

长江电力（600900）：停牌加大收购预期

增持（维持）

电力行业

2008年5月9日

能源与基础设施组

010-66045593 lihong@txsec.com

事件描述：

长江电力今日发布了“重大事项暨停牌公告”。公告称，公司正在筹划重大资产重组事宜，并将在公告刊登后五个工作日内向相关部门进行政策咨询及方案论证，有关事项尚存在不确定性。公司股票自2008年5月8日起停牌。

评论：

1、我们认为公司此次停牌意在商讨有关收购三峡机组事宜。三峡工程年底26台机组将实现全部投产，公司计划2015年前收购全部机组，截止目前为止仅收购了8台，未来收购进程有望加快。同时，公司2008年一季度业绩同比大幅下滑44%，年内随着三峡机组投产台数的增多，公司枯水期分水将进一步减少。如果不加快收购进程，枯水期业绩有进一步下滑的可能。按照财务会计规定的重大资产收购的标准并结合公司2007年收购机组52亿元每台的价格，此次如若能收购4台机组就构成重大资产重组，因此我们预计公司将收购4台或以上机组。按照公司目前的电价水平，每收购一台机组将为公司带来6.5亿元左右的营业收入，贡献净利润2.8亿元左右。如果公司能收购4~6台机组，净利润贡献为11~17亿元。

2、公司是我国最大的水电上市公司，拥有权益装机容量1,132万千瓦，对湖北能源、上海电力、皖能集团、广州控股等电力公司均有战略投资。根据公司规划，还将于2015年前收购三峡全部26台机组，届时，其权益装机容量将实现翻番。同时，公司大股东中国三峡总公司还拥有长江上游干支流水力资源垄断开发权，目前组织建设有溪洛渡、向家坝、乌东德和白鹤滩四个巨型水电站，总装机容量达3,850万千瓦，设计年发电量1,753亿千瓦时。长江电力未来业绩增长潜力值得期待。

3、公司目前负债水平较低，现金流充足。公司08年1季报显示，公司总资产611亿元，资产负债率仅为35.18%，公司负债即使再增加380亿元，负债水平也与行业内其它火电上市公司60%的水平相当。从现金流量表来看，04年以来经营活动产生的现金流量净额较为稳定，均在50亿元左右，同时公司还持有帐面价值达85亿元的可供出售金融资产。假如按照07年机组收购价格52亿元/台来看，收购4-6台机组需要210-312亿元的资金，公司具备通过自有资金和负债来完成机组收购的能力。

4、公司电价目前处于较低水平，未来随着市场对煤电联动预期的加大，水电价格将有随火电价格一起上调的可能，根据我们对公司的电价敏感性分析，电价每上调1.0%，公司的净利润增加1.26%。在此，我们暂不考虑电价上调可能对公司的影响。

5、我们假设公司08年收购4台机组，09年继续收购2台，且全部收购为现金收购，不扩大公司股本规模，则08、09年的盈利预测调整为：08年EPS0.68、09年EPS0.77元，维持对公司的“增持”评级。

表 1: 盈利预测表 (单位: 万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	691,783	873,539	1,029,146	1,207,779
增长率	-4.71%	23.92%	17.81%	17.36%
减: 营业成本	206,181	264,984	312,187	366,374
主营业务税金及附加	10,202	13,400	15,437	18,117
减: 销售费用	157	219	258	303
管理费用	17,209	30,969	36,486	42,819
财务费用	70,720	86,554	101,972	119,672
期间费用率	12.73%	13.48%	13.48%	13.48%
加: 投资收益	86,608	209,477	200,000	200,000
营业利润	475,565	686,845	762,806	860,495
加: 营业外收入	1572	74,412	92,623	108,700
减: 营业外支出	411	1,971	1,971	1,971
利润总额	538,706	759,286	853,458	967,224
减: 所得税	176,794	222,037	213,365	241,806
净利润	361,913	537,248	640,094	725,418
归属母公司所有者净利润	361,913	537,248	640,094	725,418
净利润率	52.32%	61.50%	62.20%	60.06%
少数股东损益	0	0	0	0
每股收益 (元)	0.44	0.60	0.68	0.77

数据来源: 公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014