

2013年4月12日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576939 (转 808) tanq@ghzq.com.cn

联系人：

谭倩  
010-88576939 (转 808) tanq@ghzq.com.cn  
何魏伟  
0755-23824865 heww@ghzq.com.cn

## 获能源局关于开展电源建设前期工作的许可，电力发展提速

### 一天富热电（600509）点评报告

#### 事件：

4月12日，公司公告接到新疆生产建设兵团发改委转交的《国家能源局关于同意新疆生产建设兵团天富天河等3个热电项目开展前期工作的函》，同意第八师石河子天富天河（2台33万千瓦）等3个燃煤热电新建项目开展前期工作。

#### 点评：

- **高能耗企业西部转移，石河子电力供不应求问题亟待解决** 新疆经济工作座谈会后，国家对新疆及兵团12个重点发展产业实行差别化产业政策，并将6个产业的项目核准权下放到自治区和兵团发改委。石河子市规划了四大工业园区，合盛硅业、天山铝业、豫丰碳化硅、万特石灰石、天宏硅业等高能耗企业逐步进驻。高能耗产业西部转移带来石河子市自2011年下半年起电力需求量持续高涨。公司经营石河子市的独立电网和电源，面临电力严重供不应求情况，2012年公司外购电比例接近50%，亟待能源局批文建设电源。
- **获能源局关于开展电源建设前期工作的许可，电源核准进度超预期** 此次国家能源局授权公司开展2\*33万千瓦机组的前期工作，未来公司还需根据流程，对项目技术经济可行性进行论证，落实电厂外部建设条件，做好项目选址、土地利用、环境保护、水土保持、节能评估、社会稳定风险评估、银行贷款和电网接入等工作，并取得相关文件。之后，能源局将按规定履行核准程序，核准公司建设2\*33万千瓦机组。本次核准的时间提前，进度超预期，对公司构成利好。
- **国家能源局拟下放电力核准权限，有望加速公司电源建设** 近期，中证网等权威媒体报道，根据国务院机构改革和职能转变要求，新组建的国家能源局正在研究简政放权、下放投资审批事项。拟将火电单机60万千瓦以下、煤炭新增产能120万吨/年以下项目核准权限下放地方。如果该草案落实，将加快新疆等电力需求旺盛地区的电源建设进度。新疆建设兵团和天富热电的电力装机建设有望提速。
- **天富热电十二五装机扩容六倍，电力业务连续三年高增长** 公司及农八师积极布局电源装机扩容，以上市公司、农八师国有资产管理公司为主体，2011-2015年规划投资多个电源项目，整体装机容量将从2011年的56.2万千瓦上升至2016年约380万千瓦，实现六倍的增长。预计公司整体供电能力从2011年36亿度上升至2012年约65-70亿度，2013年可能达到85-100亿度，2014年达到110-120亿度。而公司拥有厂网一体的经营模式，电力业务利润率也明显高于行业平均水平。预计2012年电力利润增长达到80%，2013年、2014年电力净利润增长率都将超过50%

- 大力推进天然气业务，车用天然气成为亮点** 除电力业务外，公司特许经营石河子市民用和车用天然气业务。顺应“气化新疆”的总体要求，公司规划自 2013 年至 2015 年投资 3.8 亿元在全疆建设布点约 50 座加气站并敷设站点周边居民天然气入户工程，以“市区—团场—交通干线”为路线，扩大天然气业务范围。2013 年已规划新建 20 座加气站（CNG8 座、LNG12 座）、2014 年再建 20 座加气站。预计全部建成投运后，不考虑调价因素，年销售天然气达到 41132 万方，年净利润超过 1.2 亿元。相比公司 2011 年约 3400 万方销售气量，约 392 万净利润，五年时间，天然气收入有望增长 15 倍以上，净利润增长 30 倍以上。
- 天然气提价预期高，构筑想象空间** 早在 2010 年自治区已提出需逐步理顺车用天然气与汽油的比价关系。2011 年底，乌鲁木齐以天然气与汽油 0.6:1 的比价关系核定，将 CNG 销售价格由 2.08 元/立方米调整为 4.07 元/立方米。预计 2013 年新疆天然气调价将再次提上日程，天富热电所在的石河子市有望成为第二批调价城市。如果天然气提价将大幅提升公司盈利能力，构筑想象空间。
- 盈利预测** 根据最新经营情况，微调盈利预测。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元、0.84 元，对应 PE 分别 20 倍、16 倍、10 倍，公司电力业务快速增长，天然气业务也有望提升公司业绩和估值，维持“买入”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2398	2651	3657	4744
增长率（%）	28%	11%	38%	30%
净利润（百万元）	399	270	470	762
增长率（%）	174%	-32%	74%	62%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.41	0.52	0.84
ROE（%）	16.89%	10.58%	10.06%	14.63%

表 1、天富热电的电源装机情况

石河子区域供电来源	主要机组	装机容量(万千瓦)	投运时间
天富热电电源装机	公司现有装机 56.2 万千瓦	56.2	已投运，其中共约 10 万千瓦小火电机组计划在 2014 年关停
	再融资募投 2*33 万千瓦	66	2013 年底
	规划建设 2*66 万千瓦	132	2016 年
农八师国有资产管理公司代建电厂	国资公司代建 2*33 万千瓦	66	33 万千瓦 2011 年底投运，33 万千瓦 2012 年中投运
	国资公司代建 4*13.5 万千瓦	54	27 万千瓦 2012 年 11 月，27 万千瓦 2013 年中
	国资公司代建肯斯瓦特水电站 10 万千瓦	10	2014 年底投运
当地企业自备电厂	新疆天业集团自备电厂	-	已投运，目前以国网为备用，待公司 220kV 电网升级后，可能以天富热电网为备用，缴纳备用费用
	天山铝业、合盛硅业等企业的自备电厂	-	筹备中，待公司 220kV 电网升级后，可能以天富热电网为备用，缴纳备用费用
国网	石河子地区补给电源，未来预计逐步降低采购电量		

资料来源：国海证券研究所

表 2、天富热电盈利预测

证券代码:	600509.sh				股票价格:	8.29	投资评级:	买入		日期:	2013/4/11
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	17%	11%	10%	15%	EPS	0.61	0.41	0.52	0.84		
毛利率	31%	32%	33%	34%	BVPS	3.43	3.72	5.03	5.62		
期间费率	20%	19%	16%	14%	<b>估值</b>						
销售净利率	17%	10%	13%	16%	P/E	13.62	20.12	15.97	9.85		
<b>成长能力</b>					P/B	2.42	2.23	1.65	1.48		
收入增长率	28%	11%	38%	30%	P/S	2.27	2.05	2.05	1.58		
利润增长率	174%	-32%	74%	62%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		
总资产周转率	0.32	0.34	0.34	0.40	营业收入	2398	2651	3657	4744		
应收账款周转率	1.86	2.69	2.90	3.15	营业成本	1651	1813	2461	3111		
存货周转率	4.70	4.70	6.33	9.70	营业税金及附加	66	73	100	130		
<b>偿债能力</b>					销售费用	29	34	42	52		
资产负债率	68%	68%	56%	56%	管理费用	241	207	267	285		
流动比	1.30	1.08	1.17	1.20	财务费用	135	188	182	177		
速动比	1.16	0.93	1.05	1.12	其他费用/(-收入)	254	0	1	7		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业利润	531	337	605	996		
现金及现金等价物	1033	894	1490	2079	营业外净收支	16	25	25	25		
应收款项	1287	986	1261	1505	利润总额	547	362	630	1021		
存货净额	351	401	404	334	所得税费用	148	90	158	255		
其他流动资产	510	563	731	949	净利润	399	271	473	766		
<b>流动资产合计</b>	<b>3181</b>	<b>2845</b>	<b>3886</b>	<b>4867</b>	少数股东损益	0	1	2	4		
固定资产	3107	3446	4521	5859	归属于母公司净利润	399	270	470	762		
在建工程	639	1017	1709	659	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		
无形资产及其他	53	53	47	42	经营活动现金流	(312)	979	1067	1564		
长期股权投资	212	215	218	221	净利润	399	271	473	766		
<b>资产总计</b>	<b>7490</b>	<b>7875</b>	<b>10682</b>	<b>11948</b>	少数股东权益	0	1	2	4		
短期借款	830	830	830	830	折旧摊销	277	316	350	457		
应付款项	599	684	1000	1354	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	344	453	825	1200	营运资金变动	(989)	391	242	337		
其他流动负债	672	672	672	672	投资活动现金流	(356)	(720)	(1770)	(291)		
<b>流动负债合计</b>	<b>2445</b>	<b>2639</b>	<b>3327</b>	<b>4056</b>	资本支出	129	(717)	(1767)	(288)		
长期借款及应付债券	2180	2180	2180	2180	长期投资	3	(3)	(3)	(3)		
其他长期负债	503	503	503	503	其他	(488)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>2683</b>	<b>2683</b>	<b>2683</b>	<b>2683</b>	筹资活动现金流	529	(81)	1646	(229)		
<b>负债合计</b>	<b>5127</b>	<b>5321</b>	<b>6009</b>	<b>6738</b>	债务融资	920	0	0	0		
股本	656	656	906	906	权益融资	4	0	1788	0		
股东权益	2363	2553	4672	5210	其它	(394)	(81)	(141)	(229)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7490</b>	<b>7875</b>	<b>10681</b>	<b>11948</b>	现金净增加额	(139)	178	943	1045		

资料来源: 国海证券研究所

## 【电力设备与新能源小组介绍】

张晓霞：国海证券研究所副所长，多年煤炭、电力行业研究经验。

谭倩：电力设备新能源小组组长，美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、天然气、电力环保、锂电池行业分析师。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 国海证券机构销售部人员联系方式

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宇	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn