

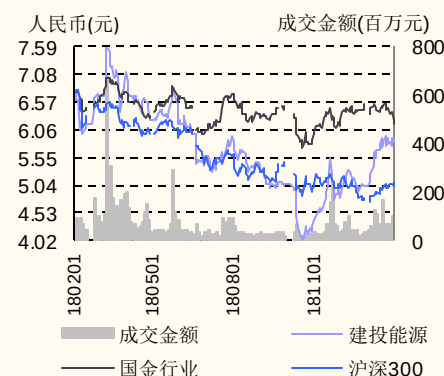
建投能源 (000600.SZ) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 5.90 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,090.04
总市值 (百万元)	10,570.60
年内股价最高最低 (元)	7.60/4.02
沪深 300 指数	3201.63
深证成指	7479.22



业绩超预期，区域火电龙头兼具高弹性低估值

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.811	0.094	0.222	0.457	0.666
每股净资产 (元)	6.27	5.96	6.08	6.39	6.85
每股经营性现金流 (元)	1.59	0.70	1.63	1.78	1.68
市盈率 (倍)	10.95	82.03	26.33	12.81	8.79
净利润增长率 (%)	-28.92%	-88.41%	136.42%	105.48%	45.77%
净资产收益率 (%)	12.94%	1.58%	3.65%	7.15%	9.71%
总股本 (百万股)	1,791.63	1,791.63	1,791.63	1,791.63	1,791.63

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司近日发布业绩预告，预计 2018 年度实现归属于上市公司股东的净利润约 40000 万元，同比增长约 137.55%。

经营分析

- **电价提升，利用小时数提高，售热量同比大幅增加：**公司业绩大幅提升的主要原因有：1. 河北省全社会用电需求持续增长，公司控股发电机组平均利用小时同比提高，发电量同比增加；2. 公司热力业务规模进一步扩大，售热量同比大幅增加；3. 自 2017 年 7 月 1 日起，河北省南、北电网燃煤发电机组上网电价分别上调 1.47 分/千瓦时和 0.86 分/千瓦时，公司控股发电机组平均上网电价同比提高。
- **纯正火电标的，火电装机占比 100%：**公司是河北省最大的独立发电公司，是河北省电力投资主体。目前公司控股发电机组主要集中于河北南部电网，控制装机容量占河北南部电网 22.80%，占河北省总装机容量的 13.21%。公司发电量持续稳定增长，18 年上半年公司控股运营的 9 家发电公司共完成发电量 199 亿千瓦时，完成上网电量 186 亿千瓦时，同比分别增长 20.71% 和 20.97%。18 年前三季度公司归母净利为 2.83 亿元，同比增长 19.13%，这是公司自 16 年三季报以来首次业绩正增长。
- **煤炭价格有望下移，公司业绩弹性大：**13 年以来，煤炭行业固定资产投资呈现逐年下滑趋势。随着煤价持续高位，2018 年前 11 个月我国煤炭行业固定资产投资额增速达到 6.80%，同时我国原煤产量也明显提升，煤炭行业整体供需将逐步宽松。我们预计 19 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归。公司历年发电平均单价和秦皇岛港动力末煤 (Q5500) 价格幅度变化趋势保持一致。因此，我们认为在煤价下行阶段，公司发电平均标煤单价下降的幅度较高，具有较高的业绩弹性。

投资建议

- 预测公司 18-20 年营收为 131、143、151 亿元，归母净利为 3.98、8.18 和 11.92 亿元，EPS 为 0.22、0.46 和 0.67 元，对应 18-20 年 PE 为 26、13 和 9 倍，PB 为 0.96、0.92 和 0.85 倍。目前公司 PB 估值处于低位，给予 19 年 1.2 倍 PB，对应目标价 7.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 煤价下降幅度不达预期的风险。标杆电价下调的风险。河北省外购电大规模上涨带来的风险。

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
 sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

电价提升，利用小时数提高，售热量同比大幅增加	3
公司发电小时数优于全国平均水平	3
供热业务发展快速，有望成为公司业绩新增长点	4
纯正火电标的，火电装机占比 100%	5
河北最大独立发电公司，装机容量占河北南网 22.80%	5
发电量稳步提升，业绩实现底部反转	6
煤炭价格有望下移，公司业绩弹性大	7
煤炭固定资产投资增速由负转正，产能加速释放	7
煤价下行带来的业绩弹性大	8
拟发行股份收购资产，装机规模有望提升	9
盈利预测	9
风险提示	10

图表目录

图表 1：火电平均发电小时数（小时）	3
图表 2：河北省 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量:火电（万千瓦）	4
图表 3：公司历年热量收入及增速	4
图表 4：十大股东明细（2018 年三季报）	5
图表 5：公司控股及参股发电机组情况	6
图表 6：公司营业收入构成	6
图表 7：公司历年发电量及增速	7
图表 8：公司历年火电装机容量	7
图表 9：公司历年归母净利及增速	7
图表 10：煤炭行业固定资产投资完成额（亿元）	8
图表 11：我国原煤产量累计同比增速（%）	8
图表 12：公司历年发电平均标煤单价	8
图表 13：秦皇岛港动力末煤（Q5500）价格与公司标煤单价拟合分析	8
图表 14：公司煤价敏感性测算	9
图表 15：公司各业务盈利预测情况	10

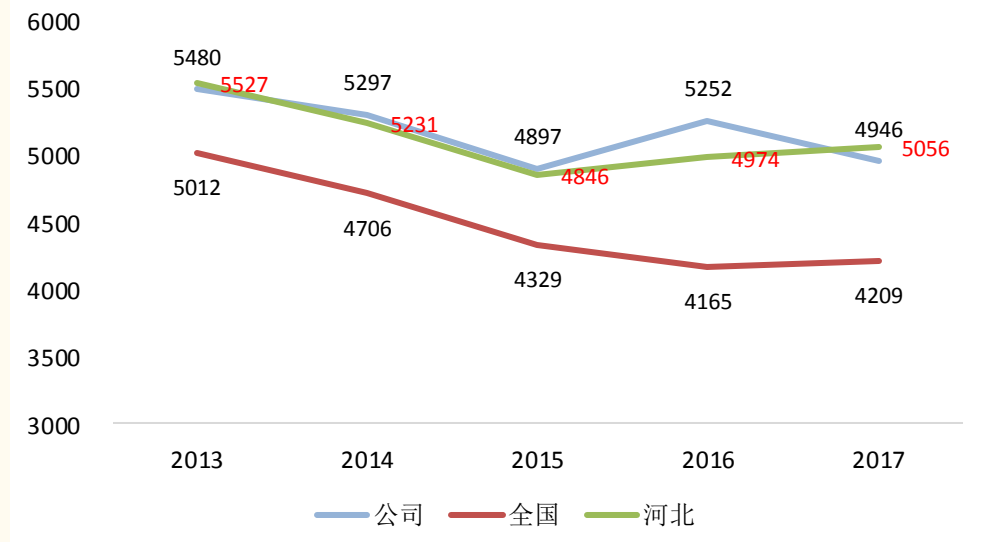
电价提升，利用小时数提高，售热量同比大幅增加

- 公司业绩大幅提升的主要原因有：1.河北省全社会用电需求持续增长，公司控股发电机组平均利用小时同比提高，发电量同比增加；2.公司热力业务规模进一步扩大，售热量同比大幅增加；3.自 2017 年 7 月 1 日起，河北省南、北电网燃煤发电机组上网电价分别上调 1.47 分/千瓦时和 0.86 分/千瓦时，公司控股发电机组平均上网电价同比提高。

公司发电小时数优于全国平均水平

- 公司区域优势明显，发电小时数优于全国水平。公司地处电力供需较为紧张的京津冀地区，河北省火电平均发电小时数历年均高于全国水平，2013-2017 年年均高于全国平均发电小时数 643 小时，公司发电小时数与河北省平均发电小时数变化趋势一致，且多数年份略高于河北省平时水平。2018 年上半年，公司控股发电公司发电机组平均利用小时为 2557 小时，同比增加 220 小时。

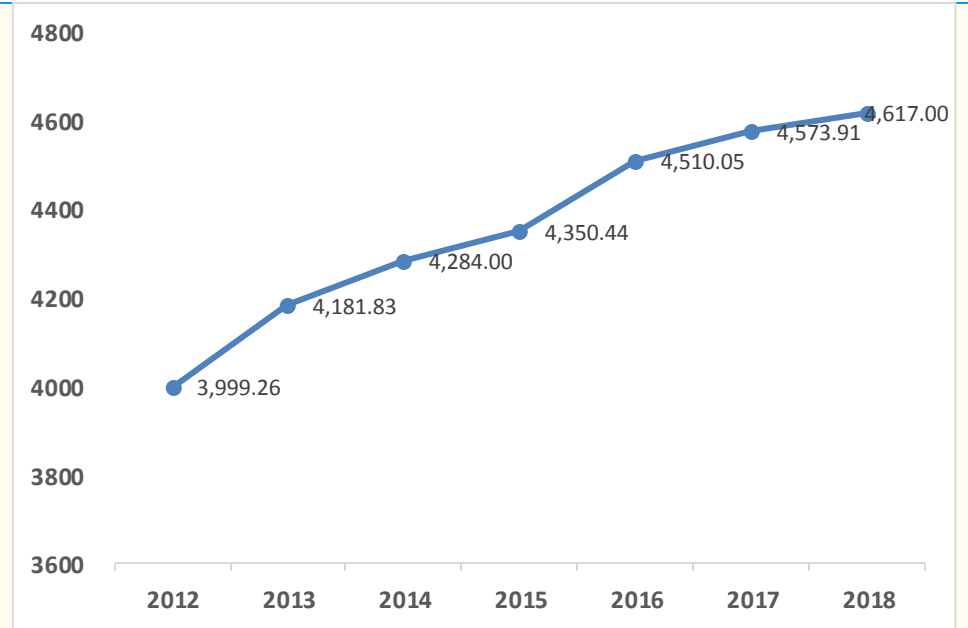
图表 1：火电平均发电小时数（小时）



来源：wind，国金证券研究所

- 河北省新增火电装机增速缓慢。由于河北省空气质量治理压力大，2016 年到 2018 年，河北省 6000 千瓦及以上电厂新增火电装机仅为 107 万千瓦，增幅为 2.37%，明显慢于全国 8.52% 的平均水平。同时，河北省积极推动淘汰小火电机组产能，“十三五”期间，河北将大力实施淘汰落后、改造提升、置换替代、退城进郊“四个一批”工程，有序淘汰 30 万千瓦级以下纯凝发电机组、20 万千瓦及以下热电机组，并全部关停违规建设的自备电厂。“十三五”期间，全省计划淘汰火电装机 400 万千瓦。
- 我们认为河北省控制新增火电机组以及淘汰小火电机组将有利于维持公司的高发电小时数，公司发电机组均为 30 万千瓦以上的大机组，具有容量大、效率高的特点，并且均能达到超低排放的标准。

图表 2：河北省 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量：火电（万千瓦）

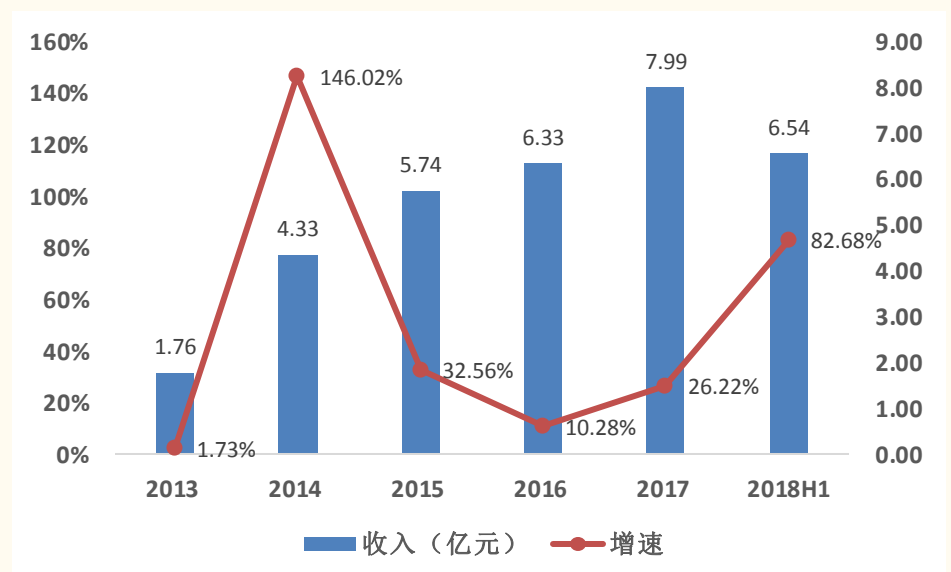


来源：wind，国金证券研究所

供热业务发展快速，有望成为公司业绩新增长点

- 截止 2018 年中报，公司拥有控股供热公司 5 家，参股供热公司 2 家。供热业务发展较快，2017 年，公司共完成售热量 2,389 万吉焦，同比增长 17.98%；实现供热面积 8,927 万平米，同比增加 59.07%。2018 年上半年，公司继续加大供热市场开发力度，累计完成售热量 2,418 万吉焦，同比增长 49.97%。
- 公司供热收入维持较快速度增长，从 2013 年的 1.76 亿元提升至 2017 年 7.99 亿元。特别是在 2017 年以后，热量收入增速明显加快，2018 年上半年公司供热收入为 6.54 亿元，同比增速高达 82.68%。

图表 3：公司历年热量收入及增速



来源：wind，国金证券研究所

- 公司近几年加大供热项目的开发力度。2017 年对公司存量纯凝机组进行供热改造，公司控股子公司西电公司、西二公司 2~6 号机组已于 2017 年冬季向石家庄市区供热，公司整体供热能力大幅提升。2018 年西电公司 4 号实施切除低压缸进汽的灵活性改造和循环水供热泵管道改造，改造完成后供热能力将进一步提高。我们预计后续公司将继续进行机组供热改造，公司的售热量和供热面积将进一步提升。邢台热电工业热网项目工程建设已完工，任丘热电开发区热网项目在 2018 年取暖期前完工。热力公司高邑集中供热项目工程进展顺利，在 2018 年的取暖期实现了供热；临城项目取得供热特许经营权；威县“醇代煤”农村清洁供热示范项目计划进行试点，取得预期效果后在全省农村推广应用。
- 大力发展供热业务，积极优化调整产业结构。公司紧跟国家产业政策，结合京津冀治霾措施的实施，在区域内采用电、燃气、煤粉炉等不同供热方式，积极抢占市场，发展清洁能源集中供热。在北方进行清洁供暖改造的大背景下，公司紧抓机遇，在继续做优、做强火电主业同时，积极优化调整产业结构，大力发展供热业务。我们预计公司供热业务将继续保持较高速度增长，有望成为公司新的业绩增长点。

纯正火电标的，火电装机占比 100%

河北最大独立发电公司，装机容量占河北南网 22.80%

- 公司是河北省最大的独立发电公司，参控股发电机组为区域电网的重要电源支撑。公司成立于 1994 年 1 月 18 日，是河北建设投资集团有限责任公司旗下唯一境内资本运作平台，是河北省电力投资主体，主营业务为投资建设、经营管理以电力生产的能源项目。河北建设集团持有公司股份 65.63%，实际控制人为河北省国资委。

