

长江电力(600900)

水电航母即将组装完毕

——长江电力投资价值分析报告

✍ 崔健

☎ 86-22-28451618

✉ bhzcj@hotmail.com

核心观点:

- 可控发电设备全部为水电机组
- 三峡资产计划整体上市

投资要点:

● 可控发电设备全部为水电机组

截至 2008 年底,公司可控装机容量为 837.7 万千瓦,权益装机容量为 1097.32 万千瓦,与 2007 年基本持平。

● 三峡资产计划整体上市

2009 年 5 月 16 日,公司公告计划将三峡全部发电相关资产注入上市公司。本次交易完成后,长江电力可控装机容量将达 2107.7 万千瓦,约为收购前的 2.52 倍;预计 2009 年三峡-葛洲坝梯级枢纽全年发电量为 990 亿千瓦时,约为长江电力 2008 年发电量 442.78 亿千瓦时的 2.24 倍。

● 当前估值水平合理

综合绝对估值和相对估值分析,我们认为长江电力 2009 年合理的价值区间应该为 10.37~16.36 元/股,当前处于合理价值区间的中值水平。

● 业绩预测及投资建议

预计公司 2009~2010 年,分别实现收入 196.63、199.64、219.4 亿元,同比分别增长 123.26%、1.53%和 9.9%;实现净利润 66.27、68 和 75.37 亿元,同比分别增长 68.6%、2.6%和 10.8%,对应每股收益分别为 0.6、0.62 和 0.69 元。从长期来看,随着贷款量的逐渐减少,公司的价值也将不断提升。综合基本面和估值因素,我们给予公司“中性”的投资评级。

评级:

中性

上次评级:

首次评级

目标价格:

¥ 13.37

上次预测:

当前价格:

¥ 13.17

2009.05.31

单季度业绩

元/股

1Q/2008

0.076

2Q/2008

0.16

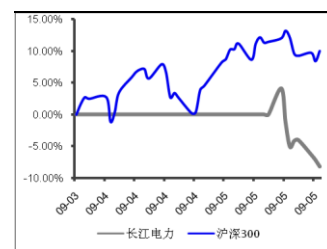
3Q/2008

0.25

4Q/2008

0.114

最近两个月走势图



公司简介

长江电力是我国最大的水力发电上市公司。

相关报告

首次

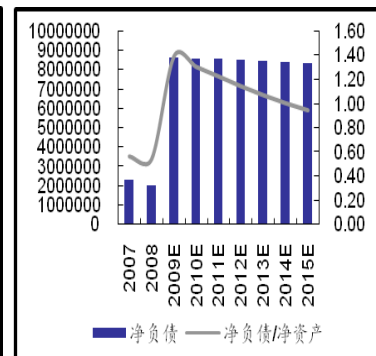
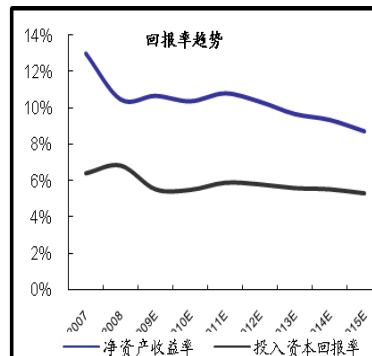
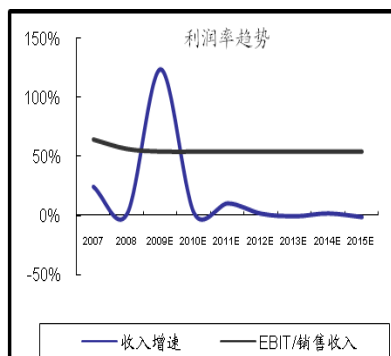
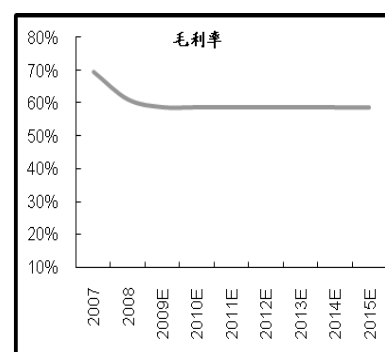
公司深度研究

财务摘要 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营收入	8,735	8,807	19,663	19,964
(+/-)%	24%	1%	123%	2%
经营利润 (EBIT)	5640	4938	10564	10721
(+/-)%	23%	-12%	114%	1%
净利润	5372	3930	6627	6800
(+/-)%	49%	-27%	69%	3%
每股净收益 (元)	0.57	0.42	0.60	0.62
每股股利 (元)	0.24	0.30	0.22	0.30

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	69.67%	61.27%	58.92%	58.90%
ROE (%)	13.02%	10.46%	10.66%	10.36%
ROIC (%)	6.40%	6.84%	5.51%	5.48%
PE	23.07	31.54	21.79	21.23
PB	3.00	3.30	2.32	2.20
EV/EBITDA	18.94	20.10	15.14	14.52

