

借国改东风 转型新能源综合服务商

——东方能源（000958）投资价值分析报告

分析师： 伊晓奕

SAC NO: S1150512100001

2016年07月29日

公用事业——电力

证券分析师

伊晓奕

022-28451632

yixy@bhqz.com

投资要点：

● 立足京津冀的“大集团小公司”

东方能源是河北省公用基础设施行业唯一一家A股上市公司，大股东为国家电力投资集团，合计控制公司42.38%的股权。截止到2015年底，公司营业收入25.6亿元，净利润4.47亿元，7月28日二级市场总市值85.97亿元，具有典型的“大集团小公司”特征。

● 热电业务稳定运营 转型新能源综合服务商

公司热电业务稳步发展，目前虽然电价和热价的下调对于公司的业绩造成一定压力，但是公司供热客户主要以工业企业为主，占80%的比重，且用电量大，盈利较好。因此公司供热业务的业绩在供热行业中属于较高水平。同时，公司主动关停部分盈利不佳电厂，积极转型新能源发电业务，积极在北京、天津、山西、陕西、内蒙、甘肃等周边省市开发新能源项目，2015年，公司的光伏电站利用率在集团公司排名第一；此外，紧抓住电力体制改革的机遇，成立河北亮能售电公司，注册资本2.01亿元。公司立足河北地区，依托供热客户积累，一旦售电市场在河北地区充分放开，公司的潜在售电客户量多且质优，有望打造另一个利润增长点。

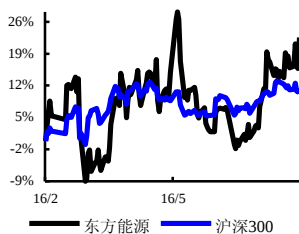
● 国改大幕拉开 河北公司资产注入渐行渐近

公司2015年底完成收购良村热电51%股权和供热公司61%股权，优质资产提升了公司的业绩水平已经有所体现，根据中电投集团出具的承诺，“为避免同业竞争并将东方热电打造为河北区域热电产业平台，同意在2013年无偿划转或非公开发行完成后（以时间较晚者为准）三年内，根据东方热电相关资产状况，资本市场情况等因素，通过适当的方式，逐步注入河北区域具备条件的热电相关资产及其他优质资产。”截止2015年12月底，国电投河北电力公司电力装机容量142.12万千瓦，新能源装机比重39.55%。其中风电14.85万千瓦，光伏41.37万千瓦，成为省内光伏装机容量最大的发电企业，不仅优质热电资产仍具备注入条件，新能源资产也有望继续注入上市公司。

集团层面，控股股东国电投公司截止到2015年末总装机容量10740万千瓦，在全部电力装机容量中清洁能源比重占40.06%，是全国新能源领域的航母，而资产证券化率仅有31.96%，为五大发电集团中最低。国家核电领导多次表示要加快集团整体资产证券化进程，做国企改革的先行者，按照专业化+区域化的思路 and 资产证券化的要求，进一步优化调整业务布局和管理架构，以产业子集团或专业子公司模式进一步优化调整专业化发展布局，加快推进资产证券化。核电资产和河南分公司分别注入旗下两家港股上市企业已经启动，我们认为集团的资产证券化已经开始实质性加速，东方能源立足京津冀地区，有望定位于集团的新能源资产整合平台，从而获得更多优质资产注入。

评级： 买入
上次评级： 增持
目标价格： 21.84
最新收盘价： 15.60

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《新能源新贵 资产注入渐行渐近——东方能源（000958）公告点评》
2016/7/11

● 定增完成 股价倒挂

公司 2015 年定增向泰康资产管理有限责任公司等 6 名认购对象非公开发行股份募集资金约 13 亿元，每股增发价格 19.19 元，目前高于公司二级市场价格，具有一定安全边际。

● 给予买入评级

截止到 7 月 29 日，公司 2016 年的动态估值为 20 倍，作为公用事业个股来看相对合理，随着公司新能源版图逐步扩大，新能源业务占比将快速提升，公司将转型为新能源综合服务商，售电业务也有望成为新的利润增长点。此外，河北公司和集团层面的国改进程加速推进，公司有望获得更多优质资产注入，届时将为公司带来实质性的业绩增厚。我们看好公司的业务前景和国改空间，预计公司 2016-2018 年的 EPS 为:0.78、0.82、0.94 元/股，给予买入评级。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	2673	2560	2348	2477	2705
(+/-)%	253%	-4%	-8.30%	5.49%	9.20%
经营利润 (EBIT)	614	696	648	688	766
(+/-)%	469.68%	13.29%	-6.93%	6.28%	11.36%
净利润	389	447	489	514	586
(+/-)%	-43.68%	14.83%	9.32%	5.12%	14.13%
每股收益 (元)	0.62	0.72	0.78	0.82	0.94

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1173	1148	3874	4712	5868	营业收入	2673	2560	2348	2477	2705
应收票据及账款	283	352	287	322	341	营业成本	1977	1752	1607	1688	1826
预付款项	94	5	29	22	27	营业税金及附加	17	26	19	23	24
其他应收款	54	30	34	33	37	销售费用	0	0	0	0	0
存货	141	75	70	73	79	管理费用	41	68	63	66	72
其他流动资产	74	122	95	109	106	财务费用	143	108	57	40	25
长期股权投资	0	0	137	144	70	资产减值损失	24	18	11	12	16
固定资产	3789	3644	3471	3298	3126	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产	280	274	274	274	274	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他	105	236	197	205	214	营业利润	472	588	591	648	741
资产总计	5347	5301	7954	8634	9553	其他非经营损益	33	12	20	17	18
短期借款	930	416	1000	1000	1000	利润总额	504	600	611	665	759
应付票据及账款	575	503	463	486	526	减：所得税	115	153	122	152	173
其他流动负债	697	522	648	597	625	净利润	389	447	489	514	586
长期借款	1025	857	1261	1379	1640	归属于母公司的净利润	384	445	484	510	583
其他非流动负债	583	684	519	596	599	少数股东损益	5	2	4	4	3
负债合计	3810	2981	3891	4058	4390	基本每股收益	0.79	0.81	0.78	0.82	0.94
少数股东权益	-7	-5	-1	3	6	稀释每股收益	0.79	0.81	0.78	0.82	0.94
股本	483	551	619	619	619	财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资本公积	1546	1814	3000	3000	3000	成长性					
留存收益	-485	-40	445	955	1538	营收增长率	252.8%	-4.2%	-8.3%	5.5%	9.2%
归属母公司股东						EBIT 增长率					
权益	1544	2325	4063	4573	5157		693.3%	24.7%	0.5%	9.7%	14.3%
股东权益合计	5347	5301	7954	8634	9553	净利润增长率	-44.0%	16.0%	8.8%	5.3%	14.3%
现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	盈利性					
净利润	389	447	489	514	586	销售毛利率	26.0%	31.6%	31.6%	31.9%	32.5%
折旧与摊销	246	257	173	173	173	销售净利率	14.4%	17.4%	20.6%	20.6%	21.6%
经营活动现金流	1287	721	760	720	817	ROE	24.9%	19.2%	11.9%	11.2%	11.3%
投资活动现金流	-615	-1186	-137	-7	74	ROIC	18.42%	19.77%	20.37%	22.33%	26.70%
融资活动现金流	-1265	501	2172	82	234	估值倍数					
现金净变动	-594	36	2795	795	1125	PE	19.2	18.9	19.5	18.5	16.2
期初现金余额	818	528	564	564	3359	P/B	4.78	3.62	2.33	2.07	1.83
期末现金余额	672	812	#N/A	3359	4154	EV/EBITDA	10.6	9.6	11.2	10.6	9.8
货币资金	1173	1148	3874	4712	5868	营业收入	2673	2560	2348	2477	2705
应收票据及账款	283	352	287	322	341	营业成本	1977	1752	1607	1688	1826
预付款项	94	5	29	22	27	营业税金及附加	17	26	19	23	24

目 录

1 公司简介	6
1.1 背靠国家电投 大集团小公司	6
1.2 新资产拉动业绩 盈利能力提升	7
2 热电业务稳定发展	8
3 国企改革渐行渐近 助力转型新能源	10
3.1 坚定转型清洁能源综合服务商	10
3.2 河北公司优质项目注入可期	11
3.3 国家电投集团资产证券化潜力大	14
4 盈利预测及投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	18

图 目 录

图 1: 公司股权结构图	错误! 未定义书签。
图 2: 公司近年来资产规模及负债率情况	7
图 3: 公司近年来业绩情况(万元)	错误! 未定义书签。
图 4: 公司近年来利润率变化情况	8
图 5: 子公司 2015 年业绩情况 (百万元)	9
图 6: 2015 年底五大电力集团资产证券化率	14
图 7: 国家电投旗下上市公司	16

表 目 录

表 1 东方能源关闭热电厂	9
表 2 东方能源主要新能源子公司业绩情况 (百万元)	10
表 3 东方能源在手新能源分公司及项目	10
表 4 国家电投河北公司在手热电项目	12
表 5 国家电投河北公司新能源资产情况	13
表 6 2015 年底集团清洁能源资产情况 (MW)	17
表 7 绝对估值主要参数假设	18
表 8: 绝对估值敏感性分析	19

1 公司简介

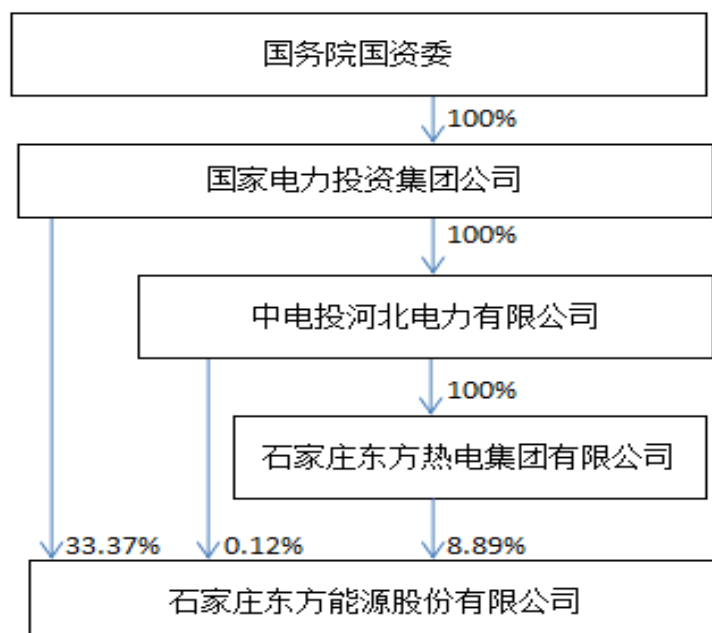
1.1 背靠国家电投 大集团小公司

东方能源是河北省公用基础设施行业唯一一家 A 股上市公司，成立于 1999 年 9 月 14 日，主要经营热力供应、代收代缴热费、自有房屋租赁、国内劳务派遣、电力的生产。2013 年 8 月 12 日，经国务院国资委批准，完成了原东方热电集团（股份）有限公司国有产权的无偿划转，正式纳入国家电投管理，成为其二级单位，并全面正式委托管理河北公司资产。

国家电投集团河北电力有限公司、石家庄东方能源股份有限公司同是国家电力投资集团公司旗下的二级单位，目前河北公司、东方能源合署办公，实施“两块牌子、一套人马”的一体化运作模式。

公司目前的大股东为国家电力投资集团，直接持有公司 33.37% 的股权，通过全资子公司东方集团间接持有公司 8.89% 的股权，通过认购公司非公开发行股票 8 亿元，合计控制公司 42.38% 的股权。

图 1：公司股权结构图

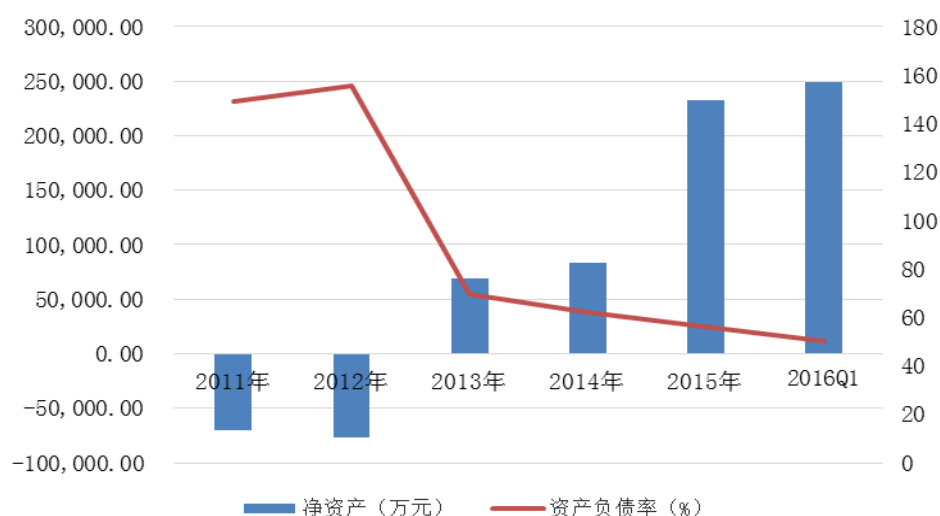


资料来源：公司公告

1.2 新资产拉动业绩 盈利能力提升

截止到 2015 年末，公司的总资产为 53.01 亿元，净资产 23.25 亿元。随着 2015 年底及良村热电、供热公司优质资产的注入完成，公司的资产规模和质量都得到了大幅提升，15 年公司总资产增加 142%，净资产增加 172%，资产负债率降低 5.83 个百分点。2016 年 3 月，公司又公告拟收购了供热公司剩余 5.6% 的股权，完成后供热公司将成为东方能源的全资子公司。

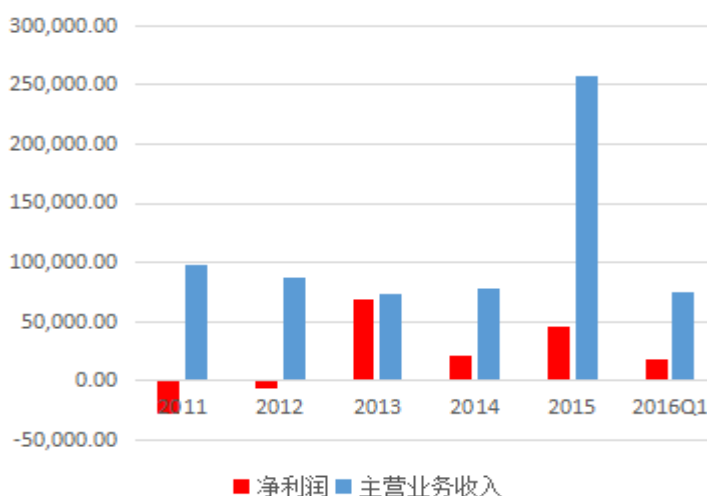
图 2：公司近年来资产规模及负债率情况



资料来源：公司年报

从盈利方面，公司 2015 年实现营业收入 25.6 亿元，同比下滑 4.21%，净利润 4.45 亿元，同比上涨 15.97%。

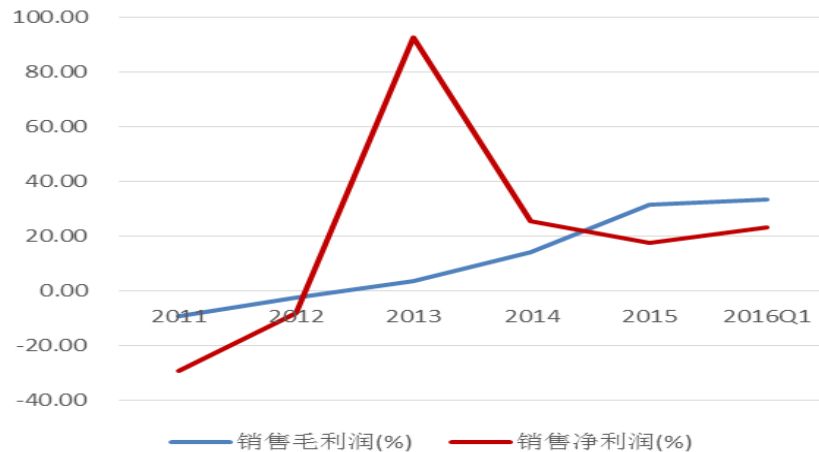
图 3：公司近年来业绩情况(万元)



资料来源：公司年报

利润率方面，公司毛利率稳步上升，2016 年一季度的 33.35%的毛利率水平为 5 年来最高值，净利率剔除 13 年债务重组导致非经常性损益变化的影响，也呈现出逐步增长的走势。2016 年一季度达到 23.2%，在行业中处于较高水平。

图 4：公司近年来利润率变化情况



资料来源：公司年报

2 热电业务稳定发展

公司传统主业为热电联产，指发电厂既生产电能，又利用汽轮发电机做过功的蒸汽对用户供热的生产方式，即同时生产电、热能的工艺过程，较之分别生产电、热能方式节约燃料。对外供热的蒸汽源是抽汽式汽轮机的调整抽汽或背式汽轮机的排汽，压力通常分为 0.78~1.28 兆帕(MPa)和 0.12~0.25MPa 两等。前者供工业生产，后者供民用采暖。

东方能源是河北省公用基础设施行业唯一一家 A 股上市公司，是石家庄最大的供热企业。承担着省会工业热负荷 70%、民用供热市场 25%的重任，供热负荷达 680 吨/小时，供热面积 2800 万平方米。根据市政府制定的规划，到 2020 年，采暖建筑集中供热普及率达到 90%，工业热负荷集中供热普及率达到 95%，供热市场存在一定潜力。

从价格方面看，今年电价和热价的下调为公司的盈利带来一定的压力。根据国家发改委《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》(发改价格[2015]3105 号)冀北地区燃煤发电标准电价下调 0.0337 元/kwh 至 0.3634 元/kwh，一般工商业用电价格降低 0.031 元/kwh；冀南地区燃煤发电标准电价下调 0.0417 元/kwh 至 0.3497 元/kwh，一般工商业用电价格降低 0.0309 元/kwh；可再生能源电价附加 0.0190 元/kwh；热价方面，根据石家庄市发改委下发的《关

于下调市区工业用蒸汽销售价格的通知》，自 2016 年 4 月 1 日，市区工业用蒸汽销售价格，由每吉焦 57.40 元下调为 52.20 元。电价的下滑对公司的盈利能力造成一定影响，目前煤价波动较大，给成本端带来一定压力。

为了淘汰落后产能，提高生产效率，公司主动关停一部分生产效率低，盈利能力差的小电厂，使公司能够减负前行，轻装上阵，为置入更加优质的资产做好准备。

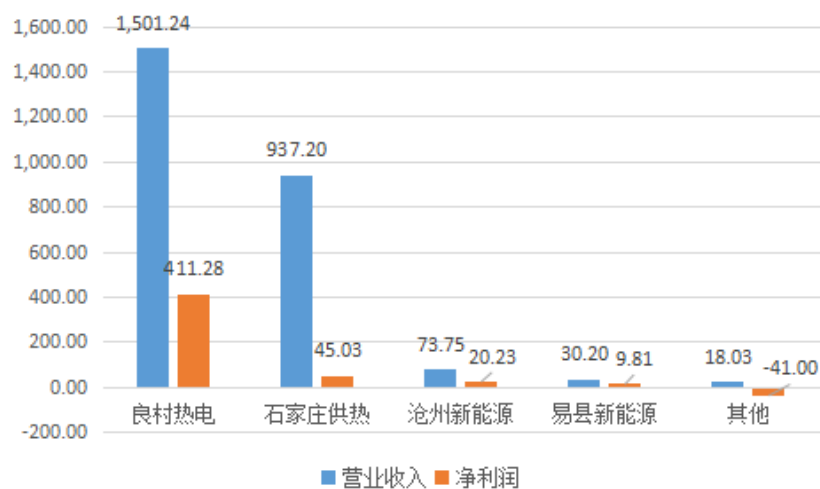
表 1 东方能源关闭热电厂

项目	规模 (MW)	关停时间
热电四厂	42	2009 年关停
石家庄经济技术开发区东方热电有限公司	27	2011 年关停
热电一厂	36	2013 年关停
新华热电南厂 (热电二厂南厂)	24	2016 年关停
热电三厂	27	2016 年关停

资料来源：公司公告

2015 年底的资产注入完成后，公司注入良村热电 51%和供热公司 61%的股权，累计在手总股权比例分别为 100%和 94.4%。两家企业的盈利能力强，资产规模大。良村热电实际完成 6108 小时，高于河北南网同类机组 917 小时，排名第一，利用小时相对值完成 117.66%，火电边际收益相对值完成 117.56%，均位列集团公司第一名。2015 年两家公司对东方能源的营业收入贡献分别为 58.63%和 36.60%，净利润贡献度分别为 92.35%和 10.11%。

图 5：子公司 2015 年业绩情况 (百万元)



资料来源：渤海证券

目前虽然电价和热价的下调对于公司的业绩造成一定压力，但是公司供热客

户主要以工业企业为主，占 80%的比重，且用电量较大，盈利较好。因此公司供热业务的业绩在供热行业中属于较高水平。

3 国企改革渐行渐近 助力转型新能源

3.1 坚定转型清洁能源综合服务商

公司紧抓清洁能源发展机遇，转型综合清洁能源服务商，15 年沧州渤海新区新能源发电公司和石家庄经济技术开发区公司贡献利润，但是占比较小，新能源业务占 2015 年的营收和净利润比重分别为 4.06%和 6.74%。

表 2 东方能源主要新能源子公司业绩情况（百万元）

子公司名称	持股比例	营业收入	净利润	主营业务
中电投沧州渤海新区新能源发电有限公司	100.00%	73.75	20.23	光伏发电
中电投河北易县新能源发电有限公司	100.00%	30.20	9.81	光伏发电

资料来源：公司公告

转型以来，公司快马加鞭，迅速扩大新能源板块版图，在全国各地成立新能源子公司，积极在北京、天津、山西、陕西、内蒙、甘肃等周边省市开发新能源项目，2015 年，公司的光伏电站可利用率在集团公司排名第一。

表 3 东方能源在手新能源分公司及项目

光伏	项目名称	规模(MW)	持股比例(%)	权益规模	状态
1	河北易县太和庄 20 兆瓦光伏电站	20.0	100.0	20.0	12 年并网
2	山西省平定县锁簧镇 50 兆瓦光伏发电项目	50.0	100.0	50.0	已并网
3	涞源祁家裕 30 兆瓦光伏发电项目	30.0	100.0	30.0	已发电
4	沧州 50MW 光伏电站	50.0	100.0	50.0	13 年并网
5	山西省山阴县后所乡 50 兆瓦光伏发电项目	50.0	65.0	32.5	拿到路条
6	北京昌平 3.7MW 分布式光伏发电项目	3.7	100.0	3.7	15 年并网
7	察右后旗贵红镇 100 兆瓦光伏发电项目	100.0	100.0	100.0	拿到路条
8	中车分布式光伏项目	5.5	100.0	5.5	16 年签协议
9	梁家庄乡高家坡村 100MWp 光伏电站	100.0	100.0	100.0	停滞
10	横山 50MW 光伏电站项目	50.0	100.0	50.0	终止建设
风电	项目名称	规模(MW)	持股比例(%)	权益规模	状态
1	武川风电项目	400.0	100.0	400.0	列入规划草案
2	山西省和顺县横岭 200MW 风力发电项目	200.0	49.0	98.0	即将开建
3	山西灵丘风电	400.0	100.0	400.0	16 年设立公司

资料来源：公司公告

请务必阅读正文之后的免责条款部分

上述项目中，和顺 20MW 风电项目公司占 49% 股权，全部投资内部收益率（税后）8.89%，投资回收期 10.17 年（税后）。平定县 58.31MW 光伏项目由公司全资子公司平定新能源开发，投资内部收益率 8.69%（税后），资本金资金内部收益率 18.67%，投资回收期 9.69 年（税后）；中车分布式光伏项目由公司下属资产中心负责开发建设，全部投资内部收益率（税后）为 7.1%，资本金内部收益率为 13.28%，投资回收期（税后）为 10.78 年；涞源祁家裕 30 兆瓦光伏发电项目由公司全资子公司涞源东方新能源建设，投资内部收益率（所得税前）约 11.27%，投资回收期（所得税前）8.17 年；山西省山阴县后所乡 50 兆瓦光伏发电项目由子公司山阴东方新能源建设，公司占 65% 的股权，投资内部收益率（所得税后）约 11.26%，投资回收期（所得税后）8.61 年。随着上述新能源项目的并网发电，将有效的改善公司整体盈利能力。

此外，为积极参与售电侧市场竞争，培育新的利润增长点，公司于 2016 年 7 月 15 日成立河北亮能售电有限公司，注册资本 2.01 亿元。公司立足河北地区，能源供应领域具有较强的渠道优势，目前供热客户多为工业大户，用电量大，一旦售电市场在河北地区充分放开，公司的潜在售电客户量多且质优，有望打造另一个利润增长点。

从集团层面来看，截止到 2016 年 7 月 20 日，国家电投集团已经成立了 20 家售电公司，地域遍布宁夏、内蒙古、贵州、吉林，以及珠海、深圳等地，其中，在深圳、珠海两家售电公司已入选广东经信委售电公司目录名单获得售电资质，深圳的售电公司在 5 月~7 月合计竞得 7538.8 万千瓦时电量。可以看出售电业务是上升到国家电投层面的战略布局，未来公司有望跟随集团脚步，借助集团力量，深度参与电改，将售电业务做大做强。

3.2 河北公司优质项目注入可期

中电投河北公司成立于 2010 年 7 月 9 日，全面负责管理国家电投集团在河北境内的资产和股权。作为集团公司在河北地区发展的重要组织平台，河北公司主要从事电力（热力）生产、销售和电源开发、投资、建设、经营及管理工作，全力打造热电联产基地、清洁能源基地、综合能源基地，为河北地区提供安全、稳定、经济的电力（热力）供应。

截止 2015 年 12 月底，中电投河北公司期末电力装机容量 142.12 万千瓦，新能源装机比重 39.55%。其中：火电 85.9 万千瓦，风电 14.85 万千瓦，光伏 41.37 万千瓦，成为省内光伏装机容量最大的发电企业。

早在 2013 年 5 月，中电投集团曾出具避免同业竞争的承诺：“为避免同业竞争并将东方热电打造为河北区域热电产业平台，同意在 2013 年无偿划转或非公开发行完成后（以时间较晚者为准）三年内，根据东方热电相关资产状况，资本市场情况等因素，通过适当的方式，逐步注入河北区域具备条件的热电相关资产及其他优质资产。”2013 年的非公开发行股票于 2014 年 1 月 15 日在深圳交易所上市，意味着到 2017 年 1 月 15 日，中电投集团的同业竞争承诺将到期。本次良村热电和供热公司的注入也表明中电投集团积极履行承诺的决心和态度。

热电资产方面，据河北分公司网站显示，除了已经注入东方能源的良村热电和供热公司两家分公司，河北公司旗下仍有高新热电和检修运行分公司。

高新热电是随着高新区的成立同步建设的，现有供热范围 10 平方公里，拥有 132 家工商企业用户和 120 余万平方米的民用采暖。夏季供热平均负荷 130t/h，冬季平均负荷 290t/h。目前拥有五炉四机的生产规模。其中 1#-4#炉为 75t/h 循环流化床锅炉，5#炉为 220t/h 循环流化床锅炉；1#机为 6MW 抽凝机、2#机为 6MW 背压机、3#机为 12MW 背压机，4#机为 24MW 抽凝机。总装机容量为 48MW，总蒸发量为 520t/h，供热能力为 350t/h。

检修运行分公司成立于 2001 年 1 月，隶属于国家电投河北公司，具有独立法人资格。公司注册资本金为 2300 万元，现有市政公用工程总承包叁级，机电设备安装专业承包叁级，压力管道生产许可证，承装（修、试）电力设施许可证，锅炉改造、维修 1 级许可证，安全生产许可证六项资质证书。主要承揽发电设备维护、运行，机电设备安装调试，供热管道、光伏工程建设、运行、维护等项目。

热电项目方面，廊坊分公司和宁晋热电公司共计 850MW 的项目即将开建。

表 4 国家电投河北公司在手热电项目

热 电	1	中电投廊坊热电有限公司	河北公司 100%	廊坊热电 2 台 400 兆瓦燃气电站项目	即将开工
	2	中电投宁晋热电有限公司	河北公司 100%	宁晋盐化工园区的宁晋热电 2 台 25 兆瓦背压机组项目	即将开工

资料来源：网络公开资料整理

新能源资产方面，据我们不完全统计，中电投河北公司仍有 573.7MW 光伏资产和 398MW 风电资产，其中大部分电站已经并网贡献收益。随着东方能源转型新能源的发展战略的明确，我们认为东方能源将成为河北公司的新能源资产整合平台，获得更多的优质资产注入。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 5 国家电投河北公司新能源资产情况

	序号	名称	持股比例	项目	工程进度
光伏	1	中电投张北新能源发电有限公司	河北公司 100%	不详	不详
	2	中电投承德新能源发电有限公司	河北公司 100%	承德正北沟 100 兆瓦光伏电站	13 年并网
	3	中电投邢台新能源发电有限公司	河北公司 100%	邢台皇寺 50 兆瓦光伏电站	13 年并网
	4	中电投阜平新能源发电有限公司	河北公司 100%	保定阜平罗峪 20 兆瓦光伏电站	14 年并网
	5	中电投平泉新能源发电有限公司	河北公司 100%	平泉打虎石 20 兆瓦光伏电站	14 年并网
	6	河北公司保定分公司	河北公司 100%	保定曲阳恒阳 80 兆瓦光伏电站	14 年并网
	7	中电投宣化新能源发电有限公司	河北公司 100%	宣化阳城子一期光伏发电 20MW	15 年并网
	8	宣化县龙洞山光伏发电有限公司	河北公司 100%	宣化龙洞山光伏电站一期 30MW	15 年并网
	9	河北公司天津项目部	河北公司 100%	北车 3.7 兆瓦光伏电站	15 年并网
	10	中电投曲阳新能源发电有限公司	河北公司 100%	中电投曲阳 30 兆瓦光伏扶贫电站	16 年并网
	11	中电投沽源新能源发电有限公司	河北公司 100%	沽源 50MW 光伏发电项目	16 年并网
	12	中电投承德新能源发电有限公司	河北公司 100%	承德六沟 20 兆瓦光伏电站	16 年并网
	13	河北公司	河北公司 100%	平定锁簧 100 兆瓦光伏发电项目	16 年启动
	14	中电投宣化新能源发电有限公司	河北公司 100%	宣化阳城子二期光伏发电 50MW	16 年取得上网电价批复
合计	573.7MW				
风电	1	中电投张北风力发电有限公司	河北公司 83.13%	张北中保风电场 49.5MW	11 年并网
	2	河北公司张家口分公司	河北公司 100%	张家口分公司 99 兆瓦中宝风电场	13 年并网
	3	中电投宣化新能源发电有限公司	河北公司 100%	宣化阳城子风光电站一期风电 49.5MW	15 年并网
	4	中电投张北风力发电有限公司	河北公司 83.13%	张北中保风电场 100MW	15 年取得土地预审延期批复详

	5	中电投宣化新能源发电有限公司	河北公司 100%	宣化阳城子风光电站二期风电 100MW	16 年取得核准批复
合计	398MW				

资料来源：网络公开资料整理

河北公司的新能源项目目前以河北地区为主，河北省对新能源发展非常重视，除了国家标杆上网电价和可再生能源附加补贴以外，给予光伏项目额外补贴，进一步提升了电站盈利能力，具体为：

1. 地面电站

《河北省人民政府关于进一步促进光伏产业健康发展的指导意见》(冀政[2013]83 号)规定，2014 年底建成投产的光伏电站项目，其上网电价在国家确定的光伏电站标杆上网电价基础上按照每千瓦补贴 0.3 元执行，2015 年底前建成投产的补贴 0.2 元，2017 年底前投产的补贴 0.1 元，自投产之日起执行 3 年。

2. 分布式电站

《河北省物价局关于光伏发电项目有关电价补贴政策的通知》规定，屋顶分布式光伏发电项目(不包括金太阳示范工程)补贴标准为每千瓦时 0.2 元。2015 年 10 月 1 日之前投产的项目，补贴时间自 2015 年 10 月 1 日到 2018 年 9 月 30 日；对 2015 年 10 月 1 日至 2017 年底以前建成投产的项目，自并网之日起补贴 3 年。

3. 光伏扶贫电站项目

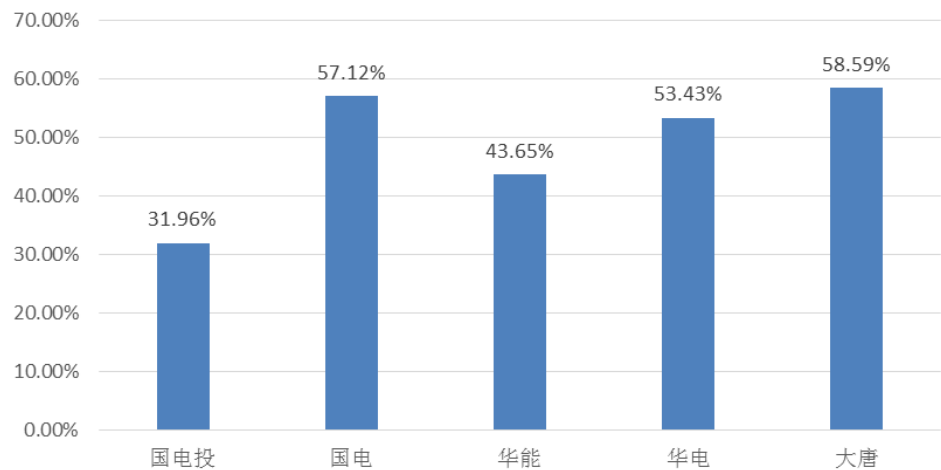
2017 年底以前建成投产的，自 2016 年 1 月 1 日起补贴标准为每千瓦时 0.2 元，自并网之日起补贴 3 年。

3.3 国家电投集团资产证券化潜力大

国家电投是中国五大发电集团之一，连续四年进入世界 500 强。资产总额 7738 亿元，2015 年销售收入 1924.04 亿元。

在五大发电集团里，国家电投的资产证券化率一直处于低位，按照 2015 年的年报来测算，国家电投的资产证券化率仅有 31.96%，与另外四大电力集团差距不小。事实上，在全国大力推进国企改革的背景下，国电集团也将加快资产证券化、提升企业竞争力作为一项重要任务。

图 6：2015 年底五大电力集团资产证券化率



资料来源：公司公告、集团网站、渤海证券

国家电投集团《2015 年社会责任报告书》中明确表示：“我们要做国企改革的先行者！加快资产证券化等方面，进一步优化调整，改善提升。”

在 2016 年 1 月召开的国家电投 2016 年工作会议上，国家电投董事长、党组书记王炳华表示：“十三五”期间要着力加快资本运作助推企业发展！”

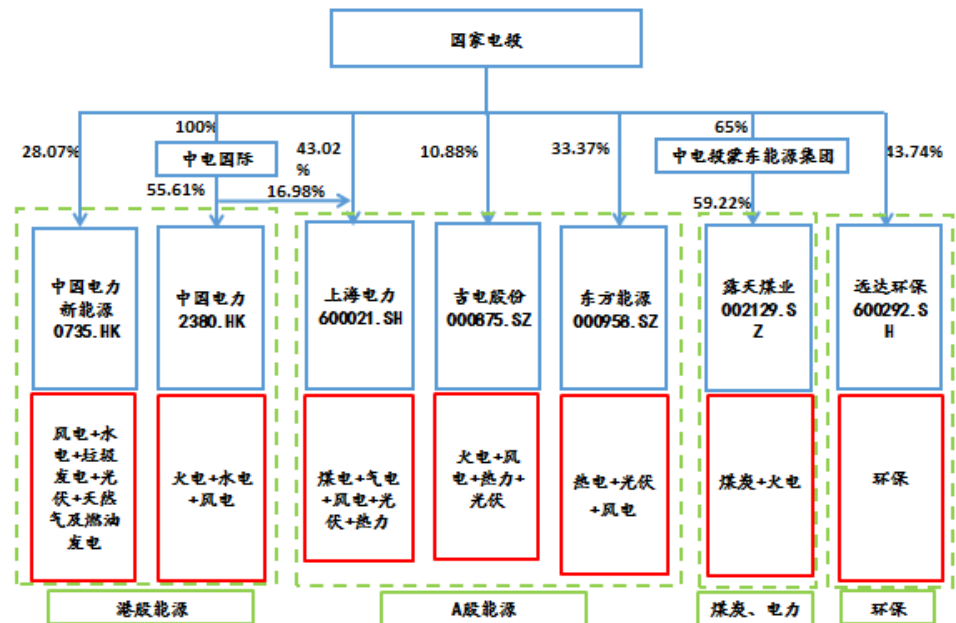
2016 年 6 月 8 日，在国家电投集团 6 月月度会议上，国家电投董事长、党组书记王炳华再次强调：要加快一些区域和板块的改革步伐，推进资产证券化！

2016 年 7 月 20 日，国家电投董事长王炳华在年中会议上要求：“要继续按照专业化+区域化的思路和资产证券化的要求，进一步优化调整业务布局和管理架构，以产业子集团或专业子公司模式进一步优化调整专业化发展布局，加快推进资产证券化”。

国电投改革的具体思路为：按“专业化+区域化”思路调整业务板块架构，对核电、金融、环保、海外、科研等产业板块，组建专业化子集团，并大力推动专业化板块整体上市；对常规电力板块，按“省为实体”，整合归并同一省域内常规电力及相关资产。

目前，国家电投拥有 7 家上市公司，包括 2 家香港红筹股公司和 5 家国内 A 股公司。A 股上市企业中，上海电力、吉电股份和东方能源均有清洁能源资产，远达环保和露天煤业分别聚焦环保和煤炭领域。

图 7：国家电投旗下上市公司



资料来源：集团网站、渤海证券

我们认为，公司立足河北地区，辐射京津冀，与 A 股位于吉林的吉电股份和位于上海的上海电力，具有分散而独立的区位布局，未来三家有成为集团光伏、风电、核电的资产整合平台的可能性，同时不排除集团按照资产区位进行资产的综合划拨，三家均涉及清洁能源资产。

国家电投集团的能源业务体量大，产业布局全面、一旦资产证券化逐步启动，将为响应资产平台带来大量优质资产，从而拉动业绩大幅式增长。

具体来看，截止到 2015 年，公司电力总装机容量 10740 万千瓦，其中：火电 6827 万千瓦，水电 2094 万千瓦，核电 336 万千瓦，太阳能发电 485 万千瓦，风电 998 万千瓦，在全部电力装机容量中清洁能源比重占 40.06%，具有鲜明的清洁发展特色。公司年发电量 3807.87 亿千瓦时，年供热量 1.44 亿吉焦。同时拥有煤炭产能 8040 万吨，电解铝产能 248.5 万吨，铁路运营里程 331 公里，与电力协同发展。

从国电投集团下 6 家上市公司的资产分布看，共有清洁能源（光伏+风电+核电）3576.9MW 上市资产，仅占集团清洁能源资产总量的 19.67%，未来资产证券化空间巨大！

表 6 2015 年底集团清洁能源资产情况 (MW)

	水电	光伏	风电	核电
中国电力 (2380.HK)	2962.4	0.0	156.6	-
中国电力新能源 (0735.HK)	595.8	140.0	1429.5	-
上海电力 (600021.SH)	-	392.0	421.9	-
东方能源 (000958.SZ)	-	73.7	0.0	-
露天煤业 (002129.SZ)	-	10.0	20.5	-
吉电股份 (000875.SZ)	-	140.2	792.5	-
六家上市公司汇总	3558.2	755.9	2821.0	-
中电投总资产	20943.0	4849.9	9978.3	3360
上市公司资产占比	16.99%	15.59%	28.27%	-

资料来源：公司公告、集团网站、渤海证券

在“十三五”期间，国家电投明确要“做能源革命的推动者”，到 2020 年，发电总装机达到 1.7 亿千瓦，清洁能源装机比重达到 50%。其中：水电 2520 万千瓦，占总装机的 15%；核电 1196.28 万千瓦，占总装机的 7%；气电 1071 万千瓦，占总装机的 6%；新能源装机 3710 万千瓦，占总装机的 22%。包括：境外气电 45 万千瓦，水电 120 万千瓦，新能源发电 210 万千瓦。

2015 年底，中国电力新能源 (0735.HK) 与国家电投签订了关于获注国家核电资产的谅解备忘录，国家电投的附属公司国家核电技术有限公司将择机转让其全部核电资产及业务至中国电力新能源。

2016 年 1 月，中国电力 (2380.HK) 已与大股东国家电投订立意向书，建议收购河南电力 100% 股权，提升河南省的协同效应及经营效率。

我们认为，国家电投集团层面的资产上市进程已经开始提速！待两家港股公司资产注入取得阶段性成果，东方能源作为集团下新能源资产的整合平台，有望在集团的支持下获得更多优质的能源项目，带领公司业绩腾飞！

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

基本假设：

(1) 冀北地区燃煤发电标准电价 0.3634 元/kwh,冀南地区燃煤发电标准电价 0.3497 元/kwh, 可再生能源电价附加 0.0190 元/kwh。

(2) 根据石家庄市发改委下发的《关于下调市区工业用蒸汽销售价格的通知》，自 2016 年 4 月 1 日，市区工业用蒸汽销售价格，由每吉焦 57.40 元下调为 52.20 元。

(3) 仅以现有资产盈利作为盈利预测基础，暂不考虑外部资产。

综上，我们预计公司 2016-2019 年的 EPS 分别为 0.78、0.82 和 0.94 元/股，盈利预测如下：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	2673	2560	2348	2477	2705
(+/-)%	253%	-4%	-8.30%	5.49%	9.20%
经营利润 (EBIT)	614	696	648	688	766
(+/-)%	469.68%	13.29%	-6.93%	6.28%	11.36%
净利润	389	447	489	514	586
(+/-)%	-43.68%	14.83%	9.32%	5.12%	14.13%
每股收益 (元)	0.62	0.72	0.78	0.82	0.94

4.2 投资建议

绝对估值：

绝对估值采用 DCF-WACC 模型，公司合理的价值区间应该在 17.74-28.24 元/股之间。

表 7：绝对估值主要参数假设

Rf	1.5%
Rm	4.95%
β 系数	1.331
Ke	7.5%
Kd	4.2%
税率	25.00%
D/(D+E)	13.5%
WACC	7.05%

资料来源：渤海证券研究所

表 8: 绝对估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 (g)					
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
2.05%	72.39	92.30	131.10	239.87	2344.47	-275.05
3.05%	48.07	55.53	66.64	84.88	120.42	220.05
4.05%	35.75	39.46	44.38	51.22	61.40	78.12
5.05%	28.32	30.45	33.10	36.50	41.01	47.29
6.05%	23.34	24.68	26.28	28.24	30.68	33.80
7.05%	19.78	20.68	21.72	22.95	24.42	26.22
8.05%	17.11	17.74	18.45	19.27	20.23	21.36
9.05%	15.03	15.48	15.99	16.57	17.22	17.98
10.05%	13.37	13.70	14.08	14.49	14.96	15.49
11.05%	12.01	12.26	12.54	12.85	13.20	13.58
12.05%	10.87	11.07	11.29	11.52	11.78	12.06

资料来源: 渤海证券研究所

相对估值:

公司目前 2016 年的动态估值为 20 倍, 作为公用事业个股来看相对合理, 随着公司新能源版图逐步扩大, 新能源业务占比将快速提升, 公司将转型为新能源综合服务商, 享受更高的估值, 售电业务也将充分享受公司在京津冀地区的客户积累和渠道优势。此外, 河北公司和集团层面的国改进程加速推进, 公司有望获得更多优质资产注入, 届时将为公司带来实质性的业绩增厚, 我们看好公司的业务前景和国改空间, 给予 2016 年 23-28 倍估值, 对应目标价为 17.94-21.84 元/股, 给予公司买入评级。

表 9: 可比公司估值情况

可比公司	7 月 29 日收盘价	TTM 市盈率
启迪桑德	30.50	27.03
哈投股份	11.30	188.18
红阳能源	12.54	-36.98
联美控股	17.57	65.06
富春环保	10.75	43.75
东方市场	4.31	31.36
宁波热电	4.97	67.51
滨海能源	15.24	935.13
大连热电	7.17	159.04

资料来源: 渤海证券

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明： 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所高级销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn