

投资评级：买入（首次评级）

收盘价（元）	8.04
目标价（元）	10.61
上次目标价（元）	不适用

广州发展（600098.SH，买入）

——被低估的燃气标的

核心观点

◆ 燃气的应用与城市地位不符，增长空间大

广州作为经济发展水平领先城市，天然气渗透率过低，利用规模还处在初步开发阶段，与一线城市身份不符，与上海、重庆等城市存在较大差距，2015年广州天然气供气量为16.8亿方，远低于上海（69.3亿方）与重庆（80亿方）。我们认为，无论是在民用还是在工业领域，广州天然气需求市场都有很大的增长空间，在十三五期间将会实现年复合15%的高速增长。

◆ 安全边际高，天然气发电助推工业用气应用放量

随着我国清洁能源使用率的提升，到2020年天然气在一次能源消费的比重将提高至10%以上。我们认为，广州使用天然气历史不长，其应用比例仍处于底部，而电厂的燃煤改燃气是电力发展的必然趋势。因此，在电力供应过剩的大背景下，电力结构的调整势在必行，转型后发电企业的天然气需求会成为公司的又一成长点。

◆ 电力板块业绩稳定，分布式能源站有序开展

我们认为，公司目前是燃气与电力双主业，2015年业绩贡献比例约为2:3，今年燃气业绩比重有望高于电力，随着未来广州燃气应用市场的增长，燃气将发挥更重要的作用。

◆ 投资建议

我们首次覆盖给予【买入】的投资评级，基于2016年289亿市值，目标价为10.61元。

◆ 风险提示

- 1) 宏观经济持续下滑，用电需求不振，造成电力板块业绩持续下滑；
- 2) 广州市城市燃气管网改造滞后；
- 3) 煤改气进度滞后，天然气需求增长低于预期；

王传晓 执业证书编号：S1100113050008
 研究员 8621-68416988
 wangchuanxiao@cczq.com

贾宁 执业证书编号：S1100115090001
 联系人 8621-68416988-232
 jianing@cczq.com

股价走势图



川财证券研究所

成都：
 交子大道177号中海国际B座17楼，
 610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

财务和估值数据摘要

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	19445.80	21116.65	24784.30	31081.87	39103.84
增速 (%)	16.94%	8.59%	17.37%	25.41%	25.81%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1224.12	1302.61	1321.71	1572.95	2049.05
增速 (%)	19.07%	6.41%	1.47%	19.01%	30.27%
总股本 (百万)	2726.20	2726.20	2726.20	2726.20	2726.20
EPS	0.449	0.478	0.485	0.577	0.752
PE	17.91	16.83	16.58	13.93	10.70

目 录

广州天然气发展缓慢，十三五将提速	5
天然气用气结构对比	5
气源成本降低，管道天然气需求将释放	6
火电厂以气代煤是大趋势，天然气需求将进一步释放	8
政策扶持给力，十三五期间将提速发展	12
电力业务收益稳定，售电公司是亮点	14
传统电力业务收益稳定	14
售电公司是亮点	15
估值分析与投资建议	16
公司大股东持股情况	16
业绩预测及估值分析	16
投资建议	19
风险提示	19

图表目录

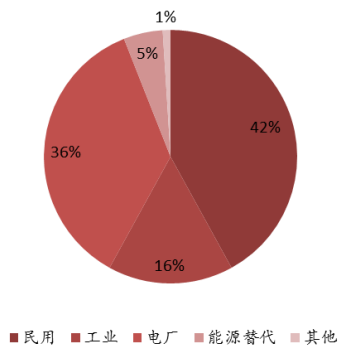
图 1:	上海市天然气用气结构占比	5
图 2:	重庆市天然气用气结构占比	5
图 3:	广州市天然气用气结构占比	5
图 4:	广州市 2010~2014 年居民用户用气情况	6
图 5:	广东省十三五规划城市燃气规划	6
图 6:	2012~2016Q1 我国天然气消费量	7
图 7:	不同燃料价格对比	7
图 8:	广州市天然气成本预测	8
图 9:	美国电力装机结构变化	9
图 10:	德国电力装机结构变化	10
图 11:	英国电力装机结构变化	10
图 12:	日本电力装机结构变化	10
图 13:	韩国电力装机结构变化	11
图 14:	中国电力装机结构变化	11
图 15:	广州市 2011~2015 年天然气供气总量	12
图 16:	广州市 2015~2020E 年天然气消费总量预测	13
图 17:	公司电力装机一览	14
图 18:	公司近五年电力板块营业收入	15
图 19:	公司近五年电力板块营业利润	15
图 20:	广州发展 3~8 月参与广东省售电交易情况	15
图 21:	2013~2018 年公司营业收入预测	16
图 22:	2013~2018 年公司净利润预测	16
图 24:	A 股相关天然气标的对比	18
图 25:	A 股相关电力标的对比	18

广州天然气发展缓慢，十三五将提速

天然气用气结构对比

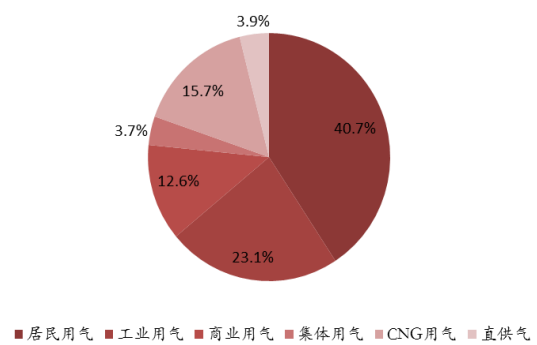
广州是我国经济发展水平领先的城市，但是其天然气的渗透率仍然很低，利用规模仅处在初步开发阶段，与一线城市身份不符，尤其是对比上海、重庆等城市存在较大差距。2015年广州天然气供气总量为16.8亿方，远低于上海的69.3亿方和重庆的80亿方。

