

东方能源（000958）点评报告

热电拖累整体业绩，关注资产注入及电改机会

买入（维持）

2016 年 10 月 26 日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

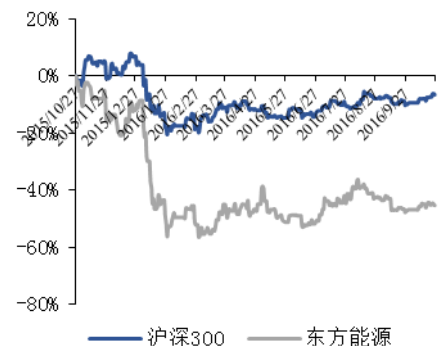
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点：

- **前三季度业绩下降 28.24%，基本符合预期：**公司发布 2016 年三季报，前三季度公司实现营业收入 16.88 亿元，同比增长 235.29%；归母净利 2.84 亿元，同比增长 33.60%。对应 EPS 为 0.52 元。其中 3 季度实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 354.78%；归母净利 0.41 亿元，同比增长 8.14%，2 季度利润 0.72 亿元，环比大幅降低 42.49%。3 季度对应 EPS 为 0.08 元。
- **热电拖累整体业绩，光伏业务稳定发展；整体盈利能力环比大幅下降：**三季度公司业绩下滑 50.52%，下降幅度明显。主要是因为热电业绩拖累：1) 上半年电价及供热价格封闭恩下调了 4.17 分/kWh，5.2 元/GJ；2) 煤炭价格快速上涨对成本冲击较大；3) 新华热电检修等影响发电利用小时数。根据测算，三季度热电、供热合计贡献收入约 4 亿元，盈利 0.25-0.3 亿元，同比下降幅度较大；光伏方面贡献收入 0.45-0.55 亿元，贡献利润 0.12-0.15 亿元，稳定增长。3 季度公司整体毛利率 20.06%，环比下降 8.59 个百分点；整体净利率 8.81%，环比下降 6.35 个百分点，盈利能力大幅下降。
- **期间费用率大幅下降，应收账款周转加快：**公司 2016Q1-3 的管理、财务费用分别为 0.39 亿元、0.41 亿元，分别同比下降 3.22%、和上升了 13.52%。期间费用率下降 10.47 个百分点至 4.75%，其中管理、财务费用率分别较 2015Q1-3 下降了 5.70、4.77 个百分点至 2.31%、2.44%。公司 2016Q1-3 预收款项 0.31 亿元，同比减少了 0.69 亿元；同期经营活动现金流为 1.91 亿，同比增加 1.12 亿，主要是销售商品取得现金增加 10.73 亿。存货为 0.82 亿元，同比增长 436.94%；存货周转天数 17.49 天，同比减少了 6 天，存货变现速度稳定；应收账款 3.74 亿元，同比增长 162.31%；应收账款周转天数 58.02 天，同比缩短了 15 天，回款速度稳定。
- **出资 2 亿设立售电公司，积极参与售电市场分享电改红利：**公司投资 2.01 亿元设立全资子公司河北亮能售电有限公司。积极参与售电侧市场竞争，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。
- **清洁能源产业自主开拓步伐加快，2016-2017 年将迎来新项目的投产高峰：**公司立足于做大做强做优上市公司，进一步加快在山西、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) 光伏方面公司近期中标 100MW 阳泉煤陷区领跑者基地项目，平定锁簧 50MWp 光伏发电项目将于年内完成并网，目前已达成 380MW 光伏电

股价走势



市场数据

收盘价（元）	15.38
一年最低价/最高价	25.83/11.80
市净率（倍）	3.30
流通 A 股市值（百万元）	3852.38

基础数据

每股净资产（元）	4.75
资本负债率（%）	48.59%
总股本（百万股）	551.14
流通 A 股（百万股）	250.48

相关研究

1. 热电业务承压，注入承诺履约临近（2016-8-16）

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。

- **有望成为国电投新能源资产证券化的平台，注入承诺履约临近：**截至 2015 年底，国电投集团累计装机容量达到 107.40GW，清洁能源比重达 40.06%，而资产证券化率在五大发电集团中最低，未来提升空间较大。集团公司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，我们判断公司将是国电投集团新能源资产证券化的最佳平台。截至 2015 年底，国电投河北公司有光伏项目 1.34GW，其中 413.7MW 已并网，927MW 项目在建或拟建；拥有风电项目 1.15GW，其中 148.5MW 已并网，1GW 在建或拟建。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。2013 年集团公司曾承诺三年内将河北分公司的优质资产注入上市公司，解决同业竞争问题，2017 年 1 月承诺到期，预期资产注入实施将临近。
- **投资建议：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.64 元、0.79 元、0.97 元，业绩增速分别为-20.88%、23.86%、21.94%。公司 2016-2017 年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，给予公司 2017 年 25 倍 PE，目标价 20 元，维持公司“买入”的投资评级。
- **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：东方能源三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	758	778	2,560	2,338	2,609	2,906
增长率	-11.62%	2.6%	229.2%	-8.7%	11.6%	11.4%
营业成本	-716	-667	-1,752	-1,686	-1,777	-1,917
% 销售收入	94.5%	85.8%	68.4%	72.1%	68.1%	65.9%
毛利	41	110	808	651	832	990
% 销售收入	5.5%	14.2%	31.6%	27.9%	31.9%	34.1%
营业税金及附加	-3	-3	-26	-24	-27	-30
% 销售收入	0.4%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
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	-47	-41	-68	-63	-70	-78
% 销售收入	6.2%	5.3%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	-8	66	714	564	735	881
% 销售收入	-1.1%	8.5%	27.9%	24.1%	28.2%	30.3%
财务费用	-48	-42	-108	-102	-153	-172
% 销售收入	6.4%	5.4%	4.2%	4.4%	5.8%	5.9%
资产减值损失	6	-7	-18	-5	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	110	152	0	0	0	0
% 税前利润	16.0%	76.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	59	168	588	457	579	707
营业利润率	7.8%	21.7%	23.0%	19.6%	22.2%	24.3%
营业外收支	632	29	12	15	5	5
税前利润	691	198	600	472	584	712
利润率	91.2%	25.4%	23.4%	20.2%	22.4%	24.5%
所得税	0	0	-153	-118	-146	-178
所得税率	0.0%	0.0%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	691	198	447	354	438	534
少数股东损益	6	3	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	685	194	445	352	436	532
净利率	90.4%	25.0%	17.4%	15.1%	16.7%	18.3%
				-21%	24%	22%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	691	198	447	354	438	534
少数股东损益	0	0	0	2	2	2
非现金支出	61	108	275	413	547	624
非经营收益	-78	-118	103	91	153	178
营运资金变动	-332	-149	-104	-20	22	35
经营活动现金净流	342	39	721	840	1,162	1,373
资本开支	364	159	274	2,695	719	1,236
投资	-221	-277	-918	0	0	0
其他	0	66	5	0	0	0
投资活动现金净流	-585	-369	-1,186	-2,695	-719	-1,236
股权募资	884	0	1,257	0	0	0
债权募资	146	-409	-665	1,744	301	677
其他	-25	-38	-92	-106	-158	-183
筹资活动现金净流	1,006	-447	501	1,638	143	494
现金净流量	763	-778	36	-218	586	631

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	818	40	564	345	929	1,558
应收账款	134	135	433	283	316	352
存货	81	52	75	61	64	69
其他流动资产	7	7	76	76	76	76
流动资产	1,040	235	1,148	764	1,385	2,056
% 总资产	36.1%	10.7%	21.6%	10.6%	17.3%	22.1%
长期投资	437	578	2	2	2	2
固定资产	1,222	1,200	3,806	6,117	6,304	6,931
% 总资产	42.4%	54.6%	71.8%	84.7%	78.6%	74.4%
无形资产	181	177	277	269	261	253
非流动资产	1,840	1,955	4,154	6,456	6,636	7,255
% 总资产	63.9%	89.3%	78.4%	89.4%	82.7%	77.9%
资产总计	2,880	2,190	5,301	7,221	8,021	9,311
短期借款	196	380	457	41	41	41
应付账款	1,455	463	874	703	755	824
其他流动负债	-1	-26	110	102	111	122
流动负债	1,650	817	1,441	846	907	986
长期贷款	48	284	857	3,017	3,318	3,994
其他长期负债	327	259	684	684	684	684
负债	2,026	1,359	2,981	4,546	4,909	5,665
普通股股东权益	879	852	2,325	2,678	3,114	3,646
少数股东权益	-25	-22	-5	-3	-2	0
负债股东权益合计	2,880	2,190	5,301	7,221	8,021	9,311
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	1.418	0.402	0.808	0.639	0.792	0.966
每股净资产 (元)	1.819	1.763	4.219	4.858	5.650	6.616
每股经营现金净流 (元)	0.708	0.081	1.309	1.520	2.106	2.487
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	77.95%	22.78%	19.15%	13.16%	14.01%	14.60%
总资产收益率	23.80%	8.87%	8.40%	4.88%	5.44%	5.72%
投入资本收益率	5.42%	7.53%	17.30%	7.85%	9.95%	10.79%
增长率						
营业总收入增长率	-11.62%	2.64%	229.21%	-8.69%	11.59%	11.40%
EBIT 增长率	89.29%	878.03%	981.74%	-20.90%	30.25%	19.89%
净利润增长率	1138.44%	-71.67%	129.39%	-20.88%	23.86%	21.94%
总资产增长率	108.82%	-23.96%	142.08%	36.20%	11.09%	16.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.0	47.6	34.2	34.2	34.2	34.2
存货周转天数	50.5	36.3	13.2	13.2	13.2	13.2
应付账款周转天数	135.8	152.9	77.5	77.5	77.5	77.5
固定资产周转天数	370.4	474.1	344.3	748.4	844.0	807.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.18%	75.09%	32.30%	101.44%	78.05%	67.93%
EBIT 利息保障倍数	-0.2	1.6	6.6	5.5	4.8	5.1
资产负债率	70.34%	62.07%	56.24%	62.96%	61.20%	60.84%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

