

2015.11.08

评级:

增持

上次评级:

增持

长电优质重组预案推出 水电再获关注

——长江电力发布重组预案及近期行业热点事件点评

	王威 (分析师)	车玺 (分析师)	王锐 (研究助理)
	021-38676694	010-59312829	010-59312725
	wangw@gtjas.com	chexi@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880515020003	S0880114110036

本报告导读:

长电重组预案发布, 现金分红提升 97%; 重组完成后, 估算全年业绩增厚 22%, 后续仍有外延成长空间; 预计复牌后理性补跌空间有限。

摘要:

- **长电发布重组预案, 承诺分红是亮点。**公司拟以 12.08 元/股向三峡集团、川能投、云能投非公开发行 35 亿股, 并支付现金, 合计作价 797.04 亿元收购川云公司 100% 股权; 同时拟向平安资管、阳光人寿等 7 个对象以 12.08 元/股非公开发行不超过 20 亿股, 募集不超过 241.6 亿元配套资金, 用于支付本次重组的部分现金对价。公司约定如本次交易成功实施, 2016-2020 每年现金分红不低于 0.65 元/股, 2021-2025 每年现金分红不低于当年净利润 70%。公司 2012-2014 年均现金分红 0.33 元, 照此承诺, 年度每股现金分红提升 97%。
- **重组完成后业绩增厚显著, 未来尚有增长空间。**川云公司主要负责金沙江下游溪洛渡、向家坝电站的开发和运营, 两电站总装机容量 1860 万千瓦, 主要供电于浙江、广东和上海地区, 核定全年发电量共计 878 亿千瓦时。此次收购完成后, 公司可控装机容量提升 73.6%, 以 2014 年为基数的发电量提升 75.3%。川云公司 2014 年发电量占全年核定量 89%, 因两个水电站分别在当年 6、7 月全投产, 年度产能贡献不全。我们估算川云公司全产能贡献年份净利润为 79.61 亿元, 考虑收购代价中自筹现金部分对应的财务费用增支及增发股本摊薄, 收购完成后增厚公司 EPS0.16 元, 增幅 22%。溪洛渡、向家坝之后, 大股东旗下尚有金沙江下游二期工程——乌东德、白鹤滩电站处于前期工作中, 这两座水电站装机容量共计 2620 万千瓦, 设计发电量共计 1029.3 亿千瓦时, 公司仍有可观的外延式成长空间。
- **预计复牌后理性补跌空间有限。**由于上交所对相关文件进行事后审核, 公司股票将继续停牌。关于复牌后补跌空间, 我们选取三种可比思路进行分析, 与公司 Beta 值相近、市值相近及业务相近的上市公司, 在长电停牌期间跌幅均值分别为 13.7%、20.1% 和 29.1%, 考虑公司重组完成后的业绩增厚及未来成长空间, 复牌后情绪性抛售可能带来短期股价波动, 但理性补跌空间有限。
- **水电板块关注度提升。**受益于新电改推行售电业务放开及竞争环节电价放开, 水电上网电价中枢存在上行空间。未来我国将实行碳排放总量控制, 水电作为碳零排放的清洁能源, 减排价值凸显。“十三五”我国水电装机扩容速度有望提升, 跨省区输送的水电价格在电力市场化条件下将有溢价空间, 越发稀缺的水电电源点相对价值也将提升。我们维持水电板块“增持”评级, 推荐黔源电力、国投电力, 其他受益标的包括长江电力、川投能源、桂冠电力等。
- **风险因素。**来水波动、改革慢于预期等。

相关报告

环保:《五位一体基本国策, 十三五环保新增哪些》

2015.11.04

公用事业:《环保电力三季报: 高增速持续+分化已显现》

2015.11.02

环保:《翻翻环保板块三季报持续高增长的底牌》

2015.11.01

公用事业:《盈利已在高点 关注改革价值》

2015.11.01

环保:《国家资本牵手环保, 打造板块融资新态》

2015.10.28

1. 长江电力发布重组预案，承诺分红成为亮点

长江电力发布 11 月 6 日晚间发布重组预案，公司拟以 12.08 元/股向三峡集团、川能投、云能投非公开发行 35 亿股，并支付现金 374.24 亿元，合计作价 797.04 亿元收购川云公司 100% 股权；同时拟向平安资管、阳光人寿、中国人寿、广州发展、太平洋资管、GIC 和重阳战略投资，以 12.08 元/股非公开发行股票不超过 20 亿股，募集不超过 241.6 亿元配套资金，用于支付本次重组的部分现金对价。

方案提到，如本次交易成功实施，公司约定 2016-2020 每年现金分红不低于 0.65 元/股，2021-2025 每年现金分红不低于当年实现净利润的 70%。公司 2012-2014 年均现金分红为 0.33 元，按照此次承诺，年度每股现金分红提升 97%。

2. 重组完成后业绩增厚显著 未来尚有增长空间

收购完成后，公司可控装机及发电规模增加七成。川云公司主要负责金沙江下游溪洛渡、向家坝电站的开发和运营；溪洛渡电站装机 1260（18*70）万千瓦，主要供电浙江、广东等地，2014 年 6 月实现全投产；向家坝电站装机 600（8*75）万千瓦，主要供电上海地区，2014 年 7 月实现全投产；两电站核定全年发电量约为 878 亿千瓦时。此次收购完成后，公司可控装机容量提升 73.6%，总发电量规模提升 75.3%（长江电力 2014 年度发电量 1166.14 亿千瓦时）。

截至 2015 上半年末，川云公司未经审计的账面净资产为 368.67 亿元，净资产预估值约为 797.04 亿元，预估增值率约为 116.19%，收购 PB 为 2.16 倍，低于主要水电公司二级市场均值和中值。

重组完成后业绩增厚显著。川云公司 2014 年完成发电量 782.59 亿千瓦时，占全年核定发电量 89.1%，因两个水电站分别在当年 6 月和 7 月实现全投产，年度产能贡献不全。川云公司 2014 年实现净利润 73.31 亿元，假定上半年枯水期和平水期度电净利润约为 0.066 元/千瓦时，估算川云公司全产能贡献年份净利润为 79.61 亿元，照此估算收购 PE 为 10 倍，同样低于主要水电公司二级市场均值和中值。考虑收购代价中需自筹现金支付的 132.64 亿元对应的财务费用增支及增发股本摊薄，收购完成后增厚公司 EPS0.16 元（以长江电力 2014 年报为基数），增幅 22%。

溪洛渡、向家坝之后，大股东旗下尚有金沙江下游二期工程——乌东德、白鹤滩电站处于前期工作中，这两座水电站装机容量共计 2620 万千瓦，设计发电量共计 1029.3 亿千瓦时，公司仍有可观的外延式成长空间。

3. 预计复牌后理性补跌空间有限

由于上交所需对相关文件进行事后审核，公司股票将继续停牌。市场普遍关注长江电力复牌后补跌空间如何，我们采取以下三种可比思路进行估算分析。

(1) 长江电力近 60 个月 Beta 值为 0.58，我们选取 A 股市场 Beta 值介于 0.50-0.60 之间的 84 家公司，在长电停牌期间(2015.06.13-2015.11.06) 跌幅均值为 13.70%。

(2) 长江电力截至 2015.11.06 总市值为 2368 亿元，我们选取 A 股市场总市值介于 2000-3000 亿元之间的 13 家公司，在长电停牌期间跌幅均值为 20.14%。

(3) 电力板块 62 家公司在长电停牌期间跌幅均值为 30.78%，几家以水电为主业的公司跌幅均值为 29.10%。

综上，考虑到此次重组带来的业绩增厚及后续公司可观的外延式成长空间，我们认为公司复牌后理性补跌空间有限，情绪性抛售可能带来短期股价波动，但股价不会显著偏离公司的实际价值。

4. 水电行业关注度提升

长江电力日后复牌将提振水电板块整体关注度。受益于新电改推行售电业务放开及竞争环节电价放开，水电上网电价中枢存在上行空间。未来我国将实行碳排放总量控制，水电作为碳零排放的清洁能源，减排价值凸显。“十三五”我国水电装机扩容速度有望提升，跨省区输送的水电价格在电力市场化条件下将有溢价空间，越发稀缺的水电电源点相对价值也将提升。

我们维持水电板块“增持”评级，推荐黔源电力、国投电力，其他受益标的包括长江电力、川投能源、桂冠电力等。

表 1: 相关公司盈利预测及评级

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
黔源电力	17.64	1.03	1.12	1.22	17	16	14	增持
国投电力	9.31	0.93	1.03	1.13	10	9	8	增持
长江电力	14.35	0.78	0.76	0.78	18	19	18	
桂冠电力	8.20	0.51	0.53	0.61	16	15	13	
川投能源	11.18	0.87	0.93	0.92	13	12	12	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (说明: 长江电力、川投能源、桂冠电力的盈利预测来自 Wind 一致预期, 股价对应 2015 年 11 月 6 日收盘价)

5. 风险因素

水电行业来水波动会影响短期业绩；
电改落实或低碳发展慢于预期会削弱水电板块溢价空间等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		