图 1：上海市天然气用气结构占比



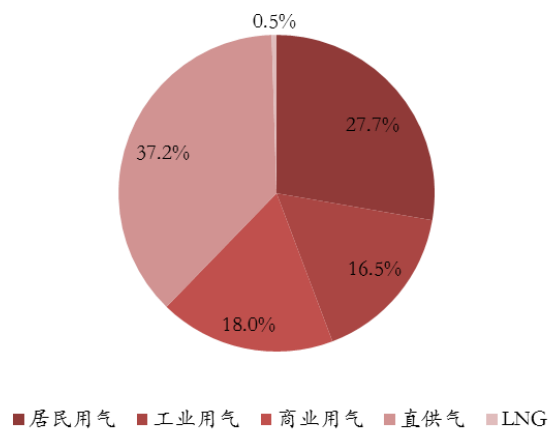
资料来源：公开资料，川财证券研究所

图 2：重庆市天然气用气结构占比



资料来源：重庆市经信委，川财证券研究所

图 3：广州市天然气用气结构占比



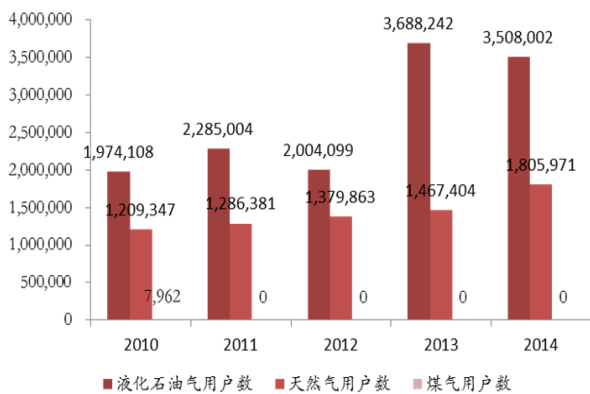
说明：广州市统计局，川财证券研究所

注：北京不作为参照对象主要基于长江以北的城市与长江以南的城市用气结构有很大不同，参照价值不大。

对比三地的天然气用气结构，我们发现，广州天然气的居民用气占比过低，仅为 27.7%，远低于上海和重庆的 40%左右的占比。居民用气占比低的主要原因是由于广州城市燃气管网覆盖率低造成的，我们从公开数据中发现，截止 2015 年，广州市已建配套管网总长度超过 5,000km，管道天然气用户总数 180 多万户，年销售天然气超过 16 亿方。但管道天然气普及率仍然不高，仅为 45.52%，液化石油气用户仍占有很大比重，甚至有一部分居民用户仍在用瓶装液化石油气。而上海、重庆的居民天然气普及率在 2015 年底都基本实现 100%。

我们认为，广州居民的天然气用户数有很大的增长空间，完善管道建设和旧网改造将是十三五期间的首要任务，据悉在广东省十三五规划中要求广州新建城市燃气高压管道 239km，占全省计划 42.8%，城市燃气中压管道 1000km，占全省计划 31.0%，改造旧管网 362km，占全省 40.1%。

图 4：广州市 2010~2014 年居民用户用气情况



资料来源：广州市统计局，川财证券研究所

图 5：广东省十三五规划城市燃气规划

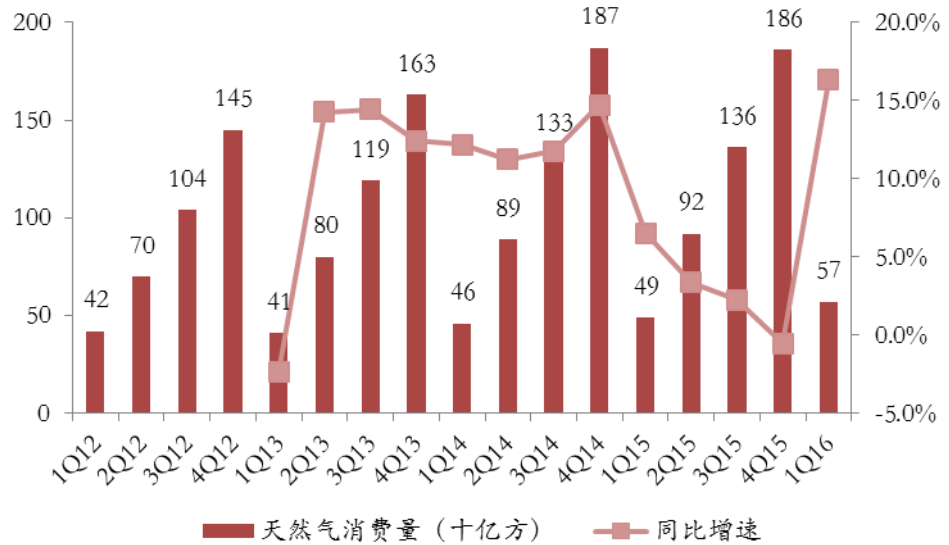
	高压管网 (km)	中压管网 (km)	改造旧管网 (km)
广东省	558	3222	902
广州市	239	1000	362
占比	42.8%	31.0%	40.1%

资料来源：广东省发改委，川财证券研究所

气源成本降低，管道天然气需求将释放

2016 年 Q1 我国天然气消费量为 570 亿方，同比增长 15.31%，同比增速创 2012 年以来的新高。我们认为，随着煤炭供给侧改革的持续发酵以及清洁能源使用率的提升（到 2020 年天然气在一次能源消费的比重提高至 10%以上），天然气价格下行有利于提升下游天然气消费企业的经济效益，有望带来下游产业需求的触底回升，尤其是天然气电厂的需求将出现大幅提升，从而推动天然气整体消费量的提升。

图 6: 2012~2016Q1 我国天然气消费量



说明: 国家统计局, 川财证券研究所

根据天然气的平均价格 2.40 元/方 (2015 年广州天然气平均分销价)、液化石油气 2450 元/吨 (2016 年 8 月 19 日广州价格)、秦皇岛动力煤 (5500 大卡) 平均 465 至 475 元/吨 (2016 年 8 月 17 日秦皇岛港离岸价) 的价格按单位热值计算, 天然气价格虽然仍高于煤炭的价格, 但已经低于液化石油气价格。(根据标煤的热值为 29,307kj/kg, 天然气的热值为 35,588kj/方, 液化石油气的热值为 45,220kj/kg, 因此 1 万方天然气约为 8.235 吨标准煤, 1 万方天然气约为 12.706 吨液化石油气)

图 7: 不同燃料价格对比

	天然气	液化石油气	标煤
热量	35,588kj/方	45,220kj/kg	29,307kj/kg
相同热值所需能源	10,000方	12.706吨	8.235吨
单位价格	2.40元/方	2450元/吨	465~475元/吨
等热值价格 (元)	24,000	31,129	4,874~4,978

说明: 川财证券研究所

公司天然气目前气源一部分来自于大鹏气, 年供约 5 亿方, 这部分照付不议成本为 1.5 元/方, 另一部分来自于西气东输二线, 随着 2015 年气价两次下调, 成本约在 2.44 元/方。随后公司在今年 5 月 7 日发布配气价格和分销价格的下调价格公告, 预计减少公司 2016 年度营业收入约 1500 万元。但展望未来, 我们认为, 气价的下调有助于天然气下游需求的释放, 需求的增加量将会覆盖此次分销价格下调带来

的影响。由于我国陆上进口气价整体上滞后于油价进行调整，目前终端用户的价格仍处于高位，并且由于其终端价格调整远小于门站价格调整，因此在气价的降价周期中公司燃气板块的毛利率将有望持续提升，随着需求的释放，营收会大幅增长，天然气的成本也会进一步降低。除此之外，2014年公司与新加坡沃德福签订谅解备忘录，2016年5月发布公告，将从2020年开始每年采购LNG 100万吨，约合13亿方，将大大缓解气源供给瓶颈，为下游需求的增长提供了保障，也有利于成本的继续下降。

图 8： 广州市天然气成本预测

	2014	2015	2016E	2017E
大鹏气价格 (元/方)	1.50	1.50	1.50	1.50
大鹏气气量 (亿方)	5	5	5	5
西气东输价格 (元/方)	2.76	2.76	2.44	2.24
西气东输气量 (亿方)	10	11.5	13	15
海上进口气价格 (元/方)	2.50	2.50	2.00	2.00
海上进口气气量 (亿方)	NA	3.5	7	13
预计综合成本 (元/方)	2.34	2.40	2.13	2.03

说明：公开资料，川财证券研究所

我们认为，随着天然气价格改革不断推进，天然气下游的需求也有了明显的回升。公司上半年主要生产经营数据公告显示，公司管道天然气销售 55,329 万方，同比增长 9.15%，其中居民用户销售 15,396 万方，同比增长 8.60%，工业用户销售 9,201 万方，同比增长 12.28%。我们认为，受益于气源成本的降低和气价的下降双重影响，公司全年天然气销售量将持续增长，带动公司的营收增长。

火电厂以气代煤是大趋势，天然气需求将进一步释放

从各国电力结构发展上看，作为可以提供稳定输出的火电，气电，核电，三种类型发电总和超过本国发电总量的 70%，其中火电相当于气电与核电的总和，但是总量仍然在 70%左右，也就是说，70%的稳定电源在未来电力结构中是必须的，结构调整无非是向着安全、清洁、高效的方向发展。

我们以美国、德国、英国、日本、韩国为例说明。

美国：在 1985 年以前美国每年新增的发电机组容量中，一直都是以燃煤的火电机组站为主力。但是在 1985 年以后，美国燃煤发电的发展急剧减少，而天然气发电开始崛起，到了 2000 年之后，天然气发电在新增的发电装机容量里占据了压倒性的优势，大幅增长，到 2013 年占比达到 26.9%。

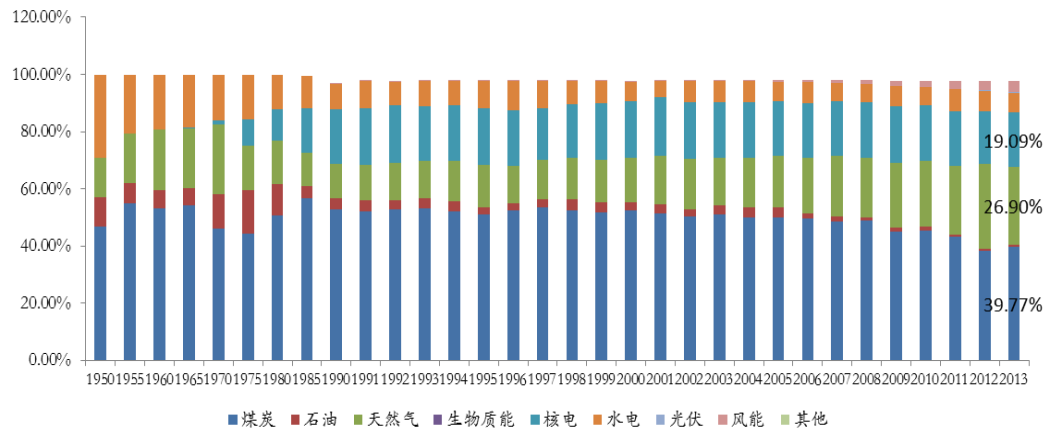
德国：1995 年以后，天然气发电在德国电力结构中的比重逐渐增大，以取代关停的火电机组，福岛事件后，德国政府借机宣布将于 2022 年关停国内所有核电，转而重点发展光伏和风电，核电占比逐年递减，燃煤电厂比例略有回升。

英国：1989~1990 年，英国出台了一系列控制污染的法案，解决燃煤导致的温室效应和酸雨问题。《1989 年控制煤烟污染法案》取消了家庭排放污染性烟尘的合法性，进一步加大对工商业建筑释放黑烟行为的打击力度；《1989 年污染控制(补充)法案》严格控制交通运输工具对环境的污染；《1989 年天然气法案》、《1990 年环境保护法案》，严格控制特定工业和其他场所的废物对大气、土壤、河流、湖泊及海洋的污染。从那开始，英国开始逐步关停煤电，转而发展天然气发电。按照政府计划，到 2025 年将彻底转入“后煤炭”时代。

日本：福岛事件后，日本核电机组基本关停，气电和火电迅速弥补了核电机组关停的电力缺口。

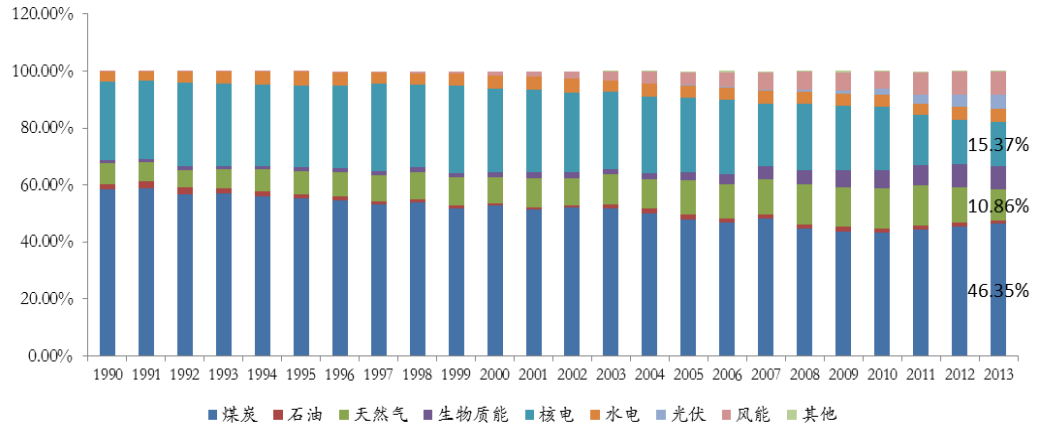
韩国：也是在福岛事件后，天然气发电取得突飞猛进发展，在全国电力结构装机中占比达到 26.7%。

图 9： 美国电力装机结构变化



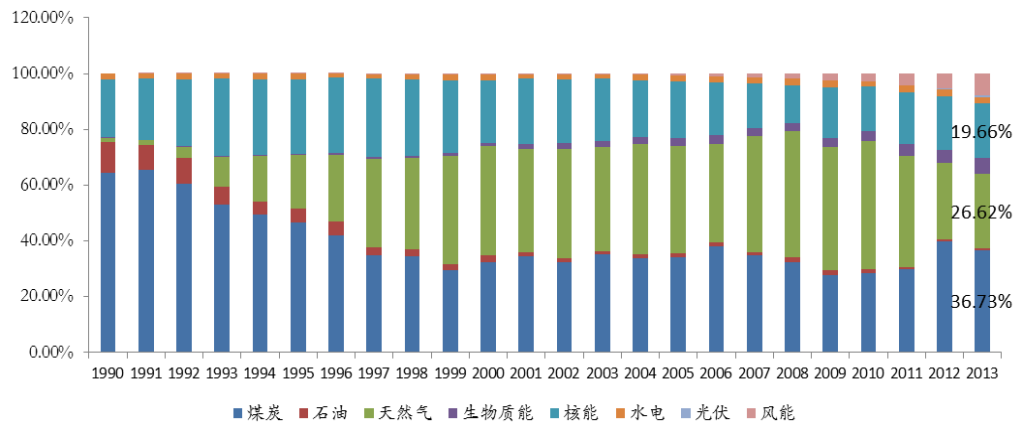
资料来源：IEA. 川财证券研究所

图 10: 德国电力装机结构变化



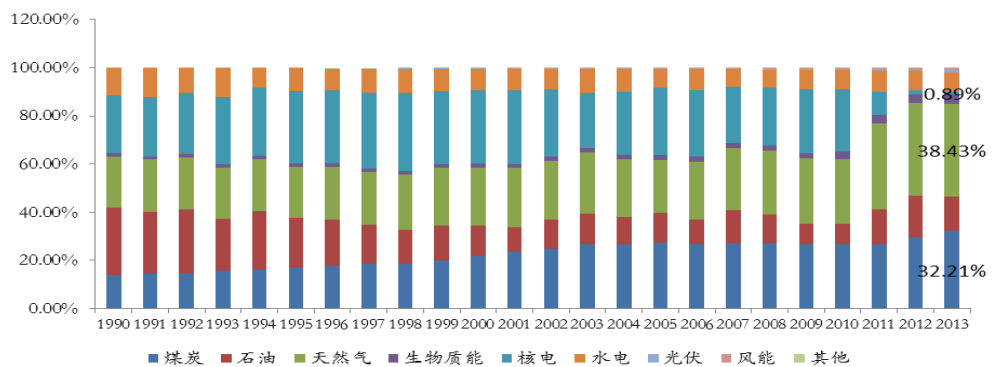
资料来源: IEA. 川财证券研究所

图 11: 英国电力装机结构变化



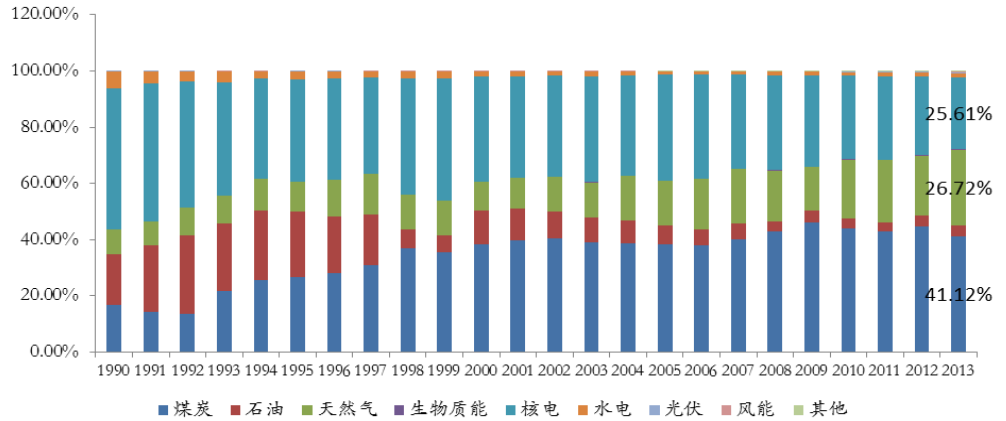
资料来源: IEA. 川财证券研究所

图 12: 日本电力装机结构变化



资料来源: IEA. 川财证券研究所

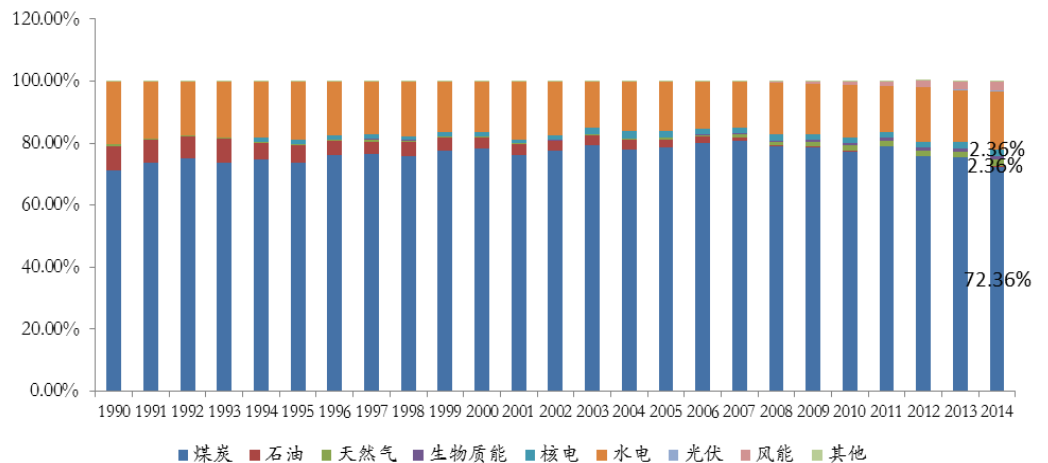
图 13: 韩国电力装机结构变化



资料来源: IEA. 川财证券研究所

反观中国, 三种类型发电总和同样超过本国发电总量的 70%, 但不同的是, 煤电比例过高, 几乎全是煤电。火电要分开来看, 超超临界机组的能耗低, 可以达到近零排放, 而 300MW 及以下的机组, 需要进行环保改造或关停。因此, 随着我国清洁能源使用率的提升, 计划到 2020 年天然气在一次能源消费的比重提高至 10% 以上, 我们认为, 电厂的燃煤改燃气是必然趋势。

图 14: 中国电力装机结构变化



资料来源: IEA. 川财证券研究所

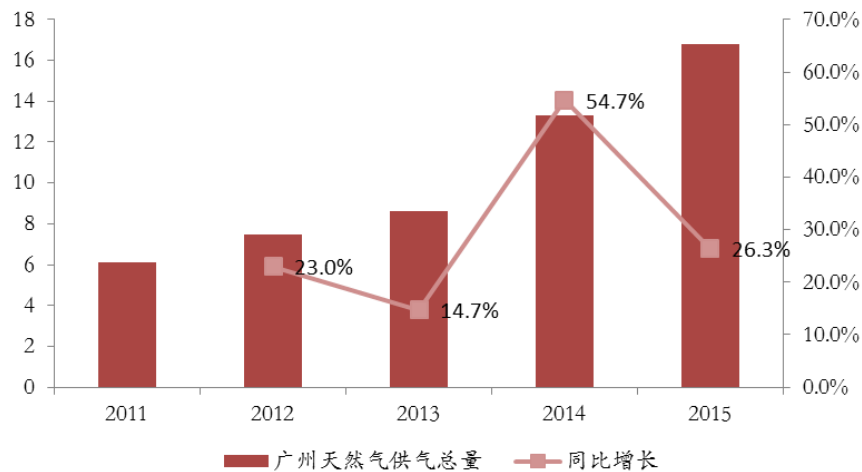
据广州市政府统计, 全市纳入燃煤热电联产机组改造的共有 14 台机组, 总装机容量约为 380 万 kW, 如果到 2020 年全部实现煤改气, 则新增天然气年消费量 25 亿

方。

政策扶持给力，十三五期间将提速发展

由于基数低，广州市天然气供气总量在近五年增长较快，尤其是广州市政府为进一步加快城市天然气的应用，市政府于 2014 年通过《广州市推进管道燃气三年发展计划工作方案》，计划在 2016 年天然气需求达到 50 亿方。政策的推出使得广州天然气的供气总量在近两年得到快速发展。如下图所示，2011~2015 年期间，天然气供气总量由 6 亿方增长到 16.8 亿方，年复合增长率为 29.3%。

图 15：广州市 2011~2015 年天然气供气总量



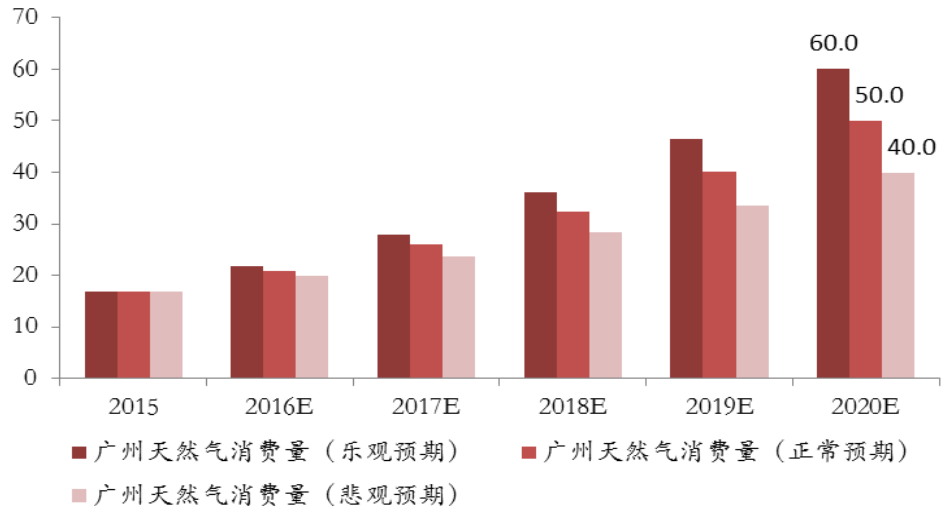
说明：广州市统计局，川财证券研究所

广州市十三五能源规划中提出：“到 2020 年，规划广州能源消费总量、煤炭消费量控制在国家、省确定的任务范围内，天然气年消费量力争达到 60 亿立方米，管道燃气覆盖率达到 80% 以上，太阳能分布式光伏发电总装机容量力争达到 200 万千瓦。重点发展煤炭高效清洁利用综合升级改造、天然气热电联产和分布式能源站、太阳能分布式光伏发电等项目。”

考虑到宏观经济和其他因素的影响，我们对广州市 2020 年的天然气消费总量做了三种预测，在悲观预期下，2014 年液化石油气销售量为 1,028,702 吨，到 2020 年，其中 30% 由天然气消费替代，则新增天然气年消费量达到 24.3 亿方，或者是到 2020 年完成市内全部 380 万 kW 的燃煤机组煤改气改造，则新增天然气年消费量达 25 亿方，二者完成其中任意一项，再加上原有 16 亿方的天然气消费量，到 2020 年，广州市天然气消费总量都将会达到 40 亿方，是 2015 年年消费量的 3 倍，年复合增

长率为 18.9%。

图 16: 广州市 2015~2020E 年天然气消费总量预测



说明: 川财证券研究所

公司隶属于广州市国资委，是广州市城市燃气高压管网建设和购销唯一主体，统筹全市高压管网建设和上游气源购销。拥有超过 80% 的广州天然气管网，同时也是主要的天然气供应商。公司于 2012 年收购广州燃气，天然气销售量从 2011 年的 6.1 亿方到 2015 年的 10.16 亿方（不含天然气发电）。广州燃气主要从事城市燃气管网及设施的建设和管理，燃气项目的投资、经营、设计、施工、监理和技术咨询，安装、维修、检测燃气用具，（燃气的）批发和零售，天然气加气。目前公司拥有燃气输配管网超过 4,174 公里；管道用户 153.33 万户（其中非居民用户 12,699 多户）；供气范围遍及广州中心城区和周边南沙、增城全部区域及花都、萝岗、番禺部分区域。

我们预计，今年公司天然气将稳步增长，随着今年广州市超算中心 4*4.3MW 和中新知识城 2*21MW 的分布式能源站项目投产，天然气年销售量将超过 12 亿方。考虑到处于项目前期的广药 3*15MW、明珠产业园 2*43MW 以及鳌头二期、花都项目、空港项目等 831MW 的分布式能源站项目的实施，预计到 2020 年将再新增 8 亿方的天然气年需求。

电力业务收益稳定，售电公司是亮点

传统电力业务收益稳定

公司的电力业务在 2015 年以前一直是收入利润主要来源，公司地处南网负荷中心，所属电厂的发电利用小时数一直在同区域内领先。公司为锁定电力业务收益，与山西同煤合作，涉足上游燃料供应环节，大大降低了煤炭价格波动对发电业绩的影响。今年上半年，公司合并口径燃煤电厂发电量为 69.99 亿 kWh，同比下降 9.55%；光伏发电量 0.0628 亿 kWh，同比增长 77.38%；惠东风电场全部投产，新增发电量 0.4934 亿 kWh。

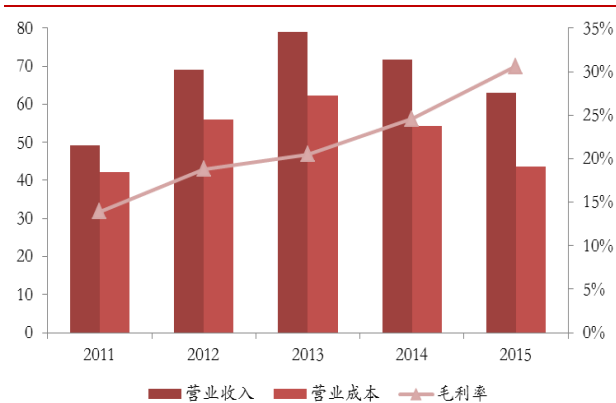
我们认为，在未来五年甚至更长的一段时期内，电力行业将会长期处于电力供应相对过剩阶段。考虑到环保等因素，预计未来公司电力装机容量的增长点在光伏、风电以及分布式天然气项目上，整个电力板块的盈利将趋于稳定。

图 17： 公司电力装机一览

发电公司	机组类型	装机容量 (万kW)	持股比例
广州珠江电力有限公司	火力发电	32+30	50%
广州东方电力有限公司	火力发电	2*30	75%
广州珠江天然气有限公司	燃气发电	2*39	70%
佛山恒益发电有限公司	火力发电	2*60	50%
广州中电荔新电力实业有限公司	热电联产	2*33	50%
深圳市广深沙角B电力有限公司	火力发电	2*35	35.23%
贵州粤黔电力有限公司	火力发电	4*60	16.50%
广东红海湾发电有限公司	火力发电	2*60+2*66	25%
国电都匀发电有限公司	火力发电	2*60	30%
广州发展鳌头分布式能源站投资管理有限公司	燃气发电	2*1.44	100%
广州发展新能源有限公司光伏发电项目	光伏发电	1.3	100%

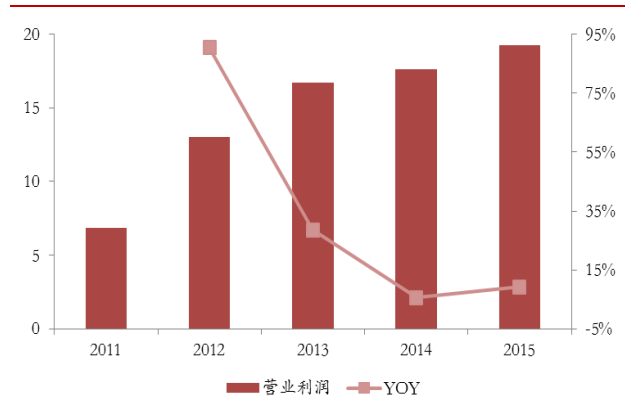
说明：公司公告，川财证券研究所

图 18: 公司近五年电力板块营业收入



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 公司近五年电力板块营业利润



资料来源: Wind, 川财证券研究所

售电公司是亮点

为拓展新的利润增长点, 公司牢牢抓住电改 2.0 的机遇, 提前布局售电业务, 投资成立全资子公司广州发展电力销售有限责任公司, 注册资本 22,000 万元, 主要经营范围包括: 以电力购买、销售业务为核心经营内容, 提供合同能源管理、综合节能、用电咨询等增值服务, 条件成熟时研究开展电力期货等金融服务产品。

广州发展电力销售有限责任公司已被广东省经信委列入具备电力销售资格的企业之一, 正紧跟售电侧改革步伐, 从 4 月份开始参与竞争性售电以来, 占比份额相对稳定, 基本维持在总成交电量的 1.7% 上下。参与竞争性售电以来, 预计售电公司的利润总额达 1255 万元, 预计全年售电利润超过 2000 万。

图 20: 广州发展 3~8 月参与广东省售电交易情况

	3月	4月	5月	6月	7月	8月
总成交量 (万kWh)	105000	145000	140000	186500	266000	355000
广州发展售电份额 (万kWh)	0	2468	2411	4306	3069.75	5908
占比	0.0%	1.7%	1.7%	2.3%	1.2%	1.7%
结算平均价 (分/kWh)	-12.56	-14.79	-13.33	-9.39	-5.89	-4.34
预计利润 (万元)	0	328.00	285.22	339.74	134.76	167.79

说明: 广东省电力交易中心, 川财证券研究所

估值分析与投资建议

公司大股东持股情况

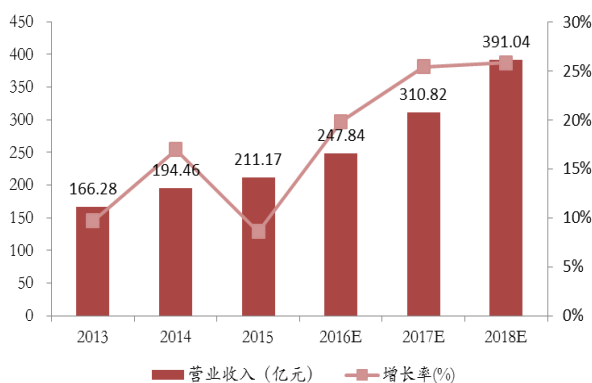
公司中报披露，控股股东为广州国资发展控股有限公司，持有公司 1,709,111,863 股，占总股本 62.69%。第二大股东为中国长江电力股份有限公司，占总股本 11.51%。2015 年 7 月 9 日，长江电力宣布拟从二级市场增持公司股份 2 亿股，并进一步加强与广州发展在华南区域能源领域的战略合作，目前仍在增持期。

业绩预测及估值分析

公司主要业务板块分为天然气、电力和能源物流三部分，由于能源物流业务毛利低，而燃气和电力业务占比超过 90%。2015 年以前，电力业务占比高于天然气，随着电力供应过剩和天然气需求的释放，我们预计从今年开始，天然气业务将为公司利润的增长做出主要贡献。我们看好广州发展未来长期的获利能力主要源于三大利好条件的同时出现，即：1、上游价格回落，天然气价格两次下调；2、下游需求释放，一季报显示，广州管道天然气销量强劲回暖；3、政策扶持，广州市燃气管网的投资占到广东省十三五管网燃气规划总投资的四成以上。

