

广州发展 (600098)

广东省综合能源企业，有望显著受益于煤价下行

——广州发展首次覆盖报告

首次覆盖

评级：中性

目标价格：6.16

当前价格：6.11

2019.08.21

周妍 (分析师) 张爱宁 (研究助理)
 010-59312768 010-59312768
 zhoyan016534@gtjas.com zhangaini@gtjas.com
 证书编号 S0880518020003 S0880118090014

本报告导读：

广东省综合能源企业，火电业务盈利有望改善，燃气业务盈利保持稳定，未来三年业绩有望平稳增长。

投资要点：

- **投资建议：**公司是广东省综合能源企业，拥有电力、燃气、能源物流三大产业，预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.34、0.41 和 0.49 元，综合 PE 与 PB 估值结果，目标价 6.16 元，首次覆盖给予“中性”评级。
- **火电有望受益于煤价下跌，新能源装机有望进一步提升。**公司装机集中在珠三角电力负荷中心，控股总装机 417.54 万千瓦，其中火电 394.88 万千瓦，占比 95%，火电业务有望显著受益于煤价下跌。同时公司近年来积极发展风电光伏等新能源业务，截至 2018 年底，风光并网装机 22.66 万千瓦；除自建外，公司也积极进行外延收购，2018 年收购四川省凉山州黄茅埂风电项目 80% 股权（拥有在建风电项目 15 万千瓦），未来公司新能源装机量有望进一步提升。
- **广州市燃气分销龙头，积极布局上游。**公司的全资子公司广州燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和购销主体，拥有基本覆盖广州市全区域的高、中压管网，在广州地区具备龙头优势。近年来公司通过投资建设 LNG 接收站向产业链上游延伸，未来随着在建管网的不断推进及气源的稳定，公司燃气规模将继续扩大，叠加市场对天然气需求的增加，公司的区域地位和盈利能力将进一步加强。
- **业内龙头长江电力持续增持。**长江电力作为电力行业龙头，看好公司长期发展，自 2006 年起通过受让股份、定增买入、二级市场等途径不断增持公司股票，截止 2019 年 7 月 26 日，长江电力持有公司 17.98% 股权，为公司第二大股东。
- **风险提示：**用电需求不及预期、煤价超预期上涨、气源风险

交易数据

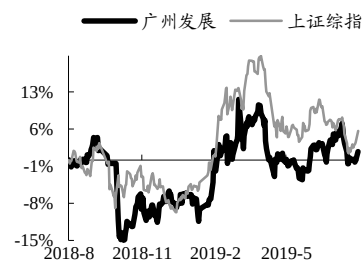
52 周内股价区间 (元)	5.08-7.06
总市值 (百万元)	16,657
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,726/2,726
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2.39
日均成交值 (百万元)	14.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,625
每股净资产	6.10
市净率	1.0
净负债率	75.09%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.05
Q2	0.12	0.10
Q3	0.08	0.10
Q4	0.02	0.09
全年	0.26	0.34

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	2%	1%
相对指数	-2%	1%	-4%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,798	26,165	27,070	27,560	28,068
(+/-)%	13%	6%	3%	2%	2%
经营利润 (EBIT)	1,806	1,556	2,077	2,444	2,707
(+/-)%	-13%	-14%	34%	18%	11%
净利润 (归母)	679	701	932	1,116	1,326
(+/-)%	1%	3%	33%	20%	19%
每股净收益 (元)	0.25	0.26	0.34	0.41	0.49
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.14	0.16	0.19

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	7.3%	5.9%	7.7%	8.9%	9.6%
净资产收益率 (%)	4.2%	4.3%	5.7%	6.5%	7.4%
投入资本回报率 (%)	4.3%	4.1%	5.5%	6.5%	7.3%
EV/EBITDA	11.16	10.82	8.87	7.66	6.70
市盈率	24.55	23.76	17.87	14.92	12.56
股息率 (%)	1.6%	1.6%	2.2%	2.7%	3.2%

模型更新时间: 2019.08.21

股票研究

公用事业
其他公用事业

广州发展 (600098)

首次覆盖

评级: 中性

目标价格: 6.16

当前价格: 6.11

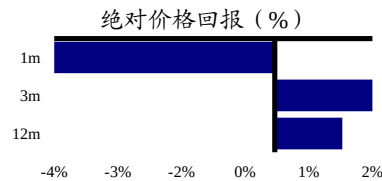
2019.08.21

公司网址

www.gdg.com.cn

公司简介

公司是一家从事的综合能源业务的企业,以电力、燃料、天然气为核心。上市以来,公司围绕建设华南地区持续领先的大型清洁能源供应商的发展战略,贯彻“注重认真、追求卓越、和谐发展”的企业核心价值观,坚持产业经营与资本经营相结合的经营方针,充分利用资本市场,规范运作,稳健经营,持续发展壮大,建立了以电力、能源物流、天然气为基础,新能源、财务公司为突破的“3+2”综合能源产业体系。



52 周价格范围

5.08-7.06

市值 (百万)

16,657

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

归母净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

归母净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE(现价)

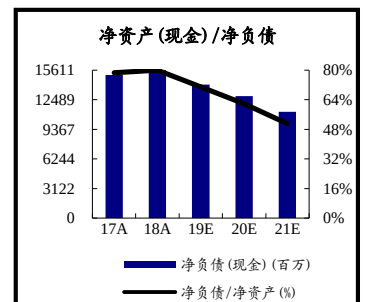
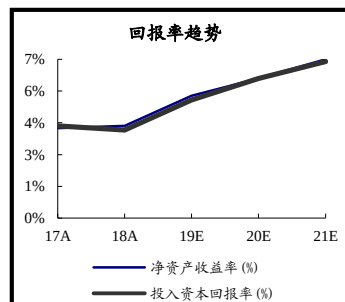
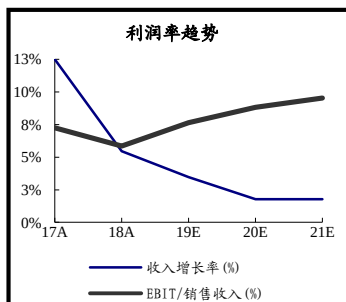
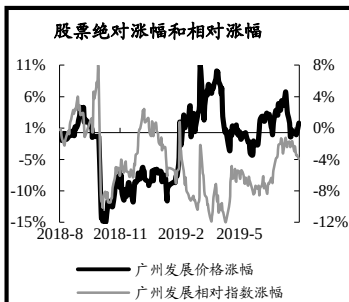
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,798	26,165	27,070	27,560	28,068
营业成本	21,975	23,384	23,720	23,821	24,072
税金及附加	150	124	158	153	151
销售费用	270	270	323	304	311
管理费用	521	538	599	585	598
EBIT	1,806	1,556	2,077	2,444	2,707
公允价值变动收益	-3	3	0	0	0
投资收益	65	201	133	133	133
财务费用	578	661	629	688	602
营业利润	1,326	1,095	1,568	1,875	2,225
所得税	420	245	388	465	553
少数股东损益	216	93	233	279	332
归母净利润	679	701	932	1,116	1,326
货币资金、交易性金融资产	1,346	1,121	1,379	1,404	1,429
其他流动资产	9,186	8,668	8,340	8,687	8,630
长期投资	6,119	6,079	6,079	6,079	6,079
固定资产合计	15,674	15,500	15,276	14,999	14,683
无形及其他资产	6,225	7,095	7,095	7,095	7,095
资产合计	38,549	38,462	38,170	38,264	37,916
流动负债	8,463	10,541	13,762	12,854	11,326
非流动负债	10,836	8,383	4,483	4,483	4,483
股东权益	19,251	19,538	19,872	20,821	21,948
投入资本(IC)	28,312	29,258	28,171	28,046	27,742
NOPLAT	1,229	1,189	1,558	1,833	2,030
折旧与摊销	1,047	1,078	1,113	1,110	1,145
流动资金增量	-202	830	-811	206	65
资本支出	-932	-975	-905	-847	-843
自由现金流	1,141	2,122	955	2,301	2,397
经营现金流	2,358	1,684	3,653	2,922	3,273
投资现金流	-828	-1,850	-772	-714	-710
融资现金流	771	-773	-2,623	-2,183	-2,538
现金流净增加额	2,301	-938	258	25	25
收入增长率	12.6%	5.5%	3.5%	1.8%	1.8%
EBIT 增长率	-13.4%	-13.9%	33.5%	17.7%	10.8%
净利润增长率	1.4%	3.3%	32.9%	19.8%	18.8%
利润率					
毛利率	11.4%	10.6%	12.4%	13.6%	14.2%
EBIT 率	7.3%	5.9%	7.7%	8.9%	9.6%
归母净利润率	2.7%	2.7%	3.4%	4.1%	4.7%
净资产收益率(ROE)	4.2%	4.3%	5.7%	6.5%	7.4%
总资产收益率(ROA)	1.8%	1.8%	2.4%	2.9%	3.5%
投入资本回报率(ROIC)	4.3%	4.1%	5.5%	6.5%	7.3%
存货周转天数	28	26	24	26	25
应收账款周转天数	20	21	17	19	19
总资产周转天数	544	537	517	506	495
净利润现金含量	347.5%	240.3%	391.9%	261.7%	246.9%
资本支出/收入	3.8%	3.7%	3.3%	3.1%	3.0%
资产负债率	50.1%	49.2%	47.8%	45.3%	41.7%
净负债率	78.4%	79.9%	70.8%	61.7%	51.0%
PE(现价)	24.55	23.76	17.87	14.92	12.56
PB	1.20	0.95	1.02	0.98	0.93
EV/EBITDA	11.16	10.82	8.87	7.66	6.70
P/S	0.67	0.64	0.62	0.60	0.59
股息率	1.6%	1.6%	2.2%	2.7%	3.2%



