

煤炭投资收益成利润主要增长点

京能热电调研简报

报告关键点:

- 煤矿投资收益将成为利润主要增长点
- 集团对于公司支持力度有所增加, 但其在集团中的定位尚未明确

报告摘要:

- 煤价结算致四季度主业亏损:** 由于4季度进行了2009年全年的煤炭合同结算, 致使煤价的上涨全部集中于4季度, 从而导致利润大幅减少。根据估算, 公司2009年平均标煤价格较上年上涨了25%, 甚至高于2008年的涨幅。因此公司在今年的煤炭采购能力值得关注。我们暂时维持5%涨幅的假设。
- 煤炭投资收益成公司主要利润增长点:** 2010年, 两个控股电厂均将投产, 但受煤价上涨、规模较小等影响, 其对公司盈利贡献不大。并且由于没有后备项目, 短期内电力主业增长空间不大。而随着参股的酸刺沟煤矿逐步达产, 预计将成为公司近几年的最重要利润增长点。
- 集团支持力度有所增大:** 多年以来, 由于集团计划将京能国际到香港上市, 对京能热电支持力度一直不够。这也导致近年来公司只能通过自身发展, 进展较慢。然而近期, 一方面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给集团, 另一方面在现金流尚能支撑的情况下进行定向增发, 且获得集团20%的认购, 集团支持力度有所增大。我们猜测公司在集团内的定位有所变化, 并期待集团将部分资产注入。
- 盈利预测及评级:** 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0.35、0.49和0.54元。2010-2011年, 受煤价上涨影响, 母公司电厂盈利将出现下滑。而随着煤矿投资收益增加、京泰投产增盈和定向增发降低财务费用, 归属于母公司净利润仍能保持一定增长。公司未来两年没有后备项目, 后续增长能力将主要来自集团的资产注入。虽然近期集团对于公司支持有所增加, 但考虑公司在集团内的定位短期内尚不明晰, 其后续增长仍不太明朗。我们维持“中性-A”评级, 给予2011年20倍估值, 下调目标价至10元。

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	2,489.2	3,066.6	3,087.5
Growth(%)	3.1%	9.1%	34.5%	23.2%	0.7%
净利润	147.9	173.9	246.5	363.0	415.2
Growth(%)	-21.9%	17.6%	31.7%	43.1%	10.2%
毛利率(%)	9.1%	4.6%	13.5%	16.8%	17.2%
净利润率(%)	8.7%	9.4%	9.2%	10.7%	11.7%
每股收益(元)	0.26	0.30	0.35	0.49	0.54
每股净资产(元)	2.88	3.20	4.21	4.51	4.78
市盈率	36.7	31.3	27.5	19.2	17.4
市净率	3.3	3.0	2.2	2.1	2.0
净资产收益率(%)	7.9%	8.1%	7.7%	10.6%	11.4%
ROIC(%)	7.8%	5.1%	7.3%	7.8%	7.9%
EV/EBITDA	33.9	43.0	21.4	12.7	10.5
股息收益率	1.6%	2.1%	1.1%	1.8%	2.6%

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: 10.00 元

期限: 3个月 上次预测: 11.00 元

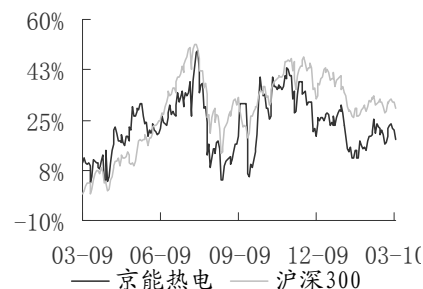
现价: 9.48 元

报告日期: 2010-03-29

市场数据

总市值(百万元)	5,435.45
流通市值(百万元)	5,435.45
总股本(百万股)	573.36
流通股本(百万股)	573.36
12个月最高/最低	7.91/12.01 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	(0.66)	(0.45)	(12.96)
绝对收益	(0.86)	(6.30)	18.10

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: 4季度煤价大幅上涨	2010-03-16
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

1. 煤价结算致四季度主业亏损

2009年4季度,公司单季盈利5773万元,虽然环比大幅增长,但在扣除投资收益和资产减值等非经常性项目后,主业出现了近3000万元的亏损。

当季公司营业收入环比增长42%,符合热电企业季节性特征。但毛利率却大幅下降了近15个百分点。根据公司介绍,由于4季度进行了2009年全年的煤炭合同结算,致使煤价的上涨全部集中于4季度,从而导致利润大幅减少。

根据估算,公司2009年平均标煤价格较上年上涨了25%,甚至高于2008年的涨幅。公司采购煤炭除神华外,其余均来自山西,2009年受山西关停小煤窑影响很大。因此公司在今年的煤炭采购能力值得关注。我们暂时维持5%涨幅的假设。

