

京能热电(600578)

外阜项目突破发展局限，参股煤矿成利润支撑

研究员：程鹏

执业证书编号：S0570510120044

电话：025-83290916

E-mail: chengpeng_htsc@hotmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

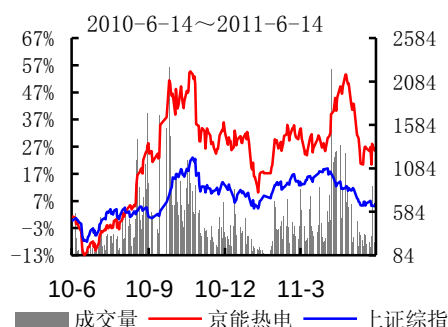
投资评级：推荐(维持)

电力 II

当前价格(元): 10.57

目标价格(元): 13

股价走势图



相关研究

投资要点:

- **外阜项目投产，突破发展局限：**2010 年，公司控股建设的内蒙古京科发电有限责任公司 1×330M 空冷供热机组，内蒙古京泰发电有限责任公司 2×300MW 煤研发电机组相继投产，山西京玉发电公司 2×300MW 煤研发电机组也将于 2011 年底投产，外阜电力项目的相继投产突破了公司作为地方热电企业的地域限制，从而解决了公司成长性不足的这一发展瓶颈问题。
- **酸刺沟煤矿成新的利润支撑：**公司目前持有酸刺沟煤矿 24% 权益，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。2010 年，酸刺沟煤矿全年共生产原煤 1043 万吨，销售煤炭 817.82 万吨，实现营业收入 17.5 亿元，实现净利润 6.08 亿元，煤矿吨煤净利润约为 74 元/吨。2011 年，预计酸刺沟全年可生产原煤 1200 万吨，销售煤炭 1056 万吨，按照上年吨煤净利润粗略计算，酸刺沟煤矿全年可实现净利润约 8 亿元以上，为公司贡献投资收益 1.92 亿元以上，折每股收益 0.29 元，酸刺沟煤矿已成为公司重要新的利润支撑。
- **集团优质火电资产注入值得期待：**公司控股股东京能集团资本战略已确立，既以京能科技为清洁能源平台，以京能热电为火电平台。我们认为在集团公司的支持下，公司将采取“自建+收购”的模式，实现规模扩张，而由于火电项目审批难度较大，公司未来发展将更加倚重集团资产的逐步注入。
- **公司评级：**由于成本问题依然困扰着电力企业，但我们认为即将出台的《电力十二五规划》将给电力企业带来一线曙光，行业的景气度处于回升的起点，具备成长潜力的公司将具备较好的投资价值。我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 31.97 亿、39.89 亿、40.81 亿，每股收益分别为 0.40 元、0.53 元、0.56 元，对应当前动态 PE 分别为 26X、20X、19X，考虑到公司的成长性以及资产注入预期，我们认为可以给予公司 30-35X 的 PE 较为合理，股价合理价格区间应为 12-14 元，给予“推荐”的投资评级，6 个月目标价为 13 元。

公司基本资料

总股本(万)	65602.13
流通 A 股(万)	57336.00
52 周内股价区间(元)	7.49-13.04
总市值(亿)	69.34
总资产(亿)	93.38
每股净资产(元)	4.36

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	26.04	31.97	39.89	40.81
+/-%	40.70	22.77	24.77	2.3
净利润(百万)	268.69	263.48	349.63	366.66
+/-%	56.94	-1.94	32.7	4.87
EPS(元)	0.47	0.4	0.53	0.56
P/E	25.81	26.37	19.87	18.95

一、新项目投产突破发展局限，酸刺沟煤矿成利润支撑

◆ 外阜项目投产，突破发展局限

公司前身是有着 80 多年发展历史的石景山发电总厂，也是北京最早的公用发电厂。为顺应中国电力体制改革，以石景山发电总厂为背景、成立了以石景山热电厂为母体的北京京能热电股份有限公司，并于 2002 年发行上市。

