

**强烈推荐-A (维持)**

**长江电力 600900.SH**

目标估值: 16.00 元

当前股价: 12.41 元

2010 年 6 月 28 日

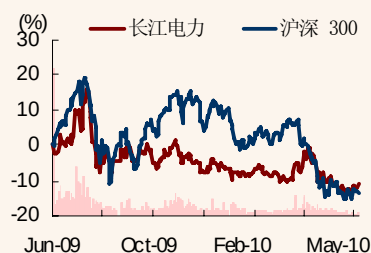
**立足水电扩张规模, 多重措施提升电量**

**基础数据**

|             |           |
|-------------|-----------|
| 上证综指        | 2553      |
| 总股本 (万股)    | 1100000   |
| 已上市流通股 (万股) | 490938    |
| 总市值 (亿元)    | 1365      |
| 流通市值 (亿元)   | 609       |
| 每股净资产 (MRQ) | 5.6       |
| ROE (TTM)   | 6.3       |
| 资产负债率       | 61.0%     |
| 主要股东        | 中国长江三峡集团公 |
| 主要股东持股比例    | 68.0%     |

**股价表现**

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 0  | -5 | -11 |
| 相对表现 | 3  | 15 | 2   |



**相关报告**

1、《长江电力 (600900) - 利用小时占有优势、来水偏枯影响有限》2010/4/30

2、《长江电力 (600900) - 资产收购完成, 盈利符合预期》2009/10/30

**彭全刚**

010-88087428  
pengqg@cmschina.com.cn  
S1090209090315

研究助理:

**侯鹏**

010-880874287428  
houp@cmschina.com.cn

6 月 26 日我们参加了长江电力股东大会, 公司董事长曹广晶等高层管理人员与广大投资者进行了交流。作为国内的水电龙头, 公司未来发展立足水电, 适时扩张清洁能源, 装机规模、电量增长有保障, 经营业绩稳定。我们看好公司长期发展, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

- **立足水电整体上市, 适时扩张清洁能源。** 本次股东大会进一步明确了公司在集团的战略定位, 作为中国三峡集团公司旗下唯一资本平台, 未来的发展仍以水电业务为主, 逐步通过增资扩股、收购资产等方式, 将集团主营业务资产全部注入上市公司, 实现水电业务整体上市。如果有好的发展机会, 公司也将积极介入核电、风电等清洁能源领域。
- **后续项目资源丰富, 未来成长空间广阔。** 目前, 大股东三峡集团总公司在建和拟建水电站装机总规模预计达到 4516 万千瓦。包括三峡地下电站、金沙江下游的溪洛渡、向家坝电站等, 以上项目进展顺利, 随着这些资产的陆续注入, 将使得公司装机规模增长两倍, 成长空间广阔。
  - **三峡地下电站:** 装机容量 420 万千瓦 ( $6 \times 70$ ), 主要是合理利用长江丰水期水能发电, 减少三峡电站汛期弃水。预计 2011 年汛期前投产 3 台, 2012 年汛期前全部投产。投产后每年可增加公司发电量 36~40 亿千瓦时。
  - **溪洛渡电站:** 装机容量 1386 万千瓦 ( $18 \times 77$ ), 是我国第二大水电站, 预计 2013 年开始投产, 2015 年全部投产, 年平均发电量 571.2 亿千瓦时。
  - **向家坝电站:** 装机容量 640 万千瓦 ( $8 \times 80$ ), 是金沙江最后一级水电站, 预计 2012 年开始投产, 2015 年竣工, 年平均发电量 307.5 亿千瓦时。
  - **白鹤滩、乌东德电站:** 目前处于筹建中, 规划容量 2070 万千瓦。
- **向正常蓄水位迈进, 电量有望突破 1000 亿千瓦时。** 2009 年三峡-葛洲坝梯级枢纽全年发电量 961 亿千瓦时, 其中三峡电站 799 亿千瓦时, 葛洲坝 162 亿千瓦时。预计 2010 年三峡电站将完成 175m 正常蓄水位的目标, 届时, 三峡电站有望实现电量 847 亿千瓦时, 公司全年发电量将突破 1000 亿千瓦时。
- **联合优化调度, 进一步增加水电出力。** 公司通过对三峡-葛洲坝梯级电站的优化联合调度, 加强上游来水分析、合理控制水库水位、优化机组状态控制等措施, 可以提高水能利用率和发电效益, 进一步增发电量约 50 亿千瓦时, 但三峡电站的运行涉及到防洪、抗旱、航运、发电等诸多方面, 公司对此非常审慎。而随着上游金沙江的溪洛渡、白鹤滩以及两河口、锦屏一级、二滩等大型水库的陆续投产, 全流域的优化调度将进一步提高公司的发电量和发电质量。
- **投资收益可观, 稳定公司业绩。** 2009 年, 公司实现投资收益 11.1 亿元, 较上年增长 152.2%, 2009 年底, 公司仍持有可供出售的金融资产 68.9 亿元, 长期股权投资价值 73.9 亿元, 未来均有较大升值空间, 成为业绩的稳定器。

□ **看好公司长期发展，维持“强烈推荐-A”的投资评级。**公司资产重组后，三峡全部机组归公司所有，将在今年贡献全年利润，预计 2010 年每股收益将达到 0.70 元。另外，我们还看好公司长期发展，集团在建拟建项目的陆续注入将保障公司规模的持续扩张，公司电量可通过提高水位和联合优化调度进一步增长，同时，公司大量的长期股权投资和可供出售的金融资产，都将持续增厚公司未来的业绩，我们维持“强烈推荐-A”的投资评级。

□ **风险提示：**对于水电企业，上游来水会对公司业绩造成一定的影响，提醒投资者关注以上风险。

**表 1：三峡集团总公司在建及拟建项目**

|           | 装机容量<br>(万千瓦) | 机组构成     | 平均发电量<br>(亿千瓦时) | 项目进度       | 预计投产时间   |
|-----------|---------------|----------|-----------------|------------|----------|
| 地下电站      | 420           | 6×70     | 35              | 2008 年     | 2011 年   |
| 溪洛渡       | 1386          | 18×77    | 571             | 2005.12 开工 | 2013 年   |
| 向家坝       | 640           | 8×80     | 307             | 2006.11 开工 | 2012 年   |
| 乌东德       | 870           | 12×72.5  | 387             | 筹建         | -        |
| 白鹤滩       | 1200          | 16×75    | 560             | 筹建         | -        |
| <b>总计</b> | <b>4516</b>   | <b>-</b> | <b>1861</b>     | <b>-</b>   | <b>-</b> |

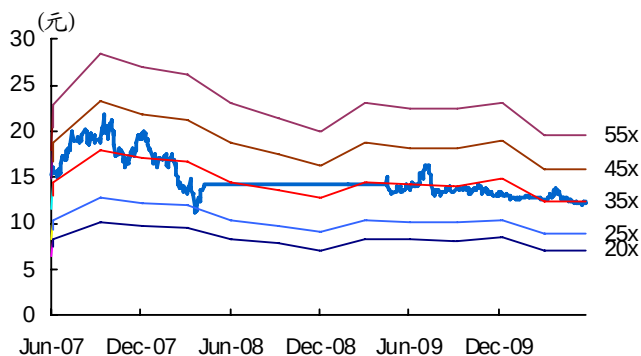
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

**表 2：公司长期股权投资及可供出售金融资产**

| 长期股权投资被投资单位（单位：亿元） | 持股比例   | 账面余额         | 可供出售金融资产被投资单位（亿元） | 账面余额         |
|--------------------|--------|--------------|-------------------|--------------|
| 三峡财务有限责任公司         | 22.08% | 6.8          | 交通银行股份有限公司（A 股）   | 0.3          |
| 广州发展事业控股集团股份有限公司   | 11.19% | 11.31        | 中国建设银行股份有限公司（H 股） | 58.73        |
| 湖北能源集团股份有限公司       | 41.69% | 31.02        | 中国工商银行股份有限公司（A 股） | 6.1          |
| 上海电力股份有限公司         | 8.77%  | 6.15         | 中信银行股份有限公司（A 股）   | 1.33         |
| 湖北鸿信资产管理有限公司       | 41.69% | 6.18         | 长江证券股份有限公司（A 股）   | 2.24         |
| 中信财务顾问有限公司         | 25%    | 0.14         | 06 三峡债            | 0.17         |
| 大冶有色金属有限公司         | 33.87% | 10.27        |                   |              |
| 建银国际医疗保健投资管理（天津）公司 | 20.00% | 0.5          |                   |              |
| 建银国际医疗产业股权投资有限公司   | 19.31% | 1.47         |                   |              |
| 其他                 | -      | 0.1          |                   |              |
| <b>合计</b>          |        | <b>73.94</b> | <b>合计</b>         | <b>68.87</b> |

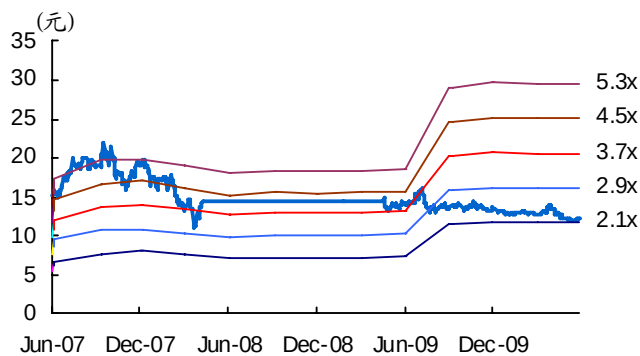
资料来源：公司公告，招商证券研发中心

**图 2：长江电力历史 PE Band**



资料来源：招商证券研发中心

**图 3：长江电力历史 PB Band**



资料来源：招商证券研发中心

## 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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**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。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

**侯鹏：**清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

## 投资评级定义

### 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。