

彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年9月30日

建投能源(000600.SZ)/5.44元

短期估值有压力，长期价值可预期

公用事业·电力

目标估值：6~7元

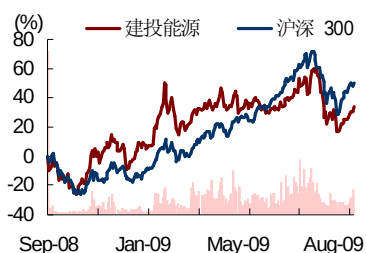
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3060
总股本(万股)	91366
已上市流通股(万股)	54728
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	35
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	2.2
资产负债率	61.5%
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	3	2	51
相对表现	-7	-37	-9



相关报告

- 1、《建投能源中报点评：发电量维持正增长，显示较高管理水平》2009/8/19
- 2、《建投能源年报点评：优质透明的公司应该给予估值溢价》2009/2/8

我们对公司进行了调研，就最近几个月的经营形势进行了交流。虽然上半年发电量较好，但是公司对下半年持谨慎态度，新机组的投产可能会挤占公司发电量。我们预计全年每股收益在0.2~0.25元，短期估值存在一定压力，公司业绩在2012年有望出现大幅增长。

- q 未来两年公司装机容量维持较高增速。公司主营业务为火力发电，现拥有参控股发电企业10家，其中控股5家，参股5家。已经投运的发电企业6家，控制容量300万千瓦，占河北南网统调容量的16.14%，权益装机容量232万千瓦。在建发电企业4家，项目投运后，公司可增加控制容量190万千瓦，权益容量186万千瓦，年复合增速超过35%。
- q 河北南网发用电量维持较高增速。2009年1~7月，河北省全社会用电量1304.64亿千瓦时，同比增长2.58%，其中河北南网总用电量701.35亿千瓦时，同比增长4.18%。河北南网范围内全行业用电量602.48亿千瓦时，同比增加2.08%，第一、二、三产业用电量同比分别增长9.16%、-0.11%、13.80%。
- q 公司各电厂利用小时维持较高水平。建投能源可控机组上半年发电量81.85亿千瓦时，同比增长6%。公司参、控股电厂上半年的利用小时多在2500小时以上。与年初电网公司给定的计划发电小时4500小时相比，上半年发电量完成情况较好。1~8月份公司各电厂利用小时均在3400小时以上，9月份发电利用小时略有下降。
- q 上半年煤价维持稳定，下半年可能小幅上涨。公司与神华签的合同煤价为含税到厂价480元/吨，较去年上涨80元/吨。由于上半年没有签订合同煤时公司临时入账价较低，下半年要逐步消化部分高价煤，下半年的燃料成本可能有所上涨。
- q 维持“审慎推荐”的投资评级。公司四季度发电量可能受到新投产机组挤压而略有下降，下半年要逐步消化由于入账差异造成高价煤炭库存。预计下半年盈利很难在上半年基础上大幅增长，全年每股收益在0.2~0.25元之间，2010和2011年盈利小幅增长，2012年增幅较大。维持“审慎推荐”的投资评级，目标价6~7元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4529	4311	4349	4708	4708
同比增长	33%	-5%	1%	8%	0%
营业利润(百万元)	792	80	449	538	586
同比增长	78%	-90%	464%	20%	9%
净利润(百万元)	403	47	231	273	298
同比增长	177%	-88%	387%	18%	9%
每股收益(元)	0.49	0.05	0.25	0.30	0.33
PE	12.8	119.8	24.6	20.8	19.1
PB	1.8	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：招商证券

正文目录

1、盈利能力逐步回升	3
2、未来两年公司装机容量维持较高增速	3
3、河北南网发电量保持较高增速	4
4、公司各电厂利用小时维持较高水平	5
5、替代发电量对公司正面影响较大	6
6、煤价维持稳定，下半年可能小幅上涨	6
7、在建项目 09 年计划投资 2.77 亿元	7
8、集团资产提供外延式发展空间	7
9、预计公司全年每股收益在 0.2~0.25 元之间	8
10、公司 PE 和 PB Band	8

图表目录

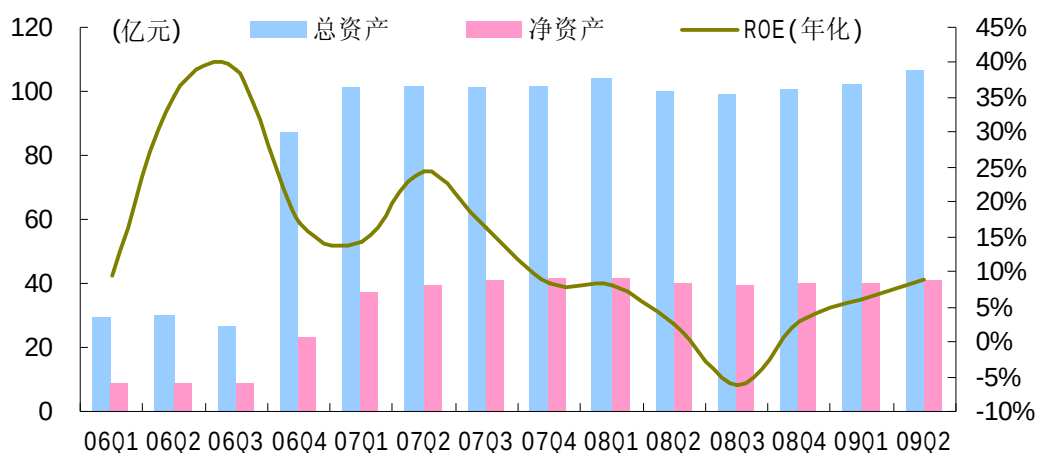
图 1: 建投能源资产和 ROE 比较	3
图 2: 建投能源毛利率和净利率比较	3
图 3: 公司装机情况	4
图 4: 河北南网地理分布图	5
图 5: 2009 年 1~6 月份月度发电量趋势与去年同期比较	6
图 6: 2009 年 1~6 月份公司综合标煤单价价格趋势	7
表 1、2009 年 1~6 月份公司下属电厂发电量情况	5
表 2、2009 年 1~6 月份公司煤耗、煤价情况（累计）	6
表 3、在建项目与资本性支出表	7
附：财务预测表	9

1、盈利能力逐步回升

截至 2009 年 6 月 30 日，公司总资产 106.71 亿元，净资产 29.24 亿元，每股净资产 3.2 元。公司主要资产为发电资产，占公司总资产的 98%；少量的酒店业务，占公司总资产的 2%。

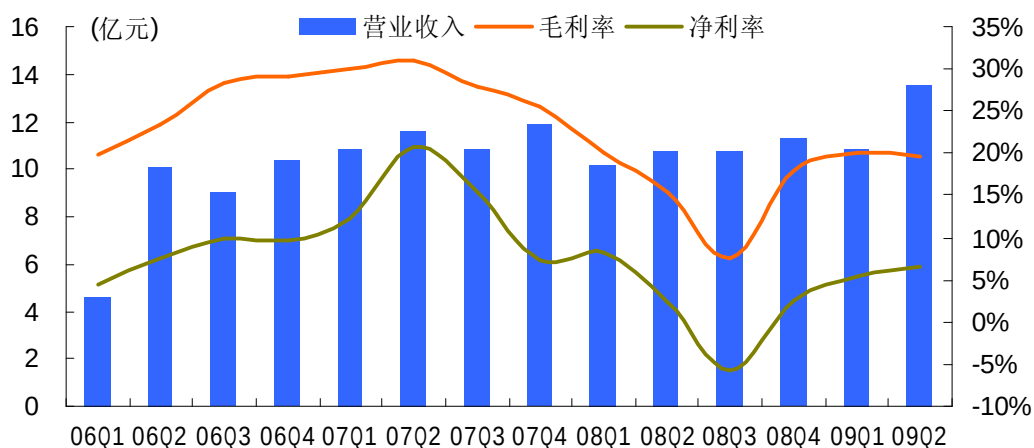
公司盈利能力在 08 年 3 季度达到最低点，此后三个季度持续回升。09 年 2 季度，公司 ROE 为 9%，毛利率为 19.5%。由于河北南网三季度用电量环比增长较多，我们判断建投能源三季度盈利能力还会持续回升。

图1：建投能源资产和ROE比较



数据来源：公司资料，招商证券整理

图2：建投能源毛利率和净利率比较



数据来源：公司资料，招商证券整理

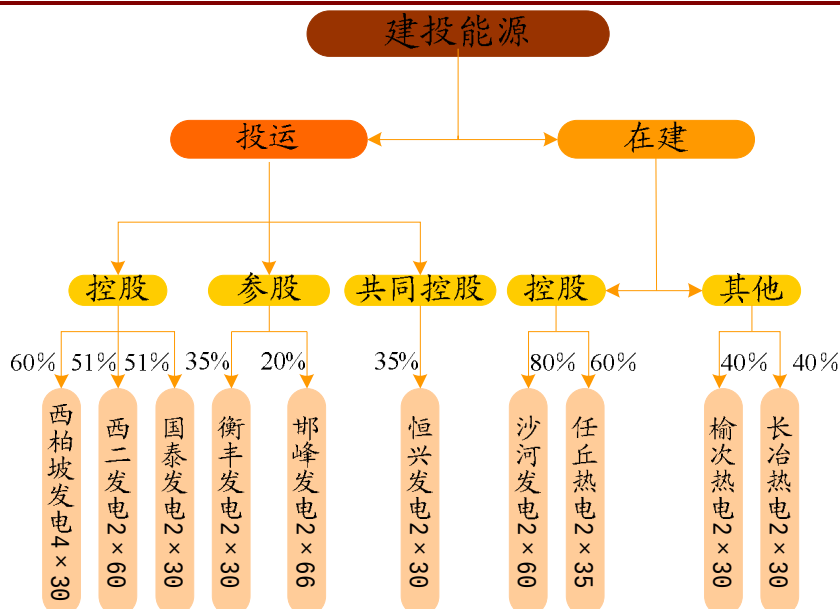
2、未来两年公司装机容量维持较高增速

公司投运发电企业 6 家，控股 3 家，参股 3 家，可控装机容量 300 万千瓦，占河北南网统调容量的 16.14%，权益装机容量 232 万千瓦。

在建发电企业 4 家，控股 2 家，可控装机容量 190 万千瓦，权益容量 186 万千瓦。参股 2 家，持股比例分别为 40%，总装机容量 120 万千瓦。

公司参股的榆次、长治热电项目预计在 2010 年投产，控股的沙河、任丘热电项目预计在 2011 年投产。全部在建项目投产后，公司权益装机容量将增加 77.7%，年复合增速超过 35%。

图3：公司装机情况



数据来源：公司资料，招商证券整理

3、河北南网发电量保持较高增速

河北省的电网结构较为特殊，北部地区与北京、天津联系较为紧密，形成京津塘电网。南部地区电网相对独立，形成河北南网，河北南网包括保定、沧州、石家庄、衡水、邢台和邯郸六个供电区域。

2008 年底河北南网统调发电装机容量达到 2110 万千瓦，同比增长约 10%。2009 年 1~7 月份，南网统调发电装机容量达到 2304.9 万千瓦，其中外送电装机容量到达 465 万千瓦。1~7 月份河北南网总发电量 575.65 亿千瓦时，同比增长 0.69%。

2009 年 1~7 月，河北省全社会用电量 1304.64 亿千瓦时，同比增长 2.58%，其中河北南网总用电量 701.35 亿千瓦时，同比增长 4.18%。河北南网范围内全行业用电量 602.48 亿千瓦时，同比增加 2.08%，第一、二、三产业用电量同比分别增长 9.16%、-0.11%、13.80%。

河北南网未来新增装机情况如下：

- Ø 2009 年下半年新投产 180 万千瓦，分别是定州 2×60 万千瓦，沧州 1×60 万千瓦，南网统调装机 09 年增加 7.8%。
- Ø 2010 年河北南网无新机组投产。
- Ø 2011 年河北南网投产的都是公司的新机组，分别为沙河 2×60 万千瓦，任丘 2×35 万千瓦。

图4: 河北南网地理分布图



数据来源: 公司资料, 招商证券整理

4、公司各电厂利用小时维持较高水平

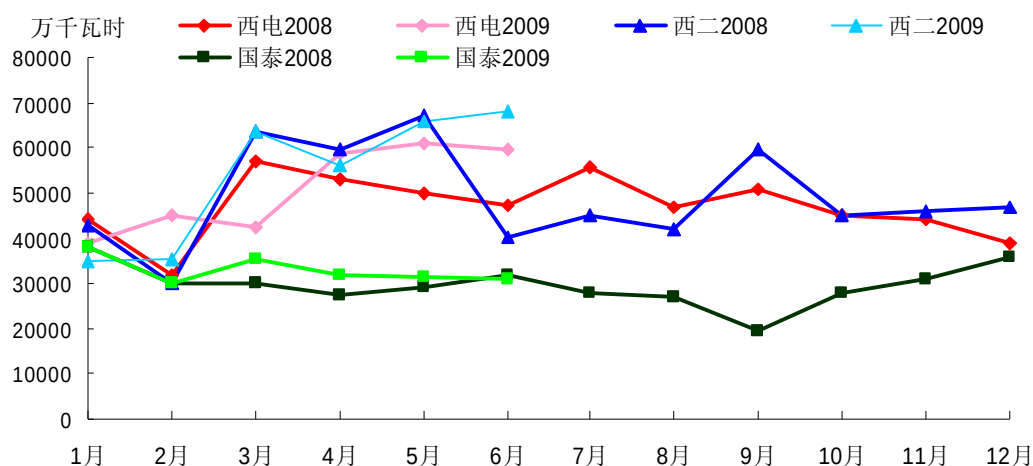
建投能源可控机组上半年发电量 81.85 亿千瓦时, 同比增长 6%。从表 1 可以看出, 公司参、控股电厂上半年的利用小时多在 2500 小时以上。与年初电网公司给定的计划发电小时 4500 小时相比, 上半年发电量完成情况较好。我们了解到, 1~8 月份公司各电厂利用小时均在 3400 小时以上, 9 月份发电利用小时略有下降。

公司表示, 上半年公司替代关停小火电机组发电量较多, 下半年替代发电量将有所减少。同时, 下半年南网有新机组投产, 可能会挤占公司电厂的发电量。

表 1、2009 年 1~6 月份公司下属电厂发电量情况

子公司	发电量(亿千瓦时)	上网电量(亿千瓦时)	利用小时(小时)
西电	30.6	28.7	2553
西二	31.5	29.7	2621
国泰	19.8	18.5	3294
恒兴	17.3	16.2	2881
衡丰	14.8	13.8	2463
邯峰	33.5	31.4	2538
合计	147.4	138.2	2671

资料来源: 公司资料, 招商证券

图5：2009年1~6月份月度发电量趋势与去年同期比较


数据来源：公司资料，招商证券整理

5、替代发电量对公司正面影响较大

2009 年公司关停小机组的替代电量 16.48 亿千瓦时，上半年已发 9.7 亿千瓦时，下半年还有 6.78 亿千瓦时。替代发电量一般是三年，公司关停的兴泰发电 4 台机组中 2 台 08 年开始，2 台 09 年开始，2009 和 2010 年是替代电量最多的年份。

替代发电量的上网电价由替代发电企业和被替代企业双方谈判决定，公司替代兴泰发电的上网电价是 0.2798 元/千瓦时，替代灵山发电的上网电价是 0.26 元/千瓦时。

替代发电上网电价和标杆电价之间的差额由关停电厂获得，用于补偿关停后的企业员工。虽然替代发电量的上网电价较低，但是由于没有固定成本和财务费用，公司认为仍然有利可图。

6、煤价维持稳定，下半年可能小幅上涨

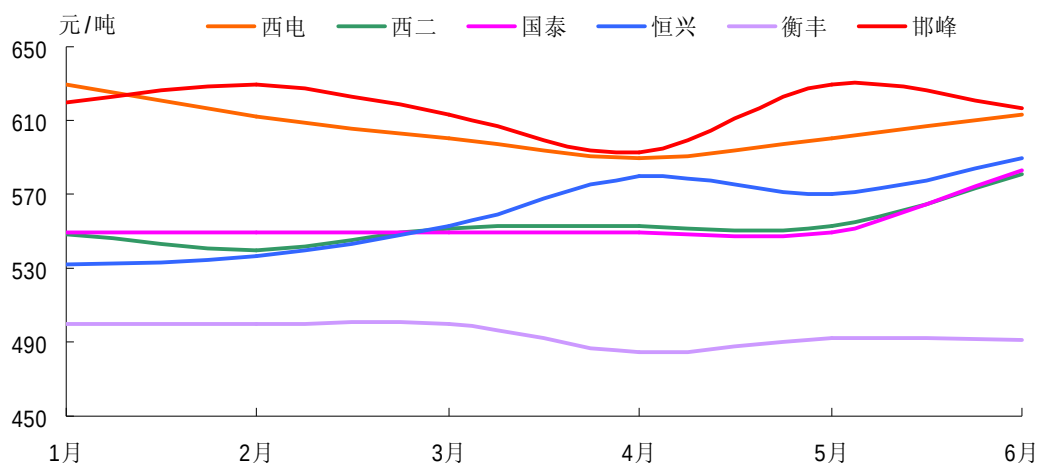
公司与神华签的合同煤价为含税到厂价 480 元/吨，较去年上涨 80 元/吨。由于上半年没有签订合同煤时公司临时入账价较低，下半年要逐步消化部分高价煤，下半年的燃料成本可能有所上涨。

2009 年西柏坡计划委托建投集团燃料公司采购煤炭 140 万吨，预计采购金额 6~7 亿元，全部为重点合同煤。西柏坡第二发电厂计划委托建投集团燃料公司采购煤炭约 240 万吨，预计采购金额 8.5 亿元，约较去年上涨 80 元/吨。

表 2、2009 年 1~6 月份公司煤耗、煤价情况（累计）

子公司	供电煤耗 (克/千瓦时)	综合标煤单价 (元/吨)		原煤单价 (元/吨)
		今年	去年同期	
西电	348	620	565	425
西二	320	559	455	420
国泰	333	555	528	375
恒兴	322	557	478	421
衡丰	340	493	490	370
邯峰	328	618	570	445

资料来源：公司资料，招商证券

图6：2009年1~6月份公司综合标煤单价价格趋势


数据来源：公司资料，招商证券整理

7、在建项目 09 年计划投资 2.77 亿元

公司目前在建项目四个，全部由自有资金出资，2009 年计划投入 2.77 亿元。

2009 年 4 月 22 日，公司已经完成了 2009 年度第一期短期融资券的发行。本期融资券发行总额为 5 亿元人民币，期限为 365 天，发行价格为 100 元/百元面值，票面利率为 2.15%。

目前，公司正在准备发行 11 亿元可转换公司债券，发行申请文件已上报证监会，等待发行审核。

表 3、在建项目与资本性支出表

项目名称	权益比例	容量	总投资 (亿元)	已投入资本金 (万元)	2009 计划投资 (万元)	本年主要建设内容
榆次热电	40%	2×30 万 供热机组	25	7600	10700	2010 年 1 月双投
长治热电	40%	2×30 万 供热机组	25	1200	8000	土建和安装工程
沙河电厂	80%	2×60 万 空冷机组	45	8000	6000	年底前完成项目核准
任丘热电	60%	2×30 万 供热机组	30	5931	3000	年底前完成项目核准

资料来源：公司资料，招商证券

8、集团资产提供外延式发展空间

作为河北省建投集团旗下唯一的上市公司，我们判断公司将陆续收购集团优质资产。目前，集团正在进行改制，由全民所有制改为股份制。目前集团总资产 265 亿元，净资产 175 亿元，上半年盈利约 4 亿元。

集团拥有的上市公司以外的电力权益装机容量约 440 万千瓦，包括定州电厂 2×60 万千瓦、沧东电厂 2×60 万千瓦、秦热发电、王滩、滦河、宣化等电厂。另外，集团风电已核准 100 万千瓦，已经投产 40 万千瓦。

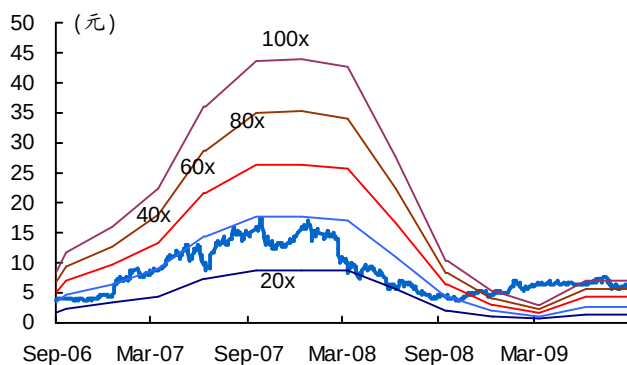
9、预计公司全年每股收益在 0.2~0.25 元之间

公司四季度发电量可能受到新投产机组挤压而略有下降，下半年发电量可能低于上半年。上半年燃料成本入账价格较低，与神华集团正式签订合同后，下半年要逐步消化由于入账差异造成高价库存。

公司下半年盈利很难在上半年基础上大幅增长，预计全年每股收益在 0.2~0.25 元之间。我们将对 2009-2011 年的盈利预测调整为 0.25、0.30、0.33 元，维持“审慎推荐”的投资评级，目标价 6~7 元。

10、公司 PE 和 PB Band

图 7：建投能源历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 8：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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1104	1324	1884	2875	3630
现金	362	236	1171	2103	2859
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	514	444	426	461	461
其它应收款	3	4	22	24	24
存货	131	504	161	174	174
其他	93	137	104	112	112
非流动资产	9081	8746	7880	7256	6832
长期股权投资	1316	1410	1410	1410	1410
固定资产	7375	6893	6092	5495	5095
无形资产	298	291	262	236	212
其他	92	152	115	115	115
资产总计	10185	10071	9763	10131	10462
流动负债	2945	3281	2725	2791	2761
短期借款	1344	1684	1400	1400	1400
应付账款	430	462	519	561	561
预收账款	25	56	35	37	37
其他	1144	1079	772	792	762
长期负债	3026	2799	2767	2737	2737
长期借款	3014	2792	2762	2732	2732
其他	12	7	5	5	5
负债合计	5971	6080	5492	5528	5498
股本	831	914	914	914	914
资本公积金	1653	1653	1653	1653	1653
留存收益	415	287	448	639	848
少数股东权益	1315	1138	1257	1397	1550
母公司所有者权益	2899	2853	3015	3206	3414
负债及权益合计	10185	10071	9763	10131	10462

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1305	540	2262	1227	1150
净利润		47	231	273	298
折旧摊销		0	816	736	672
财务费用		0	215	204	195
投资收益		0	-90	-120	-160
营运资金变动		0	826	5	0
其它		493	264	130	145
投资活动现金流	-2931	-470	-97	-100	-240
资本支出		0	-100	-100	-240
其他投资		-470	3	0	0
筹资活动现金流	1890	-247	-1229	-195	-154
借款变动		0	-1035	-30	-30
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	-69	-82	-89
其他		-247	-125	-84	-35
现金净增加额	264	-177	936	932	755

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4529	4311	4349	4708	4708
营业成本	3237	3658	3457	3743	3743
营业税金及附加	47	36	35	38	38
营业费用	29	22	22	24	24
管理费用	333	244	261	283	283
财务费用	258	319	215	204	195
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	165	46	90	120	160
营业利润	792	80	449	538	586
营业外收入	8	10	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	798	88	448	537	585
所得税	168	13	99	124	135
净利润	630	76	350	413	451
少数股东损益	227	28	119	141	153
母公司所有者净利润	403	47	231	273	298
EPS (元)	0.49	0.05	0.25	0.30	0.33

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33%	-5%	1%	8%	0%
营业利润	78%	-90%	464%	20%	9%
净利润	177%	-88%	387%	18%	9%
获利能力					
毛利率	28.5%	15.1%	20.5%	20.5%	20.5%
净利率	8.9%	1.1%	5.3%	5.8%	6.3%
ROE	13.9%	1.7%	7.7%	8.5%	8.7%
ROIC	9.2%	3.7%	6.1%	6.5%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	58.6%	60.4%	56.2%	54.6%	52.5%
净负债比率	47.5%	51.9%	42.9%	41.1%	39.5%
流动比率	0.4	0.4	0.7	1.0	1.3
速动比率	0.3	0.3	0.6	1.0	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	24.0	11.5	10.4	22.4	21.5
应收帐款周转率	9.4	9.0	10.0	10.6	10.2
应付帐款周转率	7.3	8.2	7.1	6.9	6.7
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.05	0.25	0.30	0.33
每股经营现金	1.57	0.59	2.48	1.34	1.26
每股净资产	3.49	3.12	3.30	3.51	3.74
每股股利	0.14	0.19	0.08	0.09	0.10
估值比率					
PE	12.8	119.8	24.6	20.8	19.1
PB	1.8	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.8	20.9	13.4	13.5	13.7

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。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008 年电力与公用事业最佳分析师。

主要研究特点：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。对主要上市公司研究较为深入，跟踪较为及时，评价较为客观。

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

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±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。