

## 公用事业

2017年04月05日

## 建投能源 (000600)

——受益京津冀与国企改革 被低估的区域龙头

暨火电行业系列报告之四

报告原因：调整投资评级

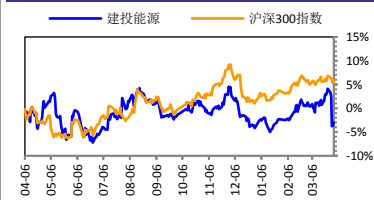
买入 (上调)

市场数据： 2017年03月31日	
收盘价(元)	8.97
一年内最高/最低(元)	10.2/8.52
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	9778
上证指数/深证成指	3222.51/10428.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日	
每股净资产(元)	6.27
资产负债率%	54.61
总股本/流通A股(百万)	1792/1090
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com

## 联系人

王璐  
(8621)23297818×7618  
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 公司是河北省国资背景的热电联产龙头，在河北南网市占率超过 20%（雄安新区隶属河北南网）。2016 年底公司控股装机容量达到 641 万 kW，电力、热力业务占公司主营业务比重超过 97%。发电业务主要覆盖在包括雄安新区在内的河北南网。2016 年公司控股发电量占河北南网发电量的 21.7%，占河北省全省的 12.13%。公司发电资产均为 30 万 kW 以上热电联产机组，并提前完成超净排放改造。
- 受益京津冀大气环境治理，集中供热、电代煤等能源供给结构变化显著提升公司经营效率。河北环京 18 个县市、石家庄市等重点区域划定为禁煤区，利用集中供热、电代煤、气代煤替代散煤燃烧、小锅炉。公司西柏坡热电厂今年起向石家庄市内供热，供热面积有望翻番。2016 年公司机组利用小时逆势上涨 355h 至 5252h。热电机组以热定电，伴随着供热面积增长、煤电供给侧改革，公司机组发电效率有望进一步提升。
- 公司积极发展海内外清洁能源项目，优化机组结构。2016 年公司先后投资乐亭海上风电、收购四川东西关水电站 6% 股权，积极发展清洁能源发电项目。此外公司参与增资中非基金牵头的中国海外基础设施开发投资有限公司，为公司未来在海外市场发展奠定了基础。我们认为，公司将发展视野拓展到清洁能源、海外市场，多元化业务将提供发展新动力。
- 控股股东建投集团承诺注入优质资产。建投集团于 2007 年就解决在发电业务方面的同业竞争出具了承诺，并分别于 2009 年、2013 年、2014 年将大量发电、热电项目股权转让给本公司，进一步履行了承诺，已注入资产在 2014 年报告期内贡献大量业绩。集团为省属第一大国资企业，拥有建投能源、新天绿色能源 (0956.HK) 两家上市公司，目前被列为河北省国企改革试点单位。上市公司于 16 年 4 月启动第一期员工持股计划，未来随着集团国企改革的推进，有望迎来新的发展机遇。
- 盈利预测及投资评级：我们维持公司 17~19 年归母净利润分别为 9.43、11.4 和 13.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.64 和 0.77 元/股，目前股价对应 17~19 年 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍，低于行业平均估值水平（17 年 29 倍）。我们认为，随着京津冀一体化拉动，公司热电联产项目推进，以及参与清洁能源开发、配售电业务，公司经营规模有望加速扩张，上调评级至“买入”。
- 风险提示：在建机组投产进度低于预期；京津冀集中供暖推进低于预期。

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,626	9,387	11,068	11,711	11,931
同比增长率(%)	-11.62	-2.48	17.91	5.81	1.88
净利润(百万元)	2,044	1,453	943	1,140	1,382
同比增长率(%)	0.06	-28.92	-35.11	20.89	21.23
每股收益(元/股)	1.14	0.81	0.53	0.64	0.77
毛利率(%)	41.0	31.4	22.3	25.3	28.9
ROE(%)	19.3	12.9	8.2	9.4	10.7
市盈率	8	11	17	14	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测公司 17~19 年归母净利润分别为 9.43、11.4 和 13.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.53、0.64 和 0.77 元/股，目前股价对应 17~19 年 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍，低于行业平均估值水平（17 年 29 倍）。我们认为，随着京津冀一体化拉动，公司热电联产项目推进，以及参与清洁能源开发、配售电业务，公司经营规模有望加速扩张，上调评级至“买入”。

### 关键假设点

考虑装机规模扩张，利用小时数增长，我们预计公司 17~19 年营收分别增长 17.9%、5.8% 和 1.9%。

考虑 2017 年煤价同比大幅增长，预计 2017 年毛利率下滑 7 个百分点。

### 有别于大众的认识

**京津冀推进集中供暖给公司电力、热力业务带来双重发展机遇。**市场普遍认为，火电机组装机容量过剩，公司发电利用效率应持续下滑。我们关注到公司机组全部为热电联产，受益于京津冀重点区域划定禁煤区，公司西柏坡热电厂等发电机组将扩大供暖覆盖面积。热电机组受益供暖面积的增长，公司发电效率将延续 2016 年的逆势上涨。

**合作参与清洁能源开发及海外市场，公司步入多元化发展新篇章。**市场对公司的认识主要为热电企业。自 2016 年 3 月公司与同一控制人的新天绿色能源、大股东建投集团合作开发乐亭海上风电项目起，我们关注到公司积极发展海内外清洁能源，收购水电资产，优化装机结构。公司将发展视野拓展到清洁能源、海外市场，多元化业务将为公司提供发展新动力。

**集团承诺优质发电资质注入，国企改革进度有望超预期。**集团承诺优质发电资产注入为市场一致预期。我们注意到 3 月河北省国资委将公司大股东建投集团列为当地首批国企改革试点单位。作为河北省第一大国资企业，建投集团国企改革进度有望超预期，迎来新的发展机遇。公司作为 A 股上市平台，有望充分受益。

### 股价表现的催化剂

供暖面积扩张；集团资产注入；海内外清洁能源开发。

### 核心假设风险

在建机组投产进度低于预期；京津冀集中供暖推进低于预期。

## 目录

---

<b>1. 河北热电龙头 高效经营稳定增长 .....</b>	<b>5</b>
<b>2. 受益环保及煤电供给侧改革 热电业务持续增长 .....</b>	<b>6</b>
2.1 机组结构优质 利用效率高于行业平均 .....	6
2.2 京津冀加强大气污染治理 推动集中供热发展 .....	7
2.3 煤电供给侧改革启动 有望提升公司机组效率 .....	9
<b>3. 发展海内外清洁能源 装机规模持续增长 .....</b>	<b>10</b>
3.1 在建热电机组 拓展冀北市场 .....	10
3.2 海内外拓展清洁能源 完善机组结构 .....	10
3.3 迎接电改机遇 延伸配售电业务 .....	11
<b>4. 集团试点国企改革 资产注入承诺逐步兑现 .....</b>	<b>12</b>
4.1 集团承诺逐步兑现 资产注入可期 .....	12
4.2 集团系国企改革试点单位 手握优质多元资产 .....	12
4.3 新天绿色能源：集团港股能源平台 双方合作可期 .....	14
<b>5. 受益京津冀一体化发展 上调评级至买入 .....</b>	<b>15</b>

## 图表目录

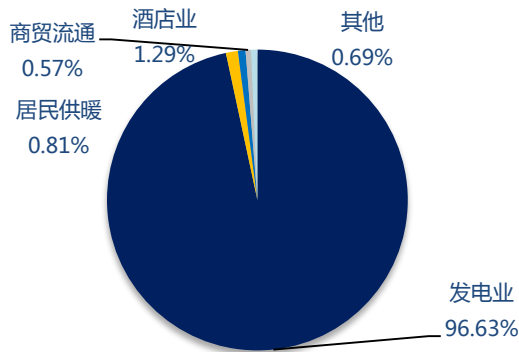
图 1: 主营业务收入构成 (2016A) .....	5
图 2: 公司营收及净利润变化 (单位: 百万元, %) .....	5
图 3: 公司整体毛利率和净利率变化.....	5
图 4: 公司电力业务毛利率变化.....	5
图 5: 公司大股东及实际控制人.....	6
图 6: 公司年利用小时高于省内平均水平.....	7
图 7: 2016 年公司机组利用效率逆势反弹.....	7
图 8: 环京 18 个县 (市区) 划定为禁煤区.....	8
图 9: 西柏坡电厂替代石家庄市区热源.....	9
图 10: 2017 年公司集中供热面积有望快速增长.....	9
图 11: 新天绿色能源业绩变化 (单位: 百万元) .....	14
图 12: 新天绿色能源 2016 年营业收入结构 (单位: 百万元) .....	14
表 1: 公司控股发电企业运营情况 (2016 年) .....	6
表 2: 河北省禁煤区“电代煤”补贴政策.....	9
表 4: 公司首次出资参与清洁能源开发.....	10
表 5: 2014-2015 年集团注入资产的情况 .....	12
表 6: 上市公司体外集团参控股热电资产.....	12
表 7: 建投集团主营收入结构.....	13
表 8: 新天绿色能源天然气业务营运指标.....	15
表 9: 新天绿色能源风电业务营运指标.....	15
表 10: 公司营业收入预测 (单位: 百万元) .....	15
表 11: 公司营业成本预测 (单位: 百万元) .....	16
表 12: 公司近年来分红情况.....	16
表 13: 火电行业估值情况.....	16
表 14: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股) .....	17

## 1. 河北热电龙头 高效经营稳定增长

公司是河北省的能源投资主体，主营以燃煤火力发电和供热为主，并涉及核电、风电、水电等新能源项目投资。截至 2016 年末，公司控制运营装机容量 641 万 kW，控制在建装机容量 140 万 kW，权益运营装机容量 735 万 kW，集中供热面积达 2865 万 m<sup>2</sup>。发电、供热业务占营收比例超过 97%，此外公司还经营商贸流通、酒店等业务。公司还参股河北沧州海兴核电项目。

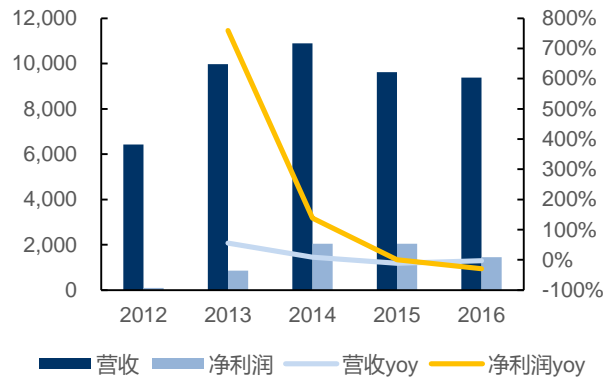
受电价下调、煤价上涨等因素影响，公司业绩规模有所下滑。2016 年全年，公司上网电量 280.1 亿 kWh，同比增长 7.68%，售热量 1573 万吉焦，同比增长 13.33%。受 2016 年 1 月 1 日起电价下调 3 分钱影响，2016 年实现营收 93.87 亿元，同比减少 2.48%；同期煤价快速上涨，发电业务毛利率下降 9.89 个百分点，归母净利润 14.53 亿元，同比减少 28.92%。

图 1：主营业务收入构成（2016A）



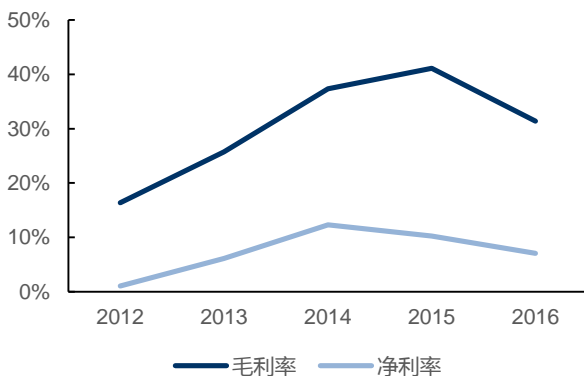
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司营收及净利润变化（单位：百万元，%）



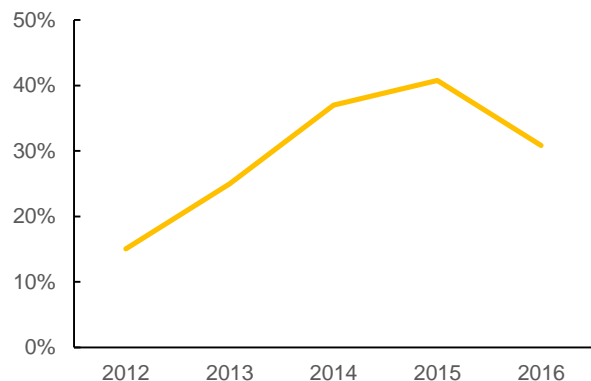
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司整体毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告，中电联，申万宏源研究

图 4：公司电力业务毛利率变化

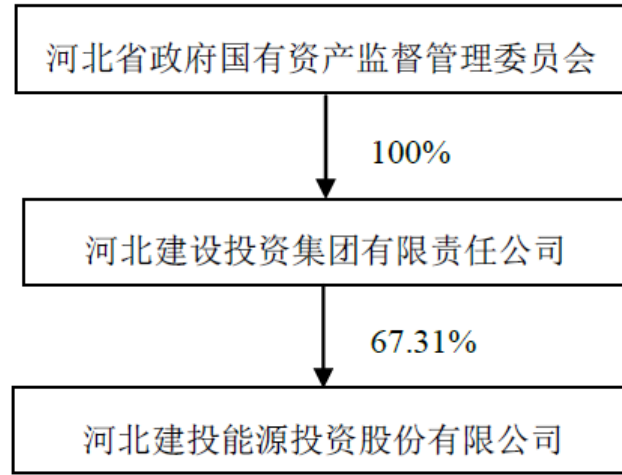


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司大股东建投集团系河北省属资产规模最大的国有资本投资运营平台，是支持河北省经济发展的投融资平台、基础设施建设平台和金融服务业平台。河北建投集团控股上市公司 67.31% 的股权，另控股港股上市公司新天绿色能源，参与发起设立北京大唐发电股份

有限公司和华能国际电力股份有限公司。截至 2016 年底，集团公司合并总资产 1393 亿元，净资产 597.2 亿元。

图 5：公司大股东及实际控制人



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 受益环保及煤电供给侧改革 热电业务持续增长

### 2.1 机组结构优质 利用效率高于行业平均

公司具备规模优势，拥有较高的市场占有率，对省内能源项目开发具有优先参与能力。目前公司控股发电机组主要集中于河北南部电网，控制装机容量占河北南部电网 20% 以上，占河北省总装机容量的 10% 以上；控股发电量占河北南网发电量的 21.7%，占河北省全省的 12.13%。

表 1：公司控股发电企业运营情况（2016 年）

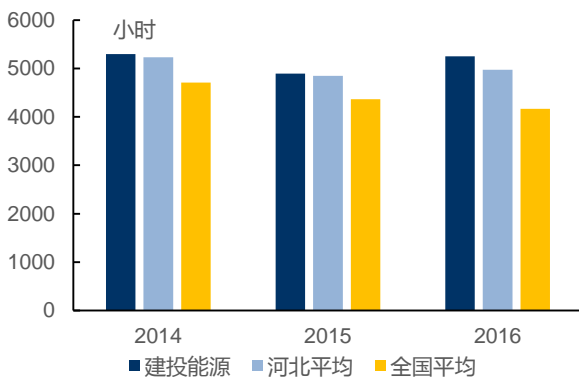
子公司名称	装机容量（万 kW）	持股比例	发电量（亿 kWh）	机组利用小时（h）
西电公司	132	60%	64.54	4889
西二公司	120	51%	62.59	5216
国泰公司	63	51%	34.3	5444
任丘公司	70	65.37%	38.8	5543
沙河公司	120	80%	66.74	5562
宣化热电	66	100%	31.83	4823
邢台热电	70	100%	1.49	213
合计	641	-	300.29	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：邢台热电 1、2 号机组分别于 2016 年 11 月、2017 年 1 月投产

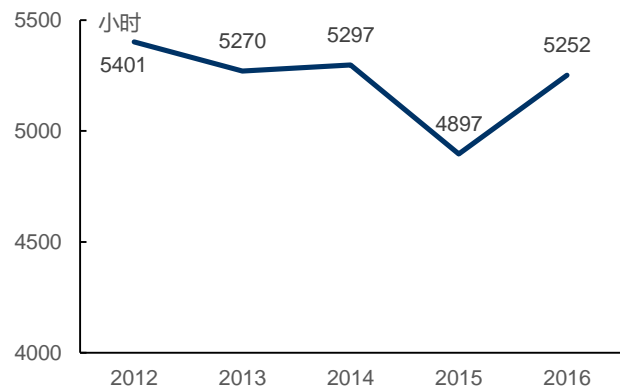
公司机组结构优质，经营效率高、增长稳定。公司拥有的发电机组均为 30 万 kW 以上机组，具有容量大、效率高的特点，且全部机组均达到超低排放限值要求。公司所有机组均为热电联产机组，京津冀地区一体化战略发展、集中供热需求的不断增长，为公司开拓热力市场提供巨大的发展空间。2016 年公司集中供热面积同比增长 28%，热电机组以热定电，电力与供热业务实现同步扩张。近年来公司机组利用效率持续高于河北省、全国平均水平。2016 年公司机组平均利用小时 5252h，在全国火电机组平均利用小时持续下滑至 4165h 的背景下，实现逆势反弹。

图 6：公司年利用小时高于省内平均水平



资料来源：公司公告，中电联，申万宏源研究

图 7：2016 年公司机组利用效率逆势反弹



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.2 京津冀加强大气污染治理 推动集中供热发展

2017 年是国家“大气十条”的收官之年，为实现京津冀区域 PM2.5 年均浓度下降到 60 微克/立方米左右的目标，京津冀及周边地区共 7 个省、区、市加大散煤治理、强化区域联控，推动大气污染治理。

2016 年 9 月出台《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017 年）》，将河北省保定、廊坊市京昆高速以东、荣乌高速以北与京津接壤区域以及三河市、大厂回族自治县、香河县全部行政区域划定为禁煤区，要求到 2017 年 10 月底前完成除电煤、集中供热和原料用煤外燃煤“清零”。禁煤区涉及保定、廊坊市 18 个县（市、区），包括 1 个城市建成区、14 个县城建成区（含 404 个城中村）和 3345 个农村（约 105.4 万户）。





表 2：河北省禁煤区“电代煤”补贴政策

扶持政策	标准	具体内容
设备购置补贴	85%	每户最高补贴金额不超过 7400 元，由省和市县各承担 1/2，其余由用户承担
房屋修缮补贴	-	支持房屋保温修缮
采暖期用电补贴	0.2 元/千瓦时	由省、市、县各承担 1/3，每户最高补贴电量 1 万 kWh；补贴政策及标准暂定 3 年
不执行阶梯电价	-	采暖期可选择执行峰谷电价，非采暖期可不选择执行峰谷电价；电代煤用户不再执行阶梯电价

资料来源：公开资料，申万宏源研究

2017 年 3 月，公司控股的西柏坡电力正式向石家庄市区试运行供热，公司供热面积年内将翻番。西柏坡电力有 4\*33 万 kW、2\*60 万 kW 共计 6 台机组，5 台机组抽汽供热改造、供热管道建设已完成。届时将完成对热电三厂、热电二厂南区、石家庄钢厂、北城供热站等主城区热源的替代。2017 年冬天西柏坡电力 5 台机组对市区供热的面积将达 2917 万 m<sup>2</sup>，相对于公司目前 2865 万 m<sup>2</sup>的集中供热面积实现翻番。供热面积提升也将大大提升机组发电利用效率。

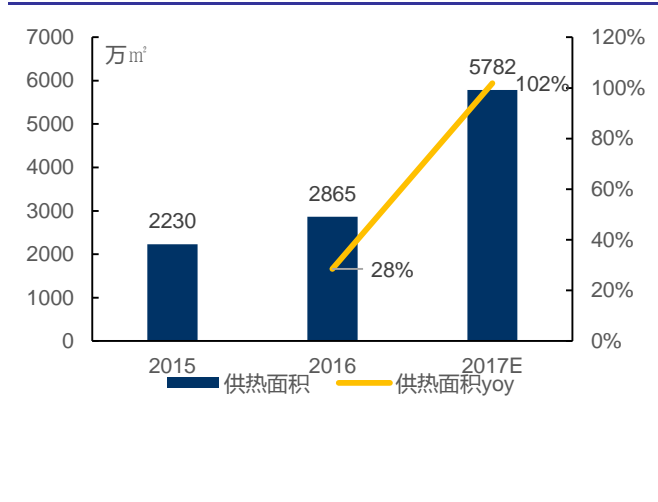
图 9：西柏坡电厂替代石家庄市区热源



资料来源：公司官网，申万宏源研究

注：图中“A”为西柏坡电厂所在地

图 10：2017 年公司集中供热面积有望快速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.3 煤电供给侧改革启动 有望提升公司机组效率

煤电供给侧改革启动，存量煤电机组效率有望提升。2017 年 3 月两会政府工作报告中，提出将淘汰、停建、缓建 5000 万 kW 煤电装机，开展煤电供给侧改革，提高煤电行业效率。2017 年河北省政府工作报告中明确“制定我省电力去产能实施方案，淘汰落后、优化布局、置换替代、改造提升。”

根据《河北省火电行业减煤专项实施方案》，河北将实施火电行业淘汰落后产能工程，全部关停 30 万千瓦以下运行期满的机组 20 台、181.4 万千瓦，全部关停 30 万千瓦等级以

下纯凝机组 15 台、13.5 万千瓦。对大型供热机组能够覆盖的小机组，逐台落实供热替代方案后，有序实施关停。

公司机组全部为 30 万 kW 以上装机规模，且已完成超净排放改造，有望充分受益煤电供给侧改革。2016 年在全国火电利用小时创 1964 年以来新低的背景下，公司机组利用小时逆势同比提升 355 小时至 5252 小时。在置换关停机组热电供应的过程中，有望充分受益并提升发电效率。

## 3. 发展海内外清洁能源 装机规模持续增长

### 3.1 在建热电机组 拓展冀北市场

在建 140 万 kW 热电联产机组，有望提升机组规模。公司目前控股装机规模 641 万 kW，在建 140 万 kW。其中：

承德热电项目计划 2017 年中期实现双机投产。在建承德热电项目位于承德市上板城镇白河南村，建设工程包括 2 台 35 万千瓦国产超临界燃煤单抽供热机组，配 2 台 1153 吨/小时超临界煤粉炉。项目建成后可形成 1320 万 m<sup>2</sup>供暖和 200 吨/小时供汽能力。

另有遵化热电项目按计划开展基建工作。遵化热电项目位于河北省遵化市境内，规划建设 2\*35 万 kW 超临界供热机组。公司控股 51%，北方矿业持股 49%。该项目的开发建设将进一步拓展公司在河北北网的市场份额。

同时，公司以 20% 股比参股的山西孟县 2\*100 万 kW 项目于 2016 年 10 月获得核准。公司也在积极推进山西、内蒙等地外电送冀大型煤电一体化项目的前期工作。

### 3.2 海内外拓展清洁能源 完善机组结构

合作增资海上风电项目，迈入清洁能源开发新时代。2016 年 3 月公司公告与大股东建投集团、新天绿色能源三方合作增资唐山乐亭菩提岛海上风电场 300MW 项目。菩提岛海上风电项目位于唐山市京唐港与曹妃甸港之间乐亭县海域，是河北省第一个海上风电场示范项目。该项目已于 2013 年获得河北省发改委核准。三方本次合计增资 10.15 亿元，增资完成后乐亭风能出资总额合计 11.11 亿元，其中公司出资比例 45%。

此次出资系公司在清洁能源领域的第一步。建投集团系新天绿色能源与公司的控股股东，三方合作投资表明集团对公司发展清洁能源的支持。

表 3：公司首次出资参与清洁能源开发

出资方	增资金额	出资总额	出资比例	出资方式
新天绿色能源	4.75	5.71	51.40%	货币
建投能源	5	5	45%	货币
建投集团	0.4	0.4	3.60%	货币

合计	10.15	11.11	100%	-
----	-------	-------	------	---

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016年12月，公司以竞价方式购得四川华能东西关水电股份有限公司6%股权。东西关水电公司拥有水电装机容量21.6万kW，2015年实现净利润1.11亿元。此次收购增加了公司在清洁能源领域的资产配置，为优化调整业务结构起到积极作用。

境外能源项目稳步推进，参股中国海外基础设施开发投资有限公司。公司拟以自有资金1000万美元认购中国海外基础设施开发投资有限公司（简称“平台公司”）发行新股1000万股。平台公司由中非基金牵头，联合葛洲坝国际、中土集团、鼎亿集团、中国电信等基础设施投资、施工、设计、运营机构及金融机构共同发起设立。公司此次以创始股东身份参与增资平台公司，占增资后平台公司总股本的3.7%。

借助平台公司，公司可撬动海外发电、直供电项目。通过此平台，公司可以更加迅速地获取非洲项目有关信息，抢占项目资源。同时，公司还可以参与电信、矿业、钢铁等用电大户项目的开发，实施直供电经营模式，提高海外火电项目的经济效益。

### 3.3 迎接电改机遇 延伸配售电业务

公司控股子公司宣化热电子2015年张北阿里云计算数据中心项目大用户直供电事宜签订了“直供电框架协议”。张北阿里云计算数据中心项目位于河北省张家口市张北县，一期工程建设八万台数据中心基础设施。该项目是目前国内最大、建设效率最高、节能和绿色技术最先进的云计算数据中心，是阿里巴巴参与和支持京津冀协同发展的重要项目，也是阿里云在北方最为重要的云计算基地。年用电量预计将在10~12亿千瓦时。张北数据港和张北云联年度用电量全部与宣化热电直接交易，购电结算价格暂定为0.42元/Kwh。按照10~12亿千瓦时的年用电量计算，每年直供电项目可为公司带来约4.2~5.04亿元的收入增量。

