

广州发展 (600098.SH) 火电行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

联系人
 郭煜
 (8621)61038200
 wuyu@gjzq.com.cn

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

业绩低于预期, 但不改投资价值

事件: 公司发布 2012 年年度业绩预增公告

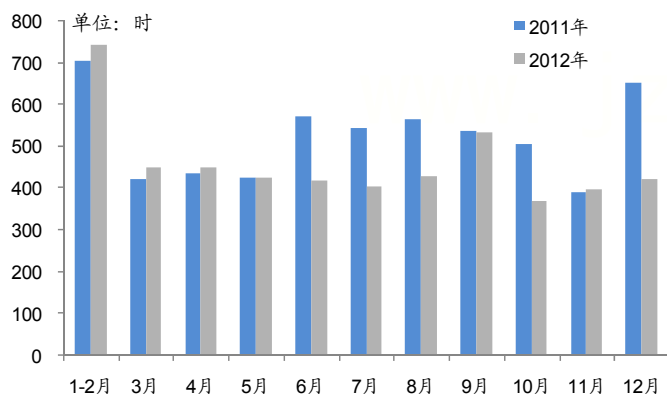
- 公司发布 2012 年年度业绩预增公告, 预计公司 2012 年实现归属于上市公司股东的净利润较上年同期相比增长 120%-130%; 根据上年同期业绩推算, 公司 2012 年实现归属于上市公司股东净利润约为 844.79-883.19 百万元, 摊薄后每股收益约为 0.308-0.322 元, 低于我们和市场的预期。
- 公司 12 年实现了集团的整体上市, 因此 12 年业绩包含了增发注入资产的利润, 与 11 年同期不具有明显可比性, 若按照 11 年比较利润表经追溯调整后的口径计算, 预计 2012 年实现归属于上市公司股东净利润较 2011 年增长约 45%-55%。

我们的点评与分析

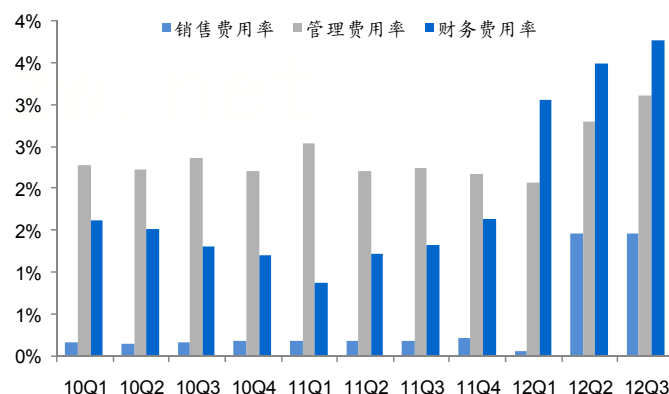
电量回落和费用提升是业绩低于预期的主因, 燃气业务保持较快增长

- 回顾 12 年, 受到广东省用电需求下滑以及水电出力提升的影响, 火电利用小时下滑明显, 公司机组作为省内主力机组也受到一定影响, 加上实现整体上市后, 公司整体的费用率高于同期水平, 因此导致了业绩低于我们之前预期。

图表1: 广东省 12 年火电利用小时下滑明显



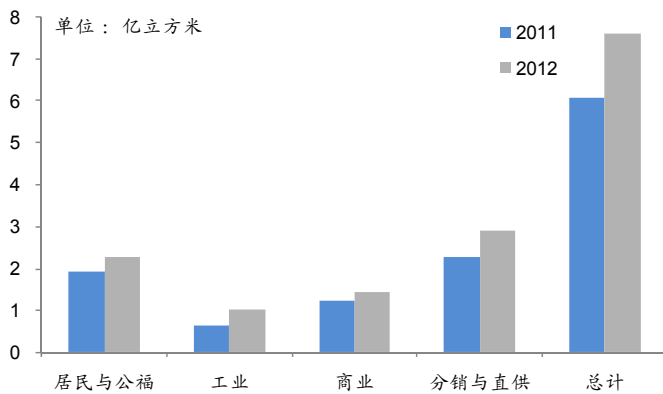
图表2: 广州发展历年费用率变化情况



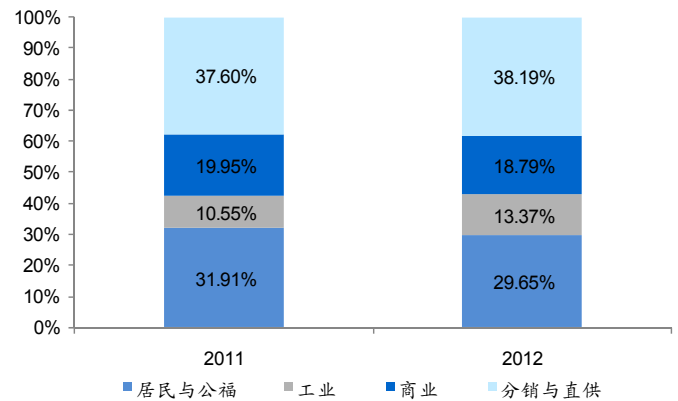
来源: 中电联, 国金证券研究所

- 虽然电量回落和费用提升对公司业绩的负面影响超过我们之前预期, 但是我们看好的燃气业务在西二线新增气源的推动下, 资产和经营规模迅速扩大, 在保证销量稳定增长的同时, 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



图表4: 公司燃气业务11和12年分领域占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

整体业绩虽低于预期, 但不改公司投资价值

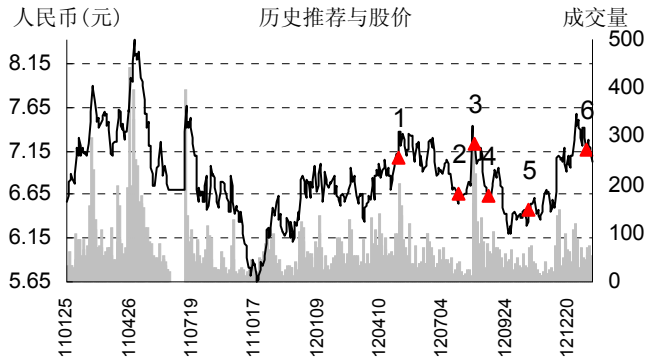
- 公司整体业绩情况低于我们和市场预期, 我们调高了公司的费用率, 下调了公司的盈利预测, 预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.314 元、0.541 元和 0.738 元; 其中燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.19 元和 0.37 元。
- 虽然 12 年业绩低于预期, 但我们仍然维持之前的投资逻辑, 不改公司的投资价值:
 - ◆ 2009-2011 年广州发展股价波动中枢在 6-7 元/股, 对应市值 123.6-144.1 亿元 (未摊薄前股本计算), 这可看作公司非燃气业务的衡量市值。
 - ◆ 截至 13 年 1 月 24 日, 深圳燃气市值 185 亿元, 广州发展市值 194 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 50-71 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)
- 我们虽然下调公司的盈利预测, 但仍然对公司采用分部估值的方法测算其合理价值区间, 给予目标价 9-11 元, 仍建议买入, 若股价受到短期情绪波动导致下跌建议积极买入。
 - ◆ 我们更新公司的盈利预测, 预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.318 元、0.547 元和 0.738 元; 其中传统业务 EPS 分别为 0.21 元、0.35 元和 0.37 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 15x12PE 和 12x13PE, 估值结果 3.15-4.20 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 25x13PE 和 20x14PE, 估值结果 4.75-7.40 元。
 - ◆ 考虑可比公司深圳燃气市值约为 185 亿, 按照公司增发后 27.42 亿股本测算, 价格约为 6.7 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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
6	2013-01-17	买入	7.16	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