

2012年11月22日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83711632 tanq@ghzq.com.cn

联系人：

谭倩
0755-83711632 tanq@ghzq.com.cn
何魏伟
0755-23824865 heww@ghzq.com.cn

十二五期间大力推进天然气业务，

LNG、CNG 全面发展

一天富热电（600509）点评报告

事件：

11月22日，公司公告2013年-2015年天然气发展规划，谋划大力开展天然气业务。

投资要点：

- **大力推进天然气业务，CNG、LNG 全面发展** 公司公布天然气业务发展规划，计划 2013 年至 2015 年投资 3.8 亿元在全疆建设布点约 50 座加气站（以 LNG 为主）并敷设站点周边居民天然气入户工程，新建天然气门站 2 座；同时，投资 17600 万元新建 20 座加气站（以 CNG 为主）及 18 公里工业用气管网，十二五期间大力推进天然气业务。
- **汽车改装高峰来临，车用天然气是成长亮点** 公司拥有石河子地区天然气的特许经营权，主要业务包括民用天然气和车用天然气。石河子地区有 60 万人口，其中城镇人口约 30 万人，约 11 万户，目前入户率达到 98%，维持稳定发展，随人口增长每年保持增长。除民用燃气外，2012 年车用天然气销量预计达到约 3000 万方。随着国内成品油价格不断攀升，CNG 汽车的经济性凸显，石河子市及周边地区在 2011 年放开私家车改装 CNG 的政策，2012-2014 年是私家车改造高峰。石河子地区有小汽车约 7.5 万辆，目前已完成改造的大致有 1 万多辆，改造比例不到 20%。公司已建成 4 座 CNG 加气站，但由于石河子地区 CNG 加气站数量有限，时常出去车辆派长队现象。可比城市阿克苏市，目前约 27 万城市人口，因早一年放开私家车 CNG 改装，目前已有 10 座 CNG 加气站，车用天然气销售量超过 5000 万方，汽车改造比例在 30%-40%。而更早启动 CNG 汽车改造的乌鲁木齐市目前改造比例约 70%。此次，公司投建 20 座 CNG 加气站，借汽车改装需求，大力发展 CNG 业务。与此同时，公司与兵团合作建设 50 座 LNG 加气站，积极进入新疆，尤其是北疆地区交通主干线上的 LNG 加气站市场。预计全部加气站项目建成后，天然气业务将贡献超过 1.4 亿利润，打造除电力业务外的又一支柱业务。
- **高能耗企业进驻石河子地区，电力需求持续高涨** 随着国家对新疆及兵团 12 个重点发展产业实行差别化产业政策，并将 6 个产业的项目核准权下放到自治区和兵团发改委。自 2011 年开始，高能耗企业西部转移速度加快，大批企业进驻石河子市。石河子市虽然没有煤炭资源，但优势在于有独立电网，电价比从国网采购便宜 0.01-0.02 元，因此吸引了多晶硅、电解铝、金属加工等企业入住，用电需求量快速攀升。石河子地区电力需求从 2011 年 30 多亿度上升至 2012 年约 70 亿度，预计 2013 年可能达到 100 亿度。预计公司 2012 年仅电力销售收入增长达到 75-80%，2013 年、2014 年电力销售收入增长也将达到 40% 以上。

- 公司自建和代建电厂逐步投运，发电能力提升带动利润率上升** 天富热电独家经营石河子地区的电网，其电源来自公司自建电厂，石河子地区其他企业电厂和国网的采购。公司目前自有电源装机约 56 万千瓦，发电小时数约 6900-7000 小时，满负荷运行，年供电能力约 33 亿度。随着近年来石河子地区的用电需求快速上升，公司外购电量占供电量大幅上升，2012 年上半年比例达 46.5%。为解决石河子地区电力缺口，2012 年公司发起在融资，募集资金用于 2×30 万千瓦热电联产扩建工程。项目预计在 2013 年底建成投产，2014 年贡献业绩。公司代建国资公司的 2×33 万千瓦热电厂已经分别于 2011 年年底和 2012 年上半年投产，公司以 0.2 元/度的上网电价采购并入天富热电的电网，比公司的发电成本高，但低于从国网采购的电价。目前国资公司还有 50 万千瓦机组在建，预计 2012 年底投产 30 万千瓦，2013 年投产 20 万千瓦，将是 2013 年石河子地区发电量的主要增长来源。如果石河子区内的发电量不足，公司还将从国网采购电量，但采购电价高于公司的销售电价，预计 2012 年从国网采购电量达到约 7 亿度。但随着 2013 年石河子区内国资公司电厂投运，2014 年公司再融资 2*30 万千瓦机组投运，公司有望逐步下降从国网的采购电量，提升盈利能力。
- 给予“买入”评级** 随着石河子市电力需求持续高涨，公司和区内电厂的陆续投运，以及煤炭价格的下行，公司电力收入和利润正快速提升。同时看好公司天然气业务的发展空间，但基于保守原则，预计加气站的谈判、建设需要一定时间，暂不调整盈利预测，预计公司 2012-2014 年摊薄 EPS 分别为 0.42 元、0.57 元、0.87 元（已考虑再融资最大可能的股本摊薄），对应 PE 分别 16 倍、12 倍、8 倍，给予“买入”评级。
- 风险提示** 煤炭价格上涨，高能耗企业西部转移速度低于预期等

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2398	2748	3740	4992
增长率(%)	28%	15%	36%	33%
净利润（百万元）	399	277	519	784
增长率(%)	174%	-31%	87%	51%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.42	0.57	0.87
ROE(%)	16.89%	10.83%	10.66%	14.45%

表 1、天富供电来源

供电来源	主要机组	装机容量（万千瓦）	投运时间	2012 年预计供电量（亿度）
天富热电电源装机	公司现有装机 56 万千瓦	56	已投运	33
	再融资募投 2*30 万千瓦	60	2013 年底	
	规划建设 2*60 万千瓦	120	2015-2016 年	
天富热电网下其他企业装机	代建 2*33 万千瓦	66	33 万千瓦 2011 年中投运， 33 万千瓦 2012 年中投运	29
	当地国资公司建设 50 万千瓦	50	30 万千瓦 2012 年底投运， 20 万千瓦 2013 年投运	
	新疆天业集团自备电厂	补给电源	已投运，作为石河子的补给电源	
国网	补给电源，未来预计逐步降低采购电量			7

资料来源：国海证券研究所

表 2、天富热电盈利预测

证券代码: 600509.sh 股票价格: 6.91 投资评级: 买入 日期: 2012/11/21

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	17%	11%	11%	14%	EPS	0.61	0.42	0.57	0.87
毛利率	31%	30%	32%	33%	BVPS	3.43	3.72	5.25	5.86
期间费率	20%	17%	14%	13%	估值				
销售净利率	17%	10%	14%	16%	P/E	11.35	16.35	12.05	7.98
成长能力					P/B	2.02	1.86	1.32	1.18
收入增长率	28%	15%	36%	33%	P/S	1.89	1.65	1.67	1.25
利润增长率	174%	-31%	87%	51%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.32	0.34	0.34	0.40	营业收入	2398	2748	3740	4992
应收账款周转率	1.86	2.20	3.81	4.52	营业成本	1651	1932	2533	3337
存货周转率	4.70	4.83	6.02	7.21	营业税金及附加	66	75	102	137
偿债能力					销售费用	29	33	43	55
资产负债率	68%	69%	56%	57%	管理费用	241	179	224	290
流动比	1.30	1.25	1.51	1.58	财务费用	135	183	166	155
速动比	1.16	1.10	1.38	1.47	其他费用/(-收入)	254	0	1	7
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	531	346	671	1026
现金及现金等价物	1033	1389	3249	4521	营业外净收支	16	25	25	25
应收款项	1287	1249	982	1105	利润总额	547	371	696	1051
存货净额	351	416	438	482	所得税费用	148	93	174	263
其他流动资产	510	584	748	998	净利润	399	278	522	788
流动资产合计	3181	3638	5417	7107	少数股东损益	0	1	3	4
固定资产	3107	3046	3241	4417	归属于母公司净利润	399	277	519	784
在建工程	639	910	1931	531	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	53	53	47	42	经营活动现金流	(312)	20	239	(208)
长期股权投资	212	215	218	221	净利润	399	278	522	788
资产总计	7490	8161	11154	12617	少数股东权益	0	1	3	4
短期借款	830	830	830	830	折旧摊销	277	316	310	329
应付款项	599	949	1354	1880	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	344	469	741	1126	营运资金变动	(989)	(576)	(596)	(1329)
其他流动负债	672	672	672	672	投资活动现金流	(356)	(213)	(1219)	221
流动负债合计	2445	2920	3597	4507	资本支出	129	(210)	(1216)	224
长期借款及应付债券	2180	2180	2180	2180	长期投资	3	(3)	(3)	(3)
其他长期负债	503	503	503	503	其他	(488)	0	0	0
长期负债合计	2683	2683	2683	2683	筹资活动现金流	1024	(83)	1794	(235)
负债合计	5127	5602	6279	7190	债务融资	920	0	0	0
股本	656	656	906	906	权益融资	4	0	1950	0
股东权益	2363	2558	4874	5427	其它	101	(83)	(156)	(235)
负债和股东权益总计	7490	8161	11154	12617	现金净增加额	356	(277)	813	(222)

【电力设备与新能源小组介绍】

张晓霞：国海证券研究所副所长，多年煤炭、电力行业研究经验。

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

国海证券机构销售部人员联系方式

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宇	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn