

2016年08月16日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

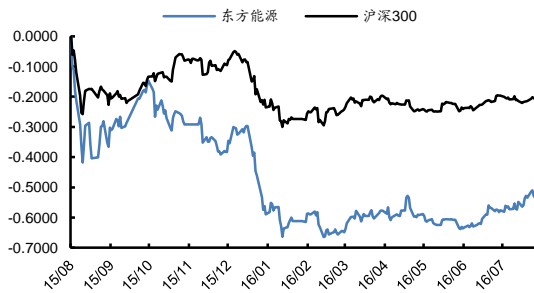
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 傅鸿浩 S0350115080013
0755-23936019 fuhh@ghzq.com.cn

双重受益于国企改革、电改

——东方能源（000958）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
东方能源	12.6	15.3	-49.5
沪深300	0.5	7.1	-19.1

市场数据

2016/08/15

当前价格（元）	17.24
52周价格区间（元）	11.80 - 37.09
总市值（百万）	9501.60
流通市值（百万）	4318.27
总股本（万股）	55113.66
流通股（万股）	25047.96
日均成交额（百万）	161.95
近一月换手（%）	162.84

相关报告

无

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

- 1、公司发布公告，成立全资子公司河北亮能售电有限公司，注册资本20100万元。
- 2、向泰康资产管理有限责任公司等6名认购对象非公开发行股份募集资金约13亿元，所募集资金（扣除发行费用后）向河北公司购买良村热电51%股权、供热公司61%股权。交易双方协商确定标的资产交易作价为9.18亿元。发行价为19.19元/股，相关资产已过户完成，相关股份已登记上市。

投资要点：

- **以热定电，机组负荷稳定，新能源为主要增量。** 公司为石家庄主要的供热公司，主要机组为良村热电600MW，受益于以热定电，机组利用小时网内第一，未来将维持稳定。同时拥有并网光伏电站70MW，同时拥有平定50MW光伏，山西和顺200MW风电、山西灵丘40MW风电等在建或即将开建机组有望在1-2年内投产。未来新能源是公司主要的利润增量。
- **大股东资产注入承诺期限将至，河北分公司新能源资产与公司装机规模相当。** 公司大股东为国电投，与国电投河北分公司“两块牌子，一套人马”。2013年大股东曾作出承诺，三年内，逐步注入河北区域具备条件的热电相关资产及其他优质资产。大股东承诺即将于2017年1月15日到期。目前河北分公司上市公司以外的运行机组主要是光伏和风电机组，截至2015年底，风电15万千瓦，光伏41万千瓦，我们预计到2016年底，河北分公司新能源装机将超过80万千瓦。按照之前公司注入良村热电和光伏项目的5倍左右的PE估值水平，若河北分公司资产如约注入，资产估值提升空间较大。
- **公司凭发电国企背景和供热客户优势将在河北售电放开时优势显著。** 河北深化电力体制方案已经下发，公司所在的河北南网2016年直接交易规模将达100亿千瓦时。公司已顺势全资成立亮能售电公司。根据广东交易经验，交易初期可获得较多电量的为国有发电公司成立的售电公司。公司的大股东背景将在获取电量上具有优势，同时，公司在石家庄的工业供热客户也是未来公司潜在的售电客户。目前公司承担省内工业客户的70%的供热，这些用户的用电量规模百亿元以上。

- **盈利预测和投资评级：**不考虑可能的资产注入和售电贡献，预计公司2016-2018年EPS分别是0.64元，0.75元，0.87元。对应PE分别是27倍，23倍和20倍。我们看好公司在国企改革和电改中的双重表现，同时，2015年定增收购良村热电和供热公司股权价格19.19元/股，目前处于倒挂阶段，提供安全边际，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**风险大盘系统性风险；国企改革存在不确定性；电改存在不确定性。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2560	2079	2412	2725
增长率(%)	229%	-19%	16%	13%
净利润（百万元）	445	354	415	478
增长率(%)	129%	-20%	17%	15%
摊薄每股收益（元）	0.81	0.64	0.75	0.87
ROE(%)	19.20%	13.25%	13.45%	13.40%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

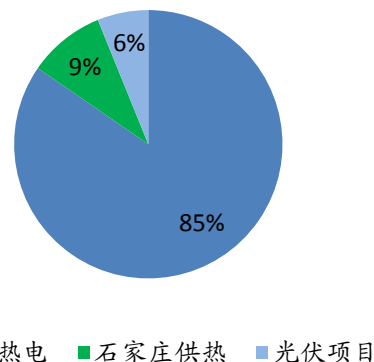
- 1、公司发布公告，成立全资子公司河北亮能售电有限公司，注册资本 20100 万元。
- 2、向泰康资产管理有限责任公司等 6 名认购对象非公开发行股份募集资金约 13 亿元，所募集资金（扣除发行费用后）向河北公司购买良村热电 51% 股权、供热公司 61% 股权。交易双方协商确定标的资产交易作价为 9.18 亿元。发行价为 19.19 元/股，相关资产已过户完成，相关股份已登记上市。

评论:

1、石家庄主要供热公司，电力负荷基本可维持稳定， 新能源发展带来主要增量。

热电机组以热定电维持负荷稳定优势明显。2015 年公司通过多次收购，目前主要资产是良村热电 600MW 热电机组和石家庄供热公司。公司是石家庄两家大型供热公司之一，占据石家庄供热面积的 35%，并在谋划进一步管网布局。在电力行业负荷下降的情况下，良村热电作为供热机组的负荷稳定优势十分明显，2015 年实际完成利用小时数 6108 小时，河北南网排名第一，主要是以热定电的优势，随着电改放开发电计划，供热机组优先发电的相对优势将更加突出。2015 年公司净利润 4.5 亿元，其中良村热电贡献 85%。

图 1：公司主要利润由良村热电贡献



资料来源：公司公告，国海证券研究所

新能源装机当前规模小，但是未来内生的主要增量。目前已并网装机为河北易县 20MW 和沧州 50MW 光伏电站，同时拥有平定 50MW 光伏，山西和顺 200MW

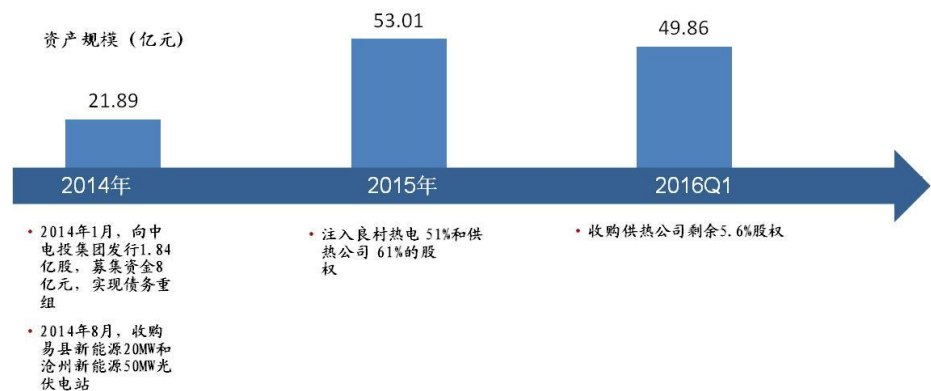
风电、山西灵丘 40MW 风电等在建或即将开建机组有望在 1-2 年内投产。未来新能源是公司主要的利润增量。

煤价同比下降部分弥补热价和电价下调带来的利润损失。2015 年，冀南地区标杆电价下调 0.035-0.042 元/千瓦时，并且，自 2016 年 4 月 1 日起，热价下调 5.2 元/吉焦。同时，近期煤价有所上涨，但平均仍低于同期，初步测算，预计三项因素综合影响公司原有装机发电和供热利润较去年下降约 1 亿元(约同比下降 20%)。

2、大股东资产注入承诺临近，河北分公司机组规模与上市公司相当，主要为清洁能源资产

公司大股东为国家电投，并且和国家电投河北分公司“两块牌子，一套人马”。2013 年大股东曾作出承诺：“为避免同业竞争并将东方热电打造为河北区域热电产业平台，同意在 2013 年无偿划转或非公开发行完成后（以时间较晚者为准）三年内，根据东方热电相关资产状况，资本市场情况等因素，通过适当的方式，逐步注入河北区域具备条件的热电相关资产及其他优质资产”。

图 2：大股东国家电投陆续将河北分公司资产注入上市公司



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司已陆续将良村热电和石家庄供热公司注入上市公司，体现了大股东兑现承诺，做大上市公司的决心。按照增发上市的时间，大股东承诺即将于 2017 年 1 月 15 日到期。目前河北分公司上市公司以外的运行机组主要是光伏和风电机组，截至 2015 年底，风电 15 万千瓦，光伏 41 万千瓦，我们预计到 2016 年底，因在建机组投产，河北分公司新能源装机将超过 80 万千瓦。

同时，正定热电 2*400MW 级燃机项目已获核准，加上一部分光伏和风电储备项目，河北分公司资产规模将进一步扩大。

按照之前公司注入良村热电和光伏项目的 5 倍左右的 PE 估值水平，若河北分公司资产如约注入，资产估值提升空间较大。

3、京津冀电改明显加速，公司兼具国资背景和工业供热客户优势，售电潜力可观

京津唐地区年内 600 亿直接交易规模即将开始。根据能源局华北监管局近期颁布的京津唐地区交易细则，确保 2016 年 10 月底前具备开展集中竞价交易的条件，在交易平台上线前，市场主体即日（8 月 12 日）其先行开展协商交易并向相应交易机构提交达成的交易意向。根据 7 月 29 日，能源局印发的《京津唐电力直接交易暂行规则》，到 2016 年底直接交易电量达到社会用电量的 20%，按照 2015 年该地区社会用电量 3086 亿度测算，2016 年底要放开 600 亿度参与直接交易。

河北深化电力体制方案已经下发，公司所在的河北南网 2016 年直接交易规模将达 100 亿千瓦时。公司已顺势全资成立亮能售电公司。根据广东交易经验，交易初期可获得较多电量的为国有发电公司成立的售电公司。公司的大股东背景将在获取电路上具有优势，同时，公司在石家庄的工业供热客户也是未来公司潜在的售电客户。目前公司承担省内工业客户的 70% 的供热，这些用户的用电量规模百亿以上。

4、盈利预测与评级

不考虑可能的资产注入和售电贡献，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.64 元，0.75 元，0.87 元。对应 PE 分别是 27 倍，23 倍和 20 倍。我们看好公司在国企改革和电改中的双重表现，同时，2015 年定增收购良村热电和供热公司股权价格 19.19 元/股，目前处于倒挂阶段，提供安全边际，给予公司“增持”评级。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2560	2079	2412	2725
增长率(%)	229%	-19%	16%	13%
净利润（百万元）	445	354	415	478
增长率(%)	129%	-20%	17%	15%
摊薄每股收益（元）	0.81	0.64	0.75	0.87
ROE(%)	19.20%	13.25%	13.45%	13.40%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 大盘系统性风险;
- 2) 国企改革存在不确定性;
- 3) 电改存在不确定性;

表 1: 东方能源盈利预测表

证券代码:	000958.SZ				股价:	17.24	投资评级:	增持		日期:	2016/08/15
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标						
ROE	19%	13%	13%	13%	EPS		0.81	0.64	0.75	0.87	
毛利率	32%	33%	34%	34%	BVPS		4.22	4.86	5.61	6.47	
期间费率	8%	10%	11%	11%	估值						
销售净利率	17%	17%	17%	18%	P/E		21.34	26.82	22.87	19.89	
成长能力					P/B		4.09	3.55	3.08	2.67	
收入增长率	229%	-19%	16%	13%	P/S		3.71	4.57	3.94	3.49	
利润增长率	129%	-20%	17%	15%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入		2560	2079	2412	2725	
总资产周转率	0.48	0.35	0.35	0.35	营业成本		1752	1393	1604	1799	
应收账款周转率	5.91	5.91	5.91	5.91	营业税金及附加		26	21	25	28	
存货周转率	23.49	23.49	23.49	23.49	销售费用		0	0	0	0	
偿债能力					管理费用		68	56	64	73	
资产负债率	56%	56%	55%	54%	财务费用		108	140	171	194	
流动比	0.80	0.54	0.62	0.69	其他费用 / (-收入)		(18)	0	0	0	
速动比	0.74	0.49	0.57	0.64	营业利润		588	470	548	632	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支		12	8	12	12	
现金及现金等价物	564	226	313	405	利润总额		600	478	560	644	
应收款项	433	352	408	461	所得税费用		153	122	143	164	
存货净额	75	60	69	78	净利润		447	356	417	479	
其他流动资产	76	62	72	81	少数股东损益		2	1	2	2	
流动资产合计	1148	700	862	1025	归属于母公司净利润		445	354	415	478	
固定资产	3644	3401	4074	4802	现金流量表 (百万元)						
在建工程	161	1561	1661	1661	经营活动现金流		721	594	691	794	
无形资产及其他	274	274	247	219	净利润		447	356	417	479	
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益		2	1	2	2	
资产总计	5301	6011	6919	7783	折旧摊销		256	270	254	296	
短期借款	416	416	416	416	公允价值变动		0	0	0	0	
应付款项	503	406	468	524	营运资金变动		16	254	(169)	(158)	
预收帐款	249	202	235	265	投资活动现金流		(1186)	(1157)	(773)	(728)	
其他流动负债	272	272	272	272	资本支出		(2607)	(1157)	(773)	(728)	
流动负债合计	1441	1297	1391	1478	长期投资		576	0	0	0	
长期借款及应付债券	857	1357	1757	2057	其他		845	0	0	0	
其他长期负债	684	684	684	684	筹资活动现金流		127	498	397	297	
长期负债合计	1541	2041	2441	2741	债务融资		609	500	400	300	
负债合计	2981	3338	3831	4219	权益融资		1257	0	0	0	
股本	551	551	551	551	其它		(1739)	(2)	(3)	(3)	
股东权益	2320	2673	3087	3564	现金净增加额		(338)	(66)	315	363	
负债和股东权益总计	5301	6011	6919	7783							

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【公用事业组介绍】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力设备及新能源、公用事业、煤炭行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。