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2798	2471	10994	17055	23882	营业收入	8735	8807	19663	19964	21941
应收票据	919	1067	1206	1496	1989	营业成本	2650	3411	8078	8206	9015
应收账款	1004	1549	3145	3039	3308	营业税金及附加	134	141	314	319	350
预付款项	19	28	-26	-120	-160	销售费用	2	1	3	3	4
其他应收款	3	1	16	18	12	管理费用	310	316	705	716	786
存货	180	203	596	585	615	财务费用	866	902	4279	4131	4081
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0	0
长期股权投资	6071	6656	6656	6656	6656	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	42253	40454	120735	117167	113601	投资收益	2095	439	900	800	500
在建工程	52	48	0	4	6	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	6868	4475	7185	7390	8204
无形资产	25	22	18	14	9	营业外收支净额	724	710	1651	1677	1845
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	7593	5185	8837	9067	10049
资产总计	64314	57739	148478	151052	155056	减：所得税	2220	1255	2209	2267	2512
短期借款	8054	5591	0	0	0	净利润	5372	3930	6627	6800	7537
应付票据	15	182	693	397	564	归属于母公司的净利润	5372	3930	6627	6800	7537
应付账款	469	921	2096	1942	2126	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.57	0.42	0.60	0.62	0.69
应付职工薪酬	40	40	79	119	163	稀释每股收益	0.57	0.42	0.60	0.62	0.69
应交税费	903	743	743	743	743	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	445	1021	1021	1021	1021	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	23.9%	0.8%	123.3%	1.5%	9.9%
长期借款	6800	6800	76800	76300	75775	EBIT 增长率	22.7%	-12.4%	113.9%	1.5%	9.9%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	48.6%	-26.8%	68.6%	2.6%	10.8%
负债合计	23061	20172	86307	85396	85266	盈利性					
股东权益合计	41253	37567	62168	65655	69792	销售毛利率	69.7%	61.3%	58.9%	58.9%	58.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	61.5%	44.6%	33.7%	34.1%	34.4%
净利润	5372	3930	6627	6800	7537	ROE	13.0%	10.5%	10.7%	10.4%	10.8%
折旧与摊销	1749	1920	3578	3579	3579	ROIC	6.40%	6.84%	5.51%	5.48%	5.88%
经营活动现金流	4924	6593	13323	13218	14346	估值倍数					
投资活动现金流	-12696	-672	-82904	788	488	PE	23.1	31.5	21.8	21.2	19.2
融资活动现金流	8047	-6249	78104	-7945	-8006	P/S	14.2	14.1	7.3	7.2	6.6
现金净变动	275	-328	8523	6061	6827	P/B	3.0	3.3	2.3	2.2	2.1
期初现金余额	2523	2798	2471	10994	17055	股息收益率	1.2%	1.6%	1.4%	2.3%	2.4%
期末现金余额	2798	2471	10994	17055	23882	EV/EBITDA	18.9	20.1	15.1	14.5	13.0

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Dividend	192,650	203,160	331,370	340,012	301,479	307,797	304,923	312,311	306,728	316,994	294,889
PV (Dividend)	196,576	197,435	306,707	299,730	253,082	246,090	232,191	226,499	211,836	208,508	184,738
股票价值	11,897,751		Ke	5.0%	估值		永续增长率 g				
每股价值	12.64		Kd	5.3%			2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
			t	25%	股权成本 Ke	4.25%	14.91	17.00	19.92	24.30	31.61
			Rf	2.25%		4.50%	13.10	14.63	16.68	19.54	23.83
			E(Rm)	7.00%		4.75%	11.69	12.86	14.36	16.36	19.17
			Rm - Rf	5%		5.00%	10.58	11.49	12.64	14.12	16.09
			D/A	11.7%		5.25%	9.63	10.37	11.27	12.39	13.83
			E/A	88.3%		5.50%	8.86	9.46	10.18	11.06	12.16
			Beta	0.58		5.75%	8.21	8.71	9.29	10.00	10.86



目 录

1.公司简介	6
1.1 国内最大水力发电上市公司	6
1.2 水力发电是盈利的主要来源	6
1.3 仅剩大股东部分股份未上市	6
2.电力为核心业务 持续收购实现阶梯性增长	7
2.1 水力发电业务是核心	7
2.1.1 可控发电设备全部为水电机组	7
2.1.2 三峡单位机组盈利能力回归合理水平	8
2.2 机组增长基本来自于收购 本次注入将会迅速提升盈利能力	11
2.3 未来注入仍会持续	12
3.竞争优势	13
3.1 规模优势	13
3.2 设备技术优势	13
4.风险因素	14
5.盈利预测	14
5.1 关键假设	14
5.2 盈利预测	14
6.估值及投资建议	14
6.1 绝对	14
6.2 相对	15
6.3 投资建议	16

图 目 录

图 1	公司盈利路线	6
图 2	公司股权结构	7
图 3	2008 年发电资产变化不大	7
图 4	葛洲坝发电取决于来水、总发电量提高主要来源于三峡电厂装机容量的提高	8
图 5	公司发电设备利用率远超行业平均水平	9
图 6	公司在三峡发电分电比重处于下降的趋势	9
图 7	公司三峡分配机组利用小时数不断下降	9
图 8	随着发电量增多和发电设备利用率的降低毛利率回归正常水平	10
图 9	收入持续增长	10
图 10	发电成本低设备可以得到充分利用	11
图 11	不含税上网平均电价稳中有升	13

表 目 录

表 1	可控机组全部为水电设备	8
表 2	三峡电厂上网电价	10
表 3	持续收购实现扩张单位机组收购价上升增加单位折旧	11
表 4	三峡发电资产整体上市通过三种方式组合支付对价	11
表 5	整体上市后发电资产发电能力得到极大提升	12
表 6	未来可能注入的资产状况	12
表 7	长江电力电厂人员配备标准	13
表 8	绝对估值假设参数	14
表 9	估值敏感性分析	15
表 10	在国内同行业中估值偏低	15
表 11	国际估值水平明显低于国内	16

1. 公司简介

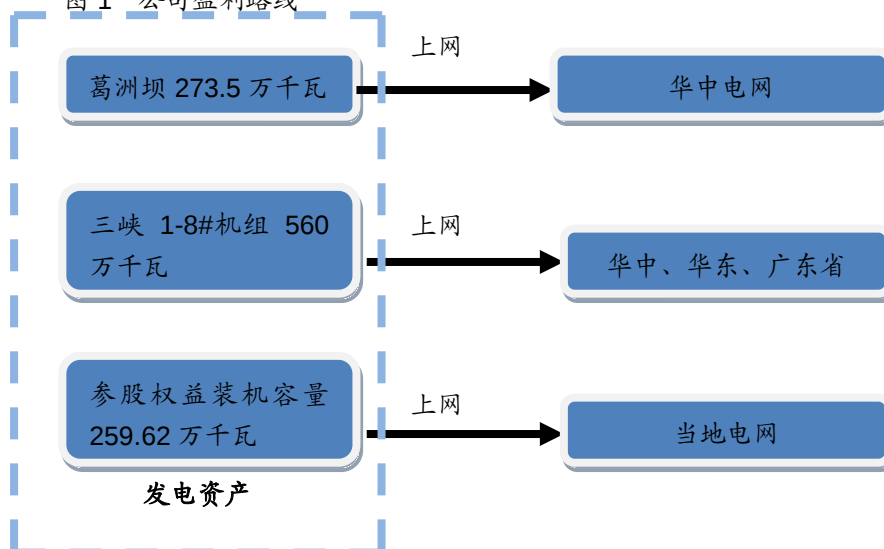
1.1 国内最大水力发电上市公司

长江电力是由中国长江三峡工程开发总公司作为主发起人以发起方式设立的股份有限公司，创立于 2002 年 9 月 29 日。目前，公司是我国最大的水电上市公司，主要从事水力发电业务，所生产的电能主要销往华中地区（湖北、湖南、河南、江西、重庆）、华东地区（上海、江苏、浙江、安徽）及广东省等 10 个省市。

1.2 水力发电是盈利的主要来源

公司主要通过以自有发电设备发电向电网销售的经营模式获得盈利，其中，公司可控机组全部为水电，参股机组则多为火电设备。此外，公司受托管理三峡其他已投产而未收购的发电资产直至三峡发电资产全部被公司收购为止，托管期间三峡总公司向长江电力支付委托管理费用。

图 1 公司盈利路线

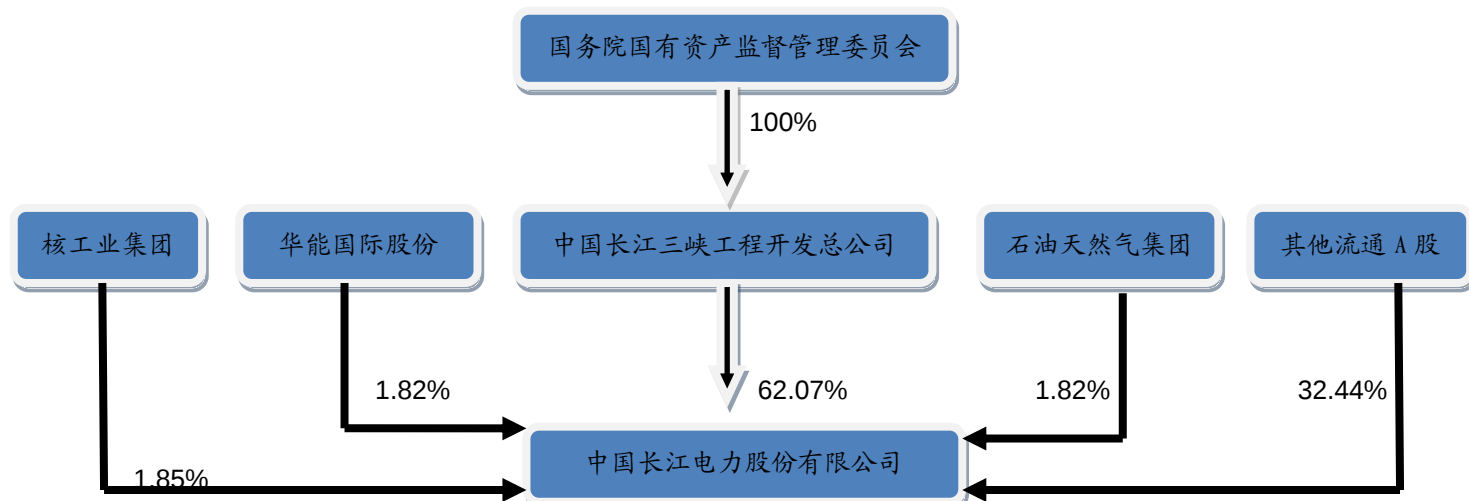


资料来源：公司公告、渤海证券研究所

1.3 仅剩大股东部分股份未上市

截至 2008 年底，中国长江三峡工程开发公司持有长江电力 62.07% 的股权，是公司的实际控制人。股改时三峡总公司承诺所持 45.03 亿股在 2015 年底解除禁售，占当前总股本的 47.84%。目前，其余小非和三峡总公司部分股权已经上市流通，具备潜在的减持压力。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

2. 电力为核心业务 持续收购实现阶梯性增长

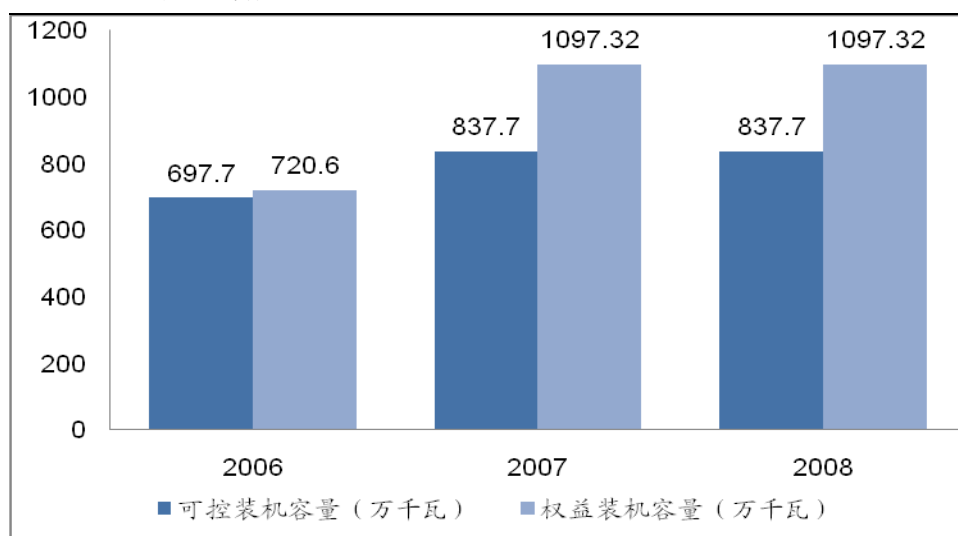
2.1 水力发电业务是核心

2.1.1 可控发电设备全部为水电机组

发电业务

截至 2008 年底，公司可控装机容量为 837.7 万千瓦，权益装机容量为 1097.32 万千瓦，与 2007 年基本持平。

图 3 2008 年发电资产变化不大



资料来源：公司年报、渤海证券研究所整理

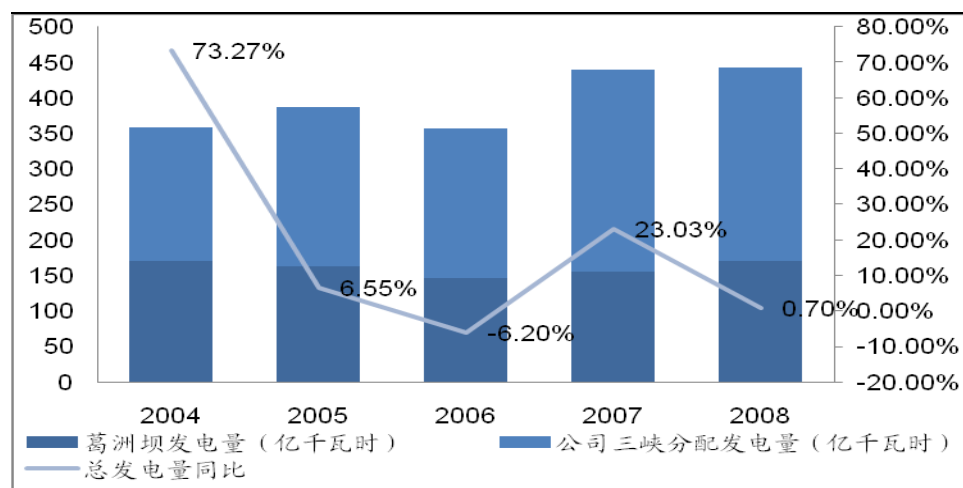
2008 年公司可控电厂完成发电量 442.77 亿千瓦时，同比增长 0.7%。由于 2008 年装机容量没有增长，而设备利用小时数稳定，因此发电量变化幅度不大。

表 1 可控机组全部为水电设备

控股公司名称	电厂或机组名称	机组类型	机组构成	机组规模（万千瓦）	权益	权益机组规模
三峡工程	1-8#	水电	8×70	560	100.00%	560.0
葛洲坝	大江	水电	12×12.5+1×17+2.1	169.1	100.00%	169.1
	二江	水电	7×12.5+1×17+2.1	106.6	100.00%	106.6
	自备电站	水电	1×2	2	100.00%	2.0
可控合计				837.7		
参股公司名称				机组规模（万千瓦）	权益	权益机组规模
广州发展实业控股集团股份有限公司				229.86	11.19%	25.72
上海电力股份有限公司				655.34	8.77%	57.47
湖北能源集团股份有限公司				423.19	41.69%	176.43
权益合计						1097.32

资料来源：公司公告、公司调研、渤海证券研究所整理 注：葛洲坝电厂增容 4.2 万千瓦

图 4 葛洲坝发电取决于来水、总发电量提高主要来源于三峡电厂装机容量的提高



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

托管业务

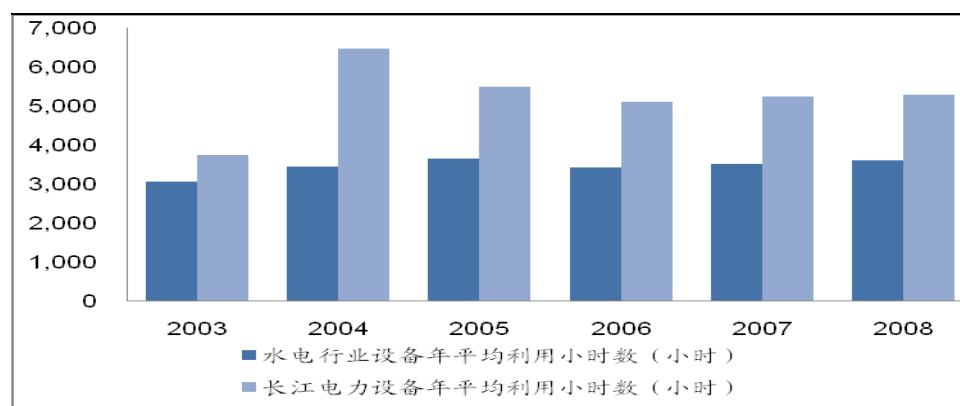
公司在依靠自有电厂发电的同时，受三峡总公司的委托，统一管理三峡工程已建成投产的其他发电机组，目前受托管理的三峡机组为 18 台。委托管理费用包括固定管理费用和浮动费用两部分。浮动费用总额不超过年度固定管理费用的正负 10%。固定管理费用 = 基本管理费 × 委托机组数 / 三峡累计投产机组数 + 单台机组管理费 × 委托机组数。2008 年此项关联交易涉及的合同结算金额为 21,470.81 万元，占公司 2008 年营业收入的 2.44%。在公司收购三峡全部资产后，该项托管业务将会取消。

2.1.2 三峡单位机组盈利能力回归合理水平

三峡工程是“西电东送”的重要组成部分和骨干工程，国家在政策方面给予很大的扶持，要求最大
请务必阅读正文之后的免责条款部分

限度的发挥三峡水电站的发电效益。加之三峡电站具备规模、技术和环境等众多优势，其发电设备利用率远超全国水电行业的平均水平，从而有利于公司将盈利能力保持在行业的领先水平。

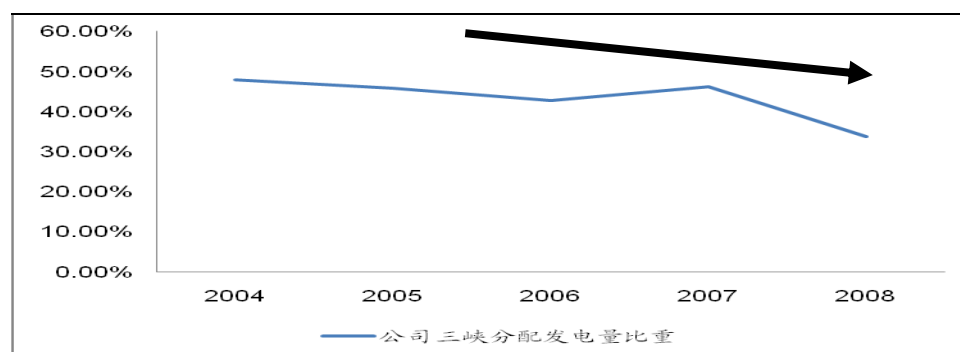
图 5 公司发电设备利用率远超行业平均水平



资料来源：中电联、公司公告、渤海证券研究所整理

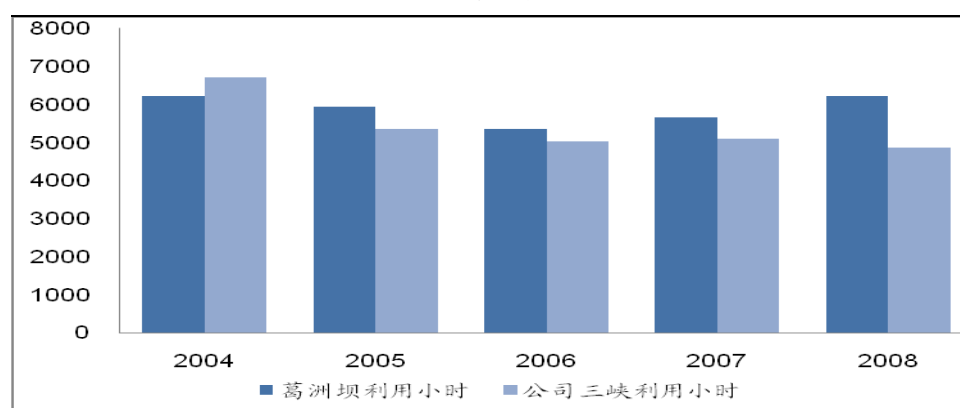
随着三峡投产机组的增加，单台设备利用率出现下降，公司三峡设备分配发电的比重也处于下降的趋势，设备利用率逐渐回归到正常水平；随着发电量增多，输向华中电网电量比重增加，而华中上网电价低于华东地区，从而降低了毛利率水平。主要基于上述两个原因，公司主营业务毛利率从 2004 年 70% 多下降到目前 60% 多的水平。

图 6 公司在三峡发电分电比重处于下降的趋势



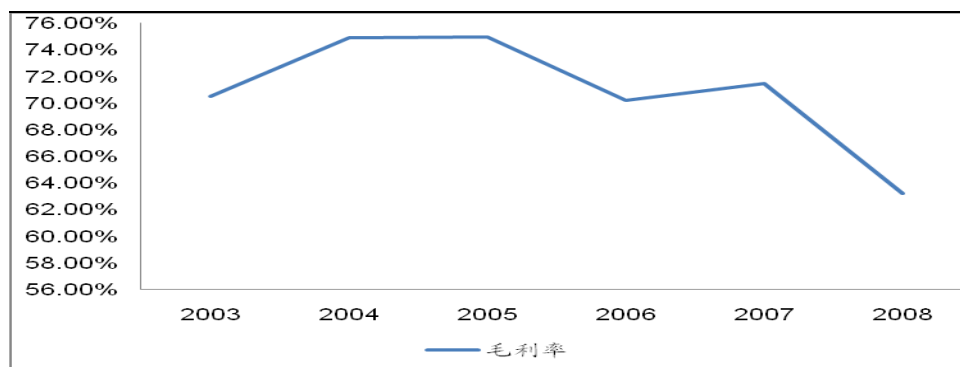
资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

图 7 公司三峡分配机组利用小时数不断下降



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理 注：公司三峡机组利用小时数采用全面摊薄方法计算

图 8 随着发电量增多和发电设备利用率的降低毛利率回归正常水平



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所整理

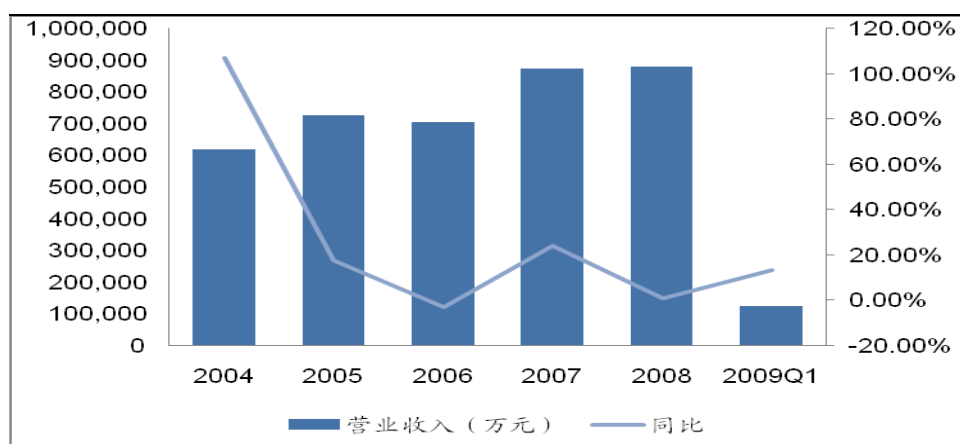
表 2 三峡电厂上网电价

地区	上网电价 (元/千瓦时)
上海市	0.2686
浙江省	0.2862
江苏省	0.2424
安徽省	0.2287
湖北省	0.2306
湖南省	0.2397
江西省	0.255
河南省	0.2389
重庆市	0.229
广东省	0.3111
算术平均	0.2530

资料来源: 公司公告 注: 2008.7.1 后采用表中电价

2009 年一季度, 公司实现营业收入 12.32 亿元, 同比增长 13.33%; 实现净利润 8.31 亿元, 同比增长 330.3%; 实现每股收益 0.0883 元。收入的增长主要是由于水库蓄水达到 172.8M, 水位保持在高位提升了发电量, 而出售金融资产获得投资收益 5.57 亿元则是一季度净利润大幅增长的另一主要因素。

图 9 收入持续增长



资料来源: 公司公告、渤海证券研究所整理

2.2 机组增长基本来自于收购 本次注入将会迅速提升盈利能力

公司自上市之后并不自建机组，均是通过收购主要是向母公司收购发电资产实现扩张。从收购历史案例来看，公司收购三峡发电机组单价在不断提高，单位折旧费用的上升提高了生产的边际成本。

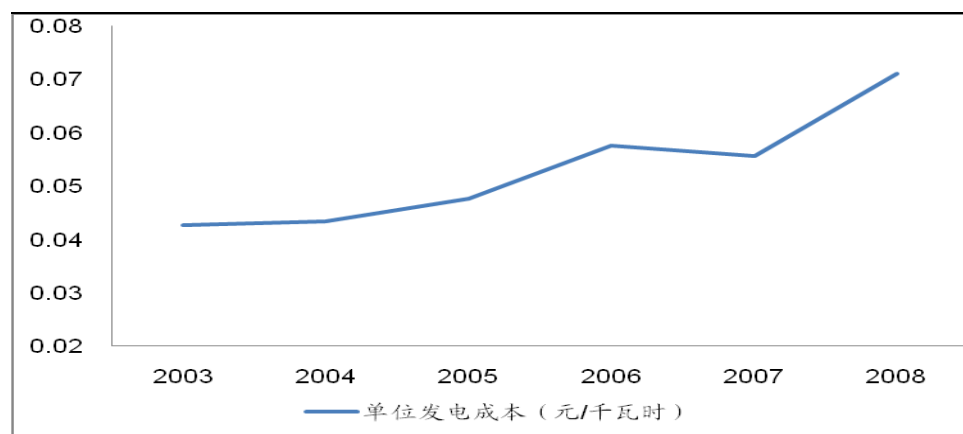
表 3 持续收购实现扩张单位机组收购价上升增加单位折旧

收购时间	收购机组	收购装机容量（万千瓦）	收购价格（亿元）	收购机组单价（元/千瓦）
2003.9、10	4 台	280	187.2	6686
2005.3	2 台	140	98.4	7029
2007.5.31	7#、8#	140	104.4	7459
2009E	9#—26#共 18 台和电源电站	1270	1075.0	8465

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理 注：2009 年收购未剔除 6 家辅业公司影响

2009 年 5 月 16 日，公司公告计划将三峡全部发电相关资产注入上市公司。截至评估基准日，目标资产未经审计的账面净值约 838 亿元，其中：拟收购三峡工程发电资产的账面值约 833 亿元，辅助生产专业化公司归属于母公司所有者权益账面值约 5 亿元，目标资产收购评估价值为 1075 亿元，收购溢价率为 28.43%。本次收购三峡发电资产机组规模为 1270 万千瓦，收购完成后实现三峡资产整体上市。收购采取组合方式支付对价：定向增发后中国三峡总公司持有长江电力的股权将由 62.07%提升到 67.44%；长江电力资产负债率将从 2009 年一季度的 33.68%提升到 64.73%，在提高整体盈利能力的同时降低了单位机组的盈利水平。在现金收购部分，首期现金对价为人民币 200 亿元，剩余部分延迟支付并支付相应利息。三峡总公司承诺本次认购的股份自本次发行结束之日起三十六个月内不转让；并将考虑择机增持长江电力股份。

图 10 发电成本低设备可以得到充分利用



资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

表 4 三峡发电资产整体上市通过三种方式组合支付对价

收购标的	目标资产初步评估价值	交易对价的支付方式
9#至 26#18 台单机 70 万千瓦的三峡工程发电资产、电源电站和 6 家辅助生产专业化公司股权	1075 亿元	以承接与目标资产相关债务的方式收购 500 亿元资产

以 12.89 元/股的价格向三峡总公司非公开发行 15.52 亿股收购 200 亿元资产
以支付现金方式收购 375 亿元资产。

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

本次交易完成后，长江电力可控装机容量将达 2107.7 万千瓦，约为收购前的 2.52 倍；预计 2009 年三峡-葛洲坝梯级枢纽全年发电量为 990 亿千瓦时，约为长江电力 2008 年发电量 442.78 亿千瓦时的 2.24 倍。长江电力主营业务规模将成倍增长，资产规模、盈利能力大幅提升，在水电行业的龙头优势地位更加巩固，公司预计如 2009 年 6 月 30 日完成并购，2009 年将实现净利润 63 亿元。

表 5 整体上市后发电资产发电能力得到极大提升

电站名称	装机容量（万千瓦）	权益	设计多年平均发电量（亿千瓦时）
三峡工程	1830	100%	847
葛洲坝	277.7	100%	157
合计			1004

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

2.3 未来注入仍会持续

本次注入完成之后，三峡总公司在建项目还有地下电站和金沙江下游梯级电站建设项目，总装机容量达 4270 万千瓦，目前在建 2280 万千瓦，为长江电力后续注入提供了巨大的蓄水池。

表 6 未来可能注入的资产状况

电站名称	机组类型	机组规模（万千瓦）	总投资额（亿元）	预计首批投产日期	预计建成日期	注入承诺	备注
地下电站	水电	420	91	2011	2012	首批机组投产发电前注入	在建
金沙江下游梯级电站	溪洛渡	1860		2013		另行约定	正式立项并核准开工
	向家坝			2012			正式立项并核准开工
	乌东德	1990					可行性研究
	白鹤滩						开发准备
合计		4270					

资料来源：公司公告、渤海证券研究所整理

地下电站主要承担调峰作用，年可利用时间一般为 70~80 天，年发电量为 30~50 亿千瓦时。地下电站除可在丰水期充分利用长江水能资源发电外，还可改善三峡电站的电能质量，提高调峰能力。

金沙江下游梯级电站建设项目规划定为四级开发，四级的总装机容量约 3850 万千瓦，保证出力 1263 万千瓦~1636 万千瓦，年发电量 1701 亿千瓦时~1890 亿千瓦时。从资源开发前景看，由于金沙江干流有虎跳峡“龙头”水库，又有溪洛渡、白鹤滩两大水库，加上主要支流雅砻江上有两河口、锦屏、二滩(已建)等大水库，梯级水库调节性能好，预计未来年均发电量将较为稳定。

从三峡总公司所有在建项目看，预计 2010 年不会有资产注入的可能，2011 地下电站可能会注入长江电力，2012 年以后也具备注入地可能性和能力，因此，长江电力具备持续收购成熟发电资产的优势条件。

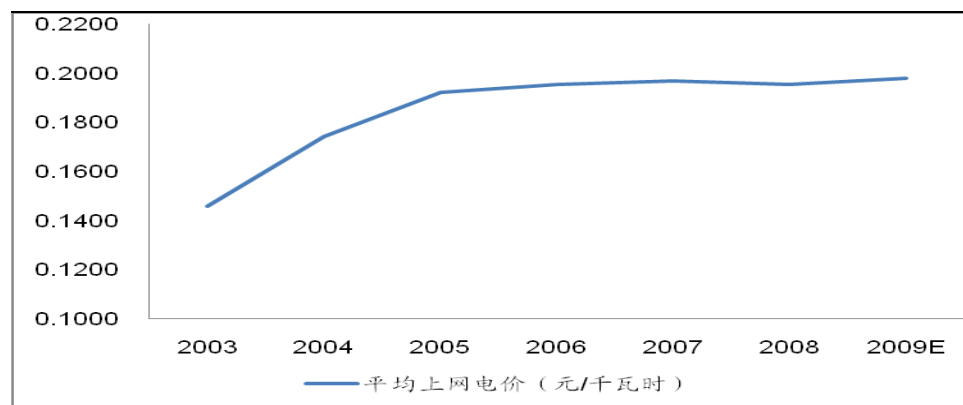
3. 竞争优势

3.1 规模优势

本次三峡资产整体上市完成后，公司可控装机容量将达到 2107.7 万千瓦，巩固了国内规模最大的水电上市公司的地位，凭借规模优势公司发电成本低、市场营销能力强，从而提高了公司盈利能力和抗风险能力。

根据国家确定的三峡电能消纳方案，三峡上网电价按照受电省市电厂同期的平均上网电价水平确定，并随受电省市平均上网电价水平的变化而浮动，而目前公司上网电价仍低于指导水平约 6-7 分钱/千瓦时。在电力市场需求萎缩的情况下，公司低电价保证了其优先上网和设备的满负荷运转。目前公司与国家电网和南方电网签订了 5 年期购售电合同，随着三峡上网电价定价机制的逐步落实，三峡工程发电资产的盈利能力将进一步提高。

图 11 不含税上网平均电价稳中有升



资料来源：渤海证券研究所整理

3.2 设备技术优势

长江电力设备先进，技术优势强。葛洲坝电站 21 台水轮发电机组代表了当时我国水电机组的最高水平；三峡发电机组由法国阿尔斯通、瑞士 ABB 公司等国际一流厂家制造，是世界最大的水电机组，技术水平国际领先。先进的设备和技术进一步增强了公司盈利能力，巩固了公司的竞争地位。

表 7 长江电力电厂人员配备标准

	管理人员配备	技术水平
国内一流水电站	2.5MW/人	国内水平

葛洲坝电站	8MW/人	国内领先水平
三峡电站	50MW/人	世界领先水平

资料来源：公司公告

4. 风险因素

公司可控电源结构单一，葛洲坝电站、三峡电站均处于长江干流，葛洲坝电站属径流式电站，三峡电站为季调节电站，调节能力较弱，长江来水的不确定性将直接影响公司发电量与经营业绩。

5. 盈利预测

5.1 关键假设

- 1、假设 2009 年公司完成三峡资产注入，股本增加为 109.64 亿股，在财务处理上按全年实行并表；
- 2、公司通过银行借款等途径支付 200 亿元现金对价；
- 3、公司长期贷款率为 5.24%，短期贷款利率为 4.42%
- 4、公司继续享受增值税超过 8% 的部分返还的优惠政策，所得税保持 25% 的税率
- 5、上网电价维持在现有水平。

5.2 盈利预测

预计公司 2009-2010 年，分别实现收入 196.63、199.64、219.4 亿元，同比分别增长 123.26%、1.53% 和 9.9%；实现净利润 66.27、68 和 75.37 亿元，同比分别增长 68.6%、2.6% 和 10.8%，对应每股收益分别为 0.6、0.62 和 0.69 元。

6. 估值及投资建议

6.1 绝对

公司股改时承诺 2010 年前分红比率不低于可分红利的 60%，2010 年后按公司章程分红比率不低于可分红利的 50%，因此，我们采用 DDM 模型对公司进行绝对估值。

表 8 绝对估值假设参数

无风险利率 R_f	2.25%
-------------	-------

目标债务比率	60.00%
Rm	7.00%
长期增长率	3.00%
$\beta_e(\text{levered})$	0.58
ke	5.0%

资料来源：渤海证券研究所

在上述估值参数情况下，公司当前合理的价值为 12.64 元，从敏感性分析可以看出，高财务杠杆使公司价值对利率水平和长期增长率十分敏感，利率的降低和单位机组盈利能力的改善均会大幅提高公司合理价值水平。公司 2009 年合理的价值区间为 10.37~16.36 元/股。

表 9 估值敏感性分析

		永续增长率 g				
		2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
股权成本 Ke	4.25%	14.91	17.00	19.92	24.30	31.61
	4.50%	13.10	14.63	16.68	19.54	23.83
	4.75%	11.69	12.86	14.36	16.36	19.17
	5.00%	10.58	11.49	12.64	14.12	16.09
	5.25%	9.63	10.37	11.27	12.39	13.83
	5.50%	8.86	9.46	10.18	11.06	12.16
	5.75%	8.21	8.71	9.29	10.00	10.86

资料来源：公司

6.2 相对

2009 年 5 月 27 日，沪深 300 静态市盈率为 22.43 倍，市净率 2.77 倍。从国内水电行业的估值水平看，水电板块相对于沪深 300 市盈率溢价 29.16%。

表 10 在国内同行业中估值偏低

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2008	09E	10E			2008	09E	10E	
600116	三峡水利	0.23	0.24	0.31	2.32	7.83	34.04	32.63	25.26	3.37
600101	明星电力	0.28	0.30	0.31	3.09	6.38	22.79	21.21	20.57	2.07
600131	岷江水电	-0.60	0.15	0.26	1.02	5.88	na	39.20	22.62	5.78
600283	钱江水利	0.17	0.28	0.38	3.45	10.34	60.82	37.34	27.17	3.00
600236	桂冠电力	0.02	0.21	0.29	2.70	9.39	447.14	45.34	32.39	3.48
600644	乐山电力	0.26	0.46	0.59	2.01	12.16	46.45	26.25	20.56	6.06
600674	川投能源	0.56	1.03	1.18	2.96	19.04	33.90	18.57	16.08	6.43
600900	长江电力	0.42	0.60	0.62	4.07	13.17	31.54	21.95	21.24	3.24
600995	文山电力	0.37	0.34	0.42	1.79	7.25	19.59	21.04	17.34	4.06
600452	涪陵电力	0.16	0.27	0.30	2.77	7.08	44.25	26.22	23.60	2.55
	水电平均						36.67	28.97	22.68	4.00

资料来源：Wind、渤海证券研究所

从国际收入接近的 12 家公司估值水平来看，长江电力估值水平远高于国际同类企业。

表 11 国际估值水平明显低于国内

	P/E			PB
	2008	2009E	2010E	
Argentina				
PAMP AR Equity	13.00	28.65	7.07	0.51
Brazil				
EQTL3 BZ Equity	5.24	8.38	8.48	1.41
Canada				
EMA CN Equity	14.04	14.02	13.60	1.37
China				
2688 HK Equity	16.93	14.83	12.89	2.51
Italy				
ASC IM Equity	19.91	15.67	15.67	0.96
Malaysia				
YTLP MK Equity	13.03	16.23	14.65	2.15
Pakistan				
HUBC PA Equity	8.37	8.29	5.83	1.05
Russia				
OGKD RM Equity	40.23	27.73	53.04	1.11
United States				
CHG US Equity	16.86	16.11	13.60	1.22
BKH US Equity	10.34	12.89	10.86	0.77
OTTR US Equity	20.60	19.48	11.56	1.00
NWE US Equity	11.84	11.34	10.25	0.99
平均	15.87	16.13	14.79	1.25

资料来源：Bloomberg 注：采用 2009.5.26 收盘价

我们认为作为电力行业蓝筹股，长江电力应当接近沪深 300 估值水平，2009 年合理的价值区间应该在 20~25 倍之间，对应的合理价值应该为 12~15 元/股。

综合绝对估值和相对估值分析，我们认为长江电力 2009 年合理的价值区间应该为 10.37~16.36 元/股，当前处于合理价值区间的中值水平。

6.3 投资建议

作为水电龙头企业，长江电力盈利能力稳定，重组后高财务杠杆将加大公司对利率的估值敏感性，贷款的减少，发电量超过多年平均水平均价大幅提高公司的价值。从长期来看，随着贷款量的逐渐减少，公司的价值也将不断提升。综合基本面和估值因素，我们给予公司“中性”的投资评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

副所长·行业
吴鹏飞
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 22 5836 2766

石油、石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

基础化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

电力、电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研究
房振明
+86 22 8837 0816

股指期货与衍生产品研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn