

建投能源 (000600)

证券研究报告

2020年08月23日

电价抬升叠加成本优化, H1 归母净利润同比增加 29%

事件:

公司发布 2020 年半年报, 实现营业收入为 66.13 亿元, 同比下降 5.06%; 实现归母净利润 5.05 亿元, 同比增长 28.70%。

点评:

电价走高部分抵消发电量下滑影响, 营收同比略降 5%

上半年受疫情影响, 公司发电量明显下挫, 控股运营的 10 家发电公司共完成发电量 175.52 亿千瓦时, 同比降低 11.9%, 上网电量 163.44 亿千瓦时, 同比降低 12.1%。公司上半年发电机组平均利用小时为 2124 小时, 虽高于全国火电平均利用小时 130 小时, 但仍存 16.9% 的同比降幅。公司发电量虽受疫情压制, 但上半年整体上网均价有所抬升, 因此整体收入仅有 5.06% 的小幅走低, 上半年公司控股发电公司平均上网电价为 322.96 元/兆瓦时, 同比增长 1.69%, 我们认为一方面原因在于增值税 3 个点的下调, 另一方面原因在于疫情影响下河北市场化交易的受阻。

煤价优化抬升盈利水平, 上半年毛利率同比提升 3.41 个百分点

上半年公司毛利率 21.53%, 同比抬升 3.41 个百分点, 主要原因在于煤价低位运行以及平均上网电价的抬升。上半年动力煤价格呈“V 型”走势, 虽 5 月以来有所抬升, 但整体降幅明显, 以秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价为例, 上半年均价同比降低 11.6%, 二季度均价同比降低 15.5%。受益于煤价低位运行, 公司成本优化明显, 上半年控股发电公司平均标煤单价 551.58 元/吨, 同比降低 61.73 元/吨, 同比降幅达 10.1%。

参股电厂业绩改善明显, 投资收益同比高增 47.6%

公司上半年实现投资收益 6857 万, 同比高增 47.6%, 其中对联营企业和合营企业的投资收益 5486 万, 同比增加 45.7%。主要原因在于成本优化驱动下参股电厂业绩的大幅改善, 例如邯峰公司上半年实现净利润 5006 万, 同比扭亏; 衡丰公司上半年实现净利润 4531 万, 同比增长 123%; 王滩发电上半年实现净利润 6534 万, 同比大增 217%。

盈利预测与估值:

公司业绩维持了一季度的稳定增长态势, 我们维持公司盈利预测, 预计公司 2020-2022 年归母净利润为 8.90、10.87 和 11.87 亿元, EPS 为 0.5、0.61 和 0.66 元, 对应 PE 为 11.57、9.48 和 8.68 倍。公司业绩向好叠加火电估值修复, 我们给予 2021 年 1 倍 PB 目标值, 目标价 7.57 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 用电量大幅下滑的风险、煤价大幅提高的风险、电价下调的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,976.29	13,963.72	14,360.57	14,896.18	15,285.28
增长率(%)	32.63	(0.09)	2.84	3.73	2.61
EBITDA(百万元)	2,905.23	3,224.99	3,058.02	3,393.83	3,555.96
净利润(百万元)	431.84	639.56	890.25	1,087.09	1,186.61
增长率(%)	156.46	48.10	39.20	22.11	9.15
EPS(元/股)	0.24	0.36	0.50	0.61	0.66
市盈率(P/E)	23.86	16.11	11.57	9.48	8.68
市净率(P/B)	0.94	0.90	0.80	0.76	0.72
市销率(P/S)	0.74	0.74	0.72	0.69	0.67
EV/EBITDA	7.50	6.44	6.85	5.88	5.28

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	5.75 元
目标价格	7.57 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,791.63
流通 A 股股本(百万股)	1,090.04
A 股总市值(百万元)	10,301.85
流通 A 股市值(百万元)	6,267.75
每股净资产(元)	6.56
资产负债率(%)	56.19
一年内最高/最低(元)	6.12/3.85

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520050001
yangyang@tfzq.com

靳晓雪 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520050002
jinxiaoxue@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《建投能源-季报点评:成本下行, 电价提高, 1 季度归母净利润增长 26.76%》 2020-04-29
- 《建投能源-年报点评报告:供热增长对冲发电收入下滑, 业绩有望继续提升》 2020-03-24
- 《建投能源-首次覆盖报告:增值税率降低改善公司业绩, 期待煤价降低释放业绩弹性》 2019-03-19



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,879.33	1,972.61	1,436.06	1,489.62	1,528.53
应收票据及应收账款	2,067.37	2,073.39	2,348.61	1,330.11	2,444.70
预付账款	640.49	720.82	560.28	742.07	620.93
存货	485.38	484.57	493.55	458.62	553.57
其他	617.31	670.56	884.16	721.06	719.48
流动资产合计	5,689.88	5,921.96	5,722.65	4,741.48	5,867.21
长期股权投资	4,188.64	4,202.42	4,202.42	4,202.42	4,202.42
固定资产	17,569.03	18,760.87	19,077.40	19,157.05	19,078.56
在建工程	2,425.82	1,394.69	1,136.81	862.09	697.25
无形资产	899.25	1,000.99	974.99	948.99	923.00
其他	1,028.94	1,077.31	1,359.40	1,458.26	1,600.68
非流动资产合计	26,111.68	26,436.27	26,751.02	26,628.80	26,501.90
资产总计	31,852.05	32,358.23	32,503.98	31,397.21	32,388.19
短期借款	4,794.22	3,804.99	3,633.70	4,634.31	5,446.17
应付票据及应付账款	1,967.09	1,996.40	2,865.04	1,547.88	3,026.14
其他	2,700.33	3,271.56	3,031.96	3,220.12	3,061.57
流动负债合计	9,461.63	9,072.95	9,530.69	9,402.31	11,533.88
长期借款	7,252.88	7,501.70	5,600.13	3,465.82	1,114.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,681.91	1,899.83	1,686.76	1,756.17	1,780.92
非流动负债合计	8,934.79	9,401.53	7,286.89	5,221.99	2,895.41
负债合计	18,396.42	18,474.48	16,817.58	14,624.30	14,429.29
少数股东权益	2,501.60	2,419.82	2,775.45	3,209.72	3,683.74
股本	1,791.63	1,791.63	1,791.63	1,791.63	1,791.63
资本公积	4,403.47	4,455.07	5,367.93	5,367.93	5,367.93
留存收益	9,162.40	9,672.31	11,119.31	11,771.57	12,483.53
其他	(4,403.47)	(4,455.07)	(5,367.93)	(5,367.93)	(5,367.93)
股东权益合计	13,455.63	13,883.75	15,686.39	16,772.91	17,958.90
负债和股东权益总计	31,852.05	32,358.23	32,503.98	31,397.21	32,388.19

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	661.64	895.04	890.25	1,087.09	1,186.61
折旧摊销	1,483.69	1,537.17	967.34	1,021.08	1,069.32
财务费用	575.39	564.55	508.07	440.76	379.69
投资损失	(125.88)	(118.16)	(168.16)	(218.16)	(218.16)
营运资金变动	314.52	(1,260.56)	586.87	1.30	72.76
其它	(343.65)	866.14	355.63	434.27	474.02
经营活动现金流	2,565.71	2,484.17	3,140.01	2,766.33	2,964.23
资本支出	1,957.57	1,594.23	1,213.06	730.60	775.25
长期投资	92.96	13.78	0.00	0.00	0.00
其他	(3,716.61)	(3,119.16)	(2,988.06)	(1,309.06)	(1,349.23)
投资活动现金流	(1,666.09)	(1,511.15)	(1,774.99)	(578.46)	(573.98)
债权融资	13,242.84	12,632.28	10,682.03	9,423.32	7,926.32
股权融资	(533.16)	(472.62)	432.34	(413.20)	(352.13)
其他	(13,477.20)	(13,040.59)	(13,015.94)	(11,144.42)	(9,925.52)
筹资活动现金流	(767.51)	(880.93)	(1,901.57)	(2,134.30)	(2,351.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	132.11	92.10	(536.56)	53.56	38.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,976.29	13,963.72	14,360.57	14,896.18	15,285.28
营业成本	11,721.18	11,444.52	11,423.31	11,683.13	11,936.27
营业税金及附加	162.57	137.37	145.67	156.97	155.50
营业费用	61.54	66.64	68.54	71.09	72.95
管理费用	708.53	774.91	796.93	826.65	848.25
研发费用	3.25	3.51	3.61	3.74	3.84
财务费用	558.88	551.78	508.07	440.76	379.69
资产减值损失	25.71	(30.62)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	125.88	118.16	168.16	218.16	218.16
其他	(278.28)	(231.97)	(336.33)	(436.33)	(436.33)
营业利润	887.02	1,129.43	1,582.60	1,931.99	2,106.96
营业外收入	7.90	16.90	10.65	11.82	13.12
营业外支出	12.71	8.97	10.07	10.58	9.87
利润总额	882.22	1,137.36	1,583.18	1,933.23	2,110.20
所得税	220.58	242.31	337.30	411.87	449.58
净利润	661.64	895.04	1,245.89	1,521.35	1,660.63
少数股东损益	229.80	255.49	355.63	434.27	474.02
归属于母公司净利润	431.84	639.56	890.25	1,087.09	1,186.61
每股收益(元)	0.24	0.36	0.50	0.61	0.66

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	32.63%	-0.09%	2.84%	3.73%	2.61%
营业利润	105.44%	27.33%	40.12%	22.08%	9.06%
归属于母公司净利润	156.46%	48.10%	39.20%	22.11%	9.15%
获利能力					
毛利率	16.14%	18.04%	20.45%	21.57%	21.91%
净利率	3.09%	4.58%	6.20%	7.30%	7.76%
ROE	3.94%	5.58%	6.90%	8.01%	8.31%
ROIC	4.74%	5.57%	7.01%	7.93%	8.43%
偿债能力					
资产负债率	57.76%	57.09%	51.74%	46.58%	44.55%
净负债率	84.45%	76.78%	58.94%	47.30%	35.62%
流动比率	0.61	0.65	0.60	0.51	0.51
速动比率	0.56	0.60	0.55	0.46	0.46
营运能力					
应收账款周转率	6.60	6.74	6.50	8.10	8.10
存货周转率	32.17	28.79	29.36	31.29	30.20
总资产周转率	0.44	0.43	0.44	0.47	0.48
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.36	0.50	0.61	0.66
每股经营现金流	1.43	1.39	1.75	1.54	1.65
每股净资产	6.11	6.40	7.21	7.57	7.97
估值比率					
市盈率	23.86	16.11	11.57	9.48	8.68
市净率	0.94	0.90	0.80	0.76	0.72
EV/EBITDA	7.50	6.44	6.85	5.88	5.28
EV/EBIT	15.31	12.29	10.01	8.41	7.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com