表1 2009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

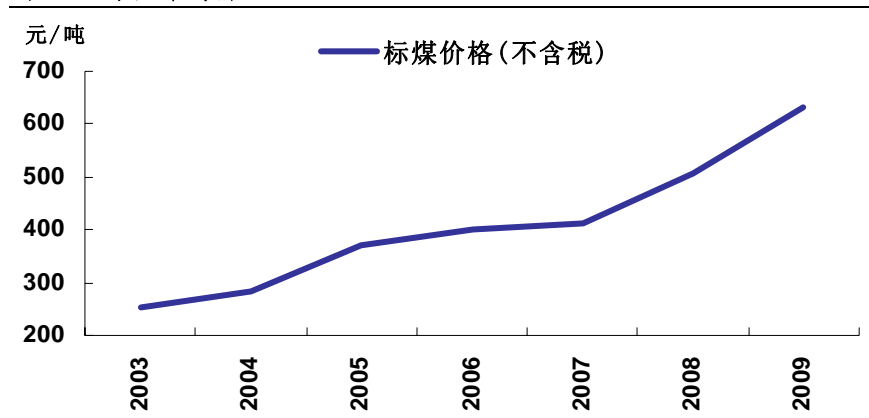
数据来源: 安信证券研究中心

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
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
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%
净利率	11.1%	2.3%	11.0%	9.1%	13.2%	3.9%	6.6%	10.1%

数据来源: WIND

图1 公司标煤均价



数据来源: 安信证券研究中心

2. 煤炭投资收益成为公司利润增长点

除母公司石景山热电外，公司现有两个在建电厂和一个参股煤矿，其余项目均已出售给集团。

2010年，两个控股电厂均将投产，但受煤价上涨、规模较小等影响，其对公司盈利贡献不大。并且由于没有后备项目，短期内电力主业增长空间不大。

而随着参股的酸刺沟煤矿逐步达产，预计将成为公司近几年的最重要利润增长点。

表3 京能热电主要资产(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8万千瓦
国华能源			15%		风电
内蒙古京科发电	1x30	30	91.97%	24.09	预计10年6月
内蒙古京泰发电	2x30	60	51%	30.6	预计10年4月
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

2.1.1. 京泰发电

京泰发电(2X30)位于蒙西鄂尔多斯地区，使用煤矸石发电，为煤电联营项目，现已通过168小时试运行，即将进入商业化运行。由于配套的酸刺沟煤矿已于2008年投产，因此该电厂投产后即能成为公司业绩的增长点之一。

我们估计2010-2011年可增加公司净利润2000万元和3500万元，增加每股盈利约0.03元和0.05元。

2.1.2. 京科发电

京科电厂(1X30)位于蒙东兴安盟，预计于2010年中投产。电厂原规划为热电联产，送电辽宁，现由于电厂出线尚未解决，按蒙东标杆电价送电当地。

电厂煤炭主要来自180公里外的霍林河煤田，但今年以来该地区煤价出现了一定程度的上涨。同时，由于单机投产，成本较高，电厂投产后的盈利能力不容乐观。

2.1.3. 酸刺沟成利润增长点

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。但值得注意的是，2009年下半年吨煤净利润已到达73元，远高于2008年和2009年上半年水平。

2010年，随着煤矿逐步投产，行业持续景气以及管理能力提高，煤矿单位盈利应仍能保持在较高水平。我们保守假设全年吨煤净利润与2009年下半年相当，2010-2011年分别产煤1000万吨和1200万吨，从而将贡献投资收益1.7亿元和2.1亿元，成为公司未来两年最主要利润增长点。

表4 酸刺沟煤矿经营状况

	单位	2008年	2009年	2009H1	2009H2
煤炭产量	万吨	146	636	376	260
营业收入	万元	28262	107902	54117	53785
成本+费用	万元	18581	69572	40879	28694
利润总额	万元	9681	38330	13238	25092
净利润	万元	7180	28889	9929	18960
收入/销量	元/吨	194	170	144	187
(成本+费用)/销量	元/吨	127	109	109	110
吨煤净利润	元/吨	49	45	26	73

数据来源：安信证券研究中心

3. 集团支持力度增大

公司大股东为京能国际，而实际控制人是北京能源投资集团。北京能源投资集团实力雄厚，投资电厂分布于北京、内蒙、河北、山西、宁夏、四川、湖北等地，装机容量是上市公司的 7 倍，资产注入空间巨大。

但多年以来，由于集团计划将京能国际到香港上市，对上市公司支持力度一直不够。这也导致近年来公司只能通过自身发展，进展较慢。

表5 北京能投集团拥有的主要电力资产（不包括京能热电，单位：万千瓦）

	权益	机组	装机容量	权益容量	附注
内蒙古岱海发电有限责任公司	51%	4×60	240	122	
北京京西发电有限责任公司	52%	1×20 + 1×6.5+2×1.5	29.5	15	
北京京桥热电有限责任公司	78%	4×11.6	46.4	36	
山西漳山发电有限责任公司	55%	2×30+2×60	180	99	
北京京丰热电有限责任公司	95%	1×5 + 1×10	15	10	
北京京丰燃气发电有限责任公司	100%	1×35	35	25	
内蒙古京隆发电有限责任公司	40%	2×60	120	48	
北京太阳宫燃气热电有限公司	74%	2×35	70	52	
内蒙古赤峰煤矸石电厂	100%	2×13.5	27	27	
宁夏水洞沟电厂	65%	2×60	120	78	在建
大连庄河电厂	34%	2×60	120	41	
内蒙古大唐托克托发电有限公司	25%	6×60	360	90	
内蒙古大唐托克托第二发电有限公司	25%	2×60	120	30	
内蒙古蒙达发电有限公司	47%	4×33	132	62	
国电电力大同发电有限责任公司	40%	4×60	240	96	
华能北京热电有限责任公司	34%	2×18.5+2×20+7.5	84.5	29	
内蒙古上都发电有限责任公司	49%	4×60	240	118	
山西兆光发电有限责任公司	45%	2×30	60	27	
三河发电有限责任公司	30%	2×35 + 2×30	130	39	
包头东华热电有限公司	35%	2×30	60	21	
内蒙古京达发电有限公司	30%	2×33	66	20	
北京十三陵蓄能电厂	48%	4×20	80	38	
合计			2575	1122	

数据来源：安信证券研究中心

2009 年 9 月，公司公告将进行定向增发，拟发行不超过 9000 万股（集团认购 20%），募集资金用于酸刺沟电厂建设、石景山热电改造和偿还贷款。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。

表6 定向增发募集资金项目（单位：万元）

项目名称	资金需要数量	募集资金拟投入数量
酸刺沟2×300 MW 矸石电厂项目	285,502	4,000
石景山热电厂南线供热系统改造工程	8,256.8	8,256.8
石景山热电厂除灰除尘系统环保节能改造工程	8,698.8	8,698.8
置换银行借款	40,000	40,000
补充流动资金	19,044.4	19,044.4
合计	361,502	80,000

数据来源：安信证券研究中心

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。值得注意的是，一方面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给集团，另一方面在现金流尚能支撑的情况下进行定向增发，且获得集团 20% 的认购，集团支持力度有所增大。我们猜测公司在集团内的定位有所变化，并期待集团将部分资产注入。

4. 盈利预测及评级

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 0.35、0.49 和 0.54 元。

2010-2011 年，受煤价上涨影响，母公司电厂盈利将出现下滑。而随着煤矿投资收益增加、京泰投产增盈和定向增发降低财务费用，归属于母公司净利润仍能保持一定增长。

公司未来两年没有后备项目，后续增长将主要来自集团的资产注入。虽然近期集团对于公司支持有所增加，但考虑公司在集团内的定位短期内尚不明晰，其后续增长仍不太明朗。

我们维持“中性-A”评级，给予 2011 年 20 倍估值，下调目标价至 10 元。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,696.4	1,850.7	2,489.2	3,066.6	3,087.5	成长性					
减: 营业成本	1,542.4	1,766.3	2,154.3	2,550.3	2,555.1	营业收入增长率	3.1%	9.1%	34.5%	23.2%	0.7%
营业税费	16.8	17.4	25.8	32.7	33.0	营业利润增长率	-20.8%	12.3%	24.8%	45.9%	15.6%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-21.9%	17.6%	31.7%	43.1%	10.2%
管理费用	64.0	80.1	96.7	104.3	106.0	EBITDA 增长率	-21.3%	-13.2%	153.2%	69.2%	19.8%
财务费用	56.7	47.0	138.2	232.6	212.4	EBIT 增长率	-34.0%	-9.3%	355.0%	53.7%	6.3%
资产减值损失	7.5	22.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	-0.3%	9.6%	78.5%	55.3%	5.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	67.5%	23.9%	46.8%	3.1%	0.4%
投资和汇兑收益	30.3	122.7	184.1	230.2	254.7	净资产增长率	9.7%	14.5%	49.5%	7.1%	6.6%
营业利润	184.3	207.1	258.4	376.9	435.7	利润率					
加: 营业外净收支	3.9	13.0	3.5	3.5	3.5	毛利率	9.1%	4.6%	13.5%	16.8%	17.2%
利润总额	188.3	220.1	261.9	380.4	439.2	营业利润率	10.9%	11.2%	10.4%	12.3%	14.1%
减: 所得税	40.3	46.2	15.3	17.4	24.0	净利润率	8.7%	9.4%	9.2%	10.7%	11.7%
净利润	147.9	173.9	246.5	363.0	415.2	EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	20.7%	28.4%	33.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.7%	4.7%	15.9%	19.9%	21.0%
货币资金	373.7	294.3	399.1	345.3	347.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	214	207	486	669	680
应收帐款	259.3	407.9	361.4	445.3	448.3	流动营业资本周转天数	131	-10	-54	29	29
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	264	293	194	164	166
预付帐款	1,034.9	562.6	564.8	567.3	569.9	应收帐款周转天数	46	47	42	45	49
存货	42.3	33.9	56.1	67.0	67.1	存货周转天数	8	8	7	8	8
其他流动资产	0.0	0.0	-2.9	-2.9	-2.9	总资产周转天数	843	1,215	1,173	1,041	1,052
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	702	902	915	898	907
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	875.6	1,335.6	1,692.3	1,692.3	1,692.3	ROE	7.9%	8.1%	7.7%	10.6%	11.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.3%	2.8%	4.0%	4.6%
固定资产	998.5	1,133.6	5,587.7	5,817.7	5,847.7	ROIC	7.8%	5.1%	7.3%	7.8%	7.9%
在建工程	1,289.9	3,641.3	21.6	21.6	21.6	费用率					
无形资产	27.0	26.9	25.1	23.4	21.9	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	104.4	51.8	27.5	26.5	25.8	管理费用率	3.8%	4.3%	3.9%	3.4%	3.4%
资产总额	5,005.5	7,487.9	8,732.9	9,003.6	9,038.7	财务费用率	3.3%	2.5%	5.6%	7.6%	6.9%
短期债务	2,100.0	1,480.0	2,372.0	2,479.0	2,586.0	三费/营业收入	7.1%	6.9%	9.4%	11.0%	10.3%
应付帐款	438.1	1,212.0	371.8	440.2	441.0	偿债能力					
应付票据	75.0	490.5	59.0	69.9	70.0	资产负债率	62.6%	71.4%	63.3%	61.9%	59.6%
其他流动负债	71.5	441.1	504.9	562.6	564.7	负债权益比	167.5%	249.4%	172.6%	162.4%	147.2%
长期借款	406.9	1,652.9	2,152.9	1,952.9	1,652.9	流动比率	0.64	0.36	0.42	0.40	0.39
其他非流动负债	42.8	68.2	68.2	68.2	68.2	速动比率	0.62	0.35	0.40	0.38	0.37
负债总额	3,134.2	5,344.7	5,528.9	5,572.8	5,382.8	利息保障倍数	1.69	1.85	2.87	2.62	3.05
少数股东权益	222.0	305.8	408.2	438.2	484.1	分红指标					
股本	573.4	573.4	663.4	663.4	663.4	DPS(元)	0.15	0.20	0.10	0.17	0.25
留存收益	1,075.9	1,264.1	2,132.3	2,329.2	2,508.4	分红比率	58.1%	65.9%	30.0%	34.9%	45.4%
股东权益	1,871.3	2,143.2	3,203.9	3,430.7	3,655.9	股息收益率	1.6%	2.1%	1.1%	1.8%	2.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	147.9	173.9	246.5	363.0	415.2	EPS(元)	0.26	0.30	0.35	0.49	0.54
加: 折旧和摊销	138.1	116.1	117.8	260.7	394.0	BVPS(元)	2.88	3.20	4.21	4.51	4.78
资产减值准备	7.5	22.5	-	-	-	PE(X)	36.7	31.3	27.5	19.2	17.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.0	2.2	2.1	2.0
财务费用	7.8	57.8	47.0	138.2	232.6	P/FCF	-	-28.6	-8.1	6,398.0	46.2
投资收益	-30.3	-122.7	-184.1	-230.2	-254.7	P/S	3.2	2.9	2.5	2.1	2.0
少数股东损益	-	-	17.5	35.2	54.1	EV/EBITDA	33.9	43.0	21.4	12.7	10.5
营运资金的变动	145.7	878.4	-1,175.0	39.7	-2.7	CAGR(%)	34.9%	33.7%	26.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	261.5	716.0	-839.1	701.0	818.3	PEG	1.1	0.9	1.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,721.2	-2,054.8	-1,002.6	0.2	224.7	ROIC/WACC	1.1	0.7	1.0	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	1,560.8	1,259.4	1,994.5	-440.1	-569.4	REP	1.8	2.4	1.4	1.3	1.3

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声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