目前，石景山热电厂拥有 4×220MW 燃煤供热汽轮发电机组，年发电量 52 多亿千瓦时，供热量 1000 万吉焦，供热面积可达 3000 万平方米。2010 年，公司控股建设的内蒙古京科发电有限责任公司 1×330M 空冷供热机组，内蒙古京泰发电有限责任公司 2×300MW 煤矸发电机组相继投产，山西京玉发电公司 2×300MW 煤矸发电机组也将于 2011 年底投产，外阜电力项目的相继投产突破了公司作为地方热电企业的地域限制，从而解决了公司成长性不足的这一发展瓶颈问题。

表格 1 公司控股电力装机情况 单位：%、万千瓦、元/千瓦时

电厂名称	权益	装机	上网电价	状态	机组类型
石景山热电厂	100	4×22	0.4103	投产	热电联产
京科发电	92	1×30	0.3317	投产	热电联产
京泰发电	51	2×30	0.2879	投产	煤矸石
京玉发电	51	2×30	0.36	2011	煤矸石

资料来源：公司网站、华泰证券

◆ 新投电力项目提升盈利有限

公司京科、京泰、京玉项目均处于煤炭富集的内蒙、山西地区，属于坑口电厂，虽具备燃料成本优势明显，但由于利用率或上网电价偏低等原因，对公司盈利整体提升作用有限，电力项目整体盈利能力的改善还有赖于国家电力体制改革的深化。

（1）内蒙古京科发电项目

公司内蒙古京科发电有限公司科右中电厂 1 台 30 万千瓦的热电联产机组于 2010 年 4 月 30 日通过了 168 小时运行，进入商业运营。该项目总投资 16.49 亿元，项目资本金比例为 20%。该项目电量主要送东北电网，上网电价高于蒙东地区电价水平。目前当地热力市场还主要采用小锅炉供热，公司暂不供热，出于节能降耗考虑，我们认为公司机组供热将只是时间问题。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。2010 年，平均售价折合标煤价格为 340-350 元/吨，由于周边煤矿发热量较低，并受运输条件限制，我们认为价格波动不大。

因此，我们基于以下假设基础作盈利预测：

- (1) 电厂标煤单价 360 元/吨（不含税），供电煤耗 330 克/千瓦时；
- (2) 上网电价 0.3317 元/千瓦时；
- (3) 2011-2013 年利用小时分别为 5000 小时、5500 小时、5800 小时；
- (4) 公司所得税按 25% 计算；

根据以上假设，预计 2011-2013 年京科发电厂为公司贡献的净利润分别为 0.04 亿元、0.15 亿元和 0.21 亿元。若公司能够实现热电联产，盈利能力应有所提高。

表格 2 京科发电厂盈利测 单位：万千瓦、小时、亿千瓦时、%、元/千瓦时、亿元

	2011E	2012E	2013E
装机容量	30	30	30
利用小时	5000	5500	5800
发电量	15	16.5	17.4
上网电量	13.5	14.85	15.66
厂用电率	10%	10%	10%
上网电价（除税）	0.2835	0.2835	0.2835
营业收入	3.83	4.21	4.44
燃料成本	1.60	1.76	1.86
折旧	0.83	0.83	0.83
财务费用	0.66	0.66	0.66
其它	0.68	0.74	0.78
营业利润	0.06	0.22	0.31
所得税	0.02	0.05	0.08
净利润	0.05	0.16	0.23
公司权益利润	0.04	0.15	0.21

资料来源：华泰证券

（2）内蒙古京泰发电项目

公司内蒙古京泰发电有限公司负责运营区酸刺沟 2×300MW 矽石电厂，两台机组于 2010 年 9 月正式投产运营。该项目系坑口电厂，与酸刺沟煤矿采用煤电联营方式，有利于获得稳定的燃料保障。项目总投资 28.55 亿元，项目资本金 5.7 亿元，占总投资的 20%。2010 年，燃料成本折合标煤价格不到为 300 元/吨，由于采用煤电联营方式，酸刺沟煤矿每年供应 200 万吨原煤，基本能够满足电厂燃料需求，价格也应比较稳定。

因此，我们基于以下假设基础作盈利预测：

- (1) 电厂标煤单价 300 元/吨（不含税），供电煤耗 330 克/千瓦时；
- (2) 上网电价 0.2879 元/千瓦时；
- (3) 2011-2013 年利用小时分别为 4500 小时、4800 小时、5800 小时；
- (4) 公司所得税按 15% 计算；

根据以上假设，预计 2011-2013 年京泰发电厂为公司贡献的净利润分别为 0.12 亿元、0.16 亿元和 0.18 亿元。由于蒙西地区机组利用小时偏低，上网电价不高，盈利改善空间较大。

表格 2 京泰发电厂盈利测 单位：万千瓦、小时、亿千瓦时、%、元/千瓦时、亿元

	2011E	2012E	2013E
装机容量	60	60	60
利用小时	4500	4800	5000
发电量	28	28.8	30
上网电量	25.2	25.92	27
厂用电率	10%	10%	10%
上网电价（除税）	0.2435	0.2435	0.2435
营业收入	6.14	6.31	6.57
燃料成本	2.49	2.57	2.67
折旧	1.45	1.45	1.45
财务费用	1.16	1.16	1.16
其它	0.76	0.78	0.81
营业利润	0.28	0.36	0.48
所得税	0.04	0.05	0.07
净利润	0.23	0.30	0.41
公司权益利润	0.12	0.16	0.21

资料来源：华泰证券

（3）山西京玉发电项目

京玉发电 2×300MW 燃煤机组，以煤矸石和洗中煤为燃料，项目已于 2010 年 4 月开工建设，预计 2011 年年底正式投产运营。公司电量送山西电网，预计按照山西省标杆电价执行，为 0.335 元/千瓦时。公司电厂虽处于煤炭资源富集区，但由于山西外运条件较好，煤炭价格一直维持在较高水平，目前该地区标煤单价为 580 元/吨左右。因此，我们基于以下假设基础作盈利预测：

（1）考虑公司以煤矸石和洗中煤为燃料，综合煤价预计会低于市场价，预计电厂标煤单价 500 元/吨（不含税），供电煤耗 330 克/千瓦时；

（2）上网电价 0.2863 元/千瓦时；

（3）2012-2014 年利用小时分别为 5000 小时、5500 小时、5800 小时；

（4）公司所得税按 25% 计算；

根据以上假设，预计 2012-2014 年京玉发电厂为公司贡献的净利润分别为 -0.11 亿元、-0.08 亿元和 -0.03 亿元。显然，在目前的上网电价以及煤价水平上，山西电厂盈利前景不容乐观。

表格 4 京玉发电厂盈利测 单位：万千瓦、小时、亿千瓦时、%、元/千瓦时、亿元

	2012E	2013E	2014E
装机容量	60	60	60
利用小时	4500	4800	5000
发电量	28	28.8	30
上网电量	25.2	25.92	27
厂用电率	10%	10%	10%
上网电价（除税）	0.2863	0.2863	0.2863
营业收入	7.21	7.42	7.73

燃料成本	4.07	4.19	4.36
折旧	1.45	1.45	1.45
财务费用	1.16	1.16	1.16
其它	0.76	0.78	0.81
营业利润	-0.22	-0.15	-0.05
所得税	0.00	0.00	0.00
净利润	-0.22	-0.15	-0.05
公司权益利润	-0.11	-0.08	-0.03

资料来源：华泰证券

◆ 酸刺沟煤矿成新的利润支撑

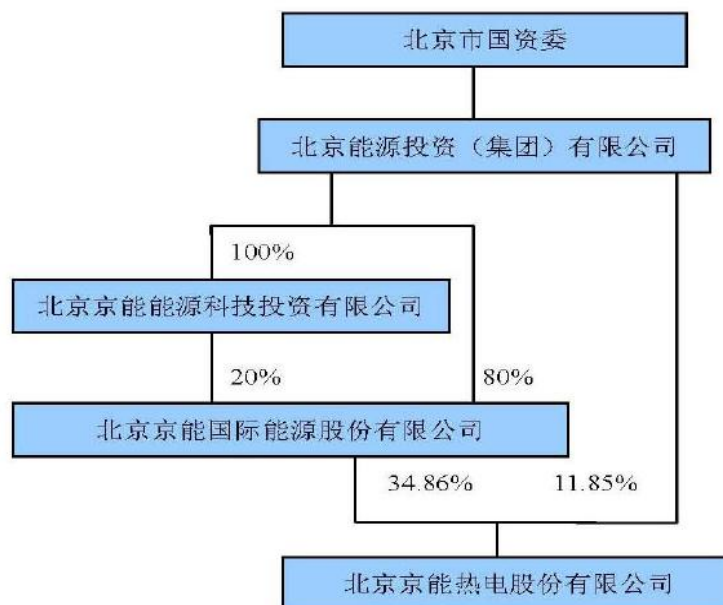
公司目前持有酸刺沟煤矿 24%权益，煤矿位于准格尔煤田中部，井田面积 4.98 平方公里，地质储量 14.15 亿吨，可采储量 8.18 亿吨，煤种为中灰、低硫、中高热值长焰煤，产品主要供内蒙地区及国内电力企业使用，设计产能 1200 万吨/年。2010 年 2 月正式投产运营。煤矿配有铁路专用线，北起准(格尔)东(胜)铁路周家湾车站，南至终点酸刺沟煤矿，正线全长 26.85 公里，近期输送能力可达 1200 万吨/年，远期输送能力达 2000 万吨/年。

2010 年，酸刺沟煤矿全年共生产原煤 1043 万吨，销售煤炭 817.82 万吨，实现营业收入 17.5 亿元，实现净利润 6.08 亿元，煤矿吨煤净利润约为 74 元/吨。2011 年，预计酸刺沟全年可生产原煤 1200 万吨，销售煤炭 1056 万吨，按照上年吨煤净利润粗略计算，酸刺沟煤矿全年可实现净利润约 8 亿元以上，为公司贡献投资收益 1.92 亿元以上，折每股收益 0.29 元，酸刺沟煤矿已成为公司重要新的利润支撑。

二、集团优质火电资产注入值得期待

公司控股股东的京能集团资本战略已确立，既以京能科技为清洁能源平台，以京能热电为火电平台。我们认为在集团公司的支持下，公司将采取“自建+收购”的模式，实现规模扩张，而由于火电项目审批难度较大，公司未来发展将更加倚重集团资产的逐步注入。

图表 1 公司股权结构图



资料来源：公司公告

由于目前京能集团控股火电资产大多处于内蒙和山西地区，虽燃料成本优势明显，但由于利用率或上网电价偏低等原因，整体盈利能力并不强，参股项目上都发电、托克托由于向华北电网供电，利用小时有保障，上网电价较高，盈利较好。因此，我们认为山西、内蒙上网电价若能继续上调，资产注入的步伐将加快。

表格 5 集团火电项目一览表 单位：万千瓦、%、元

名称	权益	装机	机组结构
内蒙赤峰煤矸石电厂	100	27	2×13.5
北京京丰热电	65	15	5+10
山西漳山发电	55	180	2×30+2×60
内蒙古岱海发电	51	240	4×60
内蒙古京隆发电	40	120	2×60
内蒙古上都发电	49	240	4×60
内蒙蒙达发电	47	132	4×32
山西兆光发电	45	60	2×30
国电电力大同发电	40	240	4×60
包头东华热电	35	60	2×30
大连庄河电厂	34	120	2×60
华能北京热电	34	84.5	2×16.5+2×22+7.5
三河发电	30	130	2×35+2×30
内蒙古京达发电	30	66	2×33
古大唐托克托发电	25	480	6×60

资料来源：华泰证券

三、盈利预测与评级：推荐

◆ 公司评级：推荐

由于成本问题依然困扰着电力企业，但我们认为即将出台的《电力十二五规划》将给电力企业带来一线曙光，行业的景气度处于回升的起点，具备成长潜力的公司将具备较好的投资价值。

我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 31.97 亿、39.89 亿、40.81 亿，每股收益分别为 0.40 元、0.53 元、0.56 元，对应当前动态 PE 分别为 26X、20X、19X，考虑到公司的成长性以及资产注入预期，我们认为可以给予公司 30-35X 的 PE 较为合理，股价合理价格区间应为 12-14 元，给予“推荐”的投资评级，6 个月目标价为 13 元。

表格 6 盈利预测

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2011E	2012E	2013E	会计年度	2011E	2012E	2013E
流动资产	1855	3231	4399	营业收入	3197	3989	4081
现金	895	2043	3185	营业成本	2662	3276	3342
应收账款	388	484	495	营业税金及附加	13	16	16
其他应收款	26	33	34	营业费用	0	0	0
预付账款	447	551	562	管理费用	176	199	204
存货	98	120	123	财务费用	235	264	260
其他流动资产	0	0	0	资产减值损失	0	0	0
非流动资产	9032	8269	7488	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	1545	1545	1545	投资净收益	240	240	240
固定资产	6778	6245	5580	营业利润	351	474	499
无形资产	164	164	164	营业外收入	25	25	25
其他非流动资产	545	314	199	营业外支出	0	0	0
资产总计	10887	11500	11887	利润总额	376	499	524
流动负债	3820	4085	4114	所得税	94	125	131
短期借款	2000	2000	2000	净利润	282	375	393
应付账款	1148	1412	1441	少数股东损益	19	25	26
其他流动负债	673	673	673	归属母公司净利润	263	350	367
非流动负债	3462	3462	3462	EBITDA	1213	1501	1539
长期借款	3319	3319	3319	EPS (元)	0.40	0.53	0.56
其他非流动负债	143	143	143	主要财务比率			
负债合计	7282	7547	7576	会计年度	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	535	560	586	成长能力			
股本	656	656	656	营业收入	22.8%	24.8%	2.3%
资本公积	1499	1499	1499	营业利润	17.1%	35.0%	5.1%
留存收益	916	1239	1571	归属于母公司净利润	-1.9%	32.7%	4.9%
归属母公司股东权益	3070	3394	3725	获利能力			
负债和股东权益	10887	11500	11887	毛利率(%)	16.7%	17.9%	18.1%
现金流量表				净利率(%)	8.2%	8.8%	9.0%
单位: 百万元				ROE(%)	8.6%	10.3%	9.8%
会计年度	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	6.6%	9.5%	11.3%
经营活动现金流	888	1198	1196	偿债能力			
净利润	282	375	393	资产负债率(%)	66.9%	65.6%	63.7%
折旧摊销	627	763	781	净负债比率(%)	73.04%	70.48%	70.21%
财务费用	235	264	260	流动比率	0.49	0.79	1.07
投资损失	-240	-240	-240	速动比率	0.46	0.76	1.04
营运资金变动	14	36	3	营运能力			
其他经营现金流	-31	0	0	总资产周转率	0.32	0.36	0.35
投资活动现金流	-1756	240	240	应收账款周转率	9	9	8
资本支出	2000	0	0	应付账款周转率	2.57	2.56	2.34
长期投资	0	0	0	每股指标 (元)			
其他投资现金流	244	240	240	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.53	0.56
筹资活动现金流	928	-290	-295	每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.83	1.82
短期借款	163	0	0				

			薄)				
长期借款	1000	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.17	5.68
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	26.37	19.87	18.95
其他筹资现金流	-235	-290	-295	P/B	2.26	2.05	1.86
现金净增加额	60	1148	1142	EV/EBITDA	8	6	6

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。