



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月21日

电力

研究部

陈俊华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207050043
chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010022
lijie@cicc.com.cn

中性

京能热电(600578.SH)

2011: 产能翻倍、盈利增速看煤价

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,696	1,851	2,604	2,930	3,569
(+/- %)	3	9	41	13	22
主营业务利润	282	234	452	526	656
(+/- %)	(6)	(17)	93	16	25
营业利润	185	207	300	356	426
(+/- %)	(21)	12	45	19	19
净利润	148	174	269	291	350
(+/- %)	(22)	17	55	8	20
每股盈利 (元)	0.26	0.30	0.41	0.44	0.53
(+/- %)	(22)	17	35	8	20
市盈率 (X)	42.3	36.1	26.8	24.7	20.5
市净率 (X)	6.4	5.8	5.2	4.6	4.0
ROE (%)	9.0	9.5	9.6	9.8	11.0
股息收益率 (%)	1.1	1.3	1.7	1.9	2.3

基本信息

	A-股
股票代码	600578.CH
当前股价	Rmb10.96
日成交量 (百万股)	6.02
52周最高价/最低价	Rmb13.26/7.25
总市值 (百万元)	7,190
发行股数 (百万股)	656
流通股数 (百万股)	573
主要股东 (持股比例)	北京能源投资 (46.71%)

相对走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600578.CH]	-2.66	+0.46	-1.26	+0.27
[上证A股指数]	-3.11	-0.59	+0.44	+3.52
[电力板块指数]	+1.00	+2.90	+6.50	+5.90

股价表现



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

4/2011 2010 年股东大会

2010 年业绩基本符合预期:

公司公布 2010 年业绩: 实现收入 26 亿元, 同比增长 41%, 净利润 2.7 亿元, 同比增长 55%, 合 EPS0.41 元。其中, 四季度盈利 2652 万元 (合 EPS0.04 元), 环比下降 58%。

正面:

2010 年 12 月, 顺利完成定向增发, 募资近 8 亿元。2010 年 12 月, 公司完成定增: 发行 8266 万股 (股本摊薄 14%), 募集资金 7.96 亿元 (单价: 9.92 元), 投入在建项目和补充流动资金。募资有效缓解财务压力: 公司负债率回落 6 个点至 64%。

负面:

2010 年四季度毛利率仅 4%, 环比回落 15 百分点。电煤价格上涨导致公司四季度主营业务亏损超过 8000 万, 依靠参股煤炭企业稳定收益 7500 万及营业外收入 1000 万, 公司四季度实现微利。

发展趋势:

2011 年: 产能快速提升, 盈利仍受煤价约束。2011 年末, 预计公司控股装机由 2009 年末的 88 万 kw 增至 238 万 kw, 源自在建电厂陆续投产: 京科 (1*30 万 kw)、京泰 (2*30 万 kw) 分别于 2010 年中期投产, 京玉 (2*30 万 kw) 将于 2011 年底投产。但受制于电煤价格高企, 预计公司利润率仍有下滑风险, 业绩增速慢于电量、收入增加。

持续资产整合预期: 谨慎乐观。作为京能集团旗下唯一电力上市公司平台, 我们看好公司获取持续资产注入的优势和潜力。考虑非上市资产盈利能力差异较大, 且以参股资产为多, 部分为控股资产, 我们预计整合需要较长时间, 且定价有不确定性, 对于收购可能带来的盈利增厚, 我们暂持谨慎态度。

估值与建议:

小幅下调 2011 年盈利预测, 预计公司 2011、12 年净利润分别为 2.9 亿和 3.5 亿元, 对应 EPS0.44 和 0.53 元, 市盈率 25x 和 21x。短期业绩压力仍主要来自于电价调升难度大, 但煤价仍有攀升趋势, 且蒙东地区今年利用小时有下滑风险。我们的盈利预测尚未考虑可能的资产注入, 对此持谨慎态度。维持“中性”投资评级。

风险: 下半年煤价加速上涨, 蒙东机组利用小时下滑超预期。

图表 1：京能热电下属资产一览

主要电厂	地区分布	装机类型	装机容量(万kw)	控股比例	权益装机(万kw)
控股电厂					
石景山热电	北京	已投产	88	100%	88
内蒙古京科发电	内蒙古	已投产	30	92%	28
内蒙古京泰发电	内蒙古	已投产	60	51%	31
山西京玉	山西	在建，2011年底	60	51%	31
参股企业					
国华能源	内蒙古	已投产	140	15%	21
京丰燃气	北京	已投产	130	30%	39

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 主要财务简表

(单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					
主营业务收入	1,696	1,851	2,604	2,930	3,569
主营业务成本	1,397	1,599	2,142	2,375	2,877
主营业务利润	282	234	452	526	656
减: 管理费用	64	80	164	110	135
财务费用	57	47	142	197	258
营业利润	185	207	300	356	426
利润总额	189	220	325	355	424
所得税	40	46	52	69	71
少数股东损益	-	-	4	-5	3
净利润	148	174	269	291	350
每股盈利 (元)	0.26	0.30	0.41	0.44	0.53
每股股利 (元)	0.12	0.14	0.19	0.21	0.25
资产负债表					
货币资金	374	294	836	3,241	2,797
流动资产合计	1,710	1,299	1,592	4,420	3,941
长期投资	876	1,336	1,545	1,684	1,846
资产合计	5,005	7,488	9,244	7,998	8,290
短期借款	2,100	1,480	1,837	-	-
流动负债合计	2,685	3,624	3,457	2,127	2,348
长期借款	407	1,653	2,319	2,244	2,096
负债合计	3,134	5,345	5,922	4,514	4,588
少数股东权益	222	306	516	511	513
股本	573	573	656	656	656
股东权益合计	1,649	1,837	2,807	2,973	3,189
负债及股东权益合计	5,006	7,488	9,244	7,998	8,290
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	262	1,559	-10	760	963
投资活动产生的现金流量	-1,721	-2,929	-1,314	3,807	-1,015
筹资活动产生的现金流量	1,561	-711	1,000	-2,161	-393
主要财务比率					
增长					
收入	3%	9%	41%	13%	22%
息税前利润	-8%	-29%	90%	42%	26%
净利润	-22%	17%	55%	8%	20%
利润率					
毛利率	17%	13%	17%	18%	18%
息税前利润率	13%	8%	11%	14%	15%
净利润率	9%	9%	10%	10%	10%
流动性比率					
速动比率	0.62	0.35	0.44	2.06	1.64
流动比率	0.64	0.36	0.46	2.08	1.68
杠杆比率					
净债务权益比率	1.29	1.54	1.18	-0.34	-0.22
资产负债率	0.63	0.71	0.64	0.56	0.55
息税前利润/净财务费用	3.8	3.3	2.1	2.1	2.0

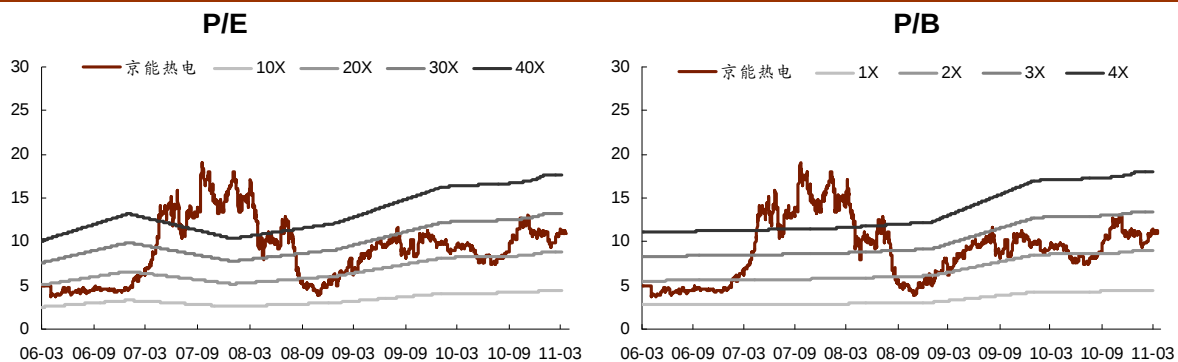
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

A 股电力公司	Price	投资建议	总股本	流通股本	总市值	2009A	EPS			2009A	P/E(x)			P/B(x)			
	(Rmb)		(百万股)	(百万股)	(十亿)		2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
	(Rmb)																
国电电力	3.03	审慎推荐	15,395	13,954	46.6	0.13	0.14	0.20	0.23	23.7	21.5	14.8	13.4	2.4	1.5	1.4	1.3
华能国际	5.44	审慎推荐	9,000	2,878	61.9	0.42	0.33	0.33	0.34	12.9	16.7	16.7	16.1	1.6	1.5	1.4	1.4
粤电力A	6.28	审慎推荐	2,132	1,987	15.7	0.44	0.28	0.41	0.48	14.3	22.4	15.3	13.1	1.8	1.6	1.4	1.3
长江电力	7.95	审慎推荐	16,500	7,364	131.2	0.28	0.51	0.54	0.57	28.4	15.5	14.7	14.1	2.1	1.9	1.9	1.8
内蒙华电	10.16	审慎推荐	1,981	573	20.1	0.20	0.38	0.50	0.62	49.9	27.0	20.3	16.5	5.9	4.8	4.2	1.8
深圳能源	10.06	审慎推荐	2,202	599	22.2	0.91	0.62	0.84	0.87	11.1	16.2	11.9	11.6	1.7	1.6	1.5	1.4
申能股份	7.62	审慎推荐	3,153	2,890	24.0	0.55	0.51	0.55	0.57	13.9	14.9	13.9	13.3	1.6	1.3	1.2	1.1
建投能源	5.84	审慎推荐	914	914	5.3	0.08	0.06	0.11	0.15	75.0	104.7	53.7	37.7	1.8	1.8	1.6	1.5
国投电力	7.38	审慎推荐	1,995	1,055	14.7	0.27	0.32	0.37	0.41	27.7	23.2	20.0	18.1	1.6	1.5	1.4	1.4
广州控股	7.87	审慎推荐	2,059	2,059	16.2	0.35	0.39	0.42	0.51	22.8	20.2	18.5	15.3	1.8	1.8	1.7	1.6
上海电力	4.38	审慎推荐	2,140	2,140	9.4	0.18	0.03	0.17	0.18	24.3	137.6	25.5	24.2	1.6	1.4	1.3	1.3
桂冠电力	6.31	中性	2,280	2,280	14.4	0.14	0.18	0.20	0.19	44.2	36.0	31.9	33.0	3.4	3.2	3.0	2.9
华电国际	3.31	审慎推荐	6,771	4,590	19.5	0.17	(0.04)	0.07	0.08	19.3	(90.0)	48.7	41.9	1.4	1.5	1.4	1.4
大唐发电	6.21	中性	12,310	4,505	63.3	0.13	0.19	0.21	0.25	49.4	32.6	29.0	25.3	2.8	2.4	2.2	2.1
川投能源	17.62	审慎推荐	933	547	16.4	0.18	0.50	0.54	0.65	95.7	34.9	32.5	26.9	3.2	2.9	2.8	2.7
平均值										29.8	28.5	23.9	21.0	2.3	2.0	1.8	1.6
中间值										24.0	22.0	19.2	16.3	1.8	1.6	1.5	1.4
区域性电网类公司																	
文山电力	14.09	审慎推荐	479	337	6.7	0.21	0.26	0.37	0.45	65.6	53.2	38.0	31.1	7.5	6.7	5.9	5.1
桂东电力	31.59		184	157	5.8	0.34	0.74	0.83	0.94	92.7	42.8	38.1	33.7	8.2	5.0	4.7	4.3
平均值										79.1	48.0	38.0	32.4	7.8	5.9	5.3	4.7
中间值										79.1	48.0	38.0	32.4	7.8	5.9	5.3	4.7
热电联产公司																	
富春环保	24.76	审慎推荐	428	108	10.6	0.21	0.33	0.47	0.60	115.4	76.2	53.2	41.6	30.4	5.8	5.4	4.9
京能热电	10.96	中性	656	573	7.2	0.30	0.41	0.44	0.53	36.1	27.1	24.9	20.7	3.6	2.6	2.4	2.3
金山股份*	9.34		341	283	3.2	0.12	0.29	0.32	0.50	78.2	31.8	29.6	18.7	3.1	2.8	2.6	2.4
宝新能源*	12.19		1,727	1,698	10.5	0.33	0.17	0.22	0.28	18.7	36.2	27.6	21.7	3.4	n.a	n.a	n.a
平均值										41.7	43.6	36.1	24.8	5.6	3.8	3.5	3.1
中间值										31.1	36.2	29.6	21.5	3.4	3.4	3.1	2.7
工业节能环保																	
龙源技术	107.07	推荐	88	18	9.4	1.00	1.19	2.09	2.76	107.4	89.9	51.3	38.8	24.7	4.7	4.3	3.9
燃控科技	38.79	审慎推荐	108	22	4.2	0.58	0.58	0.81	1.22	67.2	67.3	48.2	31.7	15.5	2.8	2.7	2.5
先河环保	30.20	审慎推荐	120	24	3.6	0.37	0.46	0.63	0.83	81.5	65.0	47.9	36.3	17.5	4.2	3.9	3.6
中电环保	29.48	审慎推荐	100	25	2.9	0.52	0.63	0.72	0.92	57.2	46.6	41.0	32.2	13.9	10.7	3.6	3.3
九龙电力	19.54	中性	335	335	6.5	0.18	0.08	0.25	0.42	108.6	249.2	76.9	47.0	7.0	7.2	2.4	2.3
易世达	70.00	审慎推荐	59	15	4.1	0.87	1.16	1.66	2.00	80.8	60.2	42.2	35.0	14.5	4.0	3.7	3.5
天立环保	60.00		80	16	4.8	1.23	1.81	2.34	3.44	48.6	33.2	25.7	17.5	16.9	11.2	3.1	2.8
平均值										83.8	96.4	51.3	36.8	15.5	5.6	3.4	3.2
中间值										81.1	66.2	48.1	35.6	15.0	4.5	3.7	3.4

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED