

粤电力 A (000539)
电力/公用事业
发布时间: 2012-09-12

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 首次

粤电力 A 深度调研报告

业绩弹性即将显现, 未来成长值得期待

报告摘要:

未来随着全国范围内经济结构调整的推进, 用电增速下滑的风险加大。广东省经济结构调整先行初步到位, 高耗能行业用电量占比减少, 未来因结构调整导致的用电增速下滑风险将大大降低。五月份来, 水电季节性多发导致的西电东送广东电量增加, 但全年看其对广东省内电源机组冲击不大。

公司独特的电煤采购模式导致电煤成本滞后反映, 在经历了煤炭价格大幅下行的二季度后, 公司燃料成本随之降低的确定性较强; 同时经济下滑导致的用电量增速放缓和西电东送的短期冲击使得下半年公司机组利用小时数也将同比下滑。在成本和利用小时数“双降”的情况下, 我们预计公司盈利将大幅提升, 业绩弹性将逐步显现。

公司的母公司粤电集团是广东省实力最强、规模最大的发电集团。集团明确承诺粤电力是粤电集团境内发电资产整合唯一上市平台。本次重组完成后, 公司可控装机将增至 1,454 万千瓦时, 较重组前增长 80%。注入资产系集团优质资产, 重组后公司盈利能力也将得到加强。同时集团规划在五年内将旗下所有符合条件的发电资产注入到粤电力。如果本次和后续重组顺利, 注入的存量发电资产将进一步提升公司价值, 未来成长值得期待。

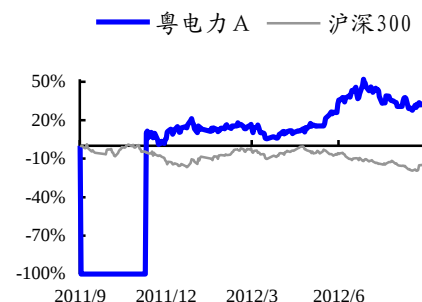
盈利预测和投资建议: 在不考虑重组资产的情况下, 滞后效应带来成本下降将使公司盈利大幅改善, 业绩弹性逐步显现, 预计 2012-2014 年每股收益分别为 0.32 元、0.37 元、0.45 元, 目前股价对应 2012-2014 年市盈率分别为 19.0 倍、16.8 倍和 13.8 倍。重组资产备考盈利预测折合每股收益 0.43 元, 假设 4 季度并表, 将增厚公司 2012 每股收益至 0.35 元。考虑到公司业绩弹性和成长性兼备, 目前估值合理偏低, 首次给予“推荐”评级, 6 个月目标价 7.0 元。

股票数据

2012-9-11

收盘价(元)	6.00
12 个月股价区间(元)	4.60 ~ 7.10
总市值(百万元)	16,785
总股本(百万股)	2,797
A 股(百万股)	2,132
B 股/H 股(百万股)	665/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	4%	31%
相对收益	0%	14%	47%

相关报告

证券分析师: 王师

 执业证书编号: S0550511030001
 021-20361109 wangs@nesc.cn

研究助理: 马斌博

021-20361120 mabb@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12642	14620	16893	18393	19785
(+/-)%	3.33%	15.65%	15.54%	8.88%	7.57%
归属母公司净利润	766	356	902	1022	1248
(+/-)%	-34.29%	-53.47%	153.23%	13.29%	22.11%
每股收益(元)	0.27	0.13	0.32	0.37	0.45
市盈率	22.43	48.20	19.04	16.80	13.76
市净率	1.69	1.68	1.59	1.48	1.37
净资产收益率(%)	7.53%	3.49%	8.33%	8.83%	9.95%
股息收益率(%)	1.70%	1.14%	1.63%	1.63%	1.63%
总股本(百万股)	2797	2797	2797	2797	2797

目 录

1. 公司是广东省火电龙头，粤电集团电力业务唯一资本运作平台	4
1.1. 广东省电力供需情况分析.....	4
1.1.1. 经济结构调整初步到位，未来用电需求增长稳定.....	4
1.1.2. 西电东送季节性大增，但全年看对广东省内电源冲击不大.....	6
1.2. 粤电集团是广东省实力最强、规模最大的发电集团.....	7
1.3. 公司是广东省火电龙头、粤电集团发电资产整合的唯一上市平台.....	8
2. 下半年关注发电量和煤价，期待业绩高弹性.....	8
2.1. 公司主要控股和参股电厂情况.....	8
2.2. 公司独特的电煤采购模式致上半年业绩平平.....	9
2.3. 煤价和发电量双降对公司业绩的影响.....	10
3. 集团优质资产注入，未来成长值得期待	11
3.1. 资产重组进度.....	11
3.2. 注入资产竞争力分析及对公司的影响.....	12
3.3. 五年内粤电集团将旗下发电资产全部注入，实现整体上市.....	13
3.4. 公司在建拟建项目众多，部分机组已具备投运条件，静待审批投产.....	14
4. 盈利预测和投资建议	14
4.1. 不考虑注入资产情况下公司盈利预测.....	14
4.2. 注入资产备考盈利预测.....	15
4.3. 投资建议.....	15
5. 风险因素	16

图 表

图 1: 广东省是用电量最大的省份.....	4
图 2: 广东省历年电源装机容量及增速.....	4
图 3: 按可比价格计算的单位 GDP 用电量.....	5
图 4: 广东省历年用电量及同比增速.....	5
图 5: 广东省发电设备利用小时数高于全国平均.....	6
图 6: 广东省历年电源装机容量及增速.....	6
图 7: 5 月来水电多发 西电东送广东电量大增.....	7
图 8: 今年来广东省发电量增速下降明显.....	7
图 9: 国内主要发电集团装机容量比较.....	7
图 10: 广东省主要火电上市公司可控及权益装机容量.....	8
图 11: 2012 年广州港原煤库提价格走势.....	10
图 12: 公司发电机组历年平均利用小时数.....	11
图 13: 公司发电业务历年毛利率.....	11
表 1: 公司主要在运发电资产情况.....	9
表 2: 公司历年标煤成本.....	10
表 3: 煤价和利用小时数对 2012 年公司毛利影响敏感性分析.....	11
表 4: 本次资产重组拟注入资产情况.....	12
表 5: 本次资产重组后集团剩余发电相关资产及注入计划.....	13
表 6: 公司在建、拟建项目及投产计划.....	14
表 7: 不考虑注入资产情况下公司盈利预测.....	15
表 8: 拟注入资产 2012 年备考盈利预测.....	15

1. 公司是广东省火电龙头，粤电集团电力业务唯一资本运作平台

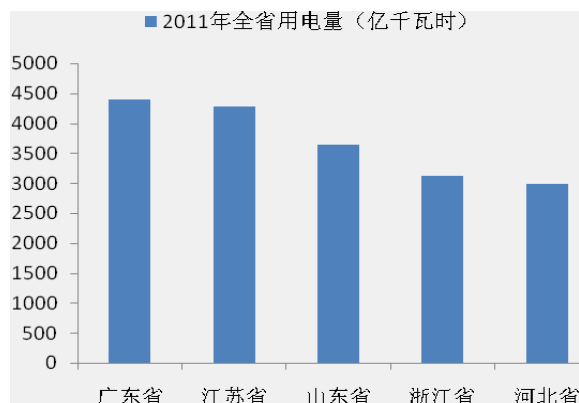
1.1. 广东省电力供需情况分析

1.1.1. 经济结构调整初步到位，未来用电需求增长稳定

广东省是我国经济总量最大的省份。截止 2011 年底，广东省国内生产总值接近 5.3 万亿，占全国的 11.2%。同时，广东省也是用电量最大的省级电力市场，2011 年全省用电量达 4399 亿千瓦时，占全社会用电量的 9.4%。

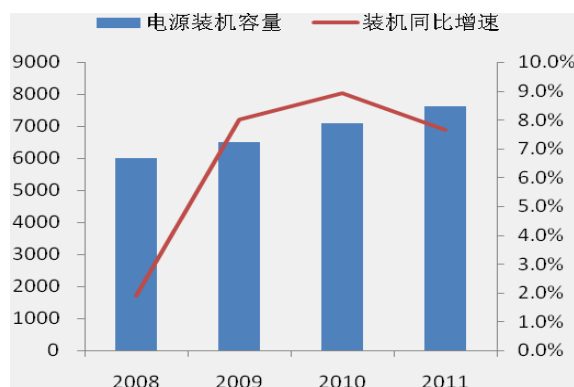
供给方面，截止 2011 年底，广东省电源装机容量为 7631 万千瓦，火电依然是广东省主要发电类型，火电占总装机容量的比重接近全国平均；广东省核电起步较早，总装机容量 612 千瓦，占比达 8%，远高于全国平均的 1.19%。

图 1：广东省是用电量最大的省份



数据来源：Wind，东北证券

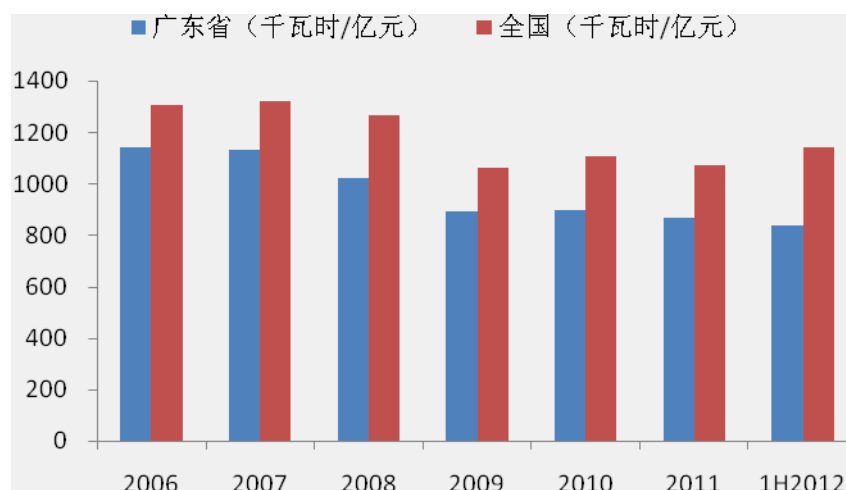
图 2：广东省历年电源装机容量及增速



数据来源：Wind，东北证券

一个地区的电力消费与 GDP 有着密切联系，电力是经济发展的动力之一，为国民经济各个行业发展提供能源供给和动力支持。本世纪以来，伴随着经济的快速发展，各种高耗能行业的扩张，广东省电力消费也经历了快速增长的时期。随着经济发展方式的转变，特别是工业产业结构的调整，广东省电力消费与 GDP 之间关系也发生着变化。

图 3：按可比价格计算的单位 GDP 用电量

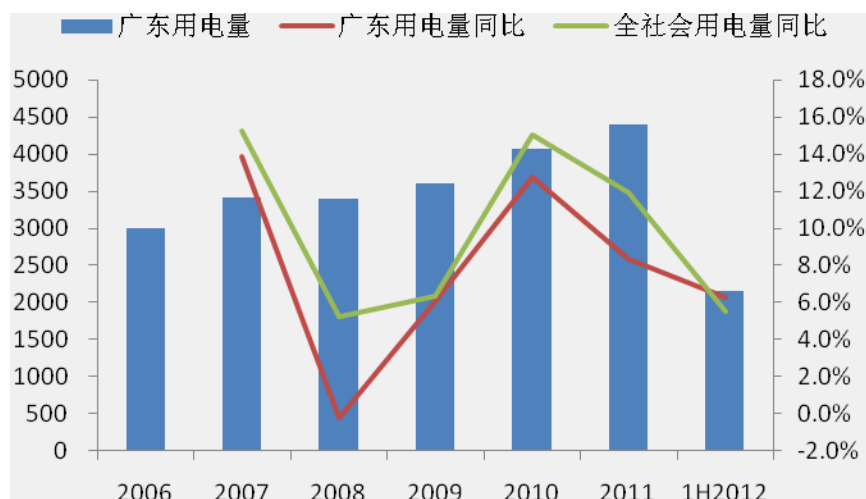


数据来源：Wind，东北证券

我们以 2006 年为基准年，分析可比价格计算的 GDP 与用电量的关系，发现自 2006 年以来，广东省单位 GDP 用电量（每亿元 GDP 用电量）一直低于全国平均 10 个百分点以上，显示广东省作为国内对外开放较早的省份，经济结构较全国平均更为合理，GDP 能耗水平低。同时，自 2006 年以来，广东省单位 GDP 用电量呈现逐年降低的趋势，从 2006 年的 1140 千瓦时/亿元降低到 835 千瓦时/亿元，降幅高达 27%，并在 2009 年以后稳定在 900 千瓦时/亿元以下的水平。我们推测，广东省经济结构调整走在了全国前列，经济结构调整初步到位，经济结构趋于合理，高耗能行业用电量占比减少。

2011 年，广东省用电量同比增长 8.3%，与 2010 年相比增速回调 4.5 个百分点，同期全社会用电量增速回调 3.2 个百分点。由于 2011 年上半年还处于高通胀、高增长阶段，电力需求旺盛，下半年经济下行才刚刚开始，因而广东省 2011 年用电量深度回调进一步印证了该地区经济结构的调整。

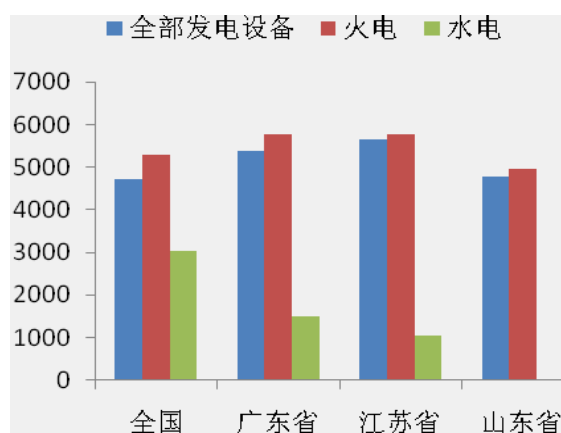
图 4：广东省历年用电量及同比增速



数据来源: Wind, 东北证券

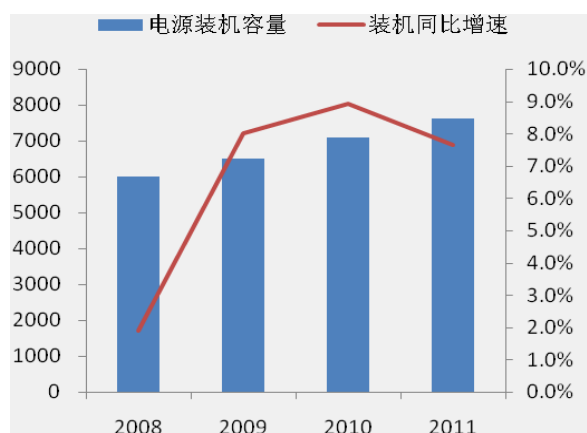
我们认为,未来随着全国范围内经济结构调整的推进,限制高耗能行业发展必然导致用电量增长下滑,电源机组利用小时数减少,而广东省将由于经济结构调整先行到位的优势,结构调整导致的用电下滑风险将大大降低,用电量增长更多来自居民消费和第三产业等用电刚性较强的产业,增速趋于稳定。同时,由于环保压力和相关产业政策的限制,广东省内的电源项目审批速度也将放缓,装机容量增长未来也进入缓慢增长阶段。需求增长稳定、回调风险降低和装机供给增长放慢将有利于增强省内存量电源装机的盈利和抗风险能力,机组利用小时数未来将维持在高位运行,运营效率将明显优于其他地区。

图 5: 广东省发电设备利用小时数高于全国平均



数据来源: Wind, 东北证券

图 6: 广东省历年电源装机容量及增速



数据来源: Wind, 东北证券

1.1.2. 西电东送季节性大增, 但全年看对广东省内电源冲击不大

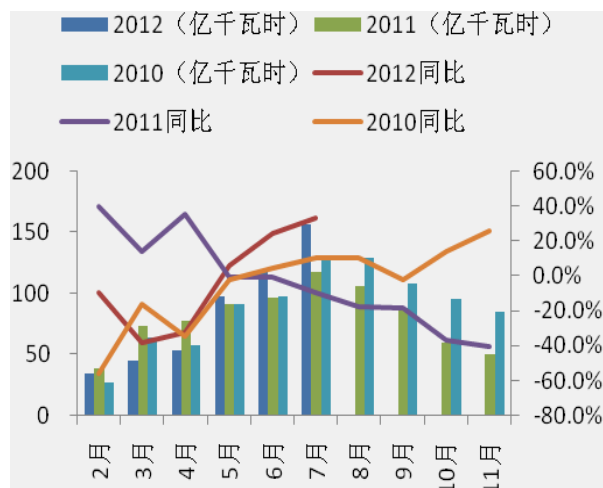
广东省作为经济大省,人口众多,电力需求旺盛,负荷高峰期,容易形成电力缺口,南方电网充分利用其电网大平台的作用,将贵州、云南等省份开发出来的水电资源输送至广东,有效缓解了广东省的电力紧张状况。目前南方电网已经形成“八条交流、五条直流”共 13 条 500 千伏及以上西电东送大通道,线路长度共计 15430 公里,送电规模达到 2300 万千瓦,占广东全社会用电负荷的比例 30%左右。

由于水电发电量受季节因素影响较大,来水丰富时,云南、贵州等地水电多发,广东省西电东送电量相应增加。在需求稳定的情况下,外来电量的增加必然影响到省内电源机组的出力。8 月,南方电网完成西电东送电量 183 亿千瓦时,广东受西电最大电力达 2443 万千瓦,占广东最大统调负荷的 31%;最大日受电量达到 5.6 亿千瓦时,比去年最高日受电量增长 22.2%,创历史新高。

我们认为,水电季节性多发导致西电东送广东电量增加,从单月看,其对广东省内发电设备利用效率冲击较大,但全年看影响不大。从今年 8 月份的数据看,西电东送通道输送电力已经突破目前南方电网西电东送的最大送电规模,短期看未来不可能继续增长;西电东送广东电量多为西南水电所发,汛期结束后水电出现季节性回落,送电量也会自然回落,由于今年 1-4 月枯水期西电东送规模同比降幅明显,

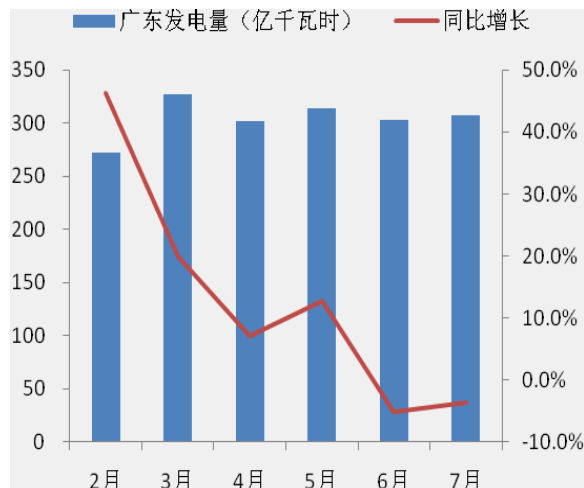
我们判断全年西电东送广东同比略涨，对广东省内电源机组的利用小时数构不成大的冲击。

图 7：5 月以来水电多发 西电东送广东电量大增



数据来源：中国电力知库，东北证券

图 8：今年来广东省发电量增速下降明显

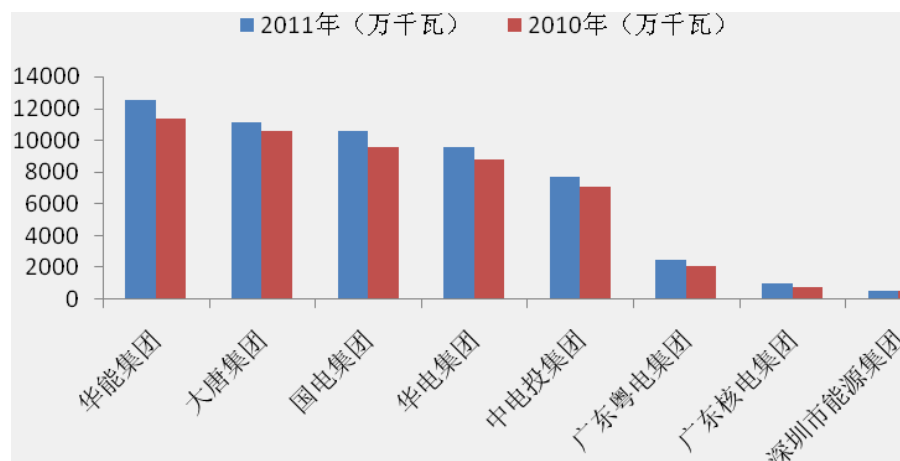


数据来源：Wind，东北证券

1.2. 粤电集团是广东省实力最强、规模最大的发电集团

公司的母公司粤电集团是广东省政府在全国率先实行“厂网分家”电力体制改革之时，从广东省电力集团公司分立组建而成，继承原广东省电力集团公司的发电业务，是广东省实力最强、规模最大的发电企业。截至 2011 年底，粤电集团可控装机容量 2,481 万千瓦。

图 9：国内主要发电集团装机容量比较



数据来源：中国电力知库，东北证券

粤电集团的产业已涉及火电（含天然气发电）、水电、风电、核电、光伏发电、生物质、太阳能等多种能源，覆盖了粤东、粤西、粤北和珠江三角洲地区，并积极向

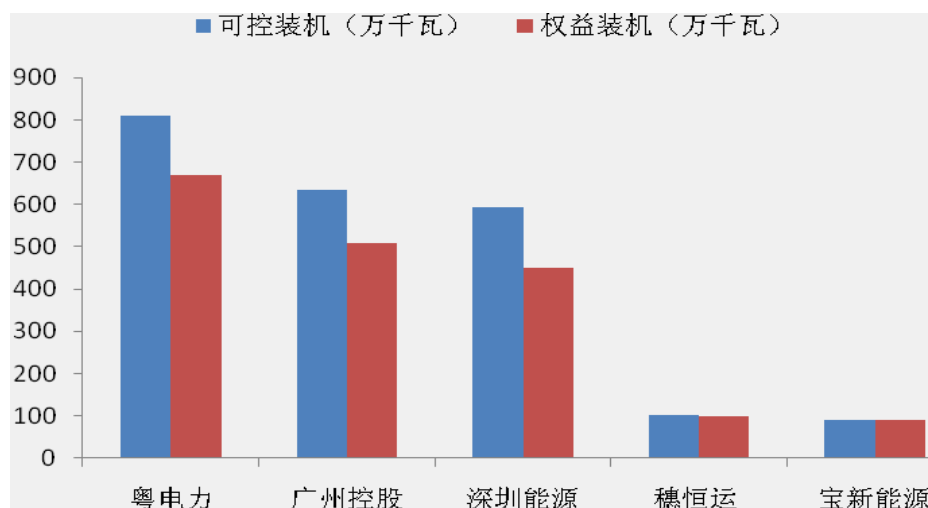
省外和海外延伸。粤电集团积极实施相关多元化发展战略，推进产业链向主业上下游延伸。

目前，广东省国资委通过其全资子公司恒健投资持有粤电集团 76% 的股权，中国华能集团公司持有粤电集团 24% 的股权，成为粤电集团第二大股东。

1.3. 公司是广东省火电龙头、粤电集团发电资产整合的唯一上市平台

公司近年来在建发电项目较多，装机容量逐步增加，截至 2011 年底公司已投产可控发电装机容量增至 808 万千瓦，权益发电装机容量升至 668 万千瓦，在广东省火电上市公司中均列第一。

图 10：广东省主要火电上市公司可控及权益装机容量



数据来源：Wind，东北证券

公司与其控股股东粤电集团同属发电企业，粤电集团旗下还存在诸多未上市的发电资产，与公司存在一定程度地竞争关系。粤电集团之前曾公开承诺，粤电力是粤电集团电力资产的主要上市平台和发电电力业务的核心企业，粤电集团在电源项目开发、资本运作、资产并购等方面支持粤电力发展，逐步减少与粤电力的同业竞争。

自 2010 年始，粤电集团就积极筹划将旗下核心电力资产注入粤电力，目前此项重大资产重组项目已经获得证监会核准。2011 年底，粤电集团明确作出承诺，粤电力是粤电集团境内发电资产整合唯一上市平台，集团将在五年内将分步将旗下经整改后的火电资产、省内水电资产以及燃料公司剩余全部股权注入到粤电力，最终彻底解决同业竞争问题。

2. 下半年关注发电量和煤价，期待业绩高弹性

2.1. 公司主要控股和参股电厂情况

公司在运火电厂主要分布在珠江三角洲，粤西湛江、茂名，粤东北韶关、揭阳、梅州等地。由于机组类型、电力需求分布和燃料及其运输成本不同等因素，盈利能力表现出一定的差异。沙角 A 电厂、湛江电力、靖海发电等公司电厂地处或靠近负荷中心，燃料运输成本较小，盈利能力较强；粤江电力地处粤北山区，燃料运输成本较高，机组能耗水平偏高，盈利能力不强；粤嘉电力两台机组容量较小，能耗水平超高，公司有计划在此上两台 60 万千瓦上大压小项目，两台 13.5 万机组已经开始计提减值准备；中粤能源奥里油电厂属油改煤电厂，前期投入较大，财务负担较重，盈利能力稍差。

表 1：公司主要在运发电资产情况

	机组构成(万 千瓦)	机组容量 (万千瓦)	股权比例	地理位置	2011 年总资 产(亿元)	2011 年主营 收入(亿元)	2011 年净利 润(亿元)
控股火电厂							
沙角 A 电厂	3 × 21+2 × 30	123	100%	东莞市，珠三角	-	-	-
湛江电力	4 × 30	120	76%	湛江市，粤西	41.1	32.0	2.4
靖海发电	2 × 60	120	65%	揭阳市，粤东	124.2	30.2	2.0
中粤能源	2 × 60	120	90%	湛江市，粤西	59.2	9.7	-0.6
粤江电力	2 × 30	60	65%	韶关，粤北	34.0	17.1	-1.6
臻能热电	1 × 20+1 × 30	50	58%	茂名，粤西	32.3	13.8	-0.3
粤嘉电力	2 × 13.5	27	58%	梅州市，粤东北	8.4	6.6	-3.6
参股火电厂（包括天然气发电）							
广前电力	3 × 39	117	40%	深圳南山区，珠三角	28.1	17.1	2.9
惠州天然气	3 × 39	117	32%	惠州大亚湾，珠三角	30.4	18.0	5.0
红海湾发电	2 × 60+2 × 66	252	25%	汕尾市，粤东	116.1	40.0	0.8

数据来源：公司公告，东北证券

2.2. 公司独特的电煤采购模式致上半年业绩平平

今年上半年，公司实现主营业务收入 78.26 亿元，同比增长 20.95%；实现归属公司股东净利润 2.92 亿元，同比下降 8.18%。

收入的增长主要得益于 2011 年两次电价上调以及中粤能源新增机组发电量的贡献。同时由于公司独特的电煤采购模式导致电煤成本的滞后反应，煤价仍维持高位；参股的天然气电厂，由于电价下调、天然气供应不足等因素，盈利同比下降明显，上述原因共同导致公司盈利同比下降。公司参股的山西中粤能源所投资煤矿产量提高致净利大增，是公司相关业务为数不多的亮点之一。此外红海湾两台 66 万机组的投产也对公司业绩产生了积极的影响。

在电煤采购方面，集团公司通过旗下的粤电电力工业燃料公司统一采购、二次定价后对集团内电厂销售。二次定价每季度定价一次，由于二季度初煤价还未出现大幅下滑，定价偏高，导致公司电煤采购成本同比不降反升，升幅达 5%，这也是公司上半年盈利一般的最主要原因。

表 2: 公司历年标煤成本

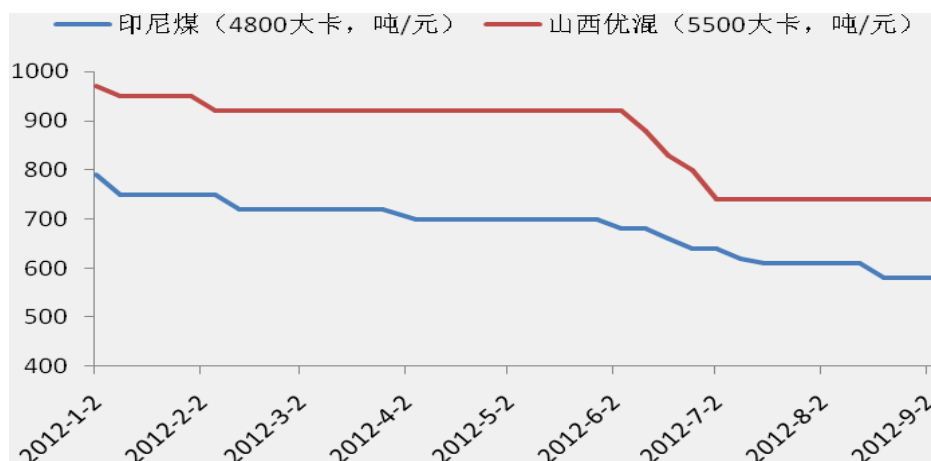
(元/吨)	2009	2010	2011	2012H1
不含税标煤单价	735	831	943	950

数据来源: 公司公告, 东北证券测算

2.3. 煤价和发电量双降对公司业绩的影响

上半年煤价维持高位已成既成事实, 我们更关注下半年公司煤炭成本的变化。按照公司燃料采购模式, 三季度初燃料公司会重新对电煤定价, 采取到岸基本价加综合管理费的方式定价。到岸基本价随燃料公司煤炭采购成本浮动。因此, 在经历了煤炭价格大幅下行的二季度后, 燃料公司燃料采购成本将显著降低, 三季度二次定价也会相应调低。

图 11: 2012 年广州港原煤库提价格走势

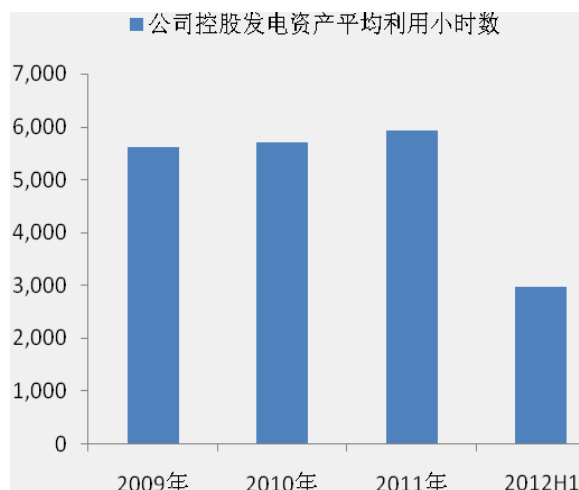


数据来源: 中国煤炭价格数据库, 东北证券

我们判断, 公司三季度电煤采购成本与上半年比将下降 10% 左右, 综合考虑电煤库存的消化等因素, 预计公司全年发电设备标煤成本在 890 元/吨左右, 同比降约 6.5%。

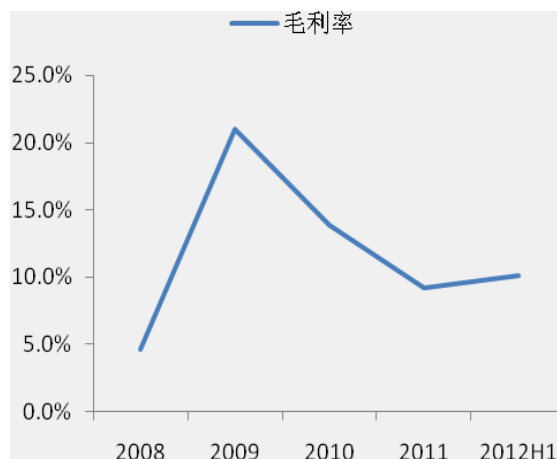
公司下半年成本下降的确定性较强, 但利用小时数不太乐观。上半年宏观经济的低迷, 用电量增速放缓, 特别是 5 月份以来的水电多发, 西电东送大幅增加的短期冲击, 使得广东省火电发电量增长乏力。从下半年 7、8 月份的数据来看, 宏观经济还看不到企稳的迹象, 下半年公司火电机组利用小时数同比减少也是大概率事件。我们预计公司火电机组全年利用小时数为 5700 小时左右, 同比降约 4%。

图 12: 公司发电机组历年平均利用小时数



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 13: 公司发电业务历年毛利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

基于以上分析, 我们测算了电煤成本及利用小时数对 2012 年公司电力业务毛利率的影响。在煤价同比降 6.5% (890 元/吨), 利用小时数同比降 4% (5700 小时) 的情况下, 公司 2012 年毛利率同比提升 5.0 个百分点至 14.2%。

表 3: 煤价和利用小时数对 2012 年公司毛利影响敏感性分析

煤价 (元/吨) / 利用小时	5871	5814	5757	5700	5643	5586	5529
917	12.8%	12.6%	12.4%	12.2%	12.0%	11.8%	11.6%
908	13.5%	13.3%	13.1%	12.9%	12.7%	12.4%	12.2%
899	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%	13.3%	13.1%	12.9%
890	14.8%	14.6%	14.4%	14.2%	14.0%	13.8%	13.5%
881	15.4%	15.2%	15.0%	14.8%	14.6%	14.4%	14.2%
872	16.1%	15.9%	15.7%	15.5%	15.3%	15.1%	14.8%
863	16.7%	16.5%	16.3%	16.1%	15.9%	15.7%	15.5%

数据来源: 公司公告, 东北证券

3. 集团优质资产注入, 未来成长值得期待

3.1. 资产重组进度

2012 年 6 月 28 日, 公司收到证监会《关于核准广东电力发展股份有限公司向广东省粤电集团有限公司发行股份购买资产的批复》, 重大资产重组迈出了最重要的一步。

根据新版的资产重组方案, 公司将以发行股份购买大股东资产的方式受让粤电集团旗下 3 家燃煤发电公司、2 家天然气发电公司、1 家风力发电公司以及燃料公司等 7 家公司的部分股权, 目标公司均为集团旗下符合上市条件的核心资产, 估价 74.63 亿元。目前 7 家公司股权交割正在进行中, 交割完成后将正式并表。

3.2. 注入资产竞争力分析及对公司的影响

在完成资产重组后，公司可控装机容量将增至 1,454 万千瓦时、权益装机容量将增至 1,074 万千瓦时，较本次交易前分别增长 79.95% 及 60.78%，公司装机规模将实现大幅增长。同时公司注入资产涉及的天然气发电、风力发电等资产将进一步优化公司的电源结构，降低燃煤发电的比例，提高公司抵御燃煤价格上涨风险的能力。

表 4：本次资产重组拟注入资产情况

	拟注入比例	注入后持股比例	是否并表	机组构成	地理位置
深圳广前电力	60%	100%	是	3 × 39	深圳南山区
惠州天然气发电	35%	67%	是	3 × 39	惠州大亚湾
惠州平海发电	45%	45%	是	2 × 100	惠州大亚湾
粤电石碑山风能	40%	70%	是	10.02	揭阳市惠来县
红海湾发电	40%	65%	是	2 × 60+2 × 66	汕尾红海湾
国华粤电台山发电	20%	20%	否	5 × 60	台山铜鼓湾
电力工业燃料公司	15%	50%	否	-	-

数据来源：公司公告，东北证券

本次资产重组标的资产均为大股东旗下核心资产，质地优秀，盈利能力较强。广前 LNG 电厂与惠州 LNG 电厂均为广东省 LNG 一体化项目的重点配套项目，燃气供应方面与澳大利亚签订长协合同，原材料无涨价风险。平海电厂两台百万千瓦超超临界机组，供电煤耗仅 285 克，同步建设脱硫、脱硝、静电除尘，效率高、排放低。红海湾电厂和台山电厂地理位置优越，靠近负荷中心，利用小时容易保证，临近港口，燃煤运输成本低。燃料公司作为集团燃料采购平台，电厂燃料采购管理经验丰富，燃料供应渠道稳定。

根据《重组办法》的规定，公司将以不低于 4.79 元每股的价格发行股份 15.58 亿股，购买相应资产，估值 74.63 亿元，参照资产评估日（2011 年 6 月 30 日）相关资产可辨认净资产，市净率 1.57 倍。按照购买资产涉及装机容量计算单位千瓦造价 3916 元。与近年来相关发电业务资产交易平均估值（市净率 1.56 倍，单位造价 4218 元）相比水平相当，略高于公司在资产评估日的市净率（1.48 倍），估值合理。

我们认为，本次资产重组将为公司带来至少三方面的重大积极影响。第一，注入资产涉及发电资产数百万千瓦，并表后公司发电业务规模将大幅提高，进一步提高公司在广东省内发电业务的占比，巩固其在广东省电力上市公司头把交椅的位置。第二，注入资产为大股东核心资产，火电机组多为 60 万千瓦以上先进机组，能耗低、污染小，盈利能力强；广前电力和惠州天然气发电虽然受到电价下调的不利影响，但毛利率仍高于火电，相信这种影响只是“阵痛”，利用其“成本锁定”的优势，未来盈利恢复可期；因而，相关资产的注入将有利于公司盈利能力的提高，同时电源结构的多元化也有助于抵御煤炭燃料涨价的风险。第三，公司作为大股东电力业务上市平台，与大股东利益一致，此次资产重组是大股东履行承诺的重要标志，如果资产重组顺利完成，将为后续资产注入打下良好的基础，粤电集团电力资产整体上市可以期待，所以，这只是个开始。

3.3. 五年内粤电集团将旗下发电资产全部注入，实现整体上市

本次资产重组交易完后尚未注入粤电力的境内发电资产，集团计划在五年内分两步将符合上市条件的优质发电资产全部依法注入粤电力。根据公司相关公告的披露，集团计划本次重组完成后 1 年内再次启动资产重组工作，对盈利能力较好的且整改后符合上市条件的火电资产及广东省内的水电资产注入粤电力；第二阶段争取 5 年内将整改后的剩余发电资产全部注入上市公司，完成电力业务整体上市。

表 5：本次资产重组后集团剩余发电相关资产及注入计划

	发电类型（公司主营）	集团持股比例	资产注入计划
广东粤电控股西部投资有限公司	燃煤火电	35%	五年内第一步
广州珠江天然气发电有限公司	天然气发电	30%	五年内第一步
公司控股广东省内水电企业 9 家	水电	全资	五年内第一步
广东省沙角（C 厂）发电公司	燃煤火电	100%	五年内第二步
珠海经济特区广珠发电有限责任公司	燃煤火电	82%	五年内第二步
北方联合电力有限责任公司	燃煤火电	20%	五年内第二步
公司控股广东省外水电企业 2 家	水电	参股	五年内第二步
广东省电力工业燃料公司	燃料公司	50%	五年内
广东粤电云浮发电厂有限公司	燃煤火电	90%	盈利差暂不注入
广东粤电云河发电有限公司	燃煤火电	90%	盈利差暂不注入
广东省粤流发电有限责任公司	燃煤火电	40%	盈利差暂不注入
广东粤电新会发电有限公司	燃煤火电	90%	项目仍在筹备期
广东粤电中山热电厂有限公司	燃煤火电	60%	项目仍在筹备期
山西粤电能源有限公司	煤矿控股	60%	未披露
阳江核电有限公司	核能发电	17%	未披露

数据来源：公司公告，东北证券

重组后集团剩余发电相关资产除火电外，还有 11 家控股或参股的水电公司，1 家天然气发电公司和燃料公司 50% 的股权。上述资产除盈利较差或面临关停的火电外，都是公司“五年计划”的标的资产。

先看火电，由于粤电力电源结构以火电为主，为解决同业竞争问题，集团火电资产注入的确定性最强。目前面临的最大问题是相关火电投建时的合作协议或国际融资协议对股权转让存在较大制约。粤电集团需承担沙角 C 电厂外资方固定回报的责任，粤电力无法承担此连带责任风险；广珠发电国际贷款尚未还清，不得转让股权；其他参股火电公司由于合作方的限制，股权也尚不能转让。上述资产需待集团进行股权整改后注入。我们认为，只要集团实现整体上市的意愿不变，上述资产的整改只是时间问题，五年内注入的可能性较大。此外，粤电新会发电规划建设 4×60 万千瓦火电和中山热电规划建设 4×30 万千瓦热电联产项目待项目建成投产后也存在较大注入的可能性。

水电站土地使用权等问题较为复杂，目前存在大量土地无土地使用权证及使用划拨土地等情况，其中办理出让用地手续的比例不到 1%，短期内解决难度较大，办地成本也存在较大不确定性。我们认为，水电资产的注入尚存在较大不确定性，相关资产的注入需看集团处理使用权问题的进度。

此外，集团还持有中广核阳江核电项目 17% 的股权，目前项目正处于投建期，资产注入尚不明朗。但是我们认为，集团如要打造粤电力为发电资产唯一上市平台，该项目投产后，集团也将考虑该部分资产的注入问题。

我们认为，集团资产的注入为公司未来成长打开了想象空间。如果集团按照既定的步伐整体上市，五年后，公司可控装机容量保守估计可达 2500 万千瓦。根据我们前文的分析，广东省电力装机容量未来将进入低速增长时期。公司的高速增长和省内地发电资产的低速增长将有利于公司提高省内市场占有率，这无疑将有利于公司利用规模效应巩固市场地位，提高盈利能力。

3.4. 公司在建拟建项目众多，部分机组已具备投运条件，静待审批投产

在资产重组实现外延增长的同时，公司内生增长也可圈可点。目前靖海发电两台百万千瓦机组、臻能热电 60 万千瓦机组已建设完成，如获核准将投入运营。此外粤江发电、粤嘉发电共 4 台 60 万千瓦机组也获发改委路条，正在进行前期工作。上述项目将在未来几年陆续投产，公司可控装机容量还将大幅度提高。

表 6: 公司在建、拟建项目及投产计划

	发电类型	机组构成 (百 万千瓦)	权益容量 (百 万千瓦)	预计投产时间
在建项目				
靖海 3、4 号机	燃煤火电	2 × 100	130	2012-2013
茂名 7 号机	燃煤火电	1 × 60	35	2012-2013
湛江勇士风电	风力发电	4.95	3	2012
拟建项目				
韶关粤江发电	燃煤火电	2 × 60	78	2015
粤嘉大浦发电	燃煤火电	2 × 60	70	2015
博贺煤电	燃煤火电	1 × 100	100	2017
虎门电厂	燃煤火电	2 × 100	120	2017

数据来源：公司公告，东北证券

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 不考虑注入资产情况下公司盈利预测

核心假设：公司控股电厂 2012-2014 年利用小时数分别为 5700 小时、5800 小时、5850 小时，标煤成本分别同比变化-6.5%、+1.5%、0%。

表 7: 不考虑注入资产情况下公司盈利预测

(人民币百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
电力销售业务收入	12553	14407	16803	18319	19709
电力销售业务成本	10819	13088	14422	15718	16817
毛利率	13.8%	9.2%	14.2%	14.2%	14.7%
其他业务收入	68	64	89	74	76
其他业务成本	57	51	74	61	62
投资收益	586	584	591	650	715
营业利润	1169	394	1366	1545	1889
归属股东净利润	766	356	902	1022	1248
每股收益(元)	0.27	0.13	0.32	0.37	0.45

数据来源: 公司公告, 东北证券

4.2. 注入资产备考盈利预测

表 8: 拟注入资产 2012 年备考盈利预测

(人民币百万元)	拟注入比例	营业收入	营业成本	净利润	权益净利润
深圳广前电力	60%	1618	1296	105	63
惠州天然气发电	35%	1625	1347	100	35
惠州平海发电	45%	4479	3602	319	144
粤电石碑山风能	40%	79	46	9	4
红海湾发电	40%	5982	4990	270	108
国华粤电台山发电	20%	11437	8701	1472	294
电力工业燃料公司	15%	34508	34180	142	21
合计					669
折合每股收益(元)					0.43

数据来源: 公司公告, 东北证券

4.3. 投资建议

公司是广东省火电上市公司龙头。2011 年, 受燃料价格上涨的影响, 公司盈利出现大幅下滑。即使今年上半年煤炭价格出现大幅回落, 公司业绩也不抢眼, 原因是公司电煤采购模式导致的成本滞后效应。我们判断下半年, 滞后效应带来成本下降将使公司盈利大幅改善, 业绩弹性逐步显现, 预计 2012-2014 年每股收益分别为 0.32 元、0.37 元、0.45 元, 目前股价对应 2012-2014 年市盈率分别为 19.0 倍、16.8 倍和 13.8 倍。

公司此次重大资产重组即将完成。相关资产 2012 年备考盈利预测值对应拟发行股份的每股收益为 0.43 元, 显著高于现有资产我们的预测值。我们假设重组资产将于三季度末全部完成交割, 四季度初并表, 重组资产将进一步增厚公司 2012 年每股收益至 0.35 元。

根据我们前文的分析, 在经历经济结构调整初见成效之后, 广东省未来用电量将呈现稳定增长态势, 在西电东送构不成重大冲击、省内电源装机规模增速降低的情况下, 省内存量电源资产盈利能力和抗风险能力得到加强。如果大股东履行承诺, 未

来五年注入的存量资产将进一步提升公司的价值。

我们认为，粤电力兼具业绩弹性和高成长性，考虑资产注入后公司目前估值合理偏低，首次给予“推荐”评级，6个月目标价 7.0 元。

5. 风险因素

- 1) 资产重组进度低于预期
- 2) 下半年煤炭价格大幅反弹或因经济失速用电量大幅减少
- 3) 西电东送电量超预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2183	2735	2909	3133	净利润	259	1086	1230	1502
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	303	64	102	101
应收款项	1657	2058	2239	2403	折旧及摊销	1231	1444	1567	1807
存货	1411	1512	1615	1698	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	969	940	940	940	财务费用	638	719	714	667
流动资产合计	6737	8723	9286	9850	投资损失	-584	-591	-650	-715
可供出售金融资产	306	311	321	331	运营资本变动	177	-1308	54	73
长期投资净额	6613	6656	6741	7017	其他	0	4	0	0
固定资产	14867	14367	17567	19567	经营活动净现金流量	2029	1409	3007	3426
无形资产	492	465	453	443	投资活动净现金流量	-3888	-1059	-641	-67
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	2147	203	-2193	-3135
非流动资产合计	32743	32917	32550	31434	企业自由现金流	-551	-188	1794	2911
资产总计	39480	41640	41836	41284					
短期借款	9318	9018	7818	5818	财务与估值指标				
应付款项	3450	2731	3138	3386		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	2	3	3	3	每股指标				
一年内到期的非流动负债	940	1017	915	824	每股收益 (元)	0.13	0.32	0.37	0.45
流动负债合计	15280	15470	14614	12937	每股净资产 (元)	3.65	3.87	4.14	4.48
长期借款	7167	8167	8467	8567	每股经营性现金流量 (元)	0.73	0.50	1.07	1.22
其他长期负债	47	1946	1746	1546	成长性指标				
长期负债合计	10949	12112	12214	12117	营业收入增长率	15.65%	15.54%	8.88%	7.57%
负债合计	26229	27582	26828	25054	净利润增长率	-53.47%	153.23%	13.29%	22.11%
归属于母公司股东权益合计	10207	10829	11572	12540	盈利能力指标				
少数股东权益	3045	3228	3436	3690	毛利率	9.60%	14.19%	14.21%	14.69%
负债和股东权益总计	39480	41640	41836	41284	净利率	2.44%	5.34%	5.56%	6.31%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	43.67	44.43	44.40	44.29
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	31.25	29.75	29.73	29.99
营业收入	14620	16893	18393	19785	偿债能力指标				
营业成本	13216	14496	15779	16879	资产负债率	66.44%	66.24%	64.13%	60.69%
营业税金及附加	78	72	78	87	流动比率	0.44	0.56	0.64	0.76
资产减值损失	303	64	102	101	速动比率	0.33	0.41	0.46	0.55
销售费用	1	1	1	1	费用率指标				
管理费用	598	773	834	885	销售费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
财务费用	614	711	705	657	管理费用率	4.09%	4.58%	4.53%	4.47%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	4.20%	4.21%	3.83%	3.32%
投资净收益	584	591	650	715	分红指标				
营业利润	394	1366	1545	1889	分红比例				
营业外收支净额	12	8	9	9	股息收益率	1.14%	1.63%	1.63%	1.63%
利润总额	406	1374	1554	1897	估值指标				
所得税	147	288	324	396	P/E (倍)	48.20	19.04	16.80	13.76
净利润	259	1086	1230	1502	P/B (倍)	1.68	1.59	1.48	1.37
归属于母公司净利润	356	902	1022	1248	P/S (倍)	1.17	1.02	0.93	0.87
少数股东损益	-97	184	208	253	净资产收益率	3.49%	8.33%	8.83%	9.95%

资料来源：公司公告，东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围国内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760