



电量大增或促全年业绩超预期

中信证券研究部

2015年1月5日

姓名：崔霖
电话：021-20262124
邮件：cuil@citics.com
执业证书编号：S1010513080002

姓名：王海旭
电话：021-20262112
邮件：wanghx@citics.com
执业证书编号：S1010510120063

投资评级

事项：

买入（维持）
当前价：10.67 元
目标价：11.20 元

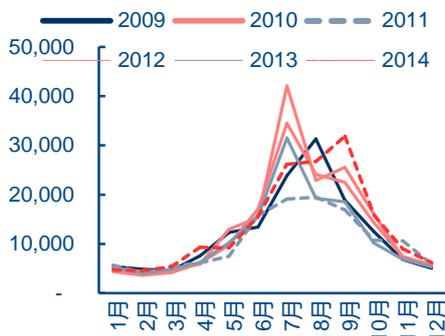
公司公告，截至 2014 年 12 月 31 日，长江上游来水量约 4,380 亿立方米，较上年同期偏丰 19.09%，公司 2014 年总发电量约 1,166 亿 kWh，较上年同期增加 18.15%。

评论：

来水持续偏好，电量大增有望促全年业绩超预期

7 月汛期以来，长江来水持续偏好，全年来水较 2013 年偏丰约 19.1%，从而推动公司全年发电量同比增 18.2%。我们根据发电量测算，预计全年业绩有望超出预期，上调 2014 年盈利预测至 0.73 元（原为 0.67）。

图 1：2009~2014 年三峡月度入库流量均值



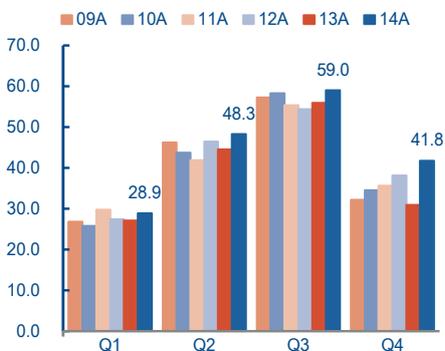
资料来源：三峡集团、中信证券研究部

图 2：2009~2014 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 3：2009~2014 年葛洲坝电站各季度发电量



资料来源：公司公告、中信证券研究部

图 4：2009~2014 年三峡电站各季度发电量



资料来源：公司公告、中信证券研究部

携手中核开启“水、核”互补新模式，清洁能源发展又添新领域

公司 8 月公告，拟以 1.6 亿元向三峡集团收购桃花江核电（规划装机 $4 \times 1,000\text{MW}$ ，一期 $2 \times 1,000\text{MW}$ ）20% 股权，这标志着公司作为三峡集团境内核电业务唯一平台迈出实质步伐，并将形成未来新的利润增长点。对于公司而言，水电良好现金流回报以及目前仅 44.9% 负债率，与核电领域投资期长、回报稳定特点可以形成良好的互补发展新模式；此外，除核电项目投资外，预计未来进一步参与中核集团的核燃料产业领域投资也值得期待。

向家坝、溪洛渡电站注入启动可期

集团持股 70% 的向家坝（6,400MW）、溪洛渡（13,860MW）已于 2014 年 7 月全部投产，两项目以外送华东及南方地区为主，同时核准上网电价 0.3482 元/kWh 相对较高，盈利能力突出。结合三峡集团发布的《避免同业竞争承诺函》关于“承诺中国长江三峡集团在作为公司控股股东期间不直接或间接在中国境内或境外从事与公司营业执照载明的主营业务构成竞争或可能构成竞争的业务”的承诺以及 2011 年股东大会资料中“积极响应和参与溪洛渡、向家坝发电资产收购方案，避免同业竞争并减少关联交易”的陈述，上述资产注入值得期待。

风险因素：

来水情况将决定公司年度业绩；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长期盈利。

维持“买入”评级

考虑到 2014 年电量好于预期，我们上调 2014 年盈利预测至 0.73 元（原为 0.67 元）；2015 年及以后假设来水回落至正常水平，维持 2015~2016 年 0.70/0.66 元的盈利预测不变，目前股价对应 P/E 为 12.2/11.9/12.5 倍。从估值来看，携手中核集团进入核电领域将为公司清洁能源发展开拓新模式，水电现金流稳定以及 A 股标的稀缺性在“沪港通”过程中将促板块从 P/E 估值向 DCF 估值切换，集团资产注入预期则将成为另一提升估值的重要因素。综合以上因素，按 DCF 估值结果，给予短期目标价 11.2 元，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测及估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,782	22,698	26,667	25,422	25,422
增长率 YoY%	24.5	-12.0	17.5	-4.7	0.0
净利润(百万元)	10,352	9,071	11,977	11,499	10,942
增长率 YoY%	34.4	-12.4	32.0	-4.0	-4.8
每股收益 EPS(基本)(元)	0.63	0.55	0.73	0.70	0.66
净资产收益率 ROE%	13.8	11.6	14.0	12.6	11.4
PE	17.0	19.4	14.7	15.3	16.1
PB	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	25,782	22,698	26,667	25,422	25,422
营业成本	9,359	9,535	9,883	9,876	9,926
毛利率	63.7%	58.0%	62.9%	61.2%	61.0%
营业税金及附加	490	403	533	508	508
营业费用	8	7	13	13	13
营业费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
管理费用	559	542	571	571	571
管理费用率	2.2%	2.4%	2.1%	2.2%	2.2%
财务费用	4,634	3,787	3,568	2,919	2,741
财务费用率	18.0%	16.7%	13.4%	11.5%	10.8%
投资收益	1,018	1,361	1,277	1,302	1,368
营业利润	11,451	9,703	13,376	12,836	13,030
营业利润率	44.4%	42.7%	50.2%	50.5%	51.3%
营业外收入	2,138	2,060	2,283	2,171	1,206
营业外支出	13	33	0	0	0
利润总额	13,577	11,730	15,659	15,007	14,236
所得税	3,224	2,659	3,682	3,508	3,294
所得税率	25.7%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	10,352	9,071	11,977	11,499	10,942
净利率	40.2%	40.0%	44.9%	45.2%	43.0%
每股收益 (元)(基本)	0.63	0.55	0.73	0.70	0.66

现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	10,352	9,071	11,977	11,499	10,942
少数股东损益	1	0	0	0	0
折旧和摊销	6,146	6,302	6,305	6,315	6,315
营运资金变动	1,047	169	-177	120	-1
其他	3,915	2,550	2,304	1,617	1,373
经营现金流	21,461	18,091	20,410	19,551	18,629
资本支出	-4,067	-771	-1,322	-1,237	-1,174
投资收益	445	437	1,277	1,302	1,368
资产变卖	4	12	0	0	0
其他	-412	866	0	0	0
投资现金流	-4,031	544	-45	65	194
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-10,769	-8,453	-11,321	-1,203	-1,082
股息支出	-8,810	-9,407	-8,195	-8,908	-8,490
其他	-60	-59	0	0	0
融资现金流	-19,638	-17,919	-19,517	-10,111	-9,573
现金及现金等价物 变动	-2,208	716	849	9,506	9,250

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,548	2,264	3,113	12,618	21,869
存货	422	451	457	456	459
应收账款	1,447	1,406	1,574	1,501	1,501
其他流动资产	1,234	937	1,111	1,062	1,062
流动资产	4,651	5,058	6,255	15,637	24,890
固定资产	135,352	129,672	123,699	117,384	111,069
长期股权投资	8,879	8,796	8,796	8,796	8,796
无形资产	39	51	51	51	51
其他长期资产	6,312	6,029	7,019	8,256	9,430
非流动资产	150,582	144,549	139,566	134,488	129,347
资产总计	155,233	149,607	145,821	150,125	154,237
短期借款	35,000	27,000	17,000	17,000	17,000
应付账款	127	222	182	182	183
其他流动负债	14,588	11,566	11,778	11,774	11,775
流动负债	49,715	38,789	28,960	28,957	28,958
长期负债	11,223	13,347	12,026	10,823	9,741
其他长期负债	19,408	19,290	19,290	19,290	19,290
非流动性负债	30,631	32,637	31,316	30,113	29,031
负债合计	80,346	71,426	60,276	59,070	57,989
股本	16,500	16,500	16,500	16,500	16,500
资本公积	31,110	30,814	30,814	30,814	30,814
股东权益合计	74,887	78,181	85,545	91,055	96,248
少数股东权益	7	2	2	2	2
负债股东权益总计	155,233	149,607	145,821	150,125	154,237

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	24.5	-12.0	17.5	-4.7	-
营业利润	36.6	-15.3	37.9	-4.0	1.5
净利润	34.4	-12.4	32.0	-4.0	-4.8
利润率(%)					
毛利率	63.7	58.0	62.9	61.2	61.0
EBITMargin	59.6	53.8	58.7	56.9	56.7
EBITDAMargin	83.4	81.6	82.4	81.7	81.5
净利率	40.2	40.0	44.9	45.2	43.0
回报率(%)					
净资产收益率	13.8	11.6	14.0	12.6	11.4
总资产收益率	6.7	6.1	8.2	7.7	7.1
其他(%)					
资产负债率	51.8	47.7	41.3	39.3	37.6
所得税率	25.7	25.6	25.6	25.6	25.6
股息率	2.4	3.1	2.6	3.4	3.3

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(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。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的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，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。