

公用事业行业

重组可期 业绩提升或有限

2012年1月6日

一大连热电(600719)投资价值分析

研究员: 陈文倩
 执业证书编号:
 电 话: 0411-39673396
 网 址: www.daton.com.cn
 邮 箱: chenwenqian@daton.com

近期评级: 中性

未经授权刊载或者转发证券研究报告的媒体, 应承担相应的法律责任;

大连热电52周走势



资料来源: wind 资讯

近期相关报告

1. 大连热电理顺股权转让可期

大连热电股权复杂, 2011年公司年报中表示今年将推动公司重组进程。12月23日, 公司发布最新关于大连市热电集团有限公司避免同业竞争有关事项的提示性公告, 集团承诺在完成本次股权变更登记的十二个月内, 解决热电集团与大连热电存在的潜在同业竞争问题。

2. 公司自身业务运营平稳

今年全国电荒现象持续, 公司热电联营, 热力为主电力为辅, 较纯火电企业运营在电煤压力上较低。公司本身服务于大连地方, 公司业务运行稳定, 业绩平稳。

中国电力企业联合会数据显示, 2010年中国平均供电煤耗为335克/千瓦时, 比上年下降5克/千瓦时。大连热电公司自身混煤比例技术较高, 发电耗煤降低到295克/千瓦。在日益居高的电煤价格压力下, 公司在成本上加大了控制力度。

3. 公司未来关注亮点

未来公司业绩增长的亮点还在于大连市实施全域城市化战略。公司发展定位为立足大连市中心区、面向新市区供热发电的骨干力量, 并以大连热电作为热电联产、集中供热的唯一平台和主体, 进一步巩固地区行业的领先地位。

4. 投资建议及风险

(1) 投资建议

关注公司2012年集团如何解决集团与公司的同业竞争问题。

(2) 行业与公司风险

行业风险: 煤炭价格变动将明显影响公司运行成本, 利润增减变化。

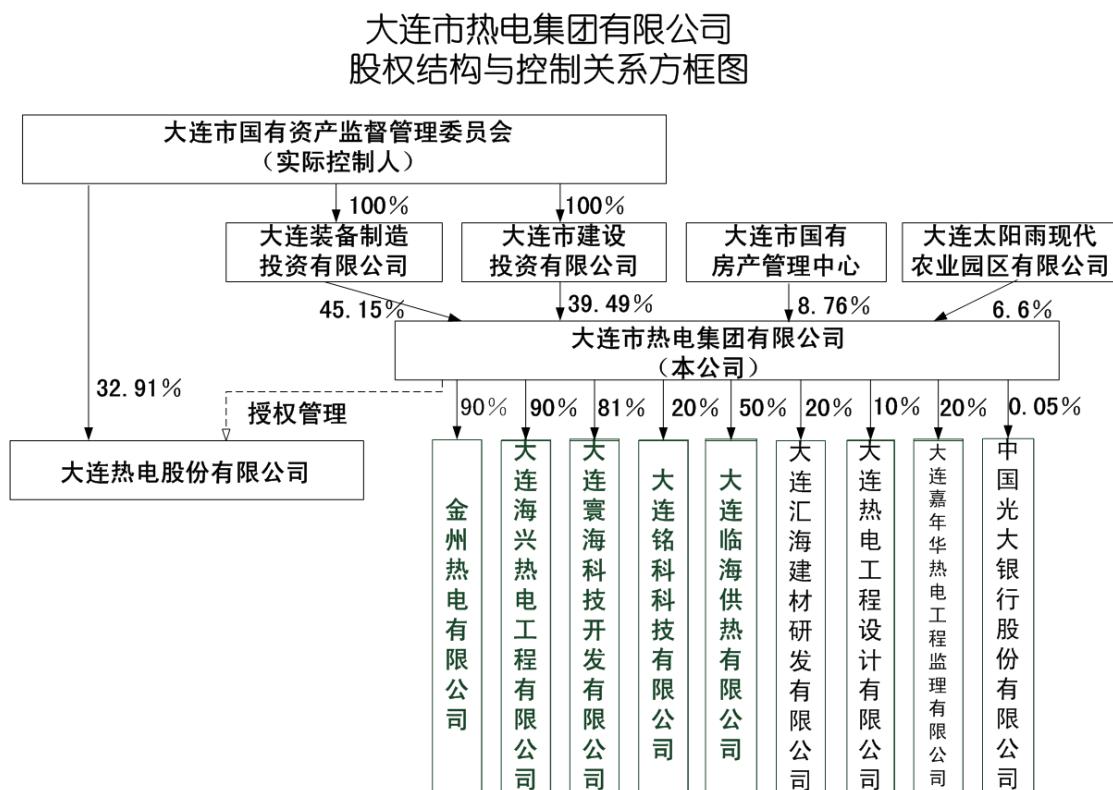
公司风险: 公司热电联营, 气温变化影响热用户需求下降, 连带电产品下降; 集团资产注入, 重组进度变化。

大连热电-利润表预估 (单位: 百万元)	2010	2011E	2012E
一、营业总收入	667.23	643.23	707.55
二、营业总成本	678.30	653.90	719.29
三、营业利润	-11.12	-10.72	-11.79
四、利润总额	18.44	-3.45	18.20
五、净利润	12.51	-2.34	12.35
六、每股收益:	0.06	-0.01	0.06

1. 集团与公司有望明年解决同业竞争问题

1.1 集团公司股权关系复杂

表1：集团公司股权复杂



资料来源：公司公告

公司 2011 年 12 月 23 日发布最新公告，公告说明：2011 年 12 月 15 日，大连热电股份有限公司（以下简称“大连热电”或“本公司”）接到大连市热电集团有限公司（下称“热电集团”，实际控制人为大连市国资委，受大连市国资委委托管理本公司 6656.69 万股国有股股份，占公司总股份的 32.91%）的通知，称在办理国有股股份持有人变更（大连市国资委将所持本公司的 6656.69 万股股份变更为热电集团持有）事项时，因涉及申请豁免履行要约收购义务（详见本公司于 2011 年 4 月 14 日发布的《关于股份持有人变更获批的提示性公告》），在审核过程中，按中国证券监督管理委员会（下称“中国证监会”）的要求，热电集团已向中国证监会作出《关于避免同业竞争的承诺函》。现结合该承诺函及进一步补充承诺等有关事宜公告如下：

一、结合辽宁沿海经济带发展规划和大连市实施全域城市化战略，热电集团将大连热电的未来发展定位为立足大连市中心区、面向新市区供热发电的骨干力量，并以大连热电作为热电联产、集中供热的唯一平台和主体，进一步巩固地区行业的领先地位。

二、热电集团将成立专门机构，在大连市国资委的指导下，积极与大连热电协调沟通，研究制定解决方案，方案采用资产重组、整体上市或中国证监会认可的其他方式，并在完成本次股权变更登记的十二个月内，解决热电集团与大连热电存在的潜在同业竞争问题。

三、在完成资产重组、整体上市之前，热电集团保证不利用对大连热电控制关系从事有损上市公司及其股东利益的行为。若有任何可能与大连热电主业发生竞争及利益冲突的商业机会，则将该等商业机会让与大连热电优先选择。

以上承诺在热电集团间接或直接地与大连热电保持国有股股权管理关系期间持续有效。

1.2 集团公司可注入资产有限

大连热电股权复杂，经过 2010 年理顺，2011 年公司继续推动公司重组进程。在年底 12 月 23 日，公司终于发布最新公告表明：关于大连市热电集团有限公司避免同业竞争有关事项的提示性公告，集团承诺在完成本次股权变更登记的十二个月内，解决热电集团与大连热电存在的潜在同业竞争问题。

公开资料显示，热电集团下属公司包括大连金州热电有限公司、大连海兴热电工程有限公司、大连汇海建筑材料研发有限公司、大连热电工程设计有限公司、大连临海供热有限公司等。截至 2010 年底，热电集团总资产为 35.77 亿元，净资产 11.51 亿元；2010 年度营业收入 13.99 亿元，净利润 5414.54 万元。截止 2010 年底大连热电总资产为 14.82 亿元，净资产 7.49 亿元；2010 年实现营业收入 6.67 亿元，净利润 1251.19 万元。集团是上市公司资产的 2.4 倍，利润是上市公司公司的 4.3 倍。集团盈利能力优于上市公司，但集团现有火电资产数量不多，如果是为了解决集团与上市公司的同业竞争问题，注入热电资产，对上市公司业绩提升影响不大。

表 1：收购人热电集团近三年的主要财务数据如下：

单位: 万元项目	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
总资产	357,710.73	393,979.02	394,071.18
总负债	242,601.06	283,796.91	289,293.21
净资产	115,109.67	110,182.11	104,777.97
项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
营业收入	139,915.27	132,694.14	119,571.86
利润总额	7,537.37	7,192.91	7,048.99
净利润	5,414.54	5,442.33	6,075.51
净资产收益率 (%)	4.70	4.94	5.80
资产负债率 (%)	67.82	72.03	73.41

资料来源: 公司公告

表2: 大连热电近三年的主要财务数据如下:

单位: 万元项目	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
总资产	148175.23	183277.47	185265.006
总负债	73297.76	109145.44	112137.376
净资产	74877.47	74132.03	73127.63
项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
营业收入	66,723.39	62,686.10	58,113.25
利润总额	1,844.21	1,734.70	1,748.48
净利润	1,254.19	1,412.18	1,153.28
净资产收益率 (%)	1.67	1.90	1.58
资产负债率 (%)	49.47	59.55	60.53

资料来源: 公司公告, 大通证券研发中心

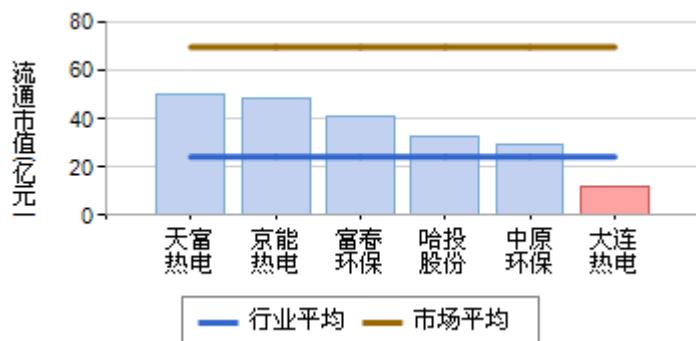
2. 公司业务运行稳定

2.1 公司现有业务平稳运行

目前，相比于华东、华北、南方等供电紧张地区，东北地区供电相对充足。从趋势上看，大连地区电网负荷平均以每年 10% 的增长速度逐年递增，电力需求增加明显，但总体供需依然是供大于求。公司目前现有装机总容量是 21,258 万千瓦，年上网销售电量 9.2 亿千瓦时，占据着大连市地方电厂约 37% 的市场份额。热电公司与火电公司不一样，更多是属于热电性质，一般困扰火电公司的电荒现象，对热电公司影响不大，即使有影响，由于大连热电属于二线电网公司，为地方性企业，影响有限。

中国电力企业联合会数据显示，2010 年中国平均供电煤耗为 335 克/千瓦时，比上年下降 5 克/千瓦时。大连热电公司自身混煤比例技术较高，技术人员队伍实力雄厚，发电耗煤降低到 295 克/千瓦。在日益居高的电煤价格压力下，公司在成本上加大了控制力度。

图1：大连热电流通市值在行业内名列第13，低于行业平均水平，低于市场平均水平



资料来源：wind，大通证券研发中心

今年公司产量下降明显，主营收入减少，同时煤炭价格提高使成本增加，影响利润总额大幅下降。由于热电联产的特点决定，公司的生产和销售具有明显的季节性。每年的 11 月 15 日至次年的 3 月末为本地区的供暖期，此期间为公司生产和销售的旺季，而每年第二、第三季度为淡季，此期间的产量和收入占全年的比重较小。因此，三季度（7-9 月）利润总额为负，同时由于三季度收入减少、煤价较去年同期上涨影响成本提高，使得利润较去年同期下降。

公司预测年初至下一报告期期末的累计净利润与上年同期相比发生大幅度变动，主要因： 1、受气温变化影响，热用户需求普遍下降，不仅影响到热力产

品本身的生产和销售，也使按“以热定电”原则生产的电力产品产量下降，造成主营业务收入同比减少较多。 2、煤价大幅上涨是影响业绩的另一重要原因。以煤为主的生产成本大幅提高。

2.2 公司未来发展依赖于大连地方发展

公司要保证未来业务的稳定和发展，主要依赖于大连市全域城市化建设，提高公司在地区行业的领先地位。公司在公告中表述，结合辽宁沿海经济带发展规划和大连市实施全域城市化战略，热电集团将大连热电的未来发展定位为立足大连市中心区、面向新市区供热发电的骨干力量，并以大连热电作为热电联产、集中供热的唯一平台和主体，进一步巩固地区行业的领先地位。

近几年关于公司北海电厂“上大压小”工程呼声一直在持续，实际上这个作为集团供热发展中心的一份战略性框架协议，工程启动具有不确定性。根据国家发改委《关于加快关停小火电机组的若干意见》规定，以及结合大连市供热规划，北海热电厂“上大压小”改造项目被列为大连市 14 个重点推进的项目之一，“上大压小”将成为公司未来主要看点，目前对公司业绩无影响。

3. 投资建议及风险

3.1 投资建议

关注公司 2012 年热电集团承诺解决集团与公司的同业竞争问题的进展。集团将采用何种方式。但仅注入热电公司则对公司业绩提升影响不大。公司今年受气候影响，热用户需求不高，连带电力产品产量下降，影响公司收入增长，同时，持续的煤炭价格高位运行，近电煤价格再创新高，造成公司成本上行，三季度亏损加剧。

大连热电本身立足大连，服务中心市区为主，较同类公司规模和盈利能力偏低。未来的公司能否焕发新的活力，依赖于大连市建设规划发展，已经集团战略规划进展程度。

3.2 行业与公司风险

行业风险：煤炭价格变动将明显营业公司运行成本，利润增减变化。

公司风险：公司热电联营，气温变化影响热用户需求下降，连带电产品下降；集团资产注入，重组进度变化。

3.3 公司利润表预估

表3：大连热电利润表预估

大连热电—利润表 (单位：百万元)	2010	2011E	2012E
一、营业总收入	667.23	643.23	707.55
营业收入	667.23	643.23	707.55
二、营业总成本	678.30	653.90	719.29
营业成本	563.03	542.77	597.05
营业税金及附加	2.14	2.06	2.27
销售费用	0.32	0.31	0.34
管理费用	67.64	65.21	71.73
财务费用	45.13	43.51	47.86
资产减值损失	0.04	0.04	0.04
三、其他经营收益			0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.05	-0.05	-0.05
四、营业利润	-11.12	-10.72	-11.79
加：营业外收入	30.12	17.78	30.56
减：营业外支出	0.56	0.51	0.57
五、利润总额	18.44	-3.45	18.20
减：所得税	5.93	-1.11	5.85
六、净利润	12.51	-2.34	12.35
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	12.51	-2.34	12.35
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.06	-0.01	0.06
(二) 稀释每股收益(元)	0.06	-0.01	0.06

资料来源：wind，大通证券研发中心

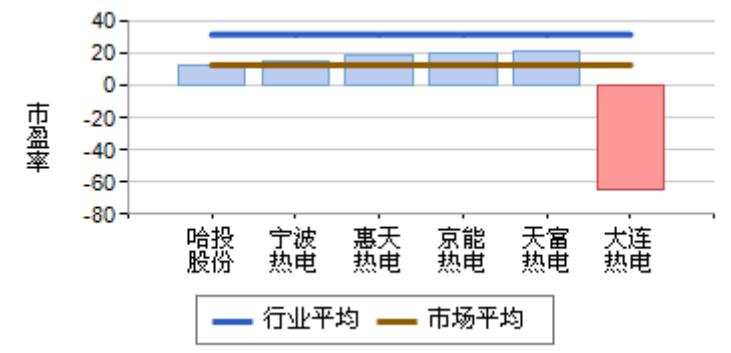
表4：公司估值对比

排名		股价	市盈率TTM	动态市盈率	市净率	市销率
1	富春环保	15.50	37.89	46.36	3.58	5.87
2	中原环保	10.84	41.14	35.77	4.54	8.45
3	宁波热电	9.99	14.95	34.97	2.43	1.43
4	钱江水利	9.56	36.07	24.98	2.69	4.39
5	联美控股	7.64	25.53	--	2.62	4.54

12	大连热电	5.72	-65.01	--	1.66	1.82
	行业平均	7.47	31.53	23.62	2.40	2.35
	市场平均	12.18	12.70	13.36	1.89	1.15

资料来源: wind, 大通证券研发中心

图2: 大连热电市盈率TTM在行业内名列第14, 低于行业平均水平, 低于市场平均水平



资料来源: wind, 大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司