

强烈推荐-A (上调)

京能热电 600578.SZ

目标估值: 10.70 元

当前股价: 8.62 元

2010 年 8 月 22 日

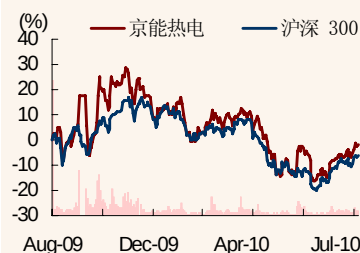
新机组提升规模, 参股煤矿贡献利润

基础数据

上证综指	2688
总股本(万股)	57336
已上市流通股(万股)	57336
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	71.0%
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	14	-5	-6
相对表现	4	4	-4



相关报告

1、《京能热电(600578) - 京泰发电按时投产, 煤价上涨推高成本》
2010/3/15

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

上半年, 公司发电、供热业务均大幅增长, 带动主营业务收入增长 41%, 同时, 公司管理能力进一步提升, 使得公司毛利水平创新高, 达到 24%。公司上半年两家新电厂以及参股的酸刺沟煤矿投产, 将成为公司未来新的利润增长点, 我们看好公司的发展, 提升投资评级至“强烈推荐-A”, 目标价 10.70 元。

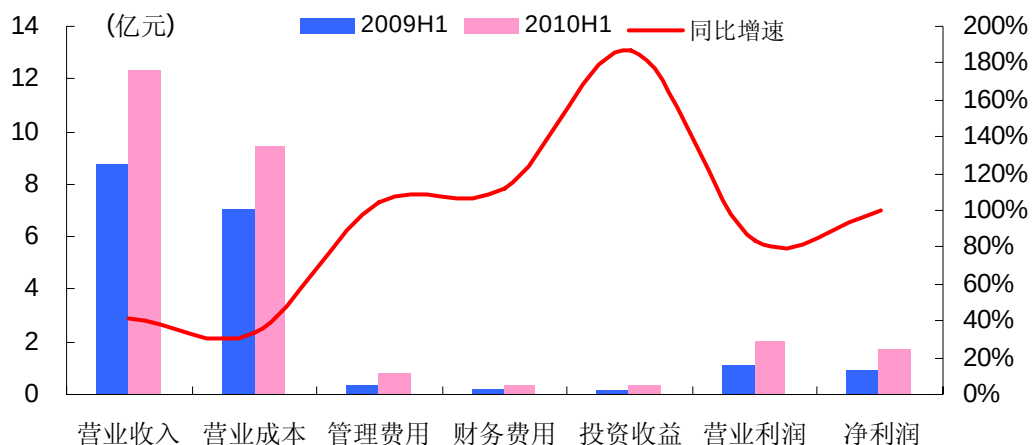
- **上半年实现每股收益 0.30 元, 高于我们预期。**公司 2010 年上半年实现销售收入 12.4 亿元, 同比增长 41%; 营业利润 2.1 亿元, 同比增长 83%; 投资收益 0.4 亿元, 同比增长 187%; 归属于上市公司净利润 1.7 亿元, 同比增长 93%, 折合每股收益 0.30 元, 高于我们预期。
- **电量热量快速增长, 投资收益收获颇丰。**公司上半年发电、供热均完成良好, 特别是公司的主力热电厂石景山热电贡献较大, 带动公司主营收入的增长, 其中, 电力收入同比增长 48%, 供热收入同比增长 16%。同时, 公司上半年投产的京泰、京科两电厂也贡献了一定的电量。
- **毛利率保持高水平, 投资收益收获颇丰。**上半年公司在收入大幅增长的情况下, 对各项成本控制良好, 使得毛利率水平达到 24%的较高水平, 远高于火电行业 16.8%的水平。另外, 公司上半年投资收益收获颇丰, 主要是去年公司增持酸刺沟煤矿股权, 该煤矿上半年转入正式生产, 为公司贡献 0.36 亿元投资收益。随着项目逐渐达产, 公司投资收益也将稳步增长。
- **新电厂提升规模带来新业绩, 集团资产保障持续发展。**公司新投产的京泰、京科两电厂, 位于煤炭资源丰富的内蒙古地区, 煤矸石多, 燃料成本较低, 盈利能力较强, 下半年将成为公司业绩新的增长点。另外公司拟收购集团京玉发电 51%的股权, 该电厂经济效益良好, 是优质坑口电厂和典型循环经济项目, 有国家政策支持, 预计 2011 年底实现投产, 届时将有效提高公司的盈利能力。
- **上调投资评级至“强烈推荐-A”。**我们预计 2010~2012 年公司每股收益分别为 0.63 元、0.75 元和 0.86 元, 对应 PE 分别为 14、12 和 10 倍, 低于目前电力行业的平均市盈率。由于公司未来成长性确定, 给予 17 倍估值, 目标价 10.7 元, 提升投资评级至“强烈推荐-A”。
- **风险提示: 新投产机组盈利不稳定、节能减排可能影响公司发电量。**

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1696	1851	2707	3232	3636
同比增长	3%	9%	46%	19%	13%
营业利润(百万元)	184	207	553	688	790
同比增长	-21%	12%	167%	25%	15%
净利润(百万元)	148	174	359	431	494
同比增长	-22%	18%	106%	20%	15%
每股收益(元)	0.26	0.30	0.63	0.75	0.86
PE	33.7	28.7	13.9	11.6	10.1
PB	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0

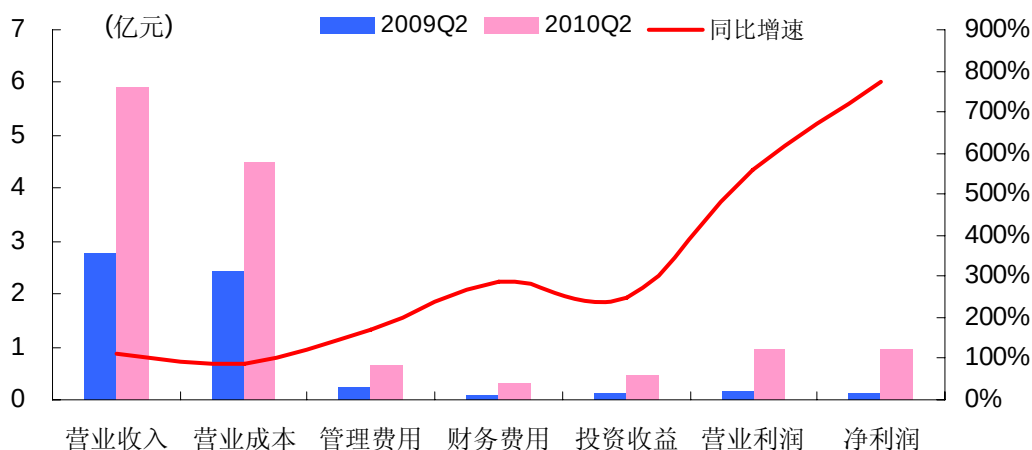
资料来源: 招商证券

图1: 京能热电上半年经营指标同比变动比较



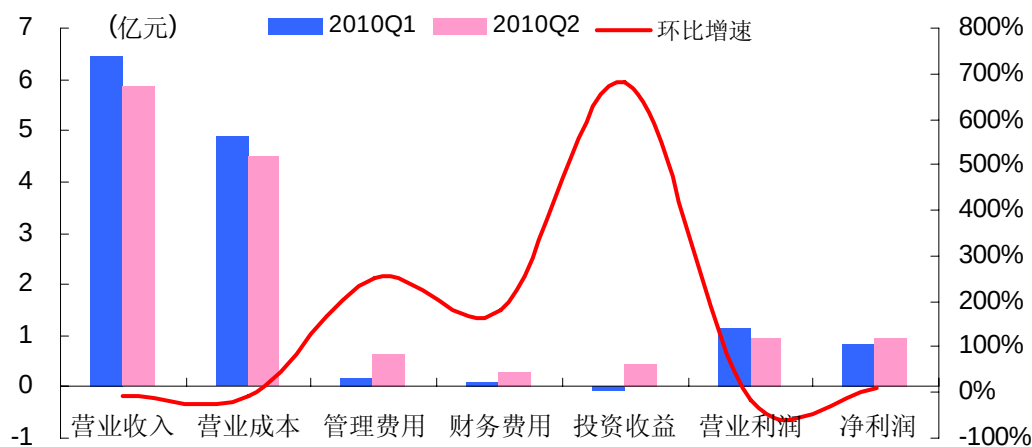
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 京能热电二季度经营指标同比变动比较



