

粤电力 A(000539)

地域优势明显，资产注入值得期待

研究员：程鹏

执业证书编号：S0570210030024

电话：025-83290916

E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

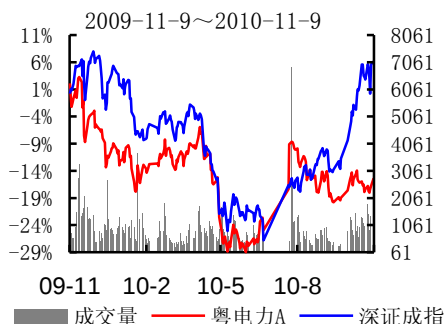
投资评级：推荐(维持)

电力 II

当前价格(元)：6.7

目标价格(元)：7.8

股价走势图



相关研究

粤电力：靓丽业绩面临煤价考验
10/04

粤电力中报点评：业绩符合预期，估值有待修复
10/08

投资要点：

- 公司控股电厂已投产发电装机容量达 530 万千瓦，2010 年 1-9 月控股电厂发电 239.53 亿千瓦时，同比增长 10.87%，占广东省发电量的 10.28%，我们认为公司发电量增长的原因：一方面在于广东省经济总体回升导致用电需求增长，另一方面由于受西南干旱天气影响，水电机组出力不足，广西、贵州“西电东送”电量大幅减少，从而使省内机组处理增加。由于用电需求的回落，我们预计 4 季度公司发电量与去年持平，全年发电量增长在 7-8% 左右，超出年初计划发电量 24% 左右。
- 公司核准在建项目主要是风电和水电项目，规模有限，正在开展前期工作的项目仍需国家核准，公司短期内的装机增长将较为有限。惠来电厂、汕尾扩建若得到国家核准，建设进度将超预期。
- 资产注入完成后，新增的已投产可控装机容量 242 万千瓦、权益装机容量 198 万千瓦；新增的在建可控装机容量 260 万千瓦、权益装机容量 144 万千瓦，公司已投产的可控装机容量将达 911 万千瓦，权益装机容量 728 万千瓦，装机规模将实现大幅增长。从资产质量来看，本次收购的电厂属于粤电集团的优质资产，其中国华粤电台山及惠州 LNG 电厂、广前 LNG 电厂盈利能力尤其突出。
- 在考虑集团资产注入的前提下，我们预计公司 2010-2012 年公司将实现每股收益分别为 0.30 元、0.38 元、0.40 元，目前公司 2010 年 22X 动态 PE 低于火电行业的平均水平。同时，考虑到电价上调的预期，我们认为公司目前估值偏低，有待修复，给予“推荐”评级，6 个月目标价位为 7.8 元。

公司基本资料

总股本(万)	279745
流通 A 股(万)	265397
52 周内股价区间(元)	6-9.36
总市值(亿)	187.40
总资产(亿)	340
每股净资产(元)	3.61

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	122.35	134.28	227.30	247.76
+/-%	5.31	9.75	69.28	9
净利润(百万)	1165	801	1391	1451
+/-%	3921	-31.29	73.66	4.37
EPS(元)	0.44	0.30	0.38	0.4
P/E	15.23	22.25	12.81	12.28

一、外部环境改善确保电量增长

◆ 区域电力龙头，受益区域经济复苏

目前，公司控股电厂已投产发电装机容量达 530 万千瓦，2010 年 1-9 月控股电厂发电 239.53 亿千瓦时，同比增长 10.87%，占广东省发电量的 10.28%，我们认为公司发电量增长的原因：一方面在于广东省经济总体回升导致用电需求增长，另一方面由于受西南干旱天气影响，水电机组出力不足，广西、贵州“西电东送”电量大幅减少，从而使省内机组处理增加。由于用电需求的回落，我们预计 4 季度公司发电量与去年持平，全年发电量增长在 7-8%左右，超出年初计划发电量 24%左右。

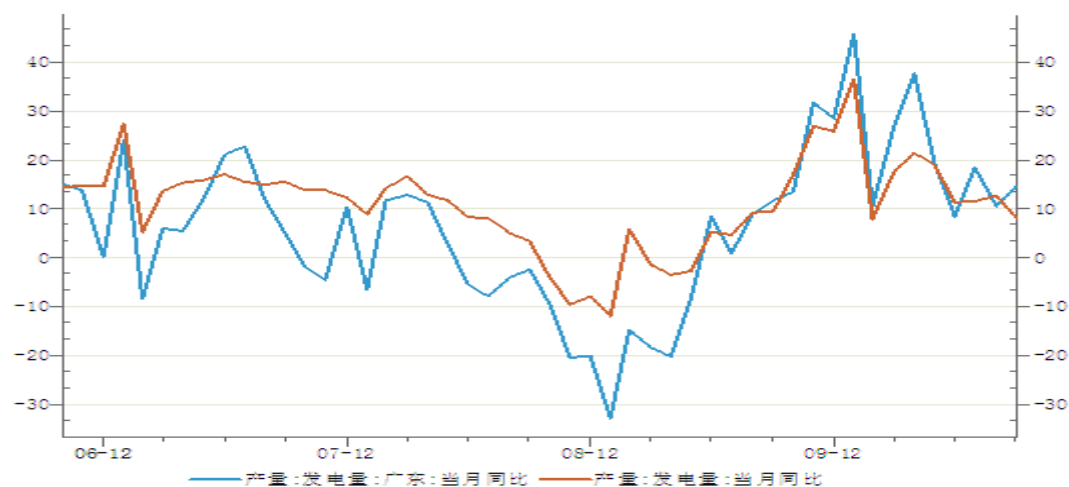
表格 1 公司在役电力装机情况

电厂名称	权益	装机	上网电价	机组结构
控股电厂				
沙角 A 电厂	100	123	0.4962、0.4964	3×21+2×30
湛江发电厂	76	120	0.5158	4×30
粤嘉梅县发电厂	58	52	0.5047、0.4962	2×12.5（计划关停）+2×13.5
粤江韶关发电厂	65	60	0.5489、0.5162	2×30
茂名臻能	53.28	50	0.4962	30+20
粤电靖海惠来电厂	65	120	0.4962	2×60
湛江风电（洋前）	70	4.95	0.65	33×0.15
参股电厂				
红海湾汕尾电厂	25	120	0.4962	2×60
粤电西部投资盘南电厂	14.3	240	0.2967	4×60
深圳广前湾 LNG 电厂	40	117	0.59	3×37
惠州 LNG 电厂	32	117	0.59	3×37
中心坑水电站	40	0.53		
江坑水电站	25	0.45		
槟榔江猴桥水电	29	4.8	0.2	
临沧水电（新塘房、挂篮 子河和南荣田）	49	2.68	0.2	
石碑山风电	30	10	0.5	167×0.06
华能汕头南澳风电	25	7.355	0.74、0.61	53×0.085+20×0.075

资料来源：公司网站、华泰证券

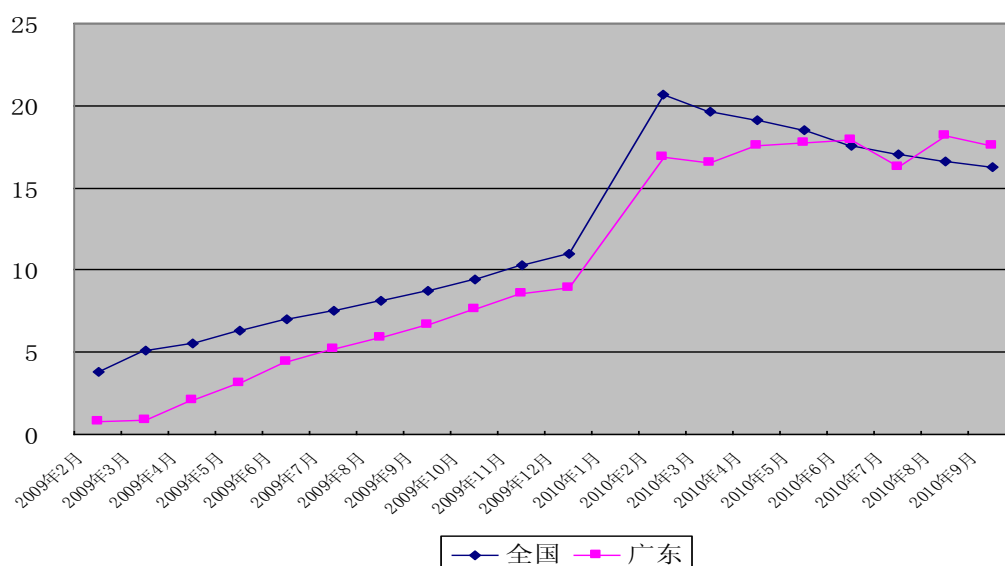
受经济复苏特别是出口恢复影响，广东工业恢复明显，已连续 2 月工业增加值增速超过全国平均水平，工业增长带来发电量的增加，今年以来，广东发电量增速基本高于全国平均水平。

图表 1 广东发电量单月增速与全国对比 单位：%



资料来源：WIND

图表 2 广东工业增加值单月增速与全国对比 单位：%



资料来源：公司公告、华泰证券

04-09 年公司控股燃煤电厂机组平均利用小时达到 6400 小时，远高出全国、广东省机组利用小时的平均水平。10 年 1-9 月，广东火电机组利用小时为 3926 小时，一改利用小时低于全国平均水平的局面，供需形式对电厂尤为有利，公司前 3 季度机组利用小时更是达到 4500 小时，全年预计达到 6000 小时左右。

表格 2 03-09 年全国、广东、公司燃煤电厂机组利用小时比较

年度	全国	广东	粤电力
2004	5991	5928	6900
2005	5865	5421	7120

2006	5633	5282	6610
2007	5316	5021	6400
2008	4911	4872	5747
2009	4839	4759	5670
平均	5426	5214	6408
2010 年 1-9 月	3802	3926	4500

资料来源：华泰证券

◆ 储备项目等待核准，装机增长有限

公司核准在建项目主要是风电和水电项目，规模有限，正在开展前期工作的项目仍需国家核准，公司短期内的装机增长将较为有限。惠来电厂、汕尾扩建若得到国家核准，建设进度将超预期。

表格 3 公司储备项目及其开发进展 单位：万千瓦、%

项目	装机规模	投资比例	进展
临沧江大丫口	10.3	49%	在建
槟榔江家河口，松山河口	48.3	29%	年内投产，三岔河口处于前期
奥里油改建	120	39%	在建，11 年投产
云南威信煤电联营	2 × 60	40%	前期，取得发改委路条
茂名热电 7 号机组	1 × 60	54.85%	前期，取得发改委路条
徐闻勇士风电	4.95	70%	前期，取得发改委路条
大浦电厂上大压小	2 × 60	58%	前期
茂名博贺发电厂（一期）	2 × 100	51%	前期
虎门发电（沙角 A 扩建）	2 × 100	60%	前期
惠来电厂扩建	2 × 100	55%	前期
汕尾电厂一期扩建	2 × 60	25%	前期
茂名油页岩项目	2 × 20	83.66%	前期

资料来源：华泰证券

二、资产注入提升价值

公司重大资产重组方案预案主要内容如下：

（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，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）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）；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。

本次交易的目标资产中包括 1 家风电厂和 2 家天然气电厂，将进一步实现本公司电源结构的多元化，有利于缓解目前燃煤价格波动对公司带来的成本控制压力，有利于提升公司抵御经营风险的能力，为公司效益的持续稳定增长提供保障。重组完成后，新增的已投产可控装机容量 242 万千瓦、权益装机容量 198 万千瓦；新增的在建可控装机容量 260 万千瓦、权益装机容量 144 万千瓦，公司已投产的可控装机容量将达 911 万千瓦，权益装机容量 728 万千瓦，装机规模将实现大幅增长。

表格 4 公司收购电厂基本情况 单位：万千瓦、亿元、元/千瓦%

项目	收购权益	装机	收购总价	收购 PE	收购 PB
深圳广前湾 LNG 电厂	60	3 × 39	15.79	6.7	2.1
惠州 LNG 电厂	35	3 × 39	9.89	8.2	1.98
石碑山风电	40	167 × 0.06	1.17	23.3	1.25
云浮发电	90	2 × 12.5	5.3	19	1.45
平海发电	45	2 × 100	6.51		1.63
云河发电	90	2 × 30	7.5		1.22
国华台山	20	5 × 60	14.39	4.8	1.78
合计			60.52	6.7	1.77

资料来源：华泰证券

从资产质量来看，本次收购的电厂属于粤电集团的优质资产，其中国华粤电台山及惠州 LNG 电厂、广前 LNG 电厂盈利能力尤其突出。

惠州 LNG 电厂、广前 LNG 电厂：均广东省 LNG 一体化项目的重点配套项目之一，各投产 3 台 39 万千瓦燃气（LNG）联合循环机组，采用深圳大鹏公司从澳大利亚进口的液态天然气。天然气价格与 16-25 美元原油价格挂钩，25 年照付不议，能够保证该电厂获得长期的稳定收益，公司天然气成本估计在 1.5-1.6 元/立方。此外，LNG 电厂是优质的调峰电源，具有启动迅速、能耗低、清洁环保的特点。随着未来对电厂环保要求的不断提升和一次能源价格的上涨，公司竞争优势将进一步体现。由于供气量稳定，发电量亦较为稳定、燃料成本锁定，电厂盈利能力较为稳定，预计单个电厂年净利润维持在 3.5 亿元左右。

广东国华粤电台山发电有限公司：公司 5×60 万千瓦具有机组利用率高、燃料供应稳定且成本较低的明显优势，该公司是南方电网中最大的火力发电厂，也是“西电东送”向广东省送电线路上的一个重要支撑电厂，机组利用小时一直保持在 6000 小时以上，明显高于同网平均水平。同时，由于大股东神华集团的支持，公司的燃料供应稳定。公司已建成专门煤码头，神华煤炭从黄骅港直接运至电厂，降低运输成本。粤电集团持

有广东国华粤电台山发电有限公司 20%的股权，为参股公司。2007 年度至 2009 年度，粤电集团从广东国华粤电台山发电有限公司获得的分红分别为 2.46 亿元、1.22 亿元、2.7 亿元，取得丰厚的投资回报。该公司注入上市公司，能够使公司未来获得稳定的现金流。

广东惠州平海发电厂：公司拥有 2×100 万千瓦的超超临界燃煤机组，动态投资 85 亿元，项目于 2008 年底开工建设，预计 2010 年下半年即可投产。

表格 5 平海电厂盈利测

	2011E	2012E
装机容量（万千瓦）	200	200
利用小时（小时）	4500	5500
发电量（亿千瓦时）	90	110
上网电量（亿千瓦时）	85.5	104.5
厂用电率	5%	5%
上网电价（元/千瓦时）	0.4962	0.4962
营业收入（亿元）	36.26	44.32
标煤单价（元/吨）	780（不含税）	780（不含税）
燃料成本（亿元）	20	24.45
折旧（亿元）	4.25	4.25
财务费用（亿元）	3.4	3.4
其它（亿元）	2.57	3.14
营业利润（亿元）	6.04	9.08
净利润（亿元）	4.53	6.8

资料来源：华泰证券

在目前煤价水平假定条件下，我们测算平海电厂的盈利能力，认为其盈利能力还是较为可观。

三、盈利预测与评级

◆ 基本预测

（1）利用小时测算：2010 年发电量超预期的重要原因在于“西电东送”电量减少，2011 年预计恢复正常，公司燃煤机组平均利用小时回落到 5800 小时，燃气机组稳定在 3100 小时。

（1）2010-2012 年，公司煤价基本保持不变，不含税标煤单价保持在 780 元/吨左右；

（3）2010 年底完成资产注入，2011 年开始并表；

（4）新建项目如期投产，未取得核准项目不纳入测算；

◆ 公司评级：推荐

在考虑集团资产注入的前提下,我们预计公司 2010-2012 年公司将实现每股收益分别为 0.30 元、0.38 元、0.40 元,目前公司 2010 年 22X 动态 PE 低于火电行业的平均水平。同时,考虑到电价上调的预期,我们认为公司目前估值偏低,有待修复,给予“推荐”评级,6 个月目标价位为 7.8 元。

表格 6 盈利预测

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2010E	2011E	2012E	会计年度	2010E	2011E	2012E
流动资产	5164	8648	9485	营业收入	13428	22730	24776
现金	1343	2273	2478	营业成本	10859	17800	19766
应收账款	1458	2468	2690	营业税金及附加	76	129	141
其他应收款	635	1075	1172	营业费用	0	0	0
预付账款	893	1464	1626	管理费用	604	1000	1090
存货	835	1368	1520	财务费用	733	1672	1640
其他流动资产	0	0	0	资产减值损失	0	0	0
非流动资产	28020	47419	43021	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	4524	4524	4524	投资净收益	300	400	500
固定资产	14227	31249	31213	营业利润	1456	2528	2639
无形资产	374	374	374	营业外收入	0	0	0
其他非流动资产	8895	11271	6910	营业外支出	0	0	0
资产总计	33183	56067	52505	利润总额	1456	2528	2639
流动负债	11208	27864	26410	所得税	364	632	660
短期借款	8414	24344	22685	净利润	1092	1896	1979
应付账款	1135	1860	2066	少数股东损益	291	506	528
其他流动负债	1660	1660	1660	归属母公司净利润	801	1391	1451
非流动负债	9360	9360	9360	EBITDA	2868	5401	5977
长期借款	7305	7305	7305	EPS (元)	0.30	0.38	0.40
其他非流动负债	2055	2055	2055	主要财务比率			
负债合计	20568	37224	35770	会计年度	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	3074	3580	4108	成长能力			
股本	2659	3649	3649	营业收入	9.7%	69.3%	9.0%
资本公积	1335	6394	6394	营业利润	-12.9%	73.7%	4.4%
留存收益	5546	5220	2584	归属于母公司净利润	-31.3%	73.7%	4.4%
归属母公司股东权益	9541	15263	12627	获利能力			
负债和股东权益	33183	56067	52505	毛利率(%)	19.1%	21.7%	20.2%
现金流量表				净利率(%)	6.0%	6.1%	5.9%
单位: 百万元				ROE(%)	8.4%	9.1%	11.5%
会计年度	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	6.7%	6.9%	7.7%
经营活动现金流	-571	2540	4391	偿债能力			
净利润	1092	1896	1979	资产负债率(%)	62.0%	66.4%	68.1%
折旧摊销	679	1201	1698	净负债比率(%)	77.93%	85.85%	84.71%
财务费用	733	1672	1640	流动比率	0.46	0.31	0.36
投资损失	-300	-400	-500	速动比率	0.39	0.26	0.30
营运资金变动	-2513	-1829	-426	营运能力			
其他经营现金流	-261	0	0	总资产周转率	0.42	0.51	0.46
投资活动现金流	-3158	-20200	3200	应收账款周转率	10	12	10
资本支出	0	16900	1000	应付账款周转率	10.12	11.89	10.07
长期投资	-241	0	0	每股指标 (元)			
其他投资现金流	-3399	-3300	4200	每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.52	0.55
筹资活动现金流	3332	18590	-7386	每股经营现金流 (最	-0.21	0.96	1.65
短期借款	4597	15930	-1659				

				新摊薄)			
				每股净资产(最新摊			
长期借款	0	0	0	薄)	3.59	5.74	4.75
普通股增加	0	990	0	估值比率			
资本公积增加	0	5059	0	P/E	22.25	12.81	12.28
其他筹资现金流	-1264	-3389	-5727	P/B	1.87	1.17	1.41
现金净增加额	-396	930	205	EV/EBITDA	10	5	5

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 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；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。