

2014 年 11 月 10 日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元)

7.50RMB

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2014/11/7)	5.91
上证综合指数(2014/11/7)	2418.17
股价 12 个月高/低	6.05/4.74
总发行股数 (百万)	2726.20
A 股数 (百万)	2437.37
A 市值 (亿元)	161.12
主要股东	广州发展集团有限公司(62.69%)
每股净值 (元)	5.12
股价/账面净值	1.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.5 17.0 15.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

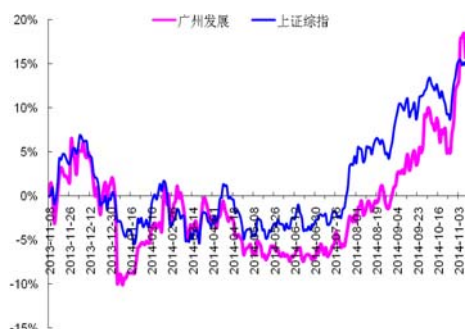
产品组合

电力	38.8%
煤炭	34.8%
天然气	20.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.6%
一般法人	63.2%

股价相对大盘走势



广州发展(600098.SH)

Buy 买入

燃气燃料业务助推业绩增长

结论与建议:

公司作为面向珠三角的大型综合能源供应商，建立了以电力、煤炭、天然气为核心的综合能源业务，电力、天然气业务区域垄断优势突出。1-3Q 公司业绩稳步增长，实现净利润 10.09 亿元，YOY+22.69%。业绩增长主要源于燃气业务及煤炭业务的增长。而由于发电量同比下降，电力业务盈利水平有所下降。

长期来看，依托燃气业务，公司业绩在未来三年内仍可维持增长，预计公司 2014、2015 年实现净利润 13.83 亿元(YOY+34.55%)、16.63 亿元(YOY+20.26%)，EPS0.51、0.61 元，当前股价对应 2014、2015 年动态 P/E12X、10X，且公司属于广州国企改革范畴，我们给予“买入”建议，目标价 7.50 元(对应 15 年 PE12X)。

■ **燃气业务将迎高速增长:** 广州地区管道燃气普及计划正在逐步推进，公司作为广州天然气的主要购销主体，垄断优势突出。公司预计 2014~2016 三年将新增 90 万户居民用户，约占广东规划新增用户的 70%，而通过锅炉替代工程，公司的工商业天然气用量增幅有望翻倍，用户结构将持续优化，毛利率将有所提升，14、15 年毛利率有望达到 29%、30%。1-3Q 公司管道燃气销量为 8.14 亿立方米，同比增长 28%。我们预计，公司 14 年、15 年燃气销量增速为 27%、29%，其中工商业天然气用量大幅增加，而工商业天然气价比其他用户高 40%左右，这将拉动营收同比增长 53%、30%，燃气业务的发展将为公司贡献更多的利润。

■ **煤炭业务逆市增长:** 公司市场煤销售量在珠三角地区市占率连续多年保持第一。1-3Q，在煤炭市场持续低迷的情况下，公司市场煤销量仍能实现 72.67%的增长。这主要得益于公司充分整合煤炭、港口、运输资源优势，并积极拓展华中、华东市场。目前珠江电厂 7 万吨煤码头扩建项目和珠电煤场环保技改项目已经投产，公司煤炭业务的综合实力和盈利水准有望进一步提升，预计 14、15 年煤炭业务营收将同比增长 41%、15%。

■ **电力业务盈利水平下降:** 公司是广州市最大的电力供应商，目前正在运营的电力专案权益装机容量达 245 万千瓦，未来权益装机容量可达 400 万千瓦左右。但由于今年前三季度全社会用电量需求不足以及公司部分机组检修，公司发电量同比下降了 7%。上网电价今年 9 月份开始下调，公司下调幅度为 2%左右。受发电量下降及上网电价下调的影响，我们预计今年公司电力业务营收将同比下降 8%左右。15 年发电量有望同比回升，预计公司发电量增速为 5%，电力业务营收将同比增加 3%左右。

■ **盈利预测:** 预计公司 2014、2015 年实现净利润 13.83 亿元(YOY+34.55%)、16.63 亿元(YOY+20.26%)，EPS0.51、0.61 元，当前股价对应 2014、2015 年动态 P/E12X、10X，长期来看，依托燃气业务，公司业绩在未来三年内仍可维持增长，且公司属于广州国企改革范畴，我们给予“买入”建议，目标价 7.50 元(对应 15 年 PE 12X)。

.....续下页

年度截止 12 月 31 日		2,011	2,012	2,013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	384	873	1028	1383	1663
同比增减	%	-48.55	127.25	17.81	34.55	20.26
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.14	0.32	0.38	0.51	0.61
同比增减	%	-48.55	127.25	17.81	34.55	20.26
A 股市盈率(P/E)	X	42.81	18.84	15.99	11.65	9.69
股利(DPS)	RMB 元	0.10	0.16	0.15	0.16	0.16
股息率(Yield)	%	1.66	2.71	2.54	2.71	2.71

营运分析

燃气业务将迎高速增长

2013 年广州市燃气管道长度达 6600 多公里, 管道燃气用户总数 140 多万户, 年销售天然气 9 亿立方米左右。按照《广州市推进管道燃气三年发展计划工作方案》, 争取从 2014 年到 2016 年, 新增管道燃气用户 130 万户, 其中 2014 年 30 万户, 2015 年 50 万户, 2016 年 50 万户, 即在现有基础上倍增。

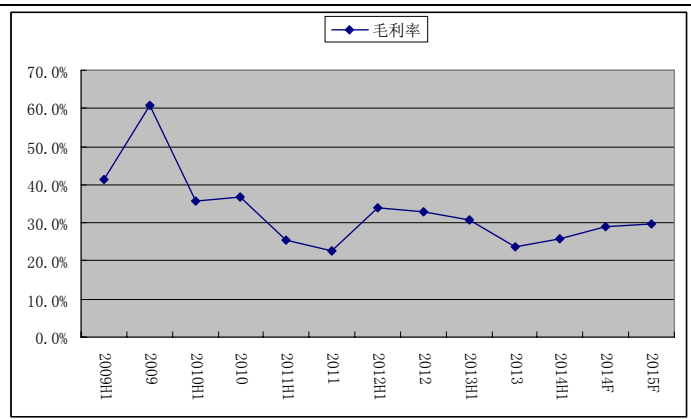
据此估算, 将增加全市天然气销售量 8 亿左右, 而公司全资子公司燃气集团作为广州市天然气高压管网建设、运营主体以及主要购销主体, 区域垄断优势突出, 天然气业务将迎来快速增长。未来 3 年内, 公司预计将新增 90 万户居民用户, 约占广东规划新增用户 70%, 而通过锅炉替代工程, 公司的工商业天然气用量增幅有望翻倍。

2014 年上半年, 公司管道燃气销量为 5.45 亿立方米, 同比增长 30%, 燃气业务占了公司总营收的 21%, 比去年同期提高了 2.5 个百分点。1-3Q 公司管道燃气销量达 8.14 亿, 同比增长 28%。基于广州市推进管道燃气发展的计划, 我们预计, 公司 14 年、15 年燃气销量增速为 27%、29%, 分别达到 11.5 亿、14.7 亿立方米, 营收同比增长 53%、30%。

上半年天然气业务毛利率为 25.72%, 同比下降 5 个百分点, 主要是由于合同气量未能跟上新客户的拓展, 公司大量采购现货气所致。目前公司仍需采购现货气满足业务拓展的需求, 但我们认为工商业天然气用户的大幅增加, 将带动公司毛利率的提升, 预计公司 14、15 年毛利率为 29%、30%。

公司积极开展国际市场天然气采购业务, 为天然气业务发展提供气源保障。今年 9 月份, 燃气集团与新加坡沃德福液化天然气出口私人有限公司签订谅解备忘录, 拟在 25 年内每年采购约 100 万吨 LNG(合计约 14.95 亿立方米天然气)。备忘录生效后, 双方将持续协商谈判, 致力于在 2015 年 2 月 28 日(双方可书面变更为更晚日期)前进行正式购销协议及相关文件的谈判、签署及送达。而于 2012 年底投产的西气东输二线、于 2013 年底投产的珠海 LNG 一期项目, 也使得公司在气源供给方面得到有效保障。

图表一: 天然气业务毛利率



资料来源：公司公告 群益证券(2014/10)

煤炭业务逆市增长

公司是珠三角地区最大的煤炭供应商之一，燃料业务已形成煤炭资源开发、运输、中转、销售一体化经营，不仅为公司电力业务提供稳定、安全的煤炭供应，而且市场煤销售量在珠三角地区市占率连续多年保持第一。

2014 年前三季度，在国内火电机组利用小时普遍下降的情况下，公司市场煤销量仍实现了 72.67% 的增长，主要得益于公司充分整合公司的煤炭、港口、运输资源优势，并积极拓展华中、华东市场。目前珠江电厂 7 万吨煤码头扩建项目和珠电煤场环保技改项目已经投产，公司煤炭业务的综合实力和盈利水平有望进一步提升，预计 14、15 年煤炭业务营收将同比增长 41%、15%。当前，煤炭业务占了公司总营收的 35% 左右，我们预计随着燃气业务的扩展，煤炭业务占比可能略有下降，2015 年占比为 33%。

电力业务盈利水平下降

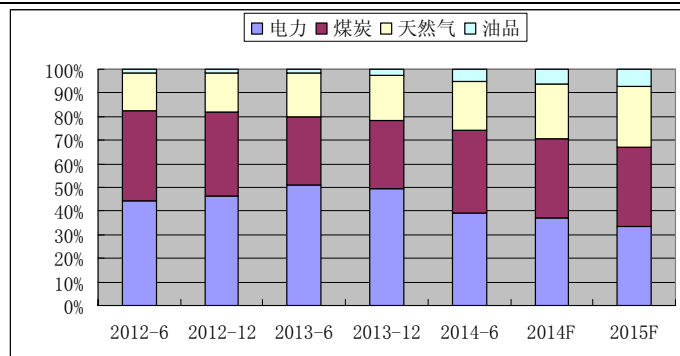
公司是广东省最大的三家电力供应商之一和广州市最大的电力供应商，目前正在运营的电力项目权益装机容量达 245 万千瓦。公司积极推进广州珠江电厂 1x100 万千瓦“上大压小”超超临界燃煤机组项目、肇庆电厂 2x60 万千瓦项目、广州珠江电厂燃气（LNG）蒸汽联合循环二期（2x39 万千瓦）扩建工程等项目，进一步壮大电力业务规模，未来权益装机容量可达 400 万千瓦左右。

与此同时，公司积极加强在风电、垃圾发电、生物质发电、太阳能等新能源及可再生能源业务领域的研究、布局和开拓力度，促进公司产业结构的优化升级和综合能源业务的持续发展。目前从化明珠工业园分散式光伏发电项目（4.19MW）已正式并网发电，总装机容量为 49.6MW 的惠东风电场项目计划年底投产，惠州西冲 330MW 海上风电等项目正在开展前期工作。

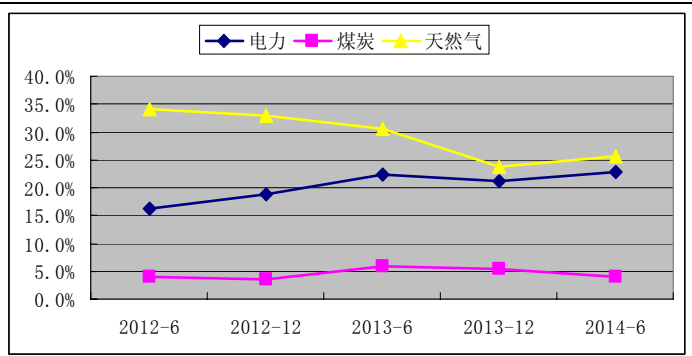
今年前三季度，由于国内经济增速放缓，社会用电量需求不足，以及部分机组检修的影响，公司发电量同比下降了 7%。我们预计公司 2014 年发电量增速为 -6%，而上网电价今年 9 月份开始下调，公司下调幅度为 2% 左右，预计今年公司电力业务营收将同比下降 8% 左右。2015 年发电量有望同步回升，我们预计增速为 5%，电力业务营收将同比增长 3% 左右。

图表一：公司各业务占比

图表二：公司各业务毛利率



资料来源：公司公告 群益证券(2014/10)



资料来源：公司公告 群益证券(2014/10)

盈利预测与投资建议

公司前三季度业绩稳步增长，实现营业收入 146.57 亿元，YOY+19.28%，实现归属母公司股东的净利润 10.09 亿元，YOY+22.69%。业绩增长主要源于燃气业务及煤炭业务的增长。受全国经济增速放缓，全社会用电量需求不足的影响，公司发电量同比下降，导致电力业务盈利水平有所下降。

我们认为，随着广州地区管道燃气普及计划的推进，公司燃气业务有望保持快速增长的态势，将成为支撑公司业绩增长的主要动因。我们预计公司 2014、2015 年实现净利润 13.83 亿元(YOY+34.55%)、16.63 亿元(YOY+20.26%)，EPS0.51、0.61 元，当前股价对应 2014、2015 年动态 P/E12X、10X，我们给予“买入”建议，目标价 7.50 元(对应 15 年 PE 12X)。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	10818	15164	16628	19736	22810
经营成本	9664	12640	13685	16327	18716
营业税金及附加	55	98	107	131	157
销售费用	24	251	256	312	366
管理费用	237	490	522	553	620
财务费用	178	600	681	678	759
资产减值损失	0	26	3	9	6
投资收益	80	417	506	579	620
营业利润	740	1478	1880	2305	2805
营业外收入	68	24	29	75	28
营业外支出	5	24	5	3	4
利润总额	803	1478	1904	2377	2829
所得税	196	307	435	545	654
少数股东损益	222	299	441	475	563
归属于母公司所有者的净利润	384	873	1028	1383	1663

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	2854	4883	4853	6850	9122
应收帐款	1014	1084	1133	1190	1249
存货	672	836	811	836	861
流动资产合计	4916	7271	7441	8875	11232
长期投资净额	4776	6246	6778	13555	27110
固定资产合计	8137	16236	16011	17612	19373
在建工程	2036	1272	1750	2100	2521
无形资产	15673	25421	26291	27606	28986
资产总计	20588	32692	33732	36481	40219
流动负债合计	3693	5901	5141	5655	6221
长期负债合计	4972	10874	11848	13032	14336
负债合计	8666	16776	16989	18688	20556
少数股东权益	2779	3106	3352	3620	3910
股东权益合计	9144	12810	13392	14173	15752
负债和股东权益总计	20588	32692	33732	36481	40219

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	545	3031	2740	2102	2379
投资活动产生的现金流量净额	-2020	-4102	-1648	-134	-134
筹资活动产生的现金流量净额	2413	2670	-1284	28	28
现金及现金等价物净增加额	937	1599	-192	1996	2273

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。