

电力研究小组
 联系人: 彭全刚
 010-88087783
 pengqg@maschina.com.cn

2009年4月30日

长江电力 (600900.SH)/14.35元

整体上市待批, 投资效果初显

公用事业·电力

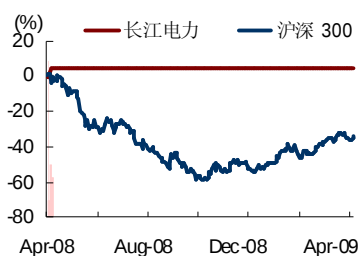
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2478
总股本(万股)	941209
已上市流通股(万股)	490938
总市值(亿元)	1351
流通市值(亿元)	705
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	11.8
资产负债率	33.7%
主要股东	中国长江三峡工程开发
主要股东持股比例	62.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	0	0
相对表现	-4	-57	31



相关报告

- 1、《长江电力深度报告—稳健经营抵御行业风险, 未来成长值得期待》2008/05/16
- 2、《长江电力(600795)-电力盈利恢复, 向相关产业扩张》2009/01/15
- 3、《长江电力(600795)-收购英力特集团有利于公司长期发展》
- 4、《长江电力三季报点评—多重因素导致公司利润下降》2008/10/30
- 5、《长江电力中报点评—业绩好于预期, 抗风险能力较强》2008/08/28

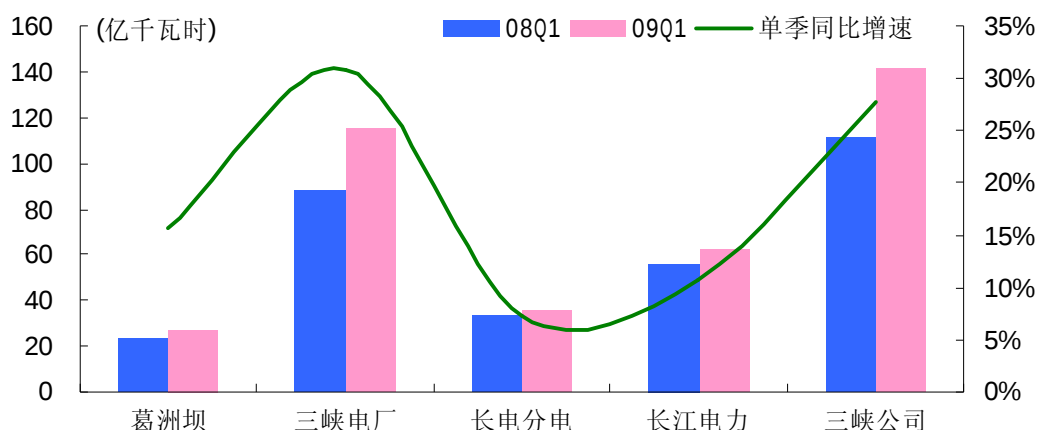
长江电力 2008 年实现净利润 39.3 亿元, 折合每股收益 0.42 元, 公司拟每股派发现金股利 0.22 元。一季度实现净利润 8.3 亿元, 折合每股收益 0.09 元, 其中投资收益贡献 5.6 亿元。公司为了实现整体上市, 公司股票停牌已经近一年, 目前方案已上报政府主管部门, 正式实施仍需等待。

- q **2008 年净利润同比下降 27%。**2008 年公司实现营业收入 88.1 亿元, 同比增长 1%, 虽然公司装机增长, 但是由于分水效应, 公司分得的发电量并没有显著增加。由于机组增加, 公司营业成本增长 29%, 财务费用增长 4%。由于 2008 年没有出售金融资产, 公司投资收益同比大幅下降。公司 2008 年的业绩基本上反映了在没有股票投资收益情况下的公司正常盈利水平。
- q **投资收益增加 5.91 亿元导致 09 年一季度净利润增长 230%。**由于水库蓄水位提高, 公司一季度发电量增加, 主营业务收入增长 13%。受益于贷款利率下降, 同时公司进行积极的债务管理, 公司 08 年一季度财务费用同比下降 12%。一季度公司出售了部分云南铜业和中国国航的股票, 获得 5.57 亿元的投资收益, 使投资收益同比增长 1328%。主要得益于投资收益的增加, 公司一季度净利润大幅增长 230%。
- q **三峡运营进入稳定经营阶段, 股权投资开始加大力度。**2008 年三峡大坝已经达到设计高程, 26 台发电机组已经全部投产, 2009 年三峡电厂将进入稳定运行阶段。面对源源不断的现金流, 公司积极加大对外投资力度。2008 年公司下属的长电创新投资管理有限公司投资湖北大冶有限公司 10 亿元, 获得 33.87% 的股权。我们判断, 公司的价值不仅仅在于三峡及葛洲坝电厂运营给公司带来的现金流, 更重要的是对这些资金的运用。公司的投资水平将决定公司的长期价值。
- q **资产收购方案尚未正式获批, 整体上市仍需等待。**预计 09、10 年公司将处置持有的金融资产, 在不考虑整体上市的前提下, 我们上调每股收益预测至 0.49 元和 0.51 元, 在公司整体上市方案确定后再进行业绩预测的调整。我们将继续关注公司整体上市的进展, 由于整体上市涉及利益主体较多, 方案较为复杂, 建议投资者耐心等待。

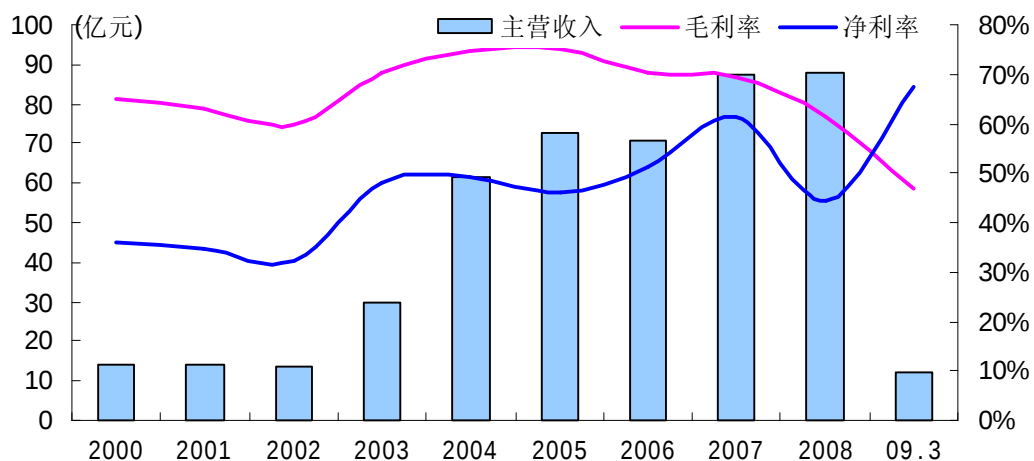
财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	7049	8735	8807	8826	8826
同比增长	-3%	24%	1%	0%	0%
营业利润(百万元)	4748	6868	4475	5439	5676
同比增长	8%	45%	-35%	22%	4%
净利润(百万元)	3615	5372	3930	4609	4788
同比增长	31%	49%	-27%	17%	4%
每股收益(元)	0.44	0.57	0.42	0.49	0.51
PE	33.2	25.7	35.1	29.9	28.8
PB	4.1	3.3	3.6	3.3	3.1

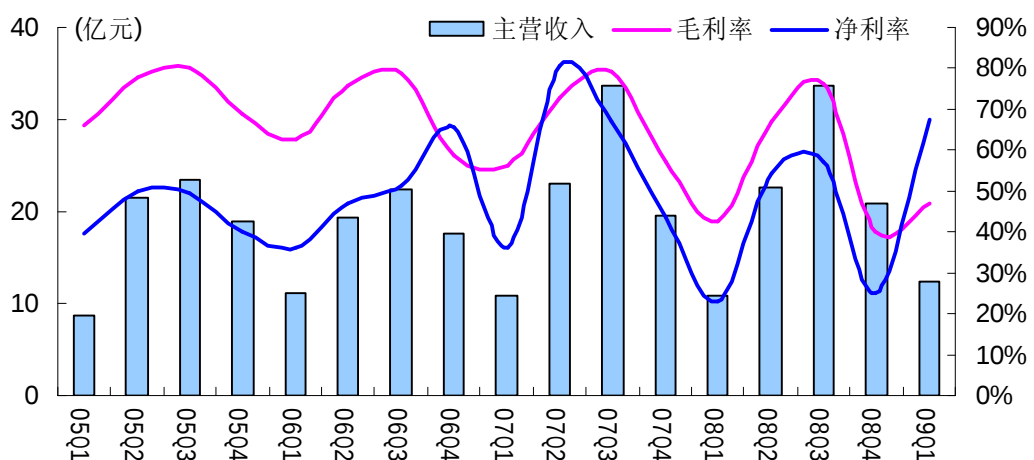
资料来源: 招商证券

图1: 长江电力一季度发电量及同比变动比较


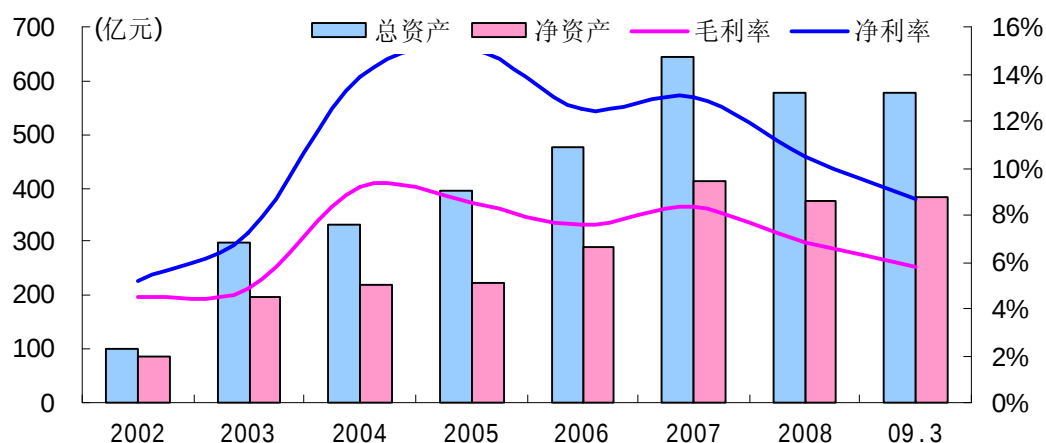
数据来源：公司公告，招商证券整理

图2: 长江电力年度收入和利润率指标比较


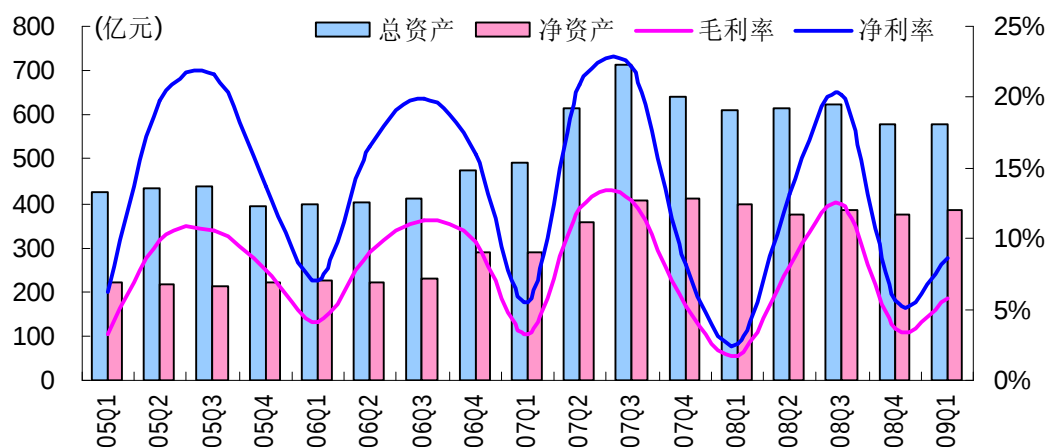
数据来源：公司公告，招商证券整理

图3: 长江电力季度收入和利润率指标比较


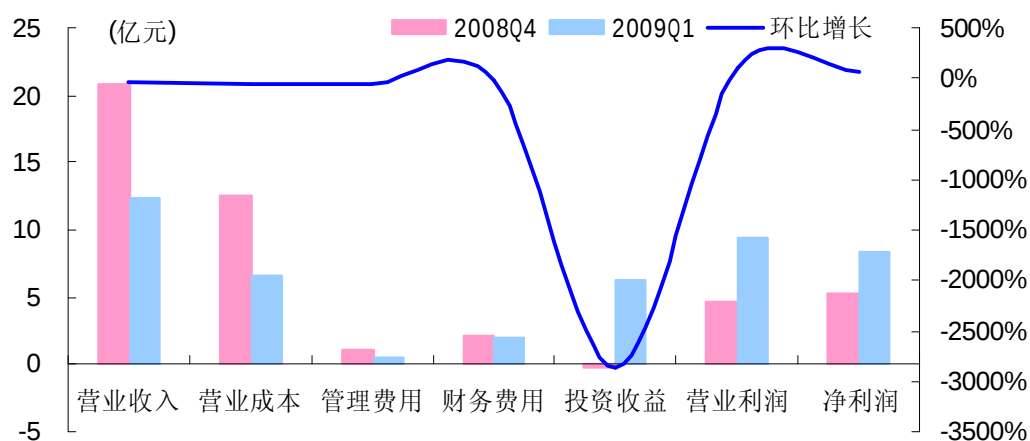
数据来源：公司公告，招商证券整理

图4: 长江电力年度资产收益率指标比较


数据来源: 公司公告, 招商证券整理

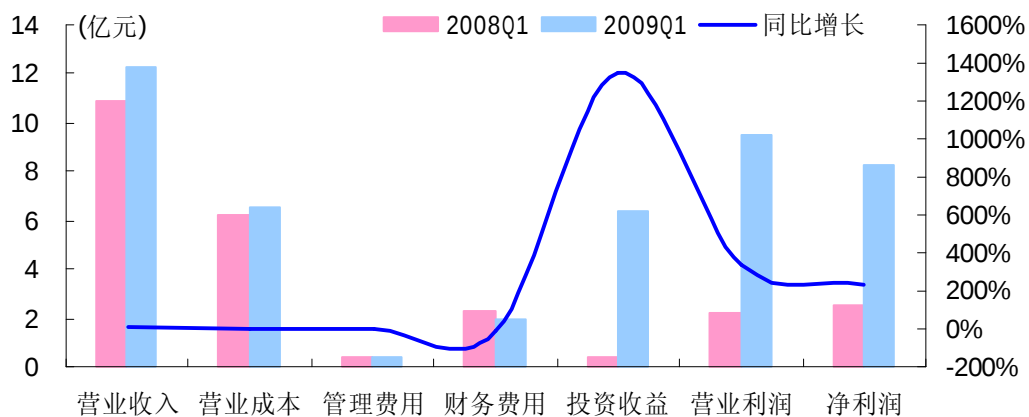
图5: 长江电力季度资产收益率指标比较


数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 长江电力季度经营指标环比变动比较


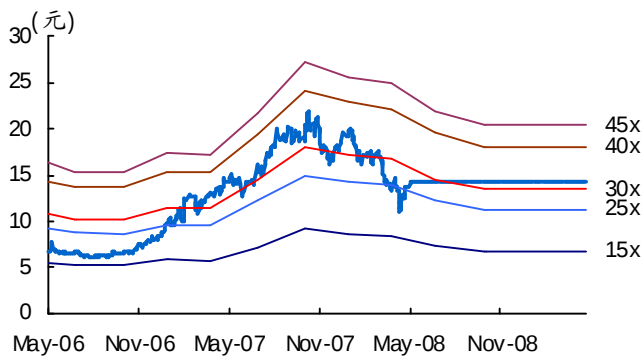
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7: 长江电力季度经营指标同比变动比较



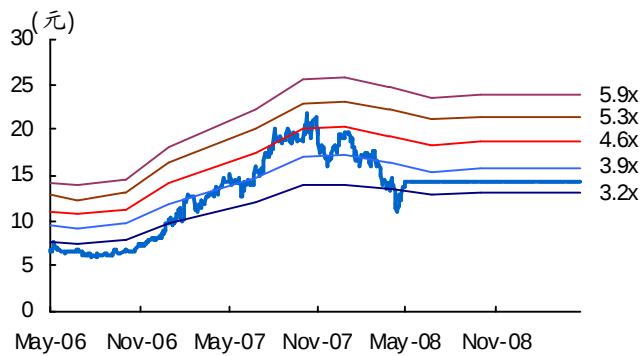
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图 8: 长江电力历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 9: 长江电力历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	3938	4925	6154	3685	3685
现金	2523	2798	3558	2500	2500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	85	919	150	88	88
应收款项	1114	1004	2200	874	874
其它应收款	16	3	3	0	0
存货	175	180	210	194	194
其他	24	19	33	29	29
非流动资产	43698	59390	51542	61669	65416
长期股权投资	1324	6071	6817	6817	6817
固定资产	33402	42253	39988	40768	40517
无形资产	33	25	18	16	14
其他	8939	11041	4720	14068	18068
资产总计	47636	64314	57696	65354	69101
流动负债	7965	10054	14697	17661	18056
短期借款	5766	8054	4577	15478	15874
应付账款	502	469	1534	582	582
预收账款	0	0	0	0	0
其他	1697	1531	8586	1600	1600
长期负债	10749	13007	4733	6200	6200
长期借款	8500	6800	0	0	0
其他	2249	6207	4733	6200	6200
负债合计	18714	23061	19430	23861	24256
股本	8187	9412	9412	9412	9412
资本公积金	14814	22762	17808	17808	17808
留存收益	5921	9079	11047	14273	17625
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	28922	41253	38266	41493	44844
负债及权益合计	47636	64314	57696	65354	69101

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
经营活动现金流	4991	4924	6593	9655	7792
净利润			3930	4609	4788
折旧摊销			0	3232	3253
财务费用			0	589	451
投资收益			0	-600	-700
营运资金变动			0	277	0
其它			2663	1547	0
投资活动现金流	-223	-12696	-672	-13435	-7000
资本支出			0	-8000	-7000
其他投资			-672	-5435	0
筹资活动现金流	-2915	8047	-6249	2722	-792
借款变动			0	4100	396
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	-1383	-1436
其他			-6249	4	249
现金净增加额	1853	275	-328	-1058	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	7049	8735	8807	8826	8826
营业成本	2090	2650	3411	2912	2912
营业税金及附加	109	134	141	132	132
营业费用	2	2	1	0	0
管理费用	253	310	316	353	353
财务费用	707	866	902	589	451
资产减值损失	-1	0	1	0	0
公允价值变动收益	-12	0	0	0	0
投资收益	870	2095	439	600	700
营业利润	4748	6868	4475	5439	5676
营业外收入	636	744	726	727	727
营业外支出	4	20	15	20	20
利润总额	5379	7593	5185	6146	6384
所得税	1764	2220	1255	1536	1596
净利润	3615	5372	3930	4609	4788
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	3615	5372	3930	4609	4788
EPS (元)	0.44	0.57	0.42	0.49	0.51

主要财务比率

	2006	2007	2008	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	-3%	24%	1%	0%	0%
营业利润	8%	45%	-35%	22%	4%
净利润	31%	49%	-27%	17%	4%
获利能力					
毛利率	70.3%	69.7%	61.3%	67.0%	67.0%
净利率	51.3%	61.5%	44.6%	52.2%	54.2%
ROE	12.5%	13.0%	10.3%	11.1%	10.7%
ROIC	8.5%	9.8%	8.2%	7.9%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	35.9%	33.7%	36.5%	35.1%
净负债比率	29.9%	23.1%	19.7%	23.7%	23.0%
流动比率	0.5	0.5	0.4	0.2	0.2
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.2	0.2
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
存货周转率	12.8	14.9	17.5	14.4	15.0
应收帐款周转率	5.6	8.2	5.5	5.7	10.1
应付帐款周转率	3.7	5.5	3.4	2.8	5.0
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.57	0.42	0.49	0.51
每股经营现金	0.61	0.52	0.70	1.03	0.83
每股净资产	3.53	4.38	4.07	4.41	4.76
每股股利	0.18	0.14	0.22	0.15	0.15
估值比率					
PE	33.2	25.7	35.1	29.9	28.8
PB	4.1	3.3	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	10.5	7.5	9.7	7.7	7.6

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。