

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 广州发展（600098.sh）



上次评级：增持，2016.03.11

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

杨耀廷 研究助理

联系电话：+86 10 83326951

邮箱：yangyaoting@cindasc.com

刘栋 研究助理

联系电话：+86 10 83326796

邮箱：liudong@cindasc.com

## 相关研究

《广州发展（600098）：申请发行债券，拓宽业务空间》2016.03

《广州发展（600098）上半年公司盈利不及预期，未来增长预期仍然存在》2015.09

《广州发展（600098）：大而灵动，能源领域的“广州号”导弹驱逐舰》2015.08

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

邮编：100031

## 周期影响虽在，难掩优势布局

2016年05月03日

**事件：**2016年4月29日，广州发展发布15年年报，2015年公司实现营业收入211亿元，同比增加8.59%；实现归属母公司股东净利润13亿元，同比增加6.41%。基本每股收益0.4778元，加权平均净资产收益率9.09%。

## 点评：

- **火电利用小时下降，比例优于省内平均水平。**受经济周期性波动影响，2015年，公司合并口径内火力发电企业完成发电量159.69亿千瓦时，上网电量149.94亿千瓦时，同比分别下降了8.01%和8.23%，但火力发电机组利用小时降幅（8%）低于省内火电机组平均降幅（12%）。同时，电力业务营业成本大幅下降了17.89%，毛利率28.22%，均达到业内一流水平。报告期内组建了中国第一批区域售电公司，制定了明珠工业园区微电网试点方案，并成功参与了广州市第二次电力市场交易，开启了电力市场化交易的新篇章。
- **煤炭及天然气业务取得新突破。**面对严峻的经济形势，公司结合自身在管理及资本运作方面的优势，以及电网平台的高效运作，完成市场煤销售量2,585万吨，同比增长71%；完成成品油销售量35万吨，同比增长242%；港口公司完成接卸量1,170万吨，同比增长17%；港发码头公司完成吞吐量280万吨，同比增长6%；发展航运和中发航运公司自有运力合计完成货运量717万吨，同比增长2%。全年完成天然气销售量10.16亿立方米，按同口径比较，销售气量较上年下降2%，但其中终端用户销售气量为6.15亿立方米，同比增长5%。自2015年11月20日，广州天然气价格进行了调整，第二阶梯价格超额部分，由3.45元/方，上浮20%至4.14元/方。公司在当前形势下，仍取得了较为良好的成绩。
- **财务公司获批，发力金融业务。**2015年11月9日，广州发展集团财务有限公司获得中国银监会批准筹建，乃广州市市属企业中第一家设立财务公司。同时开展了总额78亿元的中短期融资业务，一方面优化了债务结构，取得了更低成本的融资方式；另一方面也为后期积极推进产融结合，稳步开展融资租赁、供应链金融等业务奠定了基础。特别是金融平台结合电商平台等渠道，可以积极提升天然气、煤炭和甲醇等能源产品的业务规模，提高公司对能源产品价格和市场的掌控能力。
- **一季度数据虽不佳，但各项因素已获改善。**截止2016年一季度，公司营业收入52.77亿元，同比增长25.2%，虽受经济周期及春节靠前因素双重影响，参股公司收益下降等因素致公司一季度利润同比下降29.5%。但参考广东省3月份用电量增长3.5%，4月增长超1.5%，均大幅好于去年同期水平，经济数据已逐步改善，全年降幅必将收窄。

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别达到 230.17 亿元、248.59 亿元和 263.50 亿元，归属母公司的净利润分别为 14.48 亿元、15.80 亿元和 16.89 亿元，2016-2018 年摊薄的 EPS 分别达到 0.53 元、0.58 元和 0.62 元，对应 2016 年 4 月 29 日收盘价（8.00 元/股）的动态 PE 分别为 15 倍、14 倍和 13 倍。

在当前经济格局下，公司身处中国经济最发达地区的珠三角，具备管理及资本优势，更身处于电改、国企改革的前沿，凸显投资价值，特将投资评级调高至“买入”评级。

- **风险因素:** 原材料价格剧烈波动、宏观经济持续低迷、汇率波动风险、政策风险等。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19,445.80	21,116.65	23,017.15	24,858.52	26,350.03
增长率 YoY %	16.94%	8.59%	9.00%	8.00%	6.00%
归属母公司净利润(百万元)	1,224.12	1,302.61	1,448.40	1,579.81	1,688.92
增长率 YoY%	19.07%	6.41%	11.19%	9.07%	6.91%
毛利率%	16.78%	15.84%	16.77%	16.77%	16.77%
净资产收益率 ROE%	8.97%	9.09%	9.53%	9.79%	9.85%
每股收益 EPS(元)	0.45	0.48	0.53	0.58	0.62
市盈率 P/E(倍)	18	17	15	14	13
市净率 P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 4 月 29 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	7,434.35	8,831.86	9,629.71	11,283.84	12,952.13
货币资金	4,460.50	4,658.74	5,512.22	6,870.26	8,298.72
应收票据	247.92	183.41	246.68	266.42	282.40
应收账款	1,225.43	2,224.03	1,937.34	2,092.32	2,217.86
预付账款	76.62	83.14	90.15	97.37	103.21
存货	1,257.94	1,266.17	1,426.93	1,541.08	1,633.55
其他	165.95	416.39	416.39	416.39	416.39
<b>非流动资产</b>	26,344.81	26,029.41	26,335.54	26,655.97	26,998.90
长期投资	6,714.66	6,676.71	6,676.71	6,676.71	6,676.71
固定资产	16,475.01	15,974.43	16,088.30	16,452.58	16,833.51
无形资产	555.63	806.56	747.91	689.27	630.63
其他	2,599.51	2,571.72	2,822.62	2,837.41	2,858.06
<b>资产总计</b>	33,779.16	34,861.27	35,965.25	37,939.81	39,951.03
<b>流动负债</b>	5,441.31	7,794.64	7,707.84	8,046.81	8,327.85
短期借款	347.76	555.87	555.87	555.87	555.87
应付账款	2,632.24	3,306.52	3,339.97	3,607.17	3,823.60
其他	2,461.31	3,932.24	3,812.00	3,883.77	3,948.38
<b>非流动负债</b>	10,964.24	8,681.99	8,379.17	8,379.17	8,379.17
长期借款	6,566.74	5,821.84	5,821.84	5,821.84	5,821.84
其他	4,397.50	2,860.16	2,557.34	2,557.34	2,557.34
<b>负债合计</b>	16,405.55	16,476.63	16,087.01	16,425.98	16,707.02
少数股东权益	3,473.47	3,637.22	4,232.74	4,882.28	5,576.69
归属母公司股东权益	13,900.13	14,747.42	15,645.50	16,631.54	17,667.32
<b>负债和股东权益</b>	33779.16	34861.27	35965.25	37939.81	39951.03

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	19,445.80	21,116.65	23,017.15	24,858.52	26,350.03
同比	16.94%	8.59%	9.00%	8.00%	6.00%
归属母公司净利润	1,224.12	1,302.61	1,448.40	1,579.81	1,688.92
同比	19.07%	6.41%	11.19%	9.07%	6.91%
毛利率	16.78%	15.84%	16.77%	16.77%	16.77%
ROE	8.97%	9.09%	9.53%	9.79%	9.85%
每股收益(元)	0.45	0.48	0.53	0.58	0.62
P/E	18	17	15	14	13
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.55	8.01	7.10	6.66	6.32

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	19,445.80	21,116.65	23,017.15	24,858.52	26,350.03
营业成本	16,182.99	17,772.29	19,156.45	20,688.96	21,930.30
营业税金及附加	132.51	154.96	157.94	170.57	180.81
营业费用	274.13	266.78	290.79	314.06	332.90
管理费用	552.01	540.95	589.64	636.81	675.02
财务费用	680.88	569.17	692.80	678.52	655.79
资产减值损失	62.89	35.82	0.69	0.74	0.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	586.39	519.88	519.88	530.06	528.03
<b>营业利润</b>	2,146.78	2,296.56	2,648.73	2,898.92	3,102.45
营业外收入	68.44	123.95	108.88	106.34	108.35
营业外支出	33.13	35.73	32.37	32.79	33.04
<b>利润总额</b>	2,182.08	2,384.77	2,725.23	2,972.48	3,177.77
所得税	475.42	546.58	681.31	743.12	794.44
<b>净利润</b>	1,706.66	1,838.19	2,043.92	2,229.36	2,383.33
少数股东损益	482.54	535.58	595.52	649.55	694.41
<b>归属母公司净利润</b>	1,224.12	1,302.61	1,448.40	1,579.81	1,688.92
EBITDA	3,927.19	4,086.45	4,613.47	4,913.69	5,180.50
EPS (摊薄)	0.45	0.48	0.53	0.58	0.62

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	3,235.94	3,189.18	3,091.05	3,705.59	3,922.26
净利润	1,706.66	1,838.19	2,043.92	2,229.36	2,383.33
折旧摊销	1,038.96	1,080.28	1,152.60	1,205.58	1,267.08
财务费用	706.15	621.40	735.64	735.64	735.64
投资损失	-586.39	-519.88	-519.88	-530.06	-528.03
营运资金变动	352.46	92.16	-31.85	42.14	40.42
其它	18.10	77.02	-289.38	22.94	23.81
<b>投资活动现金流</b>	-502.83	-650.51	-962.14	-1,018.14	-1,105.02
资本支出	-1,023.72	-999.95	-1,482.02	-1,548.20	-1,633.04
长期投资	718.67	1,404.24	519.88	530.06	528.03
其他	-197.78	-1,054.80	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-3,248.63	-2,097.33	-1,275.43	-1,329.41	-1,388.79
吸收投资	33.75	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-1,609.45	-846.98	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,503.95	1,489.76	1,275.43	1,329.41	1,388.79
<b>现金净增加额</b>	-515.48	441.54	853.48	1358.04	1428.46

## 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。

**杨耀廷**，拥有法律、工程及金融背景，具有数年股权投资及实业操作经验。主导及参与了众多清洁能源项目的收购、规划、管理等工作，对清洁能源的开发、建设、股权投资及项目管理具有深刻理解，现供职于信达证券研发中心，从事能源化工行业研究，致力于多能互联领域的研究及推广工作。

**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，现从事能源化工行业研究。

## 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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@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	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。