



上市公司调研简报

证券研究报告
公用事业—电力

买入 维持

长江电力（600900）

2011 年 1 月 4 日

分红收益率高 资产注入可期

公用事业行业分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：S0190210030002
lufm@htsec.com
021-23219415

公用事业行业助理分析师：白瑜
SAC 执业证书编号：S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

随着 175 米的设计蓄水位完成，长江电力下属坝后式水电站的调度优势将更为明显，水力发电的稳定性明显要高于较其他水电机组。同时，公司较早就着眼于多元化发展，从水火同济、到金融投资，为其应对水电业务盈利大幅波动预留了足够的“缓冲垫”。而未来三峡地下机组、以及集团金沙江 4 个大型水电站的投产，也将给公司带来新的外延式扩张机会。

考虑到公司未来业绩的稳定性、成长空间，以及当前股价隐含分红收益率高达 4%，具有较高吸引力，维持买入评级。

1. 2010 年至今的经营业绩

基本概况：长江电力是我国最大的水力发电上市公司。公司下属有葛洲坝和三峡 2 大水力发电站，总装机容量达到 2107.7 万千瓦。截至 2010 年 9 月底，公司总资产 1623 亿元、净资产 540 亿元，总市值约 1375 亿元。

经营业绩：公司今年 1-9 月共实现营业收入 173.68 亿元，实现净利润 71.6 亿元，对应 EPS 为 0.43 元，这主要由于今年的来水情况好于去年同期。公司今年 1-9 月份来水总量为 3337.65 亿立方米，平均流量 14200 立方米/秒。相比于历史同期的多年均值，今年属于偏枯 5.33%，但是比 2009 年同期偏丰 3.65%。截至 2010 年 9 月 30 日，今年前三季度公司下属葛洲坝电站完成发电量 127.86 亿千瓦时，较上年同期减少 1.84%；三峡电站完成发电量 675.06 亿千瓦时，较上年同期增加 3.39%。

由于 2009 年 9 月公司实施重大资产重组，三峡电站发电量全部归属于公司。2010 年前三季度公司总发电量 802.92 亿千瓦时，较上年同期增加 139.02%。公司的电力主要供应华东（占公司总发电量的 45%），华中（占公司总发电量的 38%），华南（占公司总发电量的 17%）。

发展战略：积极收购外部电力资产与继续加强资本运作。公司现持有三家电力公司的股权，分别是广州控股（持股占比 11.19%）、上海电力（持股占比 8.77%）和湖北能源（持股占比 41.69%），权益装机容量约为 188.8 万千瓦。同时，公司也积极参与各类股权投资，全资子公司长江创投运作的湖北能源借壳上市，已获得了证监会审核通过并完成。

11 月 25 日，公司与俄罗斯 EuroSibEnergo 公司签订了《配售协议》和《关于共同开发俄罗斯发电项目并向中国及俄罗斯送电的合作协议》。公司拟作为基石投资者，投资 1.68 亿美元认购 EuroSibEnergo 在香港 IPO 的股票。另外，公司将与 EuroSibEnergo 设立合资公司（注册资本为 600 万美元，双方持股各 50%），联合开发俄罗斯西伯利亚、远东地区电力资源，并向中国送电，实现双赢。现已完成项目的可行性研究和中俄水电资源情况实地调研。

2. 公司未来发展规划

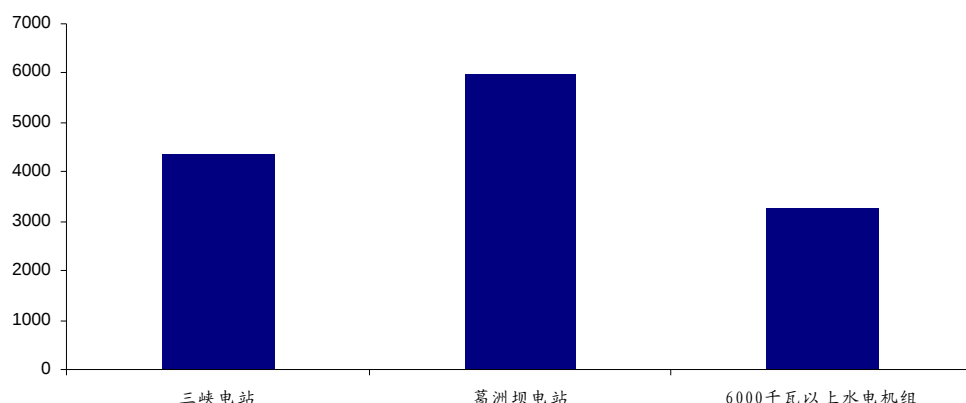
远景目标：“打造一流上市公司、创建国际一流电厂”。公司未来将加强专业化管理，加快金沙江电力生产的筹建，积极开拓新能源产业和投融资并购等业务；充分抓住低碳经济、节能减排大背景下国家能源结构调整的重大机遇，加快推进清洁能源的开发。

内部挖潜：立足主业，三精管理。立足于水电主业，实行精确调度、精心维护、精益运行，确保三峡-葛洲坝梯级枢纽工程在来水较丰的时候联动发电，实现综合效益的最大化，提高运营效率，增强盈利能力。2009 年三峡电站和葛洲坝电站

请务必阅读正文之后的免责条款

的实际利用小时数都高于全国平均数（见下图）。

图 1 2009 年三峡、葛洲坝电站利用小时数与全国 6000 千瓦以上水电机组的平均利用小时数



资料来源：公司 2009 年年报，《2009 年中国电力工业统计快报》，海通证券研究所

外部扩张：三峡集团致力于把长江电力打造为“清洁能源综合平台”。在此大背景下，依托母公司丰富的水电资源，预计公司可获得三峡集团优质水电资产的注入。

根据三峡集团承诺，为避免同业竞争，其目前正在建的6台70万千瓦三峡地下机组，以及总装机达4000万千瓦的金沙江流域4个水电站（见下表），在建成之后都将注入到长江电力。三峡电站6个地下机组预计于2011年开始投产发电，2012年全部建成，而金沙江4个水电站项目计划在2020年之前全部投产。

表 1 集团母公司未来资产注入的项目

	水电站	设计装机容量 (万千瓦)	预计投产时间 (年)
金沙江	乌东德	870	2020
	白鹤滩	1350	2020
	溪洛渡	1260	2013
	向家坝	640	2013
	总计	4035	
三峡	地下电站	420	2011

资料来源：公司公告

3. 盈利预测与评级

综合公司目前机组运行情况，及对外投资收益变化，预计长江电力 2010-2012 年 EPS 分别为 0.46 元、0.50 元、0.53 元。根据该股改和整体上市时的承诺，2010 年仍将执行 65%的分红比例，2011 年之后将执行 50%的分红比率。对应公司当前的股价，其隐含的分红收益率近 4%。结合其未来业务的稳定性和成长性来看，当前估值具有相当吸引力，维持买入评级。

4. 风险提示

来水量波动对公司水电主业影响较大，存在气候因素等较多不确定因素

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陆凤鸣：公用事业行业分析师

白瑜：公用事业行业助理分析师

覆盖上市公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、九龙电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、申能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。