2016年10月京津唐地区启动电力集中竞价交易，公司设立售电公司，发展配售电业务。公司已出资设立售电公司，为参与配售电业务做准备。2016年10月，京津唐地区开展电力直接交易。在增量配电网市场放开的背景下，京津冀地区新设雄安新区、沧州渤海新区等大型工业园区，打开当地配、售电业务市场空间，为公司的大用户直供电、配售电业务带来发展机遇。

2017年3月，电力销售子公司与电力用户、电网公司签订了《市场化零售供用电合同》，在辛集、邯郸、邢台、石家庄、清河、宁晋、井陘等多地签订三方合同，参与市场化电力直接交易。

## 4. 集团试点国企改革 资产注入承诺逐步兑现

### 4.1 集团承诺逐步兑现 资产注入可期

2013年，建投集团在公司重大资产重组时就解决与公司在发电业务方面的同业竞争出具了**承诺和具体措施**。集团承诺未来在境内的新建火电项目及火电业务相关的资产运作、并购等机会优先提供给公司，并承诺将符合注入条件的火电资产注入公司。2014年建投集团即将其持有的业绩状况良好且符合注入条件的王滩发电（30%股权）、龙山发电（29.43%股权）、承德热电（35%股权）、龙新热力（35%股权）转让予公司。

表 4：2014-2015 年集团注入资产的情况

电厂	装机 (万 kW)	机组结构	权益	对价 (亿元)
宣化热电	60	2×33	100%	
国华沧东	240	4×60	40%	27.50
三河发电	130	2×35+2×30	15%	
王滩发电	120	2×60	30%	3.26
龙山发电	120	2×60	29%	3.95
承德热电	60	2×33	35%	2.98
承德龙新热力	60	2×33	35%	0.68

资料来源：公司公告，申万宏源研究

集团尚有未注入的优质火电资产，鉴于建投集团履行承诺的进程较快，这些资产在达到注入条件后有望尽早完成资产注入。

表 5：上市公司体外集团参控股热电资产

参控股类型	公司名称	装机容量 (万千瓦)	持股比例
控股	兴泰发电	44	55%
	秦热发电	62	40%
	秦皇岛发电	107	50%
参股	国华定州	252	41%
	国华沧东	240	40%
	华源热电	25	29%
	国电建投内蒙古	132	50%
	大唐发电	4433.8	9.63%
	华能国际	8387.8	3.97%

资料来源：建投集团短融券募集说明书，申万宏源研究

注：建投集团系大唐发电、华能国际的 IPO 发起人之一

### 4.2 集团系国企改革试点单位 手握优质多元资产

河北建投集团列为河北省属企业首批国企改革试点单位。3月27日，河北省政府新闻办召开全省深化国企改革新闻发布会，在省国资委监管企业中全面启动了 10 项改革试点。

在开滦集团、冀中能源集团、唐山三友集团、河北建投集团、河北国控公司等省属企业分别开展了国企分离办社会改革、落实董事会职权、混合所有制员工持股和改建国有资本投资、运营公司试点。

2016年河北省国资委监管企业由29家重组为24家，对产业相近、主业相同的监管企业，实施整合重组。其中，华药集团、河北航投、煤炭工业石家庄设计研究院、河北国和投资分别由冀中能源和开滦集团完成整合重组；省内国有民爆企业资产已完成整合重组，河北国控民爆集团挂牌成立；冀中能源组建医疗健康产业集团取得积极进展；河北粮产集团重组省属粮食企业、河钢集团重组省机械研究院等工作基本完成。

根据发布会新闻，2017年河北省国资将继续深化省属企业整合重组依然是国企改革的一项重要任务，省国资委将本着成熟一户、重组一户的原则继续推进。

建投集团是河北省属资产规模最大的国有资本投资运营公司，为支持河北省经济发展的投融资平台、基础设施建设平台和金融服务业平台。截至2016年底，集团公司合并总资产1393亿元，净资产597.2亿元。集团系统企业员工约13000人，参控股企业180余家，控股河北建投能源和新天绿色能源两家上市公司，参与发起设立北京大唐发电股份有限公司和华能国际电力股份有限公司，是河北省属资产规模最大的国有资本投资运营公司。

表 6：建投集团主营收入结构

营业收入	2015H1	
	金额	占比
能源板块	4634	84%
火电	3112	58%
风电	399	7%
天然气	1023	18%
投资收益板块	448	8%
酒店地产板块	8	0%
供水板块	149	3%
运输及装卸板块	35	1%
其他板块	261	5%

资料来源：建投集团短融券募集说明书，申万宏源研究

建投集团主营业务以能源板块为主，营收占比超过80%，涵盖火电、风电和天然气。控股9家河北省骨干发电公司，可控装机容量696万千瓦。河北省最大的风电运营商，在河北、山西、新疆、山东、云南、内蒙古等地区拥有风电项目，控股装机容量209.36万千瓦。积极发展光伏发电项目，控股装机容量4.7万千瓦。拥有长输管线602.8公里，城市管网1370.6公里，覆盖省内城市燃气市场27个。其中火电资产主要在建投能源上市，风电、天然气资产在港股上市（新天绿色能源0956.HK）。

集团投资领域还涉及县域基础产业、基础设施建设、金融服务、矿产开发等多个行业。作为省部合作项目河北省主要出资人代表，投资参与建设了朔黄铁路、黄骅港、唐山港、京沪高速铁路、京石客运专线、石太客运专线、京沈客运专线等29个项目，共建成铁路

2154.94 公里，高速公路 79 公里，港口吞吐能力 7.8 亿吨。河北省水务行业龙头，项目分布于沧州、曹妃甸、廊坊、石家庄、沙河等地市，供水规模约占全省市场份额的三分之一。

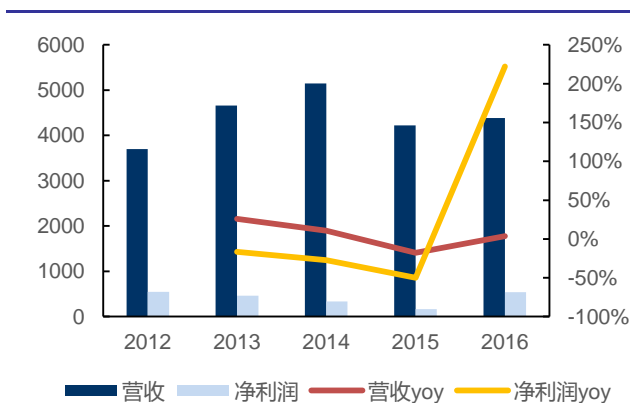
建投能源已于 2016 年 4 月执行第一期员工持股计划。本期员工持股计划面向员工不超过 3818 人，其中董事、监事及高管 17 人，合计占比 5.56%；其他员工占比 94.44%。持股计划成立后委托兴证证券资管设立定向资产管理计划，16 年 4 月通过二级市场交易的方式累计买入经营股票 645.4 万股，占公司总股本的 0.36%，成交均价 9.48 元/股，锁定期 12 个月。

上市公司借由员工持股计划，建立了员工与公司所有者的利益共享机制，是国企改革的一项重要尝试。我们认为公司作为国企，将经营者的个人收益与国企利益有机结合，体现了公司对提高长期盈利能力有着明确的规划，也彰显员工对公司发展的信心。随着集团试点国企改革迎来发展机遇，上市公司也有望继续受益。

### 4.3 新天绿色能源：集团港股能源平台 双方合作可期

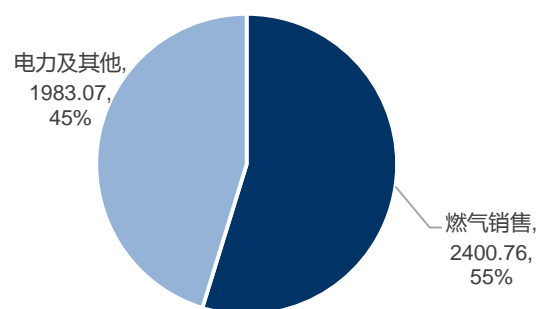
新天绿色能源系华北地区领先的清洁能源开发与利用公司，是河北省最大的天然气分销商，亦是河北省最大的风电运营商，是中国十大风电运营商之一。该公司于 2010 年在香港主板上市。建投集团持股比例为 50.5%。截止 2016 年 12 月末，总资产 293.74 亿元。该公司在河北省拥有运营天然气输配设施，并通过天然气分销渠道销售天然气。该公司从事风电场的规划、开发、运营及电力销售，在河北、山西、新疆、山东、云南、内蒙古等地区拥有风电项目。2016 年实现营收 43.84 亿元，同比增长 3.8%；归母净利润 5.42 亿元，同比增长 222.6%。

图 11：新天绿色能源业绩变化（单位：百万元）



资料来源：新天绿色能源公告，申万宏源研究

图 12：新天绿色能源 2016 年营业收入结构（单位：百万元）



资料来源：新天绿色能源公告，申万宏源研究

2016 年新天绿色能源累计控股风电装机容量 279.6 万 kW，累计权益装机容量 257.16 万 kW，在建容量 72.1 万 kW。2016 年控股风电场平均利用小时数 2195h，较上年同期增加 308h，高出河北省平均 118h。发电量 45.85 亿 kW，同比增长 45%。

2016年燃气售气量11.11亿m<sup>3</sup>，同比降低1.4%。累计运营管道2183.7公里，其中长输管道745.3公里，城市燃气管道1438.4公里；累计运营14座分输站、8座门站。公司仍在稳步发展CNG、LNG业务，2016年底累计运营CNG母站6座，CNG子站7座，LNG加气站1座。沙河LNG液化加工厂项目已完成施工部分，正在办理相关投产手续。

表 7：新天绿色能源天然气业务营运指标

	2013年	2014年	2015年	2016年
累计运营管线长度（公里）		1713.5	1973.4	2183.7
其中：长输管道		550	602.8	745.3
城市燃气管道	573.5	1163.5	1370.6	1438.4
售气量（亿m <sup>3</sup> ）	14.84	15.23	11.27	11.11
其中：批发	7.57	8.39	7.87	7.86
零售	6.65	6.15	2.73	2.54
压缩天然气	0.62	0.69	0.67	0.71
售气同比增速（%）		2.7	-26	-1.4

