

天富能源 (600509) \公用事业

—借助固定资产投资提速，布局互联网+综合能源服务

投资要点:

➤ 公司拥有石河子地区电力、天然气和热力销售垄断优势

公司拥有石河子电网，是以火电为主，水电、光伏发电、垃圾焚烧发电并举，发、供、调一体化的综合性能源上市公司。公司拥有石河子管道燃气业务的独家经营特许权，天然气管网覆盖全市，承担着城市居民用天然气的供应，以及车用气和工业用气供应。供热业务方面，公司已基本整合石河子市区的供热市场。

➤ 新疆及石河子地区固定资产投资提速，有望助推能源销量

根据十三五规划，新疆地区全社会固定资产投资年均增长12%。根据石河子政府工作报告，十三五期间，石河子固定资产投资年均增长10%。另外，2017年，新疆固定资产投资计划1.5万亿以上，同比增长50%。石河子固定资产投资计划540亿，同比增长143%。固定资产投资以及经济发展提速，有望拉动公司收入的大幅增长。2017年一季度，公司实现收入10.27亿元，同比增长17.1%，实现归母净利润1.34亿元，同比增长69.79%。

➤ 背靠集团，打造互联网+综合能源服务

控股股东天富集团将打造“521511”工程。“15”即销售收入150亿、利润10亿元。按照规划，十三五期末，公司净利润有望实现超过100%增长。十三五期间，公司将建立互联网+综合能源服务新模式，打造新型电、热、气一体化智能互动服务平台。

➤ 首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

考虑到定增摊薄等因素，我们预计2017年~2019年，EPS分别为0.63元、0.61元和0.67元，分别对应12.26倍、12.77倍和11.64倍PE，考虑到新疆和石河子地区固定资产投资提速，公司拥有石河子电网、天然气和热力销售垄断优势，有望充分受益，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

➤ 风险提示

固定资产投资不及预期，公司业务增长不及预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,483.97	3,636.04	4,278.24	4,680.20	5,128.93
增长率(%)	-2.11%	4.36%	17.66%	9.40%	9.59%
EBITDA(百万元)	1,165.50	1,382.79	2,051.15	2,305.98	2,622.20
净利润(百万元)	312.47	312.62	574.87	551.66	605.41
增长率(%)	-10.01%	0.05%	83.89%	-4.04%	9.74%
EPS(元/股)	0.35	0.35	0.63	0.61	0.67
市盈率(P/E)	22.55	22.54	12.26	12.77	11.64
市净率(P/B)	1.52	1.48	1.41	0.93	0.90
EV/EBITDA	10.80	10.19	7.91	8.44	7.87

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议:

强烈推荐

首次覆盖

当前价格:

7.78元

目标价格:

10元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	906/906
流通A股市值(百万元)	7,046
每股净资产(元)	5.40
资产负债率(%)	74.74
一年内最高/最低(元)	9.77/7.00

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号: S0590513090001

电话: 0510-85605730

邮箱: mabd@glsc.com.cn

顾泉 联系人

电话: 0510-82833217

邮箱: guquan@glsc.com.cn

虞栋

电话: 0510-82835080

邮箱: yudong@glsc.com.cn

相关报告

1. 公司介绍

1.1. 公司基本情况

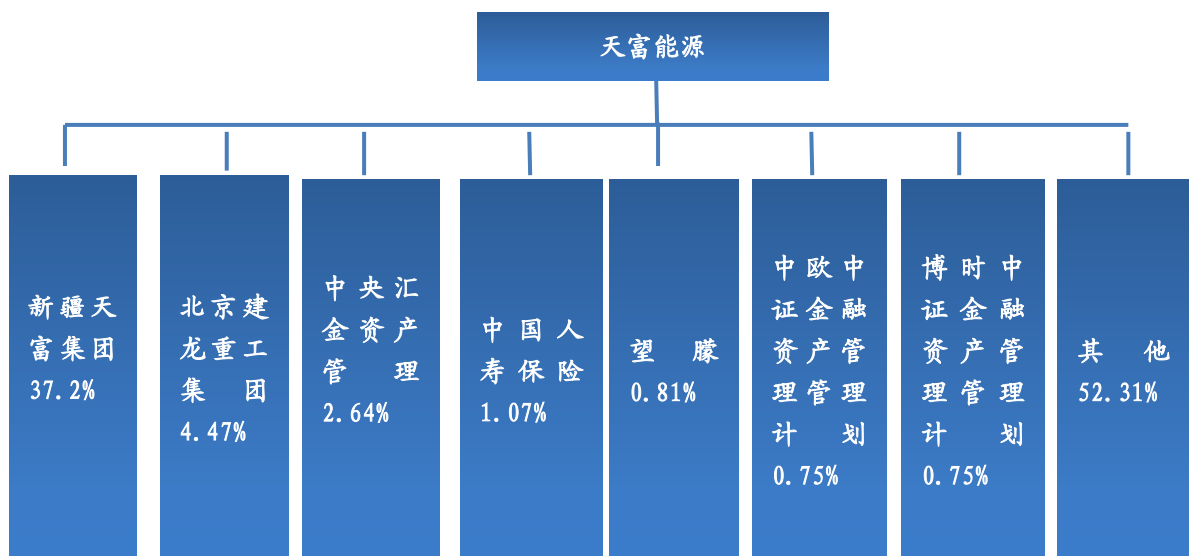
公司于 1999 年 3 月成立，2002 年 2 月 28 日在上交所发行上市。公司是西北地区唯一一家热电联产模式，以火电为主，水电、光伏发电、垃圾焚烧发电并举，发、供、调一体化的综合性能源上市公司，主要从事电力与热力生产、供应和天然气供应，以及建筑施工等业务。

公司主营业务经营模式发供电业务、天然气和热力销售等。公司拥有 1853 兆瓦电源装机，其中火电装机 1670 兆瓦，水电装机 131 兆瓦，光伏装机 40 兆瓦，垃圾发电装机 12 兆瓦，在建火电装机 1320 兆瓦。公司拥有新疆兵团第八师石河子市地区电网独家经营权，拥有独立的供电营业区域、独立的区域电网以及完善的输配电体系，独立于国家电网公司运营。供热业务方面，公司已基本整合石河子市区的供热市场，依托“热电联产”的生产方式实现了全城市的集中供热。

天然气业务方面，公司拥有石河子管道燃气业务的独家经营特许权，天然气管网覆盖全市，承担着城市居民用天然气的供应，以及车用气和工业用气供应。公司通过新建及收购等手段，进一步扩大了在新疆其他区域内的加气站布局。目前，公司在疆内有 31 座加气站。石河子区外，公司已在沙湾县、奎屯市、博乐市、伊犁地区拥有多座加气站，随着自治区“气化新疆”工程及兵团“师市合一”的城镇化发展战略的推进，公司天然气业务有望获得加快发展。

新疆天富集团持有公司 37.2% 的股权，是公司的控股股东。新疆建设兵团第八师国资委持有天富集团 77.02% 的股权，国资公司（八师国资委 100% 控股）持有 22.98% 的股权。公司的最终实际控制人为新疆建设兵团第八师国资委。

图表 1：公司股权结构



来源：Wind，国联证券研究所

1.2. 公司的主营业务结构

公司的主营业务主要包括电力、天然气和热力销售。

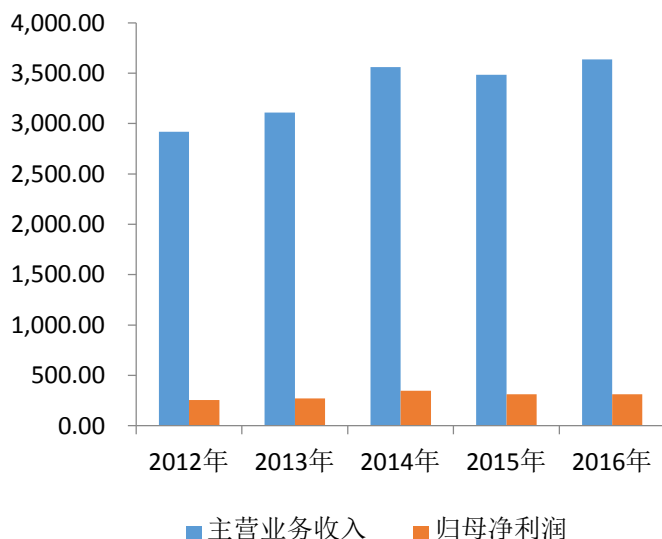
公司的主营业务收入从 2012 年的 29.18 亿元增长到 2016 年的 36.36 亿元，年均增幅 4.92%，主要由于电力、天然气和热力业务的增长。公司归母净利润从 2012 年的 2.57 亿元增长到 2016 年的 3.13 亿元，年均增幅 4.36%。

公司最主要的收入来源为电力和天然气。2012 年以来，公司电力业务收入从 20.96 亿元增长到 27.74 亿元，年均增幅 6.47%。2012 年以来，公司的天然气业务收入从 8824 万元增长到 2.6 亿元，年均增幅 38.93%，占比从 3.02% 提升到 7.16%，主要由于公司大力拓展石河子和疆内其他地区的天然气业务。公司供热业务也获得增长。2012 年以来，供热业务收入从 3.16 亿元增长到 4.17 亿元，年均增长 6.39%。

近年来，公司的毛利率不断提升，从 2012 年的 25.81% 提升至 31.24%，但由于公司财务费用率的提升（从 2012 年的 6.27% 提升至 2016 年的 10.66%），公司净利率先升后降，总体维持平稳。2014 年以来，电力业务的毛利率有所提升，主要由于煤炭价格的下滑以及售电量中自发电量占比的提升。天然气毛利率水平总体呈现下降水平，从 2012 年的 47.31% 下降至 2016 年的 42.83%。

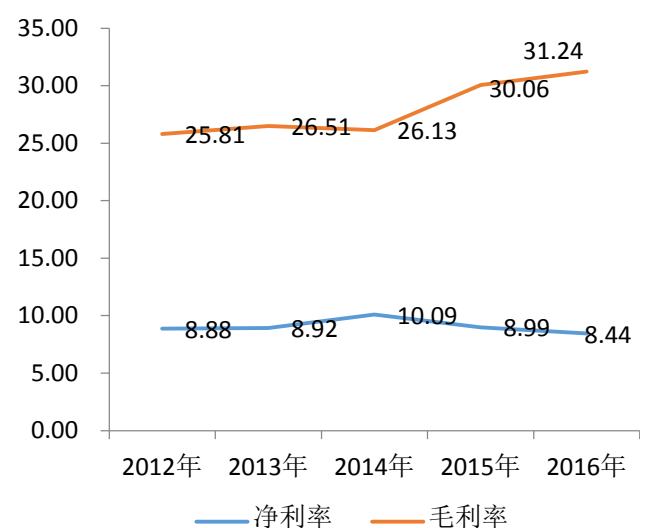
从毛利贡献度来看，电力业务毛利贡献度最大。随着天然气业务的不断开展，天然气业务的毛利贡献度不断提升。2016 年，电力业务和天然气业务的毛利贡献度分别为 76.3% 和 7.16%。

图表 2：各年度主营业务收入情况（单位：百万）



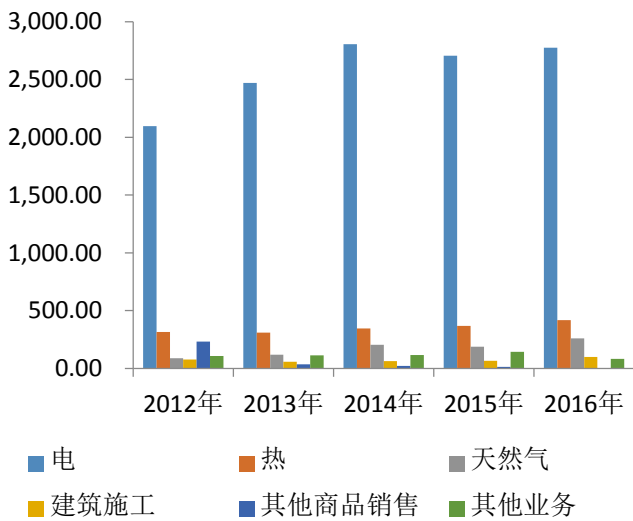
来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：各年度主营业务的毛利率和净利率变动



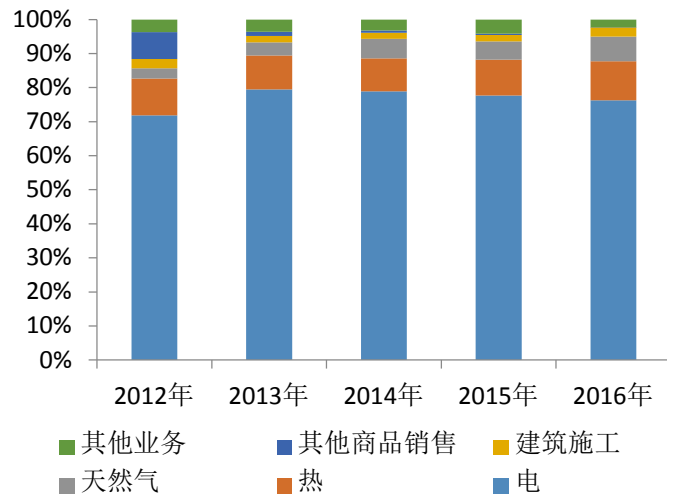
来源：Wind，国联证券研究所

图表 4: 公司主营业务收入分类情况 (单位: 百万)



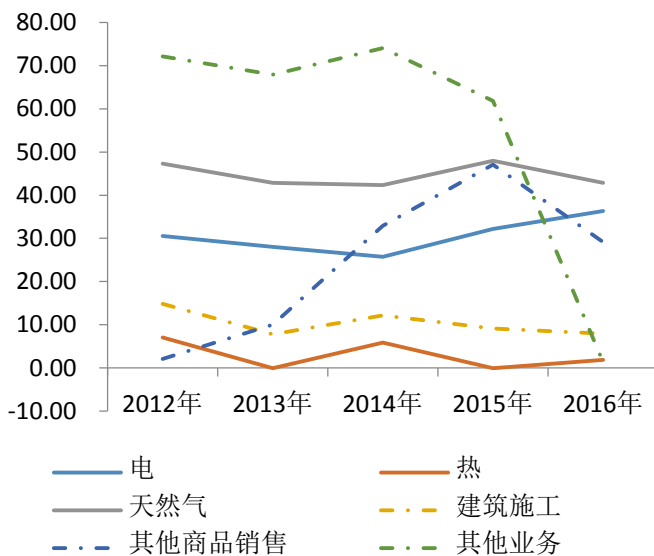
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 近年来公司主营业务收入构成



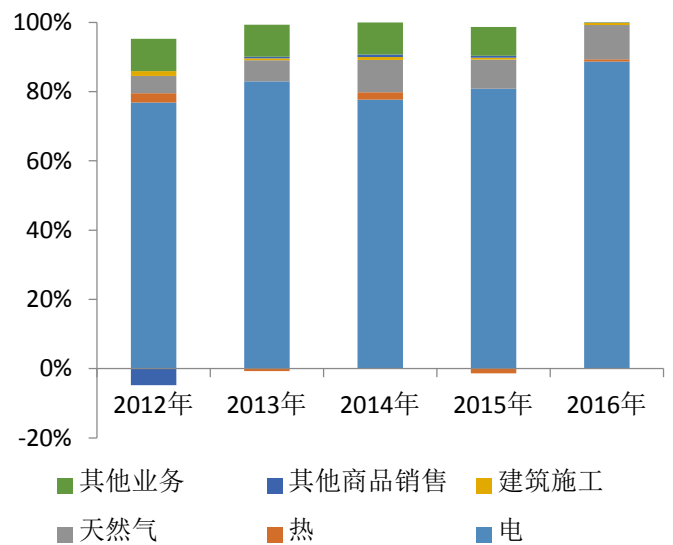
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 近年来公司毛利率变化情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 各年度细分业务毛利贡献度



来源: Wind, 国联证券研究所

2. 新疆十三五规划以及一带一路建设拉动固定资产投资

2.1 自治区十三五规划, 固定资产投资年均增长不低于 10%

根据《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》,“十三五”期间,地区生产总值年均增长 7%左右,2020 年地区生产总值达到 13078 亿元;工业增加值年均增长 8%左右;全社会固定资产投资年均增长 12%;一般公共预算收入年均增长 6.5%以上;社会消费品零售总额年均增长 10%;外贸进出口总额年均增长 8%;价格总水平保持基本稳定;户籍人口城镇化率达到 45%;城镇居民人均可支配收入年均增长 8%,农村居民人均纯收入年均增长 8%,均基本达到全国平均水平。

另外,根据《新疆生产建设兵团国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》,2020年,兵团实现生产总值3030亿元,年均增长9%,全社会固定资产投资6779.9亿元,年均增长10%,社会消费品零售总额实现930亿元,年均增长11%,外贸进出口总额实现137亿元,年均增长6%。

根据《新疆2017年政府工作报告》,2017年将完成全社会固定资产投资1.5万亿元以上,同比增50%。其中,公路建设投资2000亿元、铁路建设投资347亿元、机场建设投资143.5亿元、网络信息化建设投资100亿元以上、水利建设投资360亿元、“电化新疆”建设投资1810亿元以上。2017年1~5月,新疆兵团固定资产投资达(不含农户)500.8亿元,同比增长20.3%。其中,国有控股投资304.69亿元,增长26.2%;民间投资193.97亿元,增长15.9%。

图表8:《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》

指标		2015年	2020年	年均增长(%)	属性		
		预计		[累计]			
经济发展	1.地区生产总值(亿元)	9324.8	13078	7左右	预期性		
	2.工业增加值(亿元)	2690	3952	8左右	预期性		
	3.全社会固定资产投资(亿元)	10729	18908	12	预期性		
	4.一般公共预算收入(亿元)	1331	1824	6.5以上	预期性		
	5.社会消费品零售总额(亿元)	2606	4197	10	预期性		
	6.外贸进出口总额(亿美元)	196.8	289	8	预期性		
	7.城镇化率	常住人口城镇化率(%)	48	58	[10]	预期性	
		户籍人口城镇化率(%)	38.3	45	[6.7]	预期性	
	8.服务业增加值比重(%)	45.2	48.5	[3.3]	预期性		
	9.城镇居民人均可支配收入(元)	26274.7	38606	8	预期性		
10.农村居民人均可支配收入(元)	8850	13004	8	预期性			
创新驱动	11.两化融合发展指数(%)	58	68	[10]	预期性		
	12.科技进步贡献率(%)	50	60	[10]	预期性		
	13.每万人发明专利拥有量(件)	1.32	2.5以上	[1.18以上]	预期性		
	14.互联网普及率	固定宽带用户普及率(%)	13.8	19	[5.2]	预期性	
		移动互联网用户普及率(%)	65.4	95.5	[30.1]	预期性	
	15.人口自然增长率(‰)	11	11.6	11.6	约束性		
	16.城镇登记失业率(%)	4以内	4.5以内	4.5以内	约束性		
民生福祉	17.城镇新增就业人数(万人)	—	—	[220以上]	预期性		
	18.九年义务教育巩固率(%)	93	95	[2]	约束性		
	19.高中阶段毛入学率(%)	88	90	[2]	约束性		
	20.劳动年龄人口平均受教育年限(年)	9	11	[2]	约束性		
	21.基本养老保险参保率(%)	城镇保障性住房(万套)	95	95以上	—	约束性	
		城镇棚户区住房改造(万套)	[151.5]	[99]	—	约束性	
	22.城乡住房	农村安居富民工程(万户)	[64.66]	[96.06]	—	约束性	
		农村贫困人口脱贫人数(万人)	[150]	[135.66]	—	约束性	
	23.农村贫困人口脱贫人数(万人)	—	—	[261]	约束性		
	资源环境	24.耕地保有量(万公顷)	412	412	—	约束性	
25.新增建设用地规模(万亩)		[276]	[352]	—	约束性		
26.农业灌溉水有效利用系数		0.52	0.57	[0.05]	约束性		
27.万元GDP用水量下降(%)		森林覆盖率(%)	—	—	[33]	约束性	
		森林蓄积量(亿立方米)	4.7	5.6	[0.9]	约束性	
28.森林发展		3.67	4.08	[0.41]	约束性		
29.万元生产总值能耗降低(%)		[-1.88]	控制在国家下达指标内	—	约束性		
30.单位生产总值二氧化碳排放降低(%)		化学需氧量	[-13.4]	控制在国家下达指标内	—	约束性	
		氨氮	[2.6]	控制在国家下达指标内	—	约束性	
31.主要污染物排放总量降低(%)		二氧化硫	[2.2]	控制在国家下达指标内	—	约束性	
		氮氧化物	[14.8]	控制在国家下达指标内	—	约束性	
32.非化石能源占一次能源消费比重(%)		细颗粒物(PM2.5)未达标地级及以上城市年均浓度下降	[15.25]	控制在国家下达指标内	—	约束性	
		33.空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比率(%)	7.5	15	[7.5]	预期性
			—	—	控制在国家下达指标内	—	约束性
34.地表水质	达到或好于Ⅲ类水体比例(%)	—	控制在国家下达指标内	—	约束性		
	劣Ⅴ类水体比例(%)	90.5	91以上	—	约束性		
		4.99	3.46	—	约束性		

注:1、带[]为五年累计数。2、预期性指标是政府期望的发展目标,主要依靠市场主体的自主行为实现。政府要创造良好的宏观环境、制度环境、市场环境,并适时调整宏观调控的方向和力度,综合运用各种政策引导社会资源配置,努力争取实现。约束性指标是在预期性基础上进一步明确并强化了政府责任的指标,是政府在公共服务和涉及公共利益领域提出的工作要求。政府要通过合理配置公共资源和有效利用行政力量,确保实现。

来源:《新疆十三五规划纲要》,国联证券研究所

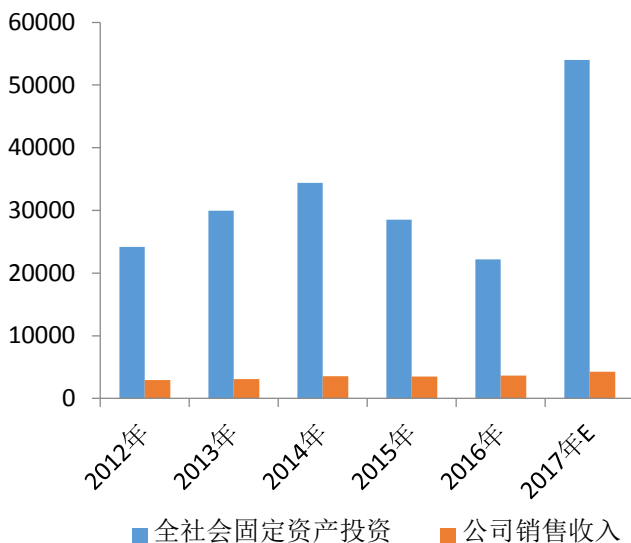
2.2 根据石河子政府工作报告，固定资产投资年均增长 10%

根据《石河子 2017 年政府工作报告》，到 2021 年，生产总值达到 600 亿元，年均增长 10%。累计实现全社会固定资产投资 2100 亿元，年均增长 10%。全口径财政收入 94.1 亿元，年均增长 5%；公共财政预算收入 49.6 亿元，年均增长 5%。人口达到 50 万。2017 年主要预期目标为生产总值 365 亿元，增长 9%。其中，一产 12 亿元，增长 8%；二产 205 亿元，增长 9%；三产 148 亿元，增长 14%。全口径财政收入 74 亿元，公共财政预算收入 39 亿元。城镇常住居民人均可支配收入增长 9%，连队常住居民人均可支配收入增长 10%，农民人均纯收入增长 9%。

根据规划，“十三五”末，石河子市全口径财政收入实现 98.1 亿元，年均增长 9%，公共预算财政收入年均增长实现 59.3 亿元，年均增长 10% 亿元。

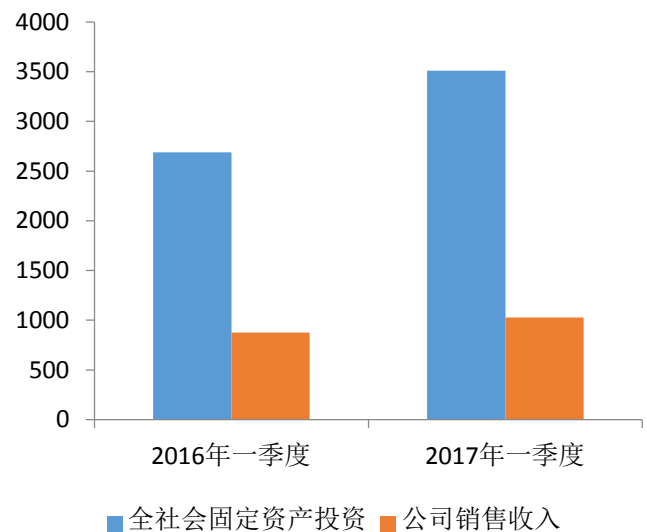
2016 年，石河子地区全社会固定资产投资约 222 亿元。2017 年，八师石河子市全社会固定资产投资计划 540 亿元，同比增长 143.24%。其中，一产计划 50 亿元，项目 129 个，二产计划 210 亿元，项目 133 个，三产计划 280 亿元，项目 220 个。2017 年一季度，八师石河子市实现生产总值 75.5 亿元，同比增长 11%，完成固定资产投资 35.1 亿元，同比增长 30.6%。二季度逐渐进入项目建设高峰期，工农业生产也进入旺季，计划实现生产总值 91 亿元，完成固定资产投资 93 亿元。

图表 9：石河子固定资产投资与公司销售收入(百万)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：石河子固定资产投资与公司销售收入(百)



来源：Wind，国联证券研究所

2.3 借助丝绸之路核心区和试验区建设机遇，加大基础设施建设和招商引资

2016 年底，新疆维吾尔自治区人民政府和科技部组织召开丝绸之路经济带创新驱动发展试验区建设论证会，首次将乌鲁木齐、昌吉、石河子三地及所辖五个高新技术产业开发区、经济技术开发区、农业科技园区纳入试验区。十三五期间，石河子市将加快公路、铁路、民航和信息网络建设，形成航空、铁路、公路融通互动的立体交通大枢纽体系，建设自由贸易试验区、陆港、空港、中欧班列运行中心、保税物流中心和进出口基地等。按照规划，石河子将全力打造天山北坡中心城市和乌鲁木齐副中心城市。

借助丝绸之路经济带核心区和丝绸之路经济带创新驱动试验区建设机遇，强力推进“大规划、大枢纽、大物流、大招商、大产业、大发展、大都市”建设，石河子有望建设成为丝绸之路经济带枢纽城市、铁陆空互动交融物流港、国际物流集散中心以及向西开放的桥头堡。

2017年2月，八师石河子市出台了《八师石河子市招商引资优惠政策（试行）办法》，重点鼓励化工、信息技术、航空制造、创新创业、总部经济、绿色经济等8个大类产业发展，对招商引资项目在各个方面予以支持。

《办法》重点鼓励发展的产业包括：化工、有色金属冶炼和压延加工、电力能源、纺织服装、农副产品深加工、装备制造、汽车制造、新型建材等传统产业链延伸和转型升级；信息技术、高端装备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创业、生命健康等战略性新兴产业集聚发展；航空制造业、运营业、服务保障业及关联产业等航空产业发展临空经济；创新创业、创建国家重点实验室、重大科技创新平台，推动科技成果转化和技术创新，建设文化科教中心；发展总部经济、股权企业、商贸物流、互联网金融及服务、电子商务、会议展览等新业态和旅游、文化等三产服务业发展；充分利用山河、林地、田园等自然禀赋功能，大力发展绿色经济、低碳经济、循环经济和观光产业。

《办法》中的优惠政策方面包括：奖励政策；水、电、汽政策；创新创业政策；总部经济发展政策；股权投资类企业发展政策；投资与融资政策；外向型经济发展政策及其他政策。对重点鼓励类招商引资企业建立绿色通道，项目审批实行“联审联办”制度，并实行“一站式”服务，对权属范围内涉及的各项手续优先办理，对涉及国家、自治区和兵团各项手续的，由相关部门协助办理。建立招商引资联席会议制度。根据招商引资项目洽谈及建设情况，适时邀请商务局（招商局）、发改委、规划局、国土资源局、经委（工业局）、交通局、环保局、财政局等相关部门和单位举行联席会议，及时协调解决招商引资发展中遇到的困难和问题。

2017年3月10日，新疆生产建设兵团第八师石河子市“抓好创新驱动，融入一带一路”发布会召开。当日，该市与来自全国各地的企业家、金融机构等单位举行项目签约仪式，拟签约项目24个，总投资金额达240亿元，项目涉及金融合作、股权投资、纺织服装、精细化工、农产品加工、及文化旅游等一、二、三产领域。

