

后续资产注入仍值得期待



公司评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
行业	电力				
目标价	8.8 元				
报告日期	2010 年 7 月 29 日 星期四				

陈舒薇	电力行业分析师 8621-63325888 x 6067 执业证书编号: S0860109061278
王晶	石油与化工行业首席分析师 执业证书编号: S0860200010013

事件:

今日公司公告董事会已通过非公开发行 A 股股票方案的议案, 目前等待提交股东大会投票通过。

非公开发行 A 股方案主要内容:

- **大股东定向增发彰显对上市公司发展前景信心:** 此次非公开发行 A 股价格不低于 6.11 元, 目标资产为广前电力 60%、惠州发电 35%、石碑山风电 40%、云浮发电 90%、平海发电 45%、云河发电 90%以及台山发电 20%股权, 拟购买资产预估值 60.52 亿元, 向集团公司定向发行 9.9 亿股, 本次交易完成后, 粤电集团直接及间接合计持有本公司股权比例增至 64.93%。

我们的观点:

- **兑现股改承诺, 装机规模实现大幅增长:** 截至去年年底, 粤电力权益装机容量 530 万千瓦, 本次新增权益装机容量 342 万千瓦 (包括平海及云河下半年即将投产机组), 权益装机大幅增长 64.5%, 公司装机规模将实现大幅增长。按照粤电力和拟注入资产 09 年财务数据计算, 可增厚每股收益 17.1%。
- **注入资产盈利能力显著, 收购对价低廉, 大股东支持力度明显:** 全部拟注入资产收购 PB 仅为 1.7 倍, 静态收购 PE 仅为 9 倍, 大幅低于行业平均水平。

表 1 收购粤电集团电力资产情况

电厂名称	电厂类型	股权比例	机组 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	持股净资产账面值 (万元)	持股净资产预估值 (万元)	收购 PB	09 贡献净利润 (万元)	收购 PE (09 年)
广前	LNG	60%	3*39	70	75072	157938	2.1	23705	6.7
惠州	LNG	35%	3*39	41	49896	98856	2.0	12050	8.2
石碑山	风电	40%	167*0.06	4	9370	11670	1.2	500	23.3
云浮	火电	90%	2*12.5	23	36501	52797	1.4	2786	19.0
平海	火电	45%	2*100	90	39994	65087	1.6	-1072	N/A
云河	火电	90%	2*30	54	61304	74952	1.2	-907	N/A
台山	火电	20%	5*60	60	80793	143882	1.8	30115	4.8
合计				342	352930	605182	1.7	67176	9.0

注: 平海及云河电厂正处于在建阶段, 预计今年下半年投产。

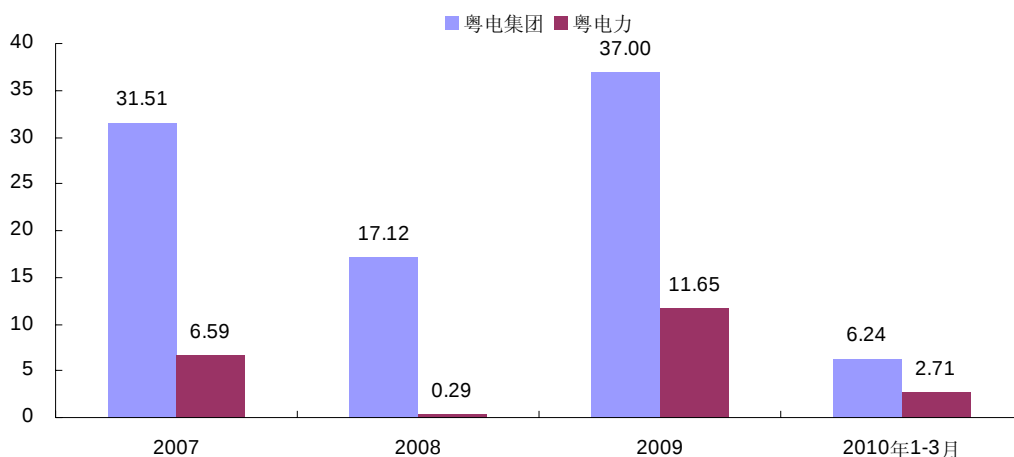
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

- ✓ **LNG 电厂在煤价高企时能较好地充当公司盈利稳定器:** 广前和惠州 LNG 电厂因为是广东省 LNG 一体化项目的重点配套项目, 和澳大利亚 LNG 资源供应方签有长期供应协议, LNG 价量都锁定在一定范围内, 业绩长期稳定。此次注入完成后, LNG 电厂权益装机达 195 万千瓦, 占总权益装机 22.4%, 贡献 10 年利润三成以上。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

- ✓ **台山发电及平海百万机组项目资产优质：**继沙角 A、湛江、靖海电厂之后，平海和台山将成为公司火电机组重要盈利点，台山发电时南方电网中最大的火电厂，也是“西电东送”重要支撑电厂，机组利用率明显高于同网平均水平，除 08 年煤价、电量极端情况，其他年份净利率都达到 20% 以上，09 年单位装机净利可达 500 元/千瓦。
- **集团资产盈利能力突出，后续资产注入预期仍十分强烈：**今年初向粤电集团定向增发 2 亿 A 股的预案获批之后，公司在年中迅速启动资产注入，但是以集团公司的规模来看，再次资产注入预期仍十分强烈，即使此次资产注入完成，集团装机容量仍是上市公司的 2 倍，且未上市的资产盈利能力毫不逊色于上市部分（09 年粤电集团装机是上市公司的 3 倍，但净利润水平是上市公司的 3 倍以上。）

图 1 粤电集团与粤电力发电资产历年净利润比较
单位：亿元


资料来源：东方证券研究所

- **今年云南威信煤电联营项目有进展，11 年业绩增长来自中粤能源“油改煤”项目：**目前煤电联营项目文件已上报发改委待批，预计年内获批概率较大，12 年有望投产，按照初步估算两台 60 万燃煤机组及 240 万吨年产能煤矿将贡献业绩 0.1 元/股（摊薄）；中粤两台 60 万千瓦的油改煤项目将于 2011 年技改完成，投产当年可贡献净利润 2.6 亿，每股增厚 0.07 元/股（摊薄）。
- **假设公司 10 年利用小时同比增 15%，综合煤价上浮 13%，**我们预计公司 10–12 年业绩（摊薄 EPS）为 0.40（原为 0.43 元，下调 7%）、0.53（原为 0.50 元，上调 6%）、0.60 元（新增），考虑到公司大量的前期项目获批后带来的规模成长性以及后续资产注入预期，给予电力资产 22XPE，目标价 8.8 元（原为 9.02 元，下调 2%）。维持公司“买入”评级。

表 2 公司前期项目情况

电厂名称	电厂类型	股权比例	机组	总装机容量(MW)	权益装机容量(MW)
惠来一期扩建	火电	65%	2*1000	2000	1300
汕尾一期扩建	火电	25%	2*660	1320	330
沙角 A 三期	火电	60%	2*1000	2000	1200
油页岩	矿电联营	84%	2*210	420	351.372
云南威信	煤电联营	40%	2*600	1200	480
徐闻	风电	70%	33*1.5	49.5	34.65

资料来源：东方证券研究所

表 3 公司控参股电厂情况

	电厂名称	电厂类型	股权比例	机组(MW)	总装机容量(MW)	权益装机容量(MW)	投产时间
全资及控股	沙角 A	火电	100%	3*210+2*300	1230	1230	#1-3: 1987-1989; #4-5: 1993
	湛江	火电	76%	4*300	1200	912	#1-2:1995;#3-4:1999-2000
上大压小	粤嘉梅县	火电	58%	2*125+2*135	520	302	#3-6 (二期和三期)
	粤江韶关	火电	65%	2*300	600	390	#11: 2005.7 月底
	茂名瑞能	热电联产	51%	1*200	200	102	2003.5.25
	茂名臻能	热电联产	55%	1*300	300	165	2007.5
	惠来靖海	火电	65%	2*600	1200	780	#1-2: 07 年 2 月、6 月
	洋前	风电	70%	33*1.5	50	35	2009 上半年
参股	盘南	坑口	26%	4*600	2400	624	#1-2:2006
	汕尾	火电	25%	2*600	1200	300	#1: 08 年 1 月; #2: 08 年 2 月
	惠州 LNG	LNG	32%	3*390	1170	374	#1: 06.8; #2: 06.12; #3: 07.6
	广前 LNG	LNG	40%	3*350	1050	420	#1:2006.12; #2: 2007.1; #3: 2007.3
	石碑山	风电	30%	167*0.6	100	30	
	华能汕头	风电	25%	53*0.85	45	11	2007.11
	临沧云投	水电	49%		18	9	2009 年 9 月

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	3640	4799	4792	5155	6202
现金	1380	1267	1371	1705	1811
应收票据及账款	1172	1626	1328	1333	1691
其它应收款	91	426	561	563	714
预付账款	398	551	795	798	1012
存货	599	929	736	757	973
其他	0	0	0	0	0
非流动资产	19422	19313	24803	26326	27423
长期投资	3341	3803	4624	5044	5444
固定资产	14209	13177	12021	11760	12390
无形资产	429	387	374	440	507
其他	1443	1946	7784	9082	9082
资产总计	23062	24112	29595	31481	33625
流动负债	5932	5856	8219	8233	9604
短期借款	2880	3814	3817	3817	4000
应付票据及账款	1893	1003	3272	3283	4166
其他	1159	1039	1130	1133	1438
非流动负债	5205	7193	9321	9321	9321
长期借款	5172	5179	7305	7305	7305
其他	34	2014	2016	2016	2016
负债合计	11137	13049	17540	17554	18925
少数股东权益	2871	2685	2783	2974	3318
股本	2659	2659	2659	2797	3787
资本公积	1833	1418	1335	2335	2335
留存收益	933	1202	2118	2498	3180
归属母公司股东权益	9144	8439	9272	10994	13033
负债和股东权益	23062	24112	29595	31481	33625

现金流量表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	2760	-900	5060	2866	4262
净利润	659	29	1165	1125	2017
折旧摊销	1374	1223	1141	1195	1303
财务费用	337	586	586	630	658
投资收益	51	297	502	420	400
营运资金变动	272	-2282	-2471	-146	-341
投资活动现金流	-4728	-976	-5860	-2298	-2000
资本支出	2370	1720	5829	2298	2000
其他	-2358	744	-31	-0	0
筹资活动现金流	1871	1763	904	-32	-453
借款融资	2122	2924	2132	0	183
普通股增加	405	-415	-83	1138	990
股息	319	160	559	540	968
财务费用	337	586	586	630	658
现金净增加额	-97	-113	104	536	1809

利润表

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	10393	11618	12235	12274	15578
营业成本	8213	10995	9666	9942	12774
营业税金及附加	78	4	70	70	89
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	580	605	563	565	717
财务费用	337	586	586	631	632
资产减值损失	-1	-4	254	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	51	297	502	420	400
营业利润	1237	-272	1597	1487	1766
营业外收支	-11	-8	-10	41	41
利润总额	1226	-279	1587	1528	1807
所得税	398	-148	298	371	745
净利润	828	-131	1364	1361	1648
少数股东损益	169	-160	198	198	240
归属母公司净利润	659	29	1165	1163	1408
EBITDA	2937	1531	3389	3483	3943

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
成长能力					
营业收入	19.0%	11.8%	5.3%	18.2%	26.9%
营业利润	-10.2%	-122.0%	688.2%	-6.9%	18.8%
归属母公司净利润	-11.6%	-95.6%	-3921.1%	-0.2%	21.1%
获利能力					
毛利率	21.0%	5.4%	21.0%	19.0%	18.0%
净利率	8.5%	6.3%	0.2%	9.5%	9.5%
ROE	5.5%	0.3%	9.7%	8.1%	12.3%
ROIC	7.8%	4.3%	9.9%	9.0%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	54.0%	59.3%	56.8%	54.7%
净负债比率	67.01%	98.67%	108.74%	93.84%	81.29%
流动比率	61.36%	81.95%	58.30%	62.62%	64.57%
速动比率	0.51	0.66	0.49	0.56	0.73
营运能力					
总资产周转率	809.92	757.54	882.90	940.06	795.59
应收账款周转率	41	51	40	40	40
应付账款周转率	5.49	11.58	3.74	3.74	3.74
每股指标 (元)					
每股收益	0.25	0.01	0.44	0.40	0.53
每股经营现金流	1.04	-0.34	1.90	1.02	1.13
每股净资产	3.44	3.17	3.49	3.93	3.44
估值比率					
P/E	32.65	742.36	18.46	20.12	15.19
P/B	2.35	2.55	2.32	2.06	2.35
EV/EBITDA	11	22	11	10	9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn