

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: 7.44 元

2011年5月23日

担当社会责任, 不改长期价值

基础数据

上证综指	2775
总股本(万股)	1650000
已上市流通股(万股)	736407
总市值(亿元)	1228
流通市值(亿元)	548
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	13.1
资产负债率	58.0%
主要股东	中国长江三峡集团公
主要股东持股比例	70.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-3	-9
相对表现	-4	-1	-23



相关报告

- 1、《长江电力(600900) - 业绩大幅提升, 价值逐渐显现》2011/5/2
- 2、《长江电力(600900) - 控股中电新能源, 积极拓展清洁能源》2011/01/25

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

三峡电站自投产以来,除了提供丰富的电能外,还全面发挥着防洪、航运和供水等综合效益,社会责任突出。近期市场担心由于对下游补水影响公司业绩,我们认为这种担心是没有必要的,公司的长期价值,不会因为这种短期事件的影响而改变。公司股价大幅回调,风险已经充分释放,现价买入,绝对收益和相对收益都将有保证。我们维持“强烈推荐-A”的投资评级,目标价10~11元。

□ **综合效益明显,勇担社会责任。**三峡工程不仅仅是一个水电站,而是一项集防洪、发电、航运和供水等各项功能于一体的综合性水利水电工程。三峡工程建设以来,除了发电效益之外,还发挥了巨大的综合效益,并承担了巨大的社会责任。

➢ **拦洪保安全:**2010年汛期,三峡水库遭遇了运营以来的最大洪水,最大每秒洪峰流量达7万立方米(超过1998年最大洪峰),经过三峡水库5次拦蓄洪水,有效避免了洪峰叠加带来的巨大灾难,充分发挥了防洪作用,如果没有三峡工程的错峰拦洪,下游可能会遭遇比1998年还要严重的洪灾。

➢ **补水抗旱灾:**今年以来,湖北、湖南等省市遭受半个多世纪以来罕见旱情,群众饮水和农业生产面临严峻考验。三峡水库充分发挥其以丰补歉的功绩,已累计为下游补水约168亿立方米,目前仍在继续。虽然抗旱补水可能会影响公司短期的发电量,但是三峡工程承担的社会责任是无价的。

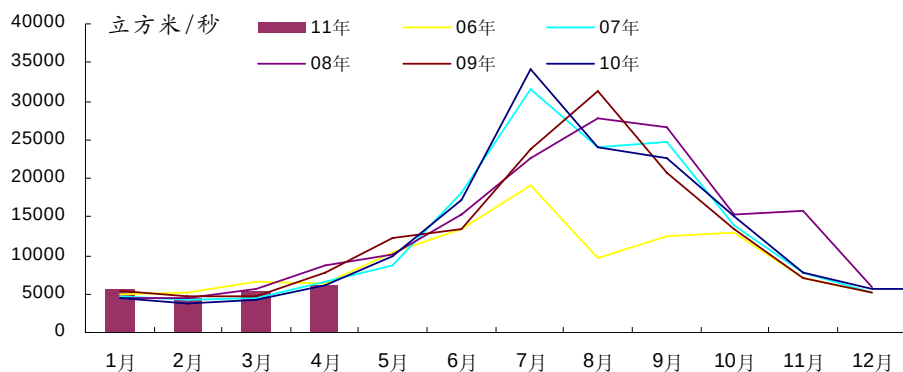
□ **发电量取决于三季度来水,全年业绩无需担忧。**长江电力和其他水电公司一样,业绩具有季节性波动的特点,我们在进行业绩预测时,也充分考虑了来水不均衡的影响,采用多年平均发电量来预测公司业绩。三季度是公司丰水期,对公司业绩贡献最大,虽然短期为了抗旱对下游进行补水可能会对发电量和利润有一定影响,但我们认为公司全年的业绩仍然有保证,不必过分担忧。

➢ **一季度发电量超预期,为完成全年发电量计划打下基础。**一季度,三峡电站在充分补给下游的情况下,仍实现电量133.8亿千瓦时,较上年同期增长25.4%;长江电力一季度总发电量163.54亿千瓦时,同比增长23.44%。

➢ **二季度发电量即使受影响,对全年业绩负面影响也不大。**虽然长江中、下游部分地区降雨少、干旱加剧,但三峡库区来水仍在正常范围之内,仅4月份来水处于近几年的低位。我们预测公司二季度业绩0.12元,占全年业绩的22%,即使受到30%的影响,也就是3~4分钱,对全年业绩影响较小。

➢ **我们看重的是公司的长期价值,短期因素对公司价值影响不大。**我们认为长江电力的价值在于稳定的业绩增长和现金回报,不应过分看重短期业绩的波动。2010年上半年由于降水较少,公司也面临业绩压力,但是下半年来水增加,公司全年业绩依然超预期。我们认为,虽然短期抗旱补水对公司业绩可能产生小小的影响,但是全年业绩无需太多担心。

图1: 近6年三峡库区来水情况对比



数据来源: 公司公告, 招商证券整理

- **对外投资稳健, 持续成长可期。**公司实力雄厚、现金流丰厚, 通过稳健投资收购, 可有效提升公司规模, 加快公司成长。另外, 公司是三峡集团唯一资产平台, 公司内生和外延增长空间较大, 未来成长非常确定。
 - 2010年11月, 公司与EuroSibEnergo合作, 拟投资1.68亿美元认购EuroSibEnergo在香港首次公开发行(IPO)的股票, 并且双方拟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。
 - 2011年3月, 公司拟出资21亿港元参与中国电力新能源公司增发股份。投资完成后, 公司将成为第一大股东, 有利于扩大公司在清洁能源行业的影响力。
 - 近期, 三峡地下电站(420万千瓦)首批机组即将投产, 根据2009年公司资产重组议案, 预计公司将积极推进地下电站收购工作, 届时将有效增加公司汛期电量, 提升盈利。
 - 另外, 除地下电站外, 大股东三峡集团总公司在建和拟建水电站装机总规模预计达到4096万千瓦, 包括金沙江下游的溪洛渡、向家坝电站等, 以上项目进展顺利, 随着这些资产的陆续注入, 将使得公司装机规模增长两倍, 成长空间广阔。

表1: 三峡集团总公司在建及拟建项目

	装机容量 (万千瓦)	机组构成	平均发电量 (亿千瓦时)	项目进度	预计投产时间
地下电站	420	6×70	35	2008年开工	2011年
溪洛渡	1386	18×77	571	2005.12开工	2013年
向家坝	640	8×80	307	2006.11开工	2012年
乌东德	870	12×72.5	387	筹建	-
白鹤滩	1200	16×75	560	筹建	-
总计	4516	-	1861	-	-

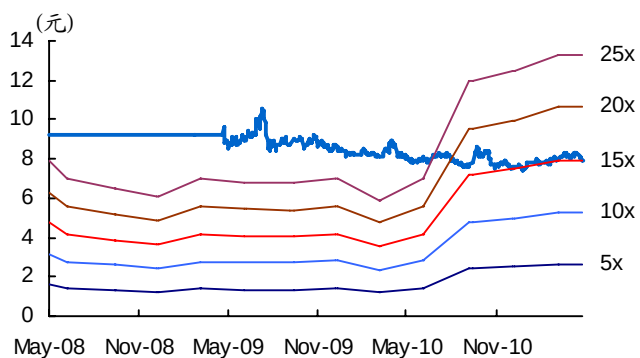
资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

□ 股价快速回落是买入时机，维持“强烈推荐”评级。

- 正常情况下，公司通过优化调度，三峡电站及葛洲坝全年电量约在 1000 亿千瓦时以上，暂不考虑收购地下电站资产，我们预测 2011~2013 年公司每股收益分别为 0.53、0.57、0.60 元，对应 2011 年 PE 仅为 13 倍。
- 我们判断：公司股价出现下跌，一方面是证券市场整体风险释放造成的，另一方面是出于对公司抗旱补水影响业绩的担心。
- 我们认为：公司是防御性很强的蓝筹股，业绩确定，在股价出现较大幅度的回调之后，风险已经充分释放，绝对价值明显，按照现价买入，绝对收益和相对收益都会非常明显，维持“强烈推荐”的投资评级，目标价 10~11 元。

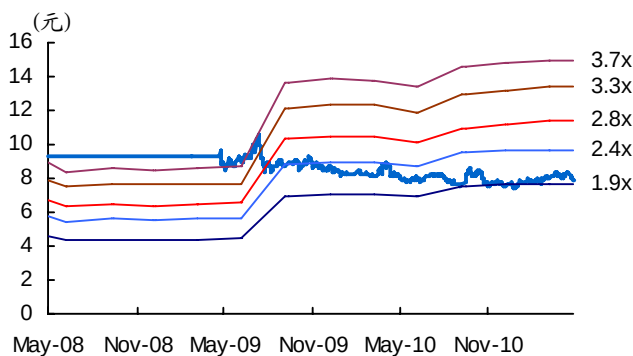
□ 风险提示：出现大旱天气，来水减少将会影响公司业绩；利率大幅提升，财务费用增加，将会推高公司成本。

图 2：长江电力历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3：长江电力历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告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。现为招商证券研究董事，曾获《新财富》2008~2010 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，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。