

京能热电(600578)

面临业绩的季度性低谷

——京能热电调研报告

✍ 崔健 CFA
☎ 86-22-28451618
✉ bhzcqj@hotmail.com

核心观点:

- 未来两年存在新投产机组
- 参股煤炭分享上游利润

投资要点:

● 可控发电设备全部为热电联产机组

截至 2008 年底,公司可控装机容量为 88 万千瓦,权益装机容量为 101.8 万千瓦。其中,可控机组为热电联产机组,在每年 11 月 15 日至下一年度 3 月 15 日的采暖季节以热定电,这段时间的设备基本可以满产。

● 未来两年存在新投产机组

公司在建项目可控装机容量为 94.95 万千瓦,是现有可控装机容量的 1.08 倍;权益装机容量为 57.45 万千瓦,是现有权益装机容量的 56.43%。预计在建项目的投产会在今、明两年提升公司发电能力。

● 参股煤炭分享上游利润

公司参股的酸刺沟煤矿 24%股权,2009 年 1~4 月,该矿区出产的煤炭销售均价为 181.35 元/吨(含税),假设保持这一价格销售,在洗出率为 88%的情况下,达产后年均净利润约 4.1 亿元,每年为公司贡献投资收益达到 9800 万元。

● 估值水平及投资建议

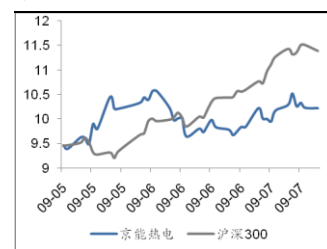
我们认为公司 09 年下半年合理的价值区间为 9.5~12.39 元。预计公司二季度可能处于微利甚至亏损状态,中期业绩面临一定的压力。综合当前的估值水平,我们给予公司“中性”的投资评级。

评级: 中性
上次评级: 首次评级
目标价格: ¥ 10.95
上次预测:
当前价格: ¥ 10.39

2009.07.14

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.14
2Q/2008	0.01
3Q/2008	0.12
4Q/2008	0.12

最近两个月走势图



公司简介

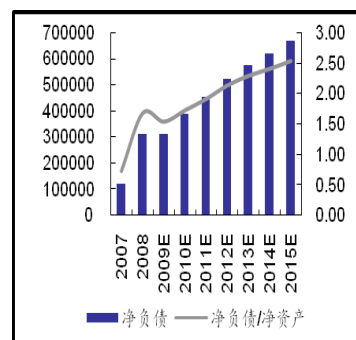
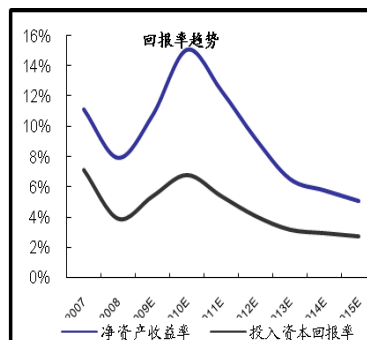
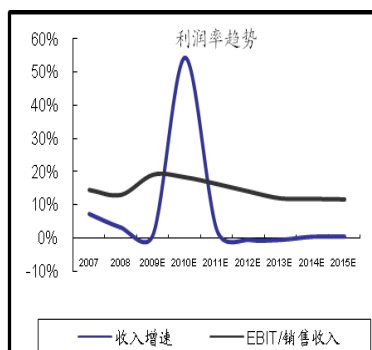
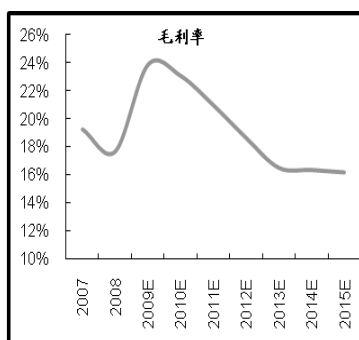
京能热电是北京市热电联产企业

相关报告

首次

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营收入	1,645	1,696	1,713	2,641
(+/-)%	7%	3%	1%	54%
经营利润(EBIT)	237	218	328	485
(+/-)%	24%	-8%	50%	48%
净利润	189	148	216	260
(+/-)%	34%	-22%	46%	20%
每股净收益(元)	0.33	0.26	0.38	0.45
每股股利(元)	0.15	0.20	0.12	0.19
利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E
销售毛利率(%)	19.23%	17.63%	23.88%	23.08%
ROE(%)	11.11%	7.90%	10.71%	11.49%
ROIC(%)	7.15%	3.92%	5.40%	6.81%
PE	30.59	39.19	26.80	22.27
PB	3.40	3.10	2.87	2.56
EV/EBITDA	16.77	22.88	17.89	14.02

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	233	374	86	264	270	营业收入	1645	1696	1713	2641	2702
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1329	1397	1304	2031	2135
应收账款	192	242	218	345	350	营业税金及附加	16	17	17	26	27
预付款项	162	1035	1278	1751	2372	销售费用	0	0	0	0	0
其他应收款	6	17	7	13	15	管理费用	63	64	64	99	101
存货	31	42	36	56	58	财务费用	5	57	118	127	150
其他流动资产	150	0	0	0	0	资产减值损失	8	7	0	0	0
长期股权投资	876	876	876	876	876	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1018	998	1142	1311	1463	投资收益	8	30	75	112	118
在建工程	229	1290	289	320	310	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	80	80	80	80	营业利润	233	184	284	469	407
无形资产	27	27	27	27	27	营业外收支净额	11	4	4	4	4
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	244	188	288	473	411
资产总计	2940	5006	5124	6127	6906	减：所得税	54	40	72	118	103
短期借款	700	2100	2027	2464	3033	净利润	189	148	216	355	308
应付票据	0	75	71	111	117	归属于母公司的净利润	189	148	216	260	214
应付账款	278	374	321	501	526	少数股东损益	0	0	0	95	94
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.33	0.26	0.38	0.45	0.37
应付职工薪酬	17	34	34	34	34	稀释每股收益	0.33	0.26	0.38	0.45	0.37
应交税费	-2	34	34	34	34	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	30	64	64	64	64	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	7.2%	3.1%	1.0%	54.2%	2.3%
长期借款	168	407	507	607	607	EBIT 增长率	24.0%	-7.9%	50.2%	47.9%	-9.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	33.9%	-21.9%	46.2%	20.4%	-18.0%
负债合计	1234	3134	3105	3861	4462	盈利性					
股东权益合计	1706	1871	2019	2266	2443	销售毛利率	19.2%	17.6%	23.9%	23.1%	21.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	11.5%	8.7%	12.6%	9.9%	7.9%
净利润	189	148	216	355	308	ROE	11.1%	7.9%	10.7%	11.5%	8.7%
折旧与摊销	152	138	145	152	158	ROIC	7.15%	3.92%	5.40%	6.81%	5.41%
经营活动现金流	295	262	148	115	-101	估值倍数					
投资活动现金流	-1013	-1721	-275	-238	-182	PE	30.6	39.2	26.8	22.3	27.1
融资活动现金流	771	1561	-161	302	289	P/S	3.5	3.4	3.4	2.2	2.1
现金净变动	52	101	-288	178	6	P/B	3.4	3.1	2.9	2.6	2.4
期初现金余额	181	233	374	86	264	股息收益率	1.9%	1.5%	1.2%	1.9%	2.2%
期末现金余额	233	335	86	264	270	EV/EBITDA	16.8	22.9	17.9	14.0	16.0



目 录

1.公司简介	6
1.1 热电供应厂商 地处北京市	6
1.2 销售电力和热力	6
1.3 已实现全流通	6
2.电力业务为主 煤炭业务增长快	7
2.1 热电联产为主 采暖季节具备上网优势	7
2.2 新机组投产和煤炭投资带来增长	8
2.2.1 未来两年存在新投产机组	8
2.2.2 参股煤炭分享上游利润	9
3.风险因素	10
3.1 煤电联动机制未理顺	10
3.2 新项目投产风险	10
4.盈利预测	10
4.1 关键假设	10
4.2 盈利预测	11
5.估值及投资建议	11
5.1 估值	11
5.2 投资建议	11

图 目 录

图 1	公司盈利路线	6
图 2	公司与实际控制人之间的产权及控制关系	6
图 3	公司股权结构状况	7
图 4	2008 年收入构成	8
图 5	由于华北地区供给增速大于需求增速公司设备利用率不断下降	8
图 6	可控装机在 2010 年有高增长	9
图 7	假设未来 3 年公司发电设备平均利用小时保持在 4500 小时以上	10

表 目 录

表 1	公司投产机组状况	7
表 2	在建项目情况	8
表 3	规划电厂情况	9
表 4	煤炭业务基本情况	9
表 5	相对估值比较	11

1. 公司简介

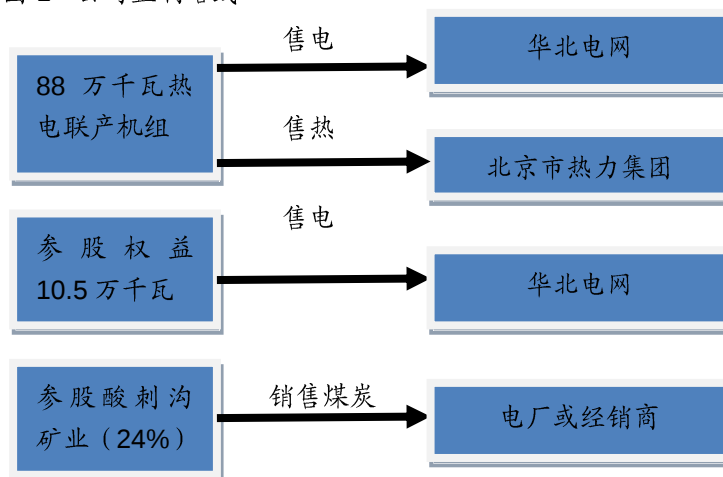
1.1 热电供应厂商 地处北京市

京能热电成立于 2000 年 3 月，是北京地区热电联产生产企业，主要向北京地区提供电力和热力产品。

1.2 销售电力和热力

公司主要通过销售自产的电力和热力产品取得盈利，此外公司还通过参股电厂和煤炭企业获得投资收益。

图 1 公司盈利路线

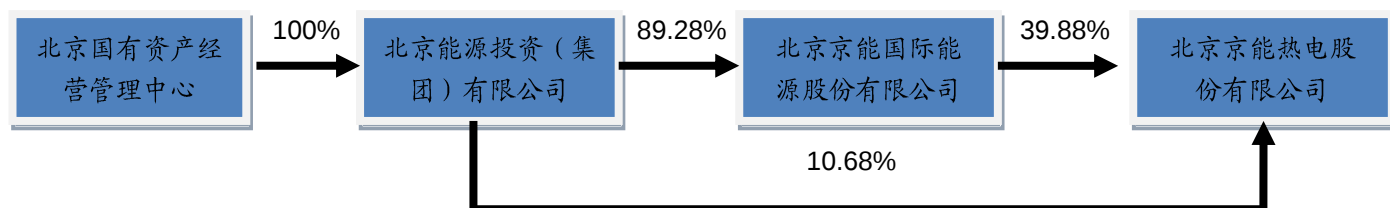


资料来源：公司公告、渤海证券研究所

1.3 已实现全流通

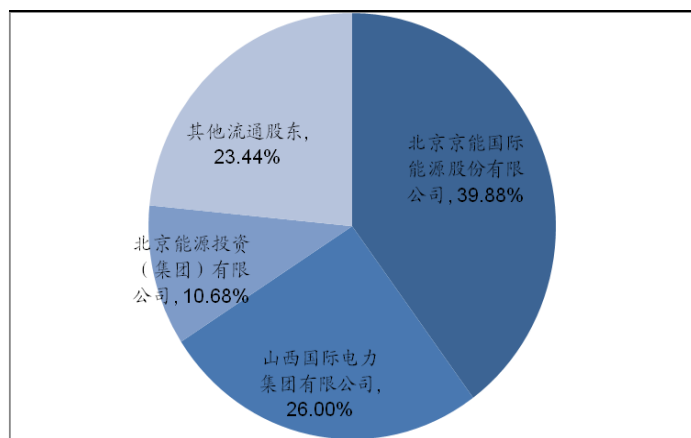
公司已于 2009 年 5 月 25 日实现了全流通，北京国有资本经营管理中心通过控股北京能源投资集团有限公司和北京京能国际能源股份有限公司，成为京能热电的实际控制人。截至 2008 年底，前三大股东并未出现减持现象，原非流通股股东保持战略投资地位的意愿十分明显。

图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告

图 3 公司股权结构状况



资料来源：公司公告

2. 电力业务为主 煤炭业务增长快

2.1 热电联产为主 采暖季节具备上网优势

截至 2008 年底，公司可控装机容量为 88 万千瓦，权益装机容量为 101.8 万千瓦。其中，可控机组为热电联产机组，四台机组在供热运行方式下发电能力约为 72 万千瓦/小时，供热能力为 2512 吉焦/小时。公司热电联产机组在每年 11 月 15 日至下一年度 3 月 15 日的采暖季节以热定电，这段时间的设备基本可以满产。但是，在非采暖季节，特别是每年第二季度，如果需求不足，公司上网电量难以保证。

表 1 公司投产机组状况

机组名称	机组类型	机组构成 (万千瓦)	机组规模 (万千瓦)	权益	权益机组规模 (万千瓦)
石景山热电	热电	4×22	88	100%	88.0
可控装机容量			88		
机组名称	机组类型	机组构成	机组规模 (万千瓦)	权益	权益机组规模
京丰燃气发电	燃气	1×35	35	30%	10.5
京丰热电	热电	1×5 + 1×10	0	30%	0.0
国华能源	风电		21.99	15%	3.3
权益装机容量					101.8

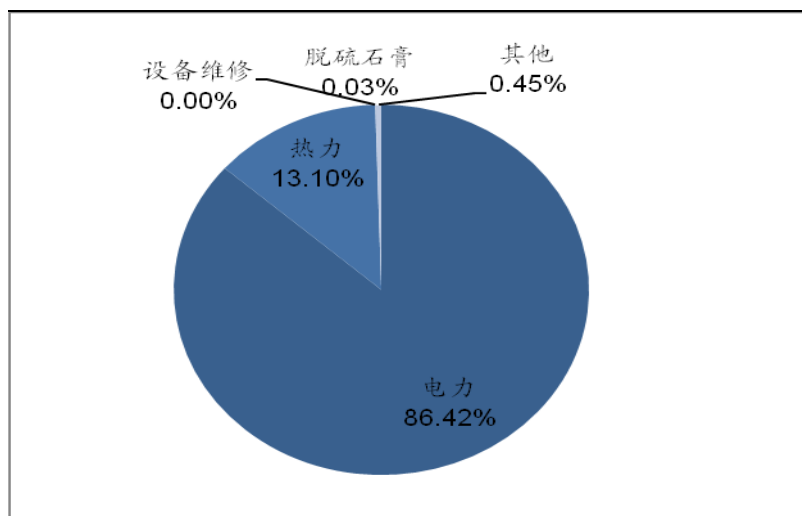
资料来源：公司公告、公司调研、国华能源网站 注：京丰热电已关停

2009 年一季度，公司实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 26.17%；实现净利润 7888.41 万元，同比增长 49.26%。从利润贡献来看，公司热力产品从 2004 年开始毛利率持续为负，不能为公司贡献利润，利润主要来源于电力产品的贡献。

由于华北地区装机容量增长速度明显快于当地电力需求的速度，因此，近几年公司设备利用率不断下降，预计未来几年都难以扭转这一势头。公司采购的煤炭主要来源于晋北、晋中地区，少量来源于河北、内蒙地区。由于地处首都，因此煤炭供应的保障程度很高，基本能够按照重点合同履行，

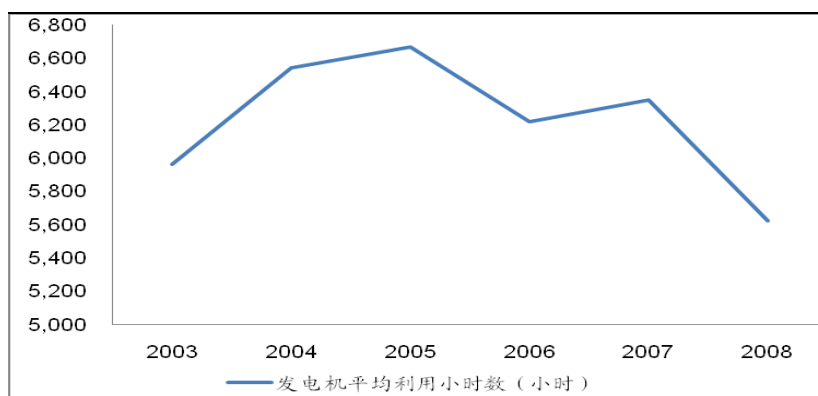
预计 2009 年公司重点合同煤涨价幅度在 4% 左右，从长期来看，煤炭价格有不断上涨的趋势。

图 4 2008 年收入构成



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

图 5 由于华北地区供给增速大于需求增速公司设备利用率不断下降



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

2.2 新机组投产和煤炭投资带来增长

2.2.1 未来两年存在新投产机组

目前，公司在建项目可控装机容量为 94.95 万千瓦，是现有可控装机容量的 1.08 倍；权益装机容量为 57.45 万千瓦，是现有权益装机容量的 56.43%。预计在建项目的投产会在今、明两年提升公司发电能力。由于电力市场需求复苏缓慢，公司计划将京科、京泰投产的时间推迟到 2010 年，预计 2009 年仅有风电项目投产。

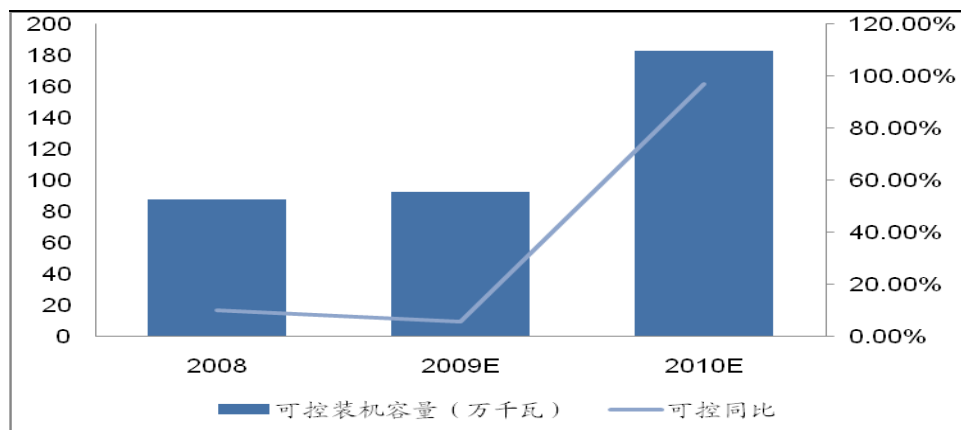
表 2 在建项目情况

机组名称	机组类型	机组构成	机组规模 (万千瓦)	权益	权益机组规模	预计投产时间
内蒙古京科发电	热电	1×30	30	73%	21.9	2010
内蒙古京泰发电	煤矸石发电	2×30	60	51%	30.6	2010

霍林郭勒	风电	33×0.15	4.95	100%	4.95	2009
在建合计			94.95		57.45	

资料来源：公司公告、公司调研

图 6 可控装机在 2010 年有高增长



资料来源：公司公告、渤海证券研究所

除上述在建项目外，公司规划建设两个二期电厂，可控装机容量规模为 320 万千瓦，权益装机规模为 164 万千瓦。这两个规划项目符合我国发展坑口电厂的战略方向，但是其获得核准和投产的时间不确定性很大。

表 3 规划电厂情况

机组名称	机组类型	机组构成	机组规模 (万千瓦)	权益	权益机组规模
内蒙古京科发电二期	热电	2×100	200	73%	146
酸刺沟电厂二期	热电	2×60	120	15%	18
规划合计			320		164

资料来源：公司调研

2.2.2 参股煤炭分享上游利润

公司参股的酸刺沟煤矿尚未取得安全许可证，目前处于试生产阶段，预计 2009 年实际产能约为 700~800 万吨，2010 年可以达产。2009 年 1~4 月，该矿区出产的煤炭销售均价为 181.35 元/吨（含税），假设保持这一价格销售，在洗出率为 88% 的情况下，达产后年均净利润约 4.1 亿元，每年为公司贡献投资收益达到 9800 万元。由于煤炭价格具有长期增长的趋势，因此，预计参股煤炭对公司投资收益的贡献将会不断提高。

表 4 煤炭业务基本情况

公司名称	保有资源储量 (万吨)	资源储量 (万吨)	可开采储量 (万吨)	产能 (万吨/年)	权益	煤种	发热量 (大卡)
酸刺沟矿业	140,863.79	132,251.69	81,826.53	1200	24%	长焰煤	4500—4700

资料来源：公司公告

3. 风险因素

3.1 煤电联动机制未理顺

我国现有的煤电联动机制存在严重缺陷，煤炭交易已基本市场化，而上网电价仍是严格的计划电价，因此，电价调整严重滞后于煤炭价格的变化。由于煤炭作为资源品具有不断上涨的趋势，公司面临成本不断上涨且不能及时转嫁的风险。

3.2 新项目投产风险

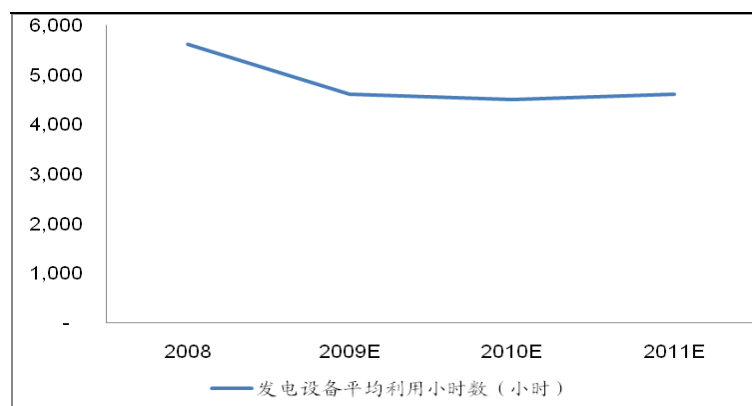
京科、京泰上网电价目前还没有确定，内蒙古当地电力供给相对过剩，新项目投产后盈利能力不确定性较大，2010 年投产的开办费用也会影响当年盈利能力。

4. 盈利预测

4.1 关键假设

- 1、在建机组按计划投产，新火电机组上网电价按蒙西标杆电价 0.2849 元/千瓦时（含脱硫电价）计算，石景山热电上网电价维持在 0.4103 元/千瓦时的现有水平；
- 2、酸刺沟煤矿综合洗出率为 88%，未来 3 年产品价格每年增长 3%；
- 3、公司保持对酸刺沟 24%的持股比例；
- 5、假设 2009、2010 年石景山电厂入炉标煤价格为 540、560 元/吨，京科、京泰 2010 年入炉标煤均价为 415 元/吨，2010 年后各电厂标煤价格年增长率为 3%；

图 7 假设未来 3 年公司发电设备平均利用小时保持在 4500 小时以上



资料来源：渤海证券研究所

4.2 盈利预测

预计 2009~2011 年，公司将分别实现营业收入 17.13、26.41、27.02 亿元，同比分别增长 0.96%、54.16%和 2.31%；实现净利润 2.16、2.60、2.13 亿元，同比分别增长 46.2%、20.4%、下降 18%；对应每股收益 0.38、0.45、0.37 元。

5.估值及投资建议

5.1 估值

我们选取国内火电行业的同类公司进行估值比较，行业 09 年算术平均动态市盈率为 27.47 倍、2010 年动态市盈率为 20.5 倍，最新市净率为 2.97 倍。与行业平均水平相比，京能热电基本处于行业平均水平，2010 年的成长性较高，但高于行业平均的市净率已体现了期成长性。

表 5 相对估值比较

代码	公司名称	EPS			BVPS	收盘价	P/E			P/B
		2008	09E	10E			2008	09E	10E	
600011	华能国际	-0.31	0.30	0.38	3.08	8.23	NA	26.68	21.14	2.67
600027	华电国际	-0.43	0.25	0.29	1.87	5.67	NA	22.61	19.45	3.03
600098	广州控股	0.18	0.27	0.29	4.04	7.24	41.21	25.93	24.03	1.79
600396	金山股份	0.03	0.30	0.54	2.98	9.64	321.33	31.39	17.52	3.23
600642	中能股份	0.21	0.59	0.67	4.85	10.85	52.93	17.87	15.80	2.24
600795	国电电力	0.03	0.25	0.31	2.65	7.56	229.09	29.13	23.51	2.85
600886	国投电力	0.12	0.37	0.49	3.95	10.98	93.29	28.77	22.07	2.78
601991	大唐发电	0.07	0.14	0.37	2.20	8.92	127.43	60.72	23.01	4.05
000027	深能源 A	0.47	0.62	0.70	5.24	12.62	26.85	19.21	17.13	2.41
000539	粤电力 A	0.01	0.22	0.28	3.22	7.59	759.00	33.98	26.15	2.35
000543	皖能电力	0.02	0.36	0.41	4.82	9.01	474.21	24.11	21.17	1.87
000600	建投能源	0.05	0.31	0.40	3.16	6.92	138.40	21.89	17.01	2.19
000690	宝新能源	0.32	0.47	0.49	2.19	9.16	28.65	19.02	18.20	4.18
000899	赣能股份	0.07	0.25	0.29	2.59	7.78	119.33	29.16	24.35	3.00
000531	穗恒运 A	-0.20	0.66	0.72	2.74	15.05	NA	22.19	20.26	5.49
600578	京能热电	0.26	0.38	0.45	3.01	10.39	39.96	26.78	17.12	3.45
	行业平均							27.47	20.50	2.97

资料来源：Wind、渤海证券研究所

我们认为公司 09 年合理的市盈率区间为 25~27 倍，10 年合理的市盈率区间应该为 19~21 倍，09 年下半年合理的价值区间为 9.5~12.39 元。

5.2 投资建议

每年二季度是公司业务的淡季，石景山电厂在今年二季度有两台机组处于长期停产状态，因此，我们预计公司二季度可能处于微利甚至亏损状态，中期业绩面临一定的压力。

公司未来 2 年具有较好的发展空间，长期还要看电力行业整体的发展情况。此外，市场对公司大股东注入资产和整体上市给予较大的期待，但是，我们认为公司大股东选择在香港单独上市的可能性更大。综合当前的估值水平，我们给予公司“中性”的投资评级，并建议规避中期业绩风险。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

电力行业研究员崔健：覆盖重点公司包括国投电力、长江电力、京能热电、大唐发电、明星电力、穗恒运A。

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石油、石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	基础化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn