

率先于行业风险释放完毕

——粤电力 2008 年年报、2009 年一季报点评

事件：

2009 年 4 月 29 日粤电力公布 2008 年年报。公司 2008 年主营收入为 116.17 亿元，同比增长 11.78%。净利润为 0.29 亿元，同比下降 95.6%，实现每股盈利 0.01 元。

同时公司公布了 2009 年一季报。公司 2009 年一季度主营收入 24.79 亿元，同比下降 16.92%。净利润为 0.51 亿元，同比增长了 2446.97%。实现每股盈利 0.02 元。

点评：

机组利用水平已经率先触底

在 1 季度严峻的经济形势之下，公司主要服务地区广东发电量下降近 30%，虽然公司发电价格同比增长了约 9%，但公司主营收入仍然面临着 16.92% 的降幅。

我们认为由于装机快速增长和经济增长放缓，发电利用小时数下降是电力公司今年的主要风险点，不过在如此的快速下滑之后，我们认为广东地区机组的平均小时利用数已经率先于全国触底。

同时，一季度由于煤炭价格快速下跌恢复了广东电力企业的利润空间，相比于全国广东地区的电力企业利润率率先得到充分恢复，这是一季度最终确保盈利的关键因素。

我们认为这种低利用水平，中等利润水平的情况将是粤电力 2009 年的主基调，并确保公司 2009 年的稳定盈利。

非公开增发效应有限

公司近期披露了对大股东非公开增发融资 12 个亿的方案。在方案披露之后，公司股票受到市场一定的追捧。

我们认为这次公开增发的效应十分有限，虽然能够降低公司资产负债率 3 个百分点，但是公司本身负债水平较低。同时，对于公司的盈利影响，我们认为增发带来的每股盈利提升不足 1 厘。

新项目众多，有利于长期盈利：

在地方性的电力上市公司中，粤电力也许是目前逆势扩张动作最强之一，在目前广东发电量下滑最严重的时候，公司

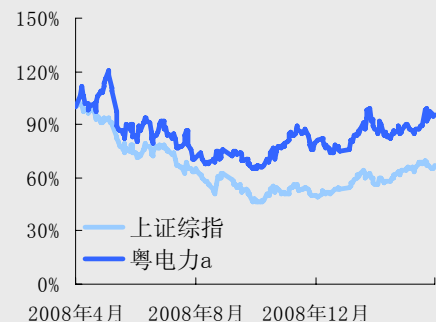
电力行业

公司评级： 推荐

总市值（亿元）：	192.77
总股本/流通 A 股(亿股)	26.52 / 26.52
流通市值（亿元）	192.77
每股净资产（元）	3.22
净资产收益率（%）	0.6%

交易数据

52 周内股价区间（元）：	4.82 / 9.29
静态市场率（倍）：	665
动态市场率（倍）：	30
市净率（倍）：	3.40



史渊桦

助理研究员

电话： 021-32229888*3507

邮箱 Shiyuanhua@ajzq.com

相关报告

即将开工多个大型项目：惠来电厂两台 100 万千瓦机组项目、云南威信煤电联营两台 60 万千瓦项目，沙角 A 两台 100 万千瓦机组项目，大埔电厂两台 60 万千瓦项目、茂名热点 1 台 60 万千瓦项目，汕尾电厂两台 60 万千瓦项目，以及临沧云投，保山槟榔等水电项目和勇士、湛江等风电项目。

我们认为这一系列的项目将在未来几年给公司带来良好的回报，预计 2011 年公司盈利将会接近每股 0.7 元。

投资建议：

我们对于公司 2009 年、2010 年、2011 年的每股盈利预测分别是 0.24 元、0.34 元、0.69 元，每股盈利对于电价的弹性系数是 8，也就是电价如果上调 2 分/千瓦时，公司每股盈利提高 0.16 元。公司目前动态市盈率为 30 倍，考虑到公司目前资产负债率较低，完全有能力实施新的投资项目，未来三年的盈利大幅增长具有较大的可靠性，我们给予公司“推荐”评级。

财务报表预测	单位	亿元				
利润表	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业收入	103.93	116.17	24.71	112.97	113.73	166.39
减：营业成本	82.13	109.95	22.11	94.67	87.44	122.24
营业税费	0.77	0.04	0.07	0.82	0.70	1.07
管理费用	5.79	6.04	1.10	6.24	6.73	6.85
财务费用	3.37	5.86	1.41	5.23	6.69	10.56
投资收益	0.50	2.97	0.49	3.12	3.42	3.45
营业利润	12.37	2.71	0.49	9.13	15.59	29.12
加：营业外净收入	(0.11)	(0.08)				
利润总额	12.26	2.79	0.49	9.13	15.59	29.12
减：所得税	3.98	(1.48)	0.01	2.28	3.90	7.28
净利润	8.28	1.30	0.47	0.00	1.90	2.20
归属于上市公司净利润	6.58	0.29	0.51	6.85	9.79	19.64
资产负债表	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
货币资金	21.77	14.81	11.39	14.46	16.57	15.65
应收帐款	11.71	16.25	20.59	15.40	17.20	25.80
应收票据						
预付帐款	3.97	5.50	5.96	5.60	5.40	12.80
存货	5.98	9.29	6.80	8.45	9.65	17.60
长期股权投资	33.41	38.03	43.52	43.63	49.23	49.23
固定资产	142.08	131.77	128.78	133.61	261.65	389.32
在建工程及工程物资	2.44	8.33	22.61	104.91	95.70	15.91
资产总额	240.52	246.29	254.90	341.18	465.51	547.82
短期债务	28.80	38.14	45.83	45.00	60.00	45.00
应付帐款	16.76	10.03	8.71	11.00	13.00	14.80
长期借款	51.71	51.78	51.81	104.58	193.88	274.28

负债总额	120.37	135.05	142.33	207.41	309.61	371.11
所有者权益	120.13	111.21	112.56	133.82	153.61	176.47
股本	26.59	26.59	26.59	28.59	28.59	28.59
资本公积	18.33	14.17	15.02	24.17	24.17	24.17
盈余公积	37.19	31.59	31.59	32.27	33.25	35.22
未分配利润	9.32	12.02	12.53	18.18	26.99	44.67
少数股东权益	28.70	26.84	26.81	35.52	48.42	55.12
归属于母公司股东权益	91.44	84.38	85.75	91.23	101.02	120.66
现金流量表	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
经营活动产生现金流量	25.97	5.94	4.24	21.40	20.30	34.19
销售商品流入	117.66	127.18	24.65	118.46	120.71	177.07
购买商品	67.09	110.31	16.50	86.12	78.29	112.93
支付工资	7.82	9.09	1.97	2.34	10.15	10.35
支付税费	14.15	11.27	1.37	5.37	10.02	17.15
投资活动产生现金流量	(36.63)	(21.61)	(12.08)	(100.71)	(116.84)	(39.13)
投资收益	0.13	2.47	0.03	1.89	1.76	2.87
投资支付	13.43	6.62	5.04	5.60	5.60	
购买固定资产	23.69	17.20	6.84	97.00	113.00	42.00
融资活动产生现金流量	11.46	20.59	14.22	79.58	93.61	(0.01)
取得借款	134.30	94.02	18.65	109.80	154.20	81.00
收到投资		0.63		20.68	11.00	4.50
偿付债务	113.19	84.68	11.42	40.34	57.00	67.50
支付股利和利息	9.86	9.23	2.80	10.56	14.59	18.01
利润率	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
营业利润率	11.90%	2.33%	1.98%	8.08%	13.70%	17.50%
净利润率	7.97%	1.12%	1.90%	0.00%	1.67%	1.32%
运营效率	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
固定资产周转天数	499	414		432	840	854
存货周转天数	21	29		27	31	39
总资产周转天数	845	774		1102	1494	1202
费用率	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
管理费用率	5.57%	5.20%	4.45%	5.52%	5.92%	4.12%
财务费用率	3.24%	5.04%	5.71%	4.63%	5.88%	6.34%
偿债能力	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
资产负债率	50.05%	54.83%	55.84%	60.79%	66.51%	67.74%
负债权益比	1.00	1.21	1.26	1.55	2.02	2.10
利息保障倍数	7.71	1.01		4.09	3.04	3.24
业绩与估值	2007	2008	2009Q1	2009E	2010E	2011E
EPS(元)	0.25	0.01	0.02	0.24	0.34	0.69
PE(X)	29	665		30	21	11

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。