

重剑无锋、大巧不工，成就全球价值典范 买入（首次）

2020年02月23日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

18811311450

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	51,214	50,051	51,232	51,343
同比 (%)	2.13%	-2.27%	2.36%	0.22%
归母净利润 (百万元)	22,611	21,560	22,595	22,841
同比 (%)	1.57%	-4.65%	4.80%	1.09%
每股收益 (元/股)	1.03	0.98	1.03	1.04
P/E (倍)	17.06	17.89	17.07	16.88

投资要点

■ **历史复盘：业绩和估值决定超额收益，新冠疫情冲击下超额收益有望体现：**我们通过复盘公司自上市以来具备显著超额收益的6个时间区间，总结出：1) 长期来看，公司超额收益来自于资产收购及注入、水电投资防御属性、外资涌入下的估值重塑；2) 短期来看，公司超额收益主要受来水丰枯和电价调整预期的影响。其中，在2010-2011年的滞胀时期，公司的超额收益体现，因此，结合2020年以来我国的宏观经济运行处于增速下台阶、通胀率逐步上升的阶段，且年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情可能会进一步加大对于宏观经济的冲击，公司作为具有“类债券”属性的资产，业绩稳定、高分红高股息率，有望体现出显著的超额收益。

■ **资产注入：乌、白资产注入后将增厚公司EPS，税率调整对业绩影响有限：**1) 装机：根据我们的测算，乌东德和白鹤滩电站资产注入后，将贡献2620万千瓦增量装机，相比原有规模提升57.59%；贡献1014亿千瓦时增量电量，相比原有规模提升52.84%；有望实现收入247.50亿元、毛利为139.80亿元、归母净利润为73.90亿元，相当于公司2019年业绩(215.60亿元)的34.27%；同时，“四库联调”变成“六库联调”，节水电量有望再增加100亿千瓦时，达到200亿千瓦时左右。2) 电价：2017、2018年公司市场化交易电量占比仅为7.9%、11.0%，考虑到公司售电目标地区经济水平较为发达，对电价承受能力较强，预计未来电价下行幅度有限。3) 税率：公司的增值税退税政策已于2017年到期，所得税优惠政策将于2020年到期，税率调整后川云公司将减少净利润约7.47亿元，占比2018年公司净利润总额为3.30%，对业绩影响有限。

■ **外延扩张：战略规划思路无比清晰，横向+纵向、短期+长期皆有产业布局：横向来**看，公司围绕能源产业在境内、境外进行了多方股权投资：1) 境内，分别持有湖北能源(28.45%)、三峡水利(20.00%)、广州发展(19.62%)、川投能源(11.12%)、国投电力(10.71%)等能源类上市公司股权；2) 境外，收购美国纽约证券交易所上市公司Sempra Energy在秘鲁配电等资产。伴随着公司长期股权投资和可供出售金融资产规模的不断提升(2016-2018年，长期股权投资规模同比增速分别为17%、23%、33%；可供出售金融资产规模同比增速分别为32%、120%、16%)，投资收益可有效平抑公司业绩波动。**纵向来看**，公司经过数轮增持后控股三峡水利，并整合涪陵聚龙电力、黔江乌江电力等重庆市地方电网和两江新区增量配网，未来有望把三峡水利打造成为公司整合配电网资产的平台，从而沿着产业链向下游延伸，逐步将自身打造成为发输配售一体化平台。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司2019-2021年EPS分别为0.98、1.03、1.04元，对应PE分别为18、17、17倍，首次给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**长江流域来水情况不达预期、上网电价受到政策影响持续下降等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.53
一年最低/最高价	15.35/19.65
市净率(倍)	2.66
流通A股市值(百万元)	385660.00

基础数据

每股净资产(元)	6.60
资产负债率(%)	50.55
总股本(百万股)	22000.00
流通A股(百万股)	22000.00

相关研究

- 1、《国投电力(600886)：水火并济、攻守兼具的稀缺核心资产》2019-07-17
- 2、《山煤国际(600546)：传统主业高增长，携手“钧石”能源转型，打造异质结电池行业龙头可期》2019-09-03
- 3、《公用事业研究专题：国际降息周期开启+国内央企存在投资意愿，高分红高股息率标的值得重点关注》2019-09-16
- 4、《2020年公用事业和煤炭行业年度策略：功守道——找寻周期行业中的变化》2019-11-23

内容目录

1. 公司简介：全球最大水电上市公司，现金牛业务为高分红提供坚定保障	4
1.1. 电量电价和 ROE 一如既往稳健，业绩基本不受长江来水波动影响	5
1.2. 稳健现金流奠定高分红基础，2016 年以来分红比例维持为 70%左右	6
2. 历史复盘：业绩和估值决定超额收益，新冠疫情冲击下超额收益有望体现	7
2.1. 上市以来涨幅明显，累计超额收益为 434%、期间最大超额收益为 490%.....	8
2.2. 超额收益来源：资产注入增厚业绩，外资流入偏好和分红收益提升估值	9
2.3. 滞胀时期类债券属性彰显，新冠疫情冲击下公司超额收益有望体现	11
3. 资产注入：乌、白资产注入后将增厚公司 EPS，税率调整对业绩影响有限	12
3.1. 持续收购电站资产提升装机规模，乌、白电站注入后将显著增厚 EPS	12
3.2. 2018 年市场化交易电量占比为 11%，预计短期内电价下降幅度有限	15
3.3. 增值税和所得税优惠政策陆续到期，税率调整对公司业绩影响有限	18
4. 外延扩张：战略规划思路无比清晰，横向+纵向、短期+长期皆有产业布局	18
4.1. 长期股权投资和可供出售金融资产持续增长，投资收益平抑业绩波动	19
4.2. 横向收购：境内外电力资产兼顾，聚焦主业的同时完善能源产业布局	19
4.3. 纵向延伸：数轮增持后控股三峡水利，打造发输配售一体化平台	20
5. 盈利预测与估值	21
6. 风险提示	22

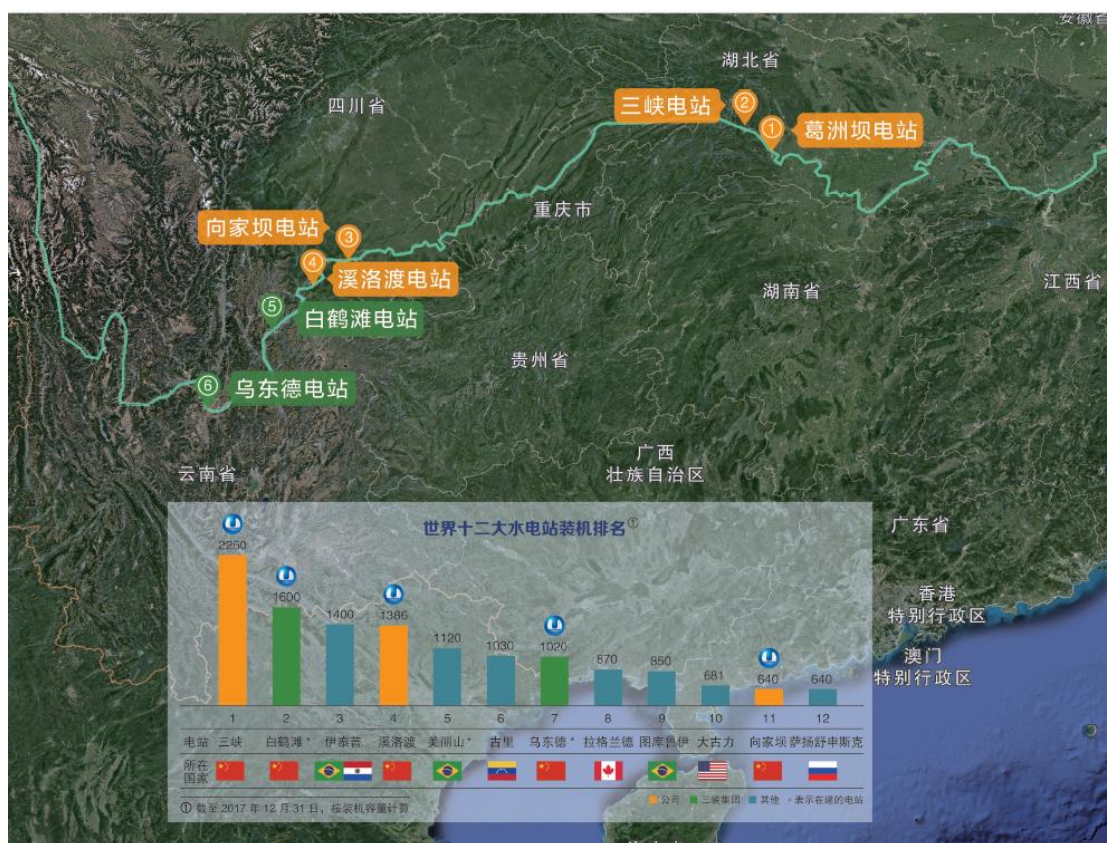
图表目录

图 1: 截至 2019 年年底公司在手水电资产一览 (乌东德、白鹤滩为在建)	4
图 2: 2016-2018 年公司营收和净利润情况 (亿元)	5
图 3: 2016-2018 年公司毛利率、净利率和 ROE 情况 (%)	5
图 4: 2016-2018 年公司各电站的发电量 (亿千瓦时)	6
图 5: 2016-2018 年公司的上网电价 (元/千瓦时)	6
图 6: 2016-2018 年公司经营性净现金流情况 (亿元)	6
图 7: 2016-2018 年经营性净现金流占比归母净利润	6
图 8: 公司的历史股息率及未来承诺情况	7
图 9: 2004 年以来长江电力相比上证综指的超额收益情况	8
图 10: 2004-2019 年公司单季度 EPS 及同比增速情况	10
图 11: 2010 年 3 月-2010 年 7 月公司股价的超额收益	11
图 12: 2010 年 11 月至 2011 年 4 月公司股价的超额收益	11
图 13: 2014 年以来我国 CPI (当月同比) 情况 (%)	11
图 14: 2014 年以来 10 年期国债到期收益率情况 (%)	11
图 15: 公司持续资产收购带来装机规模快速增长	13
图 16: 长江上游干支流控制性水库群拓扑结构图	13
图 17: 公司已拥有世界 12 大水电站中的 5 座(万千瓦)	14
图 18: 通过多水库联合调度减少弃水示意图	15
图 19: 2013-2018 年节水增发电量 (亿千瓦时)	15
图 20: 公司的长期股权投资和可供出售金融资产 (亿元)	19
图 21: 2016-2018 年投资收益及占比净利润 (亿元)	19
表 1: 公司在手水电资产 (乌东德、白鹤滩的权益比例为三峡集团持股比例)	4
表 2: 2003-2018 年公司的分红情况	7
表 3: 我国水电电价的 3 种主要形成机制	16
表 4: 长江电力所属 4 座电站售电区域及电量分配情况	16
表 5: 三峡电站上网电价执行情况 (元/千瓦时)	16
表 6: 葛洲坝电站上网电价执行情况 (元/千瓦时)	17
表 7: 溪洛渡、向家坝电站上网电价执行情况 (元/千瓦时)	17
表 8: 2016-2020 年公司各电站的所得税政策情况	18
表 9: 公司主要股权投资(持股比例仅考虑直接持股和通过长电资本的间接持股)	20
表 10: 三峡集团旗下三大平台累计数轮股权转让及增持情况 (元/股)	20
表 11: 公司与 A 股部分电力行业标的的估值比较	22

1. 公司简介：全球最大水电上市公司，现金牛业务为高分红提供 坚定保障

长江电力成立于 2002 年，通过逐步收购母公司三峡集团已建成投产的水电资产，目前已成为 A 股最大的电力上市公司、全球最大的水电上市公司，拥有长江干流上的三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝 4 座巨型水电站，总装机容量 4549.5 万千瓦，其中三峡电站为全球装机容量最大的水电站。未来三峡集团正在兴建的乌东德电站(2020 年投产)、白鹤滩电站（2021 年投产）将择机注入公司，届时公司将拥有长江干流上的 6 座电站，装机容量可达 7169.5 万千瓦，梯级电站联合调度作用将进一步发挥。公司的电能主要销往长三角、珠三角等经济发达，电能需求旺盛，电价较高的地区。截至 2019 年年末，三峡集团持有上市公司 57.92% 股权，实际控制人是国务院国资委。

图 1：截至 2019 年年底公司在手水电资产一览（乌东德、白鹤滩为在建）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 1：公司在手水电资产（乌东德、白鹤滩的权益比例为三峡集团持股比例）

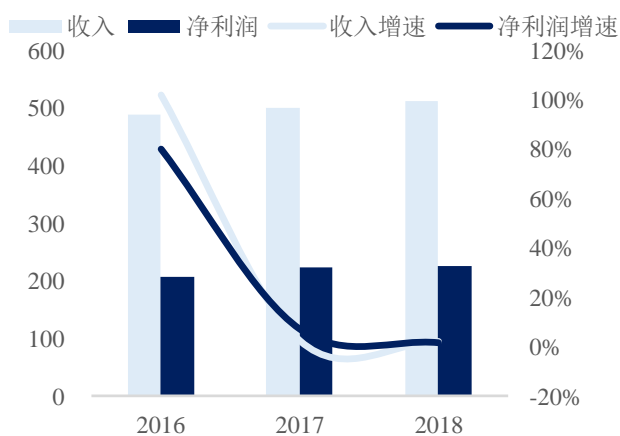
水电资产	投产时间	所在地区	装机(万千瓦)	权益比例	权益装机	设计利用小时
三峡	2003-2011	湖北宜昌	2250	100%	2250	3764
葛洲坝	1988	湖北宜昌	273.5	100%	277.7	5041
向家坝	2013-2014	四川宜宾	640	100%	640	5125
溪洛渡	2013-2014	云南永善	1386	100%	1386	4533
已建合计			4549.5		4553.7	
乌东德	2021	四川会东	1020	70%	714	3815
白鹤滩	2021	云南巧家	1600	70%	1120	4006
在建合计			2620		1834	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.1. 电量电价和 ROE 一如既往稳健，业绩基本不受长江来水波动影响

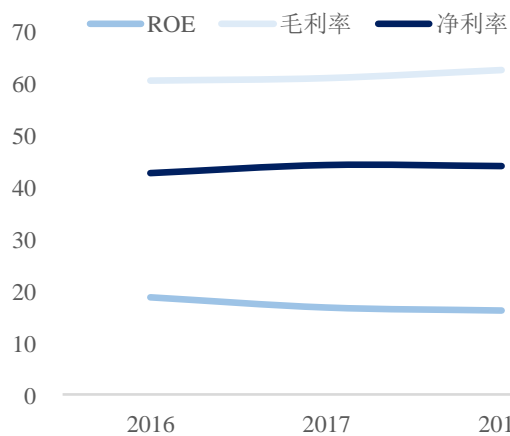
2016-2018 年，公司发电量分别为 2060.60、2108.93、2154.82 亿千瓦时，上网电量分别为 2048.89、2096.68、2142.24 亿千瓦时，售电量分别为 2049.93、2097.84、2143.64 亿千瓦时，上网电价（售电价与上网电价相同）分别为 0.2768、0.27678、0.27686 元/千瓦时；收入分别为 489.39、501.47、512.14 亿元，同比增速分别为 101.90%、2.47%、2.13%；归母净利润分别为 207.81、222.61、226.11 亿元，同比增速分别为 80.39%、7.12%、1.57%。盈利能力方面，2016-2018 年，公司的毛利率分别为 60.69%、61.21%、62.89%，净利率分别为 42.78%、44.42%、44.21%，ROE（摊薄）分别为 16.21%、16.48%、15.90%，总体来看，公司的电量、电价、盈利状况都比较稳定，长江来水的波动对公司业绩基本没有形成影响。

图 2：2016-2018 年公司营收和净利润情况（亿元）



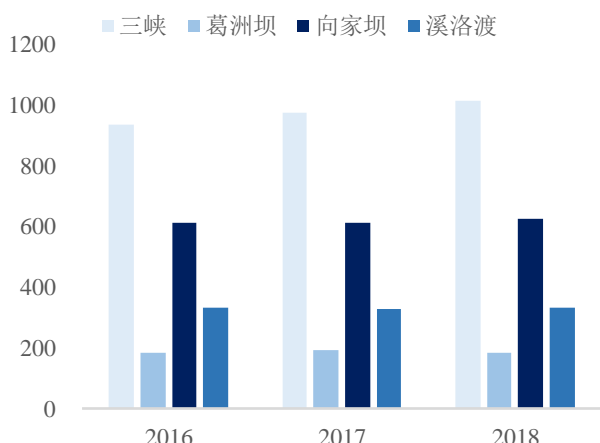
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 3：2016-2018 年公司毛利率、净利率和 ROE 情况(%)



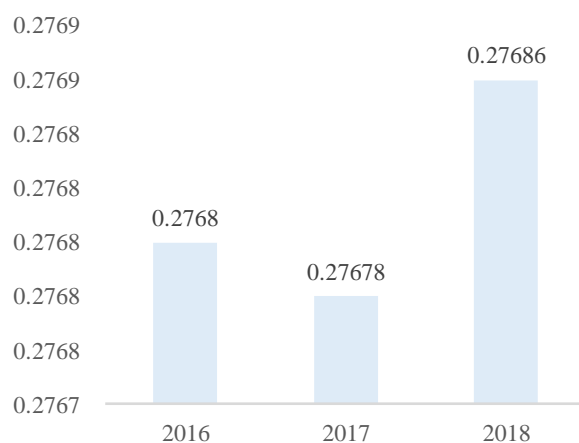
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 4：2016-2018 年公司各电站的发电量（亿千瓦时）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 5：2016-2018 年公司的上网电价（元/千瓦时）

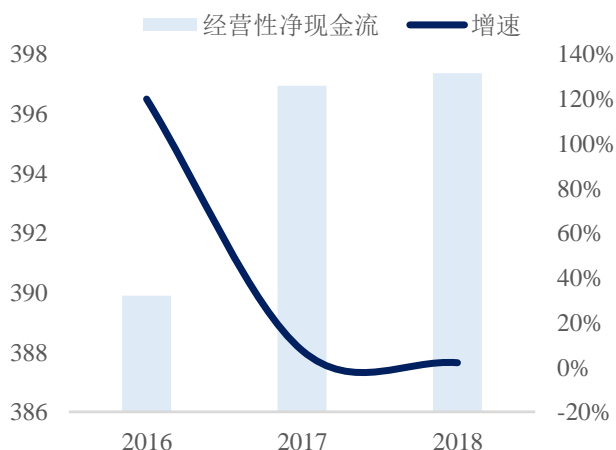


数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.2. 稳健现金流奠定高分红基础，2016 年以来分红比例维持为 70%左右

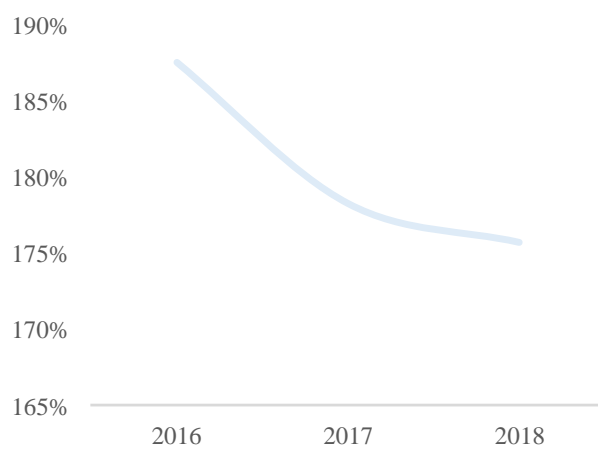
由于公司的水电业务商业模式清晰、业绩较为稳定、折旧占比较高，因此现金流状况十分稳健，2016-2018 年公司的经营性净现金流分别为 389.90、396.93、397.37 亿元，同比增速分别为 120.07%、7.12%、1.57%，占比归母净利润分别为 187.62%、178.31%、175.74%。充沛的现金流为高分红政策提供了坚实的基础：1) 2013-2015 年，公司每股股利分别为 0.28、0.38、0.36 元，分红比例分别为 51.01%、52.88%、68.17%；2) 2016 年重大资产重组完成后，承诺 2016-2020 年每股股利不低于 0.65 元，2016-2018 年实际每股股利分别为 0.71、0.68、0.68 元，分红比例分别为 75.49%、67.20%、66.16%，股息率分别为 3.97%、3.80%、3.80%；3) 2021-2025 年承诺分红比例不低于 70%。

图 6：2016-2018 年公司经营性净现金流情况（亿元）



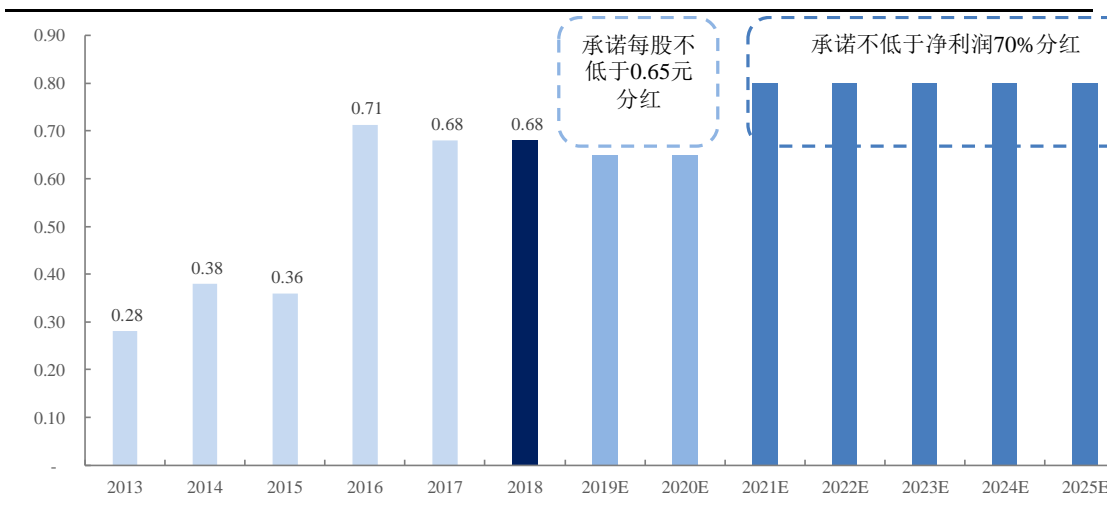
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 7：2016-2018 年经营性净现金流占比归母净利润



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 8：公司的历史股息率及未来承诺情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2：2003-2018 年公司的分红情况

年度	每股股利（元）	现金分红金额（亿元）	归母净利润（亿元）	分红比例
2003	0.09	7.07	14.38	49.18%
2004	0.21	16.5	30.39	54.29%
2005	0.36	29.14	33.39	87.29%
2006	0.27	22.15	36.15	61.26%
2007	0.3	27.94	53.72	52.00%
2008	0.22	20.32	39.3	51.69%
2009	0.37	40.73	46.17	88.21%
2010	0.26	42.21	82.25	51.31%
2011	0.25	42.01	77	54.56%
2012	0.33	54.71	103.52	52.85%
2013	0.28	46.27	90.71	51.01%
2014	0.38	62.55	118.3	52.88%
2015	0.36	78.53	115.2	68.17%
2016	0.71	156.88	207.81	75.49%
2017	0.68	149.6	222.61	67.20%
2018	0.68	149.6	226.11	66.16%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 历史复盘：业绩和估值决定超额收益，新冠疫情冲击下超额收

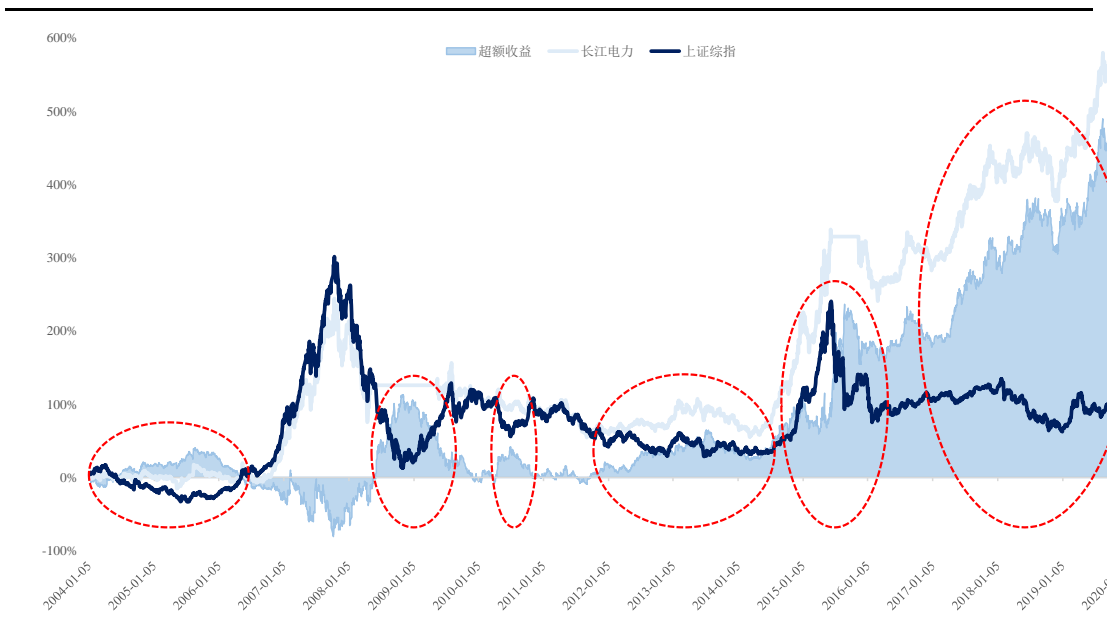
益有望体现

我们通过复盘公司自上市以来具备显著超额收益的 6 个时间区间，总结出：1) 长期来看，公司超额收益来自于资产收购及注入、水电投资防御属性、外资涌入下的估值重塑；2) 短期来看，公司超额收益主要受来水丰枯和电价调整预期的影响。其中，在 2010-2011 年的滞胀时期，公司的超额收益体现，因此，结合 2020 年以来，我国的宏观经济运行处于增速下台阶、通胀率逐步上升的阶段，且年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情可能会进一步加大对于宏观经济的冲击，公司作为具有“类债券”属性的资产，业绩稳定、高分红高股息率，有望体现出显著的超额收益。

2.1. 上市以来涨幅明显，累计超额收益为 434%、期间最大超额收益为 490%

我们将长江电力从 2004 年 1 月以来的股价走势与上证综指作对比，截至 2020 年 2 月 7 日，上证综指累计上涨 89.56%，公司股价累计上涨 523.34%，期间累计超额收益为 433.79%、最大超额收益为 490.11%。公司股价的超额收益主要体现在 6 个阶段：1) **2004 年 1 月-2006 年 5 月**，上证综指累计上涨 7.12%，公司股价累计上涨 19.51%，期间累计超额收益为 12.40%、最大超额收益为 40.58%。2) **2008 年 6 月-2009 年 11 月**，上证综指累计上涨-6.47%，公司股价累计上涨-5.25%，期间累计超额收益为 1.22%、最大超额收益为 113.29%。3) **2010 年 4 月-2011 年 11 月**，上证综指累计上涨-4.84%，公司股价累计上涨-2.87%，期间累计超额收益为 1.97%、最大超额收益为 41.40%。4) **2012 年 3 月-2014 年 4 月**，上证综指累计上涨-17.12%，公司股价累计上涨-6.78%，期间累计超额收益为 10.35%、最大超额收益为 64.73%。5) **2014 年 5 月-2016 年 1 月**，上证综指累计上涨 45.49%，公司股价累计上涨 133.99%，期间累计超额收益为 88.50%、最大超额收益为 235.98%。6) **2017 年 2 月至今**，上证综指累计上涨-11.60%，公司股价累计上涨 54.36%，期间累计超额收益为 65.96%、最大超额收益为 490.11%。

图 9：2004 年以来长江电力相比上证综指的超额收益情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.2. 超额收益来源：资产注入增厚业绩，外资流入偏好和分红收益提升估值

我们想要找出公司股价超额收益的源泉，于是对上一节中提出的 6 个超额收益较为明显的阶段分别进行分析：

1) **2004 年 1 月-2006 年 5 月**：2004 年 7 月，公司公告称拟收购三峡 2 台 70 万千瓦机组，资产注入将带来公司装机规模的增长和业绩增速的释放；同时，该阶段上证综指持续下行，水电行业本身的“逆周期”属性使得公司超额收益显现，该阶段超额收益既来自于 EPS 的增长，也来自于 PE 的提升。

2) **2008 年 6 月-2009 年 11 月**：上证综指持续下行，水电行业“逆周期”属性体现；2008 年 5 月公司停牌筹划资产重组，大股东三峡集团拟将主营业务整体上市，公司收购三峡机组 18*70 万千瓦，以及电源电站 2*5 万千瓦，该阶段超额收益既来自于 EPS 的增长，也来自于 PE 的提升。

3) **2010 年 4 月-2011 年 11 月**：该时期主要受到短期事件的冲击，一是有传言中国核工业集团将以中广核 45% 的股权与三峡集团持有的部分公司股权进行置换；二是 GDP 增速下行预期造成上证综指持续走弱，水电行业“逆周期”属性体现，该阶段超额收益主要来自于 PE 的提升和短期事件冲击。

4) **2012 年 3 月-2014 年 4 月**：2011 年 8 月和 2012 年 8 月，公司分别公告拟收购第一批和第二批三峡电站，装机规模分别为 3*70 万千瓦、3*70 万千瓦，资产注入将带来公司装机规模的增长和业绩增速的释放，该阶段超额收益主要来自于 EPS 的增长。

5) **2014 年 5 月-2016 年 1 月**：牛市期间上证综指持续上行，由于存在溪洛渡和向

家坝电站注入公司的预期，该阶段公司超额收益同步跟随大盘上涨，2015年6月公司停牌筹划收购溪洛渡和向家坝电站资产，躲过大跌，复牌后超额收益显著，因此该阶段超额收益主要来自于PE的提升。

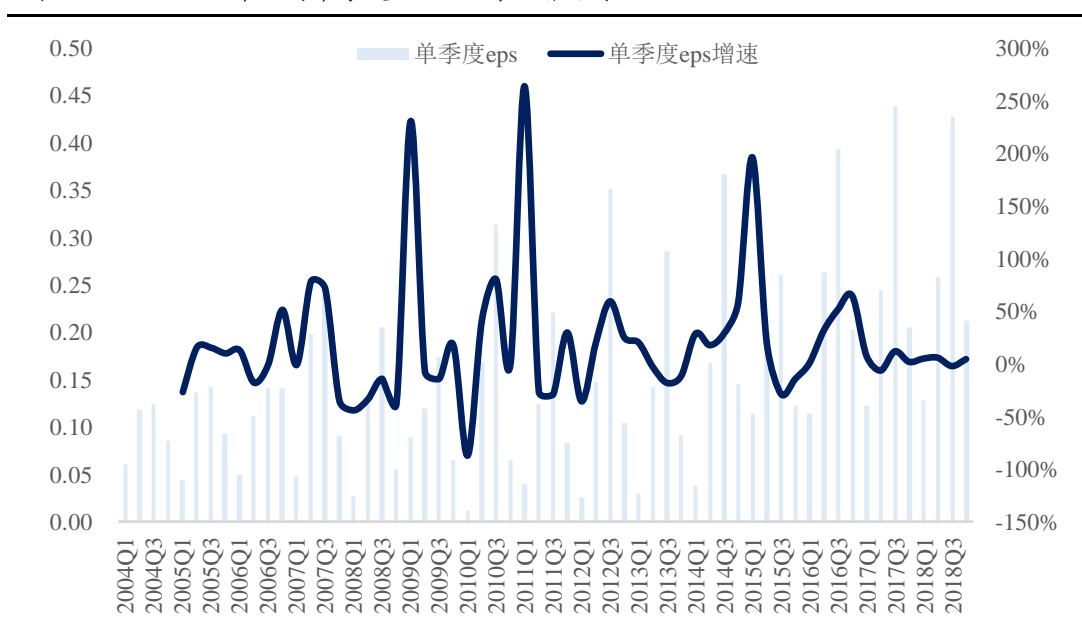
6) **2017年2月至今**：长江流域来水偏丰+溪洛渡、向家坝并表，同时增厚公司业绩；公司分红承诺落地，叠加沪港通开通带来的外资大量涌入，使得公司业绩增长同时，估值体系逐渐重塑，该阶段超额收益既来自于EPS的增长，也来自于PE的提升。

因此，通过对于公司股价的复盘可以发现：

1) **长期来看，公司超额收益大幅增长的主要原因有三点**：一是资产收购及注入，公司上市以来多次进行重组收购，公司资产及业绩随旗下电站装机规模大幅增长而持续提升，资产收购的预期及业绩的实际增长都对公司超额收益起到积极作用。二是水电投资防御性，宏观经济疲软及大盘弱市格局之下，公司凭借稳定业绩、较弱的周期性展现出较强的“投资防御性”，高分红承诺所带来的高股息率更使得公司成为类债券投资较好的选择。三是外资涌入下的估值重塑，这一点主要体现在2017年沪港通开启后，外资涌入投资海外市场稀缺纯水电标的的情况下，海外资金获得了一定的定价权重塑公司估值水平，估值的提升增强公司行情及超额收益。

2) **短期来看，公司超额收益的影响因素主要有两个**：一是来水丰枯影响，来水偏丰会对公司行情起到正面作用，偏枯则相反，由于我国来水更替主要以年度作为单位，因此来水波动通常对当期业绩及短期(季度)行情产生较明显的影响。二是电价调整影响，电价调升可增强公司行情，而电价调降的传闻以及切实发生的事实均会对超额收益产生负面影响。

图 10：2004-2019 年公司单季度 EPS 及同比增速情况



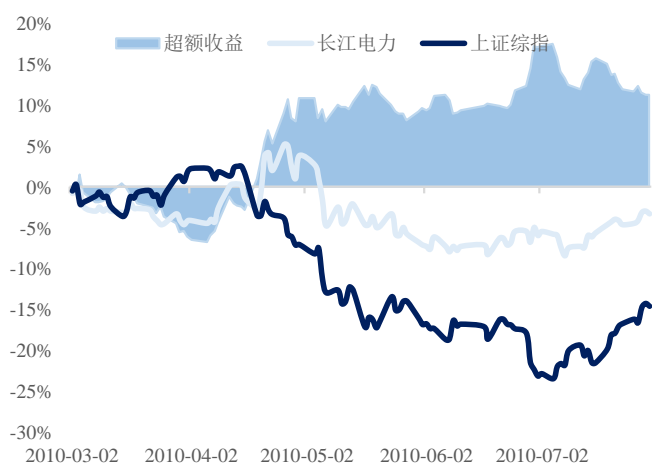
数据来源：Wind、东吴证券研究所

2.3. 滞胀时期类债券属性彰显，新冠疫情冲击下公司超额收益有望体现

根据美林投资时钟理论，在滞胀期（经济增长率下降、通货膨胀率上升），最应当配置的行业是具备防守性价值的行业，例如以水电为代表的公用事业；同时，由于公司具有较高的分红比例和相对稳定的收益，具备较强的“类债券”属性，因此在衰退期（经济增长率下降、通货膨胀率下降）往往也具有良好的表现。国内仅 2007 年 5 月至年底、2010 年至 2011 年上半年属于经济的滞胀期，其中，2007 年 5 月至年底期间 A 股仍受到经济过热的惯性和全球金融泡沫高涨的影响，股市整体处于大幅上涨的趋势中，因此此时投资防御性并不适用，将此时间段剔除考虑。2010 年 3 月-2010 年 7 月，上证综指累计上涨-14.58%，公司股价累计上涨-3.33%，期间累计超额收益为 11.26%、最大超额收益为 41.40%；2010 年 11 月至 2011 年 4 月，上证综指累计上涨-4.67%，公司股价累计上涨-1.19%，期间累计超额收益为 3.48%、最大超额收益为 11.59%。

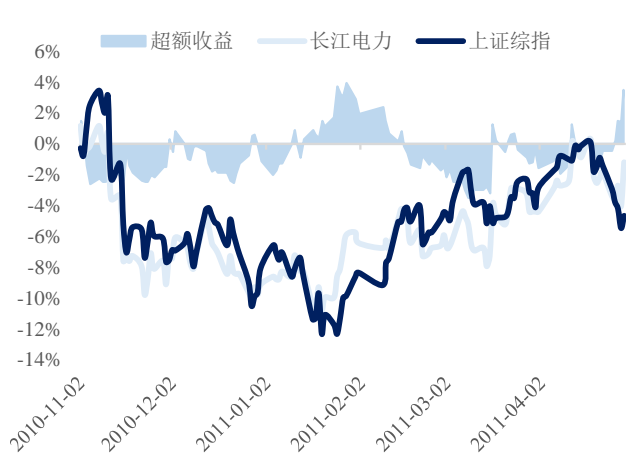
2020 年以来，我国的宏观经济运行处于增速下台阶、通胀率逐步上升的阶段，且年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情可能会进一步加大对于宏观经济的冲击，因此，我们预计 2020 年宏观经济整体体现出滞胀的特征，根据我们在前文中所述，滞胀时期公司作为具有“类债券”属性的资产，业绩稳定、高分红高股息率，有望体现出显著的超额收益。

图 11：2010 年 3 月-2010 年 7 月公司股价的超额收益



数据来源：Wind、东吴证券研究所

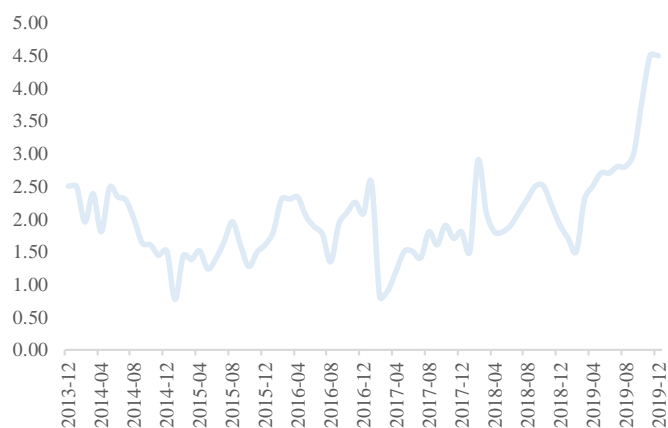
图 12：2010 年 11 月至 2011 年 4 月公司股价的超额收益



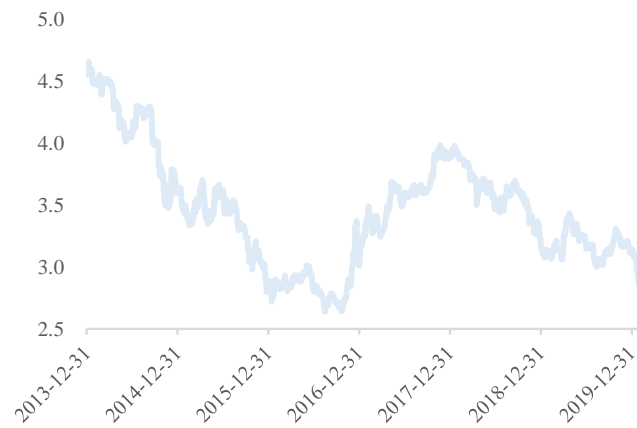
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 13：2014 年以来我国 CPI（当月同比）情况（%）

图 14：2014 年以来 10 年期国债到期收益率情况（%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 资产注入：乌、白资产注入后将增厚公司 EPS，税率调整对业绩影响有限

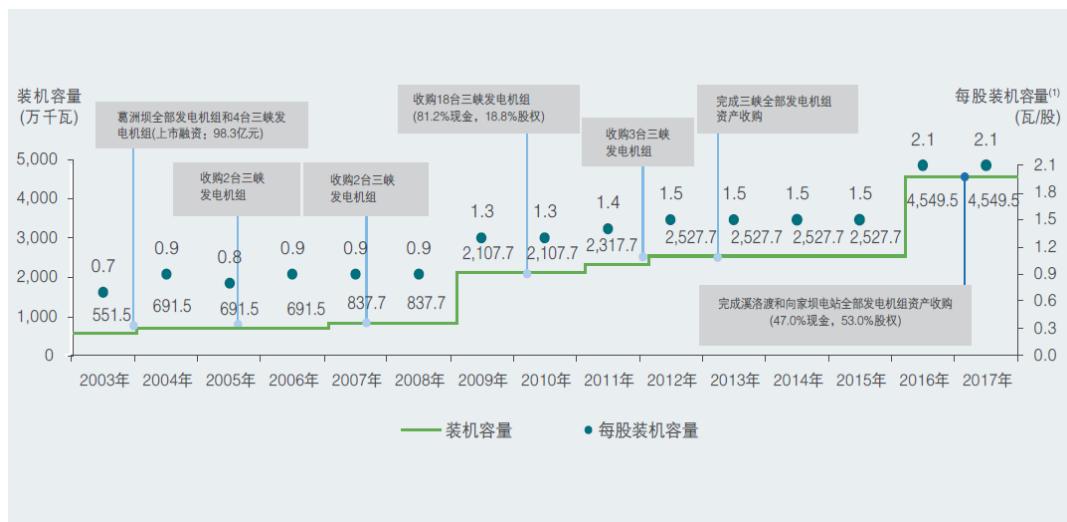
1) 装机：根据我们的测算，乌东德和白鹤滩电站资产注入后，将贡献 2620 万千瓦增量装机，相比原有规模提升 57.59%；贡献 1014 亿千瓦时增量电量，相比原有规模提升 52.84%；有望实现收入 247.50 亿元、毛利为 139.80 亿元、归母净利润为 73.90 亿元，相当于公司 2019 年业绩（215.60 亿元）的 34.27%；同时，“四库联调”变成“六库联调”，节水电量有望再增加 100 亿千瓦时，达到 200 亿千瓦时左右。2) 电价：2017、2018 年公司市场化交易电量占比仅为 7.9%、11.0%，考虑到公司售电目标地区经济水平较为发达，对电价承受能力较强，预计未来电价下行幅度有限。3) 税率：公司的增值税退税政策已于 2017 年到期，所得税优惠政策将于 2020 年到期，税率调整后川云公司将减少净利润约 7.47 亿元，占比 2018 年公司净利润总额为 3.30%，对业绩影响有限。

3.1. 持续收购电站资产提升装机规模，乌、白电站注入后将显著增厚 EPS

公司自上市以来，多次分批收购大股东三峡集团旗下水电站资产：1) 2003 年 IPO 募集资金收购三峡电站 2、3、5、6 号机组，资产作价 187.00 亿元；2) 2005 年 3 月收购三峡电站 1、4 号机组，资产作价 98.37 亿元；3) 2007 年 5 月收购三峡电站 7、8 号机组，资产作价 104.42 亿元；4) 2009 年 9 月收购三峡 9-26 号机组及辅助生产专业化公司，资产作价 1073.15 亿元；5) 2011 年 8 月收购三峡地下电站第一批资产，资产作价 76.36 亿元；6) 2012 年 8 月收购三峡地下电站第二批资产，资产作价 37.32 亿元；7) 2015 年 11 月，重大资产重组收购川云公司 100% 股权（溪洛渡、向家坝电站资产），资产作价 797.04 亿元。一系列收购完成后，公司装机容量从 551.5 万千瓦增长至 4549.5 万千瓦，2003-2018 年装机容量复合增速为 22.3%，利润总额复合增速为 29.7%。收购方

式上，除了 2009 年收购三峡 9-26 号机组及辅助生产专业化公司和 2015 年收购川云公司 100% 股权由于资产规模较大，使用了发行股份方式以外，其他均以现金收购方式为主（2012 年收购三峡地下电站第二批资产时承接了三峡集团 10 亿元贷款）。

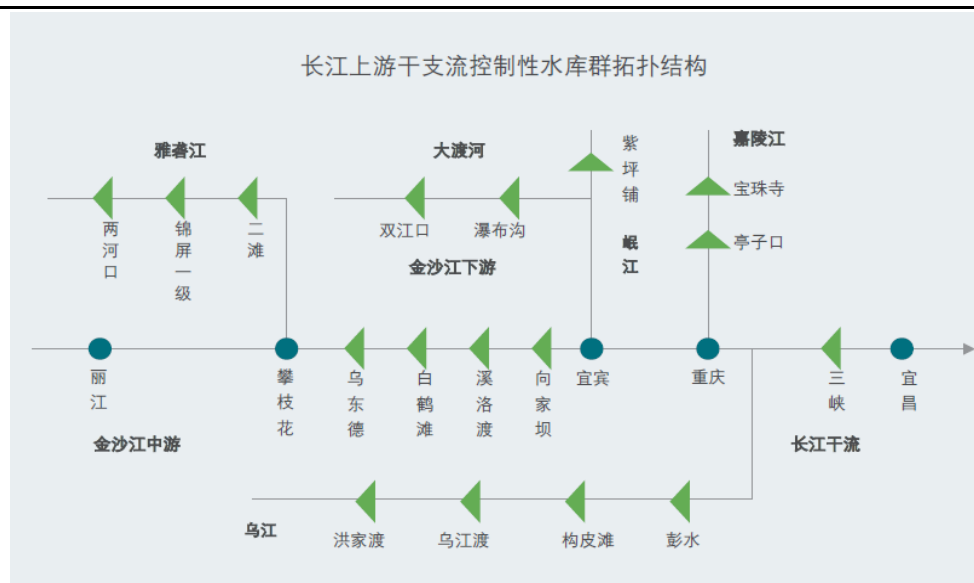
图 15：公司持续资产收购带来装机规模快速增长



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

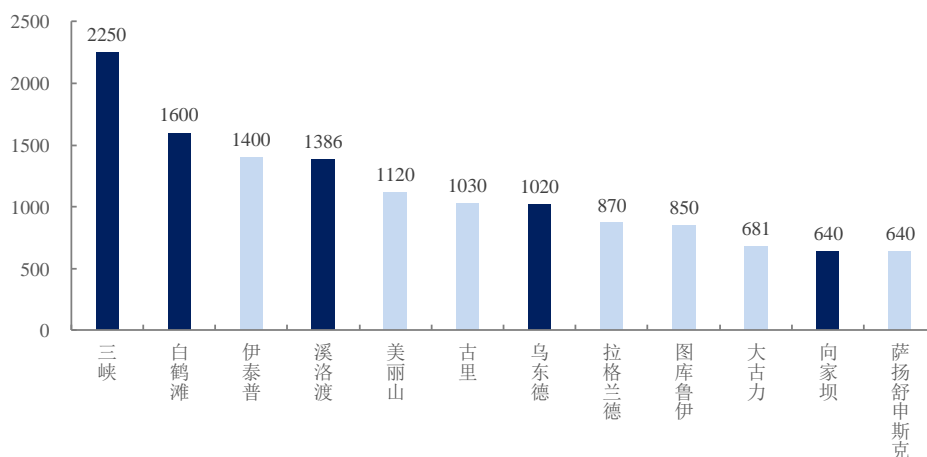
乌东德和白鹤滩水电站将从 2020 年开始实现首台机组投产。根据三峡集团公布的 2018 年年报，1) 乌东德水电站：是世界已建和在建的第七大水电站，位于川滇两省交界的金沙江下游河段，是我国实施“西电东送”战略的骨干电源。电站计划安装 12 台单机容量 85 万千瓦的水轮发电机组，总装机容量 1020 万千瓦，预计年发电量 389 亿千瓦时。2011 年开始筹建，2015 年 12 月正式通过国家核准，主体工程全面开工建设，计划 2020 年 8 月首批机组发电，预计 2021 年 12 月全部机组投产发电。2) 白鹤滩水电站：是全球装机规模第二大、在建规模第一大水电站，为金沙江下游四个水电梯级电站中的第二个梯级，是我国继三峡工程和金沙江溪洛渡、乌东德水电站之后的第四座千万千瓦级巨型水电站，是“西电东送”的骨干电源点之一。电站计划装机容量 1600 万千瓦，保证出力 550 万千瓦，多年平均发电量 625 亿千瓦时，正常蓄水位 825 米，水库总库容 206 亿立方米，调节库容 104 亿立方米，防洪库容 75 亿立方米。2013 年主体工程正式开工，计划 2021 年 7 月首批机组发电，预计 2022 年 12 月全部机组投产发电。

图 16：长江上游干支流控制性水库群拓扑结构图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 17：公司已拥有世界 12 大水电站中的 5 座(万千瓦)



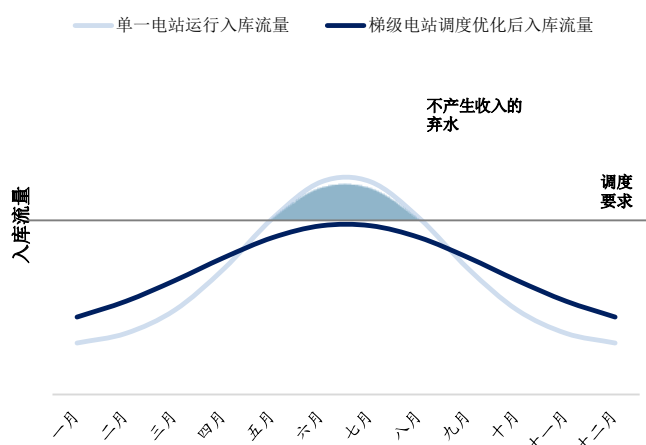
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

乌、白资产注入后，装机容量和年发电量提升超过 50%、盈利增厚 30%以上。 1) **规模方面**：目前公司在手 4 座水电站合计装机容量为 4549.5 万千瓦，如果乌东德和白鹤滩水电站资产注入，则贡献 2620 万千瓦增量装机，相比原有规模提升 57.59%；公司现有 4 座水电站合计设计年发电量为 1919 亿千瓦时，乌、白资产注入后，则贡献 1014 亿千瓦时增量电量，相比原有规模提升 52.84%。2) **盈利方面**：根据公开信息，乌东德、白鹤滩的投资额分别为 967、1779 亿元，假设资本金占比为 30%、资金成本为 4%、资产折旧年限为 40 年；发电量分别按照年设计电量 389、625 亿千瓦，平均售电价(含税)为 0.2786 元/千瓦时、运营成本为 0.0389 元/千瓦时计算，**则所有机组投产后有望实现收入 247.50 亿元、毛利为 139.80 亿元、归母净利润为 73.90 亿元，相当于公司 2019 年业**

绩（215.60 亿元）的 34.27%。

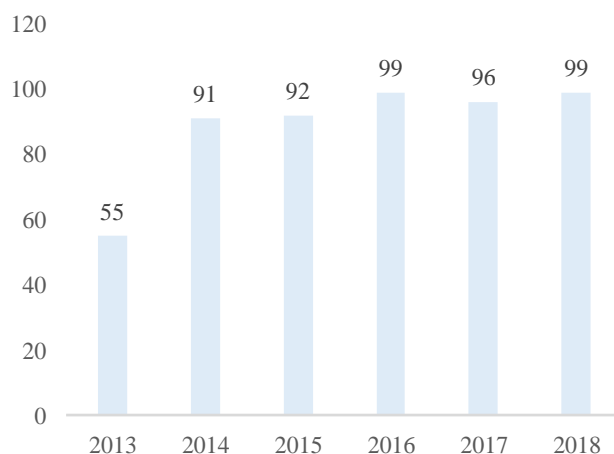
“四库联调”变成“六库联调”，节水电量有望再增加 100 亿千瓦时。乌、白电站资产注入后，除了装机规模、年发电量、净利润实现显著增长以外，还能够带来梯级电站联合调度实现的电量增发。2015 年收购川云公司后，公司实现“四库联调”梯级电站，通过合理制定梯级电站群汛前水位消落、汛期洪水调度和汛后蓄水策略，实施实时优化调度，减少梯级水库弃水，提升平均运行水头，提高水资源利用率，增加梯级电站发电量；减少来水不确定性，提升水流的利用与生产效率。2014-2018 年，公司通过“四库联调”，分别实现节水发电 91 亿、92 亿、99 亿、96 亿和 99 亿千瓦时。此次乌、白电站资产注入后，“四库联调”变成“六库联调”，新增总库容、调节库容分别为 280、130 亿立方米，**有望在“四库联调”的基础上再增发 70-100 亿千瓦时，节水电量达到 200 亿千瓦时左右。**

图 18：通过多水库联合调度减少弃水示意图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 19：2013-2018 年节水增发电量（亿千瓦时）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2. 2018 年市场化交易电量占比为 11%，预计短期内电价下降幅度有限

目前我国水电上网电价主要采用成本加成、落地省区电价倒推和水电标杆电价三种定价方式，此外，个别地区已开始采用市场化交易的定价方式。2014 年 1 月，国家发改委发布的《关于完善水电上网电价形成机制的通知》中明确提出，在 2014 年 2 月 1 日后所有新建的跨省、跨区域送电的水电站，其外送电量的上网电价均采用倒推电价方式制定。长江电力所属向家坝电站、溪洛渡电站采用倒推电价，葛洲坝电站采用成本加成的定价方式。三峡电站电价根据国家计委发布《关于三峡水电站电能消纳方案的请示的通知》（计基础【2001】2668 号），在实行“竞价上网”之前，送电到各省市的落地电价，原则上按照受电省市电厂同期的平均上网电价水平确定，并随受电省市平均电价水平的变化而浮动。1) 2016-2018 年，公司的上网电价（售电价与上网电价相同）分别为

0.27680、0.27678、0.27686 元/千瓦时，电价较为稳定。2) 2017、2018 年公司市场化交易电量分别为 165.4、236.1 亿千瓦时，占比总上网电量分别为 7.9%、11.0%，市场化交易电量占比较低。3) 由于公司售电目标地区经济水平较为发达（三峡：广东、华东、华中，葛洲坝：华中、华东，向家坝：上海、四川、云南，溪洛渡：浙江、广东、四川、云南），对电价承受能力较强，预计未来电价下行幅度有限。

表 3：我国水电电价的 3 种主要形成机制

定价方式	机制介绍	适用范围
成本加成	电价主要采用“成本 + 收益”的定价模式，历史上形成的还本付息电价、经营期电价等机制本质上都属于成本加成电价	建设较早的水电站
落地省份电价倒推	根据受电省区同期平均购电价或燃煤标杆电价扣减输电价格和线路损耗后确定	主要适用于跨省、跨区域送电的大型水电站
水电标杆电价	根据省内水电站的调节性能确定不同电站的标杆电价，其实质是成本加成方式的一种	四川、云南等省市部分水电站

数据来源：《2018 年度长江电力价值手册》、东吴证券研究所

表 4：长江电力所属 4 座电站售电区域及电量分配情况

电站名称	丰水期	枯水期	备注
三峡电站	广东 50%、华东 50%，超过区域设计输电能力送华中消纳	广东 16%、华东 32%和华中 52%按电量比例消纳	丰水期（5 月至 9 月），枯水期（10 月至次年 4 月）；计基础[2001]2668 号文和发改能源[2007]546 号文
葛洲坝电站	华中、华东区域		
向家坝电站	上海	四川 15%、云南 15%和上海 70%	丰水期（6 月至 10 月），枯水期（11 月至次年 5 月）。由于向家坝与云南电网无电气联系，枯水期向家坝留云南电量与溪洛渡留四川电量进行置换。置换后，枯水期溪洛渡留存 30%电量由四川、云南按 7:23 比例消纳，向家坝留存 30%电量全部由四川消纳
溪洛渡电站	浙江 50%、广东 50%	四川 15%、云南 15%、浙江 35%、广东 35%	

数据来源：《2018 年度长江电力价值手册》、东吴证券研究所

表 5：三峡电站上网电价执行情况（元/千瓦时）

三峡送电省市	2005 年前	2005 年至 2008 年	2008 年至 2011 年	2011 年后
--------	---------	----------------	----------------	---------

	上海市	0.2575	0.2616	0.2686	0.2705
	浙江省	0.2751	0.2792	0.2862	0.2881
	江苏省	0.2319	0.2354	0.2424	0.2443
华东电网	安徽省	0.2174	0.2217	0.2287	0.2306
	湖北省	0.2169	0.2236	0.2306	0.2506
	湖南省	0.2286	0.2236	0.2397	0.2416
	江西省	0.2679	0.2729/0.2479	0.255	0.2569
	河南省	0.2258	0.2319	0.2389	0.2408
华中电网	重庆市	0.2185	0.222	0.229	0.2309
	广东省	0.2953	0.2988	0.3111	0.3130

数据来源：《2018 年度长江电力价值手册》、东吴证券研究所

表 6：葛洲坝电站上网电价执行情况（元/千瓦时）

消纳区域	2003 年	2004 年	2005 年	2009 年	2011 年	备注
湖北	0.151	0.153	0.1599	0.18	0.195	2011 年 12 月起，送湖北基数电量 107.23 亿千瓦时以内按 0.195 元每千瓦时结算，超出部分按 0.255 元结算
湖南、河南、江西、上海、安徽、江苏、浙江	24.54	61.35	0.22	0.24	0.255	

数据来源：《2018 年度长江电力价值手册》、东吴证券研究所

表 7：溪洛渡、向家坝电站上网电价执行情况（元/千瓦时）

年份	向家坝	溪洛渡左岸	溪洛渡右岸	备注
2013		0.3398	0.364	《国家发展改革委关于向家坝、溪洛渡水电站有关电价问题的通知》（发改价格[2013]121 号），明确向家坝和溪洛渡电站作为一组电源统一核定上网电价
2015		0.3218	0.3421	
2016		0.296	0.3244	
2017		0.3006	0.3263	
2018		0.3006	0.32631	2018 年，向家坝市场化交易电量电价按照受电省市市场化交易确定；溪洛渡右岸，基础电量上网电价为 326.31 元/兆瓦时；市场化交易电量电价由购售双方协商，参照广东省内 2018 年各月月度竞价市场化交易成交结果确定

数据来源：《2018 年度长江电力价值手册》、东吴证券研究所

3.3. 增值税和所得税优惠政策陆续到期，税率调整对公司业绩影响有限

1) **增值税退税政策于 2017 年到期**。根据 2014 年 2 月财政部和国家税务总局印发的《关于大型水电企业增值税政策的通知》，装机容量超过 100 万千瓦的水力发电站（含抽水蓄能电站）销售自产电力产品，自 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对其增值税实际税负超过 8% 的部分实行即征即退政策；自 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对其增值税实际税负超过 12% 的部分实行即征即退政策。公司的增值税退税优惠政策已于 2017 年到期。

2) **所得税优惠政策将于 2020 年到期**。根据 2011 年 7 月财政部、海关总署、国家税务总局联合印发的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》，设在西部地区、以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，且其主营业务收入占企业收入总额 70% 以上的企业，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，减按 15% 的税率征收企业所得税；根据 2009 年 4 月国家税务总局发布的《关于实施国家重点扶持的公共基础设施项目企业所得税优惠问题的通知》，溪洛渡和向家坝电站自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税。以 2018 年为例，溪洛渡和向家坝净利润合计约为 99.66 亿元，所得税从 7.5% 提升至 15%，将减少净利润约 7.47 亿元，占比 2018 年公司净利润总额为 3.30%。

表 8：2016-2020 年公司各电站的所得税政策情况

	2016	2017	2018	2019	2020
三峡	25%	25%	25%	25%	25%
葛洲坝	25%	25%	25%	25%	25%
溪洛渡	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%
向家坝	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%

数据来源：《2018 年度长江电力价值手册》、东吴证券研究所

4. 外延扩张：战略规划思路无比清晰，横向+纵向、短期+长期皆有产业布局

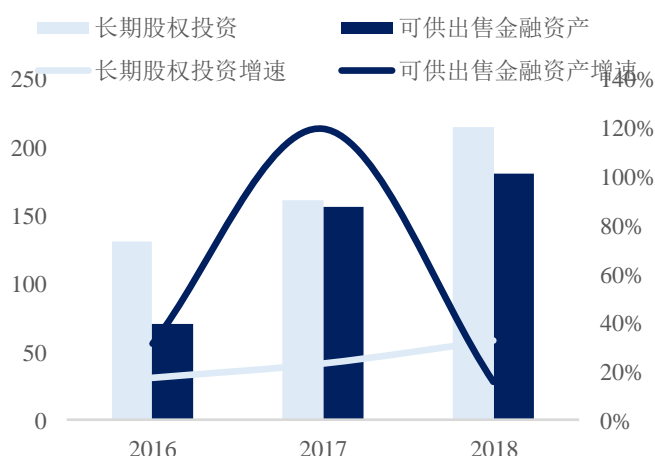
横向来看，公司围绕能源产业在境内、境外进行了多方股权投资：1) 境内，分别持有湖北能源(28.45%)、三峡水利(20.00%)、广州发展(19.62%)、川投能源(11.12%)、国投电力(10.71%)等能源类上市公司股权；2) 境外，收购美国纽约证券交易所上市公司 Sempra Energy 在秘鲁配电等资产。伴随着公司长期股权投资和可供出售金融资产规模的不断提升(2016-2018 年，长期股权投资规模同比增速分别为 17%、23%、33%；

可供出售金融资产规模同比增速分别为 32%、120%、16%)，投资收益可有效平抑公司业绩波动。**纵向来看**，公司经过数轮增持后控股三峡水利，并整合涪陵聚龙电力、黔江乌江电力等重庆市地方电网和两江新区增量配网，未来有望把三峡水利打造成为公司整合配售电网资产的平台，从而沿着产业链向下游延伸，逐步将自身打造成为发输配售一体化平台。

4.1. 长期股权投资和可供出售金融资产持续增长，投资收益平抑业绩波动

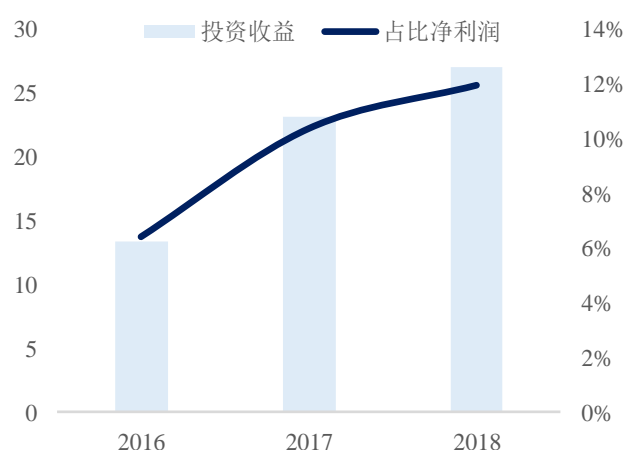
2016-2018 年，公司长期股权投资分别为 130.97、161.56、214.87 亿元，同比增速分别为 17.39%、23.36%、33.00%；可供出售金融资产分别为 71.15、156.33、181.23 元，同比增速分别为 31.56%、119.72%、15.93%；投资收益分别为 13.34、23.12、27.07 亿元，占比归母净利润分别为 6.42%、10.39%、11.97%；其中权益法核算的长期股权投资收益分别为 9.70、11.43、14.49 亿元，可供出售金融资产取得的投资收益分别为 2.90、3.95、4.49 亿元，处置可供出售金融资产取得的投资收益分别为 0.13、0.13、7.63 亿元。

图 20: 公司的长期股权投资和可供出售金融资产 (亿元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 21: 2016-2018 年投资收益及占比净利润 (亿元)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.2. 横向收购：境内外电力资产兼顾，聚焦主业的同时完善能源产业布局

公司聚焦主业，围绕能源产业在境内、境外进行了多方股权投资，截至 2019 年上半年，公司共持有参股股权公司 40 家，累计原始投资余额 310.14 亿元。1) **境内**，分别持有湖北能源 (28.45%)、三峡水利 (20.00%)、广州发展 (19.62%)、川投能源 (11.12%)、国投电力 (10.71%)、桂冠电力 (5.93%)、申能股份 (5.00%)、黔源电力 (4.97%)、广安爱众 (4.12%) 等能源类上市公司股权；2) **境外**，2019 年 10 月，公司公告，拟通过全资子公司中国长电国际 (香港) 有限公司收购美国纽约证券交易所上市公司 Sempra

Energy 在秘鲁配电等资产，核心标的为利马证券交易所上市公司 LDS 公司。

表 9：公司主要股权投资(持股比例仅考虑直接持股和通过长电资本的间接持股)

公司	2017 年年末持股	2018 年年末持股	2019 年 Q3 持股	备注
广州发展	13.86%	17.66%	19.62%	持续增持
湖北能源	26.62%	27.24%	28.45%	持续增持
国投电力	4.79%	8.28%	10.71%	持续增持
川投能源	4.50%	6.92%	11.12%	持续增持
桂冠电力	0.00%	2.00%	5.93%	新进并增持
黔源电力	0.00%	3.68%	4.97%	新进并增持
广安爱众	0.00%	3.19%	4.12%	新进并增持
中能股份	0.00%	0.00%	5.00%	新进并增持

数据来源：Wind、东吴证券研究所

4.3. 纵向延伸：数轮增持后控股三峡水利，打造发输配售一体化平台

与三峡资本成立配售电公司三峡电能，打造产业链一体化平台。2016 年 7 月，长江电力公告，与三峡集团全资子公司三峡资本，合资成立三峡电能有限公司（长江电力持股 70%、三峡资本持股 30%），主营业务为配售电系统投资建设、设计及运营管理，电力销售及服务等。开展配售电业务主要通过投资建设和投资并购两种途径：1) 在项目条件成熟的区域建设运营配电网；2) 通过资本运作收购相关地方配售电企业股权。配售电公司的成立，意味着三峡集团从坐拥最优质发电资产，逐步向发配售电一体化平台转型，在电改浪潮起、重庆作为排头兵存在强烈电改诉求的形势下，三峡集团主导重庆地方配电网改革，打造三峡电网平台众望所归、势在必行。

三峡集团联合重庆共同促进“四网融合”，力求打造全新的重庆“三峡电网”。2017 年 2 月，三峡集团与重庆市政府联合举行重庆长电联合能源公司和重庆两江三峡兴盛能源产业股权投资基金管理公司揭牌活动；同时，长江电力总经理张定明分别与涪陵区、黔江区政府签订战略合作框架协议，提出“四网融合”方案，即三峡集团整合涪陵聚龙电力、黔江乌江电力等地方电网和两江新区增量配网打造全新的重庆“三峡电网”：1) 三峡集团成立联合能源公司，完成对重庆乌江电力、聚龙电力股权整合；2) 将乌江电力、聚龙电力、三峡水利、长兴电力四张地方电网整合为一，实现重庆市四张电网在股权上的结合，成为重庆市“三峡电网”；3) 调入三峡集团溪洛渡水电，从国网川渝通道入渝，实实在在为重庆发展“添薪增能降成本”。

表 10：三峡集团旗下三大平台累计数轮股权转让及增持情况（元/股）

股东名称	时间	买入股票数量（股）	交易价格区间
------	----	-----------	--------

三峡资本	2016年6月	37,148,183	7.00-7.79
三峡资本	2016年7月	3,200,000	8.23-8.48
三峡资本	2016年9月	182,600	8.01-8.04
长电创投	2016年8月	9,129,194	7.66-8.16
长江电力	2016年12月	101,256,000	9.425
长电资本	2016年9月-2017年9月	21,834,790	9.143
长江电力	2016年12月-2017年12月	17,900,005	8.75
长电资本	2017年12月	7,806,056	8.89
长江电力	2018年4月-2018年6月	40,507,397	9.01-9.55

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

核心假设：假设 2020、2021 年三峡、葛洲坝、向家坝、溪洛渡的利用小时数分别取 2017-2019 年三年的平均值，即：

1) 三峡电站 2019-2021 年发电量分别为 968.77、986.99、990.64 亿千瓦时，上网电量分别为 967.99、986.20、989.84 亿千瓦时，利用小时数分别为 4305、4386、4402；

2) 葛洲坝电站 2019-2021 年发电量分别为 190.85、188.18、187.40 亿千瓦时，上网电量分别为 190.54、187.88、187.10 亿千瓦时，利用小时数分别为 6872、6776、6748；

3) 向家坝电站 2019-2021 年发电量分别为 337.22、332.16、333.39 亿千瓦时，上网电量分别为 337.02、331.96、333.19 亿千瓦时，利用小时数分别为 5269、5189、5209；

4) 溪洛渡左岸、右岸电站 2019-2021 年发电量分别为 303.90、307.73、307.99 亿千瓦时，上网电量分别为 303.47、307.30、307.56 亿千瓦时，利用小时数分别为 4385、4440、4444。

盈利预测：2019-2021 年电力业务收入分别为 498.86、510.63、511.74 亿元，同比增速分别为-2.27%、2.36%、0.22%；成本分别为 188.61、189.17、187.30 亿元，同比增速分别为-0.44%、0.29%、-0.99%；毛利率分别为 62.19%、62.95%、63.40%；

因此，2019-2021 年公司营收分别为 500.51、512.32、513.43 亿元，增速分别为-2.27%、2.36%、0.22%；归母净利润分别为 215.60、225.95、228.41 亿元，增速分别为-4.65%、4.80%、1.09%；EPS 分别为 0.98、1.03、1.04 元。

估值及投资建议：我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.98、1.03、1.04 元，对应 PE 分别为 18、17、17 倍，考虑到：1) 资产注入方面，乌、白资产注入后将显著增厚公司 EPS，2) 外延扩张方面，战略规划思路无比清晰，横向+纵向、短期+长期皆有

产业布局，因此，我们首次给予公司“买入”评级。

表 11：公司与 A 股部分电力行业标的的估值比较

公司	净利润（亿元）			PE		
	2019 E	2020 E	2021 E	2019 E	2020 E	2021 E
长江电力	216	226	228	18	17	17
国投电力	49	51	51	11	11	11
川投能源	33	34	34	12	11	11

数据来源：川投能源盈利预测来自于 Wind 一致预期，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 长江流域来水情况不达预期；
- 2) 上网电价受到政策影响持续下降；
- 3) 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，发电小时数不达预期；
- 4) 电力改革推进进度不达预期。

长江电力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,485	26,631	21,106	57,705	营业收入	51,214	50,051	51,232	51,343
现金	5,337	21,726	16,808	52,792	减:营业成本	19,005	18,353	18,686	18,500
应收账款	2,626	3,081	2,761	3,093	营业税金及附加	1,289	1,261	1,291	1,294
存货	219	241	228	236	营业费用	25	25	26	26
其他流动资产	1,303	1,583	1,310	1,584	管理费用	801	1,116	616	577
非流动资产	286,012	282,435	278,696	269,567	财务费用	5,854	6,114	6,198	6,242
长期股权投资	21,487	22,936	24,385	25,834	资产减值损失	275	250	256	257
固定资产	237,912	232,693	227,164	216,376	加:投资净收益	2,707	2,707	2,707	2,707
在建工程	6,692	6,881	7,212	7,417	其他收益	36	-1	0	0
无形资产	181	185	194	200	营业利润	27,392	25,757	26,993	27,287
其他非流动资产	19,740	19,740	19,741	19,741	加:营业外净收支	-385	-2	-2	-2
资产总计	295,497	309,066	299,802	327,272	利润总额	27,007	25,754	26,990	27,284
流动负债	56,827	62,989	44,086	62,983	减:所得税费用	4,364	4,162	4,362	4,409
短期借款	12,700	12,700	12,700	12,700	少数股东损益	33	32	34	34
应付账款	83	82	86	80	归属母公司净利润	22,611	21,560	22,595	22,841
其他流动负债	44,045	50,208	31,301	50,203	EBIT	31,594	30,367	31,651	31,986
非流动负债	95,985	96,760	97,438	98,020	EBITDA	43,817	42,924	44,208	43,944
长期借款	60,266	61,040	61,718	62,301					
其他非流动负债	35,719	35,719	35,719	35,719	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	152,812	159,749	141,524	161,003	每股收益(元)	1.03	0.98	1.03	1.04
少数股东权益	481	514	547	582	每股净资产(元)	6.46	6.76	7.17	7.53
归属母公司股东权益	142,203	148,803	157,730	165,687	发行在外股份(百万股)	22000	22000	22000	22000
负债和股东权益	295,497	309,066	299,802	327,272	ROIC(%)	10.0%	9.8%	9.9%	9.7%
					ROE(%)	15.9%	14.5%	14.3%	13.8%
					毛利率(%)	62.9%	63.3%	63.5%	64.0%
					销售净利率(%)	44.1%	43.1%	44.1%	44.5%
					资产负债率(%)	51.7%	51.7%	47.2%	49.2%
					收入增长率(%)	2.1%	-2.3%	2.4%	0.2%
					净利润增长率(%)	1.6%	-4.6%	4.8%	1.1%
					P/E	17.06	17.89	17.07	16.88
					P/B	2.71	2.59	2.45	2.33
					EV/EBITDA	11.50	11.06	10.87	10.14

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

