

2011年7月15日

广州控股 (600098)

股价对现有业务仍具安全边际，方案提升公司成长空间

推荐 (首次)

现价: 7.53 元

主要数据

行业	公用事业
公司网址	www.gdih.cn
大股东/持股	广发集团/67.05%
实际控制人/持股	广州市国资委
总股本(百万股)	2,059
流通 A 股(百万股)	2,059
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	156.29
流通 A 股市值(亿元)	156.29
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	32.8

行情走势图



证券分析师

王凡 S1060209110191
0755-22624183
wangfan007@pingan.com.cn

曾凡 S1060210080002
0755-22625952
zengfan323@pingan.com.cn

投资要点

■ 火电、煤炭和管道燃气三足鼎立

广州控股定位于广州市的多元化能源供应商。火电是公司的首要盈利支柱；煤炭贸易次之；仓储航运等产业盈利占比不到 15%。注入后，除火电和煤炭贸易外，管道燃气业务将成为公司盈利的又一重要支柱。

■ 火电盈利稳中有降，看点在新项目投产

公司 2011 年火电盈利能力下滑不可避免，原因在于电价涨幅低于煤价涨幅，以及全年利用小时小幅下滑。公司现有投产电厂盈利 2011 年同比下滑基本已成定局。火电业务盈利的增长仍要看新项目的投产。三水恒益今年起贡献收益。

■ 煤炭贸易平稳增长，参股煤矿是亮点

随着新经济周期的启动，公司煤炭销量有望保持 10%以上的增速。而毛利率也将受需求增长影响保持在较高的水平。粗略估算，公司参股的新东周窑煤矿 2011、2012 年的净利润将分别为 6.1 亿元和 7.6 亿元，为公司贡献净利润分别为 1.6 亿元和 2 亿元左右。

■ 燃气集团成长性可期

我们对广州燃气与深圳燃气等公司进行了初步的粗略比较，我们认为广州燃气未来的成长空间较大，收入规模和盈利能力都有较大的提升空间。

■ 首次给予“推荐”评级

暂不考虑公司此次非公开发行股票购买资产及现金购买资产，则公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.32、0.45 和 0.51 元。公司估值水平仍然低于行业平均，具备一定的安全边际。从目前方案初步来看，短期内对公司业绩可能有所摊薄。但从中期来看，燃气集团的注入及募投项目的投产将对公司业绩的成长性和稳定性做出较大的贡献。因此我们首次给予公司“推荐”评级。待公司非公开发行和现金购买资产方案细节公布后，我们将及时跟踪，并更新投资要点及建议。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7567	8859	11573	14554	16214
YoY(%)	(7.8)	17.1	30.6	25.8	11.4
净利润(百万元)	711	746	662	935	1040
YoY(%)	73.7	4.8	(15.6)	36.9	8.5
毛利率(%)	18.5	16.6	13.9	13.9	13.5
净利率(%)	13.5	12.1	7.8	8.5	8.3
ROE(%)	8.3	8.3	7.1	9.6	10.1
EPS(摊薄/元)	0.35	0.36	0.32	0.45	0.51
P/E(倍)	21.8	20.8	23.4	16.6	14.9
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5

正文目录

一、 多元化能源供应商：火电、煤炭、燃气三足鼎立	4
二、 火电盈利稳中有降，看点在新项目投产	5
2.1 合同煤比例高减缓煤价涨幅	5
2.2 前 5 个月利用小时有所下滑	6
2.3 火电盈利看点在新项目投产	6
三、 煤炭贸易平稳增长，参股煤矿是亮点	6
3.1 煤炭销量平稳增长	6
3.2 参股煤矿预计利润丰厚	7
四、 燃气集团成长性可期	7
五、 具备一定安全边际，首次给予“推荐”评级	8

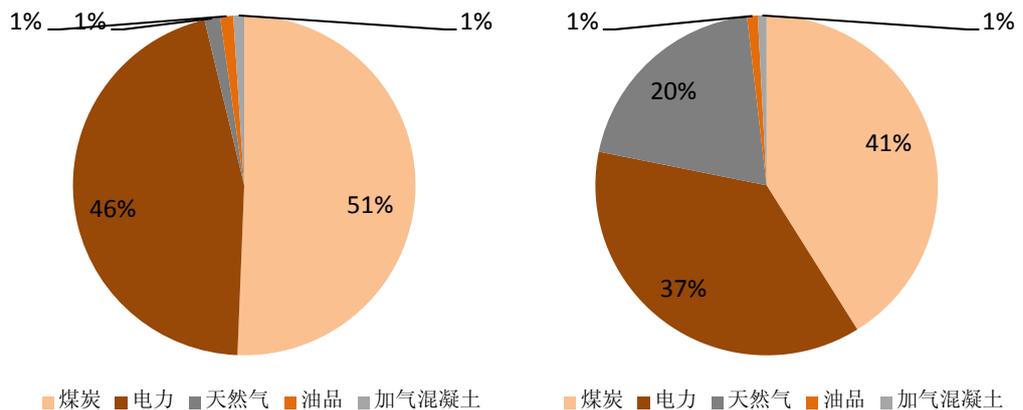
图表目录

图表 1	2010 年收入以火电和煤炭贸易为主；注入后，火电煤炭燃气三足鼎立	4
图表 2	控股及参股电厂 2010 年贡献净利润约为 5.66 亿元，占公司总净利润的 75%...	4
图表 3	公司火电毛利率相对稳定，高于行业平均水平.....	5
图表 4	2011 年前 5 个月广东省火电利用小时小幅下滑 3.6%.....	6
图表 5	公司煤炭贸易量平稳增长，毛利率小幅波动	7

一、多元化能源供应商：火电、煤炭、燃气三足鼎立

广州控股定位于广州市的多元化能源供应商，旗下业务包括火电、煤炭贸易以及仓储航运等。此次资产注入后，管道燃气将成为公司的另一支柱产业。注入前：从盈利的构成来看，火电是公司的首要盈利支柱，火电盈利约占公司净利润的 70%以上；煤炭贸易次之，约占公司净利润的 15%左右；仓储航运等产业盈利占比不到 15%。注入后，除火电和煤炭贸易外，管道燃气将成为公司盈利的又一重要支柱。

图表1 2010年收入以火电和煤炭贸易为主；注入后，火电煤炭燃气三足鼎立



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 火电贡献净利润约为 75%左右

公司目前有 4 家控股电厂，分别为珠江电厂、珠江天然气发电、广州东方电力和佛山三水恒益，总计控制装机容量 330 万千瓦。公司参股电厂主要有广深沙角 B、红海湾发电、贵州粤黔等。公司共计权益装机容量约为 290 万千瓦。2010 年公司下属主要控股及参股电厂合计贡献净利润约为 5.67 亿元，占公司净利润的 75%以上。

图表2 控股及参股电厂2010年贡献净利润约为5.66亿元，占公司总净利润的75%以上

火电公司	持股比例	装机容量-万千瓦	2010年净利润-元	2010年贡献净利润-元
珠江电力公司	50%	60	128,674,555.50	64,337,277.75
广州东方电力	75%	60	219,709,767.03	164,782,325.27
珠江天然气发电	70%	78	319,784,494.80	223,849,146.36
三水恒益	50%	132	-	5,344,980.76
广深沙角 B	35.23%	70	-	-13,802,746.41
红海湾发电	25%	120	-	93,612,958.71
贵州粤黔电力	17%	240	-	28,758,477.85
合计				566,882,420.29

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 煤炭贸易贡献净利润约为 17%左右

公司下属广州珠江电力燃料主要从事煤炭贸易业务，除了向公司下属电厂供应煤炭外（这部分收入内部抵消），主要面对省内钢铁厂等非电厂用户。2010 年，广州珠江电力燃料实现净利润 1.98 亿元左右，为公司贡献净利润约 1.28 亿元，占公司总体净利润的 17%左右。

公司煤炭销量呈现平稳增长态势，2008-2010 年分别同比增长 5.6%、5.8%和 15%。该部分业务的毛利率相对平稳，从过去几年来看，我们认为其与煤炭下游需求的高低呈现明显的正相关关系。未来几年，基于新经济周期启动的假设，公司煤炭销量有望持续稳定增长，毛利率可能维持在 8%左右的水平。

■ 燃气有望成为又一盈利支柱

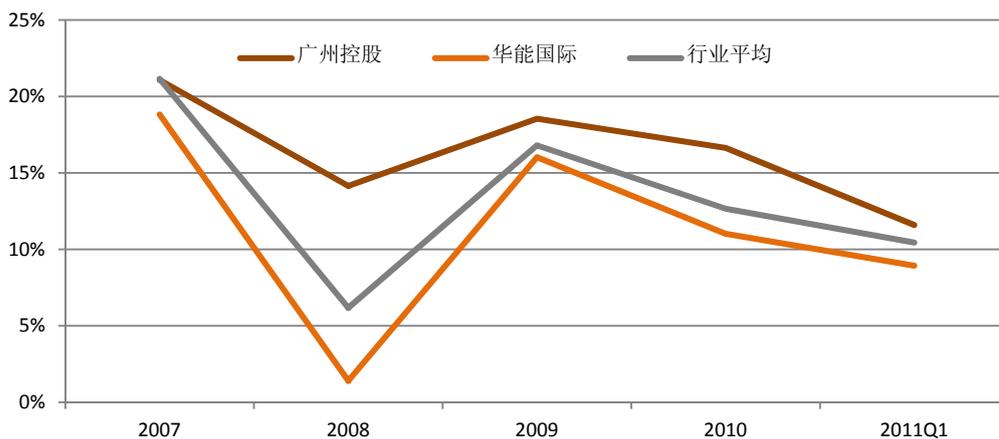
公司公布了非公开发行股票预案，大股东广州发展集团将以广州燃气集团 100%股权参与认购。广州燃气集团是广州市天然气高压管网的唯一建设和运营主体，统筹广州市高压管网建设和上游气源的采购和分销。2010 年广州燃气集团实现营业收入 20.46 亿元，净利润 1.1 亿元。以广州控股 2010 年净利润为基础计算，收购燃气集团将令公司净利润增长 15%左右。此外，广州控股下属南沙燃气公司从事南沙区管道燃气的运营，2010 年实现收入为 1.3 亿元左右，净利润 3200 万左右。广州控股和广州燃气集团分别持有南沙燃气公司 55%和 45%的股权。

二、 火电盈利稳中有降，看点在新项目投产

2.1 合同煤比例高减缓煤价涨幅

由于公司下属电厂多为老电厂，因此目前投产的电厂基本能够全部签到合同煤，2010 年合同煤兑现比率约为 70%。公司合同煤相当一部分来自神华和大同。正因为此，公司燃料成本的涨幅低于行业平均水平，公司控股电厂在 2008 年极端年份仍能保持盈利。

图表3 公司火电毛利率相对稳定，高于行业平均水平

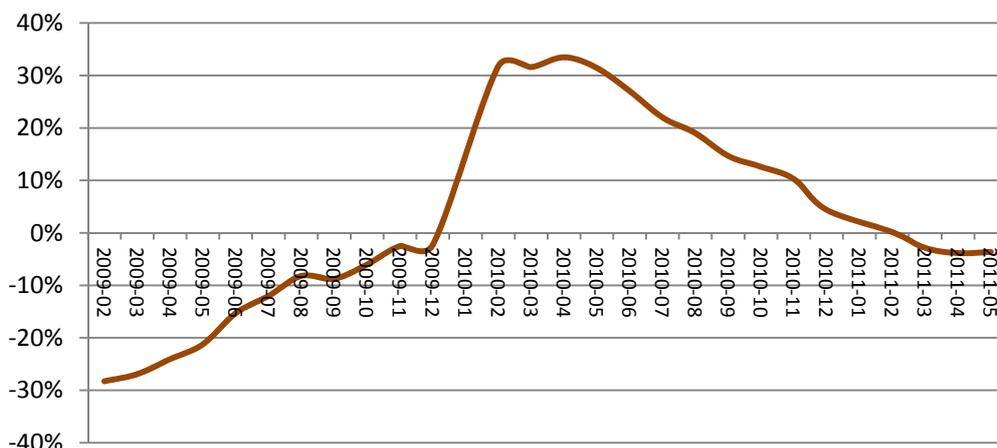


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 前 5 个月利用小时有所下滑

2011 年前 5 个月，广东省共投产火电装机 200 万千瓦左右，是除山东外全国投产规模最大的省份。2009 年和 2010 年，广东省分别投产火电装机 650 万千瓦和 400 多万千瓦。连续数年较大规模的火电装机投产给省内火电利用小时带来了一定的压力。

图表4 2011年前5个月广东省火电利用小时小幅下滑3.6%



资料来源：中电联；平安证券研究所

2.3 火电盈利看点在新项目投产

公司 2011 年火电盈利能力下滑不可避免，原因在于：（1）电价涨幅低于煤价涨幅。2011 年 4 月和 6 月，发改委两次上调火电上网电价，广东省内火电厂平均上调 0.18 分/元，电价涨幅不到 0.4%。而公司一季度煤价同比涨幅约为 10%，远远高于电价涨幅。（2）全年利用小时可能小幅下滑。受制于省内投产装机规模较大以及需求增速较低，2011 年前 5 个月广东省火电利用小时同比下滑 3.6% 左右。全年火电利用小时下滑的可能性很大。

从上面两点来看，公司现有投产电厂盈利 2011 年同比下滑基本已成定局。火电业务盈利的增长仍要看新项目的投产。目前佛山三水恒益已有一台 60 万机组通过试运行，另一台机组年内也即将投产。我们以同等装机规模的红海湾电厂作为参考，红海湾电厂 2010 年净利润为 3.7 亿左右。考虑到 2011 年煤价上涨等因素，假定第 2 台机组 10 月份投产，我们粗略估算三水恒益 2011 年可贡献净利润 1 个亿左右。该净利润规模约占公司 2010 年净利润的 13% 左右。

除了佛山三水恒益外，贵州都匀电厂（120 万千瓦）已经于 2010 年 9 月正式开工，预计将于 2012 年下半年投产。此外公司目前处在前期工作的项目包括：珠江电厂（100 万千瓦）、天然气发电二期（2*39 万千瓦）、肇庆（2*60 万千瓦）以及红海湾（2*66 万千瓦）。

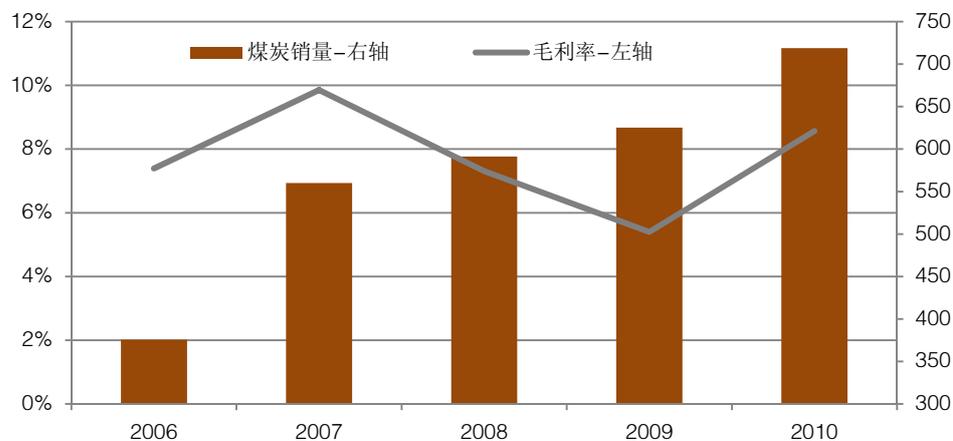
三、 煤炭贸易平稳增长，参股煤矿是亮点

3.1 煤炭销量平稳增长

公司的煤炭贸易过去几年呈现出销量平稳小幅增长，毛利率小幅波动的局面。该部业务毛利率的波动主要受下游行业煤炭需求的影响。2010 年公司煤炭销量同比增长 15%，较之前两年增速大幅提高

了 10 个百分点左右。随着新经济周期的启动，公司煤炭销量有望保持 10% 以上的增速。而毛利率也将受需求增长影响保持在较高的水平。

图表5 公司煤炭贸易量平稳增长，毛利率小幅波动



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 参股煤矿预计利润丰厚

珠江电力燃料公司持有新东周窑煤矿 40% 的股权。新东周窑煤矿项目包括年产 1000 万吨的矿井，年入洗 1000 万吨的选煤厂和配套铁路专用线技术改造工程等。该煤矿位于山西大同左云县，位于大秦铁路末端，运输条件较好，拥有可开采储量 13.56 亿吨。

该煤矿预计 2011 年底投产。我们假设 2011 年产量为 800 万吨，2012 年达产，产量为 1000 万吨。目前大同左云县 6000 大卡的动力煤含税价格为 595 元/吨。我们以大同煤业的净利润率作为参考。大同煤业近两年的销售净利率基本保持在 20% 左右。我们保守假设新东周窑煤矿的净利润率为 15%，则该煤矿 2011、2012 年的净利润将分别为 6.1 亿元和 7.6 亿元。为公司贡献净利润分别为 1.6 亿元和 2 亿元左右。

四、 燃气集团成长性可期

公司拟注入的广州燃气集团是广州市管道燃气运营商。广州燃气集团的前身为成立于 1984 年的广州市煤气公司，后者于 2009 年 6 月整体改制为广州燃气集团，并划转给广州发展集团所有。截至 2010 年 12 月 31 日，燃气集团拥有 2371 公里城市燃气管网。公司 2010 年营业收入为 20.46 亿元，归属于母公司净利润为 1.1 亿元。

我们对广州燃气与深圳燃气等公司进行了初步的粗略比较，我们认为广州燃气未来的成长空间较大，原因在于：

■ 收入提升空间较大

- 从管网长度来看，广州燃气仍有较大的扩张空间。广州燃气拥有 2371 公里燃气管网，而深圳燃气在深圳的管网长度为 2532 公里。但从两个城市的面积来看，广州市面积约为深圳市面积的 4 倍左右。从这个数据粗略猜测，广州燃气未来管网扩张的力度仍将较大。

- 从常住人口来看，广州市常住人口是深圳市常住人口的 1.4 倍。而从收入规模来看，广州燃气收入规模与深圳燃气管道燃气收入规模基本持平。因此粗略估计广州燃气集团的用户数仍有较大的提升空间。

■ 盈利能力有较大提升空间

广州燃气集团于 2009 年整体改制，改制当年即扭转了历年亏损的局面。2010 年燃气集团净利润较 2009 年几乎翻了一番。可见改制后广州发展集团通过剥离不良资产等手段对公司进行了一系列改革，大大提升了其盈利能力。

而从广州燃气与深圳燃气的比较来看，2010 年两家公司的净利润率基本持平。但考虑到深圳燃气规模较大而毛利率较低的液化石油气批发业务，则可以推测出就管道燃气业务而言，广州燃气集团的盈利能力大大低于深圳燃气公司。我们认为公司改制是一个较长的过程，因此未来几年公司管理体制可能会持续改善，从而反映到公司盈利能力的提升上。

五、 具备一定安全边际，首次给予“推荐”评级

■ 盈利假设条件

- 公司下属电厂 2011、2012、2013 年利用小时同比变动-3%、2%、3%；
- 珠江电力燃料公司煤炭贸易量 2011-2013 年分别同比增长 15%；
- 南沙燃气供气量 2011-2013 年每年增长 10%；
- 三水恒益第 2 台机组 2011 年 10 月初投产；
- 新东周窑煤矿 2011 年底投产，2012-2013 年产量分别为 800 万吨和 1000 万吨；
- 2011 年公司下属电厂单燃成本同比上涨 10%，2012-2013 年保持稳定。

上述假设条件下，暂不考虑公司此次非公开发行股票购买资产及现金购买资产，则公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.32、0.45 和 0.51 元。公司目前股价分别对应 PE 为 23.5 倍、16.7 倍和 14.8 倍。公司估值水平仍然低于行业平均水平，也具备一定的安全边际。从目前公布的方案来看，由于非公开发行股票的募投项目仍需要一段时间来投产，因此短期之内对公司业绩可能有所摊薄。但从中期来看，燃气集团的注入及募投项目的投产将对公司业绩的成长性和稳定性做出较大的贡献。因此我们首次给予公司“推荐”评级。待公司非公开发行和现金购买资产方案细节公布后，我们将及时跟踪，并更新投资要点及建议。

