

广州控股 (600098.SH) 火电行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 7.21元
目标(人民币): 10.50-12.42元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	2,059.20
总市值(百万元)	14,846.83
年内股价最高最低(元)	8.40/5.68
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19

成交金额(百万元)

注入广州燃气, 迎来向上发展拐点的低估蓝筹

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.362	0.186	0.408	0.615	0.814
每股净资产(元)	4.47	4.44	5.16	5.58	6.19
每股经营性现金流(元)	0.37	0.26	0.67	0.91	1.15
市盈率(倍)	23.06	37.06	17.66	11.71	8.85
行业优化市盈率(倍)	15.60	13.47	13.47	13.47	13.47
净利润增长率(%)	5.05%	-48.55%	193.35%	50.76%	32.30%
净资产收益率(%)	8.11%	4.20%	7.91%	11.03%	13.15%
总股本(百万股)	2,059.20	2,059.20	2,759.20	2,759.20	2,759.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **注入广州燃气, 转型综合能源商:** 公司拟向特定对象非公开发行A股股票不超过7亿股, 募集资金总额不超过45亿元, 其中**大股东广州发展集团拟以其拥有的广州燃气集团100%的股权参与认购, 目前定增申请已获证监会通过**, 公司将逐渐向综合能源供应商转型。
- **燃气分销迎来量价齐升, 给公司带来向上发展拐点:** 中国大陆燃气分销商正面临一个为期三年左右, “量价其升”带来的投资机会; 而广州燃气未来2-3年有明显量价齐升趋势, 西二线和珠海LNG相继投产带来增量气源, 广州燃气非居民气占比远低于全国平均水平, 新增气源大多用于非居民气供应, 推动燃气业务确定性成长。
- **现有业务经营稳定, 安全边际高:** 公司现有业务包括电力、煤炭和油品天然气业务, 受益于去年电价调整后火电机组盈利能力恢复、新增装机投产以及东周窑煤矿产能的逐渐释放, 盈利稳步增长; **按照1.5x11PB测算结果为6.66元, 提供了很高的安全边际。**

盈利预测、估值和投资建议

- 考虑广州燃气集团贡献后, 预计公司2012-2014年摊薄后EPS分别为0.408元、0.615元和0.814元; 其中现有业务12-14年EPS为0.30、0.35和0.37元, 燃气业务12-14年EPS为0.11、0.27和0.44元。
- 考虑到公司现有业务和注入的燃气业务在成长和盈利性方面均有较大差别, 因此采用分部估值法, 目标价10.50~12.42元, 建议买入。
 - ◆ 现有业务为传统地方公用事业商(以火电为主), 参照行业内典型火电公司的PE估值水平, 给予15x12PE, 估值结果4.5元。
 - ◆ 根据我们测算, 燃气集团12-15年将保持年均复合30%以上的高增速, 因此我们给予燃气业务25x12PE和18x13PE, 估值结果6.75-7.92元。
 - ◆ 目前股价对应估值仅为17x12PE和11x13PE, 这一估值水平并没有反应出燃气业务的价值, 在目前时点买入能够收获在公司燃气价值被市场逐渐认可的过程中, 估值向合理区间回归的绝对收益。

风险

- 燃气业务开发非居民用户的进度低于预期; 煤炭价格超预期上涨。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

邬煜 联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

内容目录

业务和增发概述：注入广州燃气，转型综合能源提供商	3
现有业务经营稳定、安全边际高	3
电力业务：处于行业周期谷底回升的拐点，盈利提升，受益于装机稳定增长	3
煤炭&油品业务：经营稳定，打造一体化产业链	5
燃气业务量价齐升带来公司向上发展拐点，广州燃气价值被低估	6
重申投资逻辑：中国大陆燃气分销商迎来量价齐升投资机会	6
符合量价齐升趋势，公司燃气资产价值被低估	7
盈利预测、估值和投资建议	10
盈利预测假设和结果	10
分部估值和投资建议	11
附录：三张报表预测摘要	13

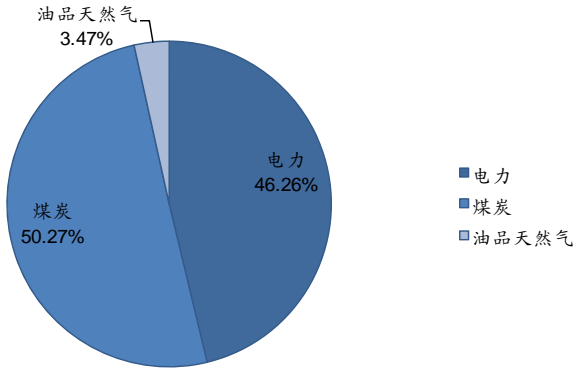
图表目录

图表 1：增发前公司主营业务收入占比(2011)	3
图表 2：增发前公司主营业务毛利占比(2011)	3
图表 3：非公开发行方案和募投项目概览	3
图表 4：公司目前已投入运营电厂资产情况	4
图表 5：公司未来权益装机容量将持续增长	4
图表 6：公司控参股电厂历史利用小时和预测	5
图表 7：公司控参股电厂历史煤价和预测	5
图表 8：公司控参股电厂电价调整概述	5
图表 9：公司煤炭贸易业务盈利预测	6
图表 10：公司油品业务盈利预测	6
图表 11：燃气集团售气量情况及预测值	8
图表 12：燃气集团未来工业用气增长空间大	8
图表 13：广州燃气集团盈利预测	9
图表 14：广州燃气 PE 估值明显偏低	10
图表 15：广州燃气 PB 估值明显偏低	10
图表 16：广州控股近三年价格中枢为 6-7 元/股	10
图表 17：广州控股近三年市值中枢为 125-145 亿元	10
图表 18：估值表	12

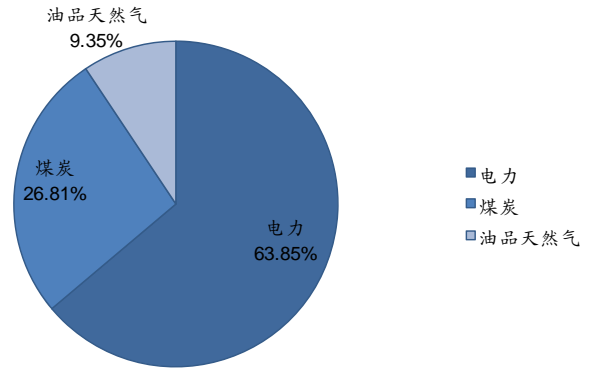
业务和增发概述：注入广州燃气，转型综合能源提供商

- 公司去年发布非公开发行股票及资产收购方案，拟向特定对象非公开发行A股股票不超过7亿股，募集资金总额不超过45亿元，其中**大股东广州发展集团拟以其拥有的广州燃气集团100%的股权参与认购**，公司将逐渐向综合能源供应商转型；**目前定增申请已获证监会通过。**
- ◆ 增发之前，公司主营业务包括电力、煤炭贸易和油品天然气业务，其中电力和煤炭贸易收入和毛利占比分别达到95%和90%以上，是收入和利润的主要来源。

图表1：增发前公司主营业务收入占比(2011)



图表2：增发前公司主营业务毛利占比(2011)



来源：公司公告，国金证券研究所

- ◆ 此次增发完成后，大股东将广州燃气集团注入上市公司，公司将形成电力、煤炭和燃气三足鼎立之势，将转型成为面向珠三角，布局电力、煤炭、燃气和油品等全资源产业链的综合能源供应商。
- 1) 截至2010年底，燃气集团总资产为46.87亿元，净资产为16.17亿元；2010年实现营业收入20.46亿元，净利润1.1亿元，分别占公司10年收入和净利润的23.13%和14.74%。

图表3：非公开发行方案和募投项目概览

项目	概述	
发行概述	发行股数	非公开发行不超过7亿股A股股票，每股不低于6.52元
	募集规模	募集资金总额不超过43.85亿元
	认购方式	发展集团以燃气集团100%股权认购，其他投资者以现金认购
	发行对象	包括发展集团在内不超过十名特定投资者
募投项目	广东珠海LNG项目一期	持股25%，总投资113亿元，本次拟投资7.32亿；一期设计供气规模350万吨/年，二期设计规模700万吨/吨，3座16万立方米储罐，设计规模90亿立方米/年。
	广州亚运城项目燃气配套工程	持股100%，总投资8.32亿，本次拟投资4.58亿；设计管线全长27公里，是广州市高中压管网的重要组成部分，连通珠海LNG项目气源和广州市高压管网的组成部分。
	珠江电厂煤场环保技改项目	持股100%，总投资3.58亿，本次拟投资3.57亿；对原有露天煤场进行环保技术改造，新增20万吨级环保级煤场等相关设施。
	广州市天然气利用工程三期工程	持股100%，总投资8.74亿，本次拟投资6.84亿；建设约24公里高压管线，及约200公里中压燃气管网。

来源：公司公告 国金证券研究所

现有业务经营稳定、安全边际高

电力业务：处于行业周期谷底回升的拐点，盈利提升，受益于装机稳定增长

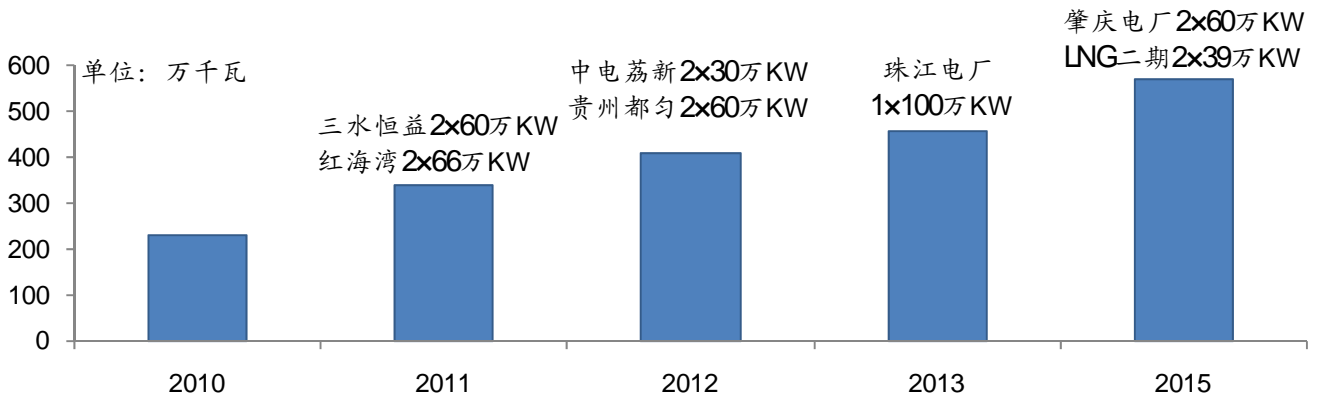
- 目前公司已投入运营的电力装机 880 万千瓦，其中权益装机 316.88 万千瓦；包括控股电厂珠江、东方和珠江 LNG 电厂，参股电厂沙角 B、红海湾、盘南和三水恒益电厂。
- ◆ 目前除现有电厂外，还有包括中电荔新、贵州都匀、肇庆电厂和 LNG 二期电厂等燃煤和 LNG 电厂在建或规划，随着该项目的陆续投产，公司的装机将持续增长。

图表4: 公司目前已投入运营电厂资产情况

电厂	权益	装机明细 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	备注
广州珠江电力有限公司	50.00%	2x30	60.00	30.00	1994年正式投入商业运营
广州东方电力有限公司	75.00%	2x30	60.00	45.00	1997年底正式投入商业运营
广州珠江天然气发电有限公司	70.00%	2x39	78.00	54.60	两台机组分别于06年12月底和07年3月正式投产
深圳市广深沙角B电力有限公司	35.25%	2x35	70.00	24.68	87年4月、7月两台机组相继投产
广东红海湾发电有限公司	25.00%	2x60+2x66	252.00	63.00	#1、#2机组于08年初投入运行，#3、#4机组于11年7月并网发电
贵州粤黔电力有限公司	16.50%	4x60	240.00	39.60	07年11月全部投产发电
佛山恒益发电有限公司	50.00%	2x60	120.00	60.00	#1机组11年6月底完成试运行，#2机组11年10月7日完成试运行
总计	--	--	880.00	316.88	--

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 公司未来权益装机容量将持续增长



来源: 国金证券研究所

- 在电力需求无明显变化，成本端受压制的环境下，2011 年上调电价的影响将直接导致公司电力业务盈利得到大幅提升。
- ◆ 需求: 公司控制的电厂处于广东省珠三角这一用电负荷中心区域，区域优势明显，主力燃煤电厂利用小时长期在高位并且保持稳定，我们预计未来 1-2 年利用小时仍将保持平稳；
 - 1) 公司控股的电力资产主要位于广州南沙地区，该地区是广州重点开发区域，许多大型工业项目均落户于此，地理位置优越，是电力负荷中心区域，确保未来电力供给的稳定。

图表6: 公司控参股电厂历史利用小时和预测

Utilization (小时)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Zhujiangdianli 珠江电力	0	0	0	0	6223	6327	0	6567	6567	5000	6500
Dongfangdian 东方电力	0	0	0	0	6697	5773	0	5518	5518	5518	5518
Zhujiangranqi 珠江燃气	0	0	0	5721	2560	3195	3263	3403	3403	3403	3403
ShajiaoB 沙角B	7061	7014	6389	6374	6224	5579	6129	6127	6127	6127	6127
Honghaiwan 红海湾	0	0	0	0	5128	5424	5965	5918	5918	5918	5918
Guizhouyueqie 贵州粤黔	0	0	0	0	4641	5245	4831	5599	5599	5599	5599
Foshanhenyi 佛山恒益	0	0	0	0	6108	6058	0	4327	5000	5000	5000
Zhongdianlixir 中电荔新									3000	5500	5500
Guizhouduyun 贵州都匀									2500	5000	5000

来源: 公司公告 国金证券研究所 注: 珠江电力东方电力利用小时显示为0的年份是没有公布分电厂发售电量, 所以未计算当年度利用小时

- ◆ 成本: 煤价在煤炭需求放缓以及国家调控的影响下很难大幅上涨, 我们预计12年与11年持平, 13年小幅上涨;

图表7: 公司控参股电厂历史煤价和预测

Coal Price (含税) (元/吨)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Zhujiangdianli 珠江电力	990.66	990.66	1020.38	1020.38	1020.38
Dongfangdian 东方电力	990.66	990.66	1020.38	1020.38	1020.38
Zhujiangranqi 珠江燃气					
ShajiaoB 沙角B	980.00	980.00	1009.40	1009.40	1009.40
Honghaiwan 红海湾	1100.00	1050.00	1081.50	1081.50	1081.50
Guizhouyueqie 贵州粤黔	680.00	680.00	700.40	700.40	700.40
Foshanhenyi 佛山恒益	950.00	950.00	978.50	978.50	978.50
Zhongdianlixir 中电荔新		950.00	978.50	978.50	978.50
Guizhouduyun 贵州都匀		680.00	700.40	700.40	700.40

来源: 公司公告 国金证券研究所

- ◆ 电价: 在11年三次上调电价后, 12年公司电厂电价水平较11年(加权)普遍高2-3分钱。

图表8: 公司控参股电厂电价调整概述

Tariff (元/千瓦时)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Zhujiangdianli 珠江电力	0.3265	0.3978	0.4113	0.4334	0.4547	0.4837	0.4782	0.4801	0.5012	0.5012	0.5012
Dongfangdian 东方电力	0.3602	0.4372	0.4507	0.4578	0.4941	0.5231	0.5176	0.5195	0.5406	0.5406	0.5406
Zhujiangranqi 珠江燃气				0.5710	0.5710	0.5710	0.5710	0.5394	0.5330	0.5330	0.5330
ShajiaoB 沙角B	0.3185	0.3884	0.4019	0.4240	0.4453	0.4743	0.4688	0.4707	0.4918	0.4918	0.4918
Honghaiwan 红海湾					0.4745	0.5035	0.4980	0.5000	0.5131	0.5131	0.5131
Guizhouyueqie 贵州粤黔				0.3209	0.3209	0.3209	0.3209	0.3458	0.3825	0.3825	0.3825
Foshanhenyi 佛山恒益					0.5690	0.5980	0.5907	0.5925	0.5925	0.5925	0.5925
Zhongdianlixir 中电荔新								0.5060	0.5060	0.5060	0.5060
Guizhouduyun 贵州都匀									0.3825	0.3825	0.3825

来源: 公司公告 国金证券研究所

煤炭&油品业务: 经营稳定, 打造一体化产业链

- 公司煤炭业务经营稳定, 逐渐打造资源、运输、中转和销售一体化产业链, 参股的东周窑煤炭项目逐渐达产后将显著增厚公司业绩。
 - ◆ 上游-资源: 公司与同煤集团合资建设的年产1000万吨的东周窑项目, 已经初步投产, 未来伴随逐年产能释放, 将显著增厚公司业绩; 并且根据双方约定, 该煤矿产量的40%全部供给广控, 能够有效控制成本和保证煤炭供给, 与电厂形成协同效应。
 - ◆ 中游-运输: 公司投资的航运公司5艘5.7万吨级载重船已全部投入运行, 未来煤炭运力自给率将进一步提高。

- ◆ 下游-贸易：公司除保证部分电煤自给外，大部分煤炭面向市场销售，目前在广东地区市占率达到 21%，预计未来煤炭销售业务将保持稳定增长。

图表9：公司煤炭贸易业务盈利预测

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
煤炭销售业务									
权益 (%)	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
煤炭销售量 (万吨)	375.48	560.11	591.21	625.34	718.88	784.48	823.70	848.42	873.87
YOY (%)	-2.07%	52.12%	5.55%	5.77%	14.96%	9.13%	5.00%	3.00%	3.00%
吨煤炭销售单价 (元/吨)	471.97	519.55	679.32	508.07	622.94	691.29	691.29	691.29	691.29
煤炭销售收入 (百万元)	1772.16	2910.05	4016.21	3177.18	4478.19	5423.05	5694.20	5865.03	6040.98
吨煤炭销售成本 (元/吨)	437.08	468.35	629.68	480.65	569.57	652.08	652.08	652.08	652.08
煤炭销售成本 (百万元)	1641.14	2623.25	3722.74	3005.68	4094.49	5115.44	5371.21	5532.35	5698.32
吨煤炭销售净利润 (元/吨)	19.07	25.12	29.71	17.21	27.57	17.00	20.00	20.00	20.00
煤炭销售净利润 (百万元)	71.59	140.70	175.64	107.64	198.22	133.34	164.74	169.68	174.77
归属母公司净利润 (百万元)	46.53	91.46	114.17	69.96	128.84	86.67	107.08	110.29	113.60
贡献EPS (摊薄后)	0.02	0.04	0.05	0.03	0.06	0.04	0.04	0.04	0.04
经营收入 (百万元)	1772.16	2910.05	4016.21	3177.18	4478.19	5423.05	5694.20	5865.03	6040.98
经营成本 (百万元)	1641.14	2623.25	3722.74	3005.68	4094.49	5115.44	5371.21	5532.35	5698.32
毛利率 (%)	7.39%	9.86%	7.31%	5.40%	8.57%	5.67%	5.67%	5.67%	5.67%

来源：公司公告 国金证券研究所

- 公司油品业务主要由广州发展碧辟油品公司作为运营主体，主营业务收入目前主要来自库房和仓储的租赁，发展较为稳定。
 - ◆ 广州发展碧辟油品公司是公司与 BP 公司合资设立，公司持股 60%，主要从事石油化工产品的销售、装卸业务，在南海拥有 36.27 亿立方米油库和 8 万吨级油码头。
 - ◆ 广州发展碧辟油品公司已于 11 年 5 月获得商务部颁发的《成品油批发经营许可证》，为进一步开展成品油批发业务奠定了基础。
 - ◆ 自 2006 年以来，由于广东地区燃料油市场收缩，公司为了控制风险，基本停止了燃料油贸易业务，目前油品业务主要为库房和仓储的租赁等。

图表10：公司油品业务盈利预测

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
油品天然气业务									
仓储码头 (万立方米)	295.20	280.00	319.29	318.80	377.50	273.51	300.86	330.95	364.04
港发码头吞吐量 (万吨)	431.80	306.00	449.90	350.40	226.30	184.10	202.51	222.76	245.04
船加油 (万吨)					1.50	3.09	3.40	3.74	4.11
油品业务 (百万元)	1265.98	251.14	67.61	71.80	109.09	198.54	200.00	200.00	200.00
经营收入 (百万元)	1265.98	251.14	67.61	71.80	109.09	198.54	200.00	200.00	200.00
油品 (百万元)	1265.98	251.14	67.61	71.80	109.09	198.54	200.00	200.00	200.00
经营成本 (百万元)	1266.40	251.97	64.36	80.79	143.41	266.96	298.45	335.56	372.67
油品 (百万元)	1245.50	216.55	23.19	25.99	60.74	153.34	150.00	150.00	150.00
毛利率 (%)	1.62%	13.77%	65.70%	63.80%	44.32%	22.77%	25.00%	25.00%	25.00%
油品 (%)	1.62%	13.77%	65.70%	63.80%	44.32%	22.77%	25.00%	25.00%	25.00%

来源：国金证券研究所

燃气业务量价齐升带来公司向上发展拐点，广州燃气价值被低估

对天然气分销行业投资逻辑的阐述敬请参阅我们的报告《国金油气产业链专题分析之五-量价齐升的投资机会》

重申投资逻辑：中国大陆燃气分销商迎来量价齐升投资机会

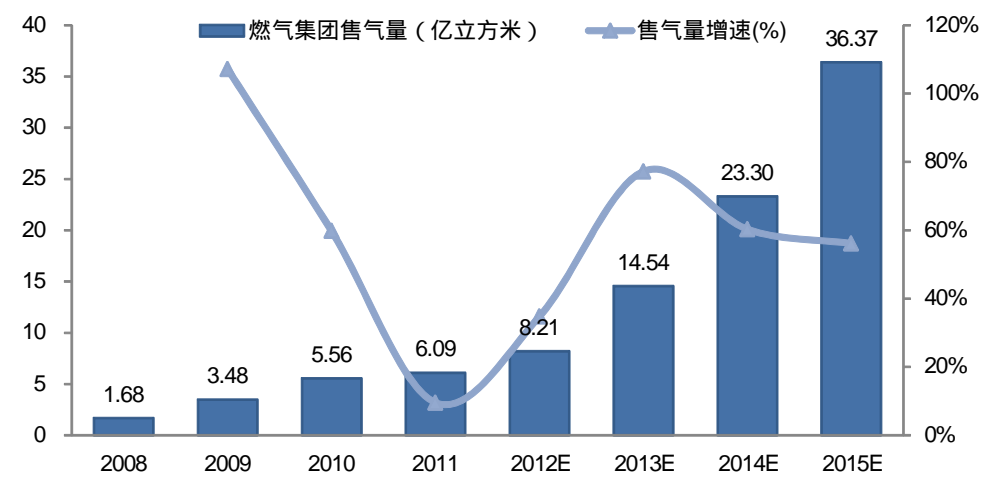
- 我们重申对于天然气分销行业的投资逻辑：中国正面临一个为期三年左右，“量价齐升”带来的投资机会。

- ◆ 量升:
 - 1) 天然气凭借其与汽柴油、LPG 等的价差优势以及环保优势 (PM2.5 成为东部地区普及天然气的新动力), 在国内具有强大的潜在消费需求。
 - 2) 之前由于国内大部分天然气以及长输管网未投产, 导致华北、华东、华南等区域没有足够的、低成本的管道气供应 (含中亚、缅甸气等), 这些地区的天然气消费需求被抑制。
 - 3) 11-13 年, 随着陕京三线、西气东输二线、中缅油气管线等投产, 能稳定大量供应的中亚气、中东 LNG 等能够进入消费区域, 这些区域天然气分销商销量将持续极大增长。
- ◆ 价升:
 - 1) 目前中国东部区域呈天然气供不应求的状态, 在地方政府优先保障民用的限制下, 现在存量供应中有不小比例卖给居民用户。
 - 2) 居民用户用气量增长有限, 相反在优先保障居民用气供应的政策下, 工商业等非居民用气的消费被抑制程度最高, 新增天然气供应大多数将用于非居民用气领域。
 - 3) 不管在中国哪个城市, 非居民用气价格都大幅高于居民用气价格; 因此, 随着新增气源大部分卖给非居民用户, 天然气分销商售气的综合价差将会扩大。
 - 4) 地方政府出于环保压力 (PM2.5), 开始了 LNG 公交车、CNG 出租车和天然气发电渗透率提高的进程, 这给天然气分销商扩大价差增加了机会。

符合量价齐升趋势, 公司燃气资产价值被低估

- 沿着未来 2-3 年有明显量价齐升趋势的角度出发, 我们认为公司最为符合该趋势: **西二线带来增量气源, 广州燃气集团工业气占比远低于全国平均水平; 并且当前股价和市值完全没有反应燃气业务的价值。**
- **公司符合天然气分销领域量价齐升的发展趋势:**
 - ◆ 多元化气源, 供应有保障: 西二线今年正式向广州供气, 规划供气能力为 39 亿立方米/年, 珠海 LNG 明年供气, 届时广州将形成西二线和大鹏气等多气源供应的格局, 之前受制于天然气不足而造成售气量有限的情况将打破, 供气量也将大幅提升。

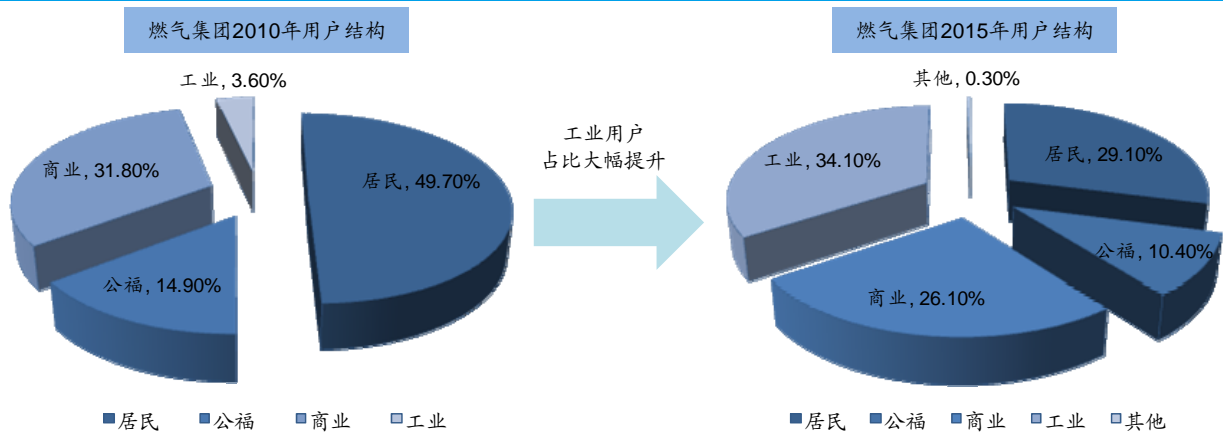
图表11: 燃气集团售气量情况及预测值



来源: 国金证券研究所

- ◆ 增长有动力, 重在工业气: 由于之前天然气供给不足导致广州地区工业用气长期被压制, 目前仅占 3.6%, 远低于全国平均水平, 未来工业用气增长空间大。

图表12: 燃气集团未来工业用气增长空间大



来源: 国金证券研究所

- ◆ 考虑到工业用气价差远高于居民用气, 因此我们认为伴随西二线增量气的逐步释放, 供气量和盈利能力均将实现跨越式发展, 具体情况参见盈利预测表:

图表13: 广州燃气集团盈利预测

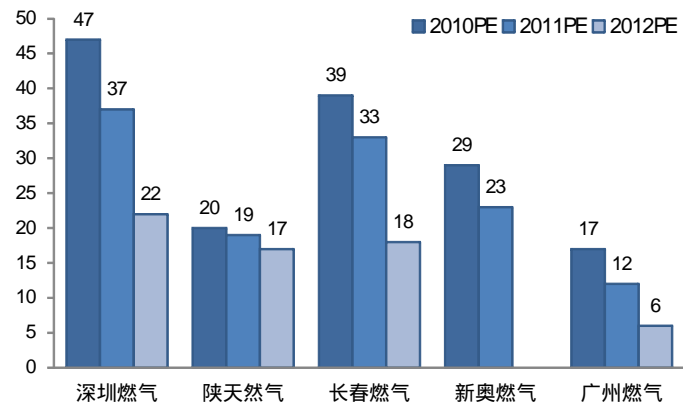
项目	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Revenue	1,756.03	2,549.79	4,979.73	8,109.26	12,459.21
供气量					
天然气(亿立方米)	6.09	8.21	14.54	23.30	36.37
居民用户	1.40	1.70	1.90	2.10	2.30
公福用户	0.50	0.54	0.55	0.57	0.58
商业用户	1.20	1.46	2.00	2.60	3.00
工业用户	0.20	1.00	4.00	6.00	8.00
分销用户	1.48	2.20	3.50	4.50	6.00
直供用户	1.31	1.31	1.31	1.31	2.60
分布式能源用户			1.28	6.23	13.89
西村项目			0.54	4.29	4.29
从化项目			0.74	0.99	0.99
广药白云基地				0.34	0.56
白云机场				0.61	2.45
花都空港经济区					0.97
广州南站					0.35
花都汽车城					4.29
含税单价					
天然气(元/立方米)					
居民用户	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
公福用户	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70
商业用户	4.85	4.85	4.85	4.85	4.85
工业用户	4.85	4.85	4.85	4.85	4.85
分销用户	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35
直供用户	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21
分布式能源用户	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70
含税收入(百万元)	1984.31	2881.26	5627.10	9163.47	14078.91
税后收入(百万元)	1756.03	2549.79	4979.73	8109.26	12459.21
Cost	1,371.25	1,952.50	3,739.81	6,188.62	9,832.91
购气成本(百万元)	1,019.25	1,515.40	3,272.23	5,702.66	9,328.15
天然气					
气损率(%)	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
供气量(亿立方米)	6.09	8.21	14.54	23.30	36.37
购气量(亿立方米)	6.28	8.46	14.99	24.02	37.50
其中:中石油供气量		2.88	8.41	13.44	26.92
大鹏购气量	5.58	5.58	5.58	5.58	5.58
珠海LNG购气量			1.00	5.00	5.00
现货气购气量	0.70				
中石油单位购气成本(元/立方米)	3.0400	3.0400	3.0400	3.0400	3.0400
其中:购气单价	2.7400	2.7400	2.7400	2.7400	2.7400
管输费	0.3000	0.3000	0.3000	0.3000	0.3000
大鹏气单位成本(元/立方米)	1.5000	1.5000	1.5000	1.5000	1.5000
珠海LNG单位成本(元/立方米)			3.0400	3.0400	3.0400
现货气单位成本(元/立方米)	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000
不含税天然气购气成本(百万元)	1,019.25	1,515.40	3,272.23	5,702.66	9,328.15
天然气购气款	1,151.75	1,625.99	3,445.30	6,040.66	9,733.17
天然气中游管输费	0.00	86.41	252.32	403.35	807.64
Depreciation(百万元)	200.00	277.50	300.00	310.00	320.00
Staff Cost(百万元)	152.00	159.60	167.58	175.96	184.76
New Added Fixed Assets		1,550.00	450.00	200.00	200.00
Fix Assets	4,000.00	5,550.00	6,000.00	6,200.00	6,400.00
Depreciation Rate(%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Gross profit margin	21.91%	23.43%	24.90%	23.68%	21.08%

来源: 国金证券研究所

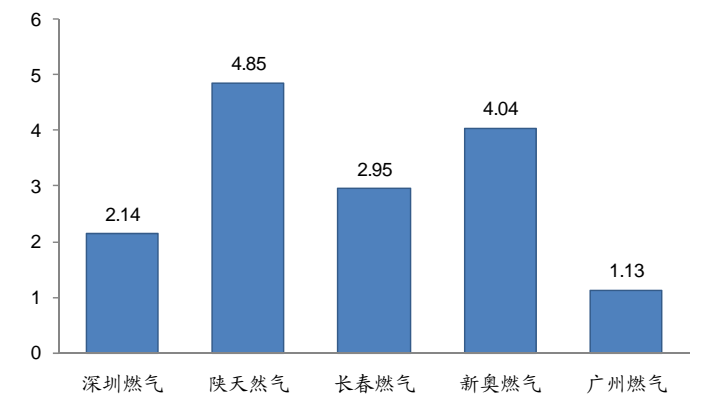
■ 通过不同的估值方法测算，当前股价和市值完全没有反应广州燃气的价值：

- ◆ 在公司 2011 年度非公开发行股票预案中，大股东拥有的广州燃气集团 100% 股权的评估值仅为 18.54 亿元，按照公司 10 年实际和 11 年预测的净利润 1.1 亿元和 1.6 亿元测算，分别相当于 17×10PE 和 12×11PE，较其他燃气上市公司明显偏低，极大让利于二级市场。
- ◆ 考虑到 2011 年底之前，广州燃气的购气结构中仍存在不小比例的现货气，因此并没有真实反映西二线接入后的盈利能力，因此在西二线接入后，我们预计广州燃气 2012 年净利润为 3 亿元左右，仅相当于 6×12PE，资产价值低估明显。

图表14：广州燃气 PE 估值明显偏低



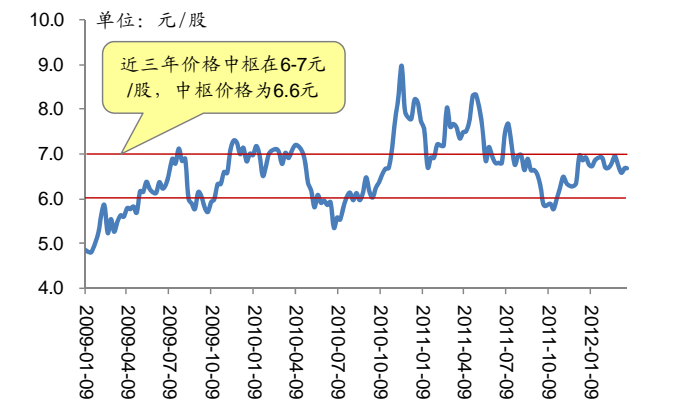
图表15：广州燃气 PB 估值明显偏低



来源：同花顺，国金证券研究所

- ◆ 过去三年广州控股股价波动中枢在 6-7 元/股，对应市值 123.6-144.1 亿元（未摊薄），这可看作是资本市场对于公司现有业务的认可市值；对比深圳燃气，广州和深圳经济体量类似，燃气分销业务稳定，因此达到稳定供气量后两者市值区别不大；目前深圳燃气市值在 150 亿左右，因此我们认为公司考虑燃气资产注入后的合理市值应为 270-295 亿之间，而增发后公司总市值仅为 190 亿元，明显低估。

