

强烈推荐-A (维持)

长江电力 600900.SH

目标估值: 10.00-11.00 元

当前股价: 8.03 元

2010年8月31日

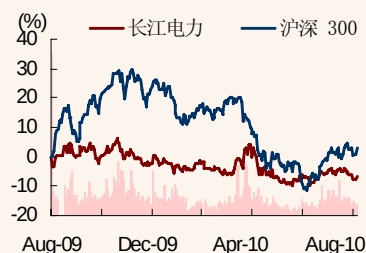
整体上市效果明显, 下半年业绩值得期待

基础数据

上证综指	2653
总股本(万股)	1650000
已上市流通股(万股)	736407
总市值(亿元)	1325
流通市值(亿元)	591
每股净资产(MRQ)	3.7
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	45.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-4	-8
相对表现	-3	8	1



相关报告

1、《长江电力(600900) - 立足水电扩张规模, 多重措施提升电量》
2010/06/28

2、《长江电力(600900) - 利用小时占有优势、来水偏枯影响有限》
2010/04/29

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

受益于去年收购三峡机组, 公司发电量同比大增 113%, 从而推动销售收入大涨 138%。二季度, 长江来水好转, 公司毛利率快速恢复至 59%, 预计全年发电量依然乐观。公司目前成长性和防御性兼备, 我们维持“强烈推荐-A”投资评级。

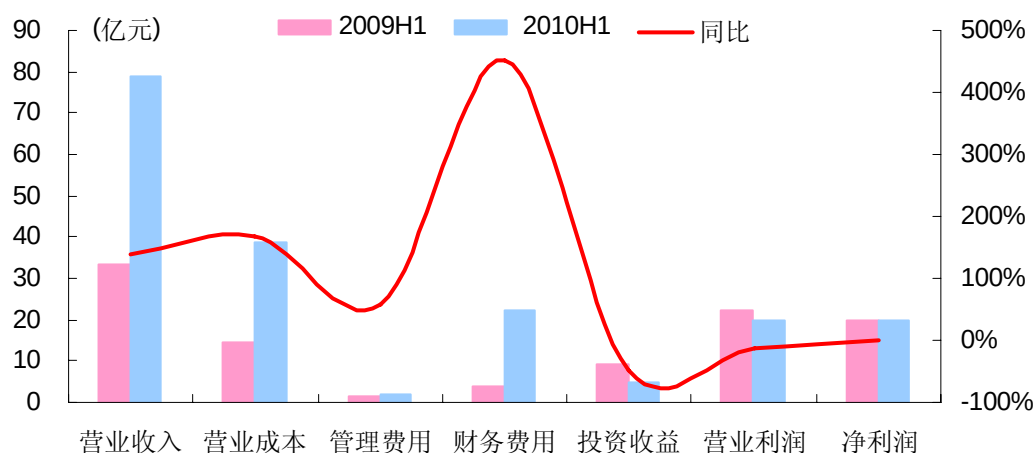
- 上半年实现每股收益 0.12 元, 略低于预期。公司 2010 年上半年实现销售收入 79.0 亿元, 同比增长 138%; 营业利润 19.8 亿元, 同比减少 12%; 投资收益 5.0 亿元, 同比减少 47%; 归属于上市公司净利润 19.8 亿元, 同比增长 1%, 折合每股收益 0.12 元, 略低于预期。由于公司去年 9 月实施重大资产重组收购三峡机组, 经追溯调整后, 公司每股收益同比减少 14%。
- 资产重组提升电量, 多因素影响公司净利润。受益于去年重大资产重组, 收购三峡电站 18 台发电机组, 公司发电量同比大增 113%, 是营业收入增长的主要原因。但是受资产收购影响, 公司折旧费用及各项财政规费也相应增加, 导致公司成本费用增长 169%。另外, 由于公司报告期内未处置可出售金融资产, 投资收益同比减少 4.4 亿元。以上因素共同影响了公司净利润和净利率。
- 来水好转盈利恢复, 全年电量依然乐观。虽然上半年长江来水偏枯, 影响机组发电效率, 公司毛利率曾一度跌落至 38%, 但进入汛期以来, 来水逐渐好转, 公司盈利快速恢复, 二季度营业收入环比大增 72%, 毛利水平也快速恢复至 59%。由于汛期水量丰沛, 下半年三峡电站有望完成 175m 正常蓄水位的目标, 公司全年发电量依然乐观, 预计突破 1000 亿千瓦时。
- 投资资产稳定业绩, 后期项目保障发展。报告期末, 公司持有可供出售的金融资产 63.4 亿元, 长期股权投资价值 74.1 亿元, 特别是持有的湖北能源和大冶股份, 即将实现借壳上市和改制上市, 未来均有较大升值空间。同时, 三峡集团在建和拟建水电站装机规模预计达 4516 万千瓦, 随着这些资产的陆续注入, 公司装机规模将增长两倍, 保障公司未来发展。
- 维持“强烈推荐-A”的投资评级。预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.47 元、0.51 元和 0.53 元。由于公司 PB 仅为 2 倍, PE 仅为 17 倍, 可谓防御性与成长性兼备, 我们维持“强烈推荐-A”的投资评级, 目标价 10~11 元。
- 风险提示: 上游来水的不确定性影响公司电量水平, 从而导致公司业绩波动。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	8807	11015	20228	20242	20242
同比增长	1%	25%	84%	0%	0%
营业利润(百万元)	4475	5029	8628	9470	10047
同比增长	-35%	12%	72%	10%	6%
净利润(百万元)	3930	4617	7731	8362	8795
同比增长	-27%	17%	67%	8%	5%
每股收益(元)	0.42	0.42	0.47	0.51	0.53
PE	19.2	19.1	17.1	15.8	15.1
PB	2.0	1.4	2.0	1.9	1.8

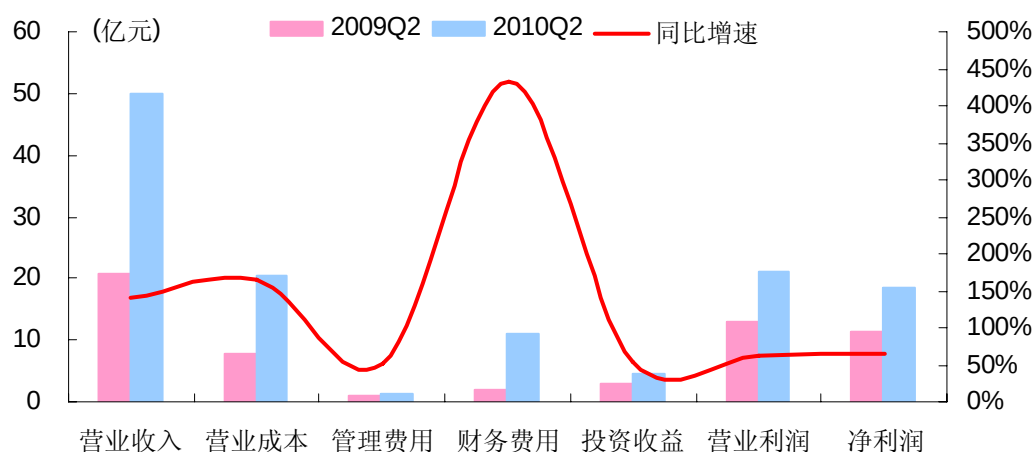
资料来源: 招商证券

图1: 长江电力上半年经营指标同比变动比较



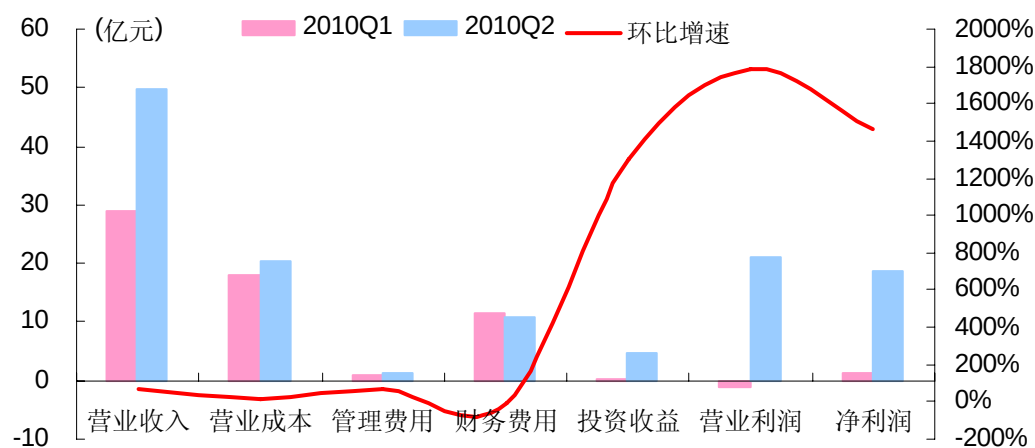
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 长江电力二季度经营指标同比变动比较



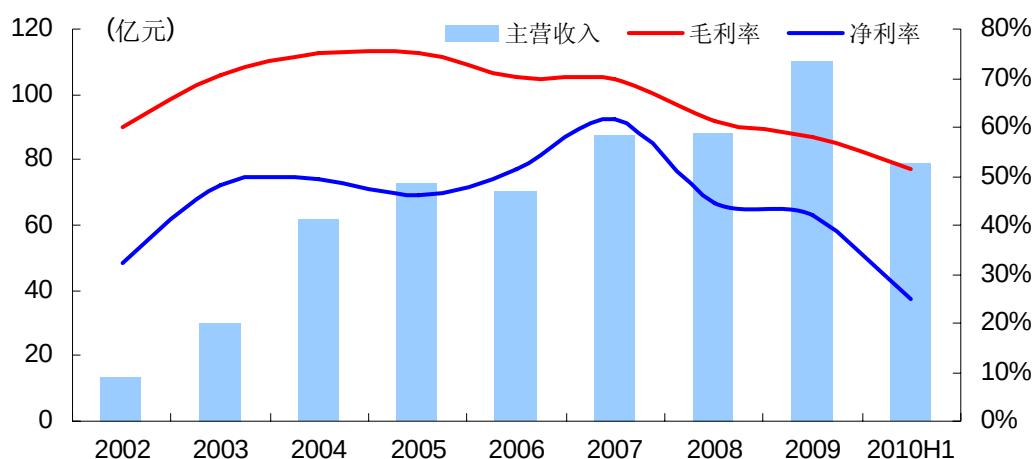
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 长江电力二季度经营指标环比变动比较



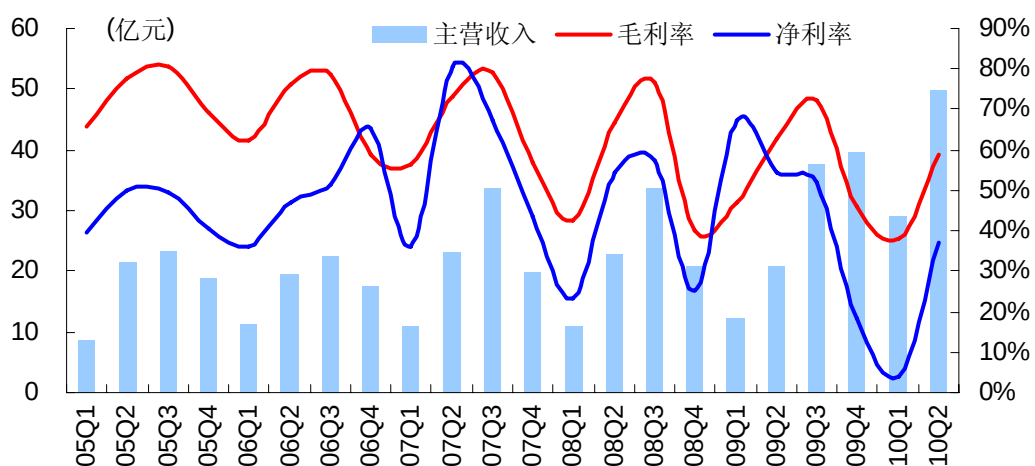
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 长江电力年度收入和利润率指标比较



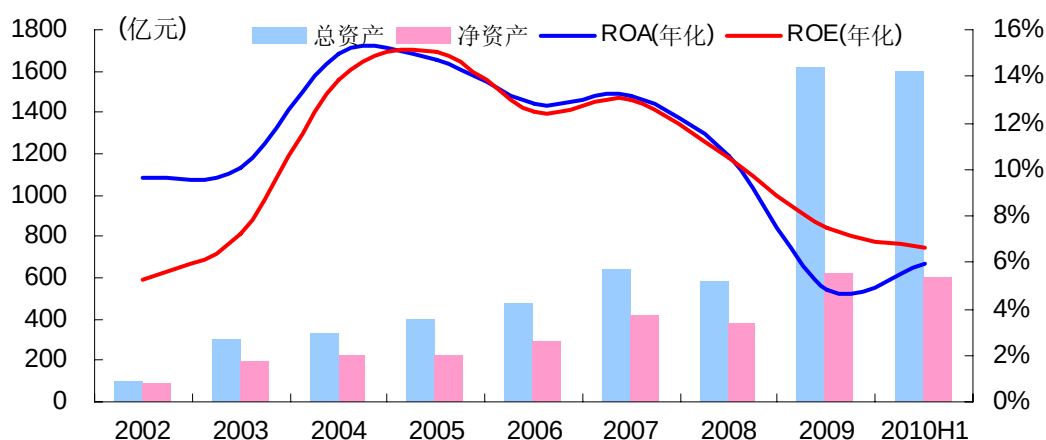
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 长江电力季度营业收入和利润率指标比较



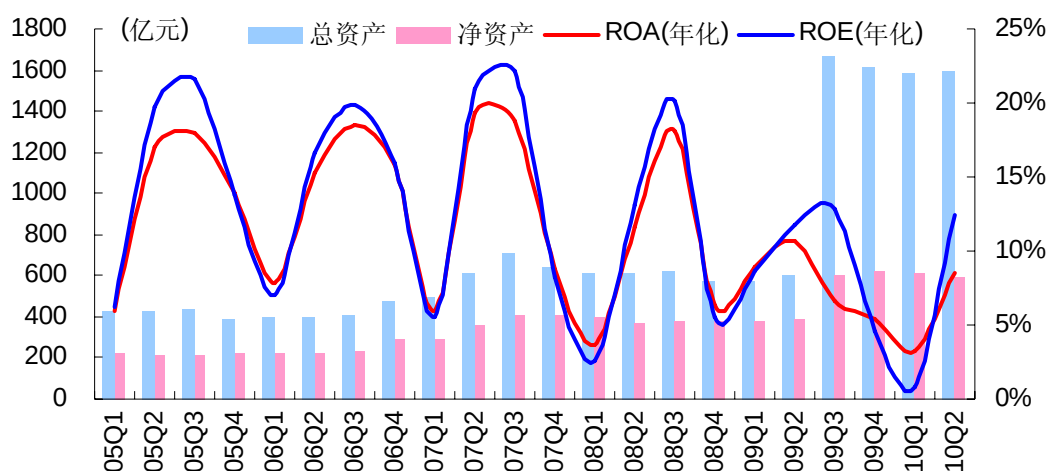
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 长江电力年度资产收益率指标比较



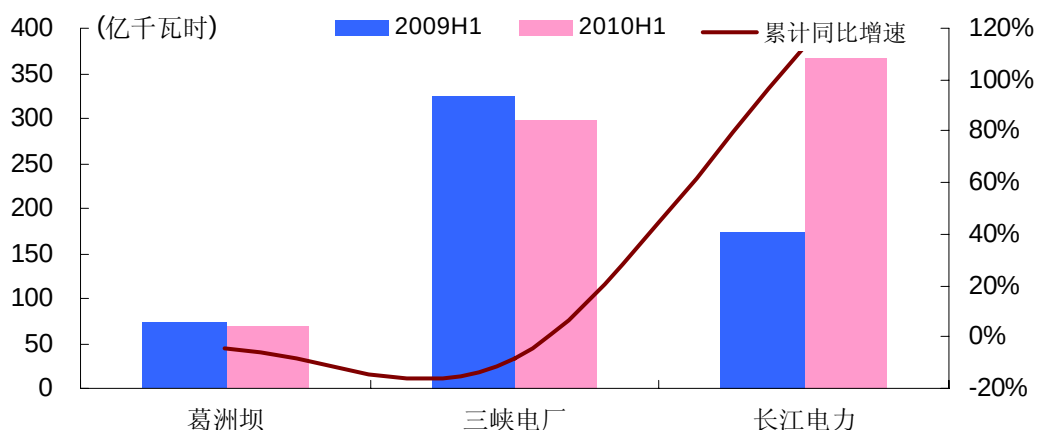
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：长江电力季度资产收益率指标比较



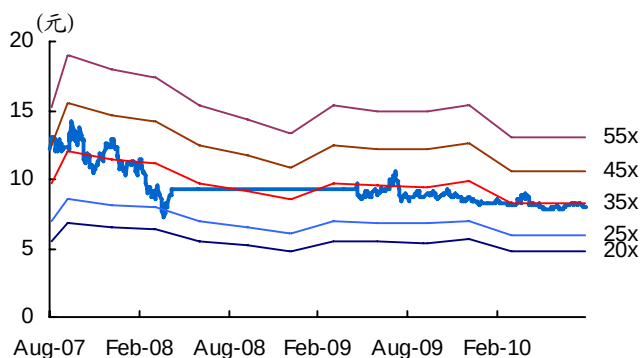
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：三峡-葛洲坝梯级电站电量指标比较



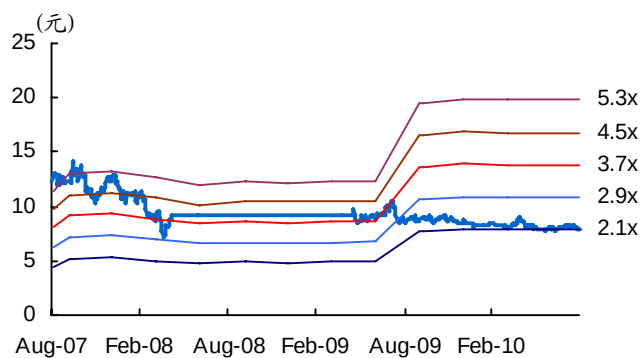
数据来源：公司公告，招商证券整理

图9：长江电力历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图10：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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5319	5857	5278	5252	5234
现金	2471	2114	2500	2500	2500
交易性投资	0	1002	0	0	0
应收票据	1067	1128	202	202	202
应收款项	1549	1286	2003	2004	2004
其它应收款	1	19	0	0	0
存货	203	274	499	474	459
其他	28	34	75	71	69
非流动资产	52420	156003	150419	146088	141966
长期股权投资	6656	7394	7394	7394	7394
固定资产	40454	141502	135953	130622	125499
无形资产	22	17	17	17	17
其他	5287	7091	7056	8056	9056
资产总计	57739	161861	155698	151340	147199
流动负债	8570	27226	19547	13008	4470
短期借款	5591	1007	17620	11104	2582
应付账款	921	57	75	71	69
预收账款	0	53	0	0	0
其他	2057	26110	1852	1832	1819
长期负债	11603	72765	70416	68416	68416
长期借款	6800	51072	51072	51072	51072
其他	4803	21694	19345	17345	17345
负债合计	20172	99992	89963	81424	72886
股本	9412	11000	16500	16500	16500
资本公积金	17939	37894	32394	32394	32394
留存收益	10216	12965	16831	21012	25410
少数股东权益	0	9	9	9	9
母公司所有者权益	37567	61860	65725	69906	74304
负债及权益合计	57739	161861	155698	151340	147199

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6593	8189	4298	16324	16207
净利润			7731	8362	8795
折旧摊销			5549	5332	5122
财务费用			3491	3228	2887
投资收益			-400	-600	-600
营运资金变动			-12851	4	4
其它			778	-1	-1
投资活动现金流	-672	-23722	956	-1000	-1000
资本支出			0	0	0
其他投资			956	-1000	-1000
筹资活动现金流	-6249	14924	-4868	-15324	-15207
借款变动			5088	-6515	-8523
普通股增加			5500	0	0
资本公积增加			-5500	0	0
股利分配			-3866	-4181	-4398
其他			-6091	-4628	-2287
现金净增加额	-328	-609	386	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8807	11015	20228	20242	20242
营业成本	3411	4616	7497	7132	6896
营业税金及附加	141	195	303	304	304
营业费用	1	8	0	0	0
管理费用	316	424	708	708	708
财务费用	902	1852	3491	3228	2887
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	439	1110	400	600	600
营业利润	4475	5029	8628	9470	10047
营业外收入	726	977	1700	1700	1700
营业外支出	15	8	20	20	20
利润总额	5185	5998	10308	11150	11727
所得税	1255	1379	2577	2787	2932
净利润	3930	4619	7731	8362	8795
少数股东损益	0	2	0	0	0
母公司所有者净利润	3930	4617	7731	8362	8795
EPS (元)	0.42	0.42	0.47	0.51	0.53

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	1%	25%	84%	0%	0%
营业利润	-35%	12%	72%	10%	6%
净利润	-27%	17%	67%	8%	5%
获利能力					
毛利率	61.3%	58.1%	62.9%	64.8%	65.9%
净利率	44.6%	41.9%	38.2%	41.3%	43.4%
ROE	10.5%	7.5%	11.8%	12.0%	11.8%
ROIC	8.2%	4.2%	6.8%	7.2%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	34.9%	61.8%	57.8%	53.8%	49.5%
净负债比率	21.5%	39.3%	44.1%	41.1%	36.4%
流动比率	0.6	0.2	0.3	0.4	1.2
速动比率	0.6	0.2	0.2	0.4	1.1
营运能力					
资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	17.8	19.3	19.4	14.7	14.8
应收帐款周转率	6.9	7.8	12.3	10.1	10.1
应付帐款周转率	4.9	9.4	113.3	97.5	98.3
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.42	0.47	0.51	0.53
每股经营现金	0.70	0.74	0.26	0.99	0.98
每股净资产	3.99	5.62	3.98	4.24	4.50
每股股利	0.22	0.37	0.23	0.25	0.27
估值比率					
PE	19.2	19.1	17.1	15.8	15.1
PB	2.0	1.4	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	15.8	11.8	6.5	6.4	6.4

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。

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。