

热电联产业务量价齐升，中报业绩靓丽

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年上半年营业收入同比增长30.6%至17.1亿元, 归属净利润同比增长61.5%至1.99亿元。
- **上半年业绩高增61.5%, 业绩快速增长。** 1) **收入结构:** 从收入结构来看, 2017年上半年清洁电能收入同比增长19.1%至3.8亿元, 毛利率下降4.1个百分点至34.1%; 清洁热能收入同比增长65.1%至7.7亿元, 毛利率下降13.8个百分点至22.8%; 冷轧钢卷收入同比增长79.0%至4.0亿元, 毛利率下降0.1个百分点至2.3%。2) **量价齐升, 全年业绩高增:** 公司目前储备项目包括新港二期、常安二期等, 后续项目陆续投产。富阳项目此前因为竞争激烈, 供气价格较低; 公司通过收购清园后, 优化竞争格局, 上调供气价格。热电业务量价齐升, 全年业绩高增。公司中报预计前三季业绩增速达到30%~60%。
- **持续外延并购, 拓宽业务区域。** 公司上市以来, 通过外延扩张方式实现区域拓展。2012年1月, 公司以2.7亿元收购东港热电51%股权; 2013年1月, 公司以2.7亿元收购新港热电70%股权; 2015年8月, 公司以2.4亿元收购清园生态60%股权; 2017年2月, 公司以1.7亿元收购常安能源92%股权。
- **增发募资9.2亿元, 加码主业。** 2017年6月, 公司发布增发预案二次修订稿。募资金额不超过9.2亿元, 发行价不低于发行期首日前20个交易日股票交易均价的90%。锁定期12个月。募集资金用于收购新港热电30%股权(3亿元)、新港热电改扩建项目(3亿元)、溧阳市北片区热电联产项目(1.3亿元)等。
- **高管增持3000万元, 体现坚定信心。** 公司高管拟自2017年6月9日起3个月内, 增持金额不低于3000万元。目前已增持完成1500万元, 锁定期6个月。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.49元、0.61元、0.74元; 公司业绩增速相比同行业公司较高, 估值处于合理偏低位置(热电板块目前估值处于25~30倍), 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 并购项目业绩实现或不及预期; 在建项目投产进度或不及预期。

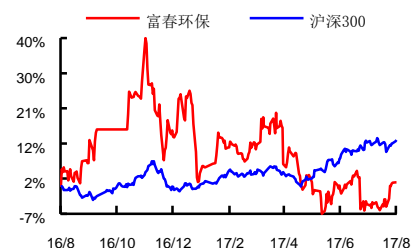
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2699.26	3787.71	4572.26	5492.75
增长率	-6.17%	40.32%	20.71%	20.13%
归属母公司净利润(百万元)	244.93	387.79	487.22	589.77
增长率	35.03%	58.33%	25.64%	21.05%
每股收益EPS(元)	0.31	0.49	0.61	0.74
净资产收益率ROE	9.60%	13.72%	15.50%	16.98%
PE	40	25	20	16
PB	3.02	2.75	2.50	2.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn
 联系人: 濮阳
 电话: 021-58351739
 邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.96
流通A股(亿股)	7.30
52周内股价区间(元)	10.95-16.6
总市值(亿元)	97.08
总资产(亿元)	52.67
每股净资产(元)	3.45

相关研究

关键假设：

1、公司富阳基地在解决了竞争问题和煤价联动机制影响下，富阳基地毛利率上升，虽然今年煤价较高，蒸汽毛利率仍在 24.5% 的较高位置。

2、衢州东港和常州新港项目改扩建预计 2017 年中投产贡献产能，增加 24MW 装机容量和 450 蒸吨/小时的供热能力，相应售电量和售气量同步增长。江苏热电假设 2018 年投产，增加 15MW 的装机容量和 100 蒸吨/小时的供热能力，相应售电量和售气量同步增长。

3、常安能源 92% 股权和新港热电剩余 30% 股权假设 2017 年年底完成交割，后续每年保持 1-2 家并购节奏。

4、煤价上升，参考中报，今年煤炭毛利率达到 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
蒸汽	收入	1043.96	1,931.33	2,510.72	3,138.40
	增速	39.5%	85.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	29.37%	24.50%	26.00%	26.00%
电力	收入	647.85	777.42	932.90	1,166.13
	增速	30.5%	20.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	29.17%	30.00%	30.00%	30.00%
轧钢	收入	465.15	837.27	854.02	871.10
	增速	2.3%	80.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%
煤炭	收入	407.71	81.54	81.54	81.54
	增速	-61.9%	-80.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	3.09%	30.00%	3.00%	3.00%
污泥处理	收入	81.66	106.16	138.01	179.41
	增速	93.3%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	22.45%	24.00%	24.00%	24.00%
其他	收入	52.93	53.99	55.07	56.17
	增速	-18.9%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	25.34%	40.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	2,699.26	3,787.71	4,572.26	5,492.75
	增速	-6.17%	40.32%	20.71%	20.13%
	毛利率	20.48%	20.58%	21.69%	22.49%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2699.26	3787.71	4572.26	5492.75	净利润	308.18	484.73	601.50	728.11
营业成本	2146.51	3008.38	3580.59	4257.51	折旧与摊销	190.45	424.83	458.67	492.21
营业税金及附加	7.72	9.85	12.29	14.76	财务费用	59.74	57.04	104.81	165.70
销售费用	6.97	9.82	12.23	14.46	资产减值损失	10.92	10.00	10.00	10.00
管理费用	151.04	181.81	219.47	263.65	经营营运资本变动	227.75	-131.07	-14.75	-36.45
财务费用	59.74	57.04	104.81	165.70	其他	-233.15	-15.00	-15.00	-15.00
资产减值损失	10.92	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	563.89	830.53	1145.23	1344.57
投资收益	3.31	5.00	5.00	5.00	资本支出	-311.59	-350.00	-350.00	-350.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	125.11	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-186.48	-345.00	-345.00	-345.00
营业利润	319.68	515.80	637.88	771.67	短期借款	65.01	288.00	-100.00	0.00
其他非经营损益	54.47	72.72	92.42	112.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	374.16	588.52	730.29	884.00	股权融资	-0.22	0.00	0.00	0.00
所得税	65.98	103.79	128.79	155.89	支付股利	-119.42	-161.25	-255.30	-320.76
净利润	308.18	484.73	601.50	728.11	其他	-212.53	-456.46	-104.81	-165.70
少数股东损益	63.25	96.95	114.29	138.34	筹资活动现金流净额	-267.16	-329.71	-460.11	-486.46
归属母公司股东净利润	244.93	387.79	487.22	589.77	现金流量净额	110.25	155.82	340.12	513.11
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	710.42	866.24	1206.36	1719.47	成长能力				
应收和预付款项	502.70	703.47	852.31	1023.71	销售收入增长率	-6.17%	40.32%	20.71%	20.13%
存货	129.65	181.71	216.27	257.16	营业利润增长率	24.33%	61.35%	23.67%	20.98%
其他流动资产	70.68	99.18	119.72	143.83	净利润增长率	32.22%	57.29%	24.09%	21.05%
长期股权投资	242.62	242.62	242.62	242.62	EBITDA 增长率	26.65%	75.07%	20.42%	19.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2706.33	2672.48	2604.79	2503.55	毛利率	20.48%	20.58%	21.69%	22.49%
无形资产和开发支出	679.22	644.75	610.28	575.82	三费率	8.07%	6.57%	7.36%	8.08%
其他非流动资产	108.47	101.96	95.45	88.94	净利率	11.42%	12.80%	13.16%	13.26%
资产总计	5150.09	5512.41	5947.80	6555.09	ROE	9.60%	13.72%	15.50%	16.98%
短期借款	812.00	1100.00	1000.00	1000.00	ROA	5.98%	8.79%	10.11%	11.11%
应付和预收款项	553.77	659.53	819.19	984.19	ROIC	8.41%	12.48%	15.84%	20.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.11%	26.34%	26.27%	26.03%
其他负债	574.30	219.37	248.91	283.85	营运能力				
负债合计	1940.06	1978.90	2068.10	2268.04	总资产周转率	0.53	0.71	0.80	0.88
股本	796.35	796.35	796.35	796.35	固定资产周转率	1.24	1.63	2.00	2.50
资本公积	1248.67	1248.67	1248.67	1248.67	应收账款周转率	8.33	10.07	9.55	9.46
留存收益	810.94	1037.47	1269.39	1538.39	存货周转率	20.35	19.32	17.99	17.99
归属母公司股东权益	2855.96	3082.50	3314.41	3583.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.68%	—	—	—
少数股东权益	354.06	451.01	565.29	703.63	资本结构				
股东权益合计	3210.02	3533.50	3879.71	4287.05	资产负债率	37.67%	35.90%	34.77%	34.60%
负债和股东权益合计	5150.09	5512.41	5947.80	6555.09	带息债务/总负债	41.85%	55.59%	48.35%	44.09%
					流动比率	0.75	0.97	1.19	1.43
					速动比率	0.68	0.87	1.09	1.31
					股利支付率	48.76%	41.58%	52.40%	54.39%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.49	0.61	0.74
					每股净资产	4.03	4.44	4.87	5.38
					每股经营现金	0.71	1.04	1.44	1.69
					每股股利	0.15	0.20	0.32	0.40
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	569.87	997.66	1201.35	1429.58					
PE	39.63	25.03	19.92	16.46					
PB	3.02	2.75	2.50	2.26					
PS	3.60	2.56	2.12	1.77					
EV/EBITDA	17.84	9.92	7.87	6.26					
股息率	1.23%	1.66%	2.63%	3.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn