

G长电 (600900)

来水不佳压力大，投行可创造机会？

✍ 姚伟

☎ 21-62580818-847

✉ yaowei@gtjas.com

本报告导读：

➤ G长电虽面临不佳的短期业绩局势，但可能有一定的动力和手段做出相当的改善。

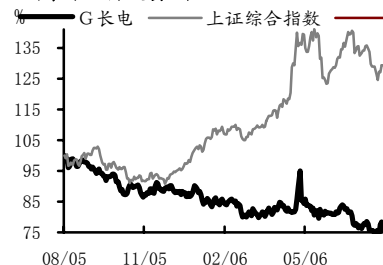
- 二季度长江来水较常年平均有较大幅度的下降和新增机组分水使得公司三峡、葛洲坝机组发电量同比出现一定回落，导致上半年利润同比下降10%；
- 三季度水情压力仍然较大，同时考虑四季度三峡水库蓄水带来的电量提升，06全年公司发电量仍将出现1%左右的回落；
- 短期业绩波动对股价形成压力，但公司未来一段时间偏重股本融资方式使得资本成本高企，而收购机组的回报率则有下降趋势，使得短期业绩难以增厚，流通股东难以明显收益；
- 考虑大股东增持损失、权证行权临近和年底公司将披露三峡机组收购规划，公司存在“投行机会”——采用创新融资方式降低资本成本，低价收购优质资产平滑业绩的波动；
- 预计06、07年EPS为0.401元、0.48元（07年初收购三台三峡机组），而公司计划逐步“出让”所持建设银行的股份，一期8亿股可增厚短期业绩10%以上（如建行股份出让计划根据我们的预测全部兑现，06、07年EPS可能可达0.45元和0.53元左右）。
- 公司的股价再度出现低估，三季度后公司业绩将现转机，仍建议“增持”，并建议关注公司存在的“投行”机会。

评级： **增持**
上次评级： 增持
目标价格： ¥7.4
上次预测： 7.1
当前价格： ¥6.21
2006.08.14

交易数据

52周内股价区间(元)	6.06 ~ 8.15
总市值(百万元)	50,840
总股本/流通A股(百万股)	8,186.74/3,237.39
流通B股/H股	
流通股比例	39.5%
日均成交量(百万股)	34.4
日均成交值(百万元)	239.5

52周内股价走势图



相关报告

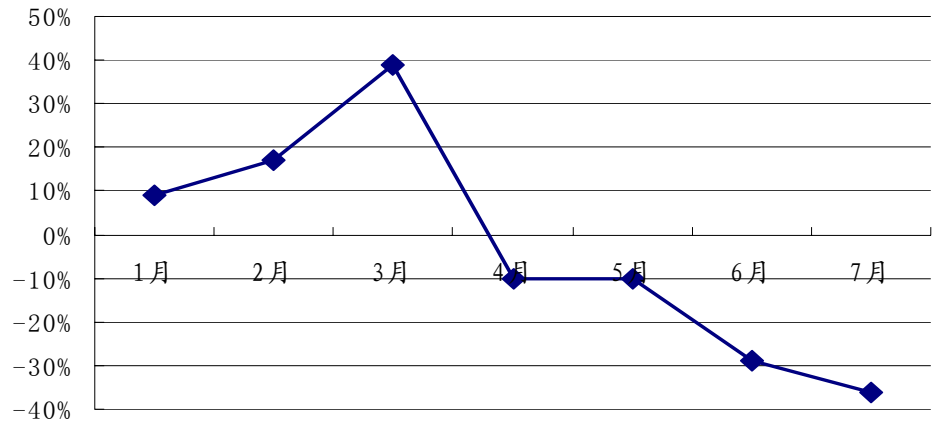
G长电：终点又回到起点？
2006.3.9

G长电：下调业绩预期
2006.1.10

1. 来水导致业绩下降符合预期，全年电量不乐观

上半年，三峡整体发电量在增加三台机组后仅同比增 3.4%，新增机组分水影响长电所属三峡机组发电量同比回落 6.99%，葛洲坝电厂发电量同比下降 5.66%，公司所属总发电量合计下降 6.44%。

图 1: 2006 年长江宜昌口月度来水较往年平均波动情况



二季度后长江来水较差影响公司发电量，三季度预计水情压力仍较大，全年电量料有下降。

资料来源：国泰君安证券研究所

来水偏枯无疑是发电量出现回落的主因，尤其二季度长江来水较往年平均大幅下滑，三季度至今仍未有转好迹象，同时考虑汛后三峡水库蓄水亦减少一定发电量，预计公司三季度电量和业绩的压力仍然较大。

表 1 公司发电量预测情况 (亿千瓦时)

	三峡机组	葛洲坝机组	长电总发电量
2005	224.8	162.5	387.3
2006E (原预期)	233.9	154.8	388.7
2006E (现预期)	228.3	155.6	384
2007E	323.7	158.8	482.5

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究所

*假设 06 年无机组收购，07 年配股权证实施年初收购 3 台三峡机组。

三峡蓄水位在三季度汛期后将逐步提升至 156 米高程，四季度可增加三峡机组出力和发电量，对葛洲坝机组的发电量也稍有促进，我们对未来两年的发电量预测再做微调：预计 06 年公司总发电量 384 亿千瓦时，同比略回落 0.9%。

2. 高融资成本、低资本回报是股价回落的主因

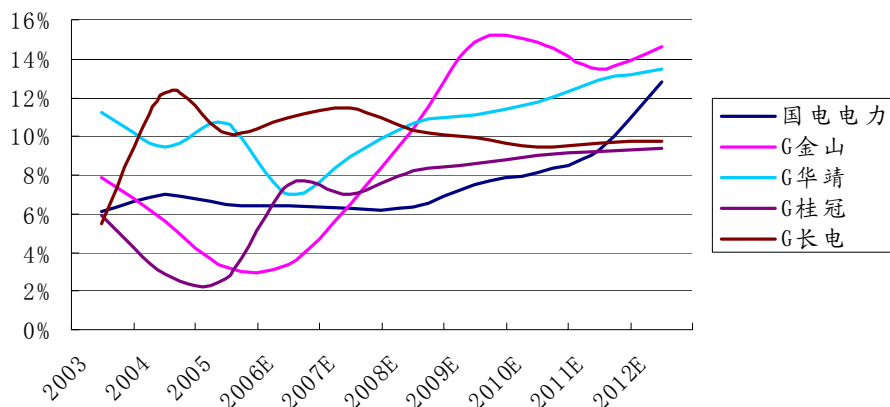
因电量不佳，公司半年业绩回落 10%，但我们分析这并不构成公司股价表现较差的主要原因。除去水电长期水资源费、移民、环保成本增加导致的成本压力难以通过电价转移外，公司原定成长模式引发的大股东与流通股东的博

单纯股本融资导致资本成本过高影响流通股东利益。

奔值得重新探讨:

- ✓ 三峡机组定价使得长期 ROIC 水平不高, 且有回落趋势;
- ✓ 与此同时, 利用低价增发的股本融资使得资金成本过高;
- ✓ 其结果使得 EPS 难以显著增厚, 流通股东没有额外受益。

图 2 长电的长期投资资本回报率难以令人满意



资料来源: 国泰君安证券研究所

另外:

- ✓ 大股东资金安排影响上市公司的中短期发展;
- ✓ 水电季节性、年度波动风险有进一步加大趋势;
- ✓ 水电长期成本压力持续上升趋势;

当前, 我们猜测, 上市公司和大股东有动力和机会来解决上述问题:

- ✓ 大股东增持股票已经遭受较大损失, 且股价远低于权证行权价;
- ✓ 三峡水位提升带来内生增长机会, 同时平滑水电季节性波动;
- ✓ 公司可选择时机, 低价收购同市场的优质火电机组实现电源结构优化;
- ✓ 公司计划披露收购及融资计划, 可考虑利用创新的非股权融资方式如资产证券化等, 甚至不惜改变明年初的权证融资计划。

3. 投资收益保业绩, 当前股价有低估

公司计划减持建行股份对短期业绩有较大促进。

公司董事会授权管理层在 2007 年底前“出让”所持的不超过 8 亿股建行股份, 根据此措辞, 我们分析公司可能采取如下行动:

- 1、2006 年内向特定对象打包转让部分建行的股份 (假定 3 元/股, 4 亿股, 可增加净利润 5.4 亿, 增 EPS 为 0.061 元);
- 2、2007 年底前再向特定对象转让或 8 月后在香港二级市场减持股份 (假定为 3.2 元, 4 亿股, 考虑分红减少可增加当年净利润 6 亿, 按照当年摊薄股本计算增 EPS 为 0.052 元)。

如不考虑建行转让收益, 我们谨慎调整公司 06、07 年 EPS 为 0.401 元、0.48 元 (07 年初收购三台三峡机组)。如建行股份出让计划全部兑现, 06、07 年 EPS 可能可达 0.45 元和 0.53 元。

公司股价有低估，建议
关注“投行机会”。

尽管减持建行股份行动可以被理解成公司保证短期业绩增长的无奈之举，但我们建议投资人不宜过分拘泥于电力企业外延扩张带来的短期业绩增厚，更需从电力企业长期竞争力与经营价值的角度判断外延扩张中的投资机会。当前长电的相对估值已经较低，且公司任何“投行”举动——改变融资方式、预期外注资都可能引发基本面较大幅度的改善。建议密切关注公司三季度后的相关举动，仍维持“增持”评级。

表 2 长电相对估值已具吸引力

	05PE	06PE	07PE
G长电	15.3	15.5	12.9
G长电(考虑减持建行收益)	15.3	13.5	11.7
主流火电平均	12.6	11.9	11.0

资料来源：国泰君安证券研究所

作者简介:

姚伟:

毕业于清华大学，2001年进入国泰君安证券研究所从事公用事业行业研究，2004、2005两届“新财富”电力与其他公用事业最佳分析师第一名。

免责声明

本报告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，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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海
上海市延平路 121 号 17 楼
邮政编码: 200042
电话: (021) 62580818

深圳
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层
邮政编码: 100088
电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com