图表16：广州控股近三年价格中枢为 6-7 元/股



图表17：广州控股近三年市值中枢为 125-145 亿元



来源：同花顺，国金证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测假设和结果

- 电力、煤炭、油品和燃气等主营业务假设敬请参阅前文分析和盈利预测图表。

- 由于分布式能源站的电价未定，我们暂不考虑 2013-2015 年间分布式能源站对电力业务的贡献，仅考虑燃气对公司下属分布式能源站的供气业务贡献。
- 由于公司定增申请已获证监会通过，因此我们在盈利预测中考虑广州燃气集团的贡献，预计公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.408 元、0.615 元和 0.814 元。
 - ◆ 我们预计公司 2012-2014 年销售收入分别为 16168.53 百万元、21022.82 百万元和 25296.12 百万元，同比分别增长 49.47%、30.02%和 20.33%。
 - ◆ 我们预计公司 2012-2014 年归属于母公司所有者净利润分别为 1126.45 百万元、1698.25 百万元和 2246.72 百万元，同比分别增长 193.35%、50.76%和 32.30%。

分部估值和投资建议

- 考虑到公司现有业务和定增后注入的燃气业务在成长和盈利性方面均有较大差别，因此采用分部估值法，给予目标价 10.50~12.42 元，建议买入。
 - ◆ 经过我们拆分测算，考虑定增股本摊薄后，公司现有业务 12-14 年 EPS 为 0.30、0.35 和 0.37 元，燃气业务 12-14 年 EPS 为 0.11、0.27 和 0.44 元。
 - ◆ 现有业务为传统地方公用事业商（以火电为主），参照行业内典型火电公司的 PE 估值水平，给予 15x12PE，估值结果 4.5 元。
 - ◆ 根据我们测算，燃气集团 12-15 年将保持年均复合 35%以上的高增速，因此我们给予燃气业务 25x13PE 和 18x14PE，估值结果 6.75-7.92 元。
 - ◆ 考虑可比公司深圳燃气市值约为 162 亿，按照公司增发后 27 亿股本测算，价格约为 6 元。
- 从风险报酬比的角度看，参考目前行业内火电公司平均 PB 估值水平，我们认为目前这一价格买入的风险较低，并且在公司价值被市场逐渐认可的过程中，能够收获 PE 向合理估值区间回归的绝对收益，建议买入。
 - ◆ 参考目前行业内火电公司平均 PB 估值水平，我们给予 1.5x11PB（估值结果为 6.66 元）作为公司风险报酬比测算的底价，目前价位风险报酬比十分合算，具有很高的安全边际。
 - ◆ 目前股价对应估值仅为 17x12PE 和 11x13PE，这一估值水平并没有反应出燃气业务的价值，在目前时点买入能够收获在公司燃气价值被市场逐渐认可的过程中，估值向合理区间回归的绝对收益。

图表18: 估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)					PE			PB	
			2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E
600011.SH	华能国际	5.46	0.252	0.090	0.359	0.406	0.482	15.21	13.45	11.33	1.425	1.398
600027.SH	华电国际	3.17	0.031	0.012	0.179	0.224	0.281	17.71	14.15	11.28	1.256	1.151
600795.SH	国电电力	2.60	0.156	0.237	0.264	0.313	0.321	9.85	8.31	8.10	1.194	1.054
600886.SH	国投电力	6.06	0.211	0.111	0.271	0.364	0.593	22.36	16.65	10.22	1.168	1.098
601991.SH	大唐发电	5.30	0.186	0.144	0.246	0.337	0.530	21.54	15.73	10.00	1.714	1.626
600642.SH	中能股份	4.60	0.290	0.301	0.403	0.491	0.542	11.41	9.37	8.49	1.071	0.986
000027.SZ	深圳能源	6.32	0.531	0.426	0.505	0.542	0.528	12.51	11.66	11.97	1.069	0.994
000539.SZ	粤电力A	5.16	0.274	0.127	0.377	0.437	0.472	13.69	11.81	10.93	1.359	1.271
600021.SH	上海电力	5.10	0.090	0.216	0.344	0.413	0.418	14.83	12.35	12.20	1.638	1.509
平均值								15.46	12.61	10.50	1.32	1.23
002267.sz	陕天然气	17.52	0.794	0.842	0.828	0.945		21.16	18.54			
601139.sh	深圳燃气	12.30	0.242	0.307	0.453	0.610	0.767	27.15	20.16			
02688.hk	新奥能源	26.80	0.970	1.190	1.450	1.690		18.48	15.86			
00135.hk	昆仑能源	13.48	0.580	0.780	1.077			12.52				
01193.hk	华润燃气	15.16	0.540	0.660	0.770	0.960		19.69	15.79			
市盈率平均值 (含港股)								19.80	17.59			
市盈率平均值 (不含港股)								24.16	19.35			
广州燃气EPS				0.110	0.270	0.440						
现有业务EPS				0.300	0.350	0.370						
燃气采纳估值									25.00	18.00		
现有业务采纳估值								15.00				
广州燃气相对估值结果									6.75	7.92		
现有业务相对估值结果								4.50				
合计估值结果									11.25	12.42		

注: 收盘价为5月3日数据, 盈利预测来自朝阳永续和Bloomberg

来源: 朝阳永续, 国金证券研究所 注: 收盘价为4月6日

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	7,567	8,859	10,818	16,169	21,023	25,296	货币资金	2,205	1,917	2,854	1,000	1,938	4,186
增长率	17.1%	22.1%	49.5%	30.0%	20.3%		应收账款	679	975	1,173	1,756	2,284	2,748
主营业务成本	-6,164	-7,386	-9,664	-13,560	-17,532	-20,923	存货	328	608	672	817	1,057	1,261
%销售收入	81.5%	83.4%	89.3%	83.9%	83.4%	82.7%	其他流动资产	71	125	217	409	528	630
毛利	1,403	1,473	1,154	2,608	3,491	4,373	流动资产	3,283	3,625	4,916	3,983	5,807	8,825
%销售收入	18.5%	16.6%	10.7%	16.1%	16.6%	17.3%	%总资产	21.3%	20.9%	23.9%	16.3%	22.3%	30.7%
营业税金及附加	-20	-23	-55	-81	-105	-126	长期投资	4,684	4,568	5,123	5,124	5,123	5,123
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	7,166	8,760	10,174	15,023	14,871	14,492
营业费用	-14	-17	-24	-32	-42	-51	%总资产	46.5%	50.6%	49.4%	61.6%	57.1%	50.5%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	215	266	254	253	259	265
管理费用	-239	-196	-237	-356	-526	-632	非流动资产	12,143	13,684	15,673	20,401	20,255	19,882
%销售收入	3.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.5%	2.5%	%总资产	78.7%	79.1%	76.1%	83.7%	77.7%	69.3%
息税前利润 (EBIT)	1,130	1,238	838	2,140	2,818	3,563	资产总计	15,426	17,310	20,588	24,384	26,062	28,706
%销售收入	14.9%	14.0%	7.7%	13.2%	13.4%	14.1%	短期借款	1,172	1,314	2,745	392	0	0
财务费用	-133	-108	-178	-544	-315	-247	应付款项	720	712	774	1,075	1,391	1,661
%销售收入	1.8%	1.2%	1.6%	3.4%	1.5%	1.0%	其他流动负债	266	129	174	668	703	732
资产减值损失	-1	1	0	0	0	0	流动负债	2,158	2,155	3,693	2,135	2,093	2,393
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,389	3,177	4,791	4,791	4,791	4,792
投资收益	267	176	80	427	520	540	其他长期负债	211	200	181	0	0	0
%税前利润	21.4%	12.9%	9.9%	20.5%	17.2%	14.0%	负债	4,758	5,532	8,666	6,926	6,885	7,185
营业利润	1,263	1,307	740	2,022	3,023	3,856	普通股股东权益	8,862	9,206	9,144	14,244	15,390	17,085
营业利润率	16.7%	14.7%	6.8%	12.5%	14.4%	15.2%	少数股东权益	1,806	2,571	2,779	3,214	3,787	4,436
营业外收支	-14	58	63	60	5	5	负债股东权益合计	15,426	17,310	20,588	24,384	26,062	28,706
税前利润	1,249	1,364	803	2,082	3,028	3,861	比率分析						
利润率	16.5%	15.4%	7.4%	12.9%	14.4%	15.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-229	-295	-196	-521	-757	-965	每股指标						
所得税率	18.3%	21.7%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.345	0.362	0.186	0.408	0.615	0.814
净利润	1,020	1,069	606	1,562	2,271	2,896	每股净资产	4.304	4.471	4.440	5.162	5.578	6.192
少数股东损益	310	322	222	435	573	649	每股经营现金净流	0.831	0.372	0.265	0.669	0.910	1.149
归属于母公司的净利润	710	746	384	1,126	1,698	2,247	每股股利	0.180	0.200	0.000	0.200	0.200	0.200
净利率	9.4%	8.4%	3.5%	7.0%	8.1%	8.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.02%	8.11%	4.20%	7.91%	11.03%	13.15%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	4.61%	4.31%	1.87%	4.62%	6.52%	7.83%
净利润	1,020	1,069	606	1,562	2,271	2,896	投入资本收益率	6.43%	5.92%	3.24%	7.09%	8.82%	10.16%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	432	426	506	756	955	983	主营业务收入增长率	-7.78%	17.08%	22.10%	49.47%	30.02%	20.33%
非经营收益	-103	-51	118	87	-181	-238	EBIT增长率	18.94%	9.50%	-32.31%	155.34%	31.73%	26.43%
营运资金变动	383	-665	-671	-558	-535	-470	净利润增长率	96.43%	5.05%	-48.55%	193.35%	50.76%	32.30%
经营活动现金净流	1,732	779	559	1,846	2,510	3,171	总资产增长率	9.96%	12.21%	18.94%	18.43%	6.88%	10.15%
资本开支	-866	-658	-1,685	-5,496	-804	-605	资产管理能力						
投资	-706	-208	-481	-1	0	0	应收账款周转天数	33.3	27.1	29.1	30.0	30.0	30.0
其他	442	292	146	427	520	540	存货周转天数	15.1	23.1	24.2	22.0	22.0	22.0
投资活动现金净流	-1,130	-574	-2,020	-5,069	-284	-65	应付账款周转天数	25.6	27.5	21.9	23.0	23.0	23.0
股权募资	20	7	188	4,525	0	0	固定资产周转天数	281.6	243.0	274.5	284.1	210.7	165.3
债权募资	167	289	3,013	-2,449	-392	1	偿债能力						
其他	-551	-777	-789	-707	-896	-859	净负债/股东权益	12.71%	21.85%	39.27%	23.96%	14.88%	2.82%
筹资活动现金净流	-364	-480	2,412	1,369	-1,287	-858	EBIT利息保障倍数	8.5	11.5	4.7	3.9	8.9	14.4
现金净流量	239	-275	951	-1,854	938	2,248	资产负债率	30.85%	31.96%	42.09%	28.40%	26.42%	25.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B