



受益燃气业务需求增长，积极布局迎电改红利

2015.12.22

谨慎推荐(首次覆盖)

公用事业行业

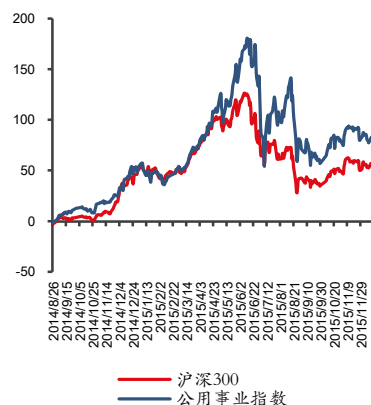
姬浩(分析师) 蔡屹(助理研究员)  
电话: 020-88836125 020-88834052  
邮箱: jih\_a@gzgzhs.com.cn caiyi@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310515020001

现价: 12.52  
目标价: 15.02  
股价空间: 20%

投资要点:

- **天然气+电改增业绩弹性:** 1) 天然气价下调, 加快天然气使用消费。2014 年广州市人均天然气消费仅为北京的 28.6% 和上海的 46.1%, 预计到 2020 年广州市天然气市场需求容量约为 60 亿方, 是目前的 3.75 倍。2015 年 11 月 20 日起非居民用气最高门站价格下调 0.7 元/方, 我们认为价格的下调将进一步激活下游燃气消费需求, 加速公司燃气业务的增长。2) 长江电力增持+参与长江电力重组, 纽带关系进一步增强。长江电力近日公告, 计划增持公司 2 亿股, 同时, 2015 年 11 月 7 日公司将参与长江电力非公开发行, 均不断增强了双方的股权纽带关系。我们认为双方此举处于战略投资的考虑, 有益于未来在新能源和售电业务领域的合作, 对实现发展的协同效应具有重大意义。3) 煤电双料龙头, 积极布局迎接电改红利。公司目前是华南地区最大的煤炭供应商, 珠三角市场占有率连续多年保持第一。同时, 公司也是广州市最大的发电企业。面对新电改, 公司积极布局, 于 2015 年 7 月设立广州发展电力销售有限公司。按目前广州工业用电量和价格测算, 市场容量约为 289.5 亿元。公司在多年的煤炭交易中累积了大量用户信用数据, 同时也非常了解当地用户的用电需求。我们预计随着售电牌照的开放, 售电业务有望成为公司未来新的盈利增长点。
- **依托互联网优势, 探索商业新模式。** 2014 年四季度以来, 客户通过电商平台—珠江电城的下单量约占市场煤销售总量的 80%, 成为公司煤炭销售的主力渠道。未来公司会继续利用“珠电煤”品牌, 拓宽公司电商平台的应用领域, 探索动力煤期货、能源交易平台、电力交易平台等业务, 积极打造华南地区未来的能源交易中心。
- **国企改革不断推进, 未来或有新动作。** 今年 5 月底, 广州市国企改革方案正式出台, 明确提出到 2017 年本地国资的资产证券化率超过 70%。作为国改的排头兵, 近半年来广州浪奇、珠江啤酒等广州国资上市公司已相继发布增发方案。广州国资发展控股有限公司, 不仅是公司第一大股东 (持股 62.69%), 同时也是广州市国资委资本运作的唯一平台。我们认为, 公司作为广州国资委下属唯一上市公用事业单位, 也将积极拥抱改革, 利用资本市场做大做强。
- **盈利预测与估值:** 预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.46、0.48、0.53 元, 当前股价对应 27、26、24 倍 PE。首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 发电量增长低于预期, 天然气业务推进低于预期。

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
广州发展	-5.5	6.8	-10.8
公共事业	-1.4	13.1	-25.3
沪深 300	2.7	17.2	-16.4

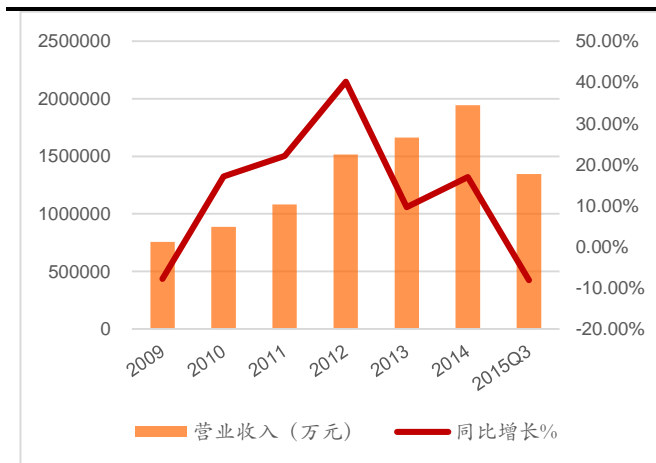
基本资料

总市值 (亿元)	341
总股本 (亿股)	27.26
流通股比例	100%
资产负债率	48.82%
大股东	广州国资发展 控股有限公司
大股东持股比例	62.69%

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入	19445.79	18451.81	19556.08	20582.92	
同比(%)	16.94%	-5.11%	5.98%	5.25%	
归属母公司净利润	1224.12	1260.86	1305.66	1442.07	
同比(%)	19.07%	3.00%	3.55%	10.45%	
毛利率(%)	16.78%	17.90%	17.44%	17.15%	
ROE(%)	8.97%	7.02%	6.80%	7.01%	
每股收益(元)	0.45	0.46	0.48	0.53	
P/E	13.80	26.94	26.02	23.56	
P/B	1.11	2.32	2.19	2.06	
EV/EBITDA	6.58	16.02	14.67	12.81	

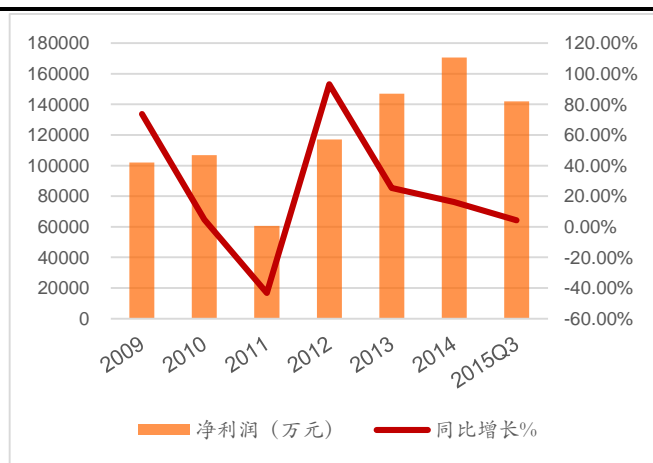
广证恒生

图表 1 广州发展营业收入



资料来源:公司公告,广证恒生

图表 2 广州发展净利润



资料来源:公司公告,广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	7434.35	8585.90	8668.05	8531.81	<b>经营活动现金流</b>	3235.94	1271.24	4027.93	4741.20
现金	4460.50	4432.13	4763.86	4997.53	净利润	1706.66	1668.29	1749.37	1886.63
应收账款	1225.43	1393.11	1378.70	1035.32	折旧摊销	1038.96	682.16	680.72	681.69
其它应收款	47.78	46.13	39.11	37.05	财务费用	680.88	645.81	645.35	592.79
预付账款	76.62	391.18	398.94	415.77	投资损失	-586.39	-511.92	-613.34	-623.86
存货	1257.94	1714.91	1383.60	1296.07	营运资金变动	335.79	-1176.70	1563.65	2203.53
其他	366.09	608.44	703.83	750.06	其它	60.04	-36.41	2.19	0.42
<b>非流动资产</b>	26344.81	26267.57	26529.85	26449.04	<b>投资活动现金流</b>	-502.83	-57.56	-331.52	22.66
长期投资	6714.66	7220.66	7788.66	8350.66	资本支出	-352.76	-269.35	-252.62	-613.02
固定资产	16475.01	16410.37	16415.04	15942.30	长期投资	5.73	410.21	532.34	565.15
无形资产	555.63	535.51	544.59	552.23	其他	-849.86	83.30	-51.79	-25.21
其他	2599.51	2101.03	1781.57	1603.85	<b>筹资活动现金流</b>	-3248.63	-2681.55	-4643.88	-4642.68
<b>资产总计</b>	33779.16	34853.47	35197.90	34980.85	短期借款	-837.65	-347.76	0.00	0.00
<b>流动负债</b>	5441.31	9018.69	11611.95	13558.07	长期借款	-1155.83	-3681.40	-3552.71	-3601.37
短期借款	347.76	1439.50	2718.70	2831.19	其他	-1255.15	1347.62	-1091.17	-1041.31
应付账款	2632.24	2884.02	3641.34	5960.81	<b>现金净增加额</b>	-515.52	-1467.87	-947.47	121.18
其他	2461.31	4695.18	5251.91	4766.06					
<b>非流动负债</b>	10964.24	6866.74	3313.82	-287.66	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
长期借款	10416.74	6735.34	3182.63	-418.75	<b>成长能力</b>				
其他	547.50	131.41	131.19	131.08	营业收入增长率	16.94%	-5.11%	5.98%	5.25%
<b>负债合计</b>	16405.55	15885.44	14925.78	13270.40	营业利润增长率	14.17%	-0.62%	5.33%	7.51%
少数股东权益	3473.47	3880.90	4324.61	4769.17	归属于母公司净利润	19.07%	3.00%	3.55%	10.45%
归属母公司股东权益	13900.13	14670.28	15530.66	16524.42	<b>获利能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	33779.16	34436.62	34781.05	34563.99	毛利率	16.78%	17.90%	17.44%	17.15%
					净利率	8.78%	9.04%	8.95%	9.17%
					ROE	7.18%	7.02%	6.80%	7.01%
					ROIC	6.64%	6.33%	7.01%	8.40%
<b>利润表</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>营业收入</b>	19445.80	18451.81	19556.08	20582.92	资产负债率	48.57%	45.58%	42.41%	37.94%
<b>营业成本</b>	16182.99	15149.40	16144.67	17053.61	净负债比率	67.66%	62.78%	47.21%	27.64%
<b>营业税金及附加</b>	132.51	125.47	117.34	123.50	流动比率	1.37	0.95	0.75	0.63
<b>营业费用</b>	274.13	282.31	291.39	304.63	速动比率	1.14	0.76	0.63	0.53
<b>管理费用</b>	552.01	627.36	723.57	716.29	<b>营运能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>财务费用</b>	680.88	645.81	645.35	592.79	总资产周转率	0.58	0.54	0.56	0.59
<b>资产减值损失</b>	62.89	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.06	0.08	0.07	0.05
<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	0.14	0.16	0.19	0.29
<b>投资净收益</b>	586.39	511.92	613.34	623.86	<b>每股指标 (元)</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	2146.78	2133.37	2247.10	2415.97	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.46	0.48	0.53
<b>营业外收入</b>	68.44	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流(最新)	1.19	0.47	1.48	1.74
<b>营业外支出</b>	33.13	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	6.37	6.80	7.28	7.81
<b>利润总额</b>	2182.08	2133.37	2247.10	2415.97	<b>估值比率</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>所得税</b>	475.42	465.07	497.73	529.34	P/E	12.18	26.94	26.02	23.56
<b>净利润</b>	1706.66	1668.29	1749.37	1886.63	P/B	1.07	2.32	2.19	2.06
<b>少数股东损益</b>	482.54	407.43	443.71	444.56	<b>EV/EBITDA</b>	7.99	16.02	14.67	12.81
<b>归属母公司净利润</b>	1224.12	1260.86	1305.66	1442.07					
<b>EBITDA</b>	3221.04	2815.53	2927.82	3097.66					
<b>EPS (摊薄)</b>	0.45	0.46	0.48	0.53					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

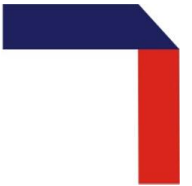
## 分析师简介

**姬 浩** 高端装备研究团队副队长，副首席分析师，北京大学硕士，理工金融复合背景，3年证券行业研究经验，把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。2013年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向电力设备、新能源及高端装备等。

**蔡 屹** 环保建筑行业研究员，香港大学房地产投资与金融硕士，理工金融复合背景，中级工程师。证券行业半年行业研究经验，中国有色研究设计总院6年工程管理工作经历。曾担任费用控制经理，参与垃圾焚烧厂、光伏发电厂、铜冶炼厂、铅锌冶炼厂、棚户区改造及商业地产等多行业BOT和EPC建设项目的工程管理。拥有项目可行性研究至工程结算结算全过程工程项目管理实践经验。主要研究方向环保行业和建筑行业等。

## 机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼  
电 话：020-88836132, 020-88836133  
邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；  
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；  
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。