新疆及石河子地区固定资产投资提速，有望带动公司电力、天然气以及热力业务增长。

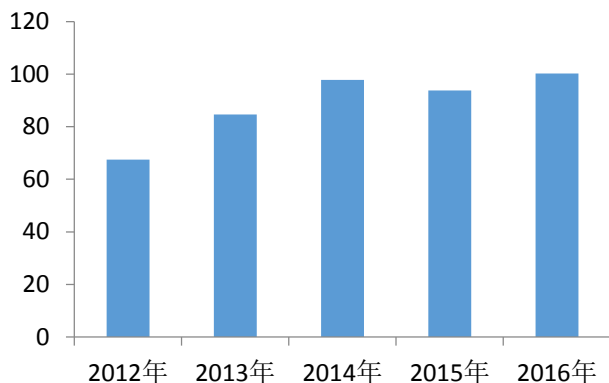
3. 石河子电力燃气热力独家供应商

3.1 公司拥有石河子电网独家经营权

公司在石河子地区的电力经营长达50年以上，为新疆兵团第八师石河子市地区电力独家供应商。公司为西北地区唯一一家集热电联产，火电、水电、光伏发电、垃圾焚烧发电于一身，发、供、调一体化的上市公司，拥有独立的供电营业区域及独立的区域电网，供电营业区面积约7000平方公里。目前，公司在石河子地区已拥有由220KV、110KV、35KV、10KV多等级输配电线路组成的电网体系，能够满足营业区内工、农、商业及居民生活用电。

公司自有装机占比不断提升，外购国网高价电量逐年减少。公司拥有 1853 兆瓦电源装机，其中火电装机 1670 兆瓦，水电装机 131 兆瓦，光伏装机 40 兆瓦，垃圾发电装机 12 兆瓦，在建火电装机 1320 兆瓦。

图表 11: 历年来公司供电量 (单位: 亿千瓦时)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 公司发电装机容量

电站名称	2014 年	2015 年	2016 年
装机容量 (兆瓦)	1173	1833	1853
发电量 (亿千瓦时)	35.88	56.83	90.2
厂用电量 (亿千瓦时)	4.35	5.64	8.66
厂用电率 (%)	12.13	9.93	9.6
利用小时数	6132	4272	5173

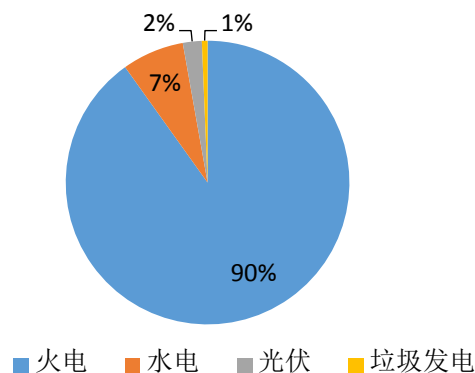
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 公司发电装机容量

电源种类	电站名称	装机容量 (兆瓦)
火电	热电厂	100
	南热电厂	250
	南电 2*300	660
	天河电厂	660
水电	红山嘴电厂	81
	一级电站	50
光伏发电	金阳新能源	40
垃圾发电	天富垃圾焚烧	12
合计		1853

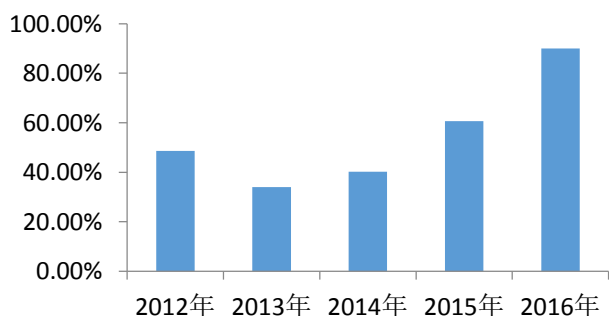
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 公司发电装机结构



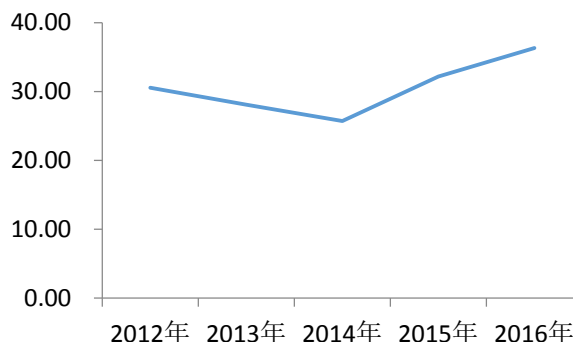
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 自有发电量占比不断提升



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 2014 年以来, 毛利率不断提升

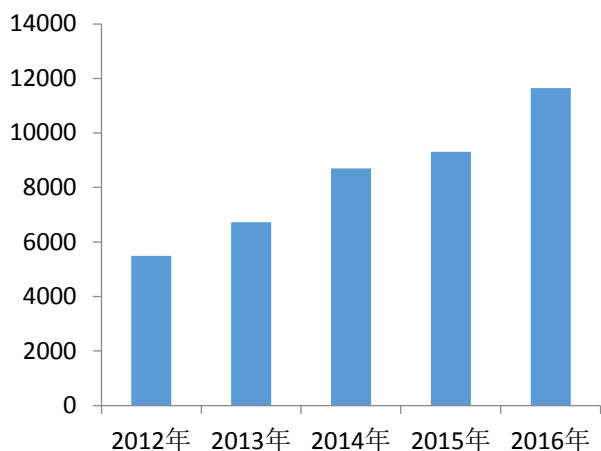


来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 公司拥有燃气独家经营权

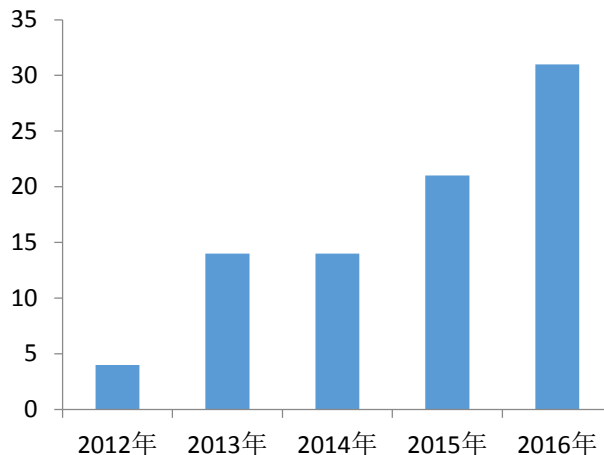
经过十多年经营，公司拥有覆盖全部石河子市区的天然气管网，公司目前天然气管网长度超过 700 公里。随着国家气化新疆、气化兵团政策的不断深入实施，公司天然气业务不再局限于石河子一地，在新疆区内的沙湾县、昌吉州、五家渠市、奎屯市、博乐市、克拉玛依市、伊犁地区等地拥有多座加气站。随着自治区“气化新疆”工程及兵团“师市合一”的城镇化发展战略的推进，公司天然气业务有望获得加快发展。

图表 17: 历年来公司供气量 (单位: 万立方)



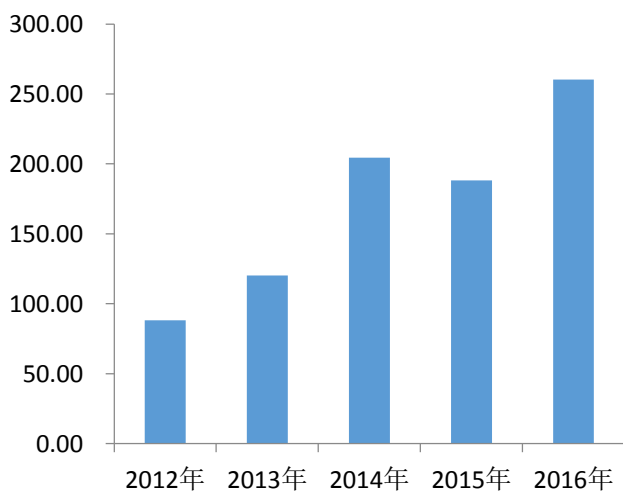
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 公司天然气加气站数量



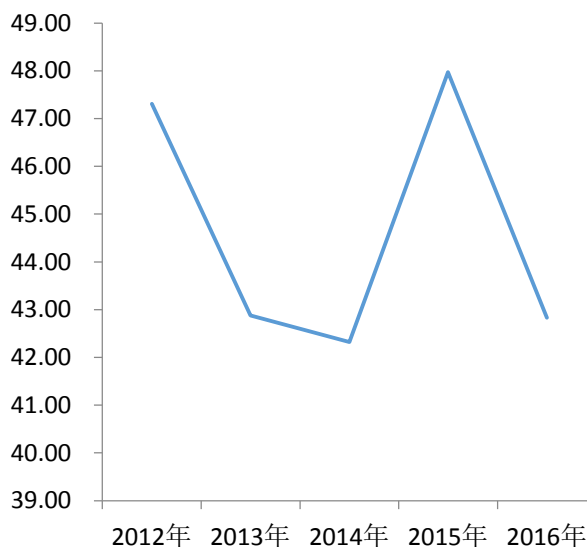
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 天然气业务收入 (单位: 百万)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 天然气业务毛利率

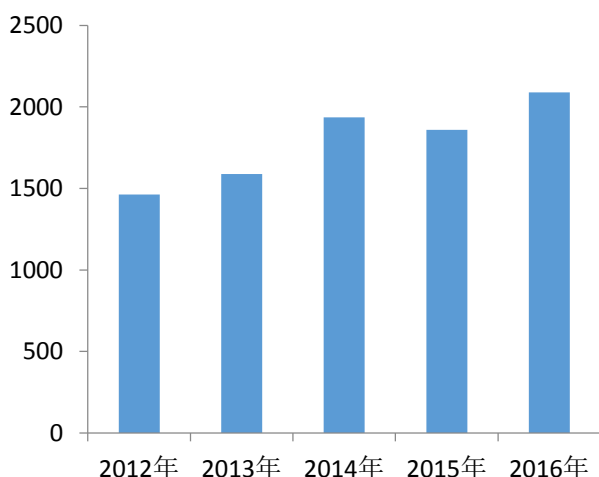


来源: Wind, 国联证券研究所

3.3 以热定电，促进发电量提升

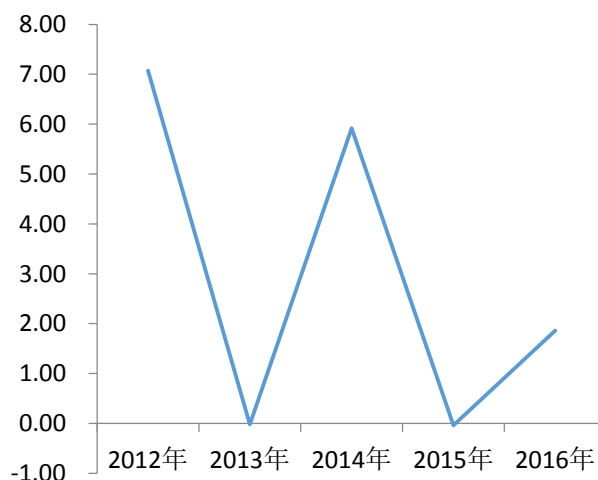
公司已基本整合石河子市区的供热市场，依托“热电联产”的生产方式实现了全城市的集中供热，公司将保持并持续提高地区供热市场占有率。供热业务毛利率较低，但有助于以热定电，促进发电量提升。2017 年公司将探索向用户提供多种能源模式的供暖方式。

图表 21：公司供热量（单位：万吉焦）



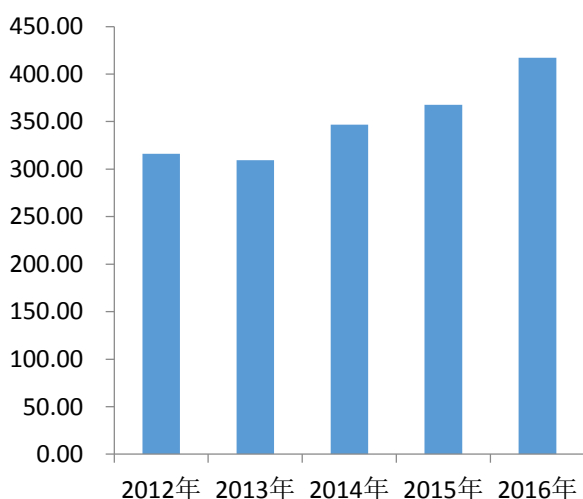
来源：Wind，国联证券研究所

图表 22：供热业务毛利率



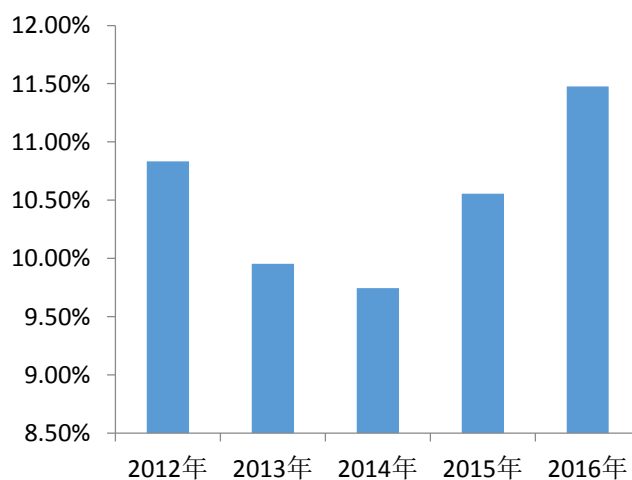
来源：Wind，国联证券研究所

图表 23：公司供热量业务收入（单位：百万）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：供热业务收入占比



来源：Wind，国联证券研究所

4. 背靠集团，打造互联网+综合能源服务

根据控股股东天富集团十三五规划，天富集团将打造“521511”工程。“5”即“十三五”实现总资产500亿、“2”即再打造2个上市公司、“15”即销售收入150亿、“11”即净资产100亿、利润10亿元。按照规划，十三五期末，公司净利润有望实现约100%增长。

2017年，天富集团计划完成固定资产投资50亿元（同比增长78.57%），其中一季度完成7.31亿元，二季度规划完成16.3亿元。为完成一季度固定资产投资，天富集团一方面充分利用电厂节能、环保等技术改造、信息化建设、热网、电网基础设施建设工程，落实公司“十三五”节能、环保目标。尤其是电网、热网基础设施建设工程，通过农网升级改造、城市配电网改造、南热电厂余热供热改造等项目，整体推进石河子市电网、热网及电厂环保设施改造等基础设施建设力度。

十三五期间，公司将以营销为牵引，坚持创新驱动，建立互联网+综合能源服务新模式，打造新型电、热、气一体化智能互动服务平台。目前公司与烟台海颐公司合作，并抽调客服中心、供电、供热、燃气等单位业务骨干成立项目组，分为项目启动、需求分析和前期设计，详细设计和开发、现场实施、双轨运行，单轨运行，竣工验收等阶段。预计2017年年底将实施电热气营销自动化系统与现有系统的双轨运行。通过营销自动化项目的开发及应用，可以为市民提供一站式服务，即用户在一个窗口就可以办理电、热、天然气缴费等相关业务，实现营销业务的统一规范，数据信息的共享交换，提升管理和服务效率，减少公司管理费用和销售费用。

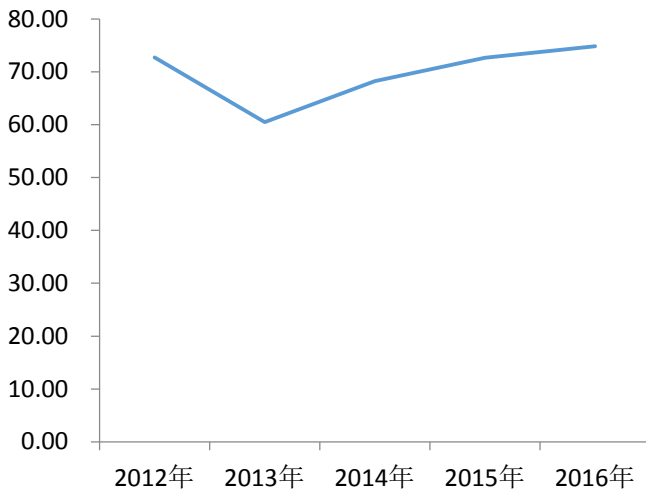
目前，公司四表信息采集系统项目建设正式启动，已完成了电、热、气、热水四表集采技术试行标准的制定，下一步将针对试点小区及大用户、商服等用户开展现场勘查工作。

5. 拟定向增发，减轻公司财务压力

2013年3月，为建设2×300MW级燃煤供热空冷机组，公司发行25,000万股，募资总额18.88亿元，发行价7.55元/股。此后，公司投资项目均以自有资金结合财务杠杆投资。2013年以来，公司资产负债率不断提升。

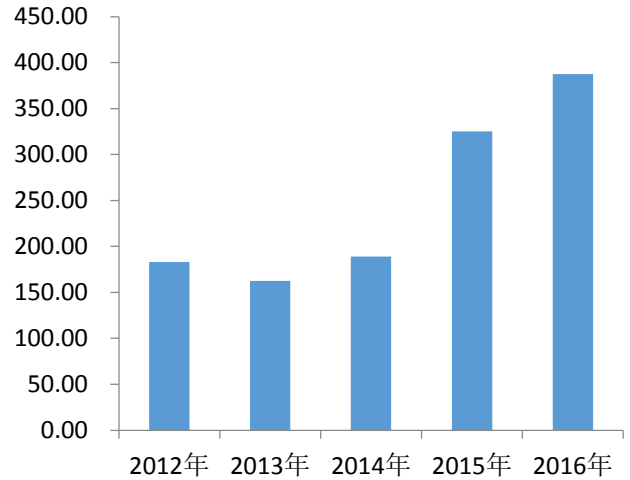
在电力业务方面，公司新增机组不断投产，减少从电网公司外购电量，提升公司电力销售毛利率，进而公司的整体毛利提升。但资产负债率的不断提升，相应提升了财务费用，影响了公司利润水平的提升。

图表 25: 公司的资产负债率



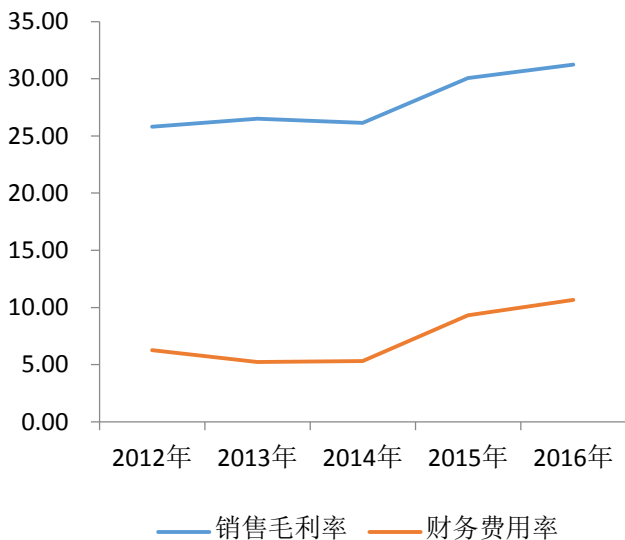
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 公司财务费用 (单位: 百万)



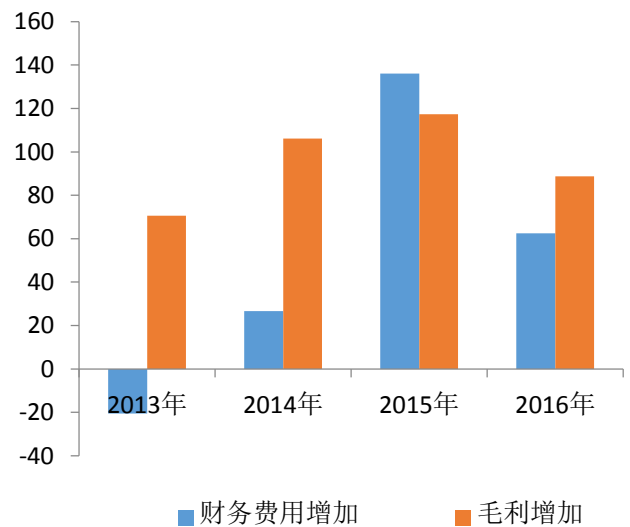
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 公司销售毛利率和财务费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: 新增毛利与财务费用对比 (单位: 百万)



来源: Wind, 国联证券研究所

为降低资产负债率、优化资本结构、减少财务费用, 增强抗风险能力, 公司拟定增 3.36 亿股, 定增价 6.99 元/股, 募资 23.5 亿元, 用于偿还银行贷款。

本次非公开发行完成后, 预计天富集团及天富智盛(天富集团持有 100% 股权) 合计持有本公司的股份比例为 40.95%。本次发行完成后, 天富集团仍为公司控股股东, 第八师国资委仍为公司实际控制人。

定增成功后, 公司有息负债有望减少 23.5 亿元, 大幅减少公司财务费用, 提升盈利水平。目前, 公司已完成证监会的《非公开发行股票申请文件反馈意见回复》。相关认购方出具了相应承诺函。

图表 29：本次定增，各认购对象的认购情况

序号	认购对象名称	认购数量(股)	认购金额(万元)
1	天富智盛	171,673,819	120,000
2	信时投资	57,224,606	40,000
3	石河子城投	42,918,454	30,000
4	金石期货(设立“金石新招3号”)	42,918,454	30,000
5	现代农业投资	14,306,151	10,000
6	天信投资	7,153,075	5,000
合计		336,194,559	235,000.00

来源：Wind，国联证券研究所

图表 30：新增毛利与财务费用对比(单位：百万)

序号	募集资金用途	金额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	偿还银行贷款	98,791.35	95,220.70
2	偿还公司债券	74,079.30	74,079.30
3	偿还短期融资券	60,000.00	60,000.00
4	偿还融资租赁款	5,700.00	5,700.00
合计		238,570.65	235,000.00

