

建投能源(000600)

报告日期: 2019年3月8日

被忽视的区域火电龙头，尽享资源负荷双中心

——建投能源深度报告



: 郑丹丹 执业证书编号: S1230515060001



: 021-80108040



: zhengdandan@stocke.com.cn

高志鹏 执业证书编号: S1230518090005

021-80105923

gaozhipeng@stocke.com.cn

报告导读

公司是河北省重要的电源支撑，有望尽享河北资源负荷双中心属性，并受益煤价下行，带来业绩持续改善。

投资要点

□ 河北区域重要电源支撑，地位举足轻重

截至2018年底，公司控股装机容量为780万千瓦，权益装机容量为832万千瓦，控股装机占河北南网22.8%，占河北总装机13.21%，是河北重要的电源支撑。考虑集团仍有超过3GW权益装机规模未完成注入，以及尚在建设的遵化热电仍未投产，公司装机规模仍有望在未来3年持续扩张，并进一步增强自身在河北电网体系内的影响力。

□ 资源与负荷双中心，河北火电长期盈利能力有保障

河北煤炭资源相对丰富，其核准产能规模居全国第十，同时独特的地理位置也使得河北成为“西煤东运”、“北煤南运”路径上的重要枢纽。京津冀地区是国内电力缺口最大的区域，缺口比例高达29%，高于江浙沪。资源负荷双中心优势将分别有助河北机组控制煤炭采购成本和保持较高利用水平。

□ 机组优异、煤价下行，公司有望持续改善

公司装机结构优于全省平均，且旗下机组全部实现超低排放，或将受益河北火电去产能。在机组维持较高利用水平的条件下，公司业绩对煤价极具弹性，港口煤价回落10元/吨，有望增厚公司业绩约1.31亿元，弹性系数高达10.5，居于同类公司前列。考虑煤炭供给形势已发生反转，且需求预期仍较为乐观，2019年动力煤价有望持续下行，带动公司业绩持续改善。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司在2018~2020年将实现3.93亿元、8.92亿元、12.59亿元净利润，对应当前股本下EPS为0.22元、0.5元、0.7元，对应29.4倍、12.9倍、9.2倍P/E，给予“增持”评级。

□ **风险提示：**全社会用电量增速或快速回落；煤炭价格下降程度或不达预期；火电去产能推进力度或不达预期。

财务摘要

(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	10537.68	13734.78	14173.65	15165.42
(+/-)		30.34%	3.20%	7.00%
净利润	168.39	392.58	891.82	1258.50
(+/-)		133.14%	127.17%	41.12%
每股收益(元)	0.09	0.22	0.50	0.70
P/E	68.52	29.39	12.94	9.17

评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥6.44

单季度业绩

元/股

3Q/2018

0.08

2Q/2018

0.02

1Q/2018

0.15

4Q/2017

-0.04



公司简介

公司是河北省的能源投资主体，主营业务为投资、建设、运营管理以电力生产为主的能源项目。

相关报告

报告撰写人: 郑丹丹、高志鹏

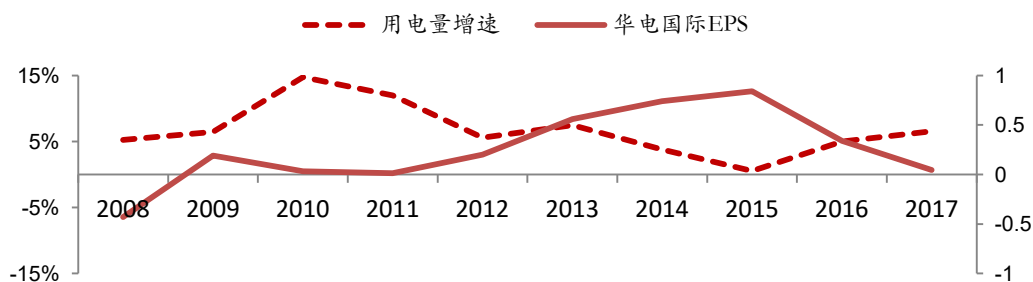
数据支持人: 高志鹏

有别市场的观点

1、市场看好利用小时回升、煤价下行带来火电业绩改善，我们认为，对煤价乐观的基础是对利用小时数的悲观

作为驱动火电业绩改善的两大主要因素，利用小时数、煤价是市场关注的焦点。孤立来看，利用小时数的提升和煤价的下行均是驱动火电业绩向好的变动方向。但当我们深入分析煤炭价格变化的原因后，我们会发现，用电量增速的提升同时会带来火电利用小时数的提升和煤炭需求的提升，作为一个整体，利用小时数的提升和煤价的上行具有内在的逻辑关系，因此割裂来看这两个问题难免会产生认知缺陷，驱动火电业绩改善的两大因素，可谓“鱼与熊掌不可兼得”。

图 1：全社会用电量增速与华电国际 EPS 对比

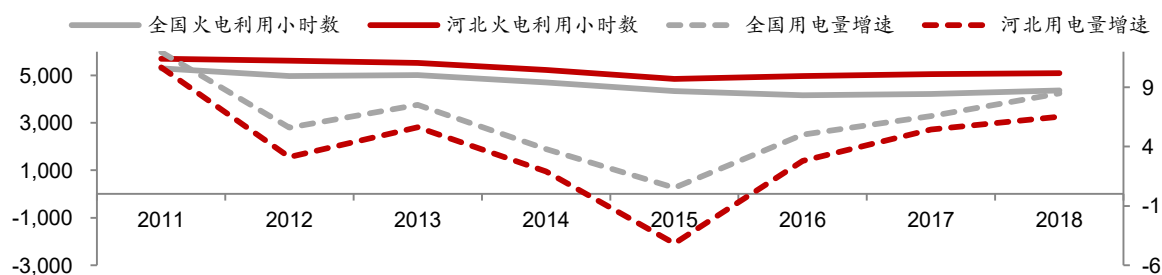


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2、局部地区，鱼与熊掌可兼得

但是我们需要指出的是，上述“鱼与熊掌不可兼得”的情况针对的是独立整体，但对于整体内部的部分，存在鱼与熊掌兼得的机会。我们认为，建投能源便属于此类稀缺标的，2011 年以来，河北省用电量增速持续低于全国平均，但其火电利用小时数却持续高于全国平均，背后的核心因素在于电力缺口，这一因素将使得河北地区火电机组利用小时数持续维持高位，而且相对于宏观需求的变动或表现出一定的独立性，因此我们对于河北地区用电量增速的分析惜墨如金。

图 2：用电量增速及利用小时对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

此外河北地区及周边煤炭资源丰富，煤炭资源获取能力较强，煤价对火电业绩改善弹性亦较强。我们认为，资源负荷双中心的特质是市场所忽略的，但这确是河北地区火电机组盈利保持持续优异的核心，而且在需求下行、煤价下行的宏观弱势环境下，仍有望表现出较强的利用水平，实现鱼与熊掌的兼得。

正文目录

1. 河北区域重要电源支撑，地位举足轻重	5
1.1. 公司是河北重要电源支撑	5
1.2. 内生外延持续扩张，资产规模持续做大	5
1.3. 利用小时数保持平稳，装机规模与发电量持续增长	7
2. 资源与负荷双中心，河北火电长期盈利能力有保障	8
2.1. 河北及周边煤炭资源相对丰富，有助公司稳定燃料供应	8
2.2. 保障京津供电、民生供热重任在肩，河北火电机组有望维持高利用小时数	12
2.3. 河北点火价差居于国内前列，为较好盈利提供基础	14
3. 机组优异、煤价下行，公司业绩有望持续改善	15
3.1. 公司装机结构优于全省平均，环保水平优异，不受行业去产能影响	15
3.2. 煤价有望持续下行，带动公司业绩反转	17
4. 盈利预测及估值	21
4.1. 收入与成本预测	21
4.2. 投资建议与估值	21
风险提示	22

图表目录

图 1: 全社会用电量增速与华电国际 EPS 对比	2
图 2: 用电量增速及利用小时对比	2
图 3: 建投能源股权结构及主要参控公司(截至 2018 年 9 月底)	5
图 4: 公司发展历程	6
图 5: 2011 年以来公司装机规模、发电量及利用小时数统计	7
图 6: 河北煤炭产能规模占比统计	8
图 7: 河北煤炭矿井规模占比统计	8
图 8: 河北省内主要煤运通道、煤炭发运港口及公司控股在运电厂分布	10
图 9: 公司煤炭价格与港口价格及电煤价格指数对比	11
图 10: 西电公司、西二公司 2007-2017 经营情况对比统计(亿元)	11
图 11: 2017 年国内各省电力缺口比例统计	12
图 12: 公司与 A 股可比公司供热收入占比统计	13
图 13: 河北及其他用电大省火电利用小时对比	13
图 14: 全国主要省区点火价差统计	14
图 15: 2016 年以来冀南、冀北点火价差统计	14
图 16: 公司控股机组装机结构统计	15
图 17: 河北省内火电机组装机结构统计	15
图 18: 2017H1-2018H1 国内煤炭产能变动统计	18
图 19: 2013-2019 国内煤价变动统计	19

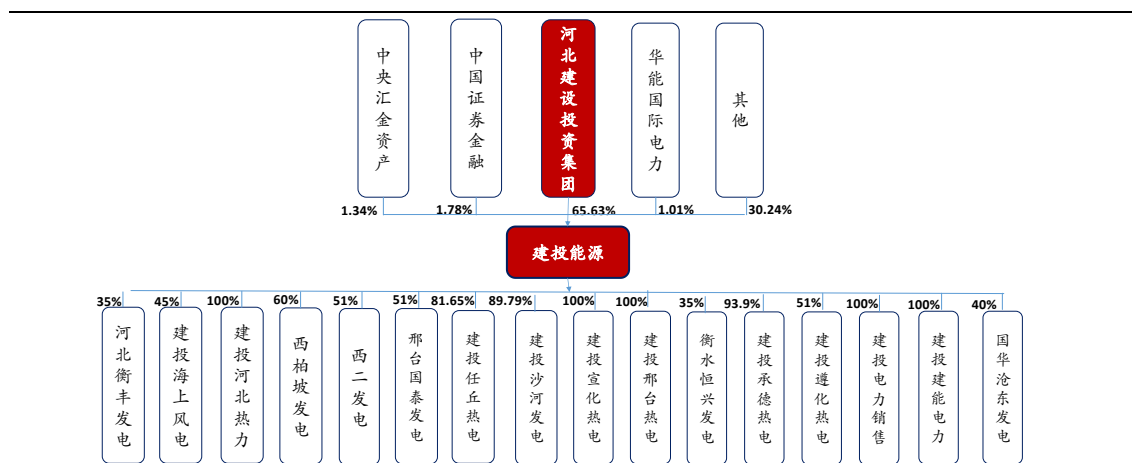
图 20: 建投能源历史 PBband 统计	22
表 1: 公司控股机组装机	6
表 2: 公司参股机组装机	6
表 3: 集团拟注入资产装机机构及持股比例统计	7
表 4: 集团尚未明确注入时间点的优质电力资产统计	7
表 5: 全国主要省份核准煤炭产能统计 (截至 2018 年 6 月底)	9
表 6: 全国主要省份核准煤炭在建产能统计 (截至 2018 年 6 月底)	9
表 7: 2017 年主要省区的电力缺口情况统计	12
表 8: 公司旗下机组 2018 年上半年排放水平统计	15
表 9: 2018 年河北省内火电去产能机组统计	16
表 10: 需求预期错配对煤价影响	17
表 11: 2017 与 2018 年煤电行业主流认知与工作目标计划对比	17
表 12: 2015-2020 国内动力煤供需测算平衡统计与预测	19
表 13: 公司业绩对煤价敏感性分析	20
表 14: 主要火电企业盈利预测及煤价弹性预测	20
表 15: 2017~2020 年公司分项业务收入与毛利率统计及预测	21
表 16: 公司与可比公司估值与收入对比 (2019 年 3 月 8 日数据)	22
表附录: 三大报表预测值	23

1. 河北区域重要电源支撑，地位举足轻重

1.1. 公司是河北重要电源支撑

河北建投能源投资股份有限公司（简称“建投能源”），成立于1994年1月18日，于1996年6月6日在深圳证券交易所挂牌上市，控股股东为河北建设投资集团有限责任公司，实际控制人为河北省国有资产监督管理委员会。公司电力业务以燃煤火力发电和供热为主，同时涉及核电、风电、水电等新能源项目投资。公司控制装机容量占河北南部电网22.8%，占河北省总装机容量的13.21%，地位举足轻重，为区域电网的安全提供重要支撑。图3为公司股权结构及主要的参控股公司情况。

图3：建投能源股权结构及主要参控股公司（截至2018年9月底）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 内生外延持续扩张，资产规模持续做大

2003年11月，公司收购了控股股东河北建投集团拥有的河北西柏坡发电有限责任公司60%的股权，主营业务转型为发电。自此，公司通过收购集团优质发电资产及自建电站开始了持续扩张道路。

2007年公司完成增发募资，并以约22.4亿元的对价收购西二公司51%股权、国泰公司51%股权、衡丰公司35%股权、恒兴公司35%股权、邯峰公司20%股权，公司权益装机由72万千瓦提高至232万千瓦。

2009年公司以约0.19亿元收购河北建投任丘热电有限责任公司60%股权，彼时项目处于建设前期状态。

2013年1月29日，控股子公司河北建投任丘热电有限责任公司建设的2×350MW发电机组项目1号机组投产。

2013年3月30日，控股子公司河北建投沙河发电有限责任公司建设的2×600MW发电机组项目1号机组投产。

2013年4月29日，控股子公司河北建投沙河发电有限责任公司建设的2×600MW发电机组项目2号机组投产。

2013年6月5日，控股子公司河北建投任丘热电有限责任公司建设的2×350MW发电机组项目2号机组投产。

2014年，公司以3.92元/股的价格向控股股东河北建投集团发行7.02亿股股份收购了其所持有的宣化热电100%股权、沧东发电40%股权、三河发电15%股权，公司新增权益装机186.3万千瓦。

2015年初，公司以10.88亿元的对价，收购建投集团所持大唐国际王滩发电30%股权、国电河北龙山发电29.43%股权、国电承德热电35%股权、承德龙新热力35%股权，新增权益装机规模94.42万千瓦。

2016年11月23日，全资子公司建投邢台热电有限责任公司建设的2×350MW热电联产项目1号机组投产。

2016年12月31日，全资子公司建投邢台热电有限责任公司建设的2×350MW热电联产项目2号机组投产。

2017年9月与11月，全资子公司建投承德热电有限责任公司建设的2×350MW热电联产项目两台机组投产。

图4为公司的具体发展与扩张历程。

图4：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，浙商证券研究所

截至2018年底，公司控股在运装机规模780万千瓦，控股在建装机规模70万千瓦，权益运营装机容量832万千瓦。表1、表2分别是公司控股在运装机和参股在运装机统计。

表1：公司控股机组装机

公司名称	装机容量 (MW)	持股比例 (%)	权益装机 (MW)	2017 发电量 (亿度)	2017 利用小时	投运或并表年份
西电公司	1320	60	792	72.16	5466.67	2006
西二公司	1200	51	612	56.88	4740.00	2007
国泰公司	660	51	336.6	35.95	5446.97	2007
任丘公司	700	81.65	571.55	38.78	5540.00	2013
沙河公司	1200	89.79	1077.48	58.48	4873.33	2013
宣化热电	660	100	660	30.17	4571.21	2014
邢台热电	700	100	700	21.73	3104.29	2016
恒兴公司	660	35	231	36.03	5459.09	2017
承德热电	700	100	700	6.01	858.57	2017
合计	7800	—	5680.63	356.19		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表2：公司参股机组装机

公司名称	装机容量 (MW)	持股比例 (%)	权益装机 (MW)	2017 发电量 (亿度)	2017 利用小时	投运或并表年份
衡丰公司	660	35	231	35.5	5378.79	2007
邯峰公司	1320	20	264	69.43	5259.85	2007
沧东发电	2520	40	1008	140.22	5564.29	2014
三河发电	1300	15	195	65.55	5042.31	2014
王滩发电	1200	30	360	60.4	5033.33	2015
龙山发电	1200	29.43	353.16	67.29	5607.50	2015
国电承德	660	35	231	30.57	4631.82	2015
合计			2642.16			

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2019年3月7日，公司披露《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，拟以5.21元/股的价格向控股股东建投集团发行2.01亿股股份，收购其持有的秦皇岛秦热发电有限责任公司40%股权和河北张河湾蓄能发电有限责任公司45%股权。表3为相应公司机组装机及集团持股统计。

表 3：集团拟注入资产装机机构及持股比例统计

公司名称	装机容量 (MW)	集团持股	权益装机 (MW)
秦热发电	650	40%	260
张河湾蓄能发电	1000	45%	450
合计			710

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

通过梳理公司整个发展历程，我们认为，控股股东建投集团对公司发展支持力度较大，2007年至今便持续将其体内优质电力资产注入上市公司。截至2018年底，河北建投集团目前仍持有较多优质电力资产，后续仍有望注入上市公司，公司资产有望借助内生外延持续做大。表4为建投集团体内电力资产统计。

表 4：集团尚未明确注入时间点的优质电力资产统计

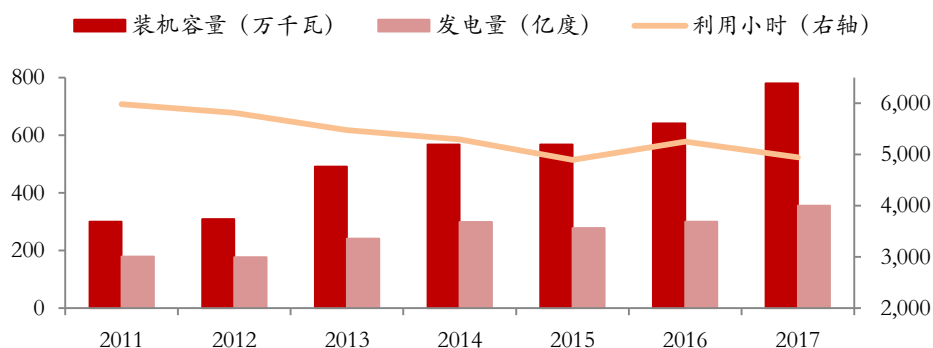
公司名称	装机容量 (MW)	集团持股	权益装机 (MW)
国华定州	2520	41%	1020.6
秦皇岛发电	1070	50%	535
保定华源热电	250	29%	72.5
国电建投内蒙古	1320	50%	660.0
合计			2288.1

资料来源：18建投02债券募集说明书，浙商证券研究所

1.3. 利用小时数保持平稳，装机规模与发电量持续增长

近年来公司整体利用小时数水平保持稳定，随着装机容量的持续增长，发电量水平也不断攀升，考虑公司目前在建遵化热电2×350MW项目有望于2019年投产，且集团后续资产注入仍有望持续推动，装机规模与发电水平仍有望持续增长。图5为2011年以来公司控股装机规模、发电量、利用小时数相关统计。

图 5：2011 年以来公司装机规模、发电量及利用小时数统计



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 资源与负荷双中心，河北火电长期盈利能力有保障

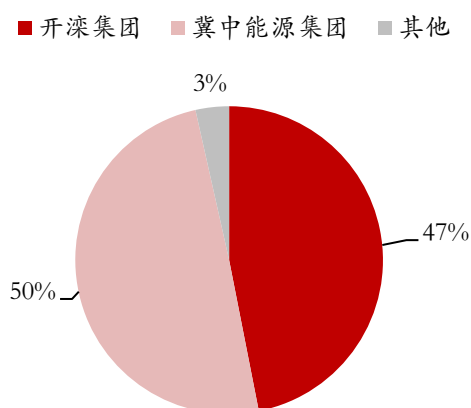
河北地处华北，漳河以北，东临渤海、内环京津，西为太行山山地，北为燕山山地，燕山以北为张北高原，其余为河北平原，是中国唯一兼有高原、山地、丘陵、平原、湖泊和海滨的省份。东南部、南部衔山东、河南两省，西倚太行山与山西省为邻，西北与内蒙古交界。这种得天独厚的地理位置造就了河北资源与负荷双中心的属性：即肩负着保障京津用电的重任，同时又是我国西煤东运、北煤南运的重要枢纽。

我们认为，河北是国内少有的资源与负荷双中心：作为资源中心，煤炭来源丰富，可有效保障供给，有利于公司获取较低的煤炭采购价格；作为负荷中心，发电、供暖等民生任务艰巨，可有效保障省内火电机组利用水平，有利于公司控股、参股机组维持较高利用小时数。

2.1. 河北及周边煤炭资源相对丰富，有助公司稳定燃料供应

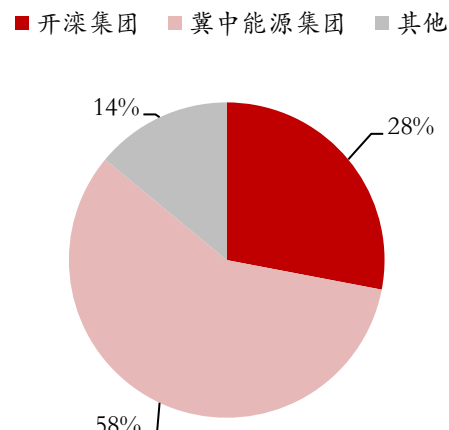
河北本省煤炭资源相对丰富，且管理集中。根据国家能源局最新的煤炭产能情况统计，截至 2018 年中，河北已核准煤炭产能为 7366 万吨/年，居于全国第十位。从省内煤炭资源分布来看，主要集中在以唐山、承德为首的北部地区和以邯郸、邢台、石家庄为主的中南部地区，两部分资源分别被省内龙头国企开滦集团和冀中能源集团所管理，其中开滦集团省内煤炭核准产能为 3455 万吨/年，冀中能源集团省内煤炭核准产能为 3652 万吨/年，分别占全省煤炭核准产能的 47%和 50%。图 6 与 7 分别为河北省内煤炭产能规模与矿井数量占比统计。

图 6：河北煤炭产能规模占比统计



资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

图 7：河北煤炭矿井规模占比统计



资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

河北毗邻山西、内蒙古两大煤炭主产地。根据国家能源局最新统计，截至 2018 年中，山西、内蒙古两省煤炭核准产能规模分别为 9.48 亿吨/年和 8.3 亿吨/年，居全国煤炭核准产能规模的前两位。此外与河北相邻的河南、山东两地煤炭核准产能分别为 1.56 亿吨/年和 1.51 亿吨/年，同样排名相对居前。表 5 为 2018 年中，国内煤炭核准产能排名前十省份情况统计。

表 5：全国主要省份核准煤炭产能统计（截至 2018 年 6 月底）

排名	地区	产能(万吨/年)	新增产能(万吨/年)	矿井	新增矿井	单井平均规模	新增单井规模
1	山西	94815	3395	599	30	158	113
2	内蒙古	83005	1200	372	7	223	171
3	陕西	40529	2395	224	9	181	266
4	河南	15626	90	209	2	75	45
5	贵州	15514	1308	438	35	35	37
6	山东	15126	15	112	1	135	15
7	安徽	14361	60	46	1	312	60
8	新疆	14116	8315	70	19	202	438
9	黑龙江	9985	210	548	1	18	210
10	河北	7366		50		147	

资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

我国煤炭资源分布极为不均，以山西、蒙西、陕西为主的“三西”地区，基本上占据了我国三分之二以上的煤炭产能与产量，而且从煤炭的品质、资源储量来看“三西地区”和新疆较其他地区更具优势，因此从国内煤矿在建产能规模来看，也以“三西”和新疆为主，但考虑新疆煤炭市场运输特性，其更多还是供给本区域内使用，所以保障全国煤炭供给的重任仍然落地“三西”地区肩上。表 6 为国内在建煤炭产能区域统计，其中山西、内蒙古、陕西三省居于前三位，合计建设规模占 2018 年中在建规模比例达 70%以上。

表 6：全国主要省份核准煤炭在建产能统计（截至 2018 年 6 月底）

排名	省份	矿井	新增规模(万吨/年)	建设规模(万吨/年)
1	山西	293	14544	28410
2	内蒙古	86	22960	26780
3	陕西	177	15223	17627
4	宁夏	26	4864	5300
5	黑龙江	72	2544	3077
6	新疆	10	2189	2695
	其他	474	11684	16506
	合计	1138	74008	100395

资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

独特的资源与需求分布，造就了我国西煤东运、北煤南运长期格局，坐拥渤海湾三大出海口的河北，成为了“三西”地区优质煤炭运输的重要枢纽。从需求来看，沿海地区经济发展水平相对较高，对于能源、电力需求也较为旺盛，广东、江苏、山东、浙江四省多年来用电量水平持续保持前列，而广东、浙江、两省基本没有煤炭资源，山东、江苏本省煤炭资源也无法满足自身需求。大秦线、朔黄线两条主要的煤炭运输铁路干线贯穿河北，根据大秦铁路及中国神华相关披露数据来看，2018 年两条煤运铁路干线运输量有望达到 7.5 亿吨，约相当于 2018 年国内铁路煤炭发运量的 32%，如考虑石太线，以及 2018 年全线贯通的唐呼线带来的潜在增量，过境河北的铁路煤炭运输量将达到全国铁路煤炭发运量的 40%。

公司控股电厂多布局于铁路沿线，交通较为便利，此外沙河公司、国泰公司、邢台热电三家电厂亦靠近河北中南部煤炭主产地。我们认为，这将有助于公司发挥区位优势，保障煤炭供给，并合理控制煤炭采购成本。图 8 为河北省内主要煤运通道、煤炭发运港口及公司控股在运电厂分布。

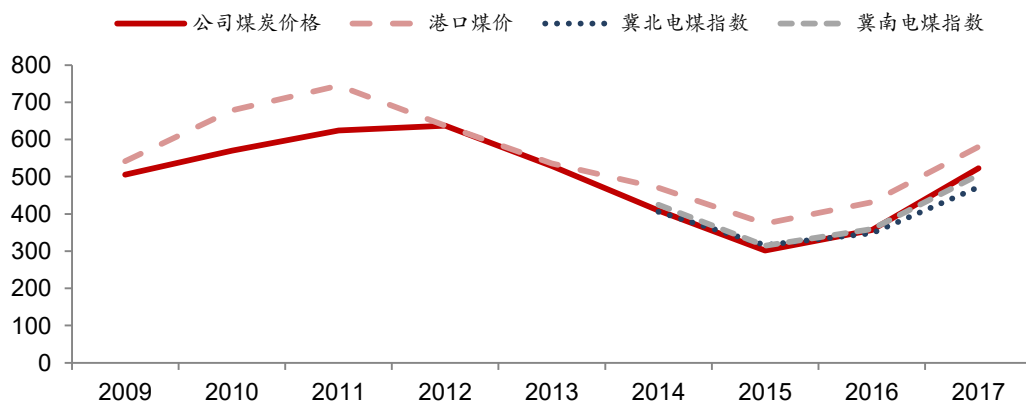
图 8：河北省内主要煤运通道、煤炭发运港口及公司控股在运电厂分布



资料来源：公司官网，高德地图，浙商证券研究所

公司煤炭价格随市场波动，但 2013 年之后都保持低于港口煤价的水平，煤炭成本控制能力逐步体现。近年来，公司持续开展燃料精细化管理，加强燃料政策信息研究与市场形势预判，深化与国有大型煤企合作，积极开拓新煤源，优化燃煤结构，加大经济煤种掺烧力度，合理控制煤炭成本。通过对比公司近年来煤炭价格与港口价格、冀北电煤价格指数、冀南电煤价格指数的走势，我们发现，在 2012、2013 两年，公司煤炭价格与港口价格走势并不同步，且之前虽然方向同步，但变动幅度也无法匹配。考虑 2012 年之前公司旗下电厂仅西电公司、西二公司、国泰公司三家，且控股装机仅为 3GW，因此或无法代表行业，此外 2013 年沙河公司、任丘公司投产，新机组投产带来的地域煤炭成本差异或同样影响当年煤炭成本变动，因此我们认为，对于公司来说 2013 年之后的煤炭价格对比或更具有参考意义。2014 年，公司完成对集团资产收购，实现了对宣化热电、邢台热电的并表，控股装机容量达到 5.68GW，较 2012 年几乎实现翻倍，也形成了公司现有资产的规模雏形，自此之后，公司整体煤炭价格均低于同期港口价格，与冀南、冀北、电煤价格指数相当，但表现出略强的波动性。图 9 为公司煤炭价格与港口价格及电煤价格指数对比。

