

长江电力（600900）2010 年年报及 2011 年 1 季报点评

季报业绩大幅增长 外延扩张值得期待

投资要点

- ❖ **2010 年报 0.50 元，2011 年 1 季报 0.04 元，符合预期。**2010 年公司完成发电量 1,006 亿 kWh，同比增 95.9%（主要由于 2009 年 9 月实施重大资产重组导致，可比电量提高约 4.7%），主营收入同比增 98.6%，毛利率提高 3.8 个百分点至 61.9%，净利润同比增 78.1%，EPS 为 0.50 元，符合预期；分配方案为 10 派 2.56 元。2011 年 1 季度，受 175 米蓄水完成水头提高影响，主营收入同比升 20.6%，毛利率同比增 6.4 个百分点至 44.4%，净利润同比大增 443.4%，EPS 为 0.04 元，符合预期。
- ❖ **175 米蓄水完成助推业绩增长。**2010 年三峡机组首次达到 175 米设计蓄水水位，机组真实盈利能力也将随水头提高在 2011 年得以充分展现。按三峡电站多年平均来水，同时以蓄水至 175 米后的各月平均水头估算，我们预计三峡机组蓄水后的年均发电量有望超 900 亿 kWh，显著高于 847 亿 kWh 的设计值。按三峡机组约 0.26 元/kWh 平均电价测算，考虑水资源和库区维护费影响，电量每提高 50 亿 kWh 将增厚公司 EPS 约 0.05 元。
- ❖ **清洁能源扩张捷报频传，地下电站收购有望启动。**2010 年底公司与俄罗斯第二大电力公司 EuroSibEnergo 签订《合作框架协议》，双方拟共同开发俄罗斯水电资源，同时公司拟作为基石投资者参与其 IPO；另外，公司拟投资 21 亿港元参与中电新能源配股并成为第一大股东，进一步将清洁能源资产拓展至风电、天然气及垃圾发电领域。此外，集团已承诺在首批机组投产发电前将地下电站（6×700MW）出售给公司，鉴于目前首台机组已进入试运行阶段，后续收购将进一步提升公司装机规模及盈利能力。
- ❖ **风险因素：**水资源费、增值税返还及移民补偿费等政策变动将影响公司盈利；来水情况将决定公司年度业绩。
- ❖ **维持“买入”评级：**三峡 175 米蓄水目标顺利实现，2011 年公司真实盈利能力将首次展现；频繁收购助推清洁能源业务扩张。在未考虑收购地下电站及金沙江下游资产前提下，预计公司 2011~2013 年 EPS 为 0.59/0.61/0.64 元，对应 P/E 为 13.9/13.5/12.9 倍。结合 DCF 估值和现价对应的股息率约 3.6%，我们继续维持对公司 11.7 元的目标价位和“买入”评级。

| 项目/年度 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,015 | 21,880 | 23,885 | 23,885 | 23,885 |
| 增长率 YoY% | 25.1 | 98.6 | 9.2 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润(百万元) | 4,617 | 8,225 | 9,754 | 10,092 | 10,560 |
| 增长率 YoY% | 17.5 | 78.1 | 18.6 | 3.5 | 4.6 |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.42 | 0.50 | 0.59 | 0.61 | 0.64 |
| 市场一致预期 EPS(元) | 0.42 | 0.50 | 0.51 | 0.55 | |
| 毛利率% | 58.1 | 61.9 | 62.0 | 62.0 | 62.0 |
| 净资产收益率 ROE% | 7.5 | 12.4 | 13.6 | 13.1 | 12.8 |
| 每股净资产(元) | 5.62 | 4.01 | 4.35 | 4.66 | 5.00 |
| PE | 19.6 | 16.5 | 13.9 | 13.5 | 12.9 |
| PB | 1.5 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2011 年 4 月 29 日收盘价

买入（维持）

当前价：8.23 元

目标价：11.70 元

中信证券研究部

吴非

中信证券公用事业及环保行业首席分析师，《新财富》07~10 年电力公用事业行业最佳分析师。

电话：021-68761840

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

王海旭

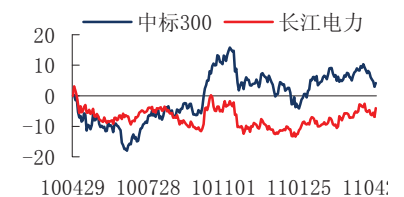
中信证券公用事业及环保行业分析师，《新财富》09 年电力公用事业行业最佳分析师。

邮件：wanghx@citics.com

电话：021-68762230

执业证书编号：S1010510120066

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

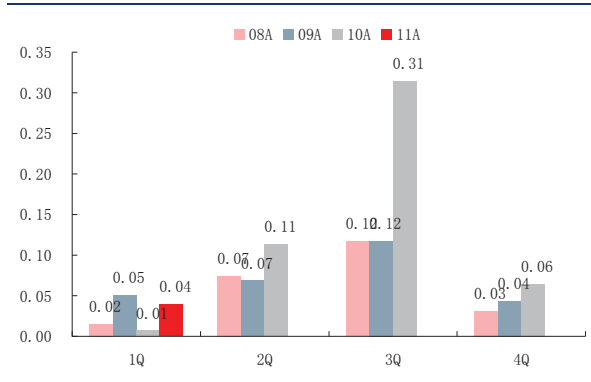
主要数据

| | |
|-------------|------------------|
| 中标 300 指数 | 2691.04 点 |
| 总股本/流通股本 | 16,500/7,364 百万股 |
| 近 12 月最高/最低 | 8.83 元/7.43 元 |
| 近 1 月绝对涨幅 | 3.39% |
| 近 6 月绝对涨幅 | 1.23% |
| 今年以来绝对涨幅 | 8.72% |
| 12 个月日均成交额 | 344.06 百万元 |

相关研究

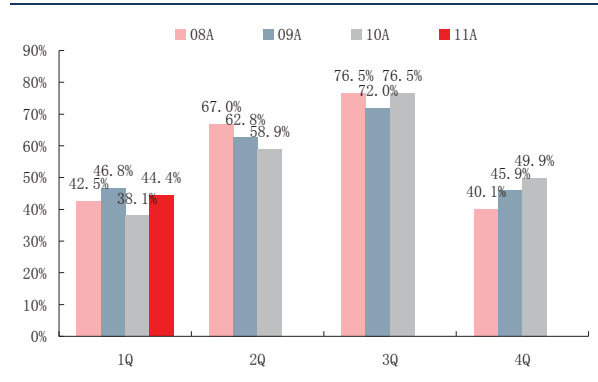
- 1、《清洁能源扩张再下一城——公司重大事项点评》..... 2011-1-25
- 2、《三峡迎来“成人礼”，真实盈利即将展现——10 年 3 季报点评》..... 2010-10-30
- 3、《季报超预期已成定局，中俄巨头联手促成长——公司重大事项点评》 2010-10-11

图 1：2008~2011 年公司单季摊薄后 EPS



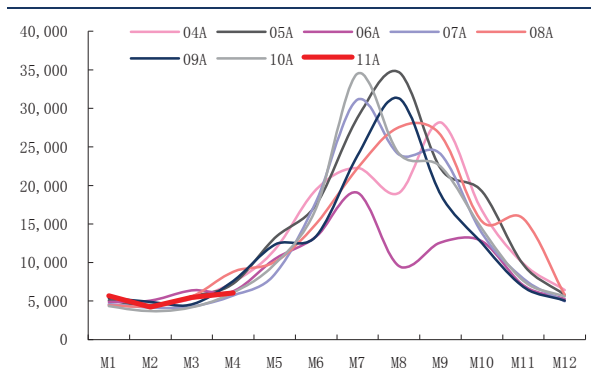
资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 2：2008~2011 年公司单季毛利率



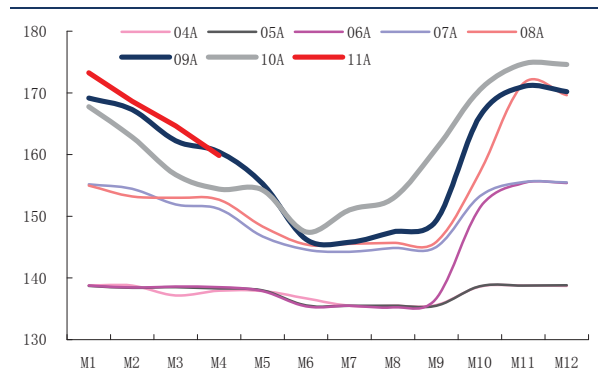
资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 3：2004~2011 年三峡月度入库流量均值



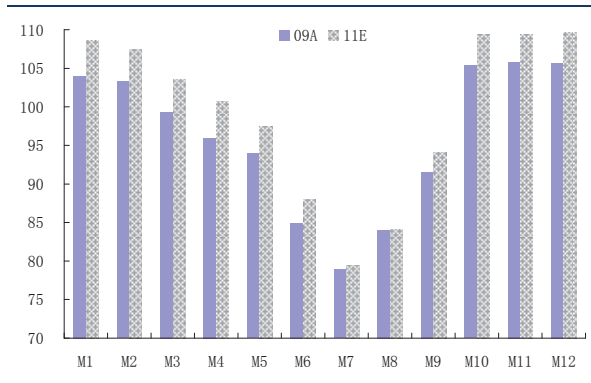
资料来源：三峡集团、中信证券研究部

图 4：2004~2011 年三峡月度上游水位均值



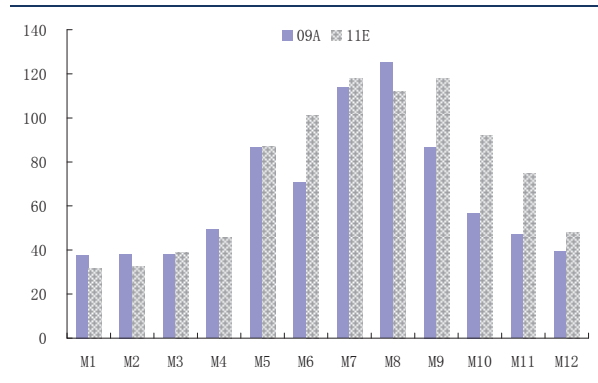
资料来源：三峡集团、中信证券研究部

图 5：2009~2011 年三峡电站各月水头及预测



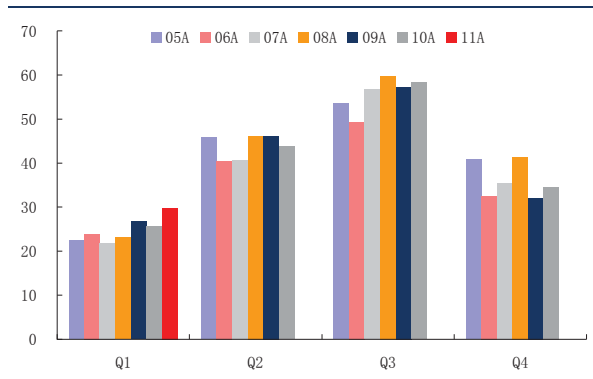
资料来源：三峡集团。中信证券研究部预测

图 6：2009~2011 年年三峡电站各月发电量情况及预测



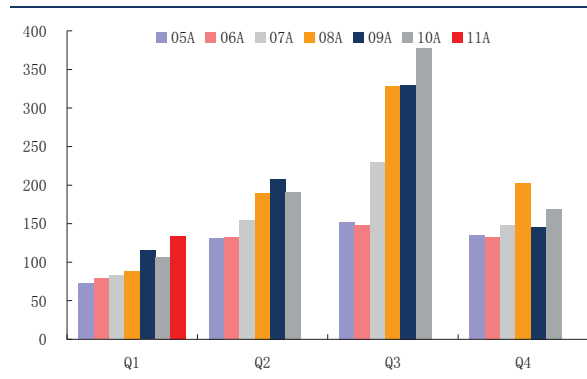
资料来源：三峡集团。中信证券研究部预测

图 7：2005~2011 年葛洲坝电站各季度发电量



资料来源：三峡集团。中信证券研究部

图 8：2005~2011 年三峡电站各季度发电量



资料来源：三峡集团。中信证券研究部

盈利预测假设及敏感性分析

- 发电量：2011~2013 年葛洲坝均为 170 亿 kWh，三峡均为 915 亿 kWh；
- 上网电价：葛洲坝 0.20 元/kWh，三峡 0.263 元/kWh；
- 所得税：2011~2013 年均为：25%。

表 1：2011 年长江电力业绩对利用小时及电价敏感性分析

| 利用小时\电价 | -4.0% | -2.0% | 0.0% | 2.0% | 4.0% |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| -10.0% | 0.44 | 0.46 | 0.48 | 0.50 | 0.52 |
| -5.0% | 0.49 | 0.51 | 0.54 | 0.56 | 0.58 |
| 0.0% | 0.55 | 0.57 | 0.59 | 0.61 | 0.64 |
| 5.0% | 0.60 | 0.62 | 0.65 | 0.67 | 0.69 |
| 10.0% | 0.65 | 0.68 | 0.70 | 0.73 | 0.75 |

资料来源：中信证券研究部

| 利润表 | | | | | | 资产负债表 | | | | | |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (百万元) | | | | | | (百万元) | | | | | |
| 指标名称 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 指标名称 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入 | 11,015 | 21,880 | 23,885 | 23,885 | 23,885 | 货币资金 | 2,114 | 1,901 | 2,150 | 2,150 | 2,150 |
| 营业成本 | 4,616 | 8,335 | 9,065 | 9,068 | 9,068 | 存货 | 274 | 313 | 544 | 544 | 544 |
| 毛利率 | 58.1% | 61.9% | 62.0% | 62.0% | 62.0% | 应收账款 | 1,286 | 1,349 | 2,627 | 2,627 | 2,627 |
| 营业税金及附加 | 195 | 344 | 382 | 382 | 382 | 其他流动资产 | 2,183 | 2,998 | 3,612 | 3,612 | 3,612 |
| 营业费用 | 8 | 11 | 12 | 12 | 12 | 流动资产 | 5,857 | 6,560 | 8,933 | 8,933 | 8,933 |
| 营业费用率 | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 固定资产 | 141,502 | 135,751 | 130,020 | 124,192 | 118,364 |
| 管理费用 | 424 | 459 | 525 | 525 | 525 | 长期股权投资 | 7,394 | 7,644 | 9,419 | 9,419 | 9,419 |
| 管理费用率 | 3.8% | 2.1% | 2.2% | 2.2% | 2.2% | 无形资产 | 17 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 财务费用 | 1,852 | 4,305 | 4,256 | 3,931 | 3,431 | 其他长期资产 | 7,091 | 7,492 | 8,762 | 10,062 | 11,304 |
| 财务费用率 | 16.8% | 19.7% | 17.8% | 16.5% | 14.4% | 非流动资产 | 156,003 | 150,901 | 148,215 | 143,688 | 139,101 |
| 投资收益 | 1,110 | 358 | 949 | 1,045 | 1,138 | 资产总计 | 161,861 | 157,461 | 157,148 | 152,621 | 148,034 |
| 营业利润 | 5,029 | 8,783 | 10,594 | 11,012 | 11,605 | 短期借款 | 1,007 | 25,992 | 55,350 | 48,557 | 41,296 |
| 营业利润率 | 45.7% | 40.1% | 44.4% | 46.1% | 48.6% | 应付账款 | 57 | 88 | 136 | 136 | 136 |
| 营业外收入 | 977 | 2,118 | 2,096 | 2,096 | 2,096 | 其他流动负债 | 26,162 | 33,142 | 959 | 959 | 959 |
| 营业外支出 | 8 | 15 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 27,226 | 59,222 | 56,445 | 49,652 | 42,391 |
| 利润总额 | 5,998 | 10,886 | 12,690 | 13,108 | 13,701 | 长期负债 | 51,072 | 12,371 | 11,138 | 10,024 | 9,022 |
| 所得税 | 1,379 | 2,660 | 2,935 | 3,016 | 3,141 | 其他长期负债 | 21,694 | 19,702 | 17,866 | 16,030 | 14,193 |
| 所得税率 | 28.2% | 25.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 非流动性负债 | 72,765 | 32,074 | 29,004 | 26,054 | 23,215 |
| 少数股东损益 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 99,992 | 91,296 | 85,449 | 75,706 | 65,606 |
| 归属于母公司净利润 | 4,617 | 8,225 | 9,754 | 10,092 | 10,560 | 股本 | 11,000 | 16,500 | 16,500 | 16,500 | 16,500 |
| 净利率 | 41.9% | 37.6% | 40.8% | 42.3% | 44.2% | 资本公积 | 37,894 | 32,012 | 32,012 | 32,012 | 32,012 |
| | | | | | | 股东权益合计 | 61,869 | 66,166 | 71,699 | 76,915 | 82,428 |
| | | | | | | 少数股东权益 | 9 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | | | | | | 负债股东权益总计 | 161,861 | 157,461 | 157,148 | 152,621 | 148,034 |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 主要财务指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| | | | | | | 增长率 (%) | | | | | |
| | | | | | | 营业收入 | 25.1 | 98.6 | 9.2 | - | - |
| | | | | | | 营业利润 | 12.4 | 74.7 | 20.6 | 4.0 | 5.4 |
| | | | | | | 净利润 | 17.5 | 78.1 | 18.6 | 3.5 | 4.6 |
| | | | | | | 利润率 (%) | | | | | |
| | | | | | | 毛利率 | 58.1 | 61.9 | 62.0 | 62.0 | 62.0 |
| | | | | | | EBIT Margin | 52.4 | 58.2 | 58.2 | 58.2 | 58.2 |
| | | | | | | EBITDA Margin | 78.6 | 84.8 | 82.6 | 82.6 | 82.6 |
| | | | | | | 净利率 | 41.9 | 37.6 | 40.8 | 42.3 | 44.2 |
| | | | | | | 回报率 (%) | | | | | |
| | | | | | | 净资产收益率 | 7.5 | 12.4 | 13.6 | 13.1 | 12.8 |
| | | | | | | 总资产收益率 | 2.9 | 5.2 | 6.2 | 6.6 | 7.1 |
| | | | | | | 其他 (%) | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 61.8 | 58.0 | 54.4 | 49.6 | 44.3 |
| | | | | | | 所得税率 | 28.2 | 25.3 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| | | | | | | 股息率 | 2.2 | 3.0 | 3.1 | 3.6 | 3.7 |

资料来源：中信数量化投资分析系统

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|------|----------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准； | 买入 | 相对中标 300 指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间； |
| | 持有 | 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间； |
| | 卖出 | 相对中标 300 指数跌幅 10%以上； |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅； | 强于大市 | 相对中标 300 指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对中标 300 指数跌幅 10%以上 |

| | 北京 | 上海 | 深圳 | 中信证券国际有限公司 |
|-----|-----------------------------------|---|---------------------------------------|--------------------------|
| 地址: | 中国北京市朝阳区新源南路 6 号 京城大厦 (100004) | 上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122) | 深圳市深南大道 7088 号招商银 行大厦 A 层 (518040) | 香港中环添美道 1 号中信大 厦 26 楼 |

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区送发研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000)制作。按照《1934年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。