东兴证券
DONGXING SECURITIES

天然气业务连续翻番，成就最具成长性燃气企业

——天富热电（600509）调研报告

2012 年 12 月 13 日

强烈推荐/首次

天富热电 | 调研报告

分析师：弓永峰 执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰 gongyf@dxzq.net.cn 010-66554025

东兴证券

事件：

1. 近日我冒着零下十几度的严寒与大雪，奔袭 3000 多公里来到天富热电进行调研，参观了公司 CNG 加气站并和董事长刘伟，董秘陈志勇等人就公司电网业务、天然气业务等情况进行了深入的交流和沟通。

我们的主要观点：1）公司为石河子市唯一天然气管道运营商，拥有十多年的天然气管网运营史，**独家拥有石河子 CNG 加气站的新建专营权。2)目前拥有石河子 CNG 加气站 4 座，未来增加到 24 座，天然气盈利连续 3 年翻番，成就 A 股增长最快的天然气企业；**3）依托兵团石油全疆 175 个重要运输干线加油站点布局全疆 LNG 站点，打造成为新疆地区最具竞争力的 LNG 站点；**4）依托师市合一的独特兵团优势，获得中石油年超 6 亿方天然气配额，为全疆获的配额最多的上市公司；**5）积极布局工业用气领域，为未来供气燃气业务爆发式增长打下基础；**6）传统电力需求随“高载能”企业“疆移”持续拉升，年增速超过 40%，成就最具成长性的电网企业。**预计 12-15 年电网贡献利润分别为 2.6 亿元、4.76 元和 8.33 亿元，年增速近 80%，成为 A 股增速最快的电网企业。

我们预计公司 12-14 年 EPS 为 0.43 元、0.76（0.55*）和 1.47（1.04*）元（*摊薄），对应 PE 为 18、9.9 和 5.2 倍，给予“强烈推荐”评级。随着燃气业务连续三年翻倍增长，为 A 股上成长最快的天然气公司；高能耗企业新疆迁移带来年增速超 40%电力需求，成就公司为增长最快的电网企业；借助兵团优势，打造横贯北疆地区的燃气及电网业务，保障未来业绩持续高增长，建议价值投资者强烈关注此类业绩提升迅速，估值未被发掘之标的。

观点：

1. 石河子天然气管道十年运营商，取得当地 CNG 业务的唯一新建运营权。

控股子公司天源燃气在十年之前，就进入到石河子天然气管网运营领域，目前为石河子地区民用天然气管网的唯一运营商，拥有 300 多公里的次高压管网，辐射石河子市及周边。石河子城市人口大约 65 万左右，其中城区常住人口约 35 万，公司目前民用燃气业务涉及石河子 11 万余户的燃气供应，年供气量达到 1600 万方，为北疆地区最重要的民用天然气供应商。目前居民天然气业务占到公司总业务量的 40%，随着高盈利能力的车用、商用和工业用天然气比重的增加，公司居民燃气业务比重逐步下降。预计居民管网天然气销量将随着城区人口增加和新城区建设，保持 10-15%的增长，同时居民管网燃气业务为公司开拓新的区域，获取气源打下基础。

2. CNG 加气站业务未来三年连续翻倍。

公司目前在石河子地区已经建成并运营了 4 座 CNG 加气站，目前有 4 做加气站正在紧张建设中，预计 13 年年中将建设还有 4 座加气站投入运营且，到 13 年底将陆续有 16-17 座 CNG 加气站建成投运，为公司 14 年带来利润约 1.06 亿元，增厚 EPS 为 0.16 元（*0.12 元）。CNG 业务成长迅速，远超新疆浩源等其它天然气公司。

目前整个石河子地区加气站除了公司可以持续扩张布点外，其它公司因没有管网运营业务，无法参与，公司独享石河子地区未来 CNG 燃气业务的高成长。根据测算，一座加气站的建设投资约 500-600 万元，其年加气量大约为 700 万方左右，利润达到约 300-500 万。随着 10 年以来，国务院和各级政府越来越重视新疆的稳定以及社会民生，石河子市于 11 年正式推出面向社会车辆的“油改气”政策惠民，目前已有近 2 万辆汽车进行了改造。对于拥有 8 万多辆轿车的石河子市来说，未来“油改气”车的量还有很大空间，保守预计可达到约 6 万辆以上，是目前存量的 3 倍多，这将极大的持续拉动对 CNG 的需求。在我们调研过程中，发现公司加气站经常排上几公里的长龙，价格的 30 万以下的轿车改装成 CNG 的比比皆是（图 1 和图 2）。我们认为，公司未来天然气业务的成长性远超其它天然气类公司，在不考虑天然气 CNG 价格上涨的情况下，12-14 年为公司贡献利润可达 1200 万元、2000 多万元和 5500 万元，贡献 EPS 为 0.02 元，0.04 元和 0.08 元，连续三年翻倍增长。