图 9：公司煤炭价格与港口价格及电煤价格指数对比

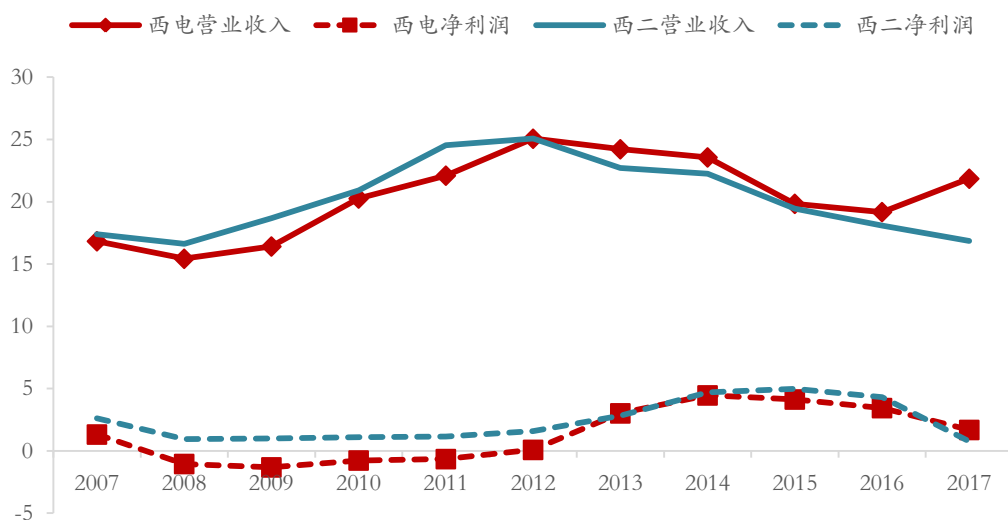


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

注：图中所有价格均为折算成 5000K 含税价格

煤炭成本控制有效，长期亏损电厂逐步成为重要利润贡献点。西电公司和西二公司均位于石家庄市平山县，二者厂址较为接近，且总体装机规模均为 120 万千瓦级别，因此二者在一定程度上具有较强的可比性，且从资产规模来看，西电公司由于投产时间较早，总资产规模更小，净资产规模更大，理应获得较高的盈利能力。我们通过分析 2007 年以来二者的收入和利润情况发现，由于机组总体规模体量相近，二者收入水平基本相当，但从盈利能力来看，西电公司盈利水平较西二公司存在较大差距。但这一现象在 2013 年之后逐步改善，至 2017 年由于西电公司利用小时数较高，其利润水平实现对西二公司的反超。我们认为，折旧方面西电公司较西二公司更具优势；人工成本方面西电公司由于投产较早或存在一定的劣势，但或许无法解释过大的盈利差距；煤耗方面，西电公司机组年代较老或许存在劣势，但考虑国内火电机组水平已经较为成熟，差距亦不会过大。因此我们判断，西电公司盈利能力的改善更多的原因或来自煤炭采购来源的梳理和相应的成本控制。图 10 为西电公司与西二公司 2007-2017 经营情况对比统计。

图 10：西电公司、西二公司 2007-2017 经营情况对比统计（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

2.2. 保障京津供电、民生供热重任在肩，河北火电机组有望维持高利用小时数

2011年以来河北省用电量增速均低于全国平均水平，但其利用小时数均高于全国平均水平，我们认为决定河北火电机组利用水平的核心因素不在于用电量增速，而在于电力缺口，因此我们惜墨于分析河北用电量增速。**全国电力供给过剩并不代表局部地区过剩，空间分布不均现象长期存在。**中国幅员辽阔，各地区之间的地理条件、气候条件、资源禀赋、经济发展状况均存在着较大的差异，因此局部地区的电力供需也存在较为明显的不平衡。从有统计的31个省区的情况来看，其中有19个省区在2017年的用电需求高于发电供给，如剔除缺口占比10%以下的省份，则共有14个省区需要外部提供电力供给以满足自身需求，如表7。

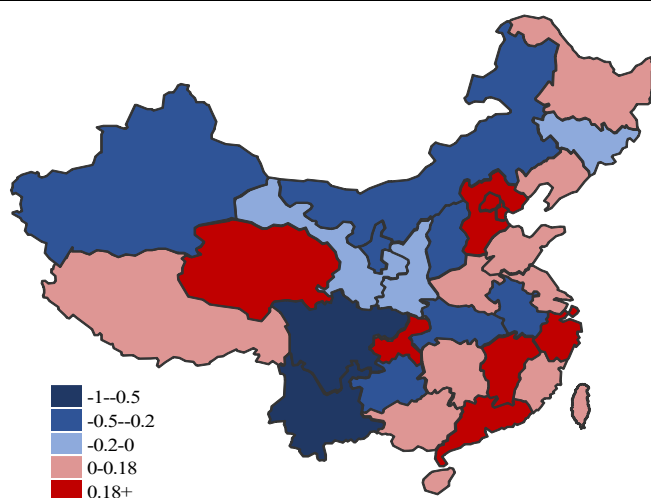
表 7：2017 年主要省区的电力缺口情况统计

	用电量(亿度)	发电量(亿度)	电力缺口(亿度)	缺口占比
北京	1066.89	387.80	679.09	63.65%
上海	1526.77	830.30	696.47	45.62%
重庆	992.65	690.50	302.15	30.44%
天津	805.59	609.30	196.29	24.37%
广东	5958.97	4515.90	1443.07	24.22%
浙江	4192.63	3259.20	933.43	22.26%
河北	3441.74	2777.30	664.44	19.31%
江西	1293.98	1046.60	247.38	19.12%
青海	687.01	561.00	126.01	18.34%
江苏	5807.89	4775.10	1032.79	17.78%
辽宁	2135.50	1805.70	329.80	15.44%
湖南	1581.51	1349.20	232.31	14.69%
河南	3166.17	2703.50	462.67	14.61%
西藏	58.19	50.20	7.99	13.73%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

京津冀地区是典型电力缺口区域，仅以京津冀地区来看，电力缺口为1540亿度，缺口比例高达29%，高于江浙沪地区23%的缺口比例，可谓是国内最缺电的地区。图11是国内各省2017年电力缺口比例统计。

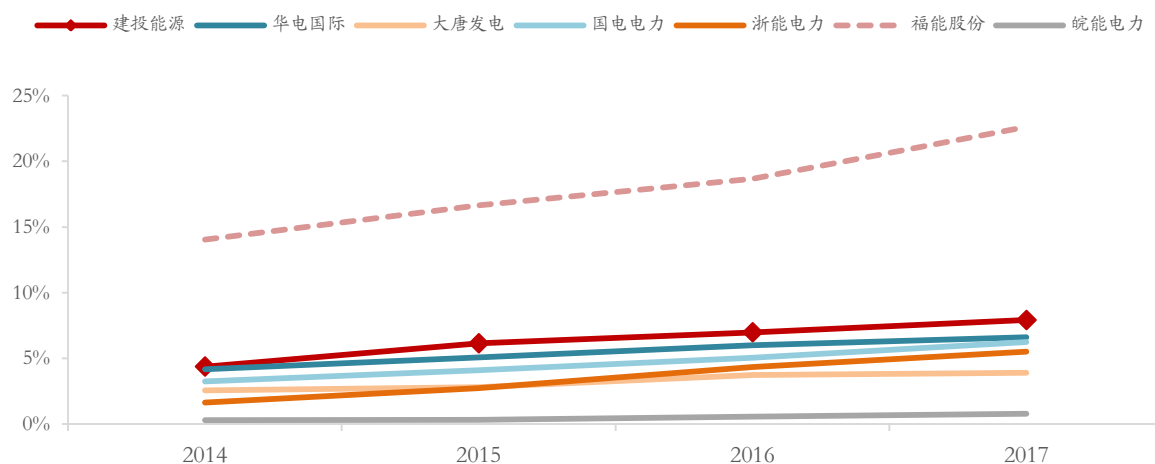
图 11：2017 年国内各省电力缺口比例统计



资料来源：Wind、浙商证券研究所

河北全域需进行冬季供暖,公司供热业务收入居于A股可比上市公司前列。截至2018年底,公司旗下机组,除沙河公司两台机组外均是热电联产机组,有效的保障了区域内居民供热,通过横向对比来看,2014-2017年之间公司供热业务收入显著高于A股其他可比上市公司(福能股份为鸿山热电相关对比)。此外,我们认为,随着城镇化率的逐步提升,集中供热仍然是未来行业的发展方向,公司供热业务体量及收入占比有望持续提高。图12为公司与A股可比公司供热收入占比统计。

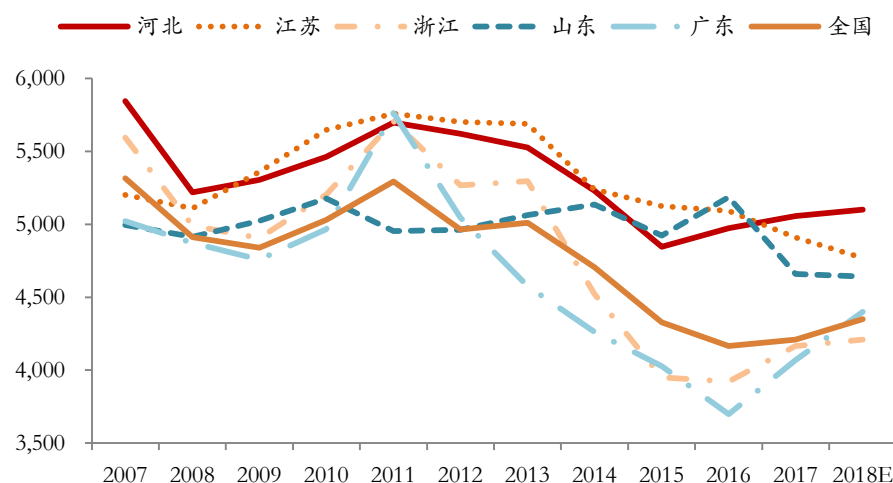
图 12: 公司与 A 股可比公司供热收入占比统计



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

河北水电资源不多,核电储备项目仅有海兴核电,在保障京津供电、民生供热的重任下,河北火电机组有望长期保持较高的利用小时数。截至2018年底,河北水电装机约为1.82GW,占省内总装机的2.6%,核电储备项目仅海兴核电,我们结合海兴核电当前项目进展,预计其大概率无法于2020年之前实现商运,因此未来一段较长的时间内河北电力需求满足仍需要依赖火电,河北省内机组利用小时数仍有望保持较高水平。图13为2007-2018年河北、江苏、浙江、山东、广东沿海五省火电利用小时对比,其中我们不难发现河北火电利用小时基本都维持了较高水平,且波动较小。

图 13: 河北及其他用电大省火电利用小时对比

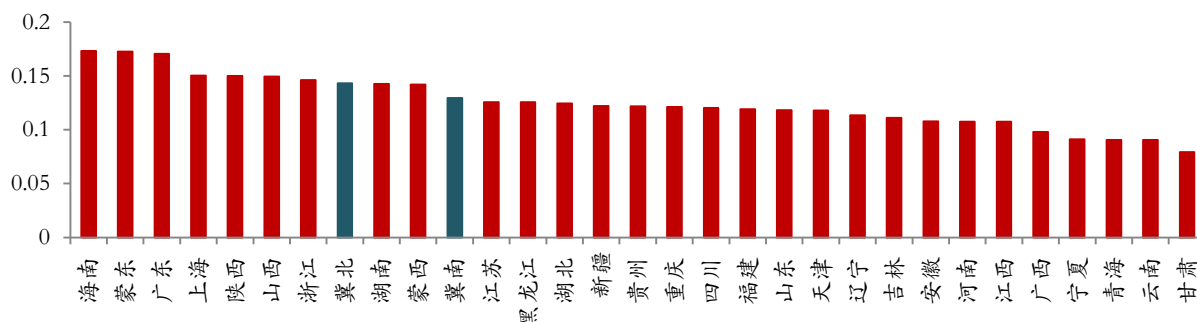


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3. 河北点火价差居于国内前列，为较好盈利提供基础

河北省火电点火价差居于全国前列。根据各省最新燃煤火电标杆上网电价，以及 2018 年 11 月电煤价格指数，并考虑当前国内燃煤火电机组度电煤耗 300g/度，我们测算出冀南、冀北地区燃煤火电点火价差分别约为 0.13 元/度和 0.14 元/度，在全国范围内来看居于第 11 位与第 8 位，属于全国前列，其中冀南地区点火价差与江苏水平相当，冀北地区点火价差与浙江相当。图 14 为全国主要省区点火价差统计。

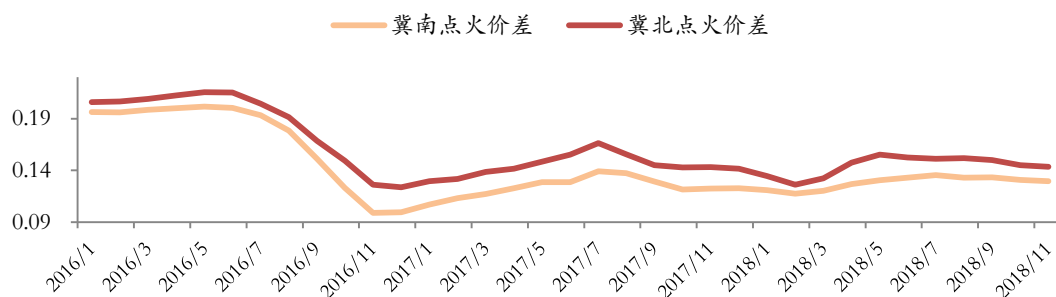
图 14：全国主要省区点火价差统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

最艰难时期或已逐步渡过，点火价差在冬季需求旺季结束后有望迎来进一步改善。2016 年中，随煤价上行，河北地区点火价差逐步恶化，并在 2016 年底迎来最差时期。2017 年中上网电价调整带来点火价差的阶段性修复，但后续随着煤价的继续上行，点火价差又开始恶化，并在 2018 年出的冬季需求旺季再度陷入低谷。2018 年中至今，随着煤炭供给的逐步释放，煤炭价格开始逐步下行趋势，河北地区点火价差也逐步走出恶化趋势。我们认为，最艰难的时期已经逐步渡过，煤炭供给形势不断向好，市场化电价让利持续收窄，河北地区点火价差有望实现进一步改善。图 15 为 2016 年以来冀南、冀北点火价差变动统计。

图 15：2016 年以来冀南、冀北点火价差统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

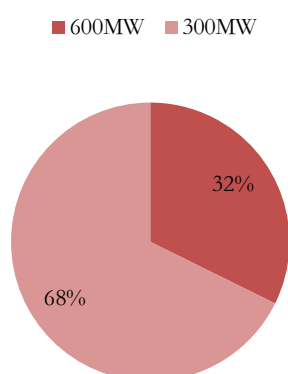
我们认为，作为资源中心，河北地区煤炭来源相对丰富，有助当地火电企业合理控制煤炭采购成本，在标杆上网电价不大幅调整的情况下有助维持高的点火价差；作为负荷中心，河北火电机组承担了为京津供电及保障冬季采暖的重任，有助其保持较高的利用水平。合理的点火价差以及较高的利用小时数是火电企业能否能力的重要考量标准，我们认为，公司旗下所有控股机组均位于河北，有望充分受益其资源与负荷双中心的特性，保持优于全国多数地区火电机组的盈利能力。

3. 机组优异、煤价下行，公司业绩有望持续改善

3.1. 公司装机结构优于全省平均，环保水平优异，不受行业去产能影响

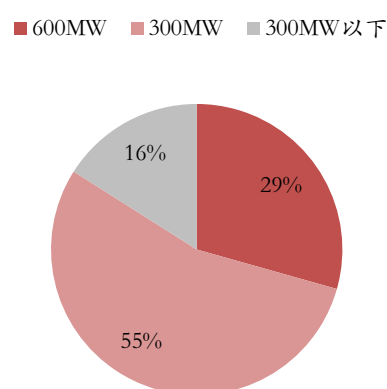
公司旗下火电机组均为 30 万千瓦以上机组，具有容量大、效率高的特点，且总体装机结构优于全省平均水平。截至 2018 年底，公司控股总装机规模为 7.8GW，其中 600MW 级别机组合计规模为 2.52GW，300MW 级别机组合计规模为 5.28GW。根据河北省物价局于 2017 年中公布的《关于合理调整电价结构有关事项的通知》，其统计的河北省至 2017 年中的火电装机规模约为 42.08GW，其中 600MW 级别机组规模为 12.36GW，300MW 级别机组规模为 22.98GW，300MW 以下级别机组为 6.74GW，装机结构以 300MW 级别机组为主，且截至 2018 年底，河北省内尚无百万千瓦级别机组商运，仅有华润曹妃甸二期两台百万千瓦级机组处于调试阶段。图 16 与 17 分别为公司火电机组装机结构和河北省火电机组装机结构统计。

图 16：公司控股机组装机结构统计



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 17：河北省内火电机组装机结构统计



资料来源：河北物价局，浙商证券研究所

目前公司全部控股发电机组均实现了大气污染物超低排放，脱硝、脱硫、除尘设备全部运行正常，氮氧化物、二氧化硫、烟尘全年平均排放浓度均优于国家超低排放标准。2017 年，公司控股发电公司氮氧化物排放量 5417 吨，同比减少 103 吨；二氧化硫排放量 2194 吨，同比减少 585 吨；烟尘排放量 458 吨，同比减少 826 吨。表 8 公司旗下机组 2018 年上半年排放水平统计。

表 8：公司旗下机组 2018 年上半年排放水平统计

电厂	主要污染物	排放浓度 (mg/m ³)	执行标准 (mg/m ³)	超标排放情况
西电公司	氮氧化物	39.873	50	无
	二氧化硫	11.072	35	无
	烟尘	3.352	10	无
西二公司	氮氧化物	39.557	50	无
	二氧化硫	11.569	35	无
	烟尘	2.906	10	无
国泰公司	氮氧化物	38.403	50	无
	二氧化硫	28.52	35	无
	烟尘	2.198	10	无
沙河公司	氮氧化物	39.178	50	无
	二氧化硫	26.503	35	无
	烟尘	1.972	10	无

任丘公司	氮氧化物	29.835	50	无
	二氧化硫	11.84	35	无
	烟尘	3.545	10	无
宣化热电	氮氧化物	34.97	50	无
	二氧化硫	16.98	35	无
	烟尘	2.42	10	无
邢台热电	氮氧化物	25.175	50	无
	二氧化硫	18.798	35	无
	烟尘	2.6	10	无
承德热电	氮氧化物	25.93	50	无
	二氧化硫	16.329	35	无
	烟尘	2.566	10	无
恒兴公司	氮氧化物	27.2	50	无
	二氧化硫	18.5	35	无
	烟尘	1.742	10	无

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据河北省政府办公厅于 2017 三季度末公布的《河北省“十三五”能源发展规划》，“十三五”期间要实现“关停淘汰落后机组 400 万千瓦以上，改造提升煤电机组 1700 万千瓦以上”的目标。我们认为，火电落后产能逐步退出是行业趋势，根据河北省 2018 年所淘汰的机组来看，共计 13 台机组 54.95 万千瓦被去产能，均为 300MW 以下级别机组，且在环保、煤耗方面存在较大劣势，如表 9 所示。根据河北省 2018 年底发布的《关于梳理制定 2019 年煤电去产能计划的通知》来看，2019 年河北省将继续推动火电去产能，但从去化的标准来看，主要淘汰环保水平不达标、煤耗水平不达标、超过服役年限机组以及违法违规建设的煤电机组，公司旗下机组并不在以上标准之内，不会受到火电去产能的影响，反而会受益去产能带来的利用水平提升。

表 9：2018 年河北省内火电去产能机组统计

序号	电厂名称	机组编号	装机容量 (MW)
1	曲阳田原热力有限责任公司	1	15
2		2	15
3	大唐保定华源热电有限责任公司	8	125
4		9	125
5	大唐河北发电有限公司马头热电分公司	8	220
6	永年焦煤坑口电厂	3	12
7	冀中能源邯郸陶二矸石热电厂	1	6
8		2	6
9		3	12
10	磁县六合工业有限公司矸石发电分公司	1	3
11		2	3
12		3	6
13	河北德瑞淀粉有限公司	1	15

资料来源：河北省政府，浙商证券研究所

3.2. 煤价有望持续下行，带动公司业绩反转

我们于此前的电力行业系列报告中曾多次强调，**需求预期是引导火电反转的核心因素**。中电联于年初做出的用电量增速预期，是需求预期的较好表征。中国电力企业联合会于 1988 年由国务院批准成立，是全国电力行业企事业单位的联合组织、非营利的社会团体法人。2015 年 12 月成立的第六届理事会中，国家电网公司为理事长单位，华能、大唐、华电、国能投、国电投等 15 个大型电力企业集团和华北电力大学为副理事长单位。该会定期举行会员单位交流活动，我们认为，中电联在电力行业内具有较强的影响力，其发布的年度用电量增速，在一定程度上反映了行业内部的整体预期。

回顾以往，需求预期变动对煤价影响显著。2011-2018 年，中电联进行了 8 年的用电量增速预判，其中仅有两年较为精确，我们认为这并不是对中电联专业性的否定，这只是从另外一个角度说明了用电量增速确实存在较大的偏离预期的可能。2011 与 2013 年，中电联预测全国用电量增速与实际增速差异在 0.5 个百分点之内，较为相符。而在 2011 年以来的其余 5 年则存在 3-4 个百分点的差异。其中 3 年预期用电量增速高于实际增速，另外 2 年预期用电量增速低于实际增速。在预期增速高于实际增速的年份，全国动力煤均价均下行，而预期增速低于实际增速时，煤价上行，如表 10。2019 年 2 月末，中电联公布对于全年用电量增速预期为 5.5%，如实际增速低于此预期，动力煤价格或有下行压力。

表 10：需求预期错配对煤价影响

	中电联 E	实际增速	Q5500 动力煤均价涨幅
2011	12%	11.70%	9.7%
2012	9.50%	5.50%	-14.4%
2013	7.50%	7.50%	-16.0%
2014	7%	3.80%	-12.2%
2015	4.50%	0.50%	-20.5%
2016	1.50%	5.00%	15.5%
2017	3%	6.60%	34.4%
2018	5.50%	8.50%	1.41%
2019	5.50%		

资料来源：中电联、秦皇岛煤炭网、浙商证券研究所

从 2018 年的用电量增速和煤价涨幅来看，以上规律仍然奏效。此外，我们曾于此前报告对比政府工作报告、中电联全国电力供需形势分析预测报告、中煤协改革发展年度报告中相关内容表述变化，判断 2018 年煤炭优质产能将加速释放，进而助推煤价回归合理区间。相关表述对比如表 11 所示。

表 11：2017 与 2018 年煤电行业主流认知与工作目标计划对比

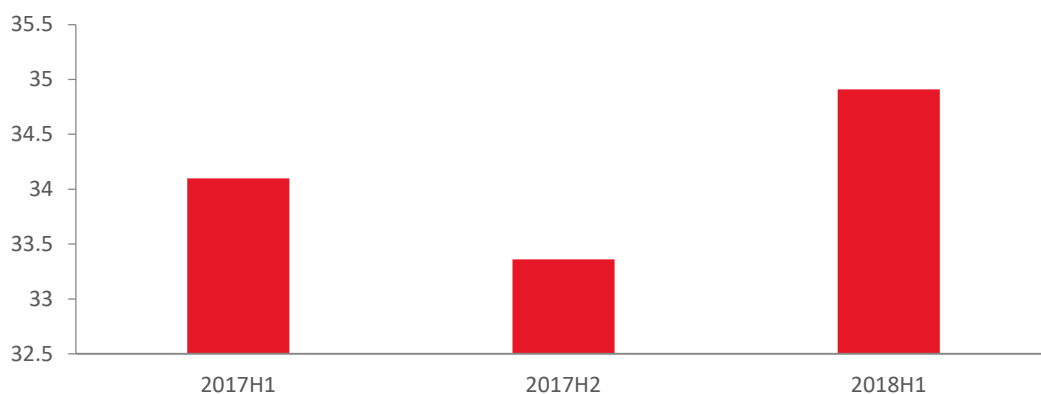
内容来源	2017 年度相关表述	2018 年度相关表述
政府工作报告	退出煤炭产能 1.5 亿吨以上； 淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上，以 防范化解煤电产能过剩风险，提高煤电行业效率， 优化能源结构，为清洁能源发展腾空间； 推动企业兼并重组、破产清算，坚决淘汰不达标的 落后产能，严控过剩行业新上产能。	坚持用市场化法治化手段，严格执行环保、质量、安全等 法规标准，化解过剩产能、淘汰落后产能。今年再压减钢 铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿吨左右，淘汰 关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。

中电联全国电力供需形势分析预测报告	展望 2017 年，预计电力消费需求增长将比 2016 年有所放缓；预计 2017 年全国全社会用电量同比增长 3%左右； 电煤价格继续高位运行，部分省份电力用户直接交易降价幅度较大且交易规模继续扩大，发电成本难以及时有效向外疏导，煤电企业效益将进一步被压缩，企业生产经营继续面临严峻困难与挑战； 建议完善煤电联动机制，重新调整联动周期、价格计算机制等关键环节，以合理疏导煤电企业成本。	预计 2018 年电力消费仍将延续 2017 年的平稳较快增长水平；预计 2018 年全社会用电量增长 5.5%左右； 电煤价格持续高位，全年绝大多数时间处于“红色区间”运行，致煤电企业发电成本大幅增加，出现大面积亏损局面； 建议全面梳理全国煤炭有效产能、产量，根据煤炭市场实际情况，认真协调煤炭去产能和保供应的关系，坚持电煤市场化方向，鼓励符合安全、高效、环保的先进煤企释放产能，加快审批投产一批合规项目，增强保障能力，保障电煤市场的供需平衡和稳定供应；继续优化进口煤政策；。
中煤协改革发展年度报告	2017 年，煤炭需求下降、产能过剩的矛盾仍将十分突出； 必须看到当前煤炭需求基本面并未发生明显改变，煤炭经济平稳运行尚缺乏坚实基础； 化解煤炭产能过剩，促进煤炭供需平衡依然是今后几年的重点任务。	宏观经济运行稳中向好，将进一步拉动能源需求； 煤炭在一次能源中的比重将继续下降，但受我国能源资源禀赋的约束，煤炭作为我国的主体能源，需求总量依然较大； 淘汰落后、提升优质产能的任务依然较重。

资料来源：新华社、中电联、中国煤炭新闻网、中国煤炭加工利用协会，浙商证券研究所

能源局于 2018 年 10 月公告国内煤炭最新产能情况，在总量规模、产能结构两方面均取得积极变化，需求预期回升对煤炭产能、产量传导有效。截至 2018 年 6 月底，全国核准煤炭产能达到 34.91 亿吨，较 2017 年底新增 1.55 亿吨，如图 18 所示，煤炭产能下行趋势得到反转。根据目前国内煤炭优质产能在建规模，我们预计国内煤炭产能规模有望于 2018 年底达到 35.7 亿吨，此外考虑 2018 年中虽然煤炭产能规模增加较多，但在建规模基本没有减少，所以这意味着，新增在建规模有持续补充，2019 年煤炭产能仍有望保持持续释放节奏，全年产量或有望达到 36 亿吨及以上，全年增速或在 3%-4%之间。

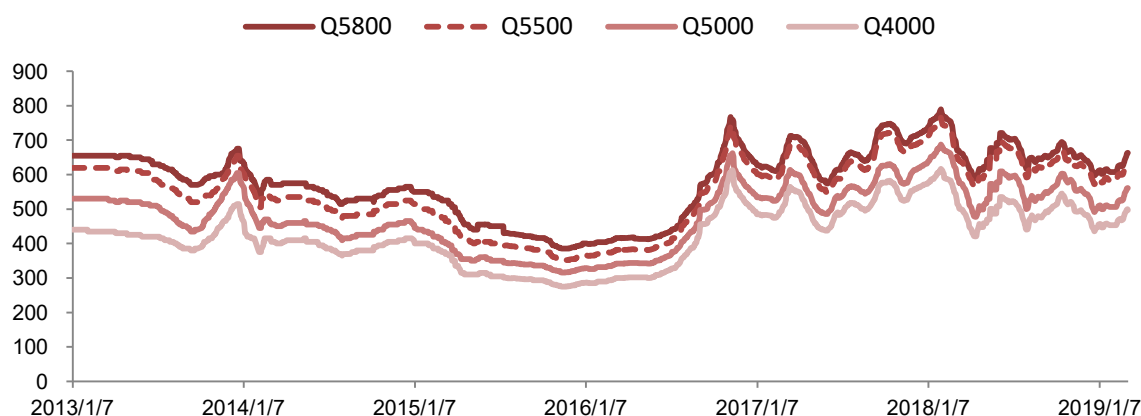
图 18：2017H1-2018H1 国内煤炭产能变动统计



资料来源：国家能源局、浙商证券研究所

2018 年下半年，随着整体需求的回归正常以及煤炭优质产能的加速释放，动力煤整体供需形势已经开始逐步反转。2018 年 10 月中，环渤海 5500K 动力末煤达到阶段性高点，后续受整体供需形势变化开始下行，至 2018 年 12 月 27 日，达到 572 元/吨的阶段性底部。近期受供给因素影响，动力煤价格有所反弹，截至 2018 年 3 月 8 日 Q5500 动力煤价格达到 638 元/吨左右，但较去年 10 月高点仍下滑近 40 元/吨，如图 19 所示。

图 19: 2013-2019 国内煤价变动统计



资料来源: Wind、浙商证券研究所

基于此前年度策略报告,我们认为 2019 年全年火电发电需求来看其增速有望控制在 3%以内,考虑国内动力煤产量或有望维持 3%左右的增速,煤炭供需形势继续缓和,供需缺口或将消除,煤炭价格仍有望保持回落趋势。表 12 为近年来动力煤整体供需测算平衡表。

表 12: 2015-2020 国内动力煤供需测算平衡统计与预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
用电量(亿度)	5.55	5.9198	6.3077	6.84	7.11	7.45
火电发电量(亿度)	4.21	4.4	4.61	4.91	5.01	5.16
用电量增速%	0.52%	6.66%	6.55%	8.40%	4.00%	4.80%
火电发电量增速%	-2.80%	2.60%	4.60%	6.53%	2.11%	2.81%
推测度电煤耗(g/度)	445.72	434.36	408	398	389	380
电力行业需求(亿吨)	18.76	19.11	18.81	19.55	19.51	19.59
其他行业需求(亿吨)	12.54	11.98	12.62	12.20	12.69	13.10
动力煤出口(亿吨)	0.0435	0.0758	0.06	0.05	0.05	0.05
动力煤总需求(亿吨)	31.3	31.09	31.43	31.75	32.25	32.74
需求增速%	2.02%	-0.68%	1.10%	1.02%	1.57%	1.53%
动力煤产量(亿吨)	30.27	27.54	28.74	30.03	30.93	31.40
产量增速%	9.34%	-9.01%	4.34%	4.50%	3.00%	1.50%
动力煤进口量(亿吨)	1.08	1.24	1.19	1.3	1.4	1.4
动力煤总供给(亿吨)	31.35	28.78	29.93	31.33	32.33	32.80
动力煤供需缺口(亿吨)	-0.05	2.3	1.5	0.42	-0.09	-0.06

资料来源: 国家能源局、浙商证券研究所

公司业绩对煤价极具弹性,2019 年煤价下行将显著改善公司业绩。我们基于公司 2018 年预期净利润水平开展敏感性分析,环渤海 Q5500 动力煤均价下行 10 元/吨对公司净利润带来的改善大致在 0.66 亿元,对应的敏感性系数高达 10.46,如表 13 所示。

表 13：公司业绩对煤价敏感性分析

	煤价变动比例	净利润变动(亿元)	净利润变动比例	弹性系数
40	6.27%	-2.62	-65.50%	-10.46
20	3.13%	-1.31	-32.75%	
-20	-3.13%	1.31	32.75%	
-40	-6.27%	2.62	65.50%	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

我们系统性的梳理了国内主要火电公司燃煤火电权益装机情况，并据此测算其 2018 年业绩相对煤价的弹性，最终我们发现公司弹性最大，如表 14 所示，一旦煤价下行趋势确立，公司弹性价值有望凸显。

表 14：主要火电企业盈利预测及煤价弹性预测

公司名称	煤电权益装机 (GW)	利用小时数 2018E	供电煤耗 2018E(g/度)	净利润 2018(亿元)	煤价下降 10 元/吨对净 利润影响(亿元)	业绩增厚幅度
浙能电力	27.5	4700	293	47.24	3.22	7.53%
华能国际	63.3	4800	307	29.54	8.70	29.45%
国电电力	25.2	4500	302	33.45	1.80	5.38%
大唐发电	24.4	4400	299	27.03	2.17	8.03%
华电国际	32.2	4400	301	19.05	3.26	17.11%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

*预测数据或与真实情况或存在一定偏差，具体情况仍需以公司公告为准

4. 盈利预测及估值

4.1. 收入与成本预测

我们对于公司未来近 3 年各项主营业务的收入与成本做了预测，见于表 15，核心假设如下：

1、河北用电量维持平稳增长，复合增速在 3%-4.5%之间。

2、河北火电去产能政策按计划执行，相关落后机组顺利淘汰，省内无水电、核电新增装机，火电装机增速低于用电量增速；公司机组结构调整顺应国家趋势，存量机组分享结构调整带来的转移电量，利用小时数维持稳步改善。

3、燃煤价格逐步回归合理区间，2019 年有望回落至 570 元/吨的合理水平，2020 与 2021 年仍将保持回落态势。

4、供热业务维持稳定增长，价格与成本随煤价波动进行相应动态调整。

表 15：2017~2020 年公司分项业务收入与毛利率统计及预测

业务种类	预测指标	2017A	2018E	2019E	2020E
电力销售	营业收入（百万元）	9297.86	12124.84	12374.77	13154.40
	增长率（%）		30.40%	2.06%	6.30%
	毛利率（%）	15.98%	17.88%	23.77%	25.98%
供热	营业收入（百万元）	798.92	1032.40	1179.88	1333.87
	增长率（%）		29.22%	14.29%	13.05%
	毛利率（%）	-4.52%	-7.64%	3.38%	5.16%
居民供热	营业收入（百万元）	129.52	202.50	236.72	286.94
	增长率（%）		56.35%	16.90%	21.21%
	毛利率（%）	22.79%	21.60%	20.54%	23.33%
商贸零售	营业收入（百万元）	111.18	155.65	155.65	155.65
	增长率（%）		40.00%	0.00%	0.00%
	毛利率（%）	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
餐饮住宿	营业收入（百万元）	127.94	147.13	147.13	147.13
	增长率（%）		15.00%	0.00%	0.00%
	毛利率（%）	63.62%	63.62%	63.62%	63.62%
其他	营业收入（百万元）	72.26	72.26	72.26	72.26
	增长率（%）		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率（%）	80.04%	80.04%	80.04%	80.04%
总收入	营业收入（百万元）	10537.68	13734.78	14173.65	15165.42
	毛利率（%）	15.36%	16.64%	22.49%	24.51%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4.2. 投资建议与估值

截至 2019 年 3 月 8 日收盘，公司股价为 6.44 元/股，我们预计公司在 2018~2020 年将实现 3.92 亿元、8.92 亿元、12.59 亿元净利润，对应当前股本下 EPS 为 0.22 元、0.5 元、0.7 元，对应 29.4 倍、12.9 倍、9.2 倍 P/E。考虑公司是 A 股市场主流火电运营商之一，我们选取华电国际、华能国际、国电电力、大唐发电、浙能电力、皖能电力等 6 家具有

代表性公司进行比较,如表 16 为六家公司未来三年业绩与估值情况,其中建投能源、华电国际、浙能电力数据为我们预测,其他公司经营数据来源于 Wind 一致性预期。

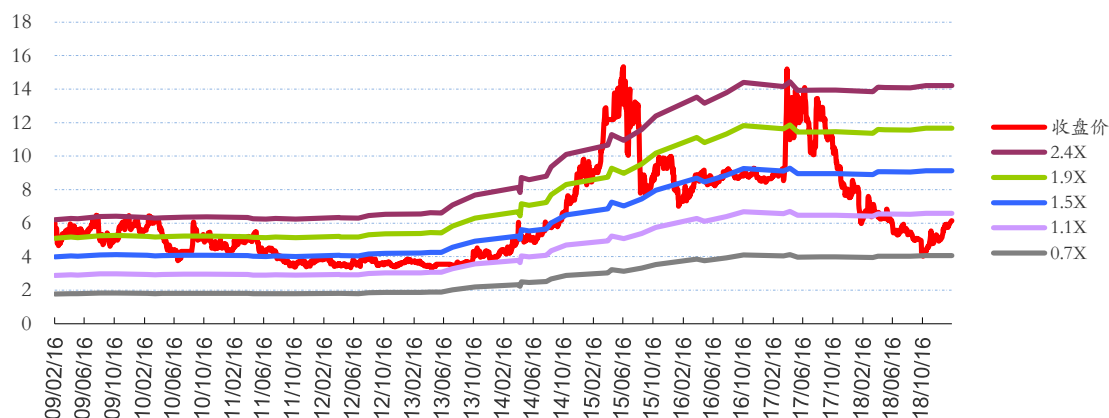
通过对比,公司 2017-2019 年 PE 水平均低于可比公司 23.4、15.0、12.1 的平均水平,相对较低;公司目前 PB 水平为 1.07,与可比公司平均水平相当,均处于历史较低水平。综合考虑公司目前资产优质情况,给予公司“增持”评级。

表 16: 公司与可比公司估值与收入对比 (2019 年 3 月 8 日数据)

股票代码	公司名称	股价	市值 (亿)	净利润 (亿元)				PE				PB
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
000600.SZ	建投能源	6.44	115.38	1.63	3.92	8.92	12.59	70.79	29.43	12.94	9.16	1.07
600011.SH	华能国际	6.96	1092.59	17.93	28.27	57.73	81.76	60.94	38.65	18.93	13.36	1.47
600795.SH	国电电力	2.68	526.63	22.23	33.46	42.26	48.11	23.69	15.74	12.46	10.95	1.06
601991.SH	大唐发电	3.38	625.53	17.12	27.03	34.27	40.18	36.54	23.14	18.25	15.57	1.32
600023.SH	浙能电力	4.76	647.39	43.34	49.89	63.63	74.10	14.94	12.98	10.17	8.74	1.05
000543.SZ	皖能电力	5.44	97.40	1.32	3.46	5.94	7.71	73.79	28.11	16.39	12.63	1.02
600027.SH	华电国际	4.60	453.70	4.30	20.53	32.35	40.72	105.51	22.10	14.02	11.14	1.05
平均									23.45	15.04	12.07	1.16

资料来源: iWind, 浙商证券研究所预测

图 20: 建投能源历史 PBband 统计



资料来源: Wind、浙商证券研究所

风险提示

全社会用电量增速或快速回落; 煤炭价格下降程度或不达预期; 火电去产能推进力度或不达预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5706.74	5653.62	6175.52	6724.35
现金	1738.86	1511.58	1690.38	2137.76
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	2168.49	1984.89	2301.20	2417.21
其它应收款	64.55	49.25	60.32	70.61
预付账款	570.56	911.54	780.40	819.05
存货	383.39	612.33	632.27	587.78
其他	780.89	584.03	710.94	691.95
非流动资产	25458.01	26100.36	26483.12	26918.20
金融资产类	910.55	861.46	895.23	889.08
长期投资	4095.68	4372.23	4277.65	4248.52
固定资产	18528.57	19317.86	20045.33	20551.70
无形资产	814.21	862.69	906.05	975.69
在建工程	948.09	518.47	174.77	59.82
其他	160.92	167.65	184.07	193.39
资产总计	31164.76	31753.98	32658.63	33642.55
流动负债	10111.01	10901.37	11057.81	10644.47
短期借款	4311.00	4210.87	4120.30	3506.76
应付款项	2267.27	3373.46	3257.73	3355.40
预收账款	460.27	521.73	563.31	613.74
其他	3072.48	2795.30	3116.47	3168.57
非流动负债	8059.71	7836.67	7818.04	7904.81
长期借款	6581.16	6581.16	6581.16	6581.16
其他	1478.56	1255.51	1236.89	1323.65
负债合计	18170.73	18738.03	18875.85	18549.27
少数股东权益	2320.61	2505.35	2852.17	3294.35
归属母公司股东权益	10673.42	10510.59	10930.61	11798.93
负债和股东权益	31164.76	31753.98	32658.63	33642.55
现金流量表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1257.74	3319.96	2794.35	3720.72
净利润	312.31	577.32	1238.63	1700.67
折旧摊销	1297.42	1238.67	1359.92	1479.73
财务费用	465.35	615.84	729.81	754.54
投资损失	-112.38	-130.35	-250.35	-340.34
营运资金变动	-1127.91	1226.70	-288.67	54.11
其它	422.95	-208.21	5.01	72.01
投资活动现金流	-1567.80	-1686.14	-1542.06	-1565.87
资本支出	-1169.59	-1591.17	-1739.18	-1866.29
长期投资	272.51	-227.47	60.81	35.28
其他	-670.72	132.50	136.32	265.13
筹资活动现金流	227.51	-1861.10	-1073.51	-1707.46
短期借款	1332.35	-100.13	-90.57	-613.54
长期借款	361.52	0.00	0.00	0.00
其他	-1466.37	-1760.98	-982.94	-1093.92
现金净增加额	-82.55	-227.28	178.79	447.38

利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10537.68	13734.78	14173.65	15165.42
营业成本	8919.23	11449.89	10985.76	11448.89
营业税金及附加	94.44	144.22	145.99	148.62
营业费用	55.65	54.94	53.86	53.08
管理费用	657.89	836.16	873.88	929.14
财务费用	465.35	615.84	729.81	754.54
资产减值损失	52.33	44.91	58.36	56.02
其他经营收益*	26.59	28.56	30.24	32.21
投资净收益	112.38	130.35	250.35	340.34
营业利润	431.77	747.74	1606.56	2147.68
营业外收入	7.15	18.55	19.33	18.37
营业外支出	8.53	6.66	6.76	7.02
利润总额	430.39	759.63	1619.13	2159.03
所得税	118.08	182.31	380.50	458.36
净利润	312.31	577.32	1238.63	1700.67
少数股东损益	143.92	184.74	346.82	442.17
归属母公司净利润	168.39	392.58	891.82	1258.50
EBITDA	2282.87	2611.40	3706.79	4390.68
EPS (最新摊薄)	0.09	0.22	0.50	0.70
主要财务比率				
	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	12.26%	30.34%	3.20%	7.00%
营业利润增长率	-82.35%	73.18%	114.86%	33.68%
归属于母公司净利润增	-88.41%	133.14%	127.17%	41.12%
获利能力				
毛利率	15.36%	16.64%	22.49%	24.51%
净利率	2.96%	4.20%	8.74%	11.21%
ROE	1.54%	3.71%	8.32%	11.07%
ROIC	3.00%	4.58%	7.67%	9.67%
偿债能力				
资产负债率	58.31%	59.01%	57.80%	55.14%
净负债比率	69.98%	64.30%	64.86%	62.69%
流动比率	0.56	0.52	0.56	0.63
速动比率	0.53	0.46	0.50	0.58
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.44	0.44	0.46
应收账款周转率	7.42	8.17	8.15	7.82
应付账款周转率	4.16	4.14	3.38	3.53
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.22	0.50	0.70
每股经营现金流(最新)	0.70	1.85	1.56	2.08
每股净资产(最新摊薄)	5.96	5.87	6.10	6.59
估值比率				
P/E	68.52	29.39	12.94	9.17
P/B	1.08	1.10	1.06	0.98
EV/EBITDA	12.07	9.49	6.79	5.61

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10%；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10%；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn