

**东方能源 (000958.SZ)**
**投资收益驱动三季度报业绩高增长**

**评级:** 买入      **前次:** 买入  
**目标价 (元):** 43  
 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10月29日

**基本状况**

总股本(百万股)	483
流通股本(百万股)	483
市价(元)	27.22
市值(百万元)	13,158
流通市值(百万元)	13,158

**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	28.37	18.90	13.72
PEG	0.00	—	0.20	0.38	0.36
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	10.00	6.54	4.43
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 年前三季度业绩同比增长 29.87% 符合预期:** 公司发布 2015 年三季度报, 前三季度实现营业收入 5.03 亿元, 同比减少 11.36%; 实现归属于上市公司股东净利润 2.13 亿元, 同比增长 29.87%, 对应 EPS 为 0.44 元。公司三季度单季实现营业收入 1.04 亿元, 同比增长 1.41%, 环比减少 2.89%; 实现归属于上市公司股东净利润 3837 万元, 同比增长 118.39%, 环比减少 11.45%, 对应 EPS 为 0.08 元。公司三季度报业绩符合我们和市场的预期。
- 2015 年三季度单季盈利主要来源于投资收益:** 公司三季度单季实现盈利 3837 万元, 其中投资收益 4262 万元 (前三季度累计 1.69 亿元), 预计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; 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, 预计单季度贡献净利润约 1000-1500 万元 (前三季度累计约 3300-3800 万元); 此外, 公司三季度实现营业外收入 1407 万元, 主要因为收到北京丰实联合投资公司的违约金 1400 万元; 由此推断, 公司控股的热电厂三季度单季整体亏损。
- 非公开发行工作顺利推进, 拟注入剩余股权增厚效应明显:** 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, 目前非公开发行工作顺利推进, 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 (预计 2015 年前三季度可增厚公司盈利 1.8 亿元左右)。
- 期间费用率有所提升, 经营活动现金流同比改善:** 2015 年前三季度, 公司期间费用率为 15.22%, 同比提升 4.39 个百分点, 其中管理费用率提升 2.32 个百分点至 8.02%, 财务费用率提升 2.08 个百分点至 7.21%。公司 2015 年前三季度存货周转天数同比减少 10 天至 23 天, 应收账款周转天数同比增加 35 天

至 73 天。公司 2015 年三季度末资产负债率为 55.29%，低于行业平均水平，增发后将进一步降低杠杆水平。公司 2015 年前三季度经营活动现金流为净流入 7822 万元，同比 2014 年前三季度的净流入 1563 万元大幅改善。

- **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、管理三大优势皆备：**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、管理三大优势皆备，新能源领域核心竞争力有望长期保持。
- **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 28.4 倍、18.9 倍、13.7 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 43 元，对应于 2016 年 30 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 1: 东方能源三张报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>857</b>	<b>758</b>	<b>778</b>	<b>3,325</b>	<b>4,253</b>	<b>5,315</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>57</b>	<b>342</b>	<b>39</b>	<b>1,376</b>	<b>1,701</b>	<b>2,847</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-33</b>	<b>-585</b>	<b>-369</b>	<b>-2,119</b>	<b>-7,971</b>	<b>-7,526</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-39</b>	<b>1,006</b>	<b>-447</b>	<b>1,700</b>	<b>5,820</b>	<b>4,745</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-16</b>	<b>763</b>	<b>-778</b>	<b>957</b>	<b>-451</b>	<b>65</b>

  

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%
<b>资产总计</b>	<b>1,379</b>	<b>2,880</b>	<b>2,190</b>	<b>5,724</b>	<b>12,820</b>	<b>19,389</b>
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
<b>负债</b>	<b>2,146</b>	<b>2,026</b>	<b>1,282</b>	<b>4,350</b>	<b>10,748</b>	<b>16,354</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,379</b>	<b>2,880</b>	<b>2,113</b>	<b>5,647</b>	<b>12,743</b>	<b>19,312</b>

  

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。