

2010年将尽享重组收益

——长江电力（600900）点评

长江电力4月30日发布2009年年报。2009年，公司完成发电量513.67亿千瓦时，实现营业收入110.15亿元，营业利润50.29亿元，净利润46.19亿元，基本每股收益0.4692元，摊薄每股收益0.42元。由于4季度干旱影响，公司未能尽享重组收益。

干旱和投资收益下降造成公司一季度业绩不佳。

第一季度为长江枯水期，公司第一季度发电量一般占全年发电量的14%左右。但是，西南地区干旱，造成2009年4季度及2010年1季度长江来水偏少。水电出力不足，使1季度公司收入增幅小于成本增幅，公司出现亏损。但是西南地区是我国雨水及水利资源较多地区，干旱在西南地区非常罕见。预计随着雨季到来，公司水电出力将恢复正常。

投资收益一季度同比减少6.02亿元，下降幅度达到94.78%。也是造成一季度亏损的重大原因。

2010年将享受重组收益。

2009年9月28日，公司重大资产重组，由于2009年加权装机1155.20万千瓦，2010年加权装机2107.7万千瓦，同比增长82.45%。由于三峡电站装机全部注入公司，三峡产生的电量将全部贡献公司，按长江电力计划，2010年发电量将达972亿千瓦时。

2010年，新增装机将有效提升公司收益。预计收入可达230亿元，每股收益将达到0.65元。

三峡地下电站及金沙江梯级电站工程将继续为公司提供一定成长空间。

2012年三峡工程全部竣工后，三峡电站的范围包括左岸和右岸电站26台机组（单机容量为70万千瓦）、地下电站6台机组（单机容量为70万千瓦）、电源电站2台机组（单机容量为5万千瓦），总装机容量为2,250万千瓦。金沙江下游梯级电站建设项目作为中国三峡总公司主营业务相关资产，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。

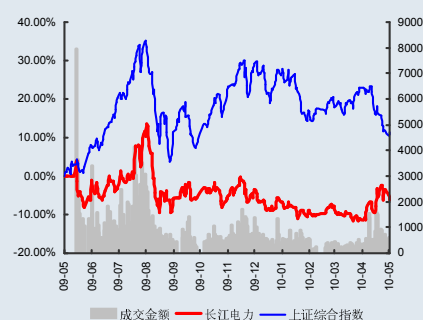
给予推荐评级。

根据以上分析和预测，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.65元、0.68元和0.77元，同比增长54.62%、4.63%和13.51%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在13元左右。长江电力当前价格13.26元，动态市盈率分别为20.43、21.00和19.80。已达合理区域。鉴于公司行业龙头地位，我们给予长江电力推荐评级。

评级：推荐

★★★★☆

1年以来长江电力相对表现



阶段行情表现	本月	近三月
换手率(%)	0.77	40.43
涨跌(元)	-0.17	0.63
涨跌幅(%)	-1.25	4.86
行业涨跌幅(%)	-0.88	-1.61
相对行业涨跌幅(%)	-0.37	6.47
深成指数涨跌幅(%)	-1.23	-5.61
相对大盘涨跌幅(%)	-0.02	10.47

王泽军

执业证书编号：S1490209080023

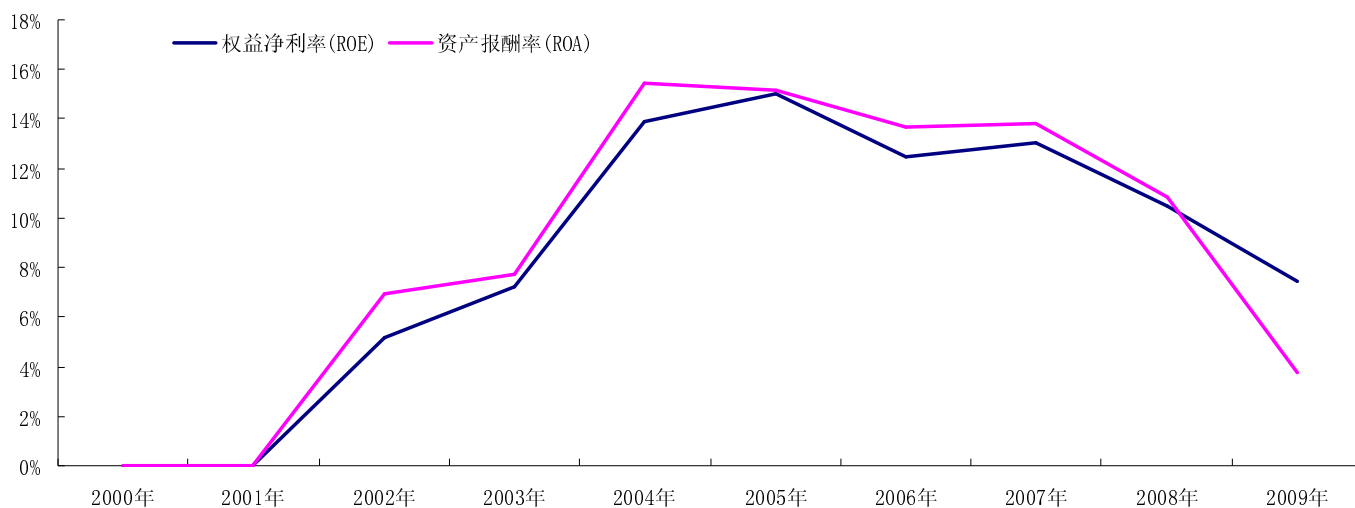
010-58568297

wangzejun@hrsec.com.cn

公司2008、2009年及2009一季度和2010一季度主要数据比较(万元)

项目	2009年度	2008年度	本年比上年增减	2010Q1	2009Q1	一季度同比增减
营业收入	1,101,503.39	937,393.33	17.51%	290,450.82	123,220.30	135.72%
营业成本	461,591.40	379,707.43	21.57%	179,922.52	65,614.45	174.21%
投资收益	110,974.05	44,008.62	152.16%	3,313.26	63,530.50	-94.78%
营业利润	502,859.10	457,450.59	9.93%	-12,498.96	94,767.68	-113.19%
净利润	461,901.24	400,503.48	15.33%	11,915.82	83,120.72	-85.66%
营业利润率	45.65%	48.80%	减少3.15个百分点	-4.30%	76.91%	减少81个百分点

数据来源：华融证券

公司历年ROE、ROA


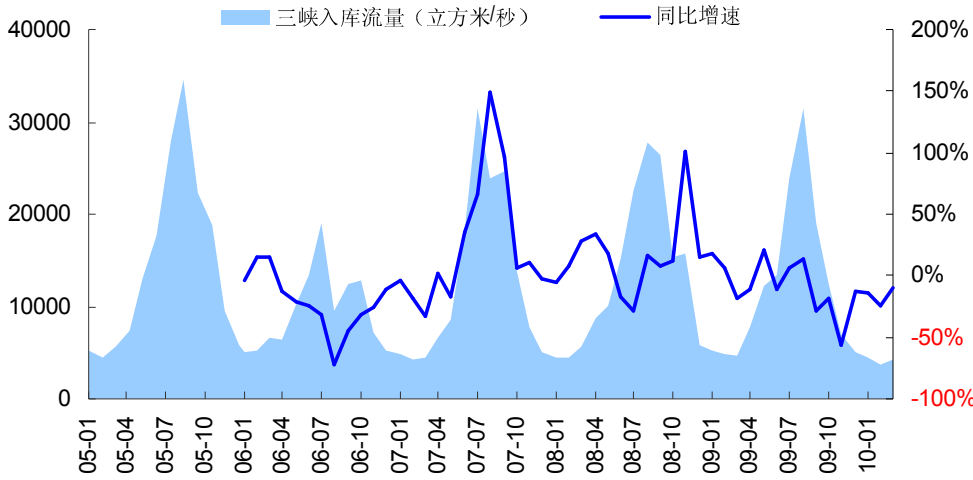
数据来源：公司公告、华融证券

公司历年发电量

	总发电量 (亿千瓦时)			公司分配电量 (亿千瓦时)		
	三峡电站	葛洲坝电站	合计	三峡电站	葛洲坝电站	合计
2010E	815	157	972	815	157	972
2009	798.53	162.43	960.96	351.24	162.43	513.67
2008	808.12	170.48	978.60	272.30	170.48	442.78
2007	616.03	154.64	770.67	285.05	154.64	439.69
2006	492.49	146.31	638.8	211.07	146.31	357.38
2005	490.90	162.49	653.39	224.80	162.49	387.29
2004	391.55	170.10	391.55	187.86	170.10	187.86

