



上市公司年报点评

证券研究报告
公共事业—电力

中性 首次

广安爱众 (600979)

2011 年 3 月 14 日

盈利能力稳定的区域性公用事业企业

电力及公共事业行业分析师: 陆凤鸣
SAC 执业证书编号: S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415

电力及公共事业行业助理分析师: 白瑜
SAC 执业证书编号: S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

3 月 11 日收盘价 15.26 元

事件: 广安爱众 3 月 12 日公布 2010 年年报, 公司 2010 年实现营业收入 7.57 亿元, 利润总额 0.78 亿元, 分别同比增长 23.06%、14.17%, 实现每股收益 0.22 元, 分红预案为每 10 股送红股 1 股派现金 0.2 元 (含税), 每 10 股转增 9 股。

总体评价: 公司专注于电、气、水公用事业业务。2010 公司在保持盈利能力稳定的同时, 积极利用再融资, 适度实施外延式扩张。新并表的红岩石公司 (占股 51%) 有望成为公司 2011 年的新增盈利点。洒尔河电站和德宏州、瑞丽市的天然气供气项目在短期难以为公司贡献业绩, 但建成后将对公司业绩增厚有重大影响。在不考虑洒尔河电站和德宏爱众的天然气项目的情况下, 以及, 公司公用事业产品调价的因素, 我们预测公司 2011 年 EPS 为 0.24 元, 对应的 PE 为 64 倍, 高于行业均值, 暂给予“中性”评级。

1. 区域性的公用产品供应商

截至 2010 年底, 公司主营业务为: 水力发电和电力供应; 自然水生产和供应; 天然气供应。公司从 2002 年起开始涉足水务和天然气行业, 但电力供应依然占主营业务收入 60%左右。公司主要服务区域为四川广安市, 现有水电装机容量 10.32 万千瓦。

2010 年公司在实施跨区域扩张方面的动作, 值得我们关注: (1) 公司在 2010 年通过非公开增发募集 3.8 亿元, 增资四川星辰水电公司 3.3 亿元, 用以开发建设洒耳河一级、三级电站; 0.5 亿元增资德宏爱众燃气公司, 用以建设云南德宏州潞西市、瑞丽市城市管道天然气供气工程 (一期) 项目。(2) 在 10 月公告收购林锦杰等 9 名自然人股东所持云南红石岩水电开发有限公司 51% 的股权, 股权收购总价合计人民币 1.18 亿元。

洒耳河一级电站静态总投资为 1.64 亿元, 三级电站静态总投资为 2.23 亿元。项目建成后, 一级电站装机容量为 2 万千瓦, 三级电站装机容量为 2.5 万千瓦, 年发电量分别为 0.8,1 亿度、1.13 亿度。

云南德宏州潞西市、瑞丽市城市管道天然气供气工程 (一期) 项目: 总投资为 0.51 亿元, 主要用于潞西市输配气系统、瑞丽市输配气系统、CNG 运输车、工业电视监控和周界报警系统等投资建设。项目建成后, 形成潞西 LNG 气化接收站一座、瑞丽 CNG 供气站一座、潞西市中压输气管道 21.8 公里、瑞丽市中压输气管道 19.4 公里等完整的城市燃气管道供应系统, 供气能力 $1,124 \times 104\text{m}^3/\text{年}$, 项目建设期 2 年。

红岩石公司的股权收购行动则颇费周章。由于公司大股东对云南滇池补水工程对洪石岩电站发电量的影响有疑问, 在 2010 年 6 月 17 日临时股东大会上否决了该收购议案。后经过专业机构论证, 公司董事会认为上述因素对洪石岩发电量的影响甚微, 尔后重启了收购行动。并于 2010 年 11 月在临时股东会上通过了收购红岩石公司 51% 股权的议案。

红石岩公司的主要资产为装机容量 80MW 的洪石岩水力发电厂 (简称“洪石岩电站”)。本次收购完成后, 可增加公司权益装机 4.08 万千瓦, 预计可增加权益发电量 1.938 亿度。洪石岩水电站是牛栏江中下游水电开发规划的第六级电站, 坝址位于云南省昭通地区鲁甸县境内。洪石岩电站已经取得完整的行政审批。其中洪石岩电站第 1、2 台机组于 2007 年 12 月投产发电, 第 3、4 台机组分别于 2008 年 4 月、8 月投入运行。

