

彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年11月1日

粤电力 A (000539.SZ)/8.13元

毛利率新高，业绩超预期

公用事业·电力

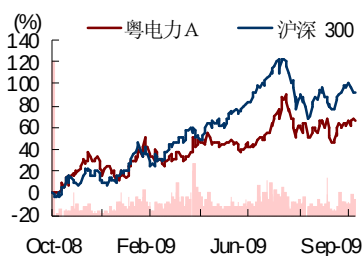
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2996
总股本(万股)	265940
已上市流通股(万股)	198686
总市值(亿元)	216
流通市值(亿元)	162
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	5.3
资产负债率	57.2%
主要股东	粤电集团
主要股东持股比例	46.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	14	63
相对表现	3	-11	-33



相关报告

- 1、《粤电力 A (000539) - 二季度毛利率大幅提升，业绩高于预期》2006/11/6
- 2、《粤电力 A (000539) - 奥里油项目妥善解决，定向增发促进未来发展》2009/4/18

三季度毛利率创三年以来单季度新高，实现每股收益 0.19 元，高于预期。调高 09~11 年每股收益至 0.46 元、0.53、0.60 元，维持“审慎推荐”的投资评级，不过投资者需关注沿海电价下调对公司的影响。

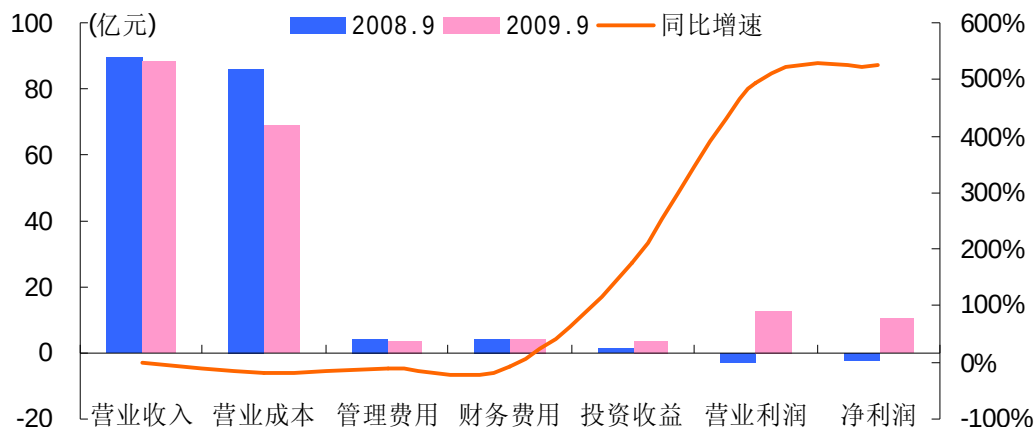
- q **三季度实现每股收益 0.19 元，高于预期。**前三季度，粤电力实现营业收入 88.7 亿元，同比下降 1%；营业利润 12.9 亿元，同比增长 492%；财务费用 4.0 亿元，同比下降 8%；投资收益 3.9 亿元，同比增长 174%；归属于上市公司股东的净利润 8.9 亿元，同比增长 1027%，折合每股收益 0.33 元；三季度实现每股收益 0.19 元，略高于我们的预期。
- q **尽管前三季度电量仍然负增长，但是第三季度电量已实现正增长。**公司前三季度合并口径电厂完成上网电量 199.5 亿千瓦时，同比下降 9%；不过由于去年两次电价的调整，收入只同比下降 1%。三季度完成上网电量 81 亿千瓦时，同比增长 11%，使得三季度收入同比增长 10%。由于去年四季度较低的基数，预计公司四季度电量仍可以保持较高的同比增速，不过环比会下降。
- q **公司三季度收入环比增长 29%，毛利率继续大幅提升。**广东三季度火电发电量环比增长 31%，公司三季度收入为 36 亿元，环比增长 29%；而公司三季度发生营业成本 25.2 亿，环比只增长 16%，使得公司三季度毛利率为 30%，高出二季度 8 个百分点，且为过去三年毛利率最高的一个季度。
- q **投资收益环比大增 75%，成为推动公司业绩环比大增的另一重要原因。**公司参股电厂同样受益电量的环比增长，三季度贡献投资收益 2.2 亿，环比增长 75%，对业绩环比大幅提高贡献较多。
- q **粤嘉电力“上大压小”减值已提，四季度压力减小。**粤嘉电力关停 2 台小火电机组，三季度计提资产减值 2.84 亿元，减少当期净利润 1.32 亿元，同时减小了四季度的业绩压力。公司受让集团湛江中粤能源 51% 股权，对威信云投粤电扎西能源进行增资，为未来发展积蓄实力。
- q **调高 09~11 年每股收益至 0.46 元、0.53、0.6 元。**公司明年业绩仍将转好，并将逐步收购粤电集团的资产，成长性较好。不过由于发电企业利润转好，国家有可能下调沿海电厂上网电价，维持“审慎推荐”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	10393	11618	12199	14544	16187
同比增长	19%	12%	5%	19%	11%
营业利润(百万元)	1237	-280	2086	2368	2676
同比增长	-10%	-123%	-844%	13%	13%
净利润(百万元)	659	20	1213	1415	1600
同比增长	-12%	-97%	5874%	17%	13%
每股收益(元)	0.25	0.01	0.46	0.53	0.60
PE	32.8	1065.1	17.8	15.3	13.5
PB	2.4	2.6	2.3	2.1	1.9

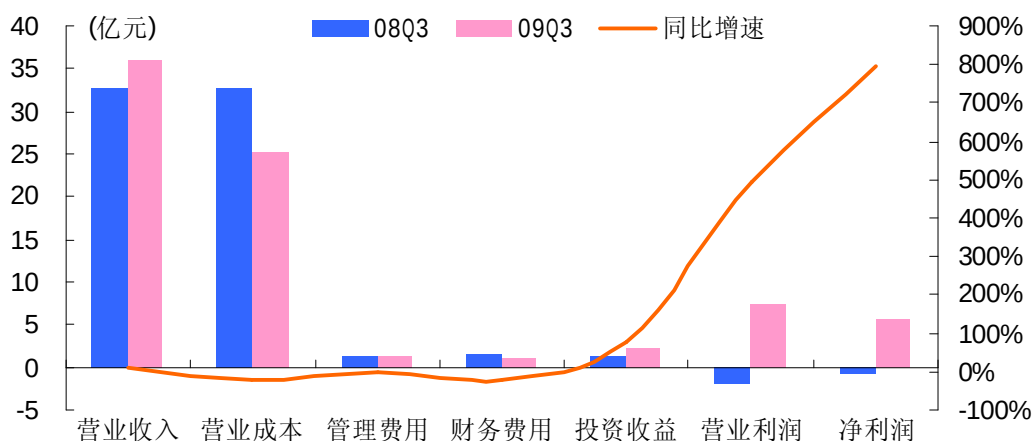
资料来源：招商证券

图1: 粤电力A前三季度经营指标同比变动比较



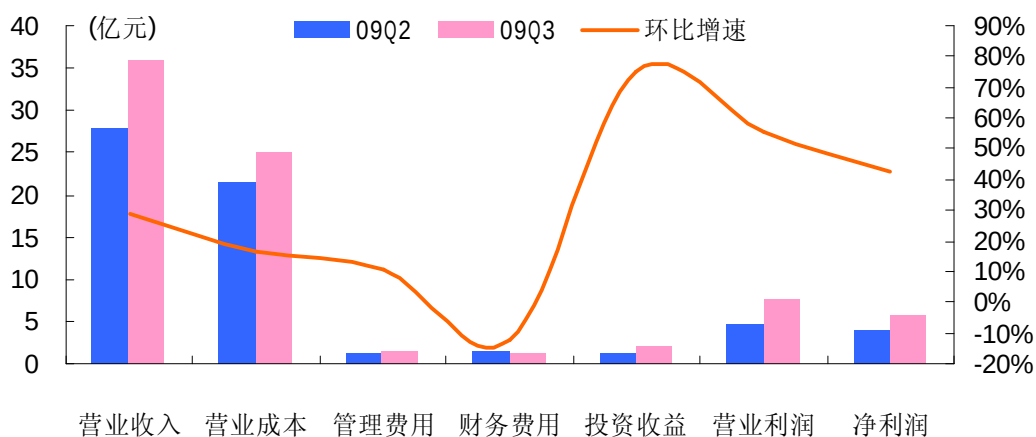
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 粤电力A三季度经营指标同比变动比较



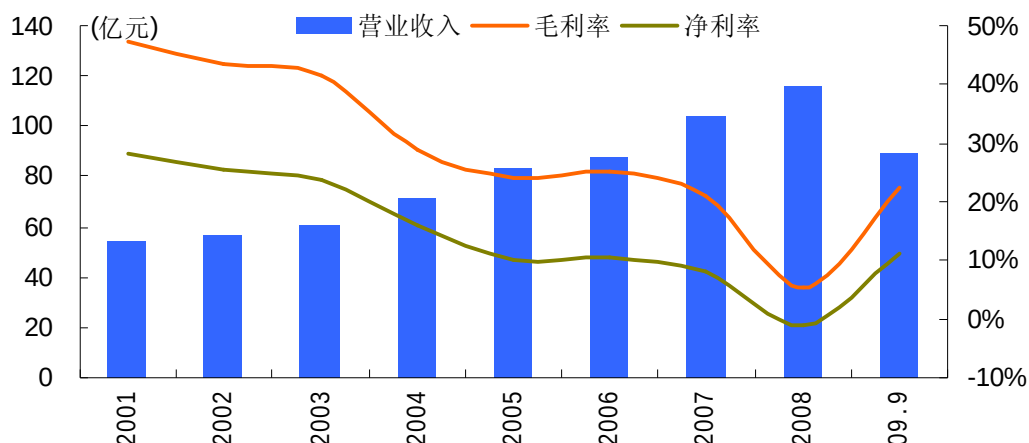
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 粤电力A三季度经营指标环比变动比较



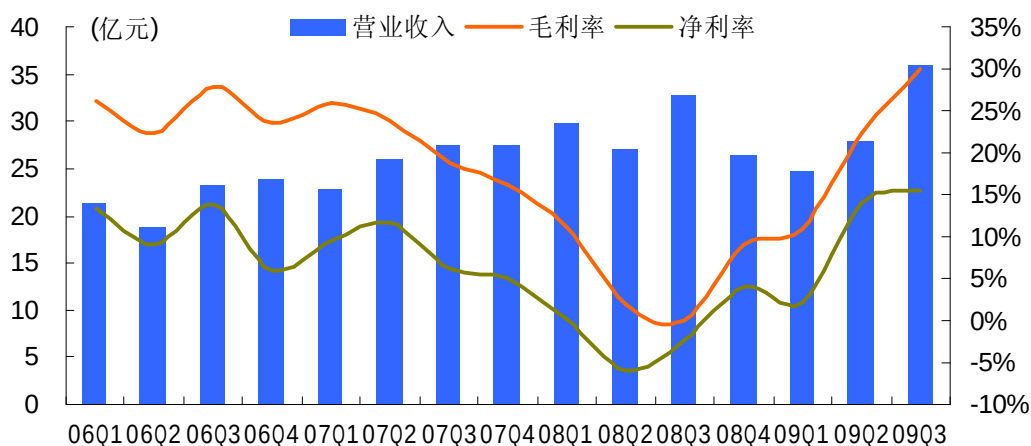
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 粤电力A年度收入和利润率指标比较



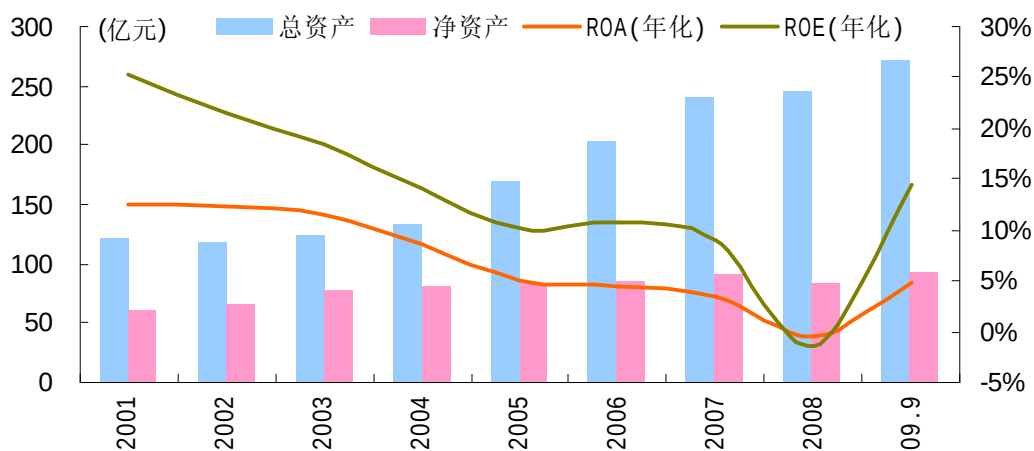
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 粤电力A季度营业收入和利润率指标比较



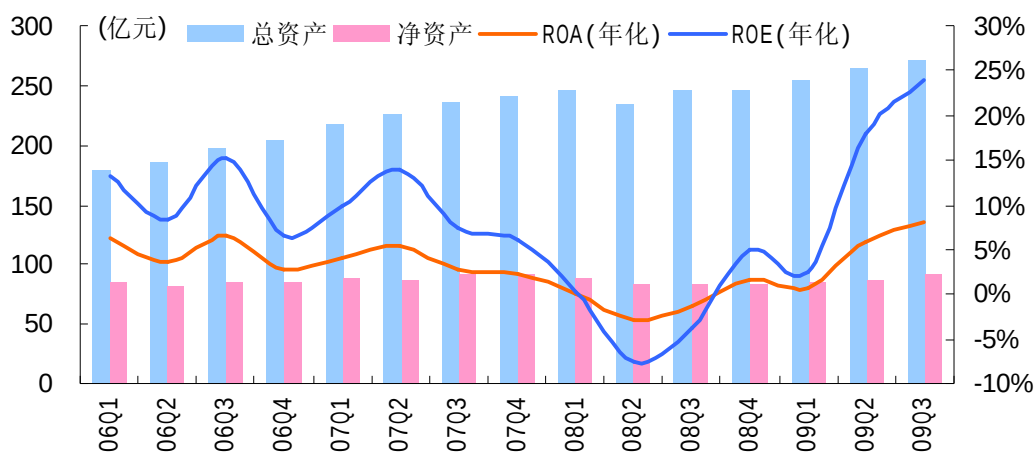
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 粤电力A年度资产收益率指标比较



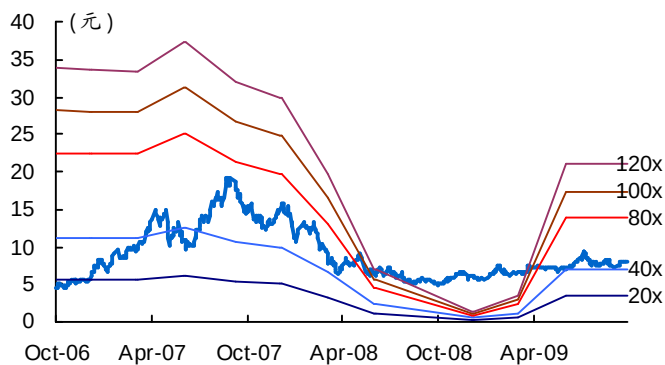
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7: 粤电力A季度资产收益率指标比较



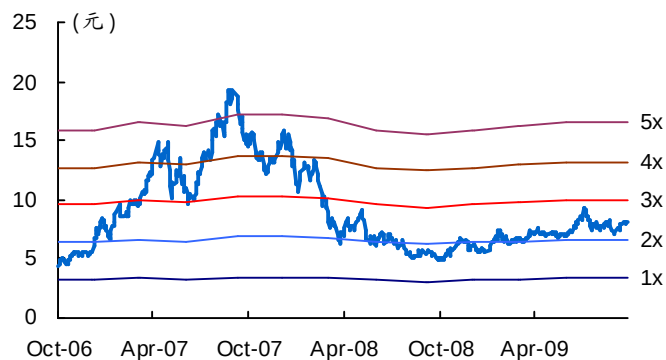
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图8: 粤电力A历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图9: 粤电力A历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4527	5074	10278	14569	18829
现金	2177	1481	7699	11477	15388
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1172	1626	1328	1584	1763
其它应收款	91	426	122	145	162
存货	599	929	653	788	877
其他	488	612	476	575	639
非流动资产	19526	19555	18670	18157	17702
长期股权投资	3341	3803	3803	3803	3803
固定资产	14209	13177	12386	11908	11485
无形资产	429	387	348	313	282
其他	1546	2188	2132	2132	2132
资产总计	24053	24629	28947	32726	36531
流动负债	6677	6302	9308	9743	10028
短期借款	2880	3814	4500	4500	4500
应付账款	1677	1003	1903	2298	2557
预收账款	0	0	0	0	0
其他	2121	1485	2905	2945	2971
长期负债	5360	7204	7364	9364	11364
长期借款	5172	5179	7179	9179	11179
其他	189	2025	185	185	185
负债合计	12038	13506	16672	19106	21392
股本	2659	2659	2659	2659	2659
资本公积金	1833	1418	1418	1418	1418
留存收益	4652	4362	5211	6201	7321
少数股东权益	2871	2685	2988	3342	3742
母公司所有者权益	9144	8439	9288	10278	11398
负债及权益合计	24053	24629	28947	32726	36531

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2597	-594	6212	3212	3361
净利润			1213	1415	1600
折旧摊销			1588	1522	1464
财务费用			530	560	600
投资收益			-500	-550	-630
营运资金变动			2550	-84	-67
其它			831	349	395
投资活动现金流	-3664	-2162	-1087	-1000	-1000
资本支出			-1000	-1000	-1000
其他投资			-87	0	0
筹资活动现金流	1146	2060	1092	1566	1550
借款变动			3465	2000	2000
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-364	-424	-480
其他			-2009	-10	30
现金净增加额	80	-696	6218	3778	3911

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10393	11618	12199	14544	16187
营业成本	8213	10995	9515	11490	12787
营业税金及附加	78	4	6	7	8
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	580	605	561	669	745
财务费用	337	586	530	560	600
资产减值损失	-1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	51	297	500	550	630
营业利润	1237	-280	2086	2368	2676
营业外收入	6	5	6	6	6
营业外支出	17	12	16	16	16
利润总额	1226	-288	2076	2358	2666
所得税	398	-148	561	590	667
净利润	828	-140	1516	1769	2000
少数股东损益	169	-160	303	354	400
母公司所有者净利润	659	20	1213	1415	1600
EPS (元)	0.25	0.01	0.46	0.53	0.60

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	19%	12%	5%	19%	11%
营业利润	-10%	-123%	-844%	13%	13%
净利润	-12%	-97%	5874%	17%	13%
获利能力					
毛利率	21.0%	5.4%	22.0%	21.0%	21.0%
净利率	6.3%	0.2%	9.9%	9.7%	9.9%
ROE	7.2%	0.2%	13.1%	13.8%	14.0%
ROIC	5.2%	0.7%	7.7%	7.8%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	54.8%	57.6%	58.4%	58.6%
净负债比率	34.4%	37.4%	43.8%	44.9%	45.7%
流动比率	0.7	0.8	1.1	1.5	1.9
速动比率	0.6	0.7	1.0	1.4	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	16.1	14.4	12.0	15.9	15.4
应收帐款周转率	10.1	8.3	8.3	10.0	9.7
应付帐款周转率	6.2	8.2	6.5	5.5	5.3
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.01	0.46	0.53	0.60
每股经营现金	0.98	-0.22	2.34	1.21	1.26
每股净资产	3.44	3.17	3.49	3.86	4.29
每股股利	0.14	0.06	0.14	0.16	0.18
估值比率					
PE	32.8	1065.1	17.8	15.3	13.5
PB	2.4	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.5	17.8	9.3	8.8	8.2

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。