

审慎推荐-A (维持)

粤电力 A 000539.SZ

目标估值: 5.00 元

当前股价: 4.63 元

2011 年 10 月 31 日

业绩受制煤价，静待注入完成

基础数据

上证综指	2473
总股本(万股)	279745
已上市流通股(万股)	198865
总市值(亿元)	130
流通市值(亿元)	92
每股净资产(MRQ)	3.7
ROE(TTM)	4.9
资产负债率	65.1%
主要股东	广东省粤电集团有限
主要股东持股比例	49.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		-23	-32
相对表现	-4	-9	-12



相关报告

1、《粤电力 A (000539) - 电量增长难抵煤价拖累，未来发展值得期待》
2011/3/9

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

受燃料成本上涨和上大压小关停小造成的资产减值损失的影响，公司今年前三季度业绩出现明显下滑。三季度业绩不考虑计提资产减值损失的影响也仅能达到盈亏平衡。公司未来业绩的改善寄希望于电价上调和大股东优质资产的注入。预测 2011~2013 年每股收益为 0.21、0.24、0.31 元，维持“审慎推荐”评级。

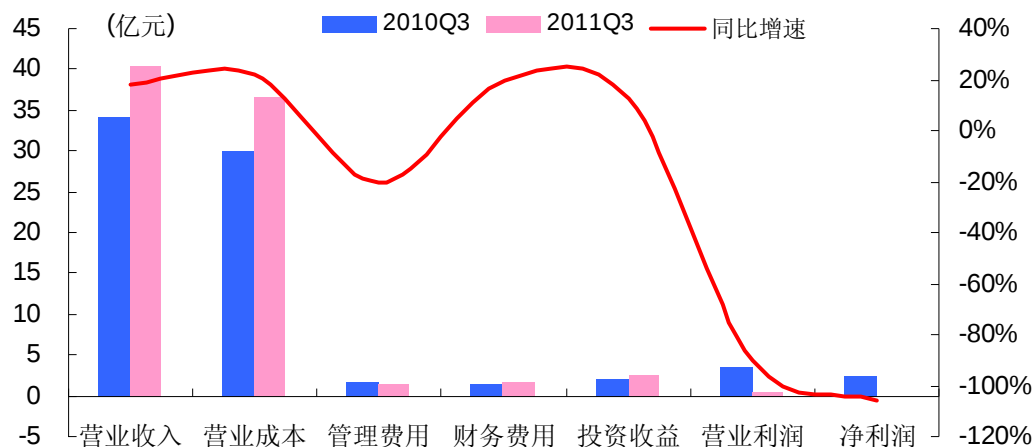
- **2011 年前三季度实现每股收益 0.15 元。**公司前三季度实现销售收入 105.0 亿元，同比增长 8.6%；主营业务成本 94.5 亿元，同比增长 13.1%；营业利润 4.2 亿元，同比减少 56.6%；归属于上市公司股东的净利润 4.2 亿元，同比减少 38.4%；折合每股收益 0.15 元。
- **三季度实现每股收益 0.03 元。**公司第三季度实现销售收入 40.3 亿元，同比增长 18.0%；主营业务成本 36.6 亿元，同比增长 22.1%；营业利润 0.4 亿元，同比减少 90.3%；归属于上市公司股东的净利润 1.0 亿元，同比减少 59.8%；折合每股收益 0.03 元，盈利较去年同期下降明显。
- **电量同比增长，煤价吞噬业绩。**公司第三季度发电量 98.6 亿千瓦时，同比 17.3%，前三季度累计发电量达 254.1 亿千瓦时，同比增长 6.1%，新建改建机组投产和电力市场需求旺盛带来火电机组利用小时的提高，电价小幅上调也有利于收入增加。而燃料价格高位上涨和计提粤嘉公司资产减值损失 2.8 亿元造成前三季毛利率同比下降 4 个百分点，营业总成本同比上升 33.3%，是公司业绩下降的主要因素。
- **重大资产重组待批，未来成长空间广阔。**公司重大资产重组计划经修改、调整后重新上报证监会审核，待资产重组实施后，集团已投产燃煤，燃气和风电机组将注入公司，使公司可控装机容量将大幅提升，增强公司盈利能力。
- **维持“审慎推荐”评级。**公司的大股东粤电集团是广东地区电力市场的重要发电商，业务涉及电力、煤炭、燃气等多个领域，作为粤电集团的唯一上市公司平台，公司未来持续注入优质资产的增长空间广阔。我们预测公司 2011~2013 年每股收益为 0.21、0.24、0.31 元，维持“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：煤炭价格持续走高，宏观面偏弱使相关电力市场需求放缓。**

