

# 天富热电 (600509.SH) 生物质能行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

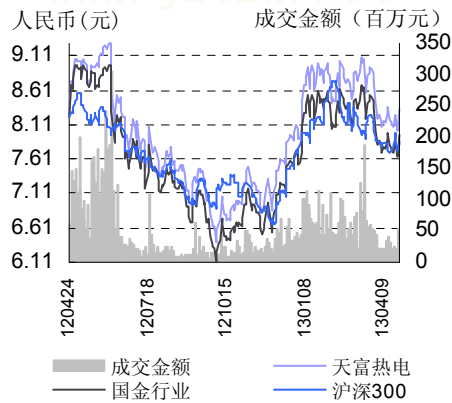
市价(人民币): 8.35元

## 业绩符合预期, 成长确定性预期增强

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)	75.63
年内股价最高最低(元)	9.29/6.40
沪深 300 指数	2495.58
上证指数	2218.32



### 相关报告

- 《兵团支持明确, 打造北疆综合能源供应商》, 2013.1.9
- 《签订供用电合同, 确保需求无忧》, 2013.1.7
- 《成长性确定, 价值被低估》, 2012.12.31

郭煜

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

刘刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030001  
(8621)61038258  
liugang@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.609	0.391	0.504	0.818	0.963
每股净资产(元)	3.43	3.59	4.95	5.57	6.33
每股经营性现金流(元)	-0.48	0.02	0.75	0.80	1.44
市盈率(倍)	12.90	20.65	16.55	10.21	8.68
行业优化市盈率(倍)	17.07	19.31	27.56	27.56	27.56
净利润增长率(%)	174.38%	-35.69%	78.03%	62.12%	17.70%
净资产收益率(%)	17.76%	10.91%	10.19%	14.69%	15.21%
总股本(百万股)	655.70	655.70	905.70	905.70	905.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司发布 2012 年年报, 2012 年公司实现营业收入 2918.35 百万元、同比增长 21.68%, 实现扣非后归属于母公司所有者净利润 191.17 百万元、同比增长 49.21%, 实现基本每股收益 0.39 元, 符合预期。
- 公司发布 2013 年一季报, 2013 年一季度公司实现营业收入 720.90 百万元、同比增长 37.34%, 实现归属于上市公司股东净利润 102.28 百万元、同比增长 50.30%, 实现基本每股收益 0.156 元, 符合预期。

### 经营分析

- 业绩符合预期, 成长确定性预期增强: 公司于 11 年将房地产业务剥离至集团, 专注能源供应, 已经成为了集发电和天然气为一体的地方综合能源商, 12 年在当地区域经济的快速发展下, 电力和天然气均保持了较快的增长。
  - 电力业务: 受益当地区域经济的快速发展, 公司 12 年完成供电和售电量分别为 67.50 亿千瓦时和 65.24 亿千瓦时, 同比分别大幅提升 87.21% 和 92.59%, 推动公司供电业务的快速提升。
  - 天然气业务: 受益于新疆地区天然气政策利好的逐步兑现, 公司天然气业务快速提升, 12 年完成售气量 5496 万方、同比大幅增长 66.19%, 其中盈利性较高的车用天然气(CNG)供气量 3017 万方、同比大幅增长 164.41%。

### 盈利调整和投资建议

- 我们根据公司 12 年年报, 更新公司盈利预测为 2013-2015 年 EPS 分别为 0.504 元、0.818 元和 0.963 元 (均采用增发摊薄后股本测算), 净利润同比增速分别为 78.03%、62.12% 和 17.70%。
- 目前公司股价对应估值为 17×13PE 和 10×14PE 和 9×15PE, 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。
- 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, 而阶段性成长属性较强, 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。

事件：公司公布 2012 年年报和 2013 年一季报

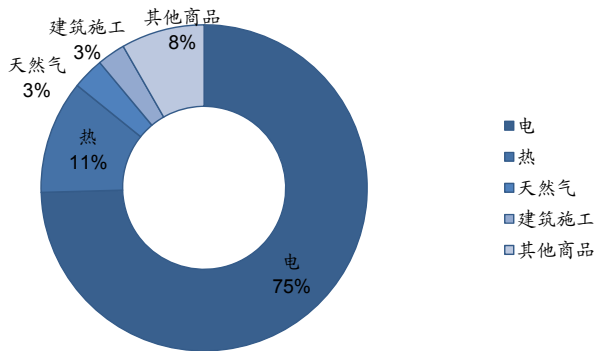
- 公司发布 2012 年年报，2012 年公司实现营业收入 2918.35 百万元、同比增长 21.68%，实现归属于母公司所有者净利润 256.62 百万元、同比减少 35.69%，实现扣非后归属于母公司所有者净利润 191.17 百万元、同比增长 49.21%，实现基本每股收益 0.39 元，符合预期。
- 公司发布 2013 年一季报，2013 年一季度公司实现营业收入 720.90 百万元、同比增长 37.34%，实现归属于上市公司股东净利润 102.28 百万元、同比增长 50.30%，实现基本每股收益 0.156 元，符合预期。

我们的分析与点评

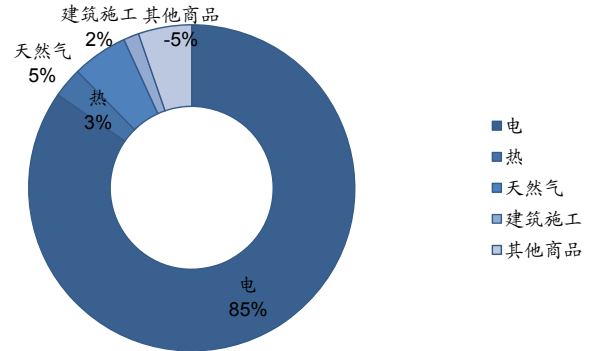
业绩符合预期，成长确定性预期增强

- 公司于 11 年将房地产业务剥离至集团，专注能源供应，已经成为集发电和天然气为一体的地方综合能源商，12 年在当地区域经济的快速发展下，电力和天然气均保持了较快的增长。

图表1：天富热电 2012 年主营业务收入占比

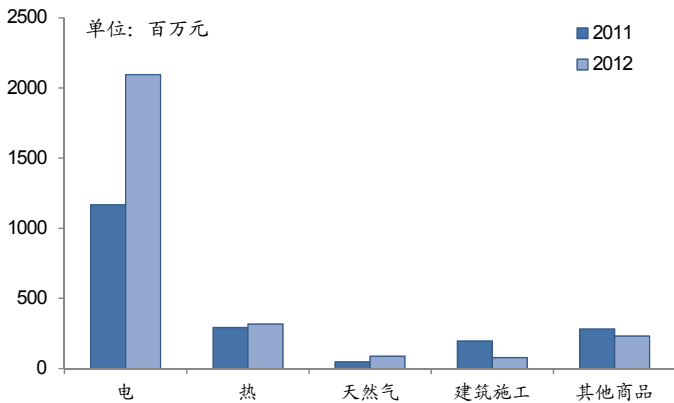


图表2：天富热电 2012 年主营业务毛利占比

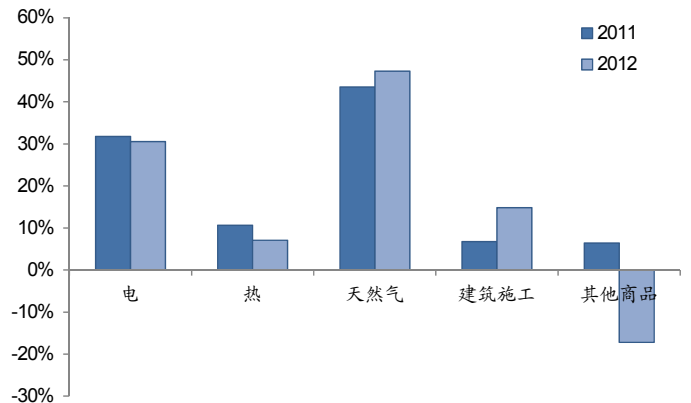


来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：天富热电 2011-2012 年分业务收入情况



图表4：天富热电 2011-2012 年分业务毛利率情况

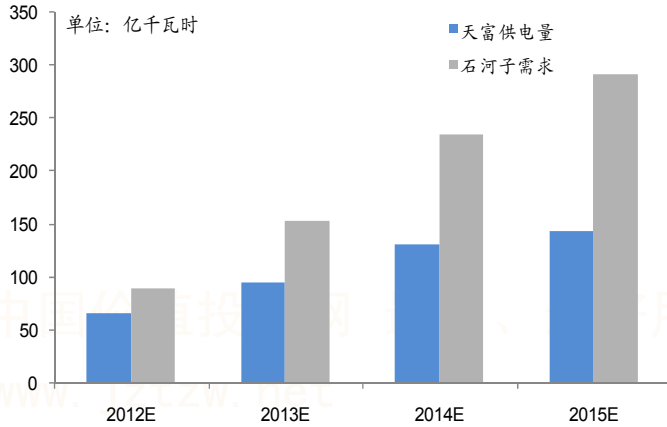


来源：公司公告，国金证券研究所

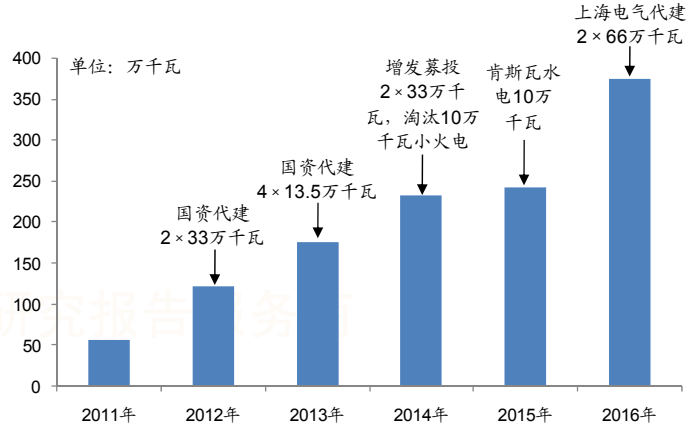
- 电力业务：受益当地区域经济的快速发展，公司 12 年完成供电和售电量分别为 67.50 亿千瓦时和 65.24 亿千瓦时，同比分别大幅提升 87.21%和 92.59%，推动公司供电业务的快速提升。
  - 1) 由于石河子地区用电需求增长迅速，公司目前装机已不能满足当地旺盛的需求，因此需要外购电弥补目前的供给瓶颈，而外购电较高的购电成本压制了供电的盈利能力。