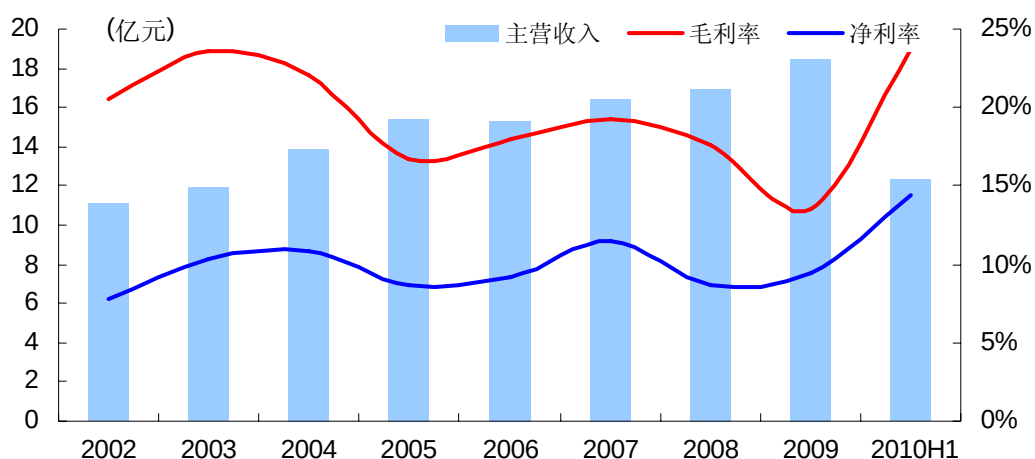
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 京能热电二季度经营指标环比变动比较



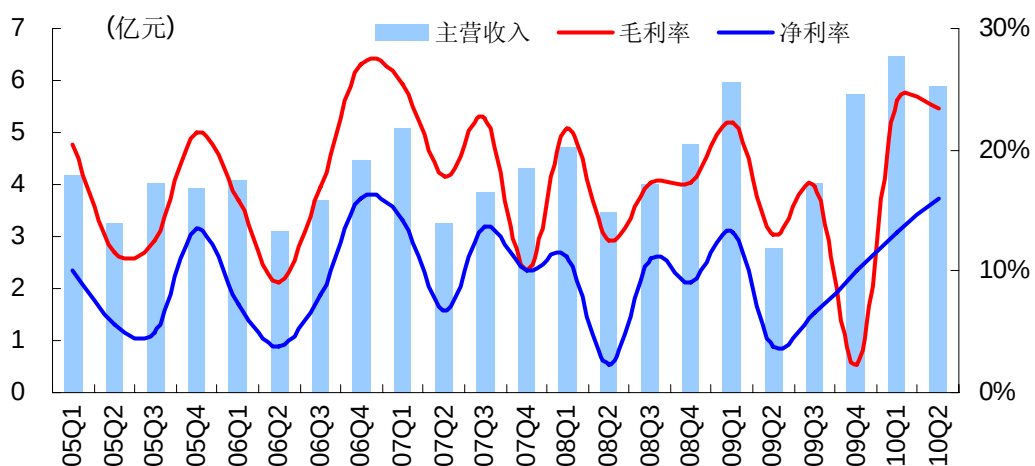
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4: 京能热电年度收入和利润率指标比较



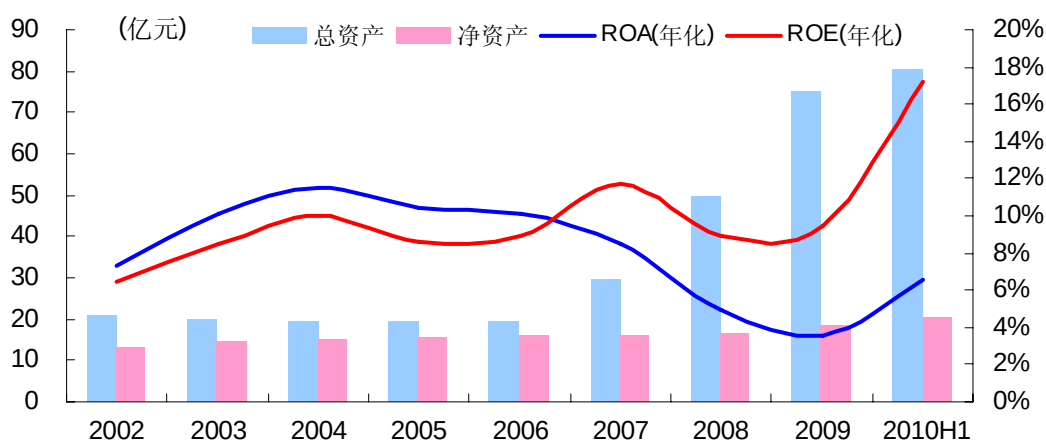
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图5: 京能热电季度营业收入和利润率指标比较



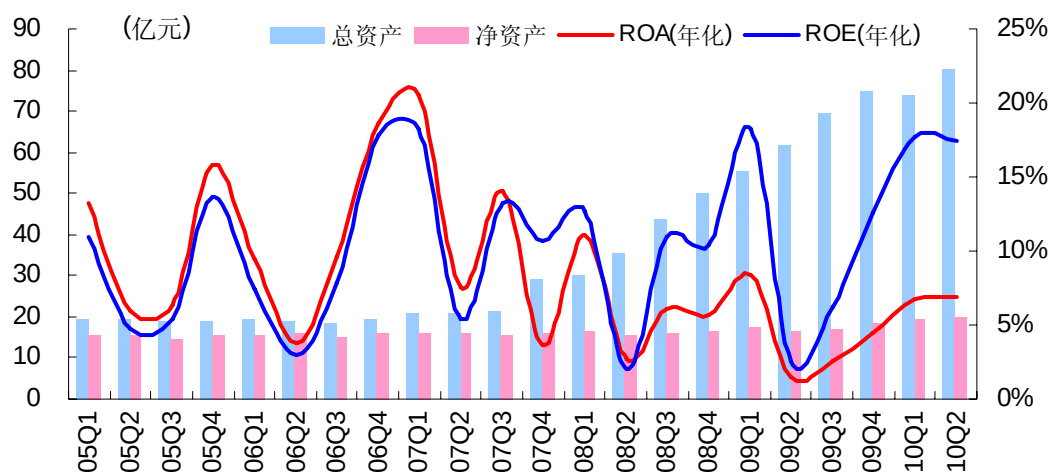
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图6: 京能热电年度资产收益率指标比较



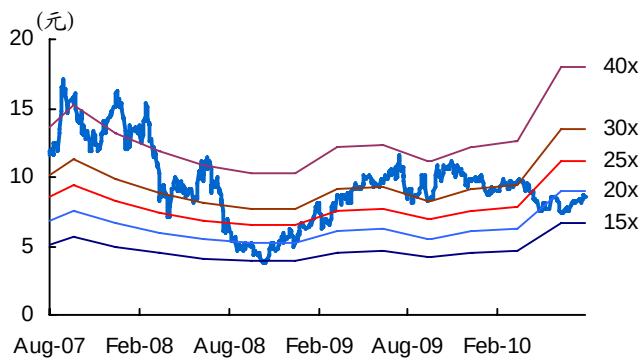
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图7：京能热电季度资产收益率指标比较



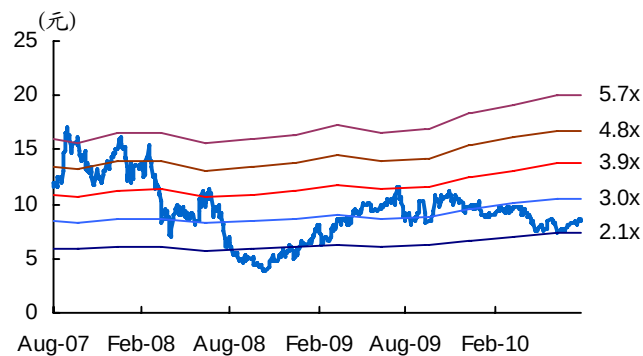
数据来源：公司公告，招商证券整理

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1710	1299	1326	1545	1713
现金	374	294	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	242	238	363	433	487
其它应收款	17	170	27	32	36
存货	42	34	47	56	63
其他	1035	563	689	823	926
非流动资产	3295	6189	6373	6265	6171
长期股权投资	876	1336	1336	1336	1336
固定资产	998	1134	1646	1538	1443
无形资产	27	27	24	22	20
其他	1394	3693	3367	3370	3373
资产总计	5006	7488	7699	7810	7884
流动负债	2685	3624	3633	3419	3120
短期借款	2100	1480	2843	2534	2137
应付账款	374	1153	522	623	701
预收账款	0	0	0	0	0
其他	211	991	268	263	282
长期负债	450	1721	1666	1666	1666
长期借款	407	1653	1623	1623	1623
其他	43	68	43	43	43
负债合计	3134	5345	5300	5085	4786
股本	573	573	573	573	573
资本公积金	716	789	789	789	789
留存收益	360	475	673	910	1182
少数股东权益	222	306	364	453	554
母公司所有者权益	1649	1837	2035	2272	2544
负债及权益合计	5006	7488	7699	7810	7884

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	262	716	-842	665	739
净利润			359	431	494
折旧摊销			185	211	198
财务费用			180	171	159
投资收益			-130	-140	-140
营运资金变动			-1511	-99	-75
其它			75	90	102
投资活动现金流	-1721	-2055	-379	-100	-100
资本支出			-400	-100	-100
其他投资			21	0	0
筹资活动现金流	1561	1259	1127	-565	-639
借款变动			1363	-340	-397
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-162	-194	-223
其他			-75	-31	-19
现金净增加额	101	-79	-94	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1696	1851	2707	3232	3636
营业成本	1397	1599	1969	2351	2645
营业税金及附加	17	17	27	32	36
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	64	80	108	129	145
财务费用	57	47	180	171	159
资产减值损失	7	22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	30	123	130	140	140
营业利润	184	207	553	688	790
营业外收入	4	13	5	5	5
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	188	220	557	692	794
所得税	40	46	139	173	199
净利润	148	174	418	519	596
少数股东损益	0	0	58	88	101
母公司所有者净利润	148	174	359	431	494
EPS (元)	0.26	0.30	0.63	0.75	0.86

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	3%	9%	46%	19%	13%
营业利润	-21%	12%	167%	25%	15%
净利润	-22%	18%	106%	20%	15%
获利能力					
毛利率	17.6%	13.6%	27.3%	27.3%	27.3%
净利率	8.7%	9.4%	13.3%	13.3%	13.6%
ROE	9.0%	9.5%	17.6%	19.0%	19.4%
ROIC	4.3%	3.8%	8.0%	9.4%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	71.4%	68.8%	65.1%	60.7%
净负债比率	50.1%	41.8%	58.4%	53.2%	47.7%
流动比率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
速动比率	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.4	0.5
存货周转率	38.2	41.9	48.5	45.4	44.1
应收帐款周转率	7.8	7.7	9.0	8.1	7.9
应付帐款周转率	4.3	2.1	2.4	4.1	4.0
每股资料(元)					
每股收益	0.26	0.30	0.63	0.75	0.86
每股经营现金	0.46	1.25	-1.47	1.16	1.29
每股净资产	2.88	3.20	3.55	3.96	4.44
每股股利	0.12	0.12	0.28	0.34	0.39
估值比率					
PE	33.7	28.7	13.9	11.6	10.1
PB	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	24.0	24.5	9.9	8.5	7.9

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。

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、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力行业分析师。

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。