

业绩好于预期

京能热电 2010 年中报点评

报告关键点:

- 业绩好于预期
- 盈利稳定, 估值低于行业平均
- 提高评级至“增持-A”

报告摘要:

- 业绩好于预期:** 公司2010年上半年实现收入12.4亿元, 同比增长41%, 实现归属于母公司净利润1.7亿元, 同比增长93%, 折合每股盈利0.3元, 其中2季度0.15元, 业绩好于预期。
- 三因素促业绩高增长:** (1) 发电量大幅增长, 燃料成本控制良好。石景山热电厂发电量同比增长23%, 同时燃料成本控制较好, 电厂毛利率同比上升近5个百分点, 约增加业绩5000万元; (2) 公司京科和京泰电厂都在上半年投产, 并有小幅盈利, 没有拖累业绩, 我们预计贡献利润约1000万元; (3) 酸刺沟煤矿投资收益增加。1季度由于春节等因素导致煤炭销量较少, 并出现了小幅亏损, 而2季度随着销量释放, 盈利恢复正常水平, 贡献业绩3650万元。
- 下半年投资收益预计大幅增加:** 公司参股的酸刺沟煤矿从历史来看, 下半年的经营情况远好于上半年, 这也将增加公司的投资收益, 我们估计可增加约1亿元。同时参股的国华能源分红预计可分红约1500万元。因此, 仅投资收益可增加下半年业绩约0.19元。
- 大股东支持力度加大:** 公司修订了非公开增发预案, 募集资金提高了投入项目比例, 其中新增项目为收购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, 反映了大股东对于公司的支持。然而由于拟投入项目盈利能力预期一般, 我们估计增发将摊薄公司业绩10%左右。
- 提高评级至“增持-A”:** 假设定向增发在2011年初完成, 我们提高公司2010-2012年盈利预测至0.65元、0.70元和0.74元, 对应2010年PE仅为13倍, 低于行业平均水平。我们给予2010年16倍PE, 提高目标价至10.5元, 提高评级至“增持-A”。
- 风险提示:** 参股的酸刺沟煤矿盈利能力低于预期。

评级: **增持-A**

上次评级: 中性-A

目标价格: **10.50 元**

期限: 3个月 上次预测: 9.50元

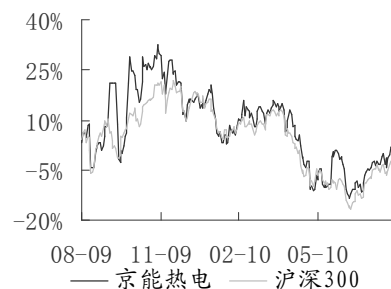
现价: 8.62元

报告日期: **2010-08-19**

市场数据

总市值(百万元)	4,942.36
流通市值(百万元)	4,942.36
总股本(百万股)	573.36
流通股本(百万股)	573.36
12个月最高/最低	7.25/11.79元
十大流通股东(%)	77.63%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.48	5.55	3.56
绝对收益	11.65	12.55	1.60

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

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	2,707.7	3,242.2	4,115.7
Growth(%)	3.1%	9.1%	46.3%	19.7%	26.9%
净利润	147.9	173.9	406.5	498.3	551.8
Growth(%)	-21.9%	17.6%	115.9%	23.3%	5.8%
毛利率(%)	9.1%	4.6%	22.3%	22.0%	21.5%
净利润率(%)	8.7%	9.4%	13.9%	14.3%	11.9%
每股收益(元)	0.26	0.30	0.65	0.70	0.74
每股净资产(元)	2.88	3.20	3.79	4.67	5.03
市盈率	33.4	28.4	13.2	12.4	11.7
市净率	3.0	2.7	2.3	1.8	1.7
净资产收益率(%)	7.9%	8.1%	12.6%	10.2%	10.7%
ROIC(%)	7.8%	5.1%	10.8%	9.0%	8.7%
EV/EBITDA	31.8	40.5	12.1	10.1	7.9
股息收益率	1.7%	2.3%	1.4%	3.3%	4.0%

前期研究成果

京能热电: 非公开增发修订预案点评	2010-06-01
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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-19

