

长江中下游“旱涝急转”



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 买入 增持 中性 减持 (维持)
国家/地区 中国/A 股
报告发布日期 2011 年 6 月 7 日 星期二

杨宝峰 钢铁行业首席分析师
执业证书编号: S0860207100115

联系人 陈舒薇
8621-63325888x6067
chenshuwei@orientsec.com.cn

背景信息:

据媒体报道,从6月3日开始,长江中下游旱区结束了少雨局面,大部分地区迎来降雨天气。据中央气象台5日介绍,目前,湖北东南部、湖南北部、江西北部、安徽南部、浙江大部等地降雨偏少的状况得到不同程度缓和。不过,强降雨在缓解旱情的同时,也让江西、湖南部分地区出现罕见的旱涝急转现象,防汛形势严峻。

(参见: <http://news.sina.com.cn/c/2011-06-06/031322592229.shtml>)

研究结论:

长江中下游旱区即将进入梅雨季节,近期部分地区更是迎来强降雨天气,江西、湖南地区开始由旱转涝。市场对于三峡今年发电形势的担心将极大减缓;进入6月以来,三峡来水逐渐攀升,截至今早9时的三峡数据,三峡上游水位达147.02米(去年同期147.53米),入库流量超过万方每秒。

目前的形势也印证了我们5月24日发布证券研究报告《长江电力一超跌是买入机会》中对于长江来水的观点:水电一年之季在于夏,6月份以前的来水枯丰情势难以递推全年,短期事件性超跌带来长电买入机会。

考虑到三峡地下电站投产在即以及长江电力目前较低的估值水平(预测2011-2013年EPS分别为0.56、0.62、0.65元,对应动态市盈率分别为13、12、11倍),我们维持对于长江电力的买入评级。

附 5 月 24 日报告主要观点：

水力发电主要看 2 个因素，即大坝水位和上游来水，从这 2 个因素我们分析长电的投资价值以及市场担心的问题。

市场担心之一：今年长江中下游来水偏枯，尤其是 4 月份以来来水情况弱于去年同期，三峡全年电量堪忧？

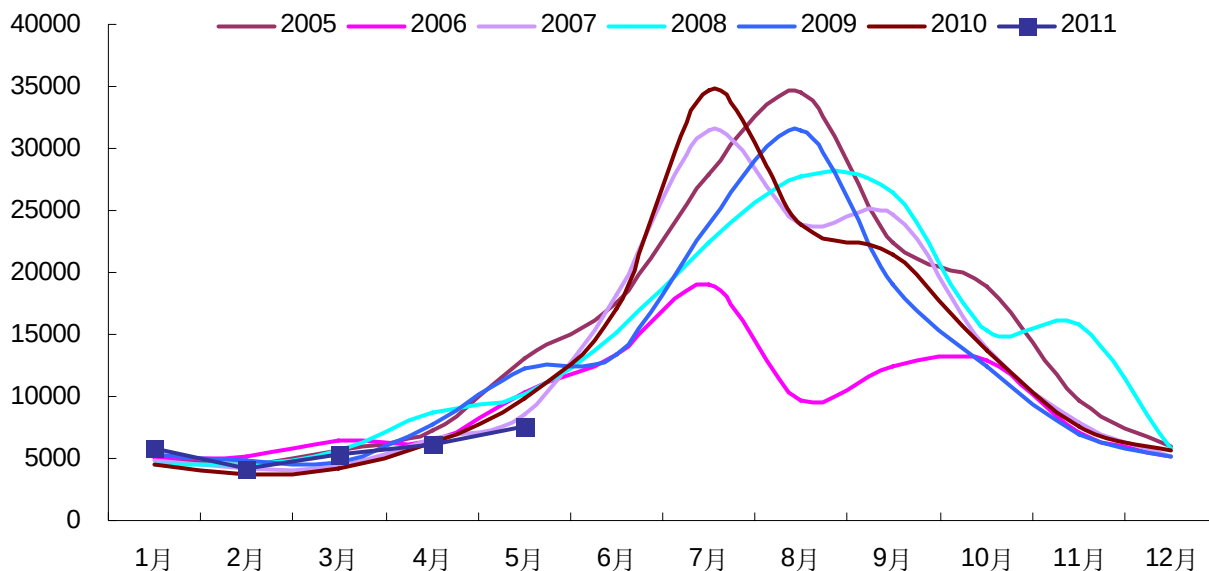
我们的观点：

仅从 4-5 月份的来水判断全年水情，言之尚早。

今年 1-3 月份三峡入库流量正常，一季度三峡电量同比大增 25%，从 4 月份以来来水开始偏枯，但是我们要在此强调的一点是：三峡的盈利主要看来水，6-9 月这 4 个月才是决定三峡盈利的主要月份，而 4-5 月份的电量仅约占三峡总电量的 13% 左右，在长江流域正式进入雨季以前仅以目前水情来判断全年三峡来水就和预测下个月天气一样的不可靠。

图 1 三峡月度平均入库流量情况——4、5 月份来水较差

单位：立方米/秒

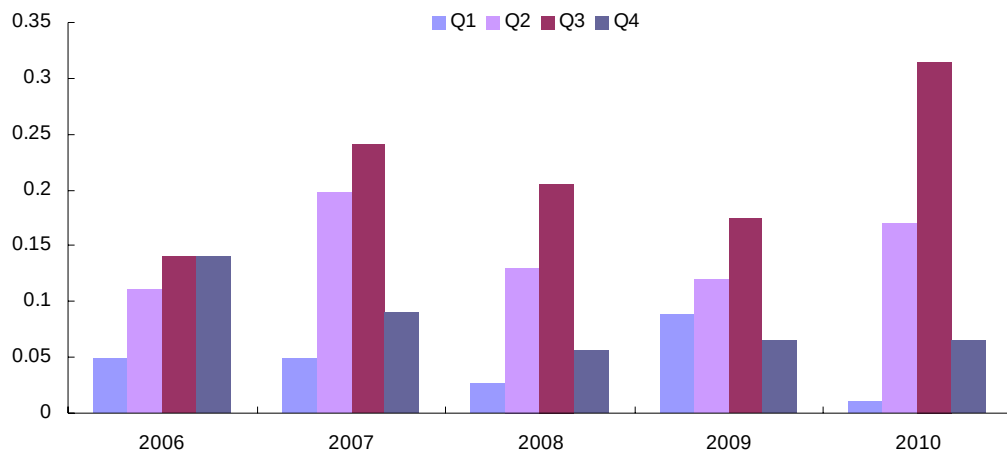


资料来源：东方证券研究所

市场担心之二：长江中下游目前旱情严重，包括湖南、安徽、江西、浙江等省份，三峡泄水抗旱会大幅拉低长电全年发电业绩？

我们的观点：

截至 5 月 23 日下午 13 时，三峡水位 152.97 米，去年同期 152.58 米，不排除在汛期之前三峡水位的继续下降，但考虑到历年三季度为三峡业绩主要贡献时间段，我们预计整个长江流域进入汛期后，情况将有改善。

图 2 长江电力单季 EPS——26 台机组全投后，三季度贡献业绩最为显著


资料来源：东方证券研究所

退一步来看，即使今年大旱维持全年，我们也难以今年的特殊性旱情来考虑长电的长期内在价值。我们原预计长电今年 EPS0.56 元，利用小时数假设为 4800。为了说明此次泄水抗旱对长电业绩的影响，我们采用敏感性分析如下（三峡电站机组多年平均利用小时数为 4654 小时）：

表 1 业绩对三峡利用小时敏感性分析

2011	4100	4300	4500	4700	4900	5100
EPS（元/股）	0.424	0.462	0.499	0.537	0.574	0.611

资料来源：东方证券研究所

市场担心之三：长江电力就是债，不具有任何成长性？

我们的观点：

三峡目前尚有 6 台 70 万千瓦的地下电站在建并在今明两年集中投产，根据集团公司的承诺，将在地下电站投产之际资产注入至上市公司，亦即最快今年长电有望启动该资本运作。

投资建议：

我们看好长电的现金牛属性，在采用 DCF 估值来评估公司价值时，假设三峡从今年开始以后每年只有历史最低的 4000 利用小时（该数据为三峡设计时 30 年的模拟最低数据，2010 年 4600 小时），则公司 DCF 股价也有 7.74 元。也就是说即使未来持续目前的极枯水情，长电在目前大盘暴跌的背景下的现金特质也极具安全性，推荐事件下超跌买入。

附表：财务报表预测与比率分析

单位：百万元

资产负债表						利润表					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3299	4286	5389	5029	4906	营业收入	11015	21880	22936	22962	22989
现金	-445	39	954	587	459	营业成本	4616	8335	8447	8494	8494
应收票据及账款	2414	3647	3823	3827	3831	营业税金及附加	195	344	360	361	361
其它应收款	19	39	40	41	41	营业费用	8	11	11	11	11
预付账款	34	67	70	70	70	管理费用	424	459	481	482	482
存货	274	495	502	505	505	财务费用	1852	4305	4569	3998	3388
其他	1002	-0	-0	-0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	155908	150236	144603	138967	133329	公允价值变动收益	-0	-0	0	0	0
长期投资	7394	7752	8152	8552	8952	投资净收益	1110	358	400	400	400
固定资产	141503	135491	129477	123460	117440	营业利润	5031	8784	9468	10016	10651
无形资产	17	5	-7	-18	-30	营业外收支	969	2103	1863	1863	1863
其他	6995	6988	6981	6974	6967	利润总额	6000	10887	11332	11879	12515
资产总计	159206	154522	149992	143996	138234	所得税	1379	2660	2769	2903	3059
流动负债	25921	57622	50503	39504	28506	净利润	4619	8226	8562	8976	9456
短期借款	1007	25992	34000	38000	27000	少数股东损益	2	1	0	0	0
应付票据及账款	1072	108	113	113	113	归属于母公司净利润	4617	8225	9162	10276	10756
其他	23842	31522	16390	1392	1393	EBITDA	11002	21549	22258	22235	22260
非流动负债	71416	30735	28864	28864	28864	主要财务比率					
长期借款	51072	12371	12500	12500	12500	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他	20345	18364	16364	16364	16364	成长能力					
负债合计	97337	88356	79366	68368	57370	营业收入	25.1%	98.6%	4.8%	0.1%	0.1%
少数股东权益	5	5	5	5	5	毛利润	18.6%	111.7%	7.0%	-0.2%	0.2%
股本	11000	16500	16500	16500	16500	归属于母公司净利润	17.5%	78.1%	11.4%	12.2%	4.7%
资本公积	32012	32012	32012	32012	32012	获利能力					
留存收益	8480	11539	15108	19110	23299	毛利率	58.1%	61.9%	63.2%	63.0%	63.1%
归属母公司股东权益	61860	66160	70621	75623	80859	净利率	44.6%	41.9%	37.6%	39.9%	44.8%
负债和股东权益	159206	154522	149992	143996	138234	ROE	7.5%	12.4%	13.0%	13.6%	13.3%
现金流量表						ROIC	4.9%	13.3%	13.9%	12.9%	11.9%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力					
经营活动现金流	31410	23740	4374	5226	20099	资产负债率	61.1%	57.2%	52.9%	47.5%	41.5%
净利润	4617	8225	9162	10276	10756	净负债比率	117.06%	85.73%	89.01%	88.41%	69.08%
折旧摊销	3152	6358	6358	6358	6358	流动比率	12.73%	7.44%	10.67%	12.73%	17.21%
财务费用	1852	4305	4569	3998	3388	速动比率	0.12	0.07	0.10	0.11	0.15
投资收益	1110	358	400	400	400	营运能力					
营运资金变动	-22897	-5210	15315	15006	3	总资产周转率	6.92%	14.16%	15.29%	15.95%	16.63%
投资活动现金流	-104952	1349	-325	-322	-319	应收账款周转率	456%	600%	600%	600%	600%
资本支出	65	65	65	65	65	应付账款周转率	1027%	20348%	20348%	20348%	20348%
其他	-105258	1414	-260	-257	-254	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	72225	-24605	-3134	-5272	-19908	每股收益	0.47	0.50	0.56	0.62	0.65
借款融资	56076	-15696	6137	4000	-11000	每股经营现金流	2.86	1.44	0.27	0.32	1.22
普通股增加	21543	-383	0	0	0	每股净资产	5.62	4.01	4.28	4.58	4.90
股息	3542	4221	4702	5273	5520	估值比率					
财务费用	1852	4305	4569	3998	3388	P/E	17	17	15	13	13
现金净增加额	-1316	484	915	-367	-128	P/B	1.5	2.1	1.9	1.8	1.7
						EV/EBITDA	15	9	9	9	9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn