

# 资产注入——提升公司核心竞争力

## 京能热电深度报告

### 报告关键点:

- 公司依托于北京地区，逐步实现外延式扩张，本次拟注入资产盈利能力出色，除此之外，京能集团仍有部分优质资产，存在后续资产注入可能性；
- 维持“增持-A”投资评级

### 报告摘要:

- 依托于北京地区，逐步实现外延式扩张：**上市之初主要资产为石景山热电厂4×20万千瓦机组，之后通过收购、新建等方式逐步扩大资产规模，目前公司除拥有石景山热电厂100%股权外，控股京泰发电、京玉发电，参股京科发电、内蒙古酸刺沟矿业和国华能源有限公司。目前公司业绩主要来自于石景山热电厂利润及酸刺沟煤矿所贡献的投资收益。
- 资产注入带来明确成长性：**本次资产注入表明京能集团履行了其将煤电业务资产及燃煤热力项目注入京能热电的承诺，也体现出了公司在集团的核心地位的确定。本次资产注入为公司带来了明确的成长性，主要来自于两个方面：(1) **本次拟注入资产盈利能力出色：**岱海电厂和托克托电厂均为“西电东送”的“点对点”电厂，盈利能力极强；(2) **为后续资产注入奠定基础：**本次资产注入后使得公司净资产及年净利润大幅增加，从而为公司自身后续发展奠定基础。
- 仍存在后续资产注入预期：**除去本次资产注入，控股股东京能集团手中仍有较多优异资产，控股股东公告称争取2013年年底将上都发电和蒙达发电进行资产注入；京隆发电2012年成功由蒙西电网转为京津唐电网，转亏为盈，在合适时期也具有资产注入的可能性；根据我们半年度策略报告，我们预计未来煤炭价格有望进入持续下降通道，伴随着2011年的电价上调，控股股东手中的暂时亏损的电厂有望转亏为盈，待业绩改善后，这些电厂也具有资产注入的可能性。
- 维持“增持-A”投资评级：**假定本次资产注入在2013年完成，并且此处暂不考虑石景山电厂的关停，假定2012年煤炭价格上升3%，利用小时下降5%，则预计公司2012年-2014年EPS分别为：0.58元、0.69元和0.71元，对应PE为：13.5倍、11.3倍和11.1倍，维持“增持-A”投资评级，6个月目标价9.7元。
- 风险提示：**(1) 煤炭价格上涨；(2) 利用小时下降；(3) 资产注入延后等；

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 2,603.9 | 3,099.0 | 3,592.9 | 9,999.5 | 9,999.5 |
| Growth(%) | 40.7%   | 19.0%   | 15.9%   | 178.3%  | 0.0%    |
| 净利润       | 272.9   | 303.3   | 455.1   | 1,909.4 | 1,971.5 |
| Growth(%) | 54.5%   | 7.0%    | 58.7%   | 243.7%  | 2.5%    |
| 毛利率(%)    | 5.8%    | 7.0%    | 23.2%   | 25.9%   | 25.8%   |
| 净利润率(%)   | 10.3%   | 9.3%    | 12.7%   | 15.7%   | 16.1%   |
| 每股收益(元)   | 0.34    | 0.37    | 0.58    | 0.69    | 0.71    |
| 每股净资产(元)  | 3.57    | 3.85    | 4.32    | 7.10    | 7.43    |
| 市盈率       | 22.9    | 21.4    | 13.5    | 11.3    | 11.1    |
| 市净率       | 2.2     | 2.0     | 1.8     | 1.1     | 1.1     |
| 净资产收益率(%) | 8.2%    | 8.3%    | 10.9%   | 11.1%   | 10.8%   |
| ROIC(%)   | 7.7%    | 7.0%    | 8.2%    | 20.4%   | 18.1%   |
| EV/EBITDA | 24.3    | 22.5    | 14.1    | 4.8     | 4.7     |
| 股息收益率     | 1.4%    | 1.9%    | 1.1%    | 1.3%    | 4.4%    |

评级:

**增持-A**

上次评级: 增持-A

目标价格:

**9.70元**

期限: 6个月 上次预测: 9.60元

现价(2012年06月27日): 7.83元

报告日期:

**2012-06-28**

|            |             |
|------------|-------------|
| 总市值(百万元)   | 6,163.98    |
| 流通市值(百万元)  | 6,008.64    |
| 总股本(百万股)   | 787.23      |
| 流通股本(百万股)  | 767.39      |
| 12个月最低/最高  | 6.10/10.62元 |
| 十大流通股股东(%) | 75.40%      |
| 股东户数       | 31,375      |

### 12个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月    | 十二个月   |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 17.39 | (3.07) | 18.53  |
| 绝对收益 | 12.50 | (6.99) | (0.88) |

 张龙  
021-68766113  
执业证书编号

 首席行业分析师  
zhanglong@essence.com.cn  
S1450511020030

### 报告联系人

邵琳琳

 021-68763673  
shaoll@essence.com.cn

### 前期研究成果

京能热电: 业绩高于预期, 等待资产注入

2012-03-16

京能热电: 业绩下滑明显, 期待资产注入

2011-08-15

京能热电: 四季度业绩下滑明显

2011-03-18

## 1. 依托北京地区逐步实现外延扩张

### 1.1. 京能集团的核心公司

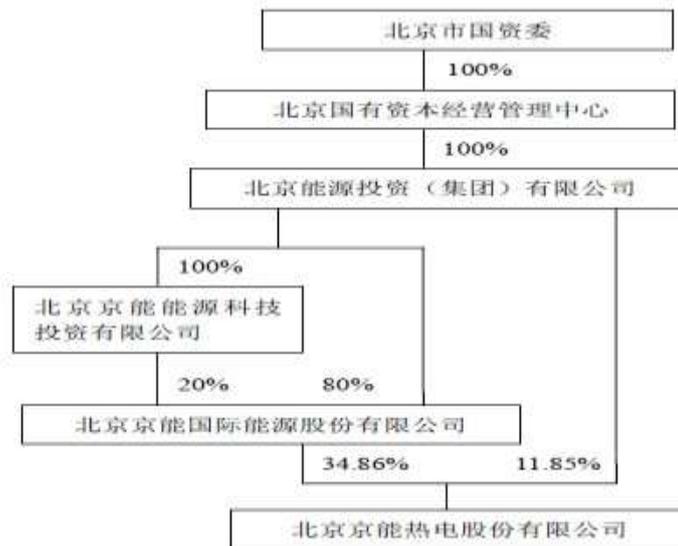
公司于 2002 年上市，上市之初北京市国际电力开发投资公司和华北电力集团公司分别持有公司 42.81% 和 39.51% 的股权。由于大股东和二股东的股权比例过于接近，致使公司长期以来处于集团的边缘地位，发展空间受限。

之后随着电力体制改革的深入，公司的二股东问题逐步得到解决，通过一系列股权变更，目前京能集团直接和间接持有公司 11.85% 和 34.86% 股权。

2010 年，京能集团做出承诺：将继续以京能热电作为煤电业务投融资平台，并承诺力争用 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京能热电；在将煤电业务资产及燃煤热力项目注入京能热电的过程中，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。自此，公司在集团的核心地位得到确定。

而在香港上市的京能清洁能源公司将主要从事燃气热电、风电、中小型水电及其它清洁能源项目等多元化清洁能源业务。

图 1 截至目前公司股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

### 1.2. 依托北京地区，逐渐走向外延扩张

公司 2002 年上市，上市之初主要资产为石景山热电厂 4×20 万千瓦热电联产机组，所发电及热主要供应北京地区，之后公司通过收购、新建等方式逐步扩大资产规模并参与集团资产整合，目前公司除拥有石景山热电厂 100% 股权外，还控股京泰发电、京玉发电，参股京科发电、内蒙古酸刺沟矿业和国华能源有限公司。

表 1 公司现有资产

|         | 股权     | 机组<br>(万千瓦) | 装机规模<br>(万千瓦) | 权益规模<br>(万千瓦) | 送电网  | 机组性质        | 备注               |
|---------|--------|-------------|---------------|---------------|------|-------------|------------------|
| 石景山热电厂  | 100%   | 4×22        | 88            | 88            | 京津唐  | 热电联产        |                  |
| 内蒙古京科发电 | 41.43% | 1×33        | 33            |               | 东北电网 | 热电联产        | 2010 年投产，目前股权转让中 |
| 内蒙古京泰发电 | 51%    | 2×30        | 60            | 30.6          | 蒙西电网 | 坑口电站(酸刺沟煤矿) | 2010 年投产         |
| 山西京玉发电  | 51%    | 2×30        | 60            | 30.6          | 山西电网 | 煤矸石电厂       | 2010 年从京能集团处     |

|        |      |        |    |    |                   |
|--------|------|--------|----|----|-------------------|
| 河北京安热电 | 100% | 2 × 35 | 70 | 70 | 收购，2012年并网。<br>前期 |
|--------|------|--------|----|----|-------------------|

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 2 公司现有其他资产

|          | 股权  | 备注      |
|----------|-----|---------|
| 内蒙谷酸刺沟矿业 | 24% | 2007年收购 |
| 国华能源有限公司 | 15% |         |

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 3 公司曾转让资产

|             | 股权   | 机组       | 备注                |
|-------------|------|----------|-------------------|
| 京丰燃气发电      | 30%  | 1 × 39   | 建设后出售给京能集团        |
| 京丰热电        | 30%  |          | 收购获得，后出售给京能集团     |
| 内蒙古京能霍林郭勒风电 | 100% | 4.95 万千瓦 | 从京能国际处收购，后转让给京能集团 |

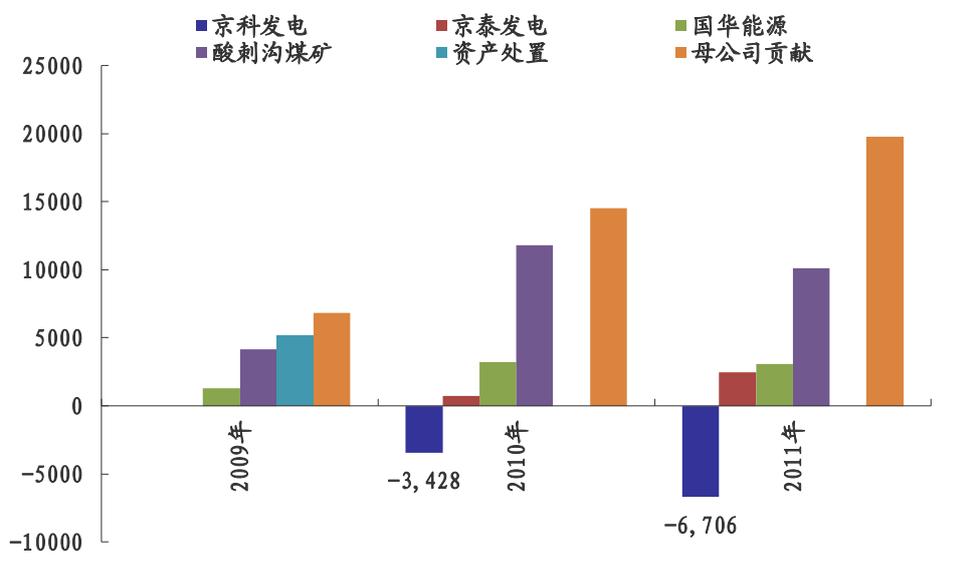
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

### 1.3. 公司现有资产盈利能力差别较大

公司现有资产盈利能力差别较大，控股子公司京科发电与京泰发电于 2010 年投产，但对公司业绩贡献较小，目前公司业绩主要来自于母公司石景山热电厂及酸刺沟煤矿所贡献的投资收益。

图 2 公司业绩贡献来源

单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

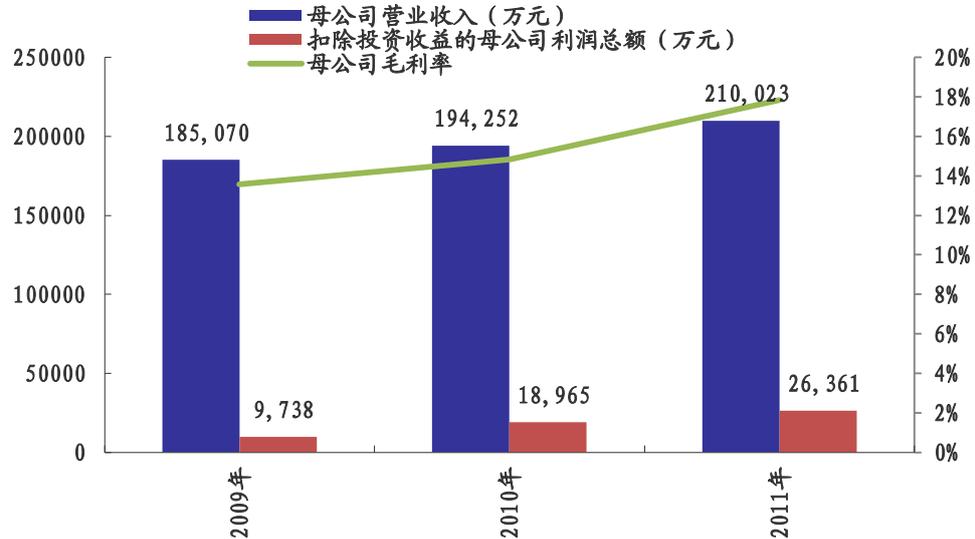
#### 1.3.1. 石景山热电厂

公司本部为装机 4 × 22 万千瓦的石景山热电厂，所发电及热主要供应北京地区，是北京市区内四大热电厂之一（四大热电厂分别为大唐高井热电（60 万千瓦）、华能北京热电（65 万千瓦）、中电国华北京热电（38 万千瓦）和石景山热电厂（88 万千瓦））。公司目前是北京地区规模最大的热电企业，发电量与集中供热面积均居于北京市首位，支撑供热面积达到北京市城市热力网集中供热面积的五分之一，盈利能力稳定。随着上网电价和供热量的提升，石景山热电厂贡献利润提升明显。

但根据北京市“十二五”节能规划，石景山热电厂和中电国华北京热电将会被关停。考虑到“先建后拆”原则，预计石景山热电的实际拆除时间可能会在 2015 年，也即

是对 2012 - 2014 年业绩影响不大。另外，我们预计石景山热电的拆除，将会公司带来大量的拆迁补偿款和新的替代电源项目。

图 3 母公司盈利情况



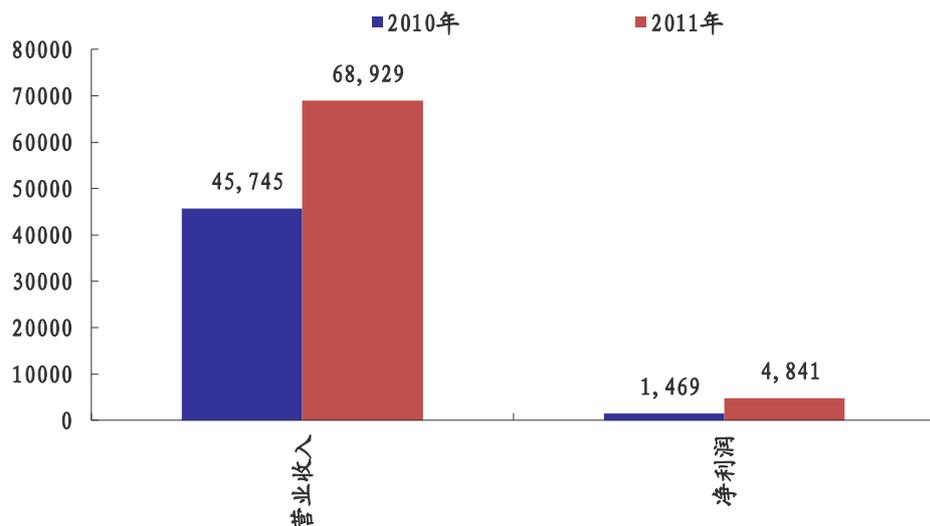
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

### 1.3.2. 京泰发电及酸刺沟矿业

京泰发电位于内蒙古地区，装机 2 × 30 万千瓦，公司持有 51% 的股权，处于控股地位，本电厂为坑口电站，煤炭主要采用参股子公司酸刺沟矿业所生产煤炭，为煤电一体化项目，燃煤供应有保障且仅需输送机运输，生产成本相对较低，上蒙西电网，于 2010 年 5 月份投产。

图 4 京泰发电盈利能力

单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

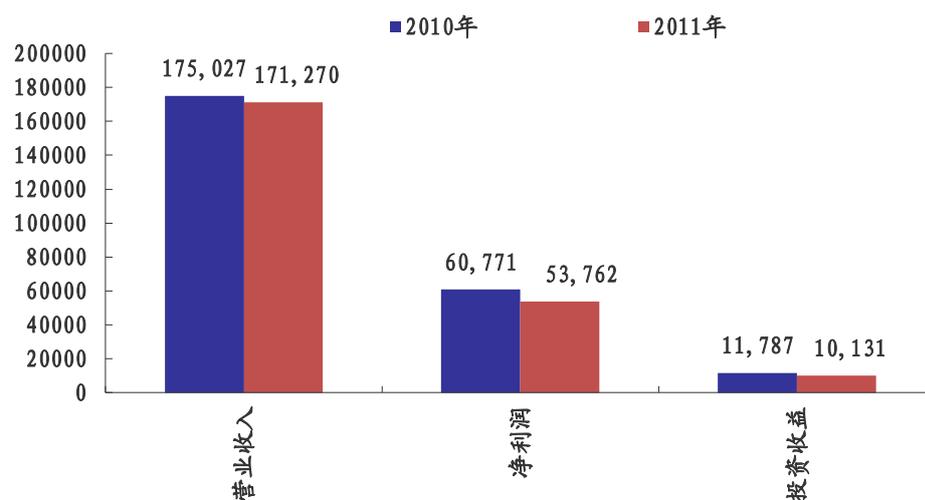
**京泰发电盈利能力出色：**公司盈利能力出色的主要原因在于配套酸刺沟煤炭成本较低，但目前仍受制于蒙西电网负荷限制，目前京泰发电利用小时在 5000 小时左右，如果负荷能力提升，电厂的盈利能力将会大幅上升。2011 年蒙西电网上网电价共上调 0.026 元，并且 2012 年公司预计将有 4 亿度的东送电量，东送电量电价较高，公司营业收

入将显著提升，但考虑到公司所签合同煤价格上涨，预计 2012 年京泰发电净利润将超过 6000 万元。

**酸刺沟矿业盈利能力出色：**公司对酸刺沟矿业参股 24%，其拥有核准生产能力为年产 1200 万吨的酸刺沟煤矿及配套建设的洗煤厂（洗煤厂三期将扩建至 1600 万吨）、煤矿铁路专用线（设计年运输能力 2000 万吨），2011 年生产原煤 1127 万吨，销售商品煤 838 万吨，采用铁路专用线发运煤炭 656 万吨，实现营业收入 17 亿元，为公司贡献投资收益逾 1 亿元。

图 5 酸刺沟矿业经营情况

单位：万元



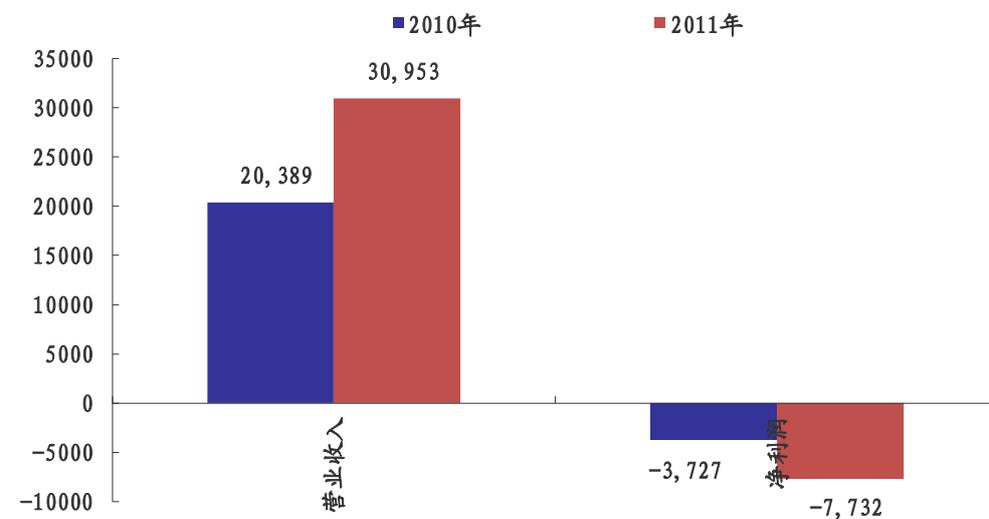
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

### 1.3.3. 京科发电

京科发电位于内蒙古自治区，装机 1×33 万千瓦，为热电联产机组，所发电送往东北电网，2010 年 6 月份投产，但是由于电网负荷低、煤炭价格持续上涨和单机运行成本较高，京科发电盈利能力差，持续亏损。

图 6 京科发电盈利能力

单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司已经启动股权转让，目前公司已经转让京科发电 45.29%的股权，还有 22.43%的股权转让正在进行中，待股权出让完毕，公司将仅持有京科发电 19%的股权，按照成

本法进行核算，将不会再拖累公司业绩。

### 1.3.4. 京玉发电

京玉发电位于山西省朔州市，公司持股 51%，为装机 2×30 万千瓦的煤矸石电厂项目，并入山西电网，公司 2010 年从京能集团处收购，建设完成后 2012 年一季度投产。京玉发电位于山西省，虽然 2012 年山西省上网电价大幅提升了 0.06 元，但由于山西省煤炭价格较高，该项目投产后即亏损，盈利能力相对较差。随着未来煤炭价格的回落，预计本项目能够基本保平。

## 2. 资产注入——提升公司盈利能力

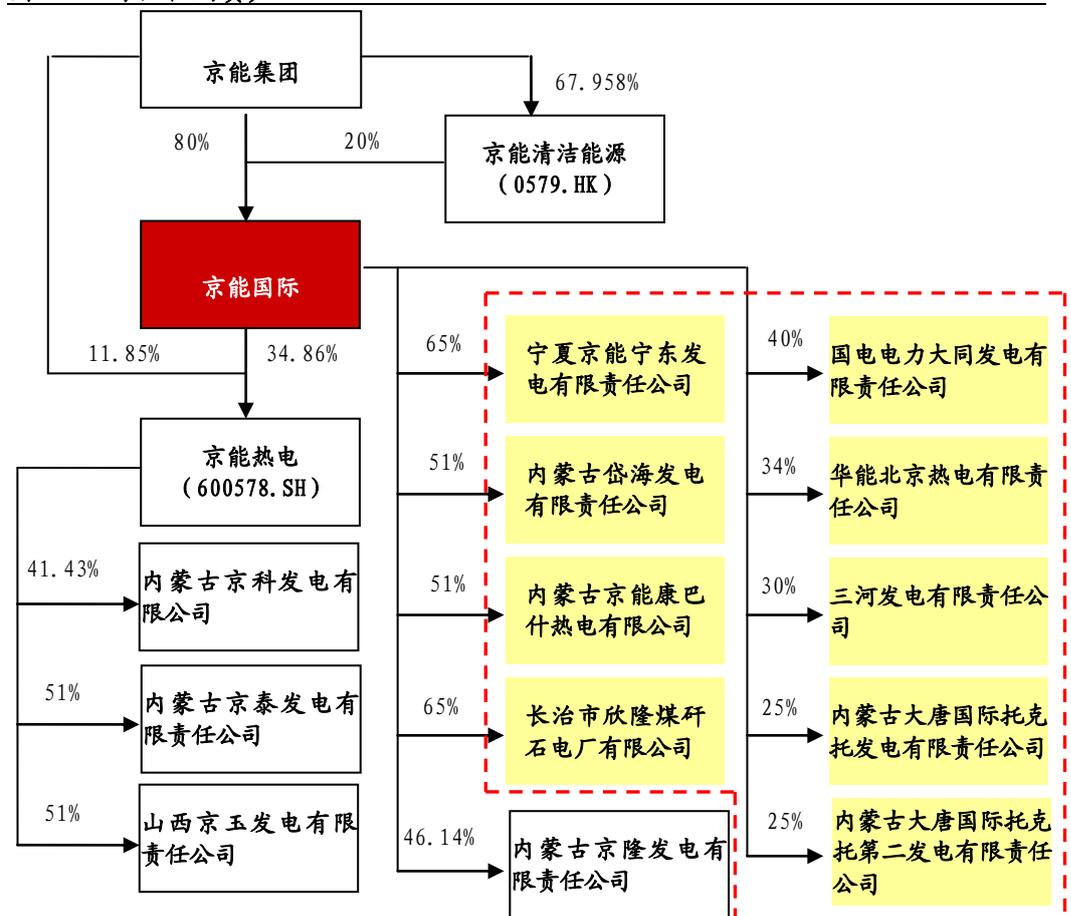
### 2.1. 公司拟通过发行股份收购集团资产

#### 2.1.1. 拟购买资产

公司拟通过发行股份收购京能国际资产，主要包括岱海发电 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 65% 的股权（未来变为 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，以及 29 亿元本金金额的债券、12858.46 万元的其他非流动资产和 41.5 亿元本金金额的对外债务。

本次收购完成后，京能国际所持有煤电资产将只剩京隆发电 2×60 万机组。京隆发电 2012 年刚刚完成从蒙西电网到华北网的切换，已经开始扭亏转盈，未来注入京能热电的可能性极大。

图 7 公司拟收购资产



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

本次重组标的资产预估值为 88.98 亿元，公司拟以不低于 7.92 元/股的发行价格向京能国际非公开发行约 11.2 亿股，除此之外，公司拟以不低于 7.13 元/股的价格向不超过 10 名特定对象进行配套融资发行不超过 3.6 亿股用来补充流动资金，预计此部分配套融资金额不超过 25 亿元。

## 2.1.2. 拟注入资产出色

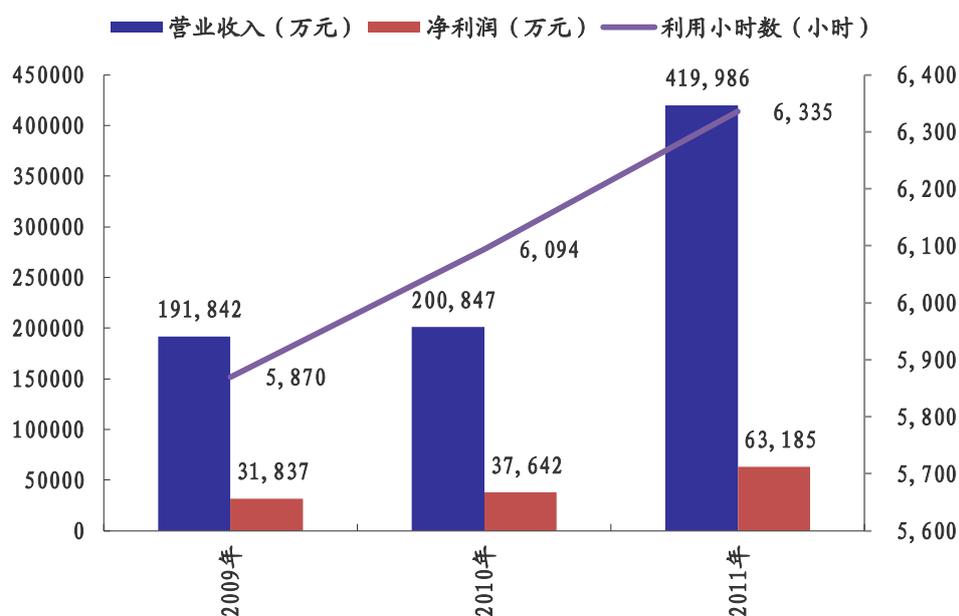
### ✓ 岱海电厂

**盈利能力出色:** 岱海电厂目前拥有两期项目，均为 2×60 万千瓦机组，二期项目为 2011 年 1 月投入商业运行，所发电量送往京津唐地区，上网电价高，并且由于下游电力需求旺盛，具有很高的利用小时。电厂位于内蒙古地区，距离准格尔煤田仅 174 公里，并有铁路直接到达厂区，与神华集团签订有一定数量计划煤，成本优势突出，盈利能力出色，2011 年实现净利润超过 6 亿元。

**2012 年净利润预计小幅下降:** 目前京能国际持有岱海电站 51% 的股权，剩余 49% 归属于内蒙华电。由于岱海电站二期之前未能核准导致银行不能放贷，其建设资金主要来自于滚存利润，多年未对股东进行分红。在 2011 年核准后，岱海电厂增加了银行贷款，并对股东分红，所以 2012 年岱海公司的财务费用会增加 1 个亿左右；除此之外，电站上网电价 2012 年上调 0.023 元/千瓦时，按照 6000 的利用小时和煤炭价格上涨 5% 进行估计，预计岱海电站 2012 年可实现净利润约 5.6 亿元。

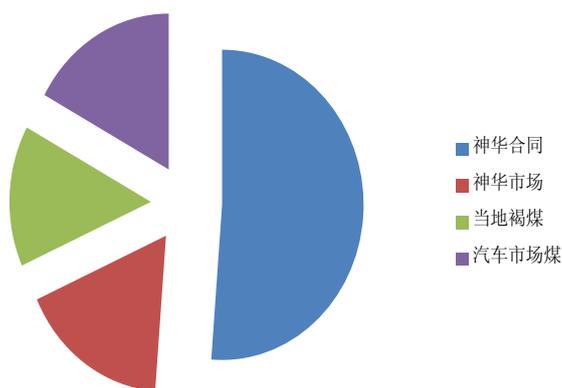
**看好岱海公司的长期发展前景:** (1) 岱海电站目前正在规划三期项目 2×66 万千瓦机组，投产后预计岱海公司新增利润超过 3 个亿；(2) 随着大准线的扩建，预计到 2013 年年底岱海电站所需煤炭均可成为铁路运输，煤炭价格将会有明显下降，电站盈利能力将再度提升。按照 2011 年煤炭结构，如果汽车市场煤全部改为神华市场煤，其综合标煤价格将下降 25 元/吨以上，可增加 2011 年利润 1 亿元左右。

图 8 岱海电厂盈利能力



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 9 岱海电厂 2011 年煤炭来源



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

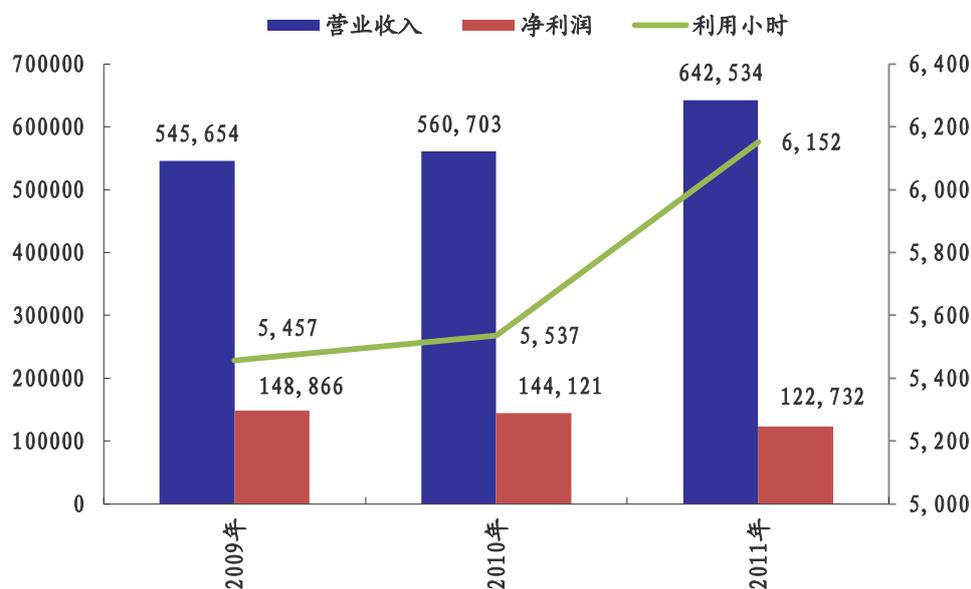
✓ 托克托发电

目前大唐发电持有托克托发电 60%的股权，京能国际持有其 25%的股权，内蒙华电持有其 15%的股权，托克托发电拥有 6×60 万千瓦燃煤机组，电站位于内蒙古地区，所发电全部输送给京津唐电网，具有“高电价、低成本”优势，盈利能力十分出色。

托克托发电、岱海电厂和上都电厂均为“点对网”电站，托克托发电利用小时稍低于岱海电站，但由于装机容量较大，2011 年实现净利润超过 12 亿元，虽然其与岱海电厂一样，面临着 2012 年财务费用上升的风险，但是考虑到电价上调，预计托克托发电 2012 年可实现净利润仍逾 12 亿元。

图 10 托克托发电盈利能力

单位：万元

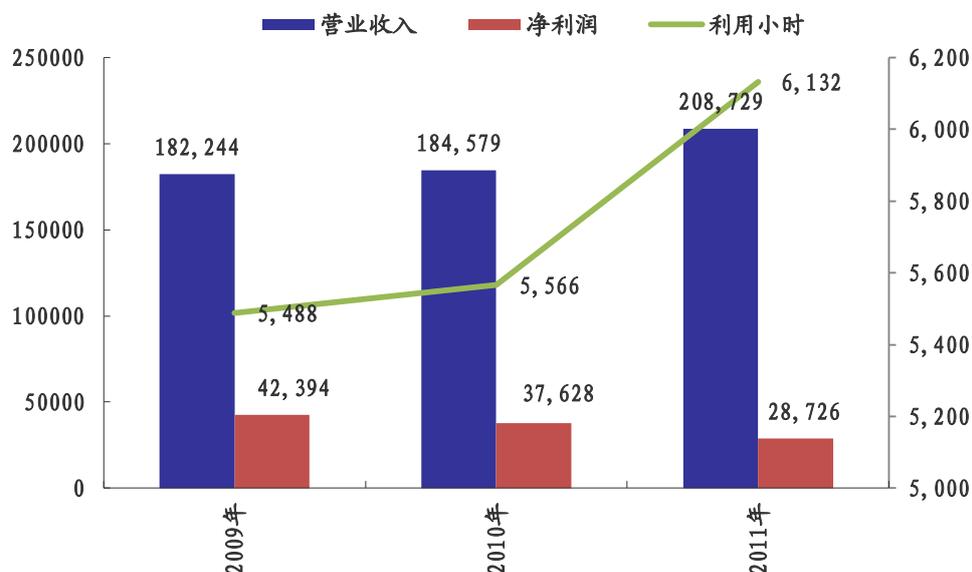


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

✓ 托克托第二

目前大唐发电持有托克托第二发电 40%的股权，京能国际持有其 25%的股权，大唐集团持有其 20%的股权，内蒙华电持有其 15%的股权。托克托第二发电目前拥有 2×60 万千瓦燃煤机组，所产电力直接输送至京津唐电网，该电站 2011 年获取净利润近 3 亿元，预计 2012 年该电站可获得净利润约 2.7 亿元。

图 11 托克托第二发电盈利能力 单位：万元



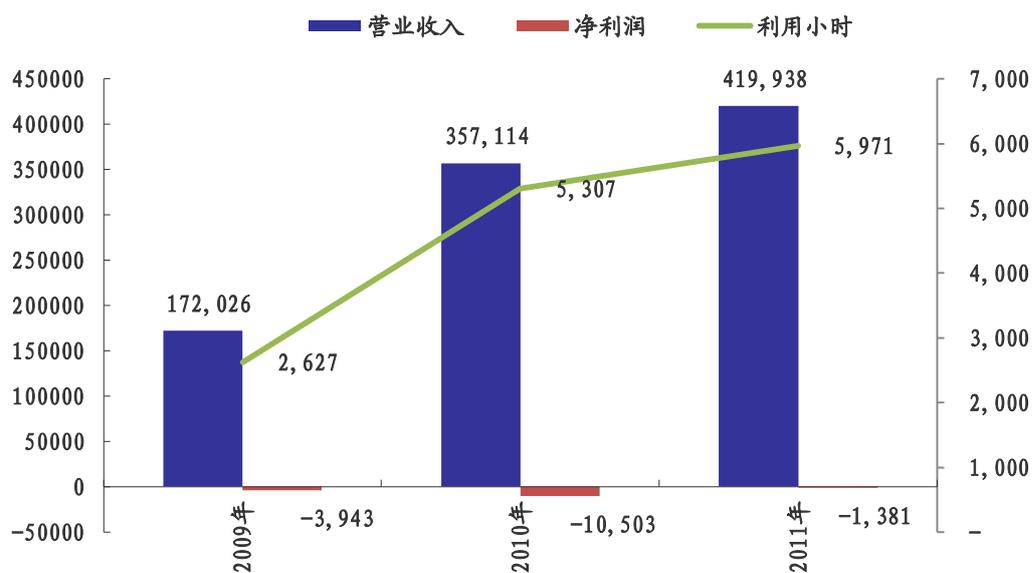
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

✓ 大同发电

目前国电电力持有大同发电 60%的股权，京能国际持有其 40%的股权，大同发电目前拥有四台机组，一期为 2×60 万千瓦机组，二期为 2×66 万千瓦，所发电送往华北电网，热力用于大同市城区居民供热。

由于山西地区煤炭价格较高，大同发电目前盈利能力不强，近 3 年处于亏损状态。随着上网电价、热价的上调和煤价的回落，预计 2012 年大同发电可实现净利润逾亿元。

图 12 大同发电盈利能力 单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

✓ 宁东发电

宁东发电目前持有 2×66 万千瓦机组，分别于 2011 年 4 月、6 月投入商业运行，京能国际持有其 65% 的股权，宁夏发电持有其 35% 的股权。电站位于宁夏地区，所发电量主要送往山东电网，少部分送宁夏区内，公司煤炭几乎全部采用合同煤，煤炭价格较低。

由于 2011 年宁东发电非全年运行，仅实现净利润约 2900 万元，按照 2012 年实现 6000 的利用小时，煤炭价格上涨 6% 的假定条件，预计 2012 年宁东发电可实现净利润约 1 亿元，盈利能力出色。

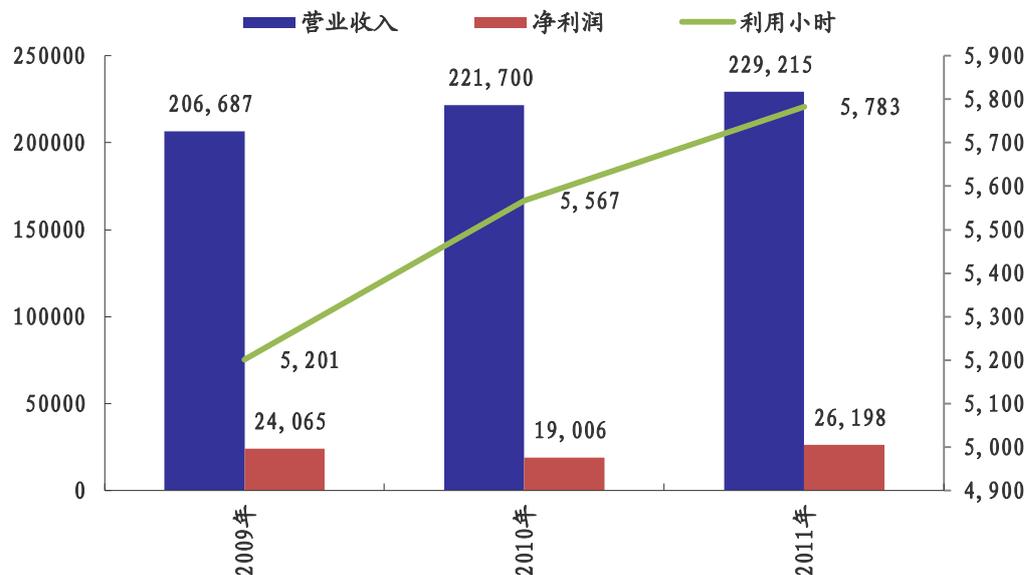
除此之外，宁东发电目前规划二期 2×66 万千瓦项目，规划往浙江送电，目前处于前期阶段。预计到 2015 年，宁东发电投产装机容量将达到 4×66 万千瓦，而三期 2×100 万千瓦工程也将获得核准并开工建设。

✓ 华能北京热电

京能国际目前持有北京热电 34% 的股权，华能国际持有 41%，华能香港持有剩余 25%。北京热电目前持有 8 台机组，分别为 2 台 16.5 万千瓦燃煤发电机组，2 台 22 万千瓦燃煤发电机组，1 台 7.5 万千瓦燃煤发电机组，2 台 30.69 万千瓦和 1 台 30.962 万千瓦燃气蒸汽联合循环发电燃气机组，其承担着北京市 10% 的供电、70% 的供气和 30% 的集中供热任务，是北京市的重要电源热源支撑点，该电站盈利能力出色。

图 13 华能北京热电盈利能力

单位：万元



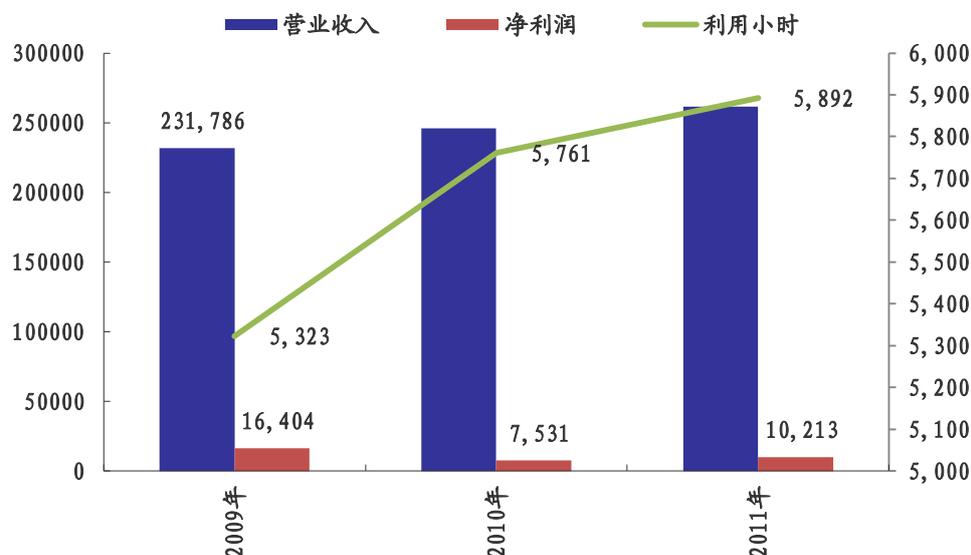
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

✓ 三河发电

三河发电控股股东为神华国华，持有其 55% 的股权，京能国际持有其 30% 股权，河北建设持有其 15% 的股权。三河发电位于三河市，在北京市与天津市中间，目前拥有四台机组，一期为 2×35 万千瓦燃煤机组，二期为 2×30 万千瓦燃煤机组，所发电主要售于华北电网，所产热供于北京市和三河市等地区，该电站年净利润逾亿元。

图 14 三河发电盈利能力

单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

#### ✓ 康巴什热电

京能国际目前持有康巴什热电 51% 的股权，裕鑫投资持有 49% 的股权，康巴什热电目前尚处于在建状态，规划建设 2 × 35 万千瓦燃煤机组，主要为鄂尔多斯新区进行供热，预计将于 2013 年底前进入试运行阶段，该电站所采用的煤炭运距较近，接近坑口，但考虑到短期内康巴什热电投入商业运行可能性不大，所以短期内对公司业绩影响较小。

#### ✓ 长治欣隆

目前京能国际持有长治欣隆 65% 的股权，晋能鑫隆持有其 35% 的股权，山西国电拟进行增资扩股，扩股完成后，京能国际将仅持有其 8% 的股权。一期建设规模为 1 × 30 万千瓦煤矸石电厂项目，目前待发改委核准，规划二期也为 1 × 30 万千瓦规模，但目前仍处于筹备期，长治欣隆短期内对公司业绩影响不大。

#### ✓ 小结

本次资产注入表明京能集团履行了其将煤电业务资产及燃煤热力项目注入京能热电的承诺，也体现出了公司在集团的核心地位的确定。

除去石景山热电厂和酸刺沟煤矿，公司现有资产盈利能力稍显不足，随着石景山热电厂的关停，对现有机组的盈利情况不易过于乐观，而本次资产注入为公司带来了明确的成长性，主要来自于两个方面：（1）**本次拟注入资产盈利能力出色**：岱海电厂和托克托电厂均为“西电东送”的“点对网”电厂，盈利能力极强；（2）**自身后续发展能力增强**：本次资产注入后使得公司净资产及年净利润大幅增加，从而为自身后续发展奠定基础。

需要指出的是，本次资产注入有不超过 25 亿元的配套融资来补充流动资金，市场上会担心此部分对业绩的摊薄，但公司有较多后续规划项目，除去岱海三期、宁东二期等，公司还在河北省固安安全资设立了京安热电，规划 2 × 35 万千瓦燃煤供热机组项目；在内蒙古规划京能集宁热电联产项目，规划 2 × 35 万千瓦装机燃煤机组项目等。所以我们认为虽然短期内来看存在业绩摊薄的风险，但随着后续项目的逐步开工建设投产，对这部分业绩摊薄不须过于担心。

## 2.2. 仍存在新的资产注入预期

除去本次资产注入，控股股东京能集团手中仍有较多优异资产，该公司仍存在新的资产注入预期。控股股东目前参股内蒙古上都发电、上都第二发电、内蒙古蒙达发电等项目，上都发电与岱海发电和托克托发电一样是“点对网”电源项目，所发电发往京津唐地区，享受高电价与低煤炭成本，盈利能力十分出色，上都发电装机4×60万千瓦，2011年实现净利润近10亿元，蒙达发电装机4×33万千瓦，2011年也实现净利润近2.7亿元，控股股东公告称争取2013年年底前将上都发电和蒙达发电进行资产注入。

除此之外，本次资产注入做完后，京能国际煤电项目仅剩余京隆发电2×60万千瓦机组，京隆发电由于原来上的是蒙西电网，电价较低，年亏损近2亿元，2012年5月，京隆发电成功并入京津唐电网，预计2012年可实现净利润近5000万元，待该项目运行稳定后，在合适时期也具有资产注入的可能性。

控股股东目前手中具有较多暂时亏损的电厂，根据我们半年度策略报告，我们预计未来煤炭价格有望进入持续下降通道，伴随着2011年的电价上调，电站盈利能力有望快速提升，待业绩改善后，这些电厂均具有资产注入的可能性。

总体来说，预计京能热电后续资产注入项目较多，业绩增长空间较大。

表 4 新的资产注入预期

| 性质 | 企业名称    | 股权     | 装机容量<br>(万千瓦) | 2011年(万元)  |            | 2010年(万元)  |            | 本次未注入原因              |
|----|---------|--------|---------------|------------|------------|------------|------------|----------------------|
|    |         |        |               | 营业收入       | 净利润        | 营业收入       | 净利润        |                      |
| 控股 | 京丰热电    | 100%   | 5+10          | 23,060.94  | 6,332.99   | 22,641.99  | 3,736.21   | 将关停                  |
|    | 华宁热电    | 80%    | 2×15          |            |            |            |            | 目前亏损                 |
|    | 呼伦贝尔京能  | 90%    |               | -          | -          | -          | -          | 项目立续不完善              |
|    | 京能(赤峰)  | 93.75% | 2×13.5        | 45,745.24  | -4,048.55  | 46,120.22  | 239.06     | 业绩改善后注入              |
|    | 山西漳山发电  | 55%    | 2×30+2×60     | 241,961.14 | -48,729.03 | 246,543.42 | -50,879.25 | 业绩改善后注入              |
|    | 内蒙古上都发电 | 49%    | 4×60          | 399,991.01 | 95,734.89  | 355,644.19 | 101,742.65 | 争取2013年年底<br>前进行资产注入 |
|    | 内蒙古蒙达发电 | 47%    | 4×33          | 186,131.32 | 26,568.08  | 169,470.93 | 20,309.02  |                      |
| 参股 | 上都第二发电  | 26%    | 2×66          | 23,958.48  | -509.86    | -          | -          |                      |
|    | 京隆发电    | 46.14% | 2×60          | 148,631.15 | -19,865.72 | 146,001.76 | -16,169.82 | 业绩改善后注入              |
|    | 包头东华热电  | 35%    | 2×30          | 85,113.84  | 3,831.49   | 76,067.16  | 2,352.88   | 关停计划                 |
|    | 山西兆光发电  | 45%    | 2×30+2×60     | 264,820.05 | -44,559.83 | 219,257.12 | -30,533.48 | 业绩改善后注入              |
|    | 大连庄河发电  | 33%    | 2×60          | 173,278.70 | -14,326.12 | 189,932.95 | -6,792.62  |                      |
|    | 内蒙古京达发电 | 30%    | 2×33          | 71,231.20  | 1,159.24   | 66,773.06  | 2,009.17   |                      |

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

## 3. 小结

总体来说，公司业绩看点主要来自以下几个方面：(1) 原有发电项目电价2011年的上调将会在2012年得到集中体现，自身业绩将会提升；(2) 本次拟注入资产盈利能力出色，资产注入完成后会增强公司盈利能力；(3) 京能集团存在较多后续可注入的项目，随着时点的到来，京能热电未来有望迎来新一波的资产注入高潮。

## 4. 盈利预测

假定本次资产注入在2013年完成，并且此处暂不考虑石景山电厂的关停，假定2012年煤炭价格上升3%，利用小时下降5%，则预计公司2012年-2014年EPS分别为：0.58

元、0.69元和0.71元，对应PE为：13.5倍、11.3倍和11.1倍，维持“增持-A”投资评级，6个月目标价9.7元。

表 5 公司 2012 年 EPS 敏感性分析

|                |     | 煤炭价格变化 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------------|-----|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                |     | 3%     | 2%   | 1%   | 0%   | -1%  | -2%  | -3%  | -4%  | -5%  | -6%  | -7%  |
| 利用<br>小时<br>变化 | 0%  | 0.63   | 0.65 | 0.66 | 0.68 | 0.69 | 0.71 | 0.72 | 0.74 | 0.75 | 0.77 | 0.79 |
|                | -1% | 0.62   | 0.64 | 0.65 | 0.67 | 0.68 | 0.70 | 0.71 | 0.73 | 0.74 | 0.76 | 0.77 |
|                | -2% | 0.61   | 0.63 | 0.64 | 0.66 | 0.67 | 0.69 | 0.70 | 0.72 | 0.73 | 0.75 | 0.76 |
|                | -3% | 0.60   | 0.62 | 0.63 | 0.65 | 0.66 | 0.67 | 0.69 | 0.70 | 0.72 | 0.73 | 0.75 |
|                | -4% | 0.59   | 0.60 | 0.62 | 0.63 | 0.65 | 0.66 | 0.68 | 0.69 | 0.71 | 0.72 | 0.74 |
|                | -5% | 0.58   | 0.59 | 0.61 | 0.62 | 0.64 | 0.65 | 0.67 | 0.68 | 0.70 | 0.71 | 0.72 |

数据来源：公司公告 安信证券研究中心 注：本次注入资产按照交易草案里盈利预测假设

表 6 公司 2013 年 EPS 敏感性分析

|                |     | 煤炭价格变化 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------------|-----|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                |     | 3%     | 2%   | 1%   | 0%   | -1%  | -2%  | -3%  | -4%  | -5%  | -6%  | -7%  |
| 利用<br>小时<br>变化 | 0%  | 0.71   | 0.71 | 0.72 | 0.73 | 0.73 | 0.74 | 0.74 | 0.75 | 0.75 | 0.76 | 0.76 |
|                | -1% | 0.71   | 0.71 | 0.72 | 0.72 | 0.73 | 0.73 | 0.74 | 0.74 | 0.75 | 0.75 | 0.76 |
|                | -2% | 0.70   | 0.71 | 0.71 | 0.72 | 0.72 | 0.73 | 0.73 | 0.74 | 0.74 | 0.75 | 0.76 |
|                | -3% | 0.70   | 0.70 | 0.71 | 0.71 | 0.72 | 0.72 | 0.73 | 0.74 | 0.74 | 0.75 | 0.75 |
|                | -4% | 0.69   | 0.70 | 0.70 | 0.71 | 0.72 | 0.72 | 0.73 | 0.73 | 0.74 | 0.74 | 0.75 |
|                | -5% | 0.69   | 0.70 | 0.70 | 0.71 | 0.71 | 0.72 | 0.72 | 0.73 | 0.73 | 0.74 | 0.74 |

数据来源：公司公告 安信证券研究中心 注：本次注入资产按照交易草案里盈利预测假设，煤炭价格和利用小时变动为 2012 年

## 5. 风险提示

- (1) 煤炭价格上涨；
- (2) 利用小时下降；
- (3) 资产注入延后等；

| 财务报表预测和估值数据汇总     |                 |                 |                 |                 |                 | 单位             | 百万元         | 模型更新时间      |              |              | 2012-6-27    |  |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--|
|                   |                 |                 |                 |                 |                 | 财务指标           | 2010        | 2011        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |  |
| <b>利润表</b>        | <b>2010</b>     | <b>2011</b>     | <b>2012E</b>    | <b>2013E</b>    | <b>2014E</b>    | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |  |
| 营业收入              | 2,603.9         | 3,099.0         | 3,592.9         | 9,999.5         | 9,999.5         | 营业收入增长率        | 40.7%       | 19.0%       | 15.9%        | 178.3%       | 0.0%         |  |
| 减: 营业成本           | 2,454.0         | 2,882.5         | 2,759.8         | 7,408.9         | 7,423.4         | 营业利润增长率        | 44.8%       | 16.2%       | 52.4%        | 313.1%       | 3.0%         |  |
| 营业税费              | 10.2            | 8.8             | 26.5            | 158.4           | 158.4           | 净利润增长率         | 54.5%       | 7.0%        | 58.7%        | 243.7%       | 2.5%         |  |
| 销售费用              | -               | -               | -               | -               | -               | EBITDA 增长率     | 85.7%       | 36.9%       | 109.4%       | 205.0%       | 1.6%         |  |
| 管理费用              | 163.7           | 153.4           | 131.7           | 333.3           | 350.0           | EBIT 增长率       | 49.7%       | 40.6%       | 350.6%       | 254.2%       | 0.1%         |  |
| 财务费用              | 142.4           | 220.1           | 295.3           | 733.1           | 670.9           | NOPLAT 增长率     | 86.0%       | 22.9%       | 44.5%        | 264.4%       | 0.4%         |  |
| 资产减值损失            | -4.4            | 3.0             | -               | -               | -               | 投资资本增长率        | 33.6%       | 23.9%       | 46.5%        | 13.0%        | 4.9%         |  |
| 加: 公允价值变动收益       | -               | -               | -               | -               | -               | 净资产增长率         | 55.0%       | 10.4%       | 13.9%        | 311.6%       | 6.1%         |  |
| 投资和汇兑收益           | 150.0           | 132.1           | 151.8           | 829.5           | 863.4           |                |             |             |              |              |              |  |
| <b>营业利润</b>       | <b>299.9</b>    | <b>348.6</b>    | <b>531.4</b>    | <b>2,195.3</b>  | <b>2,260.2</b>  | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |  |
| 加: 营业外净收支         | 25.2            | 24.6            | 24.6            | 26.7            | 28.7            | 毛利率            | 5.8%        | 7.0%        | 23.2%        | 25.9%        | 25.8%        |  |
| <b>利润总额</b>       | <b>325.1</b>    | <b>373.2</b>    | <b>556.0</b>    | <b>2,222.0</b>  | <b>2,288.9</b>  | 营业利润率          | 11.5%       | 11.2%       | 14.8%        | 22.0%        | 22.6%        |  |
| 减: 所得税            | 52.2            | 69.9            | 101.0           | 312.6           | 317.4           | 净利润率           | 10.3%       | 9.3%        | 12.7%        | 15.7%        | 16.1%        |  |
| <b>净利润</b>        | <b>272.9</b>    | <b>303.3</b>    | <b>455.1</b>    | <b>1,909.4</b>  | <b>1,971.5</b>  | EBITDA/营业收入    | 14.5%       | 16.7%       | 30.1%        | 33.0%        | 33.5%        |  |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2010</b>     | <b>2011</b>     | <b>2012E</b>    | <b>2013E</b>    | <b>2014E</b>    | EBIT/营业收入      | 5.0%        | 5.9%        | 23.0%        | 29.3%        | 29.3%        |  |
| 货币资金              | 835.7           | 1,706.6         | 487.4           | 12,098.3        | 12,068.1        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |  |
| 交易性金融资产           | -               | -               | -               | -               | -               | 固定资产周转天数       | 419         | 570         | 702          | 332          | 390          |  |
| 应收账款              | 320.0           | 401.6           | 521.7           | 1,452.0         | 1,452.0         | 流动营业资本周转天数     | -114        | -64         | -5           | 13           | 13           |  |
| 应收票据              | 0.3             | 13.2            | -               | -               | -               | 流动资产周转天数       | 200         | 225         | 173          | 271          | 499          |  |
| 预付帐款              | 360.0           | 96.8            | 99.5            | 106.9           | 114.4           | 应收帐款周转天数       | 37          | 38          | 43           | 34           | 49           |  |
| 存货                | 75.8            | 55.9            | 75.6            | 203.0           | 203.4           | 存货周转天数         | 8           | 8           | 7            | 5            | 7            |  |
| 其他流动资产            | -               | -               | -               | -               | -               | 总资产周转天数        | 1,157       | 1,196       | 1,242        | 741          | 1,011        |  |
| 可供出售金融资产          | -               | -               | -               | -               | -               | 投资资本周转天数       | 828         | 891         | 1,048        | 477          | 518          |  |
| 持有至到期投资           | -               | -               | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |  |
| 长期股权投资            | 1,545.3         | 1,530.0         | 1,886.8         | 1,886.8         | 1,886.8         | ROE            | 8.2%        | 8.3%        | 10.9%        | 11.1%        | 10.8%        |  |
| 投资性房地产            | -               | -               | -               | -               | -               | ROA            | 3.0%        | 2.7%        | 3.4%         | 6.9%         | 6.9%         |  |
| 固定资产              | 4,932.1         | 4,880.3         | 9,128.3         | 9,297.0         | 12,383.8        | ROIC           | 7.7%        | 7.0%        | 8.2%         | 20.4%        | 18.1%        |  |
| 在建工程              | 923.1           | 2,387.2         | 1,041.2         | 2,521.1         | 146.2           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |  |
| 无形资产              | 164.3           | 160.9           | 150.1           | 140.1           | 130.8           | 销售费用率          | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |  |
| 其他非流动资产           | 87.7            | 114.6           | 40.7            | 35.7            | 32.2            | 管理费用率          | 6.3%        | 4.9%        | 3.7%         | 3.3%         | 3.5%         |  |
| <b>资产总额</b>       | <b>9,244.4</b>  | <b>11,353.3</b> | <b>13,431.4</b> | <b>27,741.0</b> | <b>28,417.7</b> | 财务费用率          | 5.5%        | 7.1%        | 8.2%         | 7.3%         | 6.7%         |  |
| 短期债务              | 1,837.0         | 2,141.0         | 4,279.0         | 4,179.0         | 4,079.0         | 三费/营业收入        | 11.8%       | 12.1%       | 11.9%        | 10.7%        | 10.2%        |  |
| 应付帐款              | 1,012.6         | 1,188.3         | 476.3           | 1,278.8         | 1,281.3         | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |  |
| 应付票据              | 147.9           | 50.0            | 75.6            | 203.0           | 203.4           | 资产负债率          | 64.1%       | 67.7%       | 68.8%        | 37.9%        | 35.6%        |  |
| 其他流动负债            | 459.7           | 490.9           | 80.3            | 721.0           | 721.0           | 负债权益比          | 178.2%      | 209.4%      | 220.8%       | 61.0%        | 55.3%        |  |
| 长期借款              | 2,318.9         | 3,677.4         | 4,177.4         | 3,977.4         | 3,677.4         | 流动比率           | 0.46        | 0.59        | 0.24         | 2.17         | 2.20         |  |
| 其他非流动负债           | 145.4           | 136.6           | 136.6           | 136.6           | 136.6           | 速动比率           | 0.44        | 0.57        | 0.23         | 2.14         | 2.17         |  |
| <b>负债总额</b>       | <b>5,921.5</b>  | <b>7,684.2</b>  | <b>9,225.3</b>  | <b>10,495.8</b> | <b>10,098.7</b> | 利息保障倍数         | 0.92        | 0.83        | 2.80         | 3.99         | 4.37         |  |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>515.8</b>    | <b>635.7</b>    | <b>779.6</b>    | <b>1,070.4</b>  | <b>1,380.4</b>  | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |  |
| 股本                | 656.0           | 787.2           | 787.2           | 2,270.8         | 2,270.8         | DPS(元)         | 0.11        | 0.15        | 0.09         | 0.10         | 0.35         |  |
| 留存收益              | 2,151.0         | 2,246.2         | 2,610.7         | 13,853.3        | 14,596.1        | 分红比率           | 32.0%       | 39.9%       | 15.1%        | 14.5%        | 48.8%        |  |
| <b>股东权益</b>       | <b>3,322.8</b>  | <b>3,669.1</b>  | <b>4,177.5</b>  | <b>17,194.4</b> | <b>18,247.3</b> | 股息收益率          | 1.4%        | 1.9%        | 1.1%         | 1.3%         | 4.4%         |  |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2010</b>     | <b>2011</b>     | <b>2012E</b>    | <b>2013E</b>    | <b>2014E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |  |
| 净利润               | 272.9           | 303.3           | 455.1           | 1,909.4         | 1,971.5         | EPS(元)         | 0.34        | 0.37        | 0.58         | 0.69         | 0.71         |  |
| 加: 折旧和摊销          | 290.2           | 336.5           | 255.1           | 371.5           | 421.9           | BVPS(元)        | 3.57        | 3.85        | 4.32         | 7.10         | 7.43         |  |
| 资产减值准备            | -4.4            | 3.0             | -               | -               | -               | PE(X)          | 22.9        | 21.4        | 13.5         | 11.3         | 11.1         |  |
| 公允价值变动损失          | -               | -               | -               | -               | -               | PB(X)          | 2.2         | 2.0         | 1.8          | 1.1          | 1.1          |  |
| 财务费用              | 47.0            | 143.4           | 222.1           | 295.3           | 733.1           | P/FCF          | -           | 8.0         | -4.6         | -47.6        | 35.4         |  |
| 投资收益              | -150.8          | -132.1          | -151.8          | -829.5          | -863.4          | P/S            | 2.4         | 2.0         | 1.7          | 1.8          | 1.8          |  |
| 少数股东损益            | 4.2             | 15.9            | -1.0            | 342.1           | 364.8           | EV/EBITDA      | 24.3        | 22.5        | 14.1         | 4.8          | 4.7          |  |
| 营运资金的变动           | -94.7           | -799.0          | -758.4          | 505.4           | -4.9            | CAGR(%)        | 91.3%       | 86.6%       | 64.2%        | -100.0%      | -100.0%      |  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>355.1</b>    | <b>380.2</b>    | <b>94.3</b>     | <b>3,031.9</b>  | <b>2,560.7</b>  | PEG            | 0.3         | 0.2         | 0.2          | -0.1         | -0.1         |  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-1,353.1</b> | <b>-1,073.7</b> | <b>-1,720.9</b> | <b>769.1</b>    | <b>833.4</b>    | ROIC/WACC      | 1.2         | 1.1         | 1.3          | 3.3          | 2.9          |  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>1,536.4</b>  | <b>1,564.3</b>  | <b>1,813.9</b>  | <b>10,204.2</b> | <b>-1,854.6</b> | REP            | 1.1         | 1.2         | 0.9          | 0.3          | 0.4          |  |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，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。

## 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 梁涛            | 上海联系人                   | 朱贤            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  |
| 黄方禅           | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 凌洁            | 上海联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    |
| 周蓉            | 北京联系人                   | 马正南           | 北京联系人                   |
| 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     |
| 胡珍            | 深圳联系人                   | 李国瑞           | 深圳联系人                   |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   | 0755-82558084 | ligr@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: 200123

### 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