

公司研究/首次覆盖

2019年01月10日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (首次评级)

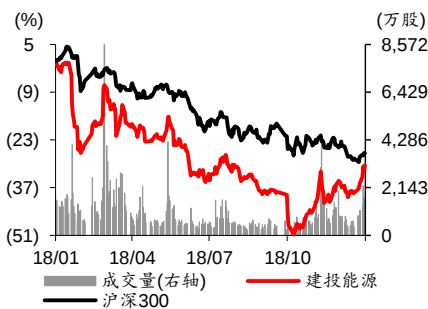
当前价格(元): 5.68
合理价格区间(元): 6.38-7.02

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

河北火电龙头之一，业绩改善正当时 建投能源(000600)

河北火电龙头之一，首次覆盖“买入”评级

公司为河北省第二大火电公司，截至18H1控股煤机装机容量达780万千瓦。我们预计18-20年河北省火电利用小时有望保持5000小时左右高位，公司煤价弹性明显，秦皇岛煤价（5500K）下降10元/吨对应入炉煤价下降10元/吨，对应业绩增厚1.7亿元，占19年我们预期盈利的23%。我们预测18-20年归母净利润分别为3.5/7.3/11.4亿元，BPS为6.07/6.38/6.81元。当前股价对应18-20年P/E为29/14/9x，P/B为0.94/0.89/0.83x。P/B估值处低位，参考火电行业内可比公司19年平均P/B为1.1x，给予公司18年1.0-1.1倍P/B，对应目标价6.38-7.02元，给予“买入”评级。

河北用电需求有望稳定增长，新增装机及外购电对供给冲击有限

1) 需求端: 河北18年前11月用电量同比+6.6%，略低于全国增速，但较17年同期提速1.9pct。我们认为，供给侧改革带来的钢铁等行业去产能对河北用电量负面影响正逐渐减弱。受益于雄安建设加速及北京工业外迁，19-20年用电量有望稳定增长。2) 供给方面，我们预计18-20年河北无新增水电和核电装机投运，其余清洁能源装机提升对火电发电量冲击有限，此外河北19-20年新增3条特高压中2条为省内通道，另一条外送山东，对河北省外购电增量影响有限。我们预计2018-20年河北利用小时有望维持在5000小时以上。

高煤价弹性+市场化折价低，业绩有望持续改善

2009-2017年公司入炉煤价与秦皇岛煤价（5500K）正相关性明显，我们预计秦皇岛煤价（5500K）每下降10元/吨对应公司入炉煤价下降10元/吨，在我们测算基础上将增厚19-20年预测净利润的23%/16%。18Q4煤价旺季不旺特征明显，我们看好19年煤价中枢持续下行，公司业绩有望持续改善。市场化折价方面，公司80%以上装机位于河北南网，而18年河北南网电源结构中火电装机超过80%。18年河北南网煤机折价约为1.2分，低于全国均值（18年前三季度2.7分）。前7家公司火电装机占南网比例达90%，议价能力强，河北南网煤电市场化电量低折价水平或延续。

潜在催化: 资产注入持续推进，雄安建设加速驱动公司收入增长

1) 资产注入: 根据公司18年10月公告，公司拟收购母公司持股的3家电力公司股权。建投能源历史上分别于2007/2013/2014年三次向公司注入优质资产，注入P/B分别为1.2/1.6/1.5x。以2007年资产注入为例，公告日以来公司股价相对于火电指数超额收益最高达20%。后续需密切关注此次注入定价情况。2) 雄安新区: 公司毗邻雄安新区，后续有望参与雄安新区能源供应，有助于公司拓展新利润贡献点。

可比公司19年平均P/B 1.1x，目标价6.38-7.02元

我们预测2018-20年EPS为0.19/0.41/0.64元，BPS为6.07/6.38/6.81元。当前股价对应2018-2020年P/E为29/14/9x，P/B为0.94/0.89/0.83x。P/B估值处低位，参考火电行业内可比公司19年平均P/B为1.1x，给予公司19年1.0-1.1倍P/B，对应目标价6.38-7.02元，给予“买入”评级。

风险提示: 煤价下降不及预期，利用小时/电价下降，注入资产定价过高。

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,387	10,538	13,730	14,592	15,189
+/-%	(2.48)	12.26	30.29	6.28	4.09
归属母公司净利润(百万元)	1,453	168.39	347.91	733.94	1,138
+/-%	(28.92)	(88.41)	106.61	110.96	55.00
EPS(元, 最新摊薄)	0.81	0.09	0.19	0.41	0.64
PE(倍)	7.00	60.43	29.25	13.87	8.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本(百万股)	1,792
流通A股(百万股)	1,090
52周内股价区间(元)	4.02-8.27
总市值(百万元)	9,926
总资产(百万元)	31,197
每股净资产(元)	6.04

资料来源: 公司公告

正文目录

河北省第二大火电，建投集团旗下唯一资本运作平台	4
需求有望稳定增长，供给持续偏紧助力火电企业利用小时提升	9
需求侧：用电增速略低于全国均值，装备制造业弥补钢铁去产能电力需求	9
供给侧：特高压建设助外购电上限提升，18-20 年清洁能源装机提升有限	10
19-20 年河北新接入 3 条特高压，外购电保障能力进一步提升	11
装机增速趋缓，火电利用小时有望持续增加	11
供给增加有限，需求稳定成长，助力火电实现高利用小时	13
展望 2019-2020，火电三要素有望持续改善	14
公司 18 年利用小时改善明显，19-20 年有望维持高位	14
煤价：入炉煤价与秦港高度相关，煤价下行利润弹性明显	15
电价：市场电占比预计略有提升，折价有望保持稳定	17
潜在催化：资产注入及雄安建设加速有望提升公司营收规模	20
毗邻雄安新区，有望受益雄安发展	21
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.38-7.02 元	22
关键假设	22
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.38-7.02 元	24
风险提示	25
1) 煤价下降不及预期：	25
2) 利用小时/电价下降：	25
3) 注入资产定价过高：	25

图表目录

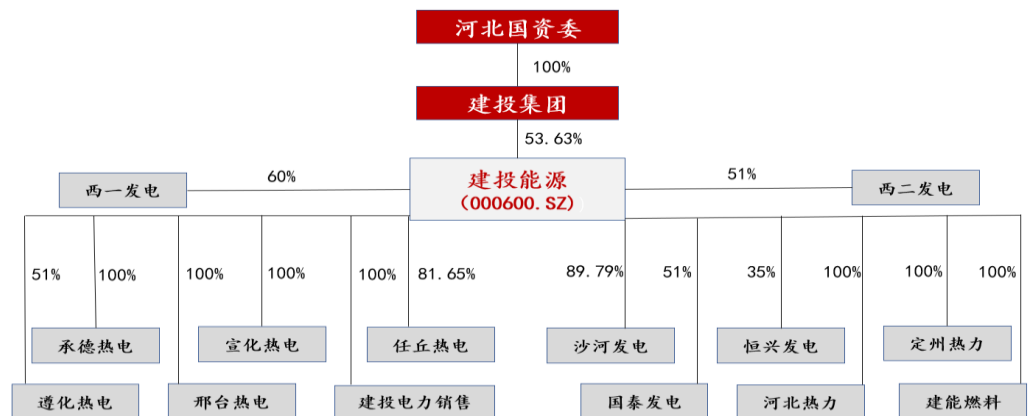
图表 1： 公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）	4
图表 2： 2012-2017 年公司主营收入结构	4
图表 3： 2018 年前三季度主营业务收入同比增长 41%，扣非归母净利润同比增长 24%	5
图表 4： 2012 年-2018 上半年公司分业务毛利率	6
图表 5： 公司电力资产梳理（截至 2018 年三季报）	7
图表 6： 公司主要电厂分布	8
图表 7： 河北省用电量保持较快增长（左轴用电量，右轴增速）	9
图表 8： 河北省用电结构	9
图表 9： 2012-17 河北省工业用电主要行业工业增加值变化情况	10
图表 10： 高新技术企业或陆续迁入雄安新区	10
图表 11： 河北新建 3 条特高压	11
图表 12： 近年来煤电去产能政策频出	12
图表 13： 2000 以来河北省火电装机增速	12

图表 14: 河北省用电需求预测.....	13
图表 15: 2018 年河北南网各类电源装机占比	14
图表 16: 2018 年河北南网各类电源发电量占比.....	14
图表 17: 18 年利用小时有望大幅改善, 19-20 有望维持高位	15
图表 18: 2016-18 年六大发电集团煤炭库存	15
图表 19: 18 年秦皇岛煤价 (5500K) 旺季不旺特征明显	15
图表 20: 十三五煤炭去产能目标完成进度 (亿吨)	16
图表 21: 19 年煤炭期货合约均价已跌至 568 元/吨 (5500K) (截至 19 年 1 月 9 日收盘)	16
图表 22: 入炉煤价与港口现货价相关性较高	17
图表 23: 入炉煤价与港口现货价拟合情况.....	17
图表 24: 建投能源煤价敏感性测算	17
图表 25: 河北省点火价差变化 (元/千瓦时)	17
图表 26: 大型发电集团各电源市场化交易电力占比	18
图表 27: 2010 年至今全国四大高耗能行业用电量占比逾 25%.....	18
图表 28: 18 年煤电市场化电价折扣持续收窄.....	19
图表 29: 2018 年河北南网火电装机构成	19
图表 30: 母公司历次资产注入情况	20
图表 31: 2007 年资产注入后股票存在累计超额收益	21
图表 32: 收入预测 (百万元)	22
图表 33: 毛利润预测 (百万元)	23
图表 34: 电力业务收入成本拆分	23
图表 35: 可比公司估值表 (2019/1/10)	24
图表 36: 建投能源历史 P/E-Bands	24
图表 37: 建投能源历史 P/B-Bands	24
图表 38: 建投能源利用小时敏感性测算	25
图表 39: 建投能源综合电价敏感性测算	25

河北省第二大火电，建投集团旗下唯一资本运作平台

公司背靠河北省最大国资运营公司建投集团，为河北省第二大独立发电公司。公司业务集中于河北地区，其主营业务为电力和供热。河北建投能源投资股份有限公司是经河北省经济体制改革委员会批准，由原石家庄国际酒店公司等联合发起成立的定向募集股份有限公司。2001 年至 2002 年，河北建投经过一系列协议收购公司法人股，成为公司控股股东。建投集团是河北省属资产规模最大的国有资本投资运营公司，建投能源是控股股东在国内证券市场唯一资本运作平台。公司原为河北省最大独立火力发电公司，神华集团和国电集团合并后火电装机超过公司。

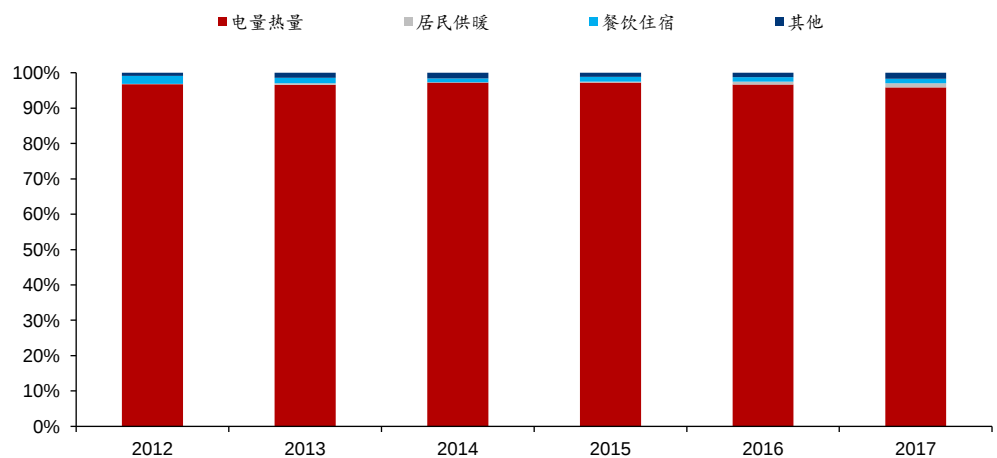
图表1： 公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电力能源投资主体，火力发电业务为主。公司主营业务为投资、建设、运营管理以电力生产为主的能源项目，其中，电力业务主要为燃煤火力发电和供热，同时涉及新能源项目投资。截至 2018 年上半年，公司拥有可控发电装机容量 780 万千瓦，控制在建装机容量 70 万千瓦。2017 年公司总发电量 356 亿千瓦时，2012-2017 年，电量热量业务营收占比均超 95%。

图表2： 2012-2017 年公司主营收入结构

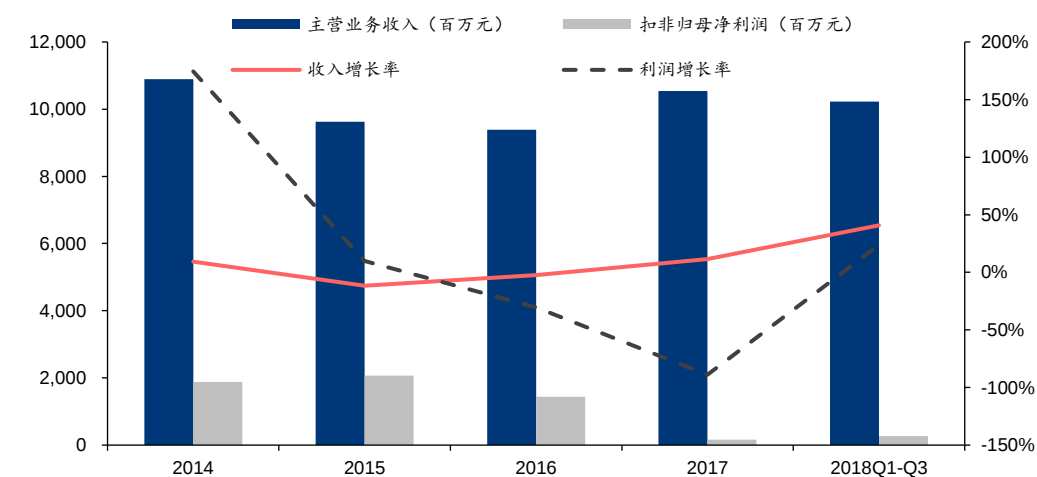


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2018 年公司盈利情况有望逐渐好转。电价方面：国家持续推进电力改革，促进电力行业市场化，2017 年 7 月 1 日起燃煤标杆电价上调。装机方面：承德热电项目两台热电联产机组（2*350MW）分别于 2017 年 9 月和 11 月建成投产，恒兴发电（持股比例无变动）也于 2017 年末转为公司控股子公司并纳入合并报表范围，公司 2018 年上半年末控股运营装机 780 万千瓦，较去年同期增长 12.3%。发电量方面：2018 年上半年控股机组共完成交易上网电量 27.6 亿千瓦时，同比增长 17.6%。热量业务方面：西电公司、西二公司 2-6 号机组 2017 年冬季开始向石家庄市供热。配售电业务方面：公司有序推进增量配电网项目，密切跟踪微电网、储能、综合能源服务、充电桩等新型产业，2018 年上半年售电公司合作开发的定州循环经济产业园区微电网项目和宣化储能调频项目已进入实施阶段。

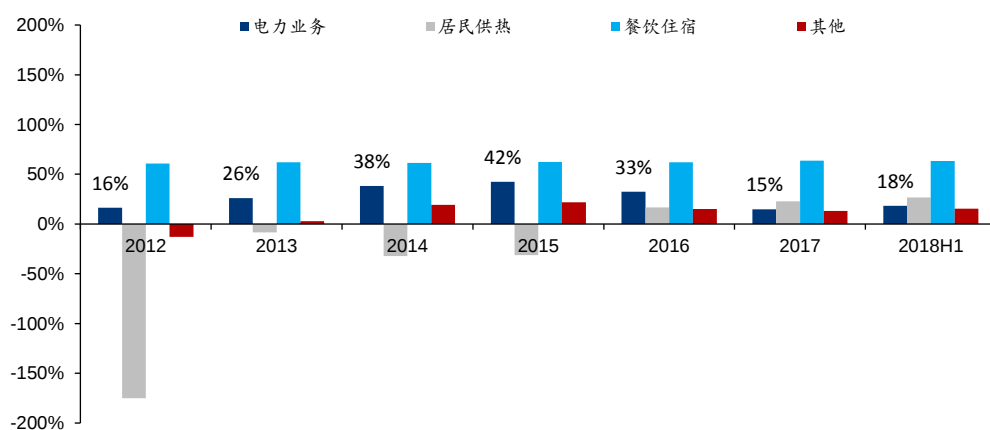
业绩拐点显现，公司收入、净利润呈现增长态势。2017 年煤价高涨，导致参控股火电企业盈利减少，公司净利润也受到影响，增速转负。2018 年公司新增运营企业恒兴发电、承德热电以及所属发电公司发电量同比增加，营收及扣非归母净利润实现较高增长。2018 年上半年，公司完成发电量 199.5 亿千瓦时，同比增长 20.7%。前三季度公司实现主营业务收入 102.3 亿元，同比增长 40.8%，净利润 2.8 亿元，同比增长 19.1%，归母扣非净利润为 2.7 亿元，同比增长 23.8%。

图表3： 2018 年前三季度主营业务收入同比增长 41%，扣非归母净利润同比增长 24%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电价上调、利用小时数及市场交易量回升，提升电力业务毛利率。2015-2017 年电力业务毛利率持续下降，由 15 年的 42% 跌至 17 年的 15%。2017 年受煤价高企拖累，火力发电成本走高，公司售电业务毛利率跌至最低水平。公司 2018 年发电机组利用小时明显增多。2018 年上半年公司控股发电发电机组平均利用小时为 2557 小时，同比增加 220 小时。另外，公司积极参与区域大用户直供电交易，争取市场交易电量，2018 年上半年控股机组共完成交易上网电量 27.6 亿千瓦时，同比增长 17.6%。受益于电价上调（2017 年 7 月）、利用小时及市场交易电量显著回升影响，火电业务盈利能力逐步修复，2018H1 电力业务毛利率增至 18%。

图表4： 2012 年-2018 上半年公司分业务毛利率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

区域性火电龙头：火电在河北南网市占率达到 **22.8%**，在河北省市占率是 **13.2%**。根据公司 18 年半年报，截至 2018 年中，公司可控装机容量 780 万千瓦，权益运营装机容量 832 万千瓦。公司控股发电机组主要集中于河北南部电网，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 13.2%。

图表5： 公司电力资产梳理（截至 2018 年三季度）

资产序列	所处电网	持股比例	装机结构 (万千瓦)	控股装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	其他股东
控股装机						
建投邢台热电有限责任公司	河北南网	100%	2*35	70	70	/
河北建投宣化热电有限责任公司	河北北网	100%	2*33	66	66	/
建投承德热电有限责任公司	河北北网	100%	2*35	70	70	/
控股子公司						
河北西柏坡发电有限责任公司	河北南网	60%	4*32	132	79	深圳能源集团股份有限公司 (40%)
河北西柏坡第二发电有限责任公司	河北南网	51%	2*60	120	61	河北华瑞能源集团有限公司 (35%)、石家庄聚源投资有限公司 (10%)、河北天唯投资集团有限公司 (4%)
邢台国泰发电有限责任公司	河北南网	51%	2*33	66	34	河北华瑞能源集团有限公司 (35%)、河北兴泰发电有限责任公司工会 (14%)
河北建投任丘热电有限责任公司	河北南网	82%	2*35	70	57	河北华瑞能源集团有限公司 (16%)、沧州建投能源投资有限公司 (2.3%)
河北建投沙河发电有限责任公司	河北南网	90%	2*60	120	108	河北兴泰发电有限责任公司 (10.2%)
衡水恒兴发电有限责任公司	河北南网	35%		66	23	华润电力投资有限公司 (28.8%)、河北峰源实业有限公司 (22.2%)、河北衡冠电力开发有限公司 (11.1%)
参股装机						
河北衡水发电有限责任公司	河北南网	35%	2*33	/	23	国电华北电力有限公司 (40%)、华润电力投资有限公司 (25%)
河北邯峰发电有限责任公司	河北南网	20%	2*66	/	26	华能国际电力股份有限公司 (40%)、伟融投资有限公司 (40%)
河北国华沧东发电有限责任公司	河北南网	40% (2*60+2*66)		/	101	中国神华能源股份有限公司 (51%)、沧州建投能源投资有限公司 (9%)
国电河北龙山发电有限责任公司	河北南网	29%	2*60	/	35	国电华北电力有限公司 (66.37%)、邯郸市建设投资集团有限公司 (4.2%)
三河发电有限责任公司	河北北网	15% (2*35+2*30)		/	20	神华国华国际电力股份有限公司 (55%)、北京京能电力股份有限公司 (25%)
河北大唐国际王滩发电有限责任公司	河北北网	30%	2*60	/	36	大唐国际发电股份有限公司 (70%)
国电承德热电有限公司	河北北网	35%	2*33	/	23	国电华北电力有限公司 (65%)
可能收购资产						
秦皇岛秦热发电有限责任公司	河北北网	40%	2*30	/	24	山西漳泽电力股份有限公司 (40%)、河北晨馨科技股份有限公司 (20%)
秦皇岛发电有限责任公司	河北北网	50% (2*21.5+2*32)		/	54	神华国能集团有限公司 (50%)
河北张河湾蓄能发电有限责任公司	河北南网	45%	4*25	/	45	国网新源控股有限公司 (51%)、国网新源控股有限公司 (4%)

