

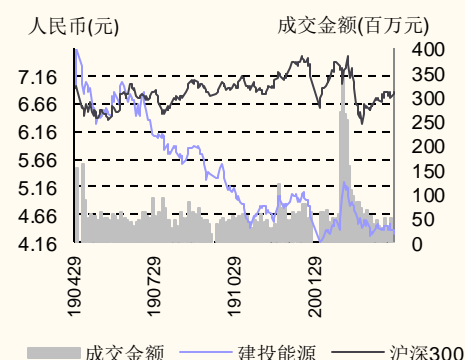
建投能源 (000600.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.32 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	17.92
已上市流通 A 股(亿股)	10.90
总市值(亿元)	77.40
年内股价最高最低(元)	4.50/4.27
沪深 300 指数	3849
深证成指	10501

**相关报告**

- 1.《煤价下跌放利润弹性，电价改革提估值空间-【建投能源】三季报点评...》，2019.10.29
- 2.《业绩超预期反弹，静待优质资产注入-【国金环保公用】中报点评》，2019.8.26

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

电价上涨煤价下跌，业绩提振估值史低**公司基本情况 (人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.241	0.357	0.471	0.570	0.586
每股净资产(元)	6.11	6.40	6.68	7.02	7.37
每股经营性现金流(元)	1.43	1.40	1.71	2.01	2.10
市盈率(倍)	20.83	13.70	9.84	8.13	7.90
净利润增长率(%)	156.46%	48.10%	31.82%	21.07%	2.90%
净资产收益率(%)	3.94%	5.58%	7.04%	8.11%	7.95%
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 2019 年实现营业收入 139.64 亿元，同比降低 0.09%，归母净利 6.40 亿元，同比增长 48.10%。公司 2020 年一季度实现营业收入 39.56 亿元，同比降低 2.79%，归母净利 3.98 亿元，同比增长 26.76%。

经营分析

- **电价上涨叠加用煤成本下降，助推盈利增长：**2019 年由于增值税下调 3pct 且河北省电力供需紧张，公司平均上网电价为 319.76 元/兆瓦时，同比增长 0.71%。同时公司售热量 4510 万吉焦，同比增长 20%，供热业务收入增长 16%。虽然由于特高压投产挤压，公司全年发电量 398 亿千瓦时同比下滑 3%，但供热收入及电价的增长有效对冲发电量下滑，2019 年公司营收基本持平。成本端，2019 年公司平均标煤单价 606 元/吨，同比降低 32 元/吨，降幅 5%，发电燃料费用减少 2%。受益于用煤成本下降，公司 19 年电力毛利率 21%，提高 2.4pct，系利润增长主因。1Q2020 虽然由于疫情影响公司发电量再次下滑，但是持续降低的成本保证了公司归母净利润的增长。
- **区域龙头利用小时优势显著：**公司是河北省最大的独立发电公司，控股发电机组主要集中于河北南部电网，控股装机容量占河北南部电网 23%。河北南网由于装机和外送电增长滞后负荷增长，电力供需趋紧，市场电折价空间小，据河北省政府预计 2020 年河北南网电力缺口 615 万千瓦，市场电折价有望继续收窄。2019 年河北用电增速 5.2%，高于全国平均 0.7pct，电力供需格局紧张使得利用小时数高企，2019 年公司平均利用小时 4996 小时，虽同比下滑 238 小时，仍远高于全国火电平均利用小时 703 小时。
- **煤价下行有望驱动业绩持续改善，公司估值处于历史低位：**2Q2019 以来，煤价进入下行通道，秦皇岛 Q5500 动力煤全年均价同比下降 60 元/吨，进入 2Q2020 甚至跌破 500 元/吨，疫情加剧了煤炭供给宽松。我们预计 2020 年煤价将继续下行，全年煤价中枢 520-540 元/吨，煤价下行有望驱动业绩持续改善。当前公司 PB 估值仅为 0.7 倍，处于历史低位。

投资建议

- 考虑到疫情影响，我们分别下调公司营业收入、归母净利预期 14%、13%，预计公司 2020-2022 年营收为 139.91/148.12/150.89 亿元，归母净利为 8.43/10.21/10.50 亿元，EPS 为 0.47/0.57/0.59 元，对应 2020-2022 年 PE 为 10/8/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超出预期；煤价下降幅度不达预期；河北省外购电大幅增大。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	10,538	13,976	13,964	13,991	14,812	15,089
增长率		32.6%	-0.1%	0.2%	5.9%	1.9%
主营业务成本	-8,919	-11,721	-11,445	-11,232	-11,732	-11,923
%销售收入	84.6%	83.9%	82.0%	80.3%	79.2%	79.0%
毛利	1,618	2,255	2,519	2,760	3,080	3,166
%销售收入	15.4%	16.1%	18.0%	19.7%	20.8%	21.0%
营业税金及附加	-94	-163	-137	-126	-133	-136
%销售收入	0.9%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-56	-62	-67	-56	-58	-57
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-658	-709	-775	-777	-815	-830
%销售收入	6.2%	5.1%	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%
研发费用	0	-3	-4	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	810	1,319	1,537	1,801	2,074	2,143
%销售收入	7.7%	9.4%	11.0%	12.9%	14.0%	14.2%
财务费用	-465	-559	-552	-535	-570	-586
%销售收入	4.4%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%
资产减值损失	-52	-26	-31	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	112	126	118	120	130	140
%税前利润	26.1%	14.3%	10.4%	8.6%	7.9%	8.2%
营业利润	432	887	1,129	1,394	1,641	1,707
营业利润率	4.1%	6.3%	8.1%	10.0%	11.1%	11.3%
营业外收支	-1	-5	8	0	0	0
税前利润	430	882	1,137	1,394	1,641	1,707
利润率	4.1%	6.3%	8.1%	10.0%	11.1%	11.3%
所得税	-118	-221	-242	-293	-345	-358
所得税率	27.4%	25.0%	21.3%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	312	662	895	1,101	1,297	1,348
少数股东损益	144	230	255	258	276	298
归属于母公司的净利润	168	432	640	843	1,021	1,050
净利率	1.6%	3.1%	4.6%	6.0%	6.9%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	312	662	895	1,101	1,297	1,348
少数股东损益	144	230	255	258	276	298
非现金支出	1,350	1,509	1,568	1,686	1,830	1,990
非经营收益	376	469	471	376	368	366
营运资金变动	-780	-75	-424	-99	104	54
经营活动现金净流	1,258	2,566	2,510	3,063	3,599	3,758
资本开支	-1,827	-1,870	-1,468	-2,195	-2,062	-2,120
投资	-312	-219	-317	16	-100	-100
其他	572	423	274	120	130	140
投资活动现金净流	-1,568	-1,666	-1,511	-2,060	-2,032	-2,080
股权募资	52	76	62	0	0	0
债权募资	1,698	411	-204	-546	535	399
其他	-1,522	-1,255	-739	-808	-906	-928
筹资活动现金净流	228	-768	-881	-1,354	-371	-529
现金净流量	-83	132	118	-350	1,196	1,149

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,739	1,879	1,973	1,623	2,818	3,967
应收账款	2,419	2,125	2,139	2,247	2,414	2,495
存货	383	485	485	492	530	555
其他流动资产	1,165	1,251	1,326	1,400	1,486	1,570
流动资产	5,707	5,740	5,922	5,762	7,249	8,587
%总资产	18.3%	18.0%	18.3%	17.6%	21.0%	23.8%
长期投资	5,006	5,101	5,242	5,226	5,326	5,426
固定资产	19,494	19,995	20,156	20,584	20,720	20,748
%总资产	62.6%	62.8%	62.3%	63.0%	60.1%	57.6%
无形资产	816	902	1,004	1,086	1,182	1,286
非流动资产	25,458	26,112	26,436	26,896	27,228	27,460
%总资产	81.7%	82.0%	81.7%	82.4%	79.0%	76.2%
资产总计	31,165	31,852	32,358	32,659	34,477	36,047
短期借款	6,134	5,990	5,131	4,476	4,510	4,409
应付款项	3,741	3,073	3,594	3,626	3,942	4,154
其他流动负债	236	399	349	407	486	518
流动负债	10,111	9,462	9,073	8,509	8,939	9,081
长期贷款	6,581	7,253	7,502	7,802	8,102	8,402
其他长期负债	1,479	1,682	1,900	1,700	1,900	2,100
负债	18,171	18,396	18,474	18,011	18,941	19,583
普通股股东权益	10,673	10,954	11,464	11,970	12,582	13,212
其中：股本	1,792	1,792	1,792	1,792	1,792	1,792
未分配利润	3,788	4,037	4,456	4,962	5,574	6,204
少数股东权益	2,321	2,502	2,420	2,678	2,954	3,252
负债股东权益合计	31,165	31,852	32,358	32,659	34,477	36,047

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.094	0.241	0.357	0.471	0.570	0.586
每股净资产	5.957	6.114	6.399	6.681	7.023	7.375
每股经营现金净流	0.702	1.432	1.401	1.710	2.009	2.097
每股股利	0.080	0.100	0.120	0.188	0.228	0.234
回报率						
净资产收益率	1.58%	3.94%	5.58%	7.04%	8.11%	7.95%
总资产收益率	0.54%	1.36%	1.98%	2.58%	2.96%	2.91%
投入资本收益率	2.29%	3.71%	4.56%	5.28%	5.82%	5.78%
增长率						
主营业务收入增长率	12.26%	32.63%	-0.09%	0.20%	5.87%	1.87%
EBIT增长率	-63.59%	62.77%	16.49%	17.20%	15.16%	3.33%
净利润增长率	-88.41%	156.46%	48.10%	31.82%	21.07%	2.90%
总资产增长率	6.58%	2.21%	1.59%	0.93%	5.57%	4.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.2	47.3	47.2	47.5	48.0	48.5
存货周转天数	17.9	13.5	15.5	16.0	16.5	17.0
应付账款周转天数	87.7	63.5	59.7	62.0	64.0	66.0
固定资产周转天数	641.8	458.8	490.4	493.3	461.2	444.2
偿债能力						
净负债/股东权益	84.47%	84.45%	76.78%	72.74%	63.04%	53.72%
EBIT利息保障倍数	1.7	2.4	2.8	3.4	3.6	3.7
资产负债率	58.31%	57.76%	57.09%	55.15%	54.94%	54.33%

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	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	1.30

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
2	2019-03-18	买入	6.87	7.70~7.70
3	2019-08-26	买入	5.78	N/A
4	2019-10-29	买入	5.13	N/A

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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