

2011-03-10

电力、煤气及水等公用事业

粤电力 A000539.SZ

维持

增持

当前价格	6.62 元
目标价格	8.00 元
目标期限	12 个月

分析师:

崔玉芹 (执业证书编号: S0930510120016)

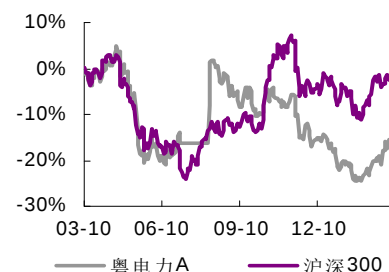
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,797
总市值(百万元)	18,519
流通比例(%)	71.09%
12 个月最高/最低(元)	8.13/5.60
近 3 月日均成交量(百万股)	5.52
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	5.53	-1.81	-12.38
绝对收益	15.33	5.09	-11.39

相关报告:

业绩低于预期 等待重组完成

◇ 事件: 公司公布年报

◆ 煤价上涨及稳健会计政策导致 2010 年业绩低于预期:

公司 2010 年实现营业收入 126.42 亿元, 同比增长 3.33%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 7.66 亿元, 同比下降 34.29%, 基本每股收益为 0.28 元, 这意味着四季度公司实现每股收益 0.03 元, 低于市场预期。

2010 年, 广东省用电量和发电量同比分别增长 12.48% 和 18%, 但公司受梅县 #3、#4 关停的影响, 公司发电量和上网电量分别增长 4.97% 和 5.82%, 增幅低于全省平均。

2010 年公司利润下滑的主要原因是: (1) 燃料价格上涨导致毛利率下滑: 2010 年公司的燃料成本增幅约为 13%; (2) 根据税务局要求, 广东电网要求各电厂就 2005 年至 2009 年期间使用的启备侧变电量按照大工业类电度电价计算电费, 使得公司发生额外的成本支出约 4,500 万元; (3) 粤嘉电力 3、4 号机组的关停, 导致辞退福利增加约 9500 万元; (4) 基于稳健的会计政策, 粤嘉电力及粤江电力冲回以前年度确认的递延所得税资产约 1.27 亿元。

◆ 经营环境依旧 等待重组完成:

我们预计 2011 年火电行业整体经营依旧不乐观: 一方面发电小时将继续回升, 另一方面煤价上涨压力很大, 而火电上网电价上调难度较大。火电企业对电价和煤价的敏感性更高, 经营业绩仍可能下滑。

公司业绩将逆市上扬: 2011 年公司将完成重大资产重组, 向大股东定向增发收购优质资产, 包括台山发电、广前 LNG、惠州 LNG 股权等优质电力, 而且公司还将有中粤能源 (90%, 2*600MW)、槟榔江水电 (29%) 松山河口 (3*56MW) 和苏家河口电站 (3*105MW) 投产, 使得业绩增长。

◆ 项目储备丰富, 维持“增持”评级:

从长期看, 公司项目储备丰富, 长期增长可期, 并有集团整体上市预期。我们预计公司增发完成后 2011 年-2012 年的每股收益分别为 0.38 元、0.52 元, 给予“增持”评级。

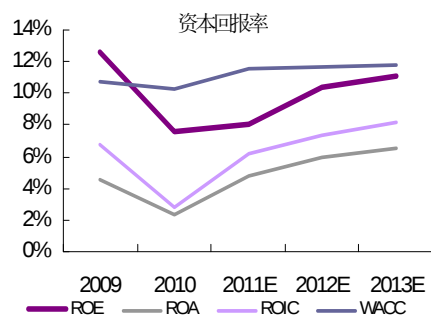
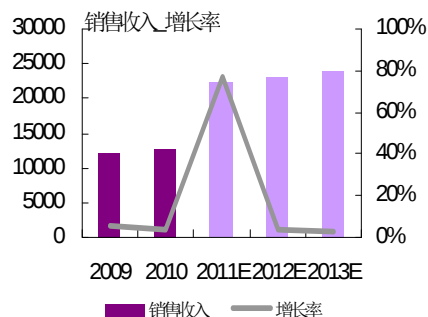
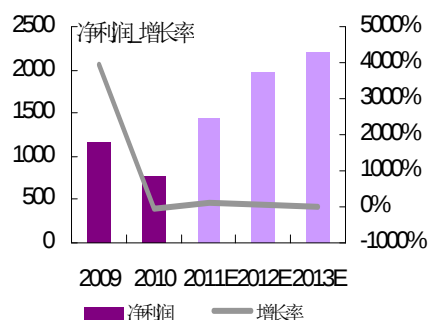
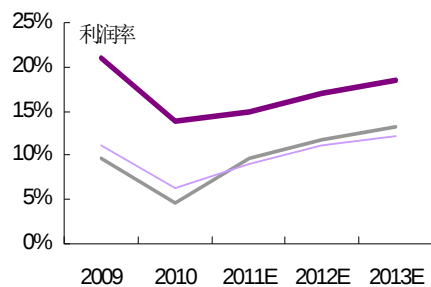
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	12,235	12,642	22,370	23,201	23,913
营业收入增长率	5.31%	3.33%	76.95%	3.72%	3.07%
净利润 (百万元)	1,165	766	1,428	1,957	2,206
净利润增长率	3921%	-34.29%	86.45%	37.05%	12.74%
EPS (元)	0.31	0.20	0.38	0.52	0.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.57%	7.53%	8.10%	10.42%	11.05%
P/E	22	33	18	13	11
P/B	3	2	1	1	1
EV/EBITDA	11	16	17	13	11

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12,235	12,642	22,370	23,201	23,913
营业成本	9,666	10,877	19,055	19,256	19,491
折旧和摊销	1,255	1,226	191	473	688
营业税费	70	25	67	70	72
销售费用	0	1	0	0	0
管理费用	563	669	1,096	1,137	1,172
财务费用	512	452	252	134	242
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	502	586	587	618	723
营业利润	1,672	1,169	2,486	3,223	3,660
利润总额	1,661	1,169	2,496	3,233	3,670
少数股东损益	198	23	591	622	727
归属母公司净利润	1,165.35	765.81	1,427.87	1,956.94	2,206.22

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	30,164	34,596	41,706	43,564	45,184
流动资产	5,160	5,828	9,380	9,624	9,838
货币资金	1,739	1,894	3,356	3,480	3,587
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,328	1,841	2,684	2,784	2,870
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	561	572	291	278	263
存货	736	852	1,524	1,540	1,559
可供出售投资	516	353	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4,624	5,469	5,528	5,590	5,662
固定资产	12,021	11,207	16,327	19,517	22,055
无形资产	374	472	448	426	405
总负债	18,109	21,512	20,563	20,650	20,368
无息负债	4,691	4,247	8,018	8,103	8,199
有息负债	13,418	17,265	12,545	12,547	12,169
股东权益	12,055	13,084	21,143	22,915	24,817
股本	2,659	2,797	3,786	3,786	3,786
公积金	4,494	5,310	10,563	10,821	11,114
未分配利润	2,118	2,059	3,285	4,176	5,057
少数股东权益	2,783	2,919	3,510	4,132	4,860

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5,692	635	3,154	2,508	3,107
净利润	1,165	766	1,428	1,957	2,206
折旧摊销	1,255	1,226	191	473	688
净营运资金增加	-2,434	1,497	-228	160	119
其他	5,706	-2,853	1,763	-81	94
投资活动产生现金流	-4,219	-4,369	-2,760	-1,444	-1,349
净资本支出	2,539	4,082	3,667	2,000	2,000
长期投资变化	4,624	5,469	-59	-62	-72
其他资产变化	-11,382	-13,920	-6,368	-3,382	-3,277
融资活动现金流	-1,387	3,889	1,067	-940	-1,651
股本变化	0	138	988	0	0
债务净变化	2,221	3,847	-4,720	2	-378
无息负债变化	2,382	-444	3,771	85	96
净现金流	87	155	1,461	125	107

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.31%	3.33%	76.95%	3.72%	3.07%
净利润增长率	3921.06%	-34.29%	86.45%	37.05%	12.74%
EBITDA 增长率	-564.22%	-25.42%	3.63%	37.08%	20.41%
EBIT 增长率	-305.70%	-50.15%	107.85%	27.29%	16.06%
估值指标					
PE	22	33	18	13	11
PB	3	2	1	1	1
EV/EBITDA	11	16	17	13	11
EV/EBIT	19	35	18	15	13
EV/NOPLAT	23	51	22	18	16
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	2	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	21.00%	13.96%	14.82%	17.01%	18.49%
EBITDA 率	19.82%	14.31%	10.47%	13.84%	16.17%
EBIT 率	9.56%	4.61%	9.62%	11.81%	13.29%
税前净利润率	13.58%	9.25%	11.16%	13.93%	15.35%
税后净利润率 (归属母公司)	9.52%	6.06%	6.38%	8.43%	9.23%
ROA	4.52%	2.28%	4.84%	5.92%	6.49%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.57%	7.53%	8.10%	10.42%	11.05%
经营性 ROIC	6.76%	2.85%	6.18%	7.32%	8.11%
偿债能力					
流动比率	0.59	0.46	0.84	0.98	1.21
速动比率	50.57%	39.32%	70.56%	82.32%	101.74%
归属母公司权益/有息债务	0.69	0.59	1.41	1.50	1.64
有形资产/有息债务	2.21	1.97	3.27	3.42	3.66
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.31	0.20	0.38	0.52	0.58
每股红利	0.14	0.00	0.21	0.27	0.31
每股经营现金流	1.50	0.17	0.83	0.66	0.82
每股自由现金流(FCFF)	0.74	-0.96	-0.40	0.13	0.29
每股净资产	2.45	2.69	4.66	4.96	5.27
每股销售收入	3.23	3.34	5.91	6.13	6.32

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，现任公用事业行业分析师。

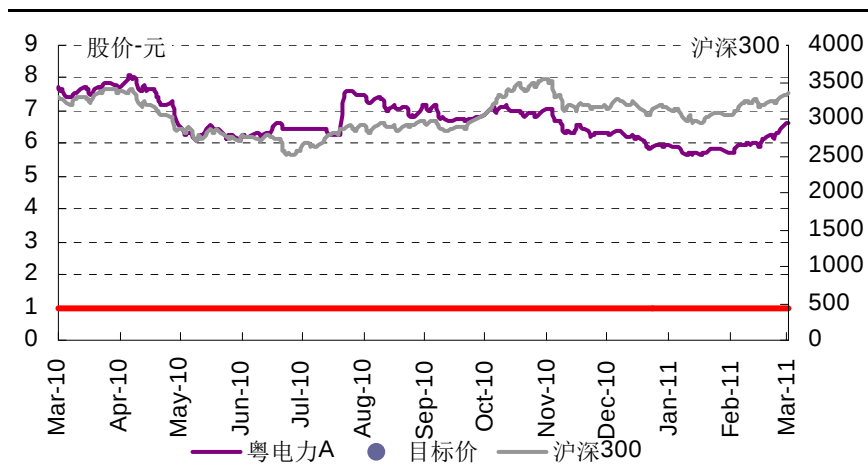
分析师声明

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
2008-08-14	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
2010-07-29	6.25	8.40	买入
2010-08-20	7.30	8.40	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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@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
	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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

风险提示及免责声明

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相一致的投资决策。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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。