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所；

拟购买母公司电力资产，权益装机容量预计增加 122.5 万千瓦。公司拟采用发行股份购买资产的方式收购控股股东河北建设投资集团有限责任公司持有的秦皇岛秦热发电有限责任公司 (2*300MW)、秦皇岛发电有限责任公司 (2*215MW + 2*320MW)、河北张河湾蓄能发电有限责任公司等发电公司的股权 (4*250MW)。我们预计收购完成后，公司权益容量增加 122.5 万千瓦，总权益装机预计将达到 954.5 万千瓦。

图表6： 公司主要电厂分布



注：蓝色字体对应公司拟收购资产

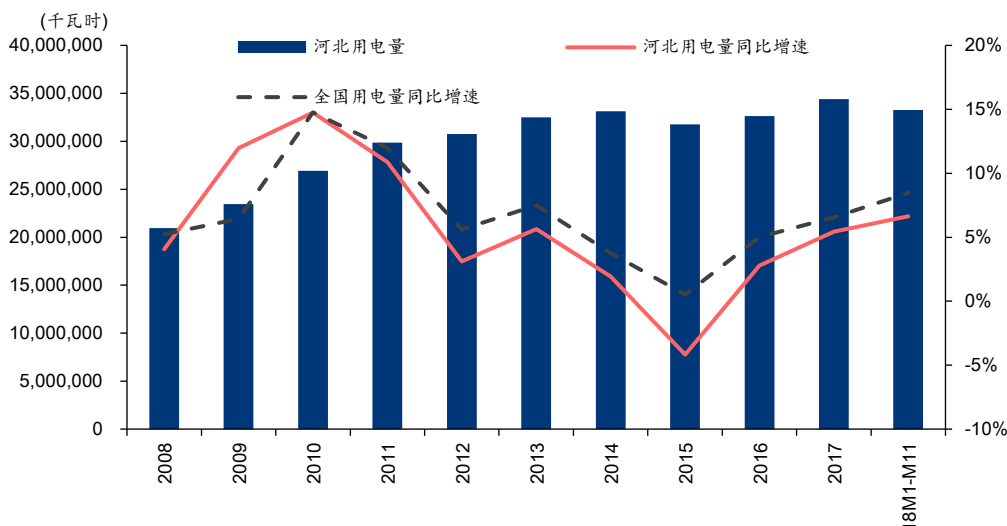
资料来源：公司公告，百度地图，华泰证券研究所

需求有望稳定增长，供给持续偏紧助力火电企业利用小时提升

需求侧：用电增速略低于全国均值，装备制造业弥补钢铁去产能电力需求

用电量增速略低于全国平均水平，18 年前 11 月用电增速达 6.6%。2018 年 1-11 月，河北省全社会用电量同比增速达 6.6%，虽略低于全国平均增速水平 8.5%，但增速同比去年前 11 月提升 1.9pct。我们认为河北省 18 年全社会用电量需求增长仍将保持稳定增长，利好发电企业。

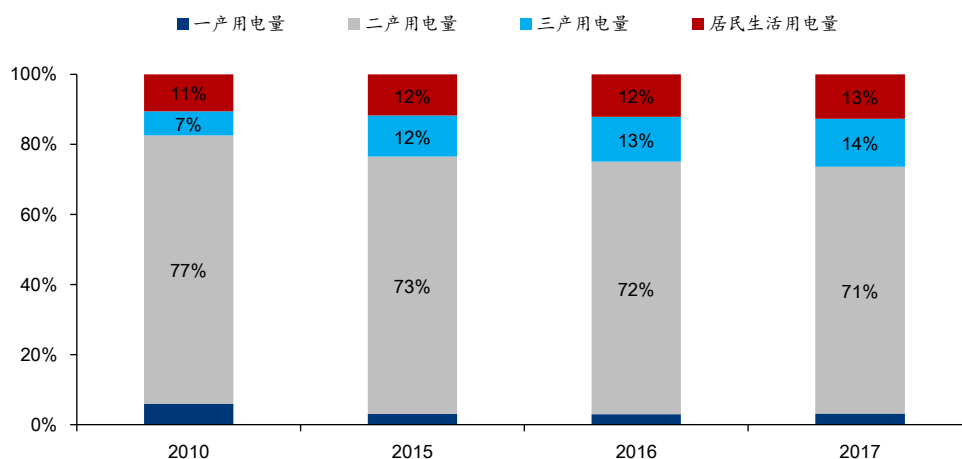
图表7：河北省用电量保持较快增长（左轴用电量，右轴增速）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

17 年第三产业及居民用电占比上升至 26%，后续电力需求稳定性有望提升。2010-2017 年，河北省第二产业用电占比从 2010 年 77%下降至 2017 年的 71%，第三产业用电占比从 2012 年的 7%增长至 2017 年的 14%。2015-2017 年第三产业用电替代第二产业用电的趋势也十分明显，河北省用电行业结构发生变化，三产和居民用电占比提升助力未来电力需求受经济波动影响逐渐降低。

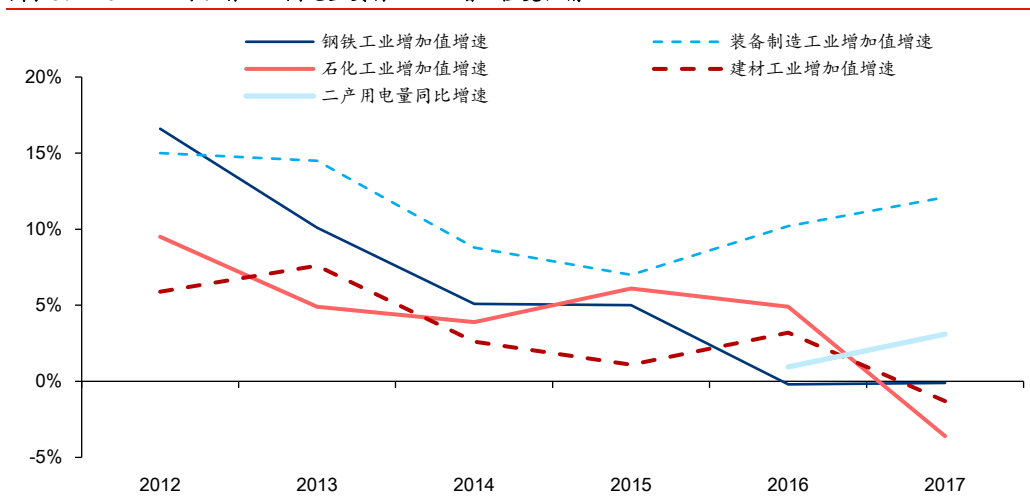
图表8：河北省用电结构



资料来源：河北省统计局，河北省发改委官网，华泰证券研究所

装备制造业快速增长对冲钢铁去产能对用电量负面影响。近年来，装备制造业保持高速增长，在一定程度上对冲了钢铁行业“去产能”对用电需求造成的负面影响。

图表9： 2012-17 河北省工业用电主要行业工业增加值变化情况



注：河北统计局不公布第一/二/三产业用电量增速，16-17 年数据来自河北省发改委

资料来源：Wind，河北省发改委，华泰证券研究所

依托雄安新区，高端制造业有望逐步向河北迁移带动全省用电需求提升。《河北雄安新区规划纲要》明确指出，雄安新区要发展高端高新产业，通过承接符合新区定位的北京非首都功能疏解，积极吸纳和集聚创新要素资源，高起点布局高端高新产业。未来北京地区的高端高新产业有望不断向雄安新区及其附近迁移，有望持续提升河北电力需求。

图表10： 高新技术企业或陆续迁入雄安新区

迁入企业名称	时间	内容
中船重工	2017 年 4 月	中船重工成为第一家迁入雄安的央企。中船重工将集团七大动力产业注入保定风帆股份公司，重组后的中国船舶重工动力股份公司扎根保定，将长城电子总部由北京迁入河北海洋装备科技产业园。
光启技术	2017 年 9 月	雄安新区首个产业创新项目近日正式落地。雄安新区管委会与光启技术、光启科学等光启集团所属企业在雄安光启军民融合重大项目落地河北签约仪式上签订了一系列涉及产业基地、军民融合等方面的战略合作协议。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

供给侧：特高压建设助外购电上限提升，18-20 年清洁能源装机提升有限

预计 18-20 年风电新增装机 843 万千瓦，2020 年风电新增装机贡献发电量或占 17 年发电量的 6%。根据河北省发改委 2018 年公布的《关于 2018-2020 年风电、光伏发电项目建设指导意见》，18-20 年风电的新增装机规模合计 842.72 万千瓦，截至 18 年 11 月河北风电装机合计 1323 万千瓦，较 17 年底新增 142 万千瓦，我们预计 19-20 年河北风电装机将各增长 350 万千瓦。按 2100 小时的利用小时估算，2020 年风电新增装机将贡献 177 亿千瓦时发电量，占 2017 年河北总发电量比例 6%。

光伏和生物质能等清洁能源装机有望快速增长。根据河北省发改委 2018 年公布的《关于 2018-2020 年风电、光伏发电项目建设指导意见》，2018-2020 年河北光伏（集中式）光伏装机增量有望达到 360 万千瓦，占 17 年集中式光伏装机 663 万千瓦的 54%。考虑到分布式光伏快速发展和生物质能等新能源装机快速投运，我们预计 2020 年除核电、水电、风电外的清洁能源装机有望保持较快增长，但由于装机占比较小且利用小时较低预计不会对火电发电量造成大幅冲击。

我们预计 18-20 年水电与核电无新增装机。《河北省“十三五”电力发展规划》中未提到十三五期间河北水电和核电的新增装机计划。河北由于临近北京，核电发展条件相对较差。且河北省水电资源相对匮乏，水电站多为抽水蓄能电站用于应急调峰使用，如建投能源拟注入的张河湾发电公司即为抽水蓄能电站。核电和水电未来对河北省电力供给格局影响较小。

19-20 年河北新接入 3 条特高压，外购电保障能力进一步提升

2019-20 年河北有望新增 3 条特高压线路，外购电稳定性有望提升。2019 年北京西-石家庄 1000 千伏交流特高压、潍坊-临沂-枣庄-菏泽-石家庄特高压有望投运。这 2 项工程建设目的是构建华北特高压交流受端网架，保障华北电网安全运营，提高蒙西—天津南和榆横—潍坊等特高压线路的稳定性及送电能力，有助于增强河北省外购电量稳定性。2020 年张北-雄安双回 1000 千伏特高压交流线路有望投运，省内特高压线路保障雄安用电需求，有望提升河北电网发电机组利用小时数。

图表11：河北新建 3 条特高压

核准日	核准单位	名称	预计竣工时间	主要项目
2017.10.31	国家发改委	潍坊-临沂-枣庄-菏泽-石家庄特高压交流工程	2019 年	新建 1000kV 枣庄变电站、新建 1000kV 菏泽变电站、扩建 1000kV 济南变电站、扩建 1000kV 潍坊变电站、扩建 1000kV 石家庄变电站，新建 1000kV 潍坊-临沂-枣庄-菏泽-石家庄双回输电线路
2017.7.19	河北发改委	北京西-石家庄 1000 千伏交流特高压输电工程	2019 年	北京西和石家庄特高压站分别扩建 2 个 1000 千伏出线间隔、新建北京西-石家庄双回 1000 千伏特高压交流输电线路
2018.11.29	河北发改委	张北-雄安 1000 千伏特高压交流输电工程	2020 年	张北 500 千伏开关站升压扩建为 1000 千伏变电站工程、雄安 1000 千伏变电站扩建工程（扩建 2 个 1000 千伏出线间隔）、张北至雄安双回 1000 千伏特高压交流线路

资料来源：河北发改委，国家发改委，华泰证券研究所

装机增速趋缓，火电利用小时有望持续增加

近年来煤电去产能进度持续超预期。2017 年初政府工作报告提出要求淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上，根据中电联发布的 2017 年全国电力统计基本数据显示，2016-2017 年我国相继退役和关停火电产能 571 万千瓦、929 万千瓦。根据国家能源局发布的能源工作指导意见 2018 年我国规划淘汰高污染、高能耗的煤电机组约 400 万千瓦。从最终落地的淘汰落后产能方案来看，最终退役和关停的产能较年初规划数据高出 198%，我们预计电力十三五规划淘汰 2000 万千瓦的目标有望提前完成。

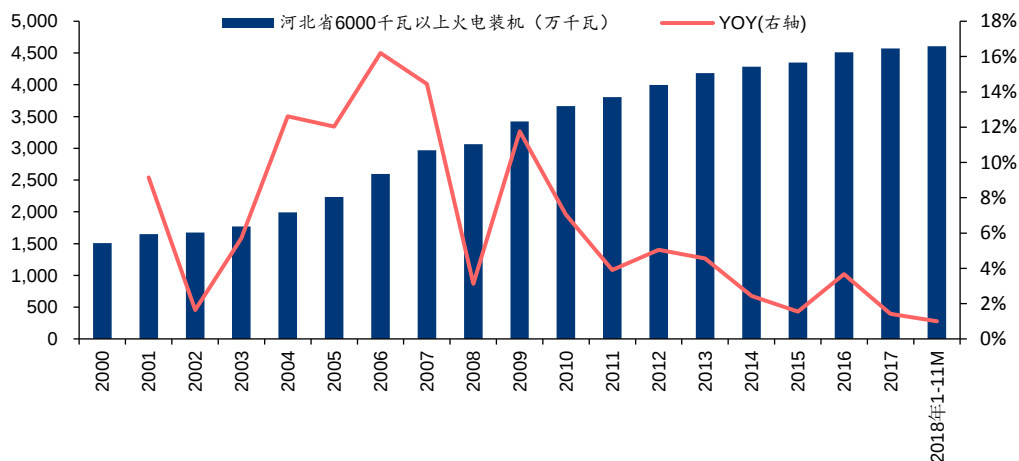
图表12：近年来煤电去产能政策频出

主要政策	时间	政策要点
关于进一步做好火电项目核准建设工作的通知	2017.1	指出风险预警等级为红色省份，2016 年开工建设的自用煤电项目（不含民生热电）停止建设，待风险预警等级转绿之后，方可在国家指导下恢复建设。
关于衔接“十三五”煤电投产规模的函	2017.1	取消燃煤电厂规划 346 万千瓦，缓核规划中机组 3888 万千瓦，缓建已核准机组 8863 万千瓦至“十四五”期间，跨区域送电项目约 1722 万千瓦需推迟至“十四五”期间投产。
政府工作报告	2017.3	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，为清洁能源发展腾空间。
关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见	2017.8	积极推动煤电行业供给侧结构性改革，正确处理需求与供应、存量与增量、上游与下游的关系，有力有序防范化解煤电产能过剩风险，实现煤电高效清洁有序发展。“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上。
能源工作指导意见	2018.3	从严控制新增规模，清理整顿违规项目，继续加快淘汰落后产能，促进煤电转型升级和结构优化。全年煤电投产规模较 2017 年更进一步减少，淘汰高污染、高能耗的煤电机组约 400 万千瓦。
关于加快做好淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组工作暨下达 2018 年煤电行业淘汰落后产能目标任务(第一批)的通知	2018.10	2018 年煤电行业淘汰落后产能目标任务(第一批)确定了北京、河北、山西、山东、内蒙古、吉林、黑龙江、陕西、宁夏、新疆、江苏、浙江、安徽、河南、四川、广东、广西 17 个省(市、区)的淘汰计划容量，共 1190.64 万千瓦。

资料来源：国家发改委，国家能源局，华泰证券研究所

2014 年以来河北火电装机增速持续保持低位。2000 年至 2018 年 11 月，河北省 6000 千瓦以上火电装机从 1509 万千瓦提升到 4608 万千瓦，增长了 205%。2016 年/2017 年/2018 年前 11 月河北省 6000 千瓦以上火电机组装机量同比增速分别为 3.7%/1.4%/1.0%，增速持续放缓。

图表13：2000 以来河北省火电装机增速



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

十三五原定计划火电装机不超 5600 万千瓦，受停缓建政策和气源问题实际装机大幅压减。根据《河北省“十三五”电力发展规划》，2020 年计划煤电装机量控制在 5200 万千瓦以内，较 2015 年新增 400 万千瓦燃气机组。根据 2017 年 9 月发改委、国资委和国家能源局联合发布的《2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》，河北省共计 210 万千瓦燃煤装机进入第一批缓建名单。2018 年河北省发改委下达了 2018 年火电行业去产能目标任务的通知，2018 年度全省计划淘汰火电机组 13 台，容量 54.95 万千瓦。我们预计 19-20 年投运的火电机组主要是建投能源的遵化电厂（2*35 万千瓦）和京能电力的涿州电厂（2*35 万千瓦）以及华电国际的石家庄燃气 9 期燃机项目（2*40 万千瓦）投产，装机量共 220 万千瓦，仅占 18 年 11 月河北 6000 千瓦以上火电装机量的 4.8%。

供给增加有限，需求稳定成长，助力火电实现高利用小时

用电需求有望稳定增长，利用小时有望维持高位。2015 年受钢铁去产能影响，河北省全社会用电量下滑 4.2%，2018 年供给侧改革对用电量负面影响逐渐减弱。根据 18 年前 11 月用电量情况，我们预计 18 年河北用电量增长 6.7%。考虑到 19-20 年二产用电增速虽然或许同比走低，但三产和居民增速有望依旧保持稳定增长，我们预计 19-20 年河北用电量增速有望达到 6.6%/6.5%。考虑风电装机持续投运及除核电水电外的其他清洁能源装机增长有限且利用小时较低，我们预计河北火电 2018-20 年利用小时有望维持在 5000 小时左右。

图表14：河北省用电需求预测

亿千瓦时	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
全社会用电量	3,176	3,265	3,442	3,672	3,914	4,168
yoy	-4.2%	2.8%	5.4%	6.7%	6.6%	6.5%
第一产业	99	97	108	120	135	151
yoy		-1.6%	10.6%	11.9%	11.9%	11.9%
第二产业	2,333	2,355	2,428	2,531	2,628	2,718
yoy		0.9%	3.1%	4.2%	3.8%	3.4%
第三产业	373	417	469	533	605	685
yoy		11.9%	12.5%	13.6%	13.4%	13.2%
城乡和居民用电	372	395	437	488	546	614
yoy		6.2%	10.5%	11.6%	12.0%	12.4%

资料来源：河北省统计局，河北省发改委，华泰证券研究所

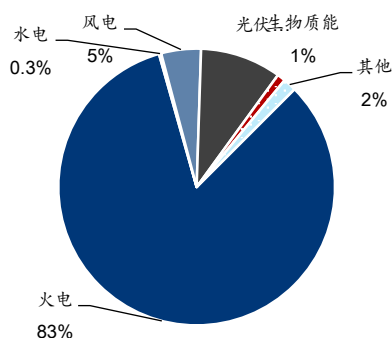
展望 2019-2020，火电三要素有望持续改善

公司 18 年利用小时改善明显，19-20 年有望维持高位

公司发电机组集中于河北南网。截至到 2018 年上半年，公司控股运营的 9 家发电公司，有 7 家位于河北南网，仅宣化热电、承德热电 2 家子公司位于河北北网。公司在河北南网的控股装机容量为 644 万千瓦，占公司总控股装机容量的 82.6%；公司在河北南网的权益装机容量为 619 万千瓦，占比为 74.3%。因此，河北南网的发电格局、网内装机结构及政策对公司业绩有决定性的影响。

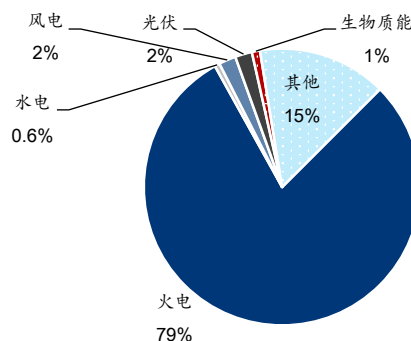
河北南网火电装机占比 83%，清洁能源挤出效应弱。装机容量方面，2018 年河北南网网内火电装机容量为 2705 万千瓦，占南网总装机的 83%；太阳能、风能、生物质能、水电等清洁能源装机容量为 500 万千瓦，占比 15%。发电量方面，2018 年火电的优先发电量达到 1453 亿千瓦时，占南网优先发电量的 79%；清洁能源发电的仅有 101 亿千瓦时，占比为 5.5%。清洁能源和外购电对火电挤压效应较弱，助力河北南网火电公司维持高利用小时。

图表15： 2018 年河北南网各类电源装机占比



资料来源：河北省发改委，华泰证券研究所

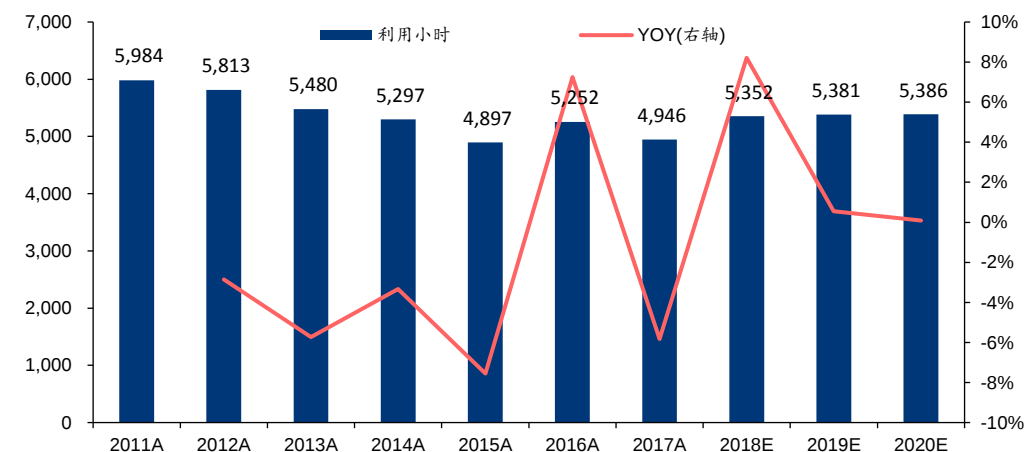
图表16： 2018 年河北南网各类电源发电量占比



资料来源：河北省发改委，华泰证券研究所

18H1 公司发电量同比增长 20.7%，全年利用小时增幅有望达 8%。根据公司 18 年半年报，18H1 公司实现发电量 199.5 亿千瓦时，同比增长 20.7%。考虑到全年公司优先发电量限制，我们预计全年公司控股装机利用小时有望同比上升 8%，达到 5300 小时以上。根据调研，我们认为 19 年邢台热电有望进入河北南网优先发电计划，利用小时有望提升。我们判断 19-20 年除邢台电厂外其余机组利用小时有望维持稳定，公司整体利用小时有望小幅上行。

图表17: 18 年利用小时有望大幅改善, 19-20 有望维持高位



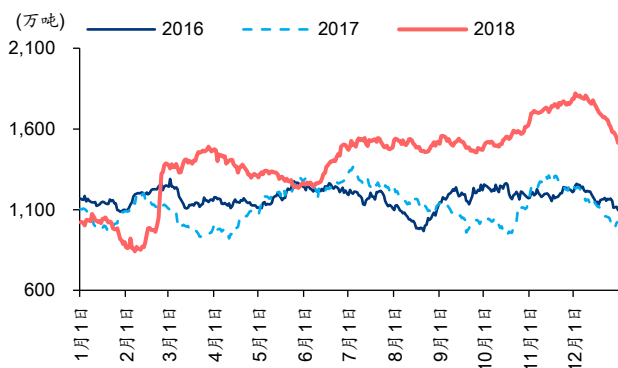
资料来源:公司历年年报, 华泰证券研究所

煤价: 入炉煤价与秦港高度相关, 煤价下行利润弹性明显

公司煤炭均通过陆运采购, 煤炭供应较有保障。长协煤主要供应商有中国神华、阳泉煤业、焦煤集团、大同煤业、潞安环能、冀中能源等大型煤炭公司, 采取铁路运输与汽车运输结合的方式, 煤炭供应较有保障。

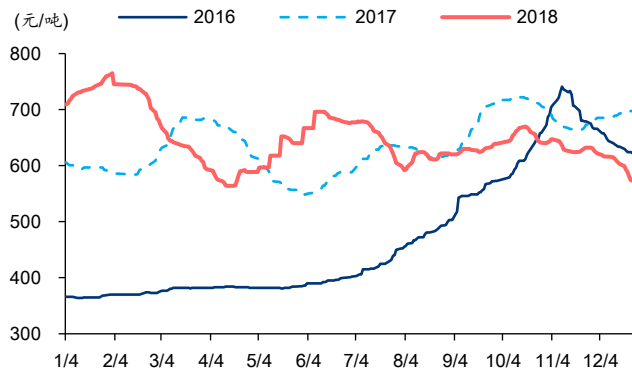
电厂采取高库存策略, 18Q4 煤价旺季不旺特征明显。由于 2016-2017 年煤价持续处于高位, 且用煤旺季煤价上行明显, 电厂 2018 年采取高库存策略以保障自身用煤需求。18Q4 六大发电集团煤炭库存均值为 1623 万吨, 较 17Q4 同比提升 45%。电厂高库存导致煤价下行明显, 2018 年 10 月 26 日至 2018 年年底, 秦皇岛港口煤价 (5500K) 煤价开始低于 2016/2017 年同期水平, 旺季不旺特征明显。

图表18: 2016-18 年六大发电集团煤炭库存



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

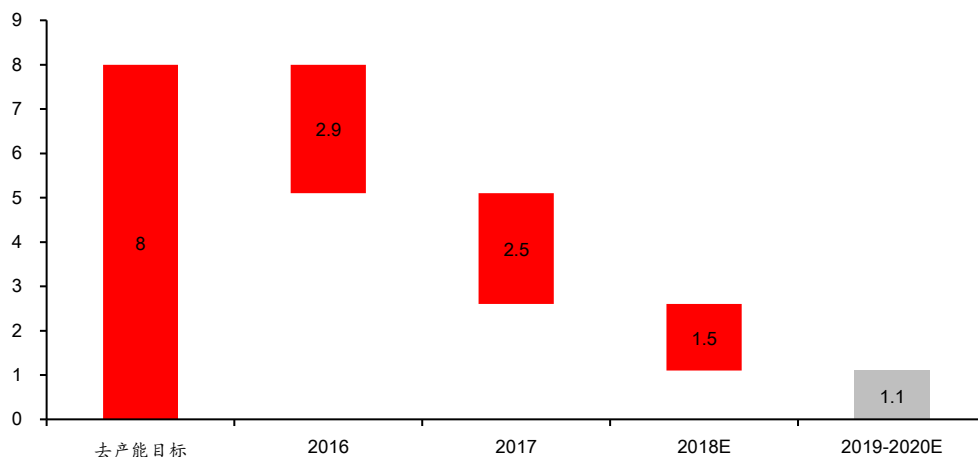
图表19: 18 年秦皇岛煤价 (5500K) 旺季不旺特征明显



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

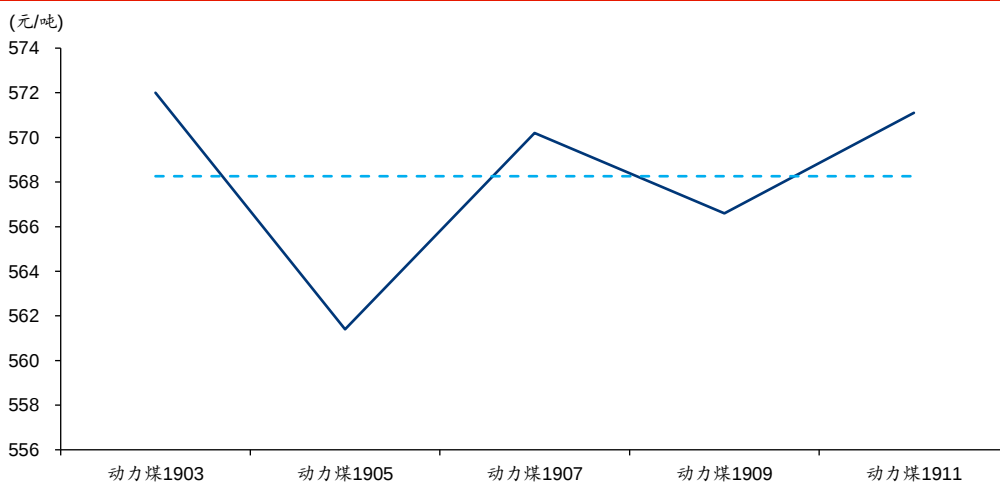
煤炭供给侧改革边际效应弱化，看好 19 年煤炭价格中枢下行。2017 年 11 月 21 日，国家发展改革委副主任连维良表示，我国煤炭去产能任务有望在 2018 年基本完成，或有可能提前完成。我们预计 2019-2020 年煤炭去产能压力有望大幅减轻，叠加发改委采取多项举措推动新增产量放量，驱动煤价回落到绿色区间（500-570 元/吨），我们认为，未来两年煤价中枢有望下降。截至 1 月 9 日晚间收盘，2019 年动力煤（5500K）期货合约均价为 568 元，较 18 年全年秦港现货煤价（5500K）647 元降幅达 12%。

图表20： 十三五煤炭去产能目标完成进度（亿吨）



资料来源：发改委，华泰证券研究所

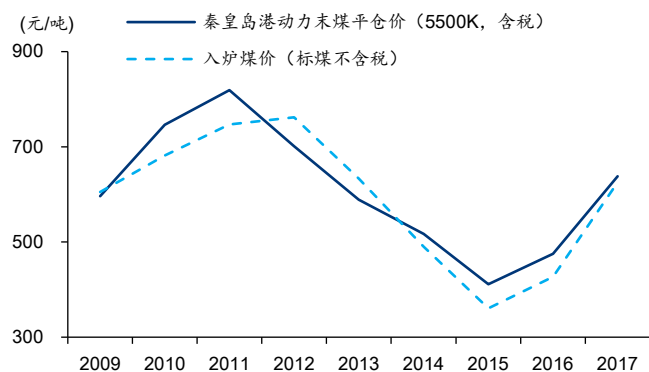
图表21： 19 年煤炭期货合约均价已跌至 568 元/吨（5500K）（截至 19 年 1 月 9 日收盘）



资料来源:Wind，华泰证券研究所

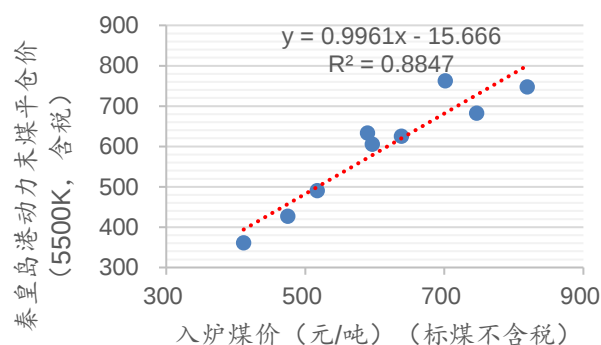
建投能源入炉煤价与港口煤价相关性高，港口煤价（5500K）下降 10 元/吨对应公司入炉煤价下降 10 元/吨。我们基于公司 2011 年以来的入炉煤价数据和秦皇岛动力末煤平仓价（5500K）均价进行拟合分析，拟合效果较好：建投能源入炉煤价（标煤不含税）=0.9961*秦皇岛港动力末煤(5500K)平仓均价-15.666， $R^2=0.8847$ 。

图表22: 入炉煤价与港口现货价相关性较高



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

图表23: 入炉煤价与港口现货价拟合情况



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

拟合数据显示, 如果秦皇岛港动力末煤(5500K)均价走低 10 元/吨, 则公司入炉煤价(标煤不含税)有望走低 10 元/吨。在此基础上, 假设秦皇岛港口价格每下降 10 元/吨, 则公司 2019-20 年归母净利润在我们预测基础上有望增厚 1.7/1.77 亿元, 增幅分别为 23%/16%。

图表24: 建投能源煤价敏感性测算

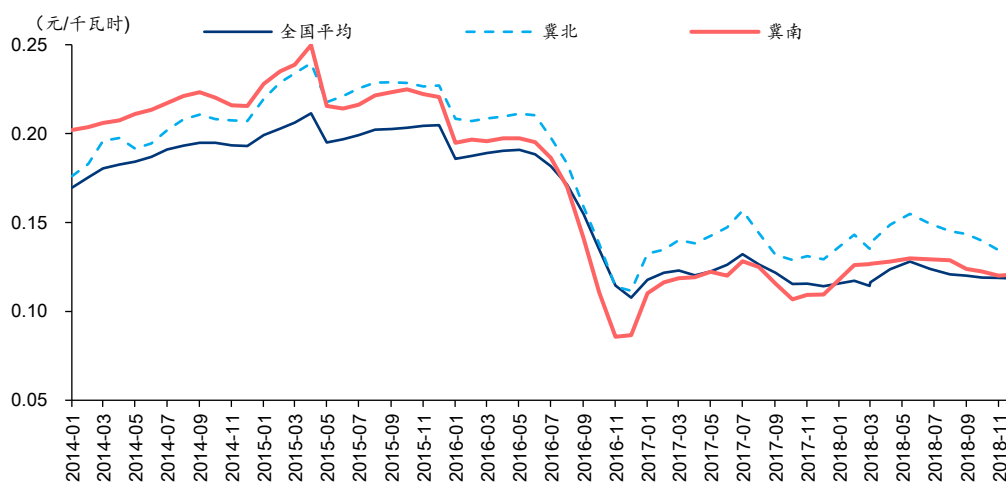
秦皇岛港动力末煤(5500K)均价	增长 10 元/吨	变动幅度	走低 10 元/吨	变动幅度
2019 年归母净利润波动	降低 1.7 亿元	-23%	增加 1.7 亿元	+23%
2020 年归母净利润波动	降低 1.77 亿元	-16%	增加 1.77 亿元	+16%

资料来源: 华泰证券研究所

电价: 市场电占比预计略有提升, 折价有望保持稳定

2018 年河北一般工商业降电价 10% 目标已经完成, 19-20 年标杆电价有望保持稳定。2018 年全国政府工作报告要求 18 年一般工商业企业电价平均下降 10%。截至 2018 年 9 月, 河北南网分别于 2018 年 4/5/7/9 月下调销售电价 0.22/0.35/0.54/5.68 分/千瓦时, 销售电价合计下降 6.8 分/千瓦时。河北北网分别于 2018 年 5/7/9 月下调销售电价 0.33/0.78/5.4 分/千瓦时, 合计下调 6.5 分/千瓦时。据我们测算均已达到 18 年降电费目标。我们认为 2019-20 年政府进一步降电费并落地到发电端概率相对较低, 河北省标杆电价有望保持稳定, 随煤价下跌, 点火花价有望不断走高。

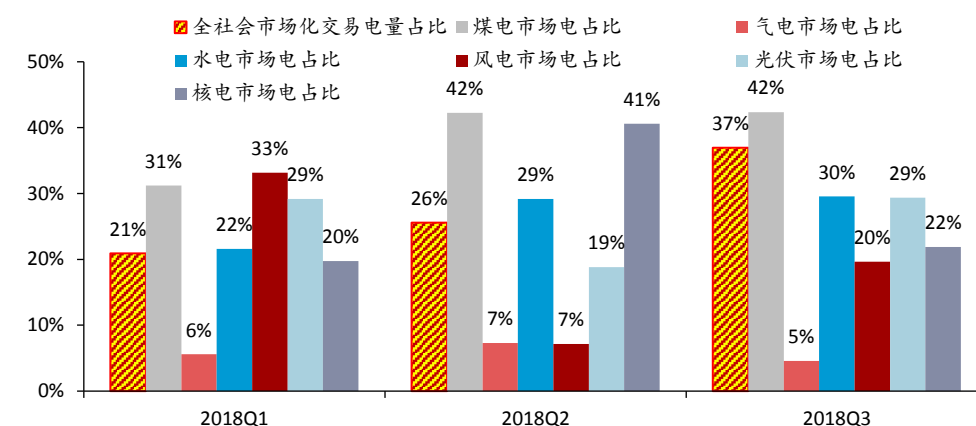
图表25: 河北省点火花价差变化 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

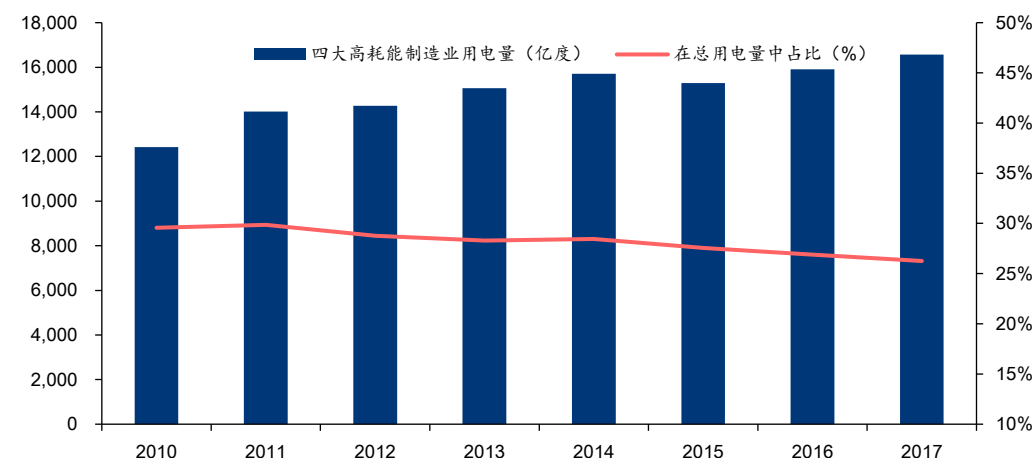
电力市场化交易改革加速推进。根据国家发改委官网披露，2018 年 7 月 18 日国家发改委和能源局联合发布《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》，文件提出加快放开煤电机组参与电力直接交易。根据文件要求，在 2015 年 3 月《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》颁布实施之后，新核准的煤电机组原则上不再安排发电计划，投产后一律纳入市场化交易。此外，2018 年 8 月后放开煤炭、钢铁、有色、建材等 4 个行业电力用户发用电计划，全电量参与交易，并承担清洁能源配额（参与市场的电力用户与其他电力用户均应按要求承担配额的消纳责任，履行清洁能源消纳义务）。

图表26： 大型发电集团各电源市场化交易电力占比



资料来源：中电联，华泰证券研究所

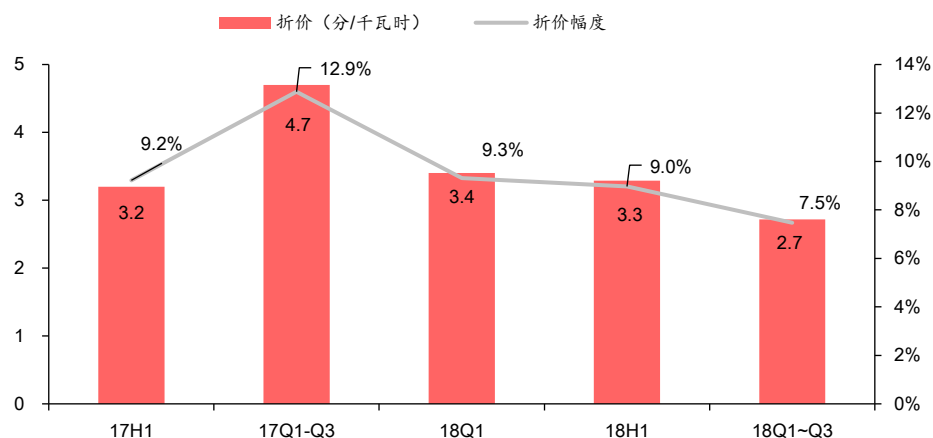
图表27： 2010 年至今全国四大高耗能行业用电量占比逾 25%



资料来源：中电联，华泰证券研究所

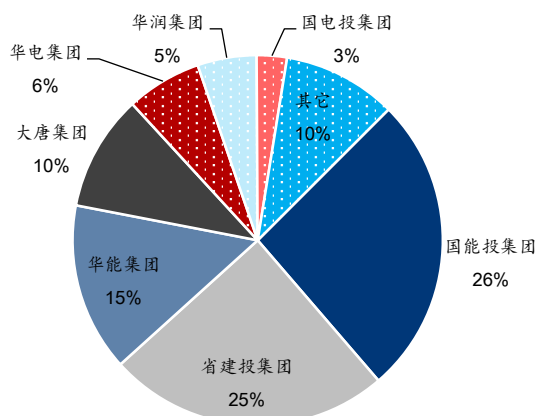
河北煤电市场化交易电量占比或进一步提升。根据河北发改委数据，2018 年河北南网煤电参与市场化交易的电量为 440 亿千瓦时，2019 年计划煤电参与市场化交易的电量为 550 亿千瓦时。河北北网煤电 18 年参与市场化交易电量为 300 亿千瓦时，19 年计划煤电参与市场化交易电量为 400 亿千瓦时。河北省火电整体参与市场化交易电量绝对值提升 28%，预计将导致市场化电量占比提升。

18 年以来全国煤电市场化电价折扣持续收窄，河北南网折价情况低于全国水平。由于用电需求旺盛叠加电力企业逐步减弱竞争强度，18 年以来全国煤电折价情况持续收窄。18 年前三季度全国煤机市场化交易电价平均折价 2.7 分，折价幅度为 7.5%。根据河北省电力交易中心数据，2018 年河北南网折价约为 1.2 分，折价幅度不到 4%。

图表28： 18 年煤电市场化电价折扣持续收窄

资料来源：中电联，华泰证券研究所

河北南网前 7 大火电公司装机占火电比例 90%，电价折价有望保持稳定。根据 2018 年河北南网优先发电计划，国家能源集团（原国电集团、神华集团）、建投能源、华能集团、大唐集团、华电集团、华润集团、国电投集团等 7 家公司基本垄断河北南网火电，这 7 大电力集团控股火电装机占河北南网火电总装机比例为 90%。基本上，可将河北南网火电市场界定为寡头垄断市场。而寡头垄断市场的突出特点是价格折价少，因此河北南网火电市场化交易折价有望保持稳定。

图表29： 2018 年河北南网火电装机构成

资料来源：河北发改委官网，国家企业信用信息公示系统，华泰证券研究所

潜在催化：资产注入及雄安建设加速有望提升公司营收规模

历史上，母公司建投集团曾 3 次注入优质电力、热力资产。建投集团曾于 2007 年、2013 年、2014 年向公司注入优质电力、热力资产：

第一次，母公司将西二公司、国泰发电、恒兴发电、衡丰发电、邯峰发电 5 家公司股权注入建投能源。采用方式：建投能源向建投集团（认购 55.5%）、华能国际、人寿资管、博时基金、泰康人寿定向增发，花费约 19.8 亿元购买资产包。本次注入的资产包估值较低，P/E 为 6x, P/B 为 1.2x。

第二次，母公司将宣化热电、沧东发电、三河发电 3 家公司的股权注入建投能源。采用方式：公司以 3.92 元/股的发行价格向建投集团、银华财富、财通基金等机构定向增发，花费约 27.5 亿元购买资产包。本次注入的资产包 P/E 为 11x, P/B 为 1.6x。在本次注入资产中，沧东发电的股权估值方法为收益现值法，P/B、P/E 较高。但母公司做出了关于沧东发电的业绩承诺，2014-2016 年，沧东发电扣非净利润为 10.68 亿元、7.39 亿元、6.73 亿元，累计实现 18.3 亿元净利润，超额完成业绩承诺。

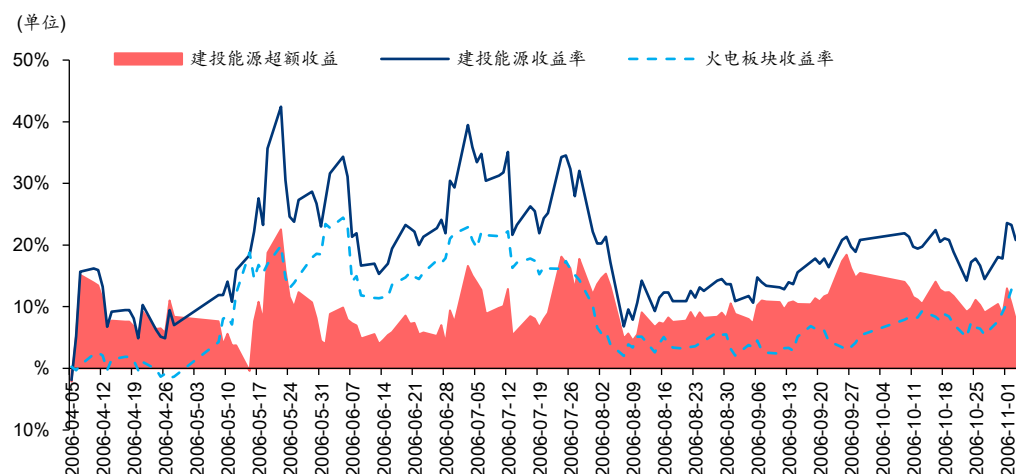
第三次，母公司将王滩发电、龙山发电、承德热电、龙新热力 4 家公司的股权注入建投能源。采用方式：公司购入上述 4 家公司股权（定价 10.88 亿元），出售河北建投国融能源服务股份有限公司 90% 的股权（定价 2.29 亿元）给母公司，并向母公司汇入 8.6 亿元现金。本次注入资产包 P/B 为 1.5x, P/E 为 6x。

图表30： 母公司历次资产注入情况

注入公司	注入公司股权比例	P/E	P/B	估值方法	账面价值 (万元)	评估值 (万元)
第一次(2007)						
河北西柏坡第二发电有限责任公司	51%	\	1.1	基础资产法	58,000	65,329
邢台国泰发电有限责任公司	50.32%	39	1.4	基础资产法	37,954	54,418
衡水恒兴发电有限责任公司	35%	4	1.6	基础资产法	56,552	88,146
河北衡丰发电有限责任公司	35%	8	1.3	基础资产法	111,728	143,849
河北邯峰发电有限责任公司	20%	5	1.1	基础资产法	255,500	278,244
第二次(2013)						
河北宣化热电有限责任公司	100%	-19	1.2	基础资产法	45,616	52,995
河北国华沧东发电有限责任公司	40%	9	2.0	收益现值法	285,719	570,379
三河发电有限责任公司	15%	13	1.2	基础资产法	179,302	213,494
第三次(2014)						
河北大唐国际王滩发电有限责任公司	30%	4	1.7	资产基础法	64,996	108,814
国电河北龙山发电有限责任公司	29.43%	5	1.4	资产基础法	93,570	134,241
国电承德热电有限公司	35%	13	1.4	资产基础法	62,563	85,263
承德龙新热力有限责任公司	35%	44	2.9	资产基础法	6,690	19,369

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2007 年资产注入由于估值较低，股价超额收益明显。2007 年注入的资产包估值较低（P/B 为 1.2），相对火电指数超额收益明显。在 2006 年 4 月 4 日建投能源董事会讨论同意购入母公司资产后，相对火电指数最高超额收益高达 20%，且公告后半年持续跑赢火电指数，可持续性较强。

图表31： 2007 年资产注入后股票存在累计超额收益

资料来源：Wind，华泰证券研究所

本次拟注入资产含 3 家公司部分股权，需密切注意定价情况。公司 2018 年 10 月 16 日发布公告，公司控股股东建投集团拟进一步履行关于避免同业竞争的承诺，筹划将其持有的秦皇岛秦热发电有限责任公司、秦皇岛发电有限责任公司、河北张河湾蓄能发电有限责任公司等发电公司股权转让于本公司，建投集团对上述三家公司的持股比例分别为 40%（控股）、50%（参股）和 45%（参股）。我们预计后续公司可能通过发行股份或以现金收购的方式收购大股东资产，需密切关注本次交易的后续进展和定价情况。

毗邻雄安新区，有望受益雄安发展

雄安新区位于河北南网供电区域，公司后续有望参与建设。截至 18H1，建投能源 80% 以上装机位于河北南网，装机占河北南网的 22.8%，仅次于国家能源集团。2019 年 1 月 2 日，《国务院关于河北雄安新区总体规划（2018-2035）的批复》正式公布，我们认为雄安新区未来建设有望加速，公司有望依托区位优势参与雄安新区能源供应而获得新的利润增长点。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.38-7.02 元

关键假设

控股装机预测：根据公司公告，截至 2018 年 6 月底，控制运营装机容量 780 万千瓦，控制在建装机容量 70 万千瓦，根据公司规划遵化热电于 19 年 6 月底投入商运，预计 2018-2020 年控股装机容量分别为 780/850/850 万千瓦。

利用小时预测：公司控股运营发电机组全部为燃煤火电机组，由于上半年发电量大幅提升，我们预计 18 年燃煤机组利用小时有望提升 8%，同比增长 378 小时。假设现有机组 19-20 年维持 18 年利用小时水平，考虑到 19 年邢台热电有望纳入 19 年河北省优先发电计划，利用小时水平有望提升。我们假设 2018-2020 年利用小时分别为 5352/5381/5386 小时。

发电量&售电量：考虑控股装机增加，下游用电需求持续增长，结合前述装机、利用小时数预测，预计公司 18-20 年发电量 417/439/458 亿千瓦时，全部来自燃煤机组，假设公司 18-20 年厂用电率为 8.0%/6.8%/6.8%（19 年遵化热电新机组投产），则公司 18-20 年售电量 384/409/421 亿千瓦时。

上网电价：17 年 7 月 1 日河北分别上调南、北电网燃煤发电机组上网电价（含税）1.47 分/千瓦时、0.86 分/千瓦时，调整后的燃煤发电机组标杆上网电价（含脱硫、脱硝和除尘）分别为 0.3644 元、0.372 元。由于国家政策要求加快市场电推进，预计市场电占比有望逐年提升，市场电占比 18-20 年分别为 28%/31%/36%，则公司 18-20 年综合上网电价为 0.3152/0.3153/0.3142 元/千瓦时（不含税）。

预计公司 2018-2020 年总收入为 137/146/152 亿元，分别同比+30.3%/+6.3%/+4.1%，拆分来看：
1) 电力及热力业务：综合售电量与上网电价，我们预计电力及热力业务收入 18-20 年分别为 132/139/145 亿元，同比+30.3%/+5.9%/+3.7%；
2) 居民供热业务：根据调研，2017 年全部来自控股子公司定州热电（建投能源 100%直接持股）。考虑到 18H1 公司居民供热业务同比增长 66%，我们预计 18 年全年有望维持高速增长，19-20 年增速或略有放缓。预计 18-20 年居民供热收入为 1.9/2.5/3.0 亿元，同比+50%/+30%/+20%；
3) 商贸流通：预计 18-20 年收入为 1.6/1.8/2.0 亿元，同比 40%/15%/10%；
4) 餐饮住宿：预计基本维持稳定，18-20 年收入保持在 1.3 亿元；
5) 售电服务：2017 年公司控股子公司售电公司首次参与河北南网直接交易，截至 2018 年半年报，代理 52 家购电用户，代理电量 28.36 亿千瓦时，为河北南网区域内代理客户数量及电量最多的售电公司，预计 18-20 年维持 50%的同比增速，18-20 年收入分别为 0.04/0.07/0.1 亿元。

图表32： 收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,626	9,387	10,538	13,730	14,592	15,189
电力热力	9,354	9,071	10,097	13,157	13,931	14,452
同比(%)	-12%	-3%	11%	30%	6%	4%
占收入比例 (%)	97%	97%	96%	96%	95%	95%
居民供热	32	76	130	194	253	303
同比(%)	397%	140%	69%	50%	30%	20%
占收入比例 (%)	0%	1%	1%	1%	2%	2%
商贸流通	17	53	111	156	179	197
同比(%)		207%	108%	40%	15%	10%
占收入比例 (%)	0%	1%	1%	1%	1%	1%
餐饮住宿	128	121	128	128	128	128
同比(%)	9%	-5%	6%	0%	0%	0%
占收入比例 (%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%
售电			3	4	7	10
同比(%)				50%	50%	50%
占收入比例 (%)			0%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

受益于煤价下降，预计公司 18-20 年毛利率持续回升，毛利率为 18%/21%/24%。1) 电力业务：成本端主要影响因素为燃料成本和折旧，我们假设秦皇岛动力末煤 Q5500 价格 2018-2020 年为 647/610/570 元/吨，根据入炉煤价和港口价回归关系，假设入炉煤价（标煤不含税）2018-2020 为 634/597/557 元/吨，考虑成本端的变动，预计电力热力业务 2018-2020 年毛利率为 17%/20%/24%；2) 居民供热：预计公司 18-20 年毛利率在 23% 左右。

图表33：毛利润预测（百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总毛利润	3,948	2,947	1,618	2,419	3,025	3,622
毛利率 (%)	41%	31%	15%	18%	21%	24%
电力热力	3,811	2,800	1,450	2,235	2,825	3,408
毛利率 (%)	41%	31%	14%	17%	20%	24%
居民供热	-10	13	30	44	58	69
毛利率 (%)	-31%	17%	23%	23%	23%	23%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表34：电力业务收入成本拆分

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
电量热量收入（百万元）	9,354	9,071	10,097	13,157	13,931	14,452
同比(%)	-12%	-3%	11%	30%	6%	4%
电量热量成本（百万元）	5,543	6,271	8,647	10,922	11,106	11,044
燃料成本（百万元）	3,181	4,048	6,459	7,946	7,958	7,752
标煤单价	361	427	625	634	597	557
供电煤耗	318	316	314	314	314	314
耗煤量（标煤）	882	949	1,033	1,254	1,333	1,392
人工	839	679	452	855	905	939
折旧	1,063	1,133	1,235	1,449	1,537	1,624
其他	164	190	233	342	362	376
电量热量毛利润（百万元）	3,811	2,800	1,450	2,235	2,825	3,408
同比(%)	-2%	-27%	-48%	54%	26%	21%
毛利率 (%)	41%	31%	14%	17%	20%	24%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 6.38-7.02 元

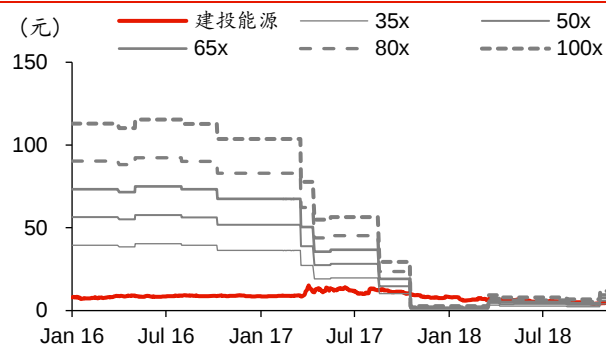
我们预测 2018~20 年 EPS 为 0.19/0.41/0.64 元，BPS 为 6.07/6.38/6.81 元。当前股价对应 2018~2020 年 P/E 为 29/14/9x，P/B 为 0.94/0.89/0.83x。P/B 估值处低位，参考火电行业内可比公司 19 年平均 P/B 为 1.1x，给予公司 19 年 1.0-1.1 倍 P/B，对应目标价为 6.38-7.02 元，给予“买入”评级。

图表35：可比公司估值表（2019/1/10）

公司名称	股票代码	股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2019/1/10	2019/1/10	18E	19E	18E	19E	18E	19E	
长源电力	600483.SH	8.57	13,299	12	10	1.3	1.2	11%	12%	Wind
内蒙华电	600863.SH	2.36	13,707	17	13	1.2	1.1	7%	9%	Wind
上海电力	600021.SH	8.36	21,879	11	16	1.3	1.3	12%	8%	Wind
粤电力 A	000539.SZ	4.35	21,268	21	14	0.9	0.9	4%	6%	Wind
浙能电力	600023.SH	4.58	62,291	13	10	1.0	0.9	8%	9%	Wind
江苏国信	002608.SZ	7.39	27,920	11	10	1.4	1.2	13%	12%	Wind
皖能电力	000543.SZ	5.06	9,059	22	11	0.9	0.8	4%	7%	Wind
平均值			24,203	15	12	1.1	1.1	8%	9%	
中间值			21,268	13	11	1.2	1.1	8%	9%	
建投能源	000600.SZ	5.68	10,176	29.25	13.87	0.9	0.9	3%	6%	华泰

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36：建投能源历史 P/E-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37：建投能源历史 P/B-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1) 煤价下降不及预期:

公司 19-20 年利润增长主要来源为煤价下降带来的燃料成本下降,我们假设 2019-20 年的秦皇岛港口煤价(5500K)分别为 610/570 元/吨。若煤价下降程度不及预期,公司盈利反转程度可能不及我们预期。

2) 利用小时/电价下降:

若河北省用电需求不及我们预期或新能源发电量/外购电大幅增加压减火电利用小时,公司盈利同样会受到负面影响。利用小时敏感性测算如下:

图表38: 建投能源利用小时敏感性测算

利用小时	增长 1%	变动幅度	下降 1%	变动幅度
2019 年归母净利润波动	增加 2700 万元	+4%	下降 2700 万元	-4%
2020 年归母净利润波动	增加 3200 万元	+3%	下降 3200 万元	-3%

资料来源:华泰证券研究所

若标杆电价下调、市场化电量提升超预期或市场化电量折价提升,将会导致公司综合电价下降,对公司盈利情况产生负面影响。综合电价敏感性测算如下:

图表39: 建投能源综合电价敏感性测算

综合电价(不含税)	增长 1 分/千瓦时	变动幅度	下降 1 分/千瓦时	变动幅度
2019 年归母净利润波动	增加 3.49 亿元	+48%	下降 3.49 亿元	-48%
2020 年归母净利润波动	增加 3.64 亿元	+32%	下降 3.64 亿元	-32%

资料来源:华泰证券研究所

3) 注入资产定价过高:

根据 2019 年 1 月 8 日公司公告,公司拟收购母公司 3 家电力公司股权的事项仍在推进中,目前收购方案尚未出台,收购方式和定价情况均未确定。若以发行股份方式购买且定价较高,将会稀释公司 EPS。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,803	5,707	6,921	7,012	7,749
现金	1,821	1,739	2,038	1,920	2,532
应收账款	1,089	1,751	2,281	2,424	2,524
其他应收账款	28.69	64.55	84.10	89.38	93.04
预付账款	447.79	570.56	723.55	739.96	739.94
存货	490.70	383.39	469.31	478.93	477.50
其他流动资产	926.39	1,199	1,325	1,359	1,383
非流动资产	24,437	25,458	26,070	26,578	26,930
长期投资	4,365	4,096	4,096	4,096	4,096
固定投资	16,357	18,529	19,002	19,388	19,648
无形资产	680.75	814.21	944.77	1,073	1,197
其他非流动资产	3,033	2,020	2,028	2,021	1,989
资产总计	29,240	31,165	32,991	33,590	34,679
流动负债	8,772	10,111	13,257	13,184	13,557
短期借款	2,979	4,311	8,238	8,026	8,354
应付账款	2,070	2,218	2,719	2,686	2,591
其他流动负债	3,723	3,582	2,299	2,472	2,612
非流动负债	7,196	8,060	6,289	6,044	5,513
长期借款	6,220	6,581	4,531	4,086	3,554
其他非流动负债	976.59	1,479	1,759	1,959	1,959
负债合计	15,968	18,171	19,546	19,228	19,070
少数股东权益	2,043	2,321	2,567	2,924	3,401
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
留存公积	5,030	4,476	4,683	5,243	6,014
归属母公司股东权益	11,229	10,673	10,878	11,438	12,209
负债和股东权益	29,240	31,165	32,991	33,590	34,679

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,866	1,258	2,546	2,905	3,353
净利润	1,453	168.39	347.91	733.94	1,138
折旧摊销	1,189	1,297	1,451	1,539	1,626
财务费用	381.79	465.35	566.95	563.41	549.71
投资损失	(617.78)	(112.38)	(93.07)	(218.00)	(356.74)
营运资金变动	(70.96)	(776.99)	25.30	(71.26)	(81.06)
其他经营现金	530.50	215.96	248.27	357.80	478.07
投资活动现金	(1,907)	(1,568)	(1,970)	(1,828)	(1,621)
资本支出	2,401	1,830	2,059	2,043	1,975
长期投资	192.82	360.63	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(686.08)	(622.44)	(89.57)	(214.50)	(353.24)
筹资活动现金	(116.32)	227.51	(277.21)	(1,194)	(1,120)
短期借款	1,765	1,332	3,927	(211.94)	328.38
长期借款	(837.92)	361.52	(2,050)	(444.90)	(531.54)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1.40)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,042)	(1,466)	(2,154)	(537.37)	(916.68)
现金净增加额	841.98	(82.55)	299.29	(117.95)	611.93

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,387	10,538	13,730	14,592	15,189
营业成本	6,440	8,919	11,311	11,567	11,567
营业税金及附加	110.71	94.44	123.05	130.78	136.13
营业费用	53.83	55.65	72.51	77.06	80.21
管理费用	556.89	657.89	913.38	970.78	1,011
财务费用	381.79	465.35	566.95	563.41	549.71
资产减值损失	14.77	52.33	68.18	72.46	75.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	617.78	112.38	93.07	218.00	356.74
营业利润	2,447	431.77	794.40	1,455	2,154
营业外收入	28.46	7.15	7.15	7.15	7.15
营业外支出	3.54	8.53	8.53	8.53	8.53
利润总额	2,472	430.39	793.02	1,454	2,152
所得税	526.72	118.08	198.26	363.44	538.10
净利润	1,945	312.31	594.77	1,090	1,614
少数股东损益	491.94	143.93	246.85	356.39	476.65
归属母公司净利润	1,453	168.39	347.91	733.94	1,138
EBITDA	3,413	2,106	2,759	3,383	4,019
EPS (元, 基本)	0.81	0.09	0.19	0.41	0.64

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(2.48)	12.26	30.29	6.28	4.09
营业利润	(25.07)	(82.35)	83.99	83.18	48.01
归属母公司净利润	(28.92)	(88.41)	106.61	110.96	55.00
获利能力 (%)					
毛利率	31.40	15.36	17.62	20.73	23.85
净利率	15.48	1.60	2.53	5.03	7.49
ROE	13.32	1.54	3.23	6.58	9.62
ROIC	8.39	3.24	4.80	6.09	7.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.61	58.31	59.25	57.24	54.99
净负债比率 (%)	67.27	69.98	65.84	63.51	62.97
流动比率	0.55	0.56	0.52	0.53	0.57
速动比率	0.49	0.53	0.49	0.50	0.54
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.35	0.43	0.44	0.45
应收账款周转率	8.14	7.42	6.81	6.20	6.14
应付账款周转率	3.39	4.16	4.58	4.28	4.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.09	0.19	0.41	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	0.70	1.42	1.62	1.87
每股净资产(最新摊薄)	6.27	5.96	6.07	6.38	6.81
估值比率					
PE (倍)	7.00	60.43	29.25	13.87	8.95
PB (倍)	0.91	0.95	0.94	0.89	0.83
EV_EBITDA (倍)	6.41	10.39	7.93	6.47	5.45

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com