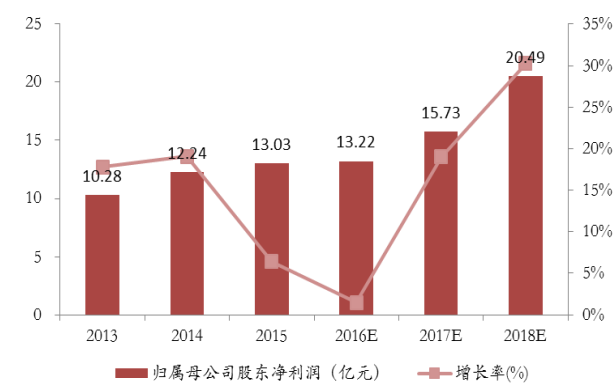
我们预计公司 2016~2018 年营收将依次达到 247.84、310.82、391.04 亿元，未来三年营收年复合成长 23.6%，预计净利润年增 1.47%、19.01%、30.27%。主要受惠于：1) 2015 年两次下调上游天然气门站价格，气源成本降低，下游燃气电厂和工商用户的盈利改善导致天然气需求回升。2) 广州市 300MW 及以下火电厂的煤改气趋势和十三五规划居民天然气管网普及率达到 75%以上。3) 电力业务收益稳定，售电和新能源提供新的利润增长点。

图 21: 2013~2018 年公司营业收入预测



资料来源：川财证券研究所

图 22: 2013~2018 年公司净利润预测



资料来源：川财证券研究所

图 23: 公司未来 3 年收入预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
电力业务							
营收 (亿元)	69.51	81.44	78.68	69.81	64.57	63.48	62.71
YoY	39.30%	17.16%	-3.39%	-11.27%	-7.50%	-1.70%	-1.20%
营收占比	46.50%	49.98%	41.05%	33.75%	26.05%	20.42%	16.04%
毛利润 (亿元)	12.89	16.78	17.95	19.70	18.19	17.60	17.58
YoY	85.00%	30.18%	6.98%	9.77%	-7.65%	-3.28%	-0.07%
毛利润占比	55.61%	62.66%	58.53%	66.27%	53.77%	45.30%	36.90%
毛利率	18.54%	20.60%	22.81%	28.22%	28.17%	27.72%	28.04%
燃气业务							
营收 (亿元)	24.37	30.16	36.76	32.57	39.80	53.87	76.98
YoY	551.60%	23.76%	21.88%	-11.40%	22.20%	35.34%	42.92%
营收占比	16.30%	18.51%	19.18%	15.74%	16.06%	17.33%	19.69%
毛利润 (亿元)	7.83	6.98	8.50	7.06	10.10	13.86	20.55
YoY	664.45%	-10.81%	21.83%	-16.91%	42.94%	37.29%	48.22%
毛利润占比	33.76%	26.07%	27.73%	23.76%	29.85%	35.69%	43.12%
毛利率	32.11%	23.14%	23.13%	21.69%	25.37%	25.74%	26.69%
燃料业务							
营收 (亿元)	54.94	50.72	75.63	103.89	142.85	192.85	250.70
YoY	1.31%	-7.68%	49.11%	37.37%	37.50%	35.00%	30.00%
营收占比	36.75%	31.13%	39.45%	50.22%	57.64%	62.04%	64.11%
毛利润 (亿元)	2.12	2.74	3.93	2.77	5.29	7.14	9.28
YoY	-28.38%	29.15%	43.31%	-29.33%	90.54%	35.00%	30.00%
毛利润占比	9.15%	10.23%	12.80%	9.33%	15.62%	18.37%	19.47%
毛利率	3.86%	5.40%	5.19%	2.67%	3.70%	3.70%	3.70%
其他业务							
营收 (亿元)	0.66	0.61	0.62	0.59	0.62	0.63	0.64
YoY	NA	-7.58%	1.64%	-4.84%	5.08%	1.61%	1.59%
营收占比	0.44%	0.37%	0.32%	0.29%	0.25%	0.20%	0.16%
毛利润 (亿元)	0.34	0.28	0.29	0.19	0.26	0.25	0.24
YoY	NA	-18.08%	2.30%	-33.66%	35.19%	-2.04%	-3.71%
毛利润占比	1.48%	1.05%	0.94%	0.64%	0.84%	0.65%	0.51%
毛利率	51.93%	46.03%	46.33%	32.30%	41.6%	40.1%	38.0%

资料来源: 川财证券研究所

考虑到公司天然气和电力两大支撑业务均为公用事业板块, 我们采用企业价值倍数的方法进行估值, 选取 A 股中对应天然气和电力两大板块的上市公司, 得出天然气与电力的平均倍数分别为 17.8x 和 10.2x, 按照 2015 年天然气与电力板块利润贡献比例分别为 24% 和 66%, 加权后得出公司倍数为 11.5x。

图 24: A 股相关天然气标的对比

证券代码	证券简称	股息率(近 12个月) %	总市值 (亿元)	EV/EBITDA
601139.SH	深圳燃气	1.07%	204.18	15.9x
600917.SH	重庆燃气	1.31%	177.70	24.9x
600635.SH	大众公用	0.94%	157.66	17.3x
600617.SH	国新能源	2.14%	122.53	17.2x
002267.SZ	陕天然气	1.89%	117.44	9.9x
600856.SH	中天能源	0.00%	117.06	33.5x
000669.SZ	金鸿能源	0.89%	82.28	14.6x
000421.SZ	南京公用	0.99%	58.12	9.0x
算术平均		1.15%	129.62	17.8x

说明: wind, 川财证券研究所

图 25: A 股相关电力标的对比

证券代码	证券简称	股息率(近 12个月) %	总市值 (亿元)	EV/EBITDA
600023.SH	浙能电力	5.04%	729.00	6.3x
600886.SH	国投电力	3.95%	480.45	8.0x
600236.SH	桂冠电力	4.14%	439.59	8.6x
000883.SZ	湖北能源	2.43%	311.71	13.3x
600642.SH	申能股份	3.31%	275.40	9.1x
000027.SZ	深圳能源	2.89%	274.74	11.3x
000539.SZ	粤电力A	4.38%	257.87	5.0x
600021.SH	上海电力	2.13%	250.99	8.4x
600578.SH	京能电力	4.58%	201.78	5.6x
000690.SZ	宝新能源	2.25%	193.22	15.8x
600863.SH	内蒙华电	1.89%	184.11	10.0x
600483.SH	福能股份	1.70%	182.65	9.3x
000600.SZ	建投能源	4.78%	168.77	6.2x
000543.SZ	皖能电力	3.94%	146.63	6.1x
000601.SZ	韶能股份	1.47%	110.00	14.8x
600744.SH	华银电力	0.00%	104.02	7.9x
600726.SH	华电能源	0.00%	97.05	11.1x
000958.SZ	东方能源	0.00%	88.62	10.1x
000875.SZ	吉电股份	0.00%	88.07	13.7x
000899.SZ	赣能股份	4.55%	85.86	8.7x
000767.SZ	漳泽电力	0.00%	83.39	7.5x
001896.SZ	豫能控股	0.00%	79.97	8.6x
600396.SH	金山股份	1.03%	78.64	8.8x
000531.SZ	穗恒运A	1.31%	78.58	13.6x
000966.SZ	长源电力	3.98%	72.37	4.8x
600509.SH	天富能源	2.71%	66.93	11.6x
600780.SH	通宝能源	0.00%	62.37	4.9x
600979.SH	广安爱众	0.00%	58.96	14.7x
000720.SZ	新能泰山	0.00%	58.28	13.2x
600995.SH	文山电力	0.69%	48.76	17.0x
000862.SZ	银星能源	0.00%	44.41	15.2x
600969.SH	郴电国际	0.50%	40.31	13.0x
000692.SZ	惠天热电	0.00%	31.12	14.6x
算术平均		1.93%	165.90	10.2x

说明: wind, 川财证券研究所

投资建议

考虑到公司 2016 年天然气利润贡献将开始超过电力业务，我们给予公司 2016 年 EV/EBITDA 为 12.5x，预计 2016 年对应公司总市值将为 289 亿，对应股价 10.61 元。首次覆盖给予【买入】的投资评级。

风险提示

- 1、宏观经济持续下滑，用电需求不振，造成公司电力板块业绩持续下滑；
- 2、广州市城市燃气管网改造滞后；
- 3、煤改气进度滞后，影响天然气需求放量增长；

报表预测

利润表 (人民币, 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	19445.80	21116.65	24784.30	31081.87	39103.84
减: 营业成本	16182.99	17772.29	21400.86	27197.07	34338.59
营业税金及附加	132.51	154.96	170.06	213.28	268.32
营业费用	274.13	266.78	260.24	279.74	273.73
管理费用	552.01	540.95	545.25	543.93	539.63
财务费用	680.88	569.17	545.25	559.47	547.45
资产减值损失	62.89	35.82	33.79	44.17	37.92
加: 投资收益	586.39	519.88	491.32	533.91	560.85
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2146.78	2296.56	2320.16	2778.11	3659.04
加: 其他非经营损益	35.30	88.21	134.14	138.20	142.68
利润总额	2182.08	2384.77	2454.30	2916.31	3801.72
减: 所得税	475.42	546.58	589.16	696.64	910.18
净利润	1706.66	1838.19	1865.14	2219.67	2891.53
减: 少数股东损益	482.54	535.58	543.43	646.72	842.48
归属母公司股东净利润	1224.12	1302.61	1321.71	1572.95	2049.05

资产负债表 (人民币, 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	4467.61	4665.92	5374.52	5909.54	7610.53
应收和预付款项	1597.75	2736.29	1804.16	3883.06	3334.06
存货	1257.94	1266.17	1504.72	2107.81	2513.18
其他流动资产	111.05	163.49	163.49	163.49	163.49
长期股权投资	6714.66	6676.71	6722.99	6704.78	6701.49
投资性房地产	486.38	470.75	483.72	480.28	478.25
固定资产和在建工程	17663.73	17210.07	18103.76	17728.19	17904.32
无形资产和开发支出	560.65	811.57	713.84	616.10	518.36
其他非流动资产	919.40	860.31	932.29	933.26	908.62
资产总计	33779.16	34861.27	35803.48	38526.51	40132.30
短期借款	347.76	555.87	555.87	555.87	555.87
应付和预收款项	4103.73	5043.00	5049.84	7227.95	7752.72
长期借款	10416.74	8171.84	8171.84	8171.84	8171.84
其他负债	1537.33	2705.92	2705.92	2705.92	2705.92
负债合计	16405.55	16476.63	16483.47	18661.58	19186.35
股本	2726.20	2726.20	2726.20	2726.20	2726.20
资本公积	3825.73	3825.97	3397.49	2319.30	1285.93
留存收益	7348.21	8195.25	9015.68	9992.06	11263.98
归属母公司股东权益	13900.13	14747.42	15139.37	15037.56	15276.10
少数股东权益	3473.47	3637.22	4180.65	4827.37	5669.85
股东权益合计	17373.60	18384.64	19320.02	19864.93	20945.95
负债和股东权益合计	33779.15	34861.27	35803.48	38526.51	40132.30

现金流量表 (人民币, 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	3916.82	3758.35	3229.08	2391.36	4244.35
投资性现金净流量	-502.83	-650.51	-1090.83	-886.51	-876.99
筹资性现金净流量	-3248.63	-2097.33	-1429.65	-969.84	-1666.36
现金流量净额	165.40	1010.71	708.60	535.01	1700.99

财务分析和估值指标	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
盈利能力					
毛利率	16.78%	15.84%	13.65%	12.50%	12.19%
销售净利率	8.78%	8.70%	7.53%	7.14%	7.39%
ROE	8.81%	8.83%	8.73%	10.46%	13.41%
ROA	6.46%	6.84%	6.85%	7.57%	9.47%
ROIC	6.89%	7.59%	7.92%	9.41%	12.35%
成长能力					
销售收入增长率	16.94%	8.59%	17.37%	25.41%	25.81%
净利润增长率	16.16%	7.71%	1.47%	19.01%	30.27%
资本结构					
资产负债率	48.57%	47.26%	46.04%	48.44%	47.81%
流动比率	1.37	1.13	1.13	1.21	1.30
速动比率	1.11	0.95	0.92	0.98	1.04
经营效率					
总资产周转率	0.58	0.61	0.69	0.81	0.97
存货周转率	12.86	14.04	14.22	12.90	13.66
业绩和估值					
EPS	0.449	0.478	0.485	0.577	0.752
BPS	5.099	5.410	5.553	5.516	5.603
PE	17.91	16.83	16.58	13.93	10.70
PB	1.58	1.49	1.45	1.46	1.43

分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级:

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入: 20%以上;

增持: 5%-20%;

中性: -5%-5%;

减持: -5%以下。

行业投资评级:

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配: 高于 5%;

标配: 介于-5%到 5%;

低配: 低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000