

2011年11月18日

京能热电

新电厂盈利较弱，外延增长空间广阔

A
未有评级

600578.SS - 人民币 7.84

沈涛

(8610) 6622 9097

tao.shen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(14)	12	(7.0)	(13.4)
相对新华富时A50指数(%)	(1)	13	(1.2)	1.0

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	787
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	5,394
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2011E)	64
主要股东(%)	
京能国际	40
山西国际电力	21
京能集	11

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

注: 北京京能国际为京能集团的全资子公司

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

京能热电为北京最大的热电企业。近年来,公司在蒙东、蒙西和山西等煤炭资源地区建设电厂。随着2011年底山西电厂的投产,公司装机容量将增加33%至238万千瓦。公司目前的盈利点主要来自北京石景山热电、参股矿酸刺沟煤矿;2010年投产的两个内蒙电厂盈利较弱。实际控制人京能集团2010年承诺3年内将其煤电业务注入上市公司;京能集团(含上市公司)现有资产的净利润及投产装机容量均为公司的5倍左右,为公司提供广阔的外延增长空间。我们认为公司未来主要看点在于京能集团资产注入的进度及方式。

主要发现

- **在建电厂年底投产,装机容量增加33%。**公司现有运营电厂3个,装机容量178万千瓦;在建电厂1个,装机容量60万千瓦(2011年底投产)。我们预计上述4个电厂的稳态发电量为125亿吨,较2011年增加39%。
- **石景山电厂及参股矿为主要利润来源。**2011年上半年,87%的净利润来自石景山热电;30%的净利润来自参股矿酸刺沟煤矿(1,200万吨/年产能)。石景山热电及酸刺沟煤矿的经营稳定,为公司的主要业绩来源。
- **新电厂增产不增利。**京泰发电和京科发电分别于2010年4和5月投产。京泰发电为酸刺沟煤矿的坑口电厂,燃煤成本低,但上网电价也低,盈利能力一般;京科发电主要输往辽宁,辽宁省新增电力需求较弱。京科发电缺乏稳定的大需求客户,发电利用小时不足导致亏损。短期内,我们预计两个电厂的盈利能力提升空间不大。
- **京能集团承诺3年内注入煤电业务。**2010年9月,实际控制人京能集团承诺力争用3年左右时间,将京能集团煤电资产及燃煤热力项目注入上市公司。2010年,京能集团(含上市公司)净利润14.2亿元,为上市公司的5.2倍;控股装机容量887万千瓦,为上市公司的5倍。
- **即将进入增发解禁期,目前股价低于增发价。**公司2010年底,以发行价格9.92元(除权后折算8.27元),定向增发8,266万股。新增股票将于2011年12月30日解禁,目前股价低于增发价格。

风险因素

- **根据万得统计,截至11月17日,公司2012年的市盈率为18倍,为行业平均水平。**我们认为目前的股价已经包含了部分资产注入的预期,未来看点在于资产注入的进度及方式。

图表 1. 投资摘要-市场预期

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,851	2,604	3,134	3,801	3,946
变动(%)	9	47	20	21	4
净利润(人民币 百万)	174	269	290	343	377
全面摊薄每股收益(人民币)	0.22	0.34	0.37	0.44	0.48
变动(%)	18	55	8	18	10
市盈率(倍)	33	27	21	18	16

资料来源: 万得资讯

北京最大的热电企业

京能热电是北京市最大的热电企业，在北京的装机容量为 88（4*22）万千瓦，在内蒙古的装机容量为 93 万千瓦（33+2*30），在山西的装机容量为 60 万千瓦（2*30，在建）。

公司 2000 年成立，2002 年上市，实际控制人为京能集团（持股 51%）。

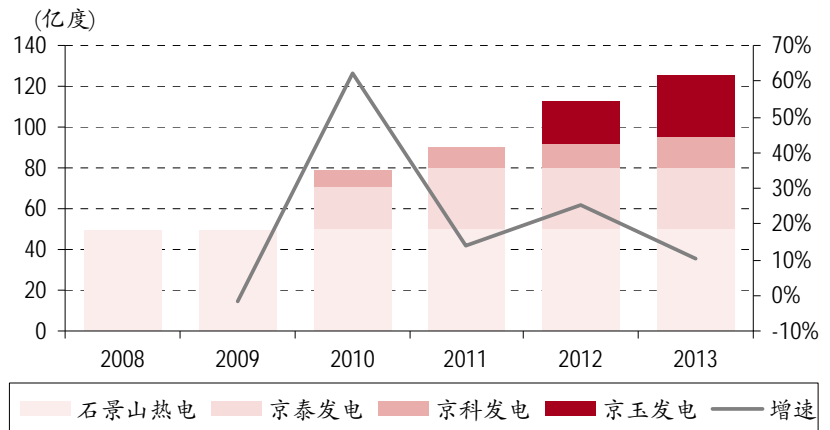
下属电厂均为政策鼓励类电厂

公司现有运营电厂 3 个，装机容量 178 万千瓦；在建电厂 1 个，装机容量 60 万千瓦。2011 年上半年，公司 70% 的净利润来自 3 个运营电厂。

公司的电厂基本为坑口电厂或者热电联产电厂，均属于政策支持的方向，尤其是热电机组享有电网优先调度的政策。

我们预计，随着在建的京玉发电投产，以及京科发电正常运营，公司 4 个电厂的稳态年发电量为 125 亿度，较 2011 年增加 39%。

图表 2. 公司发电量



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 拥有 4 个电厂

矿井名称	持股比例 (%)	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	机组类型	投产时间
内蒙古京科发电	92	33	30	热电联产	2010.05
内蒙古京泰发电*	51	60	31	矸石发电	2010.04
山西京玉发电	51	60	31	矸石发电	2011 年底
北京石景山热电	100	88	88	热电联产	
总计		241	180		

资料来源：公司数据，中银国际研究

京泰发电由伊泰集团和山西粤电能源分别持有 29% 和 20% 股权

- 1) 石景山热电为热电联产机组，装机容量为 4*22 万千瓦，为公司主要利润来源。今年上半年发电 25.29 亿度（利用小时 2,873 小时），净利润 9,658 万元。石景山热电的脱硫脱销及除尘设备，均在奥运前改造完成，环保要求高于北京市标准。
- 2) 京泰发电位于鄂尔多斯，属酸刺沟煤矿的坑口电厂，拥有 2*30 万千瓦的煤矸石电厂，2010 年 4 月投产。京泰发电全部采用酸刺沟煤矿的煤矸石和洗中煤（发热量 3,000 大卡左右），燃煤成本较低。今年上半年发电 14 亿度（利用小时 2,380 小时），净利润 1,078 万元。
- 3) 京科发电位于蒙东，为热电联产机组，采用霍林河地区的褐煤；电力主要输往辽宁省，2010 年 5 月投产。京科发电距离煤源 180 公里左右，通过铁路运输，吨公里运费为 0.08 元/吨。紧邻煤源且运费低廉，降低了京科发电的燃煤成本。但辽宁省经济发展较慢，京科发电尚未找到稳定的电力需求客户，利用小时较低导致其亏损。今年上半年发电 5.84 亿度（利用小时 1,947 小时），亏损 2,958 万元。
- 4) 京玉发电位于山西，为坑口电厂，装机容量 2*30 万千瓦，我们预计其 2011 年底投产。

图表 4. 电厂经营比较 (2010 年)

矿井名称	煤炭采购量 (万吨)	燃煤均价 (元/吨)	发电量 (亿度)	上网电价 (元/百度)	燃煤占生 产成本 (%)	净利润(11 年上半年) (亿元)
石景山热电	298	436	50	412	71	0.97
京科发电	73	161	8	329	64	(0.30)
京泰发电	159	82	21	281	42	0.11
总计	531	292	79			0.78

资料来源：公司数据，中银国际研究

燃煤采购集中度较高

公司燃煤采购集中度较高，80%的燃煤来自大客户：石景山热电为 77%、京科发电为 94%、京泰发电为 100%。较高的采购集中度，有利于公司控制煤炭成本。但随着煤价的上涨，公司第 3 季度的毛利率环比下跌了 5 个百分点至 15%。

图表 5.主要煤炭供应商 (2010 年)

矿井名称	供应商名称	采购的燃煤数量 (万吨)	采购均价 (元/吨)	采购量占总量比重(% (万千瓦)
石景山热电	神华集团	127	441	43
	同煤集团	60	637	20
	天津浩通	42	507	14
	蔚州矿业	14	319	5
石景山热电合计		229	504	77
京科发电	露天煤业	26	163	36
	源源能源	18	132	25
	亿诚能源	12	146	17
	博恒能源	9	221	12
京科发电合计		39	156	94
京泰发电	酸刺沟矿业	159	82	100

资料来源：公司数据，中银国际研究

参股酸刺沟煤矿，提供稳定投资收益

公司参股伊泰集团的酸刺沟煤矿 24%的股权。该矿产能 1,200 万吨/年：一方面为京泰发电提供低价的燃煤（2010 年均价 82 元/吨），一方面给公司带来了稳定的利润。今年上半年，酸刺沟煤矿为公司贡献 3,281 万元的投资收益，占公司净利润的 30%。

酸刺沟煤矿前三季度贡献投资收益 9,600 万元，占当季公司净利润的 67%。该矿 3 季度利润大幅增加，主要是收到了神华集团的压矿补偿。

2010 年，母公司承诺 3 年内资产注入

2010 年，实际控制人京能集团（含上市公司）净利润 14.2 亿元，为上市公司的 5.2 倍；控股的投产装机容量 887 万千瓦，为上市公司的 5 倍。京能集团的电厂基本分布在内蒙、山西和北京三地。由于内蒙的煤价较山西低，因而内蒙电厂的盈利能力略好。

2010 年 9 月，京能集团承诺力争用 3 年左右时间，将京能集团煤电业务资产及燃煤热力项目注入上市公司。我们认为公司外延式增长空间极为广阔。

图表 6.集团与上市公司比较

矿井名称	京能集团	上市公司	集团相当于上市公司的倍数
净利润 (百万元)	1,421	269	5.3
装机容量 (万千瓦)	887	238	3.7
权益装机容量(万千瓦)	1,474	192	7.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

非公开发行将于 12 月底解禁

公司 2010 年 12 月 30 日，以发行价格 9.92 元（除权后折算 8.27 元），发行 8,266 万股，募集资金 8.19 亿元。主要用于酸刺沟 2×30 万千瓦矸石电厂建设、石景山热电供热和除灰除尘系统改造、右玉 2×30 万千瓦煤矸石电厂建设。新增股票将于 2011 年 12 月 30 日解禁，目前股价低于增发价格。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371