

非公开增发修订预案点评

京能热电动态分析

报告摘要:

- 公司修订了非公开增发预案 (前次定向增发公告日为2009年10月21日), 其中修改了募集资金投资项目和发行价格, 此次预案需要股东大会重新批准。
- 募集资金提高投入项目比例:** 公司仍拟发行不超过9000万股, 扣除发行费用后的募集资金不超过8亿元用于生产经营, 但原计划中4亿元用于置换银行借款, 现更改为新建右玉煤矸石电厂。
- 定向增发价格降低:** 公司修改了定价基准日, 为本次董事会公告日。按前二十个交易日均价的90%计算, 每股增发价格为7.48元, 较前次的拟增发价格8.45元降低了约11%, 即拟募集资金总额将减少11%左右。
- 大股东进一步支持:** 公司同时公告按评估价值1: 1的比例收购了集团所有的右玉煤矸石电厂51%股权, 从而解决了前次定向增发中还款比例偏高的问题。结合近期集团收购公司盈利能力预期不佳的京丰热电、京丰燃气和霍林郭勒风电, 以及定向增发中20%的认购, 集团对于上市公司的支持力度明显加大。
- 定向增发仍将摊薄业绩:** 公司虽然新增了右玉煤矸石电厂项目, 但该项目将在2011年末投产, 对近期业绩没有贡献; 且不同于酸刺沟电厂, 其没有自有煤炭资源, 我们对其盈利能力预期谨慎。同时右玉电厂增加了2010及2011年的资本支出, 假设增发在2011年初实施, 预计将摊薄2010-2011年的每股盈利在10%左右。
- 维持评级:** 考虑酸刺沟电厂投产时间略低预期, 定向增发修订后对于短期资金需求的增加导致财务费用上升, 我们下调2010-2011年的每股盈利至0.30、0.42元, 下调目标价至9.5元, 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	2,312.2	3,066.6	3,940.0
Growth(%)	3.1%	9.1%	24.9%	32.6%	28.5%
净利润	147.9	173.9	181.6	313.6	386.1
Growth(%)	-21.9%	17.6%	-0.4%	61.3%	16.5%
毛利率(%)	9.1%	4.6%	12.3%	16.8%	17.5%
净利润率(%)	8.7%	9.4%	7.5%	9.1%	8.3%
每股收益(元)	0.26	0.30	0.30	0.42	0.49
每股净资产(元)	2.88	3.20	3.46	4.27	4.53
市盈率	31.9	27.2	27.3	19.6	16.8
市净率	2.9	2.6	2.4	1.9	1.8
净资产收益率(%)	7.9%	8.1%	6.0%	6.8%	8.0%
ROIC(%)	7.8%	5.1%	6.9%	6.7%	7.1%
EV/EBITDA	30.8	39.5	20.6	13.4	10.1
股息收益率	1.8%	2.4%	1.5%	1.6%	2.6%

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

9.50 元

期限: 3 个月 上次预测: 10.00 元

现价: 8.24 元

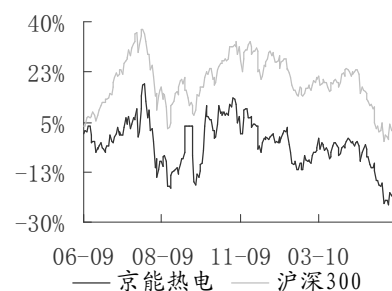
报告日期:

2010-05-31

市场数据

总市值(百万元)	4,724.49
流通市值(百万元)	4,724.49
总股本(百万股)	573.36
流通股本(百万股)	573.36
12 个月最高/最低	7.37/12.01 元
十大流通股东(%)	77.63%
股东户数	47,595

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.36)	(0.20)	(21.59)
绝对收益	(8.44)	(13.34)	(18.31)

研究员

张龙 首席行业分析师
021-68766113 zhanglong@essence.com.cn
证书编号 S1450209070217

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: 煤炭投资收益成利润主要增长点 2010-03-29
- 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

表 1 定向增发募集资金投向 (万元)

项目名称	资金需要数量	募集资金拟投入数量	投产日期	附注
酸刺沟 2X30 矸石电厂	285502	4000	2010.6	
石景山热电厂南线供热系统改造	8256.8	8256.8		
石景山热电厂除灰除尘系统环保节能改造	8698.8	8698.8		
右玉 2X30 煤矸石电厂	288000	40000	2011 年末	新增
置换银行借款	40000	40000		原有, 已删除
补充流动资金	19044.4	19044.4		
合计	609502	80000		

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 2010-5-31

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	2,312.2	3,066.6	3,940.0	成长性					
减: 营业成本	1,542.4	1,766.3	2,028.2	2,550.3	3,251.2	营业收入增长率	3.1%	9.1%	24.9%	32.6%	28.5%
营业税费	16.8	17.4	23.5	32.7	44.1	营业利润增长率	-20.8%	12.3%	-14.1%	75.2%	25.8%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-21.9%	17.6%	-0.4%	61.3%	16.5%
管理费用	64.0	80.1	96.2	104.3	116.0	EBITDA 增长率	-21.3%	-13.2%	181.5%	75.5%	31.7%
财务费用	56.7	47.0	170.6	297.9	391.3	EBIT 增长率	-34.0%	-9.3%	299.9%	74.9%	28.5%
资产减值损失	7.5	22.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	-0.3%	9.6%	67.0%	73.1%	25.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	67.5%	23.9%	76.2%	19.6%	0.2%
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%	40.9%	52.4%	4.8%
营业利润	184.3	207.1	177.9	311.6	392.2	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%	12.3%	16.8%	17.5%
利润总额	188.3	220.1	181.4	315.1	395.7	营业利润率	10.9%	11.2%	7.7%	10.2%	10.0%
减: 所得税	40.3	46.2	-0.2	1.6	9.6	净利润率	8.7%	9.4%	7.5%	9.1%	8.3%
净利润	147.9	173.9	181.6	313.6	386.1	EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	24.7%	32.7%	33.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.7%	4.7%	15.1%	19.9%	19.9%
货币资金	373.7	294.3	385.0	345.3	415.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	214	207	523	848	812
应收帐款	259.3	407.9	335.7	445.3	572.1	流动营业资本周转天数	131	-10	-58	29	22
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	264	293	205	162	140
预付帐款	1,034.9	562.6	564.6	567.2	570.4	应收帐款周转天数	46	47	43	43	44
存货	42.3	33.9	52.7	67.0	86.2	存货周转天数	8	8	7	7	7
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	1,377	1,306	1,113
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	702	902	1,103	1,165	989
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%	6.0%	6.8%	8.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.3%	1.8%	2.6%	3.1%
固定资产	998.5	1,133.6	5,587.7	8,867.3	8,897.3	ROIC	7.8%	5.1%	6.9%	6.7%	7.1%
在建工程	1,289.9	3,641.3	1,531.6	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%	4.2%	3.4%	2.9%
资产总额	5,005.5	7,487.9	10,199.4	12,053.0	12,299.9	财务费用率	3.3%	2.5%	7.4%	9.7%	9.9%
短期债务	2,100.0	1,480.0	4,065.7	4,357.8	4,456.1	三费/营业收入	7.1%	6.9%	11.5%	13.1%	12.9%
应付帐款	438.1	1,212.0	350.1	440.2	561.2	偿债能力					
应付票据	75.0	490.5	55.6	69.9	89.1	资产负债率	62.6%	71.4%	70.4%	61.8%	60.8%
其他流动负债	71.5	441.1	487.2	562.6	650.0	负债权益比	167.5%	249.4%	237.8%	161.9%	155.1%
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	0.27	0.26	0.29
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	0.26	0.25	0.27
负债总额	3,134.2	5,344.7	7,179.7	7,451.6	7,477.4	利息保障倍数	1.69	1.85	2.04	2.05	2.00
少数股东权益	222.0	305.8	1,037.6	1,767.4	1,819.1	分红指标					
股本	573.4	573.4	573.4	663.4	663.4	DPS(元)			0.12	0.13	0.21
留存收益	1,075.9	1,264.1	1,408.7	2,170.6	2,340.0	分红比率	58.1%	65.9%	39.7%	31.0%	42.9%
股东权益	1,871.3	2,143.2	3,019.7	4,601.4	4,822.5	股息收益率					
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	181.6	313.6	386.1	EPS(元)	0.26	0.30	0.30	0.42	0.49
加: 折旧和摊销	138.1	116.1	223.3	394.1	538.0	BVPS(元)	2.88	3.20	3.46	4.27	4.53
资产减值准备	7.5	22.5	-	-	-	PE(X)	31.9	27.2	27.3	19.6	16.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.6	2.4	1.9	1.8
财务费用	7.8	57.8	47.0	170.6	297.9	P/FCF	-	-24.9	-7.3	-3.9	52.4
投资收益	-30.3	-122.7	-184.1	-230.2	-254.7	P/S	2.8	2.6	2.0	1.8	1.4
少数股东损益	-	-	8.5	34.3	60.8	EV/EBITDA	30.8	39.5	20.6	13.4	10.1
营运资金的变动	145.7	878.4	-1,188.6	53.5	78.2	CAGR(%)	28.5%	30.5%	39.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	261.5	716.0	-788.8	863.0	1,199.7	PEG	1.1	0.9	0.7	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,721.2	-2,054.8	-2,512.6	-1,539.3	224.7	ROIC/WACC	1.2	0.8	1.0	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	1,560.8	1,259.4	2,895.3	380.7	-732.6	REP	1.5	2.1	1.3	1.2	1.2

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

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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