

东方能源 (000958.SZ)

良村热电盈利超预期，资产注入值得期待

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

45

首席分析师

高级分析师

曾朵红

沈成

S0740514080001

S0740514080003

021-20315167

021-20315203

zengdh@r.qlzq.com.cn

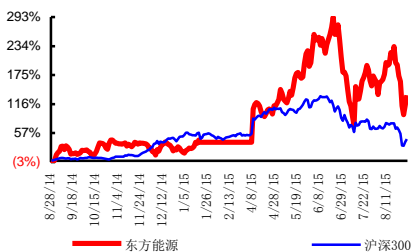
shencheng@r.qlzq.com.cn

2015年8月31日

基本状况

总股本(百万股)	483
流通股本(百万股)	483
市价(元)	25.74
市值(百万元)	12,443
流通市值(百万元)	12,443

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	757.75	777.74	3,324.70	4,253.37	5,315.47
营业收入增速	-11.62%	2.64%	327.48%	27.93%	24.97%
净利润增长率	1138.44	-71.67%	138.93%	50.04%	37.81%
摊薄每股收益(元)	1.42	0.40	0.96	1.44	1.98
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	3.37	31.62	26.82	17.88	12.97
PEG	0.00	—	0.19	0.36	0.34
每股净资产(元)	1.82	1.76	2.72	4.16	6.15
每股现金流量	0.71	0.08	2.84	3.51	5.88
净资产收益率	77.95%	22.78%	35.25%	34.59%	32.28%
市净率	2.63	7.20	9.45	6.18	4.19
总股本(百万股)	483.39	483.39	483.39	483.39	483.39

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司 2015 年上半年业绩同比增长 19.24%符合预期:** 公司发布 2015 年半年报, 上半年实现营业收入 4.00 亿元, 同比减少 14.16%; 实现归属于上市公司股东净利润 1.75 亿元, 同比增长 19.24%, 对应 EPS 为 0.36 元。公司二季度单季实现营业收入 1.07 亿元, 同比减少 39.65%, 环比减少 63.65%; 实现归属于上市公司股东净利润 4332 万元, 同比增长 11.62%, 环比减少 66.98%, 对应 EPS 为 0.09 元。公司半年报业绩符合我们和市场的预期。
- 光伏电站盈利性极佳, 半年度单位装机盈利 0.33 元/W:** 公司目前持有易县新能源 20MW 与沧州新能源 50MW 合计 70MW 已并网光伏电站, 2015 年上半年实现“零弃光”目标, 实现发电收入 5811 万元, 贡献净利润 2306 万元, 净利率高达 39.68%, 单位装机盈利 0.33 元/W。其中, 易县新能源 20MW 项目, 2015 年上半年实现发电收入 1700 万元, 贡献净利润 776 万元, 净利率高达 45.63%, 单位装机盈利 0.39 元/W; 而沧州新能源 50MW 项目, 2015 年上半年实现发电收入 4111 万元, 贡献净利润 1530 万元, 净利率为 37.22%, 单位装机盈利 0.31 元/W。
- 热电以降本促效益, 生产经营持续向好:** 公司热电业务狠抓指标管控和降本增效, 2015 年上半年继续保持了各项生产经营指标的可控在控。火电利用小时相对值、边际收益相对值连续两年位列集团公司第一; 公司入炉综合标煤单价、供电煤耗、供销差率均持续下降, 有效的降低了公司成本; 新华热电分公司年度利用小时数, 创计划电量历史新高, 连续两年位列河北南网统调火电机组第一。此外, 公司还获得关停企业替代电量指标 7000 多万 kWh, 为公司经营效益的进一步提升创造了条件。根据我们的测算, 热电业务上半年实现销售收入 3.30 亿元, 同比减少约 17.50%, 毛利率预计稳定在 19%-20%之间。

图表 1：公司光伏电站运营情况分析

		2014	2014H1	2014H2	2015H1	2014	2014H1	2014H2	2015H1
项目	规模 (MW)	营业收入 (万元)				净利润 (万元)			
易县新能源	20	3045	1593	1451	1700	1014	714	301	776
沧州新能源	50	7742	4180	3562	4111	2795	1925	870	1530
合计	70	10787	5773	5013	5811	3809	2639	1171	2306
项目	规模 (MW)	净利率				单位盈利 (元/W)			
易县新能源	20	33.32%	44.79%	20.72%	45.63%	0.51	0.36	0.15	0.39
沧州新能源	50	36.10%	46.05%	24.43%	37.22%	0.56	0.38	0.17	0.31
合计	70	35.32%	45.70%	23.35%	39.68%	0.54	0.38	0.17	0.33

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **良村热电贡献投资收益超预期，拟注入剩余股权增厚效应明显：**2015 年上半年，公司确认投资收益 1.26 亿元（占公司盈利比重约 72%），同比去年上半年的 0.95 亿元大幅增长 32.74%；投资收益全部来源于两个参股子公司良村热电（参股 49%）与石家庄供热（参股 33.4%）的利润贡献。其中，**良村热电 2015 年上半年盈利 2.41 亿元，净利率高达 29.22%，贡献投资收益 1.18 亿元，超出市场预期。**公司已启动实施非公开发行工作，拟收购中电投河北公司持有的良村热电 51% 的股权与石家庄供热 61% 的股权，目前非公开发行申报材料已通过国务院国资委审核批复，中国证监会已正式受理，预计 2015 年内有望完成收购，收购之后公司将持有良村热电 100% 的股权与石家庄供热 94.4% 的股权，业绩增厚效应明显（仅 2015 年上半年即可增厚公司盈利 1.38 亿元）。

图表 2：良村热电与石家庄供热经营情况分析

		2014	2014H1	2014H2	2015H1	2014	2014H1	2014H2	2015H1
子公司	股权比例	营业收入 (亿元)				净利润 (亿元)			
良村热电	49%	15.48	8.27	7.21	8.26	2.87	1.77	1.10	2.41
石家庄供热	33.40%	9.43	5.25	4.18	5.30	.33	0.26	0.07	0.24
合计		24.91	13.52	11.39	13.56	3.20	2.03	1.17	2.66
子公司	股权比例	净利率				投资收益 (亿元)			
良村热电	49%	18.56%	21.37%	15.32%	29.22%	1.41	0.87	0.54	1.18
石家庄供热	33.40%	3.48%	4.93%	1.65%	4.60%	0.11	0.09	0.02	0.08
合计		12.85%	14.99%	10.31%	19.60%	1.52	0.95	0.56	.26

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **期间费用率有所提升，经营活动现金流同比改善：**2015 年上半年，公司期间费用率为 12.78%，同比提升 5.13 个百分点，其中管理费用率提升 1.12 个百分点至 6.73%，财务费用率提升 4.01 个百分点至 6.05%。公司 2015 年上半年存货周转天数同比减少 8 天至 18 天，应收账款周转天数同比增加 27 天至 63 天。公司 2015 年半年度末资产负债率为 55.18%，低于行业平均水平。公司 2015 年上半年经营活动现金流为净流入 1174 万元，同比去年上半年的净流出 1.22 亿元大幅改善。
- **国电投集团资产证券化率提升空间大，公司有望成为其新能源资产证券化的平台：**截至 2014 年底，国电投集团累计装机容量达到 96.67GW，清洁能源比重 38.47%，已经成为全球最大的光伏电站运营商。国电投集团资产证券化率在五大发电集团中最低，未来提升空间较大。发电集团整合打造专门的新能源运营平台，可以进行专业化管理、减少同业竞争、拓展融资渠道，我们判断公司是国电投集团新能源资产证券化的最佳

平台。中电投河北公司 2015 年底预期 GW 级的风光资产，为国电投集团提升资产证券化率提供了良好的标的资产，也为公司快速做大做强做优清洁能源平台提供了基础保障。此外，国电投集团资产注入的价格（一级市场价值）相对较低，二级市场资产增值空间较大。

- 跨区域自主开发新项目，项目、资金、管理三大优势兼备：**公司立足于做大做强做优上市公司，加速推进“面向国内，实现增长式跨越”的战略规划，已先后投资成立了山西山阴、天津、陕西横山、北京等多个子公司，进一步加快了在山西、内蒙古等周边省市开发新能源的步伐，公司知名度、品牌形象不断提升，目前已达成 380MW 光伏电站与 600MW 风电场项目的协议，预计 2016-2017 年将迎来新项目的投产高峰。公司背靠央企，且有集团资产做担保，融资成本低、杠杆高；同时拥有丰富的电站建设和运营经验，通过集团集中招标的方式保障产品价格与质量，新能源项目的盈利能力较强。综合来看，公司项目、资金、管理三大优势兼备，新能源领域核心竞争力有望长期保持。

