

强烈推荐-A (维持)

粤电力 A 000539.SZ

目标估值: 9.00 元

当前股价: 6.88 元

2010 年 10 月 31 日

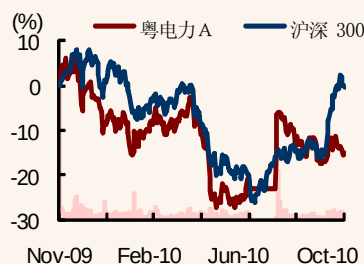
煤价拖累公司盈利，等待资产注入收官

基础数据

上证综指	2979
总股本(万股)	279745
已上市流通股(万股)	198865
总市值(亿元)	192
流通市值(亿元)	137
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	9.4
资产负债率	61.7%
主要股东	广东省粤电集团有限公司
主要股东持股比例	49.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-2	-14
相对表现	-13	-12	-17



相关报告

1、《粤电力 A (000539) - 电量增长助推业绩提升，集团支持保障未来发展》2010/08/19

2、《粤电力 A (000539) - 增发收购集团资产，规模扩张盈利提升》2010/7/29

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

受益于广东用电需求回升，以及西电东送电量的减少，公司前三季度电量同比增长 11%，带动主营收入的增长 10%，但受制于煤价，公司毛利率仍在 12% 的较低水平，随着煤电联动预期的加大，公司盈利水平仍有较大的恢复空间。考虑到集团整体上市步伐加快，未来成长明确，我们维持“强烈推荐-A”投资评级

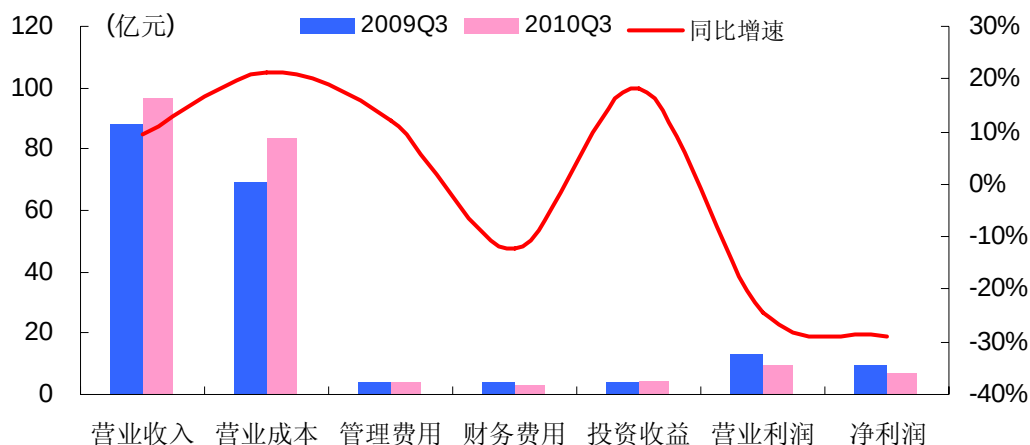
- **前三季度实现每股收益 0.25 元，略低于预期。**公司前三季度实现销售收入 96.6 亿元，同比增长 10%；营业利润 9.7 亿元，同比下降 24%；投资收益 4.6 亿元，同比增长 18%；归属于上市公司净利润 6.7 亿元，同比下降 24%，折合每股收益 0.25 元，略低于我们预期。
- **电量提升营业收入，煤价增加营业成本。**受益于广东用电需求回升，以及西电东送电量的减少，公司前三季度共实现发电量 240 亿千瓦时，较去年同期增长 11%，从而带动主营收入的同比例增长。但随着今年以来煤价的高位运行，以及公司合同煤兑现率的下降，公司主营成本大幅攀升，导致第三季度归属净利润同比下降 52%。
- **业绩环比有所提升，投资收益贡献较大。**公司第三季度营业收入、营业利润以及归属净利润均好于二季度，分别同比增长 9%、80% 和 53%，一方面是夏季电量好于春季，电量环比增长 8.6%，另外，公司三季度投资收益达到 2.2 亿元，环比增长 62%，从而推高本季度归属净利润。受煤价制约，公司第三季度公司毛利率为 12%，仍远低于 08 年以前 25% 的平均毛利率水平，我们预计煤电联动又到了窗口期，随着上网电价上调，公司盈利能力仍有较大恢复空间。
- **集团资产支持公司发展，未来成长广阔。**目前，公司拟增发收购集团优质电力资产，设计燃煤、燃气、风电等机组，收购完成后，公司电力结构进一步优化，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。而作为集团唯一的上市平台，集团的支持将保障公司未来稳步增长。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预计 2010~2012 年公司每股收益分别为 0.37 元、0.45 元和 0.50 元。考虑到集团整体上市步伐加快，未来仍有大量优质资产注入公司，我们维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示：重组进程慢于预期、节能减排影响电力需求。**

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1161	12235	12117	14447	16787
同比增长	12%	5%	-1%	19%	16%
营业利润(百万元)	-280	1672	1662	2023	2228
同比增长	-123%	-696%	-1%	22%	10%
净利润(百万元)	20	1165	991	1208	1331
同比增长	-97%	5641%	-15%	22%	10%
每股收益(元)	0.01	0.44	0.37	0.45	0.50
PE	901.3	15.7	18.5	15.1	14.6
PB	2.2	2.0	1.8	1.7	1.7

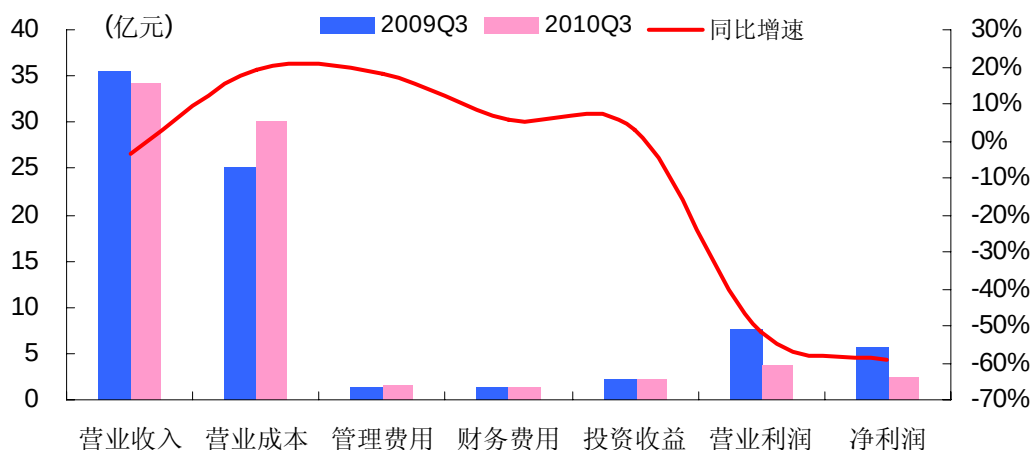
资料来源：招商证券

图1: 粤电力A前三季度经营指标同比变动比较



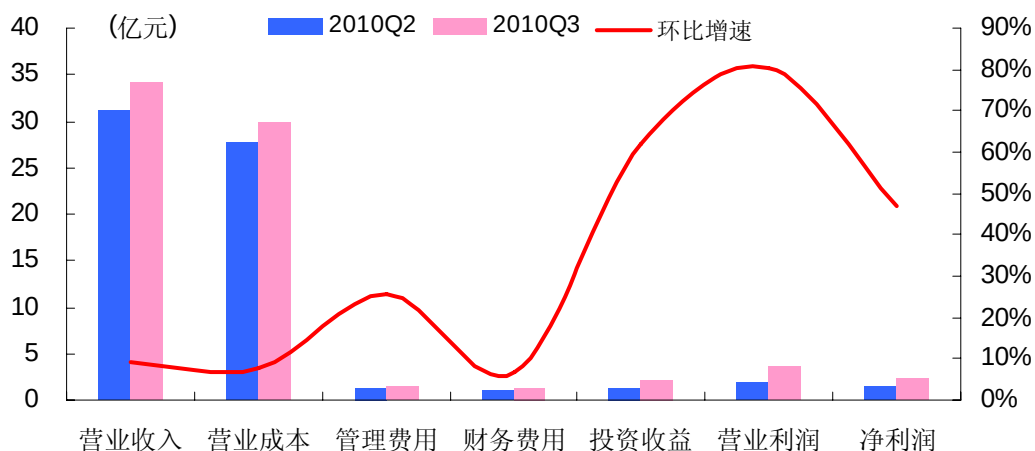
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 粤电力A第三季度经营指标同比变动比较



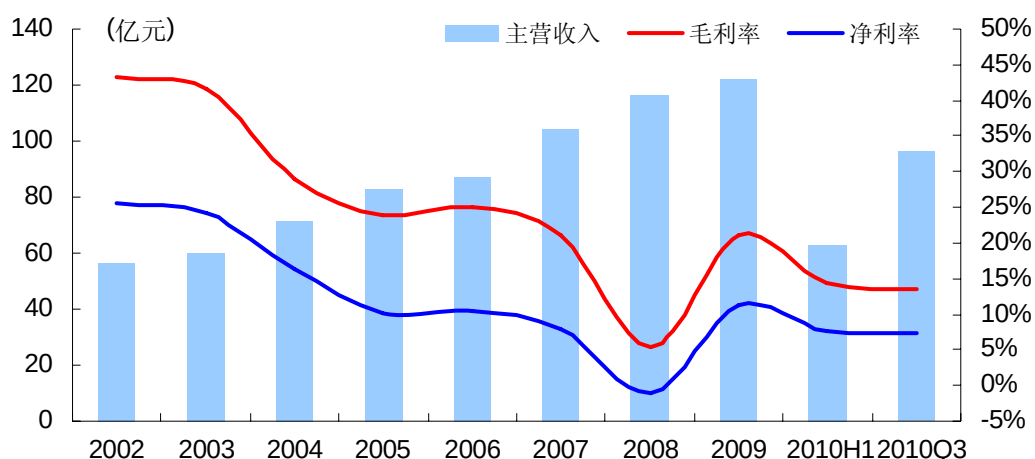
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 粤电力A第三季度经营指标环比变动比较



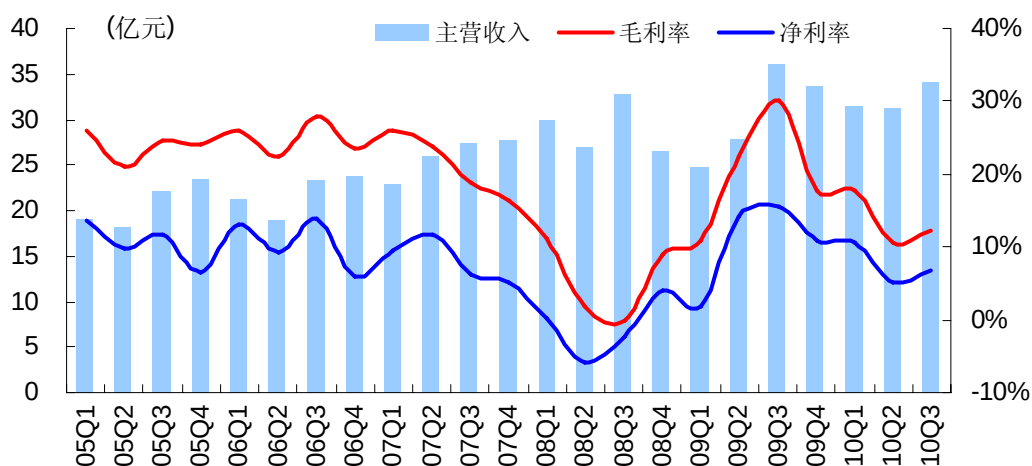
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 粤电力A年度收入和利润率指标比较



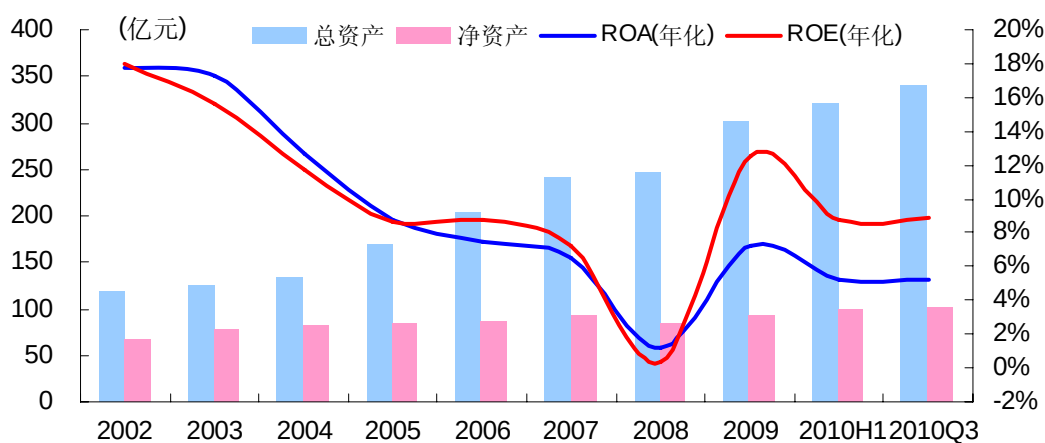
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 粤电力A季度营业收入和利润率指标比较



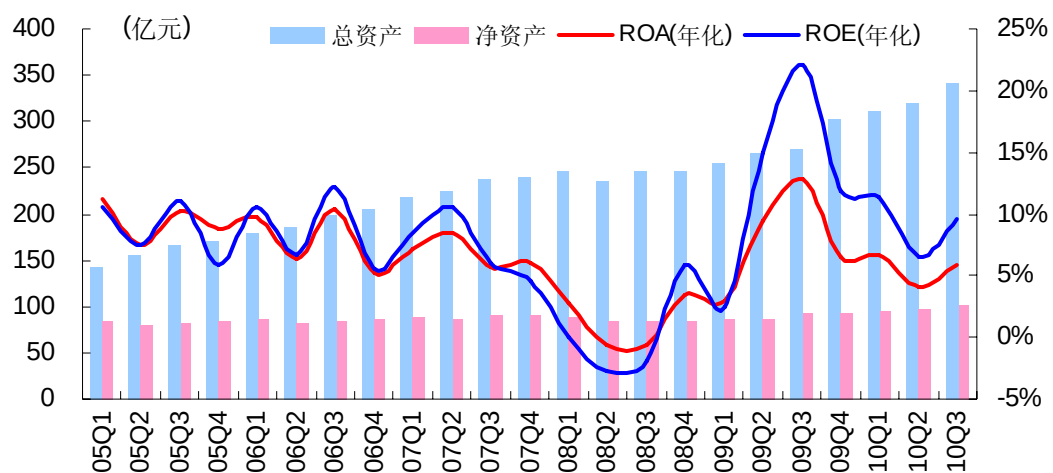
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

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

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5074	5160	8939	12902	16854
现金	1481	1739	6326	9787	13281
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1626	1328	1320	1573	1828
其它应收款	426	561	121	144	168
存货	929	736	678	808	913
其他	612	796	494	589	665
非流动资产	19555	25003	22937	22539	22186
长期股权投资	3803	4624	4624	4624	4624
固定资产	13177	12021	11382	11018	10695
无形资产	387	374	336	303	272
其他	2188	7984	6594	6594	6594
资产总计	24629	30164	31876	35441	39040
流动负债	6302	8749	9389	9807	10142
短期借款	3814	3817	4500	4500	4500
应付账款	1003	1010	1976	2356	2661
预收账款	0	0	0	0	0
其他	1485	3921	2913	2951	2981
长期负债	7204	9360	9490	11490	13490
长期借款	5179	7305	9305	11305	13305
其他	2025	2055	185	185	185
负债合计	13506	18109	18879	21297	23632
股本	2659	2659	2659	2659	2659
资本公积金	1418	1335	1335	1335	1335
留存收益	4362	5278	5971	6817	7748
少数股东权益	2685	2783	3031	3333	3665
母公司所有者权益	8439	9272	9966	10811	11743
负债及权益合计	24629	30164	31876	35441	39040

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-594	5692	3212	2793	3133
净利润			991	1208	1331
折旧摊销			1456	1405	1360
财务费用			560	600	840
投资收益			-550	-630	-600
营运资金变动			72	-90	-129
其它			683	300	331
投资活动现金流	-2162	-4219	290	-1000	-1000
资本支出			-1000	-1000	-1000
其他投资			1290	0	0
筹资活动现金流	2060	1387	1086	1668	1360
借款变动			3374	2000	2000
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-297	-362	-399
其他			-1991	30	-240
现金净增加额	-696	2860	4588	3461	3493

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11618	12235	12117	14447	16787
营业成本	10995	9666	9882	11782	13303
营业税金及附加	4	70	6	7	8
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	605	563	557	665	1007
财务费用	586	512	560	600	840
资产减值损失	4	254	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	297	502	550	630	600
营业利润	-280	1672	1662	2023	2228
营业外收入	5	49	6	6	6
营业外支出	12	59	16	16	16
利润总额	-288	1661	1652	2013	2218
所得税	-148	298	413	503	554
净利润	-140	1364	1239	1510	1663
少数股东损益	-160	198	248	302	333
母公司所有者净利润	20	1165	991	1208	1331
EPS (元)	0.01	0.44	0.37	0.45	0.50

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	12%	5%	-1%	19%	16%
营业利润	-123%	-696%	-1%	22%	10%
净利润	-97%	5641%	-15%	22%	10%
获利能力					
毛利率	5.4%	21.0%	18.4%	18.4%	20.8%
净利率	0.2%	9.5%	8.2%	8.4%	7.9%
ROE	0.2%	12.6%	9.9%	11.2%	11.3%
ROIC	0.7%	7.6%	6.0%	6.4%	6.7%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	60.0%	59.2%	60.1%	60.5%
净负债比率	37.4%	37.9%	46.4%	47.4%	48.2%
流动比率	0.8	0.6	1.0	1.3	1.7
速动比率	0.7	0.5	0.9	1.2	1.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	14.4	11.6	14.0	15.9	15.5
应收帐款周转率	8.3	8.3	9.2	10.0	9.9
应付帐款周转率	8.2	9.6	6.6	5.4	5.3
每股资料(元)					
每股收益	0.01	0.44	0.37	0.45	0.50
每股经营现金	-0.22	2.14	1.21	1.05	1.18
每股净资产	3.17	3.49	3.75	4.07	4.42
每股股利	0.06	0.20	0.11	0.14	0.15
估值比率					
PE	901.3	15.7	18.5	15.1	14.6
PB	2.2	2.0	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	18.0	11.5	10.7	9.7	8.9

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、2009 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。