数据来源：华融证券

公司三峡入库流量



数据来源：华融证券

公司发电量、价、成本及预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
发电量 (亿千瓦时)	442.78	513.67	972.00	972.00	1034.35
其中：三峡电站	272.30	351.24	815.00	815.00	815.00
葛洲坝电站	170.48	162.43	157.00	157.00	157.00
三峡地下机组			0.00	0.00	62.35
金沙江梯级开发			0.00	0.00	0.00
平均电价 (元/千瓦时)	0.19	0.20	0.23	0.23	0.23
其中：三峡电站	0.21	0.22	0.24	0.24	0.24
葛洲坝电站	0.16	0.16	0.18	0.18	0.18
三峡地下机组				0.24	0.24
金沙江梯级开发					
平均成本 (元/千瓦时)	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08

数据来源：公司公告、华融证券

给与“推荐”评级

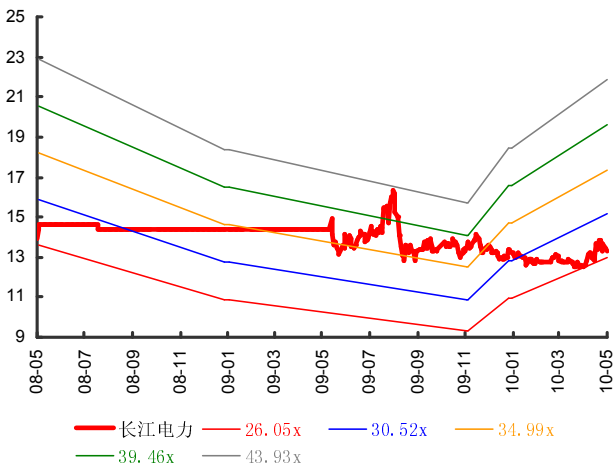
根据以上分析和预测，我们预计2010、2011、2012年公司EPS分别为0.65元、0.68元和0.77元，同比增长54.62%、4.63%和13.51%。按2011年20倍市盈率计算，公司理论价值应在13元左右。长江电力当前价格13.26元，动态市盈率分别为20.43、21.00和19.80。已达合理区域。鉴于公司行业龙头地位，我们给予长江电力推荐评级。

长江电力盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	88.07	110.15	229.76	229.76	244.72
减:营业成本	34.11	46.16	78.34	78.34	83.28
营业税金及附加	1.41	1.95	4.07	4.07	4.33
营业费用	0.01	0.08	0.16	0.16	0.17
管理费用	3.16	4.24	8.84	8.84	9.42
财务费用	9.02	18.52	58.51	54.11	49.83
资产减值损失	0.01	0.02	-	-	-
加:投资收益	4.39	11.10	4.28	4.28	4.28
公允价值变动损益	-	-0.00	-	-	-
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.75	50.29	84.11	88.51	101.97
加:其他非经营损益	7.10	9.69	9.69	9.69	9.69
利润总额	51.85	59.98	93.80	98.21	111.66
减:所得税	12.55	13.79	22.38	23.48	26.85
净利润	39.30	46.19	71.42	74.72	84.82
减:少数股东损益	-	0.02	0.03	0.03	0.03
归属母公司股东净利润	39.30	46.17	71.39	74.70	84.79
每股收益	0.42	0.47	0.65	0.68	0.77

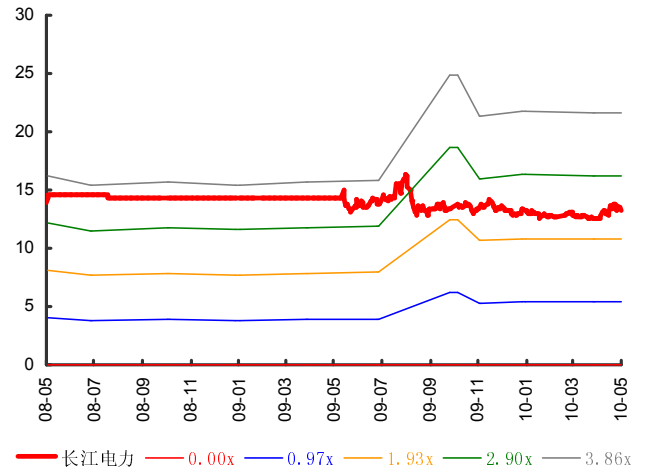
数据来源: 华融证券

PE-band



数据来源: wind、华融证券

PB-band



投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn