国金证券 SINOLINK SECURITIES

广州发展 (600098.SH)　火电行业

评级：买入　维持评级　　**公司点评**

郍煜
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

业绩符合预期，价值仍被低估

事件：公司发布 2012 年年度报告

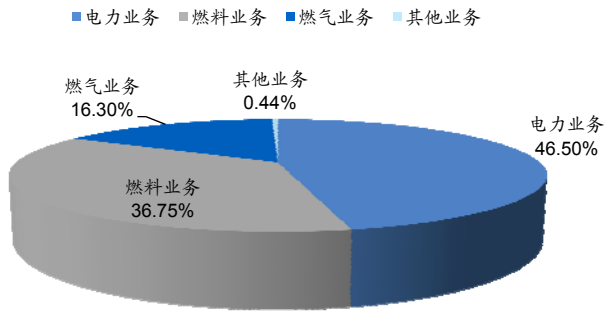
■ 今日，公司发布 2012 年年度报告，2012 年公司实现营业收入 151.64 亿元、同比增长 14.52%，实现归属于上市公司股东的净利润 8.73 亿元、同比增长 51.11%，实现基本每股收益 0.3429 元，符合市场预期。

我们的点评与分析

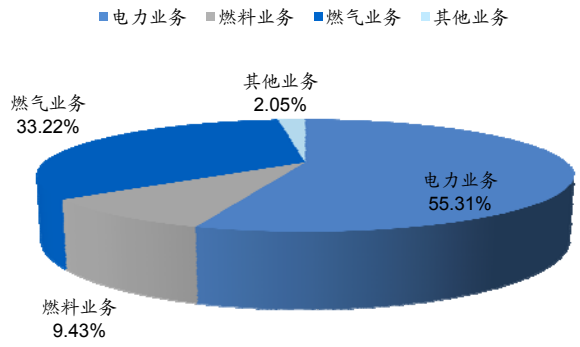
业绩稳定增长，成功转型综合能源供应商

■ 12 年，公司完成定向增发注入广州燃气，实现了集团的整体上市，转型为以电力、煤炭和天然气为核心业务的综合能源供应商。其中，电力业务依靠新机组的投运以及煤价的下跌仍然保持稳定增长；燃气资产在正式进入上市公司后，经营规模迅速扩大；在煤炭市场景气度持续向下的背景下，公司的燃料业务保持平稳。

图表1：广州发展 2012 年营业收入占比

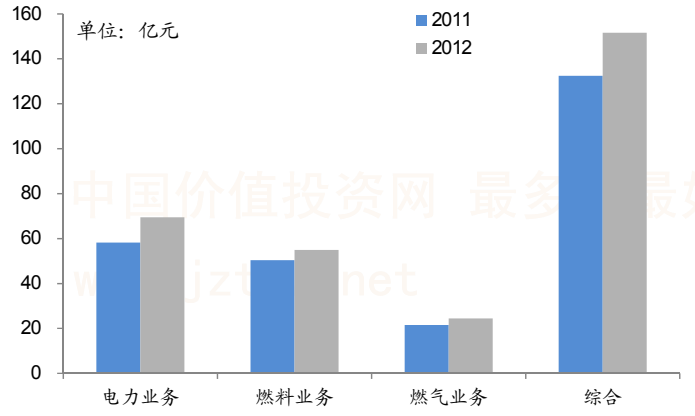


图表2：广州发展 2012 年毛利占比

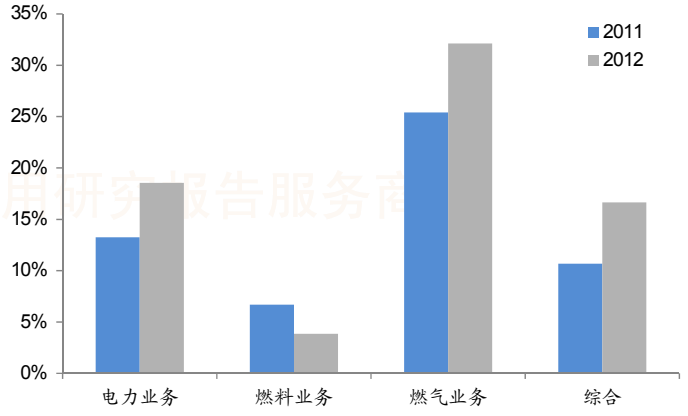


来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：广州发展 2011-2012 年分业务营业收入



图表4：广州发展 2011-2012 年分业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

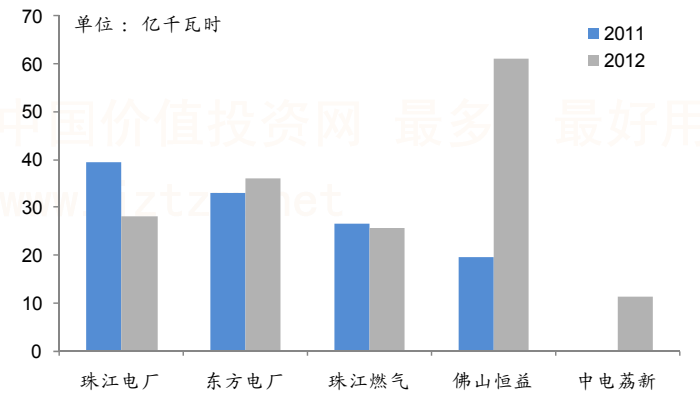
敬请参阅最后一页特别声明　　用使司公限有理管金基信泰供仅告报此

- 电力业务：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 33 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。

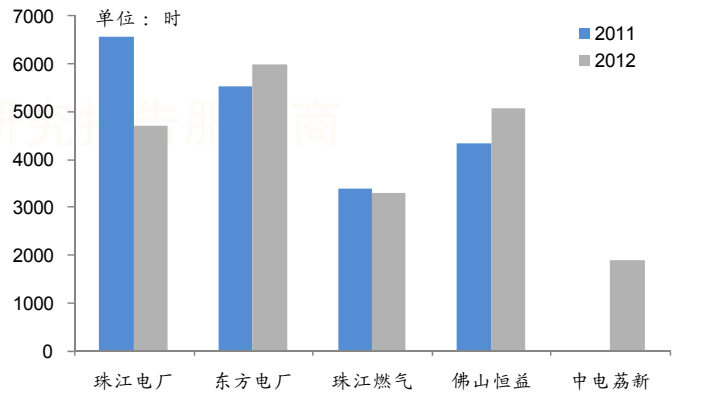
  1) 展望 13 年，公司参股贵州国电都匀电厂 2 台 60 万千瓦机组将逐渐投运贡献业绩增量，其中#1 号机组已于 12 年底通过 168 小时满负荷试运行，#2 机组预计于 2013 年上半年通过 168 小时满负荷试运行。

  2) 目前，公司储备和规划仍有大量机组将于未来逐步建设投运；其中，珠江电厂 1 台 100 万千瓦燃煤机组项目通过节能评估审查待国家发改委批准、肇庆电厂 2×60 万千瓦燃煤机组和珠江燃气 2×39 万千瓦扩建工程项目已经纳入广东省能源发展“十二五”规划。

图表5：公司控股电厂11 和12 年发电量情况



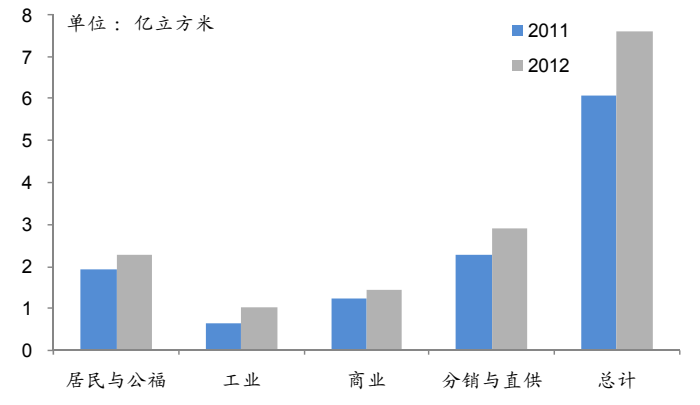
图表6：公司控股电厂11 和12 年利用小时比较



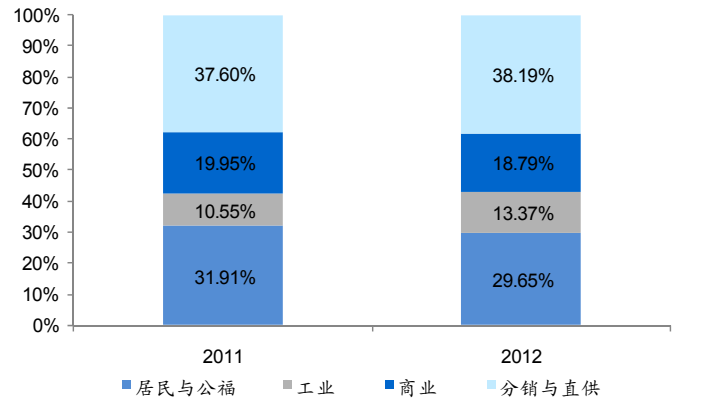
来源：公司公告，国金证券研究所

- 燃气业务：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，同时全年新签约工商用户日用气量达到 28 万立方米，初步验证了我们当初提出的量价齐升的逻辑。

