

长江电力 (600900): 努力成长 公司收购秘鲁Luz del Sur公司点评

2019年10月10日

推荐/维持

长江电力 公司报告

2019年9月30日长江电力发布公告称将以基础对价35.9亿美元(最终会根据几个调整机制进行调整)收购秘鲁Luz del Sur公司83.64%的股权,该价格是参考第三方财务顾问的估值报告给出。除此之外本次收购还触发了对剩余13.7%股份的法定要约收购,其要约收购价格将由秘鲁证监会指定的第三方评估机构确定。

本次收购符合长江电力的远期战略,其标的资产优质、现金流稳定、且具备一定成长性,标的资产交易价格在同类型交易中中等偏低。

本次收购符合长江电力的远期战略。目前公司的主业水电运营及开发在国内已经比较成熟,开发程度高了,在乌东德、白鹤滩机组投运之后,公司很难在国内的水电行业继续实现快速增长。借鉴国外能源公司成熟经验,公司向配电领域扩张。本次收购符合公司发展战略。

标的公司优质、现金流稳定、具备一定成长性。公司属于公用事业公司,所在配电区域良好,电费回收率高;秘鲁经济和用电量稳定增长,人均用电量较低,有发展空间。

标的资产交易价格在同类交易中中等偏下。近三年南美能源类标的资产估值EVEBITDA为16.5倍,本次交易EVEBITDA为14.6倍。

公司盈利预测及投资评级:由于项目处于交割中,我们不考虑本次收购带来的影响。第三季度上游溪洛渡水库来水较上年同期偏枯29.45%,三峡水库来水较上年同期偏枯16.98%,公司整个第三季度发电量较上年同期下滑9.61%,我们略下调公司盈利预测。同时我们详细计算了公司投资收益,更新了净投资收益及相关科目。我们预计公司2019-2021年净利润分别为228.37亿、227.69亿和251.19亿元,对应EPS分别为1.04、1.03和1.15元,当前股价对应2019-2021年PE值分别为17.79、17.85和16.13倍。我们依然看好新机组收购后给公司带来的价值提升,维持“推荐”评级。

风险提示:用电量增长不及预期,来水不及预期,新项目收购推进不及预期,电价持续下降。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	50,146.8	51,213.9	52,855.5	53,461.6	65,485.7
增长率(%)	2.47%	2.13%	3.21%	1.15%	22.49%
净利润(百万元)	22,260.9	22,610.9	22,836.5	22,768.5	25,191.6
增长率(%)	6.38%	1.66%	1.00%	-0.30%	10.63%
净资产收益率(%)	16.48%	15.90%	15.37%	14.70%	15.56%
每股收益(元)	1.01	1.03	1.04	1.03	1.15
PE	18.25	17.97	17.79	17.85	16.13
PB	3.01	2.86	2.74	2.62	2.51

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

中国最大的水电上市公司。

未来3-6个月重大事项提示:

2019-10-31 公司发布三季度报告

发债及交叉持股介绍:

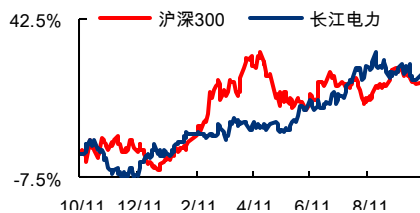
2016-11-09 发行3亿美元5年期公司债
 2016-11-09 发行2亿欧元5年期公司债
 2017-07-11 发行25亿元3年期公司债
 2018-07-26 发行25亿元3年期公司债
 2018-08-01 发行40亿元5年期中期票据
 2018-09-27 发行30亿元3年期公司债
 2018-12-03 发行20亿元5年期中期票据
 2019-02-19 发行30亿元3年期公司债
 2019-03-13 发行30亿元5年期中期票据

公司持有:
 湖北能源(000883.SZ) 28.45%可流通股
 广州发展(600098.SH) 19.62%可流通股
 国投电力(600886.SH) 10.71%可流通股
 川投能源(600674.SH) 11.12%可流通股

交易数据

52周股价区间(元)	18.47-15.88
总市值(亿元)	4063.4
流通市值(亿元)	4063.4
总股本/流通A股(万股)	2200000/2200000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.14

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

研究助理: 沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480118080040

本次收购符合长江电力的远期战略，其标的资产优质、现金流稳定、且具备一定成长性，标的资产交易价格在同类型交易中中等偏低。

本次收购符合长江电力的远期战略。公司远期立志成为全球最大的清洁能源供应商，但目前公司的主业水电运营及开发在国内已经比较成熟，开发程度高了，在乌东德、白鹤滩机组投运之后，公司很难在国内的水电行业继续实现快速增长。依照国外发展经验，国际大多数先进的能源公司都是发电与配电业务相结合的，水电发电业务受到来水的影响，经常有波动，而配电业务更加稳定，能更好的平滑公司业绩。目前国内配电业务主要由国家电网和南方电网经营，输电业务与配电业务的分离还没有大规模实施。虽然国家已经开放增量配电业务，但大规模推广还需时日，由此可见，公司在国内大规模发展配电业务，目前条件尚不成熟。标的公司 Luz del Sur 的配电业务占其主营业务的 94%，是典型的配电企业，其业务与公司发展方向相契合。

标的公司优质、现金流稳定、具备一定成长性。标的公司 Luz del Sur 是秘鲁最大的配电公司，LDS 公司合并报表 2018 年总资产 18 亿美元，净资产 9.1 亿美元，营收 10 亿美元，净利润在 1.8-1.9 亿美元之间。市场占有率 28%，主要在利马南部区域开展配售电业务，面积 3600 平方公里，人口 360 万，目前用户 113 万左右，该地区是秘鲁的核心区域，也是使馆区，电费回收情况较好，现金流稳定，且公司最终的计价使用美元，汇率风险相对较低。秘鲁的经济也稳步发展，且人均用电量处于较低水平，有发展空间。目前该国 GDP 年均增长 4% 左右，用电量增长速度和经济增长速度相当，每年人均用电量 2000kWh 左右，与我国每年人均用电量 4600kWh 和发达国家每年人均用电量 1000kWh 相比还有较大差距。该公司近三年用户数目增长 3% 左右，且还有 74 万 kW 左右的待开发水电项目，从用户数目和可开发水电资源来看，公司业务还有稳定增长空间。

标的资产交易价格在同类交易中中等偏下。在收购前 Luz del Sur 在利马证券交易所的市值为 79 亿秘鲁索尔（约合 23.8 亿美元），公司目前对 83.64% 股票收购作价在 35.9 亿美金~44.5 亿美金，溢价达 80.4%~123.6%，从账面来看溢价较高。但由与国内 A 股与南美股票市场投资风格不同，投资者结构不同，我们不能简单的套用 A 股估值方法评估本次交易对价的高低。Luz del Sur 公司 2018 年在利马证券交易所的换手率为 2%，除大股东外，其股票主要由秘鲁社保基金持有，该公司股票在市场上交投不活跃，二级市场交易价格较难反应公司的实际价值。目前由于公司项目尚在交割之中，很多信息依然处于保密状态，我们尚无法准确判断本次收购是否能给公司带来价值提升，但从南美的能源类并购常用估值比值 EV/EBITDA 的角度来看，近三年能源类并购 EV/EBITDA 比值多在 16.5 倍左右，本次收购 EV/EBITDA 比值为 14.6 倍，和同类型收购相比其价格中等偏低。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	10,187	9,485	9,743	9,845	11,852	营业收入	50,147	51,214	52,856	53,462	65,486
货币资金	5,201	5,337	5,495	5,565	6,812	营业成本	19,454	19,005	20,299	20,370	26,289
应收账款	3,213	2,626	2,710	2,741	3,425	营业税金及附加	1,056	1,289	1,330	1,345	1,648
其他应收款	194	27	28	28	34	营业费用	19	25	26	26	32
预付款项	30	10	10	10	10	管理费用	840	801	826	836	1,024
存货	257	219	234	235	303	财务费用	5,897	5,854	5,702	5,753	8,552
其他流动资产	1,054	1,209	1,209	1,209	1,209	研发费用	0	42	42	42	50
非流动资产合计	289,211	286,012	292,810	298,540	435,010	资产减值损失	205	275	284	287	351
长期股权投资	16,156	21,487	35,233	45,803	45,803	公允价值变动收益	(164)	36	65	61	32
固定资产	249,702	237,912	226,049	214,359	349,440	投资净收益	2,312	2,707	3,794	3,832	4,024
无形资产	170	181	192	202	210	加:其他收益	2,291	718	0	0	0
其他非流动资产	1,255	1,244	1,244	1,244	1,244	营业利润	27,077	27,392	28,213	28,702	31,603
资产总计	299,398	295,497	302,553	308,385	446,862	营业外收入	1	12	12	12	12
流动负债合计	59,703	56,827	57,643	54,718	171,010	营业外支出	423	397	397	397	397
短期借款	19,005	12,700	13,372	11,273	124,839	利润总额	26,654	27,007	27,828	28,317	31,218
应付账款	87	83	87	87	113	所得税	4,380	4,364	4,959	5,516	5,994
预收款项	10	10	9	9	8	净利润	22,275	22,644	22,869	22,801	25,224
一年内到期的非流动负债	13,508	15,298	15,298	15,298	18,738	少数股东损益	14	33	33	33	33
非流动负债合计	104,176	95,985	95,851	98,253	113,356	归母净利润	22,261	22,611	22,837	22,769	25,192
长期借款	31,500	26,000	19,600	16,336	27,536	主要财务比率					
应付债券	30,151	34,266	42,372	39,909	43,900	成长能力					
负债合计	163,879	152,812	153,494	152,971	284,366	营业收入增长	2.47%	2.13%	3.21%	1.15%	22.49%
少数股东权益	417	481	514	546	579	营业利润增长	21.55%	1.16%	3.00%	1.73%	10.11%
实收资本(或股本)	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	归母净利润增	1.00%	-0.30%	1.00%	-0.30%	10.64%
资本公积	44,323	44,296	44,296	44,296	44,296	获利能力					
未分配利润	43,289	48,400	51,826	55,241	59,020	毛利率(%)	61.21%	62.89%	61.60%	61.90%	59.86%
归母股东权益合计	135,101	142,203	148,546	154,868	161,917	净利率(%)	44.42%	44.21%	43.27%	42.65%	38.52%
负债和所有者权益	299,398	295,497	302,553	308,385	446,862	总资产净利润	1.48%	7.44%	7.65%	7.55%	7.38%
现金流量						ROE(%)	16.48%	15.90%	15.37%	14.70%	15.56%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	39,693	39,737	37,939	36,239	45,539	资产负债率	55%	52%	51%	50%	64%
净利润	22,275	22,644	22,869	22,801	25,224	流动比率	0.17	0.17	0.17	0.18	0.07
折旧摊销	12,457	12,391	12,221	12,239	17,019	速动比率	0.17	0.16	0.16	0.18	0.07
财务费用	5,897	5,854	5,702	5,753	8,552	营运能力					
应付账款的变化	(102)	587	(84)	(31)	(684)	总资产周转率	0.17	0.17	0.18	0.18	0.17
预收账款的变化	(87)	(1)	(1)	(1)	(1)	应收账款周转	16	18	20	20	21
投资活动现金流	(9,795)	(9,226)	(15,961)	(14,879)	(150,302)	应付账款周转	428.95	602.46	623.28	613.36	654.85
公允价值变动收益	(164)	36	65	61	32	每股指标					
长期股权投资减少	(11,530)	(7,820)	(18,419)	(17,409)	(1,482)	每股收益(最新摊薄)	1.01	1.03	1.04	1.03	1.15
投资收益	2,312	2,707	3,794	3,832	4,024	每股净现金流(最新摊薄)	0.08	0.00	0.01	0.00	0.06
筹资活动现金流	(28,033)	(30,473)	(21,820)	(21,290)	106,011	每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.46	6.75	7.04	7.36
应付债券增加	2,496	4,115	8,106	(2,463)	3,991	估值比率					
长期借款增加	4,648	(5,500)	(6,400)	(3,264)	11,200	P/E	18.25	17.97	17.79	17.85	16.13
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.01	2.86	2.74	2.62	2.51
资本公积增加	70	(27)	0	0	0	EV/EBITDA	10.90	10.72	10.65	10.35	10.75
现金净增加额	1,865	37	158	69	1,248						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。