图表 4：十大股东明细（2018 年三季度）

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	河北建设投资集团有限责任公司	-	1,175,905,950	0	65.6300	0.0000	限售流通A股, A股流通股
2	中国证券金融股份有限公司	-	31,868,115	0	1.7800	0.0000	A股流通股
3	中央汇金资产管理有限责任公司	-	24,028,300	0	1.3400	0.0000	A股流通股
4	华能国际电力开发公司	-	18,161,948	0	1.0100	0.0000	A股流通股
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	比上期减少	15,817,305	-2,414,500	0.8800	-0.1400	A股流通股
6	蔡洪雄	比上期增加	9,707,602	1,340,572	0.5400	0.0700	A股流通股
7	中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	比上期增加	6,323,066	1,409,500	0.3500	0.0800	A股流通股
8	中国农业银行股份有限公司-鹏华动力增长混合型证券投资基金(LOF)	新进	3,570,335		0.2000		A股流通股
9	华夏基金-农业银行-华夏中证金融资产管理计划	-	3,306,900	0	0.1800	0.0000	A股流通股
10	邱进森	-	2,724,179	0	0.1500	0.0000	A股流通股
	合计	-	1,291,413,700		72.0600		

来源：wind，国金证券研究所

- 目前公司控股发电机组主要集中于河北南部电网，控制装机容量占河北南部电网 22.80%，占河北省总装机容量的 13.21%。截至 2018 年上半年，公司控制运营装机容量 780 万千瓦，控制在建装机容量 70 万千瓦，权益运营装机容量 832 万千瓦。公司拥有控股供热公司 5 家，参股供热公司 2 家。
- 公司拥有的发电机组均为 30 万千瓦以上机组，具有容量大、效率高的特点，且全部发电机组的氮氧化物、二氧化硫、烟尘排放均达到超低排放限值要求，实现了清洁绿色发电，节能减排的优势明显。

图表 5：公司控股及参股发电机组情况

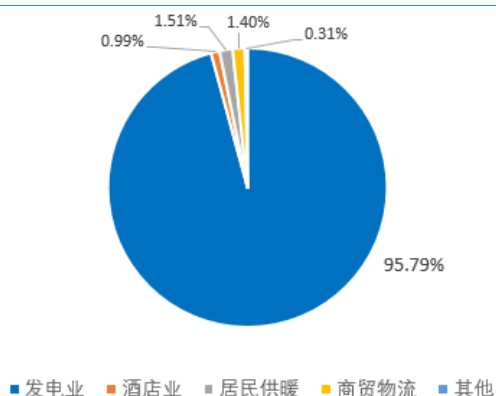
公司控股发电机组情况			
公司名称	装机容量（万千瓦）	持股比例%	权益装机（万千瓦）
西电公司	132	60.00%	79.20
西二公司	120	51.00%	61.20
国泰公司	66	51.00%	33.66
任丘公司	70	81.65%	57.16
沙河公司	120	89.79%	107.75
宣化热电	66	100.00%	66.00
恒兴公司	66	35.00%	23.10
邢台热电	70	100.00%	70.00
承德热电	70	100.00%	70.00
控股子公司合计	780		568.06
公司参股发电机组情况			
公司名称	装机容量（万千瓦）	持股比例%	权益装机（万千瓦）
衡丰公司	66	35.00%	23.10
邯峰公司	132	20.00%	26.40
沧东发电	252	40.00%	100.80
三河发电	130	15.00%	19.50
王滩发电	120	30.00%	36.00
龙山发电	120	29.43%	35.32
国电承德热电	66	35.00%	23.10
参股公司合计	886		264.22

来源：公司公告，国金证券研究所

发电量稳步提升，业绩实现底部反转

- 公司主营业务为发电业务，以燃煤火力发电和供热为主，营收占比超过 95%。2018 年上半年，公司实现营业收入 68.40 亿元，实现净利润 1.88 亿元。分行业来看，发电业 2018 年实现营收 65.51 亿，占比达到了 95.79%，其中供电收入 58.97 亿，供热收入 6.54 亿元。居民供暖收入为 1.03 亿元，占比为 1.51%，商贸物流收入为 0.96 亿元，占比为 1.40%。

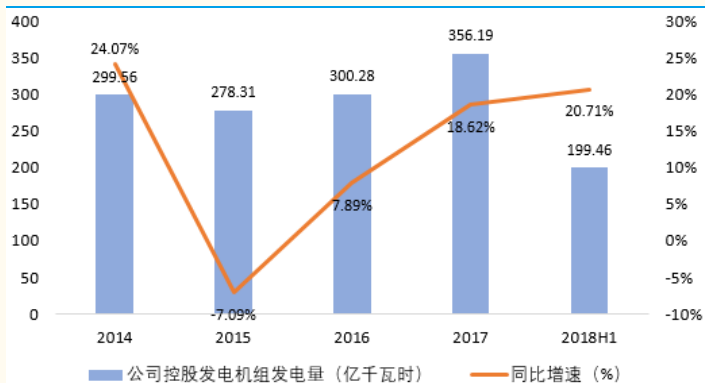
图表 6：公司营业收入构成



来源：公司年报，国金证券研究所

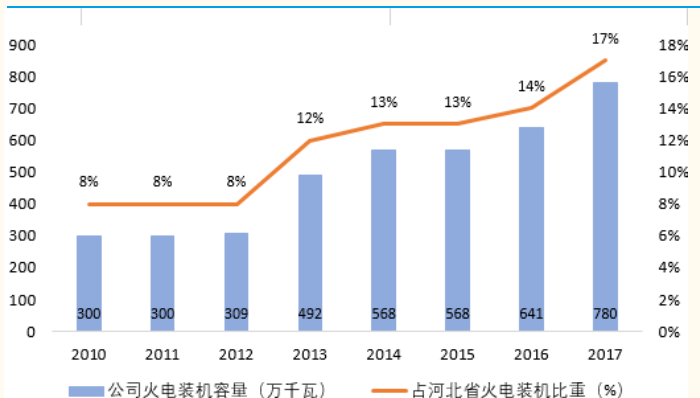
- 公司发电量持续稳定增长。2018 年上半年，公司控股运营的 9 家发电公司共完成发电量 199.46 亿千瓦时，完成上网电量 186.06 亿千瓦时，同比分别增长 20.71%和 20.97%。2018 年上半年，公司继续加大供热市场开发力度，累计完成售热量 2,418 万吉焦，同比增长 49.97%。
- 公司受益于河北省淘汰小机组和严控新增机组，装机容量占省内比例逐年提升。从 2012 年的 8%提升至 2017 年的 17%。

图表 7：公司历年发电量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

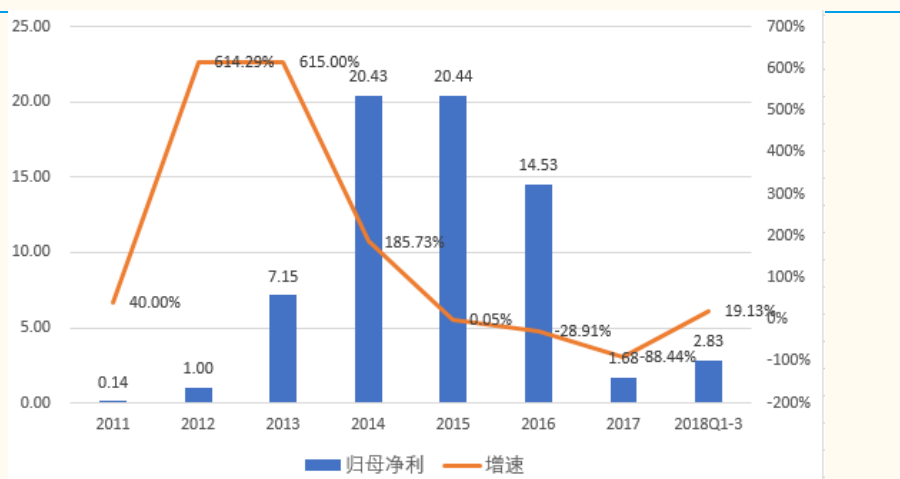
图表 8：公司历年火电装机容量



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- 业绩增速自 2016 年三季报以来转负为正。2018 年前三季度公司实现营业收入 102.25 亿元，同比增加 40.82%，归母净利为 2.83 亿，同比增长 19.13%，这是公司自 2016 年三季报以来首次业绩正增长。业绩增长主要是新增运营公司恒兴发电、承德热电以及所属发电公司发电量同比增加影响。

图表 9：公司历年归母净利及增速



来源：wind，国金证券研究所

煤炭价格有望下移，公司业绩弹性大

煤炭固定资产投资增速由负转正，产能加速释放

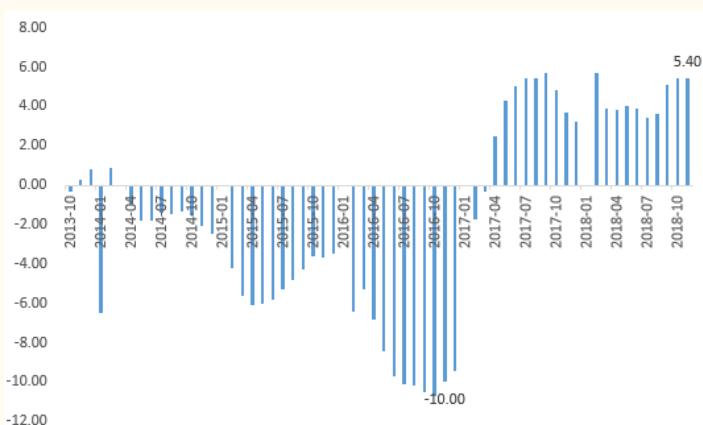
- 2018 年 10 月 10 日，国家能源局发布公告，截至 2018 年 6 月底，全国范围内安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿共有 3816 处，在运产能合计为 34.91 亿吨/年。另外，已核准（审批）、开工建设煤矿 1138 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 96 处），对应产能 9.76 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 201 处，产能 3.35 亿吨/年，未来还有 6.41 亿吨/年的产能将逐步投产并释放供给。
- 受煤价持续高位影响，煤炭固定资产投资增速自 2013 年以来首次转正。自 2013 年以来，我们煤炭行业固定资产投资呈现逐年下滑趋势，2017 年下滑至 2648 亿元。随着煤价持续高位的影响，2018 年前 11 个月，我国煤炭行业固定资产投资额增速达到 6.80%。同时我国原煤产量也明显提升，2018 年前 11 个月我国原煤产量同比增长 5.4%，同比去年提高了 1.7 个百分点。我们预计 2018 年我国原煤产量增速将超过 5%，明显高于 2017 年的 3.2%。煤炭行业整体供需将逐步宽松。

图表 10：煤炭行业固定资产投资完成额（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 11：我国原煤产量累计同比增速 (%)



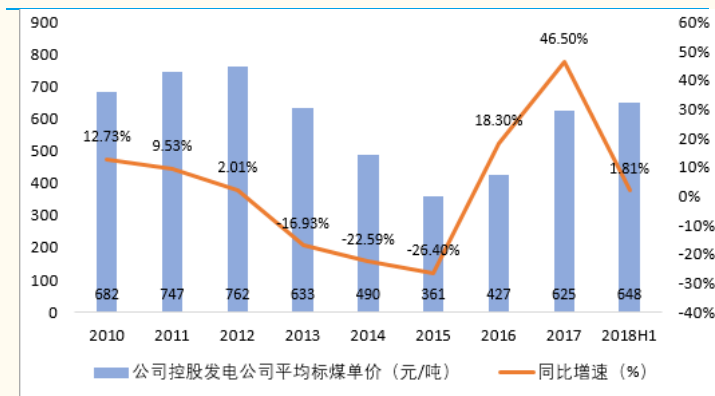
来源：wind，国金证券研究所

- 2018 年 11 月 27 日，发改委印发了《关于做好 2019 年煤炭长协合同签订履行有关工作的通知》，文件中明确鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同，同时中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75%以上，且不能低于上年水平因此。2018 年 12 月，中国神华月度长协价格为 631 元/吨，年度长协价格为 555 元/吨，环比分别下跌 10 元/吨、2 元/吨。我们预计 2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，全年平均煤价预计将回落至 600-620 元/吨左右，同比 2018 年下降 30-50 元/吨。

煤价下行带来的业绩弹性大

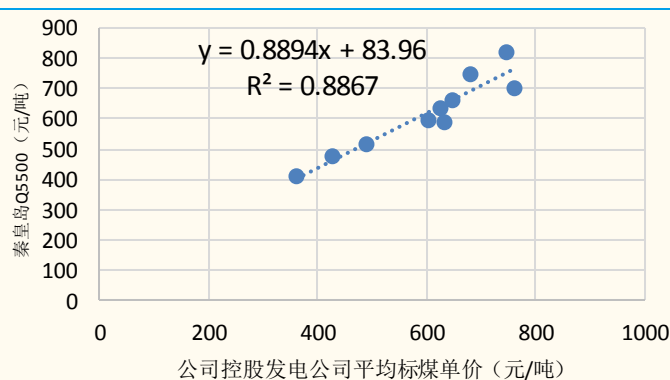
- 公司煤炭采购主要来源于山西、河北省当地，其中长协煤占比 50%左右，但年度长协占比少。年度长协煤价按照“535+浮动价”的定价机制定价，受港口煤价波动较小，公司煤炭长协占比少使公司发电平均标煤单价受煤价变动影响比较大，从公司历年发电平均单价和秦皇岛港动力末煤（Q5500）价格幅度来看，变化趋势保持一致。我们将公司历年发电平均单价和秦皇岛港动力末煤（Q5500）价格进行拟合分析，拟合度比较高， $R^2=0.8867$ 。因此，我们认为在煤价下行阶段，公司发电平均标煤单价下降的幅度将大于其他非全部火电机组的电力公司，业绩弹性较大。

图表 12：公司历年发电平均标煤单价



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：秦皇岛港动力末煤（Q5500）价格与公司标煤单价拟合分析



来源：wind，国金证券研究所

- 我们预计 2018 年公司消耗标准煤约为 1230 万吨，假设标煤价格下降 10 元，则公司的营业成本将降低 1.23 亿。经过我们测算，对应我们预测的公司 2018 年的归母净利的业绩弹性为 15.06%。

图表 14：公司煤价敏感性测算

煤价波幅 (元/吨)	煤价(元/吨)	营业成本增加 (万元)	归母净利润增加 (万元)	2018年预计归母净利(万元)	业绩波动幅度
30	676.76	36895.248	(17986.43)	39800	-45.19%
20	666.76	24596.832	(11990.96)	39800	-30.13%
10	656.76	12298.416	(5995.48)	39800	-15.06%
0	646.76	0	0.00	39800	0.00%
-10	636.76	-12298.416	5995.48	39800	15.06%
-20	626.76	-24596.832	11990.96	39800	30.13%
-30	616.76	-36895.248	17986.43	39800	45.19%

