

定向增发摊薄业绩

京能热电动态点评报告

报告摘要：

- 京能热电董事会公告：公司预备非公开增发不超过9000万股，募集资金用于酸刺沟电厂建设、石景山热电改造、偿还贷款等。按照前二十个交易日均价的90%计算，其发行价不低于8.45元/股，募集资金估计在7.6~8亿元人民币左右。
- 本次发行9000万股，将使公司股本增加16%，由于募集资金主要用于偿还贷款和改造，不会直接带来收益，因此会使公司10年和11年业绩有所摊薄，考虑到财务费用的降低后将使公司10年和11年EPS摊薄10%和8%。
- 公司在建的3个项目都将在09年投产，今年是公司的资本支出高峰期，但公司现金流足以支付，只是公司09年底的资产负债率将接近75%。如果完成定向增发，将使公司的资产负债率下降到60%左右。
- 公司前期决定出售盈利能力不佳的京丰热电和京丰燃气30%的股权，套现1.75亿元现金，现在又进行定向增发融资7.6亿元以上，我们猜测公司正在为后续发展项目做准备。
- 公司主要盈利电厂为大型供热电厂和煤电联营项目，业绩稳定性高，具有较强的防守性。我们下调公司09~11年的盈利预测分别为0.41、0.55和0.66元，降低评级到“增持-A”评级，目标价11元。

评级：
增持-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
11.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 13.00 元

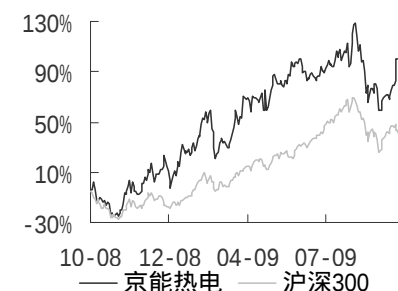
现价： 10.45 元

报告日期：
2009-09-28

市场数据

总市值(百万元)	5,991.61
流通市值(百万元)	5,991.61
总股本(百万股)	573.36
流通股本(百万股)	573.36
12 个月最高/最低	3.88/12.01 元
十大流通股东(%)	77.58%
股东户数	46,964

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.35	9.72	64.40
绝对收益	13.74	7.49	100.72

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,645.0	1,696.4	1,808.6	2,975.7	3,139.2
Growth(%)	7.2%	3.1%	6.6%	64.5%	5.5%
净利润	189.5	147.9	236.0	433.8	527.2
Growth(%)	33.9%	-21.9%	59.6%	53.4%	21.2%
毛利率(%)	13.7%	9.1%	19.5%	25.8%	26.6%
净利润率(%)	11.5%	8.7%	13.0%	12.2%	14.0%
每股收益(元)	0.33	0.26	0.41	0.55	0.66
每股净资产(元)	2.82	2.88	3.23	4.28	4.64
市盈率	31.6	40.5	25.4	19.1	15.8
市净率	3.7	3.6	3.2	2.4	2.3
净资产收益率(%)	11.1%	7.9%	10.9%	13.2%	14.6%
ROIC(%)	12.2%	7.8%	6.6%	9.5%	9.4%
EV/EBITDA	23.0	36.2	23.8	10.3	9.1
股息收益率	1.4%	1.9%	1.1%	1.7%	2.6%

研究员

张龙

021-68766113

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn

前期研究成果

京能热电：增持煤矿股权，新机即将投产

2009-03-26

京能热电：09 年机组投产高峰期

2008-10-23

京能热电：折旧和所得税成为业绩增长原因

2008-03-13

表 1：定向增发募集资金项目（单位：万元）

项目名称	资金需要数量	募集资金拟投入数量
酸刺沟2×300MW矽石电厂项目	285,502	4,000
石景山热电厂南线供热系统改造工程	8,256.8	8,256.8
石景山热电厂除灰除尘系统环保节能改造	8,698.8	8,698.8
工程		
置换银行借款	40,000	40,000
补充流动资金	19,044.4	19,044.4
合计	361,502	80,000

数据来源：公司公告

表 2：京能热电主要资产（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 万千瓦
国华能源			15%		风电
内蒙古京科发电	1×33	33	73%	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
酸刺沟矿业（煤炭）			24%		设计年产 1200 万吨

数据来源：安信证券研究中心

表 3：北京能投集团拥有的主要电力资产（不包括京能热电，单位：万千瓦）

	权益	机组	装机容量	权益容量	附注
内蒙古岱海发电有限责任公司	51%	4×60	240	122	
北京京西发电有限责任公司	52%	1×20+1×6.5+2×1.5	29.5	15	
北京京桥热电有限责任公司	78%	4×11.6	46.4	36	
山西漳山发电有限责任公司	55%	2×30+2×60	180	99	
北京京丰热电有限责任公司	65%	1×5+1×10	15	10	
北京京丰燃气发电有限责任公司	70%	1×35	35	25	
内蒙古京隆发电有限责任公司	40%	2×60	120	48	
北京太阳宫燃气热电有限公司	74%	2×35	70	52	
内蒙古赤峰煤矽石电厂	100%	2×13.5	27	27	
宁夏水洞沟电厂	65%	2×60	120	78	在建
大连庄河电厂	34%	2×60	120	41	
内蒙古大唐托克托发电有限公司	25%	6×60	360	90	
内蒙古大唐托克托第二发电有限公司	25%	2×60	120	30	
内蒙古蒙达发电有限公司	47%	4×33	132	62	
国电电力大同发电有限责任公司	40%	4×60	240	96	
华能北京热电有限责任公司	34%	2×18.5+2×20+7.5	84.5	29	
内蒙古上都发电有限责任公司	49%	4×60	240	118	
山西兆光发电有限责任公司	45%	2×30	60	27	
三河发电有限责任公司	30%	2×35+2×30	130	39	
包头东华热电有限公司	35%	2×30	60	21	
内蒙古京达发电有限公司	30%	2×33	66	20	
北京十三陵蓄能电厂	48%	4×20	80	38	
合计			2575	1122	

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-9-28		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,645.0	1,696.4	1,808.6	2,975.7	3,139.2	成长性					
减: 营业成本	1,420.4	1,542.4	1,455.1	2,208.3	2,303.7	营业收入增长率	7.2%	3.1%	6.6%	64.5%	5.5%
营业税费	16.0	16.8	17.9	32.8	34.6	营业利润增长率	20.9%	-20.8%	62.2%	74.0%	21.6%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	33.9%	-21.9%	59.6%	53.4%	21.2%
管理费用	63.5	64.0	70.4	87.8	94.2	EBITDA 增长率	5.1%	-21.3%	95.5%	150.4%	10.3%
财务费用	4.6	56.7	46.8	256.0	237.1	EBIT 增长率	45.4%	-34.0%	260.0%	124.5%	12.1%
资产减值损失	7.6	7.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	35.6%	-0.3%	41.6%	136.9%	12.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	55.6%	67.5%	63.6%	14.2%	-1.3%
投资和汇兑收益	8.1	30.3	80.7	129.8	163.4	净资产增长率	7.5%	9.7%	15.6%	52.0%	9.5%
营业利润	232.7	184.3	299.1	520.5	633.1	利润率					
加: 营业外净收支	11.3	3.9	3.5	3.5	3.5	毛利率	13.7%	9.1%	19.5%	25.8%	26.6%
利润总额	243.9	188.3	302.6	524.0	636.6	营业利润率	14.1%	10.9%	16.5%	17.5%	20.2%
减: 所得税	54.5	40.3	66.6	90.2	109.4	净利率	11.5%	8.7%	13.0%	12.2%	14.0%
净利润	189.5	147.9	236.0	433.8	527.2	EBITDA/营业收入	18.1%	13.8%	25.3%	38.5%	40.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.8%	5.7%	19.1%	26.1%	27.7%
货币资金	233.4	373.7	344.7	338.1	358.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	215	214	560	644	691
应收帐款	198.7	259.3	262.6	432.1	455.8	流动营业资本周转天数	46	131	203	142	137
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	132	264	338	215	217
预付帐款	161.6	1,034.9	1,036.3	1,038.5	1,040.8	应收帐款周转天数	45	46	49	40	48
存货	30.8	42.3	39.8	60.4	63.1	存货周转天数	8	8	8	6	7
其他流动资产	150.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	总资产周转天数	535	843	1,230	956	967
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	444	702	1,086	878	882
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	875.6	875.6	356.8	356.8	356.8	ROE	11.1%	7.9%	10.9%	13.2%	14.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.4%	3.0%	3.2%	5.1%	6.3%
固定资产	1,018.4	998.5	4,625.3	6,026.1	6,033.5	ROIC	12.2%	7.8%	6.6%	9.5%	9.4%
在建工程	228.6	1,289.9	583.0	124.6	24.8	费用率					
无形资产	27.2	27.0	25.2	23.6	22.0	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	15.3	104.4	76.2	59.3	47.5	管理费用率	3.9%	3.8%	3.9%	3.0%	3.0%
资产总额	2,939.5	5,005.5	7,349.9	8,459.4	8,403.1	财务费用率	0.3%	3.3%	2.6%	8.6%	7.6%
短期债务	700.0	2,100.0	3,903.8	3,840.9	3,740.9	三费/营业收入	4.1%	7.1%	6.5%	11.6%	10.6%
应付帐款	307.5	438.1	251.2	381.2	397.6	偿债能力					
应付票据	-	75.0	-	-	-	资产负债率	42.0%	62.6%	70.6%	61.1%	57.2%
其他流动负债	16.9	71.5	81.7	198.4	214.8	负债权益比	72.3%	167.5%	239.7%	157.2%	133.4%
长期借款	167.9	406.9	906.9	706.9	406.9	流动比率	0.76	0.64	0.40	0.42	0.44
其他非流动负债	41.3	42.8	42.8	42.8	42.8	速动比率	0.73	0.62	0.39	0.41	0.43
负债总额	1,233.6	3,134.2	5,186.3	5,170.2	4,803.0	利息保障倍数	31.43	1.69	7.39	3.03	3.67
少数股东权益	86.9	222.0	309.9	449.0	524.1	分红指标					
股本	573.4	573.4	573.4	663.4	663.4	DPS(元)	0.15	0.20	0.12	0.18	0.27
留存收益	1,045.7	1,075.9	1,280.3	2,176.9	2,412.6	分红比率	45.4%	77.5%	29.2%	32.6%	41.3%
股东权益	1,705.9	1,871.3	2,163.6	3,289.2	3,600.1	股息收益率	1.4%	1.9%	1.1%	1.7%	2.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	189.5	147.9	236.0	433.8	527.2	EPS(元)	0.33	0.26	0.41	0.55	0.66
加: 折旧和摊销	151.9	138.1	111.8	369.4	394.0	BVPS(元)	2.82	2.88	3.23	4.28	4.64
资产减值准备	7.6	7.5	-	-	-	PE(X)	31.6	40.5	25.4	19.1	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.6	3.2	2.4	2.3
财务费用	3.2	7.8	57.8	46.8	256.0	P/FCF	-	50.4	-63.6	-8.0	51.1
投资收益	-8.1	-30.3	-80.7	-129.8	-163.4	P/S	3.6	3.5	3.3	2.3	2.2
少数股东损益	-	-	-	71.6	88.4	EV/EBITDA	23.0	36.2	23.8	10.3	9.1
营运资金的变动	-198.0	145.7	-253.0	54.4	4.1	CAGR(%)	31.8%	52.7%	31.2%		
经营活动产生现金流量	295.0	261.5	61.0	1,055.4	1,087.3	PEG	1.0	0.8	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,013.4	-1,721.2	-2,430.5	-1,180.2	-136.6	ROIC/WACC	1.8	1.1	1.0	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	770.7	1,560.8	2,236.2	123.6	-818.1	REP	1.6	1.8	1.7	1.1	1.1

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034