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	12235	12642	13795	15564	17074
同比增长	5%	3%	9%	13%	10%
营业利润(百万元)	1672	1169	873	1005	1272
同比增长	-696%	-30%	-25%	15%	27%
净利润(百万元)	1165	766	589	679	859
同比增长	5641%	-34%	-23%	15%	27%
每股收益(元)	0.44	0.27	0.21	0.24	0.31
PE	10.6	16.9	22.0	19.1	15.1
PB	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

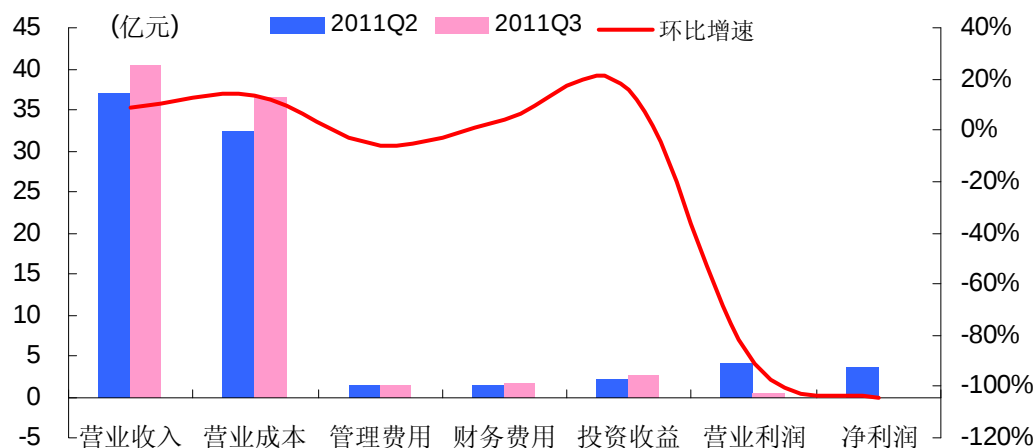
资料来源：招商证券

图1: 粤电力A第三季度经营指标同比变动比较



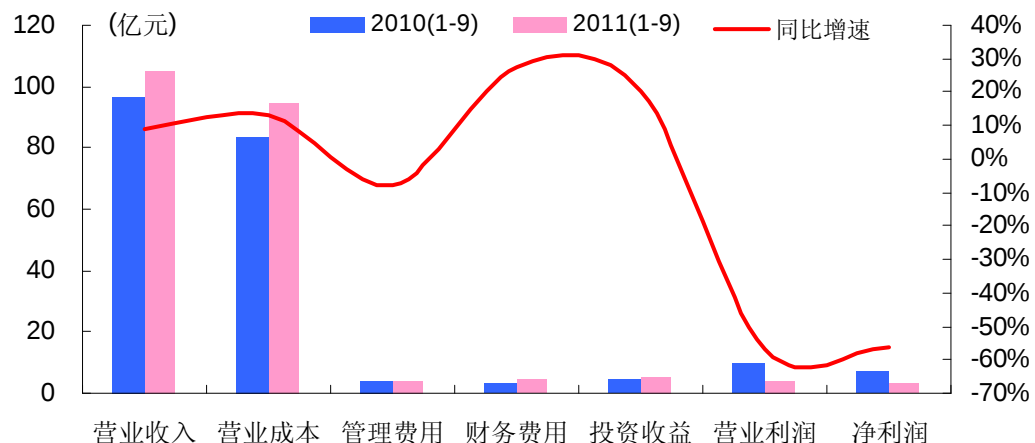
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 粤电力A第三季度经营指标环比变动比较



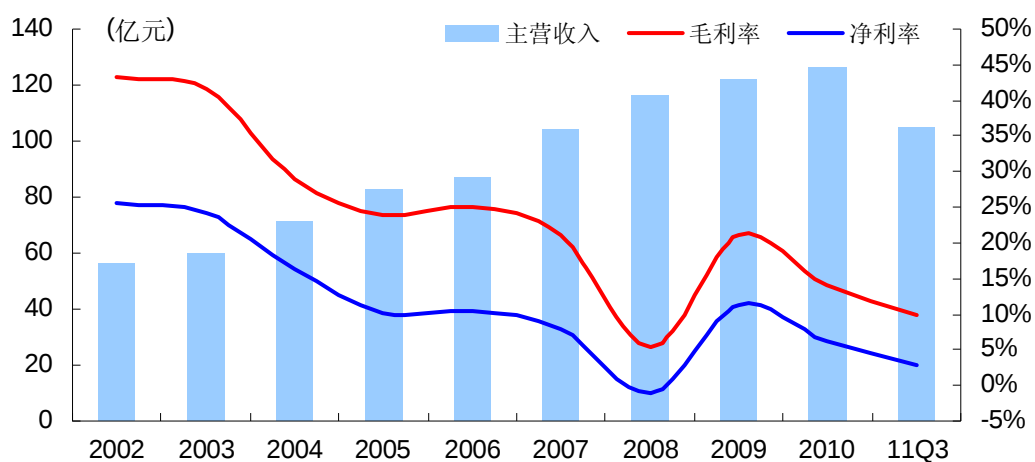
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 粤电力A前三季度经营指标同比变动比较



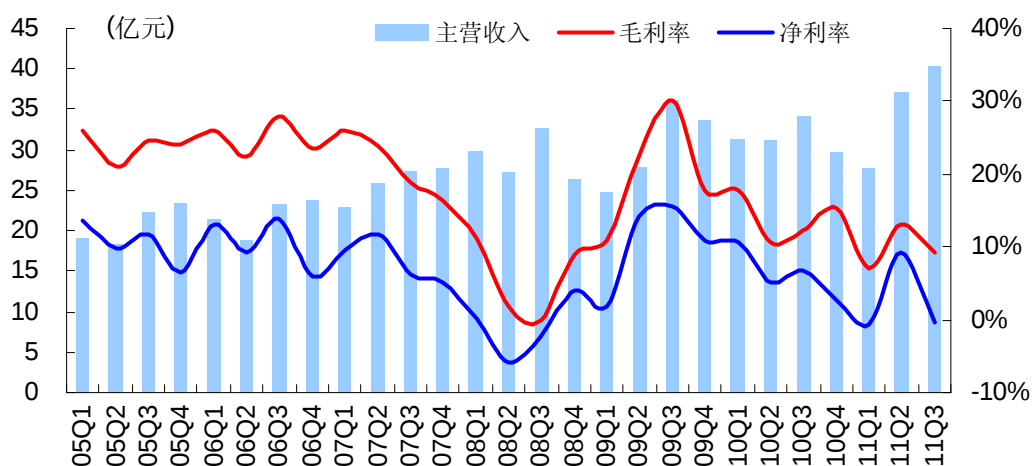
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 粤电力A年度收入和利润率指标比较



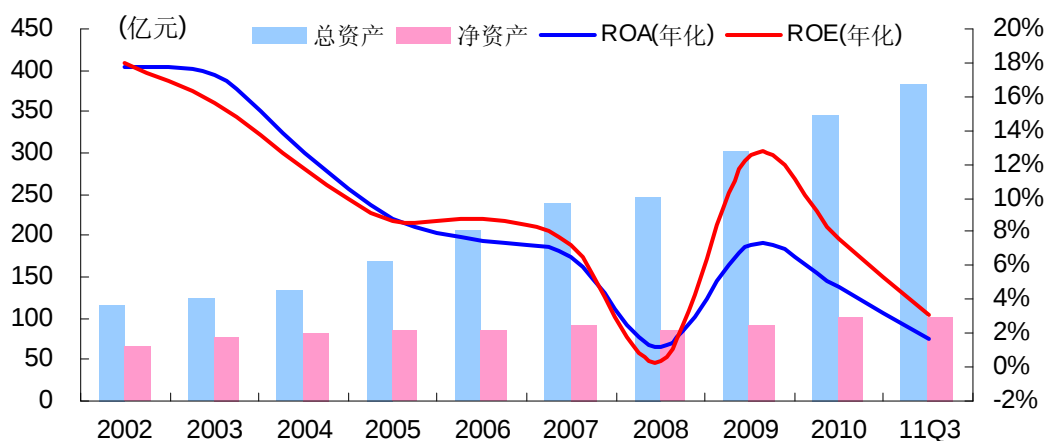
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 粤电力A季度营业收入和利润率指标比较



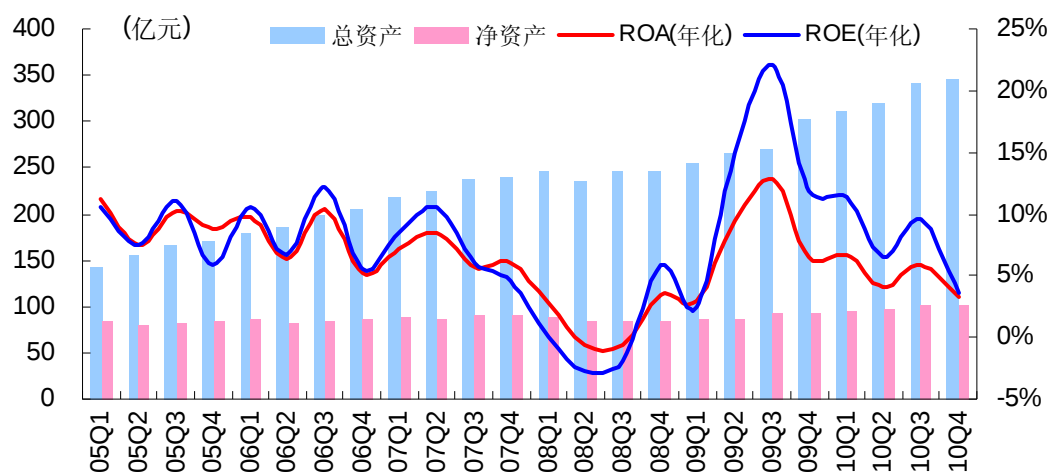
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 粤电力A年度资产收益率指标比较



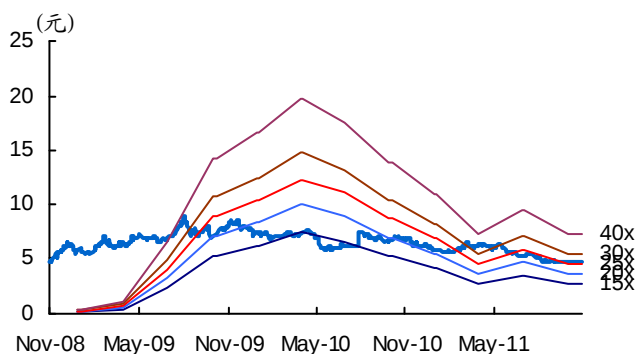
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：粤电力A季度资产收益率指标比较



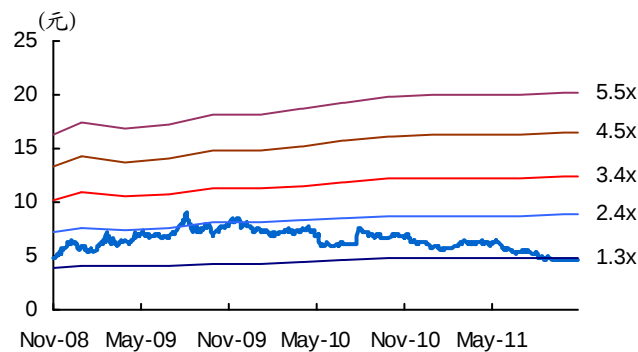
数据来源：公司公告，招商证券整理

图9：粤电力A历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图10：粤电力A历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5160	5828	6261	6808	7253
现金	1739	1894	2000	2000	2000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1328	1841	1995	2251	2469
其它应收款	561	572	624	705	773
存货	736	852	914	1031	1119
其他	796	669	728	821	891
非流动资产	25003	28768	27338	33483	32461
长期股权投资	4624	5469	5469	5469	5469
固定资产	12021	11207	10676	16863	15879
无形资产	374	472	425	382	344
其他	7984	11620	10769	10769	10769
资产总计	30164	34596	33600	40291	39713
流动负债	8749	12655	13438	18034	14704
短期借款	3817	8328	9202	12764	9683
应付账款	1010	2637	2369	2672	2901
预收账款	0	2	0	0	0
其他	3921	1688	1867	2597	2120
长期负债	9360	8857	6561	8061	10061
长期借款	7305	6321	6521	8021	10021
其他	2055	2537	40	40	40
负债合计	18109	21512	19999	26095	24765
股本	2659	2797	2797	2797	2797
资本公积金	1335	1884	1884	1884	1884
留存收益	5278	5484	5896	6372	6973
少数股东权益	2783	2919	3023	3142	3294
母公司所有者权益	9272	10166	10578	11053	11655
负债及权益合计	30164	34596	33600	40291	39713

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	5692	636	2002	2781	3199
净利润			589	679	859
折旧摊销			1374	1729	2043
财务费用			600	650	700
投资收益			-280	-310	-340
营运资金变动			-592	-216	-197
其它			311	250	134
投资活动现金流	-4219	-4369	-149	-8000	-1000
资本支出			-1000	-8000	-1000
其他投资			851	0	0
筹资活动现金流	1387	3889	-1746	5219	-2199
借款变动			1247	5762	-1582
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-177	-204	-258
其他			-2816	-340	-360
现金净增加额	2860	155	106	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12235	12642	13795	15564	17074
营业成本	9666	10877	11844	13362	14503
营业税金及附加	70	25	69	78	85
营业费用	0	1	0	0	0
管理费用	563	669	690	778	854
财务费用	512	452	600	650	700
资产减值损失	254	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	502	586	280	310	340
营业利润	1672	1169	873	1005	1272
营业外收入	49	24	8	11	14
营业外支出	59	24	14	18	23
利润总额	1661	1169	867	998	1263
所得税	298	381	173	200	253
净利润	1364	788	693	799	1011
少数股东损益	198	23	104	120	152
母公司所有者净利润	1165	766	589	679	859
EPS（元）	0.44	0.27	0.21	0.24	0.31

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	5%	3%	9%	13%	10%
营业利润	-696%	-30%	-25%	15%	27%
净利润	5641%	-34%	-23%	15%	27%
获利能力					
毛利率	21.0%	14.0%	14.1%	14.1%	15.1%
净利率	9.5%	6.1%	4.3%	4.4%	5.0%
ROE	12.6%	7.5%	5.6%	6.1%	7.4%
ROIC	7.6%	3.9%	3.9%	3.6%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	60.0%	62.2%	59.5%	64.8%	62.4%
净负债比率	37.9%	44.2%	49.2%	55.3%	52.1%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	11.6	13.7	13.4	13.7	13.5
应收帐款周转率	8.3	8.0	7.2	7.3	7.2
应付帐款周转率	9.6	6.0	4.7	5.3	5.2
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.27	0.21	0.24	0.31
每股经营现金	2.14	0.23	0.72	0.99	1.14
每股净资产	3.49	3.63	3.78	3.95	4.17
每股股利	0.20	0.08	0.06	0.07	0.09
估值比率					
PE	10.6	16.9	22.0	19.1	15.1
PB	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.8	11.9	11.8	9.9	8.4

分析师承诺

负责本研究报告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。现为招商证券研究董事、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2010 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2010 年最佳分析师。

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，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力公用环保行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力公用环保行业分析师。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。