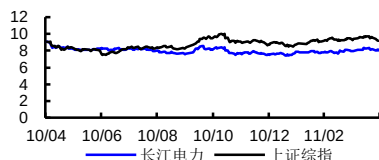


证券研究报告—动态报告
公用事业
电力
长江电力(600900)
2010 年报及 2011 年一季报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 5 月 3 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	16,500.0/7,364.1
总市值(百万元)	135,795.0/60,606.3
沪深 300/深圳成指	2,911.51/12,312.99
12 个月最高/最低(元)	13.65/7.43

相关研究报告:

《长江电力-600900-公告点评:三峡上游水位已逼近 170, Q4 及 2011Q1 电量可期》——2010-10-10

《长江电力-600900-中报点评:售电结构变化导致盈利略超预期》——2010-8-31

《长江电力公布 2010 年中期电量之点评:上半年发电量基本正常,三季度电量有超预期的可能》——2010-7-5

《长江电力 2009 年报及 2010 年一季报点评:持续 2 个季度的枯水可能逆转》——2010-5-4

证券分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120025

证券分析师: 谢达成

电话: 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120032

年报点评

业绩彰显蓝筹本色

●2010 年及 2011Q1 电量分析

10 年三峡完成发电量 844 亿千瓦时,高于 10 年年初制定的 815 亿的计划电量,葛洲坝完成发电量 162 亿,也高于计划的 157 亿。虽然 10 年一季度枯水但之后来水较好,全年属平水年。年报披露的 2011 年电量计划为,三峡 880 亿千瓦时,葛洲坝 160 亿千瓦时,合计 1040 亿千瓦时。2011 年一季度发电量 163.54 亿千瓦时,同比增长 23.44%,属于正常水平

●主要财务指标分析

公司税后上网电价在 0.214-0.219 元之间,逐季波动小;2、毛利率随季度波动,年度毛利率在 60%附近;3、折旧在成本的 70%左右

●投资收益构成分析

2010 年公司共实现归属上市公司股东的净利润 82.25 亿,其中实现投资收益 3.58 亿。公司目前对外股权投资包括以下两类,上市类和非上市类,上市类对外投资的潜在增值约 105 亿,考虑所得税影响后对公司每股净资产的增厚约 0.5 元,这部分资产的出售将对出售当期业绩有较大影响,公司 2010 年 3.58 亿投资收益主要来自湖北能源的股权投资收益以及建设银行等的分红,同比 2009 年大幅下降是由于 2009 年公司出售了部分可供出售金融资产

●维持“谨慎推荐”评级

2010 年开始蓄水至 175 米,因此正常来水情况下 2011 年发电量必然比 2010 年增长,按照 1040 亿千瓦时的计划电量,在不考虑投资收益(对电力公司的投资也不考虑)的情况下可实现 EPS 为 0.53 元;考虑投资收益,按照 10 年的水平公司对外投资项目带来的投资收益约 7 亿,EPS 可提高到 0.56 元,如果三峡年发电量提高到 1000 亿千瓦时,其他因素不变,则 EPS 提高到 0.64 元。我们保守预测 2011 年 EPS 为 0.56 元。保守预测下 2011 年动态 PE 仅 15 倍,维持谨慎推荐

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,015.03	21,880.25	22,755	23,211	23,443
(+/-%)	17.51%	98.64%	4.0%	2.0%	1.0%
净利润(百万元)	4,617.25	8,225.07	9318	9539	10151
(+/-%)	15.35%	78.14%	13.3%	2.4%	6.4%
每股收益(元)	0.42	0.50	0.56	0.58	0.62
EBIT Margin			66.3%	66.3%	66.3%
净资产收益率 (ROE)	7.46%	12.43%	13.2%	12.6%	12.6%
市盈率 (PE)	19.61	16.51	14.6	14.2	13.4
EV/EBITDA			7.1	6.5	6.4
市净率 (PB)	1.46	2.05	1.92	1.80	1.68

2010 全年及 2011 年一季度发电量分析

10 年三峡完成发电量 844 亿千瓦时，高于 10 年年初制定的 815 亿的计划电量，葛洲坝完成发电量 162 亿，也高于计划的 157 亿。虽然 10 年一季度枯水但之后来水较好，全年属于平水年。

年报披露的 2011 年电量计划为，三峡 880 亿千瓦时，葛洲坝 160 亿千瓦时，合计 1040 亿千瓦时。

2011 年一季度发电量 163.54 亿千瓦时，同比增长 23.44%，属于正常水平。

表 1: 三峡电厂、葛洲坝电厂发电量

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2009 年	2010 年	2011 年计划	2011Q1
三峡电站发电量(亿千瓦时)	391.55	490.90	492.49	616.0	798.53	844	880	133.79
公司当年分电量(亿千瓦时)	187.86	224.80	211.07	285.1	/	/		
公司分电量占三峡总电量之比	47.98%	45.79%	42.86%	46.27%	/	/		
葛洲坝电量(亿千瓦时)	170.1	162.49	146.31	154.6	162.43	162	160	29.75
公司发电量合计	357.96	387.29	357.38	439.7	960.96	1006	1040	163.54

资料来源：公司公告

图 1: 三峡入库流量 (截至 5 月 2 日)

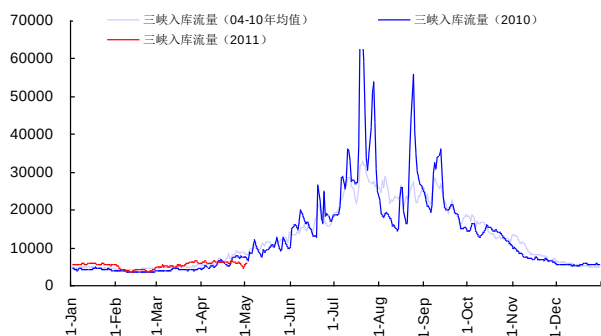
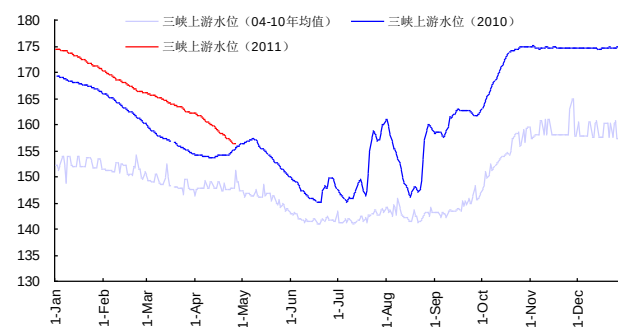


图 2: 三峡上游水位 (截至 5 月 2 日)



资料来源：国信证券经济研究所

主要财务指标分析

公司从 2009 年第四季度开始反映的是收购完成后的整体资产盈利情况。

从下表指标分析可得：1、公司税后上网电价在 0.214-0.219 之间，逐季波动小；2、毛利率随季度波动，年度毛利率在 60%附近；3、折旧在成本的 70%左右。

表 2: 逐季主要经营指标分析

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

	11 一季报	10 年报	10 三季报	10 中报	10 一季报	09 年报
每股收益:	0.0393	0.4985	0.4342	0.1201	0.0108	0.4692
平均售电价	0.2141	0.2175	0.2163	0.2151	0.2193	0.2144
毛利率	44.4318%	61.9059%	65.0161%	51.2473%	38.0723%	58.0935%
所得税率	23.8543%	24.4351%	22.8765%	20.3458%	18.9189%	22.9910%
单位成本	0.1190	0.0828	0.0757	0.1049	0.1358	0.0899
单位其他成本	0.0678	0.0509	0.0481	0.0699	0.0953	0.0483
销售费用率	0.0571%	0.0503%	0.0403%	0.0633%	0.0688%	0.0726%
管理费用率	2.1131%	2.0978%	1.6813%	2.5959%	2.6162%	3.8493%
财务费用率	27.8698%	19.6755%	18.9717%	28.2259%	39.2771%	16.8134%
折旧/成本		69.85%		74.68%		62.20%
折旧/收入		26.61%		36.41%		26.06%
单位折旧		0.0579		0.0783		0.0559

资料来源: 公司公告

投资收益构成分析

2010 年公司共实现归属上市公司股东的净利润 82.25 亿, 其中实现投资收益 3.58 亿。公司目前对外股权投资包括以下两类, 上市类和非上市类, 上市类对外投资的潜在增值约 105 亿, 考虑所得税影响后对公司每股净资产的增厚约 0.5 元, 这部分资产的出售将对出售当期业绩有较大影响, 非上市类构成简单, 见下表。

公司 2010 年 3.58 亿投资收益主要来自湖北能源的股权投资收益以及建设银行等的分红, 同比 2009 年大幅下降是由于 2009 年公司出售了部分可供出售金融资产。

表 3: 上市类对外投资 (单位: 亿元)

简称	初始投资金额	占该公司股权比例 (%)	期末账面值	报告期损益	会计核算科目	根据 2010 年年底股价计算的潜在增值
广州控股	10.17	11.19	11.54	0.68	长期股权投资	9.10
上海电力	7.23	9.37	5.95	0.15	长期股权投资	-1.26
湖北能源	21.73	36.76	29.96	4.04	长期股权投资	45.46
交通银行	0.06	0.01	0.20	0.01	可供出售金融资产	0.16
中信银行	0.94	0.04	0.85	0.01	可供出售金融资产	-0.10
长江证券	0.26	0.53	1.31	0.05	可供出售金融	1.16
建设银行		0.4280			可供出售金融	50
工商银行		0.0336			可供出售金融	
中国西电		0.0043			可供出售金融	
合计			72			104.53

资料来源: 公司年报

表 4: 非上市类对外投资 (单位: 亿元)

所持对象名称	初始投资金额	占该公司股权比例 (%)	期末账面价值	报告期损益	会计核算科目	股份来源
中国电力财务有限责任公司	0.0875	0.18	0.0875	0.0088	长期股权投资	直接投资
三峡财务有限责任公司	4.3730	22	6.6123	0.5096	长期股权投资	直接投资

合计	4.4605	-	6.6998	0.5184	-	-
----	--------	---	--------	--------	---	---

资料来源：公司年报

表 5：公司投资收益来源比较（单位：万元）

产生投资收益的来源	2010 年发生额	2009 年发生额	2008 年发生额
以成本法核算的所派股利	875	175	110
以权益法核算的投资收益	47,038	42,761	4,930
交易性金融资产持有期间取得的投资收益	8	8	8
处置交易性金融资产取得的投资收益	34	10	698
可供出售金融资产持有期间取得的投资收益	22,866	10,512	23,765
处置可供出售金融资产取得的投资收益	84	55,714	12,803
处置持有至到期投资取得的投资收益	454	937	1,688
其他投资收益	1794	857	6
处置长期股权投资产生的投资收益	-36.575（湖北能源上市后持股下降调账）		
合计	35,791	110,974	44,009

资料来源：公司年报

2011 年业绩预测及投资建议

2010 年开始蓄水至 175 米，因此正常来水情况下 2011 年发电量必然比 2010 年有增长，按照 1040 亿千瓦时的计划电量，在不考虑投资收益（对电力公司的投资也不考虑）的情况下可实现 EPS 为 0.53 元；考虑投资收益，按照 10 年的水平公司对外投资项目带来的投资收益约 7 亿，EPS 可提高到 0.56 元，如果三峡年发电量提高到 1000 亿千瓦时，其他因素不变，则 EPS 提高到 0.64 元。我们保守预测 2011 年 EPS 为 0.56 元。保守预测下 2011 年动态 PE 仅 15 倍，维持谨慎推荐。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1901	(1901)	3000	20653	营业收入	21880	22755	23211	23443
应收款项	2559	2661	2714	2741	营业成本	8335	6827	6963	7033
存货净额	313	(703)	(696)	(692)	营业税金及附加	344	358	365	368
其他流动资产	1786	70	71	72	销售费用	11	11	11	11
流动资产合计	6560	127	5090	22774	管理费用	459	472	482	486
固定资产	13584	12224	10857		财务费用	4305	4154	4181	3554
无形资产及其他	5	9	7	94847	投资收益	358	700	700	700
投资性房地产	15	14	15	15	资产减值及公允价值变动	(1)	15	15	0
长期股权投资	7398	7398	7398	7398	其他收入	0	0	0	0
	7644	7644	7644	7644	营业利润	8783	11649	11924	12690
资产总计	15746	13743	12872	13267	营业外净收支	2103	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	56695	72002	58033	56695	利润总额	10886	11649	11924	12690
应付款项	108	(3553)	(3515)	(3498)	所得税费用	2660	2330	2385	2538
		(3431)	(3386)	(3366)	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	2420	7)	4)	3)	归属于母公司净利润	8225	9318	9539	10151
流动负债合计	59222	34133	20655	19534					
长期借款及应付债券	30735	31135	31135	31135					
其他长期负债	1339	1339	1339	1339					
长期负债合计	32074	32474	32474	32474					
负债合计	91296	66606	53129	52008					
少数股东权益	5	5	5	5					
股东权益	66160	70819	75589	80664					
负债和股东权益总计	1	1	3	7					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	8225	9318	9539	10151
资产减值准备	(1)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	5827	13612	13687	13731
公允价值变动损失	1	(15)	(15)	0
财务费用	4305	4154	4181	3554
营运资本变动	(14443)	(37767)	429	186
其它	1	0	0	0
经营活动现金流	(389)	(14851)	23640	24068
资本开支	(122)	0	(1)	(1)
其它投资现金流	1000	2	0	0
投资活动现金流	628	2	(1)	(1)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(38700)	400	0	0
支付股利、利息	(7900)	(4659)	(4769)	(5075)
其它融资现金流	92747	15308	(13969)	(1338)
融资活动现金流	(453)	11048	(18739)	(6414)
现金净变动	(214)	(3801)	4901	17653
货币资金的期初余额	2114	1901	(1901)	3000
货币资金的期末余额	1901	(1901)	3000	20653
企业自由现金流	883	(12084)	26427	26351
权益自由现金流	54929	300	9114	22169

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	