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	2,707.7	3,242.2	4,115.7	成长性					
减: 营业成本	1,542.4	1,766.3	2,103.8	2,530.4	3,231.2	营业收入增长率	3.1%	9.1%	46.3%	19.7%	26.9%
营业税费	16.8	17.4	16.4	20.2	31.3	营业利润增长率	-20.8%	12.3%	119.1%	24.4%	11.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-21.9%	17.6%	115.9%	23.3%	5.8%
管理费用	64.0	80.1	121.7	109.3	121.0	EBITDA 增长率	-21.3%	-13.2%	327.3%	38.7%	24.6%
财务费用	56.7	47.0	168.2	222.2	310.6	EBIT 增长率	-34.0%	-9.3%	613.5%	26.5%	19.4%
资产减值损失	7.5	22.5	-8.5	-	-	NOPLAT 增长率	-0.3%	9.6%	161.7%	25.5%	18.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	67.5%	23.9%	50.8%	22.8%	0.2%
投资和汇兑收益	30.3	122.7	147.5	204.3	207.0	净资产增长率	9.7%	14.5%	50.7%	51.3%	5.9%
营业利润	184.3	207.1	453.6	564.4	628.6	利润率					
加: 营业外净收支	3.9	13.0	15.0	4.0	3.5	毛利率	9.1%	4.6%	22.3%	22.0%	21.5%
利润总额	188.3	220.1	468.6	568.4	632.1	营业利润率	10.9%	11.2%	16.8%	17.4%	15.3%
减: 所得税	40.3	46.2	62.2	70.1	80.4	净利润率	8.7%	9.4%	13.9%	14.3%	11.9%
净利润	147.9	173.9	406.5	498.3	551.8	EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	32.1%	37.1%	36.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.7%	4.7%	23.0%	24.3%	22.8%
货币资金	373.7	294.3	416.6	359.4	429.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	214	207	447	803	777
应收帐款	259.3	407.9	393.2	470.8	597.6	流动营业资本周转天数	131	-10	-47	31	24
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	264	293	181	160	137
预付帐款	1,034.9	562.6	564.7	567.2	570.5	应收帐款周转天数	46	47	40	45	44
存货	42.3	33.9	54.7	66.4	85.6	存货周转天数	8	8	6	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	1,093	1,094	951
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	702	902	855	957	832
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	875.6	1,335.6	356.8	356.8	356.8	ROE	7.9%	8.1%	12.6%	10.2%	10.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	2.3%	4.5%	4.6%	5.0%
固定资产	998.5	1,133.6	5,587.7	8,867.3	8,897.3	ROIC	7.8%	5.1%	10.8%	9.0%	8.7%
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	23.4	22.4	21.7	管理费用率	3.8%	4.3%	4.5%	3.4%	2.9%
资产总额	5,005.5	7,487.9	8,950.9	10,752.4	10,999.3	财务费用率	3.3%	2.5%	6.2%	6.9%	7.5%
短期债务	2,100.0	1,480.0	2,551.4	2,758.2	2,791.0	三费/营业收入	7.1%	6.9%	10.7%	10.2%	10.5%
应付帐款	438.1	1,212.0	363.1	436.8	557.7	偿债能力					
应付票据	75.0	490.5	57.6	69.3	88.5	资产负债率	62.6%	71.4%	63.9%	54.6%	53.0%
其他流动负债	71.5	441.1	526.8	580.2	667.6	负债权益比	167.5%	249.4%	177.0%	120.0%	112.6%
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	0.41	0.38	0.41
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	0.39	0.36	0.39
负债总额	3,134.2	5,344.7	5,720.0	5,865.6	5,826.0	利息保障倍数	1.69	1.85	3.70	3.54	3.02
少数股东权益	222.0	305.8	1,056.5	1,787.3	1,839.9	分红指标					
股本	573.4	573.4	573.4	663.4	663.4	DPS(元)	0.15	0.20	0.12	0.28	0.35
留存收益	1,075.9	1,264.1	1,601.0	2,436.2	2,670.0	分红比率	58.1%	65.9%	18.3%	40.6%	47.3%
股东权益	1,871.3	2,143.2	3,230.9	4,886.8	5,173.3	股息收益率	1.7%	2.3%	1.4%	3.3%	4.0%
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	406.5	498.3	551.8	EPS(元)	0.26	0.30	0.65	0.70	0.74
加: 折旧和摊销	138.1	116.1	246.1	416.9	560.8	BVPS(元)	2.88	3.20	3.79	4.67	5.03
资产减值准备	7.5	22.5	-8.5	-	-	PE(X)	33.4	28.4	13.2	12.4	11.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.7	2.3	1.8	1.7
财务费用	7.8	57.8	47.0	168.2	222.2	P/FCF	-	-26.0	-7.5	-4.4	28.1
投资收益	-30.3	-122.7	-147.5	-204.3	-207.0	P/S	2.9	2.7	1.8	1.8	1.4
少数股东损益	-	-	31.0	35.3	61.9	EV/EBITDA	31.8	40.5	12.1	10.1	7.9
营运资金的变动	145.7	878.4	-1,193.5	46.9	78.3	CAGR(%)	49.9%	46.9%	12.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	261.5	716.0	-497.8	1,015.4	1,356.3	PEG	0.7	0.6	1.0	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,721.2	-2,054.8	-1,213.7	-1,565.3	177.0	ROIC/WACC	1.1	0.7	1.6	1.3	1.3
融资活动产生现金流量	1,560.8	1,259.4	1,383.4	269.9	-809.2	REP	1.6	2.2	0.9	1.0	1.0

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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@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：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