

粤电力 A

000539 / 200539

中性/维持评级

股 价	2009/03/06
RMB6.85	

基础数据

总股本（百万股）	2659
流通 A 股（百万股）	755
流通 B 股（百万股）	665.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5169

财务数据

市净率 (X)	2.18
TRACING P/E (X)*	-703.65
EPS (元)	-0.04
股息率 (%)	1.75

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师

王爽

+755-82493570

wangshuang@lhq.com

外延增长减缓，暂无资产注入

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E
营业收入(百万元)	10393.1	8966.2	11802.6	11909.9
(+/-%)	19.0	17.8	13.6	1.9
归属母公司净利润(百万元)	658.9	-96.1	30.0	190.4
(+/-%)	-11.6	-116.3	-95.4	534.7
EPS(元)	0.25	-0.04	0.01	0.22
P/E(倍)	27.6	-189.6	685	31.1

■ 总体来看，公司未来两年新增投产项目有限、进展缓慢，未来两年难以实现较好的外延式增长。目前公司下属控股电厂总装机容量 523.5 万千瓦，全部权益装机容量 520 万千瓦。公司 2009-2010 年仅有云南槟榔江水电（参股 29%）和洋前风电项目投产，装机规模小，权益装机总量不到 20 万千瓦。较大容量的项目很难在 2010 年底前投产：原茂名油页岩项目（2X210MW）属于矿电联营项目，目前正在办理矿权及申报核准的前期工作，油页岩的成本较低，按照热值转换计算要远低于当前市场煤；原奥里油项目（2X600MW）正在进行油改煤，2008 年下半年开始该项目固定资产转入在建工程，从而不会发生高额亏损（2008 年上半年亏损额达 2.46 亿元）；茂名臻能一台 600MW 扩建项目目前处于拟建待核准状态。

■ 粤电集团目前暂无动向对公司进行资产注入或整体上市。我们认为，粤电力公司价值获得大幅提升将主要来自集团的资产整合，依靠公司自身的内部挖潜获得价值提升的空间有限。粤电集团的优质电力资产较多，例如广东省的七大水电项目就在粤电集团中。

■ 关于电煤：公司争取在 2009 年获得比 2008 年更多的合同煤，以更好的保证电煤供应，这其实也是以往每年争取的目标，我们认为，在今天的煤电形势下，公司拿到更多的合同煤完全有可能。综合煤价方面，我们保守预计 2009 年同比 2008 年下跌 100 元/吨-，根据我们的测算，2008 年标煤到厂均价约为 800-900 元/吨。公司参股 35%的航运公司目前自有运力 700 万吨/年，约可满足粤电集团海运电煤 20%的需要。

■ 关于发电量：据中电联统计，1-2 月份广东省用电量下降约 20%，发电量下降约 30%（差异在于西电东送部分）。公司下属电厂目前没有非正常停机现象，预计 2 月份比 1 月份电量有所恢复，但同比来看估计出现下降，去年 2 月份由于冰雪灾害，外送电无法送入广东，因此去年 2 月份公司发电量较好。

■ 我们认为，按照公司未来两年的业绩增长趋势，当前估值水平偏高，给予 6 个月“中性”评级（请参阅末页评级标准），12 个月“中性”评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。