图 1：公司的一个 CNG 加气站，日加气量可达 3 万方，年利润达到 500 万元以上。

资料来源：天富热电实地调研资料，东兴证券整理

图 2：加气站门口的公路上排气了长龙。

资料来源：天富热电实地调研资料，东兴证券整理

3. 借助“师市合一”的平台，成为全疆最大的低价气源拥有者。

10 年以后，为了确保新疆地区民生，当地政府和中石油达成共识，分别在西气东输 1,2,3 管线上为石河子地区留足配额，确保民生。经过我们测算，目前公司可获得天然气配额已经达到 2.2 亿方，随着三线明后年建成，公司燃气配额最终高达 6.2 亿方/年，远超新疆其它企业所获取的额度。按照此额度计算，**考虑到未来新疆地区燃气提价的因素，未来完全消耗配额之后，燃气业务为公司创造的利润超 10 亿元，再打造 4 个天富热电，为公司未来盈利能力高速发展的基石。**

另外一方面，对比于某企业从海外获得燃气气源，其成本为公司获得气源的价格的两倍以上，国家气源地的用气优惠政策，极大的降低了企业天然气获取的成本，极大提升了公司的盈利能力。把公司打造成全疆最具竞争力的低价气源拥有者。

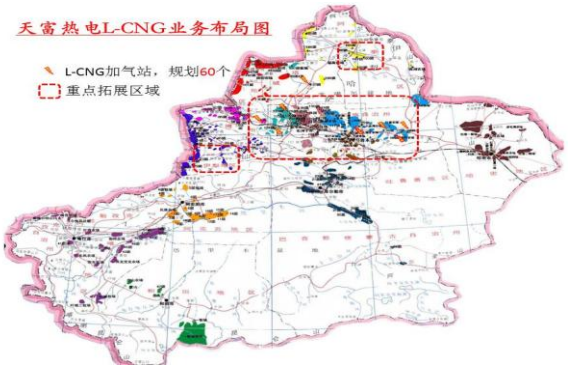
3. 依托兵团石油网点优势，LNG 迅速布局全疆关键结点，拉升未来业绩。

公司 LNG 业务也在积极开展中，目前已经自己建成一个 LNG 加气站。依托兵团在全疆有 170 多座加油站之优势，积极和兵团石油开展合作，开展 LNG 加气站业务。公司已经在新疆重要战略节点上，布局了 LNG 加气站业务，相比于 CNG，其 LNG 的布站范围可以延伸到 1000KM，是 CNG 的 6 倍以上，同时 LNG 价格与柴油挂钩，为其价格的 70%左右，达到 4 元/方，远超 CNG 价格，未来随着 LNG 车辆的增加以及站点的完善，其单位燃气的盈利状况将更高，LNG 业务的增长为公司 13-15 年车用燃气业务打下坚实基础，预计未来公司在全疆布局的 LNG（含 L-CNG）总站数达到 33-34 座，且其布局位置具有显著优势，为公司带来巨大业绩。

图 3：“油改气”大势所趋，30 万以下车争相烧气，成本比烧汽油节约 70%以上。

资料来源：天富热电实地调研资料，东兴证券整理

图 4：依托兵团石油 170 多个现有加油站布局优势，布局全疆 L-CNG 业务。



资料来源：天富热电实地调研资料，东兴证券整理

4. 工业用天然气随高载能企业“疆移”迅速增长，打造燃气业务另一极。

公司目前已经积极和石河子企业接洽商谈工业燃气业务，保守预计未来年供气量可达 3600 万方，且随着产能逐步投产，未来将达到近 1.5 亿方，成为未来公司燃气业务增长的又一极。

一方面，工业燃气业务其管维成本要远低于民用，在现有价格下，保守预计一方气为公司带来约 0.4-0.5 元利润，达产后为公司增加利润约 6000 万元以上。另外一方面，且其价格形成机制更灵活，涨价空间更大且更便捷（无需发改委听证审批）。工业燃气业务会随着石河子产业升级迅速增长，由于工业用天然气价格不受民用气受发改委制约，其价格形成机制灵活，为公司业务留下更多的利润空间。随着价格逐步调整，未来工业天然气业务未来为公司增加利润过亿元。

5. 乌鲁木齐 CNG 价格去年翻番增长，明年石河子 CNG 涨价催生 CNG 盈利翻番。

东兴证券

乌鲁目前CNG价格11年底之前，为2.04元/方，根据自治区政府油气价格联动政策，北疆地区为油价60-70%，南疆地区为油价40-50%的规则，11年底乌鲁木齐CNG涨价到4.07元/方，涨幅高达99.5%。涨价之后，造成乌鲁木齐天然气车辆纷纷跑到距离其30KM的昌吉加气（其气价仍未2.04元/方），严重影响昌吉加气站的正常运行和当地人民的生活，我们研判自治区政府从平衡地区发展平衡角度出发，预计13年三，四季度将会推进CNG价格的涨价调整，假设昌吉，石河子地区价格上涨到3-4元/方，则对公司业绩拉动巨大。保守预计由此带来公司14年CNG利润翻倍，达到约1.06亿元，增厚EPS约0.16元，极大拉动公司业绩。

5. 燃气业务独具布局全疆的潜力，空间巨大。

自10年之后，国家进一步重视新疆的经济发展与稳定。师市合一的经济发展模式被中央和兵团所肯定，未来将积极推进兵团的城镇化和工业化。公司借助于兵团未来城镇化、工业化契机，积极布局全疆兵团燃气管网建设和CNG运营，布局北疆和南疆新型城兵团镇化城市，成为最具有成长空间的天然气公司。保守预计到15年，公司LNG业务全疆布局后，将达到38个站点，带来利润超1.1亿元，极大拉动公司业绩。届时，燃气业务将占到公司利润的30%左右，成为公司新的战略增长点。

6. 电力需求随高能耗企业产能转移急剧增加，持续造就公司电网利润70%以上增长。

与其它火电公司不同，公司除拥有电源点之外，独有石河子地区电网，为“发电-供电”一体化企业。随着高能耗企业，如电解铝、工业硅、电石以及PVC等产业向新疆的迅速转移，新疆地区用电量持续增长。11年公司供电量36亿度，预计12-13年公司供电量需求达到65-70亿度、85-100亿度和110-120亿度，年用电量需求超40%，利润增长接近80%，远超其它地区用电需求和其它电源类企业。保守预计12-14年电力业务为公司带来利润约2.6亿元，4.76亿元和8.3亿元，为公司增厚EPS约为0.4元，0.73元（*0.53元）和1.36元（*0.99元），远超其它电力企业增长速度。

7. 电煤价格具有进一步下降空间，为公司增厚电力业务盈利能力。

公司目前的煤炭主要来源于准东地区，其到厂价格中81%为运输费用。目前公司采用公路运输，其运输成本较高，运输里程长。未来借助于其它物流渠道，则可以降低运输成本30%以上，加之运输距离的缩短，总体运输成本保守预计可下降50%，到厂煤的价格预计可以降低40%，度电成本下降2分钱以上，为公司电力业务增加利润高达30%以上，使得公司电力业务盈利能力极具弹性。

盈利预测与投资建议

公司天然气与电力业务超出市场预期：1）天然气业务增长迅速，利润连续三年翻倍，为A股增长最快的燃气管网企业；2）天然气CNG业务存在涨价空间且涨幅巨大；3）高能耗企业“疆移”拉动电力业务持续70%以上利润增长，成就增长最快的电力企业。

我们预计 12-14 年 EPS 为 0.43 元、0.76（0.55*）和 1.47（1.04*）元（*摊薄），对应 PE 为 18、9.9 和 5.2 倍，给予“强烈推荐”评级。随着燃气业务连续三年翻倍增长，为 A 股上成长最快的天然气公司；高能耗企业新疆迁移带来年增速超 40%电力需求，成就公司为增长最快的电网企业；借助兵团优势，打造横贯北疆地区的燃气及电网业务，保障未来业绩持续高增长，建议价值投资者强烈关注此类业绩提升迅速，估值未被发掘之标的。。

投资风险

1、公司天然气站建设项目进展低于预期； 2、地区电力需求不达预期;

表 1：盈利预测和估值

项目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	1,879.96	2,398.47	2,849.52	3,619.54	4,672.65
主营收入增长率	13.99%	27.58%	18.81%	27.02%	29.10%
EBITDA（百万元）	569.95	943.37	996.25	1,396.27	1,913.85
EBITDA 增长率	16.93%	65.52%	5.61%	40.15%	37.07%
净利润（百万元）	145.44	399.06	272.93	496.83	936.93
净利润增长率	76.82%	174.38%	-31.61%	82.04%	88.58%
ROE	7.44%	17.76%	18.10%	25.41%	33.48%
EPS（元）	0.220	0.610	**0.416**	**0.758（0.55*）**	**1.429（1.04*）**
P/E	34.05	12.28	**17.99**	**9.89（14*）**	**5.24（7.55*）**
P/B	2.51	2.19	3.26	2.51	1.76
EV/EBITDA	10.86	7.51	8.89	6.09	4.04

*资料来源：东兴证券，*定增摊薄*

东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA,ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师 “新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

电力设备与新能源团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师 “新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师 “新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师 “新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师 “新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：　　相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　　相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券