

彭全刚
 010-88087783
 pengqg@cmschina.com.cn

2010年3月16日

京能热电 (600578.SH)/9.32元

京泰发电按时投产，煤价上涨推高成本

公用事业·电力

10.5~11元

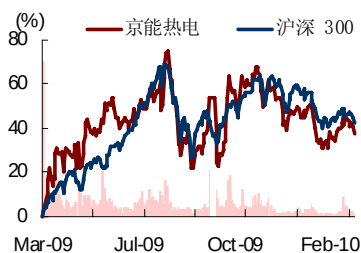
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	2977
总股本(万股)	57336
已上市流通股(万股)	57336
总市值(亿元)	53
流通市值(亿元)	53
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	71.4%
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	2	7	36
相对表现	2	7	-10



相关报告

- 1、《京能热电(600578) - 业绩符合预期，未来两年成长性较好》2009/10/21
- 2、《京能热电(600578) - 发电量下降明显，二季度盈亏平衡》2009/8/16

京能热电 2009 年每股收益 0.30 元，基本符合预期。公司京泰发电 2 台 30 万千瓦煤矸石机组已经投产，2010 年将贡献利润，但是煤价上涨对成本影响较大，将 2010、2011 年盈利预测调整为 0.49、0.58 元，给予“审慎推荐”投资评级。

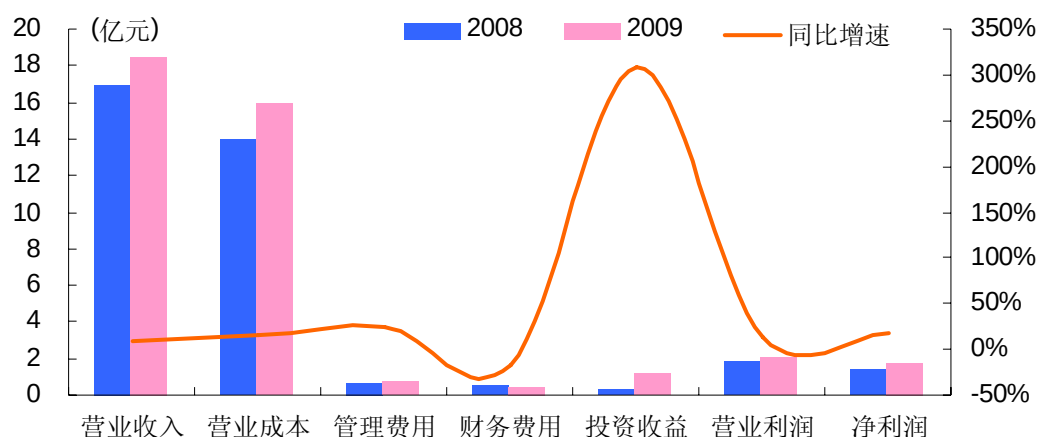
- **全年实现每股收益 0.30 元，基本符合预期。**京能热电 2009 年实现营业收入 18.5 亿元，同比增长 9.1%；营业利润 2.07 亿元，同比增长 12.5%；财务费用 0.47 亿元，同比减少 18%；归属于上市公司股东的净利润 1.74 亿元，同比增长 18.2%，折合每股收益 0.30 元，基本符合预期。公司拟每股派发现金股利 0.12 元。
- **投资收益与资产减值损失同时影响业绩。**公司 2009 年标煤单价增加 125 元/吨，导致毛利率有所下降。不过，09 年公司投资收益达到 1.23 亿元，同比增长 305%，其中，对联营企业的投资收益 4000 多万元。投资收益主要来自对参股公司酸刺沟煤矿的权益法核算、对京丰燃气、京丰热电以及霍林河风电的股权转让收益和参股的国华能源的分红收益。09 年公司计提了存货跌价准备、固定资产减值准备、坏账准备等，减少 2009 年净利润约 1687 万元。
- **四季度成本压力较大，投资收益贡献利润较多。**09 年四季度公司收入同比增长 20%，但是营业成本同比增加 43%，毛利率下降到 2.4%，显示出较大的成本压力。由于四季度有 1.1 亿元的投资入账，尽管计提了 0.2 亿元的减值损失，营业利润仍然达到 0.63 亿元。
- **京泰发电建成投产，新增装机 60 万千瓦。**公司控股 51% 的京泰发电两台 30 万千瓦煤矸石发电机组分别于 2 月 8 日和 3 月 9 日建成投产。该电厂所处内蒙古准格尔地区，煤炭资源丰富，煤矸石较多，预计电厂燃料成本较低，盈利能力较强。
- **预计调 2010、2011 年每股收益为 0.49、0.58 元，给予“审慎推荐”的投资评级。**目前股价 9.32 元，2010、2011 年的 PE 分别为 19 倍和 16 倍，考虑到电力行业还处于盈利低谷期，我们认为股价仍有一定上涨空间，给予“审慎推荐”的投资评级，目标价 10.5~11 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1645	1696	1851	2903	3508
同比增长	7%	3%	9%	57%	21%
营业利润(百万元)	233	184	207	430	529
同比增长	21%	-21%	12%	108%	23%
净利润(百万元)	189	148	174	280	332
同比增长	34%	-22%	18%	61%	19%
每股收益(元)	0.33	0.26	0.30	0.49	0.58
PE	33.8	43.3	36.8	22.9	19.3
PB	4.0	3.9	3.5	3.2	2.9

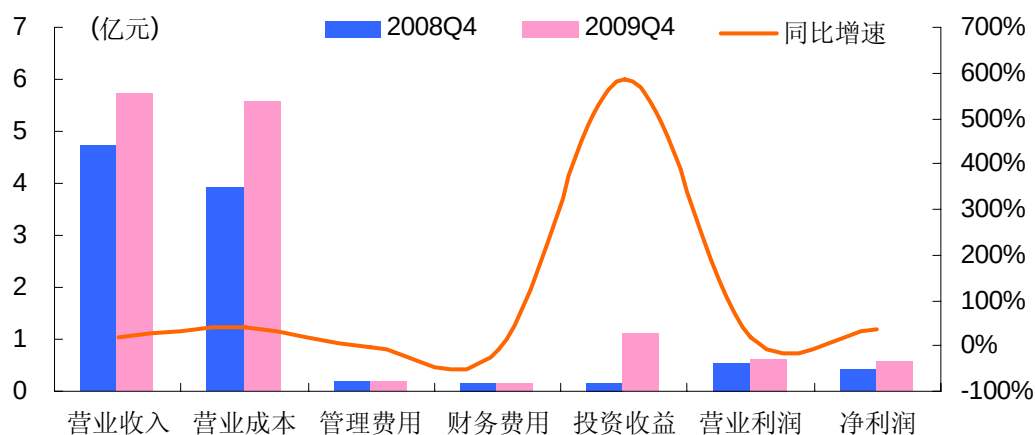
资料来源：招商证券

图1: 京能热电2009年经营指标同比变动比较



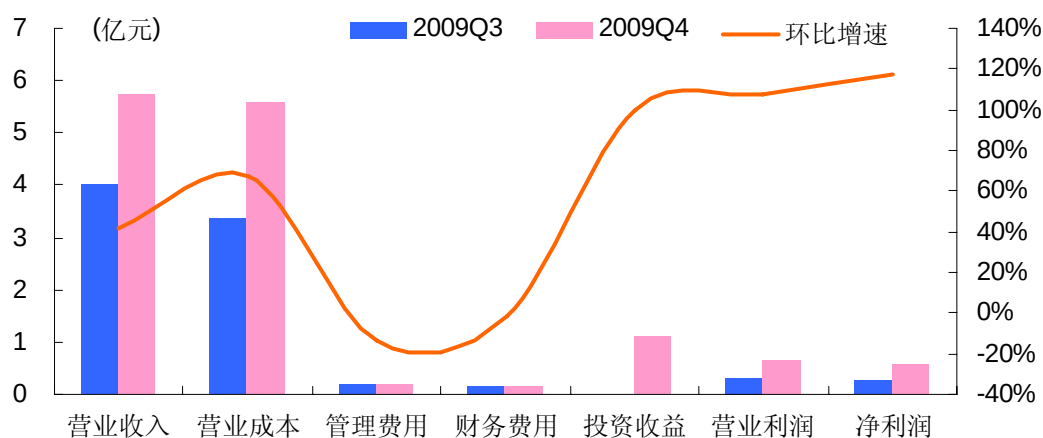
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 京能热电第四季度经营指标同比变动比较



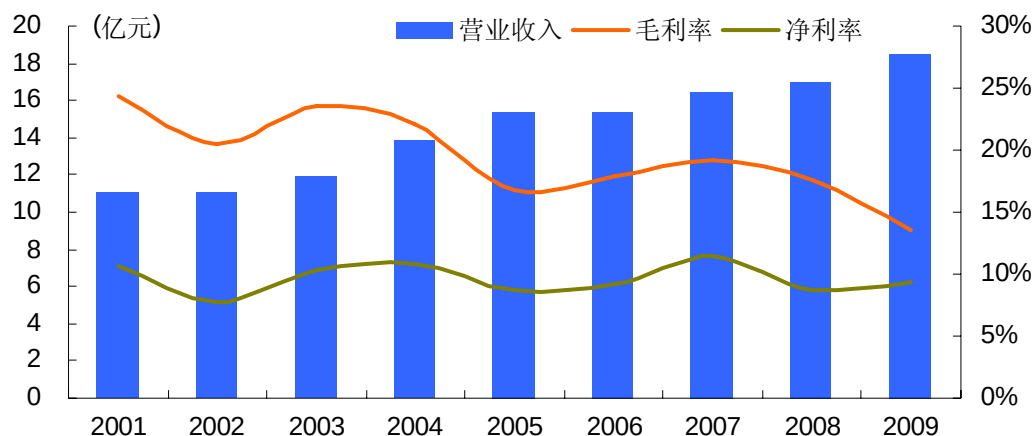
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 京能热电第四季度经营指标环比变动比较



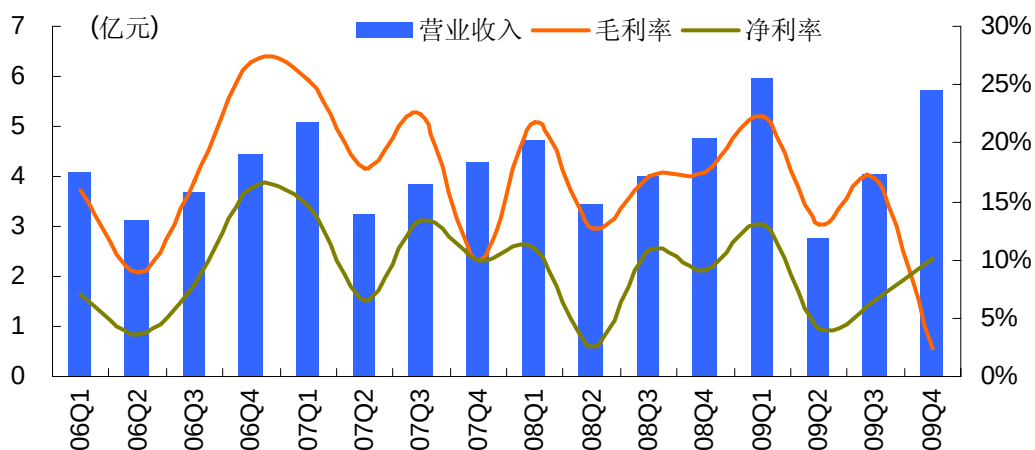
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 京能热电年度收入和利润率指标比较



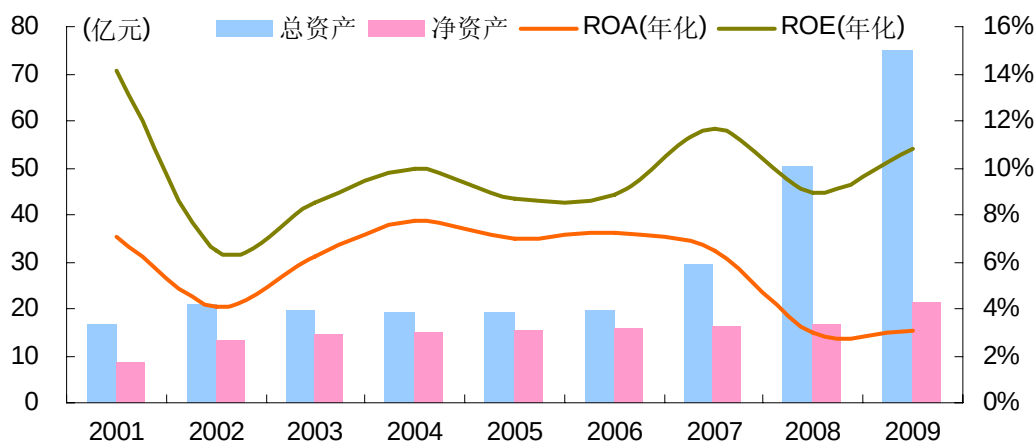
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 京能热电季度营业收入和利润率指标比较



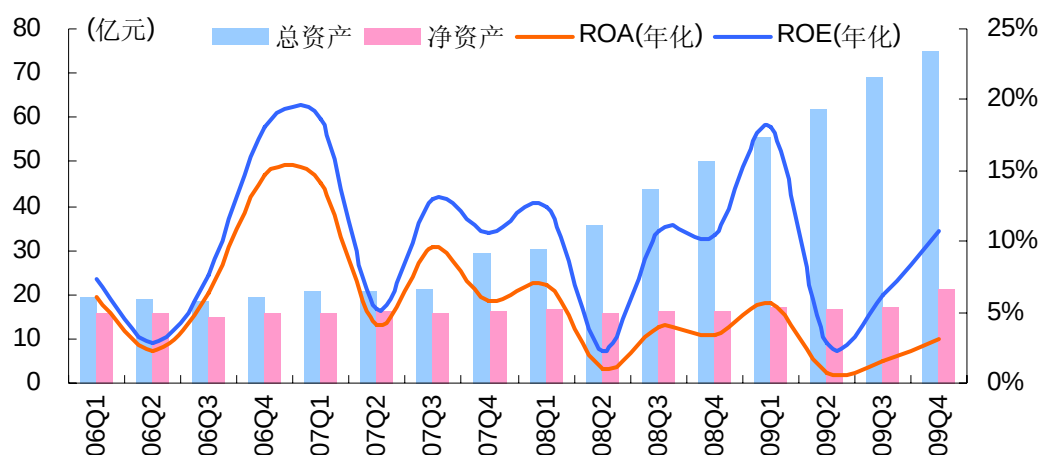
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

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



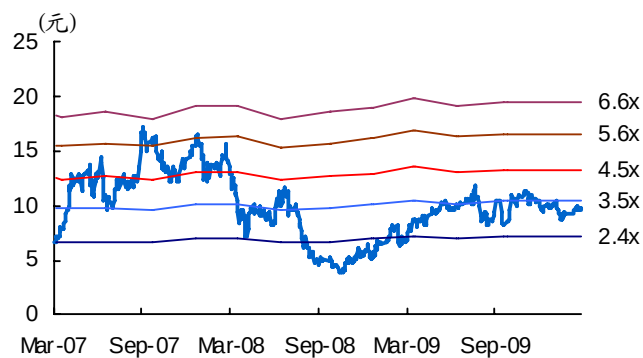
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：京能热电历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图9：京能热电历史 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	2009	2010E	2011E
流动资产	774	1710	1299	2385	2841
现金	233	374	294	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	238	389	470
其它应收款	6	17	170	29	35
存货	31	42	34	56	67
其他	312	1035	563	1712	2068
非流动资产	2165	3295	6189	6373	6265
长期股权投资	876	876	1336	1336	1336
固定资产	1018	998	1134	1646	1538
无形资产	27	27	27	24	22
其他	244	1394	3693	3367	3370
资产总计	2940	5006	7488	8758	9106
流动负债	1024	2685	3624	4749	4846
短期借款	700	2100	1480	3850	3821
应付账款	278	374	1153	613	741
预收账款	0	0	0	0	0
其他	47	211	991	286	285
长期负债	209	450	1721	1666	1666
长期借款	168	407	1653	1623	1623
其他	41	43	68	43	43
负债合计	1234	3134	5345	6415	6513
股本	573	573	573	573	573
资本公积金	719	716	789	789	789
留存收益	326	360	475	629	812
少数股东权益	87	222	306	351	419
母公司所有者权益	1619	1649	1837	1991	2174
负债及权益合计	2940	5006	7488	8758	9106

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	295	262	716	-1920	317
净利润				280	332
折旧摊销				185	211
财务费用				55	58
投资收益				-40	-50
营运资金变动				-2465	-305
其它				65	70
投资活动现金流	-1013	-1721	-2055	-379	-100
资本支出				-400	-100
其他投资				21	0
筹资活动现金流	771	1561	1259	2205	-217
借款变动				2370	-59
普通股增加				0	0
资本公积增加				0	0
股利分配				-126	-149
其他				-40	-8
现金净增加额	52	101	-79	-94	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1645	1696	1851	2903	3508
营业成本	1329	1397	1599	2313	2795
营业税金及附加	16	17	17	29	35
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	63	64	80	116	140
财务费用	5	57	47	55	58
资产减值损失	8	7	22	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	30	123	40	50
营业利润	233	184	207	430	529
营业外收入	12	4	13	5	5
营业外支出	1	1	0	1	1
利润总额	244	188	220	434	533
所得税	54	40	46	108	133
净利润	189	148	174	325	400
少数股东损益	0	0	0	46	68
母公司所有者净利润	189	148	174	280	332
EPS (元)	0.33	0.26	0.30	0.49	0.58

主要财务比率

	2007	2008	2009	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	3%	9%	57%	21%
营业利润	21%	-21%	12%	108%	23%
净利润	34%	-22%	18%	61%	19%
获利能力					
毛利率	19.2%	17.6%	13.6%	20.3%	20.3%
净利率	11.5%	8.7%	9.4%	9.6%	9.5%
ROE	11.7%	9.0%	9.5%	14.0%	15.3%
ROIC	7.2%	4.3%	3.8%	4.6%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	42.0%	62.6%	71.4%	73.3%	71.5%
净负债比率	29.5%	50.1%	41.8%	62.8%	59.8%
流动比率	0.8	0.6	0.4	0.5	0.6
速动比率	0.7	0.6	0.3	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.3	0.2	0.3	0.4
存货周转率	39.3	38.2	41.9	51.7	45.6
应收帐款周转率	8.2	7.8	7.7	9.3	8.2
应付帐款周转率	5.1	4.3	2.1	2.6	4.1
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.26	0.30	0.49	0.58
每股经营现金	0.51	0.46	1.25	-3.35	0.55
每股净资产	2.82	2.88	3.20	3.47	3.79
每股股利	0.14	0.12	0.12	0.22	0.26
估值比率					
PE	33.8	43.3	36.8	22.9	19.3
PB	4.0	3.9	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	10.6	10.9	11.2	6.2	5.2

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。