

广州发展 (600098.SH) 火电行业

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

经营数据稳定，价值仍被低估

事件：公司公布 2012 年生产经营数据

- 今日，公司公布电力业务、燃料业务和燃气业务 2012 年生产经营数据：

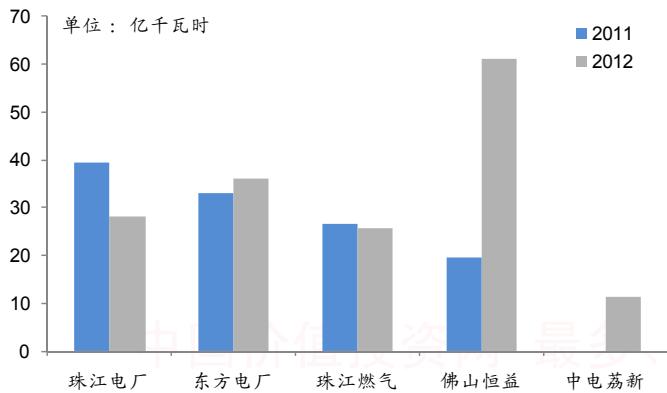
- ◆ 电力业务：公司累计完成权益发电量 178.85 亿千瓦时，权益上网电量 168.23 亿千瓦时，较上年同期分别增长 34.71% 和 34.37%。
- ◆ 燃料业务：燃料公司市场煤销量 866.97 万吨，同比增长 10.52%；航运公司货运量 622 万吨，同比增长 19%；碧辟公司仓储租赁量 296.3 万立方米、船加油 3.3 万吨，同比分别增长 8.3% 和 5.7%；港发码头完成吞吐量 181.8 万吨，同比降低 1.2%。
- ◆ 燃气业务：公司实现管道燃气销量 7.6 亿立方米，同比增长 25.33%，其中：居民与公福用户 2.25 亿立方米，同比增长 16.47%；工业用户 1.02 亿立方米，同比增长 58.88%；商业用户 1.43 亿立方米，同比增长 18.04%；分销与直供量 2.9 亿立方米，同比增长 27.31%。

我们的点评与分析

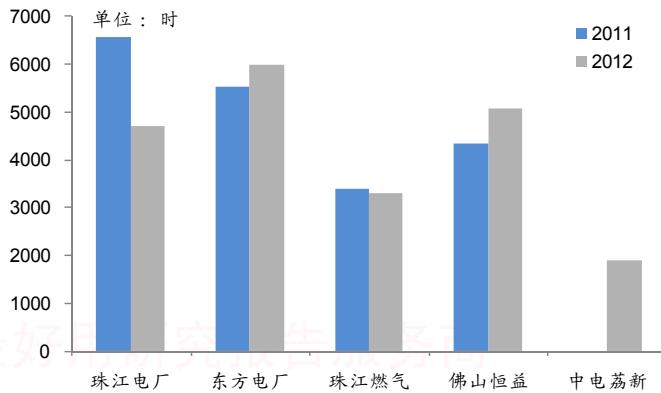
12 年新增机组投运致电量稳定增长，燃气初步验证量价齐升逻辑

- 回顾 12 年，在整个广东省用电量增速下滑以及当地水电出力提升的影响下，公司主要机组的发电量和上网电量均有所下滑，但是依靠恒益电厂的完全投产以及中电荔新电厂 2 台 30 万千瓦机组的正式投运，公司整体的权益发电量和上网电量仍较同期分别增长 34.71% 和 34.37%，实现了稳定增长。

图表1：公司控股电厂 11 和 12 年发电量情况



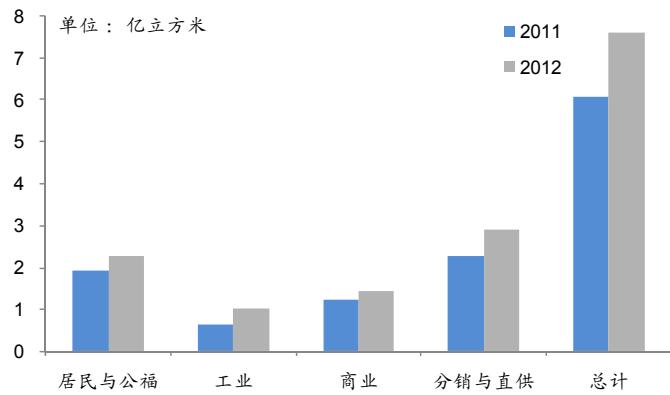
图表2：公司控股电厂 11 和 12 年利用小时比较



来源：公司公告，国金证券研究所

- 广州燃气 12 年正式注入公司后，在西二线新增气源的推动下，业务资产和经营规模迅速扩大，在保证销量稳定增长的同时，公司加大力度扩展价格传导能力强和价差大的工商业用户（尤其是工业用户），工业用气占比不断提升，初步验证了我们当初提出的量价齐升的逻辑。

图表3：公司燃气业务11和12年销量分类情况

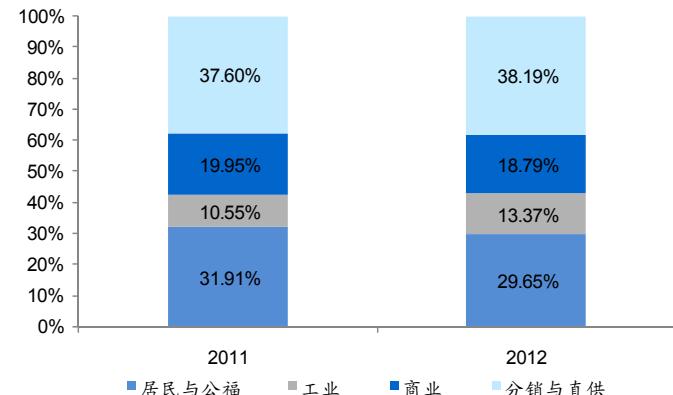


来源：公司公告，国金证券研究所

气量虽略低预期，但不改公司投资价值，仍被低估

- 公司电力业务经营情况基本符合我们的预期，但燃气业务销量略低于我们之前 8 亿方左右的预测，主要是分销业务较我们之前的预测偏低，我们下调了该部分的气量预期，更新了公司的盈利预测。
- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.361 元、0.587 元和 0.789 元；其中燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.19 元和 0.37 元。
- 虽然 12 年气量略低预期，但我们仍然维持之前的投资逻辑，目前价位我们重新审视了公司的投资价值，认为仍被低估。
 - ◆ 2009-2011 年广州发展股价波动中枢在 6-7 元/股，对应市值 123.6-144.1 亿元（未摊薄前股本计算），这可看作公司非燃气业务的衡量市值。
 - ◆ 截至 13 年 1 月 16 日，深圳燃气市值 187 亿元，广州发展市值 201 亿，对比深圳燃气，广州和深圳经济体量与人口规模类似、当前和远期供气量目标来比较都处于同一水平，而目前市值相当于广州燃气市值为 57-77 亿元，仍被明显低估。（12 年 10 月底的上篇报告广州发展和深圳燃气市值水平相当，均为 174 亿左右，广州发展价值回归明显）
- 我们仍然对公司采用分部估值的方法，给予目标价 9-11 元，仍然建议买入。
 - ◆ 我们根据公司 12 年的经营数据，更新了公司的盈利预测，预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.361 元、0.587 元和 0.789 元；其中传统业务 EPS 分别为 0.25 元、0.39 元和 0.42 元，燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.19 元和 0.37 元。
 - ◆ 现有业务为传统地方公用事业商（以火电为主），参照行业内典型火电公司的 PE 估值水平，给予 15×12PE 和 12×13PE，估值结果 3.75-4.68 元。
 - ◆ 燃气集团 12-15 年将保持年均复合 50% 以上的较高增速，因此我们给予燃气业务 25×13PE 和 20×14PE，估值结果 4.75-7.40 元。
 - ◆ 考虑可比公司深圳燃气市值约为 187 亿，按照公司增发后 27 亿股本测算，价格约为 6.9 元。

图表4：公司燃气业务11和12年分领域占比



附录

广州燃气盈利预测更新

图表5：广州燃气盈利预测更新

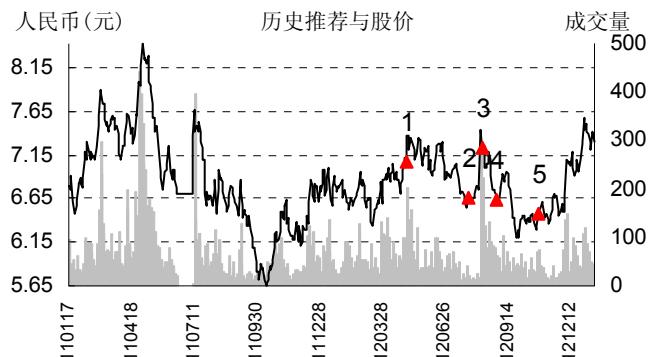
项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
Revenue		1,756.03	2,349.73	3,934.43	7,201.23	11,489.33
供气量						
天然气（亿立方米）	5.60	6.09	7.60	12.05	21.31	34.39
居民用户		1.40	1.70	1.90	2.10	2.30
公福用户		0.50	0.55	0.56	0.58	0.60
商业用户		1.20	1.43	2.00	2.60	3.00
工业用户		0.20	1.02	2.50	5.00	7.00
分销用户		1.48	1.60	2.50	3.50	5.00
直供用户		1.31	1.31	1.31	1.31	2.60
分布式能源用户			1.28	6.23	13.89	
西村项目			0.54	4.29	4.29	
从化项目			0.74	0.99	0.99	
广药白云基地				0.34	0.56	
白云机场				0.61	2.45	
花都空港经济区					0.97	
广州南站					0.35	
花都汽车城						4.29
含税单价						
天然气（元/立方米）						
居民用户		3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
公福用户		3.70	3.70	3.70	3.70	3.70
商业用户		4.85	4.85	4.85	4.85	4.85
工业用户		4.85	4.85	4.50	4.50	4.50
分销用户		2.35	2.35	2.35	2.35	2.35
直供用户		2.21	2.21	2.21	2.21	2.21
分布式能源用户		3.70	3.70	3.70	3.70	3.70
含税收入（百万元）	1984.31	2655.20	4445.91	8137.39	12982.95	
税后收入（百万元）	1756.03	2349.73	3934.43	7201.23	11489.33	
Cost						
购气成本（百万元）		1,371.25	1,776.44	3,025.07	5,578.84	9,175.51
天然气	1,019.25	1,339.34	2,557.49	5,092.88	8,670.75	
气损率(%)						
居民用户	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
公福用户	6.09	7.60	12.05	21.31	34.39	
商业用户	6.28	7.83	12.42	21.97	35.45	
工业用户						
分销用户		2.26	5.84	11.39	24.87	
直供用户		5.58	5.58	5.58	5.58	
分布式能源用户			1.00	5.00	5.00	
中石油单位购气成本（元/立方米）						
居民用户	0.70					
公福用户						
商业用户						
工业用户						
分销用户						
直供用户						
分布式能源用户						
大鹏气单位成本（元/立方米）	3.0000	3.0000	3.0000	3.0000	3.0000	
居民用户	2.7400	2.7400	2.7400	2.7400	2.7400	
公福用户	0.2600	0.2600	0.2600	0.2600	0.2600	
商业用户	1.5000	1.5000	1.5000	1.5000	1.5000	
工业用户			3.0000	3.0000	3.0000	
分销用户						
直供用户						
分布式能源用户						
珠海LNG单位成本（元/立方米）						
居民用户	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000	
公福用户	1,019.25	1,339.34	2,557.49	5,092.88	8,670.75	
商业用户						
工业用户						
分销用户						
直供用户						
分布式能源用户						
现货气购气量						
中石油单位购气成本（元/立方米）	0.70					
居民用户						
公福用户						
商业用户						
工业用户						
分销用户						
直供用户						
分布式能源用户						
大鹏气单位成本（元/立方米）	3.0000	3.0000	3.0000	3.0000	3.0000	
居民用户	2.7400	2.7400	2.7400	2.7400	2.7400	
公福用户	0.2600	0.2600	0.2600	0.2600	0.2600	
商业用户	1.5000	1.5000	1.5000	1.5000	1.5000	
工业用户			3.0000	3.0000	3.0000	
分销用户						
直供用户						
分布式能源用户						
珠海LNG单位成本（元/立方米）						
居民用户	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000	
公福用户	1,019.25	1,339.34	2,557.49	5,092.88	8,670.75	
商业用户						
工业用户						
分销用户						
直供用户						
分布式能源用户						
不含税天然气购气成本（百万元）						
居民用户	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000	4.5000	
公福用户	1,019.25	1,339.34	2,557.49	5,092.88	8,670.75	
商业用户						
工业用户						
分销用户						
直供用户						
分布式能源用户						
天然气购气款						
天然气中游管输费						
Depreciation (百万元)	200.00	277.50	300.00	310.00	320.00	
Staff Cost (百万元)	152.00	159.60	167.58	175.96	184.76	
New Added Fixed Assets		1,550.00	450.00	200.00	200.00	
Fix Assets	4,000.00	5,550.00	6,000.00	6,200.00	6,400.00	
Depreciation Rate(%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
Gross profit margin		21.91%	24.40%	23.11%	22.53%	20.14%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-05-04	增持	7.07	10.50 ~ 12.42
2	2012-07-25	买入	6.65	10.50 ~ 11.88
3	2012-08-14	买入	7.23	10.50 ~ 11.88
4	2012-08-31	买入	6.64	N/A
5	2012-10-31	买入	6.48	N/A

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形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靠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

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
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