

天富热电 (600509.SH) 生物质能行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邬煜
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

签订供用电合同，确保需求无忧

事件：公司拟与天山铝业签订 13 年高压供用电合同

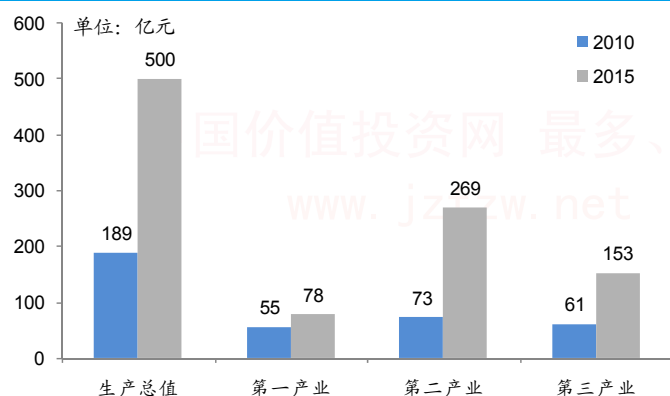
- 近期，公司董事会通过了《关于与新疆生产建设兵团农八师天山铝业有限公司签订 2013 年高压供用电合同的议案》，同意与天山铝业签订 2013 年高压供用电合同，该合同后续经双方签字盖章以及公司股东大会通过后正式生效。
- ◆ 根据合同内容，天山铝业承诺 2012 年 12 月以后每年用电容量至少为 35 万千瓦，每年用电量不低于 30 亿千瓦时；并且制定《年用电量分解表》将 30 亿电量分解到月，若年用电量达不到 30 亿千瓦时，也按照 30 亿千瓦时结算。
- ◆ 合同的履行有效期限为 2013 年 1 月 1 日起至 2013 年 12 月 30 日止；供电计价仍按照原电价执行，如果遇国家、自治区调整用电价格，也做相应调整。
- ◆ 天山铝业向公司缴纳的系统备用费按双方约定的备用容量 5 万千瓦确定，备用费标准按照石河子物价局核定的基本电价确定收取，超过 18 万千瓦按备用费标准的三倍收取。

我们的点评与分析

用电合同确保未来电量高需求，验证电力业务成长的确定性

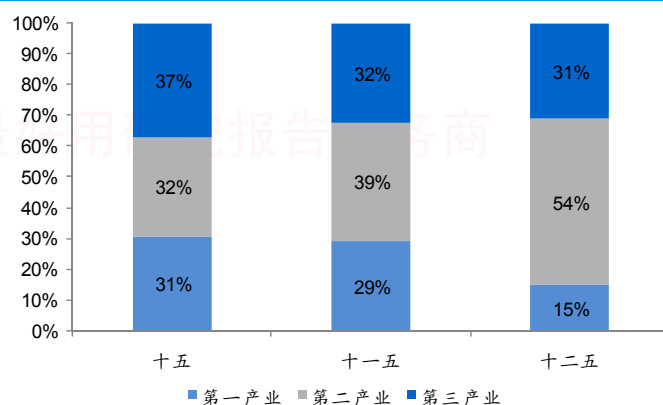
- 12 年公司向天山铝业售电 18.64 亿千瓦时，本次与天山铝业签订的年用电量不低于 30 亿千瓦时的合同，用电量至少较 12 年大幅增加了 60% 以上；用电大户的逐步落实初步验证了我们之前提出的公司电力业务成长的确定性，同时也基本符合我们之前对于公司所在石河子地区受益天山北坡经济大发展带来用电需求快速提升的判断。
- ◆ “十二五”期间，石河子地区经济仍将保持较快增长：在高耗能、大工业逐渐向西部转移的背景下，根据石河子地区“十二五”规划，“十二五”期间当地经济仍较保持较快增长，GDP 增速保持年均 20% 以上，其中第一产业年均增速 7%、第二产业年均增速保持 30%、第三产业年均增速保持 20%，以工业为主导的经济结构将进一步强化。

图表1：“十二五”期间当地经济仍将快速发展



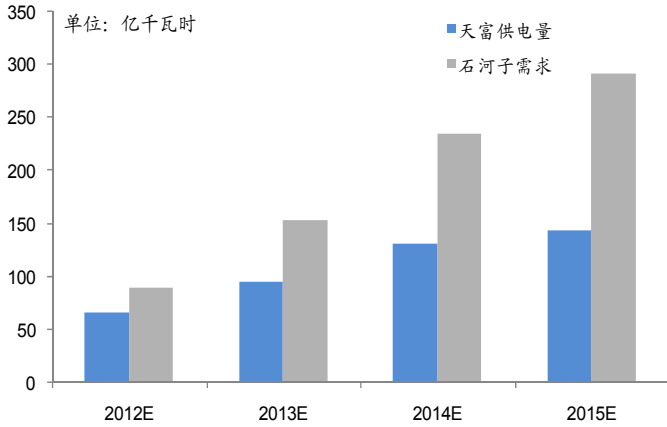
来源：石河子市“十二五”规划，国金证券研究所

图表2：“十二五”期间以工业为主导的经济将强化

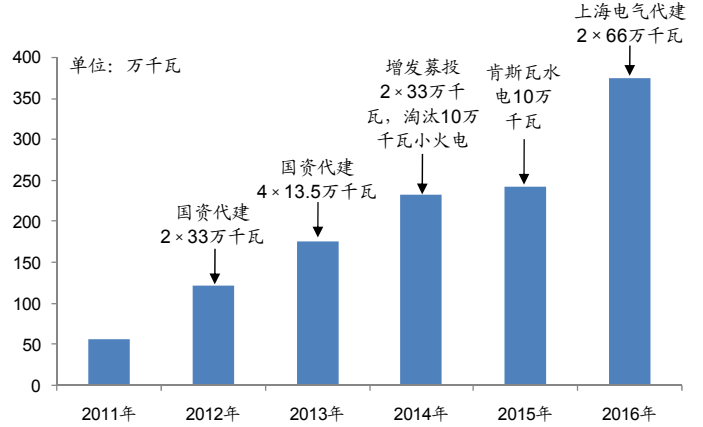


- ◆ **公司装机的确定性增长将极大缓解供给瓶颈，带来电力业务的确定性成长：**由于石河子地区用电需求增长迅速，公司目前装机已不能满足当地旺盛的需求，从公司和当地的电源规划看，未来 5 年内，当地的装机（公司自有和国资代建）将由目前的 56.2 万千瓦大幅提升至 380 万千瓦，届时装机的确定性增长将极大的缓解供给瓶颈。

图表3: 石河子地区电力需求与公司供电情况预测



图表4: 公司未来五年装机容量快速增长



来源: 公司资料, 国金证券研究所

维持盈利预测, 坚定公司成长性确定、价值被低估的投资逻辑

- 我们仍然维持之前的盈利预测, 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 21×12PE、17×13PE 和 10×14PE。
- ◆ 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。
- 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 20×13PE 和 15×14PE, 目标价 10-12 元, 维持买入评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：天富热电分业务盈利预测

供电业务盈利预测

图表5：天富热电供电业务盈利预测

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	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
供电业务汇总										
供电收入 (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%
供热业务汇总										
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

燃气业务盈利预测

图表6: 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

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-12-31	买入	8.08	10.00 ~ 12.00

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net