

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

兵团全力打造综合能源平台，天富热电电力、 天然气业务跨越式发展（买入） ——天富热电（600509）深度研究报告

投资要点：

- **高能耗企业西部转移，电力需求快速增长** 新疆经济工作座谈会后，国家对新疆及兵团 12 个重点发展产业实行差异化产业政策，并将 6 个产业的项目核准权下放到自治区和兵团发改委。石河子市规划了四大工业园区，合盛硅业、天山铝业、豫丰碳化硅、万特石灰石、天宏硅业等高能耗企业逐步进驻。高能耗产业西部转移带来石河子市自 2011 年下半年起电力需求量持续高涨。电力需求从 2011 年 36 亿度上升至 2012 年约 65-70 亿度，预计 2013 年可能达到 85-100 亿度。
- **积极布局电源装机，十二五装机容量扩大六倍** 公司经营石河子市的独立电网和电源。2011 年后电力需求量快速增长，公司及农八师积极布局电源装机扩容。以上市公司、农八师国有资产管理公司为主体，2011-2015 年规划投资多个电源项目，五年内农八师（含天富热电电源和国有资产管理公司代建的电厂）整体装机容量将从 2011 年的 56.2 万千瓦上升至 2016 年约 380 万千瓦，实现六倍的增长。而公司拥有厂网一体的经营模式，电力业务利润率也明显高于行业平均水平。预计 2012 年电力利润增长达到 80%，2013 年、2014 年电力净利润增长率都将超过 50%。
- **兵团打造北疆电网，公司面临战略性发展机会** 兵团充分认可独立电网对农八师经济的带动作用，计划在北疆其他各师投资升级电网，以招商引资发展当地工业，未来逐步完成北疆各师之间的联网。同时，兵团规划促进跨师的产业合作和资源互换，以兵团各上市公司为平台，整合打造兵团的产业集团。作为兵团唯一的电力、电网上市公司，天富热电有望成为兵团综合能源业务板块的核心运营主体、资产整合平台和投融资平台。天富热电有望从石河子的区域性电源、电网企业，依托兵团，发展成为跨区域的，尤其是北疆片区的，电网、电源企业，天富热电在十二五期间面临战略性发展机会。
- **大力推进天然气业务，车用天然气成为亮点** 公司特许经营石河子市民用和车用天然气业务。顺应“气化新疆”的总体要求，公司规划自 2013 年至 2015 年投资 3.8 亿元在全疆建设布点约 50 座加气站并敷设站点周边居民天然气入户工程，以“市区—团场—交通干线”为路线，扩大天然气业务范围。2013 年已规划新建 20 座加气站（CNG8 座、LNG12 座）、2014 年再建 20 座加气站。预计全部建成投运后，不考虑调价因素，年销售天然气达到 41132 万方，年净利润超过 1.2 亿元。相比公司 2011 年约 3400 万方销售气量，约 392 万净利润，五年时间，天然气收入有望增长 15 倍以上，净利润增长 30 倍以上。
- **天然气提价预期高，构筑想象空间** 早在 2010 年自治区已提出需逐步理顺车用天然气与汽油的比价关系。2011 年底，乌鲁木齐以天然气与汽油 0.6:1 的比价关系核定，将 CNG 销售价格由 2.08 元/立方米调整为 4.07 元/立方米。预计 2013 年新疆天然气调价将再次提上日程，天富热电所在的石河子市有望成为第二批调价城市。如果天然气提价将大幅提升公司盈利能力，构筑想象空间。
- **盈利预测** 预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.42 元、0.57 元、0.87 元，对应 PE 分别 18.1 倍、13.3 倍、8.7 倍，公司电力业务快速增长，天然气业务也有望提升公司业绩和估值，维持“买入”评级。

- **风险提示** 高能耗企业转移进度低于预期；宏观经济形势恶化，企业投资和开工率明显下降；新疆煤炭价格快速上行；公司天然气加气站建设进度低于预期等。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E	市场数据	2012/12/11
主营收入（百万元）	2398	2748	3740	4992	当前价格（元）	7.59
增长率(%)	28%	15%	36%	33%	52周价格区间（元）	6.37-9.48
净利润（百万元）	399	277	519	784	总市值（百万）	4976.74
增长率(%)	174%	-31%	87%	51%	流通市值（百万）	4976.74
摊薄每股收益（元）	0.61	0.42	0.57	0.87	总股本（万股）	65569.66
ROE(%)	16.89%	10.83%	10.66%	14.45%	流通股（万股）	65569.66

目 录

1、区域性电源、电网、天然气供应企业.....	4
2、高能耗企业西部转移，电源、电网业务快速发展.....	5
2.1、石河子地区经济快速发展.....	5
2.2、高能耗企业大批进驻石河子，电力需求高速增长.....	6
2.3、未来五年装机容量将增长六倍.....	6
2.4、厂网合一，电力业务盈利能力高.....	8
2.5、兵团构建北疆电网，公司面临战略性发展机会.....	8
3、供热业务稳定发展，存在提价空间.....	9
4、大力推进天然气业务，车用天然气成为亮点.....	9
4.1、民用天然气随城镇发展稳定增长.....	9
4.2、汽车改装高峰来临，车用天然气是成长亮点.....	10
4.3、工业天然气业务逐步开展.....	11
4.4、天然气业务盈利快速增长，调价预期是想象空间.....	11
4.5、气源有保障.....	12
5、盈利预测.....	13

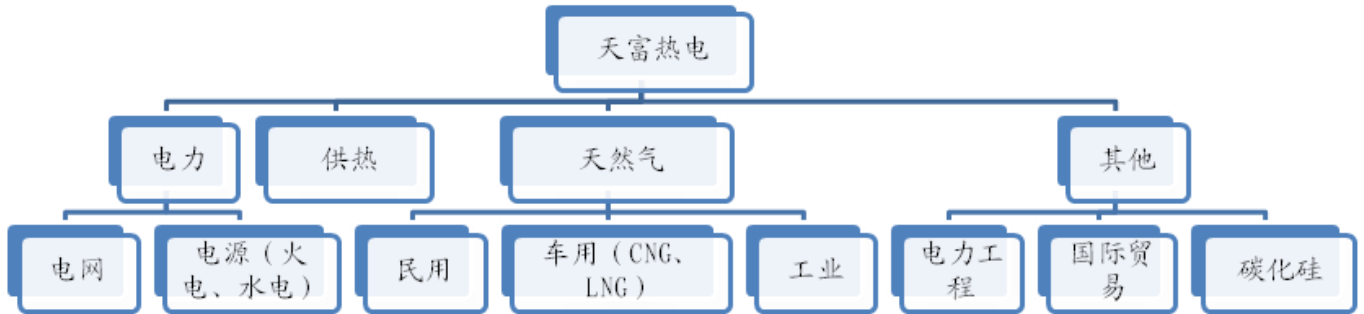
图表索引

图 1、公司主营业务.....	4
图 2、天富热电公司股权构成.....	4
图 3、石河子区域位置示意图.....	4
图 4、石河子市以及新疆生产建设兵团生产总值（亿元）.....	5
图 5、农八师石河子 GDP 占兵团总 GDP 份额.....	5
图 6、2006-2011 年天富热电售电量（亿度）.....	6
图 7、2012-2015 年天富热电售电量预测（亿度）.....	6
图 8、天富热电电源装机容量（万千瓦）.....	7
图 9、天富热电与火电行业毛利润对比.....	8
图 10、新疆地区供暖价格（元/平方米）.....	9
图 11、石河子地区供热面积预测（万/平方米）.....	9
图 12、工业用气量预计（万方/日）.....	11
表 1、新疆生产建设兵团生产总值（亿元）.....	5
表 2: 石河子地区电源建设规划.....	7
表 3、2013 年公司新建天然气加气站规划.....	10
表 4、2013-2015 年公司天然气业务预计投资、供气、盈利情况.....	11
表 5、2013 年公司新建天然气加气站规划.....	12
表 6、天富热电盈利预测.....	14

1、区域性电源、电网、天然气供应企业

公司前身是石河子电力工业局，电力部改革时，没有并入五大电力公司和两大电网，成为新疆地区唯一一家“厂网合一、电热并举”的能源企业。

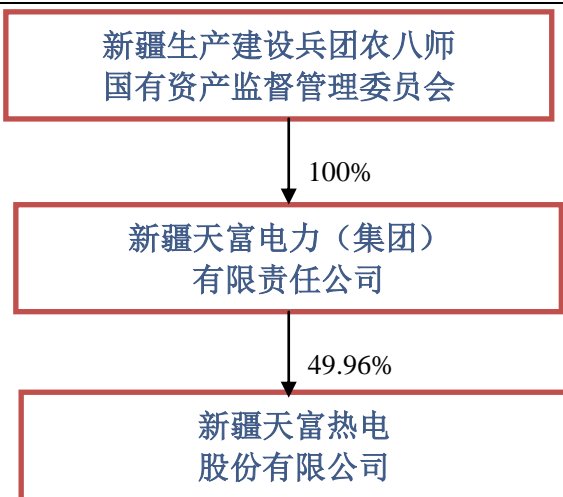
图 1、公司主营业务



资料来源：公司主页、国海证券研究所

公司目前主营业务包括独立电网、火电、水电、供热、天然气等，是新疆石河子地区电力、热力以及燃气供应商。公司控股股东为新疆天富电力（集团）有限责任公司，实际控制人为新疆生产建设兵团农八师国有资产监督管理委员会。

图 2、天富热电公司股权构成



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 3、石河子区域位置示意图



资料来源：国海证券研究所

2、高能耗企业西部转移，电源、电网业务快速发展

2.1、石河子地区经济快速发展

石河子市为新疆建设兵团农八师所在城市，地处新疆天山北麓中段，准噶尔盆地南缘，天山北坡经济带腹地，东距乌鲁木齐市约 150km。农八师石河子垦区范围包括石河子市区、14 个农牧团场、两个河系管理处。管辖面积 7529 平方千米，2012 年人口达 72 万，其中石河子市区面积 460 万平方千米，人口 37 万。

过去兵团的经济发展以农业为主，2006-2011 年新疆建设兵团生产总值复合增长率达到 20.6%，但第二产业复合增长率达到 29.9%。近几年工业发展快速，目前工业占生产总值比例已超过 38%。

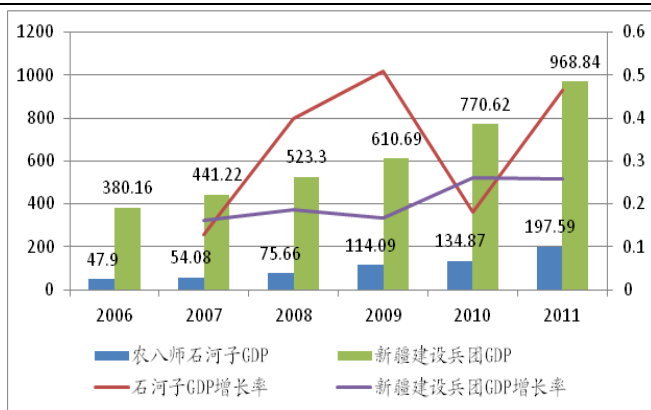
表 1、新疆生产建设兵团生产总值（亿元）

新疆建设兵团 GDP	生产总值（亿元）	第一产业（亿元）	第二产业（亿元）	第三产业（亿元）
2006	380.16	146.32	99.42	134.42
2007	441.22	162.59	127.45	151.18
2008	523.3	182.32	166.09	174.89
2009	610.69	204.73	206.57	199.39
2010	770.62	278.81	262.27	229.54
2011	968.84	327.62	367.27	273.95
复合增长率	20.6%	17.5%	29.9%	15.3%

资料来源：新疆生产建设兵团主页、国海证券研究所

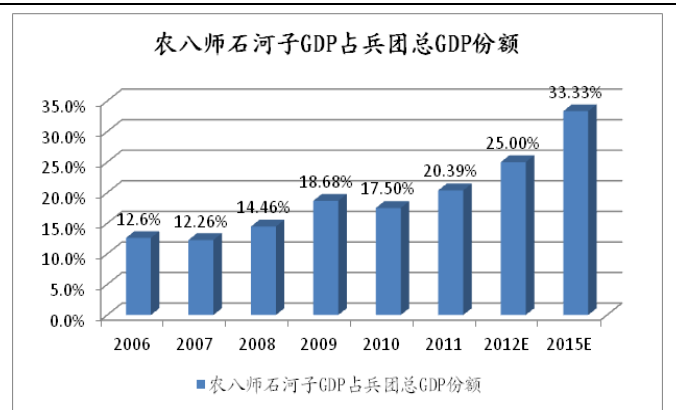
农八师所在石河子地区因为具有独立电网，能源优势显著，工业发展尤其快速，GDP 增长速度明显高于兵团整体水平。2006 年-2011 年石河子 GDP 复合增长率达到 32.7%。2011 年农八师石河子生产总值占新疆建设兵团生产总值比例已达到 20.4%，预计 2012 年占比达到 25%。

图 4、石河子市以及新疆生产建设兵团生产总值（亿元）



资料来源：石河子统计年鉴、国海证券研究所

图 5、农八师石河子 GDP 占兵团总 GDP 份额



资料来源：石河子统计年鉴、国海证券研究所

按照兵团和农八师的发展规划，到 2015 年，石河子城市人口达到 45 万；石河子 GDP 在兵团整体的占比达到 1/3 以上，其中工业占 GDP 比重提升至 54%。石河子经济的快速发展将依靠并促进当地电力、电网等基础设施的快速增长。

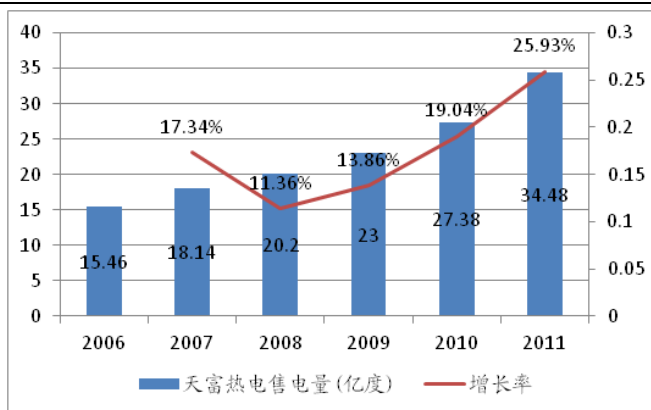
2.2、高能耗企业大批进驻石河子，电力需求高速增长

2009 年七五事件后，三次新疆经济工作座谈会后，新疆定位为煤炭、电力、煤化工基地。国家对新疆及兵团 12 个重点发展产业实行差异化产业政策，并将 6 个产业的项目核准权下放到新疆维吾尔自治区和兵团发改委。从地方来看，新疆各地方政府都积极规划了多个重型工业园区，招商引资吸引高能耗企业进驻。

石河子市规划了化工新材料产业园区、北工业园区、经济开发区和玛河工业园等四大工业园区。石河子市虽然没有煤炭资源，但优势在于有独立电网。2011-2012 年主要有合盛硅业、天山铝业、豫丰碳化硅、万特石灰石、天宏硅业、天盛印染等企业逐步进驻。随着石河子地区一系列用电大户陆续投产，当地电量需求逐步增大。

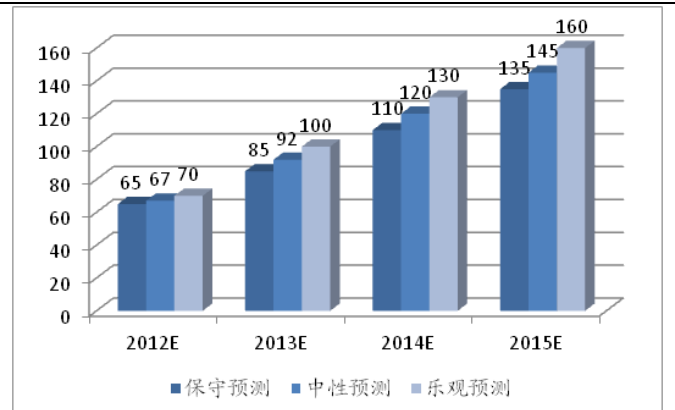
农八师石河子天富热电公共电网 2006 年至 2011 年的销售电量复合增长率达到 17.4%。而 2012 年天富热电公共电网覆盖下的电力需求预计从 2011 年的约 36 亿度上升至约 65-70 亿度。2013 年有望达到 85-100 亿度，2014 年有望达到 110-130 亿度。2012-2015 年天富热电销售电量的复合增长率有望达到 40%。

图 6、2006-2011 年天富热电售电量（亿度）



资料来源：天富热电年度报告、国海证券研究所

图 7、2012-2015 年天富热电售电量预测（亿度）



资料来源：国海证券研究所

2.3、未来五年装机容量将增长六倍

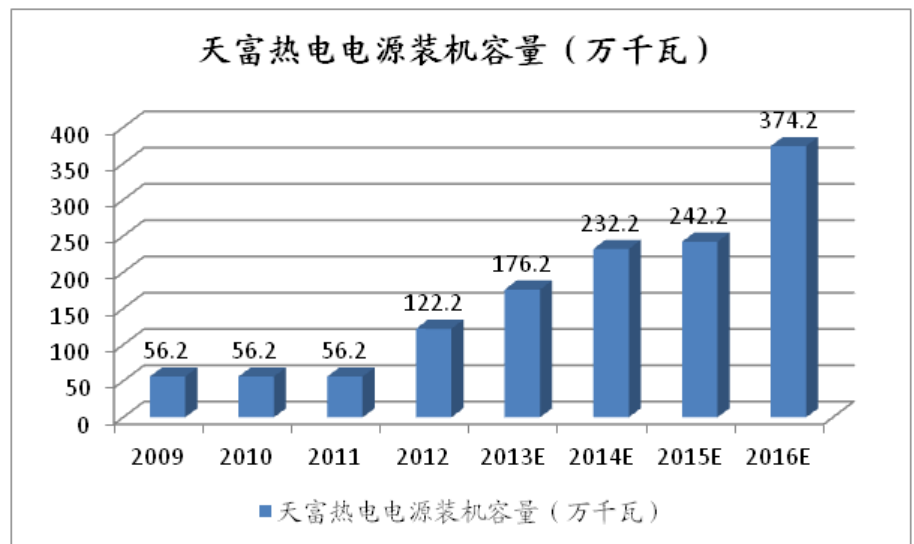
由于石河子地区电力需求增长迅速，天富热电过去几年需要外购电以弥补装机容量不足的问题。2009-2012 年外购电量逐年增加，而从国网购电成本高于石河子地区的售电价格，外购电力对公司产生损失。公司及农八师积极布局电源装机扩容，以上市公司、农八师国有资产管理公司为主体，2011-2015 年规划投资多个电源项目，五年内农八师（含天富热电电源和国有资产管理公司代建的电厂）整体装机容量将从 2011 年的 56.2 万千瓦上升至 2016 年约 380 万千瓦，实现六倍的增长。

表 2: 石河子地区电源建设规划

石河子区域供电来源	主要机组	装机容量(万千瓦)	投运时间
天富热电电源装机	公司现有装机 56.2 万千瓦	56.2	已投运, 其中共约 10 万千瓦小火电机组计划在 2014 年关停
	再融资募投 2*33 万千瓦	66	2013 年底
	规划建设 2*66 万千瓦	132	2016 年
农八师国有资产管理公司代建电厂	国资公司代建 2*33 万千瓦	66	33 万千瓦 2011 年底投运, 33 万千瓦 2012 年中投运
	国资公司代建 4*13.5 万千瓦	54	27 万千瓦 2012 年 11 月, 27 万千瓦 2013 年中
	国资公司代建肯斯瓦特水电站 10 万千瓦	10	2014 年底投运
当地企业自备电厂	新疆天业集团自备电厂	-	已投运, 目前以国网为备用, 待公司 220kV 电网升级后, 可能以天富热电网为备用, 缴纳备用费用
	天山铝业、合盛硅业等企业的自备电厂	-	筹备中, 待公司 220kV 电网升级后, 可能以天富热电网为备用, 缴纳备用费用
国网	石河子地区补给电源, 未来预计逐步降低采购电量		

资料来源: 天富热电年度报告、国海证券研究所

图 8、天富热电电源装机容量 (万千瓦)



注: 含农八师国资公司代建电厂

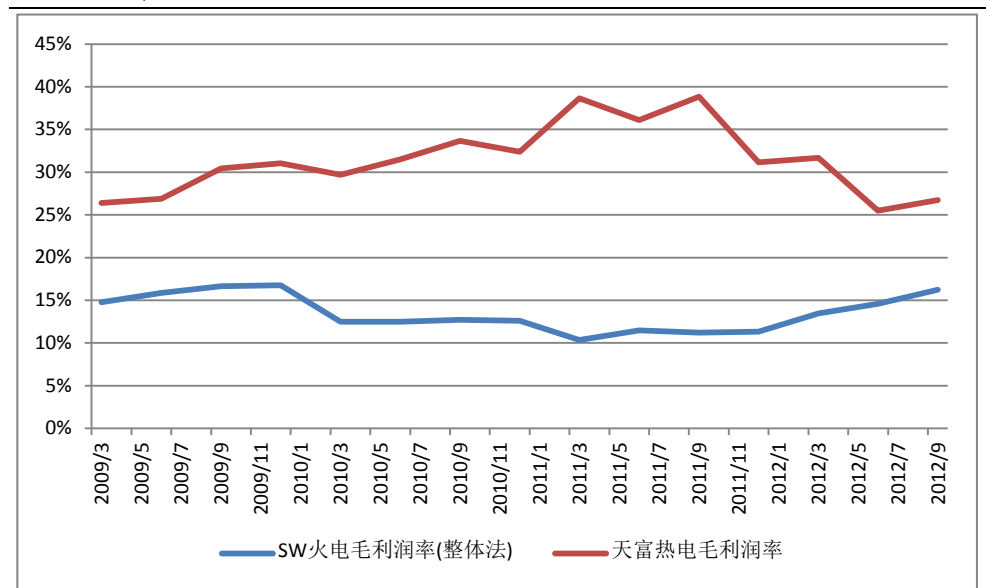
资料来源: 天富热电年报、国海证券研究所

2.4、厂网合一，电力业务盈利能力高

公司属于石河子地区的电厂、电网合营企业。公司拥有石河子地区的公共电网，由公司负责石河子地区的公共电网调度，独立运行但与国网新疆电网相连。石河子区内的电厂所发电量通过公司的电网送往用户，石河子区内如有电量余缺，公司可与国网进行电量交易。

公司同时获取电源、电网利润，公司电厂不存在依赖公共电网的电价低、上网电量受限等问题，公司电力业务的毛利率明显高于同行其他公司。

图 9、天富热电与火电行业毛利润对比



资料来源：国海证券研究所

2.5、兵团构建北疆电网，公司面临战略性发展机会

12月1日，兵团和兵团农八师领导与天富热电在石河子召开《农八师石河子市电网发展战略研讨会》。新疆建设兵团充分认可和肯定农八师石河子发展模式和独立电网对当地经济的带动作用。希望在北疆其他地区复制发展模式，计划在农六、七、九师投资升级电网，以招商引资发展当地工业。未来逐步完成北疆各师之间的联网。预计首先完成农八师的220KV电网改造和实现与农七师的联网。

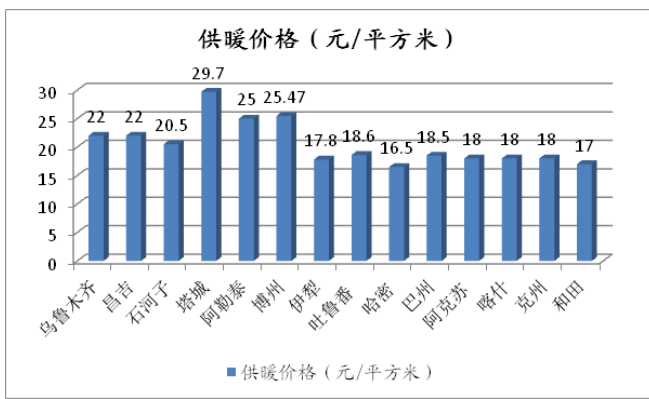
十二五期间，兵团规划促进跨师的产业合作和资源互换，以兵团各上市公司为平台，整合打造兵团产业集团。作为兵团唯一的电力、电网上市公司，天富热电有望成为兵团综合能源业务板块的核心运营主体、资产整合平台和投融资平台。天富热电有望从石河子的区域性电源、电网企业，依托兵团，发展成为跨区域的，尤其是北疆片区的，电网、电源企业，天富热电在十二五期间面临战略性发展机会。

3、供热业务稳定发展，存在提价空间

石河子采暖期一般从 10 月 15 日到 4 月 15 日，长达六个月。目前石河子地区供热面积约 1600 万平方米，而公司供热面积覆盖约 1400 万平方米，基本垄断石河子地区供暖产业。预计未来公司每年将新增约 100-150 万平方米供热面积，随石河子城镇化建设保持增长。

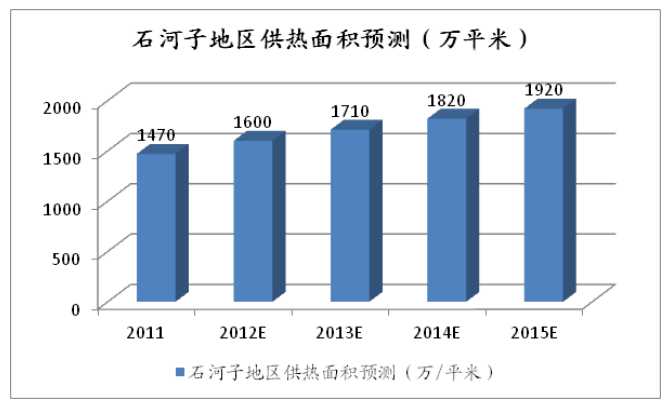
公司供热业务最大看点在于，目前每平米供热价格仅 20.5 元，低于北疆周边地区约 22-25 元的供热价格。如果公司获批提高供热价格有望带来新增约 3000 万利润。

图 10、新疆地区供暖价格（元/平方米）



资料来源：新疆发改委、国海证券研究所

图 11、石河子地区供热面积预测（万平方米）



资料来源：新疆发改委、国海证券研究所

4、大力推进天然气业务，车用天然气成为亮点

天富热电天然气业务通过其持股 80% 的子公司天源燃气有限公司开展，公司拥有石河子地区天然气的特许经营权，自 2001 年就开始从事天然气业务。但 2010 年以前，公司天然气业务仅局限于民用天然气，因气价低、销售量增长有限，对公司的收入和盈利影响较小，被公司在主营业务分类中放入了“其他商品收入”。

2010 年中央新疆座谈会召开，提出了“气化新疆”的总体要求，自治区、兵团深入贯彻实施，逐步放开车用、工业天然气经营限制，天然气行业在新疆得到了快速发展。2011 年公司在石河子新建的 4 座 CNG 加气站，截止 2012 年 10 月已实现利润 1068 万，比去年同期 392 万元增加了 676 万元，增幅 172%。十二五期间，公司规划以车用天然气为主，大力推广天然气业务，打造又一支柱产业。

4.1、民用天然气随城镇发展稳定增长

2012 年石河子地区人口达 72 万，其中城市人口约 37 万。截止 2012 年，已开通使用天然气 11.3 万户，气化率约在 98% 以上，民用燃气销量约 1500-1600 万

方。预计未来随城镇化和人口增长，维持稳定发展，年增长率约 10%。

4.2、汽车改装高峰来临，车用天然气是成长亮点

石河子市车用天然气起步晚，发展空间大

自 2010 年中央新疆座谈会提出了“气化新疆”的总体要求后，新疆各个城市逐步放开私家车的油气改造。随着国内成品油价格不断攀升，CNG 汽车的经济性凸显，汽车改装高峰来临。

目前，石河子地区轿车及客车保有量近 8 万辆，货运车辆约 1.7 万辆。预计车辆数量每年以约 10% 的速度增长。石河子地区进行油气改装的轿车及客车约 3 万辆，改造比例约 30%。除中石油新捷公司早期在石河子建设了 4 个 CNG 加气站外，天富热电建设 4 个 CNG 加气站已于 2011 年底投运。但由于加气站数量较少，车辆排队问题明显。从新疆其他城市的发展情况来看，可比城市阿克苏市，目前约 27 万城市人口，因 2010 年就放开私家车 CNG 改装，目前已有 10 座 CNG 加气站，仍在快速扩建过程中，车用天然气销售量超过 5000 万方，汽车改造比例接近 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%。石河子市区的 CNG 业务仍有较大的发展空间。

依托兵团，2013-2015 年公司扩建 50 座加气站

十二五期间，公司规划大力发展天然气业务，以“市区—团场—交通干线”为路线，扩大业务范围。规划自 2013 年至 2015 年投资 3.8 亿元在全疆建设布点约 50 座加气站并敷设站点周边居民天然气入户工程。其中石河子市区拟定再建 16 座加气站，同时以石河子市为基础，依托兵团，扩展到石河子周边兵团团场；并考虑与兵团石油合作，依靠兵团石油在全疆 175 个加油站，在全疆布局 LNG 加气站。具体来看，2013 年已规划新建 20 座加气站（CNG8 座、LNG12 座），2014 年再建 20 座加气站。

表 3、2013 年公司新建天然气加气站规划

市区加气站	团场加气站	LNG 加气站
长远加气站	134 团加气站	农七师 124 团
城南加气站	144 团加气站	农七师 137 团
南山新区加气站	莫管处加气站	农六师 102 团
北工业园加气站	148 团加气站	农六师 107 团
	150 团加气站	农五师 91 团
	135 团加气站	农二师 24 团
	141 团加气站	农二师 27 团
	133 团加气站	农七师 129 团

资料来源：公司 2013-2015 年天然气发展规划公告

预计 50 个加气站全部建成投运后，年销售天然气达到 41132 万方，预计年净利润超过 1.2 亿元。相比公司 2011 年约 3400 万方销售气量，约 392 万净利润，五年时间，收入有望增长 15 倍以上，净利润增长 30 倍以上。

表 4、2013-2015 年公司天然气业务预计投资、供气、盈利情况

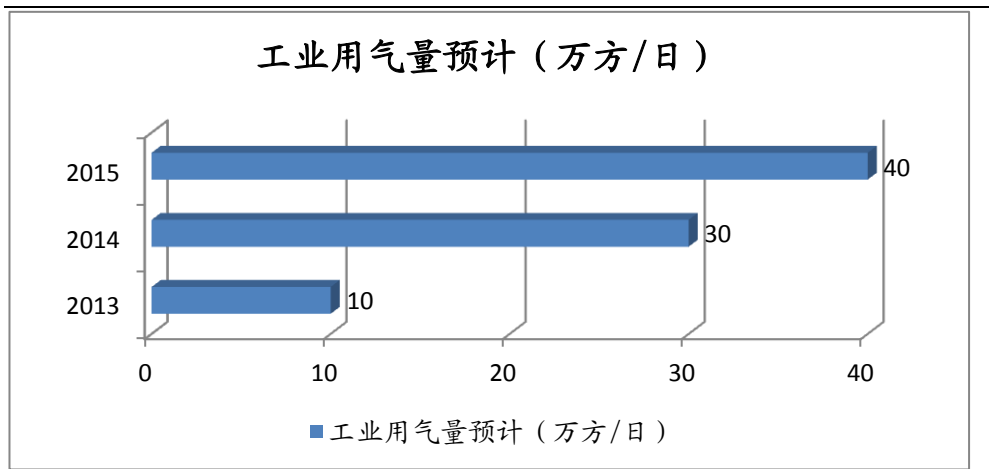
年份	投资额 (万元)	供气量 (万方)	收入 (万元)	成本 (万元)	利润总额 (万元)
2013	17,600.00	9,587.00	17,409.52	14,025.65	3,383.87
2014	13,155.50	29,837.00	55,599.98	43,451.95	12,148.03
2015	7,276.00	41,132.00	81,452.46	67,418.04	14,034.42
合计	38,031.50	80,556.00	154,461.96	124,895.64	29,566.32

资料来源：公司 2013-2015 年天然气发展规划公告

4.3、工业天然气业务逐步开展

公司将逐步启动工业天然气业务，2013 年计划投资 1550 万元建设北工业园区 16 公里工业用气管网，用于天山铝业工业用气供应，兼顾到沿途其他工业用户的天然气需求。预计 2013 年日供气量 10 万方，到 2015 年达到日供气量 40 万方。另外，公司也将逐步开拓市区工业供气业务。

图 12、工业用气量预计 (万方/日)



资料来源：国海证券研究所

4.4、天然气业务盈利快速增长，调价预期是想象空间

讨论已久的《天然气利用政策》已经获国家发改委公布，自 2012 年 12 月 1 日施行。其中提到：鼓励“天然气汽车（尤其是双燃料及液化天然气汽车），包括城市公交车、出租车、物流配送车、载客汽车、环卫车和载货汽车等以天然气为燃料的运输车辆。”，以及“合理调控价格。完善价格机制。继续深化天然气价格改革，完善价格形成机制，加快理顺天然气价格与可替代能源比价关系；建立并完善天然气上下游价格联动机制”。同时提到“各省（区、市）可在本政策规

定范围内结合本地实际制定相关实施办法，并报国家发展改革委备案。”

新疆车用天然气市场发展较快，早在 2010 年自治区人民政府办公厅新政发〔2010〕216 号文件就规定需逐步理顺车用天然气与汽油的比价关系。2011 年底，乌鲁木齐市首先下发了《关于调整非居民用天然气和社会车辆用天然气销售价格的通知》，按 2011 年 10 月 9 日以前 90 号汽油最高零售价格 6.79 元/升，以天然气与汽油 0.6:1 的比价关系核定，社会车辆用天然气销售价格由 2.08 元/立方米调整为 4.07 元/立方米。而截至目前临近乌鲁木齐的昌吉市（约 30 公里）、石河子市（约 150 公里）仍保持约 2-2.5 元/立方米。

2012 年换届期间，各类政策变化较少。预计 2013 年新疆天然气调价将再次提上日程，天富热电所在的石河子市有望成为第二批调价城市。如果天然气提价将大幅提升公司盈利能力，构筑想象空间。

表 5、2013 年公司新建天然气加气站规划

地区	CNG 价格（元/方）	LNG 价格（元/方）	地区	CNG 价格（元/方）	LNG 价格（元/方）
乌鲁木齐	4.07	5.4/5.68	博乐市	3.40	待定
昌吉	2.04	待定	鄯善县	2.15	5.60
石河子	2.04	4.2-4.6	阿克苏市	2.55	待定
奇台	3.80	5.40	阿拉尔	2.50	待定
木垒县	3.60	5.40	拜城	2.80	待定
阜康	2.16	5.68	温宿县	2.50	待定
伊犁	3.70	5.28	和田	1.40	待定
乌苏市	2.04	5.40	轮台	1.60	待定
塔城市	4.20	待定	库车	1.80	待定
精河县	3.40	5.50	喀什	2.00	待定
哈密市	3.40	5.1-5.68	巴里坤	3.40	待定
吐鲁番	2.15	待定	托克逊	2.85	待定

资料来源：新疆发改委、国海证券研究所

4.5、气源有保障

西气东输一线、二线、三线均经过石河子市，目前公司所用天然气气源主要来自西气东输一线 10 万方/天、二线 50 万方/天。而农八师市政府从维护社会稳定的大局出发，大力支持天富热电股份公司燃气事业发展，已协调中石油西部管道公司同意在西气东输三线上预留接口，每日供气量约 110 万方。公司拥有约 170 万方/天（约 6 亿方/年）的气源，足够保障公司五年内的天然气发展需求。

5、盈利预测

高能耗产业西部转移带来新疆石河子市自 2011 年下半年起电力需求量持续高涨。石河子地区公共电网下的电力需求从 2011 年 36 亿度上升至 2012 年约 65-70 亿度，预计 2013 年可能达到 85-100 亿度。公司供电量快速增长。预计 2012 年电力销售收入增长达到 70%-80%，2013 年、2014 年电力销售收入增长也有望达到 40%，而净利润增长超过 50%。中长期来看，兵团全力整合打造北疆电网，十二五期间公司电力业务面临战略性发展机会。

公司特许经营石河子市民用和车用天然气业务，而该业务被归类入“其他商品收入”，没有得到市场的充分理解和认识。顺应“气化新疆”的总体要求，2013-2015 年公司规划大力发展以车用天然气为主的天然气业务，规划建设 50 座加气站，天然气业务有望连续三年实现翻倍以上增长。同时，新疆地区车用天然气价格与油价挂钩的调价预期强烈，构筑想象空间。

预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.42 元、0.57 元、0.87 元，对应 PE 分别为 18.1 倍、13.3 倍、8.7 倍，公司电力业务快速增长，天然气业务也有望提升公司业绩和估值，维持“买入”评级。

表 6、天富热电盈利预测

证券代码:		600509.sh		股票价格:		6.94		投资评级:		买入		日期:		2012/10/25	
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	11.40	16.42	12.10	8.02						
成长能力					P/B	2.02	1.86	1.32	1.19						
收入增长率	28%	15%	36%	33%	P/S	1.90	1.66	1.68	1.26						
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】

谭倩：电力设备新能源组组长，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、电力节能环保、天然气、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

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
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

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
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

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