

天富热电 (600509.SH)

生物质能行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

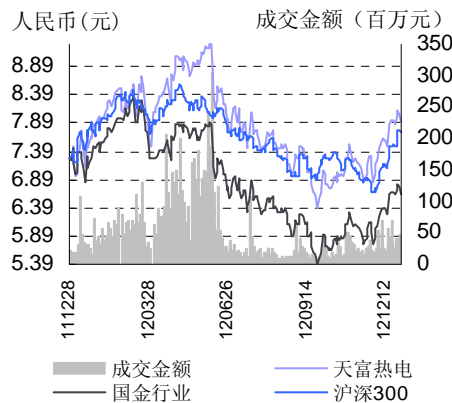
市价(人民币): 7.91元

成长性确定, 价值被低估

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)	655.70
总市值(百万元)	51.87
年内股价最高最低(元)	9.29/6.40
沪深300指数	2480.05
上证指数	2233.25



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.222	0.609	0.407	0.501	0.815
每股净资产(元)	2.98	3.43	3.68	5.07	5.73
每股经营性现金流(元)	1.29	-0.48	0.75	0.63	1.00
市盈率(倍)	49.55	12.90	19.40	15.76	9.69
行业优化市盈率(倍)	87.44	17.07	17.13	17.13	17.13
净利润增长率(%)	76.82%	174.38%	-33.08%	70.01%	62.66%
净资产收益率(%)	7.44%	17.76%	11.05%	9.89%	14.23%
总股本(百万股)	655.70	655.70	655.70	905.70	905.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益天山北坡经济大发展的能源供应商:** 公司是立足于北疆石河子地区网电合一的能源供应商, 涉及发供电和燃气业务, 此外还从事建筑施工和房地产等, 但是公司已于11年将房地产业务剥离至集团, 专注能源供应; 目前公司主营专注于发供电、供热和燃气三大板块。
- **受益天山北坡经济大发展, 电力业务未来成长性确定:** 公司覆盖区域石河子地区位于天山北麓中段, 近年来该区域随着经济快速发展以及工业规模加大, 多年平均GDP和工业增加值增速分别保持在15%和20%以上, 区位优势逐渐体现, “十二五”期间, 天山北坡经济区又被列为重点培育的新增长极之一, 未来的成长性也较为确定, 从而带动当地用电需求的快速增长。
- **燃气业务价值尚未被充分认识, 处于高增长起点:** 公司燃气业务包括居民用气、汽车加气和工业用气三块, 根据公司对其燃气业务的规划以及我们对于北疆燃气市场的判断, 我们认为公司的燃气业务正处于高增长的起点, 核心驱动领域为汽车加气和工业用气, 并且尚未被市场充分认识。
- **目前价值被低估, 内生需求驱动的确切成长助于估值修复:** 结合当地的经济的发展, 从公司未来2-3年的发展来看, 我们认为公司成长路径较为明确, 成长确定性高, 并且在14年新建机组投产后其盈利性将得到明显改善, 但目前估值水平并没有表现出市场对其确定性的认可(14年较为确定情况下仅给予10倍PE, 年均复合增速达到60%以上)。

盈利预测和投资建议

- 我们预测公司12-14年EPS分别为0.407元、0.501元和0.815元, 目前股价对应估值为19x12PE、16x13PE和10x14PE。
- 对于公司的估值问题, 我们认为不同于其他电力股, 公司的业绩增长是由其内生需求驱动, 而非成本端下降带来的弹性驱动, 并且考虑到当地经济需求的强劲性, 我们认为其周期属性较弱, 而成长属性较强, 综合考虑公司成长的确切性(电力和燃气的确定性高成长), 给予20x13PE和15x14PE, 目标价10-12元, 建议买入。

风险

- 当地经济发展前景及增速低于我们预期; 公司新建装机进度低于我们预期; 燃气业务进展低于预期等。

邹煜

联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明

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

内容目录

公司概况：受益天山北坡经济大发展的能源供应商	3
剥离房地产业务，专注能源供应	3
定向增发助于解决能源供给瓶颈	3
成长性确定、价值被低估	4
受益天山北坡经济大发展，电力业务未来成长性确定	4
燃气业务价值尚未被充分认识，处于确定性高增长起点	7
目前价值被低估，内生需求驱动的确性成长助于估值修复	10
盈利预测、估值和投资建议	11
盈利预测	11
投资建议	11
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

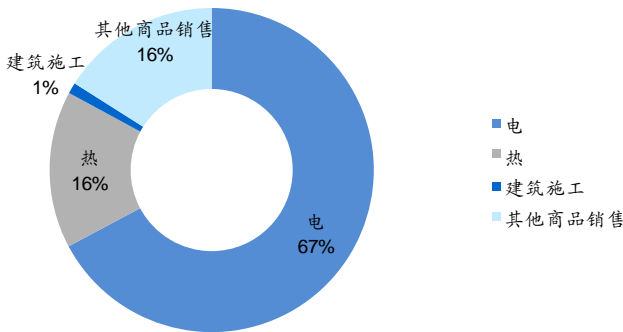
图表 1：天富热电 2012H 主营业务收入占比	3
图表 2：天富热电 2012H 主营业务毛利占比	3
图表 3：公司下属电厂情况	3
图表 4：石河子地区 GDP 和工业增加值增速	4
图表 5：石河子地区发电量增速	4
图表 6：“十二五”期间当地经济仍将快速发展	5
图表 7：“十二五”期间以工业为主导的经济将强化	5
图表 8：石河子市“十二五”重点行业规划目标	5
图表 9：石河子地区电力需求与公司供电情况预测	6
图表 10：公司未来五年装机容量快速增长	6
图表 11：天富热电供售电业务盈利预测	7
图表 12：公司历年分领域燃气销量及预测	8
图表 13：公司历年分领域燃气销量占比及预测	8
图表 14：公司天然气气源供气有保障	8
图表 15：新疆部分地区 CNG 汽车加气价格	9
图表 16：天富热电燃气业务盈利预测	10
图表 17：公司车用 CNG 销售价格调整幅度与 EPS 影响的情景分析	11

公司概况：受益天山北坡经济大发展的能源供应商

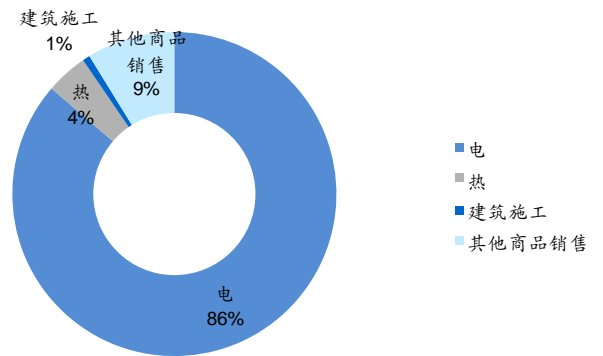
剥离房地产业务，专注能源供应

- 公司是立足于北疆石河子地区网电合一的能源供应商，涉及发供电和燃气业务，此外还从事建筑施工和房地产等，但是公司已于 11 年将房地产业务剥离至集团，专注能源供应；目前公司主营专注于发供电、供热和燃气三大板块。
- ◆ 发供电及供热业务：公司拥有自有电厂，并经营石河子地区公共电网，主要以 110KV 输电线路环网运行，拥有完整的发供电一体化体系，向用户供电和热。
- ◆ 燃气业务：公司燃气业务的运营主体为控股 80%的天源燃气，主要包括居民供气、汽车供气和工业用气三块业务，具有石河子地区天然气独家特许经营权。
- ◆ 其他业务：公司其他业务主要包含建筑施工等，指下属水电工程、电力设计等。

图表1：天富热电 2012H 主营业务收入占比



图表2：天富热电 2012H 主营业务毛利占比



来源：公司半年报，国金证券研究所

- 目前，公司拥有已建成发电厂 6 个，总装机容量 562MW（其中水电装机容量 115MW、火电装机容量 447MW），控制装机容量 156.2 万千瓦（包括为国资公司代建电源）。

图表3：公司下属电厂情况

类别	电厂	权益	装机容量 (MW)	权益装机 (MW)	投产时间	
自有电源装机	红山嘴水电站	100%	65	65	1965年	
	玛纳斯水电	100%	50	50	2007年	
	水电合计		115	115	--	
	南热电	75%	250	188	2008年	
	东热电	100%	49	49	1995年	
	西热电一厂	100%	48	48	1988年	
	西热电二厂	100%	100	100	2003年	
	火电合计		447	385	--	
	已投运合计			562	500	--
		增发募投项目	100%	660	660	2013年底
	上海电气代建项目	100%	1320	1320	2016年	
为农八师国有资产管理公司代建	代建2×33万千瓦	--	660	--	11年底和12年中	
	代建4×13.5万千瓦	--	540	--	12年底和13年中	
	代建肯斯特水电站	--	100	--	14年底	

来源：公司公告，国金证券研究所

定向增发助于解决能源供给瓶颈

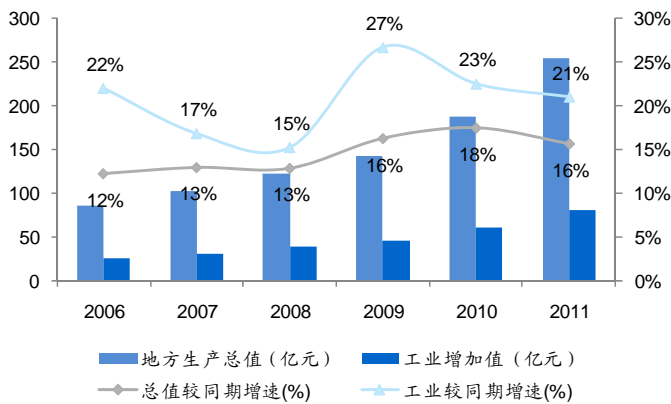
- 公司启动定向增发，拟向特定对象非公开发行 A 股股票不超过 2.5 亿股，发行价不低于 7.55 元/股，其中大股东天富集团承诺认购不低于 10%。
- 募集资金将用于公司 2×330MW 热电联产扩建项目，已开工建设，预计 13 年底投运，建成后将极大缓解当地的能源供给瓶颈；目前定增批文已拿到。
 - ◆ “十二五”期间，由于石河子天富电网负荷较大，2011 年最大用电负荷超 700 万千瓦，电源装机远不能满足负荷的正常用电需求，电力缺口较大，因此定增项目未来的建成投运，将极大缓解当地负荷缺口。

成长性确定、价值被低估

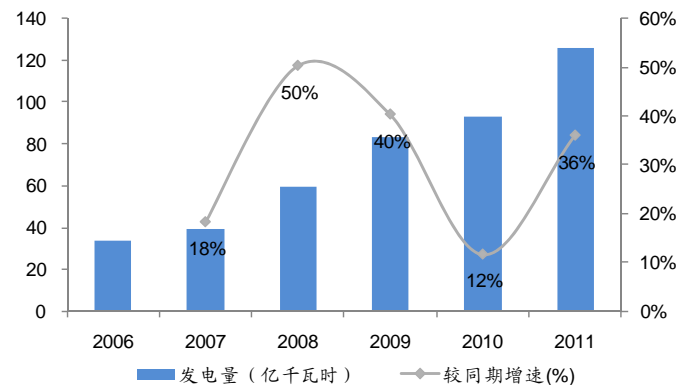
受益天山北坡经济大发展，电力业务未来成长性确定

- 公司覆盖区域石河子地区位于天山北麓中段，近年来该区域随着经济快速发展以及工业规模加大，多年平均 GDP 和工业增加值增速分别保持在 15% 和 20% 以上，区位优势逐渐体现，“十二五”期间，天山北坡经济区又被列为重点培育的新增长极之一，未来的成长性也较为确定，从而带动当地用电需求的快速增长。
 - ◆ “十一五”期间，石河子经济快速增长，在以工业为主导的经济导向下，地方生产总值年均保持在 15% 以上增速，工业增加值保持在 20% 以上增速。
 - ◆ 经济的快速发展，带动了石河子地区用电量的快速提升，目前石河子地区已经形成了化工、矿产、纺织、新兴产业、能源和食品六大支柱产业，均为用电大户，从而推动地区发电量的快速提升，增速远高于同期 GDP 增速。

图表4：石河子地区 GDP 和工业增加值增速



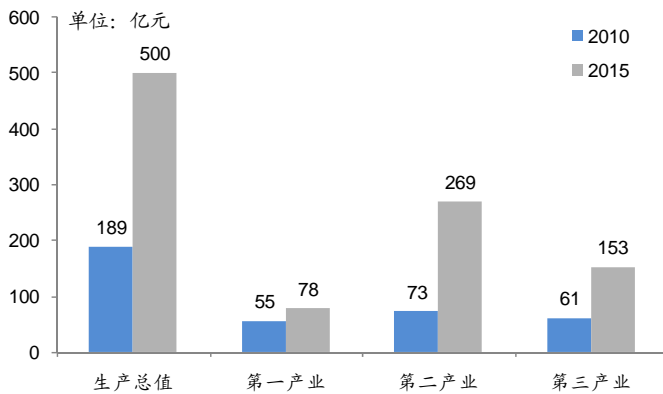
图表5：石河子地区发电量增速



来源：石河子市统计公报，国金证券研究所

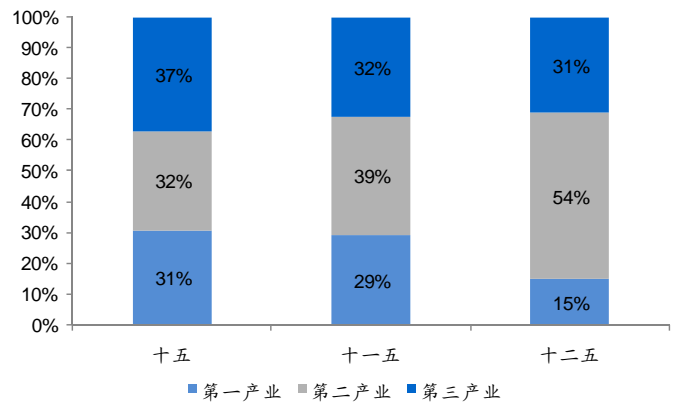
- ◆ 根据石河子地区“十二五”规划，“十二五”期间当地经济仍较保持较快增长，GDP 增速保持年均 20% 以上，其中第一产业年均增速 7%、第二产业年均增速保持 30%、第三产业年均增速保持 20%，以工业为主导的经济结构将进一步强化。

图表6: “十二五”期间当地经济仍将快速发展



来源: 石河子市“十二五”规划, 国金证券研究所

图表7: “十二五”期间以工业为主导的经济将强化



◆ 从石河子地区六大支柱产业“十二五”规划内容和工业重大项目可以看出, 未来该地区仍将继续保持旺盛的用电需求。

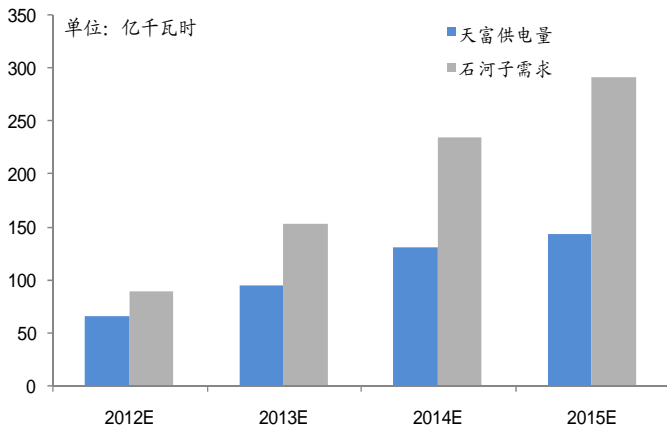
图表8: 石河子市“十二五”重点行业规划目标

产业	“十二五”目标	重点工程
化工产业	“十二五”末, 形成电解铝160万吨、高精铝材100万吨的产能。把石河子建成西部高效、节能、环保和资源得到综合利用的有色金属加工制造基地	新疆天业三期40万吨/年聚氯乙烯及配套项目; 翡翠公司60万吨一期20万吨煤制烯烃项目; 八师40万吨有机硅及配套项目等。
有色金属冶炼	“十二五”末, 形成电解铝160万吨、高精铝材100万吨的产能。把石河子建成西部高效、节能、环保和资源得到综合利用的有色金属加工制造基地	天山铝业160万吨电解铝、100万吨高精铝深加工及综合配套项目; 江苏大全集团2万吨多晶硅、500MW太阳能电池及综合配套项目等
非金属冶炼	“十二五”末, 形成有机硅单体40万吨、工业硅32万吨、绿碳化硅10万吨、多晶硅2万吨的产能。把石河子建成西部重要的硅材料和硅产品集散地	
纺织产业	“十二五”末, 形成棉纺锭400万锭以上、气流纺4.1万头、布机1.3万台、毛纺锭4万锭、毛织机252台的产能; 染纱12万吨、棉浆粕30万吨、粘胶短纤25万吨、毛巾6万吨、针织服装1000万套、衬衣及休闲服装6600万件和高档毛西服150万套的生产能力。把石河子打造成中国西部产业链更加完整、配套更加齐全、特色更加鲜明的纺织基地。	八师石河子纺织城建设项目等
新兴产业	“十二五”末, 形成有机硅深加工产品40万吨、高压电极箔1000万平方米、铜箔5000吨、碳化硅晶片13万片、太阳能光伏材料1000兆瓦、太阳能电池组500兆瓦、超级电容炭材料50吨、截短侧耳素400吨、L-色氨酸500吨的产能。把石河子打造成西部领先的新兴产业基地	石河子新材料高技术产业基地建设项目等
食品产业	“十二五”末, 食品工业生产能达到250万吨, 其主要产品葡萄酒10万吨、啤酒20万吨、番茄酱25万吨、乳制品45万吨、肉制品15万吨、果蔬及饮料120万吨。把石河子建成新疆乃至西北地区最具影响力的绿色、有机食品加工基地	雨润200万头生猪屠宰扩建项目等

来源: 石河子市“十二五”规划, 国金证券研究所

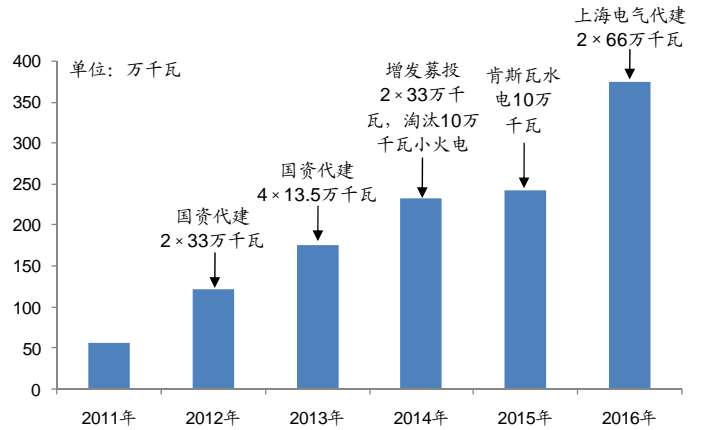
- 由于石河子地区用电需求增长迅速, 公司目前装机已不能满足当地旺盛的需求, 因此需要外购电弥补目前的供给瓶颈, 而外购电较高的购电成本压制了供电的盈利能力。
- 从公司和当地的电源规划看, 未来5年内, 当地的装机(公司自有和国资代建)将由目前的56.2万千瓦大幅提升至380万千瓦, 届时装机的确定性增长将极大的缓解供给瓶颈并提升供电的盈利能力。

图表9: 石河子地区电力需求与公司供电情况预测



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表10: 公司未来五年装机容量快速增长



- 我们基于以下假设对公司供供电业务进行了盈利预测, 我们认为在当地工业经济快速发展的推动下, 公司供供电量也将稳定增长, 逐步带来业绩的稳步提升。
 - ◆ 供供电量: 根据当地“十二五”期间经济尤其是工业仍将保持较快发展的判断, 我们假设 12-14 年供供电量分别为 67 亿千瓦时、96 亿千瓦时和 131 亿千瓦时。
 - ◆ 自发电量: 我们参考公司目前机组的利用小时以及新建机组的投产时间, 假设公司 12-14 年自发电量分别为 33 亿千瓦时、33 亿千瓦时和 52 亿千瓦时 (增发募投投运)。
 - ◆ 代建电厂购电量: 公司为石河子国资代建的 2 台 33 万千瓦机组分别于 11 年底和 12 年中投运, 代建的 4 台 13.5 万千瓦机组中 2 台于 12 年底投运、2 台于 13 年中期投运, 假设 12-14 年购其电量分别为 27 亿千瓦时、56 亿千瓦时和 75 亿千瓦时。
 - ◆ 新疆电网趸购电量: 假设在除去自发电、代建电厂购电以外, 供给不足的情况下, 向新疆电网趸购电, 12-14 年约为 7 亿千瓦时、7 亿千瓦时和 4 亿千瓦时。
 - ◆ 电价: 假设新疆电网趸购电价为 0.4 元 (含税)、自发电成本为 0.178 元、购代建电厂电价为 0.2 元 (不含税)。

图表11: 天富热电供电电业务盈利预测

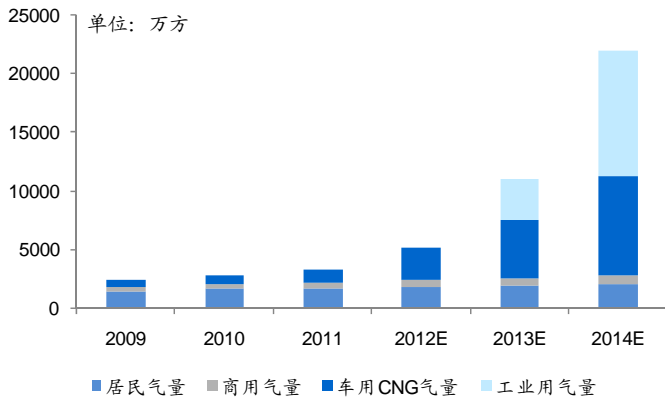
项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
售电量明细										
供电量合计 (亿千瓦时)	17.07	16.57	19.57	21.48	24.33	28.71	35.54	67.20	96.00	131.00
售电量合计 (亿千瓦时)	16.17	15.46	18.14	20.20	23.00	27.38	34.48	65.20	93.14	127.09
总损失电量 (亿千瓦时)	0.90	1.11	1.43	1.28	1.33	1.33	1.06	2.00	2.86	3.91
综合线损率 (%)	5.26%	6.70%	7.31%	5.96%	5.47%	4.63%	2.98%	2.98%	2.98%	2.98%
购发电量明细										
购发电量合计 (亿千瓦时)	18.88	18.33	21.75	24.32	27.40	32.41	39.66	71.50	100.30	136.93
新疆电网网购电量 (亿千瓦时)	1.86	1.28	1.76	1.10	0.38	0.36	4.08	6.91	7.13	3.93
占比 (%)	9.86%	6.97%	8.10%	4.54%	1.40%	1.13%	10.29%	9.66%	7.11%	2.87%
自有电厂发电量 (亿千瓦时)	17.02	17.05	19.99	23.22	27.02	32.05	35.58	37.36	37.36	57.94
厂用电量 (亿千瓦时)	1.81	1.76	2.18	2.84	3.07	3.70	4.12	4.30	4.30	5.93
厂用电率 (%)	10.65%	10.32%	10.92%	12.25%	11.38%	11.56%	11.58%	11.50%	11.50%	10.24%
占比 (%)	90.14%	93.03%	91.90%	95.46%	98.60%	98.87%	89.71%	52.26%	37.25%	42.31%
代建电厂购电量 (亿千瓦时)	--	--	--	--	--	--	--	27.23	55.80	75.06
占比 (%)	--	--	--	--	--	--	--	38.08%	55.63%	54.82%
电价明细										
平均售电成本 (元/千瓦时)	0.1996	0.2002	0.2267	0.2330	0.2069	0.2031	0.2310	0.2111	0.2057	0.1988
新疆电网网购电价 (元/千瓦时)	0.3430	0.3768	0.4441	0.4639	0.4697	0.4736	0.4736	0.4000	0.4000	0.4000
自发电单位成本	--	--	0.1956	0.2190	0.2101	0.2038	0.2000	0.1780	0.1780	0.1780
购代建电厂电价	--	--	--	--	--	--	--	0.2000	0.2000	0.2000
其他购电费用	--	--	0.0423	0.0363	0.0242	0.0263	0.0360	0.0200	0.0200	0.0200
平均售电价 (元/千瓦时)	0.3250	0.3301	0.3820	0.3781	0.3513	0.3429	0.3385	0.3103	0.3103	0.3103
供热业务明细										
供热量 (万吉焦)	878.00	1086.00	1097.00	1210.00	1358.54	1516.86	1538.00	1500.00	1650.00	1815.00
YOY (%)	--	23.69%	1.01%	10.30%	12.28%	11.65%	1.39%	-2.47%	10.00%	10.00%
不含税平均单价 (元/吉焦)	14.64	15.27	17.73	18.25	18.09	17.95	18.99	18.99	18.99	18.99
供热收入 (百万元)	128.58	165.85	194.53	220.85	245.82	272.24	292.08	284.86	313.35	344.68
供售电收入 (百万元)	525.46	510.34	692.95	763.66	807.89	938.72	1167.25	2022.74	2889.63	3943.14
供售电成本 (百万元)	322.83	309.51	411.24	470.58	475.85	556.08	796.61	1376.60	1916.10	2527.04
平均毛利率 (%)	38.56%	39.35%	40.65%	38.38%	41.10%	40.76%	31.75%	31.94%	33.69%	35.91%
供热收入 (百万元)	128.58	165.85	194.53	220.85	245.82	272.24	292.08	284.86	313.35	344.68
供热成本 (百万元)	113.38	150.62	173.08	212.42	219.69	222.88	260.89	256.37	282.01	310.21
平均毛利率 (%)	11.81%	9.18%	11.03%	3.82%	10.63%	18.13%	10.68%	10.00%	10.00%	10.00%

来源: 国金证券研究所

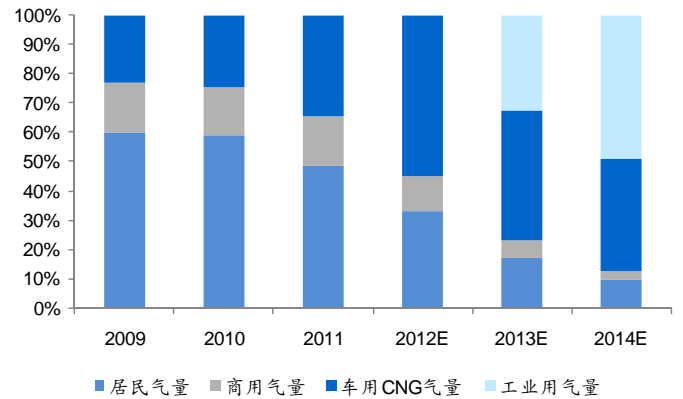
燃气业务价值尚未被充分认识, 处于确定性高增长起点

- 公司燃气业务主要由其控股 80% 的子公司天源燃气作为运营主体, 具有石河子地区独家特许经营权, 业务包括居民用气、汽车加气和工业用气三块, 根据公司对其燃气业务的规划以及我们对于北疆燃气市场的判断, 我们认为公司的燃气业务正处于高增长的起点, 核心驱动领域为汽车加气和工业用气, 并且尚未被市场充分认识。
 - ◆ 居民用气: 目前公司覆盖区域已开通天然气用户约 11 万户, 气化率 98% 以上, 未来伴随城镇化进程和人口增长保持稳定增速。
 - ◆ 汽车用气: 石河子地区目前汽车保有量 8.5 万辆, 改装率仅为 20%, 目前公司仅有 CNG 加气站 4 座, 根据公司的燃气规划, “十二五”期间还需建设 20 座 CNG 加气站, 较目前增加 5 倍。
 - ◆ 工业用气: 公司目前已经和天山铝业达成供气意向, 13 年向其供气 10 万方/日、14 年达到 30 万方/日、15 年达到 40 万方/日。

图表12: 公司历年分领域燃气销量及预测



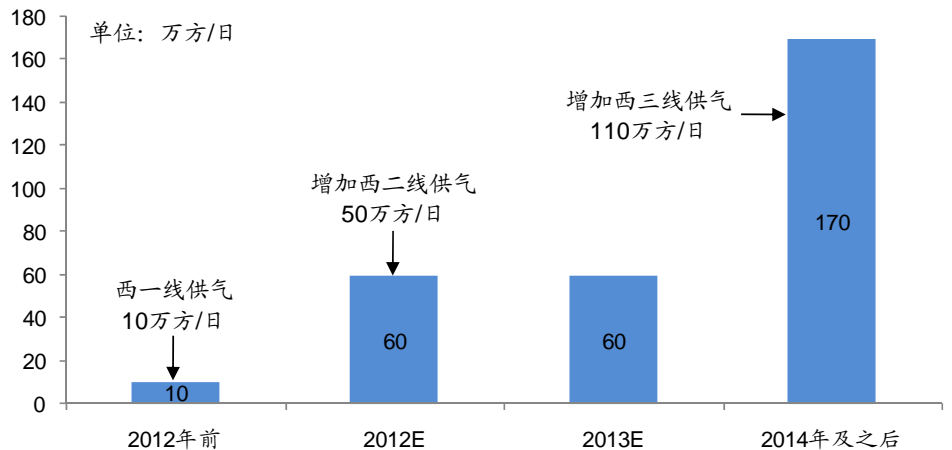
图表13: 公司历年分领域燃气销量占比及预测



来源: 国金证券研究所 注: 由于当地 LNG 加气业务还是一个战略性布局, 真正体现效益要到 15 年之后, 因此暂不考虑 LNG 的贡献

- **气源供给有保障:** 西一、二和三线均经过石河子地区, 作为石河子地区的燃气运营商, 公司已经和中石油签订了气源供给协议, 为公司大力拓展下游燃气需求提供了气源保障。
 - ◆ 公司已与中石油签订协议, 已经建好的西一线供应 10 万方/日、西二线供应 50 万方/日, 尚在建设的西三线预留 110 万方/日, 共计达到 170 万方/日, 全年能够保证 6.2 亿的供给量。

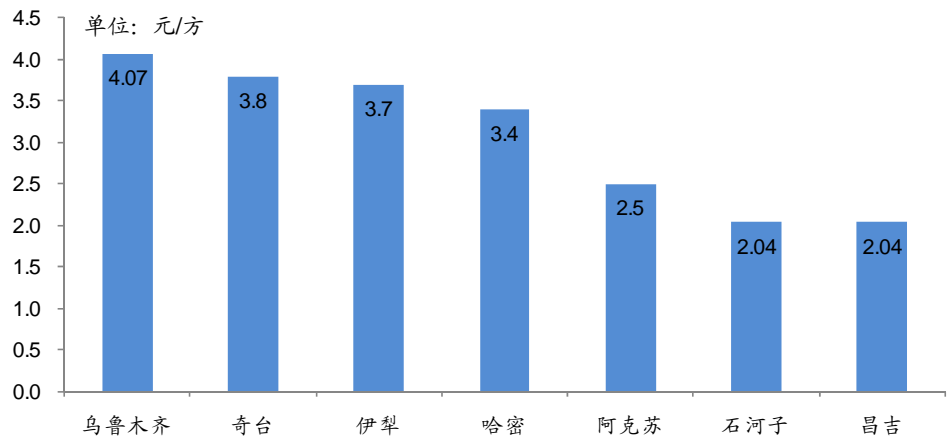
图表14: 公司天然气气源供气有保障



来源: 国金证券研究所

- **车用 CNG 销售价格存在上调预期:** 前期乌鲁木齐和阿克苏等地的 CNG 价格均进行了上调, 而公司所在石河子地区 CNG 销售价格明显低于疆内其他地区, 因此我们判断未来存在上调的空间和预期, 时间窗口我们判断在 13 年两会之后。
 - ◆ 11 年, 乌鲁木齐按照天然气与汽油 0.6:1 的比价关系核定, 将社会车辆用天然气销售价格由 2.08 元/方上调至 4.07 元/方; 近期, 阿克苏车用 CNG 价格上调为 2.5-3.0 元/方。
 - ◆ 目前石河子地区车用 CNG 销售价格仍为 2.04 元/方, 预计 13 年新疆天然气调价将再次提上日程, 时间窗口我们判断在 13 年两会之后, 届时我们判断公司所在的石河子市有望成为第二批调价城市。

图表15: 新疆部分地区 CNG 汽车加气价格



来源: 新疆发改委, 国金证券研究所

- 我们基于以下假设对公司燃气业务进行了盈利预测, 我们认为在汽车用气和工业用气的快速推动下, 公司的售气量、收入和利润均将实现大幅提升, 而目前明显处于成长的起点。

◆ 气量:

- 1) 居民和商用气量: 保持年均 10% 的稳定增速。
- 2) 车用 CNG 气量: 假设每个 CNG 加气站年均用气 700 万方, 目前公司共有 4 个 CNG 加气站, 13 年增加 3 个共 7 个, 14 年增加 5 个共 12 个。
- 3) 工业气量: 按照公司与天山铝业初步达成的供气意向, 13 年 3600 万方 (10 万方/日) 和 14 年 10800 万方 (30 万方/日) 测算。

◆ 气价:

- 1) 购气价格: 非工业购气价格 0.917 元/立方米, 工业购气价格 1.32 元/立方米。
- 2) 售气价格: 居民售气价 1.34 元/立方米, 商福售气价 1.85 元/立方米, CNG 用户售气价 2.04 元/立方米和工业用户售气价 1.85 元/立方米。(车用气暂不考虑 13 年可能调价影响)
- 3) 其他: 单位气量的折旧和其他成本按照 0.25 元/立方米测算; 14 年及之后由于工业长输管网用气量提升较快, 单位气量折旧和其他成本按照 0.2 元/立方米测算。

图表16: 天富热电燃气业务盈利预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Revenue	32.90	38.49	48.82	81.68	180.65	365.04
供气量						
分用户供气量 (万立方米)	2341.60	2726.80	3307.10	5165.00	7446.50	11201.15
居民气量	1406.50	1611.40	1604.50	1700.00	1870.00	2057.00
居民气量占比	60%	59%	49%	33%	25%	18%
商用气量	394.70	448.90	561.50	615.00	676.50	744.15
商用气量占比	17%	16%	17%	12%	9%	7%
车用CNG气量	540.40	666.50	1141.10	2850.00	4900.00	8400.00
车用CNG气量占比	23%	24%	35%	55%	66%	75%
工业用气量	--	--	--	--	3600.00	10800.00
工业用气量占比	--	--	--	--	--	--
含税单价						
天然气 (元/立方米)						
居民用户	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34	1.34
商福用户	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85
CNG用户	2.04	2.04	2.04	2.04	2.04	2.04
工业用户	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85
含税收入 (百万元)	37.17	43.49	55.17	92.30	204.13	412.49
税后收入 (百万元)	32.90	38.49	48.82	81.68	180.65	365.04
Cost	25.44	29.63	35.94	56.12	131.97	263.87
购气成本 (百万元)	19.59	22.81	27.67	43.21	104.35	219.87
气损率 (%)	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
供气量 (万立方米)	2341.60	2726.80	3307.10	5165.00	7446.50	11201.15
不含工业购气量 (万立方米)	2414.02	2811.13	3409.38	5324.74	7676.80	11547.58
单位购气成本 (元/立方米)	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
工业单位购气成本 (元/立方米)	--	--	--	--	1.32	1.32
不含税天然气购气成本 (百万元)	19.59	22.81	27.67	43.21	104.35	219.87
天然气购气款	22.14	25.78	31.26	48.83	117.92	248.45
Gross profit margin	22.66%	23.02%	26.39%	31.29%	26.95%	27.71%

来源: 国金证券研究所注: 分用户供气量不包含工业用气量, 工业用气量单列

目前价值被低估, 内生需求驱动的确 定性成长助于估值修复

- 我们预测公司 12-14 年 EPS 分别为 0.407 元、0.501 元和 0.815 元, 目前股价对应估值为 19x12PE、16x13PE 和 10x14PE。
- 在“十二五”期间高耗能、大工业逐渐向西部转移的大背景下, 考虑到石河子地区经济规划的确定性, 我们认为在当地继续强化以工业为主导的经济结构背景下, 用电需求也将继续呈现快速增长的趋势, 并且表现出明显的用电增速>工业增速>经济增速的情况。
- 而公司在建装机未来几年确定性的投入将极大缓解供给瓶颈, 并且购电成本也将出现明显下滑, 利润率得到显著改善。
- 燃气业务低基数的现状在汽车用气和工业用气的强劲推动下, 也将呈现确定性的快速成长, 届时公司将成为覆盖石河子地区的综合能源供应商。
- 因此结合当地的经济的发展, 从公司未来 2-3 年的发展来看, 我们认为公司成长路径较为明确, 成长确定性高, 并且在 14 年新建机组投产后其盈利性将得到明显改善, 但目前估值水平并没有表现出市场对其确定性的认可 (14 年较为确定情况下仅给予 10 倍 PE, 年均复合增速达到 60%以上)。
- 对于公司的估值问题, 我们认为不同于其他电力股, 公司的业绩增长是由其内生需求驱动, 而非成本端下降带来的弹性驱动, 并且考虑到当地经济需求的强劲性, 我们认为其周期属性较弱, 而成长属性较强, 综合考虑公司成长的确定性 (电力和燃气的确定性高成长), 给予 20x13PE 和 15x14PE, 目标价 10-12 元, 建议买入。

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测

- 对于公司供售电业务、供热以及燃气业务的盈利假设和预测请参见上文分析内容。
- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.407 元、0.501 元和 0.815 元（13 和 14 年采用增发摊薄后股本测算），同比增速分别为 -33.08%、70.01%和 62.66%（未考虑摊薄）。
 - ◆ 我们预测公司 2012-2014 年主营业务收入分别为 2595 百万元、3600 百万元和 4880 百万元，同比增速分别为 8.2%、38.7%和 35.6%。
 - ◆ 我们预测公司 2012-2014 年净利润分别为 267 百万元、454 百万元和 738 百万元，同比增速分别为 -33.08%、70.01%和 62.66%。
- 我们将公司 EPS 进行了分业务拆分，其中电力和其他业务 EPS12-14 年分别为 0.388 元、0.476 元和 0.762 元，燃气业务 EPS 12-14 年分别为 0.02 元、0.025 元和 0.053 元。
- 考虑到 13 年公司车用 CNG 销售价格存在提价预期，因此我们针对未来提价幅度对于公司总体业务 EPS 和燃气业务 EPS 的影响分别做了情景分析，对于提价的幅度，我们认为公司受益的部分为 0.4-0.6 元/方附近。

图表 17: 公司车用 CNG 销售价格调整幅度与 EPS 影响的情景分析

车用 CNG 价格上调与公司 EPS 业绩弹性情景分析							
EPS	0	0.2	0.4	0.6	0.8	1	1.2
2013E	0.501	0.508	0.514	0.521	0.527	0.534	0.540
2014E	0.815	0.827	0.839	0.850	0.862	0.873	0.885
车用 CNG 价格上调与燃气业务 EPS 业绩弹性情景分析							
EPS	0	0.2	0.4	0.6	0.8	1	1.2
2013E	0.025	0.032	0.038	0.045	0.051	0.058	0.064
2014E	0.053	0.065	0.077	0.088	0.100	0.111	0.123

来源：国金证券研究所

投资建议

- 目前公司股价对应估值为 19x12PE、16x13PE 和 10x14PE，结合当地的经济的发展，从公司未来 2-3 年的发展来看，我们认为公司成长路径较为明确，成长确定性高，并且在 14 年新建机组投产后其盈利性将得到明显改善，但目前估值水平并没有表现出市场对其确定性的认可（14 年较为确定情况下仅给予 10 倍 PE，年均复合增速达到 60%以上）。
- 对于公司的估值问题，我们认为不同于其他电力股，公司的业绩增长是由其内生需求驱动，而非成本端下降带来的弹性驱动，并且考虑到当地经济需求的强劲性，我们认为其周期属性较弱，而成长属性较强，综合考虑公司成长的确定性（电力和燃气的确定性高成长），给予 20x13PE 和 15x14PE，目标价 10-12 元，建议买入。

风险提示

- 当地经济发展前景及增速低于我们预期；公司新建装机进度低于我们预期；燃气业务进展低于预期等。

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	1,649	1,880	2,398	2,595	3,600	4,880	货币资金	543	814	1,033	1,200	1,400	1,600
增长率	14.0%	27.6%	8.2%	38.7%	35.6%		应收款项	344	579	1,287	1,530	2,123	2,878
主营业务成本	-1,137	-1,271	-1,651	-1,874	-2,525	-3,305	存货	899	1,256	351	770	1,037	1,358
%销售收入	69.0%	67.6%	72.2%	70.1%	67.7%		其他流动资产	87	582	510	563	758	993
毛利	512	609	748	721	1,075	1,574	流动资产	1,874	3,231	3,181	4,064	5,319	6,829
%销售收入	31.0%	32.4%	27.8%	29.9%	32.3%		%总资产	28.7%	41.8%	42.5%	48.6%	49.1%	49.6%
营业税金及附加	-30	-37	-66	-21	-29	-39	长期投资	226	233	247	261	261	261
%销售收入	1.8%	2.0%	0.8%	0.8%	0.8%		固定资产	4,339	4,131	3,966	3,943	5,154	6,575
营业费用	-27	-32	-29	-32	-43	-54	%总资产	66.4%	53.5%	52.9%	47.2%	47.6%	47.7%
%销售收入	1.6%	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%		无形资产	59	57	64	59	66	72
管理费用	-162	-174	-241	-182	-234	-293	非流动资产	4,658	4,490	4,310	4,296	5,514	6,942
%销售收入	9.8%	9.2%	7.0%	6.5%	6.0%		%总资产	71.3%	58.2%	57.5%	51.4%	50.9%	50.4%
息税前利润 (EBIT)	293	366	412	486	769	1,189	资产总计	6,533	7,721	7,490	8,360	10,833	13,770
%销售收入	17.8%	19.5%	17.2%	18.7%	21.4%	24.4%	短期借款	235	50	1,030	1,005	577	2,058
财务费用	-121	-119	-135	-152	-184	-210	应付款项	1,926	3,088	1,283	1,775	2,420	3,216
%销售收入	7.4%	6.3%	5.6%	5.9%	5.1%	4.3%	其他流动负债	36	-21	131	218	299	352
资产减值损失	-81	-71	-69	-21	-8	-11	流动负债	2,197	3,117	2,445	2,998	3,296	5,626
公允价值变动收益	0	0	0	8	0	0	长期贷款	1,616	1,759	1,898	1,898	1,898	1,899
投资收益	2	-1	323	-3	2	2	其他长期负债	742	771	785	932	932	932
%税前利润	2.1%	n.a	59.0%	n.a	0.2%	0.2%	负债	4,556	5,647	5,127	5,828	6,126	8,456
营业利润	93	175	531	317	578	970	普通股股东权益	1,862	1,954	2,247	2,416	4,589	5,191
营业利润率	5.6%	9.3%	22.2%	12.2%	16.1%	19.9%	少数股东权益	115	120	116	117	119	123
营业外收支	25	24	16	40	30	20	负债股东权益合计	6,533	7,721	7,490	8,360	10,833	13,770
税前利润	118	199	547	357	608	990	比率分析						
利润率	7.1%	10.6%	22.8%	13.8%	16.9%	20.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-41	-40	-148	-89	-152	-247	每股指标						
所得税率	34.5%	20.3%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.125	0.222	0.609	0.407	0.501	0.815
净利润	77	158	399	268	456	742	每股净资产	2.839	2.981	3.427	3.684	5.067	5.732
少数股东损益	-5	13	0	1	2	4	每股经营现金流	1.351	1.285	-0.476	0.746	0.630	0.999
归属于母公司的净利润	82	145	399	267	454	738	每股股利	0.080	0.160	0.230	0.150	0.150	0.150
净利率	5.0%	7.7%	16.6%	10.3%	12.6%	15.1%	回报率						
							净资产收益率	4.42%	7.44%	17.76%	11.05%	9.89%	14.23%
							总资产收益率	1.26%	1.88%	5.33%	3.19%	4.19%	5.36%
							投入资本收益率	4.68%	7.00%	5.40%	6.37%	7.73%	9.33%
							增长率						
							主营业务收入增长率	21.75%	13.99%	27.58%	8.20%	38.71%	35.56%
							EBIT增长率	36.74%	24.68%	12.65%	17.93%	58.30%	54.57%
							净利润增长率	24.42%	76.82%	174.38%	-33.08%	70.01%	62.66%
							总资产增长率	-0.70%	18.19%	-2.99%	11.62%	29.58%	27.12%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	32.7	30.9	34.6	50.0	50.0	50.0
							存货周转天数	269.3	309.5	177.7	150.0	150.0	150.0
							应付账款周转天数	102.5	96.6	72.1	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	771.9	650.8	472.8	377.5	293.6	300.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	80.33%	61.51%	92.12%	78.37%	28.82%	49.65%
							EBIT利息保障倍数	2.4	3.1	3.1	3.2	4.2	5.7
							资产负债率	69.74%	73.13%	68.46%	69.71%	56.55%	61.41%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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为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