

2015 年 9 月 25 日

许柳惜

C0064@capital.com.tw

目标价(元) 13.00RMB

公司基本资讯

产业别	公用事业
A 股价(2015/9/24)	9.81
上证综指(2015/9/24)	3142.69
股价 12 个月高/低	19.1/5.36
总发行股数(百万)	2726.20
A 股数(百万)	2726.20
A 市值(亿元)	267.44
主要股东	广州国资发展控股有限公司 (62.69%)
每股净值(元)	5.13
股价/账面净值	1.91
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.7 -6.0 86.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-6-02	14.07	买入

产品组合

电力	37.6%
煤炭	36.4%
天然气	21.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.1%
一般法人	59.5%

股价相对大盘走势



广州发展(600098.SH)

Buy 买入

上半年业绩不及预期，燃气业务仍值得期待

结论与建议：

公司电力、煤炭、天然气三大业务互为支撑、协同发展。公司是广州最大的发电企业，受益电改，未来售电领域扩展想象空间大，且是广州天然气唯一的建设、运营、购销主体，未来燃气业务增长空间广阔。公司上半年实现营业收入 84.59 亿元，同比下降 7.46%，实现净利润 5.34 亿元，同比下降 17.24%，低于我们的预期，主要是因为煤炭售价下跌和上网电价下调。

预计公司 2015、2016 年实现净利润 10.82 亿元(YOY-11.59%)、13.33 亿元(YOY+23.12%)，EPS0.40、0.49 元，当前股价对应 15、16 年动态 PE 为 25、20X，我们维持“买入”建议，目标价 13.00（16 年 25PE）。

■ **燃气业务成长空间值得期待：**面对国内经济增速放缓、工商业用气需求增速下降等局面，公司全面推进落实《广州市推进管道燃气三年发展计画工作方案》，积极拓展燃气市场。上半年完成天然气销售 5.32 亿立方米，YOY+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。上半年公司燃气业务毛利率同比下降 6.88%，主要是由于气源结构调整导致用气成本上升所致。天然气价改方案有望近期出台，市场普遍预期下调幅度为 0.4-0.6 元/立方米，这将促进公司燃气业务再次加速增长。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。而广州作为经济发展水准领先的城市，其天然气利用规模还处在初步开发阶段，与北京、上海、重庆等城市存在较大差距，随着《广州市推进管道燃气三年发展计画工作方案》的逐步落实，广州天然气市场将快速增长。

■ **燃料业务规模逆市增长：**面对燃料市场持续低迷，煤炭、油品价格下行的经济形势，公司充分发挥电商平台功能，积极开拓北方市场，燃料业务量实现逆势增长。上半年完成煤炭销售 1001.1 万吨，同比增长 10.1%，其中完成市场煤销售 754.5 万吨，同比增长 14.6%。但由于煤炭价格下跌，导致公司燃料业务营收同比下降 12.46%，毛利率微降 0.39 个 pct。公司市场煤的市场占有率持续保持珠三角领先地位，稳定的供货渠道，完整的销售渠道，且在电商平台的助力下，公司煤炭市场有望进一步扩展。

■ **积极参与售电市场：**公司上半年完成发电量 77.56 亿千瓦时，上网电量 72.82 亿千瓦时，同比分别下降 7.15%和 7.11%。此外，去年 9 月份及今年 4 月份上网电价进行了两次下调。受发电量下降及电价下调的影响，公司电力业务上半年营收同比下滑了 5.07%。但由于煤炭价格下跌，燃料成本下降，电力业务毛利率同比提升了 4.83 个 pct。公司 7 月出资设立售电公司，未来伴随售电牌照的放开，售电业务有望成为公司新的利润增长点。

■ **盈利预测：**预计公司 2015、2016 年实现净利润 10.82 亿元(YOY-11.59%)、13.33 亿元(YOY+23.12%)，EPS0.40、0.49 元，当前股价对应 15、16 年动态 PE 为 25、20X，公司是广州最大的发电企业，且是广州天然气的建设、运营、购销主体，随着电改及广州市推进管道燃气发展的落实，公司未来售电领域及燃气业务增长空间广阔，我们维持“买入”建议。

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	873	1028	1224	1082	1333
同比增减	%	127.25	17.81	19.07	-11.59	23.12
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.32	0.38	0.45	0.40	0.49
同比增减	%	127.25	17.81	19.07	-11.59	23.12
A 股市盈率(P/E)	X	30.65	26.01	21.85	24.71	20.07
股利(DPS)	RMB 元	0.16	0.15	0.18	0.16	0.16
股息率(Yield)	%	1.63	1.53	1.83	1.63	1.63

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	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	15164	16628	19446	18602	21480
经营成本	12640	13685	16183	15443	17544
营业税金及附加	98	107	133	145	166
销售费用	251	256	274	283	344
管理费用	490	522	552	524	596
财务费用	600	681	681	626	706
资产减值损失	26	3	63	7	6
投资收益	417	506	586	480	550
营业利润	1478	1880	2147	2052	2668
营业外收入	24	29	68	89	26
营业外支出	24	5	33	4	4
利润总额	1478	1904	2182	2138	2690
所得税	307	435	475	516	634
少数股东损益	299	441	483	539	724
归属于母公司所有者的净利润	873	1028	1224	1082	1333

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	4883	4853	6690	8382	10320
应收帐款	1084	1133	1190	1249	1312
存货	836	811	836	861	886
流动资产合计	7271	7441	8716	10492	12519
长期投资净额	6246	6778	13555	27110	54221
固定资产合计	16236	16011	17612	19373	21311
在建工程	1272	1750	2100	2521	3025
无形资产	25421	26291	27606	28986	30435
资产总计	32692	33732	36322	39478	42954
流动负债合计	5901	5141	5655	6221	6843
长期负债合计	10874	11848	13032	14336	15769
负债合计	16776	16989	18688	20556	22612
少数股东权益	3106	3352	3620	3910	4222
股东权益合计	12810	13392	14014	15012	16120
负债和股东权益总计	32692	33732	36322	39478	42954

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	3031	2740	1943	1798	2044
投资活动产生的现金流量净额	-4102	-1648	-134	-134	-134
筹资活动产生的现金流量净额	2670	-1284	28	28	28
现金及现金等价物净增加额	1599	-192	1837	1692	1938

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①持意见或立场，或会买入，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②，或代他人之户②买卖此份报告内描述之证②。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。