

电力研究小组
 联系人: 彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2009年8月16日

京能热电 (600578.SH)/9.92元

发电量下降明显, 二季度盈亏平衡

公用事业·电力

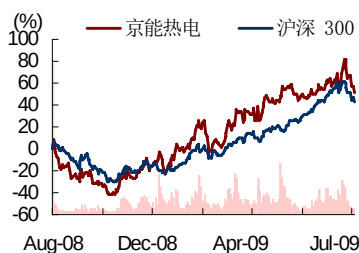
中性-B(维持)

基础数据

上证综指	3047
总股本(万股)	57336
已上市流通股(万股)	57336
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	57
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	68.1%
主要股东	北京京能国际能源股
主要股东持股比例	39.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	29	59
相对表现	0	-11	22



相关报告

京能热电上半年实现归属于公司的净利润 0.9 亿元, 折合每股收益 0.16 元, 同比增长 48%, 增速较快。但是由于二季度发电量下降, 二季度主营业务仅能实现盈亏平衡, 依靠国华能源 2008 年分红到帐贡献每股收益 0.02 元。

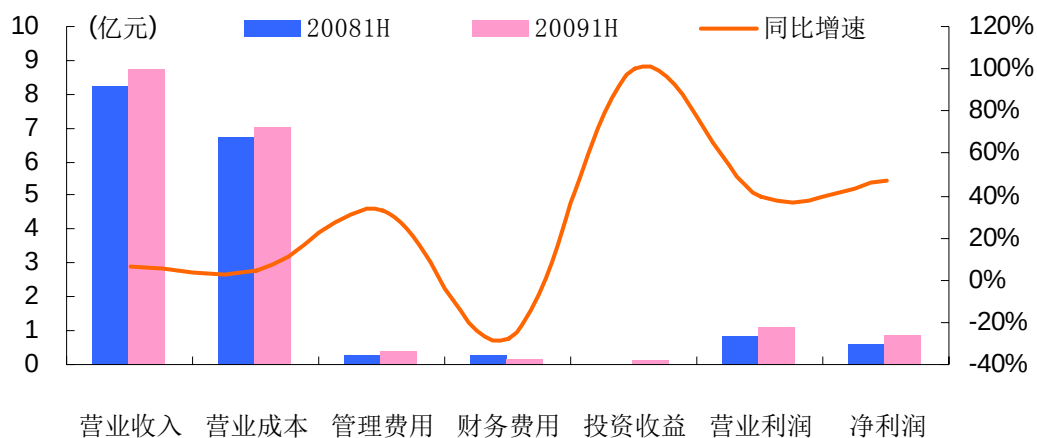
- **上半年实现每股收益 0.16 元。**京能热电上半年实现营业收入 8.76 亿元, 同比增长 6.78%; 营业利润 1.13 亿元, 同比增长 39%; 财务费用 0.2 亿元, 同比减少 28%; 归属于公司的净利润 0.9 亿元, 同比增长 48%, 折合每股收益 0.16 元。
- **发电量同比下降 12%, 供热量同比增加 18%。**报告期内石景山热电厂完成发电量 21.82 亿千瓦时, 同比下降 11.9%; 供热量完成 629.99 万吉焦, 同比升高 17.55%。由于热价和电价的提升推动收入同比增加 6.8%。
- **受发电量下降影响, 公司二季度业绩环比大幅下降。**公司二季度实现销售收入 2.8 亿元, 同比下降 20%, 主要由于需求不足导致发电量下降较多。尽管如此, 其今年二季度毛利率为 13.1%, 比 08 年同期提升 0.4 个百分点, 主要受益于电价和热价的提升。由于供热量的减少, 其热电联产机组二季度毛利率比一季度环比下降了 9 个百分点, 如果扣除二季度收到国华能源分红 0.1 亿元贡献的投资收益, 公司二季度主营业务仅仅维持盈亏平衡。
- **新收购酸刺沟煤炭 9% 股权以及在建的 95 万千瓦装机推动公司未来成长性。**报告期, 公司在持股 15% 的基础上, 继续收购内蒙古伊泰京粤酸刺沟煤炭 9% 股权 (在建), 使得公司在该公司的持股比例增加到 24%, 增加了在该公司中的话语权。公司目前可控装机 93 万千瓦, 在建京科发电 1*30 万千瓦、京泰发电 2*30 万千瓦、霍林郭勒风电 4.95 万千瓦, 都将在 2010 年底之前投产, 届时可控装机容量将翻番。
- **预估 09~11 年每股收益分别为 0.35 元、0.40、0.53 元。**2009 年盈利增长来自于酸刺沟煤炭公司的投资收益, 2010 和 2011 年盈利增长来自于新增发电机组贡献。由于公司未来装机增长较快, 且参股煤炭, 按照 2009 年盈利水平, 给予 25 倍市盈率, 公司合理价值为 8.6 元, 维持“中性”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1645	1696	1866	2426	3275
同比增长	7%	3%	10%	30%	35%
营业利润(百万元)	233	184	260	349	483
同比增长	21%	-21%	41%	34%	39%
净利润(百万元)	189	148	198	228	303
同比增长	34%	-22%	34%	15%	33%
每股收益(元)	0.33	0.26	0.35	0.40	0.53
PE	30.0	38.5	28.7	25.0	18.8
PB	3.5	3.4	3.2	3.0	2.8

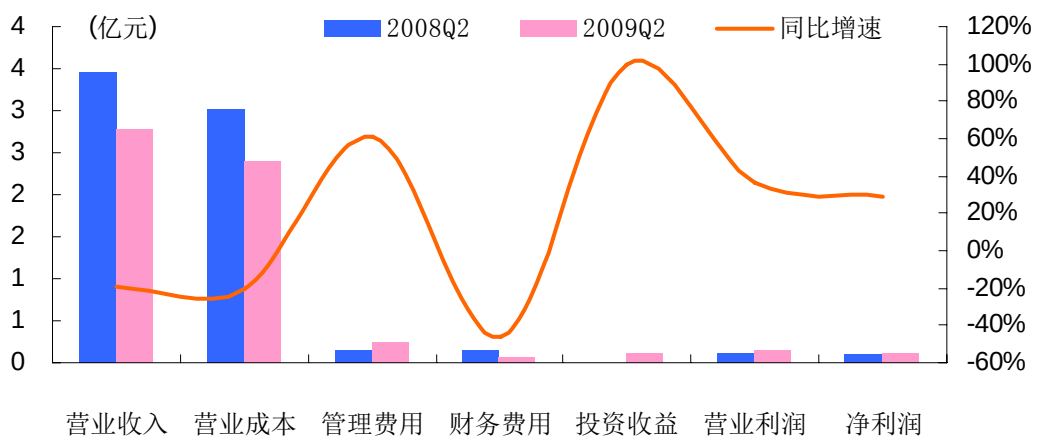
资料来源: 招商证券

图1: 京能热电上半年经营指标同比变动比较



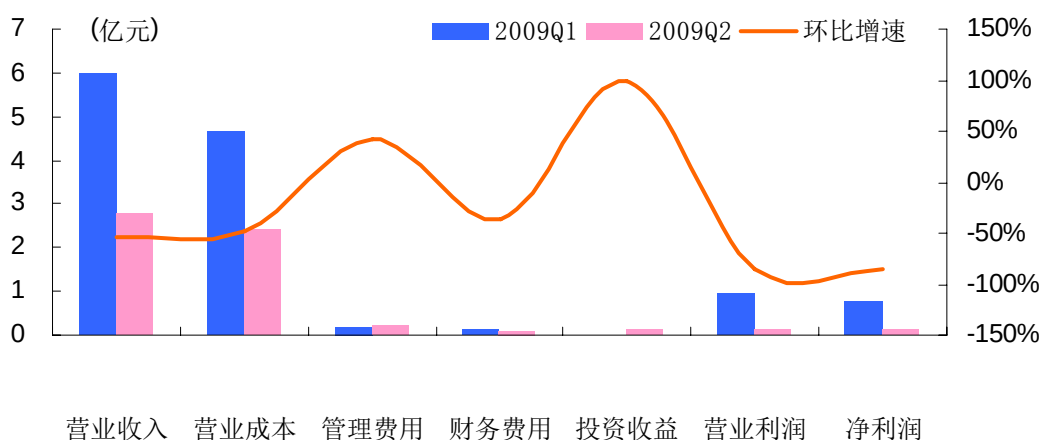
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 京能热电二季度经营指标同比变动比较



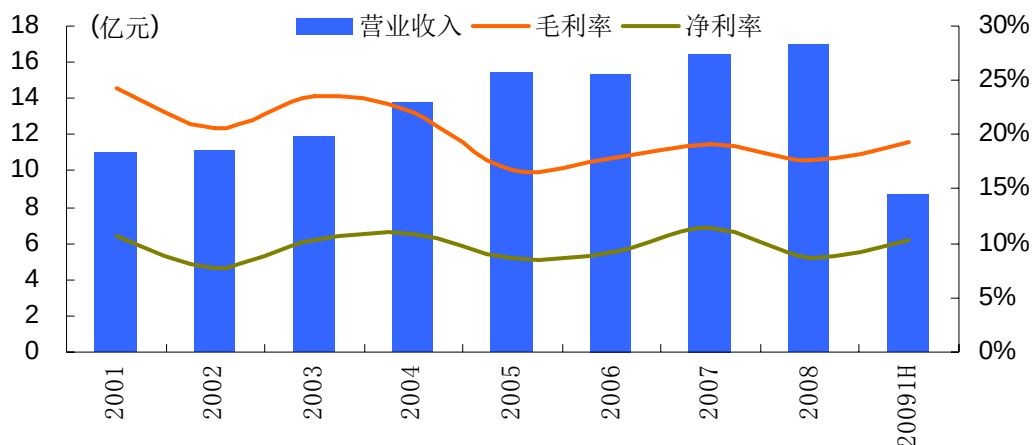
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 京能热电二季度经营指标环比变动比较



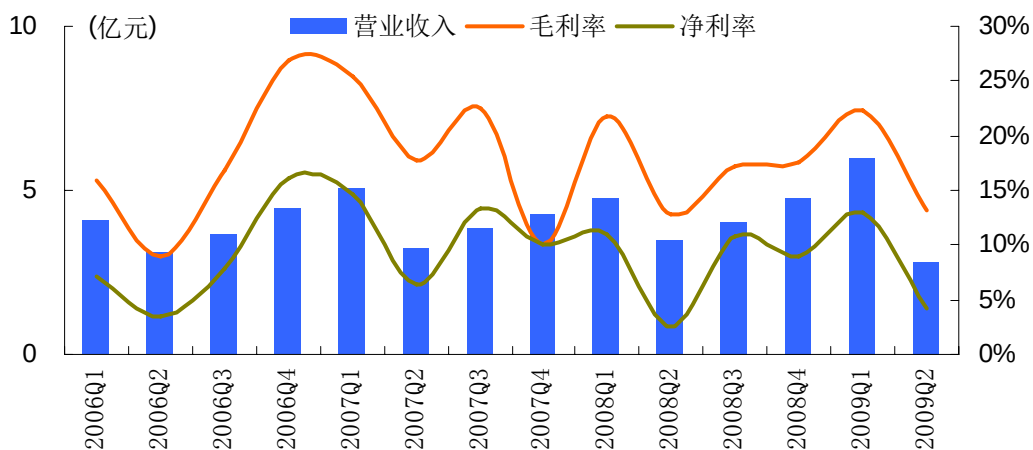
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 京能热电年度收入和利润率指标比较



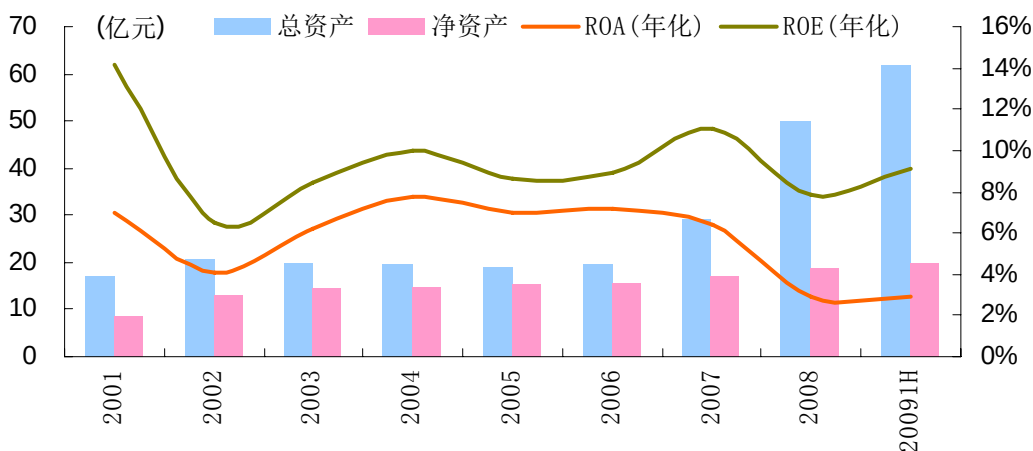
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 京能热电季度营业收入和利润率指标比较



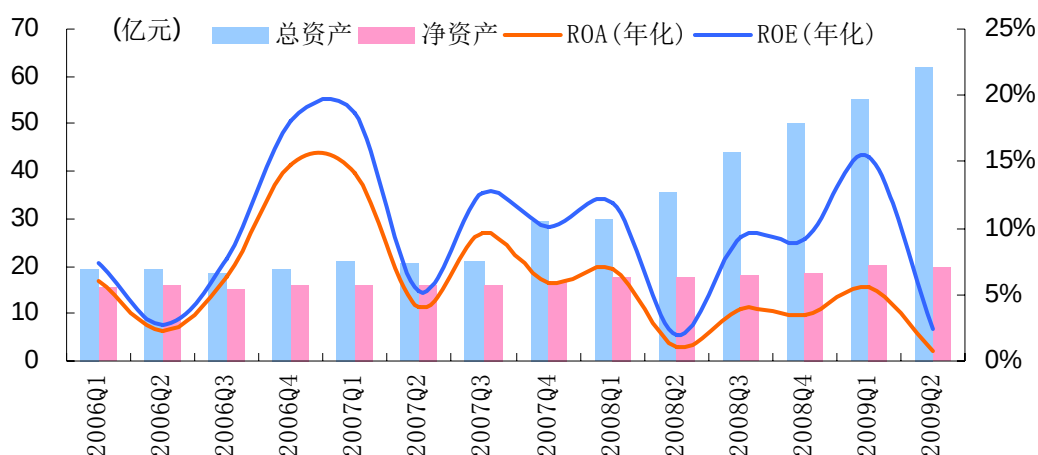
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 京能热电年度资产收益率指标比较



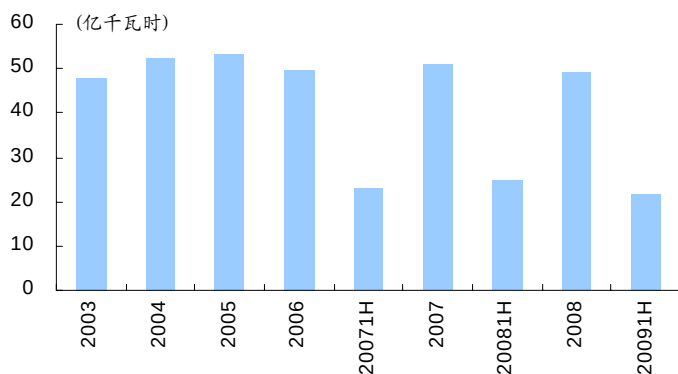
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：京能热电季度资产收益率指标比较



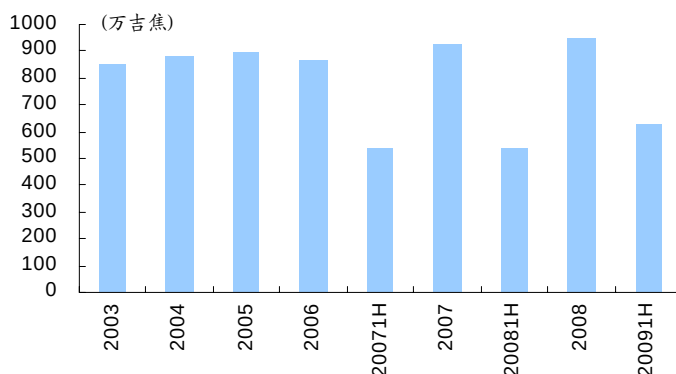
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：京能热电发电量情况



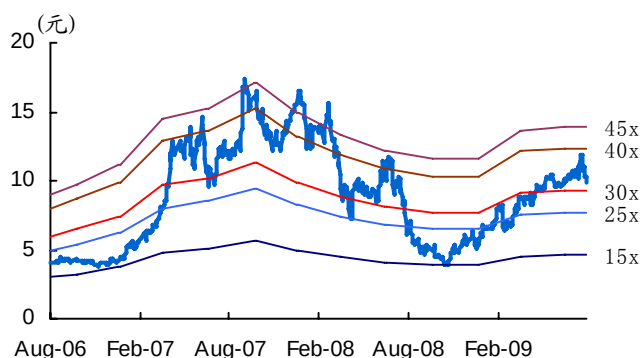
资料来源：招商证券研发中心

图9：京能热电供热量情况



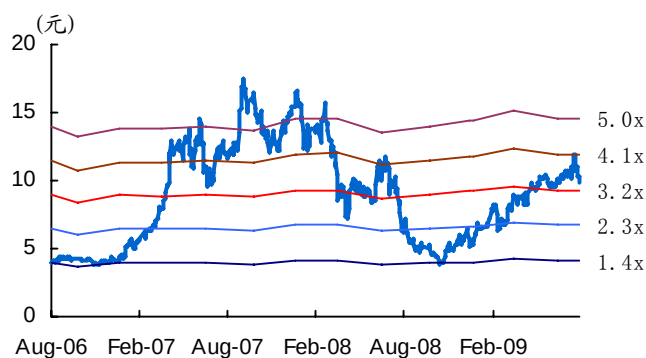
资料来源：招商证券研发中心

图10：京能热电历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图11：京能热电历史 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	774	1710	1609	2032	2673
现金	233	374	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	192	242	250	325	439
其它应收款	6	17	19	24	33
存货	31	42	36	47	63
其他	312	1035	1105	1436	1939
非流动资产	2165	3295	3950	4047	3838
长期股权投资	876	876	1327	1327	1327
固定资产	1018	998	2086	2482	2272
无形资产	27	27	24	22	20
其他	244	1394	513	216	219
资产总计	2940	5006	5559	6079	6511
流动负债	1024	2685	3159	3546	3749
短期借款	700	2100	2524	2765	2779
应付账款	278	374	396	514	694
预收账款	0	0	0	0	0
其他	47	211	240	267	276
长期负债	209	450	420	390	390
长期借款	168	407	377	347	347
其他	41	43	43	43	43
负债合计	1234	3134	3579	3936	4139
股本	573	573	573	573	573
资本公积金	719	716	716	716	716
留存收益	326	360	468	594	760
少数股东权益	87	222	222	259	321
母公司所有者权益	1619	1649	1758	1883	2050
负债及权益合计	2940	5006	5559	6079	6511

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	295	262	379	306	260
净利润			198	228	303
折旧摊销			205	302	314
财务费用			50	55	58
投资收益			-30	-40	-50
营运资金变动			-49	-283	-431
其它			5	44	66
投资活动现金流	-1013	-1721	-867	-400	-100
资本支出			-500	-400	-100
其他投资			-367	0	0
筹资活动现金流	771	1561	314	94	-160
借款变动			423	211	-16
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-89	-102	-136
其他			-20	-15	-8
现金净增加额	52	101	-174	0	0

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	1645	1696	1866	2426	3275
营业成本	1329	1397	1493	1941	2620
营业税金及附加	16	17	19	24	33
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	63	64	75	97	131
财务费用	5	57	50	55	58
资产减值损失	8	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	30	30	40	50
营业利润	233	184	260	349	483
营业外收入	12	4	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	244	188	264	353	487
所得税	54	40	66	88	122
净利润	189	148	198	265	365
少数股东损益	0	0	0	37	62
母公司所有者净利润	189	148	198	228	303
EPS (元)	0.33	0.26	0.35	0.40	0.53

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	3%	10%	30%	35%
营业利润	21%	-21%	41%	34%	39%
净利润	34%	-22%	34%	15%	33%
获利能力					
毛利率	19.2%	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率	11.5%	8.7%	10.6%	9.4%	9.3%
ROE	11.7%	9.0%	11.3%	12.1%	14.8%
ROIC	7.2%	4.3%	4.7%	5.7%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	42.0%	62.6%	64.4%	64.8%	63.6%
净负债比率	29.5%	50.1%	52.7%	51.7%	48.0%
流动比率	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.4	0.5
存货周转率	39.3	38.2	38.2	47.1	47.9
应收帐款周转率	8.2	7.8	7.6	8.4	8.6
应付帐款周转率	5.1	4.3	3.9	4.3	4.3
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.26	0.35	0.40	0.53
每股经营现金	0.51	0.46	0.66	0.53	0.45
每股净资产	2.82	2.88	3.07	3.28	3.58
每股股利	0.14	0.12	0.16	0.18	0.24
估值比率					
PE	30.0	38.5	28.7	25.0	18.8
PB	3.5	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	28.9	29.6	21.8	15.9	13.1

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。