- 2) 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5: 石河子地区电力需求与公司供电情况预测



图表6: 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

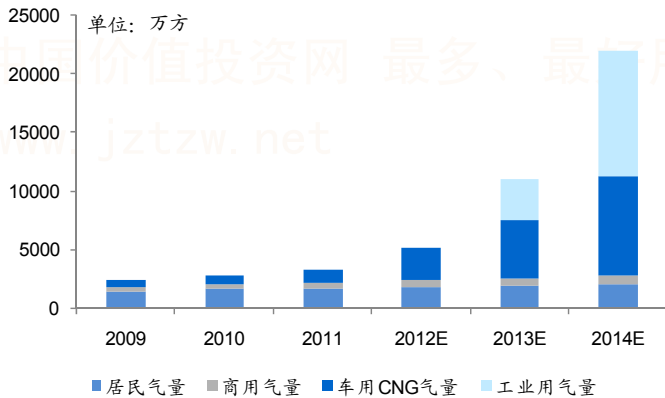
图表7: 天富热电供供电业务盈利预测和假设

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>售电量明细</b>											
供电量合计 (亿千瓦时)	17.07	16.57	19.57	21.48	24.33	28.71	35.54	67.50	96.00	131.00	144.00
售电量合计 (亿千瓦时)	16.17	15.46	18.14	20.20	23.00	27.38	34.48	65.24	92.93	126.94	139.68
总损失电量 (亿千瓦时)	0.90	1.11	1.43	1.28	1.33	1.33	1.06	2.26	3.07	4.06	4.32
综合线损率 (%)	5.26%	6.70%	7.31%	5.96%	5.47%	4.63%	2.98%	3.35%	3.20%	3.10%	3.00%
<b>购发电量明细</b>											
购发电量合计 (亿千瓦时)	18.88	18.33	21.75	24.32	27.40	32.41	39.66	71.27	99.88	136.51	150.17
新疆电网趸购电量 (亿千瓦时)	1.86	1.28	1.76	1.10	0.38	0.36	4.08	7.02	7.18	4.22	2.57
占比 (%)	9.86%	6.97%	8.10%	4.54%	1.40%	1.13%	10.29%	9.85%	7.18%	3.09%	1.71%
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	32.80	33.72	54.95	72.00
厂用电量 (亿千瓦时)	1.81	1.76	2.18	2.84	3.07	3.70	4.12	3.77	3.88	5.51	6.17
厂用电率 (%)	10.65%	10.32%	10.92%	12.25%	11.38%	11.56%	11.58%	11.50%	11.50%	10.03%	8.58%
占比 (%)	90.14%	93.03%	91.90%	95.46%	98.60%	98.87%	89.71%	46.02%	33.76%	40.25%	47.95%
代建电厂购电量 (亿千瓦时)	--	--	--	--	--	--	--	31.46	58.98	77.34	75.60
占比 (%)	--	--	--	--	--	--	--	44.13%	59.05%	56.65%	50.34%
<b>电价明细</b>											
平均售电成本 (元/千瓦时)	0.1996	0.2002	0.2267	0.2330	0.2069	0.2031	0.2310	0.2231	0.2180	0.2129	0.2128
新疆电网趸购电价	0.3430	0.3768	0.4441	0.4639	0.4697	0.4736	0.4736	0.4000	0.4000	0.4000	0.4000
自发电单位成本	--	--	0.1956	0.2190	0.2101	0.2038	0.2000	0.2000	0.2000	0.2000	0.2000
购代建电厂电价	--	--	--	--	--	--	--	0.2000	0.2000	0.2000	0.2000
其他购电费用	--	--	0.0423	0.0363	0.0242	0.0263	0.0360	0.0354	0.0250	0.0250	0.0250
平均售电价 (元/千瓦时)	0.3250	0.3301	0.3820	0.3781	0.3513	0.3429	0.3385	0.3212	0.3212	0.3212	0.3212
<b>供热业务明细</b>											
供热量 (万吉焦)	878.00	1086.00	1097.00	1210.00	1358.54	1516.86	1538.00	1461.88	1608.07	1768.87	1945.76
YOY (%)	--	23.69%	1.01%	10.30%	12.28%	11.65%	1.39%	-4.95%	10.00%	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	21.63	21.63	21.63	21.63
供热收入 (百万元)	128.58	165.85	194.53	220.85	245.82	272.24	292.08	316.15	347.77	382.54	420.80
<b>供电业务总结</b>											
供电收入 (百万元)	525.46	510.34	692.95	763.66	807.89	938.72	1167.25	2095.75	2985.20	4077.76	4487.05
供电成本 (百万元)	322.83	309.51	411.24	470.58	475.85	556.08	796.61	1455.81	2026.13	2702.86	2972.40
平均毛利率 (%)	38.56%	39.35%	40.65%	38.38%	41.10%	40.76%	31.75%	30.54%	32.13%	33.72%	33.76%
<b>供热业务总结</b>											
供热收入 (百万元)	128.58	165.85	194.53	220.85	245.82	272.24	292.08	316.15	347.77	382.54	420.80
供热成本 (百万元)	113.38	150.62	173.08	212.42	219.69	222.88	260.89	293.79	323.42	355.76	391.34
平均毛利率 (%)	11.81%	9.18%	11.03%	3.82%	10.63%	18.13%	10.68%	7.07%	7.00%	7.00%	7.00%

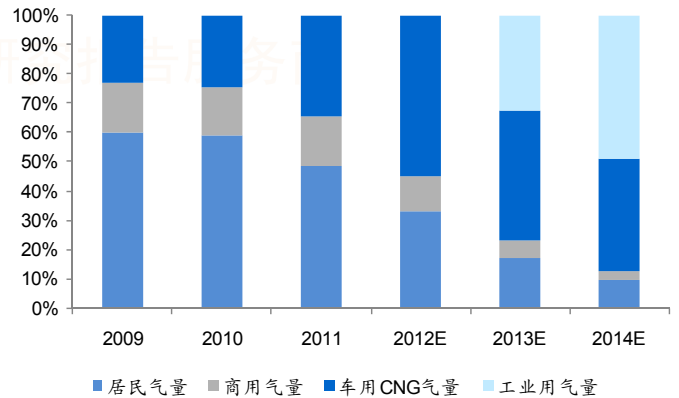
来源: 国金证券研究所

- 天然气业务：受益于新疆地区天然气政策利好的逐步兑现，公司天然气业务快速提升，12年完成售气量 5496 万方、同比大幅增长 66.19%，其中盈利性较高的车用天然气(CNG)供气量 3017 万方、同比大幅增长 164.41%。
  - 1) 气源有保障：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。
  - 2) 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。

