

证券研究报告

公司研究——中报点评

广州发展（600098.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2015.08.19

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

刘栋 研究助理

联系电话：+86 10 63081279

邮箱：liudong@cindasc.com

相关研究

《广州发展（600098）：大而灵动，能源领域的“广州号”导弹驱逐舰》2015.09

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

上半年公司盈利不及预期，未来增长预期仍然存在

中报点评

2015年09月11日

事件：公司发布2015年中报，2015年上半年公司实现营业收入84.58亿元，同比下降7.46%，实现归属于母公司的净利润5.34亿元，同比下降17.24%，折合每股收益0.196元，同比下降16.74%。

点评：

- **公司电力业务盈利能力增强。**受我国宏观经济增长速度整体放缓影响，2015年上半年，公司累计完成权益发电量77.56亿千瓦时，权益上网电量72.82亿千瓦时，同比分别下降7.15%和7.11%；电力营业收入同比下降5.07%，但由于燃料成本下降幅度更大，毛利率增加4.83%。电改方案在进一步酝酿之中，我们看好公司与长江电力未来在售电领域的合作，公司在广州电力市场的占有率将大幅上升。
- **公司燃气业务增长速度不及预期，天然气调价将推动其再次加速。**2015年上半年，公司天然气销售5.32亿立方米，同比增长8.82%；新增天然气用户5.16万户，新增签署合同工商用户日用气量13万立方米，总体增长速度不及市场预期。我们分析主要是由于天然气价格相对石油气价格不具有竞争优势所致。天然气价改方案有望近期出台，市场普遍预期每立方米管道天然气价格将下调0.4至0.6元，9月厦门管道天然气非民用气售价更是率先下调0.4元/立方米。天然气价格下调后，公司燃气业务增长将再次加速。此外，公司与加拿大“沃德福”就液化天然气购销协议谈判仍在继续，最终达成协议后，公司未来气源价格将具有更强的市场竞争优势。
- **公司燃料业务市场占有率持续增长。**电商平台持续发挥作用，面对燃料市场低迷的不利局面，公司采取稳健增长的销售策略，市场煤的销售继续快速增长，2015年上半年完成煤炭销售1001.1万吨，同比增长10.1%。我们预计，电商平台未来拓展到电力及燃油销售领域后，必将成为公司未来发展的另一大亮点。
- **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司2015~2017年营业收入分别达到230.35亿元、271.03亿元和319.48亿元，归属母公司的净利润分别为17.87亿元、18.78亿元和20.43亿元，2015-2017年摊薄的EPS分别达到0.66元、0.69元和0.75元，对应2015年09月10日收盘价（10.21元/股）的动态PE分别为16倍、15倍和14倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**天然气需求增长不及预期、新能源业务拓展进度放缓、政策风险等。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	16,628.45	19,445.80	23,035.31	27,103.41	31,947.89
增长率 YoY %	9.65%	16.94%	18.46%	17.66%	17.87%
归属母公司净利润(百万元)	1,028.04	1,224.12	1,786.53	1,878.15	2,042.78
增长率 YoY%	17.81%	19.07%	45.94%	5.13%	8.77%
毛利率%	17.70%	16.78%	20.20%	18.49%	17.33%
净资产收益率 ROE%	7.85%	8.97%	12.30%	11.90%	11.93%
每股收益 EPS(元)	0.38	0.45	0.66	0.69	0.75
市盈率 P/E(倍)	27	23	16	15	14
市净率 P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2015 年 09 月 10 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	7,441.15	7,434.35	9,440.62	12,167.11	15,183.70
货币资金	4,853.35	4,460.50	5,915.40	8,010.02	10,282.15
应收票据	239.90	247.92	313.01	368.29	434.11
应收账款	1,133.23	1,225.43	1,510.75	1,777.55	2,095.27
预付账款	346.48	76.62	276.22	331.95	396.88
存货	811.20	1,257.94	1,259.29	1,513.35	1,809.35
其他	56.99	165.95	165.95	165.95	165.95
非流动资产	26,291.29	26,344.81	26,394.99	26,443.97	26,496.26
长期投资	6,777.61	6,714.66	6,714.66	6,714.66	6,714.66
固定资产	16,011.08	16,475.01	16,398.69	16,473.40	16,549.22
无形资产	538.48	555.63	513.47	471.31	429.15
其他	2,964.13	2,599.51	2,768.18	2,784.61	2,803.23
资产总计	33,732.44	33,779.16	35,835.61	38,611.08	41,679.96
流动负债	5,141.23	5,441.31	5,860.16	6,610.89	7,484.89
短期借款	1,185.41	347.76	347.76	347.76	347.76
应付账款	2,224.42	2,632.24	2,989.01	3,592.04	4,294.61
其他	1,731.40	2,461.31	2,523.39	2,671.08	2,842.53
非流动负债	11,847.58	10,964.24	10,650.88	10,650.88	10,650.88
长期借款	7,722.57	6,566.74	6,566.74	6,566.74	6,566.74
其他	4,125.01	4,397.50	4,084.14	4,084.14	4,084.14
负债合计	16,988.81	16,405.55	16,511.04	17,261.76	18,135.77
少数股东权益	3,351.91	3,473.47	4,177.70	4,918.05	5,723.29
归属母公司股东权益	13,391.72	13,900.13	15,146.88	16,431.27	17,820.90
负债和股东权益	33732.44	33779.16	35835.61	38611.08	41679.96

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,628.45	19,445.80	23,035.31	27,103.41	31,947.89
同比	9.65%	16.94%	18.46%	17.66%	17.87%
归属母公司净利润	1,028.04	1,224.12	1,786.53	1,878.15	2,042.78
同比	17.81%	19.07%	45.94%	5.13%	8.77%
毛利率	17.70%	16.78%	20.20%	18.49%	17.33%
ROE	7.85%	8.97%	12.30%	11.90%	11.93%
每股收益(元)	0.38	0.45	0.66	0.69	0.75
P/E	27	23	16	15	14
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.61	10.08	7.60	7.30	6.86

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,628.45	19,445.80	23,035.31	27,103.41	31,947.89
营业成本	13,684.73	16,182.99	18,382.46	22,091.13	26,411.90
营业税金及附加	106.96	132.51	151.31	178.03	209.85
营业费用	256.11	274.13	324.73	382.08	450.37
管理费用	521.90	552.01	653.90	769.38	906.90
财务费用	681.26	680.88	783.77	769.33	750.42
资产减值损失	2.67	62.89	10.20	10.90	13.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	505.56	586.39	561.39	558.31	561.43
营业利润	1,880.37	2,146.78	3,290.34	3,460.87	3,766.39
营业外收入	28.73	68.44	60.03	57.74	59.04
营业外支出	4.73	33.13	29.36	27.27	28.07
利润总额	1,904.37	2,182.08	3,321.01	3,491.34	3,797.36
所得税	435.18	475.42	830.25	872.83	949.34
净利润	1,469.20	1,706.66	2,490.76	2,618.50	2,848.02
少数股东损益	441.16	482.54	704.23	740.35	805.24
归属母公司净利润	1,028.04	1,224.12	1,786.53	1,878.15	2,042.78
EBITDA	3,561.16	3,927.19	5,211.49	5,419.76	5,768.92
EPS (摊薄)	0.38	0.45	0.66	0.69	0.75

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	2,740.20	3,235.94	3,376.95	4,108.89	4,388.83
净利润	1,469.20	1,706.66	2,490.76	2,618.50	2,848.02
折旧摊销	937.79	1,038.96	1,080.98	1,118.92	1,162.06
财务费用	718.99	706.15	809.50	809.50	809.50
投资损失	-505.56	-586.39	-561.39	-558.31	-561.43
营运资金变动	160.85	352.46	-142.72	107.95	116.05
其它	-41.08	18.10	-300.18	12.32	14.62
投资活动现金流	-1,647.77	-502.83	-572.75	-611.00	-654.06
资本支出	-1,572.31	-1,023.72	-1,134.15	-1,169.31	-1,215.48
长期投资	434.33	718.67	561.39	558.31	561.43
其他	-509.79	-197.78	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,284.39	-3,248.63	-1,349.29	-1,403.27	-1,462.64
吸收投资	0.25	33.75	0.00	0.00	0.00
借款	-1,172.04	-1,609.45	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,440.46	1,503.95	1,349.29	1,403.27	1,462.64
现金净增加额	-191.96	-515.48	1454.91	2094.62	2272.13

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘栋，清华大学工学博士，人民大学经济学硕士，民航咨询行业两年工作经验，现从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S 仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698	和邦股份	603077	新安股份	600596		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。