

非公开发行盘活集团优质资产 东方能源打响国企改革第一枪

核心观点:

一、事件

公司发布非公开发行股票预案,拟以 12.72 元/股的价格发行不超过 1.02 亿股,募集资金总额不超过 13 亿元,收购河北公司持有的良村热电 51%的股权和供热公司 61%的股权、补充流动资金。

二、我们的分析与判断

(一) 收购热电资产,增厚至少 1.7 亿净利润

良村热电 51%股权,权益对应净利润 1.46 亿元。供热公司 61%股权,权益对应净利润 0.20 亿元。收购热电资产至少增加 22 亿营业收入,增厚 1.7 亿净利润。(见表 1、2)

(二) 5.5 倍 PE 收购价格使公司估值更具吸引力

2014 年公司归属净利约 1.97 亿元,其中热电资产贡献 1.6 亿元(包括即将关停的二厂亏损 1000 万元左右)、70MW 光伏贡献近 4000 万元。公司拟使用 9.17 亿元收购良村热电 51%股权和供热公司 61%股权。收购 PE 价格为 5.5 倍, PB 价格为 1.4 倍。增发后,公司市值增加不超过 13 亿元至 86 亿元,净利润由 2014 年的 1.97 亿元增厚 1.66 亿元至 3.63 亿元, PE 仅为 23X。

2015 年是公司新能源业务大发展的元年。为完成 2015 年河北公司光伏并网 1GW 的目标,我们预计公司自主开发规模约 300MW,按照新增 180MW 全年运营规模,光伏将新增超过 1 亿利润。考虑到热电二厂停产减亏、潜在土地收益等,2015 年净利润可达 5 亿元。重组完成后 86 亿市值,对应估值 17 倍。

根据 3 月 16 日 wind 数据,同类公司光伏 2014 年 PE 数据均高于 30X,上海电力 30X、江苏旷达 40X、爱康科技 89X、甘肃电投 49X、阳光电源 58X、隆基股份 63X、森源电气 41X、彩虹精华 131X、中环股份 237X。

东方能源 (000958.SZ)

推荐 维持评级

分析师

张玲

☎: (8610) 6656 8643

✉: zhangling_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020003

特此鸣谢

于化鹏: (8610) 83571395

(yuhupeng@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

相关研究

1. 公司简评报告: A 股清洁能源运营标的 2014.07.22
2. 公司简评报告: 借力京津冀一体化积极筹划清洁能源转型 2014.08.09
3. 公司简评报告: 政策调整 上调河北公司年末光伏规模 2014.09.12
4. 公司深度报告: 背靠全球最大光伏投资商 华丽转身新能源运营平台 2014.09.24
5. 公司简评报告: 光伏并表贡献利润 公司业绩大幅增长 2014.10.29

公司估值低，并且从目前情况看，如不采用并购项目的方式河北公司完成 1GW 光伏并网目标存在些许困难。因此，2015 年公司还存在并购光伏项目的可能性。从上一次和这次收购价格来看，并购价格 PE 在 4-5 倍，并购后，公司 PE 将更具吸引力。

表 1、募集资金投资项目

募集资金投资项目	拟使用金额 (亿元)	2014 年对应净 利润 (亿元)	PE (X)	2014 年末对应净 资产 (亿元)	PB (X)
购买良村热电 51%股权	6.16	1.46	4.20	5.08	1.20
购买供热公司 61%股权	3.01	0.2	15	1.61	1.9
补充流动资金	3.83				
合计	13.00		5.50		1.40

资料来源：中国银河证券研究部整理

(三) 收购项目每年为公司提供大量经营性现金流，保障未来新能源规模快速增长

拟收购的良村热电和供热公司 2014 年共实现收入 22.6 亿元、归属净利 3.2 亿元，经营性现金流入超过 12 亿元。热电资产经营较为成熟，资本开支少。两公司过去三年经营性现金流入均高于净利润规模。

公司是真正从事光伏电站运营的公司，新能源项目落实情况好（见附录公司新能源业务简介、附录 A 股上市公司光伏电站运营规模简介），热电资产贡献的大量经营性现金流将保障公司未来新能源规模快速增长。

表 2、收购项目每年为公司提供大量经营性现金流

年份	2012	2013	2014
营业收入 (亿元)	23.59	22.94	22.59
净利润 (亿元)	1.39	2.41	3.2
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	1.39	2.41	3.20
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	4.45	2.85	12.48

资料来源：中国银河证券研究部整理

三、投资建议

此次非公开发行，一方面从资金上保障公司未来新能源规模快速增长，另一方面将优质资产注入上市公司能够提高对于资产的管理水平，提高盈利能力。我们认为混合所有制改革是国企垄断地位融资优势和市场效率的结合，能够顺应形势早谋划、早实施的公司将是这轮国企改革的最大受益者。较同类公司，公司的资产证券化也刚刚开始（见附录 A 股上市公司过去 5 年融资规模简介）。

公司未来将积极拓展省外新能源项目发展。顺应混合所有制大潮，公司还具备集团资产持续注入的可能性，发展空间大。我们预计 2015 年是公司新能源业务大发展的元年。良村热电和供热公司等优质的热电资产为公司提供稳定盈利，新能源业务发力奠定公司未来几年持续高增长的基础。公司成长性确定，兼具新经济、环境治理、京津冀板块、国企改革、光伏风电运营以及核电等多重主题，维持推荐。

附录一、公司新能源业务简介

公司自收购河北易县和沧县 70MW 光伏项目后，在内蒙古、山西、天津及山西分别成立了新能源子公司，将为公司在省外开发新能源项目进一步积累经验，为将公司业务拓展至全国范围做好准备。并且公司进军内蒙开发风电有两方面的意义，首先从公司定位上，要成为中电投集团的新能源上市平台必须具备四要素，中电投上市子公司、主营定位尚不明确、同时开发风电和光伏项目以及全国范围内发展新能源。公司此次公告武川风电项目一下子落实后两要素，使得公司具备全部四要素，是最有可能成为集团新能源运营平台的公司。

表 1、新能源业务简介

项目	所在省份	状态	(万元)
易县新能源 20MW 光伏	河北	已投运	2014 年 6 月净利润 713.58 万元
沧县新能源 50MW 光伏	河北	已投运	2014 年 6 月净利润 1924.98 万元
武川东方新能源（风电）	内蒙古	设立公司并签订武川县西乌兰不浪镇和哈拉合少乡 400MW 风电项目投资意向协议	预计 2016 年 10 月一期 100MW 投产并开始贡献利润
平定东方新能源（光伏）	山西	设立公司并签订平定县锁簧镇 100MW 光伏项目投资意向协议	预计 2015 年内完成 100MW（含升压站等场内电力配套设施）的建设并投产
内蒙古（风电）	内蒙古	签订 100MW 察右后旗贵红镇光伏项目投资意向协议	预计 2015 年内完成一期 50MW
天津东方新能源	天津	设立公司	
横山东方新能源	陕西	设立公司	
后所乡 50MW	山西	可行性研究报告	

资料来源：中国银河证券研究部整理

附录二、上市公司过去 5 年合计向二级市场融资规模简介

	合计规模 (亿元)	融资时间	类型	融资规模 (亿元)	融资目的
东方能源	13.0	2014 年 1 月	增发	8.0	向中电投集团定向增发, 偿还中电投集团及河北公司所持相应债权
		2015 年 3 月	增发(预案)	13.0	收购热电资产
京运通	46.75	2011 年 8 月	首发	25.2	硅晶材料产业园项目, 宁夏振阳 100MW、宁夏远途 50MWp 农业大棚等光伏发电项目, 对全资子公司增资, 补充流动资金
		2014 年 12 月	增发(预案)	21.6	嘉兴 150MW 分布式光伏项目、年产 300 万套国 V 高效净化汽车尾气的稀土催化剂项目
中环股份	82.85	2012 年 12 月	增发	18.5	偿还银行贷款、补充流动资金
		2014 年 9 月	增发	29.1	CFZ 单晶用晶体硅及超薄金刚石线单晶硅切片项目、CFZ 区熔单晶硅及金刚石线切片项目、补充流动资金
		2015 年 2 月	增发(预案)	35.3	240MW 光伏电站项目、大直径电泳玻璃钝化芯片 (GPP) 项目、补充流动资金等
林洋电子	31.12	2011 年 7 月	首发	13.5	智能电能表建设项目, 智能用电配套项目, 技术和服务中心建设项目偿还银行贷款, 永久补充流动资金
		2014 年 10 月	增发(预案)	17.6	200MW 集中式太阳能光伏发电项目和 80MW 分布式太阳能光伏发电项目
爱康科技	38.0	2011 年 8 月	首发	8.0	年产 550 万套太阳能电池边框扩建项目、年产 2220 万平方米 EVA 太阳能电池胶膜扩建项目、年产 300MW 光伏发电系统安装支架扩建项目
		2014 年 10 月	增发	10.0	180MW 地面光伏电站、80MW 分布式光伏电站
		2014 年 12 月	增发(预案)	20.0	投资地面光伏电站 550MW 及补充流动资金
隆基股份	35.3	2012 年 3 月	首发	15.7	银川隆基进行增资, 年产 500MW 单晶硅棒/片建设项目, 偿还银行贷款, 永久补充流动资金
		2014 年 6 月	增发(获得核准)	19.6	年产 2GW 单晶硅棒、切片项目
海润光伏	38.0	2014 年 9 月	增发	38.0	罗马尼亚光伏电站项目, 晶硅电池技术研发中心建设项目, 年产 2,016 吨多晶硅锭, 8,000 万片多晶硅片扩建项目, 偿还贷款
		2011 年 12 月	增发	23.3	换股吸收合并原海润光伏

资料来源: 中国银河证券研究部整理, 合计规模为上市公司过去 5 年合计向二级市场融资规模

附录三、上市公司光伏电站运营、在建简介

	建成并网（权益装机容量）	在建	签署协议
东方能源	70MW		200MW 光伏、400MW 风电投资意向协议
精功科技	5MW		
中环股份	20MW	240MW	松潘、若尔盖、红原、阿拉善左旗、苏尼特右旗共 4.7GW
拓日新能	70MW	陕西拓日 110MW、岳普湖 20MW、喀什二期 40MW	定边 480MW、库什干 100MW、疏付 30MW、莎车 150MW、青海每年 100MW
彩虹精化	35.2MW	125MW	超过 500MW
江苏旷达	250MW	潞安太阳能（15 年底 200MW）、越众机电（15 年底 200MW）	新疆乌恰 120MW、潞安太阳能合作 2019 年前 1GW，2015 至 2017 年巴林左旗碧流台 300MW、与越众机电合作 2017 年前 600MW
爱康科技	510.48MW	550MW	
亚玛顿	5.003MW	20MW	
首航节能		额济纳 50MW 光热电站（项目公司中公司占 30%）、敦煌 10MW 熔盐塔式光热电站	
天龙光电		辉县 120MW 光伏电站项目公司 39%股权	
向日葵	25MW	浙江绍兴 100MW 分布式光伏	
东方日升	海外 67MW		墨西哥 300MW、浙江 275MW、江苏 100MW
阳光电源		150MW	150-500MW
珈伟股份	200MW		
易事特	25MW	200-300MW	
上海电力	145.8MW		
特变电工		在建准备持有（风电 200MW，光伏 200MW）	
海润光伏	314.9MW		
中天科技	13.84MW	96.35MW	
亿晶光电		100MW 渔光一体	农业大棚 200MW
综艺股份	97.9MW		
隆基股份	30MW	60MW	
林洋电子	149MW		投资协议超过 1.5GW
京运通	210MW	250MW	

资料来源：中国银河证券研究部整理，截至 3 月 10 日公告

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

张玲，电力设备与新能源行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳广州：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn