

电力研究小组
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年2月6日

建投能源 (000600.SZ)/5.70元

优质透明的公司应该给予估值溢价

公用事业·电力

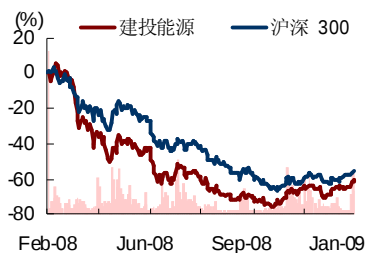
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2098
总股本(万股)	91366
已上市流通股(万股)	54728
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	1.5
资产负债率	60.4%
主要股东	河北省建设投资公司
主要股东持股比例	55.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	-3	-64
相对表现	8	17	-8



相关报告

建投能源在 08 年四季度已经实现盈亏平衡，公司业绩恢复比我们预想的要快。考虑到公司机组平均质量较高，信息披露相对透明，风险更加可控，建议给予一定的估值溢价。

- q 机组质量相对较高，电厂具有区位优势。建投能源所属机组均为 30 万千瓦以上，除西柏坡电厂在 90 年代投产外，其他电厂均在 2000 年以后投产，机组较新，性能较好。公司电厂全部位于河北南网，2008 年公司利用小时下降幅度远低于全国平均利用小时降幅。
- q 收入下降和成本费用增加导致盈利大幅下滑。建投能源 2008 年营业收入比 2007 年下降 5%，而同期主营业务成本上涨 13%，财务费用上涨 24%。这些因素共同作用，导致建投能源营业利润同比下降 90%，净利润同比下降 88%。
- q 第四季度已经实现盈亏平衡。建投能源第四季度单季营业收入 11.3 亿元，营业总成本 11.2 亿元，说明公司控股的三个电厂总体上已经达到盈亏平衡。公司参股的三个电厂带来的投资净收益为负 1000 万元，也基本实现盈亏平衡。
- q 主要经营指标同比下降明显，环比已经好转。08 年四季度的收入高于三季度，而主营成本却明显低于三季度，从而业绩好于三季度。这与四季度同比情况恰恰相反，反应出环比之下盈利能力趋势向好。
- q 西柏坡和邯峰电厂拖累公司业绩下降。西柏坡电厂从 07 年盈利 1.3 亿到 08 年亏损 1 亿，邯峰电厂从 07 年盈利 3.9 亿到 08 年亏损 0.4 亿，是公司业绩大幅下滑的主要原因。其他电厂虽然业绩也有所下降，但是仍然保持盈利。
- q 维持“审慎推荐-A”的投资评级，建议给予估值溢价。建投能源披露的经营指标相对完备，使我们更加能够判断投资中的风险所在，因而可以给予估值溢价。预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.27 和 0.45 元，按照 2010 年 15 倍 PE 计算，公司合理价值应在 6.7 元以上。保守按照 2 倍 PB 计算，公司合理价值也应在 6.2 元以上。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	3401	4529	4311	4311	4757
同比增长	75%	33%	-5%	0%	10%
营业利润(百万元)	445	792	80	510	834
同比增长	291%	78%	-90%	541%	64%
净利润(百万元)	145	403	47	229	375
同比增长	263%	177%	-88%	383%	64%
每股收益(元)	0.63	0.49	0.05	0.25	0.41
PE	9.5	12.4	115.7	23.9	14.6
PB	1.2	1.7	1.9	1.8	1.7

资料来源：招商证券

1、机组质量相对较高，电厂具有区位优势

建投能源控股装机容量 300 万千瓦，权益容量 163 万千瓦；参股装机容量 252 万千瓦，权益容量 68 万千瓦；公司权益装机容量合计 231 万千瓦。

公司所属机组均为单机容量 30 万千瓦以上的火电机组，由于平均单机容量较高，单位发电和供电煤耗较低，拥有一定的成本优势。而且，这些电厂中除西柏坡电厂在 90 年代投产外，其他电厂均在 2000 年以后投产，机组较新，性能较好。

公司现有电厂全部位于河北南网，虽然 2008 年受奥运会等因素影响，发电量有不同程度下降，但是控、参股电厂的合计上网电量仅下降 3%，远低于全国平均利用小时下降幅度。

表 1：建投能源控股机组明细

序号	名称	机组类型	装机容量(万千瓦)	装机构成	权益比例(%)	权益容量
1	西柏坡发电	燃煤	120	4×30	60%	72
2	西二公司	燃煤	120	2×60	51%	61.2
3	国泰公司	燃煤	60	2×30	50%	30
合计			300			163

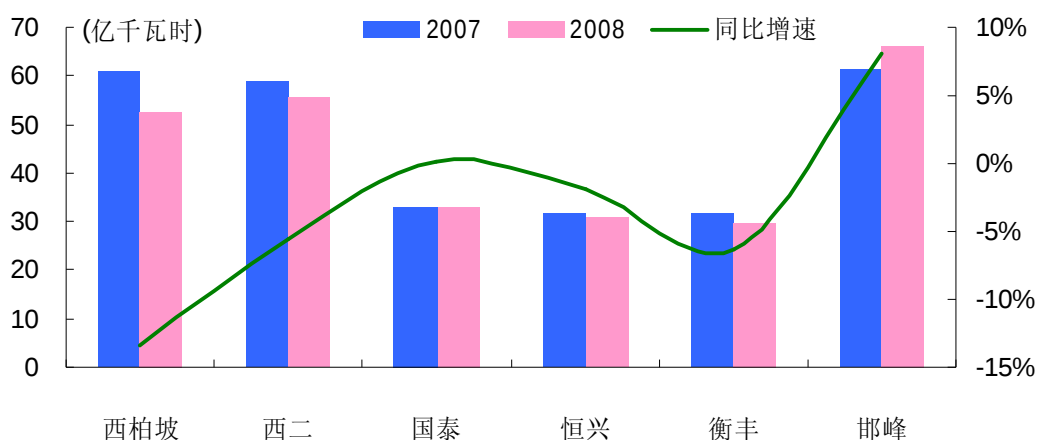
资料来源：公司公告，招商证券整理

表 2：建投能源参股机组明细

序号	名称	机组类型	装机容量(万千瓦)	装机构成	权益比例(%)	权益容量
1	衡水恒兴	燃煤	60	2×30	35%	21
2	河北衡丰	燃煤	60	2×30	35%	21
3	邯峰发电	燃煤	132	2×66	20%	26.4
合计			252			68

资料来源：公司公告，招商证券整理

图1：建投能源各电厂售电量及增速变动比较

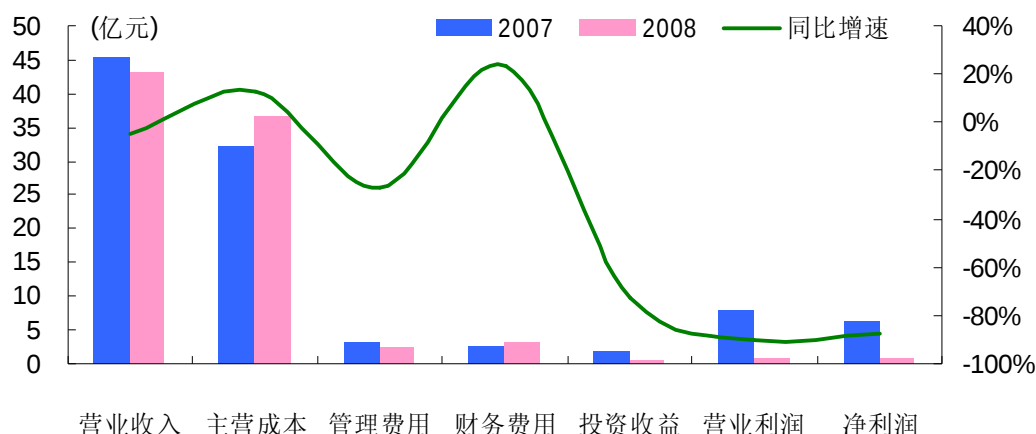


数据来源：公司公告，招商证券整理

2、收入下降和成本费用增加导致盈利大幅下滑

建投能源 2008 年营业收入比 2007 年下降 5%，而同期主营业务成本上涨 13%，财务费用上涨 24%。这些因素共同作用，导致建投能源营业利润同比下降 90%，净利润同比下降 88%。

图2：建投能源年度经营指标比较



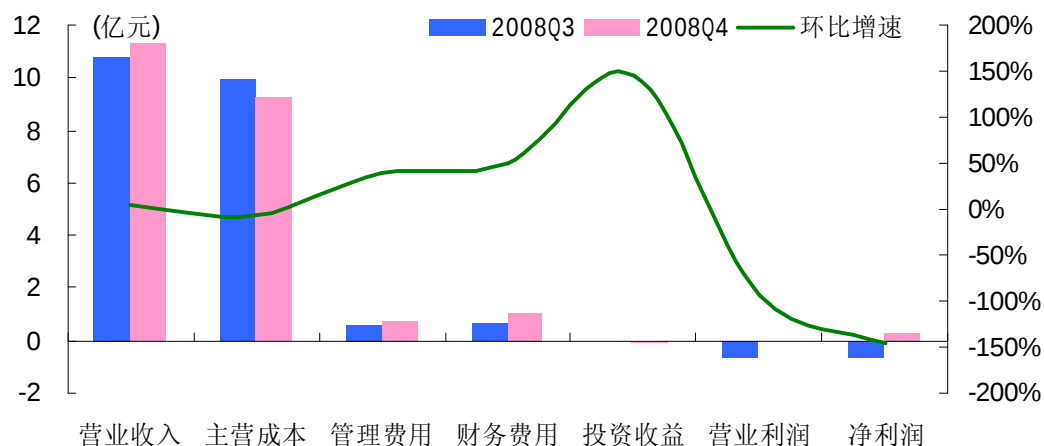
数据来源：公司公告，招商证券整理

3、第四季度已经实现盈亏平衡

建投能源第四季度单季营业收入 11.3 亿元，营业总成本 11.2 亿元，说明公司控股的三个电厂总体上已经达到盈亏平衡。公司参股的三个电厂带来的投资净收益为负 1000 万元，也基本上实现了盈亏平衡。

由于三季度亏损，形成递延所得税资产，第四季度所得税少交 3000 万元，因此在盈亏平衡的情况下，第三季度实现 1000 万元的净利润。因此，公司全年业绩略好于前三季度业绩。

图3：建投能源经营指标环比变动情况



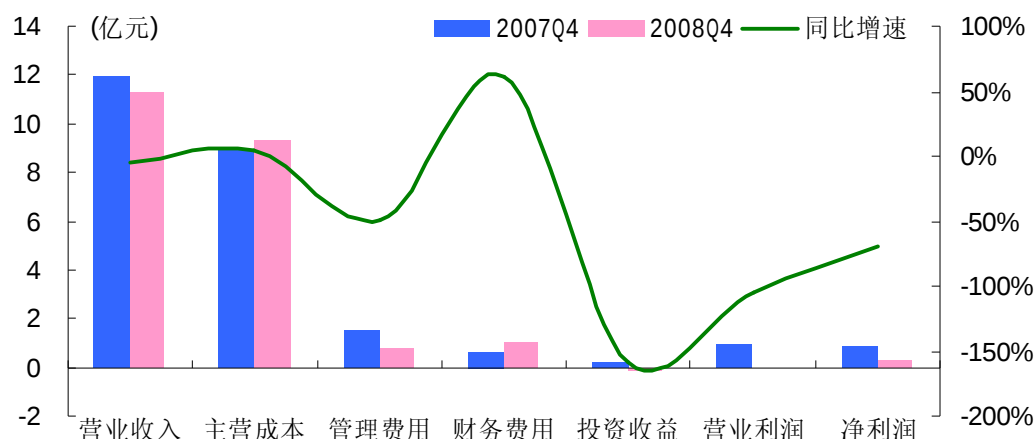
数据来源：公司公告，招商证券整理

4、主要经营指标同比下降明显，环比已经好转

从 07、08 年四季度同比和 08 年三、四季度环比来看，虽然建投能源业绩同比下降明显，但是环比已经明显好转。公司业绩好转的速度比我们预想的要快。

- Ø 从下图 4 可以看出，由于 08 年四季度营业收入低于 07 年同期水平，而主营成本又明显高于去年同期水平，因此公司的净利润明显下降。
- Ø 从上面的图 3 可以看出，08 年四季度的收入高于三季度，而主营成本却低于三季度，从而业绩好于三季度。三季度业绩亏损，而四季度实现盈利。

图4：建投能源主要经营指标同比变动情况

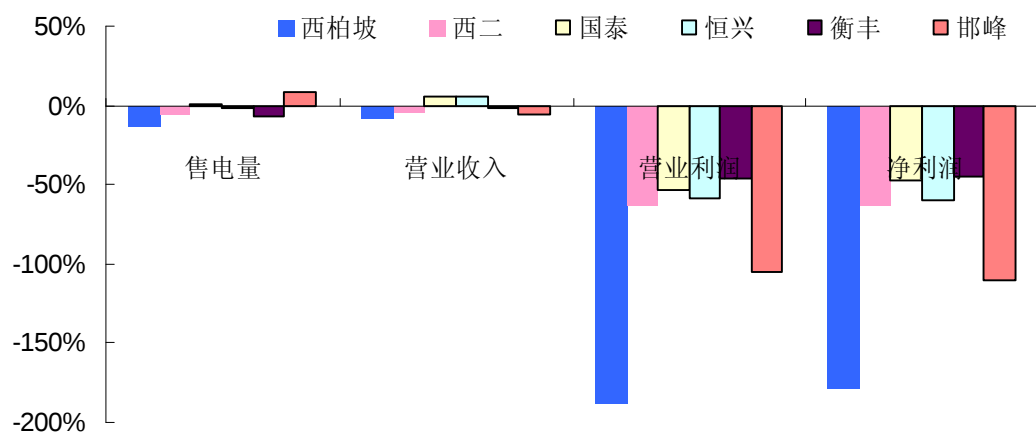


数据来源：公司公告，招商证券整理

5、西柏坡和邯峰电厂拖累公司业绩下降

从公司下属各电厂经营指标比较可以看出，西柏坡电厂从 07 年盈利 1.3 亿到 08 年亏损 1 亿，邯峰电厂从 07 年盈利 3.9 亿到 08 年亏损 0.4 亿，是公司业绩大幅下滑的主要原因。

图5：建投能源下属电厂经营情况比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

6、公司相对透明，建议给予估值溢价

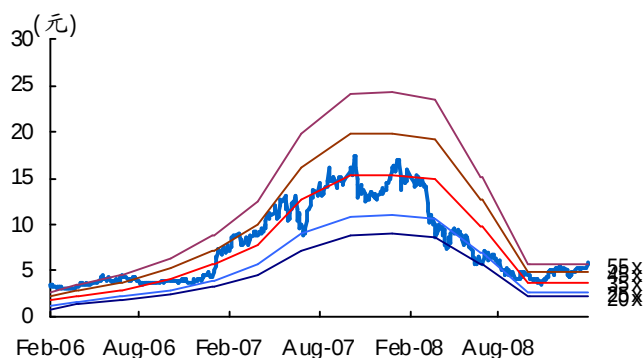
建投能源披露的经营指标相对完备，使我们更加能够判断投资中的风险所在。随着煤价的下跌，我们判断公司的业绩会出现较快的恢复，虽然目前的 PE 仍显偏高，但是 PB 在电力公司中仍有一定折价。

由于风险更加透明，我们建议对建投能源给予一定的估值溢价，按照 2 倍 PB 计算，公司合理价值应在 6.2 元以上。

我们预测公司 09、10 年每股收益分别为 0.27 和 0.45 元，按照 2010 年 15 倍 PE 计算，公司合理价值应在 6.7 元以上。

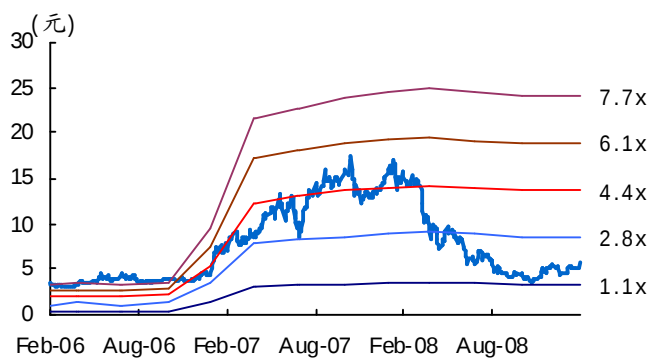
维持“审慎推荐”的投资评级，预计公司未来六个月能够跑赢大盘，并能获得绝对收益。

图 1：建投能源历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：建投能源历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	815	1104	1324	1782	2910
现金	98	362	236	1088	2163
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	451	514	444	423	466
其它应收款	9	3	4	22	24
存货	139	131	504	152	156
其他	119	93	137	98	101
非流动资产	7949	9081	8746	7969	7346
长期股权投资	8	1316	1410	1500	1500
固定资产	7326	7375	6893	6092	5495
无形资产	230	298	291	262	236
其他	384	92	152	115	115
资产总计	8764	10185	10071	9751	10256
流动负债	3749	2945	3281	2680	2703
短期借款	1394	1344	1684	1400	1400
应付账款	455	430	462	489	504
预收账款	15	25	56	33	34
其他	1886	1144	1079	758	765
长期负债	2679	3026	2799	2767	2737
长期借款	2658	3014	2792	2762	2732
其他	21	12	7	5	5
负债合计	6428	5971	6080	5447	5439
股本	231	831	914	914	914
资本公积金	731	1653	1653	1653	1653
留存收益	169	415	287	447	709
少数股东权益	1205	1315	1138	1290	1540
母公司所有者权益	1131	2899	2853	3014	3276
负债及权益合计	8764	10185	10071	9751	10256

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	1065	1305	540	2360	1548
净利润			47	245	407
折旧摊销			0	816	736
财务费用			0	215	202
投资收益			0	(20)	(20)
营运资金变动			0	797	(37)
其它			493	308	260
投资活动现金流	(1849)	(2931)	(470)	(97)	(100)
资本支出			0	(100)	(100)
其他投资			(470)	3	0
筹资活动现金流	710	1890	(247)	(1303)	(334)
借款变动			0	(1035)	(30)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	(73)	(122)
其他			(247)	(195)	(182)
现金净增加额	(74)	264	(177)	960	1113

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3401	4529	4311	4349	4798
营业成本	2519	3237	3658	3261	3327
营业税金及附加	36	47	36	43	48
营业费用	24	29	22	43	48
管理费用	210	333	244	261	288
财务费用	167	258	319	215	202
资产减值损失	0	(1)	(1)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	165	46	20	20
营业利润	445	792	80	545	905
营业外收入	1	8	10	0	0
营业外支出	6	2	1	1	1
利润总额	441	798	88	544	904
所得税	156	168	13	136	226
净利润	285	630	76	408	678
少数股东损益	140	227	28	163	271
母公司所有者净利润	145	403	47	245	407
EPS (元)	0.63	0.49	0.05	0.27	0.45

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	75%	33%	-5%	1%	10%
营业利润	291%	78%	-90%	584%	66%
净利润	263%	177%	-88%	416%	66%
获利能力					
毛利率	25.9%	28.5%	15.1%	25.0%	30.7%
净利率	4.3%	8.9%	1.1%	5.6%	8.5%
ROE	12.8%	13.9%	1.7%	8.1%	12.3%
ROIC	5.6%	9.2%	3.7%	6.7%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	73.3%	58.6%	60.4%	55.7%	52.7%
净负债比率	53.7%	47.5%	51.9%	42.9%	40.4%
流动比率	0.2	0.4	0.4	0.7	1.1
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.6	1.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	17.9	24.0	11.5	10.0	21.7
应收帐款周转率	10.9	9.4	9.0	10.0	10.7
应付帐款周转率	7.8	7.3	8.2	6.9	6.7
每股资料(元)					
每股收益	0.63	0.49	0.05	0.27	0.45
每股经营现金	4.62	1.57	0.59	2.58	1.69
每股净资产	4.90	3.49	3.12	3.31	3.62
每股股利	0.18	0.14	0.19	0.08	0.13
估值比率					
PE	9.5	12.4	115.7	22.4	13.5
PB	1.2	1.7	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	18.1	11.8	20.8	12.6	10.8

分析师简介

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。多次参加国家发改委、国家电监会、中国电力企业联合会、中国价格协会组织的专项课题研究工作，对电力工业发展规律有较为深刻的认识。《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。