

核心地位确定，发展空间打开

京能热电动态点评

报告关键点:

- 核心地位确定，可注入资产是现有资产的6.9倍，发展空间打开。
- 由于高耗能行业限电，小幅下调盈利预测。
- 维持“增持-A”评级，目标价确定为14元。

报告摘要:

- 京能热电的实际控制人京能集团发布了关于解决同业竞争的函，主要内容包括：（1）京能热电将作为京能集团的煤电业务投融资平台；（2）力争用3年左右时间，将煤电业务资产及燃煤热力项目注入京能热电；（3）京能集团在项目开发、资本运作、资产并购等方面优先支持京能热电。
- 多年以来，由于京能集团计划将京能国际到香港上市，对上市公司支持力度一直不够。这也导致近年来公司只能通过自身发展，进展较慢。而本次公告的发出，意味着京能热电在集团的核心地位得到确定，其成长性获得极大改善。
- 京能热电目前的电力资产的权益容量合计约为143万千瓦。而京能集团下属煤电相关资产的权益容量合计约为988万千瓦（包括在建），是上市公司的6.9倍，因此公司未来资产注入的空间广阔。同时集团还有870万千瓦的规划项目，亦可成为公司未来的发展目标。
- 目前集团下属的煤电资产中，参股项目的盈利能力远远好于控股项目，例如托克托电厂、上都电厂、华能北京热电、三河发电、蒙达发电等盈利能力极强，而控股电厂中仅岱海电厂盈利能力较强，但存在着二期项目尚未核准的问题。由于资产注入对业绩的提升需要综合考虑注入资产的选择、定价以及发行价格等，我们尚难以确定对业绩的提升幅度，但按照过去经验估计，我们预期对业绩的提升幅度可能在20-30%之间。
- 由于河北、内蒙等地区对高耗能行业采取限电的措施，我们预计公司3季度的发电量可能低于之前预期。石景山电厂是“以热定电”的电厂，在4季度供暖开始后，受此的影响将开始减弱。不考虑后续资产注入的应吸纳高，我们下调公司2010-2012年EPS分为为0.59、0.64和0.68元。
- 我们维持公司“增持-A”评级，按照2010年20倍PE，并考虑到后续资产注入给予20%的溢价，目标价确定为14元。

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

14.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 10.50 元

现价: 10.37 元

报告日期:

2010-10-07

市场数据

总市值(百万元)	5,945.74
流通市值(百万元)	5,945.74
总股本(百万股)	573.36
流通股本(百万股)	573.36
12 个月最高/最低	7.25/11.79 元
十大流通股(%)	77.32%
股东户数	46,813

12 个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.77	26.93	30.30
绝对收益	16.39	39.09	25.97

研究员

张龙

首席行业分析师

021-68766113

zhanglong@essence.com.cn

证书编号

S1450209070217

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,696.4	1,850.7	2,594.8	3,134.7	4,008.2
Growth(%)	3.1%	9.1%	40.2%	20.8%	27.9%
净利润	147.9	173.9	369.2	462.0	514.8
Growth(%)	-21.9%	17.6%	94.5%	26.2%	6.1%
毛利率(%)	9.1%	4.6%	21.4%	21.2%	20.9%
净利润率(%)	8.7%	9.4%	13.0%	13.6%	11.3%
每股收益(元)	0.26	0.30	0.59	0.64	0.68
每股净资产(元)	2.88	3.20	3.73	4.60	4.92
市盈率	40.2	34.2	17.6	16.1	15.2
市净率	3.6	3.2	2.8	2.3	2.1
净资产收益率(%)	7.9%	8.1%	11.6%	9.6%	10.1%
ROIC(%)	7.8%	5.1%	10.1%	7.3%	7.3%
EV/EBITDA	36.0	45.5	15.7	12.7	9.9
股息收益率	1.4%	1.9%	1.2%	2.5%	3.1%

前期研究成果

京能热电：业绩好于预期

2010-08-20

京能热电：非公开发售修订预案点评

2010-06-01

京能热电：煤炭投资收益成利润主要增长点

2010-03-29

表1 京能热电主要资产 (万千瓦)

	机组构成	容量	权益	权益容量	附注
北京石景山热电	4 × 22	88	100%	88	
国华能源			15%		风电
内蒙古京科发电	1 × 30	30	91.97%	24.09	2010 年投产
内蒙古京泰发电	2 × 30	60	51%	30.6	2010 年投产
酸刺沟矿业 (煤炭)			24%		设计产能 1200 万吨
山西右玉煤矸石	2 × 30				在建, 2011 年投产
合计		178		143	

数据来源: 公司公告, 安信研究中心整理

表2 北京能投集团拥有的主要煤电资产 (不包括京能热电, 单位: 万千瓦、万元)

	权益	机组	容量	权益容量	附注	净利润	净资产
岱海电厂	51%	4×60	240	122.4	二期待核准	31837	352315
漳山发电	55%	2×30+2×60	180	99			
京隆发电	40%	2×60	120	48		-18115	39735
京西发电	100%	1×20 + 1×6.5+2×1.5	29.5	29.5			
京丰热电	95%	1×5 + 1×10	15	14.25			
赤峰煤矸石电厂	93.75%	2×13.5	27	25.3125			
宁夏水洞沟电厂	65%	2×60	120	78	2011年投产		
庄河电厂	34%	2×60	120	40.8		8059	86519
托克托发电	25%	6×60	360	90		148865	360980
托克托第二发电	25%	2×60	120	30		42394	52394
蒙达发电	47%	4×33	132	62.04		26623	157281
大同发电	40%	4×60	240	96			161739
华能北京热电	34%	2×18.5+2×20+7.5	84.5	28.73		24065	201351
上都发电	49%	4×60	240	117.6		88019	303903
山西兆光发电	45%	2×30	60	27		-15978	120067
三河发电	30%	2×35 + 2×30	130	39		16404	164076
包头东华热电	35%	2×30	60	21		3798	44326
京达发电	30%	2×33	66	19.8		-1953	50387
合计			2344	988			
其中控股			732	416			

数据来源: 集团公司, 安信研究中心整理

表3 北京能投集团规划的煤电项目 (不包括京能热电, 单位: 万千瓦)

	总投资 (亿元)	机组	容量 (万千瓦)	附注
京丰热电上大压小项目	39	3×30	90	
同煤-京能马道头项目	75	2×60	120	同步建设 1000 万吨煤矿
山西右玉二期项目	50	2×60	120	
呼和浩特玉泉项目	30	2×30	60	
沈阳新民项目	30	2×30	60	
河北抚宁一期项目	55	2×60	120	
湖北十堰热电	30	2×30	60	
内蒙古赤峰红山一期	56	2×60	120	
江西上饶一期	50	2×60	120	
合计			870	

数据来源: 集团公司, 安信研究中心整理

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-9-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
营业收入	1,696.4	1,850.7	2,594.8	3,134.7	4,008.2	成长性							
减: 营业成本	1,542.4	1,766.3	2,039.4	2,469.0	3,169.9	营业收入增长率	3.1%	9.1%	40.2%	20.8%	27.9%		
营业税费	16.8	17.4	15.7	19.5	30.7	营业利润增长率	-20.8%	12.3%	95.1%	27.8%	12.2%		
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-21.9%	17.6%	94.5%	26.2%	6.1%		
管理费用	64.0	80.1	121.7	109.3	121.0	EBITDA 增长率	-21.3%	-13.2%	303.8%	41.2%	25.6%		
财务费用	56.7	47.0	170.1	225.1	314.4	EBIT 增长率	-34.0%	-9.3%	558.7%	29.1%	20.6%		
资产减值损失	7.5	22.5	-8.5	-	-	NOPLAT 增长率	-0.3%	9.6%	146.0%	27.5%	19.7%		
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	67.5%	23.9%	76.8%	19.4%	0.2%		
投资和汇兑收益	30.3	122.7	147.5	204.3	207.0	净资产增长率	9.7%	14.5%	49.1%	51.3%	5.6%		
营业利润	184.3	207.1	403.9	516.1	579.3	利润率							
加: 营业外净收支	3.9	13.0	15.0	4.0	3.5	毛利率	9.1%	4.6%	21.4%	21.2%	20.9%		
利润总额	188.3	220.1	418.9	520.1	582.8	营业利润率	10.9%	11.2%	15.6%	16.5%	14.5%		
减: 所得税	40.3	46.2	49.7	58.1	68.0	净利率	8.7%	9.4%	13.0%	13.6%	11.3%		
净利润	147.9	173.9	369.2	462.0	514.8	EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	31.6%	36.9%	36.3%		
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.7%	4.7%	22.1%	23.6%	22.3%		
货币资金	373.7	294.3	407.6	350.8	420.7	运营效率							
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	214	207	466	830	798		
应收帐款	259.3	407.9	376.8	455.2	582.0	流动营业资本周转天数	131	-10	-50	31	24		
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	264	293	187	163	139		
预付帐款	1,034.9	562.6	564.6	567.1	570.3	应收帐款周转天数	46	47	41	45	44		
存货	42.3	33.9	53.0	64.7	83.9	存货周转天数	8	8	6	7	7		
其他流动资产	0.0	0.0	-2.9	-2.9	-2.9	总资产周转天数	843	1,215	1,231	1,282	1,095		
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	702	902	985	1,143	974		
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率							
长期股权投资	875.6	1,335.6	1,692.3	1,692.3	1,692.3	ROE	7.9%	8.1%	11.6%	9.6%	10.1%		
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.3%	3.6%	3.8%	4.2%		
固定资产	998.5	1,133.6	5,587.7	8,867.3	8,897.3	ROIC	7.8%	5.1%	10.1%	7.3%	7.3%		
在建工程	1,289.9	3,641.3	1,531.6	21.6	21.6	费用率							
无形资产	27.0	26.9	25.1	23.4	21.9	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
其他非流动资产	104.4	51.8	27.5	26.5	25.8	管理费用率	3.8%	4.3%	4.7%	3.5%	3.0%		
资产总额	5,005.5	7,487.9	10,263.4	12,066.1	12,312.9	财务费用率	3.3%	2.5%	6.6%	7.2%	7.8%		
短期债务	2,100.0	1,480.0	3,923.4	4,146.1	4,196.0	三费/营业收入	7.1%	6.9%	11.2%	10.7%	10.9%		
应付帐款	438.1	1,212.0	352.0	426.2	547.1	偿债能力							
应付票据	75.0	490.5	55.9	67.6	86.8	资产负债率	62.6%	71.4%	68.9%	59.9%	58.5%		
其他流动负债	71.5	441.1	515.5	569.5	656.8	负债权益比	167.5%	249.4%	221.2%	149.5%	141.2%		
长期借款	406.9	1,652.9	2,152.9	1,952.9	1,652.9	流动比率	0.64	0.36	0.29	0.28	0.30		
其他非流动负债	42.8	68.2	68.2	68.2	68.2	速动比率	0.62	0.35	0.28	0.26	0.29		
负债总额	3,134.2	5,344.7	7,067.9	7,230.5	7,207.9	利息保障倍数	1.69	1.85	3.37	3.29	2.84		
少数股东权益	222.0	305.8	1,056.5	1,787.3	1,839.9	分红指标							
股本	573.4	573.4	573.4	663.4	663.4	DPS(元)	0.15	0.20	0.12	0.25	0.32		
留存收益	1,075.9	1,264.1	1,565.6	2,384.9	2,601.8	分红比率	58.1%	65.9%	20.3%	39.6%	47.1%		
股东权益	1,871.3	2,143.2	3,195.5	4,835.5	5,105.0	股息收益率	1.4%	1.9%	1.2%	2.5%	3.1%		
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E		
净利润	147.9	173.9	369.2	462.0	514.8	EPS(元)	0.26	0.30	0.59	0.64	0.68		
加: 折旧和摊销	138.1	116.1	246.1	416.9	560.8	BVPS(元)	2.88	3.20	3.73	4.60	4.92		
资产减值准备	7.5	22.5	-8.5	-	-	PE(X)	40.2	34.2	17.6	16.1	15.2		
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.2	2.8	2.3	2.1		
财务费用	7.8	57.8	47.0	170.1	225.1	P/FCF	-	-31.3	-9.0	-5.2	37.5		
投资收益	-30.3	-122.7	-147.5	-204.3	-207.0	P/S	3.5	3.2	2.3	2.2	1.7		
少数股东损益	-	-	31.0	35.3	61.9	EV/EBITDA	36.0	45.5	15.7	12.7	9.9		
营运资金的变动	145.7	878.4	-1,199.4	47.3	78.3	CAGR(%)	46.2%	43.6%	13.9%	-100.0%	-100.0%		
经营活动产生现金流量	261.5	716.0	-539.1	982.3	1,323.2	PEG	0.9	0.8	1.3	-0.2	-0.2		
投资活动产生现金流量	-1,721.2	-2,054.8	-2,549.2	-1,565.3	177.0	ROIC/WACC	1.1	0.8	1.5	1.1	1.1		
融资活动产生现金流量	1,560.8	1,259.4	2,753.5	301.6	-778.0	REP	1.8	2.4	1.0	1.3	1.2		

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

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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