图表7：公司燃气业务11 和12 年销量分类情况



图表8：公司燃气业务11 和12 年分领域占比

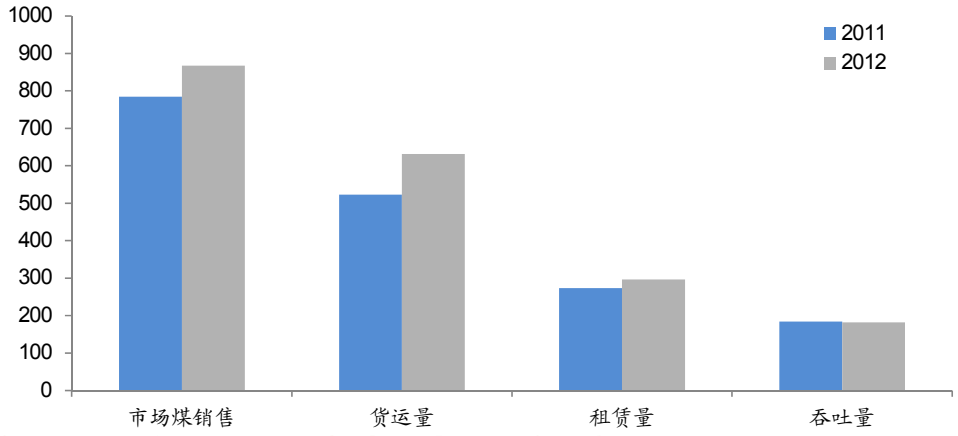


来源：公司公告，国金证券研究所

- 燃料业务：在煤炭市场景气度快速下降、航运市场持续低迷的经营背景下，公司通过调整销售策略以及大力开拓市场，煤炭销售量、货运量、租赁量和吞吐量仍保持了平稳增长。

中国价值投资网 最多 最好用研究报告服务商 www.jztzw.net

图表9：公司燃料业务11年和12年经营比较



来源：公司公告，国金证券研究所 注：市场煤销售、货运量和吞吐量单位为万吨，租赁量单位为万方

价值仍被低估，维持买入评级

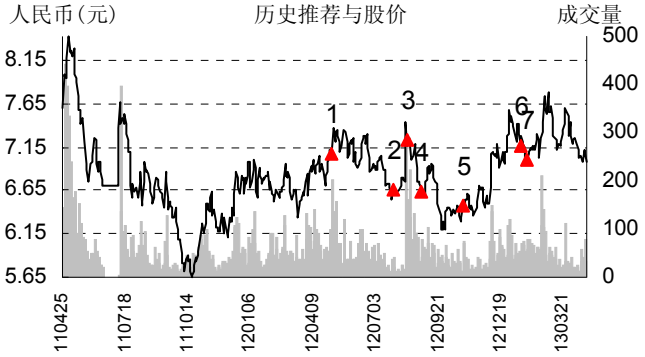
- 我们维持公司的盈利预测，预测公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.541 元和 0.738 元；其中燃气业务 EPS 分别为 0.19 元和 0.37 元。
- 我们仍然维持之前的投资逻辑，不改公司的投资价值：
  - 2009-2011 年广州发展股价波动中枢在 6-7 元/股，对应市值 123.6-144.1 亿元（未摊薄前股本计算），这可看作公司非燃气业务的衡量市值。
  - 截至 13 年 4 月 24 日，深圳燃气市值 189 亿元，广州发展市值 192 亿，对比深圳燃气，广州和深圳经济体量与人口规模类似、当前和远期供气量目标来比较都处于同一水平，而目前市值相当于广州燃气市值为 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测算其合理价值区间，给予目标价 9-11 元，仍建议买入。
  - 我们更新公司的盈利预测，预测公司 2013-2014 年 EPS 分别为 0.541 元和 0.738 元；其中传统业务 EPS 分别为 0.35 元和 0.37 元，燃气业务 EPS 分别为 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 12x13PE，估值结果 3.5-4.2 元。
  - 燃气集团 13-15 年将保持年均复合 50%以上的较高增速，目前 A 股燃气分销的平均估值水平在当年 30 倍 PE，我们考虑公司多元化经营市场给予的估值折价，因此我们给予燃气业务 25×13PE 和 20x14PE，估值结果 5.7-7.4 元。
  - 考虑可比公司深圳燃气市值约为 189 亿，按照公司增发后 27.42 亿股本测算，价格约为 6.8 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
7	2013-01-27	买入	7.00	N/A

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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