图表8：公司历年分领域燃气销量及预测

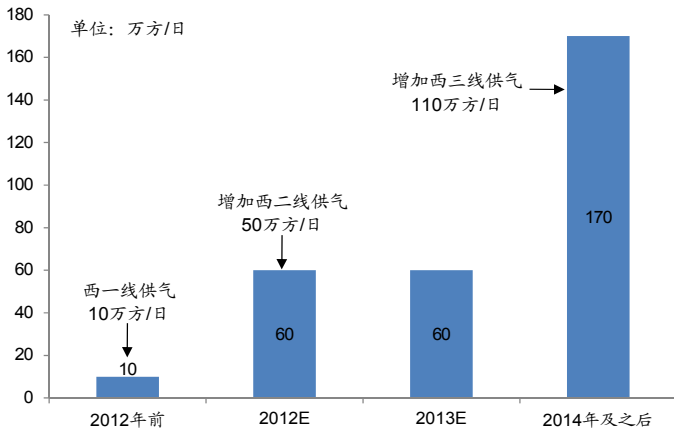


图表9：公司历年分领域燃气销量占比及预测



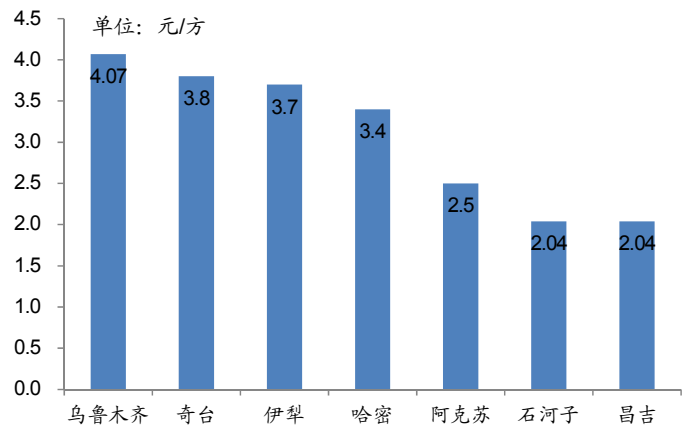
来源：国金证券研究所 注：由于当地 LNG 加气业务还是一个战略性布局，真正体现效益要到 15 年之后，因此暂不考虑 LNG 的贡献

图表10：公司天然气气源供气有保障



来源：国金证券研究所

图表11：新疆部分地区 CNG 汽车加气价格



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表12: 天富热电天然气业务盈利预测和假设

项目	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>Revenue</b>	<b>32.90</b>	<b>38.49</b>	<b>48.84</b>	<b>88.24</b>	<b>180.65</b>	<b>379.90</b>	<b>573.33</b>
供气量							
分用户供气量 (万立方米)	2341.60	2726.80	3307.10	5496.00	7446.50	11201.15	18081.27
居民气量	1406.50	1611.40	1604.50	1700.00	1870.00	2057.00	2262.70
居民气量占比	60%	59%	49%	31%	25%	18%	13%
商用气量	394.70	448.90	561.50	615.00	676.50	744.15	818.57
商用气量占比	17%	16%	17%	11%	9%	7%	5%
车用CNG气量	540.40	666.50	1141.10	3017.00	4900.00	8400.00	15000.00
车用气CNG量占比	23%	24%	35%	55%	66%	75%	83%
工业气量	--	--	--	--	3600.00	10800.00	14400.00
工业气量占比	--	--	--	--	--	--	--
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	1.34
商福用户	1.85	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	2.24	2.24
工业用户	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85
含税收入 (百万元)	37.17	43.49	55.19	99.71	204.13	429.29	647.86
税后收入 (百万元)	<b>32.90</b>	<b>38.49</b>	<b>48.84</b>	<b>88.24</b>	<b>180.65</b>	<b>379.90</b>	<b>573.33</b>
<b>Cost</b>	<b>19.59</b>	<b>22.81</b>	<b>27.67</b>	<b>46.50</b>	<b>104.35</b>	<b>219.87</b>	<b>319.48</b>
购气成本 (百万元)	19.59	22.81	27.67	45.98	104.35	219.87	319.48
气损率(%)	3.00%	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	5496.00	7446.50	11201.15	18081.27
不含工业购气量 (万立方米)	2414.02	2811.13	3409.38	5665.98	7676.80	11547.58	18640.48
单位购气成本 (元/立方米)	0.92	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	1.32
不含税天然气购气成本 (百万元)	19.59	22.81	27.67	45.98	104.35	219.87	319.48
天然气购气款	22.14	25.78	31.26	51.96	117.92	248.45	361.01
<b>Gross profit margin</b>	<b>40.45%</b>	<b>40.73%</b>	<b>43.35%</b>	<b>47.31%</b>	<b>42.24%</b>	<b>42.13%</b>	<b>44.28%</b>

来源: 国金证券研究所

### 更新盈利预测, 内生需求驱动的确定性成长助于估值修复

- 我们根据公司 12 年年报, 更新公司盈利预测为 2013-2015 年 EPS 分别为 0.504 元、0.818 元和 0.963 元 (均采用增发摊薄后股本测算), 净利润同比增速分别为 78.03%、62.12%和 17.70%。
- 目前公司股价对应估值为 17×13PE 和 10×14PE 和 9×15PE, 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, 而阶段性成长属性较强, 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。



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	1	2	5	13
增持	0	0	0	1	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.11	1.32

来源：朝阳永续

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
2 2013-01-07	买入	8.67	N/A
3 2013-01-09	买入	8.80	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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**

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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