

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002

13751190552 tanq@ghzq.com.cn

联系人：傅鸿浩 S0350115080013

15802035600 fuhh@ghzq.com.cn

电力、燃气规模高速增长开启，区外整合迎来

三重良机

—天富能源（600509）跟踪点评报告

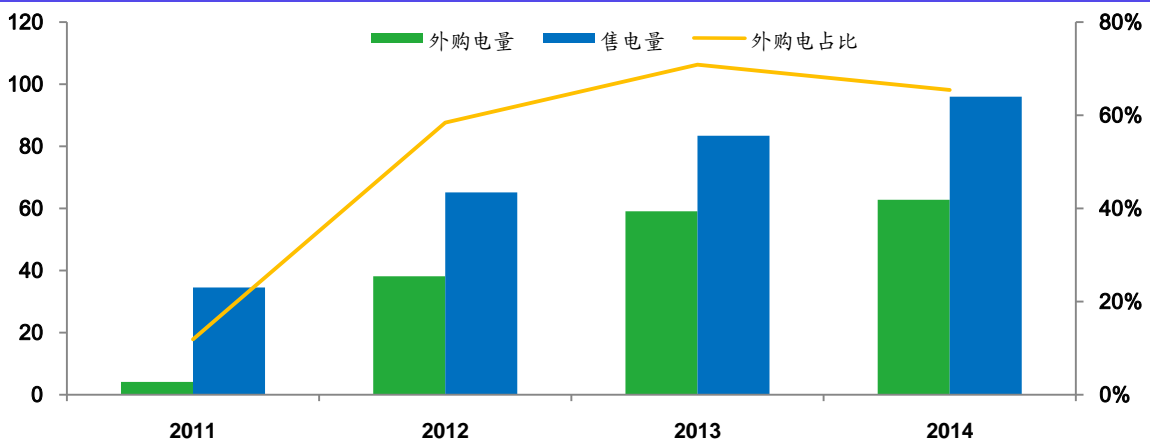
1、公司经营石河子电网，未来电力需求高速增长增厚公司业绩。

1) 电价洼地石河子作为承担高耗能产业西移的重点区域，电力增速大幅高于全国平均。

石河子市近年保持经济高速增长，2014年和2013年工业增加值分别高达19.6%和26.8%。主要原因是，一方面，新疆工作座谈会后，大批工业转移至新疆，而石河子在新疆相对稳定的社会环境、完善的基础设施和社会功能提供了较好的投资环境。另一方面，公司在石河子区域拥有独立的售电网，电价制定具有自主权，目前大工业销售电价仅0.30-0.32元/千瓦时，较新疆其余区域低约0.15元/千瓦时。电价洼地优势吸引铝、硅、化工等大批高耗能企业入驻，直接带动2011年后电力需求高速增长。过去三年公司售电量复合增长率41%。未来随着高耗能企业进一步入驻和投产，在全国工业增速放缓的情况下，公司售电量仍将保持15%-20%的增速，与目前约2%的全国全社会用电量增速相比，显得尤为靓丽。

2) 大容量机组持续投产，替代外购国网高价电，收购代建机组，提升公司盈利能力；但网内装机高速增长将导致发电资源未能完全消纳，削弱公司盈利能力。综合来看，度电盈利能力将基本保持现有水平。

图 1、售电量高速增长导致外购电量上升（亿千瓦时）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2011年前，公司发电装机仅56.2万千瓦，2011年后售电量快速增长，暴露出公司前期

发电资源的不足，公司需从国网外购电量逐年增加，外购电价格高达 0.38 元/千瓦时，高于公司对外售价。为解决转售国网外购电亏损问题，公司规划建设多台发电机组，其中国资公司代建机组 120 万千瓦已先后于 2011-2013 年投产发电，以略高于公司发电成本的 0.20 元/千瓦时的电价接入公司电网，替代从国网购买的高价电。至 2014 年，公司外购电占比高达 65%，但其中仅有 10% 外购电来自国网，其余外购电来自国资公司，公司售电毛利保持在 25% 以上。

2014-2015 年，公司迎来自建电源投产高峰期，2014 年南热电二期募投 2*30 万千瓦机组投产，公司自建和国资公司代建机组合计装机增加至 230 万千瓦。2015 年南热电二期全年生产，另有 2*66 万机组投产，加上光伏、垃圾发电等投产机组，2015 年合计装机将增加至 379.5 万千瓦，较 2013 年增加 130%，外购国网高价电将全部被替代，单位售电盈利能力得到提升。

公司 2015 年 8 月公告收购国资公司代建 2*33 万机组，此机组度电 0.02-0.05 元的发电毛利将纳入公司利润，公司单位售电盈利能力进一步增加。

此外，公司还承担石河子地区的供热业务，2014 年供热收入占公司收入的 10%，自有装机的增加将摊薄供热成本，提升供热毛利。

但值得注意的是，2015 年 2*66 万机组及其他机组投产后，装机增速大幅高于用电需求增速，公司网内机组按现有利用小时的发电量将高于公司售电量，导致公司机组或国资公司代建机组发电能力将不能得到充分利用，利用小时将出现下降，机组效率也将相应下降，折旧和财务费用的快速增加将削弱公司的盈利能力。

综合来说，公司度电盈利能力将基本维持现有水平。

表 1、2015 年全部机组投产后，装机将较 2013 年增长 130%

供电来源	项目	发电类型	装机容量(万千瓦)	投产时间
天富能源 自有装机	红嘴山水电	水电	6.5	2009 年前
	玛纳斯水电	水电	5	2009 年前
	天河热电 (2*33 万千瓦)	火电	66	由国资公司代建,1 号机 2011 年投产,2 号机 2012 年投产, 2015 年 8 月公司将两台机组收购
	南热电(一期 35 万千瓦; 二期 2*30 万千瓦)	火电	95	一期 2009 年前投产, 二期 60 万千瓦为再融资募投项目, 2014 年 7 月投产
	垃圾发电厂	垃圾发电	1.2	2014 年 8 月投产
	光伏	光伏	2	2014 年 12 月投产
	2*66 万工程	火电	132	预计 2015 年投产
	红山电厂扩容	水电	7.8	预计 2015 年投产
农八师国 有资产管 理公司代 建电厂	国资公司代建 (4*13.5 万千瓦)	火电	54	27 万千瓦 2012 年 11 月投产, 27 万千瓦 2013 年投产
	国资公司代建肯斯瓦特 水电站	水电	10	2015 年
合计			379.5	

资料来源：公司公告、国海证券研究所

2、石河子区域车用气发展空间大，公司重点布局车用加气站业务，自建和并购并举，燃气业务有望成为公司新的增长点。

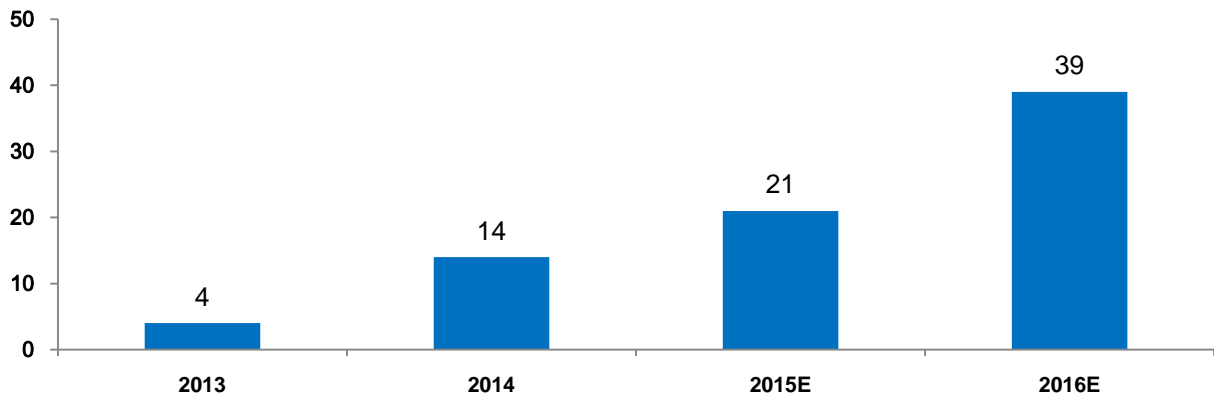
1) 石河子地区车用气发展空间大，公司将独享车用气增量份额

目前石河子区域民用车辆保有量 16.33 万辆，预计未来增速约 10%，车用气改造率约 40%，而更早启动 CNG 汽车改造的乌鲁木齐，改造率已超 70%。同时，石河子市车用气价格按 90# 汽油与车用气的 1:0.6 比价关系制定，车用气比价优势明显，石河子市车用气存在较大发展空间。目前地方政府执行“经营城市居民用天然气的，才可经营车用天然气业务”的政策，公司拥有石河子管道燃气业务的独家经营特许权，未来将独占石河子车用气市场增量份额。

2) 依托兵团，公司 2014-2016 自建加气站将由 14 座增加至 39 座

公司天然气收入约占公司收入的 6%，其中，车用气销售量占燃气总销售量的 62%。除经营城市燃气外，公司未来将继续以“市区-团场-交通干线”为路线，扩大车用加气站的布局范围，未来全年运行加气站将以平均每年 10 座以上的速率增长。2014 年全年运行加气站数量较 2013 年增加 10 座至 14 座，根据现有加气站建设和手续办理进度保守预计，2015 年和 2016 年加气站全年运行数量将分别达 21 座和 39 座。公司还收购经营加气站业务的百川燃气，竞拍成功天诚能源股权，自建和并购同时推进的方式将带动公司车用加气站业务迎来规模高速增长期。

图 2、公司全年运行加气站以平均每年 10 座以上的速度增长



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司车用气门站采购价 1.73 元/立方米，销售价格 3.88 元/立方米，考虑需向政府缴纳的价差收入、折旧、人工、财务费用等成本和费用因素后，每方车用气可提供净利润约 0.5 元。2016 年全部 39 座加气站建成后，预计车用气销售量将达约 1.5 亿方，产生净利润约 7500 万元，再加上城市燃气稳健增长，天然气业务有望成为公司新的利润增长点。

3、电改和国企改革共振，公司迎来整合兵团电网资源，打造北疆电网的三重良机。

公司实际控制人为新疆建设兵团第八师国资委，持股占比 37.2%。附近农六、七、九师电网经营模式为发电出售国网，再从国网购电，高电价成本限制区域发展。

早在 2013 年，新疆建设兵团便发布《关于支持新疆天富热电股份有限公司做大做强的意见》，

提出“全力支持天富热电成为兵团综合能源业务板块的核心运营主体、资产整合平台和投融资平台，支持天富热电做大做强，力争在“十二五”末，将天富热电打造成为资产规模和销售收入超百亿元的兵团综合能源业务平台”的总体目标。公司有望实现与其他师的联网，成为北疆片区的电网、电源企业。

当前电改和国企改革加速推进，公司跨越式发展迎来三重良机：1) 电改支持售电侧市场和电价放开，并放开售电侧准入，公司有望凭已有售电牌照和独立电网经营经验借电改参与区外电网的升级，加速对区外电网的并购；2) 国企改革指导意见支持提高资产证券化率和整体上市，作为兵团唯一的电力上市公司，在国企改革背景下，我们看好兵团加快同类资产整合，将公司打造成综合能源平台的进度；3) 公司发电装机近年飞速提升，将基本具备区内自给，并向区外供电的能力，为区外扩张提供电源供应基础，同时，公司自身也具有利用区外扩张消纳网内剩余发电能力的需求。

4、“增持”评级。我们预计公司 2015-2017 年 EPS0.40 元，0.51 元，0.57 元，对应估值 21 倍，17 倍，15 倍。我们看好公司电力、燃气规模均迎来快速提升期，看好公司在电改和国企改革背景下获得的整合区外资源的良机，给予公司“增持”评级。

5、风险提示：大盘系统性风险；石河子电力需求增速不及预期，车用气改装进度不及预期，区外整合进度不及预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	3559	4104	4969	5728
增长率(%)	15%	15%	21%	15%
净利润(百万元)	347	365	461	516
增长率(%)	28%	5%	26%	12%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.40	0.51	0.57
ROE(%)	7.65%	8.03%	10.12%	11.31%

表 2、公司盈利预测

证券代码:		600509.sh		股票价格:		8.60		投资评级:		增持		日期:		2015/9/28	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E						
盈利能力					每股指标										
ROE	8%	8%	10%	11%	EPS	0.38	0.40	0.51	0.57						
毛利率	26%	29%	28%	29%	BVPS	4.86	4.85	4.84	4.83						
期间费率	15%	18%	17%	18%	估值										
销售净利率	10%	9%	9%	9%	P/E	22.43	21.36	16.91	15.11						
成长能力					P/B	1.77	1.77	1.78	1.78						
收入增长率	15%	15%	21%	15%	P/S	2.19	1.90	1.57	1.36						
利润增长率	28%	5%	26%	12%											
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E						
总资产周转率	0.25	0.25	0.28	0.28	营业收入	3559	4104	4969	5728						
应收账款周转率	2.15	2.15	2.15	2.15	营业成本	2629	2920	3564	4084						
存货周转率	4.59	4.59	4.59	4.59	营业税金及附加	16	18	22	25						
偿债能力					销售费用	69	79	96	111						
资产负债率	68%	73%	75%	77%	管理费用	274	316	383	442						
流动比	0.58	0.52	0.67	0.56	财务费用	189	343	364	461						
速动比	0.48	0.41	0.55	0.44	其他费用/(-收入)	(5)	0	0	0						
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	377	428	540	605						
现金及现金等价物	945	473	1412	618	营业外净收支	30	0	0	0						
应收款项	1652	1905	2307	2659	利润总额	407	428	540	605						
存货净额	572	639	781	894	所得税费用	48	51	64	72						
其他流动资产	60	70	84	97	净利润	359	377	476	533						
流动资产合计	3230	3087	4583	4269	少数股东损益	12	12	16	18						
固定资产	5094	8065	8019	10489	归属于母公司净利润	347	365	461	516						
在建工程	5264	4692	4656	4753	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E						
无形资产及其他	109	109	98	87	经营活动现金流	646	861	1380	1351						
长期股权投资	272	272	272	272	净利润	359	377	476	533						
资产总计	14295	16551	17955	20198	少数股东权益	12	12	16	18						
短期借款	920	920	920	920	折旧摊销	338	350	549	544						
应付款项	3029	3384	4131	4734	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	620	715	865	997	营运资金变动	(62)	121	340	256						
其他流动负债	967	967	967	967	投资活动现金流	(1552)	(2399)	82	(2568)						
流动负债合计	5536	5986	6883	7618	资本支出	(3393)	(2399)	82	(2568)						
长期借款及应付债券	3062	4862	5362	6862	长期投资	16	0	0	0						
其他长期负债	1159	1159	1159	1159	其他	1824	0	0	0						
长期负债合计	4221	6021	6521	8021	筹资活动现金流	433	1428	31	975						
负债合计	9756	12007	13404	15639	债务融资	667	1800	500	1500						
股本	906	906	906	906	权益融资	0	0	0	0						
股东权益	4539	4544	4551	4559	其它	(233)	(372)	(469)	(525)						
负债和股东权益总计	14295	16551	17955	20198	现金净增加额	(472)	(109)	1492	(242)						

资料来源: 国海证券研究所

【电力设备与新能源小组及公用事业环保小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券从业经历，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

石金漫：香港理工大学工商管理硕士，电气工程及其自动化学士，1年证券行业研究经验，2015年进入国海证券，主要负责新能源汽车、工控、储能细分行业研究。

【分析师承诺】

谭倩：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。