目录

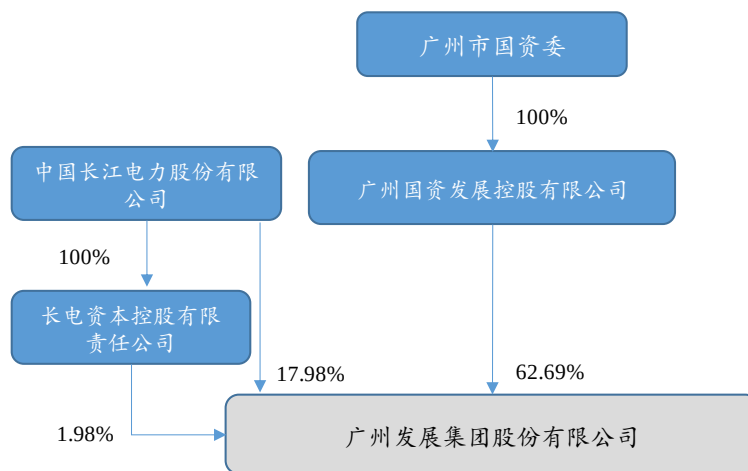
1. 广东省综合能源企业.....	4
1.1. 深耕广东，区域性综合能源企业.....	4
1.2. 三大主业共同发力，公司平稳发展.....	5
1.3. 长期发展获认可，业内龙头长江电力持续增持.....	6
2. 电力：火电盈利有望改善，积极布局新能源.....	7
2.1. 火电：煤价下行有望显著改善盈利.....	7
2.2. 新能源：大力发展新能源，加快能源升级转型.....	9
3. 燃气业务：区域龙头地位显著，积极布局上下游.....	10
4. 能源物流：深耕多年，享誉珠三角.....	10
5. 盈利预测与估值.....	11
5.1. 盈利预测.....	11
5.2. 相对估值.....	11
6. 风险因素.....	12

1. 广东省综合能源企业

1.1. 深耕广东，区域性综合能源企业

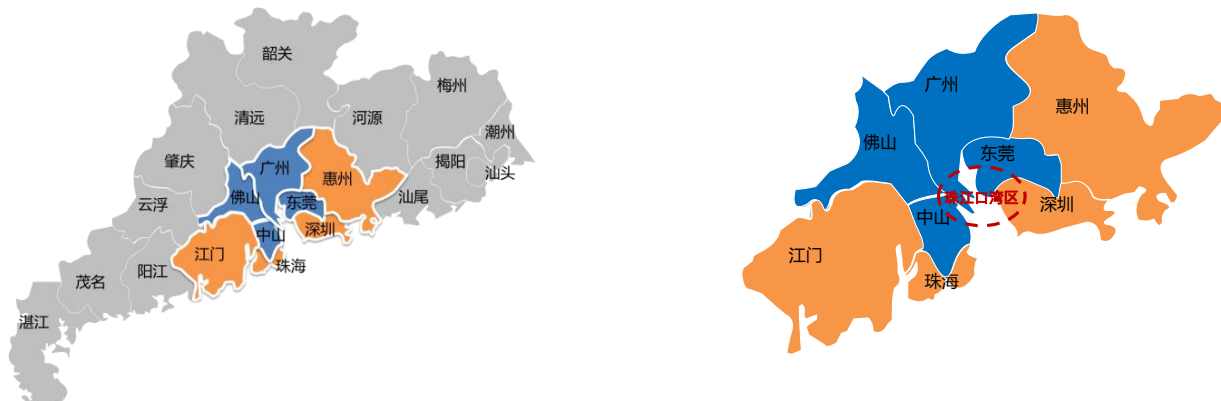
深耕广东，区域性综合能源企业。广州发展集团股份有限公司设立于1997年7月11日，是由原国有独资的广州电力企业集团有限公司独家发起成立。公司控股股东为广州国资发展控股有限公司，实际控制人为广州市国资委。公司是广东省重要的地方性综合能源企业之一，服务范围主要在广东省内，并对外扩展至华北、华东、华中、西南等地区。

图 1: 公司股权结构图



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

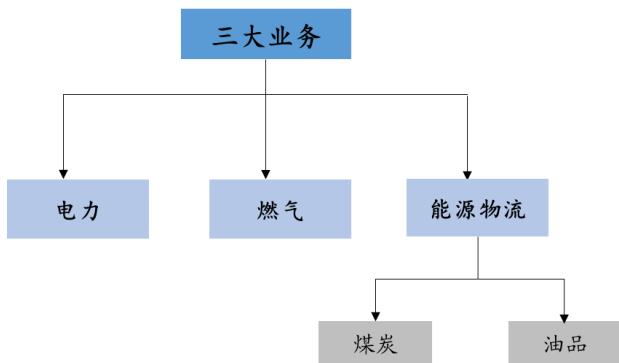
图 2: 公司业务范围主要在广东省内



数据来源: 国泰君安证券研究

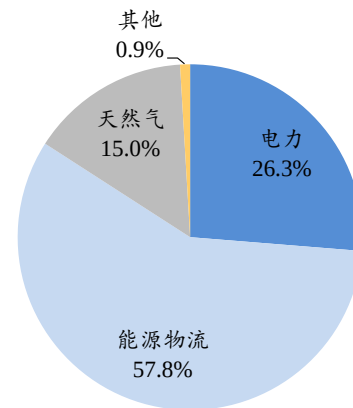
电力、燃气、能源物流三大基础产业协同发展。公司目前已形成电力、燃气、能源物流三大基础产业，新能源、金融两大新型业务互相支撑发展的产业格局。从收入来看，能源物流贡献最大，2018年能源物流收入148.25亿元，占总收入的57.8%；其次为电力，电力收入67.37亿元，占总收入的26.3%；第三为天然气，2018年该板块营业收入为38.40亿元，占总收入的15.0%。但由于能源物流业务（包括煤炭和油品）是通过外部采购后再经由公司运输、批发、销售等渠道服务终端用户，成本较高，因此毛利率较低，对公司利润贡献不明显。

图 3: 公司三大业务: 电力、燃气、能源物流



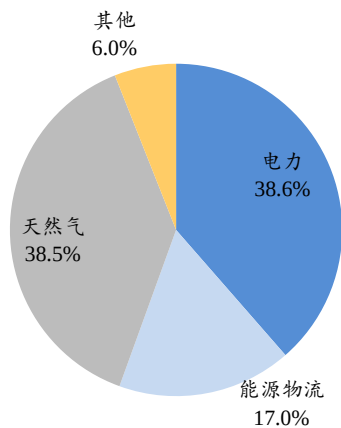
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 收入构成: 能源物流为主, 占比 57.8%



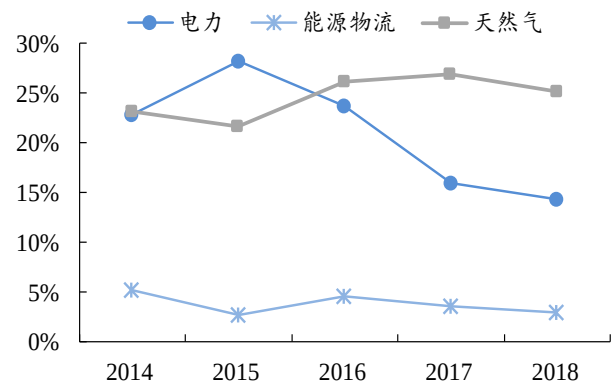
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 毛利构成: 电力、天然气贡献较大



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 毛利率对比: 能源物流板块毛利率较低

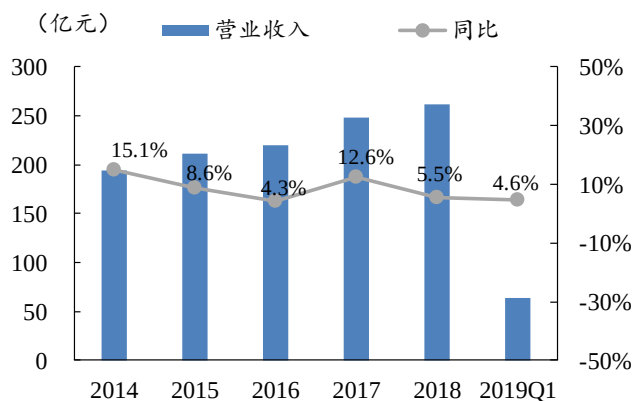


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.2. 三大主业共同发力, 公司平稳发展

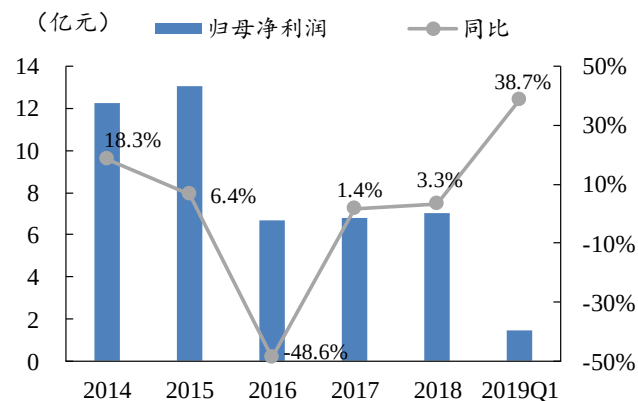
三大业务共同发力, 保障业务平稳发展。2018 年公司营业收入 261.65 亿元, 同比增长 5.39%, 从三大板块的经营情况来看: 1) 电力: 2018 年发电量 168.95 亿千瓦时, 其中火电发电量 166.49 亿千瓦时, 同比增长 1.59%, 火电板块收入 61.84 亿元, 与 17 年基本持平; 2) 燃气: 受到全国能源结构转型升级的影响, 广东省天然气消费量同比增长 12%, 2018 年公司销售天然气 12.67 亿立方米, 同比增长 16.85%; 3) 能源物流: 公司下属控股子公司广州珠江电力燃料有限公司是广东省最大的市场煤供应商之一, 2018 年公司市场煤销售量 2,376.08 万吨, 同比增长 10.9%。三大业务板块共同发力, 保障了公司 2018 年业绩平稳增长。2019Q1 由于新并入子公司美姑风电公司、投资收益增加以及天然气销量增加, Q1 归母净利润同比增长 38.66%。

图 7: 公司近 5 年营收情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 公司近 5 年利润情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.3. 长期发展获认可，业内龙头长江电力持续增持

长江电力作为电力行业龙头，自 2006 年起持有公司股票，并不断增持，看好公司长期发展。

1) 2006 年，长江电力作为战略投资者受让广州发展股权

2006/10/9，长江电力与广州发展控股股东广州发展集团以及其属下全资子公司广州发展实业签署《中国长江电力股份有限公司与广州发展集团有限公司战略合作协议》和《中国长江电力股份有限公司收购广州发展实业有限公司持有广州发展实业控股集团股份有限公司 11.19% 股权的协议》。发展实业将持有的广州发展无限售条件流通股 230,398,284 股以 4.60 元/股的价格转让给长江电力。

2) 2010 年，长江电力认购定增股

广州发展非公开发行 683,021,806 股，发行价 6.42 元，其中长江电力认购 93400000 股。

表 1: 2010 年定增前后股权变化

	定增前		定增后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
广州发展集团	1,385,220,917	67.27%	1,694,069,685	61.78%
长江电力	230,398,284	11.19%	323,798,284	11.81%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3) 2018-2019 年，长江电力在二级市场增持

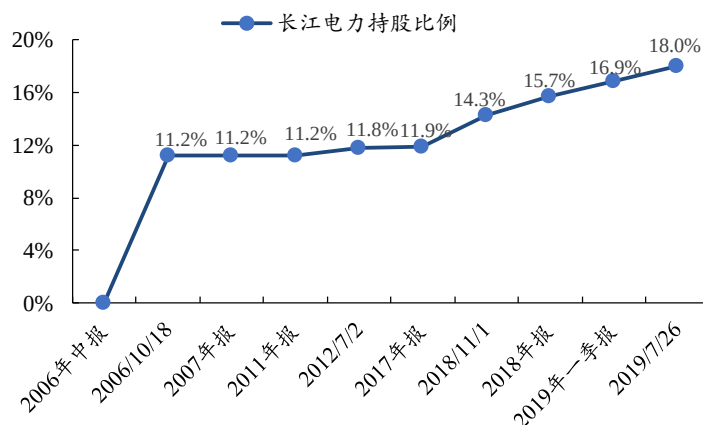
2018-2019 年，长江电力在二级市场上不断增持广州发展股票，截止 2019 年 7 月 26 日，长江电力持有广州发展股权比例达到 17.98%。

表 2: 长江电力持有广州发展股权比例不断上升

	2006 年 中报	2006/10/18	2011 年报	2012/7/2	2017 年报	2018/11/1	2018 年报	2019 年 一季报	2019/7/26
广州发展集团	66.99%	66.99%	67.27%	61.78%	62.69%	62.69%	62.69%	62.69%	62.69%
长江电力		11.24%	11.19%	11.81%	11.87%	14.26%	15.68%	16.86%	17.98%
广州发展实业	11.19%								

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 长江电力持有公司股权比例不断提升



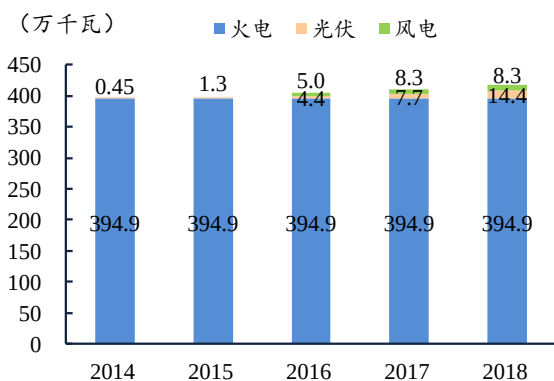
数据来源: wind、国泰君安证券研究

2. 电力: 火电盈利有望改善, 积极布局新能源

2.1. 火电: 煤价下行有望显著改善盈利

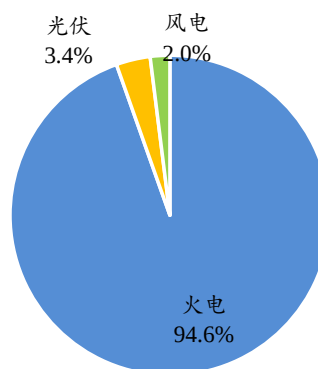
火电占比 95%。公司控股装机全部集中在珠三角电力负荷中心, 以火力发电为主, 截止 2018 年底, 公司电力装机 417.54 万千瓦, 其中火电 394.88 万千瓦, 占比 95%。

图 10: 公司装机稳中有增



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 公司装机以火电为主



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

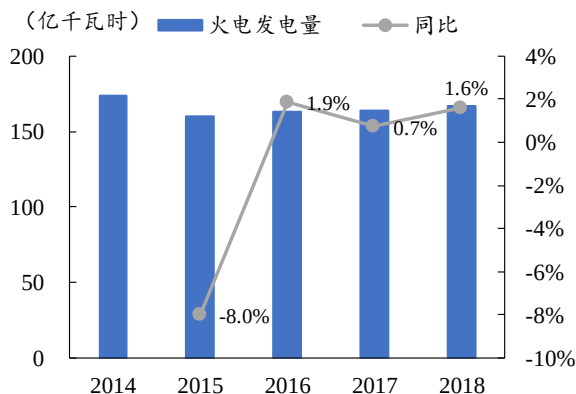
表 3: 公司控股装机 417.54 万千瓦

	电源类型	装机结构	装机容量 (万千瓦)	权益占比	2018 发电量 (亿千瓦时)	2018 上网电量 (亿千瓦时)
珠江电力	火电	2*32	64	100%	27.76	24.76
东方电力	火电	2*32	64	75%	24.25	22.95
珠江天然气	火电	2*39	78	70%	23.48	22.95
恒益电厂	火电	2*60	120	50%	51.03	47.77
中电荔新	火电	2*33	66	50%	36.42	33.78
鳌头分布式能源站	火电	2*1.44	2.88	50%	0.95	0.93
风电控股项目	风电	8.26	8.26	100%	1.42	1.36
光伏控股项目	光伏	14.4	14.4	100%	1.04	0.66
合计			417.54		166.35	155.16

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

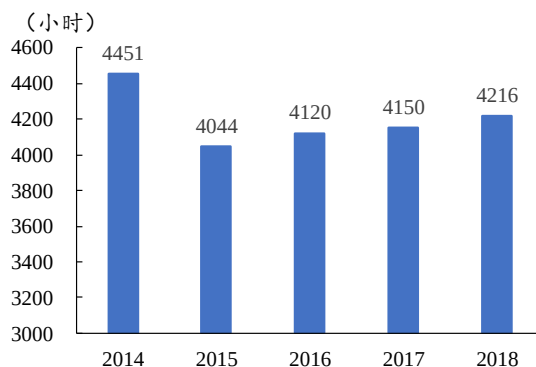
煤价上涨侵蚀火电盈利。公司火电资产均分布于广东省, 广东位于我国大陆沿海南部, 是我国重要的通商口岸, 改革开放以来珠三角地区的快速发展使得广东省发展成为全国第一的经济大省。2018 年广东省 GDP 同比增长 6.8%, 增速高于全国平均水平 0.2 个百分点, 因此广东省用电需求也较为旺盛, 2018 年广东省用电量 6323 亿千瓦时, 居全国首位, 2016-2018 年公司火电利用小时持续增长, 但由于煤价上涨, 公司度电燃料成本逐年攀升, 导致电力毛利率持续下滑。

图 12: 2016-2018 年火电发电量持续增长



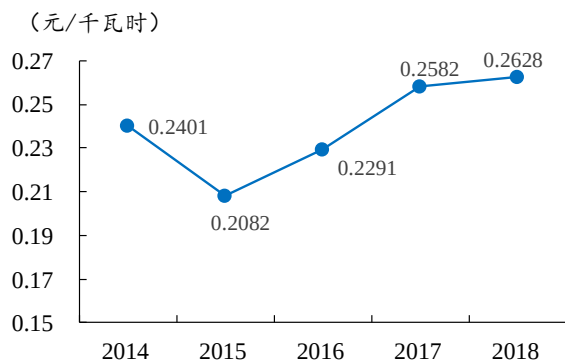
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 2016-2018 年火电利用小时提升



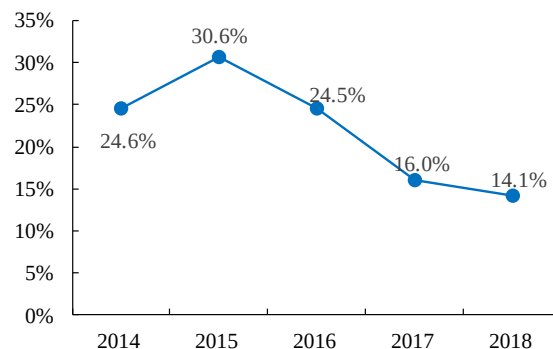
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 2016-2018 年度电燃料成本逐年上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

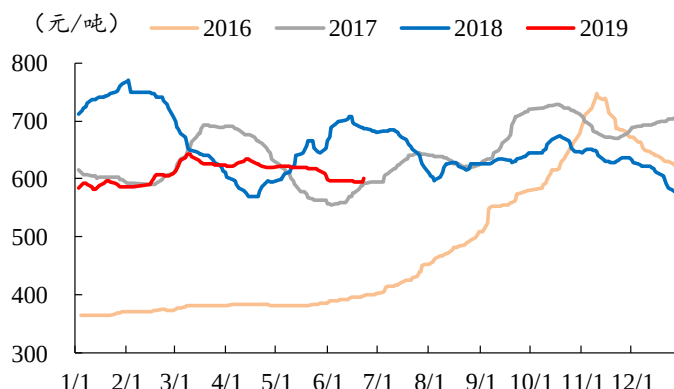
图 15: 2016-2018 年电力业务毛利率持续下滑



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

煤价中枢下行，火电盈利有望恢复。我们认为煤价中枢有望下行，公司的成本端压力有望缓解：1) 从需求来看，2019 年宏观经济下行压力较大，叠加沿海省内控煤趋严，我们预计 2019、2020 年动力煤需求将弱于 2018；2) 从供给来看，2017、2018 投产的先进产能将在 2019、2020 年释放产量，2019 年煤炭供给较 2018 年将更为充足。在煤炭供需偏紧局面逐步缓解的推动下，我们预计煤价中枢有望下行。从数据来看，2019 年 1-6 月 CCI5500K 动力煤为 610 元/吨，同比下降 9% (去年同期为 671 元/吨)。因此随着未来煤价的下跌，公司成本端压力将逐步缓解。

图 16: 2019 年煤价中枢有望下行

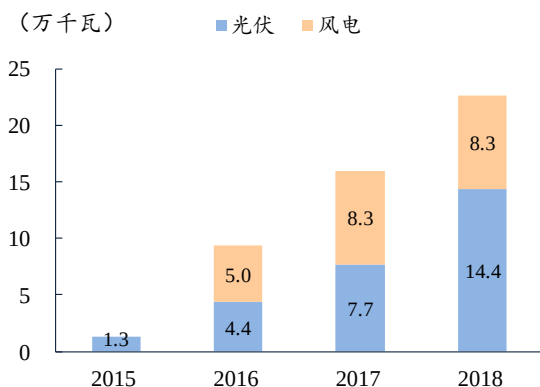


数据来源: wind、国泰君安证券研究

2.2. 新能源：大力发展新能源，加快能源升级转型

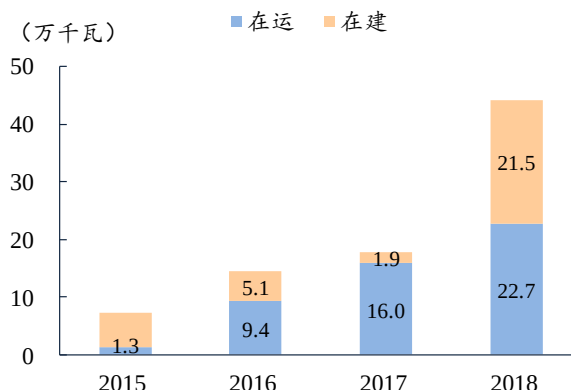
自建与收购并行，积极推进新能源项目开发。公司近年来积极发展风电、分布式光伏、农光互补、渔光互补、充电桩等各类新能源业务，2018 年，公司一批新能源项目成功投产，逐步实现了新能源产业规模化发展。截至 2018 年底，公司已投产风电和光伏项目达 24 个，并网控制装机容量 22.66 万千瓦。除自建以外，公司同时也积极进行兼并收购，2018 年 6 月 25 日，公司完成四川省凉山州黄茅埂风电项目 80% 股权的收购工作，黄茅埂项目拥有在建风电项目 15 万千瓦。随着在建项目投产，公司新能源装机量有望进一步提升。

图 17: 2018 年在运新能源装机 22.7 万千瓦



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 截止 2018 年底在建新能源装机 21.5 万千瓦

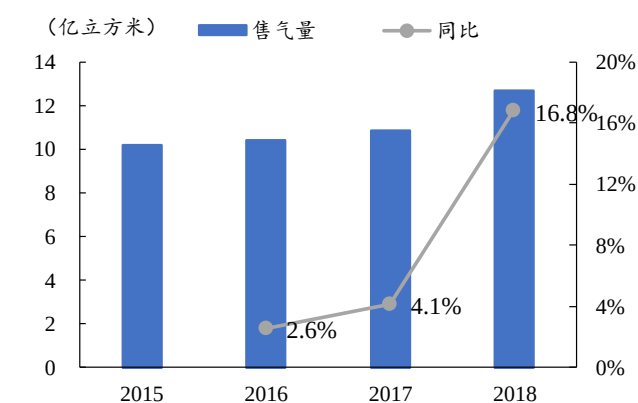


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 燃气业务：区域龙头地位显著，积极布局上下游

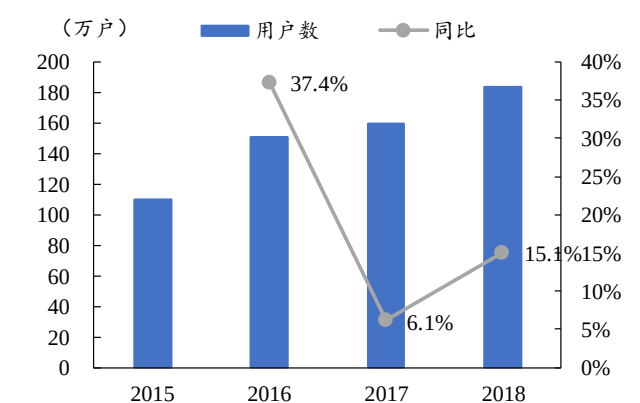
公司经营广州市燃气管网，区域龙头地位显著。公司下属全资子公司广州燃气集团有限公司是广州市城市燃气高压管网建设和购销主体，拥有基本覆盖广州市全区域的高、中压管网，统筹全市高压管网建设和上游气源购销。经过多年的经营积累，公司目前拥有大量的客户资源，2018年公司全年完成天然气销售量 12.67 亿立方米，同比增长 16.85%。

图 19：天然气售气量逐年递增



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 20：天然气用户数稳定增长



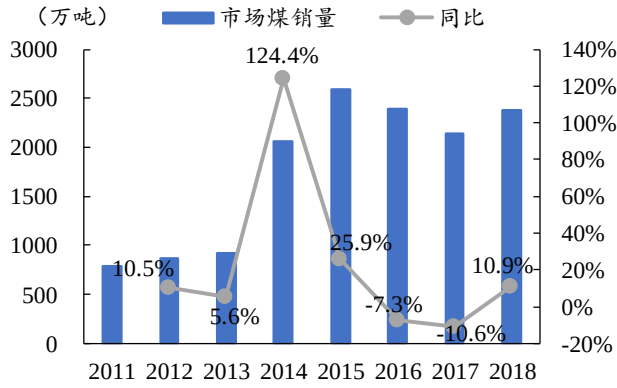
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

积极向产业链上游延伸，燃气区域龙头地位及盈利能力有望进一步增强。2018 年燃气集团与广东大鹏签署接收站使用协议，打通海外自主 LNG 气源采购通道；同时公司投资建设广州 LNG 应急调峰气源站，首期项目设计规模为 110 万吨/年，建设期 3 年，经营期 25 年。项目建成后，将对公司的天然气气源形成更为有效的保障，公司燃气板块销售规模有望进一步扩大。总体来看，公司的燃气管网在广州地区占有龙头地位的优势，未来随着在建管网的不断推进及气源的稳定，公司燃气规模将不断扩大，叠加市场对天然气需求的增加，相关产品价格有望企稳回升，公司的区域地位和盈利能力将进一步加强。

4. 能源物流：深耕多年，享誉珠三角

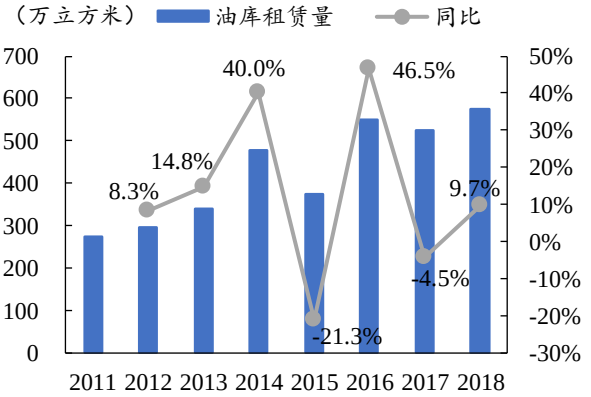
公司深耕能源物流多年，在珠三角具有较高的市场地位。公司的能源物流业务主要包括煤炭和油品两大部分。1) 煤炭：公司是华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业公司，煤炭业务不仅为公司电力业务提供稳定、安全的煤炭供应，而且市场煤销售量在珠三角地区的市场占有率持续保持领先地位。2018 年实现市场煤销售量 2376.08 万吨，同比增长 10.86%。2) 油品：公司通过多种手段提高业务量，2018 年油品仓储租赁业务罐容出租率同比提高 6 个百分点，实现油罐租赁量 576 万立方米，同比增长 10%，创历史新高。

图 21: 公司市场煤销量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 22: 油库储量情况 (2015-2018)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

核心假设:

- 1) 装机容量: 假设 2019-2021 年风电和光伏装机容量各增加 5 万千瓦;
- 2) 利用小时: 假设 2019-2021 年火电利用小时与 2018 年持平, 风电与光伏利用小时数略有增长, 风电为 1800 小时, 光伏为 1100 小时;
- 3) 电价: 假设 2019-2021 年电价与 2018 年持平;
- 4) 天然气业务: 2016-2018 年天然气销售量的 yoy 分别为 3%, 4% 与 17%, 考虑到公司近年来积极拓展天然气销售地区, 同时国内天然气消费量仍将大概率维持高增速, 公司的天然气销售量将继续保持高增长。假设未来 2019-2021 年销售量增速为 10%。

盈利预测:

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 9.3 亿元、11.2 亿元、13.3 亿元, 对应 EPS 分别为 0.34、0.41 和 0.49 元。

表 4: 盈利预测表

	2018A	2019E	2020E	2021E
装机容量 (万千瓦)	417.5	437.0	442.0	447.0
发电量 (亿千瓦时)	169.0	173.7	175.0	175.9
营业收入 (亿元)	261.3	270.7	275.6	280.7
营收同比增速	5.5%	3.5%	1.8%	1.8%
归母净利 (亿元)	7.0	9.3	11.2	13.3
归母净利增速	3.3%	32.9%	19.8%	18.8%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5.2. 相对估值

➤ PE 估值法

我们选取申能股份、宝新电力、上海电力、深圳能源作为可比公司, 可比公司 2019 年平均 PE 为 15 倍。给予公司 2019 年行业平均 15 倍 PE,

合理估值是 5.10 元。

➤ PB 估值法

我们预计公司 2019-2021 年 BPS 分别为 6.02/6.26/6.56 元, 可比公司 2019 年平均 PB 为 1.2 倍, 同样给予公司 2019 年行业平均 1.2 倍 PB, 合理估
 值是 7.22 元。

表 5: 可比公司估值

代码	简称	最新股 价	EPS			PE			PB		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600642.SH	申能股份	5.67	0.45	0.55	0.60	13	10	10	1.0	1.0	0.9
600021.SH	上海电力	8.55	0.53	0.60	0.65	16	14	13	1.4	1.3	1.2
000690.SZ	宝新能源	6.00	0.39	0.61	0.65	15	10	9	1.4	1.3	1.2
000027.SZ	深圳能源	6.10	0.35	0.42	0.53	17	15	11	1.2	1.1	1.1
	平均值					15	12	11	1.2	1.2	1.1
600098.SH	广州发展	6.11	0.34	0.41	0.49	18	15	12	1.0	1.0	0.9

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (股价对应 2019 年 8 月 20 日收盘价)

出于谨慎性考虑, 综合两种估值方法, 取二者平均值作为公司目标价 6.16 元, 首次覆盖给予“中性”评级。

6. 风险因素

广东地区电力需求不及预期。若广东地区经济增速不及预期, 用电需求下降会导致公司机组利用水平无法维持高位, 导致利用小时数进一步下滑。同时外来电若大幅增加也将严重挤压本地机组利用小时数。

天然气价格上涨超预期。天然气价格若上涨超预期, 将进一步压缩能源以及燃气业务板块的利润空间。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。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。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		