资料来源：新天绿色能源公告，申万宏源研究

表 8：新天绿色能源风电业务营运指标

	2013年	2014年	2015年	2016年
控股装机容量（万kW）	144.53	169.68	209.36	297.6
在建装机容量（万kW）		54.85	70.49	72.1
累计核准储备容量（万kW）		182.6		95.65
发电量（亿kWh）	29.27	27.4	29.21	45.85
平均利用小时数（小时）	2312	1996	1887	2195
平均可利用率（%）	97.5	97.8	95.25	97.88
平均上网电价（元/kWh）	0.546	0.542	-	-

资料来源：新天绿色能源公告，申万宏源研究

我们认为，继公司与新天绿色能源合作开发乐亭提岛海上风电项目后，公司资金实力和融资能力较强，双方在新能源领域可以有更为广泛的合作开发，助力公司电力业务多元化发展。

## 5. 受益京津冀一体化发展 上调评级至买入

考虑装机规模扩张，利用小时数增长，我们预计公司17~19年营收分别增长17.9%、5.8%和1.9%。考虑2017年煤价同比高增，我们预计公司毛利率水平将出现下滑。

表 9：公司营业收入预测（单位：百万元）

营业收入	2014年	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
电力	10,156	8,780	8,438	10,162	10,805	11,026
热力	433	574	633	699	699	699
餐饮住宿	117	128	121	121	121	121

综合能源服务	119	40	0	0	0	0
居民供热	6	32	76	20	20	20
其他	61	73	118	65	65	65
合计	10,891	9,626	9,387	11,068	11,711	11,931

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 10: 公司营业成本预测 (单位: 百万元)

营业成本	2013 年	2014 年	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
发电业	6,291	6,690	5543	6271	8524	8670	8408
餐饮住宿	51	45	48	46	47	47	47
综合能源服务	62	79	22	0	0	0	0
居民供热	48	8	42	64	22	22	22
其他	10	3	17	59	9.75	9.75	9.75
合计	6,462	6,826	5671	6440	8,603	8,749	8,487

资料来源: Wind, 申万宏源研究

公司积极分红, 注重投资者回报。自 1998 年至 2015 年公司基本年年分红, 累计分红金额为近 20 亿元。2016 年公司分红预案为每 10 股派发现金股利 4 元 (含税), 分红比例高达 49%。我们认为, 公司分红比例稳定, 随着盈利能力的提高, 可为投资者带来稳定回报。

表 11: 公司近年来分红情况

年度	净利润 (亿元)	现金分红总额 (亿元)	现金分红比例
2013 年	7.15	3.23	45%
2014 年	20.43	4.48	22%
2015 年	20.44	8.06	39%
2016E	14.53	7.17	49%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

我们预测公司 17~19 年归母净利润分别为 9.43、11.4 和 13.82 亿元, 对应 EPS 分别为 0.53、0.64 和 0.77 元/股, 目前股价对应 17~19 年 PE 分别为 17 倍、14 倍和 12 倍, 低于行业平均估值水平 (17 年平均 29 倍)。我们认为, 随着京津冀一体化拉动, 公司热电联产项目的陆续推进, 以及参与清洁能源开发、配售电业务, 公司经营规模有望加速扩张, 上调评级至“买入”。

表 12: 火电行业估值情况

代码	简称	评级	2017/3/31	EPS			PE			PB
			最新股价	15A	16E	17E	15A	16E	17E	
601991.SH	大唐发电	买入	4.93	0.21	-0.2	0.14	23	-	35	1.7
000539.SZ	粤电力 A	增持	5.60	0.62	0.19	0.12	9	29	47	1.2
600795.SH	国电电力	增持	3.26	0.22	0.26	0.18	15	13	18	1.3
600027.SH	华电国际	增持	5.04	0.78	0.34	0.27	6	15	19	1.2
600011.SH	华能国际	增持	7.17	0.91	0.58	0.32	8	12	22	1.3



000543.SZ	皖能电力	增持	6.96	0.65	0.39	0.23	11	18	30	1.4
	行业平均	-	-	-	-	-	12	17	29	1.3
000600.SZ	建投能源	增持	8.97	1.14	0.81	0.53	8	11	17	1.4

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 13: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	10,891	9,626	9,387	11,068	11,711	11,931
二、营业总成本	8,445	7,183	7,558	9,826	10,037	9,840
其中: 营业成本	6,826	5,678	6,440	8,603	8,749	8,487
营业税金及附加	63	84	111	89	117	143
销售费用	48	51	54	66	70	84
管理费用	807	749	557	664	714	740
财务费用	673	520	382	404	387	387
资产减值损失	28	101	15	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	712	823	618	300	300	320
三、营业利润	3,158	3,265	2,447	1,541	1,974	2,412
加: 营业外收入	15	23	28	40	40	40
减: 营业外支出	36	7	4	4	19	16
四、利润总额	3,138	3,281	2,472	1,577	1,995	2,436
减: 所得税	478	657	527	319	475	592
五、净利润	2,660	2,624	1,945	1,258	1,520	1,843
少数股东损益	617	580	492	314	380	461
归属于母公司所有者的净利润	2,043	2,044	1,453	943	1,140	1,382
六、基本每股收益	1.32	1.14	0.81	0.53	0.64	0.77
全面摊薄每股收益	1.14	1.14	0.81	0.53	0.64	0.77

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。