

电力行业

报告原因: 调研报告

2009 年 4 月 8 日

市场数据: 2009 年 4 月 8 日

收盘价(元)	8.3
一年内最高/最低(元)	20.68/3.8
市净率	
市盈率	
流通 A 股市值(百万元)	

基础数据: 2009 年 04 月 8 日

每股净资产(元)	2.88
资产负债率%	62.62
总股本/流通 A 股(亿)	5.73/1.53
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

相关研究

执笔人

梁玉梅

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人

焦春成

0351-8686990

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

京能热电(600578)

增 持

防御性 + 成长性, 增持煤矿股权收益增厚明显

公司研究

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	主营 收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	主营利 润率	净资产收 益率	市盈率
2007A	1645	7.23	148	32	0.33	9	11.82	25
2008A	1696	3.13	148	-21.7	0.26	8.7	9.05	32
2009E	1906	12.41	236	59.63	0.41	10.6	13	20
2010E	2673	40.01	323	37.25	0.56	11.7	15	14

注: “市盈率”是指目前股价除以各年每股收益

投资要点:

●较强的成本控制能力: 公司 08 年标煤价格在 520 元左右, 同比上涨 92.22 元/吨, 涨幅 22%左右, 远好于全行业的涨幅。公司煤炭主要是合同煤, 09 年合同煤尚未签订, 在目前煤炭供应较为充分的背景下, 加上公司优秀的成本管理能力, 预计 09 年合同煤涨幅在 5%-10%左右。

●发电小时远高于平均水平, 防御性较强: 公司属于热电联产机组, 在供热高峰期机组将会较高负荷运转, 有效的提升了公司的平均发电小时。公司 2008 年的发电小时约 6000 小时, 远高于北京地区火电的平均水平 5071 小时。从历史上看公司的平均发电小时一直维持在 6200-6500 区间内, 一般高出当地 20%左右, 预计 2009 年石景山热电厂的发电小时仍能维持在 5500 小时左右, 相对行业具有较强防御性。

●09 年新机组投建较多, 保证 2010 年业绩: 公司 09 年投产两台 30 万千瓦机组, 位于内蒙古自治区, 属于高耗能产业基地, 受经济危机的影响很大。此外, 考虑到新投产机组入网磨合等问题, 以及新项目开办费用直接计入当期损益, 新投产机组对 09 年业绩影响有限, 但可保证 2010 年及以后业绩较快增长。

●投资煤矿收益丰厚: 京能热电在 2007 年收购了酸刺沟煤矿 15%的股权, 近期公司拟以 4 亿元的价格继续收购其 9%股权, 完成后公司将持有 24%的股权, 将以权益法核算其投资收益。如果收购成功, 经测算 09 年将贡献业绩 0.13 元左右。

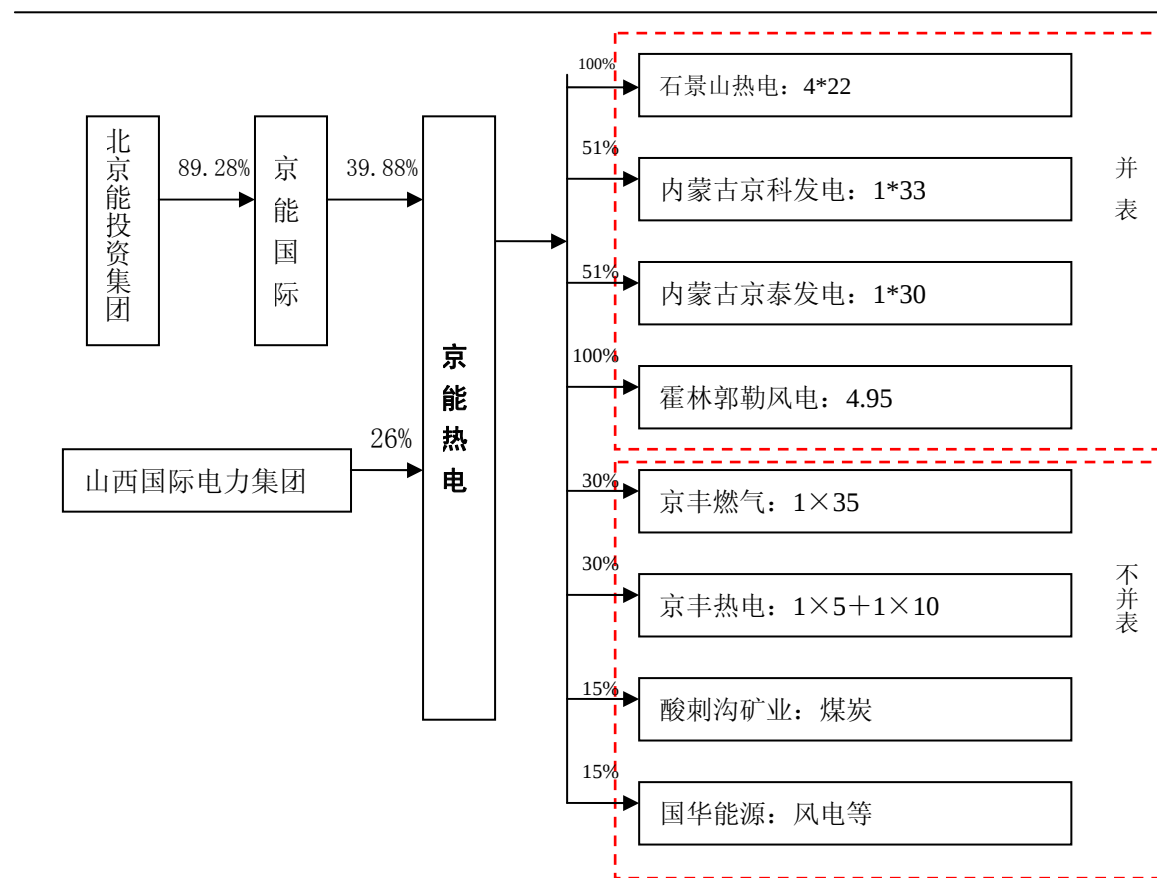
●持股国华能源, 长期业绩的增长点: 公司持有国华能源 15%股权, 国华能源的风场运营投资属于国内第一梯队, 截至 2008 年底, 公司已投产及在建风电场装机总容量达 120 万千瓦, 跻身全国三强, 随着风场运营稳定, 将有较为稳定的收益, 将成为公司业绩长远增长看点之一。

●投资建议: 预计公司 2009-2010 年分别实现每股收益 0.41、0.56 元, 对应动态市盈率分别为 20 和 14 倍, 从动态市盈率来看公司的估值不是很高, 考虑到公司的防御性及成长性, 给予“增持”的投资评级。

一、公司基本情况

- 京能热电目前全资拥有石景山热电厂和霍林郭勒风电（在建），控股内蒙古京科发电（在建）和京泰发电（在建），另外参股了3家电力和1家煤炭企业，公司目前业绩贡献的主力是石景山热电厂4*22万千瓦机组，09年在建两个机组将要投产。
- 京能热电的实际控制人是北京能源投资集团，大股东是京能国际。北京能源投资集团实力雄厚，现拥有投入运营项目23个，参股4家发电集团，已投产权益容量1055万MW，已投产热电厂供热量占北京管网集中供热面积的40%。由于集团正在积极准备京能国际海外上市，从目前的情况来看短期内集团不会对公司进行资产注入，但长期看如果不能实现海外上市，不排除集团可能将公司作为资本运作平台。
- 2007年920资产处置后，大股东京能集团获得了公司的绝对控股权，大股东对公司支持力度加大，2007年公司投资控股设立了内蒙古京科发电有限公司（负责1*33机组建设）、内蒙古京泰发电有限责任公司（负责2*30煤矸石机组建设），并投资参股了北京京丰热电有限责任公司，预计未来大股东继续支持公司进行进一步的扩张。

图 1：公司主要股东及资产构成（装机容量单位：万千瓦）



资料来源：山西证券

表1：公司主要资产（单位：万千瓦）

	机组构成	容量	权益	权益容量	附注
石景山热电	4×22	88	100%	88	08 年增容8
内蒙古京科发电	1×33	33	51%	24.09	09 年投产
内蒙古京泰发电	2×30	60	51%	30.6	09 年投产
霍林郭勒风电	33×0.15	4.95	100%	4.95	09 年投产
京丰燃气	1×35	35	30%	11	燃气发电
京丰热电	1×5+1×10	15	30%	4.5	热电
酸刺沟矿业（煤炭）			15%		欲增持股权到24%
国华能源			15%		风电

资料来源：山西证券

二、石景山热电厂经营情况及业绩分析

北京主要电源、热源之一 区域不可替代性

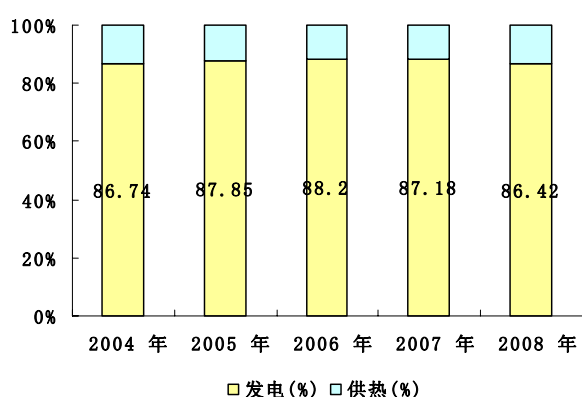
- **北京主要电源、热源之一：**石景山热电厂是北京地区主要的热电供应单位，也是北京地区电力负荷的支撑电厂。公司现有22万千瓦发电机组4台（改造扩容后），总装机容量达88万千瓦、供热能力3,250吉焦/小时，供热面积达到2,550万平方米，供热面积为北京地区集中供热面积的四分之一，电力供应约占北京地区的30%。
- **改造扩容，实现增长：**2007-2008 年，经过机组增容改造以后，机组的发电供热效率已提高10%，单机容量达到22 万千瓦，总装机容量达88 万千瓦。华北电网已于2009年1月1日开始正式按照扩容后的4*22万千瓦的机组开始调度，这将使公司的发电量即使在发电小时下降的情况下发电量仍可能不同等幅度下降。随着北京市区规模迅速扩张，供热面积不断扩大，此次扩容为公司进一步占领供热市场提供了基础。
- **首钢搬迁，供热面积可能进一步扩大：**在首钢搬迁后，公司将可能进一步覆盖原来首钢自备电厂供热区域将，公司的供热面积和供热收入将会进一步增加，也进一步带动了公司的发电小时。
- **区域不可替代性：**供热业务的区域性特征决定了热源不能与热负荷距离过远，北京市的供热需求必须靠本地热源解决，公司热力产品具有明显的不可替代性。北京电网作为受端电网，必须保证足够的内部电源支撑，以提高电网稳定性，随着外供电力的增长，北京市也要保证本地发电能力的合理增长，以维持电网的平衡与安全，地理位置决定了本公司具有较大的发电和送电优势。

表2：公司在北京地区市场份额

热源名称	2007 年供热面积 (万平方米)	所占份额 (%)	2010 年规划供热面积 (万平方米)
京能热电	2,550	22.08	3,100
高碑店电厂	1,250	10.82	1,400
北京一热	1,400	12.12	1,400
北京二热	1,200	10.39	0
其他	5,150	44.59	8,550
合计	11,550	100.00	14,450

资料来源：山西证券，公司公告

图 2：业务占比情况



资料来源：公司公告

图 3：发电及供电业务毛利率情况

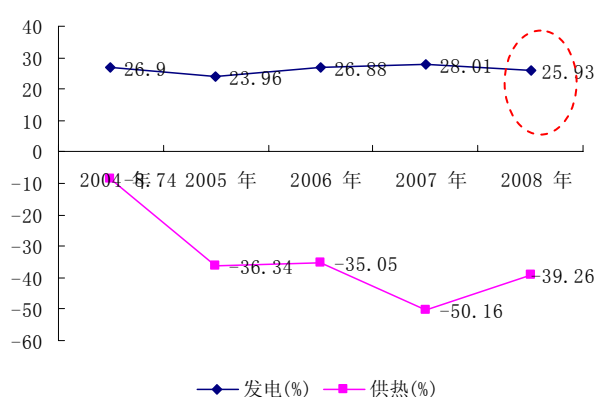
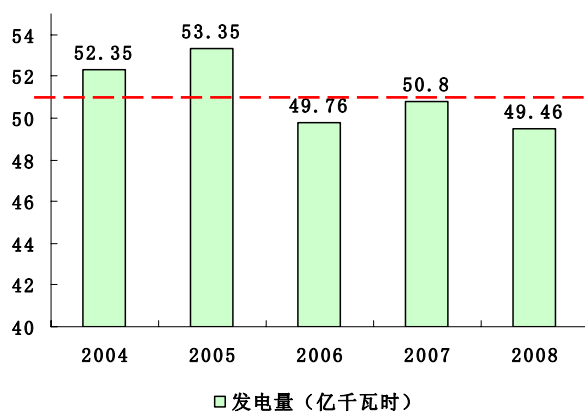
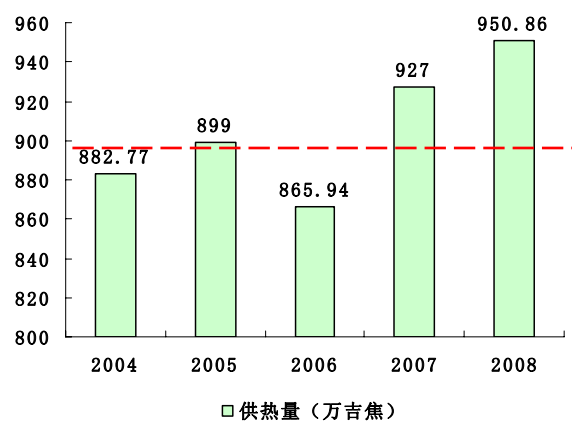


图 4：公司发电量情况



资料来源：公司公告

图 5：公司供热量情况



发电小时远好于平均水平 防御性较强

- **热电联产，供热高峰期较负荷运转：**公司属于热电联产机组，担负者北京四分之一地方的供热，公司在供热高峰期（每年11月-3月）机组将会较高负荷运转，有效带动了公司的发电小时。
- **公司发电小时远高于平均水平：**根据80万千瓦的装机容量测算公司2008年的发电小时约6000小时左右，远高于北京地区火电的平均水平5071小时。从历史上看公司的平均发电小时一直较为稳定，维持在6200-6500区间内，一般高出当地平均发电小时20%左右。
- **北京地区2009年发电小时较为乐观：**北京地区2008年火电平均发电小时5071小时，2007年5428小时，同比下降6.58%，好于全国的-8%水平。在全国1-2月份火电发电小时下降12%的情况下，北京地区1-2月份发电小时上升12.4%（主要原因由于北京地区发电机组多数为热电联产机组，1-2月份供热季节发电小时较高），但也可已看出北京地区2009年供需形势较全国平均水平较为乐观。
- **预计石景山热电厂发电小时维持5500小时左右：**北京属于热负荷中心，供热季节机组基本接近满负荷运行，预计09年供热期（大概5个月）石景山电厂基本能维持较高的发电小时，这将有效的带动全年的发电小时，预计全能发电小时能维持在5500小时左右，远高于全国平均水平，高出约35%左右。（2008年全国火电平均发电小时4911，由于09年用电需求的下降以及新投产装机容量的增长，预计09年火电发电小时下降10%左右，09年发电小时在4400小时左右）。

图 6 公司发电小时情况

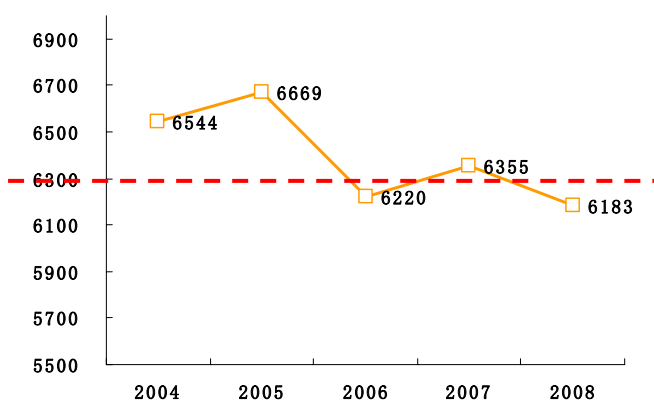
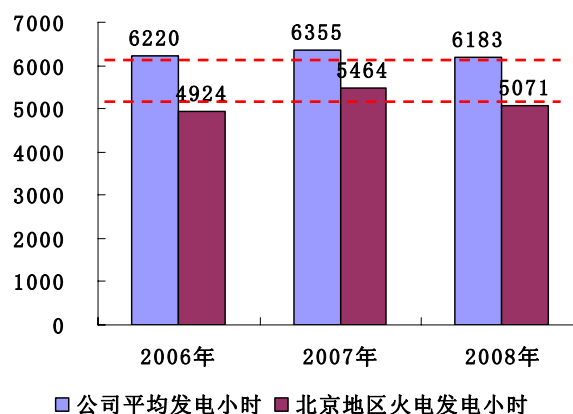


图 7：公司发电小时与北京地区比较



资料来源：公司公告 注：2008年按80万千瓦装机容量测算发电小时

较强的成本控制能力

- **煤价涨幅低于行业平均水平：**公司08 年标煤价格在520元左右，同比上涨92.22 元/吨，涨幅22%左右，远好于全行业的涨幅。公司煤炭主要是合同煤，而公司合同煤兑现比例高和价格在08年比较稳定，除了公司和集团管理能力优异外，与08 年北京举办奥运会保稳定也有一定关系。
- **合同煤尚未签订，预计涨幅不大：**公司09年合同煤尚未签订，但在目前煤炭供应较为充分的背景下，再加上公司优秀的成本管理能力，预计09 年合同煤涨幅在5%-10%左右。
- **供电煤耗下降幅度较大：**公司供电煤耗下降较快也是燃料成本涨幅小于行业的主要原因之一，公司供电煤耗由07 年339 克/千瓦时下降到08 年的319 克/千瓦时，下降幅度达到5.9%，目前的供电煤耗在20万千瓦机组中属于较低水平，体现了公司的成本控制能力。

09年将受益于电价、热价上调

- **公司电价调整情况：**自7月1号由每千瓦时0.3668元/千瓦时调整为0.3903元/千瓦时；自2008年8月20日起再上调0.2元/千瓦时，上网电价达到0.41元/千瓦时，合计调整幅度约11%。
- **09年受益于电价、煤价上调：**在煤炭价格涨幅不多以及公司发电小时较为稳定的情况下，08年两次电价上调（上调约11%）有效的提升了石景山电厂09年的业绩。
- **拟积极申请脱硝电价：**北京地区环保要求高于其他地区，对电厂脱硝有一定要求，公司在电厂脱硝方面投入也较多，公司拟申请给予脱硝电价补贴，预计国家未来为了鼓励电厂脱硝，可能会出台相关电价补贴政策，这将一定程度补贴公司脱硝成本，有利于提高盈利能力。

表 3：石景山热电厂电价、热价调整情况

	装机容量 (万千瓦)	调整前	调整后	调整幅度
电价（元/千瓦时）	88	0.3668	0.4103	11%
热价（元/吉焦）	88	23	33	43.48%

资料来源：公司公告 注：仅工业用电提价

盈利预测及业绩敏感性测试

- **盈利预测结果：**在不考虑其他投产项目和投资收益，仅对石景山热电厂进行了盈利预测，在假设09年标煤价格上涨5%，发电小时5500小时的情况下，预测得出2009年-2010年的业绩为0.34、0.39元。
- **业绩底线分析：**我们对公司业绩进行了敏感性测试，见表5。在煤价上涨10%，发电小时5300小时的情况下，石景山热电的业绩为0.25元，我

们认为这是石景山热电09年的业绩底线。

表4：石景山热电厂盈利预测

	2006 年报	2007 年报	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
石景山热：电装机容量	80	80	80	88	88
发电小时	6220	6355	6183	5500	5800
发电量（亿千万时）	49.76	50.8	49.46	48.4	51.04
电价（元/千万时）				0.4103	0.4103
供热量（万吉焦）	865.94	927	950.86	980	1000
热价（元/吉焦）				33	33
供电煤耗（克/千瓦时）		339	319	319	319
供热煤耗（千克/吉焦）			35	35	35
厂电用率				6%	6%
标煤成本			520	546	546
单位燃料成本(元/千万时)			0.16588	0.174174	0.174174
单位：万元	2006 年报	2007 年报	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	153,407.53	164,496.01	169,640.03	188,166.55	197,453.19
营业成本	125,865.31	132,864.27	139,738.71	145,028.02	150,008.41
燃料成本			99,349.90	103,028.02	108,008.41
折旧成本			14,000.00	16,000.00	16,000.00
其他成本			26,388.81	26,000.00	26,000.00
毛利率	17.95%	19.23%	17.63%	22.93%	24.03%
营业税金及附加	1,579.61	1,601.20	1,678.34	2,400.00	2900.00
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	6,862.84	6,346.16	6,397.96	6,500.00	6500.00
财务费用	110.59	463.05	5,673.00	8,000.00	8000.00
资产减值损失	793.04	763.12	748.59	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,049.59	807.47	3,031.28	0.00	0.00
营业利润	19,245.72	23265.67	18,434.70	26238.54	30044.78
营业外收入	806.54	1,230.78	449.22	0.00	0.00
营业外支出	327.77	102.47	57.8	0.00	0.00
利润总额	19,724.50	24,393.98	18,826.13	26,238.54	30044.78
所得税	5,569.60	5,446.48	4,033.77	6,559.63	7511.20
净利润	14,154.90	14,792.35	14792.35	19678.90	22533.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	14,154.90	14,792.35	14792.35	19678.90	22533.59
基本每股收益(元)	0.25	0.33	0.26	0.34	0.39

资料来源：山西证券

表5：石景山热电业绩敏感性测试

		发电小时				
		6000	5800	5500	5300	5000
煤价	10%	0.36	0.33	0.28	0.25	0.19
	5%	0.43	0.4	0.34	0.31	0.25
	0%	0.5	0.46	0.41	0.37	0.31
	-5%	0.57	0.53	0.47	0.43	0.37

资料来源：山西证券

三、新投产机组基本情况及业绩分析

2台机组预计2009年投产

- 公司控股子公司内蒙古京科发电有限责任公司现承建1×300MW 空冷供热机组工程（持股比例51%），预计2009 年投产。
- 公司控股子公司内蒙古京泰发电有限责任公司现承建2×300MW 煤矸石发电机组一期工程（持股比例51%），预计2009 年投产。
- 公司2009年合计投产可控装机容量60万千瓦，同比增长68%；增加权益装机容量37.2万千瓦，同比增长42.3%；2009年公司规模实现了快速扩张。

09年投产机组盈利不容乐观，可能拉低公司业绩

- **内蒙古地区09年发电小时不容乐观**：公司投产两台机组主要在内蒙古自治区，属于高耗能产业基地。受经济危机的影响内蒙古自治区火电发电小时下滑幅度很大，2008年内蒙古自治区火电平均发电小时4771小时，较2007年的5517小时下滑了746小时，约13%。内蒙古地区2009年1-2月份发电小时较2008年下降了20%，预计2009年蒙古地区发电小时下滑20%，约为3800小时左右，发电小时创历史新低。
- **新投产机组对09年盈利影响有限**：考虑到新投产机组入网磨合等问题，新投产机组2009年发电小时可能低于地区平均水平，预计新投产机组发电小时在3500左右，再加上新项目开办费用直接计入当期损益，新投产机组对09年盈利影响有限。

长期业绩值得期待

- **长期盈利可期** 公司新投产机组都属于大容量、坑口机组，其中一台属于国家鼓励的煤矸石发电机组，具有较强的盈利能力。预计随着经济的好转，用电需求的上升，公司新投产机组盈利能力逐渐回升，虽然09

年对公司业绩贡献有限，但将增厚公司2010年的业绩，详见下文。

表 6：公司 09 年预计投产机组情况

厂名称	可控装机容量 (万千瓦)	股权比例益	权益装机容量 (万千瓦)	机组类型	预计投产时间
内蒙古京泰发电煤矸石电厂一期	30 (1*30)	51.00%	15.3	煤矸石发电	2009
内蒙古京科发电	30 (1*30)	51.00%	15.3	火电	2009
合计	60		30.6		

资料来源：山西证券

京科发电基本情况

- **基本情况：**京科发电负责建设及运营内蒙古科右中热电厂，为 1 台33 万千瓦空冷供热机组，位于内蒙古兴安盟科右中旗巴彦胡舒镇，该项目也为热电联产项目，在“以热定电”模式下电量较为纯火电较为稳定，发电小时预计好于当地平均水平。
- **造价较高，为二期预留空间：**该工程建设概算总投资17.6 亿元，经测算平均造价达到5343 元/千瓦，预计可以控制在5000元/千瓦左右，该项目造价较高的主要原因是由于为二期做准备（准备申报2*100万千瓦机组）。
- **预计煤炭成本较低：**科右中热电厂所需燃料由内蒙古霍林河煤矿供应，采用铁路运输到厂，霍林河煤矿距离科右中旗190 公里，霍通铁路经电厂铁路专用线到厂内，燃料运输成本较低，在目前的环境下预计标煤价格在300 元/吨以下。
- **争取上东北网，有利于电价及发电小时：**科右中热电厂处于蒙东地区，公司力争该电厂能够上东北网，东北网电价要高于蒙东地区（见表7），发电调度小时也高于蒙东地区。
- **业绩预测：上蒙东电网：**1、发电小时4000小时；2、标煤单价300元/吨；3、含税电价0.2883，根据以上假设，2010年能贡献归属母公司净利润1000万左右。**上东北电网：**如果能够上东北网含税电价在0.37元/千万时左右，其他假设不变，经测算能贡献2010年归属母公司净利3000-4000万左右。
- **二期规划：**公司对京科发电还有二期2*100万千瓦机组的规划，但考虑多内蒙地区电力相对富余，预计短期内拿到批文的可能性较小，但长远可能是公司的增长点。

表7：内蒙及东北省市上网电价比较

省市	提价前（元/kWh）	两次合计上调（分/kWh）	合计上涨比例	电价（元/kWh）
辽宁	0.3588	3.17	8.84%	0.3905
黑龙江	0.35	2.33	6.66%	0.3733
吉林	0.3457	1.97	5.70%	0.3654
蒙东	0.274	1.43	5.22%	0.2883
蒙西	0.2599	1.9	7.31%	0.2789

资料来源：山西证券

京泰发电基本情况

- **基本情况：**京泰发电属于煤矸石电厂，位于内蒙古鄂尔多斯市准格尔旗薛家湾镇西南20公里处酸刺沟煤矿边上，属于蒙西地区，建设两台30万千瓦国产亚临界空冷煤矸石发电机组，属于坑口电厂，概算总投资约为28.55亿元，预计该项目的单位造价在4000元/千瓦左右。
- **坑口电厂具备成本优势：**本项目与酸刺沟煤矿属于煤电联营项目，电厂主要燃用酸刺沟煤矿选煤厂产出的煤矸石和洗中煤，属于坑口电厂，预计标煤成本能在300元/吨以内。
- **煤矸石发电可能享受优惠政策：**由于该项目为煤矸石电厂，燃料成本低，同时可享受国家优惠的税收政策，未来盈利前景极好。
- **业绩预测：**1、发电小时4000小时；2、标煤单价300元/吨；3、含税电价0.2789元/千瓦时。根据以上假设，预计2010年能贡献归属母公司净利润2000-3000万元左右。
- **二期规划：**公司对京泰发电还有二期2*60千瓦机组的规划，但考虑多内地区电力相对富余，预计短期内拿到批文的可能性较小，但长远可能是公司的增长点。

四、酸刺沟煤矿基本情况及业绩分析

- **增持酸刺沟煤矿，拟再次增持：**公司已经出资5.1亿元收购内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业15%股权，设计生产能力为年产1200万吨，目前按成本法核算，投资收益需要根据利润分配确认，较为不确定。公司2008年公告，拟再次收购9%股权，至此公司的持股比例将增加到24%，完成后按权益法核算其投资收益，投资收益按持股比例计算当年净利润，贡献投资收益直接和企业盈利挂钩，如果收购成功将使公司09年业绩大幅增长。
- **酸刺沟煤目前的生产情况：**酸刺沟煤矿设计生产能力为年产1200万吨，并配套建设相应洗煤厂和煤矿铁路专用线，矿井于2008年8月如期投入试生产，完成原煤产量145.75万吨（销售原煤145.75万吨），实现

销售收入28,262.24万元,实现净利润7,179.98万元。公司计划2009年生产原煤780万吨。

- **酸刺沟煤矿业绩分析:** 酸刺沟煤矿08年实现净利润7,179.98万元,由于属于成本法核算,08年如果分配利润将计入09年投资收益(如果按权益法核算将贡献公司08年每股收益0.02元)。如果9%的股权收购成功,将以权益法核算投资收益,经测算09年将贡献业绩0.13元左右,增厚作用明显。

表 8: 酸刺沟矿业盈利预测

	2008 年	2009 年 E 股权比例 15%	2009 年 E 股权比例 24%
生产煤炭量(万吨)	145.75	780	780
营业收入(万元)	28262.24	-	-
净利润(万元)	7179.98	31200	31200
归属于公司净利润(万元)	1076.997	4680	7488
理论可贡献每股收益(万元)	0.0188	0.0817	0.1307
吨煤利润(元)	49.26	40	40

资料来源: 山西证券

部分实现煤炭自给、业绩受煤炭市场影响较小

- **基本实现煤矿自给:** 根据我们的测算,收购后公司煤炭权益年产量已经能满足60%的已有和新建电厂的权益煤炭需求,煤炭自给率较高。煤炭自给率较高使公司受煤炭市场价格波动影响较小,公司对煤价波动的防御性强于一般火电公司。

表 9: 公司煤炭自己率较高

厂名称	可控装机容量 (万千瓦)	股权比例益	权益装机容量 (万千瓦)	预计年用标煤量 (万吨)	机组类型
京能电厂	80 (4*20)	100.00%	80	200	热电联产
京泰电厂	60 (2*30)	51.00%	30.6	60	煤矸石发电
京科发电公司	30 (1*30)	73.00%	21.9	40	火电
合计	170			300	

资料来源: 山西证券

表 10: 公司投资煤矿基本情况

	年产煤炭 (万吨)	资源储量 (亿吨)	煤种类型	预计再次 收购比例	收购后 持股比例	收购后权益年产量 (万吨)	折合标煤年产量 (万吨)
酸刺沟煤矿	1200	14.15	优质动力煤	9%	24%	288	185.14

资料来源: 山西证券 (折合标煤, 酸刺沟煤矿按 4500 大卡计算)

五、国华能源基本情况

- 公司持有国华能源15%股权，国华能源的风场运营投资属于国内第一梯队，截至2008年底，公司已投产及在建风电场装机总容量达120万千瓦，跻身全国三强，随着风场运营稳定，将有较为稳定的收益，成为公司业绩长远增长的另一个看点。
- 此外国华能源金融及房地产投资实现了资本增值，也优化了公司股权投资的资产质量。

产业投资——风场运营开发龙头

- 国华能源成立于1998年，净资产126亿元人民币，属神华集团公司管理的国有独资公司，主要任务是进行以风力发电为主的可再生能源投资开发以及管理和回收煤代油资金，管理资产335亿元，下属21家独资、控股公司。
- 公司当前的发展重点是风力发电，目前，公司已与河北、内蒙、黑龙江、江苏等省、区、市政府签订了风电合作开发协议，协议总规模约2200万千瓦，控制面积达到7000平方公里。截至2008年底，公司已投产及在建风电场装机总容量达120万千瓦，跻身全国三强，已经发展成为国内风电领域的一支重要力量。
- 国华能源规划到2010年末，公司的风电总装机容量达到150万千瓦；到2020年累计装机达到600万千瓦；争取建成三个百万千瓦级的风电基地，并逐步开展海上风电、太阳能发电等可再生能源开发工作，成为国内可再生能源产业的骨干企业。

金融及地产投资

- **金融投资：**国华投资公司的金融业务是在服务于资产管理业务和其他投资业务过程中逐步发展形成的。截止目前，公司金融业务主要项目有中诚信托投资公司、神华财务公司、永诚财产保险公司、中国银行、交通银行、国都证券、华泰证券等。国华投资公司是中诚信托公司的第一大法人股东和神华财务公司第二大股东，金融投资实现了有效增值。
- **房地产投资：**国华投资公司主要在北京、山东两地投资开发写字楼和住宅，主要有北京国华投资大厦、汉华国际饭店、人民教育出版社大厦、山东济南国华经典等项目。目前，公司累计开发规模达到130万平方米，其中多数项目已经竣工，仅有两个项目正在开发建设。

六、整体盈利预测

- 假设京科发电和京泰发电一期均于2010年初投产。
- 公司成功收购酸刺沟煤矿9%股权，持股比例变为24%。
- 预计公司2009-2010年分别实现每股收益0.41、0.56元。

表 11: 盈利预测假设

	2006 年报	2007 年报	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
石景山热电：电装机容量	80	80	80	88	88
发电小时	6220	6355	6183	5500	5900
发电量（亿千万时）	49.76	50.8	49.46	48.4	51.92
电价（元/千万时）				0.4103	0.4103
供热量（万吉焦）	865.94	927	950.86	950	1000
热价（元/吉焦）				33	33
供电煤耗（克/千瓦时）		339	319	319	319
供热煤耗（千克/吉焦）			35	35	35
厂电用率				6%	6%
标煤成本			520	546	546
京科发电：投产装机容量（万千瓦）					33
发电小时					4000
发电量（亿千万时）					13.2
电价（元/千万时）					0.37
供电煤耗（克/千瓦时）					330
厂电用率					6%
标煤成本					300
京泰发电：投产装机容量（万千瓦）					30
发电量					12
发电小时					4000
电价（元/千万时）					0.2883
供电煤耗（克/千瓦时）					330
厂电用率					6%
标煤成本					300
合计发电量	49.76	50.8	49.46	48.4	77.12

资料来源：山西证券

表 12：盈利预测表

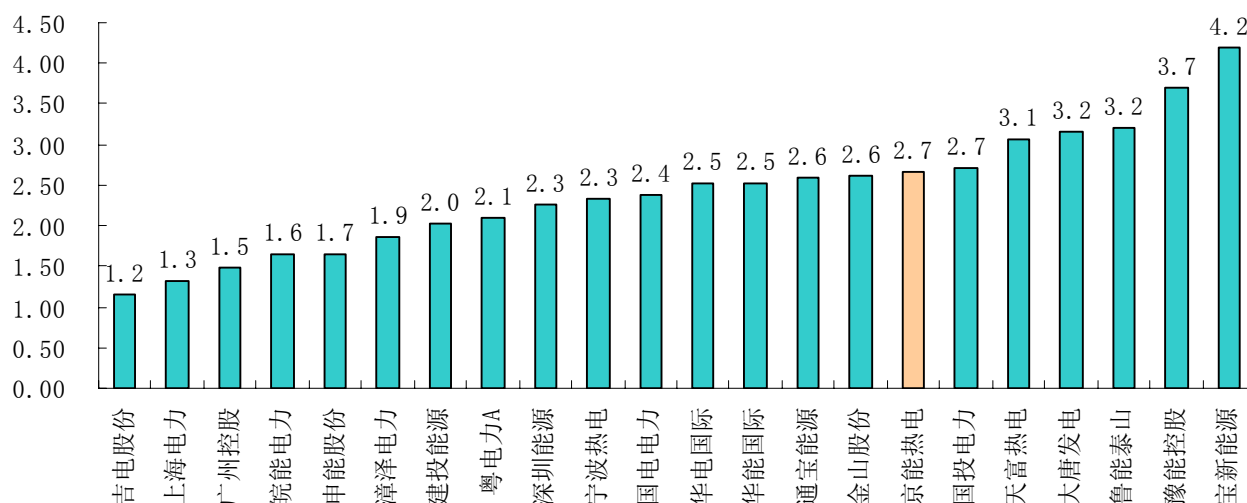
单位：万元	2006 年报	2007 年报	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	153,407.53	164,496.01	169,640.03	190,685.07	267,388.10
增长率		7.23%	3.13%	12.41%	40.22%
营业成本	125,865.31	132,864.27	139,738.71	145,028.02	196489.14
毛利率	17.95%	19.23%	17.63%	23.94%	26.52%
营业税金及附加	1,579.61	1,601.20	1,678.34	1,886.55	2645.41
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	6,862.84	6,346.16	6,397.96	9,397.96	19193.88
财务费用	110.59	463.05	5,673.00	7,000.00	12000.00
资产减值损失	793.04	763.12	748.59	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,049.59	807.47	3,031.28	4000.00	10000.00
营业利润	19,245.72	23265.67	18,434.70	31372.54	47059.66
营业外收入	806.54	1,230.78	449.22	0.00	0.00
营业外支出	327.77	102.47	57.8	0.00	0.00
利润总额	19,724.50	24,393.98	18,826.13	31,372.54	47059.66
所得税	5,569.60	5,446.48	4,033.77	7,843.13	11764.92
净利润	14,154.90	14,792.35	14792.35	23529.40	35294.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	3000.00
归属于母公司所有者的净利润	14,154.90	14,792.35	14792.35	23529.40	32294.75
基本每股收益(元)	0.25	0.33	0.26	0.41	0.56
稀释每股收益(元)	0.25	0.33	0.26	0.41	0.56

资料来源：山西证券

七、投资建议

- **动态市盈率估值：**保守预计公司2009-2010年分别实现每股收益0.41、0.56元，对应动态市盈率分别为20和14倍，从动态市盈率来看公司的估值不是很高。
- **行业相对估值分析：**公司目前的PB为2.7倍，在火电行业处于偏高水平，考虑到公司石景山热电较高的发电小时以及北京地区用电需求的稳定性及不可替代性，公司的盈利能力及稳定性可能要高于行业平均水平，公司的PB水平也较为合理。
- **投资建议：**通过比较发现公司的估值并不算很高，考虑到公司的防御性及成长性增长给予“增持”的投资评级。

图8: PB估值比较



资料来源: 山西证券

八、投资风险

- **新投产电厂的业绩风险:** 由于公司新建电厂都处于内蒙古地区, 目前当地的发电小时不容乐观, 此外新机组投产刚入网可能不能理顺关系, 发电小时可能低于当地平均, 而折旧和财务费用都要释放, 开办费用也要一次计入当期损益, 这都将可能影响公司09或10年业绩。
- **新机组中长期风险:** 如若中短期当地发电小时不能有效回升, 投资项目建成投产后的盈利能力将具有较大的不确定性, 项目内部收益率有可能下降, 投资回收期有可能延长, 进而对公司的经营业绩和偿债能力产生一定的不利影响。
- **再收购9%煤炭股权风险:** 公司09-10年部分业绩依赖于该煤矿的投资收益, 如果不能成功收购9%股权, 将无法按权益法核算, 投资该煤矿的投资收益则不可预测 (根据前一年分配按比例核算)。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。