

长江电力(600900)

股改即将完成 预测股价到位

王弘

86-755-82943242

wanghong@ccs.com.cn

公用事业·电力

股改后估值区间：8.1-8.4 元

中性 A(调低)

股改方案经过几次修改终于高票通过。停牌前的含权价值应该大约在 9.5 元。复牌后合理价格 8.1-8.4 元。由于大盘近期涨幅 15%，预期长电复牌价格一次到位，将达到甚至超过合理目标价位。

- 公司股改停牌前最后一日收盘价 8.74 元计算，按照真实的对价 10 送 1.72 股复牌后持股成本为 7.01 元。预测长江电力复牌后股价按持股成本应上涨 15-20% 在 8.1-8.4 元。交易所按惯例除权价格为 8.22 元，首日涨幅大约在-2.5%-2.1%。
- 修改后的股改方案：对价：以公积金向全体股东 10 转增 0.421 股，派现 0.174 元后，非流通股向流通股股东每 10 股送 1.25 股，送现金 0.414 元，合计流通股每 10 股获得 1.671 股；现金 0.588 元（含税），三峡总公司支持葛洲坝电站电价提高 2 分，每股收益提高约 0.025 元。承诺最少持股比例 55% 及分红比例 65% 以上。全体股东每 10 股获赠权证 1.5 份，行权价格 5.5 元，不行权可以 1.8 元出售给三峡总公司。
- 公司今年中期报告表明经营正常。但电量没有与装机容量同比上涨。二季度三峡总公司投产两台机组。长电占总 13 台机组中的 6 台。分配比例有所下降，电量增加同比增加 1.13%，收入增长 5.28%，净利润增长 1.05%，每股收益 0.18 元。
- 公司盈利长期增长。假设公司 07 年配股 12.3 亿股，则预测摊薄后的 05、06 和 07 年每股收益 0.43、0.48 和 0.51 元。
- 股权分置解决后，公司合理估值约为 7.7 元，加上权证的含权价值，合理股价在 8.1 元-8.4 元。预测复牌后价格将进一步到位，到达甚至超过 8.1-8.4 的目标价位及合理区间。近期长电走势也受大盘和市场气氛的影响。长期来看，公司仍具投资价值，长线资金仍可持有。对于短期资金来说，空间有限。近一年来我们对长电由强烈推荐到谨慎推荐，现调低短期投资评级为：中性-A
- 投资风险：气候及全国用电需求回落。

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	617,398.5	735,013.1	838,495.7	986,342.9
同比增长率(%)	106.78%	19.05%	14.08%	17.63%
营业利润(万元)	398,743.7	462,789.5	512,302.9	619,938.8
同比增长率(%)	112.67%	16.06%	10.70%	21.01%
净利润(万元)	303,896.7	355,483.3	394,919.0	475,981.4
同比增长率(%)	111.40%	16.98%	11.09%	20.53%
主营利润率(%)	73.41%	74.50%	74.50%	74.50%
营业利润率(%)	64.58%	62.96%	61.10%	62.85%
净利润率(%)	49.22%	48.36%	47.10%	48.26%

注：假定复牌后股价 8.1 元；07 年增发 12.3 亿股。

上证指数：1168

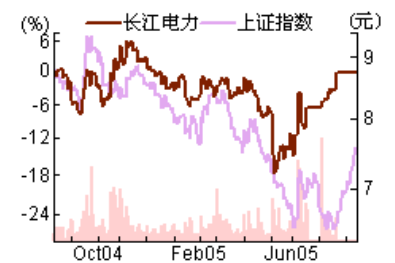
股本数据

全流通后	
总股本(万)	818,673
无限售流通 A 股(万)	271,480
市值(亿)	655

股价表现

	涨幅	相对上证
3 个月(%)	8.2	21.2
6 个月(%)	5.6	22.9
1 年(%)	-2.2	27.3
52 周波动(元)	7.31-9.65	

股价走势 04.8.12.-05.8.12



资料来源：招商证券

相关研究

《长江电力方案差于预期，长期仍可持有》 4/7/2005
 《长江电力上市分析报告》 3/11/2003

一、复牌股价表现预测分析

公司股改停牌前最后一日收盘价 8.74 元计算，复牌后持股成本为 7.01 元。公司流通股股东获得实质性对价为流通股股东每 10 股共获送 1.25 股及派现金 4.14 元，综合对价为 10 股获送 1.724 股，公司停牌最后一天收盘价为 8.74 元，由于首先要对全体股东用公积金 10 转增 0.421 股，派现 1.74 元，交易所按惯例除权价格为 $(8.74 - 0.174) / (1 + 0.0421) = 8.22$ 元，而对价部分不做除权处理，所以公司复牌的价格涨跌幅以 8.22 元为基数。在此基础上，按 10 送 1.724 的实际对价计算持股成本，大约为 7.01 元。

公司的合理价格应该为 8.1 元。按照公司的发展计划以及三峡公司的上调葛洲坝电价承诺，利用 DCF 现金流贴现我们获得公司的估值为 7.7 元，按照公司 05 年 0.43 元的盈利预测计算的动态市盈率为 18 倍。由于公司的权证计划比较确定，没 10 股送 1.5 份认购权证，并有如果不行权则以每份 1.8 元出售给三峡总公司的承诺，按照招商证券金融工程部的计算，权证的价值合每股 0.40 元，所以公司目前含权股价应该在 8.1 元。

长江电力复牌后股价按持股成本应上涨 15-20% 在 8-8.4 元。停牌后至今大盘上涨 15%，此前 G 类股票复牌的上涨幅度平均也在 15%-20%，预测长江电力的股价复牌后应在 8-8.4 元。按照除权后价格计算，涨幅大约在 -2.5% - 2.1%。

市场气氛影响长江电力的短期走势。长电是股改的一面旗帜，市场追捧可能会使股价更高。大盘也将受到长电复牌后的影响和带动；另一方面，大盘短期涨幅较高，也有调整压力，长电的走势受到大盘影响和短线资金撤离的双重压力。

预计股价到达目标价位，超过合理价值，调低投资评级至中性-A。我们在前期报告中分析公司合理股价股改前在 8.6 元至 9.1 元，权证计划修改后合理股价应该在 9.1-9.5 元，相当于股改后的 8.1 元左右，鉴于目前市场气氛仍然比较热烈，预计复牌后股价一次到位，大约在 8-8.4 元甚至更高。达到我们先前的目标价位，甚至超出合理估值范围。对于长线资金来说，可以长期持有，对于短线搏资本利得的资金来说，投资价值空间有限，故调低短期投资评级至中性-A。

二、修改后的股改方案及实施安排

时间及复牌安排：

- 1、股权登记日 2005 年 8 月 11 日，收盘后登记在册的公司全体流通股股东可获得支付对价。
- 2、2005 年 8 月 15 日公司股票复牌，全天交易。公司股票简称由“长江电力”变更

为“G 长电”，该日对价支付的股票上市流通，股价不除权，不设涨跌幅限制。公司分红部分和资本公积金转增股本部分按惯例有除权处理。

- 3、对价支付的现金发放日：2005 年 8 月 17 日。支付的对价不需要纳税，但现金分红中每 10 股派送现金 1.74 元(含税)，需要支付 0.0174 元所得税。

公司股权分置改革方案经过多次修改最终获得股东大会高票通过。具体内容：

A、对价：通过下面措施，流通股股东每 10 股共获送 1.25 股及现金 4.14 元，每 10 股共实得 1.67 股及现金 5.88 元(含税)，同时还可享受葛洲坝电站电价提高带来的收益增加。

1、送股(转增)数量

长江电力以目前的总股本为基数，以资本公积金每 10 股转增 0.421 股。非流通股股东将获转增股份全部送给流通股股东。流通股股东每 10 股获送 1.0 股。

除三峡总公司外的其他五家非流通股股东各自按目前持股量的 10%送给流通股股东。流通股股东每 10 股获送 0.25 股。

上述两项合计，非流通股东向流通股股东支付得股份对价为每 10 股 1.25 股。加上自身因资本公积金转增获得的股份，流通股股东每 10 股实得 1.67 股。

2、以三峡基金置换提高葛洲坝电站电价

经国家批准，三峡总公司拟以减征部分三峡基金为代价，提高葛洲坝电站综合上网电价提高约 0.02 元/千瓦时。按目前总股本计算，长江电力每股收益提高约 0.025 元；

3、派现数量

长江电力以目前的总股本为基数，向全体股东每 10 股派送现金 1.74 元。非流通股股东将所获现金转送流通股股东，流通股股东每 10 股获送 4.14 元，每 10 股实得 5.88 元(含税)。

B、承诺：

三峡总公司承诺：三峡总公司持有的长江电力股份自获得上市流通权之日起 24 个月内不上市交易或转让，在 2015 年之前，三峡总公司持有的长江电力股份占长江电力总股本的比例将不低于 55%，但三峡总公司股权分置改革方案实施后增加持有的长江电力股份的上市交易或转让不受上述限制；出售获得流通权的股份数量，达到长江电力股份总数百分之一的，将自该事实发生之日起两个工作日内做出公告。

其他非流通股股东承诺：长江电力股权分置改革实施前所持有的长江电力股份自获得上市流通权之日起 12 个月内不上市交易或转让；出售获得流通权的股份数量,达到长江电力股份总数百分之一的,将自该事实发生之日起两个工作日内做出公告。

公司在 2010 年以前每年的现金分红比例将不低于当期实现可分配利润的 65%。

C、认股权证计划，保底每份权证以 1.8 元出售给三峡总公司。

公司实施认股权证计划虽然需有关部门审批，但应无悬念，按公司本次转增股份后的股本为基数,对全体股东每 10 股派发 1.5 份欧式认股权证，自权证上市之日起 18 个月，权证存续期的最后 5 个交易日，大约一年半后行权，1 份认股权证可按行权价向长江电力认购 1 股股票，行权价格：5.5 元/份，用以收购三峡机组,三峡总公司承诺，在权证行权日,上市流通权证的持有人有权将所持权证以每份 1.8 元的价格出售给三峡总公司。

本次股权分置改革方案总股本和股本结构有所变化。

实施前,非流通股股数为 553,000 万股,占公司总股本的 70.39%,流通股股数为 232,600 万股,占公司总股本的 29.61%。本次股权分置方案实施后,公司总股本由 785,600 万股变为 818,673.76 万股,公司所有股份均为流通股,其中有限售条件的股数为 547,193.50 万股,占公司总股本的 66.84%,没有限售条件的 271,480.26 万股,占公司总股本的 33.16%。

三、盈利预测与股改后的估值

公司今年中期报告表明经营正常。但电量没有与装机容量同比上涨。二季度三峡工程又有两台机组投产发电，于 4 月 24 日和 7 月 21 日完成 72 小时试运行。三峡工程累计已有 13 台机组投产发电，其中公司迄今拥有 6 台，其余 7 台为长江三峡总公司拥有。由于长江电力机组占三峡工程总机组比例有所下降，分配给长电的总电量增长并不明显，下半年来水较丰，情况将有所改善。

上半年公司生产经营情况良好，三峡——葛洲坝梯级枢纽运行，对葛洲坝提高发电量很有好处。葛洲坝发电量 68.21 亿千瓦时，较上年同期增长 0.69%。三峡电站发电量 204.14 亿千瓦时，分配给公司 97.30 亿千瓦时，较上年同期增长 1.44%。上半年计入公司的发电量 165.51 亿千瓦时，较上年同期增长 1.13%。主营业务收入为 30.13 亿元，增长 5.28%，主营业务利润 21.95 亿元，同比增长 5.14%，利润总额 21.11 亿元，净利润 14.14 亿元，每股收益 0.18 元，较上年同期略有增长 1.05%。

公司盈利长期持续增长。公司目前全资拥有葛洲坝 271 万千瓦和长江三峡 6 台 420 万千瓦的机组共 691 万千瓦，至 2015 年全部收购剩下的 20 台机组，届时将拥有 2100 万千瓦的超级大型水电公司，设计年发电量 1140 亿千瓦时。由于电量和电量都有所保

证, 以后的 10 年内公司通过收购业绩以复合增长率 8-9% 稳步增长。按照公司权证计划, 07 年公司至少还要增发或配股 12 亿股以上, 融资 68 亿元以上。摊薄后预测 05、06 和 07 年每股收益 0.44、0.48 和 0.51 元。

股权分置解决后, 公司合理估值为 7.7 元, 加上权证的含权价值, 合理股价在 8.1 元。长期来看, 长江电力的现金流稳定, 适合于 DCF 现金流贴现估值。我们取无风险利率为 3.6%, 风险溢价为 8%, β 为 0.9, 资本结构中股票市值和债务的比列分别是 0.73 和 0.27, 计算的 WACC 为 9%。现金流贴现的结果合理价值为 7.7 元相当于 05 年动态市盈率大约 18 倍。由于股改后的股价仍有权证的含权, 按照招商证券金融工程部的计算, 改革后每股权证含权价值 0.40 元。所以合理价位应该为 8.1 元。

四、投资评级和建议

公司是无可争议的稳定成长、分红比例较高的绩优蓝筹股, 市场视其为大盘龙头股和超级债券。一年来大盘下跌超过 20%, 而长电基本没跌。弱市中防御性能尤其突出。近期涨幅虽多, 但停牌前仍低于合理估值, 由于近期市场整体走强上涨 15%, 股改类股票都有 15% - 20% 的涨幅, 预测复牌后价格将一步到位, 比停牌日的收盘成本价上涨 15 - 20%, 到达甚至会超过 8.1 - 8.4 的目标价位。近期长电未来走势也受大盘和市场气氛的影响。长期来看, 公司仍具投资价值, 长线资金仍可持有。对于短期资金来说, 空间有限。近一年来我们对长电由强烈推荐到谨慎推荐, 预测复牌后将达到目标价位, 甚至超过合理估值范围, 因此调低短期投资评级至中性。

调低短期投资评级: 中性 - A

附：预测资产负债表、利润表和现金流量表

资产负债表

会计年度:	2003	2004	2005	2006
货币资金	108072.2	217122.2	774344.9	1028797.6
短期投资	29181.4	72245.1	72245.1	72245.1
应收票据	40846.4	62182.3	73501.3	83849.6
应收帐款	113398.7	143727.1	147002.6	167699.2
存货	3037.8	7866.8	8820.2	10061.9
流动资产合计	301344.6	521812.9	1082978.4	1370600.7
长期投资合计	17989.8	217498.5	217498.5	217498.5
固定资产净额	2635965.0	2561518.8	3439875.0	3318399.3
固定资产合计	2641470.4	2573033.4	3446389.7	3318913.9
资产总计	2961655.8	3313424.6	4747910.3	4908020.9
短期借款	5000.0	16000.0	16000.0	16000.0
应付帐款	30217.6	119873.3	52949.8	60404.6
流动负债合计	142902.9	286611.9	81952.4	90197.5
长期借款	836076.7	836313.6	2336313.6	2336313.6
长期负债合计	836076.7	836313.6	2336313.6	2336313.6
负债合计	978979.6	1122925.5	2418266.0	2426511.1
股本	785600.0	785600.0	818673.4	818673.4
资本公积金	1052919.8	1052919.8	1019846.5	1019846.5
留存收益	144156.4	351979.2	491124.5	642990.0
股东权益合计	1982676.2	2190499.1	2329644.3	2481509.9
负债和股东权益总计	2961655.8	3313424.6	4747910.3	4908020.9

现金流量表

会计年度:	2003.0	2004.0	2005.0	2006.0
经营活动产生现金流量净额	181962.3	525112.2	337383.5	609659.4
投资活动产生现金流量净额	-1927969	-42564.7	-990600.0	-10000.0
筹资活动产生现金流量净额	1744215.0	-157519.3	1210439.2	-345206.7
现金期末余额	108072.2	433100.4	774344.9	1028797.6
现金期初余额	109864.4	108072.2	217122.2	774344.9
现金净增加额	-1792.2	325028.2	557222.7	254452.7

利润表

会计年度:	2003	2004	2005	2006
主营业务收入	298583.3	617398.6	735013.2	838495.8
减：主营业务成本	88060.1	154913.2	176403.2	201239.0
主营业务税金及附加	4837.1	9241.3	11025.2	12577.4
主营业务利润	205686.1	453244.1	547584.8	624679.3
加：其他业务利润	1312.7	1813.4	1800.0	1800.0
营业费用	180.8	179.6	220.5	251.5
管理费用	9833.6	14231.4	16905.3	19285.4
财务费用	9493.5	41902.9	80842.9	117408.4
营业利润	187490.9	398743.7	451416.1	489534.0
加：投资收益	1171.8	1475.8	1400.0	1400.0
补贴收入	26171.7	54200.5	66382.6	75728.5
利润总额	214493.2	453504.5	519198.6	566662.5
减：所得税	70736.4	149607.7	171335.6	186998.6
净利润	143756.7	303896.8	347863.1	379663.9

主要指标

会计年度:	2003	2004	2005	2006
盈利能力				
销售毛利率	70.5%	74.9%	76.0%	76.0%
销售净利率	48.1%	49.2%	47.3%	45.3%
净资产收益率	13.9%	14.9%	15.3%	13.8%
负债能力				
流动比率	2.11	1.82	13.21	15.20
速动比率	2.09	1.79	13.11	15.08
资产负债比率	0.33	0.34	0.51	0.49
现金流量				
每股经营现金流	0.23	0.67	0.41	0.74
净利润现金含量	0.60	1.51	0.89	1.32
营运能力				
应收账款周转率	363.5%	480.2%	505.6%	532.9%
存货周转率	2745.9%	2841.3%	2114.3%	2131.5%
发展能力				
主营业务增长率	106.8%	19.1%	14.1%	17.6%
净利润增长率	111.4%	14.5%	9.1%	21.3%
净资产增长率	133.2%	10.5%	6.4%	6.5%
总资产增长率	198.8%	11.9%	43.3%	3.4%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。