

2017年03月31日

东方能源 (000958.SZ)

主营业务稳定发展，积极布局新能源与售电业务

■事件：东方能源公布 2016 年年报，报告期实现营业收入 23.81 亿元，同比下降 7.01%；归属于母公司的净利润 2.83 亿元，同比下降 36.52%；扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为 2.67 亿元，同期同比增长 39.85%。实现每股 EPS 0.51 元。公司公告拟每 10 股转增 10 股并派现 1.00 元（含税）。

■主营业务稳定发展，热电新建项目陆续投产带来增长预期：2016 年报告期内，公司电力销售实现收入 14.77 亿元，同比下降 6.45%，占营收比重 62.03%，上升了 0.37 个百分点；热力销售实现收入 7.6 亿元，同比下降 12.39%，占营收比重 32.51%，下降了 1.96 个百分点。业务结构稳定，各项业务占比几乎不变。电、热业务的毛利率分别为 26.28% 和 2.88%，公司整体销售毛利率 22.02%，较上年均有下降；同时，电力、热力销售收入双双下滑，这些主要是受到电量电价下跌、热价下调的影响，其中石家庄市 4 月份调低了工业用蒸汽销售价格，导致公司净利润降低了约 2800 万元。即使在如此严峻的形势之下，公司仍然保证了全部热电单位盈利，也是营业水平的体现。自 2015 年公司收购良村热电 51% 股权之后，后者已经成为公司主营业务的核心点，保证了公司在向新能源领域布局的同时，传统业务的稳定。公司审慎发展煤电，稳健推进新华热电余热入市、南厂 3*58MW 燃气锅炉供热配套等工程。这些新建项目都有望在未来投产之时，拉升公司产能，给公司业绩带来新的增长点。此外，为了配合国家电改政策，积极参与售电侧市场竞争，公司出资 20,100 万元成立了河北亮能售电有限公司。

■深入探索新能源发电领域，纵深布局未来市场：2016 年，公司在新能源领域的动作频繁：（1）在山西省灵丘县出资成立全资子公司灵丘东方新能源公司，注册资本 500 万元；（2）在山西省盂县设立全资子公司盂县东方新能源公司，注册资本 500 万元，用于基地光伏发电项目的开发；（3）出资约 12740 万元与首华信共同投资风电项目，建成后将在山东省增加 216MW 风电生产效率；（4）以自有资金 18000 万元对北京东方新能源公司增资。东方能源在清洁能源发电领域的各种资本动作，构成了公司当期投资活动的主旋律，以上几个项目就已占到公司当期投资总额的 41.92%。同时，报告期还新增了涞源祁家峪 30MW 光伏发电，平定县 50MW 光伏发电等项目。这些子公司和项目分布于山东省、山西省、北京市，有利于进一步打开公司电力销售业务的地域格局，改变业务集中于河北省的现状。公司未来还将进一步

公司快报

证券研究报告

火电

投资评级 买入-A

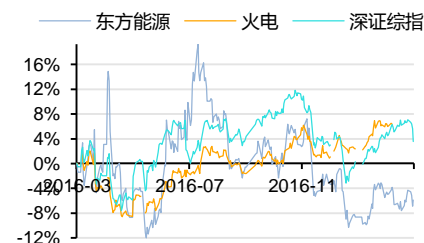
首次评级

6 个月目标价： 20.00 元
股价 (2017-03-30) 14.15 元

交易数据

总市值(百万元)	7,798.58
流通市值(百万元)	4,715.11
总股本(百万股)	551.14
流通股本(百万股)	333.22
12 个月价格区间	13.23/17.93 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.52	-3.15	-8.97
绝对收益	-0.98	-2.62	-5.15

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

相关报告

迎合国家政策,深入新能源发电领域。公司 17 年年初分别与九州纵横、山西安装签订了新能源投资项目的战略合作协议,并在河北省增设两家新能源开发的子公司。公司目前的新能源发电主要还集中于风电、光伏领域,而 17 年 1 月与国电投四川公司签订的战略合作协议,意味着公司未来将向水电及更多新能源领域进军。

■企业加大投资布局力度,集团资产有望持续注入: 公司 2015 年曾通过非公开发行股票的方式募集了 12.57 亿元的货币资金,主要用于购买中电投石家庄供热有限公司 61%的股权和石家庄良村热电有限公司 51%的股权。截至 2016 年报告期,已将募集资金全部投入有关项目。良村作为公司的盈利核心,为公司主业拓展提供了稳定支持。东方能源 2016 年投资额达到 7.57 亿元人民币,同比上升了 672.58%。大力度的投资布局,在未来能够帮助企业更高效的调整业务结构。公司大股东国电投目前的资产证券化率约为 28%,明显于其他四大发电集团。2017 年 3 月 20 日,国电投签署了两单 300 亿元意向资金的债转股业务合作框架协议,资产证券化工作的决心可见一斑。而东方能源作为集团环渤海、京津冀区域里唯一的上市平台,有望在未来获得更多的集团资金注入,助力公司的战略布局。

■投资建议: 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73/0.92/1.12 元,业绩增速为 41%/27%/22%。考虑到公司在新能源和售电业务领域积极布局,给予公司买入-A 的投资评级,6 个月目标价为 20.00 元。

■风险提示: 经济放缓使得用电需求下降;热燃料价格稳定性风险;新能源投资收益不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,560.4	2,380.8	2,405.7	2,517.5	2,746.4
净利润	445.3	282.7	399.6	505.7	618.4
每股收益(元)	0.81	0.51	0.73	0.92	1.12
每股净资产(元)	4.22	4.71	5.43	6.35	7.47

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	17.5	27.6	19.5	15.4	12.6
市净率(倍)	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9
净利润率	17.4%	11.9%	16.6%	20.1%	22.5%
净资产收益率	19.2%	10.9%	13.3%	14.4%	15.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	35.7%	10.4%	12.3%	21.3%	23.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,560.4	2,380.8	2,405.7	2,517.5	2,746.4	成长性					
减:营业成本	1,752.2	1,856.6	1,798.8	1,793.5	1,877.1	营业收入增长率	229.2%	-7.0%	1.0%	4.7%	9.1%
营业税费	26.2	28.6	28.9	30.3	33.0	营业利润增长率	249.1%	-35.4%	36.7%	27.8%	22.8%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	129.4%	-36.5%	41.4%	26.5%	22.3%
管理费用	68.4	56.9	57.7	58.8	59.8	EBITDA 增长率	207.0%	-25.8%	14.3%	14.1%	15.6%
财务费用	107.8	54.4	21.4	-8.9	-15.9	EBIT 增长率	231.1%	-37.6%	24.5%	21.1%	22.0%
资产减值损失	17.8	4.7	10.0	10.8	8.5	NOPLAT 增长率	146.6%	-39.7%	29.6%	21.1%	22.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	106.5%	9.8%	-29.9%	11.4%	-12.5%
投资和汇兑收益	-	-	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	179.3%	11.5%	15.6%	17.0%	17.8%
营业利润	588.0	379.6	518.8	663.1	814.0	利润率					
加:营业外净收支	12.2	15.2	18.9	15.4	16.5	毛利率	31.6%	22.0%	25.2%	28.8%	31.7%
利润总额	600.2	394.8	537.7	678.5	830.5	营业利润率	23.0%	15.9%	21.6%	26.3%	29.6%
减:所得税	153.2	110.4	134.4	169.6	207.6	净利润率	17.4%	11.9%	16.6%	20.1%	22.5%
净利润	445.3	282.7	399.6	505.7	618.4	EBITDA/营业收入	37.2%	29.7%	33.6%	36.6%	38.8%
						EBIT/营业收入	27.2%	18.2%	22.5%	26.0%	29.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	340	561	546	484	410
货币资金	564.0	270.3	638.1	872.3	1,810.3	流动营业资本周转天数	-45	-51	-103	-114	-68
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	97	162	158	185	259
应收账款	381.4	348.7	285.2	362.6	394.9	应收账款周转天数	36	55	47	46	50
应收票据	51.7	30.3	13.8	47.4	23.2	存货周转天数	9	16	17	14	14
预付账款	5.2	141.9	32.2	40.8	56.7	总资产周转天数	527	802	779	740	733
存货	74.6	140.3	91.8	97.8	121.5	投资资本周转天数	313	475	419	349	316
其他流动资产	70.7	66.7	45.8	61.1	57.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	19.2%	10.9%	13.3%	14.4%	15.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	5.4%	7.9%	9.7%	10.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	35.7%	10.4%	12.3%	21.3%	23.3%
投资性房地产	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	费用率					
固定资产	3,643.6	3,776.2	3,516.9	3,257.6	2,998.4	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	161.3	168.8	168.8	168.8	168.8	管理费用率	2.7%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%
无形资产	274.1	270.3	261.3	252.4	243.4	财务费用率	4.2%	2.3%	0.9%	-0.4%	-0.6%
其他非流动资产	72.6	86.0	57.3	72.4	70.0	三费/营业收入	6.9%	4.7%	3.3%	2.0%	1.6%
资产总额	5,301.4	5,301.6	5,113.3	5,235.2	5,947.1	偿债能力					
短期债务	416.0	279.0	-	-	-	资产负债率	56.2%	51.2%	41.5%	33.2%	30.7%
应付账款	624.9	618.6	1,328.8	749.6	837.9	负债权益比	128.5%	105.0%	71.1%	49.7%	44.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.80	0.78	0.70	1.33	2.02
其他流动负债	399.6	380.2	262.8	363.6	384.6	速动比率	0.74	0.67	0.64	1.24	1.92
长期借款	856.7	782.5	-	-	-	利息保障倍数	6.45	7.98	25.25	-73.17	-50.26
其他非流动负债	684.1	655.3	532.6	624.0	604.0	分红指标					
负债总额	2,981.3	2,715.6	2,124.2	1,737.2	1,826.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-5.2	-9.5	-6.0	-2.9	1.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	551.1	551.1	551.1	551.1	551.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,774.1	2,044.4	2,444.0	2,949.7	3,568.1						
股东权益	2,320.0	2,586.1	2,989.1	3,498.0	4,120.7						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	447.0	284.4	399.6	505.7	618.4	EPS(元)	0.81	0.51	0.73	0.92	1.12
加:折旧和摊销	257.2	273.6	268.2	268.2	268.2	BVPS(元)	4.22	4.71	5.43	6.35	7.47
资产减值准备	17.8	4.7	-	-	-	PE(X)	17.5	27.6	19.5	15.4	12.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9
财务费用	113.5	58.9	21.4	-8.9	-15.9	P/FCF	-17.3	-29.6	23.2	31.7	8.4
投资损失	-	-	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	3.0	3.3	3.2	3.1	2.8
少数股东损益	1.7	1.7	3.7	3.2	4.4	EV/EBITDA	15.6	12.3	8.8	7.4	5.6
营运资金的变动	318.3	-202.1	744.3	-547.3	54.6	CAGR(%)	4.4%	29.9%	26.8%	4.4%	29.9%
经营活动产生现金流量	721.4	473.9	1,407.2	190.9	899.8	PEG	4.0	0.9	0.7	3.5	0.4
投资活动产生现金流量	-1,186.3	-459.3	30.0	30.0	30.0	ROIC/WACC	3.4	1.0	1.2	2.0	2.2
融资活动产生现金流量	500.9	-308.3	-1,069.4	13.4	8.2	REP	1.5	2.7	2.6	1.3	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034