



中信证券研究部

核心观点



李想
首席公用分析师
S1010515080002

公司业绩弹性突出，预计 2018~2021 年复合增速为 65%；河北电力市场供需形势良好，省内市场电折扣幅度持续收窄，且助力公司利用小时突出；资本支出周期结束叠加行业景气修复，股息率正变得有吸引力。当前股价对应 2019~2020 年 P/E 分别为 12/8/6 倍。维持“买入”评级，目标价 8.30 元。

■ **业绩符合预期：**2018 年公司营收 139.8 亿元，同比+32.2%；归母净利润 4.32 亿元，同比+156.3%；折算 EPS0.24 元，符合预期。分季度看，Q4 营收 37.3 亿元，环比+10.8%；归母净利润 1.49 亿元，环比+57.1%，折算 EPS0.08 元。此外，公司计划每股派发现金股息 0.1 元。

■ **量价齐升有效覆盖煤价上涨，ROE 修复周期启动：**发电业务量价双升，其中上网电量增加 15.7%至 384 亿千瓦时，主要受利用小时提升 288 小时推动；综合电价回升 3%至 0.32 元/千瓦时，省内供需形势较好推动市场电折扣收窄。量价齐升推动公司营收增长突出，有效覆盖覆盖公司标煤成本单价上涨 2.1%的负面冲击，公司综合毛利率同比提升 0.8 个百分点至 16.1%。盈利能力回升推动 ROE 修复至 3.9%，未来随着煤价步入下行通道，预计公司 2021 年 ROE 将修复至 14.7%。

■ **利用小时突破 5,000，区域优势显著：**环境压力使得省内煤电装机长期受控，叠加公司机组优质，公司 2018 年综合利用小时达到 5243 小时，高于全国平均 873 小时。近期河北外送电压力有限，预计高利用小时和低市场电价折扣的趋势仍将持续。

■ **关键假设及调整：**因省内供需形势良好及增值税税率下调，小幅上调 2019~2021 年平均销售电价预测至 0.32/0.32/0.32 元/千瓦时；预计公司 2019~2021 年发电量分别增长 16%/11%/1%；预计公司 2019~2021 年标煤单价分别下降 5%/5%/5%。

■ **风险因素：**煤炭价格大幅超预期上涨推动成本上升；标杆上网电价下调拖累收入；大规模外送电冲击。

■ **投资建议：**考虑增值税率下调等积极影响，我们将 2019~2020 年 EPS 预测上调 9%~10%至 0.56/0.87 元（原为 0.51/0.80 元），新增 2021 年 EPS 预测至 1.08 元，公司当前股价对应 2019~2020 年 P/E 分别为 12/8/6 倍。参考行业及公司历史估值，给予公司 2019 年 1.3 倍目标 P/B，对应股价为 8.30 元，维持“买入”评级

建投能源	000600
评级	买入（维持）
当前价	6.87 元
目标价	8.30 元
总股本	1,792 百万股
流通股本	1,090 百万股
52 周最高/最低价	7.24/4.02 元
近 1 月绝对涨幅	10.45%
近 6 月绝对涨幅	35.24%
近 12 月绝对涨幅	-5.22%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,538	13,976	15,693	16,925	17,280
营业收入增长率	12.3	32.6	12.3	7.8	2.1
净利润(百万元)	168	432	1,004	1,567	1,945
净利润增长率	-88.4	156.5	132.4	56.1	24.1
每股收益 EPS(基本)(元)	0.09	0.24	0.56	0.87	1.09
净资产收益率 ROE%	1.6	3.9	8.8	12.8	14.7
PE	73	29	12	8	6
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,538	13,976	15,693	16,925	17,280
营业成本	8,919	11,721	12,305	12,565	12,373
毛利率	15.36%	16.14%	21.59%	25.76%	28.40%
营业税金及附加	94	163	173	186	190
销售费用	56	62	69	75	76
营业费用率	0.53%	0.44%	0.44%	0.44%	0.44%
管理费用	658	709	1,051	1,151	1,175
管理费用率	6.24%	5.07%	6.70%	6.80%	6.80%
财务费用	465	559	574	555	495
财务费用率	3.66%	4.22%	4.61%	4.50%	4.36%
投资收益	112	126	313	445	540
营业利润	432	887	1,785	2,786	3,457
营业利润率	4.10%	6.35%	11.37%	16.46%	20.01%
营业外收入	7	8	0	0	0
营业外支出	9	13	0	0	0
利润总额	430	882	1,785	2,786	3,457
所得税	118	221	446	696	864
所得税率	27.44%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	144	230	335	522	648
归属于母公司股东的净利润	168	432	1,004	1,567	1,945
净利率	1.60%	3.09%	6.40%	9.26%	11.25%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,739	1,879	2,354	3,688	4,911
存货	383	485	649	663	653
应收账款	1,751	1,870	2,398	2,586	2,640
其他流动资产	1,834	1,506	1,831	1,872	1,884
流动资产	5,707	5,740	7,232	8,809	10,088
固定资产	18,529	17,565	17,438	17,269	16,910
长期股权投资	4,096	4,189	4,189	4,189	4,189
无形资产	814	895	902	908	901
其他长期资产	2,020	3,462	3,532	3,578	3,363
非流动资产	25,458	26,112	26,061	25,944	25,362
资产总计	31,165	31,852	33,294	34,753	35,450
短期借款	4,311	4,794	3,510	3,000	3,000
应付账款	2,218	1,860	3,269	3,526	3,600
其他流动负债	3,582	2,808	2,788	2,794	2,796
流动负债	10,111	9,462	9,567	9,320	9,396
长期借款	6,581	7,253	7,753	8,153	7,153
其他长期负债	1,479	1,682	1,682	1,682	1,682
非流动性负债	8,060	8,935	9,435	9,835	8,835
负债合计	18,171	18,396	19,002	19,155	18,231
股本	1,792	1,792	1,792	1,792	1,792
资本公积	4,403	4,403	4,403	4,403	4,403
归属于母公司所有者权益合计	10,673	10,954	11,456	12,239	13,212
少数股东权益	2,321	2,502	2,836	3,359	4,007
股东权益合计	12,994	13,456	14,292	15,598	17,219
负债股东权益总计	31,165	31,852	33,294	34,753	35,450

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	430	882	1,785	2,786	3,457
所得税支出	-118	-221	-446	-696	-864
折旧和摊销	1,296	1,483	1,501	1,566	1,628
营运资金的变化	-780	-75	372	21	20
其他经营现金流	430	496	310	162	9
经营现金流合计	1,258	2,566	3,521	3,838	4,250
资本支出	-1,830	-1,874	-1,500	-1,500	-1,100
投资收益	569	423	313	445	540
其他投资现金流	-307	-214	0	0	0
投资现金流合计	-1,568	-1,666	-1,187	-1,055	-560
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1,698	411	500	400	-1,000
股息支出	-143	-179	-502	-784	-972
其他融资现金流	-1,327	-999	-1,858	-1,065	-495
融资现金流合计	228	-768	-1,860	-1,449	-2,467
现金及现金等价物净增加额	-83	132	475	1,334	1,223

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	12.3	32.6	12.3	7.8	2.1
营业利润增长率	-82.4	105.4	101.2	56.1	24.1
净利润增长率	-88.4	156.5	132.4	56.1	24.1
毛利率	15.4	16.1	21.6	25.8	28.4
EBITDA Margin	20.0	20.1	22.9	26.7	29.5
净利率	1.6	3.1	6.4	9.3	11.3
净资产收益率	1.6	3.9	8.8	12.8	14.7
总资产收益率	0.5	1.4	3.0	4.5	5.5
资产负债率	58.3	57.8	57.1	55.1	51.4
所得税率	27.4	25.0	25.0	25.0	25.0
股利支付率	85.1	41.5	50.0	50.0	50.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。