

2013年09月22日

天富热电 (600509.SH)

持续受益于新疆高耗能行业发展

■持续受益于新疆高耗能行业发展：目前下游工业客户产能处于逐步释放过程，电量需求较旺盛，我们认为上半年电量增速较低主要在于天气等不可控因素影响，之前推荐公司的逻辑仍然没有改变，公司未来几年仍将持续受益于新疆地区高耗能行业的快速发展。预计全年供电量在85亿千瓦时左右，较去年同比增长26%，预计2014年供电量在110亿千瓦时左右，同比增速在29%左右。

■积极利用新疆能源洼地：公司未来有望成为整合兵团电源、电网资产的平台。目前农七师、农八师、农九师和农十师电力业务发展均较为缓慢，若未来电网相连，公司供区将进一步扩大，外延式扩张将成为可能，电量增长空间将获得提升。

■脱销改造推迟机组投产时间：由于新疆地区环保政策加强，脱销改造将推迟机组投产时间，预计募投的2*33万千瓦机组项目2014年6月份首台投产，2014年9月份第二台投产，国资公司代建2*13.5万千瓦机组2013年10月份首台投产，2013年年底第二台投产。

■天然气业务积极布局：上半年由于气源受限，天然气销量增长低预期，公司天然气业务处于积极布局中，我们仍然维持之前的观点，天然气业务在短期内对公司业绩影响有限，气源问题和布局得到妥善解决后，未来有望成为业绩增长点之一。

■碳化硅业务稳步发展：参股子公司天科合达由于目前仍主要侧重于研发，产量未能得到大幅提升，考虑到即使进行产能扩张，从选址到生产线投产等所需时间较长，短期内该业务仍难以大幅贡献利润。

■投资建议：预计公司2013年-2015年EPS分别为0.45元、0.70元和1.14元，对应PE为22.2倍、14.1倍和8.7倍，公司为电力行业中少有的业绩快速增长的标的，看好长期发展前景，维持“增持-A”投资评级，6个月目标价11元。

■风险提示：用电量增速低预期；在建机组投产延后；利用小时大幅下降；资金压力；天然气气源风险等；

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,398.5	2,918.4	3,447.2	4,432.4	5,285.0
净利润	399.1	256.6	403.3	634.9	1,032.0
每股收益(元)	0.44	0.28	0.45	0.70	1.14
每股净资产(元)	2.61	2.74	5.14	5.64	6.45

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	22.4	34.9	22.2	14.1	8.7
市净率(倍)	3.8	3.6	1.9	1.8	1.5
净利润率	16.6%	8.8%	11.7%	14.3%	19.5%
净资产收益率	16.9%	10.4%	8.8%	12.6%	17.9%
股息收益率	1.2%	1.4%	1.4%	2.1%	3.5%
ROIC	16.1%	9.8%	9.9%	10.6%	9.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

火电

投资评级

增持-A

维持评级

6个月目标价

11.00元

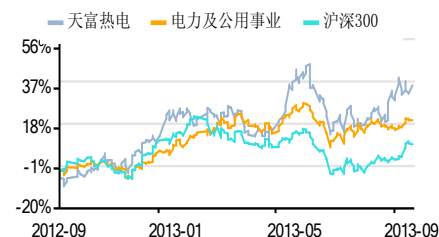
股价(2013-09-18)

9.88元

交易数据

总市值(百万元)	8,857.71
流通市值(百万元)	6,412.71
总股本(百万股)	905.70
流通股本(百万股)	655.70
12个月价格区间	6.40/10.50元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	10.53	4.41	31.85
绝对收益	15.88	5.39	39.32

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-68763673

相关报告

天气因素影响部分电量	2013-08-30
天富热电：电力业务发展迅速	2013-04-25
迎来快速成长期	2012-12-28

1. 电力业务—持续受益于新疆高耗能行业发展

1.1. 上半年电量增速略低预期

根据半年报信息，上半年公司发电量 13.64 亿千瓦时，同比下降 14.21%，主要原因在于：

(1) 基数影响：2011 年和 2012 年发电机组运行小时较高；(2) 上半年安排较多检修；(3) 按照“上大压小”原则，陆续拆除部分小锅炉、小机组，发电规模有所下降，目前公司自有发电装机容量为 46.5 万千瓦，西热电一厂 4.8 万千瓦机组和东热电厂 4.9 万千瓦机组已经关停。

上半年公司供电量 37.52 亿千瓦时，同比增长 44.8%，增速低于市场预期，主要原因在于 5 月份降水较多影响农业用电量。

进入三季度以来，供电量和发电量稳步增长。目前下游工业客户产能处于逐步释放过程，电量需求较旺盛，我们认为上半年电量增速较低主要在于天气等不可控因素影响，之前推荐公司的逻辑仍然没有改变，公司未来几年仍将持续受益于新疆地区高耗能行业的快速发展。预计全年供电量在 85 亿千瓦时左右，较去年同比增长 26%，预计 2014 年供电量在 110 亿千瓦时左右，同比增速在 29% 左右。

1.2. 积极利用新疆能源洼地

由于石河子地区电价较低，能源洼地现象显著，高耗能行业积极向当地转移带动了经济发展，石河子模式得到兵团认可，公司未来有望成为整合兵团电源、电网资产的平台。目前农七师、农八师、农九师和农十师电力业务发展均较为缓慢，若未来电网相连，公司供区将进一步扩大，外延式扩张将成为可能，电量增长空间将获得提升。

1.3. 脱销改造推迟机组投产日期

公司目前拥有在建 2*33 万千瓦机组，国资公司代建 2*13.5 万千瓦机组也处于在建状态，由于新疆地区环保政策加强，脱销改造将推迟机组投产时间，预计募投的 2*33 万千瓦机组项目 2014 年 6 月份首台投产，2014 年 9 月份第二台投产，国资公司代建 2*13.5 万千瓦机组 2013 年 10 月份首台投产，2013 年年底第二台投产。由于机组投产延后，公司这两年仍将不得不从国网进行购电，预计今年从国网购电量在 7 亿千瓦时左右，明年预计将在 12 亿千瓦时左右，由于从国网购电成本较高，在一定程度上会压低公司业绩。

表 1：公司目前电站项目

电站项目	装机 (万千瓦)	状态	权益	备注
自有项目				
红山嘴水电站	11.5	运行	100%	
西热电厂	2*5	运行	100%	
南热电厂	2*12.5	运行	75%	
扩建项目	2*33	在建	100%	预计 2014 年 6 月份首台投产，2014 年 9 月份第二台投产
上海电气 EPC 项目	2*66	在建	100%	预计 2015 年投产
国资公司代建项目				
代建项目 1	2*33	运行		2011 年和 2012 年投产
代建项目 2	2*13.5	运行		2012 年投产
代建项目 3	2*13.5	在建		预计 2013 年 10 月份首台投产，2013 年年底第二台投产

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2. 天然气—积极布局

公司上半年完成供气量 3071 万立方，同比上升 21.87%，增速略低于预期，主要原因在于上游气源企业限制供应，计划全年供气量 5800 万立方米，截止目前，气量销售基本符合

进度安排, 预计全年 5800 万方的目标难度不大。

公司天然气业务处于积极布局中, 十二五期间计划将其打造为另外一个利润支撑点。CNG 用气结构方面, 目前 10% 为居民生活, 5% 为商业和服务业, 85% 为汽车用气, 未来的气量增长也将主要在汽车用气方面。乌鲁木齐等地私家车改气比例已经超过 70%, 石河子地区上半年改装率在 30%-40% 之间, 改造空间还很大。CNG 业务方面压力主要来自于气源, 气价上调目前在当地已经理顺, 汽车排队等着加气现象严重, 上游限气现象目前已经得到明显缓解, 预计十二五末 CNG 供气量将超过 1 亿方。

由于 LNG 的价格为自由定价, 所以主要在于量的问题。公司 LNG 业务处于前期开拓阶段, 规划将 LNG 的应用和用煤体系连接起来以作尝试。

总体来说, 我们仍然维持之前的观点, 天然气业务在短期内对公司业绩影响有限, 气源问题和布局得到妥善解决后, 未来有望成为业绩增长点之一。

3. 碳化硅业务—稳步发展

公司以 40.8% 的比例参股天科合达, 该子公司从 2010 年以来均处于略微亏损状态。公司产品主要出口海外, 用于下游 LED、电力电阻等, 部分用于国内实验室。之前公司产品主要生产在 2 英寸和 3 英寸, 目前 4 英寸产品开发取得进展, 但由于目前仍主要侧重于研发, 产量未能得到大幅提升, 预计今年全年销量在 7000-8000 片左右, 考虑到即使进行产能扩张, 从选址到生产线投产等所需时间较长, 短期内该业务仍难以大幅贡献利润。

4. 小结

我们仍然维持之前观点, 看好公司未来电力业务发展: (1) 短期内受益于石河子地区高耗能行业产能的逐步释放; (2) 中长期来看, 若能连接周边兵团电网, 外延式扩张将成为可能; (3) 新机组的逐步投产将提升低成本电量供应能力, 但需提示的是, 机组投产的延后可能给今明两年业绩带来一定压力;

天然气业务目前处于积极布局阶段, 压力主要来自于气源和站点铺设; 碳化硅业务的压力主要来自于研发向市场化规模生产的转变, 这两块业务有望成为公司长期业绩支撑点, 短期内我们认为对业绩贡献有限。

公司目前多项业务处于发展阶段, 资金投入需求较大, 我们会对此密切关注。

5. 盈利预测

部分主要假设:

- (1) 2013 年到 2015 年供电量分别为 85 亿度、110 亿度和 135 亿度;
- (2) 2013 年到 2015 年从国网买电分别为 7 亿度、12 亿度和 0 度;
- (3) 募投项目 2 台 33 万千瓦机组 2014 年 6 月份和 9 月份分别投产一台;
- (4) 代建项目 2 台 13.5 万千瓦机组 2013 年 10 月投产一台, 2013 年年底投产一台;
- (5) 2 台 66 万千瓦机组项目 2015 年年中投产一台, 2015 年年底投产一台;

在以上假设条件下, 我们预计公司 2013 年-2015 年 EPS 分别为: 0.45 元、0.70 元和 1.14 元, 对应 PE 为 22.2 倍、14.1 倍和 8.7 倍, 公司为电力行业中少有的业绩快速增长的标的, 看好长期发展前景, 维持“增持-A”投资评级, 6 个月目标价 11 元。

6. 风险提示

- (1) 用电量增速低预期；
- (2) 在建机组投产延后；
- (3) 利用小时大幅下降；
- (4) 资金压力；
- (5) 天然气气源风险等；

财务报表预测和估值数据汇总(2013年09月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,398.5	2,918.4	3,447.2	4,432.4	5,285.0	成长性					
减:营业成本	1,650.7	2,165.1	2,516.2	3,115.4	3,341.1	营业收入增长率	27.6%	21.7%	18.1%	28.6%	19.2%
营业税费	65.6	20.7	18.6	23.9	28.5	营业利润增长率	203.8%	-50.5%	71.8%	61.2%	65.0%
销售费用	28.7	36.1	37.9	48.8	58.1	净利润增长率	174.4%	-35.7%	57.2%	57.4%	62.6%
管理费用	241.4	202.1	212.2	222.8	233.9	EBITDA 增长率	65.8%	-23.9%	11.6%	65.1%	49.7%
财务费用	135.0	183.0	161.5	243.4	370.8	EBIT 增长率	126.6%	-33.0%	37.5%	58.5%	61.8%
资产减值损失	68.7	44.0	44.0	44.0	44.0	NOPLAT 增长率	92.6%	-17.3%	19.5%	55.9%	60.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	35.1%	18.5%	45.5%	73.2%	3.0%
投资和汇兑收益	323.0	-4.1	-4.5	-4.9	-5.4	净资产增长率	13.9%	5.0%	87.6%	9.7%	14.4%
营业利润	531.4	263.3	452.3	729.2	1,203.1	利润率					
加:营业外净收支	15.8	37.5	26.9	25.1	23.2	毛利率	31.2%	25.8%	27.0%	29.7%	36.8%
利润总额	547.2	300.8	479.2	754.3	1,226.2	营业利润率	22.2%	9.0%	13.1%	16.5%	22.8%
减:所得税	147.7	41.6	71.9	113.2	183.9	净利润率	16.6%	8.8%	11.7%	14.3%	19.5%
净利润	399.1	256.6	403.3	634.9	1,032.0	EBITDA/营业收入	39.2%	24.5%	23.2%	29.7%	37.3%
						EBIT/营业收入	27.8%	15.3%	17.8%	21.9%	29.8%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	485	369	414	569	643
货币资金	1,033.1	1,503.8	1,275.8	354.6	422.8	流动营业资本周转天数	6	136	194	204	208
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	481	462	457	350	305
应收账款	1,222.2	1,213.7	1,433.6	1,843.4	2,197.9	应收账款周转天数	34	43	47	45	46
应收票据	64.6	427.4	504.9	649.2	774.1	存货周转天数	123	46	43	40	38
预付帐款	508.5	788.6	788.6	788.6	788.6	总资产周转天数	1,142	1,023	1,044	1,082	1,089
存货	351.1	371.0	440.5	545.4	584.9	投资资本周转天数	587	606	683	860	928
其他流动资产	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.9%	10.4%	8.8%	12.6%	17.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	2.8%	3.7%	4.1%	6.4%
长期股权投资	211.9	255.6	255.6	255.6	255.6	ROIC	16.1%	9.8%	9.9%	10.6%	9.8%
投资性房地产	2.6	7.9	7.9	7.9	7.9	费用率					
固定资产	3,106.6	2,873.3	5,060.4	8,938.9	9,953.7	销售费用率	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
在建工程	638.7	1,272.4	744.7	1,989.8	858.9	管理费用率	10.1%	6.9%	6.2%	5.0%	4.4%
无形资产	52.6	52.6	52.6	52.6	52.6	财务费用率	5.6%	6.3%	4.7%	5.5%	7.0%
其他非流动资产	297.2	329.9	329.9	329.9	329.9	三费/营业收入	16.9%	14.4%	11.9%	11.6%	12.5%
资产总额	7,490.2	9,097.3	10,895.7	15,757.0	16,228.1	偿债能力					
短期债务	830.0	978.0	800.0	4,924.2	4,592.4	资产负债率	68.5%	72.7%	57.3%	67.6%	64.0%
应付帐款	637.2	673.6	782.8	969.2	1,039.4	负债权益比	217.0%	266.8%	134.1%	208.7%	178.0%
应付票据	302.6	144.1	-	-	-	流动比率	1.30	1.77	2.09	0.65	0.77
其他流动负债	470.8	499.4	499.4	499.4	499.4	速动比率	1.15	1.62	1.88	0.56	0.68
长期借款	1,897.7	2,506.4	2,431.4	2,531.4	2,531.4	利息保障倍数	4.94	2.44	3.80	4.00	4.24
其他非流动负债	784.9	1,682.0	1,682.0	1,682.0	1,682.0	分红指标					
负债总额	5,127.5	6,616.8	6,241.4	10,652.0	10,390.4	DPS(元)	0.12	0.14	0.13	0.21	0.34
少数股东权益	115.6	128.6	132.6	138.9	149.2	分红比率	26.3%	47.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	655.7	655.7	905.7	905.7	905.7	股息收益率	1.2%	1.4%	1.4%	2.1%	3.5%
留存收益	1,591.5	1,696.2	3,616.0	4,060.4	4,782.8						
股东权益	2,362.8	2,480.5	4,654.3	5,105.0	5,837.7						

现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	业绩和估值指标					
净利润	399.5	259.2	407.3	641.2	1,042.3	EPS(元)	0.44	0.28	0.45	0.70	1.14
加:折旧和摊销	279.1	275.5	184.3	344.7	398.2	BVPS(元)	2.61	2.74	5.14	5.64	6.45
资产减值准备	68.7	44.0	44.0	44.0	44.0	PE(X)	22.4	34.9	22.2	14.1	8.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.6	1.9	1.8	1.5
财务费用	124.6	140.7	190.7	161.5	243.4	P/FCF	25.5	14.6	-3.9	-11.0	29.9
投资损失	-323.0	4.1	4.5	4.9	5.4	P/S	3.7	3.1	2.6	2.0	1.7
少数股东损益	0.4	2.5	4.0	6.3	10.3	EV/EBITDA	9.3	13.2	15.3	13.2	8.7
营运资金的变动	-910.1	-372.7	-393.7	-472.5	-448.7	CAGR(%)	17.1%	59.0%	-301.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-312.2	13.4	411.9	812.0	1,422.2	PEG	1.3	0.6	-0.1	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-356.0	-610.2	-3,593.3	-3,093.7	-1,406.2	ROIC/WACC	1.6	1.0	1.0	1.1	1.0
融资活动产生现金流量	918.7	1,137.7	1,352.0	3,790.3	-1,012.2	REP	1.2	1.8	1.6	1.2	1.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张龙、邵琳琳分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	李倩		liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

