



買入

長江基建及電能實業

公司報告

預期特別息派發，憧憬合併在後

研究部主管

李聲揚, CFA

isyli@sinopac.com

(852) 3609 6868

研究員

李文傑

mkli@sinopac.com

(852) 3609 6381

研究員

伍其峰

dkfng@sinopac.com

(852) 3609 6253

現價

長江基建 (1038) HKD61.05

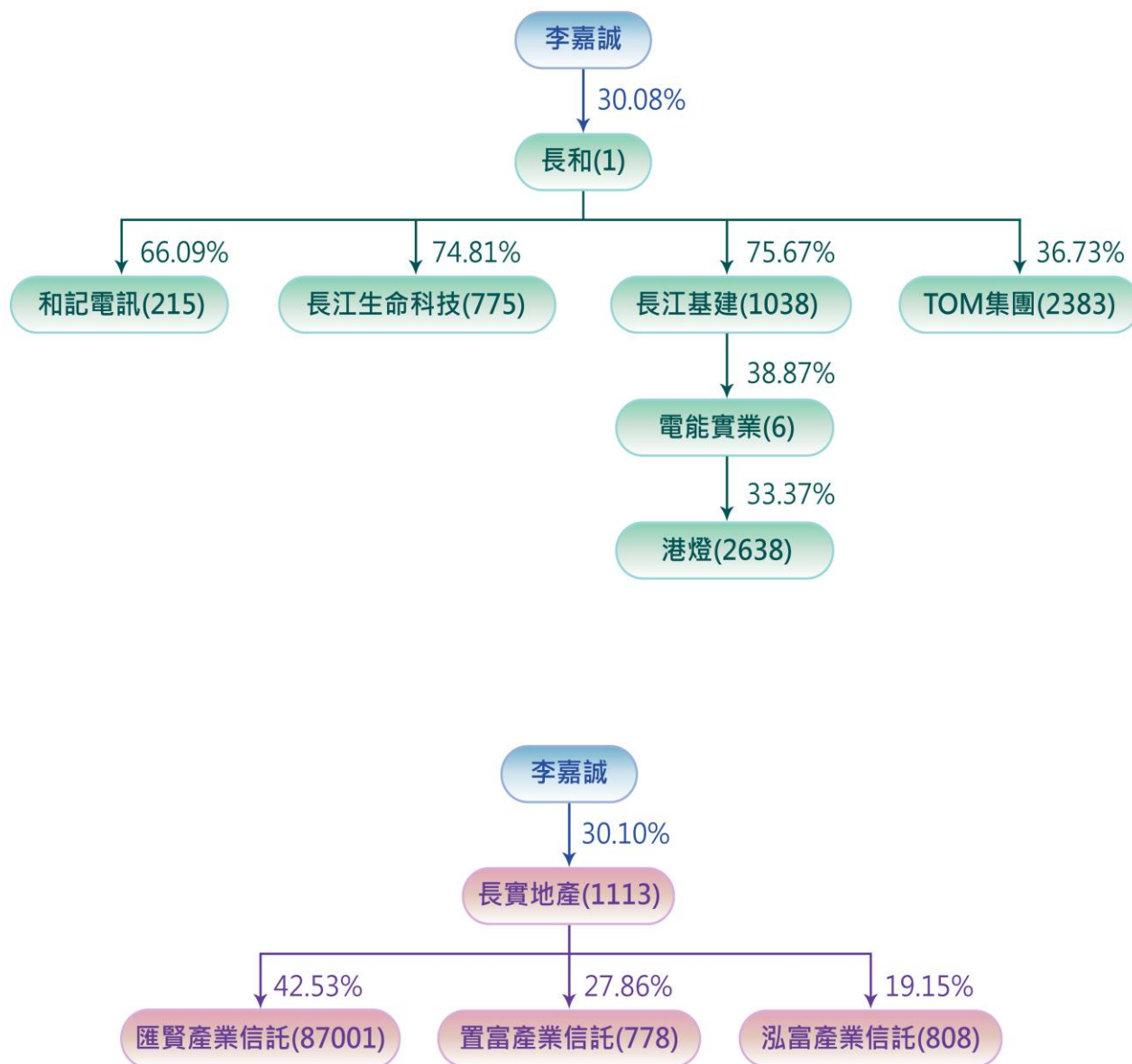
電能實業(6) HKD72.20

- 長和系於 15 年年初宣佈世紀重組，於 6 月份和黃（前上市編號 13）正式除牌並把業務併入長實（1）而長實同時更名為長和，長和則把地產相關業務分拆成長實地產（1113）上市。
- 其後 11 月長建（1038）及電能實業（6）打算進行合併，但被股東以近五成的反對票否決了該議案，並由於法例規定未來十二個月不能再提出合併要約。
- 而長和系後來於 16 年年中繼併購英國電訊商 O2 及澳洲電網失敗後，今年一月則嘗試由長江基建、長實地產及電能以 40%、40%及 20%的比例合組財團以總代價約 424 億港元收購澳洲能源公司 Duet。
- 三間公司會分別按股權於合組財團上出資。值得注意的是就算電能或長建的股東否決是次併購，長實地產仍然會代替其餘的公司出資。
- 除了合組財團這一個消息外，另一個頗為值得注目的焦點則是電能於今日(2017 年 1 月 26 日)考慮派發的特別息。
- 是次考慮派發的特別息表面的解讀可能是因為主席霍建寧先生曾於早前承諾，假如分拆港燈後若然未有新的投資，會把套現所得回饋各股東。
- 但潛在的另一個可能性是為了再度合併而進行鋪路。是次派發的特別息針對的只是電能的股東，某程度上亦配合了這些股東於早前長建及電能合併時所說：「何不先派發特別息後合併」的提案。
- 我們認為電能與長建的合併並不會因一次失敗而終止，其次，長建亦可以提高換股比率等方式使合併得以順利進行。說到底，只要價錢合理，股東亦絕不可能不心動。
- 就算合併並未於短期內進行，長建及電能不論在業務及其穩定性上絕對合格稱為優質的股票，作為長線持有等待合併機會亦未嘗不可，因此，我們予以長江基建（1038）及電能實業（6）兩隻買入評級。

背景

談及長和系的話各位讀者一定不會陌生，於 15 年年初宣佈長和系進行了世紀重組，而於 6 月份和黃（前上市編號 13）亦完成歷史任務，正式除牌並把業務併入長實（1）而長實同時更名為長和，長和則把地產相關業務分拆成長實地產（1113）上市。

圖 1 :長和系重組後組織結構圖（只包含於香港上市的公司）



註：主要股東持股量截至 2016 年 12 月 31 日

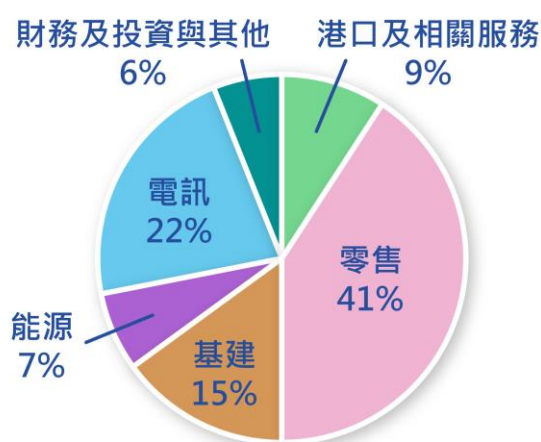
資料來源：公司資料，東盛證券

業務

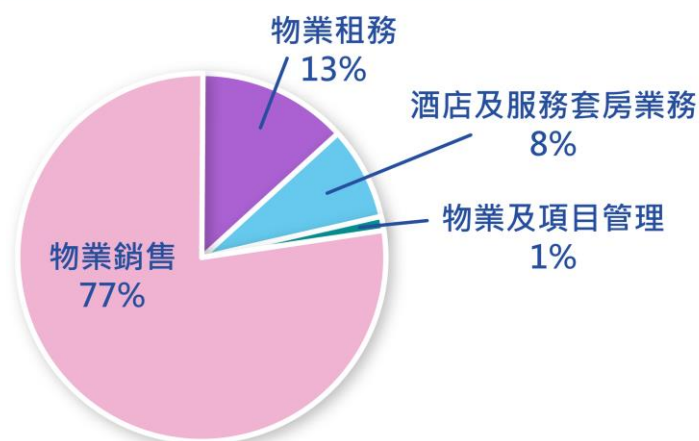
業務分佈方面（詳見下圖），正如上文所說，地產相關的業務，包括租賃，銷售等均納入了長實地產的業務範疇之內。而長和則包攬了地產以外的各個項目，如港口業務（香港國際貨櫃碼頭）、零售業務（屈臣氏、百佳）、電訊（3）及基建（長江基建，電能）等等。

圖 2:長和系業務分佈圖

長和(1)業務分佈(以營業額計算)



長實地產(1113)業務分佈(以營業額計算)



註：以 2016 年 6 月 30 日的收益計算

資料來源：公司資料，東盛證券

長江基建與電能實業的合併

在世紀重組後，長和系另一大動作便是把長江基建（1038）及電能（6）合併，於2015年9月，亦即合併計劃初期，集團建議以每股電能換取1.04股長江基建，並會向合併後的長建股東派發每股5元作特別息。其後於10月初，長江基建把換股價提高，由每股電能換取1.04股長江基建提高為可換取1.066股長江基建，特別息亦同時提高至每股7.5元。

是次合併的目的其實亦算明顯，某程度上長江基建當時正不斷進行海外併購等活動，極需要充足的現金流，而電能正好能符合長建這方面的需要；另一方面，電能雖然坐擁大量現金，卻礙於其業務集中在公共事業所以發展機會有限，合併的話便可以擴大集團在其他方面的投資，使手頭上的現金更能獲得充份的利用（見下圖）。

長實地產(1113)	港幣(百萬)		
現金及現金等值	50,332	普通股股東權益	265,627
銀行及其他債務	57,217		
淨現金	-6,885	淨現金與股東權益比	-2.59%
長江基建(1038)	港幣(百萬)		
現金及現金等值	11,258	普通股股東權益	99,521
銀行及其他債務	17,605		
淨現金	-6,347	淨現金與股東權益比	-6.38%
電能實業(6)	港幣(百萬)		
現金及現金等值	65,946	普通股股東權益	120,099
銀行及其他債務	9064		
淨現金	56,882	淨現金與股東權益比	47.36%
長和(1)	港幣(百萬)		
現金及現金等值	154,407	普通股股東權益	430,462
銀行及其他債務	331,479		
淨現金	-177,072	淨現金與股東權益比	-41.14%

註：截至2016年6月30日

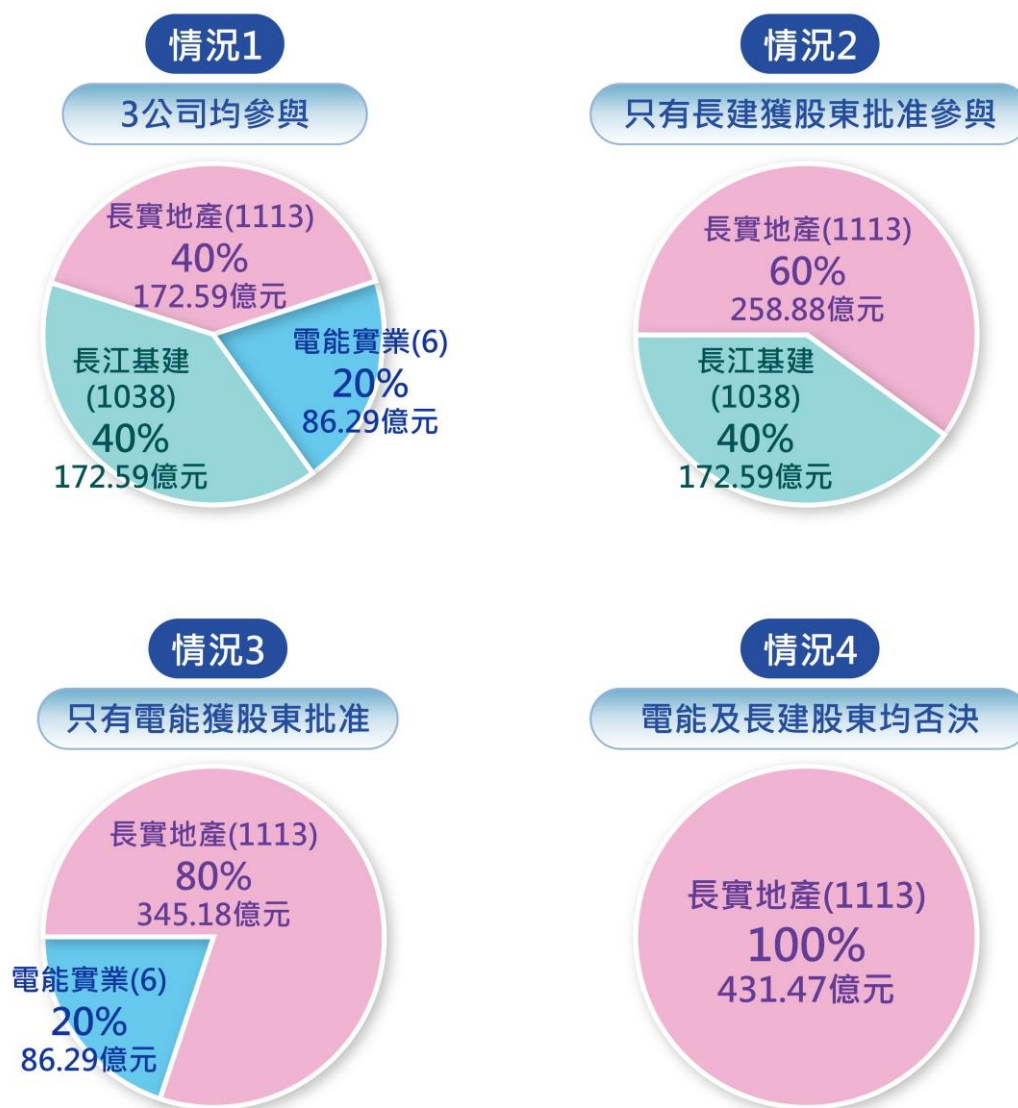
當然，誠如各讀者所知道，事情並不如長實和黃重組一樣的順利。縱然長江基建提價但明顯各股東對於此換股比例並不滿意，坊間有指每股電能應換取1.33股長建才算合理。結果在11月時的股東會議上以近5成反對票下否決了是次合併議案（贊成票需超過75%才可通過），連帶有關的分派特別息議案也一併失效。而於未來十二個月亦因法例規定下不能再提出合併要約。

長建、長地與電能合組財團

繼 16 年年中併購英國電訊商 O2 及澳洲電網失敗後，長和系並未有沉靜下來，於今年一月已經再有新動作，今次收購則嘗試由長江基建、長實地產及電能合組財團以總代價約 **424 億港元** 收購澳洲能源公司 Duet。

三間公司會分別以 **40%、40%及 20%** 的比例按股權於合組財團上出資。值得注意的是就算電能或長建的股東否決是次併購，長實地產仍然會代替其餘的公司出資，在極端的情況下，**長實地產甚至會獨力出資進行該次併購**，詳情可參閱下圖。亦因此，是次併購已經可以說是勢在必行。

圖 3:各上市公司表決結果與出資關係圖



資料來源：公司資料，東盛證券

集團指出地產項目始終是周期性的收入，所以長和系一直努力尋找更多穩定的現金流可作派息之用等等。其次亦有提及他們認為 Duet 在回報的可觀及穩定性方面均符合該集團的要求，因此有是次的併購提議。

再度考慮派發的特別息

除了合組財團這一個消息外，另一個頗為值得注目的焦點則是電能於今日（2017 年 1 月 26 日）考慮派發的特別息。長實地產的副董事總經理葉德銓曾一度於媒體的電話訪問中表示股東「有獎金（特別息）及有獎品（Duet）擺」，亦指股東一定能拿到獎金，獎品則股東自己決定是否接受。

為再合併鋪路？

是次考慮派發的特別息表面的解讀可能是因為主席霍建寧先生曾於早前承諾，假如分拆港燈後若然未有新的投資，會把套現所得回饋各股東，亦因此而出現派發特別息一說。

但潛在的另一個可能性是為了再度合併而進行鋪路。因為之前的合併提案中，特別息的派發是在合併後進行，換句話說長建的股東也能受惠，對於部份電能的股東則感覺上白白付出了巨額的現金。是次派發的特別息針對的只是電能的股東，某程度上亦配合了這些股東「何不先派發特別息後合併」的提案。

當然，特別息的派發極有可能影響了換股的比率，但無疑亦是消除了一部份股東所帶來的阻力。

值得持有的電能與長江基建

我們認為電能與長建的合併並不會因一次失敗而終止，反而我們相信合併失敗後再捲土重來的機會率一點也不低，也有不少前車可以借鑑（如上年初的新世界中國於一年後再度私有化並成功等）。

畢竟電能先擬向股東派發特別股息有可能是再度合併的第一步，其次，長建亦可以提高換股比率等方式使合併得以順利進行。說到底，只要價錢合理，股東亦絕不可能不心動。

就算合併並未於短期內進行，長建及電能不論在業務及其穩定性上絕對合格稱為優質的股票，作為長線持有等待合併機會亦未嘗不可，因此，我們予以長江基建（1038）及電能實業（6）兩隻買入評級。

長江基建

評級	買入	持有	沽售
分析員數目	6	5	2

分析員目標價	最低	最高	中位數
目標價 (HKD)	61.10	81.00	68.80

股價表現	1個月	3個月	6個月	1年
回報(%)	1	-4	-10	-13
恒指回報(%)	8	0	6	24
相對回報(%)	-7	-4	-16	-37

股票資料

公司編號	1038 HK
市值 (HKD 百萬)	162,221
股數 (百萬)	2,651
現價 (HKD)	61.05
一年高位 (HKD)	81.10
一年低位 (HKD)	60.15
三個月平均成交額 (HKD 百萬)	166.8

12 月年結 (港幣百萬)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
股東應佔年度溢利	31,782	11,162	10,412	10,295	10,756
每股盈利 (HK\$)	13.03	4.44	4.17	4.10	4.20
每股盈利增長	173%	-65.9%	-6.1%	-1.7%	2.7%
每股派息增長(%)	8%	7.5%	7.0%	3.0%	4.2%
每股淨資產值 (\$)	38.42	40.71	43.14	45.34	46.99
市盈率(以現價計算)(X)	4.7	13.8	14.6	14.9	14.5
市帳率(以現價計算)(X)	1.59	1.50	1.42	1.35	1.30
每股派息 (\$)	2.00	2.15	2.30	2.37	2.47
股息率 (%)	3.3%	3.5%	3.8%	3.9%	4.0%

資料來源: 公司資料, 彭博, 東盛證券

電能實業

評級	買入	持有	沽售
分析員數目	7	5	0

分析員目標價	最低	最高	中位數
目標價 (HKD)	70.50	84.00	77.96

股價表現	1個月	3個月	6個月	1年
回報(%)	7	0	-3	-7
恒指回報(%)	8	0	6	24
相對回報(%)	-1	0	-9	-17

股票資料

公司編號	6 HK
市值 (HKD 百萬)	155,694
股數 (百萬)	2,134
現價 (HKD)	72.20
一年高位 (HKD)	81.00
一年低位 (HKD)	67.15
三個月平均成交額(HKD 百萬)	245.9

12 月年結 (港幣百萬)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
股東應佔年度溢利	61,005	7,732	7,644	7,594	7,731
每股盈利 (HK\$)	28.58	3.62	3.59	3.59	3.59
每股盈利增長	446%	-87.3%	-0.8%	0.0%	0.0%
每股派息增長(%)	5.1%	0.7%	1.1%	1.1%	1.4%
每股淨資產值 (\$)	57.67	57.91	58.70	59.37	60.12
市盈率(以現價計算)(X)	2.5	19.9	20.1	20.1	20.1
市帳率(以現價計算)(X)	1.25	1.25	1.23	1.22	1.20
每股派息 (\$)	2.68	2.70	2.73	2.76	2.80
股息率 (%)	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%

資料來源: 公司資料, 彭博, 東盛證券

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致東盛（經紀）集團及/或其附屬公司或聯屬公司（統稱「東盛」）須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於東盛可信之資料來源，但東盛並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及/或法規准許情況下，東盛概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。東盛可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

東盛之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及之任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

東盛及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及/或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。東盛可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。東盛一名或以上之董事、高級職員及/或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。東盛在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

東盛證券（經紀）有限公司（「東盛證券」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究/分析/涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究/分析/涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

東盛集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括東盛證券）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的12個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至2017年1月26日，東盛證券（經紀）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2015 東盛證券（經紀）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經東盛證券（經紀）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。東盛證券（經紀）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。