

强烈推荐-A (维持)

粤电力A 000539.SZ

目标估值: 8.00 元

当前股价: 6.25 元

2010 年 7 月 28 日

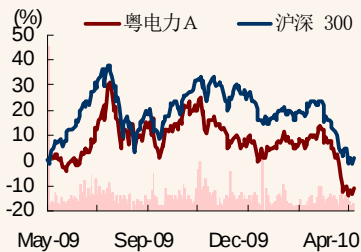
增发收购集团资产，规模扩张盈利提升

基础数据

上证综指	2634
总股本 (万股)	279745
已上市流通股 (万股)	198793
总市值 (亿元)	180
流通市值 (亿元)	128
每股净资产 (MRQ)	3.4
ROE (TTM)	14.6
资产负债率	60.4%
主要股东	广东省粤电集团有限
主要股东持股比例	44.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-9	-24
相对表现	-8	2	0



相关报告

- 1、《粤电力 A (000539) - 定向增发如期完成，后续收购值得期待》2010/5/24
- 2、《粤电力 A (000539) - 业绩再次面临压力，存在资产注入预期》2010/4/15

彭全刚

010-88087783
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-88087428
houp@cmschina.com.cn

粤电力拟定向增发 9.90 亿股，向集团收购 7 家电力资产股权，其中已投产项目 5 家，在建项目 2 家，涉及电力总装机容量 829 万千瓦。收购完成后，公司已投产的可控装机容量将达 911 万千瓦，增长 36.1%，盈利能力进一步增强。预计 2010 年公司每股收益达到 0.4 元，维持“强烈推荐”投资评级，目标价 8 元。

□ 粤电力 A 拟定向增发收购集团部分电力资产。

- 发行方式。公司拟采用向特定对象非公开发行方式，收购集团部分电力资产。
- 发行数量。本次拟发行股份的数量约为 9.90 亿股。
- 发行价格。本次发行股份的价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价，即不低于 6.31 元/股。但由于公司实施利润分配和分红派息方案，本次发行价格拟调整为 6.11 元/股。
- 目标资产。公司定向增发拟收购粤电集团持有的广前电力公司 60% 股权、惠州天然气发电公司 35% 股权、粤电石碑山风能开发公司 40% 股权、粤电云浮发电公司 90% 股权、惠州平海发电公司 45% 股权、粤电云河发电公司 90% 股权以及国华粤电台山发电公司 20% 股权。
- 交易后股本。交易完成后，公司股本总额将由 28.0 亿股增至 37.9 亿股。

□ 装机规模提升，竞争力增强。本次收购涉及电力资产装机容量 829 万千瓦，其中，新增已投产可控装机容量 242 万千瓦，新增在建可控装机容量 260 万千瓦。重组完成后，公司的装机规模和盈利能力将得到大幅提升，其中，已投产的可控装机容量将达 911 万千瓦，权益装机容量达 728 万千瓦，分别较重组前增长 36.1% 和 37.3%，大大提升公司的市场地位和核心竞争力。

□ 收购资产多元，稳定公司业绩。本次收购目标资产，除 4 家火电厂外，还包括 1 家风电厂和 2 家天然气电厂，有利于公司电源装备的多元化，改善电源结构，缓解燃煤价格波动带来的成本压力，为公司效益的持续稳定增长提供保障。

表 1、本次定向增发收购资产情况

编号	项目	收购股权	机组类型	总装机万千瓦	机组结构
已投产项目					
1	广前电力有限公司	60%	燃气	117	3*39
2	惠州天然气发电公司	35%	燃气	117	3*39
3	粤电石碑山风能公司	40%	风电	10.02	167*0.06
4	粤电云浮发电公司	90%	燃煤	25	2*12.5
5	国华粤电台山发电公司	20%	燃煤	300	5*60
在建项目					
1	惠州平海发电公司	45%	燃煤	200	2*100
2	粤电云河发电公司	90%	燃煤	60	2*30
合计				829.02	

资料来源：公司公告，招商证券整理

□ **集团控制力加强，对公司支持更有力。**公司作为粤电集团旗下的核心企业和唯一上市公司，是集团电力资产的整合平台。本次交易，是粤电集团履行相关承诺的重要步骤，同时也表明集团资产整合的步伐在加快。收购完成后，粤电集团直接及间接合计持有公司的股权比例由 52.51% 增至 64.93%。集团对公司的控股地位得到巩固，有利于增强未来对公司的支持力度。

□ **收购资产优质，盈利能力较强。**本次收购的资产均为集团较为优质的资产，特别是国华粤电台山发电公司，是南方电网中最大的火力发电厂，近三年机组利用小时平均在 6000 小时以上，远高于广东省 09 年火电 4760 小时的水平，同时，该电厂有专门的煤码头，燃料供应稳定，确保电厂用煤，降低了运输成本。

□ **资产收购 PE 较低，未来发展潜力较大。**

➢ 从收购的电厂来看，收购平均 PB 为 1.7 倍，基本合理，增值较多的电厂是广前电力、惠州天然气和台山发电。

➢ 收购平均 PE 为 10.7 倍，市盈率较低，盈利能力较强的广前发电、惠州天然气和台山发电市盈率都低于 10 倍。尤其是台山发电，按照股本比例享受净利润测算，市盈率仅为 4.8 倍，不过按照实际分红收益来看 PE 略高。

➢ 从拟投向的新建项目来看，这些项目都较为优质，未来盈利能力都有保证。尤其是平海发电未来建设 2 台 100 万千瓦的火电机组，具有大机组、低能耗的明显优势，有较强的竞争力。

表 2、PB 法评价收购项目

单位:亿元	账面总资产	账面净资产	股权比例	股权价格	评估价格	PB
深圳广前电力	31.90	12.50	60%	7.50	15.79	2.1
惠州天然气	33.64	14.26	35%	4.99	9.89	2.0
石碑山风电	5.81	2.34	40%	0.94	1.17	1.3
云浮山发电	6.44	4.06	90%	3.65	5.28	1.4
平海发电	69.21	8.89	45%	4.00	6.51	1.6
云河发电	22.18	6.81	90%	6.13	7.50	1.2
台山发电	152.66	40.40	20%	8.08	14.39	1.8
合计	321.84	89.26		35.29	60.53	1.7

资料来源：公司公告，招商证券整理

表 3、PE 法评价收购项目

单位:亿元	09 年净利润	10 年净利润 (预测)	股权比例	归属净利润	评估价格	PE
深圳广前电力	3.95	2.90	60%	1.74	15.79	9.1
惠州天然气	3.44	3.50	35%	1.23	9.89	8.1
石碑山风电	0.13	0.15	40%	0.06	1.17	19.5
云浮山发电	0.31	-0.14	90%	-0.13	5.28	/
平海发电	-0.24	-0.20	45%	-0.09	6.51	/
云河发电	-0.10	-0.15	90%	-0.14	7.50	/
台山发电	15.06	15.00	20%	3.00	14.39	4.8
合计	22.55	21.06		5.67	60.53	10.7

资料来源：公司公告，招商证券整理

□ 每股收益增厚明显，维持强烈推荐评级

- 根据公司预测，按照粤电力和被收购公司 2009 年财务数据，本次交易完成后，粤电力的营业收入、归属于母公司所有者净利润和每股收益较 2009 年将分别增长 35.8%、58.6%和 17.1%。
- 根据我们对 2010 年业绩的预测，收购完成前，公司总股本 27.97 亿股，预计 2010 年公司净利润 11 亿元，每股收益 0.40 元；收购完成后，公司总股本 37.88 亿股，预计 2010 年净利润 16.8 亿元，摊薄后每股收益 0.45 元，每股收益增厚 11 %。
- 我们考虑 2010 年内定向增发无法完成，要等到 2011 年才能完成。预计 2010~2012 年每股收益为 0.4、0.5、0.59 元，给予 2010 年 20 倍市盈率，目标价 8 元，维持“强烈推荐”投资评级。

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。

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。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

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。