

# 标的资产盈利有较大增长潜力，EPS 增厚明显

## —京能热电重组方案点评

民生精品---简评报告/公用事业行业

2012年5月14日

### 一、重组方案：发行股份购买煤电资产+配套融资

5月11日，京能热电公布了重组预案并复牌。预案主要内容如下。京能热电拟向京能国际非公开发行股份购买其持有的煤电业务经营性资产，同时，京能热电拟向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股份配套融资，配套融资总额不超过本次交易金额的25%，且不超过25亿元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 标的资产预估价格对应2011年PE12.6倍，基本合理

仅考虑股权资产部分，预估价格为104.68亿元，账面价值为54.25亿元，对应PB为1.93倍左右。该部分股权资产2011年贡献净利润为8.25亿元左右，预估价格对应PE约为12.7倍左右。由于公司此次注入资产中岱海、托克托等电厂盈利能力远高于行业平均水平，因此PB估值略高。PE估值与目前行业平均基本一致。

#### ➤ 收购电厂盈利能力较强

此次收购电厂中，除康巴什和长治欣隆为在建和筹建项目，宁东发电两台机组于2011年4月和6月投产外，其他均为投产的成熟项目：岱海、托克托和托克托第二发电位于蒙西，均为蒙电外送项目，上网电价较高，利用小时较高，盈利能力强；华能北京热电位于北京，三河发电位于河北，盈利能力较为稳定；大同发电位于山西，过去三年持续亏损，2011年上调电价后明显减亏。

#### ➤ 标的电厂2012年盈利有望实现较快增长

2011年标的电厂共实现净利润25亿元左右，对应股权贡献净利润为8.25亿元左右。我们认为2012年标的电厂的净利润将有较大幅度的增长，主要原因包括：（1）各地电价均有较大幅度的上涨；（2）宁东发电公司2台发电机组分别于2011年4月和6月投产，2012年全年贡献利润；（3）康巴什可能于2012年投产。

### 三、盈利预测与投资建议

假设公司以7.92元向京能国际发行股票以购买标的资产，以7.5元向特定投资者发行股票以补充流动资金，则公司分别发行11.8亿股和3.33亿股左右。完成发行后，公司2012年每股EPS为0.577元左右，给予公司15倍PE，目标价为8.7元/股左右。

### 四、风险提示：

公司电厂多为中西部电厂，2012年煤价仍有可能同比上涨。

### 盈利预测与财务指标（未考虑重组）

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	3,099	3,373	3,373	3,373
增长率（%）	19.0%	8.8%	0.0%	0.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	287	338	350	375
增长率（%）	7.0%	17.7%	3.5%	7.2%
每股收益（元）	0.37	0.43	0.44	0.48
PE	21.8	18.5	17.9	16.7
PB	2.1	1.9	1.8	1.7

资料来源：民生证券研究所

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

### 谨慎推荐

维持评级

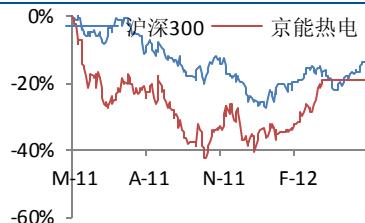
### 合理估值：

8.3—8.7元

### 交易数据（2011-5-11）

收盘价（元）	7.96
近12个月最高/最低	13.22/6.10
总股本（百万股）	787.23
流通股本（百万股）	767.39
流通股比例%	97.50
总市值（亿元）	62.66
流通市值（亿元）	61.08

### 该股与沪深300走势比较



### 分析师

#### 分析师：王凡

执业证书编号：S0100512040003

电话：(86755)22662072

Email: wangfan@mszq.com

### 相关研究

1、《京能热2011年三季报点评：酸刺沟补偿导致投资收益大幅增加》20111024

2、《京能热电2011年中报点评：内蒙电厂盈利能力较差，参股煤矿因改造低于预期》20110815

3、《京能热电深度报告：迈出成长第一步，新项目推动业绩增长》20100209

## 一、重组方案：发行股份购买煤电资产+配套融资

5月11日，京能热电公布了重组预案并复牌。预案主要内容如下。京能热电拟向京能国际非公开发行股份购买其持有的煤电业务经营性资产，同时，京能热电拟向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股份配套融资，配套融资总额不超过本次交易金额的25%，且不超过25亿元。

本次重组的标的资产为京能热电拟购买的京能国际煤电业务经营性资产，具体包括：

(1)京能国际所持岱海发电51%的股权、宁东发电65%的股权、康巴什热电51%的股权、长治欣隆65%的股权(目前山西国电正在办理对长治欣隆的增资手续，增资完成后京能国际对长治欣隆的持股比例将变为8%)、大同发电40%的股权、华能北京热电34%的股权、三河发电30%的股权、托克托发电25%的股权、托克托第二发电25%的股权等9家燃煤发电公司股权；(2)京能国际本金金额为29亿元的委托贷款债权。该部分委托贷款的债务人多为京能国际的子公司；(3)京能国际持有的金额为12,858.46万元其他非流动资产，为京能国际对华能北京热电的预付增资款，该公司的增资程序尚未办理完毕；(4)京能国际承担的本金金额为41.5亿元的对外债务。

配套融资方案：公司拟向本次非公开发行股份配套融资的总额不超过本次交易总金额的25%，且不超过25亿元。发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%。

## 二、标的资产预估价格对应2011年PE12.6倍，基本合理

仅考虑股权资产部分，预估价格为104.68亿元，账面价值为54.25亿元，对应PB为1.93倍左右。该部分股权资产2011年贡献净利润为8.25亿元左右，预估价格对应PE约为12.7倍左右。由于公司此次注入资产中岱海、托克托等电厂盈利能力远高于行业平均水平，因此PB估值略高。PE估值与目前行业平均基本一致。

表1：标的资产估算方法及评估值 单位：亿元

		账面值	预估值	增值率	预估方法
1	岱海发电	10.94	29.83	173%	收益现值法
2	宁东发电	5.85	7.96	36%	资产基础法
3	康巴什热电	0.52	0.52	0%	资产基础法
4	长治欣隆电	0.05	0.05	-1%	资产基础法
5	托克托发电	11.92	32.39	172%	收益现值法
6	大同发电	6.34	9.18	45%	资产基础法
7	华能北京热电	11.58	13.84	20%	资产基础法
8	三河发电	5.77	5.89	2%	资产基础法
9	托克托第二发电	1.28	5.02	292%	收益现值法
小计		54.25	104.68	93%	
二、委托贷款债权		29	29	0%	账面值确认
三、预付增资款		1.29	1.29	0%	账面值确认
四、对外债务		-41.5	-41.5	0%	账面值确认
合计		43.04	93.47	117%	

数据来源：公司公告

### 三、标的电厂盈利能力较强

公司此次收购电厂包括岱海发电 51% 的股权、宁东发电 65% 的股权、康巴什热电 51% 的股权、长治欣隆 8% 的股权、大同发电 40% 的股权、华能北京热电 34% 的股权、三河发电 30% 的股权、托克托发电 25% 的股权、托克托第二发电 25% 的股权等 9 家燃煤发电公司股权。

其中康巴什和长治欣隆为在建和筹建项目，宁东发电两台机组于 2011 年 4 月和 6 月投产。其他均为投产的成熟项目：岱海、托克托和托克托第二发电位于蒙西，均为蒙电外送项目，上网电价较高，利用小时较高，盈利能力强；华能北京热电位于北京，三河发电位于河北，盈利能力较为稳定；大同发电位于山西，过去三年持续亏损，2011 年上调电价后明显减亏。

**表 2：标的资产电厂基本情况一览** 单位：万千瓦

	权益比例	投产装机	煤源	电能消纳	其他股东
岱海	51%	4*60	准格尔	直送京津唐	内蒙华电
宁东	65%	2*66	-	宁夏	-
康巴什	51%	在建	-	-	-
托克托	25%	8*60	准格尔	直送京津唐	大唐发电
三河发电	30%	2*35	-	河北北网	国华电力、河北建投
华能北京热电	34%	2*16.5+2*22	-	北京	华能国际
大同发电	40%	2*60+2*66	-	山西	国电电力
长治欣隆	8%	筹建	-	-	-

数据来源：公司公告

2011 年标的电厂共实现净利润 25 亿元左右，对应股权贡献净利润为 8.25 亿元左右。我们认为 2012 年标的电厂的净利润将有较大幅度的增长，主要原因包括：（1）各地电价均有较大幅度的上涨。尤以大同发电所在的山西省调价幅度最高；（2）宁东发电公司 2 台发电机组分别于 2011 年 4 月和 6 月投产，2012 年全年贡献利润；（3）康巴什可能于 2012 年投产。

公司针对岱海和托克托制定了利润补偿方案。利润补偿期间 2012-2014 年的净利润预测分别为 7.02、6 和 6.11 亿元。若无法达到，京能热电可通过回购京能国际所持有的股权获得补偿。岱海和托克托 2011 年归属净利为 6.9 亿元左右，完成上述目标的概率较小。

**表 3：标的电厂所在省份 2011 年调价幅度** 单位：元/千瓦时

	2010 年电价	2011 年电价上调	调整幅度
河北北网	0.3864	0.038	9.8%
北京	0.3807	0.020	5.1%
山西	0.3253	0.060	18.6%
内蒙古西部	0.2849	0.026	9.1%
宁夏	0.2683	0.020	7.6%

数据来源：民生证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

假设购买资产和配套融资均在 2012 年内完成。公司现有业务预计 2012 年贡献净利润为 3.38 亿元；标的电厂股权 2011 年实现净利润 8.25 亿元，我们初步粗略估算 2012 年实现净利润为 9.9 亿元左右；标的资产中的债权和债务以及配套融资相抵，对财务费用影响忽略不计。上述各项合计，公司将实现净利润 13.28 亿元左右。

假设公司以 7.92 元向京能国际发行股票以购买标的资产，以 7.5 元向特定投资者发行股票以补充流动资金，则公司分别发行 11.8 亿股和 3.33 亿股左右。完成发行后，公司 2012 年每股 EPS 为 0.577 元左右，给予公司 15 倍 PE，目标价为 8.7 元/股左右。

京能集团作为公司实际控制人，于 2010 年 9 月发布避免同业竞争公告，承诺 3 年时间将集团煤电和热电资产全部注入到上市公司中。此次完成重组后，集团旗下仍有大量已投产电厂和在建项目有待注入。公司成长空间巨大。维持“谨慎推荐”评级。

表 4：京能集团旗下煤电项目一览

投产项目	权益比例(%)	装机容量—MW	权益装机-MW
内蒙古京隆发电有限责任公司	40		
山西漳山发电有限责任公司	55		
北京京能燃料有限公司	100		
京能（赤峰）能源发展有限公司	100		
北京京西发电有限责任公司	100		
呼伦贝尔京能能源发展有限公司	90		
包头东华热电有限公司	35	600	210
国电电力庄河发电有限责任公司	34	1200	408
内蒙古京达发电有限公司	30	660	198
内蒙古蒙达发电有限公司	47	1320	620.4
内蒙古上都发电有限责任公司	49	1800	882
山西兆光发电有限责任公司	45	1800	810
合计		7,380.00	3,128.40
在建项目		装机容量—MW	
阿苏卫垃圾发电项目		25	
宁夏水洞沟项目		1200	
合计		2325	
未来投资项目		装机容量—MW	
同煤-京能马道头项目		1200	
呼和浩特玉泉项目		600	
沈阳新民项目		600	
河北抚宁一期项目		1200	
湖北十堰热电项目		600	
内蒙古赤峰红山一期项目		1200	
江西上饶一期项目		1200	
合计		10970	

数据来源：集团公告

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、 营业总收入	3,099	3,373	3,373	3,373
减： 营业成本	2,497	2,749	2,749	2,738
营业税金及附加	9	10	10	10
销售费用	0	0	0	0
管理费用	153	135	135	135
财务费用	220	277	270	236
资产减值损失	3	7	2	10
加： 投资收益	0	0	0	0
二、 营业利润	349	397	443	481
加： 营业外收支净额	25	18	18	18
三、 利润总额	373	414	460	498
减： 所得税费用	70	53	56	65
四、 净利润	303	361	404	433
归属于母公司的利润	287	338	350	375
五、 基本每股收益(元)	0.37	0.43	0.44	0.48
主要财务指标				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	16.5	14.2	12.6	11.6
成长能力:				
营业收入同比	19.0%	8.8%	0.0%	0.0%
营业利润同比	30.3%	3.6%	0.0%	1.8%
净利润同比	7.0%	17.7%	3.5%	7.2%
营运能力:				
应收账款周转率	9.4	8.2	7.8	7.8
存货周转率	37.9	39.7	33.3	33.3
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
盈利能力与收益质量:				
毛利率	19.4%	18.5%	18.5%	18.8%
净利率	9.8%	10.7%	12.0%	12.8%
总资产净利率 ROA	2.9%	3.3%	3.9%	4.4%
净资产收益率 ROE	9.8%	10.6%	10.1%	10.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.6	0.7	0.9	1.3
资产负债率	67.7%	61.6%	57.6%	53.1%
长期借款/总负债	47.9%	57.0%	63.4%	71.8%
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.43	0.44	0.48
每股经营现金流量	0.48	-1.10	1.06	1.09
每股净资产	3.85	4.28	4.52	4.77

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1707	675	675	675
应收票据	13	2	5	6
应收账款	373	430	430	430
预付账款	97	550	550	548
其他应收款	42	34	34	34
存货	56	82	82	82
其他流动资产	(13)	(2)	(5)	(6)
流动资产合计	2,274	1,770	1,770	1,768
长期股权投资	1530	1530	1530	1530
固定资产	4,880	5,238	5,337	5,255
在建工程	2387	1671	1170	819
无形资产	161	159	157	155
其他非流动资产	121	117	108	115
非流动资产合计	9,079	8,714	8,302	7,874
资产总计	11,353	10,485	10,072	9,642
短期借款	2,141	1,973	1,303	628
应付票据	50	41	22	17
应付账款	1089	550	550	548
预收账款	5	0	0	0
其他应付款	99	15	19	20
应交税费	-333	-46	-55	-65
其他流动负债	635	137	137	137
流动负债合计	3,870	2,660	1,990	1,313
长期借款	3677	3677	3677	3677
其他非流动负债	137	117	133	129
非流动负债合计	3814	3794	3810	3806
负债合计	7,684	6,455	5,801	5,119
股本	787	787	787	787
资本公积	1372	1372	1372	1372
留存收益	874	1213	1400	1594
少数股东权益	636	658	712	770
所有者权益合计	3,669	4,030	4,272	4,522
负债和股东权益合计	11,353	10,485	10,072	9,642
现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	380	(864)	833	856
投资活动现金流量	(1,074)	0	0	0
筹资活动现金流量	1,564	(168)	(833)	(856)
现金及等价物净增加	871	(1032)	0	0

## 分析师与联系人简介

王凡，公用事业行业分析师。中央财经大学金融学硕士，4年证券行业从业经验。2012年4月加盟民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	<b>021-68885772</b>	<b>13818133101</b>	<b>pingke@mszq.com</b>
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
蔡虹	广深	<b>0755-22662056</b>	<b>18665333929</b>	<b>caihong@mszq.com</b>
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

## 民生证券研究所:

**北京:** 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

**上海:** 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

**深圳:** 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。