

长江电力 (600900)/8.17 元
方案差于预期，长期仍可持有

 王弘
 86-755-82943242
 wanghong@ccs.com.cn

非周期性投资品 · 电力
估值区间：8.7-9.0 元
谨慎推荐 A (维持)

战略配售股上市使的长电价格急跌，形成短期投资机会，近期股价上涨已在合理价值区间，由于股价含有解决股权分置的预期，现公司推出的方案低于市场预期，但按照公司的实际价值和解决分置的对价方案计算，目前的价格还有 10% 的空间，维持谨慎推荐。

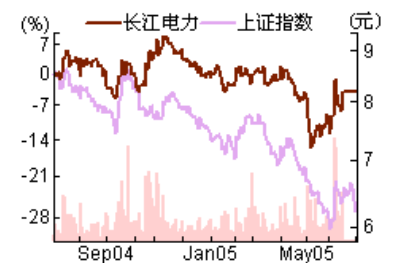
- **方案包括三个部分：**对价、承诺和权证计划三个部分。值得注意的是权证计划并不在对价之中。在通过另外的股东大会决议和核准后，才会实施。
- **对价为：**向流通股股东每 10 股送 1.25 股，转增 0.421 股，合计 1.671 股；公司对全体股东派现 0.174 元后，由非流通股向流通股每 10 股送 0.414 元，公司派现 0.174 元，合计 0.588 元（含税），三峡总公司支持葛洲坝电站电价提高 2 分，每股收益提高约 0.025 元。
- **我们认为公司股权分置改革方案可折算为非流通股股东向流通股股东每 10 股送 2.13 股，(不考虑转增和派现)。**非流通股送给流通股股东应为 1.2496 股；公司每年增加每股收益 0.025 元，按 10 倍市盈率计算，每股增值 0.25 元。公司给所有股东 10 派现 1.74，对价只计算非流通股送给流通股的 4.14 元，每股增值 0.414 元。公司合理价值应为 7.5 元/股，相当于 10 送股 0.885 股。因此对价方案综合折算为 2.13 股。
- **公司盈利长期增长。**预测 05、06 和 07 年每股收益 0.44、0.48 和 0.53 元。
- **公司合理估值由 8 元下降为 7.5 元。实质对价为 10 送 1.1 股，低于市场至少 2 预期。**现金流贴现的结果为目前公司合理价值为 8.0 元，按照方案经过公积金转赠和派现后，合理股价为 $(8.0 - 0.174)/(1 + 0.0421) = 7.5$ 元。
- **对价为公司提升了含权价值 11%，股价的范围在 8.5-9.1 之间。**稳定成长、分红比例较高的大盘蓝筹股。弱市中防御性能尤其突出。近期涨幅较多，**注意短期市场有风险。**由于股改股价仍有 10% 的空间。特别适合要求资本安全和一定收益率及现金分红的长线机构持有。
- **维持投资评级：**谨慎推荐 - A
- **投资风险：**气候及全国用电需求回落。

上证指数：1047
股本数据

总股本(万)	785600
流通 A 股(万)	232600
流通市值(亿)	190

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-0.16	10.6
6 个月(%)	-0.46	11
1 年(%)	-0.28	21
52 周波动(元)	7.31-9.65	

股价走势 04.6.-05.6


资料来源：招商证券

相关研究

长江电力上市分析报告

03/11/2005

一、股改方案内容与意义

公司股权分置改革方案可折算为非流通股股东向流通股股东每 10 股送 2.13 股，方案包括三个部分：对价、承诺和权证计划三个部分。值得注意的是权证计划并不在对价之中。在通过另外的股东大会决议和核准后，才会实施。

对价为：向流通股股东每 10 股送 1.25 股，转增 0.421 股，合计 1.671 股；公司对全体股东派现 0.174 元后，由非流通股向流通股每 10 股送 0.414 元，公司派现 0.174 元，合计 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。

非流通股股东持股承诺：

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，持股比例将不低于 55%。但三峡总公司股权分置改革方案实施后增持股份的上市交易或转让不受上述限制。

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。

认股权证初步计划。 若获得另外股东大会审议通过，并经有关部门核准，公司将实施认股权证计划，发行初步计划如下：按公司本次转增股份后的股本为基数，向全体股东每 10 股派发 1.5 份认股，总额为 12.28 亿份，行权价格：5.5~6 元/股(不考虑公司本次转增股份的除权影响)，存续期：24 个月，权证存续期的最后一个交易日，我们预测，顺利的话在大概在 07 年 10 月左右实施配股。该计划不属对价。

方案增加了对流通股的形式让利。长江电力是一家国有绝对控股的大型蓝筹绩优股，对市场整体改革起着标杆作用。也就是长江电力给出了对价的最低限度，因而万众瞩目。本次方案超过了公司的层面，对市场的影响远远大于对其本身的影响。本次方案的非流通股股东的，形式对价比较有利，实质性对价与草案区别不大。

方案没有达到市场预期。由于公司初稿方案基本折算为 10 送 1 受到流通股的一致反对，但大股东立场坚定，后来经过和多达 79 家的机构投资者进行了 49 场充分交流沟通，基本形成了“支付即期对价与促进上市公司长远发展相结合，维护流通股股东权益，提高上市公司价值，实现全体股东共赢”的思路，但公司现在方案实质对价为 10 送 1.1 股，见后文分析。市场预期 10 送 2 以上没有达到预期。

二、对价分析

对价的原理是在股权分置改革中，保障流通股股东所持股票市值不因公司本次股权

分置改革而受损，即对价等于股权分置改革前流通股股东持股市值与股权分置改革后流通股股东理论持股市值之差。

保荐机构给出的公式解释了对价的计算原理。以股权分置改革前后流通股股东持股市值不受损失为原则，非流通股股东支付的理论对价 X 计算公式如下： $X = Q * (P1 - P2)$ （不考虑股本变化）

其中：Q 股权分置改革前流通股股份数，为 23.26 亿股。

P1 股权分置改革前的股票价格 7.78 元（前 30 个交易日收盘均价）。

P2 股权分置改革后的预计股票价格 6.72（预测 05 年每股收益 0.42 元，16 倍合理市盈率）

保荐机构认为实际对价超过流通股股东的市值损失 14 亿元。改革前流通股股东持股市值 181.66 亿元，改革后按谨慎原则以 6.72 元/股计算的流通股股东理论持股市值为 156.31 亿元。计算的理论差价为 25.35 亿元。而公司通过对价流通股股东实际得到 39.6 亿元超过理论差价。流通股股东的利益确实得到了保护。

我们认为对价的折算结果为 10 送 2.13 股（不考虑转增和派现）。公积金 10 转增 0.42 不是非流通股股东所送，非流通股送给流通股股东应为 1.2496 股；三峡总公司利用三峡基金（原来有说法，三峡基金 09 年即不再收取）注入给公司每年增加每股收益 0.025 元。我们按 10 倍市盈率计算，每股增值 0.25 元。公司给所有股东 10 派现 1.74 元不算，对价只计算非流通股送给流通股的 4.14 元，每股增值 0.414 元。按照我们估算的公司合理价值应为 7.5 元/股，相当于 10 送股 0.885 股。因此对价方案综合折算为 2.13 股。（权证不列入计算。如果估计权证 1.5 份价值 3 元，那么每股增加 0.3 元，又相当于 10 送 0.4 股。）

三、盈利预测与估值

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。预测 05、06 和 07 年每股收益 0.44、0.48 和 0.53 元。

公司合理估值由 8 元下降为 7.5 元。对价实质为 10 送 1.1 股。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 0.87，资本结构中股票市值和债券的比列分别是 0.8 和 0.2，计算的 WACC 为 9%。现金流贴现的结果为目前公司合理价值为 8.0 元，按照方案经过公积金转赠和派现后，合理股价为 $(8.0 - 0.174)/(1 + 0.0421) = 7.5$ 元。

以 7.5 元的合理价值计算的对价为公司提升了含权价值 21.3%，股价 9.1 元。以股改之前的 8 元计算，对价实质为 10 送 1.1，含权价值提升 11%。按照我们估算，对价为流通股获得 10 送 2.13 的对价，合理估值下降为 7.5 元，相当于 05 动态市盈率 17 倍，比较合理。所以目前含权价格应为 9.1 元。我们认为市场在弱市下仍可能价格低于价值，所以我们认为股价的范围在 8.5-9.1 之间。

四、投资评级和建议

公司是无可争议的稳定成长、分红比例较高的大盘蓝筹股。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。近期涨幅较多，由于股改股价仍有 10% 的空间。特别适合要求资本安全和一定收益率及现金分红的长线机构持有。

维持投资评级：谨慎推荐 - A

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 ±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。