

## 审慎推荐-B (维持)

## 建投能源 000600.SZ

目标估值: 6.00 元

当前股价: 5.05 元

2010 年 7 月 24 日

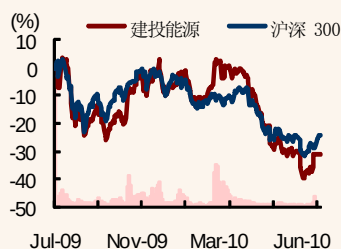
### 煤价拖累公司业绩，等待重大重组方案

#### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2572      |
| 总股本(万股)    | 91366     |
| 已上市流通股(万股) | 91358     |
| 总市值(亿元)    | 46        |
| 流通市值(亿元)   | 46        |
| 每股净资产(MRQ) | 3.2       |
| ROE(TTM)   | 0.0       |
| 资产负债率      | 64.0%     |
| 主要股东       | 河北建设投资集团有 |
| 主要股东持股比例   | 55.0%     |

#### 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -1 | -27 | -28 |
| 相对表现 | -1 | -10 | -5  |



#### 相关报告

- 1、《建投能源(000600) - 短期估值有压力，长期价值可预期》2009/9/29
- 2、《建投能源(000600) - 发电量维持正增长，显示较高管理水平》2009/8/19

#### 彭全刚

010-88087428  
pengqg@cmschina.com.cn  
S1090209090315

#### 研究助理:

#### 侯鹏

010-88087428  
houp@cmschina.com.cn

上半年，由于重点合同煤价上涨，造成公司毛利率下降较多，公司实现每股收益 0.03 元。公司于 7 月 15 日起停牌，拟进行重大资产重组，我们分析主要是注入集团电力优质资产，重组将在一定程度上提升公司价值。考虑到下半年盈利仍将受制于煤价影响，公司重组方案尚不明确，我们维持“审慎推荐”投资评级。

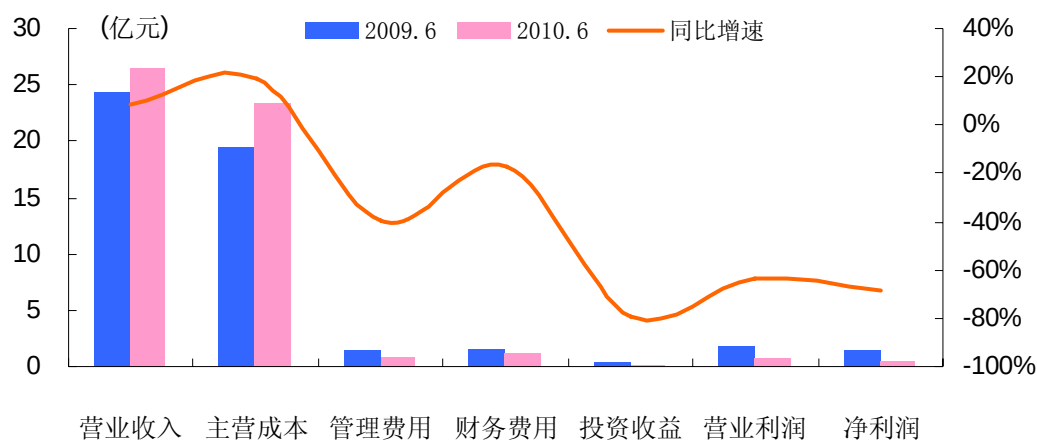
- **上半年实现每股收益 0.03 元，低于预期。**报告期内，公司实现主营业务收入 26.5 亿元，同比增长 8.6%；营业利润 0.68 亿元，同比减少 63%；财务费用 1.3 亿元，同比减少 17%；投资收益 0.09 亿元，同比下降 79%；归属于公司的净利润 0.26 亿元，同比减少 74.6%，折合每股收益 0.03 元，略低于预期。
- **公司控股电厂上网电量同比增长 5%。**上半年公司实现发电量 86.4 亿千瓦时，上网电量 80.7 亿千瓦时，较去年同期增长 5%左右。主要是上半年河北用电量增长带动地方火电利用小时较去年同期提高 7.58%。另外，公司三家控股子公司完成替代电量 4.6 亿千瓦时，完成全年 14.48 亿千瓦时的 31%，下半年，替代电量空间仍然较大，预计全年替代发电收入约 3.46 亿元。
- **煤价上涨推高成本，毛利率下滑拖累业绩。**公司上半年主营业务成本增长率 19%，远高于主营收入同比增幅 8.6%；主要是公司重点合同煤价上涨 30~50 元/吨，较上年同期上涨 16.8%，吞噬公司大部分利润，造成毛利率由去年的 19.7%下降至目前的 11.8%；同时，受电煤价格上涨影响，公司参股公司对公司贡献收益也大幅降低。
- **下半年电量较为乐观，电煤压力仍然较大。**上半年河北省累计用电同比增速达到 22.4%，河北省装机容量同比增长 16.1%，装机增速低于用电需求的增长，随着夏季用电高峰的到来，用电需求依然旺盛，公司全年发电量较为乐观。另外，鉴于目前节能减排的压力，以及国家经济结构调整，我们判断，下半年煤价不会大幅上涨，但仍将高位运行，公司运营压力仍然较大。
- **预估 10~12 年每股收益分别为 0.08 元、0.15、0.25 元。**我们这里给出的盈利预测仅是根据现有资产进行的预期，鉴于公司正在筹划进行重大资产重组，我们分析是要注入集团优质电力资产，重组完成后，公司资产质量必将得到一定幅度的提升，因此，2011 年以后的业绩存在一定的变数。由于公司重组方案尚未公告，我们暂时维持“审慎推荐”投资评级，目标价 6 元，建议投资者积极给予关注。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 4311 | 4734 | 5266  | 5375  | 5886  |
| 同比增长      | -5%  | 10%  | 11%   | 2%    | 9%    |
| 营业利润(百万元) | 80   | 154  | 138   | 270   | 513   |
| 同比增长      | -90% | 93%  | -10%  | 96%   | 90%   |
| 净利润(百万元)  | 47   | 71   | 70    | 137   | 231   |
| 同比增长      | -88% | 50%  | -2%   | 97%   | 68%   |
| 每股收益(元)   | 0.05 | 0.08 | 0.08  | 0.15  | 0.25  |
| PE        | 97.4 | 64.9 | 66.3  | 33.7  | 20.0  |
| PB        | 1.6  | 1.6  | 1.6   | 1.5   | 1.4   |

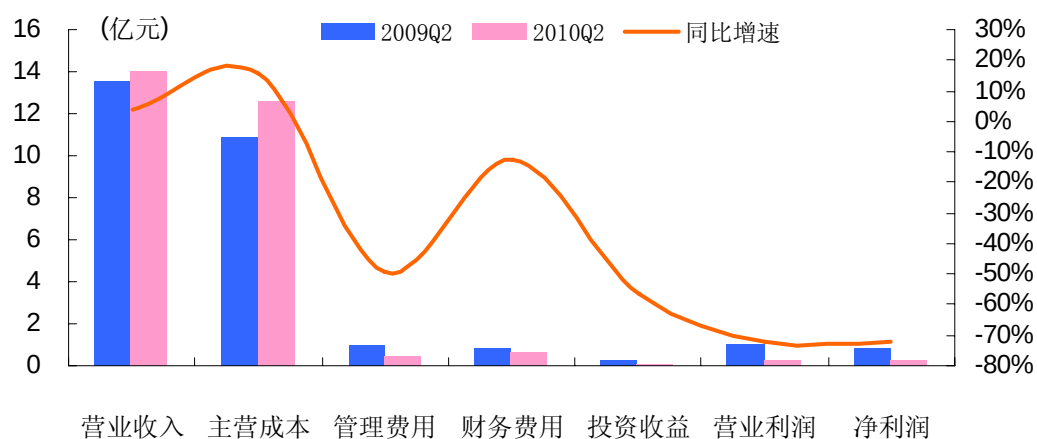
资料来源：招商证券

图1: 建投能源上半年经营指标同比变动比较



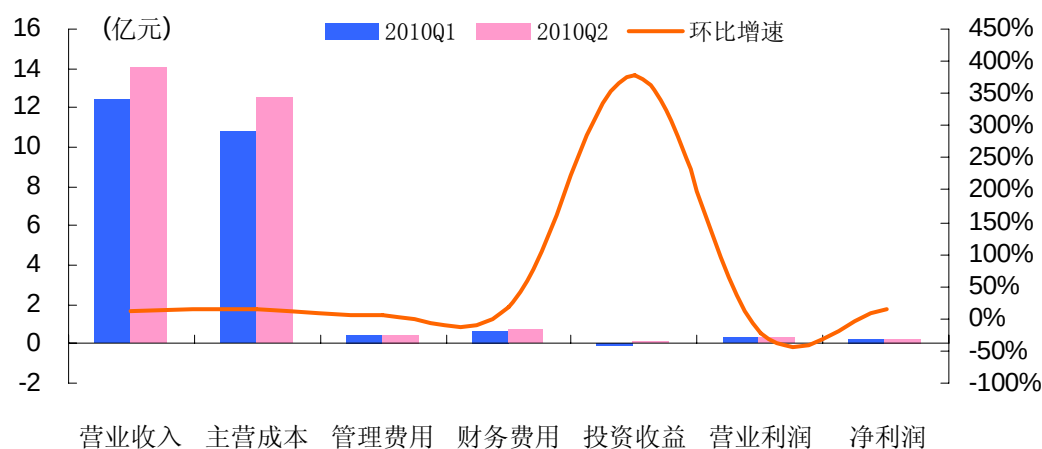
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 建投能源二季度经营指标同比变动比较



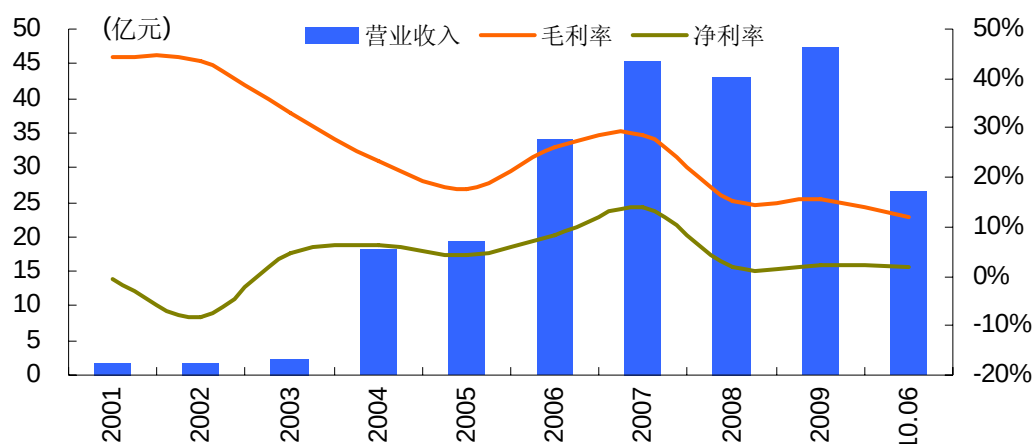
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 建投能源二季度经营指标环比变动比较



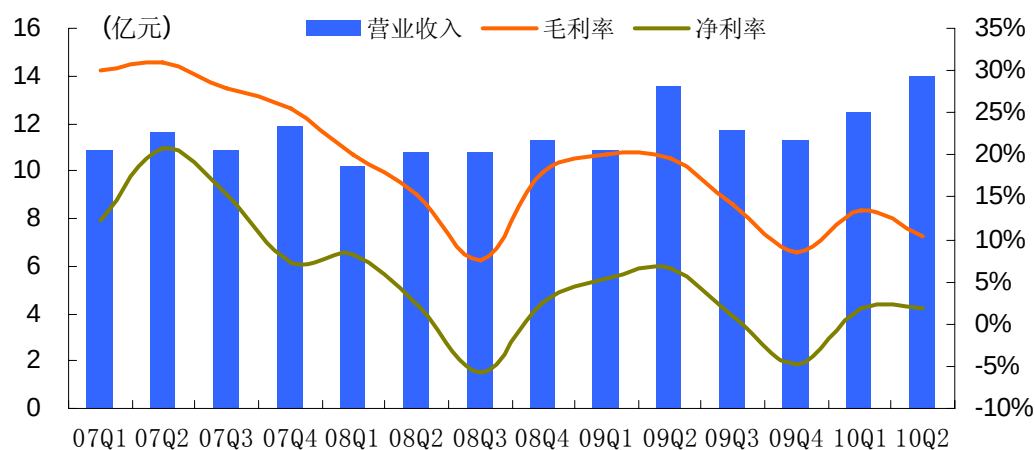
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 建投能源年度收入和利润率指标比较



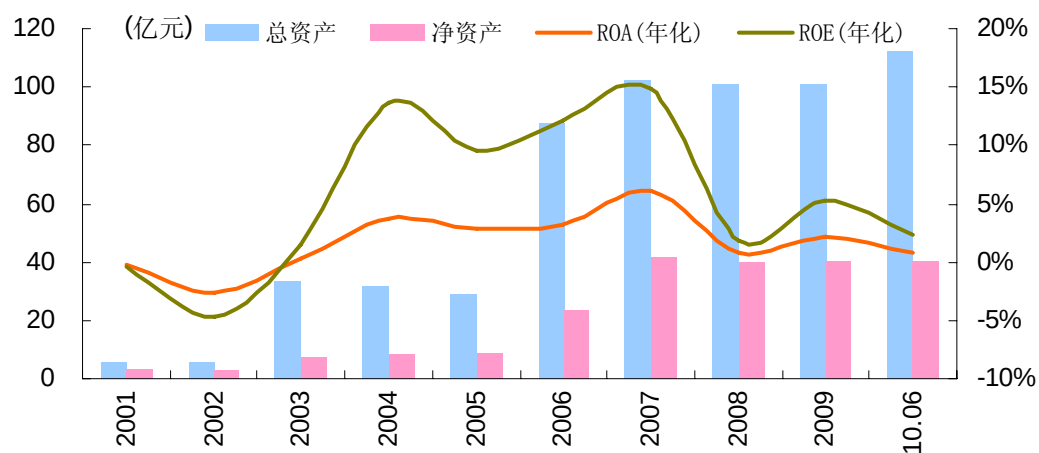
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 建投能源季度营业收入和利润率指标比较



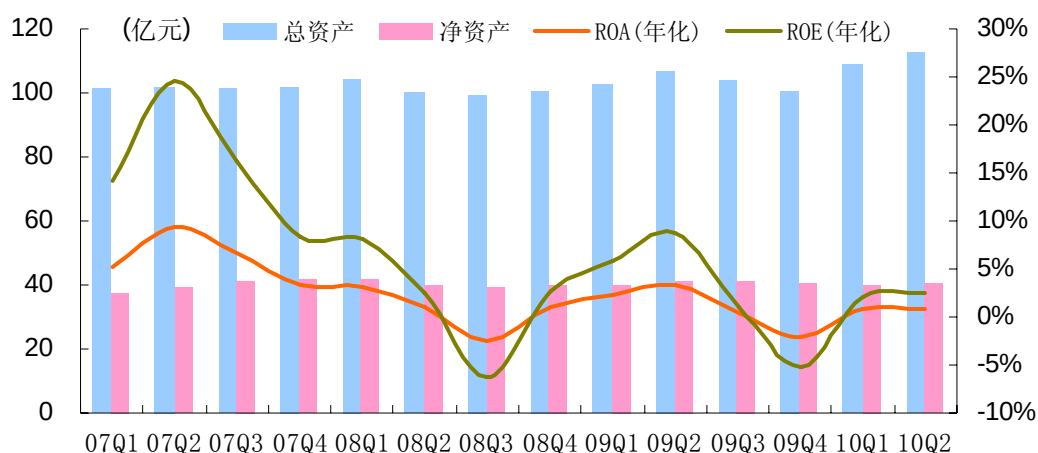
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 建投能源年度资产收益率指标比较



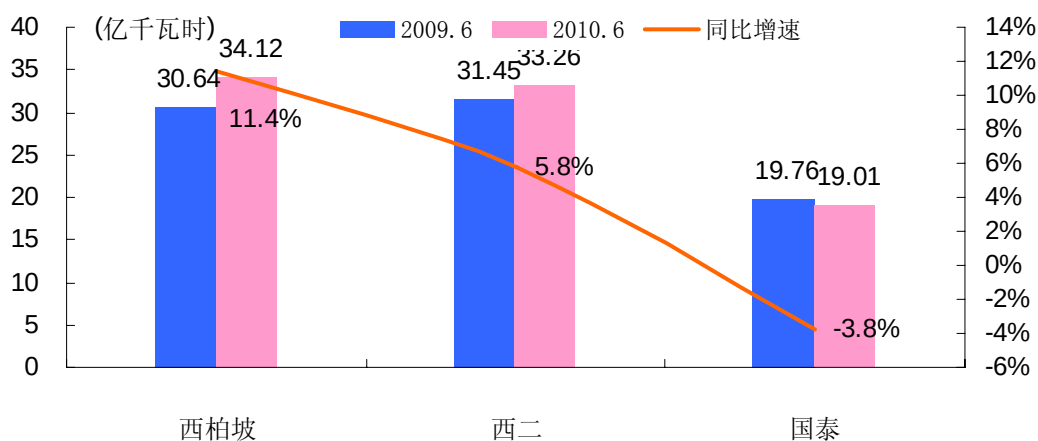
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：建投能源季度资产收益率指标比较



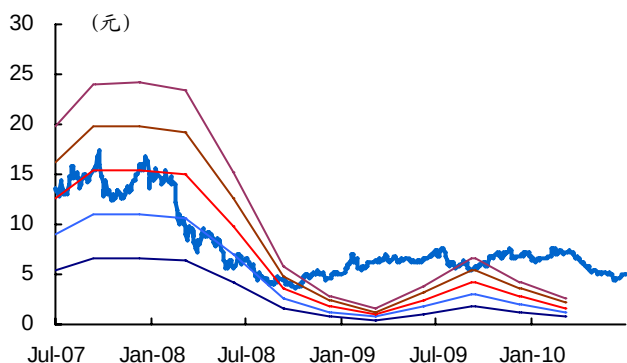
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：建投能源控股电厂发电量与同比增速



数据来源：公司公告，招商证券整理

图9：建投能源历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图10：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         | 2008         | 2009         | 2010E       | 2011E       | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 1324         | 1444         | 1950        | 2562        | 3490         |
| 现金             | 236          | 131          | 1055        | 1654        | 2506         |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0           | 0           | 0            |
| 应收票据           | 0            | 0            | 0           | 0           | 0            |
| 应收款项           | 444          | 495          | 516         | 527         | 577          |
| 其它应收款          | 4            | 5            | 26          | 27          | 29           |
| 存货             | 504          | 246          | 214         | 216         | 229          |
| 其他             | 137          | 567          | 138         | 139         | 148          |
| <b>非流动资产</b>   | 8746         | 8630         | 7799        | 7330        | 6784         |
| 长期股权投资         | 1410         | 1531         | 1531        | 1531        | 1531         |
| 固定资产           | 6893         | 6644         | 5877        | 5433        | 4911         |
| 无形资产           | 291          | 284          | 255         | 230         | 207          |
| 其他             | 152          | 172          | 136         | 136         | 136          |
| <b>资产总计</b>    | <b>10071</b> | <b>10074</b> | <b>9749</b> | <b>9892</b> | <b>10274</b> |
| <b>流动负债</b>    | 3281         | 3374         | 2990        | 2967        | 3034         |
| 短期借款           | 1684         | 1447         | 1400        | 1400        | 1400         |
| 应付账款           | 462          | 282          | 691         | 696         | 740          |
| 预收账款           | 56           | 48           | 46          | 46          | 49           |
| 其他             | 1079         | 1597         | 853         | 825         | 845          |
| <b>长期负债</b>    | 2799         | 2631         | 2605        | 2605        | 2605         |
| 长期借款           | 2792         | 2630         | 2600        | 2600        | 2600         |
| 其他             | 7            | 1            | 5           | 5           | 5            |
| <b>负债合计</b>    | <b>6080</b>  | <b>6005</b>  | <b>5595</b> | <b>5573</b> | <b>5639</b>  |
| 股本             | 914          | 914          | 914         | 914         | 914          |
| 资本公积金          | 1653         | 1654         | 1654        | 1654        | 1654         |
| 留存收益           | 287          | 330          | 379         | 475         | 636          |
| 少数股东权益         | 1138         | 1171         | 1207        | 1277        | 1431         |
| 母公司所有者权益       | 2853         | 2898         | 2947        | 3043        | 3204         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>10071</b> | <b>10074</b> | <b>9749</b> | <b>9892</b> | <b>10274</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009       | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
|----------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 540         | 856        | 1881       | 1009       | 1063       |
| 净利润            |             |            | 70         | 137        | 231        |
| 折旧摊销           |             |            | 788        | 718        | 656        |
| 财务费用           |             |            | 206        | 198        | 191        |
| 投资收益           |             |            | -45        | -100       | -150       |
| 营运资金变动         |             |            | 681        | -7         | -10        |
| 其它             |             |            | 181        | 62         | 145        |
| <b>投资活动现金流</b> | -470        | -654       | -95        | -240       | -100       |
| 资本支出           |             |            | -100       | -240       | -100       |
| 其他投资           |             |            | 5          | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | -247        | -299       | -863       | -170       | -110       |
| 借款变动           |             |            | -681       | -30        | 0          |
| 普通股增加          |             |            | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         |             |            | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           |             |            | -21        | -41        | -69        |
| 其他             |             |            | -161       | -98        | -41        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-177</b> | <b>-97</b> | <b>924</b> | <b>599</b> | <b>853</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 4311 | 4734 | 5266  | 5375  | 5886  |
| 营业成本             | 3658 | 3993 | 4609  | 4641  | 4931  |
| 营业税金及附加          | 36   | 33   | 42    | 43    | 47    |
| 营业费用             | 22   | 27   | 26    | 27    | 29    |
| 管理费用             | 244  | 293  | 290   | 296   | 324   |
| 财务费用             | 319  | 294  | 206   | 198   | 191   |
| 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             | 46   | 60   | 45    | 100   | 150   |
| <b>营业利润</b>      | 80   | 154  | 138   | 270   | 513   |
| 营业外收入            | 10   | 9    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出            | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>      | 88   | 162  | 137   | 269   | 512   |
| 所得税              | 13   | 55   | 31    | 62    | 128   |
| <b>净利润</b>       | 76   | 107  | 105   | 208   | 384   |
| 少数股东损益           | 28   | 35   | 36    | 71    | 154   |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 47   | 71   | 70    | 137   | 231   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.05 | 0.08 | 0.08  | 0.15  | 0.25  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | -5%   | 10%   | 11%   | 2%    | 9%    |
| 营业利润           | -90%  | 93%   | -10%  | 96%   | 90%   |
| 净利润            | -88%  | 50%   | -2%   | 97%   | 68%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 15.1% | 15.7% | 12.5% | 13.7% | 16.2% |
| 净利率            | 1.1%  | 1.5%  | 1.3%  | 2.5%  | 3.9%  |
| ROE            | 1.7%  | 2.5%  | 2.4%  | 4.5%  | 7.2%  |
| ROIC           | 3.7%  | 3.4%  | 3.2%  | 4.3%  | 6.1%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 60.4% | 59.6% | 57.4% | 56.3% | 54.9% |
| 净负债比率          | 51.9% | 46.8% | 41.3% | 40.4% | 38.9% |
| 流动比率           | 0.4   | 0.4   | 0.7   | 0.9   | 1.2   |
| 速动比率           | 0.3   | 0.4   | 0.6   | 0.8   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 存货周转率          | 11.5  | 10.7  | 20.0  | 21.6  | 22.2  |
| 应收帐款周转率        | 9.0   | 10.1  | 10.4  | 10.3  | 10.7  |
| 应付帐款周转率        | 8.2   | 10.7  | 9.5   | 6.7   | 6.9   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.05  | 0.08  | 0.08  | 0.15  | 0.25  |
| 每股经营现金         | 0.59  | 0.94  | 2.06  | 1.10  | 1.16  |
| 每股净资产          | 3.12  | 3.17  | 3.23  | 3.33  | 3.51  |
| 每股股利           | 0.03  | 0.03  | 0.02  | 0.04  | 0.08  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 97.4  | 64.9  | 66.3  | 33.7  | 20.0  |
| PB             | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 1.4   |
| EV/EBITDA      | 22.8  | 22.0  | 19.2  | 18.3  | 16.0  |

## 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。

**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、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

**侯鹏**：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

## 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。