来源：wind，国金证券研究所

拟发行股份收购资产，装机规模有望提升

- 2018 年 10 月 15 日，公司发布公告，公司控股股东河北建设投资集团有限责任公司拟进一步履行关于避免同业竞争的承诺，筹划将其持有的秦皇岛秦热发电有限责任公司、秦皇岛发电有限责任公司、河北张河湾蓄能发电有限责任公司等发电公司股权转让于本公司。
- 截至 2019 年 1 月 24 日，公司发布公告介绍目前资产注入进度，公司已聘请独立财务顾问、法律顾问、审计机构、资产评估机构等中介机构，各中介机构正按计划开展尽职调查、审计、评估等工作。本次交易的相关各方仍在就本次发行股份购买资产的相关事宜进行进一步协商和论证，最终方案尚未确定。
- 公司控股股东河北建设投资集团有限责任公司控股 2 家上市公司——河北建投能源投资股份有限公司、新天绿色能源股份有限公司，公司为集体唯一 A 股控股上市公司。建投集团曾在 2007 年、2013 年和 2014 年向公司注入优质电力、热力资产，体现了集团对公司的强力支持和重视。建投集团是河北省政府聚合、融通、引导社会资本和金融资本，支持河北省经济发展的投融资平台、基础设施建设平台和金融服务业平台，是河北省属资产规模最大的国有资本投资运营公司。我们认为控股股东的支持为公司提供良好的发展环境，后续资产的注入将提升公司的装机规模和业绩表现。

盈利预测

- 装机容量：目前公司遵化热电在建，控制在建装机容量 70 万千瓦，我们预计将于 2019 年上半年投产，则公司 2018-2020 年的装机规模为 780、850 和 850 万千瓦。
- 发电小时数及发电量：由于河北省严控新增火电装机和淘汰小火电产能，我们预计公司未来发电小时数将维持 5000 小时以上，预计 2018-2020 年发电小时数为 5100、5200、5250 小时。预计 2018-2020 年上网电量分别为 400、410 和 420 亿千瓦。
- 发电平均标煤单价：我们预计 2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，2019 年平均煤价预计将回落至 600 元/吨左右，2020 年回落至 580 元/吨。
- 预测公司 18-20 年营收为 131、143、151 亿元，归母净利为 3.98、8.18 和 11.92 亿元，EPS 为 0.22、0.46 和 0.67 元，对应 18-20 年 PE 为 26、13 和 9 倍，PB 为 0.96、0.92 和 0.85 倍。目前公司 PB 估值处于低位，给予 19 年 1.2 倍 PB，对应目标价 7.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 15：公司各业务盈利预测情况

报告期	2015 A	2016 A	2017 A	2018E	2019E	2020E
电量						
收入	87.79	84.38	92.98	115.00	124.00	128.00
毛利率	42.47%	32.52%	15.98%	19.00%	22.00%	26.00%
热量						
收入	5.74	6.33	7.99	10.95	13.69	16.84
毛利率	14.44%	8.74%	-4.51%	5.00%	9.00%	12.00%
居民供热						
收入	0.32	0.76	1.30	1.74	2.11	2.54
毛利率		16.61%	22.79%	22.00%	23.00%	23.00%
商贸流通						
收入	0.17	0.53	1.11	1.43	1.67	1.93
毛利率	1.96%	1.63%	0.25%	1.50%	1.50%	1.50%
餐饮住宿						
收入	1.28	1.21	1.28	1.25	1.26	1.25
毛利率	62.47%	62.06%	63.62%	64.00%	65.00%	65.00%
其他业务						
收入	0.55	0.65	0.69	0.70	0.71	0.72
毛利率	87%	90%	79%	80%	80%	80%
总计	96.26	93.87	105.38	131.07	143.44	151.28
毛利率	41.01%	31.40%	15.36%	18.43%	21.20%	24.66%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 煤价下降幅度不达预期的风险。我们预计 2019 年煤价中枢将进一步向 500-570 元/吨的绿色空间回归，全年平均煤价预计将回落至 600-620 元/吨左右，同比 2018 年下降 30-50 元/吨。如果煤价下降幅度不达预期，则公司盈利将下滑。
- 标杆电价下调的风险。标杆电价下调将直接带来公司盈利的下滑。
- 河北省外购电大规模上涨带来的风险。外购电的增加将降低公司的发电小时数，带来公司盈利的下滑。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	9,626	9,387	10,538	13,107	14,344	15,128
增长率		-2.5%	12.3%	24.4%	9.4%	5.5%
主营业务成本	-5,678	-6,440	-8,919	-10,691	-11,303	-11,398
%销售收入	59.0%	68.6%	84.6%	81.6%	78.8%	75.3%
毛利	3,948	2,947	1,618	2,416	3,041	3,730
%销售收入	41.0%	31.4%	15.4%	18.4%	21.2%	24.7%
营业税金及附加	-84	-111	-94	-157	-172	-197
%销售收入	0.9%	1.2%	0.9%	1.2%	1.2%	1.3%
营业费用	-51	-54	-56	-66	-72	-91
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
管理费用	-749	-557	-658	-826	-889	-968
%销售收入	7.8%	5.9%	6.2%	6.3%	6.2%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	3,064	2,226	810	1,368	1,908	2,475
%销售收入	31.8%	23.7%	7.7%	10.4%	13.3%	16.4%
财务费用	-520	-382	-465	-643	-684	-753
%销售收入	5.4%	4.1%	4.4%	4.9%	4.8%	5.0%
资产减值损失	-101	-15	-52	-39	-37	-41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	823	618	112	233	398	503
%税前利润	25.1%	25.0%	26.1%	25.2%	24.7%	22.8%
营业利润	3,265	2,447	432	918	1,584	2,183
营业利润率	33.9%	26.1%	4.1%	7.0%	11.0%	14.4%
营业外收支	16	25	-1	6	24	27
税前利润	3,281	2,472	430	924	1,608	2,210
利润率	34.1%	26.3%	4.1%	7.1%	11.2%	14.6%
所得税	-657	-527	-118	-268	-458	-619
所得税率	20.0%	21.3%	27.4%	29.0%	28.5%	28.0%
净利润	2,624	1,945	312	656	1,150	1,591
少数股东损益	580	492	144	258	332	399
归属于母公司的净利润	2,044	1,453	168	398	818	1,192
净利率	21.2%	15.5%	1.6%	3.0%	5.7%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,624	1,945	312	656	1,150	1,591
少数股东损益	580	492	144	258	332	399
非现金支出	1,216	1,204	1,350	1,495	1,624	1,779
非经营收益	-311	-226	376	407	277	165
营运资金变动	-41	-71	-780	370	145	-534
经营活动现金净流	3,488	2,851	1,258	2,929	3,196	3,001
资本开支	-2,936	-2,400	-1,827	-1,718	-2,187	-2,357
投资	-399	-193	-312	-221	-221	-271
其他	926	685	572	233	398	503
投资活动现金净流	-2,408	-1,907	-1,568	-1,705	-2,010	-2,125
股权募资	40	98	52	0	0	0
债权募资	-879	1,620	1,698	-61	-240	224
其他	-1,532	-1,834	-1,522	-1,119	-971	-1,089
筹资活动现金净流	-2,372	-116	228	-1,180	-1,210	-865
现金净流量	-1,291	828	-83	44	-24	11

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	975	1,821	1,739	1,783	1,759	1,770
应收账款	1,293	1,276	2,233	2,260	2,558	2,606
存货	234	491	383	545	613	634
其他流动资产	801	1,216	1,351	1,324	1,331	2,005
流动资产	3,304	4,803	5,707	5,911	6,261	7,016
%总资产	12.8%	16.4%	18.3%	18.5%	18.9%	20.2%
长期投资	5,416	5,279	5,006	5,227	5,447	5,668
固定资产	16,296	18,325	19,494	19,752	20,374	20,919
%总资产	63.1%	62.7%	62.6%	62.0%	61.6%	60.2%
无形资产	704	683	816	826	835	845
非流动资产	22,541	24,437	25,458	25,962	26,809	27,712
%总资产	87.2%	83.6%	81.7%	81.5%	81.1%	79.8%
资产总计	25,845	29,240	31,165	31,873	33,069	34,728
短期借款	1,615	4,523	6,134	6,097	6,012	6,136
应付款项	2,765	3,768	3,434	3,784	4,351	4,567
其他流动负债	526	481	543	484	473	458
流动负债	4,906	8,772	10,111	10,365	10,835	11,161
长期贷款	7,058	6,220	6,581	6,731	6,881	7,081
其他长期负债	1,311	977	1,479	1,306	1,000	900
负债	13,275	15,968	18,171	18,402	18,717	19,142
普通股股东权益	10,584	11,229	10,673	10,892	11,442	12,276
少数股东权益	1,986	2,043	2,321	2,579	2,911	3,310
负债股东权益合计	25,845	29,240	31,165	31,873	33,069	34,728

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.141	0.811	0.094	0.222	0.457	0.666
每股净资产	5.907	6.267	5.957	6.080	6.386	6.852
每股经营现金净流	1.947	1.591	0.702	1.635	1.784	1.675
每股股利	0.450	0.400	0.080	0.100	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	19.32%	12.94%	1.58%	3.65%	7.15%	9.71%
总资产收益率	7.91%	4.97%	0.54%	1.25%	2.47%	3.43%
投入资本收益率	11.29%	7.29%	2.29%	3.65%	4.93%	6.08%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.62%	-2.48%	12.26%	24.38%	9.44%	5.47%
EBIT增长率	-2.67%	-27.36%	-63.59%	68.74%	39.50%	29.71%
净利润增长率	0.06%	-28.92%	-88.41%	136.42%	105.48%	45.77%
总资产增长率	2.29%	13.13%	6.58%	2.27%	3.75%	5.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.7	44.9	49.2	45.6	48.6	47.3
存货周转天数	17.9	20.5	17.9	18.6	19.8	20.3
应付账款周转天数	117.4	107.7	87.7	80.7	90.6	95.3
固定资产周转天数	560.0	636.0	641.8	517.5	483.6	465.1
偿债能力						
净负债/股东权益	64.82%	67.22%	84.47%	84.22%	80.36%	76.66%
EBIT利息保障倍数	5.9	5.8	1.7	2.1	2.8	3.3
资产负债率	51.36%	54.61%	58.31%	57.74%	56.60%	55.12%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	4	4	5
增持	0	3	3	3	4
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.63	1.63	1.63	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

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%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH