

强烈推荐-A (维持)

京能热电 600578.SH

目标估值: 15.00 元

当前股价: 10.30 元

2010 年 9 月 10 日

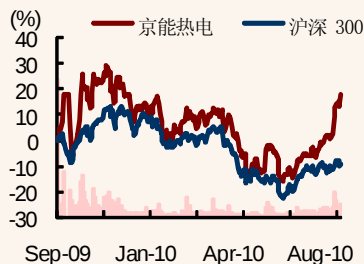
内生增长快速稳定, 外延扩张空间广阔

基础数据

上证综指	2663
总股本(万股)	57336
已上市流通股(万股)	57336
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	59
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	22	7	17
相对表现	22	18	25



相关报告

- 1、《京能热电(600578) - 新机组提升规模, 参股煤矿贡献利润》2010/08/20
- 2、《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

由于经济回暖带来发电量增加和投资收益增加, 上半年公司业绩创新高。新投产的控股电厂和参股煤矿保证公司业绩快速稳定增长。同时, 作为京能集团的唯一上市平台, 集团对上市公司的支持力度将加大, 外延扩张空间非常广阔。我们看好公司的长期发展, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 目标价 15.00 元。

- **打造一流火电平台, 未来成长空间打开。**公司近年来资本运作日益积极, 在集团的地位稳步提升, 战略定位逐渐明晰。我们分析, 在证监会要求“解决同业竞争、减少关联交易”的大背景下, 公司作为集团的资本运作平台, 集团将以优质资产支持公司发展, 把公司打造成一流的火电企业, 京能热电的发展值得期待。
- **内生增长快速稳定, 集团支持空间较大。**京能热电目前控股装机容量 178 万千瓦, 参股煤炭权益产能 300 万吨, 保障主业稳定发展。另外, 京能集团拥有大量优质资产, 2009 年净利润是京能热电的 8.9 倍, 在集团的支持下, 京能热电未来发展空间较大。
- **公司业绩创新高, 提升潜力仍然较大。**上半年, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.7 亿元, 同比增长 93%, 超过了去年全年的业绩。盈利增长的主要原因是电量和供热量的大幅增长, 以及酸刺沟煤矿的投资收益。同时, 公司毛利水平创历史新高, 随着公司财务杠杆的提高, 公司盈利能力仍有很大提升空间。
- **今年收益再上台阶, 未来盈利更上层楼。**由于京科、京泰的投产以及酸刺沟煤矿的正式生产, 并考虑收购京玉项目投产, 预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.63、0.75 和 0.86 元。如果京泰电厂利用小时的逐渐恢复, 京科电量能够实现全部送东北电网, 京玉发电能够享受山西电价提升, 都将使公司业绩有超预期的可能。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**按照今年 0.63 元的业绩计算, 目前公司 PE 仅为 16 倍, 远低于电力行业 25 倍的平均水平。鉴于公司业绩突出、未来成长空间广阔, 我们建议给予 2011 年 20 倍 PE, 目标价 15 元。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

风险提示: 宏观经济增速回落导致发电量下降, 煤价大幅上涨等。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1696	1851	2562	3125	3909
同比增长	3%	9%	38%	22%	25%
营业利润(百万元)	184	207	422	532	636
同比增长	-21%	12%	104%	26%	20%
净利润(百万元)	148	174	362	430	491
同比增长	-22%	18%	108%	19%	14%
每股收益(元)	0.26	0.30	0.63	0.75	0.86
PE	38.3	32.6	15.7	13.2	11.5
PB	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源: 招商证券

正文目录

一、打造一流火电平台，未来成长空间打开	4
1、京能集团绝对控股的资本运作平台	4
2、资本运作渐趋积极，成长空间更加广阔	5
3、监管日益严格，解决同业竞争势在必行	5
二、内生增长快速稳定，集团支持空间较大	7
1、电力资产集中投产，公司进入高速增长期	7
2、战略投资相辅相成，参股能源延伸产业链	8
3、集团资产优质，盈利能力较强	8
三、公司业绩创新高，提升潜力仍然较大	10
1、业绩同比大幅增长，半年完成全年盈利	10
2、财务杠杆加大，盈利仍有提升空间	10
3、电力资产优势凸显，综合竞争力较强	11
四、今年收益再上台阶，未来盈利更上层楼	13
1、石景山热电盈利稳定，仍是公司业绩支柱，	13
2、京泰电厂，燃料成本优势明显	14
3、京科电厂，享受东北较高电价	15
4、京玉电厂，期待山西电价的整体提升	16
5、酸刺沟煤矿，公司重要利润增长点	16
6、近两年业绩上台阶，未来实现稳步增长	17
五、公司价值分析及风险探讨	18
1、公司面貌焕然一新，价值明显低估	18
2、风险因素探讨	18

图目录

图 1：京能热电目前主要股东股权关系	4
图 2：京能集团各业务板块收入及毛利率统计	9
图 3：京能集团主要资产指标与公司倍数关系	9
图 4：京能热电上半年经营指标同比变动比较	10
图 5：京能热电年度资产收益率指标比较	11
图 6：京能热电年度收入和利润率指标比较	11
图 7：京能热电利用小时高于北京火电平均水平	12
图 8：公司占北京燃煤热电机组装机容量比重	12
图 9：公司占北京供热面积比重	12

表目录

表 1: 京能热电控股电力资产统计	7
表 2: 京能热电参股能源企业统计	8
表 3: 京能集团主要电力资产统计	9
表 4: 石景山热电厂盈利预测表	13
表 5: 京泰发电盈利预测表	14
表 6: 京科发电盈利预测表	15
表 7: 京能热电盈利预测表	17
附: 财务预测表	20

一、打造一流火电平台，未来成长空间打开

公司近年来资本运作日益积极，在集团的地位稳步提升，战略定位逐渐明晰。我们分析，在证监会要求“解决同业竞争、减少关联交易”的大背景下，公司作为集团的资本运作平台，集团将以优质资产支持公司发展，把公司打造成一流的火电企业，京能热电的发展值得期待。

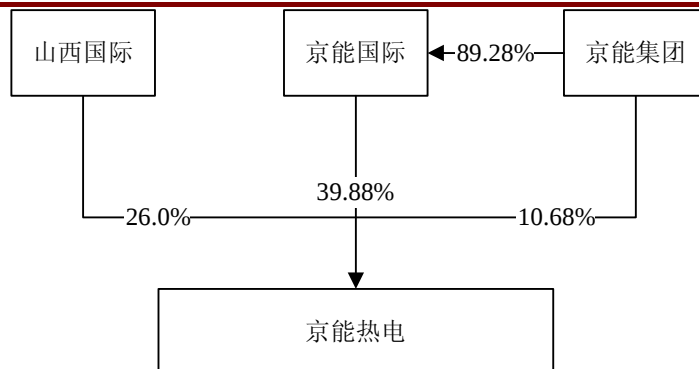
1、京能集团绝对控股的资本运作平台

京能热电股份有限公司是北京市最大的热电企业，其前身为石景山发电总厂，是一家具有悠久历史和光荣传统的特大型企业，拥有九十余年的沧桑历史，可以说，其浓缩了北京市电力工业的发展历史。改革开放后，京能热电股份有限公司以石景山发电总厂为背景、以石景山热电厂为母体，在建立现代企业制度的改革开放大潮中诞生：

- **发起创立。**2000 年，经北京市政府批准，北京国际电力和华北电力对其所属石景山热电厂和石景山发电总厂改制重组成立了北京京能热电股份有限公司，北京国际电力和华北电力分别持有总股本的 51.85% 和 47.86%。
- **成功上市。**2002 年 5 月 10 日，公司在上海证券交易所成功上市，上市后公司总股本为 5.73 亿股，北京国际电力和华北电力分别持有总股本的 42.8% 和 39.5%。
- **股东变革。**2004 年，北京国际电力和北京综合投资公司合并设立了北京能源投资（集团）有限公司（以下简称“京能集团”），并无偿受让公司 24544 万股和 68 万股国有法人股。同时，公司第二大股东，华北电力与山东电力于 2003 年组建成立华北电网有限公司，并由其对公司 22656 万股行使股东权利。截至 2006 年 1 月，京能集团和华北电网分别持有公司总股本的 42.9% 和 35.9%。
- **再度变革。**2006 年，京能集团联合京能能源科技投资公司发起设立京能国际能源股份公司（以下简称“京能国际”），并由其持有公司 22846 万股，此次股权变更，京能热电的控股股东变为京能国际。2007 年，由于“920 项目”转让，山西国际电力集团（以下简称“山西国际”）和京能集团分别受让华北电网持有公司的 1.49 亿股和 0.61 亿股，至此，京能国际、山西国际、京能集团成为公司前三大股东，分别持有总股本的 39.85%、26%、10.68%。

截至 2010 年 8 月底，京能国际、山西国际、京能集团持有公司的股比分别为 39.88%、26.0%、10.68%，由于京能集团还持有京能国际 89.3% 的股权，因此，京能集团直接及间接持有股比达到 50.52%，是公司的实际控制人，实现了对公司的绝对控股。

图1：京能热电目前主要股东股权关系



数据来源：公司公告，招商证券整理

2、资本运作渐趋积极，成长空间更加广阔

长期以来，公司的发展一直较为缓慢，装机增长近乎停滞，资本运作也乏善可陈。而近两年，公司经营出现了一系列积极的信号，转让经营不确定的电厂、收购集团优质坑口电站、增持酸刺沟煤矿股权、非公开发行募集资金等，我们认为，公司积极进行资本运作的背后，透露出大股东对公司的支持力度在加大，公司在集团的地位正逐渐提升。

让我们通过公司种种变化，洞悉公司战略意图及发展方向：

- **第一步：集团控制权的确立，标志公司成长的转折点。**2007 年以前，京能集团对公司的持股比例，与二股东相差不多，导致集团对公司的支持缺乏动力，另外，集团拟以京能国际为平台整合集团火电资产于 H 股上市，致使公司在集团的定位非常模糊。转机的发生是在“920 项目”收购后，京能集团成为公司实际控制人，拥有了对公司的绝对控制权，加上京能国际 H 股上市失败，重新将公司拉回集团资本运作的战略平台，此后，公司成长渐入佳境。
- **第二步：发展战略快速调整，打造一流火电企业。**我们注意到，公司 2009 年非公开增发时，描述公司的发展方向是“逐渐形成以火电为主，新能源互补的多元化发电结构”，而 2010 年 5 月，公司在非公开发行预案修订中，对发展战略做了如下调整“做精做强、稳步发展，创建成为国内一流火力发电企业，积极开拓产业链延伸以及战略投资业务”，短短一年间，公司由原先的横向发展转变为纵向发展，即专注于传统火电及相关领域发展，并在该领域做大做强，同时，为下一步做好铺垫。
- **第三步：集团构建两个平台，公司定位逐渐明朗。**自 2009 年起，京能集团通过无偿划转和协议转让等方式，逐渐将其下属清洁能源资产“打包”整合进入京能科技，同时将京能科技原有的与主业相关性不强的资产予以剥离。公开信息显示，2010 年 3 月，京能科技已委托开展上市前的环保核查工作。结合公司发展战略的调整，我们判断，京能集团正在构建两个资本平台，一个是以京能科技为主的清洁能源平台，另一个是以京能热电为主体的火电平台。
- **第四步：资本运作频频出手，打开成长空间。**在打造一流火电企业的轨道上，公司进行了一系列的资本运作。首先，公司于 2009 年底向集团出售了经营不稳定的京丰燃气、京丰热电和霍林郭勒风电，仅保留支柱电厂石景山热电，使得公司卸掉风险，轻装上阵；此后，公司拟定向增发向集团收购京玉发电，从而使公司迈出北京，突破地域限制；随后，公司投资建设的京泰、京科电厂相继投产，公司资产布局由单一的北京市场向内蒙、山西等煤炭资源丰富地区扩张，同时开启了煤电联营的利润增长模式，为公司未来的发展打开了成长空间。

3、监管日益严格，解决同业竞争势在必行

据我们了解，2010 年中国证监会的监管主题之一就是解决同业竞争问题。7 月份，证监会开展了“解决同业竞争、减少关联交易”的专项活动，要求存在相关问题的企业，通过股权转让、股权收购、企业合并等方式解决关联交易；通过并购重组、改变经营范围等方式解决同业竞争。

在证监会的严格监管下，一些地方性的发电公司都开始积极迈上整体上市之旅。今年以来通过定向增发收购集团资产的上市公司有粤电力、建投能源、通宝能源等。一些大型央企如国电电力，已经发布公告，母公司国电集团承诺在未来 5 年内将发电资产全部注

入国电电力。

公司作为京能集团唯一控股的上市公司，上市公司仍有大量的电力资产与集团形成同业竞争，并存在不同程度上的关联交易，这就意味着，如要满足证监会的要求，京能集团就势必要通过股权转让等方式，解决相关事宜，否则，公司的再融资将会受到一定的影响。

综上所述，我们看到了一个正在逐步转型的京能热电，在集团公司的支持下，作为集团的资本运作平台，以“基建与收购”并举的模式，突破地域瓶颈，实现规模扩张，公司未来的发展空间将非常广阔。

二、内生增长快速稳定，集团支持空间较大

公司是北京大型的能源企业，资产以热电业务为主体，以煤炭、新能源业务为辅助。目前，公司控股装机容量 178 万千瓦，参股煤炭权益产能 300 万吨，保障主业稳定发展。京能集团资产优质，2009 年净利润是京能热电的 8.9 倍，在集团的支持下，京能热电未来发展空间较大。

1、电力资产集中投产，公司进入高速增长期

在经历了较长的蛰伏期后，2010 年上半年，公司新投产装机 90 万千瓦，使得公司装机容量达到 178 万千瓦，较 2009 年增长 102%，权益装机 141 万千瓦，较 2009 年增长 60%，实现了一次跨越式增长，带动公司进入高速成长期。同时，公司拟收购集团在建项目 60 万千瓦，可保障未来两年的可持续增长。目前，公司主要电力资产如下：

- **石景山热电。**公司所属的石景山热电厂是北京市最大的热电厂，装机容量 88 万千瓦，是北京地区电力负荷的重要支撑，也是北京西部最主要的供热热源。长期以来，石景山热电一直是公司业绩的支柱。
- **京泰发电。**京泰发电是典型的系典型坑口电站、循环经济型项目，拥有 2 台 30 万千瓦煤矸石火电机组，于上半年 2 月投产。电厂燃用公司参股的酸刺沟煤矿产出的煤矸石、洗中煤以及选煤场产出的煤泥，变废为宝，并充分利用周边煤矿的疏干水为生产水源，符合国家发展循环经济，延伸产业链的要求。
- **京科发电。**京科发电是国家鼓励的热电联产企业，拥有 1 台 30 万千瓦的空冷供热机组，今年上半年投产，该项目一方面受益于蒙东地区丰富煤炭资源所带来的相对稳定和低成本燃料供应，同时电厂电量也能享受东北地区相对较高的上网电价，另外，未来公司热力产品可解决蒙东地区部分城镇的供热问题，综合效益高，具有较好的盈利前景。
- **京玉发电。**公司正在收购集团京玉发电 51% 的股权，该电厂在建控股装机容量 60 万千瓦，预计 2011 年底投产，届时，公司装机容量将达到 238 万千瓦。京玉发电所处的右玉县煤炭资源丰富，电厂紧临煤矿，也是典型的坑口电站和循环经济项目，符合国家电力产业发展政策。

可以看出，公司电力资产，立足北京，同时向煤炭资源丰富的内蒙、山西地区扩张，从而降低成本，提高盈利能力，逐步壮大公司实力。

表 1：京能热电控股电力资产统计

控股企业	名称	权益比例	机组类型	装机容量 (万千瓦)	装机构成	权益装机 (万千瓦)
一、投产机组						
1	石景山热电	100%	燃煤(热电)	88	4*22	88
2	内蒙古京科发电	73%	燃煤(热电)	30	1*30	22
3	内蒙古京泰发电	51%	燃煤(煤矸石)	60	2*30	31
合计				178		141
二、在建机组(拟收购)						
1	山西京玉发电	51%	燃煤(煤矸石)	60	2*30	31
合计				60		31

资料来源：公司公告，招商证券

2、战略投资相辅相成，参股能源延伸产业链

在发展电力资产的基础上，公司还积极延伸产业链以及开拓战略投资业务，参股了能源类公司 2 家，分别为国华能源公司 15% 和酸刺沟矿业 24% 的股权，拥有清洁能源装机 52 万千瓦和煤炭产能 1200 万吨/年。

- **酸刺沟矿业。**酸刺沟矿业成立于 2007 年 9 月，最早是由内蒙古伊泰煤炭股份有限公司独家发起设立的全资子公司，2008 年 1 月酸刺沟矿业增加注册资本，增资后伊泰股份、京能热电、山西粤电分别持有其 70%，15%，15% 的股份，2009 年 5 月，京能热电继续收购 9% 的股权，持股比例从而达到 24%，成为第二大股东。目前，酸刺沟煤矿已经转入正式生产，达产后可生产原煤 1200 万吨/年。
- **国华能源有限公司。**国华公司成立于 1995 年，注册资本金为 4.89 亿元人民币，京能热电持有其 24% 的股份。目前，公司共有控、参股公司十余家，业务范围涉及能源、金融、服务等多个产业，电力、煤炭、钢铁等基础设施产业是经营重点。公司当前的发展重点是风力发电，公开信息显示，2009 年底公司装机 52 万千瓦。

表 2：京能热电参股能源企业统计

参股企业	名称	权益比例	能源类型	产能规模	注册资本（万元）
1	国华能源有限公司	15%	清洁能源	52 万千瓦	48880
2	内蒙伊泰京粤酸刺沟矿业	24%	煤炭	1200 万吨	108000

资料来源：公司公告，招商证券

3、集团资产优质，盈利能力较强

按照前文我们的判断，京能集团未来必将以优质火电资产支持京能热电的发展，因此，集团的资产规模和质量对公司的成长更为重要，基于这样的判断，我们统计了集团相关资产情况：

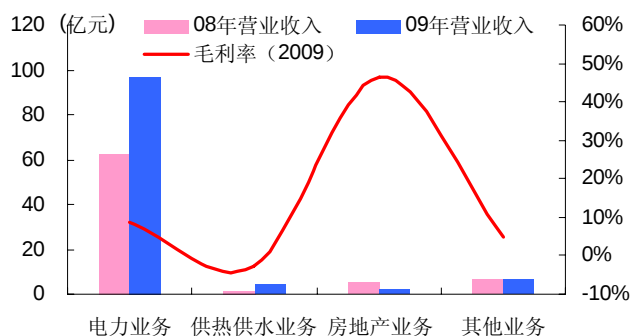
资产规模是公司的 12 倍。京能集团成立于 2004 年，注册资本 88 亿元，拥有全资、控股、参股企业 73 家，其中全资、控股企业 34 家。京能集团控股电力上市公司京能热电，参股电力上市公司大唐发电。截至 2009 年 12 月底，京能集团总资产 901 亿元，净资产 321 亿元，约是公司规模的 12 倍。

盈利水平是公司的 8.9 倍。京能集团 2009 年完成发电量 331 亿千瓦时，是公司的 6.8 倍，营业收入 109.8 亿元，投资收益 20.2 亿元，实现净利润 15.5 亿元，是公司的 8.9 倍。京能集团电力资产毛利率为 15%，高于公司 14% 的水平。

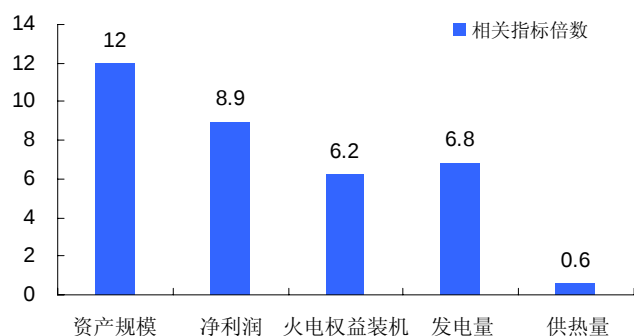
火电权益装机是公司的 6.2 倍。根据我们统计，除京能热电外，集团目前拥有权益发电装机容量 1480 万千瓦，其中火电权益装机 879 万千瓦，是公司目前权益装机的 6.2 倍，火电控股装机容量 582 万千瓦，是公司控股装机的 3.3 倍。

纵观集团的火电资产，可以发现，集团控股参股的项目中，拥有大量耳熟能详的优质电厂，例如岱海发电、上都发电、三河发电、托克托、托克托二电等，这些电厂均处于内蒙山西等煤炭资源丰富的地区，燃料成本低，装机规模大，向京津唐、东北等经济发达的地区输电，享受较高的电价，同时发电量有保障，仅托克托发电和托克托二电 2009 年就实现净利润近 20 亿元，贡献投资收益 4.8 亿元。我们认为，这众多的优质电站就像是公司后方的大粮仓，保障公司未来的持续成长。

整体来看，集团资产规模和装机容量是公司的数倍，盈利水平和盈利能力都高于公司，优势非常明显，竞争力极其突出。在京能集团的支持下，一旦开始收购这些优质资产，京能热电将实现飞跃式的发展。

图2：京能集团各业务板块收入及毛利率统计


资料来源：京能集团公司债，招商证券

图3：京能集团主要资产指标与公司倍数关系


资料来源：京能集团公开信息，招商证券

表3：京能集团主要电力资产统计

编号	公司名称	机组类型	权益	装机容量 万千瓦	权益容量 万千瓦	机组构成	备注
1	内蒙古赤峰煤矸石电厂	火电	100%	27	27	2×13.5	控股
2	北京京丰热电有限责任公司	火电	65%	15	10	1×5 + 1×10	控股
3	山西漳山发电有限责任公司	火电	55%	180	99	2×30+2×60	控股
4	内蒙古岱海发电有限公司	火电	51%	240	122	4×60	控股
5	内蒙古京隆发电有限公司	火电	40%	120	48	2×60	控股
6	北京京桥热电有限责任公司	燃气	78%	46.4	36	4×11.6	控股
7	北京太阳宫燃气热电公司	燃气	74%	70	52	2×35	控股
8	北京京丰燃气发电有限公司	燃气	70%	35	25	1×35	控股
9	黑水县三联水电	水电	100%	5.08	5.08		控股
10	北京京西发电有限责任公司	水电	52%	29.5	15	1×20 + 1×6.5+2×1.5	控股
11	北京京能新能源	风电、生物	100%	104.7	104.7	102.3 风电+2.4 生物质	控股
12	内蒙古上都发电有限公司	火电	49%	240	118	4×60	参股
13	内蒙古蒙达发电有限公司	火电	47%	132	62	4×33	参股
14	山西兆光发电有限责任公司	火电	45%	60	27	2×30	参股
15	国电电力大同发电有限公司	火电	40%	240	96	4×60	参股
16	包头东华热电有限公司	火电	35%	60	21	2×30	参股
17	大连庄河电厂	火电	34%	120	41	2×60	参股
18	华能北京热电有限责任公司	火电	34%	84.5	29	2×16.5+2×22+1×7.5	参股
19	三河发电有限责任公司	火电	30%	130	39	2×35 + 2×30	参股
20	内蒙古京达发电有限公司	火电	30%	66	20	2×33	参股
21	内蒙古大唐托克托发电公司	火电	25%	360	90	6×60	参股
22	内蒙古大唐托克托第二发电	火电	25%	120	30	2×60	参股
25	北京十三陵蓄能电厂	水电	48%	80	38	4×20	参股
23	北京大唐发电股份有限公司	综合	10%	3078	320	-	参股
24	国华能源有限公司	风电	10%	51.89	5	-	参股
合计				873	1480		
集团火电权益装机		879	公司权益装机	141	倍数	6.2	
集团火电控股装机		582	公司控股装机	178	倍数	3.3	

资料来源：公司公告，招商证券

三、公司业绩创新高，提升潜力仍然较大

上半年，公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.7 亿元，同比增长 93%，超过了去年全年的业绩。盈利增长的主要原因是电量和供热量的大幅增长，以及酸刺沟煤矿的投资收益。同时，公司毛利水平创历史新高，随着公司财务杠杆的提高，公司盈利能力仍有很大提升空间。

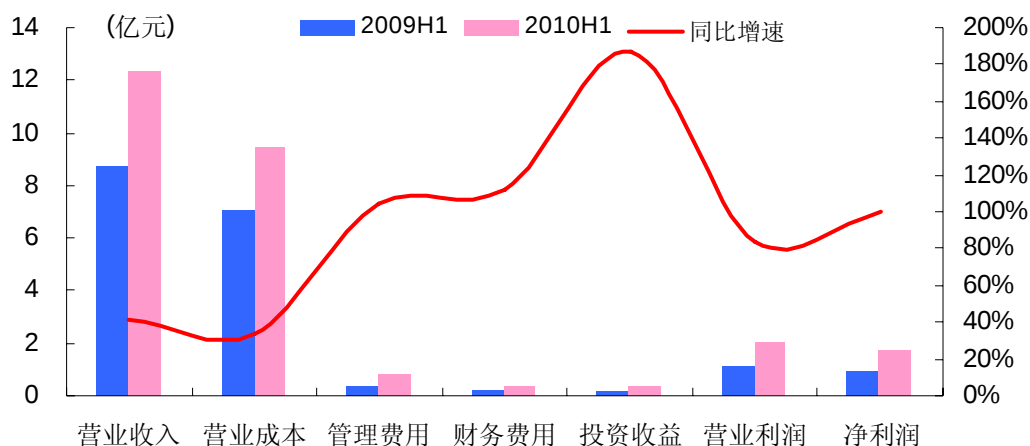
1、业绩同比大幅增长，半年完成全年盈利

受益于经济的回暖和冷冬气候，公司上半年发电、供热均完成良好，虽然新投产的京泰发电、京科发电对公司利润贡献不大，但公司业绩还是实现了大幅增长，实现每股收益 0.30 元，超过了 2009 年全年的业绩。

从盈利指标来看，公司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%。特别是公司参股的酸刺沟煤矿贡献较大，上半年生产原煤 447 万吨，销售 366 万吨，实现净利润 2.1 亿元，为公司贡献投资收益 0.36 亿元，占上半年业绩的 20% 以上。

从经营指标来看，上半年完成发电量 26.73 亿千瓦时，同比增长 22.5%，电力收入同比增长 48%。供热量完成 744.99 万吉焦，同比增长 18.25%，供热收入同比增长 16%。公司主营全面回升。

图4：京能热电上半年经营指标同比变动比较



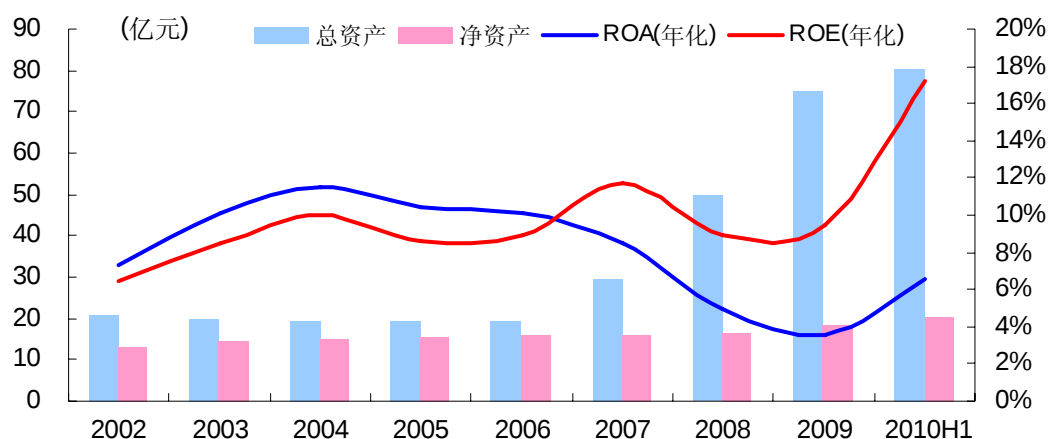
数据来源：公司公告，招商证券整理

2、财务杠杆加大，盈利仍有提升空间

由于具有地利优势和政策优势，长期以来，公司的盈利能力一直较强。即便是遇到 2008 年金融危机和煤价大幅上涨的双重冲击，公司仍然实现了较高的盈利。同时，公司的资产负债率水平长期保持较低水平，近两年提升较快，我们认为，随着其财务杠杆的加大，公司的盈利水平仍然有很大的提升空间。

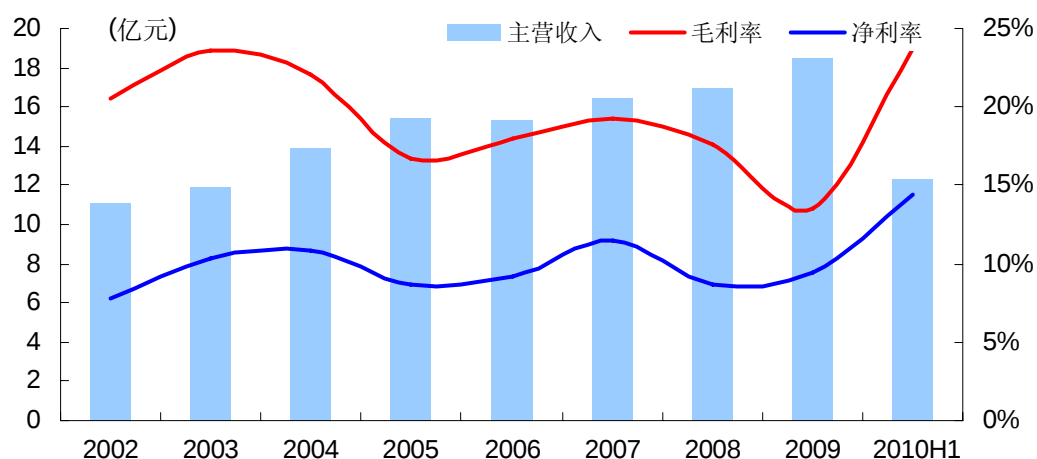
另外，公司煤炭成本控制良好，经与公司沟通，燃煤价格仅上涨约 20 元，远低于市场 20% 多的涨幅，使得公司毛利率水平快速回升并创出新高，达到 24%，而随着京泰、京科两个坑口电厂逐渐发挥效益，公司煤炭成本将继续回落，毛利水平有望再上台阶。

图5：京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6：京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

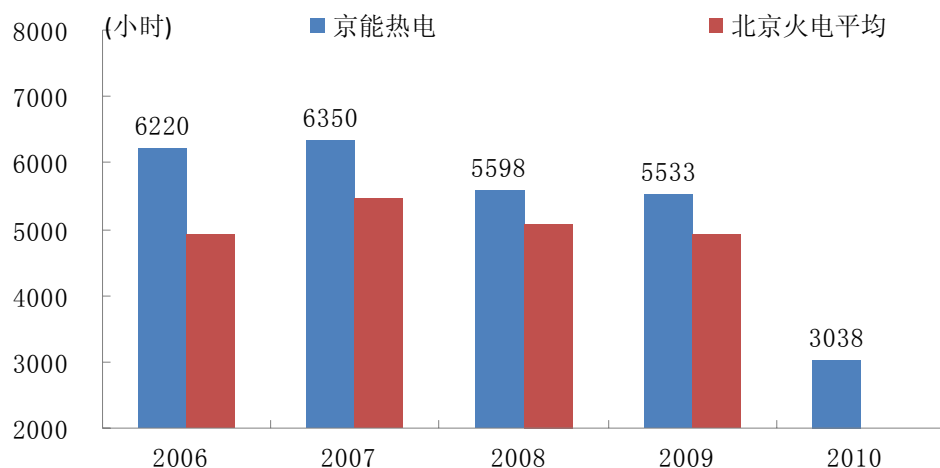
3、电力资产优势凸显，综合竞争力较强

政策优势。公司重点发展的热电联产、煤矸石发电、坑口煤电联营项目都是国家政策支持的发展方向，其中，公司热电联产机组占 66%，煤矸石发电占 34%，这些机组均享有国家节能优先调度政策和环保项目贴息政策，同时，按照国家“以热定电”的政策，供热机组在采暖季节增加 100 小时电量，具备上网优势，能主动的占有市场。另外，公司的京玉发电也是典型的煤矸石坑口电厂，明年投产后，公司优势机组规模将继续增长。

布局优势。公司在电力资产进行扩张的同时，较为重视资产的布局，由电力负荷中心向煤炭富集区域扩展，且拥有丰富的煤炭资源，降低燃料及运输成本，提升盈利水平。同时，由于紧邻京津唐经济发达地区，享有较高的电价水平，兼备成本优势和市场优势，有利于提升公司的综合竞争力。

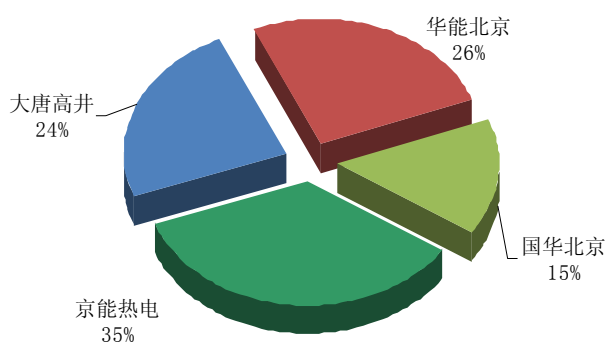
区域优势。上市以来，公司始终专注北京电力市场，做精做强、稳步提高电厂盈利能力，2009 年，公司装机容量占北京地区燃煤热电联产机组容量的 35%，发电量占全北京发电量的 28%，供热面积占全北京的 20%。同时，公司平均发电利用小时达到 5900 小时左右，远高于 2009 年北京 5000 小时的火电平均水平。

图7：京能热电利用小时高于北京火电平均水平



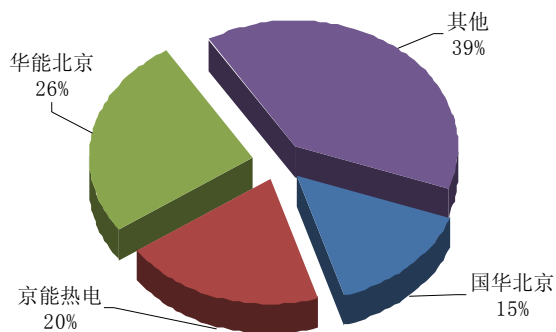
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：公司占北京燃煤热电机组装机容量比重



资料来源：公司公告，招商证券

图9：公司占北京供热面积比重



资料来源：公司公告，招商证券

四、今年收益再上台阶，未来盈利更上层楼

2010 年公司迎来了京科、京泰的陆续投产和酸刺沟煤矿的正式生产，预计公司每股收益可达 0.63 元，较去年业绩上一个台阶。随着未来两年新项目产能的释放，业绩将继续保持高速增长。我们预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.63、0.75 和 0.86 元。如果京泰电厂利用小时的逐渐恢复，京科电量能够实现全部送东北电网，京玉发电能够享受山西电价提升，都将使公司业绩有超预期的可能。

1、石景山热电盈利稳定，仍是公司业绩支柱，

自公司上市以来，石景山热电厂始终是公司的业绩支柱，2007 年，公司对其 4 台 20 万千瓦机组进行增容改造，有效提升了公司的装机规模，总容量达到 88 万千瓦，同时，公司的供电煤耗下降 20 克/千瓦时，达到 319 克/千瓦时，远低于目前 332 克/千瓦时的平均水平，从而实现了增容、增效、减排的目标。

- **电厂电价水平。**2008 年电厂电价累计上调 0.0435 元/千瓦时，从而达到 0.410 元/千瓦时；相对低于北京地区燃煤机组的平均上网电价，有利于电网统调保证利用小时，且未来仍有较大提升空间。
- **电厂热价及供热量。**2008 年冬季，北京市上调了公司供热价格 10 元/吉焦，达到 33 元/吉焦。按照北京市热网建设规划，2010 年全市供热面积将达到 1.45 亿平方米，同比增长 7%，另外，公司南线供热系统改造工程完成后，年供热量可增加约 190 万吉焦左右，增幅达到 19%，未来公司供热市场仍有较广阔的发展空间。

根据以上数据，我们对石景山热电未来的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 电厂燃煤价格按照 2009 年煤价上涨一定比例，以 610 元/吨假定；
- 上网电价和热价暂不考虑上调因素，分别为 0.410 元/千瓦时和 33 元/吉焦；
- 发电利用小时逐渐恢复，2010~2012 年分别为 5800、5900、6000 小时；
- 供热量考虑南线改造增加 190 万吉焦，假设全年供热 1460 万吉焦；
- 公司所得税按 25% 计算；

根据以上假设，预计 2010~2012 年石景山热电厂为公司贡献的净利润分别为 2.0 亿元、2.1 亿元和 2.3 亿元。

表4：石景山热电厂盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	20.4	21.0	21.3
2.主营业务成本	17.8	18.2	18.3
(1)燃料成本	12.0	12.4	12.6
(2)折旧	1.3	1.3	1.2
(3)维修成本	0.4	0.4	0.4
(4)人员工资	2.8	2.8	2.8
(5)主营税金及附加	0.3	0.3	0.3
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.5	0.5	0.5
(8)财务费用	0.6	0.6	0.6

3.营业利润	2.6	2.8	3.0
(1)营业外收入	0.1	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	2.7	2.8	3.0
所得税	0.7	0.7	0.8
5.净利润	2.0	2.1	2.3
少数股东损益	0.0	0.0	0.0
6.归属所有者的净利润	2.0	2.1	2.3

资料来源：招商证券

2、京泰电厂，燃料成本优势明显

京泰发电由于兼具坑口电站和煤矸石电厂燃料供应可靠、热值稳定、发电成本低廉的优势，盈利提升空间较大，发展前景较好。

- **电厂电价水平。**公司电量送蒙西电网，含税脱硫电价为 0.2849 元/千瓦时。
- **电厂煤价水平。**公司每年大约可消耗酸刺沟煤矸石 165 万吨、洗中煤 115 万吨，由于电站位于坑口，煤炭运输成本极低，到厂煤价约为 185 元/吨左右，按照 4000 大卡的发热量，折标煤 325 元/吨。

我们对京泰电厂未来的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 电厂燃煤价格以 325 元/吨假定，由于国家节能减排政策，暂不考虑煤价上涨因素；
- 上网电价 0.2849 元/千瓦时，暂不考虑上调因素。
- 由于蒙西地区装机容量增长较快，预计全年发电利用小时不高，同时考虑电站今年才投产，预计 2010~2012 年利用小时分别为 2000、4500、4500 小时。
- 公司所得税按 25% 计算；

根据测算，预计 2010~2012 年京泰发电为公司贡献的净利润分别为 0.02 亿元、0.17 亿元和 0.19 亿元。由于电厂利用小时较低，我们预测公司的盈利较为保守，如果公司利用小时可以达到 5000 小时，公司净利润约为 0.30 亿元。

表5：京泰发电盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	2.7	6.1	6.1
2.主营业务成本	2.7	5.7	5.7
(1)燃料成本	1.2	2.8	2.8
(2)折旧	0.4	1.1	1.1
(3)维修成本	0.2	0.2	0.2
(4)人员工资	0.2	0.2	0.2
(5)主营税金及附加	0.0	0.1	0.1
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.1	0.3	0.3
(8)财务费用	0.4	1.1	1.1
3.营业利润	0.0	0.4	0.4
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	0.0	0.4	0.4
所得税	0.0	0.1	0.1
5.净利润	0.0	0.3	0.3

少数股东损益	0.0	0.1	0.2
6.归属所有者的净利润	0.011	0.15	0.16

资料来源：招商证券

3、京科电厂，享受东北较高电价

京科发电拥有一台 30 万千瓦的热电联产机组，主要使用霍林河煤矿的褐煤，电厂距离煤矿约 180 公里，以铁路运输，吨煤公里运费仅 8 分。

- **电厂电价水平。**2009 年内蒙古自治区发改委核准电厂电价，对于落地蒙东和辽宁地区的电量，分别执行相关区域标杆电价。公司电量主要送东北电网，上网电价 0.3317 元/千瓦时，高于送蒙东地区 0.299 元/千瓦时电价水平。
- **电厂热价水平。**电厂对兴安盟右中旗集中供热，该地区的供热价格大约为 17 元/吉焦，目前受限于当地热力市场的发展，公司暂不供热。
- **电厂煤价水平。**公司周边煤矿发热量较低，且受运输限制，价格波动不大，考虑运输成本后，平均售价折合标煤价格为 370 元/吨左右。

我们对京科电厂未来的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 电厂燃煤价格以 370 元/吨假定，暂不考虑煤价上涨因素；
- 假设电厂电量送东北和蒙东各一半，折上网电价平均为 0.316 元/千瓦时。
- 由于电厂电量主送东北电网，且为热电联产机组，同时考虑电厂今年上半年新投产，假设 2010~2012 年电厂发电利用小时分别为 3000、5000、5000 小时。
- 暂不考虑公司供热；
- 公司所得税按 25% 计算；

根据以上假设，预计 2010~2012 年京科发电为公司贡献的净利润分别为 0.06 亿元、0.08 亿元和 0.08 亿元。由于公司电量可送蒙东地区和辽宁地区，而以上两地区电价相差较大，因此，两地区的送电比例成为影响公司业绩的主要因素。

表6：京科发电盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	2.5	4.1	4.1
2.主营业务成本	2.4	4.0	4.0
(1)燃料成本	1.2	1.9	1.9
(2)折旧	0.4	0.8	0.8
(3)维修成本	0.1	0.1	0.1
(4)人员工资	0.2	0.2	0.2
(5)主营税金及附加	0.0	0.1	0.1
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.1	0.2	0.2
(8)财务费用	0.4	0.8	0.8
3.营业利润	0.1	0.1	0.1
(1)营业外收入	0.0	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	0.1	0.1	0.1
所得税	0.0	0.0	0.0
5.净利润	0.1	0.1	0.1

少数股东损益	0.0	0.0	0.0
6.归属所有者的净利润	0.06	0.08	0.08

资料来源：招商证券

4、京玉电厂，期待山西电价的整体提升

京玉发电两台 30 万千瓦燃煤机组，以煤矸石和洗中煤为燃料，机组年利用小时数 5500 小时，年发电量约 33 亿千瓦时，以 220 千伏电压等级接入山西电网。项目已于 2010 年 4 月开工建设，预计 2011 年年底正式投产运营，预计资本金净利润率 13.21%。

- **电厂电价水平。**公司电量送山西电网，预计按照山西省标杆电价执行，为 0.315 元/千瓦时。
- **电厂煤价水平。**由于该地区煤矿较多，竞争较为充分，加上国家节能减排政策影响煤炭的需求量，近期右玉地区主要煤矿动力煤坑口价格有所走弱，同煤铁峰煤矿 4500 大卡动力煤价格约为 250 元/吨，折标煤价格约为 390 元/吨左右。

我们对京玉电厂未来的业绩进行了盈利预测，并基于以下主要假设：

- 按照规划，电厂于 2011 年底按时投产，并在 2012 年全年贡献收益。
- 电厂燃煤价格以 390 元/吨假定，暂不考虑煤价上涨因素；
- 上网电价 0.315 元/千瓦时，暂不考虑电价上调因素。
- 电站设计利用小时为 5500 小时，由于山西省有大量新机组投产，保守判断电厂利用小时达不到设计值，预计为 5000 小时。
- 公司所得税按 25% 计算；

根据以上假设，预计 2012 年京玉发电为公司贡献的净利润约为 0.22 亿元。由于山西省整体电价水平较低，大多火电项目均处于亏损状态，我们判断，这种现象不会持久，如果下一阶段煤电联动可以实现，该地区的电价水平预计提升幅度会较大，而京玉电厂投产时，有望赶上一波煤电联动，届时电厂业绩有望超预期。

5、酸刺沟煤矿，公司重要利润增长点

酸刺沟煤矿位于准格尔煤田中部，井田面积 4.98 平方公里，地质储量 14.15 亿吨，设计产能 1200 万吨/年，被列为国家“十一五”规划建设项目。

2007 年项目得到国家发改委核准，2010 年 2 月正式投产运营。煤矿配有铁路专用线，北起准(格尔)东(胜)铁路周家湾车站，南至终点酸刺沟煤矿，正线全长 26.85 公里，近期输送能力可达 1200 万吨/年，远期输送能力达 2000 万吨/年。

根据伊泰股份半年报数据，上半年，酸刺沟煤矿实际生产原煤 447 万吨，销售煤炭 366 万吨，实现营业总收入 7.5 亿元，净利润 2.1 亿元，可以推算出，煤矿吨煤净利润约为 47 元/吨。

2010 年，预计酸刺沟全年可生产原煤 1050 万吨，按照上半年吨煤净利润粗略计算，酸刺沟煤矿全年可实现净利润约 5~6 亿元，为公司贡献投资收益约 1.3 亿元，折每股收益 0.23 元。2011 年，项目达产后，年产 1200 万吨原煤，考虑煤价小幅上涨，预计贡献投资收益约 1.6 亿元，折每股收益 0.29 元。酸刺沟煤矿将成为公司重要的利润增长点。

6、近两年业绩上台阶，未来实现稳步增长

总体来讲，公司的业绩以石景山电厂为基础，2010 年由酸刺沟煤矿推动公司业绩上台阶，同时，新投产和拟收购的机组将逐年释放业绩，保障未来业绩的稳步增长。

- 公司石景山电厂经营稳健，盈利较为稳定，今年业绩好于往年；
- 新投产的京泰、京科电厂，在 2010 年投产当年，预计略有盈余，2011 年开始贡献全年业绩；公司拟收购的京玉电站如能按时投产，也将增厚公司 2012 年业绩；
- 除了酸刺沟煤矿推动公司业绩再上台阶外，公司参股的国华能源也在稳步扩张中，预计每年可给公司贡献 0.2 亿元净利润。
- 未来，随着京泰电厂利用小时的逐渐恢复，京科开始供热，且其电量能够实现全部送东北电网，京玉发电能够享受山西电价的提升，都将使公司业绩有超预期的可能。

综合以上分析和预测，我们对公司 2010~2012 年的盈利前景也进行了预测，在不考虑股本摊薄的情况下，2010~2012 年京能热电每股收益分别为 0.63 元、0.75 元和 0.86 元，年复合增长率 17%。

表7：京能热电盈利预测表

单位：亿元	2010E	2011E	2012E
1.主营业务收入	25.6	31.3	39.1
2.主营业务成本	22.9	27.9	34.9
(1)燃料成本	14.4	17.1	20.9
(2)折旧	2.1	3.1	4.2
(3)维修成本	0.7	0.7	1.0
(4)人员工资	3.2	3.2	3.3
(5)主营税金及附加	0.4	0.5	0.6
(6)销售费用	0.0	0.0	0.0
(7)管理费用	0.7	0.9	1.2
(8)财务费用	1.4	2.4	3.6
加 投资收益	1.5	1.9	2.2
3.营业利润	4.2	5.3	6.4
(1)营业外收入	0.1	0.0	0.0
(2)营业外支出	0.0	0.0	0.0
4.利润总额	4.4	5.3	6.4
所得税	0.7	0.8	1.0
5.净利润	3.6	4.5	5.3
少数股东损益	0.0	0.2	0.4
6.归属所有者的净利润	3.6	4.3	4.9
7.每股收益	0.63	0.75	0.86

资料来源：招商证券

五、公司价值分析及风险探讨

1、公司面貌焕然一新，价值明显低估

经过几年的发展调整，公司面貌焕然一新，基本面较以往也发生了较大的变化，规模有突破，业绩上台阶，成长更明确，定位更明朗，集团支持更有力，我们认为，公司悄无声息的转型，为公司未来发展带来了更加广阔的空间。总结全文，我们看好公司的理由如下：

- **公司业绩良好，有力支撑股价。**长期以来，公司业绩水平基本维持在 0.25~0.3 元/股之间，而今年仅半年时间，业绩就超过了以往全年的水平，盈利能力仍有较大的成长空间，预计全年 EPS 在 0.6~0.65 元之间，良好的基本面为股价提供了有力的支撑。
- **进入成长快车道，保障业绩稳步增长。**上半年京科、京泰发电的陆续投产，打破了公司长期依靠单一市场的状况，同时带动公司装机规模实现快速发展，公司进入成长快车道，另外，公司参股的酸刺沟煤矿也转入正式生产，在延伸产业链的同时推动了公司业绩再上台阶，并保障近两年业绩的稳步增长。
- **融资平台地位明晰，集团支持带来想象空间。**在证监会解决同业竞争的要求下，公司作为集团唯一的控股上市公司和火电资产平台，我们认为，京能集团未来对京能热电的支持将逐步加大。按照统计，集团火电权益装机是公司的 6.3 倍，拥有大量优质电厂，盈利能力极强，同时还有大量的在建机组，使得公司未来的成长存在巨大的想象空间。
- **国家政策支持，提升公司估值。**公司的机组均为国家政策支持的热电联产或煤矸石发电机组，享有优先上网的优势。而最近即将上市的富春环保热电，估值预计在 30 倍以上，这将有效提升热电公司的估值。另外，公司 2010~2012 年每股收益年复合增长率在 17% 左右，成长性较为突出，也将有力增加公司估值空间。

维持“强烈推荐”投资评级，目标价 15 元。目前公司的股价为 10.3 元，对应 2010 年业绩，为 16 倍 PE，远低于电力行业 25 倍的 PE，无论从绝对量还是从成长性来看，价值明显低估。鉴于公司未来成长性明确、未来发展空间广阔，我们给予公司 2011 年业绩 20 倍 PE，合理股价为 15 元，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

2、风险因素探讨

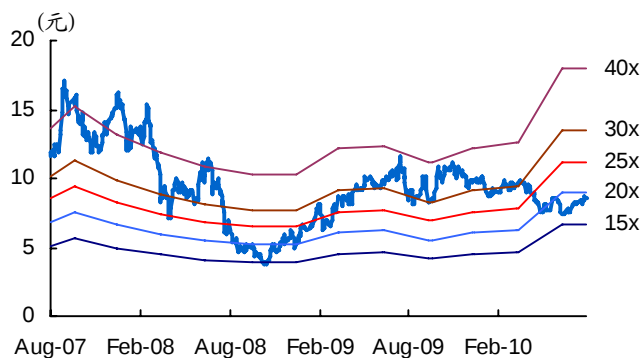
尽管我们对公司未来的发展充满信心，但仍建议投资者关注以下可能存在的风险：

- **宏观经济波动风险。**电力行业与宏观经济形势密切相关，在目前国家经济结构调整、节能减排的大环境下，经济增速的波动将影响到电力需求，从而影响公司的生产经营。
- **煤价波动风险。**虽然公司电力资产布局均有着强大的煤炭网络支持，但由于公司电力机组结构较为单一，受煤价波动影响巨大，存在煤价大幅上涨，煤电联动不及时，导致公司经营恶化的风险。
- **收购集团资产进程缓慢风险。**虽然我们判断，在证监会解决同业竞争的要求下，集

团以优质资产支持公司发展的方向明确，但是具体的注入方案和时间进程尚存在一定的不确定性。

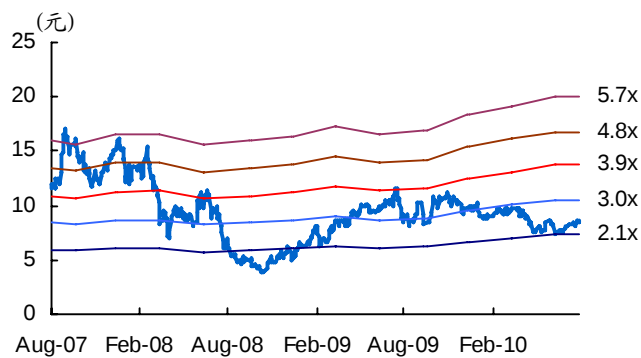
➤ **市场风险。**如果股票市场整体大幅下跌，公司的估值也会受到一定影响。

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1710	1299	1334	2218	5869
现金	374	294	200	866	4202
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	343	419	524
其它应收款	17	170	26	31	39
存货	42	34	49	58	71
其他	1035	563	716	844	1033
非流动资产	3295	6189	6332	8047	10109
长期股权投资	876	1336	1336	1336	1336
固定资产	998	1134	3005	4720	6781
无形资产	27	27	24	22	20
其他	1394	3693	1967	1970	1973
资产总计	5006	7488	7666	10265	15978
流动负债	2685	3624	4324	2330	4433
短期借款	2100	1480	2360	1100	3250
应付账款	374	1153	1022	964	885
预收账款	0	0	0	0	0
其他	211	991	942	266	298
长期负债	450	1721	996	3396	4296
长期借款	407	1653	953	3353	4253
其他	43	68	43	43	43
负债合计	3134	5345	5320	5726	8729
股本	573	573	573	573	573
资本公积金	716	789	789	789	789
留存收益	360	475	674	911	1181
少数股东权益	222	306	309	326	366
母公司所有者权益	1649	1837	2036	2273	2543
负债及权益合计	5006	7488	7666	8325	11638

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	262	716	-417	567	754
净利润			362	430	491
折旧摊销			212	311	420
财务费用			140	240	360
投资收益			-149	-192	-213
营运资金变动			-1014	-258	-370
其它			33	37	66
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	702	199	2682
借款变动			880	440	3050
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			-163	-193	-221
其他			-16	-48	-147
现金净增加额	101	-79	-94	666	3337

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1696	1851	2562	3125	3909
营业成本	1397	1599	2044	2411	2950
营业税金及附加	17	17	38	47	59
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	64	80	67	88	117
财务费用	57	47	140	240	360
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	149	192	213
营业利润	184	207	422	532	636
营业外收入	4	13	12	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	188	220	434	532	636
所得税	40	46	70	85	105
净利润	148	174	365	447	531
少数股东损益	0	0	3	17	40
母公司所有者净利润	148	174	362	430	491
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%	38%	22%	25%
营业利润	-21%	12%	104%	26%	20%
净利润	-22%	18%	108%	19%	14%
获利能力					
毛利率	17.6%	13.6%	20.2%	22.9%	24.5%
净利率	8.7%	9.4%	14.1%	13.8%	12.6%
ROE	9.0%	9.5%	17.8%	18.9%	19.3%
ROIC	4.3%	3.8%	7.4%	9.2%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	71.4%	69.4%	55.8%	54.6%
净负债比率	50.1%	41.8%	52.3%	43.4%	47.0%
流动比率	0.6	0.4	0.3	1.0	1.3
速动比率	0.6	0.3	0.3	0.9	1.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
存货周转率	38.2	41.9	49.3	45.1	45.9
应收帐款周转率	7.8	7.7	8.8	8.2	8.3
应付帐款周转率	4.3	2.1	1.9	2.4	3.2
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	-0.73	0.99	1.32
每股净资产	2.88	3.20	3.55	3.96	4.43
每股股利	0.12	0.12	0.28	0.34	0.39
估值比率					
PE	38.3	32.6	15.7	13.2	11.5
PB	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	39.7	40.7	19.5	13.9	10.6

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 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。