

# 电、煤平稳，天然气大幅增长

## ——广州发展（600098）调研报告

2013年05月21日

推荐/维持

广州发展

调研报告

### 报告摘要:

- **大机组开始前期工作。**公司目前控股珠江、东方、中电荔新、恒益等四个电厂，合计装机306万千瓦；参股沙角B、盘南、红海湾、恒运C\D及贵州都均6个电厂，权益装机324万千瓦。珠江电厂百万千瓦上大压小项目已经通过环境评估，预计可开始前期建设工作；肇庆2\*60万千瓦已经纳入国家十二五规划，后期即可开始前期工作。
- **利用小时数、煤价双降，火电盈利能力提升。**预计13年公司火电机组平均利用小时数下降8%，煤炭价下降6%，测算公司点火价差由12年0.075元/度提升至0.185元/度；平均盈利由0.04元/度提升至0.052元/度；在中电荔新、三水恒益电厂正常生产的推动下，火电业务贡献EPS由12年的0.23元增至0.32元。
- **天然气成长空间可观，盈利能力持续提升。**广州市规划到2015年天然气消费量将由目前的10亿立方增加至40-50亿立方，公司垄断广州市天然气管网和分销业务，预计未来天然气销量可由目前的7.6亿立方提升至30-40亿立方；气源已经锁定，成本稳定；全市天然气管网已经建好，未来单位折旧成本持续下降，盈利能力持续提升。
- **煤炭业务盈利平稳。**12年珠电燃料公司采购煤炭1356万吨，其中自用489万吨，外销867万吨，实现净利8729万元。预计13年销售量将增加10%，但受煤炭行业不景气的影响，预计全年可实现净利5000万元，EPS 0.01元。持股30%的新东周窑煤矿在12年底投产，当年产煤126万吨，预计13-15年可产煤400、500、1000万吨，考虑到该矿规模较大，预计13年吨煤净利可达80元/吨，13-15年为公司贡献EPS 0.02、0.03、0.05元。
- **盈利预测与评级。**分布式能源站项目和珠海LNG项目盈利模式尚不确定，暂不测算未来的盈利。在火电利用小时数下降8%、煤价下降6%的假设条件下，预计公司2013年-2015年的归属于上市公司股东净利润分别为12.5亿元、15.7亿元和19.7亿元，EPS为0.45元、0.57元和0.72元，对应PE分别为15X、12X、10X，维持“推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入(百万元)	8,859	10,818	15,164	16,781	19,851
增长率(%)	0%	22%	40%	11%	18%
净利润(百万元)	746	384	873	1,246	1,569
增长率(%)		-49%	127%	43%	26%
净资产收益率(%)	9.08%	5.08%	7.36%	12.77%	16.08%
每股收益(元)	0.90	0.19	0.32	0.45	0.57
PE	8	37	22	15	12
PB	0.5	1.2	1.2	1.3	1.1

### 分析师: 弓永峰

010-66554025

gongyf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512060005

### 分析师: 刘斐

010-66554104

Liu\_fei@dxzq.net.cn

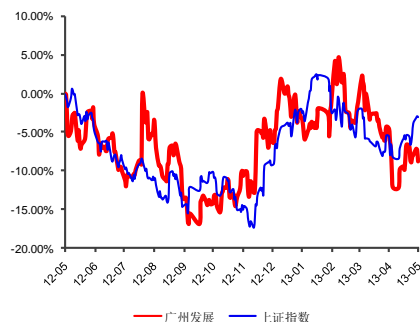
执业证书编号:

S1480513050002

### 交易数据

52周股价区间(元)	6.12-7.82
总市值(亿元)	186
流通市值(亿元)	140
总股本/流通A股(亿股)	27/21
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.43

### 52周股价走势图



资料来源: wind

### 相关研究报告

单击此处输入文字。

## 1. 火电: 珠江、肇庆电厂开始前期工作

### 1.1 机组建设进度

- 公司目前控股珠江、东方、中电荔新、恒益等四个电厂, 合计装机 306 万千瓦; 参股沙角 B、盘南、红海湾、恒运 C\D 及贵州都均等 6 个电厂, 公司权益装机 324 万千瓦。
- 珠江电厂百万千瓦上大压小项目已经通过环境评估, 预计可开始前期建设工作; 肇庆 2\*60 万千瓦已经纳入国家十二五规划, 后期即可开始前期工作。

### 1.2 利用小时数下滑, 但在中电荔新、恒益推动下, 上网电量增长 43%

- **珠江、东方电厂 (2\*30)**: 12 年发电利用小时数为 5352 小时, 1Q13 降至 1200, 同比下降 10%。
- **中电荔新 (2\*33)**: 12 年中期开始投产, 12 年利用小时数约为 1730 小时, 13 年基本可实现满发, 预计利用小时数将升至 5200。
- **三水恒益 (2\*60)**: 12 年生产受机组检修的影响, 利用小时数为 5085 小时, 13 年可升至 5300 左右。
- 参股电厂: 恒运 C、D 电厂利用小时数较高, 12 年仍可维持在 6000 小时以上; 汕尾电厂 (红海湾) 也可基本维持在 6000 小时; 沙角 B 电厂和盘南电厂受机组小、负荷低的影响, 12 年利用小时数维持在 5300-5400 小时。
- 公司火电业务受广东利用小时数下降的负面影响, **预计 13 年利用小时数将下降 8%**。但在中电荔新 (2\*33) 机组投产和三水恒益 (2\*60) 生产正常化的推动下, 预计公司 13 年权益上网电量将增加 20%至 156 亿千瓦时。

### 1.3 采购煤价跌幅低于市场价

- 煤价下跌所带来的正面利好一般, 标煤单价从 12 年均价 850 元/吨降至 1Q13 的 800 元/吨, 降幅低于市场煤价下跌幅度。

### 1.4 煤价下行, 火电盈利持续改善

- 预计 13 年公司火电机组平均利用小时数将下降 8%, 煤炭采购成本下降 6%。
- 在此假设条件下火电业务盈利能力回升, 测算公司点火价差由 12 年 0.075 元/度提升至 0.185 元/度; 平均盈利由 0.04 元/度提升至 0.052 元/度; 在中电荔新、三水恒益电厂正常生产的推动下, 火电业务贡献 EPS 由 12 年的 0.23 元增至 0.32 元。

**表 1：公司利用小时数及上网电量预测**

	权益	机组	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>机组利用小时数</b>							
珠江电力	50.0%	2×30	6,567	5,352	4,924	4,973	5,022
东方电力	75.0%	2×30	5,518		5,200	5,252	5,305
中电荔新	50.0%	2×33	3,000	1,730	5,200	5,252	5,305
三水恒益电厂	50.0%	2×60	4,327	5,085	5,300	5,353	5,407
珠江电厂“上大压小”	50.0%	1×100					
肇庆电厂	50.0%	2×60					
沙角 B 电厂	35.2%	2×35	6,127	5,401	4,969	5,019	5,069
盘南电厂	16.5%	4×60	5,599	5,337	4,910	4,959	5,008
汕尾（红海湾）电厂	25.0%	2×66+2×60	5,332	5,927	5,452	5,507	5,562
恒运 C 厂	18.4%	2×21	7,229	6,553	6,029	6,089	6,150
恒运 D 厂	17.8%	2×30	7,008	6,108	5,619	5,676	5,732
贵州都匀“上大压小”	30.0%	2×60	0	0	3,719	4,959	5,008
<b>点火价差</b>				<b>0.075</b>	<b>0.185</b>	<b>0.196</b>	<b>0.201</b>
<b>每度电净利（权益）</b>				<b>0.042</b>	<b>0.052</b>	<b>0.060</b>	<b>0.064</b>
<b>归属母公司净利</b>				64,126.3	86,631.2	102,435.9	110,853.6
<b>EPS</b>				<b>0.06</b>	<b>0.23</b>	<b>0.32</b>	<b>0.37</b>
<b>EPS</b>				<b>0.06</b>	<b>0.23</b>	<b>0.32</b>	<b>0.37</b>
<b>EPS</b>				<b>0.06</b>	<b>0.23</b>	<b>0.32</b>	<b>0.40</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 天然气业务成长空间可观

- **天然气业务空间可观。**子公司广州燃气集团垄断广州市全部燃气管网和天然气分销，12 年实现销售量 7.6 亿立方，同比增加 20%，公司规划 13 年将增至 10 亿 m<sup>3</sup>。根据广州市的规划，到 15 年广州天然气消费量将达 40-50 亿 m<sup>3</sup>，公司在广州市天然气分销具有垄断地位，我们认为公司将独享当地天然气快速增长的盛宴。
- **天然气销售结构改善。**12 年公司销售天然气 7.6 亿立方，其中工商业用气达 2.4 亿立方，占 22%，较 11 年提升 2 个百分点；而气价较低的居民用气量下降 2 个百分点至 2.25 亿立方。公司未来新增天然气用户将集中在气价较贵的工商业和公司自有的分布式能源项目，未来产品结构将持续改善，均价提升。
- 之前已经签订大鹏气长期合同（5.5 亿 m<sup>3</sup>\*1.5 元/m<sup>3</sup>）；此外西气东输二线也开始为广州送气，预计 13 年采购西二线的天然气量将达 5 亿立方米，后续随着广州市需求量的日益增长，预计采购量将增加至 20-30 亿立方。
- 公司已经完成对广州市内主干管网的建设，对未来新增客户只需建设支线管网，

随着销售量的大幅增加, 天然气销售单位成本将不断下降, 单位盈利增强。

- **珠海 LNG 一期 (金湾液化天然气):** 公司参股 25% 的珠海 LNG 一期项目预计将于年底建成投产, 该项目设计输送能力达 350 万吨, 气源由中海油提供, 该项目建成后可极大的改善广州市供气不足的局面, 为公司下一步天然气业务的扩展打下坚定的基础。目前合作方式、天然气定价机制尚未确定, 为公司贡献盈利能力尚不能确定。
- 预测公司 13、14 年销售天然气 11、15.7 亿立方, 为公司贡献净利 3.7 亿元、5.3 亿元, EPS0.14、0.19 元。

### 3. LNG 电厂盈利稳定, 分布式能源站

- 在产的 2\*39 万千瓦珠海 LNG 电厂 12 年发电 25.7 亿度, 利用小时数 3296; 预计 13 年小时数维持在 3000 小时, 上网电量 22.4 亿度。LNG 电厂上网电量基本稳定, 天然气采购已签订长期合同, 成本稳定, 每年盈利基本稳定, 预计 13 年 LNG 电厂可实现归属母公司净利 1 亿元, 较 12 年的 1.2 亿元小幅下降。
- **分布式能源。**公司规划上马多个热、冷、电三联分布式能源站项目, 该项目热利用效率可以达到 80% 以上, 符合国家节能减排政策, 从化鳌头项目 (1\*4.5+1\*3.6 万千瓦) 已经获批, 年内或能继续获批 2、3 个项目。该项目利用小时数可超 7000, 利用率高。目前尚不清楚分布式能源项目的盈利模式, 暂时不测算该业务盈利能力。

### 4. 煤炭业务

- 12 年珠电燃料公司采购煤炭 1356 万吨, 其中自用 489 万吨, 外销 867 万吨, 实现净利 8729 万元。预计 13 年销售量将增加 10%, 但受煤炭行业不景气的影响, 煤炭贸易业务盈利能力下滑, 预计全年可实现净利 5000 万元, EPS0.01 元。
- 持股 30% 的新东周窑煤矿在 12 年底投产, 当年产煤 126 万吨, 预计 13-15 年可产煤 400、500、1000 万吨, 考虑到该矿规模较大, 预计 13 年吨煤净利可达 80 元/吨, 13-15 年为公司贡献 EPS0.02、0.03、0.05 元。

### 5. 其他业务: 对公司利润影响不大

- 子公司广州发展航运和中远发展航运合计拥有 6 艘 5.7/5.73 万吨级船舶和 2 艘 2.43 万吨级船舶, 运力达 750-850 万吨, 受运价低迷的影响, 12 年仅实现净利 100 万元。
- 子公司广州发展碧辟一期 36.30 万立方米油库, 12 年仓储租赁 296 万立方, 船加油 3 万吨, 实现净利 2296 万元; 二期 31.15 万立方油库即将建成投产, 预计 13、14 年油品吞吐能力将较 12 年增加 50%、100%, 为公司贡献净利 3444 万元和 3616

万元。

## 6. 结论：电、煤平稳增长，天然气业务成长空间可观

- 在 12 年中电荔新投产后，公司火电装机保持稳定，后期增长将依靠珠江电厂（1\*100）和肇庆电厂（2\*60）的投产。公司煤炭采购模式并轨，在煤炭价格持续下降的背景下，火电盈利能力将得到持续改善。
- 广州市规划到 2015 年天然气消费量将由目前的 10 亿立方增加至 40-50 亿立方，公司垄断广州市天然气管网和分销业务，未来天然气销量可由目前的 7.6 亿立方提升至 30-40 亿立方；气源已经锁定，成本稳定；全市天然气管网已经建好，未来单位折旧成本持续下降，盈利能力持续提升。
- 分布式能源站项目和珠海 LNG 项目盈利模式尚不确定，暂不测算未来的盈利。在火电利用小时数下降 8%、煤价下降 6% 的假设条件下，预计公司 2013 年-2015 年的归属于上市公司股东净利润分别为 12.5 亿元、15.7 亿元和 19.7 亿元，EPS 为 0.45 元、0.57 元和 0.72 元，对应 PE 分别为 15X、12X、10X，维持“推荐”评级。

表 2：公司 EPS 敏感性分析

	0.45	利用小时数变化						
		-5.0%	-6.0%	-7.0%	-8.0%	-9.0%	-10.0%	-11.0%
煤价变化	-3.0%	0.43	0.43	0.42	0.42	0.41	0.41	0.40
	-4.0%	0.44	0.44	0.43	0.43	0.42	0.42	0.42
	-5.0%	0.46	0.45	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
	-6.0%	0.47	0.46	0.46	0.45	0.45	0.45	0.44
	-7.0%	0.48	0.48	0.47	0.47	0.46	0.46	0.45
	-8.0%	0.49	0.49	0.48	0.48	0.47	0.47	0.47
	-9.0%	0.51	0.50	0.50	0.49	0.49	0.48	0.48

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：公司盈利预测表

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入（百万元）	8,859	10,818	15,164	16,781	19,851
主营收入增长率	0%	22%	40%	11%	18%
EBITDA（百万元）	166,430	134,326	255,763	377,900	509,329
EBITDA 增长率		-19%	90%	48%	35%
净利润（百万元）	746	384	873	1,246	1,569
净利润增长率		-49%	127%	43%	26%
ROE	9.08%	5.08%	7.36%	12.77%	16.08%
EPS（元）	0.90	0.19	0.32	0.45	0.57
P/E	8	37	22	15	12
P/B	0.5	1.2	1.2	1.3	1.1

EV/EBITDA	36	45	23	16	12
-----------	----	----	----	----	----

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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。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。

### 电力行业分析师 刘斐

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。

## 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法律责任。

## 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。