

2010-07-29

电力

粤电力 A000539.SZ

资产重组大幅提升业绩

◇ 事件：公司公告

◆重大资产重组方案出台 增发收购大股东资产

公司将向大股东——粤电集团定向发行股份，收购其持有的 7 家电力公司的股权。发行价为每股 6.11 元（定价基准日前 20 日均价为 6.31 元，根据 2009 年分红方案除息调整后），发行股数约为 9.9 亿股。发行后，公司总股本为 37.88 亿股，大股东持股比例为 62.3%。

◆优质资产注入，大幅提升公司业绩

本次重大资产重组将提升公司的装机规模、盈利水平，改善电源结构，提升核心竞争力。

(1) 提升公司的装机规模：重组完成后，公司的可控容量将达到 911 万千瓦，权益容量为 728 万千瓦，比重重组前增长 36.2%和 37.4%。

(2) 提升盈利能力，增厚每股业绩。本次收购资产的预估值为 60.52 亿元，2009 年粤电集团按股权比例应分享的净利润为 6.7 亿元。根据 2009 年财务数据计算，本次收购资产的 PB 为 1.7 倍，PE 为 9 倍，低于上市公司的估值水平。**资产重组完成后，2009 年的营业收入、归属于母公司所有者净利润和每股收益分别增长 35.8%、58.6%和 17.1%。**

(3) 改善电源结构。本次收购的目标资产中有 1 家风电公司，2 家燃气电厂，重组有利于改善公司的电源结构，提高抗风险能力。

(4) 重组有利于减少同业竞争，为粤电集团整体上市推进进一步。

◆提高盈利预测，给予“买入”评级：

我们提高公司的盈利预测。在资产重组完成前，2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.38 元、0.42 元。若重组在 2010 年内完成，则 2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.46 元和 0.52 元。

我们认为目前公司的股价偏低，给予“买入”评级，目标价 8.4 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	11,618	12,235	12,473	13,049	14,727
营业收入增长率	11.78%	5.31%	1.95%	4.62%	12.86%
净利润（百万元）	29	1,165	1,070	1,173	1,317
净利润增长率	-95.60%	3921%	-8.17%	9.61%	12.32%
EPS（元）	0.01	0.42	0.38	0.42	0.47
ROE（归属母公司）	0.34%	12.57%	10.76%	11.02%	11.53%
P/E	603	15	16	15	13
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	24	11	10	10	9

提高

买入

当前价格	6.25 元
目标价格	8.40 元
目标期限	12 个月

分析师：

崔玉芹(执业证书编号：S0930208050143)

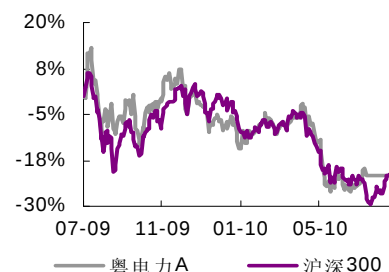
021-22169159

cuiyq@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,797
总市值(百万元)	17,484
流通比例(%)	71.09%
12 个月最高/最低(元)	9.50/6.00
近 3 月日均成交量(百万股)	4.90
主要股东	广东省粤电集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.96	4.56	5.08
绝对收益	10.07	-1.39	-14.05

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

重大资产重组方案出台

粤电力的重大资产重组方案预案出台，主要内容如下：

(1) 拟向粤电集团定向发行股份购买其持有的七个发电公司股权（“目标资产”），包括：深圳市广前电力有限公司60%股权、广东惠州天然气发电有限公司35%股权、广东粤电石碑山风能开发有限公司40%股权、广东粤电云浮发电厂有限公司90%股权、广东惠州平海发电厂有限公司45%股权、广东粤电云河发电有限公司90%股权以及广东国华粤电台山发电有限公司20%股权。

(2) 通过发行股份购买目标资产的评估预估值约60.52 亿元（评估基准日为2010 年6 月30 日）。

(3) 本次发行股份的价格为6.31元/股，由于7月22日实施2009年利润分配方案每10股送2元，除权后发行价格为6.11元/股，根据上述目标资产预估值和发行价格，发行数量约为9.90 亿股。

粤电集团概况

粤电集团成立于2001年8月8日，是在“厂网分家”电力体制改革时从广东省电力集团公司分立组建而成，是广东省实力最强、规模最大的发电企业。粤电集团注册资本金200亿元。

粤电集团的产业涉及火电、水电、风电、核电、LNG、生物质等多种能源，并向上下游领延伸，在煤炭、航运、天然气、金融、设备制造等领域取得突破。

截至2009年底，粤电集团可控装机容量1,978.72万千瓦，资产总额达到1079亿元。2009年粤电集团实现归属于母公司所有者的净利润为37亿元。

表 1：粤电力和粤电集团的比较

	控股容量 (万kw)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
粤电集团	1978.72	1057.88	364.53	407.20	37.00
粤电力	669	301.64	92.72	122.35	11.65
占比	33.8%	28.5%	25.4%	30.0%	31.5%

数据来源：光大证券

目标资产简介

本次拟收购资产的具体情况如下：

表 2：本次拟注入资产状况

	股权比例	装机容量	机组	权益容量	备注
广前 LNG	60%	117	3*39	70.2	天然气电厂
惠州 LNG	35%	117	3*39	40.95	天然气电厂
石碑山风电	40%	10.02	167*0.06	4.008	
云浮发电	90%	25	2*12.5	22.5	
云河发电	90%	60	2*30	54	在建，2010 年下半年投产
平海发电	45%	200	2*100	90	在建，2010 年下半年投产
台山发电	20%	300	5*60	60	参股
合计		269（可控）		198（投产）	

数据来源：公司公告

表 3：目标资产的财务数据（万元）

	总资产账面值 (2010-6-30)	净资产账面值 (2010-6-30)	粤电集团持 股净资产帐 面值	粤电集团持 股净资产预 估值	2009 年 营业收入	2009 年归 属于母公 司净利润	粤电集团 按股权分 享净利润
广前 LNG	318,979	125,120	75,072	157,938	174,208	39,508	23,705
惠州 LNG	336,414	142,560	49,896	98,856	190,215	34,429	12,050
石碑山风电	58,066	23,425	9,370	11,670	8,577	1,250	500
云浮发电	64,433	40,557	36,501	52,797	65,582	3,095	2786
云河发电	221,842	68,115	39,994	65,087	-	-1,008	-907
平海发电	692,075	88,876	61,304	74,952	-	-2,383	-1072
台山发电	1,526,596	403,963	80,793	143,882	727,719	150,577	30,115
合计			352,930	605,183			67,176

数据来源：公司公告 光大证券

资产重组提升盈利能力

本次资产收购将大幅提升上市的装机规模。2009 年末，公司投产的可控容量为 669 万千瓦，权益容量为 530 万千瓦，本次重组完成后，公司已投产的可控容量为 911 万千瓦，权益容量为 728 万千瓦，分别较重组前增长 36.1%和 37.3%。

收购价格合理，提升公司的盈利能力。根据 2009 年财务数据计算，本次收购的 PB 为 1.7 倍，PE 为 9 倍，低于上市公司估值水平，重组将增厚公司业绩。重组完成后，公司的营业收入、归属于母公司所有者的净利润和每股收益分别较重组前增长 35.8%、58.6%和 17.1%，收入规模和盈利均有明显提升。

改善电源结构，增强抗风险能力。目标资产中包括一家风电厂和两家天然气电厂，有利于改善公司的电源结构，缓解燃煤价格波动对公司造成的经营压力，提升公司抗风险能力。

减少同业竞争。公司与粤电集团同处于广东省，存在一定程度的同业竞

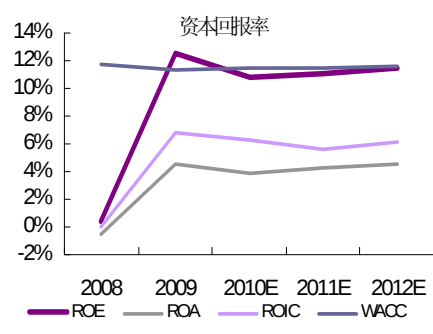
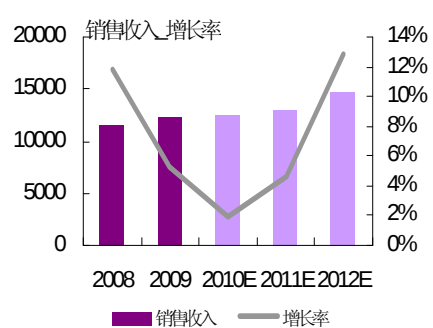
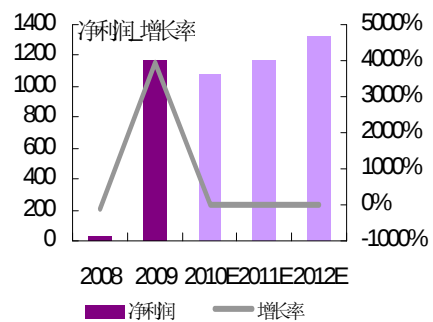
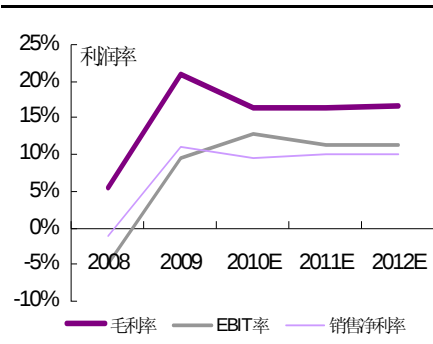
争。公司是粤电集团旗下的唯一上市公司，是粤电集团电力资产的整合平台，本次资产重组有利于减少同业竞争，使粤电集团整体上市向前推进一步。

提高盈利预测，给予“买入”评级

我们提升公司的盈利预测。我们预计在资产重组完成前公司的 2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.38 元、0.42 元，资产重组完成后为 0.46 元、0.52 元。

我们认为公司的合理价为 8.4 元，目前公司股价偏低，给予“买入”评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11,618	12,235	12,473	13,049	14,727
营业成本	10,995	9,666	10,446	10,916	12,293
折旧和摊销	1,223	1,141	1,508	1,652	1,784
营业税费	4	70	71	74	84
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	605	563	611	600	677
财务费用	586	512	395	398	438
公允价值变动损益	0	0	-261	0	0
投资收益	297	502	497	535	549
营业利润	-272	1,672	1,447	1,595	1,783
利润总额	-279	1,661	1,437	1,585	1,773
少数股东损益	-160	198	132	150	150
归属母公司净利润	28.98	1,165.35	1,070.12	1,173.00	1,317.49

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	24,629	30,164	30,759	31,402	32,402
流动资产	5,074	5,160	5,201	5,426	6,105
货币资金	1,481	1,739	1,871	1,957	2,209
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,626	1,328	1,497	1,566	1,767
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	426	561	162	157	162
存货	929	736	836	873	983
可供出售投资	279	516	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,803	4,624	4,674	4,727	4,782
固定资产	13,177	12,021	13,845	14,911	15,644
无形资产	387	374	355	337	320
总负债	13,506	18,109	17,895	17,697	17,759
无息负债	2,309	4,691	4,568	4,704	5,181
有息负债	11,197	13,418	13,328	12,993	12,577
股东权益	11,124	12,055	12,863	13,705	14,643
股本	2,659	2,659	2,797	2,797	2,797
公积金	4,577	4,494	4,675	4,873	5,093
未分配利润	1,202	2,118	2,476	2,970	3,538
少数股东权益	2,685	2,783	2,915	3,065	3,215

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-594	5,692	2,594	2,819	3,141
净利润	29	1,165	1,070	1,173	1,317
折旧摊销	1,223	1,141	1,508	1,652	1,784
净营运资金增加	2,729	-2,434	29	88	202
其他	-4,575	5,820	-14	-95	-163
投资活动产生现金流	-2,162	-4,219	-1,583	-1,519	-1,506
净资本支出	-387	-374	2,298	2,000	2,000
长期投资变化	3,803	4,624	-50	-53	-55
其他资产变化	-5,579	-8,469	-3,831	-3,465	-3,451
融资活动现金流	2,060	-1,387	-879	-1,214	-1,383
股本变化	0	0	138	0	0
债务净变化	2,917	2,221	-90	-335	-416
无息负债变化	-1,449	2,382	-124	137	477
净现金流	-696	87	132	86	252

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.78%	5.31%	1.95%	4.62%	12.86%
净利润增长率	-95.60%	3921.06%	-8.17%	9.61%	12.32%
EBITDA 增长率	-74.42%	252.85%	10.32%	-0.11%	11.13%
EBIT 增长率	-147.94%	-305.70%	-4.50%	-9.19%	14.69%
估值指标					
PE	603	15	16	15	13
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	24	11	10	10	9
EV/EBIT	1,648	18	20	22	19
EV/NOPLAT	3,517	22	24	26	23
EV/Sales	3	2	3	2	2
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	5.36%	21.00%	16.26%	16.35%	16.53%
EBITDA 率	5.64%	18.89%	24.97%	23.84%	23.48%
EBIT 率	-4.89%	9.56%	12.88%	11.18%	11.36%
税前净利润率	-2.40%	13.58%	11.52%	12.15%	12.04%
税后净利润率 (归属母公司)	0.25%	9.52%	8.58%	8.99%	8.95%
ROA	-0.53%	4.52%	3.91%	4.21%	4.53%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.34%	12.57%	10.76%	11.02%	11.53%
经营性 ROIC	0.05%	6.76%	6.25%	5.54%	6.17%
偿债能力					
流动比率	0.81	0.59	0.58	0.74	1.02
速动比率	65.77%	50.57%	48.77%	61.92%	85.15%
归属母公司权益/有息债务	0.75	0.69	0.75	0.82	0.91
有形资产/有息债务	2.14	2.21	2.27	2.38	2.53
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.01	0.42	0.38	0.42	0.47
每股红利	0.06	0.19	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流	-0.21	2.03	0.93	1.01	1.12
每股自由现金流(FCFF)	-1.20	2.01	0.09	0.28	0.35
每股净资产	3.02	3.31	3.56	3.80	4.09
每股销售收入	4.15	4.37	4.46	4.66	5.26

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任电力行业分析师。

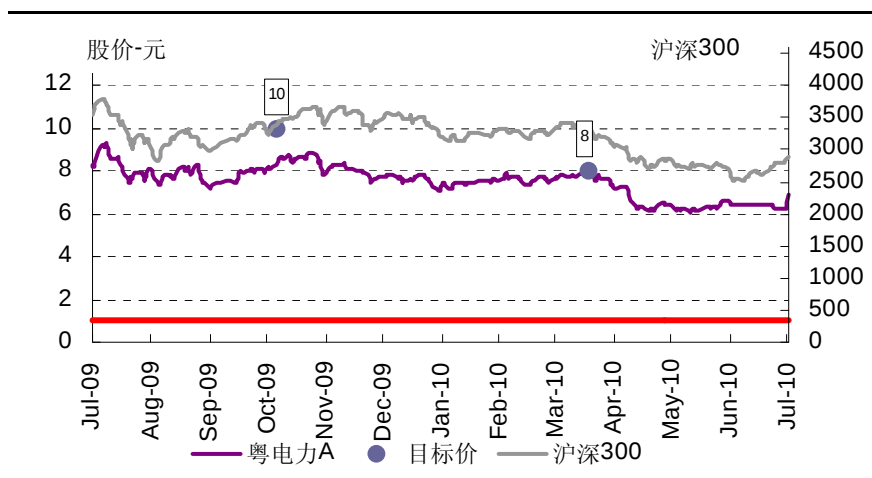
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

粤电力 A (000539)

分析师：崔玉芹



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-03-17	11.14	12.00	中性
2008-04-24	6.58	8.00	中性
2008-08-14	5.91	6.70	增持
2008-10-23	5.15	6.00	增持
2009-04-21	7.48	7.00	增持
2009-07-26	8.33	9.00	增持
2009-11-02	8.13	10.00	增持
2010-04-15	8.09	8.00	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。