

2015年11月17日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元) 17.00RMB

长江电力(600900.SH)

Buy 买入

重组落地，推出高分红方案

结论与建议：

公司公布资产重组方案，拟以发行股份及支付现金收购大股东三峡集团等公司持有的川云公司 100%股权，并非公开发行股票募集不超过 241 亿元配套资金。同时，公司计划推出高比例分红方案，约定未来五年每年分红不低于 0.65 元/股。

在考虑川云公司在 2016 年并表带来的业绩增厚和股本摊薄的情况下，我们预计公司 2015、2016 年实现净利润 116.09 亿元 (YOY-1.87%)、195.42 亿元 (YOY+68.34%)，EPS0.70、0.89，当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 19X、15X，维持“买入”的投资建议。

■ **资产收购方案：**公司拟以 12.08 元/股发行 35 亿股，另外支付现金 374 亿元，合计出资 797 亿元收购三峡集团、四川省能源投资集团有限责任公司及云南省能源投资集团有限公司持有的金沙江川云公司 100%股权，同时承接川云公司原有债务合计 1297 亿元。另外，公司将非公开发行股票募集不超过 241 亿元配套资金。

■ **标的公司情况：**川云公司资产为溪洛渡、向家坝水电站，溪洛渡水电站 18 台总装机容量为 1260 万千瓦，向家坝 8 台总装机容量为 600 万千瓦，本次交易将增厚公司总装机容量 73.58%。川云公司核定全年发电量为 878 亿千瓦时，相对于公司 2014 年发电量 1166 亿千瓦时增加约 75.30%，装机规模及发电量显著提升。溪洛渡、向家坝自 2014 年 6 月和 7 月投产，2014 年营业收入 228.30 亿元，净利润为 73.31 亿元，净利润率为 32%。

■ **推出高分红方案：**公司计划推出高比例分红方案，如本次交易成功实施，公司拟修改《公司章程》，约定对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红；对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红。

■ **三峡集团增持计划：**为避免公司股票复牌后非理性波动，三峡集团将在公司股票复牌后 6 个月内，根据二级市场情况择机增持长江电力股票，增持金额累计不超过 50 亿元。

■ **盈利预测：**本次交易完成后，本公司将实现“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四级电站联合调度，提升整体发电效益，但流域来水的不确定性可能对公司经营效益造成一定的影响。在考虑川云公司在 2016 年并表带来的业绩增厚和股本摊薄的情况下，我们预计公司 2015、2016 年实现净利润 116.09 亿元 (YOY-1.87%)、195.42 亿元 (YOY+68.34%)，EPS0.70、0.89，当前 A 股价对应 2015 年、2016 年 PE 为 19X、15X，维持“买入”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2015/11/16)	13.12
上证综指(2015/11/16)	3606.96
股价 12 个月高/低	15.06/8.55
总发行股数(百万)	16500.00
A 股数(百万)	9745.94
A 市值(亿元)	1278.67
主要股东	中国长江三峡集团公司 (72.01%)
每股净值(元)	5.37
股价/账面净值	2.45
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.6 -8.6 51.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-30	8.19	买入

产品组合

电力	97.3%
其他	2.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.3%
一般法人	64.9%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	10,352	9,071	11,830	11,609	19,542
同比增减	%	34.44%	-12.38%	30.42%	-1.87%	68.34%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.627	0.550	0.717	0.704	0.888
同比增减	%	34.44%	-12.38%	30.42%	-1.87%	26.25%
A 股市盈率(P/E)	X	20.91	23.87	18.30	18.65	14.77
股利(DPS)	RMB 元	0.332	0.280	0.379	0.300	0.300
股息率(Yield)	%	2.53%	2.13%	2.89%	2.29%	2.29%

..... 接续下页

资产重组方案

购买川云公司 100%股权

■ 交易方式

一是发行股份及支付现金收购川云公司 100%股权。公司拟向三峡集团、四川省能源投资集团有限责任公司及云南省能源投资集团有限公司以 12.08 元/股发行股份 35 亿股及支付现金 374 亿元,购买其合计持有的川云公司 100% 股权,预估价值约 797 亿元。川云公司将成为长江电力的全资子公司,其原有 1200 多亿债务继续由川云公司承接。

二是定增募集配套资金。公司拟向保险机构、产业投资人及境外合格投资者等 7 家机构非公开发行不超过 20 亿股股票,发行价格 12.08 元/股,募集配套资金 241.6 亿元,全部用于支付本次交易的部分现金对价。

■ 购买标的情况

川云公司主要负责金沙江下游溪洛渡、向家坝电站的开发建设和运营管理。溪洛渡电站为金沙江下游第三级水电站,安装有 18 台 70 万千瓦的水电机组,总装机容量 1260 万千瓦,是我国第二大水电站,是“西电东送”骨干电源点,主要供电浙江、广东等地。向家坝电站为金沙江下游最末一级电站,安装有 8 台 75 万千瓦的水电机组,总装机容量 600 万千瓦,是我国第三大水电站,是“西电东送”骨干电源点,主要供电上海地区。

本次交易前,公司拥有可控水电装机容量 2527.7 万千瓦,其中葛洲坝电站 277.7 万千瓦、三峡电站 2250 万千瓦。本次交易将增厚公司总装机容量 73.58%。川云公司核定全年发电量为 878 亿千瓦时,相对于公司 2014 年发电量 1166 亿千瓦时增加约 75.30%,装机规模及发电量显著提升。

推出高分红方案

公司计划推出高比例分红方案,如本次交易成功实施,公司拟修改《公司章程》,约定对 2016 年至 2020 年每年度的利润分配按每股不低于 0.65 元进行现金分红;对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红。

公司 2013、2014 年现金分红为 46 亿和 63 亿,达到当年净利润的 51%、53%。未来五年合计现金分红将达到 715 亿以上,投资回报率显著提升。

本次交易对公司的影响

公司通过收购川云公司 100%股权,将大幅提升自身业务规模和装机容量,综合实力和核心竞争力将得到有效提升。溪洛渡、向家坝电站的发电量主要送往上海、浙江、广东等地,本次交易完成后,公司在华东、广东电力市场的占有率将进一步提高,市场竞争优势更加明显。

同时,归属于母公司股东权益规模、营业收入、净利润水平以及每股收益都将得到提升,有助于巩固公司的行业龙头地位。溪洛渡、向家坝自 2014 年 6 月和 7 月投产,2014 年营业收入 228.30 亿元,净利润为 73.31 亿元,净利润率为 32%。

公司最近三年及一期的资产负债率维持在 40%—50%之间,处于行业较低水平,财务状况较为稳健。川云公司目前处于建成投产初期,根据水电行业 20% 资本金和 80% 负债的融资结构,其资产负债率较高。预计本次交易完成后,公

司的资产负债率将有一定程度的提高。

本次交易完成后，本公司将实现“溪洛渡—向家坝—三峡—葛洲坝”四级电站联合调度，有利于理顺电站运营管控关系，提升整体发电能力和综合效益。但由于电站的发电量受到很多因素的制约，如来水总量、来水分部、水库水位，还有航运、电网调度等，这些可能对公司的经营效益造成一定的影响。

盈利预测

公司作为国内目前最大的清洁能源上市公司，打造“水、核互补”的清洁能源业务发展模式，组建售电公司进军售电领域，且乌东德、白鹤滩电站即将正式开工建设，未来有望继续注入上市公司。在考虑川云公司在2016年并表带来的业绩增厚和股本摊薄的情况下，我们预计公司2015、2016年实现净利润116.09亿元(YOY-1.87%)、195.42亿元(YOY+68.34%)，EPS0.70、0.89，当前A股价对应2015年、2016年PE为19X、15X，维持“买入”的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	25,782	22,698	26,898	22,886	23,038
经营成本	9,359	9,535	9,926	9,023	8,280
营业税金及附加	490	403	501	476	381
销售费用	8	7	7	5	6
管理费用	559	542	534	474	430
财务费用	4,634	3,787	3,404	2,809	2,588
资产减值损失	299	81	42	4	8
投资收益	1,018	1,361	1,066	2,541	2,050
营业利润	11,451	9,703	13,549	12,785	13,394
营业外收入	2,138	2,060	1,900	2,242	2,400
营业外支出	13	33	42	13	11
利润总额	13,577	11,730	15,407	15,014	15,783
所得税	3,224	2,659	3,576	3,405	3,572
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	10,352	9,071	11,830	11,609	12,211

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	1,548	2,264	311,374	342,511	376,762
应收帐款	1,447	1,406	181,625	214,318	252,895
存货	422	451	42,775	44,914	47,160
流动资产合计	4,651	5,058	585,532	657,627	0
长期投资净额	8,879	8,796	969,093	1,114,457	1,281,625
固定资产合计	135,352	129,672	12,409,813	15,139,972	18,470,766
在建工程	275	331	39,446	34,712	30,547
无形资产	150,582	144,549	14,113,880	15,807,546	17,704,451
资产总计	155,233	149,607	14,699,412	16,465,173	17,704,451
流动负债合计	49,715	38,789	2,088,017	2,401,220	2,761,403
长期负债合计	30,631	32,637	3,997,745	3,597,971	3,238,174
负债合计	80,346	71,426	6,085,763	5,999,191	5,999,577
少数股东权益	7	2	233	4	4
股东权益合计	74,880	78,179	8,613,417	10,465,982	11,704,874
负债和股东权益总计	155,233	149,607	14,699,412	16,465,173	17,704,451

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	21,461	18,091	21,299	24,494	28,168
投资活动产生的现金流量净额	-4,031	544	-829	-729	-642
筹资活动产生的现金流量净额	-19,638	-17,919	-19,615	7,373	6,725
现金及现金等价物净增加额	-2,208	716	856	31,137	34,251

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。