



# 电力与燃气需求猛增，盈利高速增长

## ——天富热电（600509）财报点评

2013年5月15日

强烈推荐/维持

东方电热

财报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：弓永峰 李根 陈鹏 侯建峰 刘斐

gongyf@dxzq.net.cn

010-66554025

### 事件：

公司发布 12 年年报与 13 年 1 季报，营业收入和净利润分别达 29.18 亿元和 2.57 亿元，同比分别增加 21.68% 和减少 35.7%；扣非后利润为 1.91 亿元，同比增长 49.2%；基本每股收益 0.39 元。销售毛利率为 25.81%，同比减少 5.9 个百分点；期间费用率为 14.43%，同比减少 2.5 个百分点；销售净利率为 9.19%，同比下降 12.9 个百分点，主要因公司 2011 年净利润 3.99 亿元中来自转让天富房地产公司的一次性收益为 2.62 亿元，扣除此影响后，增长近 50%。分产品来看，电，热的毛利率分别为 30.54% 和 7.07%，同比分别减少 1.22 和 3.61 个百分点，天然气毛利率 47.31%，同比增加 3.75 个百分点。主要是因为煤炭、人工成本导致毛利率下降。

分季度看，13 年 1 季度营业收入和净利润分别达 7.2 亿元和 1.02 亿元，同比分别增加 37.3% 和 50.3%；基本每股收益 0.156 元（0.11 元，定增摊薄）。销售毛利率为 30.47%，同比减少 1.22 个百分点；期间费用率为 13.66%，同比减少 1.9 个百分点；销售净利率为 16.44%，同比增加 2.35 个百分点，主要因电力需求的增加和天然气业务的增长。

公司年报预计全年收入 33 亿元，营业成本 25 亿元，期间费用 4.5 亿元。

公司未来投资亮点：1) 高能耗企业产能西部转移拉升区域内电力需求，13 年售电量猛增 20 亿度，显著拉升公司盈利能力；2) CNG 新站的建成带来天然气盈利能力的大幅度提升，预计 13 年全年年化可达可 8 座以上加气站投运，拉升燃气业务业绩；3) 新疆地区 CNG 价格调整进入窗口期，将使天然气盈利能力翻倍增强；4) LNG 与工业天然气业务逐步拉开序幕，打造公司增长的另一极；预计公司 13-14 年公司净利润分别为 4.5 亿元和 7.4 亿元，增速高达 76% 和 63%；EPS 分别为 0.5 元和 0.82 元，对应 PE 为 19 和 12 倍，作为业绩增长最快的具有独立电网和专属天然气管网运营企业，公司步入业绩高增长期，给予 14 年综合 18 倍 PE，对应目标价位 14.7 元，尚有 50% 以上空间，持续给予“强烈推荐”评级。

### 公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入（百万元）	394.98	563.21	690.47	749.81	524.92	690.84	750.39	952.21	720.90
增长率（%）	6.71%	50.08	34.04	21.05	32.90	22.66	8.68%	26.99	37.34
毛利率（%）	38.66	34.31	42.65	14.31	31.69	20.78	28.70	23.94	30.47
期间费用率（%）	19.21	16.05	18.36	14.93	15.53	13.97	16.02	12.90	13.66
营业利润率（%）	18.52	10.66	19.44	35.21	14.09	5.46%	11.91	6.54%	16.44

净利润（百万元）	56.48	36.55	122.52	183.51	68.05	34.74	99.70	54.13	102.28
增长率（%）	140.01	177.00	46.25	635.80	20.49	-4.94%	-18.63	-70.51	50.30
基本每股盈利（元）	0.086	0.056	0.187	0.280	0.104	0.053	0.152	0.083	0.113
资产负债率（%）	73.03	74.69	75.59	68.46	68.12	72.22	73.42	72.73	58.58
净资产收益率（%）	2.87%	1.89%	5.67%	7.34%	2.82%	1.52%	4.10%	2.27%	2.41%
总资产收益率（%）	0.77%	0.48%	1.38%	2.31%	0.90%	0.42%	1.09%	0.62%	1.00%

## 评论：

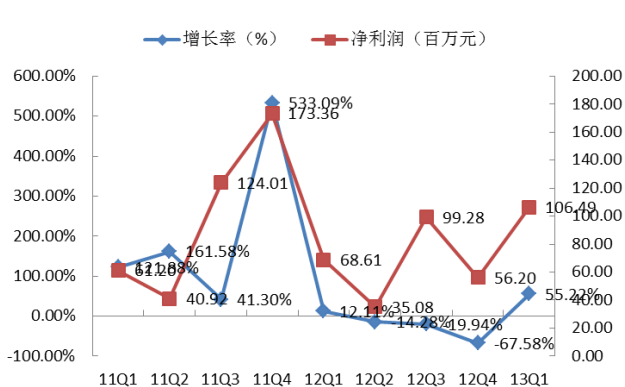
### 积极因素：

#### 1. 扣除11年房地产剥离的影响，净利润大幅增长。

12年营业收入和净利润分别达29.18亿元和2.57亿元，同比分别增加21.68%和减少35.7%；扣非后利润为1.91亿元，同比增长49.2%；基本每股收益0.39元。销售毛利率为25.81%，同比减少5.9个百分点；期间费用率为14.43%，同比减少2.5个百分点；销售净利率为9.19%，同比下降12.9个百分点，主要因公司2011年净利润3.99亿元中来自转让天富房地产公司的一次性收益为2.62亿元，除此影响后，增长近50%。分产品来看，电，热的毛利率分别为30.54%和7.07%，同比分别减少1.22和3.61个百分点，天然气毛利率47.31%，同比增加3.75个百分点。电、热的毛利率下降主要因煤炭、人工成本导致毛利率下降；天然气毛利率提升主要是因CNG销售量的不断增加。

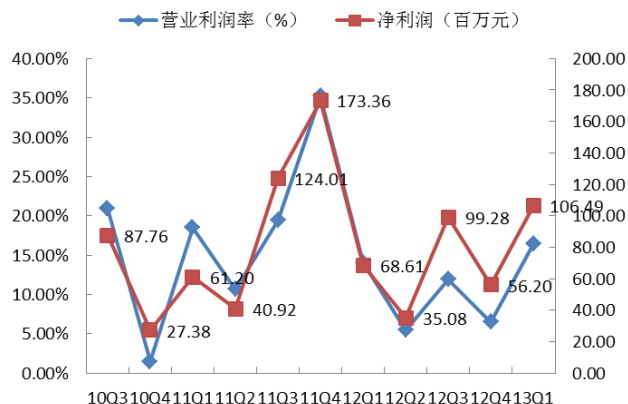
分季度看，13年1季度营业收入和净利润分别达7.2亿元和1.02亿元，同比分别增加37.3%和50.3%；基本每股收益0.156元（0.11元，定增摊薄）。销售毛利率为30.47%，同比减少1.22个百分点；期间费用率为13.66%，同比减少1.9个百分点；销售净利率为16.44%，同比增加2.35个百分点，主要因电力需求的增加和天然气业务的增长。

图 1：净利润与增速（季度），1 季度显著增长



资料来源：公司年报，东兴证券整理

图 2：营业利润率与营业利润



资料来源：公司年报，东兴证券整理

## 2. 电力需求随高能耗企业产能转移急剧增加。

与其它火电公司不同，公司除拥有电源点之外，独有石河子地区电网，为“发电-供电-售电”一体化企业。随着高能耗企业，如电解铝、工业硅、电石以及PVC等产业向新疆的迅速转移，新疆地区用电量持续增长。12年公司供电量67亿度，预计13-14年公司供电量需求达到85-90亿度和110-115亿度，年用电量需求超40%，利润增长接近70%，其区域用电需求远超其它地区，而利润增速则远超其它没有独立电网的纯电源类企业。保守预计13-14年电力业务为公司带来利润约4.2亿元和6.3亿元，为公司增厚EPS约为0.46元和0.7元，远超其它电力企业盈利增长速度。

## 3. CNG 加气站业务持续翻倍增长，14 年贡献利润约 1.1 亿元，占比达 15%。

公司目前在石河子地区已经建成并运营了 5 座 CNG 加气站，今年 2 季度陆续又有 6-7 座加气站正在紧张建设中，预计 13 年下半年将陆续有 5-7 座加气站建成投入运营；根据我们研判，到 14 年将陆续有 16-17 座 CNG 加气站建成投运，为公司 13-14 年带来利润约 3500 万元和 1.1 亿元，增厚 EPS 为 0.04 元和 0.12 元。CNG 业务成长迅速，远超新疆浩源等其它天然气公司。

目前整个石河子地区加气站除了公司可以持续扩张布点外，与全国其他区域不动，其它公司因没有管网运营业务，无法参与布局建设 CNG 业务，公司独享石河子地区未来 CNG 燃气业务的高成长。根据测算，一座加气站的建设投资约 500-600 万元，其年加气量大约为 700 万方左右，利润达到约 300-500 万。随着 10 年以来，国务院和各级政府越来越重视新疆的稳定以及社会民生，石河子市于 11 年正式推出面向社会车辆的“油改气”政策惠民，目前已有近 2 万辆汽车进行了改造。对于拥有 8 万多辆轿车的石河子市来说，未来“油改气”车的量还有很大空间，保守预计可达到约 6 万辆以上，是目前存量的 3 倍多，这将极大的持续拉动对 CNG 的需求。

## 4. 依托兵团石油网点优势，LNG 迅速布局全疆关键节点，拉升未来业绩。

公司 LNG 业务也在积极开展中，目前已经自己建成一个 LNG 加气站。依托兵团在全疆有 170 多座加油站之优势，积极和兵团石油开展合作，开展 LNG 加气站业务。公司已经在新疆重要战略节点上，布局了 LNG 加气站业务，相比于 CNG，其 LNG 的布站范围可以延伸到 1000KM，是 CNG 的 6 倍以上，同时 LNG 价格与柴油挂钩，为其价格的 70%左右，达到 4 元/方，远超 CNG 价格，未来随着 LNG 车辆的增加以及站点的完善，其单位燃气的盈利状况将更高，LNG 业务的增长为公司 13-15 年车用燃气业务打下坚实基础，预计未来公司在全疆布局的 LNG（含 L-CNG）总站数达到 33-34 座，且其布局位置具有显著优势，为公司带来巨大业绩。

## 盈利预测

公司盈利预测：预计公司 13-14 年公司净利润分别为 4.5 亿元和 7.4 亿元，增速高达 76%和 63%；EPS 分别为 0.5 元和 0.82 元，对应 PE 为 19 和 12 倍，作为业绩增长最快的具有独立电网和专属天然气管网运营企业，公司步入业绩高增长期，给予 14 年综合 18 倍 PE，对应目标价位 14.7 元，尚有 50%以上空间，持续给予“强烈推荐”评级。

### 投资建议:

公司投资亮点: 1) 高能耗企业产能西部转移拉升区域内电力需求, 13 年售电量猛增 20 亿度, 显著拉升公司盈利能力; 2) CNG 新站的建成带来天然气盈利能力的大幅度提升, 预计 13 年全年年化可达可 8 座以上加气站投运, 拉升燃气业务业绩; 3) 新疆地区 CNG 价格调整进入窗口期, 将使天然气盈利能力翻倍增强; 4) LNG 与工业天然气业务逐步拉开序幕, 打造公司增长的另一极; 预计公司 13-14 年公司净利润分别为 4.5 亿元和 7.4 亿元, 增速高达 76%和 63%; EPS 分别为 0.5 元和 0.82 元, 对应 PE 为 19 和 12 倍, 作为业绩增长最快的具有独立电网和专属天然气管网运营企业, 公司步入业绩高增长期, 给予 14 年综合 18 倍 PE, 对应目标价位 14.7 元, 尚有 50%以上空间, 持续给予“强烈推荐”评级。

### 投资风险

1、用电需求低于预期; 2、CNG 加气站进展低于预期;

表 1: 盈利预测和估值

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	2,398.47	2,918.35	3,711.02	4,988.46	6,035.06
主营收入增长率	27.58%	21.68%	27.16%	34.42%	20.98%
EBITDA (百万元)	943.37	718.45	1,288.20	1,778.34	2,023.45
EBITDA 增长率	65.52%	-23.84%	79.30%	38.05%	13.78%
净利润 (百万元)	399.06	256.62	452.98	741.03	965.80
净利润增长率	174.38%	-35.69%	76.52%	63.59%	30.33%
ROE	17.76%	10.91%	22.38%	27.53%	27.12%
EPS (元)	0.610	0.390	0.500	0.818	1.066
P/E	15.98	25.00	19.49	11.92	9.14
P/B	2.84	2.72	4.36	3.28	2.48
EV/EBITDA	9.08	12.93	9.79	6.79	5.44

资料来源: 东兴证券

## 分析师简介

### 弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

## 电力设备与新能源团队简介

### 弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

### 李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 刘斐 研究员

产业经济学硕士、应用化学学士，2008 年加入天相投顾，2009 年加入国都证券、2011 年加入长城证券，2012 年加盟东兴证券研究所，5 年能源行业研究经验。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。