安信证券 ESSENCE SECURITIES

维持评级

公司快报 京能热电(600578) 复合型公用事业/公用事业

4季度煤价大幅上涨

京能热电2009年年报点评

报告摘要:

- 公司公布年报，2009年实现营业收入18.5亿元，同比增长9.1%；实现归属于母公司净利润1.74亿元，同比增长17.6%，每股盈利0.30元，低于预期。拟每10股派发现金红利1.6元（含税）。
- **资产出售和煤炭投资收益促四季度盈利大增：**4季度公司出现了较多变动。当季公司向母公司出售了京丰燃气、京丰热电和霍林郭勒风电的股权，并首次计入了酸刺沟煤矿投资收益（如表1），从而促使当季盈利5773万元，环比大幅增长118%。
- **但主业盈利环比大幅下滑：**公司作为典型热电企业，年末供热和发电量大增，并促使利用小时环比3季度增长18%，营业收入增长42%。然而，受煤价大幅上涨影响，其单季主业毛利率下降至2.4%，在扣除资产出售、资产减值准备和营业外收支等非经常性项目后，主业亏损了近3000万元。
  由于公司前三季度煤价基本稳定，燃料成本上升主要体现在4季度。但考虑市场煤价涨幅，公司单季的成本增加幅度仍显偏高，值得关注。
- **参股煤矿收益将是2010年主要增长动力：**2009年，由于部分工程延后投产，导致煤炭产量（636万吨）低于预期，增加公司净利润4142万元。2010年，随着煤矿逐步投产，将成为业绩增长的主要动力。我们预计将产商品煤1000万吨，实现投资收益1.7亿元。
- **2010年机组增长高峰：**公司控股73%的京科发电（1x33万千瓦）和控股51%的京泰发电（2x30万千瓦）即将于今年年初投产，并增加权益容量55万千瓦。其中京泰发电煤电联营，盈利能力强，将成为公司2010-2011年的增长点之一。
- **定向增发摊薄业绩：**公司将非公开增发不超过9000万股，募集资金用于酸刺沟电厂建设、石景山热电改造、偿还贷款等。由于募集资金主要用于偿还贷款和改造，不会直接带来收益，会使公司2010年和2011年业绩摊薄10%以内。2009年是公司的资本支出高峰期，但公司现金流足以支付，只是公司2009年底的资产负债率已高达71%。如果完成定向增发，将使公司的资产负债率下降到60%左右。
  值得关注的是，公司将盈利能力预期不佳的京丰热电、京丰燃气和霍林郭勒风电出售，并定向增发融资，我们猜测公司正在为后续发展项目做准备。
- **维持评级：**我们假设2010-2012年利用小时不变（热电联营企业较稳定），煤价上涨5%、0%和0%，定向增发在2010年内完成，摊薄后的EPS分别为0.36元、0.47元和0.48元。虽然煤矿收益大幅增加，但煤价上涨将极大削弱主业盈利能力，同时受增发摊薄业绩影响，我们仍然维持“中性-A”评级。

财务和估值数据摘要

（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,696.4	1,850.7	2,910.7	3,141.6	3,123.2
Growth(%)	*3.1%*	*9.1%*	*57.3%*	*7.9%*	*-0.6%*
净利润	147.9	173.9	285.1	370.6	378.2
Growth(%)	*-21.9%*	*17.6%*	*38.8%*	*28.1%*	*2.4%*
毛利率(%)	9.1%	4.6%	16.7%	18.3%	17.7%
净利润率(%)	8.7%	9.4%	8.3%	9.8%	10.1%
每股收益(元)	0.26	0.30	0.36	0.47	0.48
每股净资产(元)	2.88	3.20	4.23	4.49	4.71
市盈率	36.1	30.7	25.6	20.0	19.5
市净率	3.2	2.9	2.2	2.1	2.0
净资产收益率(%)	7.9%	8.1%	8.8%	10.7%	10.3%
ROIC(%)	7.8%	5.1%	8.8%	7.5%	7.1%
EV/EBITDA	33.5	42.5	16.5	10.8	10.2

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级: 中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格: 11.00 元

期限: 3个月 上次预测: 11.00 元

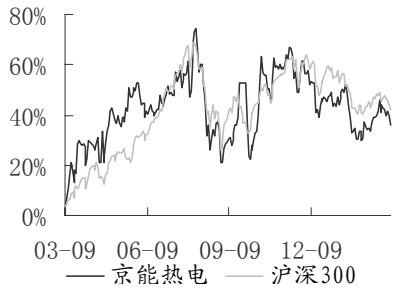
现价: 9.32 元

报告日期: 2010-03-16

市场数据

总市值(百万元)	5,343.72
流通市值(百万元)	5,343.72
总股本(百万股)	573.36
流通股本(百万股)	573.36
12个月最高/最低	6.85/12.01 元
十大流通股东(%)	78.50%
股东户数	45,792

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.97	0.19	(5.85)
绝对收益	0.88	(10.98)	36.15

研究员

张龙 首席行业分析师
021-68766113 zhanglong@essence.com.cn

诸勤秒 助理行业分析师
021-68765175 zhuqm@essence.com.cn

前期研究成果

京能热电：煤炭收益尚未体现 2009-10-21

京能热电：定向增发摊薄业绩 2009-09-28

京能热电：2年业绩高增长 2009-08-16

表 1 09 年分季度净利润结构（万元）

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
母公司热电厂	7889	-198	2654	-2977
投资收益	0	1270	0	11000
其中：股权出售				6857
煤炭收益				4142
国华能源		1270		
资产减值	0	0	0	2249
合计	7889	1073	2654	5773

数据来源：安信证券研究中心

表 2 京能热电分季度利润表（万元）

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
一、营业总收入	47403	34596	40134	47508	59807	27751	40306	57207
二、营业总成本	40358	33540	36425	43915	49936	27594	37244	61861
营业成本	37050	30235	33186	39267	46476	24142	33476	55847
营业税金及附加	446	394	363	476	598	247	290	602
销售费用								
管理费用	1554	1513	1416	1915	1694	2418	2094	1799
财务费用	1308	1398	1459	1508	1168	787	1385	1363
资产减值损失				749				2249
投资净收益			1422	1610		1270		11000
三、营业利润	7045	1056	5131	5203	9872	1427	3062	6346
加：营业外收入	2	2	5	440	649	7	53	599
减：营业外支出		20		38	3	4		0
四、利润总额	7047	1038	5136	5605	10518	1431	3115	6945
减：所得税	1762	260	715	1297	2629	358	461	1171
五、净利润	5285	779	4421	4308	7888	1073	2654	5774
减：少数股东损益								
归属于母公司所有者的净利润	5285	779	4421	4308	7888	1073	2654	5774
毛利率	21.8%	12.6%	17.3%	17.3%	22.3%	13.0%	16.9%	2.4%
净利润	11.1%	2.3%	11.0%	9.1%	13.2%	3.9%	6.6%	10.1%

数据来源：WIND

表 3 京能热电主要资产（单位：万千瓦）

	机组构成	容量	权益	权益容量	附注
现有资产					
石景山热电	4x22	88	100%	88	08 年增容 8 万千万
国华能源			15%		风电
内蒙古京科发电	1x33	33	73%	24.09	10 年初投产
内蒙古京泰发电	2x30	60	51%	30.6	10 年初投产
酸刺沟矿业（煤炭）			24%		设计产能 1200 万吨
出售资产					
京丰燃气	1x35	35	原 30%		09 年 4 季度出售
京丰热电	1x5+1x10	15	原 30%		09 年 4 季度出售
霍林郭勒风电	33x0.15	4.95	原 100%		09 年 4 季度出售

数据来源：安信证券研究中心

表 4 酸刺沟煤矿经营状况

	单位	2008 年	1-4 月	5-6 月	7-12 月
煤炭产量	万吨	146	278	71	260
营业收入	万元	28262	43337	10780	53785
成本+费用	万元	18581	26051	14828	28694
利润总额	万元	9681	17285	-4047	25092
净利润	万元	7180	12963	-3034	18960
收入/销量	元/吨	194	156	152	187
（成本+费用）/销量	元/吨	127	94	209	110
吨煤净利润	元/吨	49	47	-43	73

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-16

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**1,696.4**	**1,850.7**	**2,910.7**	**3,141.6**	**3,123.2**
减: 营业成本	1,542.4	1,766.3	2,425.3	2,565.5	2,570.4
营业税费	16.8	17.4	31.2	33.7	33.5
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	64.0	80.1	96.7	104.3	106.0
财务费用	56.7	47.0	202.2	228.2	208.0
资产减值损失	7.5	22.5	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	30.3	122.7	184.1	230.2	254.7
营业利润	**184.3**	**207.1**	**339.5**	**440.0**	**460.0**
加: 营业外净收支	3.9	13.0	3.5	3.5	3.5
利润总额	**188.3**	**220.1**	**343.0**	**443.5**	**463.5**
减: 所得税	40.3	46.2	57.9	72.9	85.3
净利润	**147.9**	**173.9**	**285.1**	**370.6**	**378.2**
资产负债表	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
货币资金	373.7	294.3	432.9	351.3	349.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	259.3	407.9	422.7	456.2	453.5
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	1,034.9	562.6	565.0	567.6	570.2
存货	42.3	33.9	63.5	67.4	67.5
其他流动资产	0.0	0.0	-2.9	-2.9	-2.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	875.6	1,335.6	1,692.3	1,692.3	1,692.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	998.5	1,133.6	5,587.7	5,817.7	5,847.7
在建工程	1,289.9	3,641.3	21.6	21.6	21.6
无形资产	27.0	26.9	25.1	23.4	21.9
其他非流动资产	104.4	51.8	27.5	26.5	25.8
资产总额	**5,005.5**	**7,487.9**	**8,835.5**	**9,021.2**	**9,047.5**
短期债务	2,100.0	1,480.0	2,340.6	2,450.0	2,577.8
应付帐款	438.1	1,212.0	418.6	442.8	443.7
应付票据	75.0	490.5	66.4	70.3	70.4
其他流动负债	71.5	441.1	547.1	570.1	568.3
长期借款	406.9	1,652.9	2,152.9	1,952.9	1,652.9
其他非流动负债	42.8	68.2	68.2	68.2	68.2
负债总额	**3,134.2**	**5,344.7**	**5,593.8**	**5,554.4**	**5,381.3**
少数股东权益	**222.0**	**305.8**	**430.2**	**482.5**	**534.8**
股本	573.4	573.4	663.4	663.4	663.4
留存收益	1,075.9	1,264.1	2,144.1	2,317.1	2,463.3
股东权益	**1,871.3**	**2,143.2**	**3,237.7**	**3,462.9**	**3,661.5**
现金流量表	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
净利润	147.9	173.9	285.1	370.6	378.2
加: 折旧和摊销	138.1	116.1	117.8	344.7	394.0
资产减值准备	7.5	22.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	7.8	57.8	47.0	202.2	228.2
投资收益	-30.3	-122.7	-184.1	-230.2	-254.7
少数股东损益	-	-	43.7	61.5	61.6
营运资金的变动	145.7	878.4	-1,147.5	11.2	-0.9
经营活动产生现金流量	**261.5**	**716.0**	**-682.9**	**786.0**	**786.2**
投资活动产生现金流量	**-1,721.2**	**-2,054.8**	**-1,002.6**	**0.2**	**224.7**
融资活动产生现金流量	**1,560.8**	**1,259.4**	**1,899.0**	**-439.5**	**-534.8**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	3.1%	9.1%	57.3%	7.9%	-0.6%
营业利润增长率	-20.8%	12.3%	63.9%	29.6%	4.5%
净利润增长率	-21.9%	17.6%	38.8%	28.1%	2.4%
EBITDA 增长率	-21.3%	-13.2%	224.7%	53.6%	4.8%
EBIT 增长率	-34.0%	-9.3%	521.5%	23.4%	0.0%
NOPLAT 增长率	-0.3%	9.6%	114.7%	23.9%	-2.4%
投资资本增长率	67.5%	23.9%	46.8%	3.1%	0.3%
净资产增长率	9.7%	14.5%	51.1%	7.0%	5.7%
利润率					
毛利率	9.1%	4.6%	16.7%	18.3%	17.7%
营业利润率	10.9%	11.2%	11.7%	14.0%	14.7%
净利润率	8.7%	9.4%	8.3%	9.8%	10.1%
EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	22.7%	32.2%	34.0%
EBIT/营业收入	5.7%	4.7%	18.6%	21.3%	21.4%
运营效率					
固定资产周转天数	214	207	416	653	672
流动营业资本周转天数	131	-10	-46	29	30
流动资产周转天数	264	293	172	167	166
应收帐款周转天数	46	47	39	48	49
存货周转天数	8	8	6	8	8
总资产周转天数	843	1,215	1,009	1,023	1,041
投资资本周转天数	702	902	783	876	897
投资回报率					
ROE	7.9%	8.1%	8.8%	10.7%	10.3%
ROA	3.0%	2.3%	3.2%	4.1%	4.2%
ROIC	7.8%	5.1%	8.8%	7.5%	7.1%
费用率					
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	3.8%	4.3%	3.3%	3.3%	3.4%
财务费用率	3.3%	2.5%	6.9%	7.3%	6.7%
三费/营业收入	7.1%	6.9%	10.3%	10.6%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	71.4%	63.3%	61.6%	59.5%
负债权益比	167.5%	249.4%	172.8%	160.4%	147.0%
流动比率	0.64	0.36	0.44	0.41	0.39
速动比率	0.62	0.35	0.42	0.39	0.37
利息保障倍数	1.69	1.85	2.68	2.93	3.21
分红指标					
DPS(元)			0.10	0.18	0.23
分红比率	58.1%	65.9%	28.5%	39.0%	48.8%
股息收益率					
业绩和估值指标	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
EPS(元)	0.26	0.30	0.36	0.47	0.48
BVPS(元)	2.88	3.20	4.23	4.49	4.71
PE(X)	36.1	30.7	25.6	20.0	19.5
PB(X)	3.2	2.9	2.2	2.1	2.0
P/FCF	-	-28.2	-7.7	-384.3	52.4
P/S	3.2	2.9	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA	33.5	42.5	16.5	10.8	10.2
CAGR(%)	35.8%	29.6%	17.3%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.0	1.0	1.5	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	1.1	0.7	1.3	1.1	1.0
REP	1.7	2.3	1.2	1.3	1.4

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，4 年证券从业经验。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。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有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

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	**深圳联系人**	**刘欢**	**深圳联系人**
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**	**王远洋**	**深圳联系人**
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@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: 200122

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