图表 3：公司自主开发的新能源项目储备

时间	规模 (MW)	类型	事件
2014 年 10 月 16 日			设立武川县东方新能源发电有限公司（位于内蒙古）
2014 年 10 月 30 日			设立平定东方新能源发电有限公司（位于山西）
2014 年 11 月 11 日	400	风电场	与武川县人民政府签订《武川县风电开发项目框架协议书》，风电场总容量 400MW，其中一期 100MW，拟于 2015 年 10 月开工建设，于 2016 年 10 月投产
2014 年 12 月 24 日	100	光伏电站	与山西省平定县人民政府签订《平定县光伏发电项目开发协议》，光伏电站总容量 100MW
2014 年 12 月 24 日	100	光伏电站	与内蒙古自治区察右后旗风电项目工作领导小组办公室签订《框架协议》，光伏电站总容量 100MW，一二期各 50MW，同时投资 5000 万元建设与设施配套的旅游观光园
2015 年 1 月 12 日			设立天津东方新能源发电有限公司（位于天津）
2015 年 1 月 12 日			设立横山东方新能源发电有限公司（位于陕西）
2015 年 3 月 11 日	50	光伏电站	与北京财富立方投资签订投资合作协议，合作开发山西省山阴县后所乡 50MW 光伏发电项目，公司控股 65%
2015 年 4 月 1 日			设立察哈尔右翼后旗东方新能源发电有限公司（位于内蒙古）
2015 年 5 月 11 日			设立北京东方新能源发电有限公司（位于北京）
2015 年 5 月 28 日			山阴东方新能源发电有限公司完成工商登记注册
2015 年 6 月 17 日	30	光伏电站	设立涞源东方新能源发电有限公司，投资建设涞源 30MW 光伏发电项目
2015 年 8 月 14 日	100	光伏电站	与山西省岚县人民政府签订了《战略合作框架协议》，光伏电站总容量 100MW，其中一期不低于 30MW，拟于 2016 年 6 月开工，于 2016 年 12 月建成投产；二期项目拟于 2017 年 10 月开工，于 2018 年 10 月投产
2015 年 8 月 14 日	200	风电场	与山西依风科技股份有限公司签订投资合作协议，合作开发山西省和顺县横岭 200MW 风电项目，公司控股 65%
合计	980		

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- 依托地缘优势，直接受益于张家口可再生能源示范区大发展：**北京、张家口成功获得 2022 年冬奥会举办权，同时国家发改委印发了由国务院批复的《河北省张家口市可再生能源示范区发展规划》。文件明确提出，将在张家口建立国际领先的“低碳奥运专区”并规划建设可再生能源示范区，2020 年风电与光伏装机规划分别为 13GW 与 6GW，2030 年分别为 20GW 与 24GW；而 2014 年底装机规模仅有 6.6GW 与 0.4GW，因

此未来新增装机空间巨大。公司地处河北具备地缘优势，兼得中电投河北公司深耕河北市场多年，有望直接受益于张家口市可再生能源示范区的大发展。

- **投资建议：**在不考虑增发摊薄股本的情况下，预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.96 元、1.44 元、1.98 元，业绩增速分别为 139%、50%、38%，对应 PE 分别为 26.8 倍、17.9 倍、13.0 倍。预计 2016-2017 年公司将迎来新能源项目投产高峰，国电投集团资产注入预期强烈，考虑到公司“大集团小公司”的高成长性，兼有国企改革、京津冀、冬奥会、核电等多重主题，维持公司“买入”的投资评级，目标价 45 元，对应于 2016 年 31 倍 PE。
- **风险提示：**集团资产注入不达预期；新项目投产进度不达预期；项目盈利不达预期；融资不达预期。

图表 4: 东方能源三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	857	758	778	3,325	4,253	5,315
增长率	-11.61%	-11.6%	2.6%	327.5%	27.9%	25.0%
营业成本	-879	-716	-667	-2,480	-2,913	-3,325
% 销售收入	102.6%	94.5%	85.8%	74.6%	68.5%	62.6%
毛利	-22	41	110	844	1,340	1,991
% 销售收入	-2.6%	5.5%	14.2%	25.4%	31.5%	37.4%
营业税金及附加	-1	-3	-3	-15	-19	-24
% 销售收入	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-57	-47	-41	-173	-204	-255
% 销售收入	6.6%	6.2%	5.3%	5.2%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	-79	-8	66	657	1,117	1,712
% 销售收入	-9.2%	-1.1%	8.5%	19.8%	26.3%	32.2%
财务费用	-101	-48	-42	-78	-280	-575
% 销售收入	11.7%	6.4%	5.4%	2.3%	6.6%	10.8%
资产减值损失	-9	6	-7	-11	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	66	110	152	0	0	0
% 税前利润	-95.3%	16.0%	76.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-123	59	168	568	827	1,127
营业利润率	-14.4%	7.8%	21.7%	17.1%	19.4%	21.2%
营业外收支	54	632	29	15	5	5
税前利润	-69	691	198	583	832	1,132
利润率	-8.0%	91.2%	25.4%	17.5%	19.6%	21.3%
所得税	0	0	0	-117	-133	-170
所得税率	—	0.0%	0.0%	20.0%	16.0%	15.0%
净利润	-69	691	198	466	699	962
少数股东损益	-3	6	3	2	2	3
归属于母公司的净利润	-66	685	194	464	696	959
净利率	-7.7%	90.4%	25.0%	14.0%	16.4%	18.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-69	691	198	466	699	962
少数股东损益	0	0	0	2	2	3
非现金支出	70	61	108	219	645	1,264
非经营收益	1	-78	-118	65	278	572
营运资金变动	54	-332	-149	624	76	46
经营活动现金净流	57	342	39	1,376	1,701	2,847
资本开支	34	364	159	2,695	7,971	7,526
投资	1	-221	-277	576	0	0
其他	0	0	66	0	0	0
投资活动现金净流	-33	-585	-369	-2,119	-7,971	-7,526
股权筹资	0	884	0	0	0	0
债权筹资	-180	146	-409	1,780	6,103	5,322
其他	141	-25	-38	-80	-283	-577
筹资活动现金净流	-39	1,006	-447	1,700	5,820	4,745
现金净流量	-16	763	-778	957	-451	65

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	8	818	40	995	542	604
应收款项	167	134	135	575	735	919
存货	117	81	52	247	290	331
其他流动资产	40	7	7	26	31	35
流动资产	332	1,040	235	1,843	1,598	1,889
% 总资产	24.1%	36.1%	10.7%	32.2%	12.5%	9.7%
长期投资	106	437	578	2	2	2
固定资产	705	1,222	1,200	3,707	11,053	17,335
% 总资产	51.1%	42.4%	54.8%	64.8%	86.2%	89.4%
无形资产	236	181	177	172	167	162
非流动资产	1,047	1,840	1,955	3,881	11,222	17,500
% 总资产	75.9%	63.9%	89.3%	67.8%	87.5%	90.3%
资产总计	1,379	2,880	2,190	5,724	12,820	19,389
短期借款	937	196	380	0	0	0
应付款项	467	1,455	463	1,887	2,231	2,572
其他流动负债	395	-1	-26	-162	-211	-268
流动负债	1,799	1,650	817	1,725	2,020	2,304
长期贷款	0	48	284	2,444	8,547	13,869
其他长期负债	346	327	181	181	181	181
负债	2,146	2,026	1,282	4,350	10,748	16,354
普通股股东权益	-752	879	852	1,316	2,012	2,971
少数股东权益	-14	-25	-22	-19	-17	-14
负债股东权益合计	1,379	2,880	2,113	5,647	12,743	19,312

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.220	1.418	0.402	0.960	1.440	1.984
每股净资产 (元)	-2.512	1.819	1.763	2.723	4.162	6.147
每股经营现金净流 (元)	0.189	0.708	0.081	2.842	3.513	5.883
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.77%	77.95%	22.78%	35.25%	34.59%	32.28%
总资产收益率	-4.79%	23.80%	9.19%	8.21%	5.46%	4.97%
投入资本收益率	-141.13%	5.42%	7.53%	19.15%	9.39%	8.97%
增长率						
营业总收入增长率	-11.61%	-11.62%	2.64%	327.48%	27.93%	24.97%
EBIT 增长率	39.52%	89.29%	878.03%	895.69%	70.10%	53.22%
净利润增长率	76.16%	1138.44%	-71.67%	138.93%	50.04%	37.81%
总资产增长率	-2.70%	108.82%	-26.64%	161.38%	123.97%	51.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.4	54.0	47.6	47.6	47.6	47.6
存货周转天数	60.4	50.4	36.3	36.3	36.3	36.3
应付账款周转天数	73.3	135.8	152.9	152.9	152.9	152.9
固定资产周转天数	313.6	370.4	474.1	267.4	630.9	972.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-121.16%	-67.18%	75.09%	111.73%	401.18%	448.54%
EBIT 利息保障倍数	-0.8	-0.2	1.6	8.4	4.0	3.0
资产负债率	155.59%	70.34%	60.69%	77.04%	84.34%	84.69%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。