行股份数量为 15.87 亿股，发行价格为 12.68 元/股；

3) 长江电力已向中国长江三峡集团公司支付首期现金对价人民币 200 亿元；长江电力还应支付的剩余现金对价的具体数额为 148.60 亿元，作为负债，由长江电力在交割日后一年内支付给中国长江三峡集团公司。

收购完成后，公司新增债务 800 多亿元。其中有 148.60 亿包括延期支付的利息在交割日（2009 年 9 月 28 日）后一年内支付给母公司，这意味着财务费用将在 2011 年达到峰值。目标三峡债的利率将明显低于基准贷款利率。假设基准贷款利率维持在目前水平，预计公司未来几年的平均贷款利率水平维持在 5% 左右。

3.5. 分红率

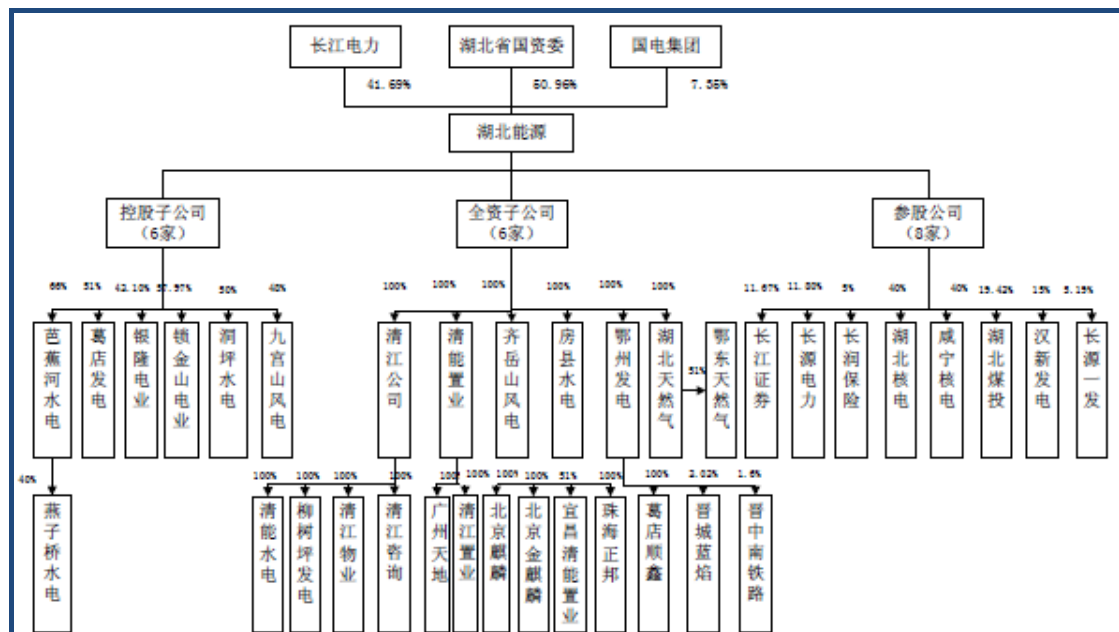
公司章程规定，每年现金分红原则上不低于公司当年实现可供股东分配利润的 50%（在 2010 年以前公司每年现金分红比例不低于当年实现可供股东分配利润的 65%）。从公司年报来看，2006~2008 年公司分红占净利润的比例分别为 42.75%、41.23% 和 71.09%。在公司完成重组后不考虑主业之外的投资收益，每年的业绩变化除了发电量和债务利率外主要的影响因素就是利润+折旧-分红后的现金流来归还贷款带来的财务成本节约。以 2009 年为例，归还贷款后第二年节约的财务成本约 3.75 亿元。

4. 对外投资

4.1. 湖北能源

根据三环股份公告,长江电力参股 41.69%的湖北能源借壳三环股份整体上市已于近期取得实质进展。湖北能源是湖北省国资委下属国有控股企业,是省属控股最大的电力能源企业,目前基本形成了电力、房地产和投资等三大业务板块。湖北能源主要电力资产为清江水电和鄂州火电两大基地,可控装机目前达到 555.12 万千瓦(含在建可控装机容量 71.93 万千瓦),整体上市完成后将成为仅次于长江电力的第二大水电企业。同时湖北能源是长江证券的第二大股东。

图表 2 : 湖北能源的产权控制关系



资料来源：三环股份公司公告，东吴证券研究所

此次借壳上市具体方案为,湖北能源以 112.47 亿元的作价置换出三环股份 9.62 亿元的评估资产,差价部分约 102.85 亿元由三环股份向湖北国资委、长江电力、国电集团进行定向增发,发行 17.82 亿股,单价不低于 5.77 元/股,置换完成后长江电力对于湖北能源的参股比例将降至 39%。

由于长江电力承诺在资产置换后 36 个月内不进行转让/出售,因此短期来看,不会发生股权出售产生的投资收益,对公司的业绩影响甚微;但可增厚每股净资产约 0.12 元/股。长期来看,湖北能源成功上市后,长江电力所持湖北能源股权将会进一步增值。

4.2. 湖北大冶有色

公司 2008 年 3 月设立了北京长电创新投资管理有限公司（以下简称“长电创投”），注册资本 15 亿元，以开展非主业直接股权投资业务，实现投资管理的专业化。

2008 年 12 月，长电创投以现金 10 亿元对湖北大冶有色进行增资扩股，完成后持股比例为 33.87%，并派遣公司经营管理骨干人员参与管理，提高盈利能力。拷贝了公司参股湖北能源集团的“投资 - 改制 - 上市”三步走模式，湖北省政府计划其在两年内上市。2009 年底，改制后的大冶有色金属股份有限公司正式成立。其主要产品为阴极铜，在国内市场占有率为 10%，是我国四大铜生产企业之一。2009 年公司销售总额超过 200 亿元，盈利水平约 2.4 亿/年。若该公司同样能成功上市，长江电力所持该公司股权将会进一步增值。

4.3. 其他

除了以上 PE 投资和参股一些电力公司外，公司还持有建设银行、工商银行、中信银行、交通银行、长江证券、中国国航和云南铜业等大量可供出售的金融资产。公司第 3 季度季报显示，前三季度实现投资净收益 9.59 亿，其中对联营企业的投资收益是 2.87 亿，其余 6.7 亿中 5.57 亿来自出售部分建设银行 H 股股票及中国国航、云南铜业公司股票，其余来自分红，即 5.57 亿属于非经常性收益。2009 年末这些金融资产的市值约 68.7 亿元。今后如果个别年份出现意外偏枯的水情，公司可以通过变现储备的可供出售金融资产来平滑业绩，在此我们不作为经常性业绩预测考虑。

同时，公司还持有三峡财务有限责任公司和中国电力财务有限责任公司两家非上市金融类企业股权，持股比例分别为 21.5%和 0.18%。

此外，为了减少关联交易，2009 年 9 月公司重大资产重组还收购了三峡集团几家辅助生产专业化公司的股权，包括设备公司、水电公司、招标公司、实业公司和三峡高科公司等，这些公司规模不大，绝对价值在总资产比例中占比较小，对公司整体业绩影响甚小。

5. 后续成长性仍有保证

集团还存有 420 万千瓦的地下电站及金沙江下游流域相当于两个三峡的巨型水电站项目。根据集团公司的承诺，两个项目出于避免同业竞

争的考量在建成之际都将注入上市公司中，首台机组投产时间预计分别为 2011 及 2013 年。

5.1. 三峡工程右岸扩建地下电站

国务院三峡工程建设委员会批准三峡工程右岸扩建地下电站，地下电站共安装 6 台单机容量 70 万千瓦的水轮发电机组。地下电站预计于 2011 年首批机组投产发电，2012 年全部建成。地下电站除可充分利用长江汛期水能资源发电外，还可改善三峡电站的电能质量，提高调峰能力。为充分发挥地下电站的效益，避免同业竞争，三峡集团公司同意在地下电站首批机组投产发电前，将地下电站出售给长江电力，长江电力承诺购买地下电站。

由于调峰为电站主要建设目的，因此造价较前 26 台电站更为低廉，预计总投资额为 91 亿元。虽然造价低，但这部分机组运行主要集中于夏季，减少丰水期的弃水，按照利用小时数 1200 小时初步测算，年发电量 50 亿千瓦时。除了发电量，其盈利能力关键还在能否取得调峰电价。

5.2. 金沙江下游流域梯级电站

三峡集团公司除了全面负责三峡工程的建设三峡 - 葛洲坝梯级枢纽的运行，还被授权滚动开发金沙江下游梯级电站建设项目，三峡集团公司已与长江电力就此资产达成注入约定，以有效避免潜在的同业竞争。

金沙江流域坡陡流急，水量丰沛且稳定，据 2004 年水力资源普查成果，金沙江干支流水能资源蕴藏量达 1.21 亿千瓦，占长江流域总蕴藏量的 43.6%。下游规划定位四级开发，自上而下分别为乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝四个巨型电站。四级电站的总装机容量 3860 万千瓦，年发电量 1700 ~ 1900 亿千瓦时。梯级水库调节性能好，电能质量高。

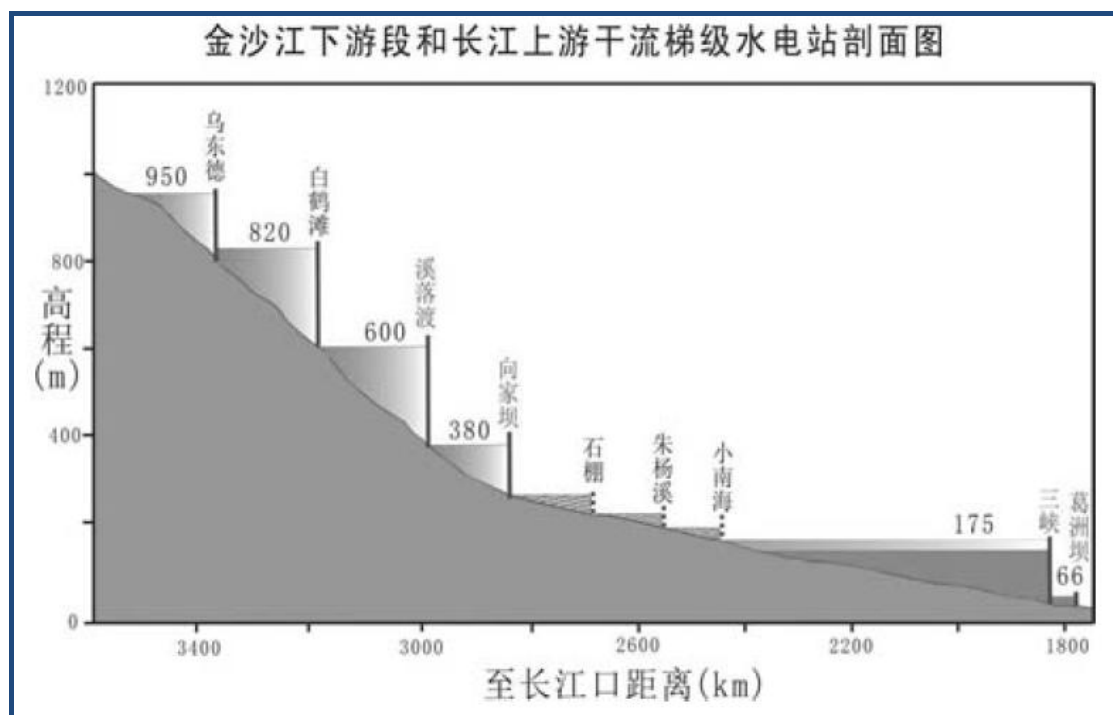
其中溪洛渡、向家坝水电站总装机容量达 1860 万千瓦，乌东德、白鹤滩水电站总装机容量达 2000 万千瓦，4 个项目的规模将相当于两个三峡工程。

溪洛渡和向家坝水电站是西电东送中的骨干工程。溪洛渡水电站已于 2005 年 12 月正式开工，2013 年首批机组投产；向家坝水电站 2006 年 11 月正式开工，2012 年首批机组投产，2015 年全面建成；2020 年前后基本建成乌东德和白鹤滩水电站。

金沙江下游 4 个水电站的造价及交易时间和方式还待国家有关政策

规定的出台。

图表 3：金沙江下游梯级电站开发



资料来源：东吴证券研究所

5.3. 三峡集团与中广核集团开展战略合作

2009年5月中国长江三峡集团公司与中国广东核电集团公司在深圳签署战略合作框架协议，双方将利用双方的优势和资源结成战略合作伙伴，共创国际一流的清洁能源集团。中国长江三峡集团公司是以大型水电开发为主的清洁能源集团，中国广东核电集团公司是以核电为主的清洁能源集团，双方主业同属清洁能源，发展路径相似，发展愿景相同，优势互补潜力较大，这些共同点为双方的战略合作奠定了坚实的基础。

中国广东核电集团有限公司是我国唯一以核电为主业、由国务院国有资产监督管理委员会监管的清洁能源企业。中国广东核电集团是由核心企业——中国广东核电集团有限公司和 20 多家主要成员公司组成的国家特大型企业集团。到 2010 年 2 月底，中国广东核电集团拥有大亚湾核电站和岭澳核电站一期近 400 万千瓦的在运行核电机组，岭澳核电站二期、辽宁红沿河核电站、福建宁德核电站、阳江核电站、台山核电站约 2100 万千瓦核电机组正在建设，广西防城港核电项目、湖北咸宁核电项目约 470 万千瓦核电机组正在开展前期工作；风电实现总装机容量超过 130 万千瓦，参与国家千万千瓦风电基地建设；我国首个光伏发电

特许权项目——甘肃敦煌 10 兆瓦项目已经开工建设；水电装机容量达到 58.7 万千瓦，在建 62 万千瓦，还拥有 112 万千瓦在运常规电力权益容量。中国广东核电集团拥有总资产约 1456 亿元人民币，净资产约 515 亿元人民币，净资产是集团成立初期 32.4 亿元的 15 倍。

若三峡集团与中广核集团在主业发展、资本运作、新能源开发等领域有实质性合作，长江电力作为三峡集团旗下唯一的上市资产，必将从中受益。

6. 盈利预测

6.1. 盈利预测估计

1) 长期折旧按评估后价值计提，财务费用按长江电力拟承接带息负债及预计新增带息负债预测。

2) 不考虑地下电站收购及金融资产的出售带来的投资收益。

3) 2010、2011 年葛洲坝电站利用小时保持不变为 5939 小时；三峡电站利用小时分别为 4400、4500 小时。

4) 电价维持目前水平。

5) 2009~2011 年销售毛利率维持在 63%左右的水平。

5) 综合贷款利率 5%，分红率按 50%的比例。

按照以上各种的预测假设，对公司业绩预测见下表：

表格 6 利润预测表

利润表（单位：百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	8,735.39	8,807.09	11,057.05	22,658.86	23,096.45
二、营业总成本	3,961.71	4,771.41	7,220.25	14,184.70	14,469.80
营业成本	2,649.84	3,411.16	4,091.11	8,383.78	8,545.69
营业税金及附加	134.00	140.59	187.97	385.20	392.64
销售费用	2.19	1.44	2.21	4.53	4.62
管理费用	309.69	315.64	395.84	811.19	826.85
财务费用	865.54	901.77	2,543.12	4,600.00	4,700.00
三、其他经营收益					
投资净收益	2,094.77	439.19	1,234.54	500.00	500.00
四、营业利润	6,868.45	4,474.88	5,071.34	8,974.16	9,126.65
加：营业外收入	744.12	725.55	815.70	700.00	700.00
减：营业外支出	19.71	15.44	1.27	0	0

五、利润总额	7,592.86	5,184.99	5,885.77	9,674.16	9,826.65
减：所得税	2,220.37	1,254.62	1,397.28	2,418.54	2,456.66
六、净利润	5,372.48	3,930.37	4,488.48	7,255.62	7,369.99
减：少数股东损益	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00
归属于母公司所有者的净利润	5,372.48	3,930.37	4,486.48	7,253.62	7,367.99
七、每股收益（元）	0.58	0.42	0.41	0.66	0.67

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2010 年，公司步入业绩稳定期。预计公司未来水电业务年均净利润可维持在 72 亿元左右，短期的超额收益主要来自于财务费用的减少和处置金融资产投资收益，但由于公司净利润基数较大，资产处置对于利润增厚效果有限。

预计公司 2009~2011 年净利润为：44.88 亿，72.56 亿和 73.68 亿，对应 EPS 为 0.41 元，0.66 元和 0.67 元。

6.2. 业绩对利用小时的敏感性分析

随着三峡地上机组的全部投产，三峡电站机组的利用小时亦开始逐渐下滑，发电量对于水情则更加敏感，相应的业绩较之前也更具弹性。

表格 7 敏感性分析 1

三峡电站机组利用小时数（h）	4300	4500	4700	4900	5100
2010 年 EPS（元/股）	0.64	0.68	0.71	0.75	0.78

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

6.3. 业绩对电价的敏感性分析

水电作为国家大力支持发展的清洁能源，其电价形成机制并未反映资源稀缺性的价值。随着电力市场化改革的推进，水电火电实现同网同价的可能性逐步提高。水电成本相对稳定，电价提高将明显增厚公司业绩。

表格 8 敏感性分析 2

变动项目		变动幅度			
三峡电站	上网电价（含税，元/千瓦时）	+0.01	+0.015	+0.02	+0.025
	2010 年 EPS（元/股）	+0.027	+0.041	+0.055	+0.068
葛洲坝电站	上网电价（含税，元/千瓦时）	+0.02	+0.03	+0.04	+0.05
	2010 年 EPS（元/股）	+0.011	+0.017	+0.023	+0.028

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

7. 相对估值

以公司 4 月 23 日的收盘价 13.39 元计算，对应 2010 年每股 0.66 元的收益，其动态 PE 为 20.28 倍，大大低于行业平均 31.26 倍的水平。

表格 9 可比上市公司一览

证券代码	证券简称	4 月 23 日 收盘价	EPS 2009E	EPS 2010E	EPS 2011E	2010PE	2011PE
000993.SZ	闽东电力	9.39	0.31	0.34	0.35	27.62	26.83
002039.SZ	黔源电力	18.85	0.11	0.57	0.73	32.96	25.66
600101.SH	明星电力	9.04	0.53	0.36	0.46	25.26	19.80
600236.SH	桂冠电力	7.8	0.22	0.31	0.39	25.02	19.78
600310.SH	桂东电力	22.05	0.48	0.60	0.70	36.73	31.50
600505.SH	西昌电力	12.14	0.43	0.27	0.36	45.54	33.67
600644.SH	乐山电力	10.8	0.17	0.29	0.77	37.14	14.10
600969.SH	郴电国际	12.8	0.46	0.54	0.67	23.70	19.10
600979.SH	广安爱众	7.98	0.20	0.25	0.30	31.63	26.36
600995.SH	文山电力	8.67	0.20	0.36	0.52	24.27	16.61
600674.SH	川投能源	15.65	0.27	0.46	0.33	34.02	47.42
平均						31.26	25.53

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司作为行业龙头，水电资源优良，业绩相对稳定，现金流充沛且投资能力强，应享有一定的估值溢价。且考虑到短期内公司股价有以下几点催化剂，我们给予公司“买入”评级。

1) **大股东持续在二级市场增持公司股份。**2009 年 8 月 19 日，中国长江三峡集团公司通过上海证券交易所交易系统增持了公司股份 1006.99 万股；2009 年 8 月 20 日至 2010 年 1 月 26 日，中国长江三峡集团公司通过上海证券交易所交易系统累计增持公司股份 1 亿股；至此，自首次增持以来，中国长江三峡集团公司已累计增持公司股份 1.1 亿股，占公司总股本的 1%。三峡集团公司拟在未来 12 个月内（自首次增持之日起算）视市场行情继续增持公司股份，增持比例不超过公司总股本的 2%（含此次已增持的股份）。

2) **受融资主力青睐的电力蓝筹股。**根据上交所统计，融资融券业务开闸以来，沪深两市股票中，长江电力最被融资主力看好。长江电力是在首日就出现 276 万元的融资买入，其后在 4 月 7 日和 22 日出现较大规模买

入，融资余额保持较大规模。截至 4 月 23 日，上交所数据显示长江电力融资余额 1289 万元。

3) 国家发改委提出水电油气价格改革。4 月 15 日，国家发改委刊发《经济形势分析：一季度物价水平总体稳定》，提到为促进资源节约和环境保护，今年将继续推进资源性产品价格和环保收费改革。水、电、油、天然气等价格将有一定幅度的上涨。目前水电和火电电价价差明显，在低碳经济和煤炭价格不断上涨的背景下，公司的水电电价有进一步提升的空间。

8. 风险提示

公司所属电站为径流运行方式，发电量受长江水情影响较大，长江来水的不确定性将影响机组出力，从而对公司经营产生影响。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>