

来水不佳影响公司业绩

长江电力 2011 年半年报点评

报告关键点:

- 二季度发电量同比下降
- 投资收益做贡献
- 三季度来水状况不佳
- 给予“增持—A”投资评级

报告摘要:

- 公布半年报: 公司2011年上半年共实现营业收入83.4亿元, 同比增长5.6%; 实现营业利润28.1亿元, 同比增长42.3%; 实现净利润26.9亿元, 同比增长35.6%; 实现归属于母公司所有者的净利润26.9亿元, 同比增长35.5%; 实现基本每股收益0.1628元。
- 二季度发电量同比下降: 虽然一季度发电量实现同比增加23.4%, 营业收入实现同比增加达20.6%, 但是由于二季度三峡地区来水状况较去年同期下降明显, 二季度发电量环比增加39%, 同比下降3.1%, 营业收入环比仅上升38.1%, 同比下降3.1%, 低于去年同期, 由于1季度发电量占比较低, 整个上半年发电量同比仅增加6.5%。
- 投资收益做贡献: 除去公司上半年发电量上升所贡献净利润增长外, 公司上半年出售了部分建行H股和西电股票, 从而获得约2.69亿元的投资收益; 另外, 公司通过滚动发行短期融资券, 降低了利率上升所造成的影响, 上半年财务费用下降了2.9亿元, 同比下降13%。
- 三季度来水状况不佳: 从历史情况来看, 不考虑投资收益影响, 3季度丰水期对于全年业绩的影响最大, 由于目前7、8月份来水状况不佳, 我们预计7-8月份三峡发电量同比下降约20%, 9月份预计同比下降约10%, 若保持四季度正常发电, 我们预计今年全年发电量将同比下降约5%。
- 地下电站收购: 三峡地下电站包括6台70万千瓦的发电机组, 公司拟分两次收购, 本次主要收购2011年投产的3台机组和完建的公用设施和专用设备, 收购价约为76.4亿元, 采用30%的首付款及70%负债的形式, 经测算, 本次收购对业绩增厚影响不大。
- 等待金沙江上游电站投产: 金沙江上游4座电站将在2012年左右陆续投产, 公司未来仍可通过收购进行快速扩张, 长期发展前景依然看好。但短期内业绩增长主要依靠财务费用的下降和出售股票、参股企业业绩增长带来的投资收益增加。
- 给予“增持—A”投资评级: 综合考虑公司发电量、投资收益等后, 预计公司2011年-2013年EPS分别为0.52元、0.58元和0.60元, 由于公司目前估值较低, 给予“增持—A”投资评级, 6个月目标价8.7元。
- 风险提示: 来水低于预期

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,015.0	21,880.2	21,326.3	22,740.6	22,740.6
Growth(%)	25.1%	98.6%	-2.5%	6.6%	0.0%
净利润	4,619.0	8,225.7	8,559.4	9,611.3	9,971.2
Growth(%)	17.5%	78.1%	4.1%	12.3%	3.7%
毛利率(%)	35.6%	38.5%	60.4%	61.3%	61.2%
净利润率(%)	41.9%	37.6%	40.1%	42.3%	43.8%
每股收益(元)	0.28	0.50	0.52	0.58	0.60
每股净资产(元)	3.75	4.01	4.32	4.72	5.13
市盈率	22.7	12.7	12.2	10.9	10.5
市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
净资产收益率(%)	7.5%	12.4%	12.0%	12.3%	11.8%
ROIC(%)			6.6%	7.7%	7.7%
EV/EBITDA	20.1	13.6	9.0	8.3	7.5
股息收益率	1.5%	2.7%	3.3%	2.8%	3.1%

评级:

增持-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

8.70 元

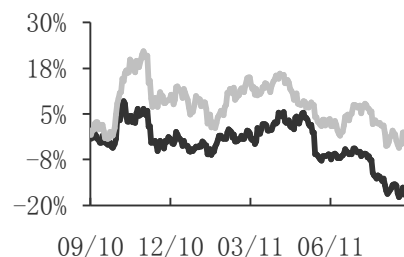
期限: 6 个月 上次预测: 12.00 元

现价(2011 年 08 月 31 日): 6.32 元

报告日期: 2011-08-31

总市值(百万元)	104,610.00
流通市值(百万元)	46,688.20
总股本(百万股)	16,500.00
流通股本(百万股)	7,364.07
12 个月最低/最高	6.21/8.77 元
十大流通股股东(%)	51.60%
股东户数	453,703

12 个月股价表现



— 长江电力 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.60)	(5.92)	(14.94)
绝对收益	(5.99)	(11.24)	(17.06)

张龙

 021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师

 zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

邵琳琳

 021-68763673
shaoll@essence.com.cn

前期研究成果

长江电力: 业绩逐季释放	2010-08-31
长江电力: 枯水期业绩正常下滑	2010-04-30
长江电力: 低风险的电力大盘股	2009-12-16

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-8-31		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	25.1%	98.6%	-2.5%	6.6%	0.0%	
减: 营业成本	7,096.2	13,455.1	8,452.5	8,789.8	8,815.0	营业利润增长率	12.4%	74.7%	9.8%	13.2%	4.3%	
营业税费	195.0	343.9	381.5	409.4	409.4	净利润增长率	17.5%	78.1%	4.1%	12.3%	3.7%	
销售费用	7.6	10.6	9.8	9.8	9.8	EBITDA 增长率	22.7%	89.7%	35.7%	4.5%	2.5%	
管理费用	423.9	459.1	467.4	490.7	515.3	EBIT 增长率	9.5%	81.1%	63.0%	6.4%	0.2%	
财务费用	1,851.6	4,305.1	3,343.4	2,897.9	2,450.4	NOPLAT 增长率				6.3%	0.2%	
资产减值损失	2.2	1.0	-	-	-	投资资本增长率	185.8%	8.1%	-9.3%	0.1%	-4.0%	
加: 公允价值变动收益	-0.0	-0.2	-	-	-	净资产增长率	64.7%	6.9%	7.6%	9.4%	8.6%	
投资和汇兑收益	1,109.7	357.9	970.6	774.2	848.3							
营业利润	5,028.6	8,782.9	9,642.3	10,917.2	11,389.0	利润率						
加: 营业外净收支	969.2	2,103.2	1,617.2	1,737.2	1,737.2	毛利率	35.6%	38.5%	60.4%	61.3%	61.2%	
利润总额	5,997.8	10,886.1	11,259.5	12,654.4	13,126.2	营业利润率	45.7%	40.1%	45.2%	48.0%	50.1%	
减: 所得税	1,378.8	2,660.5	2,700.1	3,043.1	3,155.0	净利润率	41.9%	37.6%	40.1%	42.3%	43.8%	
净利润	4,619.0	8,225.7	8,559.4	9,611.3	9,971.2	EBITDA/营业收入	66.0%	63.0%	87.7%	86.0%	88.1%	
资产负债表						EBIT/营业收入	39.9%	36.4%	60.9%	60.8%	60.9%	
货币资金	2,114.2	1,900.6	5,118.3	5,457.8	9,827.1	运营效率						
交易性金融资产	1,002.0	1.7	-	-	-	固定资产周转天数	2,973	2,281	2,309	2,172	2,114	
应收账款	1,305.5	1,364.5	3,806.6	4,059.0	4,059.0	流动营业资本周转天数	-120	-16	138	147	152	
应收票据	1,128.0	1,194.3	2,337.1	2,492.1	2,492.1	流动资产周转天数	183	102	169	220	260	
预付账款	33.6	4.9	13.4	22.2	31.0	应收账款周转天数	46	22	43	62	64	
存货	274.2	312.6	435.4	452.7	454.0	存货周转天数	8	5	7	7	8	
其他流动资产	0.0	1,781.1	1,781.1	1,781.1	1,781.1	总资产周转天数	3,589	2,627	2,736	2,640	2,633	
可供出售金融资产	6,887.5	7,227.7	6,869.9	6,869.9	6,869.9	投资资本周转天数	3,053	2,369	2,408	2,148	2,106	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	7,393.7	7,643.9	8,431.4	9,119.0	9,844.6	ROE	7.5%	12.4%	12.0%	12.3%	11.8%	
投资性房地产	66.3	78.4	-	-	-	ROA	2.9%	5.2%	5.1%	5.8%	6.0%	
固定资产	141,502.4	135,751.2	137,806.8	136,574.0	130,477.6	ROIC			6.6%	7.7%	7.7%	
在建工程	40.8	94.2	37.2	-19.8	-36.8	费用率						
无形资产	16.7	14.7	12.6	10.8	9.5	销售费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
其他非流动资产	95.9	91.5	25.0	25.0	25.0	管理费用率	3.8%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%	
资产总额	161,860.8	157,461.1	166,674.7	166,843.8	165,834.1	财务费用率	16.8%	19.7%	15.7%	12.7%	10.8%	
短期债务	1,006.5	25,991.8	66,159.5	67,230.8	67,208.7	三费/营业收入	20.7%	21.8%	17.9%	14.9%	13.1%	
应付账款	12,321.8	882.4	2,547.3	2,649.0	2,656.6	偿债能力						
应付票据	1,014.9	19.5	347.4	361.2	362.3	资产负债率	61.8%	58.0%	52.0%	47.6%	42.7%	
其他流动负债	12,883.0	32,328.3	1,625.3	1,625.3	1,625.3	负债权益比	161.6%	138.0%	108.3%	90.7%	74.4%	
长期借款	51,071.6	12,371.3	5,141.5	-2,552.0	-10,254.1	流动比率	0.22	0.11	0.19	0.20	0.26	
其他非流动负债	21,693.9	19,702.4	1,349.3	1,349.3	1,349.3	速动比率	0.20	0.11	0.18	0.19	0.25	
负债总额	99,991.7	91,295.6	77,170.3	70,663.7	62,948.1	利息保障倍数	2.38	1.85	3.88	4.77	5.65	
少数股东权益	9.3	5.2	5.2	5.2	5.2	分红指标						
股本	11,000.0	16,500.0	16,500.0	16,500.0	16,500.0	DPS(元)	0.09	0.17	0.21	0.18	0.20	
留存收益	50,859.8	49,660.3	54,719.7	61,423.8	68,130.4	分红比率	33.5%	34.0%	40.9%	30.2%	32.7%	
股东权益	61,869.0	66,165.5	71,224.9	77,929.0	84,635.6	股息收益率	1.5%	2.7%	3.3%	2.8%	3.1%	
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	4,619.0	8,225.7	8,559.4	9,611.3	9,971.2	EPS(元)	0.28	0.50	0.52	0.58	0.60	
加: 折旧和摊销	2,882.5	5,827.5	5,724.5	5,732.5	6,195.8	BVPS(元)	3.75	4.01	4.32	4.72	5.13	
资产减值准备	2.2	1.0	-	-	-	PE(X)	22.7	12.7	12.2	10.9	10.5	
公允价值变动损失	0.0	0.2	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	
财务费用	932.8	1,862.4	4,321.1	3,343.4	2,897.9	P/FCF	-5.9	227.7	-8.8	35.6	13.7	
投资收益	-1,109.7	-357.9	-970.6	-774.2	-848.3	P/S	9.5	4.8	4.9	4.6	4.6	
少数股东损益	1.8	0.6	-	-	-	EV/EBITDA	20.1	13.6	9.0	8.3	7.5	
营运资金的变动	380.4	-2,183.1	-1,665.8	-319.2	-1.6	CAGR(%)	27.7%	6.6%	5.4%	2.5%	1.9%	
经营活动产生现金流量	8,189.2	17,326.0	14,990.9	17,148.4	17,767.6	PEG	0.8	1.9	2.3	4.4	5.4	
投资活动产生现金流量	-23,722.3	-12,920.9	-7,178.5	-4,354.4	41.7	ROIC/WACC	1.6	1.1	0.9	1.1	1.1	
融资活动产生现金流量	14,924.5	-4,618.7	-22,972.1	-12,427.2	-13,439.2	REP	0.7	1.2	1.3	1.1	1.1	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034