安信证券
ESSENCE SECURITIES

降低评级

公司快报/证券研究报告　　京能热电(600578)　　复合型公用事业/公用事业

四季度业绩下滑明显

京能热电 2010 年年报点评

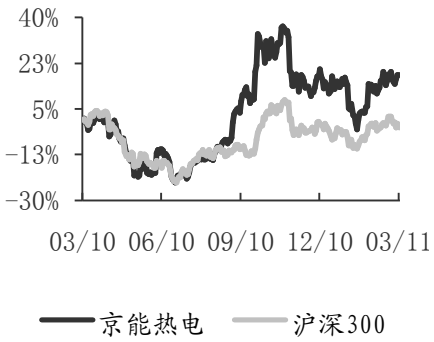
评级: 中性-A
上次评级: 增持-A

目标价格: 11.00 元
期限: 3 个月　上次预测: 14.00 元
现价（2011 年 03 月 17 日）: 11.28 元

报告日期: 2011-03-18

总市值(百万元)	7,399.92
流通市值(百万元)	6,467.50
总股本(百万股)	656.02
流通股本(百万股)	573.36
12 个月最低/最高	7.25/13.26 元
十大流通股东(%)	77.03%
股东户数	40,807

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.36	2.50	20.30
绝对收益	5.90	1.61	18.14

潘凡　行业分析师
021-68765295　panfan@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020018
张龙　首席行业分析师
021-68766113　zhanglong@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020030

报告关键点:

- 四季度业绩下滑明显
- 存在资产注入预期
- 给予"中性-A"评级

报告摘要:

- 2010年，公司实现营业收入26亿元，同比增长41%；实现归属于母公司净利润2.7亿元，同比增长55%， 1-4季度分别实现每股盈利0.15、0.15、0.12和0.05元，考虑增发影响，摊薄后每股盈利0.41元。

- **全年业绩提升有效:** 2010年公司业绩表现比较突出，一方面是主营收入明显增加，上网电量和供热量均同比上升；另一方面是投资收益大幅上升，早期布局煤炭资源，2010 年投资收益同比增加2,811万元，其中公司参股24%的酸刺沟矿业投资收益同比增加185%。

- **四季度业绩下滑明显:** 受节能限电与煤价大幅上涨影响，四季度公司营业收入环比下降12%，同时营业成本环比上升7%，主营业务亏损严重。四季度公司能够实现盈利，主要来源于投资收益以及营业外收入大幅增加。

- **存在资产注入预期:** 我们认为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。目前集团下属的煤电资产中，参股项目的盈利能力远远好于控股项目。由于资产注入对业绩的提升需要综合考虑注入资产的选择、定价以及发行价格等，尚难以确定对业绩的提升幅度，但按照过去经验估计，我们预期对业绩的提升幅度可能在20－30%之间。

- **给予"中性-A"评级:** 虽然在较强的通胀预期背景下，煤炭价格仍有走高趋势，而煤电联动的实施难度较大，公司主营业务盈利水平仍有下降风险，但是我们认为公司很大可能收购集团优质资产，以此抵消外部环境不利影响，使得业绩持续增长，调整2011-2013年的EPS至0.41、0.58和0.62元。我们给予"中性-A"评级，按照2011年20倍PE，并考虑到后续资产注入给予30%的溢价，目标价确定为11.00元。

- **风险提示:** 1. 煤炭价格大幅上涨。2. 未能实现资产注入。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,850.7	2,603.9	3,020.1	3,911.9	3,911.9
Growth(%)	*9.1%*	*40.7%*	*16.0%*	*29.5%*	*0.0%*
净利润	173.9	272.9	281.6	411.9	443.9
Growth(%)	*17.6%*	*54.5%*	*-0.9%*	*42.9%*	*6.4%*
毛利率(%)	4.6%	5.8%	13.7%	14.8%	14.7%
净利润率(%)	9.4%	10.3%	8.8%	9.7%	10.3%
每股收益(元)	0.27	0.41	0.41	0.58	0.62
每股净资产(元)	2.80	4.28	4.63	4.98	5.28
市盈率	42.6	27.5	27.8	19.5	18.3
市净率	4.0	2.6	2.4	2.3	2.1
净资产收益率(%)	8.1%	8.2%	7.5%	10.2%	10.4%
ROIC(%)	5.1%	7.7%	6.7%	5.6%	4.7%
EV/EBITDA	48.1	30.3	21.8	16.8	14.7
股息收益率	1.2%	1.5%	0.9%	1.8%	2.6%

前期研究成果

京能热电：核心地位确定，发展空间打开　2010-10-07
京能热电：业绩好于预期　2010-08-20
京能热电：非公开增发修订预案点评　2010-06-01

表 1　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
北京石景山热电	4×22	88	100%	88	
国华能源			15%		风电
内蒙古京科发电	1×30	30	91.97%	24.09	2010 年投产
内蒙古京泰发电	2×30	60	51%	30.6	2010 年投产
酸刺沟矿业（煤炭）			24%		设计产能 1200 万吨
山西右玉煤矸石	2×30				在建，2011 年投产
合计		178		143	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

表2　北京能投集团拥有的主要煤电资产（不包括京能热电，单位：万千瓦、万元）

	权益	机组	容量	权益容量	附注	净利润	净资产
岱海电厂	51%	4×60	240	122.4	二期待核准	31837	352315
漳山发电	55%	2×30+2×60	180	99			
京隆发电	40%	2×60	120	48		-18115	39735
京西发电	100%	1×20 + 1×6.5+2×1.5	29.5	29.5			
京丰热电	95%	1×5 + 1×10	15	14.25			
赤峰煤矸石电厂	93.75%	2×13.5	27	25.3125			
宁夏水洞沟电厂	65%	2×60	120	78	2011年投产		
庄河电厂	34%	2×60	120	40.8		8059	86519
托克托发电	25%	6×60	360	90		148865	360980
托克托第二发电	25%	2×60	120	30		42394	52394
蒙达发电	47%	4×33	132	62.04		26623	157281
大同发电	40%	4×60	240	96			161739
华能北京热电	34%	2×18.5+2×20+7.5	84.5	28.73		24065	201351
上都发电	49%	4×60	240	117.6		88019	303903
山西兆光发电	45%	2×30	60	27		-15978	120067
三河发电	30%	2×35 + 2×30	130	39		16404	164076
包头东华热电	35%	2×30	60	21		3798	44326
京达发电	30%	2×33	66	19.8		-1953	50387
合计			**2344**	**988**			
其中控股			**732**	**416**			

数据来源：集团公司，安信证券研究中心整理

表 3　北京能投集团规划的煤电项目（不包括京能热电，单位：万千瓦）

	总投资（亿元）	机组	容量（万千瓦）	附注
京丰热电上大压小项目	39	3×30	90	
同煤-京能马道头项目	75	2×60	120	同步建设 1000 万吨煤矿
山西右玉二期项目	50	2×60	120	
呼和浩特玉泉项目	30	2×30	60	
沈阳新民项目	30	2×30	60	
河北抚宁一期项目	55	2×60	120	
湖北十堰热电	30	2×30	60	
内蒙古赤峰红山一期	56	2×60	120	
江西上饶一期	50	2×60	120	
合计			**870**	

数据来源：集团公司，安信证券研究中心整理

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2011-3-18

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**1,850.7**	**2,603.9**	**3,020.1**	**3,911.9**	**3,911.9**
减: 营业成本	1,766.3	2,454.0	2,607.8	3,333.4	3,338.7
营业税费	17.4	10.2	18.4	29.7	29.7
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	80.1	163.7	110.1	121.8	123.5
财务费用	47.0	142.4	196.3	283.8	246.1
资产减值损失	22.5	-4.4	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	122.7	150.0	217.5	298.7	303.6
营业利润	**207.1**	**299.9**	**305.0**	**441.9**	**477.5**
加: 营业外净收支	13.0	25.2	4.0	3.5	3.5
利润总额	**220.1**	**325.1**	**309.0**	**445.4**	**481.0**
减: 所得税	46.2	52.2	27.4	33.5	37.1
净利润	**173.9**	**272.9**	**281.6**	**411.9**	**443.9**
资产负债表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
货币资金	294.3	835.7	441.6	413.0	413.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	407.9	320.0	438.5	568.0	568.0
应收票据	-	0.3	-	-	-
预付帐款	562.6	360.0	362.7	366.0	369.3
存货	33.9	75.8	71.4	91.3	91.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,335.6	1,545.3	356.8	356.8	356.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,133.6	4,932.1	8,983.3	11,237.1	12,707.1
在建工程	3,641.3	923.1	1,120.6	1,157.4	-432.6
无形资产	26.9	164.3	153.3	143.1	133.6
其他非流动资产	51.8	87.7	30.8	27.6	25.3
资产总额	**7,487.9**	**9,244.4**	**11,959.0**	**14,360.3**	**14,231.9**
短期债务	1,480.0	1,837.0	5,744.9	7,856.8	7,799.8
应付帐款	1,212.0	1,012.6	450.1	575.3	576.3
应付票据	490.5	147.9	71.4	91.3	91.5
其他流动负债	441.1	459.7	501.3	590.5	590.5
长期借款	1,652.9	2,318.9	2,818.9	2,618.9	2,318.9
其他非流动负债	68.2	145.4	145.4	145.4	145.4
负债总额	**5,344.7**	**5,921.5**	**9,732.2**	**11,878.3**	**11,522.4**
少数股东权益	**305.8**	**515.8**	**736.3**	**763.2**	**796.4**
股本	573.4	656.0	656.0	656.0	656.0
留存收益	1,264.1	2,151.0	2,384.0	2,612.2	2,806.6
股东权益	**2,143.2**	**3,322.8**	**3,776.4**	**4,031.4**	**4,259.0**
现金流量表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
净利润	173.9	272.9	281.6	411.9	443.9
加: 折旧和摊销	116.1	290.2	255.3	376.1	519.4
资产减值准备	22.5	-4.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	57.8	47.0	143.4	196.3	283.8
投资收益	-122.7	-150.8	-217.5	-298.7	-303.6
少数股东损益	-	4.2	15.4	31.6	39.1
营运资金的变动	875.6	-94.6	-704.2	81.6	-2.4
经营活动产生现金流量	**716.0**	**355.1**	**-173.1**	**886.3**	**942.5**
投资活动产生现金流量	**-2,054.8**	**-1,353.1**	**-1,796.5**	**268.7**	**273.6**
融资活动产生现金流量	**1,259.4**	**1,536.4**	**4,191.8**	**1,495.0**	**-793.3**

财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性					
营业收入增长率	9.1%	40.7%	16.0%	29.5%	0.0%
营业利润增长率	12.3%	44.8%	1.7%	44.9%	8.0%
净利润增长率	17.6%	54.5%	-0.9%	42.9%	6.4%
EBITDA 增长率	-13.2%	85.7%	100.6%	45.6%	12.8%
EBIT 增长率	-9.3%	49.7%	284.1%	44.8%	-0.3%
NOPLAT 增长率	9.6%	86.0%	17.3%	46.4%	-0.5%
投资资本增长率	23.9%	33.6%	77.2%	18.7%	-0.9%
净资产增长率	14.5%	55.0%	13.6%	6.8%	5.6%
利润率					
毛利率	4.6%	5.8%	13.7%	14.8%	14.7%
营业利润率	11.2%	11.5%	10.1%	11.3%	12.2%
净利润率	9.4%	10.3%	8.8%	9.7%	10.3%
EBITDA/营业收入	11.0%	14.5%	25.1%	28.2%	31.8%
EBIT/营业收入	4.7%	5.0%	16.6%	18.6%	18.5%
运营效率					
固定资产周转天数	207	419	829	930	1,102
流动营业资本周转天数	-10	-114	-34	8	8
流动资产周转天数	293	200	173	127	133
应收帐款周转天数	47	37	43	44	49
存货周转天数	7	8	9	7	8
总资产周转天数	1,215	1,157	1,264	1,211	1,316
投资资本周转天数	902	828	1,132	1,222	1,320
投资回报率					
ROE	8.1%	8.2%	7.5%	10.2%	10.4%
ROA	2.3%	3.0%	2.4%	2.9%	3.1%
ROIC	5.1%	7.7%	6.7%	5.6%	4.7%
费用率					
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	4.3%	6.3%	3.6%	3.1%	3.2%
财务费用率	2.5%	5.5%	6.5%	7.3%	6.3%
三费/营业收入	6.9%	11.8%	10.1%	10.4%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	71.4%	64.1%	72.0%	74.7%	73.0%
负债权益比	249.4%	178.2%	257.7%	294.6%	270.5%
流动比率	0.36	0.46	0.19	0.16	0.16
速动比率	0.35	0.44	0.18	0.15	0.15
利息保障倍数	1.85	0.92	2.55	2.56	2.94
分红指标					
DPS(元)	0.13	0.17	0.10	0.20	0.29
分红比率	49.5%	42.7%	25.9%	35.0%	47.0%
股息收益率	1.2%	1.5%	0.9%	1.8%	2.6%
业绩和估值指标	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
EPS(元)	0.27	0.41	0.41	0.58	0.62
BVPS(元)	2.80	4.28	4.63	4.98	5.28
PE(X)	42.6	27.5	27.8	19.5	18.3
PB(X)	4.0	2.6	2.4	2.3	2.1
P/FCF	-	-17.2	7.9	293.0	41.8
P/S	4.0	2.8	2.5	1.9	1.9
EV/EBITDA	48.1	30.3	21.8	16.8	14.7
CAGR(%)	33.3%	17.6%	23.6%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.3	1.6	1.2	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	0.8	1.1	1.0	0.8	0.7
REP	2.5	1.5	1.3	1.5	1.8

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

潘凡，华中科技大学理学学士、金融工程硕士。2007 年开始从事基金产品与衍生品研究，2010 年《新财富》金融工程最佳分析师。
张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003 年开始证券行业研究，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。

分析师声明

潘凡、张龙分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

黄方禅	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**胡珍**	**深圳联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**		
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