

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

京能热电 (600578)

京能热电 2009 年报点评：

中性 (下调)

煤价涨幅超预期，下调评级至“中性”

2010 年 03 月 16 日

王凡

电力行业研究员 0755-22624183

wangfan007@pingan.com

事项

2009 年，公司实现营业收入 18.5 亿元，同比增长 9.1%；实现归属于上市公司股东的净利润约为 1.74 亿元，同比增长 17.55%。报告期内公司实现加权平均 ROE 为 8.98%，同比下降 0.08 个百分点；扣非后 ROE 为 5.76%，同比下降 2.58 个百分点。2009 年公司基本每股收益为 0.30 元，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.2 元。

主要观点

投资收益增加是公司业绩同比增长的主要原因，而增量投资收益主要由酸刺沟变更为权益法核算和出售股权投资构成。剔除上述因素后，即公司扣非后的每股收益同比下滑 21% 左右。同比下滑的原因主要是四季度煤价大幅上涨，这基本与市场煤价表现一致。但由于公司之前煤价控制能力良好，四季度公司煤炭成本如此大涨幅仍然超出我们预期。

基于公司 09 年煤价涨幅超预期，我们下调了公司盈利预测。假设公司 2010、2011、2012 年标煤单价分别同比上涨 5%、0、0，则考虑增发后公司各年 EPS 分别为 0.23、0.26 和 0.31 元。公司目前股价对应估值偏高，下调评级至“中性”。

1、投资收益是业绩增长主因

公司 2009 年实现投资收益 1.23 亿元，同比增长 3 倍以上。09 年投资收益中约一半为出售股权的一次性收益；另一半为长期投资分红以及权益法投资收益，后续年度仍将持续。需要指出，酸刺沟煤矿投资收益略低于我们预期。

图表 1 2009 年一次性投资收益与持续性投资收益各占一半 单位：百万元

投资收益	2009	2008
国华能源分红	12.70	14.22
酸刺沟煤矿权益法核算收益	41.42	
处置京丰燃气与京丰热电的一次性收益	68.57	
其他		16.09
合计	122.70	30.31

资料来源：公司公告；平安证券研究所

2、煤价涨幅超预期

2009年公司标煤单价同比上涨125.22元，较大涨幅与公司08年煤价基数较低有关。据初步估算，该涨幅可能高达25%左右。而2009年同期，港口市场煤价均价约下跌18%左右；2009合同煤价与2008年初合同煤相比，涨幅约为20%。公司石景山电厂位于北京，煤炭来源主要为山西煤和内蒙煤的铁路沿线供煤，类似于建投能源。公司煤价波动更接近于合同煤价波动和坑口煤价波动，而后两者涨幅普遍在2008年不明显，而在2009年出现了滞后上涨。但从季度分布上看，公司煤价涨幅在四季度异常明显，这一点与市场煤价波动类似。

公司煤价涨幅超出预期，直接影响到公司未来各年收益。我们暂以09年煤价为基础对后续年度进行预测，导致盈利预测下调，并直接导致了我们的投资评级的下调。

3、下调评级为“中性”

我们之前深度报告中指出，酸刺沟权益法核算和新项目投产推动公司业绩出现增长。目前公司下属京科和京泰电厂已经完成试运行，等待批复转入商业运行。酸刺沟煤矿也实施了权益法核算。上述因素基本符合预期。但公司煤炭成本涨幅超出了我们预期，对公司未来业绩和投资价值造成了较大影响。

假设公司2010、2011、2012年标煤单价分别上涨5%、0、0，则考虑增发后公司各年EPS分别为0.23、0.26和0.31元。公司目前股价分别对应PE为41、36和30倍，略有偏高。2009年底公司静态PB为2.91倍，高于行业平均水平。而该溢价来源于公司之前煤价控制能力所带来的高水平ROE，随着公司煤炭成本的上升，我们预期ROE也将随之出现下降，PB溢价的支撑因素不足。因此我们下调公司投资评级至“中性”。

财务报表

单位：百万元人民币

损益表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1696	1851	2930	2974	3043	货币资金	374	294	586	595	609
营业成本	1397	1599	2418	2466	2520	应收账款	242	238	390	396	405
营业税金及附加	17	17	29	30	30	预付款项	1035	563	967	247	252
销售费用	0	0	0	0	0	存货	42	34	73	74	76
管理费用	64	80	117	119	122	其他	17	170	29	30	30
财务费用	57	47	203	222	177	流动资产	1710	1299	2046	1341	1372
资产减值损失	7	22	13	14	16	固定资产	998	1134	1864	4848	4560
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	在建工程	1290	3641	3701	370	185
投资净收益	30	123	95	143	144	长期股权投资	876	1336	1336	1336	1336
汇兑净收益	0	0	0	0	0	无形资产	27	27	27	27	27
营业利润	184	207	244	267	323	其他	104	52	50	69	57
营业外收入	4	13	0	0	0	非流动资产	3295	6189	6978	6649	6164
营业外支出	1	0	1	0	0	资产总计	5006	7488	9023	7990	7536
利润总额	188	220	244	266	322	短期借款	2100	1480	3989	2824	2351
减：所得税	40	46	61	67	81	应付账款	374	1153	484	493	504
净利润	148	174	183	200	242	其他	211	991	121	123	126
减：少数股东损益	0	0	31	30	34	流动负债	2685	3624	4594	3440	2980
归属于母公司净利润	148	174	152	169	208	长期借款	407	1653	1253	1253	1103
EPS（元/股）	0.26	0.30	0.23	0.26	0.31	应付债券	0	0	0	0	0
财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	其他	43	68	51	54	58
盈利能力						非流动负债	450	1721	1304	1307	1161
毛利率	18%	14%	17%	17%	17%	负债合计	3134	5345	5897	4747	4141
净利率	9%	9%	6%	7%	8%	股东权益合计	1871	2143	3126	3243	3395
财务费用/营业收入	3%	3%	7%	7%	6%						
管理费用/营业收入	4%	4%	4%	4%	4%						
增长率											
营业收入增长率	3%	9%	58%	2%	2%						
营业利润增长率	-21%	12%	18%	9%	21%	现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润增长率	-22%	18%	-13%	11%	23%	经营现金流	262	716	-1,633	1,256	727
回报率						投资现金流	-1,721	-2,055	-984	0	0
ROA	4%	3%	2%	2%	3%	融资现金流	1,561	1,259	2,909	-1,247	-713
ROE	9%	10%	7%	6%	7%	现金净流量	101	-79	292	9	14
股息率	2.1%	0.0%	1.2%	1.3%	1.6%	期初余额	273	374	294	586	595
资产负债率	63%	71%	65%	59%	55%	期末余额	374	294	586	595	609

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

京能热电深度报告：迈出成长第一步，新项目推动业绩增长

2009-12

平安证券综合研究所投资评级:

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示:

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257