来源：Wind，国联证券研究所

6. 首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

考虑到定增摊薄等因素，我们预计 2017 年~2019 年，EPS 分别为 0.63 元、0.61 元和 0.67 元，分别对应 12.26 倍、12.77 倍和 11.64 倍 PE，考虑到新疆和石河子地区固定资产投资提速，公司拥有石河子电网、天然气和热力销售垄断优势，有望充分受益，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表 31：可比上市公司对比

	Price	EPS 2016	EPS 2017E	EPS 2018E	EPS 2019E	PE 2016	PE 2017E	PE 2018E	PE 2019E	PB
乐山电力	7.63	0.36	0.33	0.36	0.38	16.17	22.82	21.07	19.94	3.28
广安爱众	5.70	0.25	0.237	0.275		22.8	24.05	20.73		1.63
西昌电力	8.62	0.15	0.266	0.287		57.47	32.41	30.03		3.05
桂东电力	6.73	0.25	0.26	0.46	0.74	98.66	25.74	14.66	9.15	2.33
岷江水电	7.8	0.33	0.406	0.445		23.64	19.21	17.53		3.72
文山电力	9.76	0.33	0.32	0.34	0.36	49.23	30.73	28.66	26.84	2.85
三峡水利	10.98	0.23	0.29	0.34	0.37	43.88	38.47	32.28	29.38	4.48
均值		0.27	0.30	0.358		44.55	27.63	23.57	21.33	3.05
天富能源	7.89	0.35	0.63	0.61	0.67	22.54	12.26	12.77	11.64	1.46

来源：Wind，国联证券研究所

7. 风险提示

固定资产投资不及预期，公司各项业务不及预期

图表 32: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	182.90	779.97	427.82	468.02	512.89	营业收入	3,483.9	3,636.0	4,278.2	4,680.2	5,128.9
应收账款+票据	647.56	708.50	1,299.05	897.12	1,509.61	营业成本	2,436.7	2,500.0	2,851.1	3,186.4	3,485.2
预付账款	170.53	39.97	200.09	68.21	225.25	营业税金及附加	31.69	35.83	42.16	46.12	50.54
存货	664.44	638.26	707.20	796.51	848.22	营业费用	78.84	72.29	85.05	93.04	101.97
其他	254.21	614.80	614.80	614.80	614.80	管理费用	307.63	278.14	327.27	358.02	392.34
流动资产合计	1,919.65	2,781.50	3,248.96	2,844.66	3,710.76	财务费用	325.06	387.60	337.96	389.18	428.18
长期股权投资	236.55	139.86	139.86	139.86	139.86	资产减值损失	-44.84	59.16	4.09	4.09	4.09
固定资产	7,668.57	8,626.44	14,052.6	16,976.5	19,383.7	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	6,202.61	6,469.03	4,200.00	3,900.00	3,700.00	投资净收益	-21.58	2.09	0.00	0.00	0.00
无形资产	105.79	103.58	100.74	97.91	95.08	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	202.87	213.47	192.54	171.61	150.67	营业利润	327.25	305.02	630.59	603.28	666.52
非流动资产合计	14,416.3	15,552.3	18,685.8	21,285.9	23,469.3	营业外净收益	53.31	75.71	45.73	45.73	45.73
资产总计	16,336.0	18,333.8	21,934.7	24,130.6	27,180.1	利润总额	380.57	380.73	676.32	649.01	712.25
短期借款	1,300.00	50.00	673.04	296.41	484.11	所得税	67.51	73.77	101.45	97.35	106.84
应付账款+票据	2,161.94	1,160.08	2,628.36	1,605.69	3,025.42	净利润	313.05	306.97	574.87	551.66	605.41
其他	1,848.26	2,731.86	2,891.98	2,897.71	3,077.11	少数股东损益	0.58	-5.65	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,310.19	3,941.94	6,193.39	4,799.81	6,586.64	归属于母公司净利	312.47	312.62	574.87	551.66	605.41
长期带息负债	4,152.08	7,289.78	8,389.78	9,389.78	10,389.7	主要财务比率					
长期应付款	1,221.34	1,220.50	1,220.50	1,220.50	1,220.50		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	925.60	1,001.98	1,001.98	1,001.98	1,001.98	成长能力					
非流动负债合计	6,299.02	9,512.26	10,612.2	11,612.2	12,612.2	营业收入	-2.11%	4.36%	17.66%	9.40%	9.59%
负债合计	11,609.2	13,454.2	16,805.6	16,412.0	19,198.9	EBIT	16.38%	7.91%	32.43%	2.17%	9.86%
少数股东权益	105.66	127.03	127.03	127.03	127.03	EBITDA	24.41%	18.64%	48.33%	12.42%	13.71%
股本	905.70	905.70	905.70	1,241.70	1,241.70	归属于母公司净利	28.01%	0.05%	83.89%	-4.04%	9.74%
资本公积	2,577.30	2,566.71	2,566.71	4,580.71	4,580.71	获利能力					
留存收益	1,138.17	1,280.25	1,529.71	1,769.10	2,031.81	毛利率	30.06%	31.24%	33.36%	31.92%	32.05%
股东权益合计	4,726.83	4,879.68	5,129.14	7,718.53	7,981.24	净利率	8.99%	8.44%	13.44%	11.79%	11.80%
负债和股东权益总	16,336.0	18,333.8	21,934.7	24,130.6	27,180.1	ROE	6.76%	6.58%	11.49%	7.27%	7.71%
现金流量表						ROIC	6.26%	5.63%	6.80%	5.78%	5.20%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	335.24	281.53	536.00	512.79	566.54	资产负债率	71.07%	73.38%	76.62%	68.01%	70.64%
折旧摊销	473.65	636.21	1,062.47	1,295.80	1,512.47	流动比率	0.36	0.71	0.52	0.59	0.56
财务费用	324.09	381.01	312.36	361.17	397.49	速动比率	0.19	0.39	0.31	0.30	0.34
存货减少	-93.75	1.37	-68.95	-89.31	-51.70	营运能力					
营运资金变动	-347.34	-753.87	877.74	-483.14	829.60	应收账款周转率	7.17	6.42	6.37	6.86	6.40
其它	-32.16	82.48	4.09	4.09	4.09	存货周转率	3.67	3.92	4.03	4.00	4.11
经营活动现金流	659.71	628.72	2,723.71	1,601.41	3,258.49	总资产周转率	0.21	0.20	0.20	0.19	0.19
资本支出	3,142.66	2,173.40	4,200.00	3,900.00	3,700.00	每股指标(元)					
长期投资	97.45	241.63	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.35	0.35	0.63	0.61	0.67
其他	42.33	8.67	38.87	38.87	38.87	每股经营现金流	0.73	0.69	3.01	1.77	3.60
投资活动现金流	-3,197.7	-2,406.3	-4,161.1	-3,861.1	-3,661.1	每股净资产	5.10	5.25	5.52	8.38	8.67
债权融资	837.32	3,311.47	1,723.04	623.37	1,187.70	估值比率					
股权融资	0.00	0.00	0.00	2,350.00	0.00	市盈率	22.55	22.54	12.26	12.77	11.64
其他	1,617.42	-722.32	-637.77	-673.44	-740.19	市净率	1.52	1.48	1.41	0.93	0.90
筹资活动现金流	2,454.73	2,589.14	1,085.27	2,299.92	447.51	EV/EBITDA	10.80	10.19	7.91	8.44	7.87
现金净增加额	-83.34	811.51	779.97	427.82	468.02	EV/EBIT	18.20	18.87	16.41	19.27	18.61

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064