

东方能源(000958.SZ)

积极参与售电市场，自主开发快速推进，

国企改革风云再起

评级：**买入**

前次：**买入**

目标价(元)：

23

分析师

分析师

曾朵红

沈成

S0740514080001

S0740514080003

021-20315203

zengdh@r.qlzq.com.cn

shencheng@r.qlzq.com.cn

2016年07月06日

基本状况

总股本(百万股)	551
流通股本(百万股)	250
市价(元)	13.9
市值(百万元)	7,661
流通市值(百万元)	3,482

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	777.74	2,560.41	2,548.09	2,806.65	3,057.90
营业收入增速	2.64%	229.21%	-0.48%	10.15%	8.95%
归属于母公司的净利润	194.14	445.35	429.73	499.62	596.65
净利润增长率	-71.67%	129.39%	-3.51%	16.26%	19.42%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.81	0.78	0.91	1.08
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	31.62	31.83	19.21	16.52	13.84
PEG	—	0.25	—	1.02	0.71
每股净资产(元)	1.76	4.22	5.00	5.91	6.99
每股现金流量	0.08	1.31	1.71	2.23	2.59
净资产收益率	22.78%	19.15%	15.60%	15.35%	15.49%
市净率	7.20	6.10	3.00	2.54	2.14
总股本(百万股)	483.39	551.14	551.14	551.14	551.14

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **出资 2 亿设立售电公司，投资 2.4 亿元建设 264MW 风光项目：**公司发布公告，投资 2.01 亿元设立全资子公司河北亮能售电有限公司。同时，公司拟分别投资建设山西和顺 200MW 风力发电项目（持股 49%）、平定县锁簧镇 58.3MW 光伏发电项目及中车石家庄车辆有限公司 5.5MW 分布式光伏发电项目，预计总投资额约 2.44 亿元。
- **投资建设 264MW 风光项目，清洁能源产业自主开拓步伐加快：**根据公告，此次投资山西和顺、平定锁簧及中车石家庄的风光项目，装机规模分别为 200MW、58.3MW、5.5MW，其中山西和顺项目与依风科技合资，公司持股 49%，其余为全资。三个项目总投资分别为 16.4 亿元、4.63 亿元、0.42 亿元，其中资本金占比均为 20%，测算资本金内部收益率分别为 15.79%、18.67%、13.28%，盈利能力优异。上述投资项目是公司加快发展清洁能源产业的积极措施，将明显增加公司持续经营及盈利能力。
- **大手笔参与售电市场，分享电改红利：**公司投资 2 亿元成立河北亮能售电公司，力度大。公司以热电联产、集中供热为主，是石家庄地区主要的能源供应企业，同时控股股东为国电投公司，拥有众多渠道和资源。公司积极参与售电侧市场竞争，转型售电服务，有利于发挥公司热电联产优势，抓住电力体制改革的机遇，加快智慧能源发展，延伸和拓展公司的电力业务，提升公司在区域电力市场的竞争力，分享电力体制改革红利。
- **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：1) 风电方面，山西和顺、山西灵丘及内蒙武川项目快速推进，同时积极寻找风电合作并购机会，继续拓宽发展空间；2) 光伏方面，

省内黄骅、承德等六个项目预计于 2016 年年中投产，灵寿光伏、石家庄中车分布式光伏项目实现开工，省外平定、山阴光伏项目力争实现开工。2016-2017 年，公司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。

- **高层强调“理直气壮做强做优做大国有企业”，国企改革进程有望提速：**在 2016 年 7 月 4 日举行的全国国有企业改革座谈会会议上，习近平总书记和李克强总理分别做出重要指示：国有企业是壮大国家综合实力、保障人民共同利益的重要力量，必须理直气壮做强做优做大，不断增加活力、影响力、抗风险能力，要坚定不移深化国企改革，加快建立现代企业制度等。我们认为，此次高规格的会议，对国企改革的再次突出、重点强调，体现了高层推动国企改革的坚定决心，国企改革进程有望进一步提速；在此背景下，国电投集团资产证券化有望加快推进，公司有望直接受益。
- **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 2015 年底，国电投集团累计装机容量达到 107.40GW，清洁能源比重 40.06%，其中光伏 4.85GW、风电 9.98GW，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。根据我们的不完全统计，截至 2015 年底，国电投河北公司拥有光伏并网项目 413.7MW，近 1GW 项目在建或拟建；拥有风电项目并网项目 148.5MW，约 1GW 在建或拟建。这些风光资产将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。

图表 1：此次投资风光项目情况

项目地址	装机规模 (MW)	投资总额 (亿元)	资本金占 比	持股比 例	投资回收期 (年)	全部投资内部收 益率	资本金内部收 益率
山西和顺县	200	16.40	20%	49%	10.17	8.89%	15.79%
平定锁簧镇	58.311	4.63	20%	100%	9.69	8.69%	18.67%
中车石家庄	5.5	0.42	20%	100%	10.78	7.10%	13.28%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **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，兼得国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：**在不考虑集团资产注入的情况下，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.78 元、0.91 元、1.08 元，业绩增速分别为-3.51%、16.26%、19.42%，对应 PE 分别为 19.2 倍、16.5 倍、13.8 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、电改、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 23 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2：东方能源的三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	759	778	2,560	2,548	2,807	3,058	货币资金	818	40	564	449	1,101	1,788
增长率	-11.62%	2.6%	229.2%	-0.5%	10.1%	9.0%	应收款项	134	135	433	309	340	370
营业成本	-716	-667	-1,752	-1,785	-1,891	-2,008	存货	81	52	75	65	68	73
%销售收入	94.5%	85.8%	68.4%	70.0%	67.4%	65.7%	其他流动资产	7	7	76	76	76	77
毛利	41	110	808	763	915	1,050	流动资产	1,040	235	1,148	898	1,585	2,307
%销售收入	5.5%	14.2%	31.6%	30.0%	32.6%	34.3%	%总资产	36.1%	10.7%	21.6%	12.2%	19.3%	24.1%
营业税金及附加	-3	-3	-26	-26	-29	-31	长期投资	437	578	2	2	2	2
%销售收入	0.4%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,222	1,200	3,806	6,117	6,304	6,931
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	42.4%	54.8%	71.8%	83.2%	76.7%	72.5%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	181	177	277	269	261	253
管理费用	-47	-41	-68	-69	-76	-83	非流动资产	1,840	1,955	4,154	6,456	6,636	7,255
%销售收入	6.2%	5.3%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	%总资产	63.9%	89.3%	78.4%	87.8%	80.7%	75.9%
息税前利润 (EBIT)	-8	66	714	669	811	936	资产总计	2,880	2,190	5,301	7,354	8,221	9,563
%销售收入	-1.1%	8.5%	27.9%	26.2%	28.9%	30.6%	短期借款	196	380	457	41	41	41
财务费用	-48	-42	-108	-102	-152	-171	应付款项	1,455	463	874	751	807	864
%销售收入	6.4%	5.4%	4.2%	4.0%	5.4%	5.6%	其他流动负债	-1	-26	110	109	118	127
资产减值损失	6	-7	-18	-5	-4	-3	流动负债	1,650	817	1,441	901	966	1,032
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	48	284	857	3,017	3,318	3,994
投资收益	110	152	0	0	0	0	其他长期负债	327	259	684	684	684	684
%税前利润	16.0%	76.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,026	1,359	2,981	4,602	4,968	5,710
营业利润	59	168	588	561	655	762	普通股股东权益	879	852	2,325	2,755	3,255	3,851
营业利润率	7.8%	21.7%	23.0%	22.0%	23.3%	24.9%	少数股东权益	-25	-22	-5	-3	-1	1
营业外收支	632	29	12	15	5	5	负债股东权益合计	2,880	2,190	5,301	7,354	8,221	9,563
税前利润	691	198	600	576	660	767	比率分析						
利润率	91.2%	25.4%	23.4%	22.6%	23.5%	25.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	0	0	-153	-144	-158	-169	每股指标						
所得税率	0.0%	0.0%	25.5%	25.0%	24.0%	22.0%	每股收益(元)	1.418	0.402	0.808	0.780	0.907	1.083
净利润	691	198	447	432	502	599	每股净资产(元)	1.819	1.763	4.219	4.999	5.905	6.988
少数股东损益	6	3	2	2	2	2	每股经营现金净流(元)	0.708	0.081	1.309	1.709	2.228	2.593
归属于母公司的净利润	685	194	445	430	500	597	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利润率	90.4%	25.0%	17.4%	16.9%	17.8%	19.5%	回报率						
				-4%	16%	19%	净资产收益率	77.95%	22.78%	19.15%	15.60%	15.35%	15.49%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	23.80%	8.87%	8.40%	5.84%	6.08%	6.24%
净利润	691	198	447	432	502	599	投入资本收益率	5.42%	7.53%	17.30%	9.35%	11.17%	11.97%
少数股东损益	0	0	0	2	2	2	增长率						
非现金支出	61	108	275	413	547	624	营业总收入增长率	-11.62%	2.64%	229.21%	-0.48%	10.15%	8.95%
非经营收益	-78	-118	103	91	153	178	EBIT增长率	89.29%	878.03%	981.74%	-6.30%	21.26%	15.47%
营运资金变动	-332	-149	-104	6	25	29	净利润增长率	1138.44%	-71.67%	129.39%	-3.51%	16.26%	19.42%
经营活动现金净流	342	39	721	944	1,230	1,431	总资产增长率	108.82%	-23.96%	142.08%	38.72%	11.79%	16.32%
资本开支	364	159	274	2,695	719	1,236	资产管理能力						
投资	-221	-277	-918	0	0	0	应收账款周转天数	54.0	47.6	34.2	34.2	34.2	34.2
其他	0	66	5	0	0	0	存货周转天数	50.5	36.3	13.2	13.2	13.2	13.2
投资活动现金净流	-585	-369	-1,186	-2,695	-719	-1,236	应付账款周转天数	135.8	152.9	77.5	77.5	77.5	77.5
股权筹资	884	0	1,257	0	0	0	固定资产周转天数	370.4	474.1	344.3	686.7	784.6	767.5
债权筹资	146	-409	-665	1,744	301	677	偿债能力						
其他	-25	-38	-92	-106	-158	-183	净负债/股东权益	-67.18%	75.09%	32.30%	94.79%	69.39%	58.34%
筹资活动现金净流	1,006	-447	501	1,638	143	494	EBIT利息保障倍数	-0.2	1.6	6.6	6.5	5.3	5.5
现金净流量	763	-778	36	-113	654	689	资产负债率	70.34%	62.07%	56.24%	62.58%	60.42%	59.72%

来源：中泰证券研究所

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。