

长江电力(600900)

研究员: 程鹏 执业证书编号: S0570510120044

☎ 025-83290916 ✉ chengpeng_htsc@hotmail.com

🌐 http://t.zhangle.com/4025

成长遇烦恼, 估值无优势

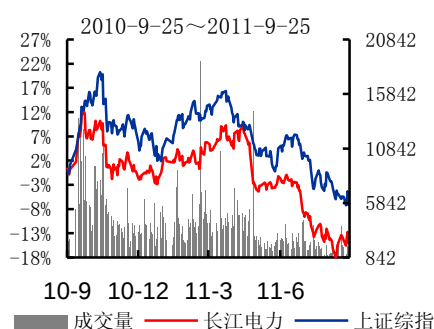
投资评级: 观望

电力 II

当前价格(元): 6.25

目标价格(元): 6.8

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 2009 年公司以定向增发+现金+承债的方式收购三峡电站 9#至 26#单机容量为 70 万千瓦的 18 台发电机组及对应的大坝、发电厂房、共用发电设施等主体发电资产, 三峡机组实现整体上市, 公司装机容量超过 2090 万千瓦, 装机规模位列电力上市公司第五位。

◆ 公司 8 月 30 日公告了收购地下电站的关联交易方案, 地下电站用于汛期发电, 合计 420 万千瓦, 作价 120 亿, 相当于每千瓦 2860 元, 但地下电站设计发电量 35.11 亿千瓦时, 对应单位电能投资 3.42 元/千瓦时, 远高于此前 26 台机组平均 1.69 元/千瓦时的单位电能投资成本。

◆ 公司上半年总发电量约 390.84 亿千瓦时, 较上年同期增加 6.46%。其中, 三峡电站完成发电量约 319.16 亿千瓦时, 较上年同期增加 7.26%; 葛洲坝电站完成发电量约 71.68 亿千瓦时, 较上年同期增加 3.06%。分季度看, 一季度发电量同比增长 23%, 而二季度同比下降 3%。从历史情况来看, 3 季度丰水期对于全年业绩的影响最大, 我们预计 3 季度葛洲坝-三峡发电量同比下降约 10%-20%, 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 1.97%-6.3%。

◆ 2011-2013 年公司营业收入分别达到 196.76 亿、221.76 亿、221.76 亿, 实现每股收益分别为 0.4 元、0.47 元、0.48 元, 考虑市场的整体低迷, 公司估值优势不明显, 给予公司“观望”评级, 合理价格区间为 6-7.5 元, 3 个月目标价为 6.8 元。

公司基本资料

总股本(万)	1650000.00
流通 A 股(万)	736406.97
52 周内股价区间(元)	6.0-8.77
总市值(亿)	1031.25
总资产(亿)	1545.21
每股净资产(元)	3.87

主要经营指标预测

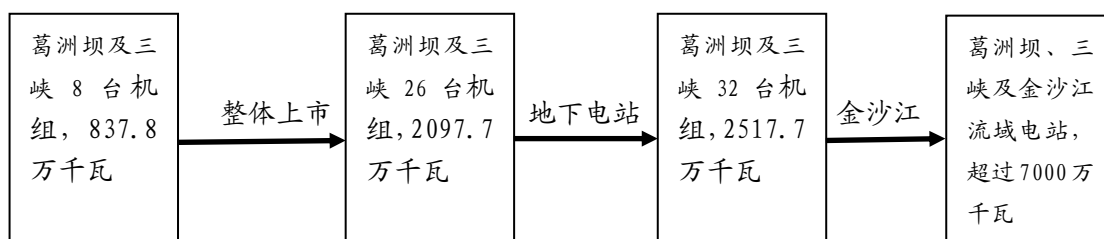
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	218.80	196.77	221.76	221.76
+/-%	98.64	-10.07	12.7	0
净利润(百万)	8225.07	6512.82	7673.49	7931.96
+/-%	78.08	-20.82	17.82	3.37
EPS(元)	0.50	0.4	0.47	0.48
P/E	12.54	15.83	13.44	13.00

水电巨人的成长烦恼

◆ 并购成就水电巨人，地电估值偏高

2009年公司以定向增发+现金+承债的方式收购三峡电站9#至26#单机容量为70万千瓦的18台发电机组及对应的大坝、发电厂房、共用发电设施等主体发电资产，三峡机组实现整体上市，公司装机容量超过2090万千瓦，装机规模位列电力上市公司第五位。

图表 1 公司水电业务拓展路径



资料来源：华泰证券

剔除气候异常的影响，长江电力的盈利能力及稳定性都明显要强于同行。从长期来看，水电作为一种清洁能源，资源优势不可复制，而未来上网电价还有较大的提升空间，是一种典型的优质资源。

表格 1 公司历次收购三峡机组情况 单位：万千瓦、亿元、元/千瓦、元/千瓦时

收购日期	收购内容	装机容量	交易总价	单位装机投资	单位电能投资
2003/8/31	三峡工程首批投产的 2#、3#、5#、6#四台机组	280	187.00	6679	1.43
2005/3/3	三峡工程已投产发电的 1#和 4#机组	140	98.37	7026	1.51
2007/5/31	三峡工程投产发电的 7#、8#两台发电机组	140	104.42	7459	1.60
2009/9/28	三峡工程发电资产中 9#—26#共 18 台发电机组及对应的大坝、发电厂房等生产配套设施	1260	1043.00	8278	1.78
平均				7827	1.69
2011/8/31	三峡地下电站第一批资产，主要包括 30 #、31 #、32 #机组以及已完建公共设施及专用设备	210	76.35	3636	4.35
计划	三峡地下电站第二批资产，主要包括 27 #、28 #、29 #机组以及已完建公共设施及专用设备	210	43.65	2079	2.49

资料来源：华泰证券

公司8月30日公告了收购地下电站的关联交易方案，地下电站用于汛期发电，合计420

万千瓦，作价120亿，相当于每千瓦2860元，但地下电站设计发电量35.11亿千瓦时，对应单位电能投资3.42元/千瓦时，远高于此前26台机组平均1.69元/千瓦时的单位电能投资成本。

◆ 丰水期来水不佳，3季报业绩堪忧

公司上半年总发电量约390.84亿千瓦时，较上年同期增加6.46%。其中，三峡电站完成发电量约319.16亿千瓦时，较上年同期增加7.26%；葛洲坝电站完成发电量约71.68亿千瓦时，较上年同期增加3.06%。分季度看，一季度发电量同比增长23%，而二季度同比下降3%。从历史情况来看，3季度丰水期对于全年业绩的影响最大，我们预计3季度葛洲坝-三峡发电量同比下降约10%-20%，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1.97%-6.3%。

表格 2 公司 2010 年以来单季度发电量 单位：亿千瓦时

电厂名称	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度
三峡	106.71	190.86	377.49	168.64	133.79	185.37
葛洲坝	25.78	43.77	58.31	34.55	29.75	41.93
合计	132.49	234.63	435.8	203.19	163.54	227.3

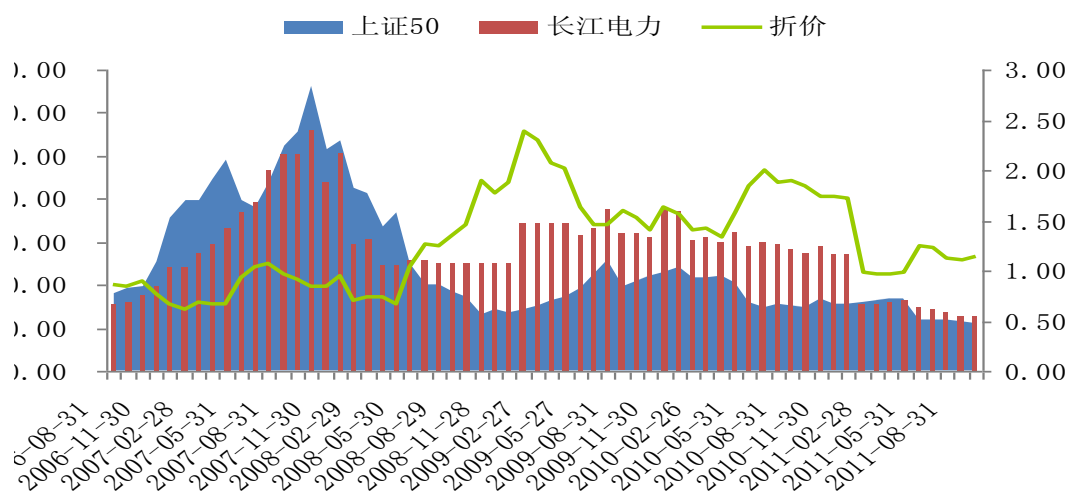
资料来源：华泰证券

市场整体低迷，公司估值无优势

2010年由于水电行业资产重组预期影响，整体估值水平偏高，PE水平高于30倍。目前，水电行业15.73倍PE水平相对公司12.54倍PE水平已大幅回归，公司在行业中的估值优势逐步消失。

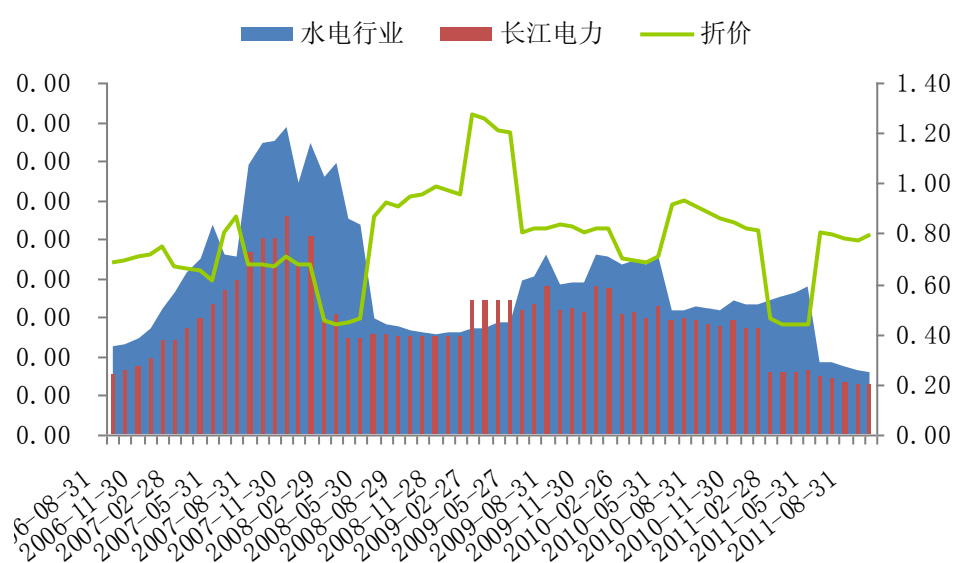
同时，由于市场低迷，以上证50为代表的大盘蓝筹PE水平明显回落，目前上证50市盈率为11倍，较公司PE水平还折价约13%，公司在大盘蓝筹中无估值优势。

图表 2 上证 50 指数与长江电力估值走势



资料来源：WIND，华泰证券

图表 3 水电行业与长江电力估值走势



资料来源：WIND，华泰证券

盈利预测与评级

◆ 基本预测

(1) 2011 年 3 季度发电量回落 20%，4 季度恢复正常，2012-2013 年，公司实现 1100 亿千瓦时发电量；

(2) 由于地下电站对公司盈利影响较小，未纳入测算；

公司评级：买入

2011-2013 年公司营业收入分别达到 196.76 亿、221.76 亿、221.76 亿，实现每股收益分别为 0.4 元、0.47 元、0.48 元，考虑市场的整体低迷，公司估值优势不明显，给予公司“观望”评级，合理价格区间为 6-7.5 元，3 个月目标价为 6.8 元。

表格 3 盈利预测表

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2011E	2012E	2013E	会计年度	2011E	2012E	2013E
流动资产	4550	4842	4842	营业收入	19677	22176	22176
现金	1901	1901	1901	营业成本	8855	8870	8870
应收账款	1213	1367	1367	营业税金及附加	309	349	349
其它应收款	14	16	16	营业费用	9	11	11
预付账款	5	5	5	管理费用	462	466	466
存货	341	342	342	财务费用	4020	4334	3989
其他	1076	1212	1212	资产减值损失	0	0	0
非流动资产	146399	142684	138952	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	8144	8644	9144	投资净收益	800	400	400
固定资产	131608	127422	123207	营业利润	6821	8547	8892
无形资产	9	3	-3	营业外收入	1543	1699	1699
其他	6639	6615	6603	营业外支出	15	15	15
资产总计	150949	147527	143794	利润总额	8350	10231	10576
流动负债	51417	48555	45878	所得税	1837	2558	2644
短期借款	48908	46046	43369	净利润	6513	7673	7932
应付账款	94	94	94	少数股东损益	0	0	0
其他	2415	2415	2415	归属母公司净利润	6513	7673	7932
非流动负债	31074	27074	23074	EBITDA	15537	17595	17613
长期借款	11371	7371	3371	EPS (元)	0.39	0.47	0.48
其他	19702	19702	19702	主要财务比率			
负债合计	82491	75629	68952	会计年度	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	5	5	5	成长能力			
股本	16500	16500	16500	营业收入	-10.1%	12.7%	0.0%
资本公积	32012	32012	32012	营业利润	-22.3%	25.3%	4.0%
留存收益	19941	23381	26325	归属于母公司净利润	-20.8%	17.8%	3.4%
归属母公司股东权益	68453	71893	74837	获利能力			
负债和股东权益	150949	147527	143794	毛利率	55.0%	60.0%	60.0%
现金流量表				净利率	33.1%	34.6%	35.8%
单位: 百万元				ROE	9.5%	10.7%	10.6%
会计年度	2011E	2012E	2013E	ROIC	8.2%	10.0%	10.4%
经营活动现金流	16240	16029	16253	偿债能力			
净利润	6513	7673	7932	资产负债率	54.6%	51.3%	48.0%
折旧摊销	4696	4715	4733	净负债比率	73.07%	70.63%	67.79%
财务费用	4020	4334	3989	流动比率	0.09	0.10	0.11
投资损失	-800	-400	-400	速动比率	0.08	0.09	0.10
营运资金变动	1819	-293	0	营运能力			
其它	-8	0	0	总资产周转率	0.13	0.15	0.15
投资活动现金流	787	-600	-600	应收账款周转率	15	17	16
资本支出	500	500	500	应付账款周转率	97.51	94.74	94.66
长期投资	-306	500	500				

其他	981	400	400	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	-17027	-15429	-15653	每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.47	0.48
短期借款	22917	-2862	-2677	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.98	0.97	0.99
长期借款	-1000	-4000	-4000	每股净资产 (最新摊薄)	4.15	4.36	4.54
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	15.83	13.44	13.00
其他	-38943	-8567	-8977	P/B	1.51	1.43	1.38
现金净增加额	0	0	0	EV/EBITDA	11	10	10

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。