

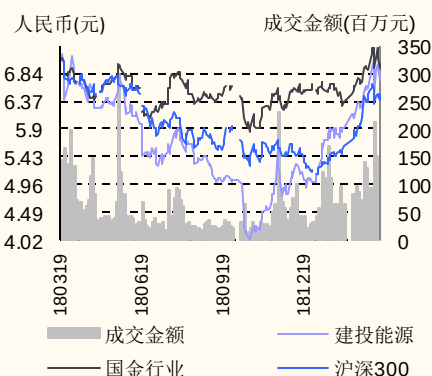
**建投能源 (000600.SZ) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格 (人民币): 6.87 元

**业绩超预期, 优质资产待注入****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)       | 12,308.47 |
| 年内股价最高最低(元)    | 7.15/4.02 |
| 沪深 300 指数      | 3745.01   |
| 深证成指           | 9550.54   |

**相关报告**

1. 《业绩超预期, 区域火电龙头兼具高弹性低估值-建投能源覆盖报告》, 2019.2.1

**公司基本情况(人民币)**

| 项目          | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.094    | 0.243    | 0.456    | 0.665    | 0.786    |
| 每股净资产(元)    | 5.96     | 6.11     | 6.47     | 6.99     | 7.57     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.70     | 1.43     | 1.49     | 1.68     | 1.79     |
| 市盈率(倍)      | 82.03    | 20.67    | 15.06    | 10.33    | 8.74     |
| 净利润增长率(%)   | -88.41%  | 158.39%  | 87.90%   | 45.82%   | 18.11%   |
| 净资产收益率(%)   | 1.58%    | 3.97%    | 7.05%    | 9.52%    | 10.38%   |
| 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 3 月 16 日发布 2018 年报, 报告期内公司实现营业收入 139.76 亿元, 同比增长 32.24%, 归母净利为 4.32 亿元, 同比增长 156.33%。公司 2018 年利润分配预案为: 1,791,626,376 为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元 (含税), 送红股 0 股 (含税), 不以公积金转增股本。

**经营分析**

- **业绩大增 156.33%, 毛利率提升, 费用率下降。**公司 2018 年毛利率为 16.14%, 同比提升 0.78 个百分点, 主要原因是 2018 年煤炭价格总体维持高位运行, 全年呈现前高后低走势, 火电行业成本压力得到一定缓解。公司 2018 年三项费用总计 13.30 亿, 同比增长 12.81%, 三费占营收的比例为 9.52%, 同比下降了 1.67 个百分点。公司 2018 年供电业务收入为 121.76 亿元, 同比增加 30.95%, 毛利率为 18.49%, 同比提升 2.51 个百分点。2018 年 9 家控股运营发电公司共完成发电量和上网电量分别为 411.47 和 383.71 亿千瓦时, 同比分别增长 15.51% 和 15.74%。控股发电公司发电机组平均利用小时为 5,234 小时, 高于全国火电平均利用小时 873 小时。
- **现金回流情况好转, 经营活动产生的现金流量净额大幅提升。**公司 18 年经营活动产生的现金流量净额为 25.66 亿元, 比上年增加金额 13.08 亿元, 增幅为 104%, 主要原因是报告期内主要为上网电量同比增加, 销售商品收现同比增加影响。18 年公司现金回流状况维持较好状态, 公司销售商品、提供劳务收到的现金 139.80 亿元, 占营收比重 114%, 同比上升 7 个百分点。
- **拟发行股份收购资产, 装机规模有望提升。**3 月 7 日公司发布公告, 上市公司拟向建投集团发行股份购买其持有的张河湾公司 45% 股权和秦热公司 40% 股权。在本次交易完成后, 建投能源将增加对秦热公司的控股装机容量 65 万千瓦、对张河湾公司的权益装机容量 45 万千瓦, 将进一步扩大在河北电网的市场份额、提高资产规模。

**投资建议**

- 预测公司 19-21 年营收为 153.12 亿、166.88 亿和 179.88 亿元, 归母净利为 8.18、11.92、14.08 亿元, EPS 为 0.46、0.67、0.79 元, 对应 19-21 年 PE 为 15、10 和 9 倍, 维持“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

## 目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 利润表分析：业绩大增 156.33%，毛利率提升，费用率下降..... | 3 |
| 毛利率 0.78 个百分点，费用率下降 1.67 个百分点.....  | 3 |
| 火电发电量、利用小时数均提升，供热业务增速快.....         | 3 |
| 现金回流情况好转，经营活动产生的现金流量净额大幅提升 .....    | 4 |
| 拟发行股份收购资产，装机规模有望提升 .....            | 5 |
| 盈利预测 .....                          | 6 |
| 风险提示 .....                          | 6 |

## 图表目录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1：公司 2018 年费用情况（元） .....       | 3 |
| 图表 2：公司各参控股发电公司 2018 年电量完成情况..... | 4 |
| 图表 3：公司电力和热力业务情况 .....            | 4 |
| 图表 4：公司 2017、2018 对比.....         | 5 |
| 图表 5：重组完成后上市公司的股权结构变化情况.....      | 5 |

## 利润表分析：业绩大增 156.33%，毛利率提升，费用率下降

### 毛利率 0.78 个百分点，费用率下降 1.67 个百分点

- 报告期内公司实现营业收入 139.76 亿元，同比增长 32.24%，归母净利为 4.32 亿元，同比增长 156.33%，扣非后归母净利为 4.22 亿元，同比增加 164.25%。同时公司公布 2018 年利润分配预案为：1,791,626,376 为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。现金分红金额为 1.79 亿元，占公司归母净利的 41.49%。
- 公司 2018 年毛利率为 16.14%，同比提升 0.78 个百分点，主要原因是 2018 年煤炭价格总体维持高位运行，全年呈现前高后低走势，火电行业成本压力得到一定缓解。公司 2018 年三项费用总计 13.30 亿，同比增长 12.81%，三费占营收的比例为 9.52%，同比下降了 1.67 个百分点。其中，财务费用增速较快，2018 年为 5.59 亿元，同比增长了 20.10%。

图表 1：公司 2018 年费用情况（元）

|      | 2018 年         | 2017 年         | 同比增减    |
|------|----------------|----------------|---------|
| 销售费用 | 61,538,752.22  | 55,648,698.10  | 10.58%  |
| 管理费用 | 708,532,026.48 | 657,427,936.68 | 7.77%   |
| 财务费用 | 558,882,138.97 | 465,339,325.85 | 20.10%  |
| 研发费用 | 3,251,685.73   | 470,754.71     | 590.74% |

来源：公司年报，国金证券研究所

### 火电发电量、利用小时数均提升，供热业务增速快

- 公司 2018 年供电业务收入为 121.76 亿元，同比增加 30.95%，毛利率为 18.49%，同比提升 2.51 个百分点。2018 年，9 家控股运营发电公司共完成发电量 411.47 亿千瓦时，完成上网电量 383.71 亿千瓦时，同比分别增长 15.51% 和 15.74%。控股发电公司发电机组平均利用小时为 5,234 小时，高于全国火电平均利用小时 873 小时，利用小时数比 2017 年提升 288 小时。
- 公司积极参与区域大用户直供电交易，争取市场电量。2018 年，公司河北南网区域 7 家发电公司共争取交易电量 69.45 亿千瓦时，占河北南网 21.33%。公司河北北网区域 2 家发电公司共争取交易电量 19.37 亿千瓦时，占河北北网 14.69%。
- 公司坚持以长协煤为主，直供煤为辅，市场煤为补充的采购思路，保障煤炭供应，降低采购成本。2018 年，公司控股发电公司平均标煤单价 638 元/吨，比 2017 年增加 13 元/吨。