表1 广安爱众2010年重要公告一览

时间	公告内容
2010-11-20	广安城区城市供水销售价格调整
2010-11-13	审议通过了《关于收购云南红石岩水电开发有限公司51%股权的议案》
2010-11-06	天然气销售价格调整
2010-10-28	收购云南红石岩水电开发有限公司51%股权:拟收购林锦杰等9名自然人股东所持云南红石岩水电开发有限公司(以下简称“红石岩”或“红石岩公司”)51%的股权,股权收购总价合计人民币118,183,511.25元。本次交易未构成关联交易
2010-06-18	否决了关于收购云南红石岩水电开发有限公司72.09%股权
2010-05-14	拟收购毛大勋等10名自然人股东所持云南红石岩水电开发有限公司(以下简称“红石岩”)72.09%的股权,股权收购总价合计人民币19,135.10万元。
2010-04-03	审议通过《2009年非公开发行股票预案(修订)》:公司本次非公开发行股票计划募集资金净额为38,000万元。募集资金用途:用于增资四川星辰水电投资有限公司33,000万元、增资云南省德宏州爱众燃气有限公司5,000万元。本次增资完成后,本公司持有四川星辰水电公司股权为75.86%,持有德宏爱众燃气公司的股权比例变更为86.87%。

资料来源:公司公告,海通证券研究所

2. 主要业务盈利能力稳定

公司2010年实现营业收入7.57亿元,利润总额0.78亿元,分别同比增长23.06%、14.17%,实现每股收益0.22元,分红预案为每10股送红股1股派现金0.2元(含税),每10股转增9股。

(1) 收入方面——电力业务价量齐升

公司年内实现销售收入同比增长23.06%,主要得益于占主营业务比重(60%)最大的售电收入大幅增加24%。

售电业务价量齐升。广安市电价在2009年底作了一次调整,致使公司2010年售电均价为0.503元/度,同比增长12.4%。2010年公司售电量也同比增长10.4%,达8.2亿度。

表2 广安爱众收入相关数据比较(2009-2010)

时间	收入总额(亿元)	电力			天然气			自来水			安装及其他收入	
		收入(亿元)	发电量(亿度)	售电量(亿度)	售电均价(元/度)	收入(亿元)	售气量(亿立方米)	售气均价(元/立方米)	收入(亿元)	售水量(亿吨)	售水均价(元/吨)	收入(亿元)
2010	7.57	4.12	4.49	8.19	0.5025	1.15	0.75	1.53	0.53	0.24	2.16	1.12
2009	6.15	3.32	4.92	7.42	0.4469	0.97	0.61	1.60	0.45	0.23	1.98	0.95
YOY(%)	23.06	24.10	-8.74	10.38	12.43	18.71	24.20	-4.42	16.38	6.76	9.01	17.64

资料来源:公司公告,海通证券研究所

(2) 盈利能力方面——盈利能力较为稳定

公司自2001年以来,综合毛利率一直保持在34%以上,盈利能力较为稳定。2010年的综合毛利率较2009年同期下降2.18%,全年综合毛利率为37.4%。由于7月份的洪灾影响,公司发电量下降了8.7%,而售电量却同比增长10.4%,增加了电力业务的营业成本。但由于自来水和安装业务的毛利率分别上升7.4%和4%,平滑了电力和天然气业务毛利率的下滑影响,使公司毛利率仍维持在37%以上的水平。

从公司的整个营业利润的构成来看,电力销售业务占到整个营业利润总额的60%,仍是公司主要的利润来源。

表3 广安爱众各项业务毛利率相关数据比较(2009-2010,%)

	综合毛利率	电力	天然气	自来水	安装及其他收入
2010	37.40	35.78	29.98	44.57	30.18
2009	39.58	42.28	34.62	37.19	26.23
YOY	-2.18	-6.50	-4.64	7.38	3.96

资料来源:公司公告,海通证券研究所

表4 广安爱众分业务营业利润相关数据(2009-2010)

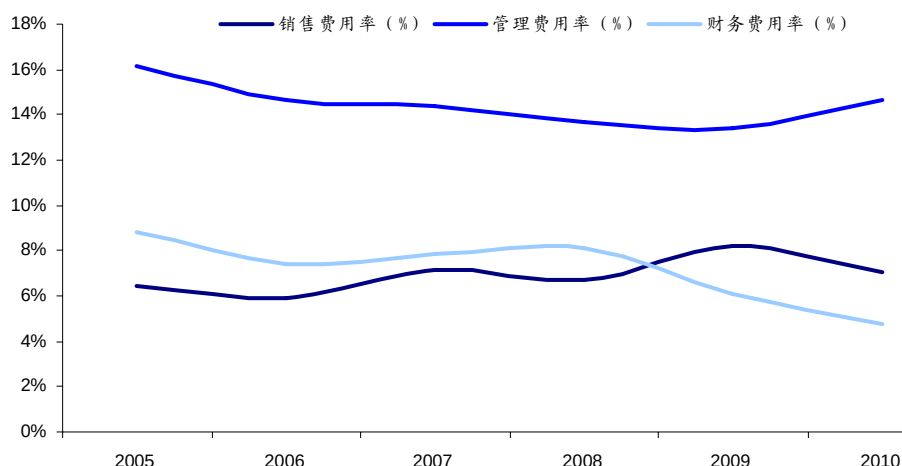
	总计		电力		天然气		自来水		安装及其他收入	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
2010	2.47	100.00	1.47	59.50	0.35	13.95	0.16	6.44	0.50	20.11
2009	2.21	100.00	1.40	63.45	0.336	15.20	0.12	5.38	0.35	15.97
YOY	11.99		5.03		2.79		33.94		41.00	

资料来源:wind 资讯,公司公告,海通证券研究所

(3) 期间费用方面——增发、收购致使管理费率上升

2010年公司的销售、管理、财务费用率分别为7.1%, 14.6%, 4.75%, 与去年同期相比, 分别变化为-1.1%, 1.3%, -1.4%。管理费率上升的主要原因是公司年内增发股票、收购红石岩公司和星辰水电公司。这导致管理费用支出同比增长34.5%, 为1.1亿元。

图1 广安爱众年度期间费用率变化(2005-2010)



资料来源:海通证券研究所

2010年公司的财务费用为0.36亿元, 与去年同期相比, 下降了4.6%, 主要原因是通过增发降低了资金成本。但其有息负债规模大幅增长了116.7%, 达到13.2亿元, 须予以关注。

表5 广安爱众财务费用相关数据比较(2009-2010)

时间	财务费用(亿元)	财务费用率(%)	有息负债(亿元)	加权资金成本
2010	0.360	4.75	13.210	3.73%
2009	0.38	6.13	6.10	6.42%
YOY(%)	-4.56%	-1.37	116.72	-2.70

资料来源:公司公告,海通证券研究所

(4) 投资收益——压缩天然气业务增厚投资收益

公司2010年投资收益为0.034亿元, 同比增长12.7%, 其中联营企业和合营企业的投资收益为0.03亿元, 同比增长4.4%。投资收益增长的主要原因是广安爱众压缩天然气有限责任公司贡献的投资收益增加了0.064亿元, 同比增长33%。

表6 广安爱众投资收益数据比较 (2009-2010)

	投资净收益 (亿元)	占营业利润比重 (%)	对联营企业和合营企业的投资收益 (亿元)	占营业利润比重 (%)
2010	0.034	4.58	0.029	3.86
2009	0.030	4.43	0.028	4.03
YOY (%)	12.66	0.15	4.39	-0.17

资料来源:公司公告,海通证券研究所

公司控股12家公司,主要涉足电力、天然气、水务等行业。它们对公司净利润贡献的占比依次为电力29.9%,燃气27.4%,水务21.4%。

表7 对公司权益净利润影响较大 (10%) 的子公司数据比较 (2009-2010)

		四川岳池爱众电力有限公司	四川西充爱众燃气有限公司
2010	持股比例 (%)	70%	100%
	子公司净利润 (亿元)	0.2320	0.0680
	为公司贡献投资收益 (亿元)	0.1624	0.0680
	净利润贡献占比 (%)	29.25%	12.25%
2009	持股比例 (%)	70%	95%
	子公司净利润 (亿元)	0.165	0.045
	为公司贡献投资收益 (亿元)	0.116	0.043
	净利润贡献占比 (%)	24.01%	8.85%

资料来源:公司公告,海通证券研究所

(4) 主要财务指标——在建工程大幅增加,星辰水电二级电站建设进度须关注

2010年公司在建工程同比增加了10.8倍,主要是因为新并表的星辰水电公司二级电站尚属于建设期。该电站于2006年4月底动工,期间受到2008年冰雪灾害和四川“汶川5.12”特大地震灾害的影响,致使道路中断,材料设备运输困难,从而施工进度低于预期。

表8 广安爱众主要财务指标比较 (2009-2010)

时间	营运能力-存货周转率 (%)	偿债能力-利息保障倍数	成长性-在建工程/固定资产 (%)	综合指标-ROE (%)
2010	21.30	3.18	28.84	6.07
2009	18.45	2.82	4.17	11.11
Yoy	2.85	0.36	24.66%	-5.03

资料来源:公司公告,海通证券研究所

3. 积极谋求跨区域扩张

(1) 未来业绩的增长点

洪石岩水电有助于增加公司的权益装机和盈利能力。洪石岩公司其所属洪石岩电站的装机为80MW,年均发电量为3.8亿度。据此测算,并表后公司未来可增加权益装机4.08万千瓦,预计增加权益发电量1.938亿度。公司的自发电成本远低于外购电的成本,自发自供业务为公司的主要盈利来源。为此,自发电量的增加将可提升公司的盈利能力。

须关注泗尔河二级电站的建设进度。二级电站 (2×18MW) 至今尚处于建设期。以掌握的信息,我们无法预测其投产时间,须继续跟踪。

泗尔河电站在短期难以为公司贡献业绩,但建成后将对公司业绩增厚有重大影响。泗尔河电站的设计总装机容量为8.1万千瓦,对应的公司权益装机为6.14万千瓦,使公司权益装机在现有基础上增长59.5%。这不仅增加了公司的装机规模,还可通过自发自供业务的增加,提升公司的盈利能力。

(2) 盈利预测与投资评级

公司在 2010 年耗资 4.98 亿元，实现了快速的外延式扩张。但同时，公司的有息负债大幅上升，资产负债率接近 63%。我们认为，公司对其融资能力的使用已达一定程度。而且，根据公司年报所述，2011 年工作安排中更多是强调对优质项目的储备。因此，我们预测，在 2011 年公司会转向对新购资产的管控整合。2011 年的业绩增长主要来自于洪石岩电站的并表以及所带来的售电业务利润率提高。

由于公司的泗尔河电站项目和德宏爱众燃气项目不会在 2011 年贡献利润，我们仅考虑洪石岩电站的新增装机，假定公共产品价格维持不变，预计 2011 年公司实现营收 8.49 亿元，净利润为 0.71 亿元，按增发后总股本 2.9645 亿股计算，其摊薄 EPS 为 0.24 元，对应目前股价的动态 PE 接近 64 倍，高于行业均值，暂给予“中性”评级。

表 9 广安爱众 2011 年的盈利预测

	2009	2010	2011E
营业总收入 (亿元)	6.15	7.57	8.49
售电收入 (亿元)	3.32	4.12	6.09
售气收入 (亿元)	0.97	1.15	1.26
售水收入 (亿元)	0.45	0.53	0.58
安装及其他 (亿元)	0.95	1.12	0.56
营业成本 (亿元)	5.50	6.86	5.18
毛利率 (%)	39.58	37.40	39.04
营业税金及附加 (亿元)	0.08	0.11	0.09
税金率 (%)	1.25	1.50	1.11
销售费用 (亿元)	0.50	0.53	0.59
销售费用率 (%)	8.18	7.05	7.00
管理费用 (亿元)	0.82	1.11	1.20
管理费用率 (%)	13.38	14.63	14.15
财务费用 (亿元)	0.38	0.36	0.58
财务费用率 (%)	6.13	4.75	6.86
所得税 (亿元)	0.16	0.16	0.17
所得税率 (%)	22.65	20.16	21.74
净利润 (亿元)	0.53	0.63	0.71
摊薄后总股本 (亿股)	2.9645	2.9645	2.9645
摊薄后 EPS (元)	0.18	0.21	0.24

注：2009 和 2010 年的 EPS 是按照摊薄后总股本 2.9645 亿股作摊薄计算
资料来源：wind 资讯，公司公告，海通证券研究所

4. 主要风险

(1) 云南滇池补水工程对洪石岩电站发电量的影响，致使洪石岩电站发电量低于历史均值。

(2) 泗尔河电站和德宏州供气工程（一期）项目建设进度低于预期。

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队: 陆凤鸣、白瑜

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 九龙电力、华能国际、华电国际、申能股份、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水、武汉控股、中电环保、永清环保、维尔利。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。