

2011-03-29

电力、煤气及水等公用事业

长江电力 600900-SH

稳定中求增长

◇ 拜访对象：长江电力董秘

◆ 2010 年公司圆满完成计划

2010 年是三峡电站整体上市后的第一个会计年度，全年完成发电量 843.7 亿 kwh，同比增长 5.66%；葛洲坝电站完成发电量 162.4 万千瓦，和去年持平。由于 2009 年末公司实施重大资产重组，2010 年公司发电量同比增长 95.87%。公司已发布业绩快报，去年实现营业收入 219.68 亿元，实现净利润 84.45 亿元，基本每股收益为 0.51 元。

◆ 优化债务结构 降低财务费用：

公司完成重大资产重组后，非常注重优化债务结构降低财务费用。一方面，公司利用折旧偿还银行贷款；一方面，公司利用短期融资券和公司债券等融资工具取代银行贷款，降低融资成本。目前公司的债务结构为：总公司贷款 450-460 亿元，直接融资工具约 400 亿元。

公司拥有充足的现金流，除了偿还银行债务以外，公司也在寻求新的投资方向。“十二五”期间，国家提出把节能环保等战略性新兴产业培育成为支柱产业，公司已开始探索，节能技术或是公司新的投资方向。

◆ 地下电站即将投产 收购承诺或将兑现：

为从根本上避免和消除公司与母公司之间的潜在同业竞争，在 2009 年公司进行重大资产重组时，中国三峡总公司做出承诺：同意在地下电站首批机组投产发电前，将地下电站出售给长江电力。

地下电站装机容量为 420 万千瓦，设计年发电量为 35.11 亿元。地下电站将于 2011 年-2012 年投产，根据承诺，公司有可能在今年启动收购承诺。由于地下电站发电量较少，我们预计收购对公司业绩影响不大。

◆ 核电危机带来水电投资机会 给予“买入”评级：

日本地震导致的核电危机，将迫使人们重新评估核电的安全性。我国政府已决定重新审核所有在建核电项目的安全性，并暂停审批新的核电项目。我们预计，水电作为可大规模开发的清洁能源，将更受关注。公司作为水电龙头，目前估值安全，给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	8,807	11,015	22,039	22,222	22,472
营业收入增长率	0.82%	25.07%	100.08%	0.83%	1.12%
净利润（百万元）	3,930	4,617	8,480	8,664	9,066
净利润增长率	-26.84%	17.48%	83.66%	2.17%	4.64%
EPS（元）	0.24	0.28	0.51	0.53	0.55
ROE（归属母公司） （摊薄）	10.46%	7.46%	12.70%	12.24%	12.07%
P/E	34	29	16	15	15
P/B	4	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	18	17	16	16

光大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。

调升

买入

当前价格	8.06 元
目标价格	10.00 元
目标期限	12 个月

分析师：

崔玉芹（执业证书编号：S0930510120016）

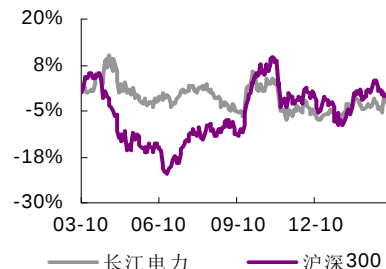
021-22169159

cuiyq@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	16,500
总市值(百万元)	133,485
流通比例(%)	44.63%
12 个月最高/最低（元）	13.98/7.40
近 3 月日均成交量（百万股）	40.84
主要股东	中国长江三峡集团公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.05	1.87	-0.99
绝对收益	4.08	6.02	-0.40

相关报告：

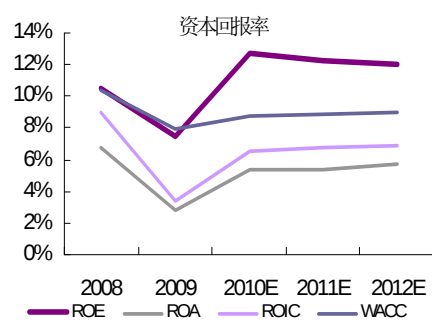
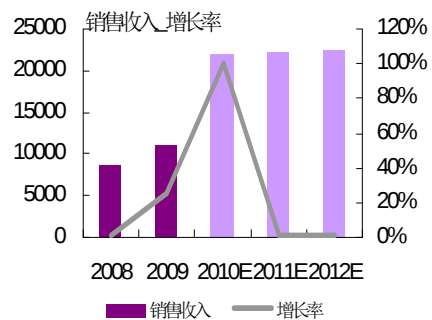
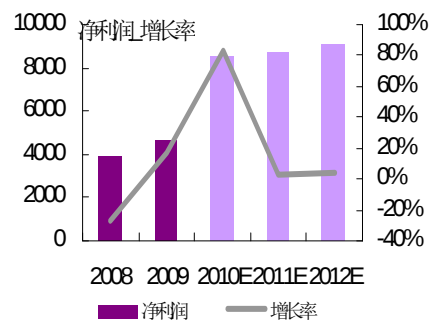
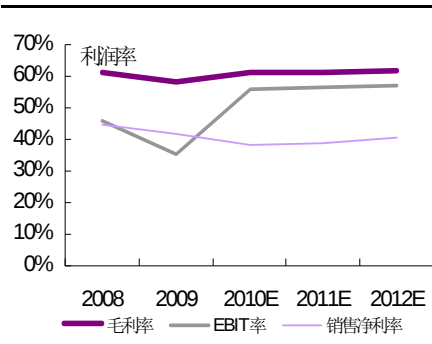
三季度发电量大增

..... 2010-10-31

短期业绩波动不影响长期价值

..... 2010-08-31

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,807	11,015	22,039	22,222	22,472
营业成本	3,411	4,616	8,595	8,600	8,652
折旧和摊销	1,920	2,882	2	4	5
营业税费	141	195	375	378	382
销售费用	1	8	7	7	7
管理费用	316	424	771	667	674
财务费用	902	1,852	3,788	3,907	3,616
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	439	1,110	632	685	713
营业利润	4,475	5,029	9,137	9,349	9,855
利润总额	5,185	5,998	11,105	11,334	11,862
少数股东损益	0	2	7	8	9
归属母公司净利润	3,930.37	4,617.25	8,480.04	8,663.72	9,065.89

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	57,739	161,861	159,860	160,038	160,250
流动资产	5,319	5,857	10,795	10,858	10,954
货币资金	2,471	2,114	4,408	4,444	4,494
交易型金融资产	0	1,002	0	0	0
应收帐款	1,549	1,286	3,291	3,318	3,356
应收票据	1,067	1,128	2,204	2,222	2,247
其他应收款	1	19	287	267	247
存货	203	274	542	542	545
可供出售投资	5,138	6,888	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6,656	7,394	7,457	7,525	7,597
固定资产	40,454	141,502	141,552	141,598	141,643
无形资产	22	17	16	15	14
总负债	20,172	99,992	93,046	89,220	85,127
无息负债	3,826	16,044	8,620	10,013	11,688
有息负债	16,347	83,948	84,426	79,207	73,439
股东权益	37,567	61,869	66,814	70,818	75,123
股本	9,412	11,000	16,500	16,500	16,500
公积金	21,491	42,380	37,729	38,596	39,504
未分配利润	6,664	8,480	12,569	15,698	19,087
少数股东权益	0	9	16	24	33

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6,593	8,189	670	13,264	13,612
净利润	3,930	4,617	8,480	8,664	9,066
折旧摊销	1,920	2,882	2	4	5
净营运资金增加	-241	-11,382	11,926	-1,330	-1,579
其他	985	12,071	-19,738	5,927	6,119
投资活动产生现金流	-672	-23,722	8,474	566	592
净资本支出	130	23,606	50	50	50
长期投资变化	6,656	7,394	-63	-68	-71
其他资产变化	-7,458	-54,722	8,488	585	613
融资活动现金流	-6,249	14,924	-6,851	-13,794	-14,154
股本变化	0	1,588	5,500	0	0
债务净变化	-2,458	67,601	479	-5,219	-5,768
无息负债变化	-431	12,218	-7,424	1,393	1,675
净现金流	-328	-609	2,294	37	50

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.82%	25.07%	100.08%	0.83%	1.12%
净利润增长率	-26.84%	17.48%	83.66%	2.17%	4.64%
EBITDA 增长率	-8.70%	14.21%	42.08%	2.28%	1.50%
EBIT 增长率	-15.46%	-2.89%	113.03%	2.26%	1.48%
估值指标					
PE	34	29	16	15	15
PB	4	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	18	17	16	16
EV/EBIT	16	27	17	16	16
EV/NOPLAT	21	36	22	21	20
EV/Sales	9	14	10	9	9
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	61.27%	58.09%	61.00%	61.30%	61.50%
EBITDA 率	67.62%	61.75%	55.78%	56.59%	56.79%
EBIT 率	45.82%	35.58%	55.78%	56.57%	56.77%
税前净利润率	58.87%	54.45%	50.39%	51.00%	52.79%
税后净利润率 (归属母公司)	44.63%	41.92%	38.48%	38.99%	40.34%
ROA	6.81%	2.85%	5.31%	5.42%	5.66%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.46%	7.46%	12.70%	12.24%	12.07%
经营性 ROIC	9.04%	3.40%	6.53%	6.75%	6.92%
偿债能力					
流动比率	0.62	0.22	0.23	0.23	0.22
速动比率	59.70%	20.51%	21.83%	21.43%	21.22%
归属母公司权益/有息债务	2.30	0.74	0.79	0.89	1.02
有形资产/有息债务	3.52	1.93	1.89	2.02	2.18
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.24	0.28	0.51	0.53	0.55
每股红利	0.12	0.21	0.28	0.29	0.30
每股经营现金流	0.40	0.50	0.04	0.80	0.82
每股自由现金流(FCFF)	0.35	-0.30	-0.16	0.66	0.68
每股净资产	2.28	3.75	4.05	4.29	4.55
每股销售收入	0.53	0.67	1.34	1.35	1.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任公用事业行业分析师。

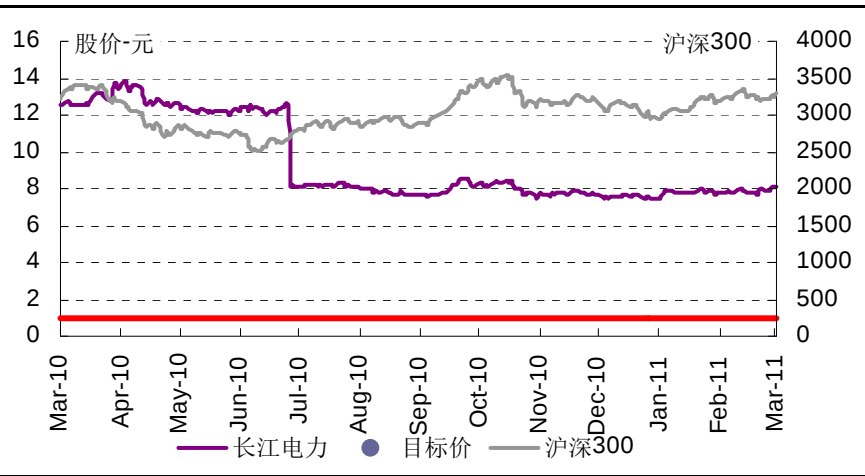
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

长江电力（600900）

分析师：崔玉芹



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-04-27	12.17	18.00	增持
2008-09-01	14.35	16.00	增持
2009-05-18	14.35	14.00	增持
2009-08-31	13.29	15.00	增持
2009-10-30	13.00	15.00	增持
2010-04-30	13.26	15.00	增持
2010-08-31	8.03	9.00	增持
2010-10-31	8.13	9.60	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。