

2011-05-02

电力、煤气及水等公用事业

长江电力 600900.SH

维持

买入

当前价格	8.23 元
目标价格	10.00 元
目标期限	12 个月

分析师:

崔玉芹 (执业证书编号: S0930510120016)

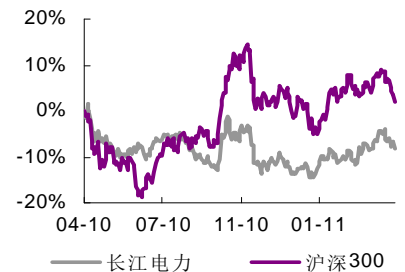
021-22169159

cuiyq@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	16,500
总市值(百万元)	135,795
流通比例(%)	44.63%
12 个月最高/最低(元)	13.84/7.40
近 3 月日均成交量(百万股)	44.80
主要股东	中国长江三峡集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.73	1.91	-10.90
绝对收益	3.29	5.66	-6.82

相关报告:

业绩大增源于资产重组

◇ 事件: 公司公布年报

◆ 资产重组后第一年 业绩大幅增长:

2010 年, 公司三峡—葛洲坝梯级电站完成发电量 1,006.10 亿千瓦时, 实现营业收入 218.80 亿元, 营业利润 87.83 亿元, 净利润 82.26 亿元, 基本每股收益 0.4985 元, 稍低于预期, 主要原因是湖北能源上市后公司持股比例下降, 公司按照会计准则冲减投资收益 3.8 亿元, 影响每股收益 0.017 元。

2010 年是公司完成资产重组后的第一个会计年度, 因为三峡电站 26 台机组全部进入公司, 使得公司的营业收入和净利润分别同比增长 98.64% 和 78.14%, 也超额完成了重组时的目标。

◆ 加强管理降成本 资本运作见成效:

实现整体上市后, 公司通过加强管理创效益。2010 年公司的管理费用率下降至 2.1%, 比 2009 年下降 1.75 个百分点; 公司通过调整债务结构, 加强闲置资金利用, 有效降低了财务费用率, 使得公司债务融资综合成本低于一年期贷款基准利率。

2010 年公司在资本运作方面取得一定进展: 湖北能源借壳上市, 与俄罗斯 EuroSibEnergy 签订合作协议, 在香港注册成立的长电国际投资中电投新能源, 迈出了海外投资的步伐。

◆ 等待收购三峡地下电站:

公司在进行重大资产重组时曾承诺: 待三峡地下电站首批机组投产发电前由中国长江三峡集团公司出售给公司。三峡地下电站装机容量为 420 万千瓦, 首批机组预计于 2011 年投产发电, 公司将可能启动收购地下电站的工作。地下电站发电量较小, 预计收购后对公司的业绩影响较小。

未来金沙江上游电站的注入将成为公司发展的又一里程碑。

◆ 水电龙头价值低估, 维持“买入”评级:

公司作为中国的水电龙头公司, 业绩优良, 风险低, 目前公司股价低估, 动态市盈率仅有 15 倍, 我们继续给予“买入”评级。

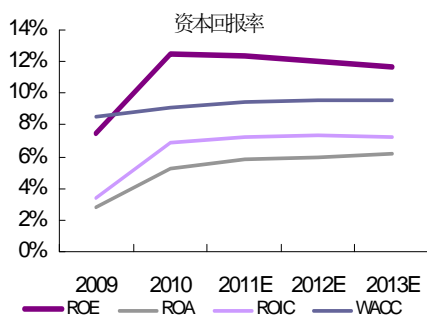
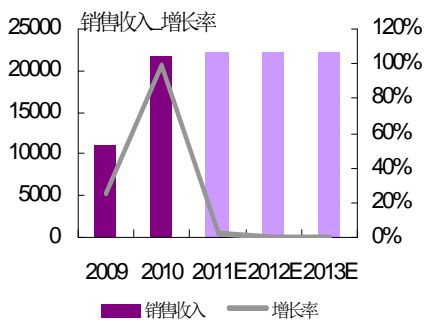
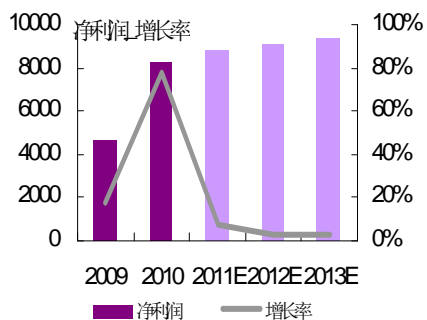
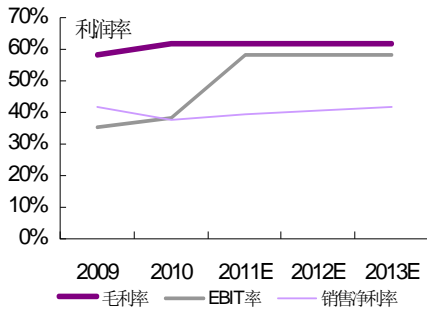
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,015	21,880	22,301	22,351	22,356
营业收入增长率	25.07%	98.64%	1.92%	0.22%	0.02%
净利润(百万元)	4,617	8,225	8,827	9,069	9,317
净利润增长率	17.48%	78.14%	7.32%	2.74%	2.73%
EPS(元)	0.28	0.50	0.53	0.55	0.56
ROE(归属母公司) (摊薄)	7.46%	12.43%	12.36%	11.99%	11.65%
P/E	29	17	15	15	15
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	11	15	15	15

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,015	21,880	22,301	22,351	22,356
营业成本	4,616	8,335	8,541	8,562	8,565
折旧和摊销	2,882	5,827	3	7	10
营业税费	195	344	350	351	351
销售费用	8	11	11	11	11
管理费用	424	459	468	469	469
财务费用	1,852	4,305	4,046	3,823	3,569
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,110	358	752	810	873
营业利润	5,029	8,783	9,637	9,944	10,263
利润总额	5,998	10,886	11,629	11,941	12,260
少数股东损益	2	1	7	8	9
归属母公司净利润	4,617.25	8,225.07	8,827.28	9,069.20	9,317.13

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	161,861	157,461	151,282	151,479	151,667
流动资产	5,857	6,560	7,605	7,628	7,639
货币资金	2,114	1,901	2,230	2,235	2,236
交易型金融资产	1,002	2	0	0	0
应收账款	1,286	1,349	1,776	1,780	1,780
应收票据	1,128	1,194	1,115	1,118	1,118
其他应收款	19	16	290	291	291
存货	274	313	342	342	343
可供出售投资	6,888	7,228	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7,394	7,644	7,719	7,800	7,887
固定资产	141,502	135,751	135,853	135,948	136,038
无形资产	17	15	14	13	13
总负债	99,992	91,296	79,824	75,802	71,657
无息负债	16,044	3,866	7,476	8,705	6,590
有息负债	83,948	87,430	72,348	67,097	65,067
股东权益	61,869	66,166	71,458	75,676	80,010
股本	11,000	16,500	16,500	16,500	16,500
公积金	42,380	38,121	39,004	39,910	40,262
未分配利润	8,480	11,539	15,942	19,246	23,219
少数股东权益	9	5	12	20	29

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	8,189	17,326	15,114	13,309	9,906
净利润	4,617	8,225	8,827	9,069	9,317
折旧摊销	2,882	5,827	3	7	10
净营运资金增加	-11,603	15,170	-4,189	-1,207	2,126
其他	12,292	-11,897	10,473	5,440	-1,547
投资活动产生现金流	-23,722	-12,921	7,884	629	686
净资本支出	23,606	11,510	100	100	100
长期投资变化	7,394	7,644	-75	-81	-87
其他资产变化	-54,722	-32,075	7,860	610	673
融资活动现金流	14,924	-4,619	-22,669	-13,933	-10,592
股本变化	1,588	5,500	0	0	0
债务净变化	67,601	3,482	-15,081	-5,251	-2,030
无息负债变化	12,218	-12,178	3,610	1,229	-2,115
净现金流	-609	-214	330	5	0

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	25.07%	98.64%	1.92%	0.22%	0.02%
净利润增长率	17.48%	78.14%	7.32%	2.74%	2.73%
EBITDA 增长率	14.21%	109.56%	-30.31%	0.24%	0.04%
EBIT 增长率	-2.89%	114.99%	1.57%	0.21%	0.01%
估值指标					
PE	29	17	15	15	15
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	11	15	15	15
EV/EBIT	27	16	16	15	15
EV/NOPLAT	36	22	20	20	20
EV/Sales	14	10	9	9	9
EV/IC	1	2	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	58.09%	61.90%	61.70%	61.69%	61.69%
EBITDA 率	61.75%	65.14%	57.99%	58.00%	58.01%
EBIT 率	35.58%	38.51%	57.98%	57.97%	57.97%
税前净利润率	54.45%	49.75%	52.14%	53.42%	54.84%
税后净利润率 (归属母公司)	41.92%	37.59%	39.58%	40.58%	41.68%
ROA	2.85%	5.22%	5.84%	5.99%	6.15%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.46%	12.43%	12.36%	11.99%	11.65%
经营性 ROIC	3.43%	6.92%	7.22%	7.30%	7.19%
偿债能力					
流动比率	0.22	0.11	0.10	0.10	0.10
速动比率	20.51%	10.55%	10.03%	9.92%	9.82%
归属母公司权益/有息债务	0.74	0.76	0.99	1.13	1.23
有形资产/有息债务	1.93	1.80	2.09	2.26	2.33
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.28	0.50	0.53	0.55	0.56
每股红利	0.25	0.21	0.29	0.30	0.31
每股经营现金流	0.50	1.05	0.92	0.81	0.60
每股自由现金流(FCFF)	-0.28	-0.68	0.84	0.66	0.46
每股净资产	3.75	4.01	4.33	4.59	4.85
每股销售收入	0.67	1.33	1.35	1.35	1.35

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005年加盟光大证券，现任公用事业行业分析师。

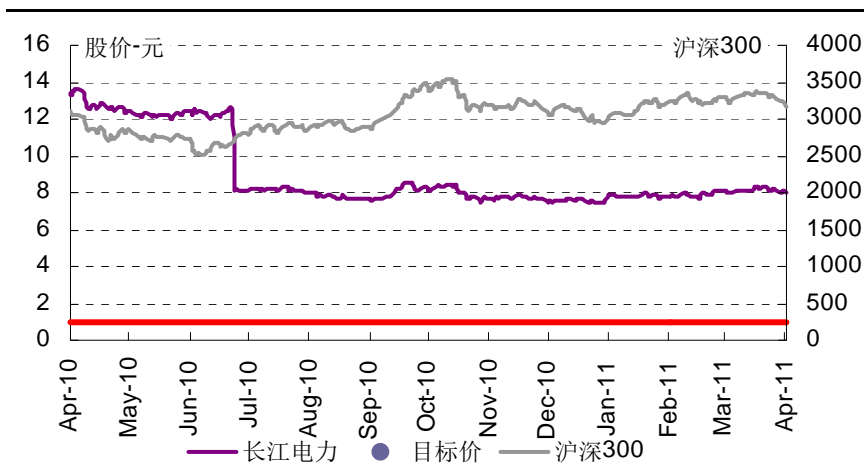
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

长江电力（600900）

分析师：崔玉芹



日期	股价	目标	评级
2008-09-01	14.35	16.00	增持
2009-05-18	14.35	14.00	增持
2009-08-31	13.29	15.00	增持
2009-10-30	13.00	15.00	增持
2010-04-30	13.26	15.00	增持
2010-08-31	8.03	9.00	增持
2010-10-31	8.13	9.60	增持
2011-03-29	8.09	10.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。