

业绩弹性初现的水电龙头股

研究结论

长江电力是全国最大的水力发电商，主要发电资产包括葛洲坝和三峡水力枢纽，是两市中难得的现金流稳定且充沛的上市公司。

- **主业虽受来水波动影响但金融资产的出售可对冲来水偏枯时业绩下滑风险：**随着三峡地上机组全部投产后，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。我们根据相关数据推算，三峡利用小时 90% 的概率在[4500, 5300]之间。以 09 年三峡 4380 的利用小时来看，未来两年发电量向上回升的趋势为大概率事件。相应业绩存在超预期可能。即使出现小概率水情特枯事件，也可通过储备的金融资产出售来对冲业绩下滑风险。
- **整体上市后公司成长性仍在：**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 2 个三峡的巨型水电站项目。根据集团母公司的承诺，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。
- **湖北能源等长期股权投资隐机遇：**公司不断参股受电区域火电商及非主业领域企业（其中湖北能源已获批借壳上市）。一方面改善电源结构单一的局面；另一方面也扩大长江电力在消纳区电力市场的份额。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，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不容忽视。
- **股指期货的推出以及电价上调的预期助于引发近期股价表现。**
- 我们预计长江电力 2009-2011 年 EPS 分别为 0.46、0.69、0.77 元，对应动态市盈率分别为 28、19、17 倍，公司目前股价对应 09 年市净率为 2.35 倍，低于行业平均估值水平。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、股指期货推出受益等预期、**12.68 元/股的定向增发价作为安全底**，股价安全性高且存在上行空间，但考虑到成长性还需等到 2015 年后才能得到体现，因此暂给予“增持”的投资评级。通过 DCF 估值模型测算，目标价 15.87 元。
- 风险因素：宏观经济二次触底。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈舒薇

电力行业分析师

8621-63325888 × 6067

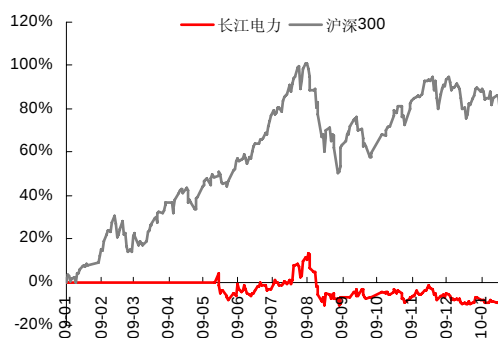
王帅

煤炭行业首席分析师

8621-63325888 × 6068

投资评级	买入	增持	中性	减持	(首次)
股价 (2010 年 1 月 22 日)					12.60 元
目标价格 (6 个月)					15.87 元
总股本/A 股 (万股)					1100000/1100000
A 股市值 (百万元)					142890
国家/地区					中国
行业					电力
报告日期					2010 年 1 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-1.6	-5.6	-11.1
相对表现 (%)	-1.5	-6.3	-78.9

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万)	8807	11057	21964	22555
同比	0.8%	25.5%	98.6%	2.7%
净利润 (百万)	3,930	4,487	6,964	7,154
同比	-27%	14%	70%	11%
毛利率	61.3%	57.2%	57.5%	58.0%
ROE	10.5%	7.4%	12.0%	12.7%
每股收益 (元)	0.42	0.46	0.69	0.77
PE	31.1	28.4	18.8	16.9
PB	3.3	2.4	2.3	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方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。

目录

核心观点:	3
公司主业盈利分析	3
因素之一——来水: 全部机组投产后业绩更具弹性	3
可供出售金融资产对冲枯水风险	5
因素之二——财务费用: 整体上市后大幅上升, 但杠杆收购对于现有股东是最优方案	6
因素之三——三峡电价锚定受电区域平均上网电价, 上调预期更强	7
成长仍在: 近看地下电站, 远看金沙江下游流域开发	8
地下电站总投资额低, 注入后小幅增厚业绩	8
金沙江下游梯级电站几为两个三峡	8
现金为王体现在股权投资	10
PE 运作模式成型——近看湖北能源, 远看大冶有色	10
盈利预测与投资建议	12

图表目录

图 1 长江入库平均流量情况: 近几年来水偏枯	3
图 2 三峡-葛洲坝水利枢纽分季度发电量情况	4
图 3 三峡-葛洲坝水利枢纽利用小时情况	4
图 4 三峡历史机组出力模拟情况	4
图 5 06 年公司通过投资收益来平滑营业利润对来水的波动	5
图 6 未来三年财务费用比率将维持在高位	7
图 8 金沙江下游梯级电站开发	9
表 1 业绩对利用小时敏感性分析	3
表 2 06 年公司通过投资收益来平滑营业利润对来水的波动	5
表 3 公司承接 160 亿目标三峡债情况	6
表 4 公司承接 493 亿债务情况	6
表 5 业绩对利率敏感性分析	7
表 6 三峡电价调整历史	7
表 7 地下电站盈利能力不及已投产三峡电站	8
表 9 公司参股主要地方发电商情况	9
表 10 公司参股主要地方发电商情况	10
表 11 湖北能源主要电厂情况	11
表 12 DCF 估值: 目标价 15.87 元	12
附表: 财务报表预测与比率分析	14

核心观点：

整体上市完成后，长江电力的价值将由三部分组成：

- ✓ 业绩触发因素：来水超预期，业绩弹性体现；水电电价上调
- ✓ 后续规模扩张有保障：尚在建设当中的三峡地下电站以及金沙江下游流域的梯级电站
- ✓ 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

公司主业盈利分析

影响或造成公司盈利波动的主要来自两个方面：1、水情；2、财务费用；3、水电电价上调

因素之一——来水：全部机组投产后业绩更具弹性

长江径流的特征是年际之间、一年内的月际之间分配不均匀，因此来水的不同决定了发电机组出力的情况。随着三峡地上机组的全部投产，机组的利用小时亦开始逐渐下滑，即原来只有左岸机组运营的情况下即使在枯水期利用小时也有保证，但 26 台机组全部投产后，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。

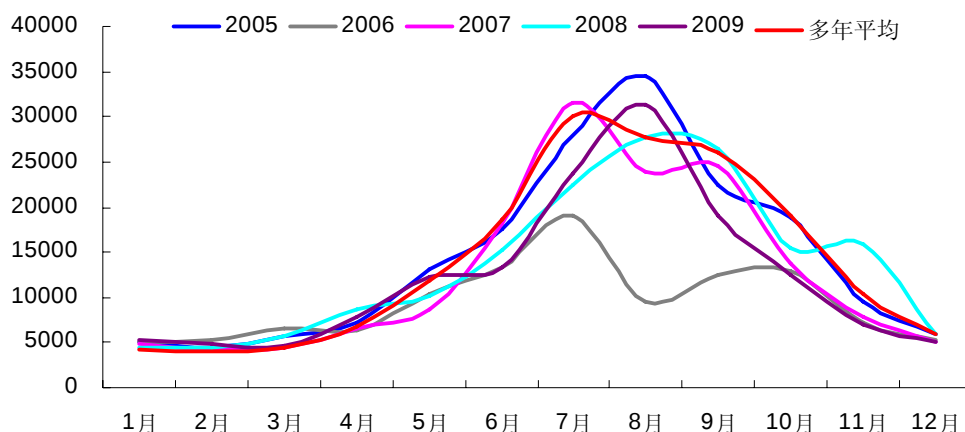
表 1 业绩对利用小时敏感性分析

2010	4100	4500	4700	4900	5300
EPS（元/股）	0.578	0.689	0.744	0.800	0.911

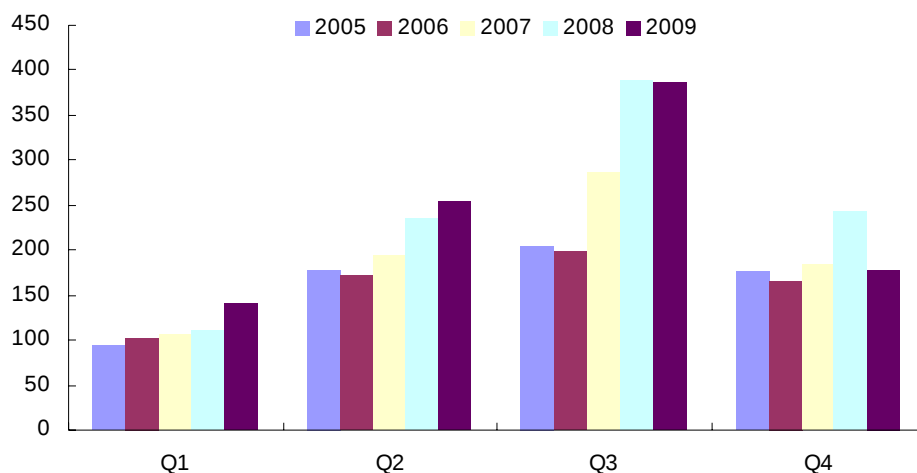
资料来源：东方证券研究所

从年份来看，2005-2009 年间，除 06 年来水特枯外，其他年份来水情况稍弱于多年平均水平；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。

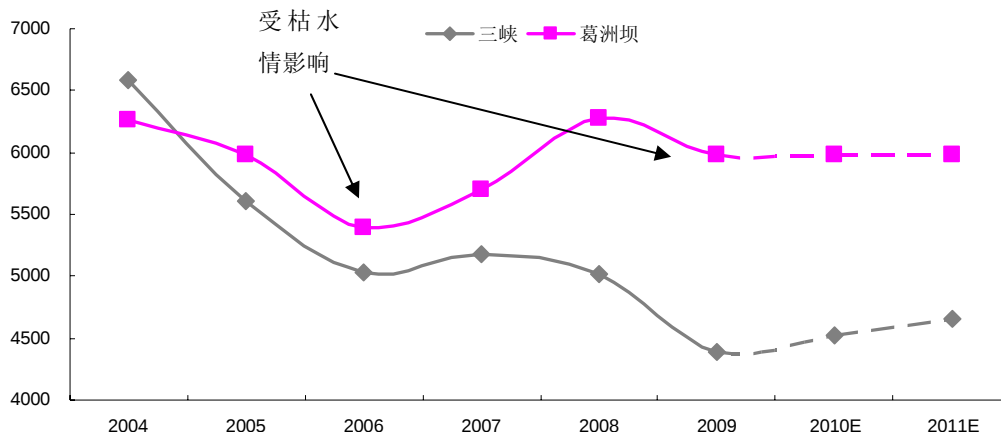
图 1 长江入库平均流量情况：近几年来水偏枯



资料来源：东方证券研究所

图 2 三峡-葛洲坝水利枢纽分季度发电量情况：三季度为长电多发季


资料来源：东方证券研究所

图 3 三峡-葛洲坝水利枢纽利用小时情况：三峡机组的不断投产部分造成利用小时逐渐下滑


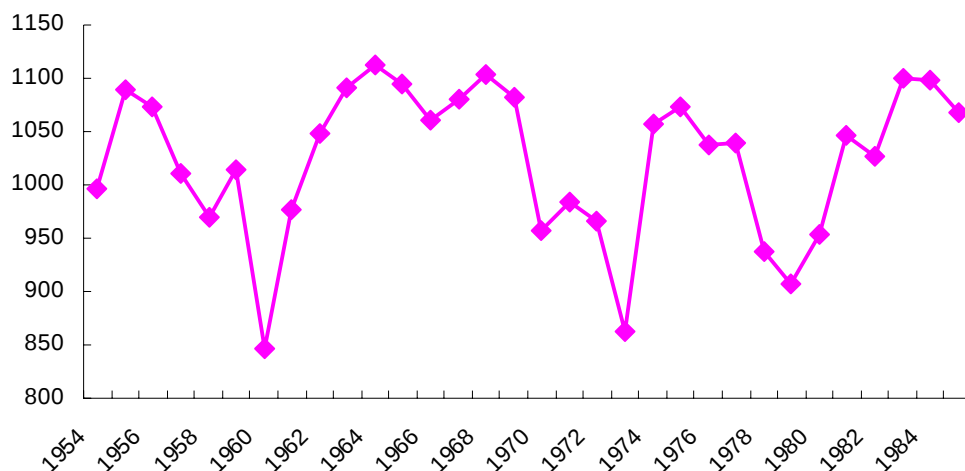
资料来源：东方证券研究所

2009 年三峡-葛洲坝水利枢纽由于四季度来水偏枯，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 799 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。

根据长江水文局 54-85 年的三峡历史水情模拟机组出力数据，我们基本可以推算出 26 台机组全部投入营运后，年度利用小时数波动于[4091, 5295]区间，中值 4700 小时，**90%的概率在[4500, 5300]之间**。以 09 年三峡 4380 的利用小时来看，未来两年发电量向上回升的趋势为大概率事件。

图 4 三峡历史机组出力模拟情况（1954—1985）

单位：万 kw



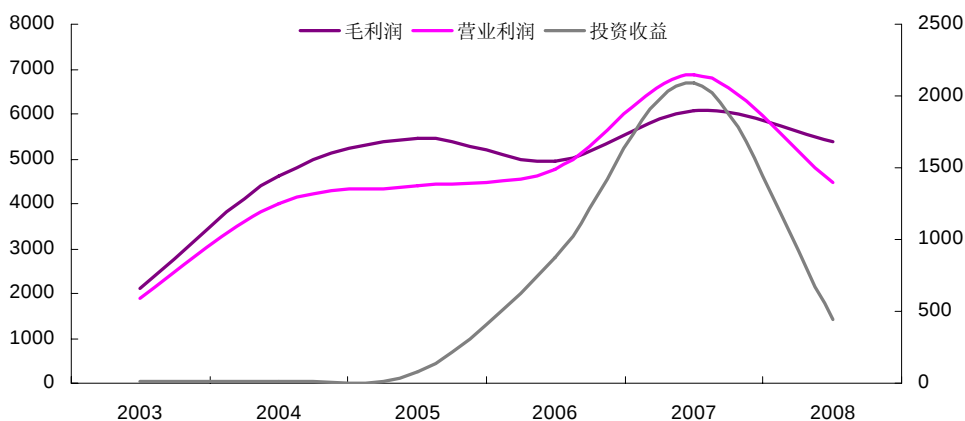
资料来源：东方证券研究所

即使个别年份出现意外偏枯的水情，公司还可以通过储备的可供出售金融资产来平滑业绩。

可供出售金融资产对冲枯水风险

公司针对水电业绩受来水波动影响的问题一方面积极多元化电源经营，不断参股地方火电发电商（下文中详述）；另一方面即通过持有的可供出售金融资产实现的投资收益来对冲水电业绩的波动。按照公司中报公布的可供出售金融资产情况来看，尚有 70.4 亿可调度资金，若一次性全部出清，则可带来 EPS0.64 元/股。若未来长江仍维持现在偏枯水情，则通过金融资产的出售可平滑业绩至平均盈利水平 5.5 年。

图 5 06 年公司通过投资收益来平滑营业利润对来水的波动



资料来源：东方证券研究所

表 2 06 年公司通过投资收益来平滑营业利润对来水的波动

证券代码	简称	二季度末持有数量 (万股)	初始投资金额 (万元)	期末账面值 (万元)	股价 (元/股)
------	----	---------------	-------------	------------	----------

0939.HK	建设银行	100000	100000	612000	6.12
601398	工商银行	11218	35000	56314	5.02
000783	长江证券	894	834	17299	19.35
601998	中信银行	1724	10000	12654	7.34
601328	交通银行	319	350	2817	8.83

注：股价取 2010 年 1 月 21 日收盘价

资料来源：公司公告，东方证券研究所

因素之二——财务费用：整体上市后大幅上升，但杠杆收购对于现有股东是最优方案

公司 09 年完成对三峡#9—26 号机组以及辅助生产专业化公司股权的收购以实现三峡总的整体上市，此次收购最终价格为 1043.17 亿，其中三峡工程发电资产 1037.74 亿。支付对价的方式包括：承接债务 493.23 亿；向母公司定向增发 201.34 亿（15.88 亿股*12.68 元/股）；已支付首期现金对价 200 亿（以向母公司委托贷款 320 亿完成）；剩余 148.60 亿包括延期支付的利息在交割日后一年内支付给母公司。初步估算，整体上市后，长江电力的资产负债率将由 09 年年中的 36% 大幅上升至 64%，但仍低于 71% 的行业平均水平。

表 3 公司承接 160 亿目标三峡债情况

债券名称	发行日期	年限	金额（亿元）	利率
99 三峡债	2000 年 7 月 25 日	10 年	30	一年期定存利率+1.75%
01 三峡债	2001 年 11 月 8 日	10 年	20	一年期定存利率+1.75%
		15 年	30	5.21%
02 三峡债	2002 年 9 月 20 日	20 年	50	4.76%
03 三峡债	2003 年 8 月 1 日	30 年	30	4.86%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

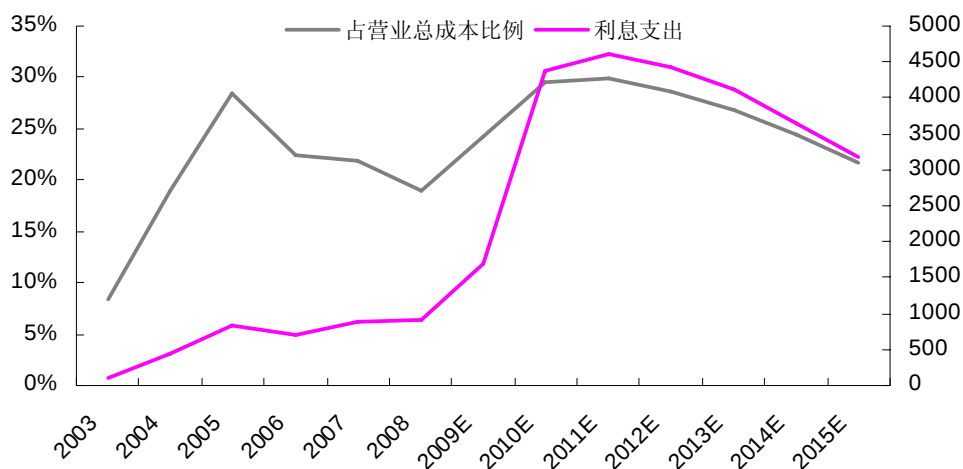
表 4 公司承接 493 亿债务情况

债务承接	本金（亿元）	应付利息（亿元）	承接金额（亿元）
目标三峡债	160	2.83	162.01
外汇借款	41.54	0.62	42.16
人民币借款	289	0.05	289.05
合计	490.54	3.5	493.22

资料来源：公司公告、东方证券研究所

从平均借款利率来看，04-08 年分别 5.03%、7.14%、4.83%、5.25%、5.17%，我们采用近 2 年的平均利率 5.21% 以反映未来三年的利率水平。每年公司以净利润+折旧-分红（按照股改中承诺的 65% 分红率）的现金流来偿还贷款，以 10 年来看，当年产生可用于还贷的资金额为 74.7+63.6-48.6=89.7 亿，减少的财务费用仅能提升第二年 EPS0.03 元/股。考虑到此次收购带来的新增负债 800 亿以及相应的利息费用，则大约需要 9 年的时间全部还清。

由于还有 148.60 亿包括延期支付的利息在交割日后一年内支付给母公司，这意味着 10 年长期借款还会增加，即财务费用将在 2011 年达到峰值。

图 6 未来三年财务费用比率将维持在高位


资料来源：东方证券研究所

但我们认为亦不必过度担心财务费用对公司业绩的影响，相比于 1043.17 亿的对价全部由非公开增发完成（总股本迅速扩张 87.4%，10 年 EPS 仅为 0.57 元/股），采用目前杠杆收购的方案更有利：完全股权收购与部分股权加部分债券收购的结果从 DCF 估值的角度来看结果相同，但从每股收益来看，考虑到公司的资产负债率仍低于行业平均水平，且公司的现金流稳定状况，显然杠杆收购更加有利于现有股东。同时，如果考虑利率上调，假设每次上调 0.27%，若影响全年，则减少 EPS 0.015 元/股。

表 5 业绩对利率敏感性分析

2010	不上调	上调一次	上调两次	上调三次
EPS (元/股)	0.692	0.677	0.661	0.645

注：假设每次上调 0.27%，并对全年产生影响

资料来源：东方证券研究所

因素之三——三峡电价锚定受电区域平均上网电价，上调预期更强

三峡机组电价按照“送电到省的落地电价，原则上按照受电省市电厂同期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”的原则执行，相对于其他水电商电价更具上行潜力。

此外作为清洁能源，水电未来的提价空间亦不容忽视。

表 6 三峡电价调整历史

省份	2005			2008		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
湖北	0.2169	0.2236	3.07%	0.2236	0.2306	3.13%
湖南	0.2286	0.2327	1.78%	0.2327	0.2397	3.01%

河南	0.2258	0.2319	2.70%	0.2319	0.2389	3.02%
江西	0.2679	0.2729	1.88%	0.2729	0.2550	-6.56%
上海	0.2575	0.2616	1.59%	0.2616	0.2686	2.68%
江苏	0.2319	0.2354	1.50%	0.2354	0.2424	2.97%
浙江	0.2751	0.2792	1.49%	0.2792	0.2862	2.51%
安徽	0.2174	0.2217	2.00%	0.2217	0.2287	3.16%
广东	0.2953	0.2988	1.18%	0.2988	0.3111	4.12%
重庆	0.2185	0.2220	1.63%	0.2220	0.2290	3.15%

资料来源：东方证券研究所

成长仍在：近看地下电站，远看金沙江下游流域开发

地下电站总投资额低，注入后小幅增厚业绩

为提高三峡电站的检修、备用容量和调峰能力，充分利用长江汛期的水能资源，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，2012 年全部建成。三峡总公司承诺待首批机组投产发电前完成注入。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。且运行主要集中于夏季，减少丰水期的弃水，按照利用小时数 1500 小时初步测算，地下电站的单位装机毛利为 2.02 亿/GW，虽然低于现已投产的三峡—葛洲坝水利枢纽的 3.52 亿/GW，但全部投产后，不考虑调峰电价，仍可增厚当年 EPS0.06 元/股。

表 7 地下电站盈利能力不及已投产三峡电站

地下电站	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
装机容量 (MW)	2100	4200	4200	4200	4200
股权比例	100%	100%	100%	100%	100%
权益装机容量(MW)	2100	4200	4200	4200	4200
平均利用小时	1500	1500	1500	1500	1500
发电量(亿千瓦时)	31.50	63.00	63.00	63.00	63.00
上网电量(亿千瓦时)	31.34	62.69	62.69	62.69	62.69
厂用电率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
电价 (元/千瓦时)	0.2650	0.2650	0.2650	0.2650	0.2650
收入 (百万元)	710	1420	1420	1420	1420
固定资产 (百万元)	4550	9100	9100	9100	9100
折旧率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
折旧费用 (百万元)	182	364	364	364	364
水资源费及库区基金 (百万元)	34.7	69.3	69.3	69.3	69.3
人员成本及其他 (百万元)	70	140	140	140	140
单位装机毛利润 (百万元/GW)	201.5	201.5	201.5	201.5	201.5
葛洲坝—三峡水利枢纽单位装机毛利润 (百万元/GW)	352	352	353	354	354

资料来源：公司公告、东方证券研究所

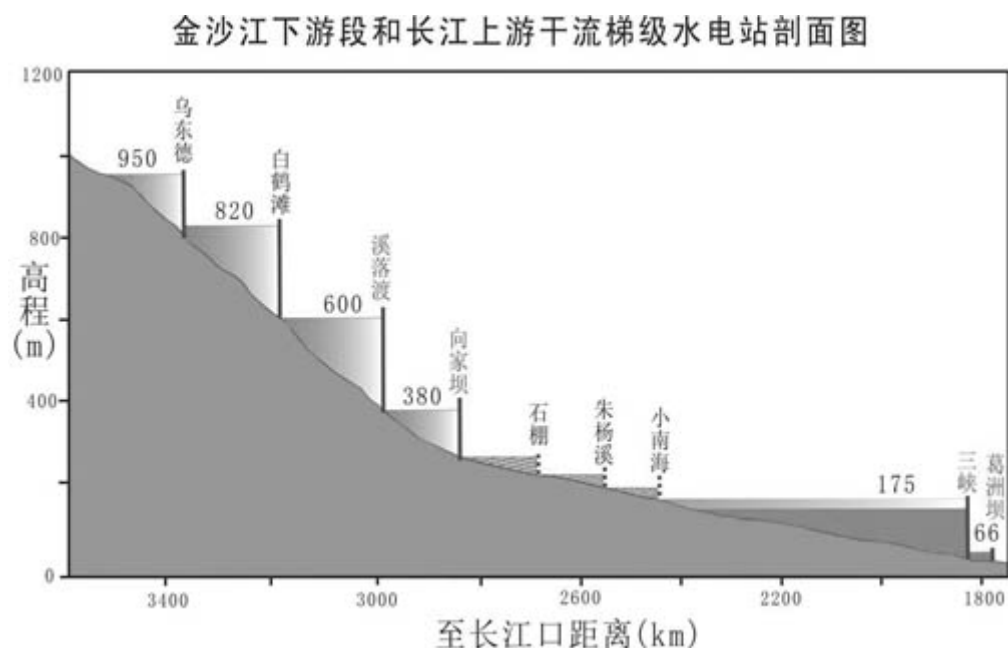
金沙江下游梯级电站几为两个三峡

三峡总公司除了全面负责三峡工程建设和三峡—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,总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,其中洛溪渡、向家坝水电站已分别于 2005 年 12 月、2006 年 11 月正式开工,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 8 金沙江下游梯级电站开发



资料来源：东方证券研究所

表 9 公司参股主要地方发电商情况

河段	水电站	装机容量 (万千瓦)	年发电量(亿 千瓦时)	坝前水位 (米)	建设进程
上游	日冕	180	106		
	托顶	250	131		
中游	上虎跳	280	105		
	两家人	400	163		
	梨园	228	103		
	阿海	210	94		
	金安桥	250	114		
	龙开口	180	79		
	鲁地拉	210	94		

	观音岩	300	131		
下游	乌东德	870	395	975	可行性研究完成
	白鹤滩	1250	547	820	可行性研究
	溪洛渡	1260	571	600	2003 年开始筹建， 2013 年首批机组发电，2015 年工程竣工
	向家坝	600	307	380	2004 年开始筹建， 2006 年 11 月进入正式 施工阶段，2012 年 10 月首批机组发电，2015 年 6 月全面竣工
	下游合计	3980	1820		

资料来源：公司公告、东方证券研究所

现金为王体现在股权投资

公司自成立以来，利用其充沛的现金流，不断参股电能消纳区域的地方发电商，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，公司在华中、华东、华南的战略布局初步形成。

表 10 公司参股主要地方发电商情况

参股对象	收购股份 (万股)	收购对价 (亿元)	转让价格 (元/股)	股权	备注
广州控股	23040	10.6	4.6	11.19%	双方签订《战略合作协议》， 在发展集团整体上市时优先向 公司定向增发，使长江电力持 股比例达到 20%
湖北能源	200112	31.1	1.56	45.00%	07 年底国电集团对湖北能源 进行增资，公司所持湖北能源 股权比例降至 41.69%；湖北能 源整体上市进行中
上海电力	15635	7	4.48	10%	07 年 8 月上海电力债转股，股 本增加至公司持有上海电力股 份降至 8.77%；国家“920 资产” 所涉上海电力 10%股份受让

资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们认为此举一方面改善电源结构单一的局面；另一方面也扩大长江电力在消纳区电力市场的份额，并在三峡机组遭遇枯水年或大洪水时，通过当地发电商电量提升，实现对三峡机组发电量下降的弥补，同时也有助于维护公司与当地政府、电网和发电企业的关系。

PE 运作模式成型——近看湖北能源，远看大冶有色

2009年9月18日，长江电力参股41.69%的湖北能源借壳三环股份拉开整体上市序幕，这也兑现了长江电力07年和湖北能源的协议，“尽快将湖北能源改制成股份有限公司，并推进其整体上市”。湖北能源作为省属企业，主要拥有清江水电和鄂州火电两大基地，可控装机目前达到4832MW，其中水电占比75%，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。同时还涉及房地产和券商业务，是长江证券的第二大股东。

表 11 湖北能源主要电厂情况

项目公司	运营电厂	电厂类型	机 组 构 成 (MW)	装机容量 (MW)	湖 北 能 源 股 比	投产时间
清江公司	隔河岩	水电	2*306+2*300	1212	100%	1994
	高坝洲	水电	3*90	270	100%	2000
	水布垭	水电	4*460	1840	100%	2008
鄂州发电	鄂州	火电	2*300	600	100%	1999
洞坪	洞坪	水电	2*55	110	50%	2005
芭蕉河公司	芭蕉河	水电	2*17+1*1+2*8	51	66%	2005
锁金山电业	锁金山	水电	3*15	45	57.97%	1997
银隆电业	白水峪	水电	3*15+1*5	50	42.10%	1998
清能水电	晒谷坪保安	水电	2*5.5	11	100%	1995
	高坝洲保安	水电	2*3	6	100%	2000
	西寺坪保安	水电	6*0.55	3.3	100%	1995
柳树坪发电	水布垭保安	水电	1*20	20	100%	2008
九宫山	九宫山一期	风电	16*0.85	13.6	48%	2007
葛店发电	鄂州二期#3	火电	1*600	600	100%	2009
已建可控装机合计				4831.9		
葛店发电	鄂州二期#4	火电	1*600	600	100%	2010
房县水电	房县三里坪	水电	2*35	70	100%	2010
齐岳山	利川齐岳山	风电	58*0.85	49.3	100%	2010
在建可控装机合计				719.3		

注：标粉色区域为公司利润主要贡献源

资料来源：公司公告、东方证券研究所

此次借壳上市具体方案为，湖北能源以112.3亿元的作价置换出三环股份9.6亿元的评估资产，差价部分（112.3-9.6=102.7亿元）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，发行不超过18亿股，单价不低于5.77元/股，置换完成后长电对于湖北能源的参股比例将由41.69%小降至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；但可通过其他资本公积的增加增厚长电每股净资产约0.12元/股（ $(112.3*0.39-30.74)/110=0.12$ ），增幅2.2%。长期来看，长电所持湖北能源股权将会进一步增值，以年净利润约6亿、25XPE假设，相比最初31.1亿的投资成本，公司对湖北能源的投资溢价可达180%以上，当期出售可增厚EPS0.25元/股。

公司 08 年 3 月以注册资金 15 亿成立长电创新投资管理有限公司，主要班底以长电内部人力为主，主要瞄准对非电力行业进行直接股权投资，形成与主业投资互补，保证公司业绩持续稳定增长提供了实施平台。

08 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。09 年公司销售总额超过 200 亿元，按照规划盈利水平 2.4 亿/年，若上市后给予 20XPE，则可实现投资溢价 160%。

以上两项股权投资显示了公司在争取优质项目方面具有良好的资源优势，后续投资布局需要保持继续关注。

盈利预测与投资建议

假设条件：

- ✓ 暂不考虑地下电站收购、利率上调（已在上文财务费用敏感性分析中提到）的影响
- ✓ 长期借款及应付债券部分：09 年新增向三峡财务借入的委托贷款 320 亿、承接的 330 亿长期借款、目标三峡债 160 亿以及 09 长电债 35 亿；10 年新增长期借款 150 亿用于偿还明年部分到期的目标三峡债及 148.6 亿的对价
- ✓ 10、11 年葛洲坝电站利用小时保持不变为 5980 小时；三峡电站考虑到来水偏枯，10、11 年利用小时年增 3%分别至 4520、4660 小时（设计利用小时数为 4700）
- ✓ 不考虑电价上调
- ✓ 分红率按股改时承诺 65%的比例
- ✓ 不考虑金融资产的出售带来的投资收益

出于公司运营状况的稳定性，我们采用 DCF 估值模型来测算公司目标价。

表 12 DCF 估值：目标价 15.87 元

主要估值假设	
无风险收益率	3.66%
市场风险溢价	6.60%
BETA	0.78
股权成本 (Re)	8.78%
所得税率	24.20%
税前债务成本(Rd)	5.21%
税后债务成本	3.95%
目标权益比例	60.00%
目标债务比例	40.00%
加权平均资本收益率(WACC)	6.85%
永续成长率 (g)	1.00%

自由现金流贴现法(DCF)	Dec-09	Dec-10	Dec-11	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
EBIT	7,612	13,555	14,040	14,022	14,003	13,984	13,963
调整后所得税	-1,842	-3,280	-3,397	-3,393	-3,388	-3,384	-3,379
NOPLAT	5,770	10,275	10,643	10,629	10,615	10,600	10,584
折旧和摊销	3,152	6,358	6,358	6,358	6,358	6,358	6,358
营运资金的减少	22,898	-20,348	64	2	3	3	3
资本支出	200	200	200	200	200	200	200
Free Cash Flow	31,621	-3,916	16,864	16,789	16,775	16,760	16,745

资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们预计长江电力 2009-2011 年 EPS 分别为 0.46、0.69、0.77 元，对应动态市盈率分别为 28、19、17 倍，公司目前股价对应 09 年市净率为 2.35 倍，低于行业平均估值水平。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、股指期货推出受益等预期、12.68 元/股的定向增发价作为安全底，股价安全性高且存在上行空间，但考虑到成长性还需等到 2015 年后才能得到体现，因此暂给予“增持”的投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析
资产负债表

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1612	3720	4242	6583	11423
现金	-514	871	1117	2137	6872
应收票据及账款	1923	2616	2406	3661	3759
其它应收款	3	1	2	4	4
预付账款	19	28	35	71	72
存货	180	203	282	311	315
其他	0	0	400	400	400
非流动资产	59375	52318	159180	153476	147764
长期投资	6071	6656	7656	7956	8256
固定资产	42253	40454	144500	138496	132484
无形资产	25	22	22	22	22
其他	11027	5186	7002	7002	7002
资产总计	60987	56039	163422	160059	159187
流动负债	8983	7716	26300	11272	11441
短期借款	8054	5591	1000	5000	5000
应付票据及账款	485	1103	2500	4966	5100
其他	445	1021	22800	1306	1341
非流动负债	10751	10756	76336	85336	81336
长期借款	6800	6800	53000	65000	63000
其他	3951	3956	23336	20336	18336
负债合计	19734	18471	102636	96608	92777
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	9412	9412	11000	11000	11000
资本公积	17939	38000	38000	38000	38000
留存收益	6309	6664	7921	10053	12420
归属母公司股东权益	41253	37567	60786	63451	66410
负债和股东权益	60987	56039	163422	160059	159187

现金流量表

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	4876	6785	31230	-2309	19178
净利润	5372	3930	4487	7614	8454
折旧摊销	1749	1920	3152	6358	6358
财务费用	866	902	1693	4368	4602
投资收益	2095	439	1000	300	300
营运资金变动	-1016	473	-22898	20348	-64
投资活动现金流	-15336	5576	-109014	-354	-346
资本支出	10591	134	200	200	200
其他	-2092	5857	-108814	-154	-146
筹资活动现金流	10631	-10976	78029	3683	-14097
借款融资	4538	-2458	60989	13000	-4000
普通股增加	9174	-4823	21648	0	0
股息	2215	2794	2916	4949	5495
财务费用	866	902	1693	4368	4602
现金净增加额	172	1386	245	1020	4735

利润表

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8735	8807	11057	21964	22555
营业成本	2650	3411	4737	9341	9463
营业税金及附加	134	141	172	343	352
营业费用	2	1	7	13	14
管理费用	310	316	395	785	806
财务费用	866	902	1693	4368	4602
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2095	439	1000	300	300
营业利润	6869	4476	5053	7415	7619
营业外收支	724	710	866	1772	1819
利润总额	7593	5186	5919	9188	9438
所得税	2220	1255	1432	2223	2284
净利润	5372	3930	4487	6964	7154
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	5372	3930	4487	7614	8454
EBITDA	10334	8171	10764	19913	20397

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力					
营业收入	23.9%	0.8%	25.5%	98.6%	2.7%
毛利润	22.7%	-11.3%	17.1%	99.7%	3.7%
净利润	48.6%	-26.8%	14.2%	69.7%	11.0%
获利能力					
毛利率	69.7%	61.3%	57.2%	57.5%	58.0%
净利率	51.3%	61.5%	44.6%	40.6%	34.7%
ROE	13.0%	10.5%	7.4%	12.0%	12.7%
ROIC	14.6%	10.4%	4.6%	7.8%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	33.0%	62.8%	60.4%	58.3%
净负债比率	45.58%	43.51%	127.23%	142.37%	130.00%
流动比率	17.94%	48.22%	16.13%	58.40%	99.84%
速动比率	0.16	0.46	0.14	0.52	0.94
营运能力					
总资产周转率	14.32%	15.72%	6.77%	13.72%	14.17%
应收账款周转率	454%	337%	460%	600%	600%
应付账款周转率	1803%	798%	442%	442%	442%
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	0.42	0.46	0.69	0.77
每股经营现金流	0.52	0.72	2.84	-0.21	1.74
每股净资产	4.38	3.99	5.53	5.77	6.04
估值比率					
P/E	22.83	31.20	28.49	18.82	16.95
P/B	2.97	3.26	2.36	2.26	2.16
EV/EBITDA	14	17	20	12	11

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

陈舒薇：电力行业分析师

王帅：煤炭行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn