

湘财证券研究所

电力公用事业研究小组

研究员 吴江

Tel: 021-68634510-8009

E-Mail: wj2853@xcsc.com

研究员 王师

Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: ws2978@xcsc.com

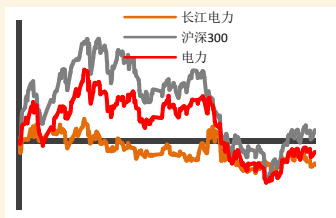
湘财证券 长江电力系列报告

——外延与内生，看水电巨头如何实现可持续增长（首次给予“增持”）

——2009 年业绩符合预期（调至“买入”）

——1 季度业绩符合预期（维持“买入”）

长江电力近一年走势



□ 2010年上半年发电量公告

公司8月31日发布2010年上半年业绩:实现营业收入78.96亿元,同比增长123.1%;实现归属母公司净利润19.81亿元,同比微降0.03%;基本每股收益为0.1201元。

□ 点评

1. 干旱对公司业绩影响明显

受干旱影响,公司机组出力明显下降。虽然公司受益于三峡电站新注入18台机组的电量,上半年发电量达到367.12亿度,同比增长112.75%;但葛洲坝电站和三峡电站发电量同比分别下降4.74%和8.03%,较1季度3.81%和7.41%的降幅稍有增大。三峡机组单机发电量下降约1亿千瓦时。

2. 单位发电量成本大幅增加

上半年,公司毛利率为51.24%,较去年同期下降5.6个百分点。主要原因是公司完成重大资产重组后,固定资产折旧大幅度增加,加之单个机组发电量出现下滑,造成单位电量发电成本上升。

3. 本期未处置持有的金融资产致投资收益减少

公司本期未处置所持有的金融资产,此项较去年同期减少投资收益约4.4亿元。而扣除所有非经常性损益影响以后,实际上本期归属母公司净利润较去年同期则增长28.6%。

4. 继续看好来水情改善对公司业绩的提升

进入6月以来,西南地区出现大范围降水。进入7月份后,三峡水库入库流量保持在18000m³/s以上,较5月初的8000m³/s和6月初的15000m³/s增幅明显。我们认为,进入3季度以后,三峡电站机组出力不足的情况将得到彻底的改观,公司机组出力将显著提升。

□ 投资建议

公司上半年发电量占全年计划发电量的38%左右,随着西南地区旱情的缓解和丰水期的来临,公司3季度开始发电量将出现彻底改观,我们保守预计公司全年发电量约900亿千瓦时左右,且存在超预期的可能性。公司仍持有建设银行10亿H股,若处置则可对业绩起到提升作用。本着谨慎原则,我们不考虑处置金融资产的收益,预计公司2010-2012年的业绩分别为0.42元、0.49元和0.54元(摊薄后),对应PE分别为18.9X、16.2X和14.9X,维持对公司的“买入”评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11015	20929	23231	24392
收入同比(%)	18%	90%	11%	5%
归属母公司净利润	5161	6959	8160	8831
净利润同比(%)	29%	35%	17%	8%
毛利率(%)	58.1%	58.0%	58.0%	58.0%
ROE(%)	8.3%	10.7%	11.8%	11.9%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.49	0.54
P/E	25.61	18.99	16.20	14.97
P/B	2.14	2.04	1.91	1.79
EV/EBITDA	20	12	11	11

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5857	10332	18391	27076
现金	2114	3703	13638	19842
应收账款	1286	4075	1996	4300
其他应收款	19	16	21	28
预付账款	34	64	72	75
存货	274	209	217	226
其他流动资产	2130	2265	2447	2604
非流动资产	156003	150864	146065	141268
长期投资	7394	7417	7417	7417
固定资产	141502	136743	131972	127197
无形资产	17	-0	-17	-34
其他非流动资产	7091	6704	6693	6688
资产总计	161861	161196	164456	168344
流动负债	27226	23763	22445	21666
短期借款	1007	1012	1000	1000
应付账款	57	1318	1464	1537
其他流动负债	26162	21433	19982	19129
非流动负债	72765	72675	72675	72675
长期借款	51072	51072	51072	51072
其他非流动负债	21694	21603	21603	21603
负债合计	99992	96438	95120	94340
少数股东权益	9	12	15	19
股本	11000	16500	16500	16500
资本公积	37894	32394	32394	32394
留存收益	12965	15852	20427	25091
归属母公司股东权益	61860	64746	69322	73985
负债和股东权益	161861	161196	164456	168344

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	8189	13449	17758	13711
净利润	4619	6962	7982	8592
折旧摊销	2882	4792	4792	4792
财务费用	1852	3122	3007	2845
投资损失	-1110	-500	-500	-500
营运资金变动	-83	-843	2304	-2271
其他经营现金流	29	-84	173	252
投资活动现金流	-23722	1851	505	505
资本支出	23615	0	0	0
长期投资	-356	-345	0	0
其他投资现金流	-463	1506	505	505
筹资活动现金流	14924	-13711	-8328	-8012
短期借款	-4584	5	-12	0
长期借款	44272	0	0	0
普通股增加	1588	5500	0	0
资本公积增加	19955	-5500	0	0
其他筹资现金流	-46306	-13716	-8316	-8012
现金净增加额	-609	1589	9935	6204

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11015	20929	23231	24392
营业成本	4616	8790	9757	10245
营业税金及附加	195	340	385	409
营业费用	8	9	11	13
管理费用	424	805	894	939
财务费用	1852	3122	3007	2845
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	1110	500	500	500
营业利润	5029	8359	9675	10440
营业外收入	977	816	840	878
营业外支出	8	14	13	12
利润总额	5998	9161	10503	11306
所得税	1379	2199	2521	2713
净利润	4619	6962	7982	8592
少数股东损益	2	3	3	3
归属母公司净利润	5161	6959	8160	8831
EBITDA	9763	16273	17474	18077
EPS (元)	0.47	0.42	0.49	0.54

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.5%	90.0%	11.0%	5.0%
营业利润	9.9%	66.2%	15.7%	7.9%
归属于母公司净利润	28.9%	34.8%	17.3%	8.2%
获利能力				
毛利率(%)	58.1%	58.0%	58.0%	58.0%
净利率(%)	46.9%	33.3%	35.1%	36.2%
ROE(%)	8.3%	10.7%	11.8%	11.9%
ROIC(%)	4.1%	6.9%	8.1%	8.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.8%	59.8%	57.8%	56.0%
净负债比率(%)	63.61%	58.91%	57.90%	57.32%
流动比率	0.22	0.43	0.82	1.25
速动比率	0.20	0.43	0.81	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.13	0.14	0.15
应收账款周转率	8	8	8	8
应付账款周转率	9.43	12.78	7.01	6.83
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.42	0.49	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.82	1.08	0.83
每股净资产(最新摊薄)	3.75	3.92	4.20	4.48
估值比率				
P/E	25.61	18.99	16.20	14.97
P/B	2.14	2.04	1.91	1.79
EV/EBITDA	20	12	11	11

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。