

电力行业

报告原因：半年报点评

2009 年 8 月 13 日

市场数据：2009 年 8 月 13 日

收盘价（元）	8.2
一年内最高/最低（元）	19.7/4.76
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值（百万元）	

基础数据：2009 年 8 月 13 日

每股净资产（元）	3.22
资产负债率%	
总股本/流通 A 股（亿）	26.6/19.9
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

粤电力(000539)

增持

对用电需求回暖较为敏感，下半年业绩继续环比提升

公司研究

盈利预测：

单位：亿元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产收 益率	市盈率
2007A	103.9	-	8.27	-	0.25	8.81	8.82	32
2008A	116.2	12	-1.3	-	-0.01	-10.7	-19.21	820
2009E	116.6	0	10.81	-	0.33	4.6	6.2	25
2010E	122.5	5.0	12.46	20	0.39	7.23	8.2	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **二季度业绩环比大幅提升：**上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.79 亿元，实现 EPS 为 0.142 元，其中二季度单季实现 0.123 元，二季度环比增速明显，主要由于电量环比提升和燃料成本的下降（二季度高价煤基本消化完毕）。

● **发电量大幅下滑，下半年环比大幅回升：**上半年合并口径和权益口径发电/上网电量分别同比下降 19%和 13%。电量大幅下降是同时受到广东用电量的下降（-4.5%）以及西电东送的冲击。随着广东地区经济企稳回升及气温陆续升高，区域用电量正逐步恢复，6 月份广东发电量增速转正，6 月份电量的回暖使得公司 2 季度电量环比 1 季度有所提升。继 6 月份广东发电量增速转正后，7 月份广东发电量增速达到 7%，下半年随着区域经济逐渐回暖，我们认为广东地区电力需求将会进一步恢复。根据 6 月和 7 月广东地区发电量情况，如若下半年维持该水平且公司电量与广东地区变化一致，我们测算公司下半年电量环比回升超过 20%。

● **边际利润空间可观，对用电需求回暖较为敏感：**二季度单季毛利率为 22.42%，已经基本恢复至 2007 年水平。公司毛利空间相对较高，而广东地区 09 年投产装机容量较少，公司业绩对用电需求的回暖较为敏感，经我们测算公司对发电量的敏感度约为 4%。

● **预计下半年燃料成本将保持稳定，不排除小幅下降：**受益山西煤炭产量 6 月份提升，在 6-7 月份用煤需求回暖的情况下，动力煤价格仍保持稳定，甚至部分地区出现了小幅下降。我们认为山西煤炭产量释放具备持续性，下半年煤炭将维持稳定，难以趋势性上涨。而如果下半年再次出现高耗能产业（如钢铁）去产能化，煤炭供需短期将出现缺口，煤炭价格可能出现小幅下跌。

● **盈利预测及投资建议：**我们保守假设全年发电量 285 亿千瓦时，标煤价格维持目前水平稳定的情况下，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.33 元、0.39 元，以 8 月 12 日的收盘价 8.2 元计算，对应的动态市盈率分别为 25 倍、21 倍，估值水平并不算高，考虑公司目前发电小时仍处于低位，未来具备较大的持续提升空间（业绩虽之持续提升），给与公司“增持”投资评级。

表 1：盈利预测主要假设

	2007A	2008A	2009E	2010E
发电量（亿千瓦时）		300	285	299
上网电量（亿千瓦时）		277	265	278
平均电价（元/千瓦时）		0.414	0.440	0.440
平均标煤单价（元/吨）		841	720	720
供电煤耗（克/千万时）		330	330	330
平均燃料成本（元/千瓦时）		0.2775	0.2376	0.2376
厂电利用率		7.67%	7.50%	7.50%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测

单位：百万元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
营业收入	10,393.09	11,617.67	11662.20	12245.31
毛利	20.98%	5.36%	18.78%	19.89%
营业成本	8,213.05	10,995.01	9471.60	9810.18
燃料		8,325.90	6,771.60	7,110.18
其他		2,669.11	2,700.00	2,700.00
营业税金及附加	77.77	4.2	75	75
销售费用				
管理费用	579.93	604.99	600.00	620.00
财务费用	337.04	586.48	580	585
资产减值损失	-0.85	-4.34	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	50.88	297.06	380	380
营业利润	1,237.02	-275.95	1,315.60	1,535.13
营业外收入	5.86	4.51	0	0
营业外支出	16.5	12.2	0	0
利润总额	1,226.38	-279.29	1,315.60	1,535.13
所得税	398.48	-148.43	233.90	288.78
净利润	827.9	-130.86	1,081.70	1,246.35
少数股东损益	169.02	-159.84	200.00	200.00
归属于母公司所有者的净利润	658.88	28.98	881.70	1,046.35
基本每股收益(元)	0.25	0.01	0.3315	0.3934

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。