

## 热电业务继续超预期 光伏电站盈利能力强

核心观点:

### 一、事件

公司发布半年报, 2015H1 实现营业收入 4.00 亿元, 调整后同比减少 14.16%, 实现归属净利 1.75 亿元, 调整后同比增长 19.24%。每股收益 0.36 元。

### 二、我们的分析与判断

#### (一) 利润增长主要来自于良村热电和供热公司

上半年营业收入受母公司热电厂关停和热电二、三厂上网电价下调影响下滑 14%, 归属利润同比增长主要因为投资收益的增加, 特别是参股子公司良村热电和石家庄供热的利润增长。上半年公司实现投资收益 1.26 亿元, 较去年增加 0.6 亿元。其中, 良村热电和供热公司合计实现 2.66 亿元利润, 比去年 2.03 亿元增加 0.63 亿元, 同比增长 31%。我们认为煤炭供大于求的局面在短期内很难得以改善, 煤炭市场持续低迷, 不但可抵消电价下跌的负面影响, 还将给公司热电资产带来超市场预期的盈利贡献。

#### (二) 光伏电站半年每瓦净利润 0.31-0.39 元

公司背靠全球最大光伏运营商国家电投集团, 在光伏电站设备材料的采购、电站设计以及电站质量管控上具备丰富的经验。公司光伏电站盈利高, 沧州项目上半年实现 0.31 元/瓦的净利润, 易县 0.39 元/瓦。新能源电站采用等额还本的还款方式, 因此随着本金减少利息费用逐渐下降, 净利润率将不断提升, 利润弹性大。

### 三、投资建议

热电业务, 良村热电和供热公司 2015 年业绩备考 3.69 亿元, 我们认为权益利润或达 2.0-2.4 亿元, 如此次增发在年内完成两公司完全并表后可贡献利润 3.69-4.00 亿元。光伏业务, 70MW 全年运行, 预计今年四季度新增 300-600MW, 假设每瓦利润贡献与 2014 年一致 0.54 元/瓦, 那么光伏利润贡献约 0.79-1.20 亿元。加上 0.14 亿元的违约金收入和 0.05 亿元的政府补贴, 我们预计今年增发后净利润在 4.7-5.4 亿元, 对应 124+13=137 亿市值, 仅 27 倍左右。公司兼具京津冀板块、国企改革、光伏风电运营以及核电等多重主题, 维持推荐。

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

(yuhapeng@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
6. 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  
2015.03.17
7. 跨区域整合集团新能源资产, 探索分布式核  
能供热, 中电投清洁能源平台呼之欲出  
2015.03.27
8. 探索分布式核能供热 新能源平台呼之欲出  
2015.04.13
9. 热电业务持续超预期 新能源业务强劲增长  
2015.04.30
10. 集团与河北签署百亿合作 公司或成为项目  
实施主体  
2015.07.27

## 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、陕西和北京设立新能源子公司或签订新能源项目开发框架性协议，其中内蒙古 400MW 风电和 100MW 光伏、山西 450MW 光伏。这些项目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和光伏、进军山西开发光伏有两方面的意义，首先从公司定位上，要成为国家电投集团的新能源上市平台必须具备四要素，国家电投上市子公司、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。我们认为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	状态	( 万元 )
份			
易县新能源			
20MW 光伏	河北	已投运	2014 年上半年净利润 713.58 万元，全年 1014.52 万元
沧县新能源			
50MW 光伏	河北	已投运	2014 年上半年净利润 1924.98 万元，全年 2795.00 万元
武川东方新			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
能源( 风电)	内蒙古	设立公司	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			并签订平定县锁簧镇 100MW 光伏项目投资意向协议。预计 2015 年
能源( 光伏)	山西	设立公司	内完成 100MW ( 含升压站等场内电力配套建设 ) 的建设并投产
内蒙古( 风			签订 100MW 察右后旗贵红镇光伏项目投资意向协议。预计 2015 年
电)	内蒙古		内完成一期 50MW
天津东方新			
能源	天津	设立公司	
横山东方新	陕西	设立公司	

## 能源

后所乡光伏			山阴东方新能源发电有限公司。50MW 光伏项目总投资概算价格为
合作开发	山西	完成工商登记注册	4.4549 亿元
	内蒙古	设立公司	呼和浩特市察哈尔右翼后旗东方新能源发电有限公司
北京东方新	北京市		
能源	昌平区	设立公司	北京东方新能源发电有限公司
	河北省		涞源东方新能源发电有限公司。30MW 光伏项目项目总投资约 3 亿
涞源祁家裕	保定市	设立公司	元 ( 包括 35kV 开关站 ) , 初步预计 2015 年底完成并网发电
			岚县人民政府与石家庄东方能源股份有限公司。100MWp 太阳能光
			伏发电项目战略合作框架协议拟建设 100MWp 光伏电站, 分两期
			建设。其中一期建设规模不低于 30MWp 光伏电站, 计划 2016 年 6
			月开工, 12 月建成投产。二期项目 2017 年 10 月开工, 2018 年 10
岚县光伏	山西	框架协议	月投产。

资料来源: 中国银河证券研究部整理

## 附录二、增发完成前财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	800	40	264	426	598	营业收入	728	778	1058	1705	2391
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	702	667	749	1007	1290
应收账款	54	128	58	93	131	营业税金及附加	3	3	5	8	11
预付款项	7	7	7	7	7	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	30	7	42	68	96	管理费用	47	41	63	102	93
存货	81	52	72	97	124	财务费用	45	42	59	132	235
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6	7	0	0	0
长期股权投资	434	576	576	576	576	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	673	1187	565	1965	4595	投资收益	110	152	150	150	150
在建工程	3	10	110	410	410	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	3	3	3	3	营业利润	47	168	331	605	912
无形资产	181	176	176	176	176	营业外收入	631	33	15	0	0
长期待摊费用	0	1	1	1	1	营业外支出	5	4	10	10	10
资产总计	2265	2190	1877	3824	6718	税前利润	674	198	336	595	902
短期借款	196	380	399	544	951	减：所得税	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	674	198	336	595	902
应付账款	123	241	103	138	177	归属于母公司净利润	668	194	330	585	886
预收款项	180	-47	-47	-47	-47	少数股东损益	6	3	6	10	16
应付职工薪酬	22	0	0	0	0	基本每股收益	1.38	0.40	0.68	1.21	1.83
应交税费	4	-41	-41	-41	-41	稀释每股收益	1.38	0.40	0.68	1.21	1.83
其他应付款	766	-512	-512	-512	-512						
其他流动负债	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
长期借款	0	284	584	1844	3524	成长性					
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	-15%	7%	36%	61%	40%
负债合计	1578	1359	760	2200	4325	EBIT 增长率	-69%	-370%	264%	145%	70%
股东权益合计	687	831	1117	1624	2393	归属净利润增长	0%	0%	70%	77%	51%
归属母公司权益合计	712	852	1133	1630	2383	盈利性					
总股本	483	483	483	483	483	销售毛利率	4%	14%	29%	41%	46%
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	销售净利率	93%	25%	32%	35%	38%
净利润	674	198	336	595	902	ROE	94%	23%	29%	36%	37%
折旧与摊销	59	100	62	100	170	ROIC	-2%	4%	11%	14%	14%
经营活动现金流	264	39	334	777	1253	估值倍数					
投资活动现金流	-242	-369	-300	-1800	-2800	P/E	2	12	44	25	16

---

融资活动的现金流	770	-447	210	1185	1718	P/B	2.1	2.7	12.8	8.9	6.1
现金净变动	792	-778	244	162	172	P/S	2.1	3.0	13.7	8.5	6.1
期初现金余额	8	800	40	264	426	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%
期末现金余额	800	22	285	426	598						

---

资料来源：中国银河证券研究部整理

## 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](http://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