**图表 2：公司各参控股发电公司 2018 年电量完成情况**

| 公司名称    | 装机容量<br>(万千瓦) | 持股比例% | 发电量 (亿千瓦时) |        | 上网电量 (亿千瓦时) |        |
|---------|---------------|-------|------------|--------|-------------|--------|
|         |               |       | 2018年      | 2017年  | 2018年       | 2017年  |
| 西电公司    | 132           | 60    | 74.16      | 72.16  | 68.65       | 66.72  |
| 西二公司    | 120           | 51    | 65.32      | 56.88  | 61.77       | 53.77  |
| 国泰公司    | 66            | 51    | 37.64      | 35.95  | 34.92       | 33.36  |
| 任丘公司    | 70            | 81.65 | 39.96      | 38.78  | 37.01       | 36.03  |
| 沙河公司    | 120           | 89.79 | 62.59      | 58.48  | 58.49       | 54.54  |
| 宣化热电    | 66            | 100   | 34.12      | 30.17  | 31.85       | 28.01  |
| 邢台热电    | 70            | 100   | 25.48      | 21.73  | 23.94       | 20.51  |
| 恒兴公司    | 66            | 35    | 37.11      | 36.03  | 34.23       | 32.91  |
| 承德热电    | 70            | 100   | 35.09      | 6.01   | 32.85       | 5.67   |
| 控股子公司合计 | 780           | -     | 411.47     | 356.19 | 383.71      | 331.52 |
| 衡丰公司    | 66            | 35    | 36.08      | 35.5   | 33.30       | 32.90  |
| 邯峰公司    | 132           | 20    | 69.16      | 69.43  | 64.80       | 65.23  |
| 沧东发电    | 252           | 40    | 132.14     | 140.22 | 126.02      | 133.62 |
| 三河发电    | 130           | 15    | 68.08      | 65.55  | 63.53       | 60.93  |
| 王滩发电    | 120           | 30    | 60.85      | 60.40  | 56.96       | 56.53  |
| 龙山发电    | 120           | 29.43 | 64.46      | 67.29  | 58.86       | 61.37  |
| 国电承德热电  | 66            | 35    | 33.55      | 30.57  | 30.12       | 27.43  |

来源：公司年报，国金证券研究所

- 供热业务维持高速增长。2018 年公司继续加大供热业务开发力度，供热业务收入 12.15 亿元，同比增加 52.06%，毛利率为-16.25%，同比降低 11.74 个百分点。公司 2018 年供热量 3,768 万吉焦，同比增长 57.72%；实现供热面积 12,620 万平米，同比增加 41.37%。其中，公司控股子公司西电公司和西二公司向石家庄市供热面积增加到 3,180 万平米，成为石家庄市最大热源点。公司控股子公司承德热电于 2017 年底投产供热，西电公司、西二公司 2-6 号机组经供热改造向石家庄市供热，公司整体供热能力大幅提升。
- 公司有序推进现有热电联产项目配套热网项目的开发，拓展下游供热市场，任丘热电开发区热网项目、邢台热电工业热网项目均已开工建设；三是紧跟国家产业政策，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。我们预计公司供热业绩将保持高速增长。

**图表 3：公司电力和热力业务情况**

| 行业分类 | 项目   | 单位   | 2018 年   | 2017 年   | 同比增减   |
|------|------|------|----------|----------|--------|
| 电力行业 | 发电量  | 亿千瓦时 | 411.47   | 356.19   | 15.52% |
|      | 上网电量 | 亿千瓦时 | 383.71   | 325.85   | 17.76% |
| 热力行业 | 售热量  | 万吉焦  | 3,768.76 | 2,389.27 | 57.73% |

来源：公司年报，国金证券研究所

### 现金回流情况好转，经营活动产生的现金流量净额大幅提升

- 公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额为 25.66 亿元，比上年增加金额 13.08 亿元，增幅为 104%。主要原因是报告期内主要为上网电量同比增加，销售商品收现同比增加影响。
- 公司 2018 年投资活动产生的现金流量净额-16.66 亿元，比上年多流出 0.98 亿元，主要原因是取得的投资收益收现同比减少和子公司基建支出同比减少影响。

- 公司 2018 年筹资活动产生的现金流量净额为-7.68 亿元，上年金额为 2.28 亿元，主要原因为偿还债务同比增加影响。
- 综上，现金及现金等价物净增加额 1.32 亿元，相比去年转负为正，去年为 -0.82 亿元。
- 2018 年公司现金回流状况维持较好状态，公司销售商品、提供劳务收到的现金 139.80 亿元，占营收比重 114%，同比上升 7 个百分点。应收账款 2018 年的 18.70 亿元，占营收比重下降了 3.24 个百分点，应收账款周转率从 2017 年的 7.42 次提升到 2018 年的 7.72 次。存货周转率从 2017 年的 20.41 次提升至 2018 年的 26.98 次。

**图表 4：公司 2017、2018 对比**

| 年份   | 营业收入  | 销售商品、提供劳务收到的现金 | 占营收比重 | 应收账款  | 占营收比重  | 应收账款周转率 | 存货   | 存货周转率 |
|------|-------|----------------|-------|-------|--------|---------|------|-------|
| 2018 | 139.8 | 159            | 114%  | 18.7  | 13.38% | 7.72    | 4.85 | 26.98 |
| 2017 | 105.4 | 113.12         | 107%  | 17.51 | 16.62% | 7.42    | 3.83 | 20.41 |

来源：公司年报，国金证券研究所

### 拟发行股份收购资产，装机规模有望提升

- 3 月 7 日，公司发布公告，上市公司拟向建投集团发行股份购买其持有的张河湾公司 45%股权和秦热公司 40%股权。本次发行股份购买资产实施完成后，上市公司将直接持有上述公司的股权。本次购买资产股份发行价格确定为定价基准日前 60 个交易日上市公司股票交易均价的 90%，为 5.21 元/股。按照发行价格 5.21 元/股、股份对价金额 104,921.35 万元计算，上市公司本次向建投集团发行股份数量为 201,384,547 股。
- 本次交易完成后，建投集团控股火力发电企业、符合注入上市公司条件的火力发电资产已全部注入或托管至上市公司，建投集团与上市公司之间的同业竞争问题已得到有效解决。在本次交易完成后，建投能源将增加对秦热公司的控股装机容量 65 万千瓦、对张河湾公司的权益装机容量 45 万千瓦，将进一步扩大在河北电网的市场份额、提高资产规模，有助于增强建投能源的核心竞争能力和持续经营能力，实现建投能源的可持续发展。
- 本次交易前，建投集团持有上市公司 65.63%股份，为公司控股股东；河北省国资委为公司实际控制人。本次交易完成后，建投集团持有公司 1,377,290,497 股份，仍为公司控股股东；河北省国资委仍为公司实际控制人。本次交易前后，上市公司控股股东、实际控制人未发生变更。

**图表 5：重组完成后上市公司的股权结构变化情况**

| 股东名称  | 本次交易前         |         | 本次交易后         |         |
|-------|---------------|---------|---------------|---------|
|       | 持股数量          | 持股比例    | 持股数量          | 持股比例    |
| 建投集团  | 1,175,905,950 | 65.63%  | 1,377,290,497 | 69.11%  |
| 其他投资者 | 615,720,426   | 34.37%  | 615,720,426   | 30.89%  |
| 总股本   | 1,791,626,376 | 100.00% | 1,993,010,923 | 100.00% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 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，公司为集团唯一 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

- 我们预测公司 19-21 年营收为 153.12 亿、166.88 亿和 179.88 亿元，归母净利润为 8.18、11.92、14.08 亿元，EPS 为 0.46、0.67、0.79 元，对应 19-21 年 PE 为 15、10 和 9 倍，维持“买入”评级。

### 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)**

|                   | 2016         | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>9,387</b> | <b>10,538</b> | <b>13,976</b> | <b>15,312</b> | <b>16,688</b> | <b>17,988</b> |
| 增长率               |              | 12.3%         | 32.6%         | 9.6%          | 9.0%          | 7.8%          |
| 主营业务成本            | -6,440       | -8,919        | -11,721       | -12,425       | -13,253       | -14,159       |
| %销售收入             | 68.6%        | 84.6%         | 83.9%         | 81.1%         | 79.4%         | 78.7%         |
| 毛利                | 2,947        | 1,618         | 2,255         | 2,887         | 3,435         | 3,829         |
| %销售收入             | 31.4%        | 15.4%         | 16.1%         | 18.9%         | 20.6%         | 21.3%         |
| 营业税金及附加           | -111         | -94           | -163          | -175          | -187          | -201          |
| %销售收入             | 1.2%         | 0.9%          | 1.2%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          |
| 营业费用              | -54          | -56           | -62           | -67           | -73           | -79           |
| %销售收入             | 0.6%         | 0.5%          | 0.4%          | 0.4%          | 0.4%          | 0.4%          |
| 管理费用              | -557         | -658          | -709          | -786          | -851          | -917          |
| %销售收入             | 5.9%         | 6.2%          | 5.1%          | 5.1%          | 5.1%          | 5.1%          |
| 息税前利润 (EBIT)      | 2,226        | 810           | 1,322         | 1,860         | 2,323         | 2,631         |
| %销售收入             | 23.7%        | 7.7%          | 9.5%          | 12.1%         | 13.9%         | 14.6%         |
| 财务费用              | -382         | -465          | -559          | -634          | -644          | -670          |
| %销售收入             | 4.1%         | 4.4%          | 4.0%          | 4.1%          | 3.9%          | 3.7%          |
| 资产减值损失            | -15          | -52           | -26           | -23           | -28           | -30           |
| 公允价值变动收益          | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益              | 618          | 112           | 126           | 233           | 398           | 503           |
| %税前利润             | 25.0%        | 26.1%         | 14.2%         | 16.4%         | 19.6%         | 20.9%         |
| 营业利润              | 2,447        | 432           | 890           | 1,436         | 2,050         | 2,433         |
| 营业利润率             | 26.1%        | 4.1%          | 6.4%          | 9.4%          | 12.3%         | 13.5%         |
| 营业外收支             | 25           | -1            | -5            | -11           | -23           | -24           |
| 税前利润              | 2,472        | 430           | 885           | 1,425         | 2,027         | 2,409         |
| 利润率               | 26.3%        | 4.1%          | 6.3%          | 9.3%          | 12.1%         | 13.4%         |
| 所得税               | -527         | -118          | -221          | -349          | -503          | -602          |
| 所得税率              | 21.3%        | 27.4%         | 24.9%         | 24.5%         | 24.8%         | 25.0%         |
| 净利润               | 1,945        | 312           | 665           | 1,076         | 1,524         | 1,807         |
| 少数股东损益            | 492          | 144           | 230           | 258           | 332           | 399           |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>1,453</b> | <b>168</b>    | <b>432</b>    | <b>818</b>    | <b>1,192</b>  | <b>1,408</b>  |
| 净利率               | 15.5%        | 1.6%          | 3.1%          | 5.3%          | 7.1%          | 7.8%          |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016          | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润             | 1,945         | 312           | 662           | 1,076         | 1,524         | 1,807         |
| 少数股东损益          | 492           | 144           | 230           | 258           | 332           | 399           |
| 非现金支出           | 1,204         | 1,350         | 1,509         | 1,408         | 1,545         | 1,697         |
| 非经营收益           | -226          | 376           | 469           | 430           | 276           | 149           |
| 营运资金变动          | -71           | -780          | -75           | -245          | -332          | -446          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>2,851</b>  | <b>1,258</b>  | <b>2,566</b>  | <b>2,669</b>  | <b>3,013</b>  | <b>3,207</b>  |
| 资本开支            | -2,400        | -1,827        | -1,870        | -2,002        | -2,353        | -2,281        |
| 投资              | -193          | -312          | -219          | -221          | -100          | -100          |
| 其他              | 685           | 572           | 423           | 233           | 398           | 503           |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-1,907</b> | <b>-1,568</b> | <b>-1,666</b> | <b>-1,989</b> | <b>-2,055</b> | <b>-1,878</b> |
| 股权募资            | 98            | 52            | 76            | 0             | 0             | 0             |
| 债权募资            | 1,620         | 1,698         | 411           | 78            | -52           | -311          |
| 其他              | -1,834        | -1,522        | -1,255        | -854          | -930          | -1,006        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-116</b>   | <b>228</b>    | <b>-768</b>   | <b>-776</b>   | <b>-982</b>   | <b>-1,317</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>828</b>    | <b>-83</b>    | <b>132</b>    | <b>-96</b>    | <b>-24</b>    | <b>11</b>     |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2016          | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 1,821         | 1,739         | 1,879         | 1,783         | 1,759         | 1,770         |
| 应收账款            | 1,276         | 2,233         | 2,120         | 2,663         | 3,013         | 3,157         |
| 存货              | 491           | 383           | 485           | 633           | 719           | 787           |
| 其他流动资产          | 1,216         | 1,351         | 1,256         | 1,783         | 1,922         | 2,464         |
| 流动资产            | 4,803         | 5,707         | 5,740         | 6,862         | 7,413         | 8,179         |
| %总资产            | 16.4%         | 18.3%         | 18.0%         | 20.3%         | 21.0%         | 22.3%         |
| 长期投资            | 5,279         | 5,006         | 5,101         | 5,322         | 5,422         | 5,522         |
| 固定资产            | 18,325        | 19,494        | 19,995        | 20,571        | 21,376        | 21,951        |
| %总资产            | 62.7%         | 62.6%         | 62.8%         | 60.9%         | 60.6%         | 59.7%         |
| 无形资产            | 683           | 816           | 902           | 907           | 915           | 924           |
| 非流动资产           | 24,437        | 25,458        | 26,112        | 26,940        | 27,863        | 28,574        |
| %总资产            | 83.6%         | 81.7%         | 82.0%         | 79.7%         | 79.0%         | 77.7%         |
| <b>资产总计</b>     | <b>29,240</b> | <b>31,165</b> | <b>31,852</b> | <b>33,801</b> | <b>35,276</b> | <b>36,753</b> |
| 短期借款            | 4,523         | 6,134         | 5,990         | 6,000         | 5,498         | 4,687         |
| 应付款项            | 3,768         | 3,434         | 3,033         | 3,854         | 4,189         | 4,560         |
| 其他流动负债          | 481           | 543           | 439           | 592           | 528           | 497           |
| 流动负债            | 8,772         | 10,111        | 9,462         | 10,446        | 10,216        | 9,744         |
| 长期贷款            | 6,220         | 6,581         | 7,253         | 7,403         | 7,553         | 7,753         |
| 其他长期负债          | 977           | 1,479         | 1,682         | 1,601         | 1,900         | 2,200         |
| <b>负债</b>       | <b>15,968</b> | <b>18,171</b> | <b>18,396</b> | <b>19,450</b> | <b>19,669</b> | <b>19,697</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>11,229</b> | <b>10,673</b> | <b>10,954</b> | <b>11,592</b> | <b>12,516</b> | <b>13,565</b> |
| 少数股东权益          | 2,043         | 2,321         | 2,502         | 2,760         | 3,092         | 3,491         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>29,240</b> | <b>31,165</b> | <b>31,852</b> | <b>33,801</b> | <b>35,276</b> | <b>36,753</b> |

**比率分析**

|               | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 每股收益          | 0.811   | 0.094   | 0.243   | 0.456  | 0.665  | 0.786  |
| 每股净资产         | 6.267   | 5.957   | 6.114   | 6.470  | 6.986  | 7.572  |
| 每股经营现金净流      | 1.591   | 0.702   | 1.432   | 1.489  | 1.682  | 1.790  |
| 每股股利          | 0.450   | 0.400   | 0.080   | 0.100  | 0.150  | 0.200  |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 净资产收益率        | 12.94%  | 1.58%   | 3.97%   | 7.05%  | 9.52%  | 10.38% |
| 总资产收益率        | 4.97%   | 0.54%   | 1.37%   | 2.42%  | 3.38%  | 3.83%  |
| 投入资本收益率       | 7.29%   | 2.29%   | 3.72%   | 5.01%  | 6.01%  | 6.58%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |        |        |        |
| 主营业务收入增长率     | -2.48%  | 12.26%  | 32.63%  | 9.56%  | 8.99%  | 7.79%  |
| EBIT增长率       | -27.36% | -63.59% | 63.17%  | 40.64% | 24.92% | 13.25% |
| 净利润增长率        | -28.92% | -88.41% | 158.39% | 87.90% | 45.82% | 18.11% |
| 总资产增长率        | 13.13%  | 6.58%   | 2.21%   | 6.12%  | 4.36%  | 4.19%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 44.9    | 49.2    | 47.3    | 45.6   | 48.6   | 47.3   |
| 存货周转天数        | 20.5    | 17.9    | 13.5    | 18.6   | 19.8   | 20.3   |
| 应付账款周转天数      | 107.7   | 87.7    | 63.5    | 65.0   | 66.0   | 68.0   |
| 固定资产周转天数      | 636.0   | 641.8   | 458.8   | 421.8  | 397.9  | 376.1  |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | 67.22%  | 84.47%  | 84.45%  | 83.05% | 74.91% | 65.49% |
| EBIT利息保障倍数    | 5.8     | 1.7     | 2.4     | 2.9    | 3.6    | 3.9    |
| 资产负债率         | 54.61%  | 58.31%  | 57.76%  | 57.54% | 55.76% | 53.59% |

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二个月内 | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1    | 5    | 8    | 11   | 11   |
| 增持 | 2    | 4    | 5    | 7    | 7    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    |
| 减持 | 0    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 评分 | 1.67 | 1.70 | 1.57 | 1.60 | 1.60 |

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价       |
|----|------------|----|------|-----------|
| 1  | 2019-02-01 | 买入 | 5.90 | 7.70~7.70 |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |
|    |            |    |      |           |

来源：国金证券研究所

**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