会计年度	单位: 百万元				
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3283	3625	4589	5770	6435
货币资金	2205	1917	2315	2911	3243
应收账款	638	757	988	1243	1385
预付款项	64	122	199	251	281
存货	328	608	798	1002	1122
其他	47	221	289	363	405
非流动资产	12143	13684	16373	16415	16409
固定资产	5838	5899	5448	4997	4546
在建工程	1327	2861	5861	6361	6861
长期股权投资	3994	4187	4187	4187	4187
无形资产	215	261	254	247	240
其他	769	477	623	623	574
资产总计	15426	17310	20962	22185	22844
流动负债	2158	2155	5336	5639	5429
短期借款	1007	1150	3724	3614	3163
应付账款	577	535	997	1253	1403
其他	575	470	614	772	863
非流动负债	2600	3377	3358	3374	3370
长期借款	2389	3177	3177	3177	3177
其他非流动负债	211	200	182	198	193
负债合计	4758	5532	8694	9013	8799
少数股东权益	1806	2571	2811	3111	3411
股本	2059	2059	2059	2059	2059
资本公积	2071	2040	2040	2040	2040
留存收益	2532	2833	3017	3528	3996
归属母公司股东	8862	9206	9457	10061	10633
负债和股东权益	15426	17310	20962	22185	22844

会计年度	单位: 百万元				
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,712	766	1,296	1,489	1,673
净利润	1020	1069	902	1235	1340
折旧摊销	431	426	458	458	458
财务费用	133	108	230	283	255
投资损失	(267)	(176)	(168)	(332)	(332)
营运资金变动	549	-497	-127	-156	-48
其他经营现金	0	2	2	2	1
投资活动现金流	-1130	-574	-2832	-168	-168
资本支出	-811	-2478	-3000	-500	-500
长期投资	-848	-193	0	0	0
其他投资现金	269	130	168	332	332
筹资活动现金流	-364	-480	1933	-725	-1173
短期借款	-223	143	2574	-110	-451
长期借款	396	787	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	92	-31	0	0	0
其他筹资现金流	-149	-371	2163	-442	-918
现金净增加额	218	-288	397	596	332

会计年度	单位: 百万元				
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7567	8859	11573	14554	16214
营业成本	6164	7386	9969	12527	14026
营业税金及附加	20	23	35	44	49
销售费用	14	17	23	29	32
管理费用	239	196	289	364	405
财务费用	133	108	230	283	255
资产减值损失	1	(1)	(0)	0	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	267	176	168	332	332
营业利润	1263	1307	1196	1639	1779
营业外收入	13	67	13	13	13
营业外支出	27	9	5	5	5
利润总额	1249	1364	1203	1647	1787
减: 所得税	229	295	301	412	447
净利润	1020	1069	902	1235	1340
减: 少数股东损益	310	322	240	300	300
归属母公司净利润	710	746	662	935	1040
EBITDA	1827	1841	1882	2379	2491.5298
EPS (元/股)	0.35	0.36	0.32	0.45	0.51

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-7.8%	17.1%	30.6%	25.8%	11.4%
营业利润	20.9%	5.0%	8.9%	26.4%	7.9%
归属母公司净利润	73.7%	4.8%	-15.6%	36.9%	8.5%
获利能力					
毛利率(%)	18.5%	16.6%	13.9%	13.9%	13.5%
净利率(%)	13.5%	12.1%	7.8%	8.5%	8.3%
EBIT Margin	18.5%	16.0%	12.3%	13.2%	12.5%
ROA(%)	6.9%	6.5%	4.7%	5.7%	6.0%
ROE(%)	8.3%	8.3%	7.1%	9.6%	10.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8%	32.0%	41.5%	40.6%	38.5%
净负债比率(%)	74.8%	81.2%	81.6%	77.9%	75.2%
流动比率	152.1%	168.2%	86.0%	102.3%	118.5%
速动比率	136.9%	140.0%	71.1%	84.6%	97.9%
营运能力					
总资产周转率	51.4%	54.1%	60.5%	67.5%	72.0%
应收账款周转率	1097%	1345%	1319%	1297%	1227%
应付账款周转率	1751%	1594%	1511%	1294%	1221%
每股指标 (元)					
每股收益	0.35	0.36	0.32	0.45	0.51
每股经营现金流	0.83	0.37	0.63	0.72	0.81
每股净资产	4.30	4.47	4.59	4.89	5.16
估值比率					
P/E	21.8	20.8	23.4	16.6	14.9
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257