

公用事业

2017年04月06日

京能电力 (600578)

——成长性优异的京津冀区域电力龙头

暨火电行业系列报告之五

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年04月05日

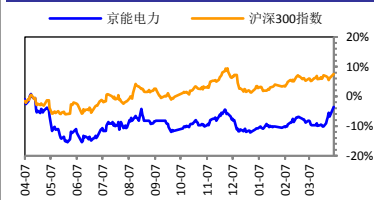
收盘价(元)	4.59
一年内最高/最低(元)	5.05/4.16
市净率	1.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	21194
上证指数/深证成指	3270.31/10627.13

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	3.5
资产负债率%	50.41
总股本/流通A股(百万)	6029/4617
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002

liuxn@swsresearch.com

王璐 A0230516080007

wanglu@swsresearch.com

联系人

王璐

(8621)23297818×7618

wanglu@swsresearch.com

投资要点：

- **京能集团旗下唯一煤电运营平台，京津冀区域电力龙头。**公司大股东为北京能源集团，京能集团直接和间接持有公司合计 74.46% 股权。公司 02 年上市后，大股东陆续将旗下煤电资产注入公司，公司成为其唯一煤电上市平台。16 年向集团发行定增完成资产注入后，公司在运行控股装机达 1011 万千瓦，权益装机达 1260 万千瓦，京津冀区域电力龙头格局初步形成。
- **资产注入+在建投产，装机大幅增长，造就优质电力龙头。**16 年资产注入完成后，公司装机规模总体跨上一个台阶，17-19 年仍将有在建热电项目投产。公司在建项目多为优质热电项目，符合国家、区域推广集中供暖的行业趋势，有望如期投产。预计 17-19 年公司将有 412 万千瓦的装机陆续投产。公司发电资产多为新投产的大型火电机组和热电联产机组，主要分布在内蒙、山西、河北等地，以坑口电站为主，煤价具备成本优势。机组多以点对网方式供应北京地区电力需求（2016 年占北京用电量 46%），保障热电消纳。
- **火电供给侧+京津冀环保升级，利好公司发电利用小时数反弹。**两会启动煤电供给侧改革，通过淘汰、重组、改造等多种形式，改变火电过剩局面，提高煤电行业运行效率。17 年初以来，京津冀地区环保政策执行力度不断升级，加速推进淘汰小火电、小锅炉，积极推进电能替代，下游电能需求、热力需求增加，带动公司机组利用效率提升。
- **盈利预测与评级：**考虑公司 16 年资产重组顺利完成，17-19 年在建装机集中投产，我们预计公司 16-18 年归母净利润分别为 16.85 亿元、10.29 亿元和 17.58 亿元，EPS 分别为 0.28 元、0.17 元、0.29 元；对应 PE 分别为 16、27 和 16 倍。公司为京津冀优质电力龙头，公司装机结构优质、区域分布合理，未来将充分受益于火电供给侧改革、京津冀环保加压、地方国企改革带来的机会。公司 17 年估值水平与行业平均 26 倍相当，PB 低于行业平均（1.5 倍），考虑公司为火电行业中少有的 3 年装机规模有望高增长 50% 的标的，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**煤价进一步大幅上涨；新增机组投产进度低于预期。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10,873	6,190	11,113	12,005	14,865
同比增长率(%)	-16.13	-22.72	2.21	8.03	23.82
净利润(百万元)	2,615	1,114	1,685	1,029	1,758
同比增长率(%)	2.51	-42.21	-35.56	-38.93	70.85
每股收益(元/股)	0.57	0.24	0.28	0.17	0.29
毛利率(%)	33.8	25.3	20.6	13.7	17.4
ROE(%)	16.4	6.9	7.3	4.3	6.8
市盈率	8		16	27	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 16-18 年归母净利润分别为 16.85 亿元、10.29 亿元和 17.58 亿元，16-18 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.17 元、0.29 元；对应 PE 分别为 16 倍、27 倍和 16 倍。公司 17 年估值水平与行业平均 26 倍相当，PB 低于行业平均（1.5 倍），考虑公司为火电行业中少有的 3 年装机规模有望高增长 50% 的标的，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

公司 17 年新增装机如期投产

火电供给侧改革稳步推进，京津冀环保执行力度增强

有别于大众的认识

与大众预期火电行业装机增长全面放缓不同，公司 16 年通过资产重组，控股装机、权益装机大幅增长。此外公司在建热电机组符合国家推广集中供热的政策方向，17-19 年预计将有 412 万千瓦的装机陆续投产，届时公司控股装机总量将达到 1423 万千瓦，较 15 年末的 731 万千瓦增长接近一倍。资产注入+项目投产，将为公司打开新的成长空间。

煤价高企，市场一致认为煤电企业盈利能力较差。我们认为，公司电站多为坑口电站，煤价成本低于同行，煤价上涨情况下公司盈利明显好于同行。装机主要多以点对网方式向京津唐电网供电，面向华北地区负荷中心电力需求有保证。机组多为近年投产的优质大火电机组，热电联产比例高，机组利用小时数好于同行。

当前火电供给侧改革正积极推进，且京津冀地区环保压力倒逼热电联产机组替代散煤燃烧，我们认为公司机组利用效率有望逆势提升，与大众认识不同。随着小火电陆续淘汰公司优质大机组和热电机组利用小时数有望稳步回升。京津冀环保政策 17 年持续加压，大力淘汰小火电、小锅炉供暖，积极推进电能替代，下游电能需求、热力需求增加，带动公司优质机组利用小时数增加。

股价表现的催化剂

火电供给侧改革力度超预期；京津冀环保执行力度超预期。

核心假设风险

煤价进一步大幅上涨；新增机组投产进度低于预期。

目录

1. 京能集团旗下唯一煤电平台5
2. 资产注入装机大增 造就优质煤电龙头7
3. 火电供给侧+环保升级 京津冀区域电力龙头受益明显 10
4. 京津冀区域电力龙头 充分受益行业景气回升13

图表目录

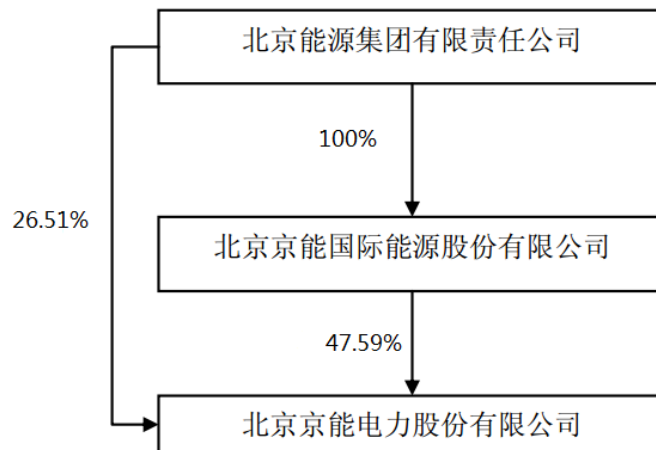
图 1: 公司股权结构图.....	5
图 2: 2012-2016 公司装机容量变化.....	5
图 3: 2012-2016 公司发电量变化.....	5
图 4: 2012-2016 公司营业收入和归母净利润变动情况.....	6
图 5 公司主营业务构成 (2016H1)	6
图 6: 2012-2016Q3 公司毛利率和净利润率变动.....	6
图 7: 公司近年来控股装机量变化情况.....	8
图 8: 京能集团旗下煤电项目入厂标煤单价情况.....	9
图 9: 公司参股企业投资收益变动情况.....	10
图 10: “十三五”煤电装机容量规划概况 (单位: 亿千瓦)	11
图 11: 2017 年 1 月 1 日全国 PM2.5 分布图.....	11
表 1: 公司在运控股机组情况.....	8
表 2: 公司参股机组装机情况.....	8
表 3: 公司在建控股机组情况.....	9
表 4: 京津冀环保相关政策.....	12
表 5: 公司营业收入预测 (单位: 百万元)	13
表 6: 公司营业成本预测 (单位: 百万元)	13
表 7: 可比公司估值表.....	14
表 8: 公司盈利预测表 (单位: 百万元, 元/股)	14

1. 京能集团旗下唯一煤电平台

公司为京能集团旗下唯一煤电平台。公司前身为北京京能热电股份有限公司，成立于2000年，2002年5月在上海证券交易所上市，2013年重组后更名为京能电力，公司业务范围涵盖火力发电、热电联产、煤电联营、售电经营等。

公司大股东为京能集团，京能集团为北京市国资委控股独资企业。截至目前，京能集团直接、并通过全资子公司京能国际间接持有合计公司74.46%股权。京能集团旗下拥有京能电力和京能清洁能源（0579.HK）两家上市公司，其中京能电力主要经营煤电资产，京能清洁能源主要经营包括燃机、风电、光伏、水电在内的清洁能源资产。

图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，申万宏源研究

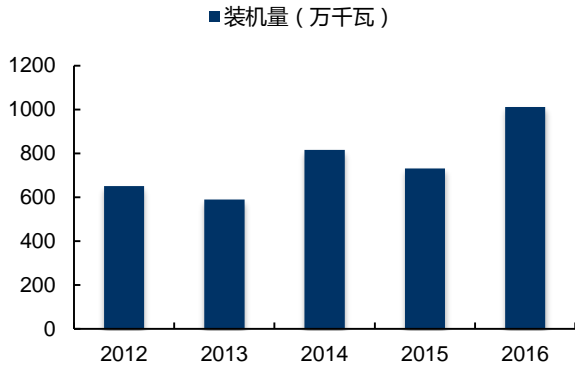
2016年公司，公司面向大股东定增，以“现金+股份”方式购买京能集团旗下的京煤电力。相关资产已于2016年12月31日完成交割，交割完成后公司在运控股装机达1011万千瓦，较重组前增长约38%；在运权益装机达1260万千瓦，较重组前增长约68%，公司的煤电主业实力得到了极大的提升。

本次重组完成后，除了尚未达到投产状态在京宁热电因不满足注入条件，公司已经成为京能集团其他全部煤电资产的唯一运营平台。

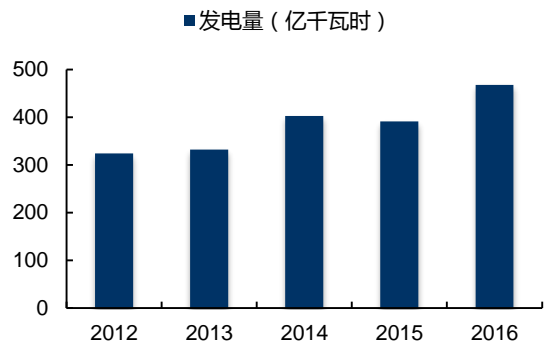
公司管理装机容量大幅增长，发电能力持续增强。截至2016年底，公司控制装机容量1010.6万千瓦、权益装机容量突破1200万千瓦。公司发电量稳定增长，2016年公司实现发电量468.1亿千瓦时，同比增加19.68%。北京2016年全社会用电量为1020.3亿千瓦时，公司发电量占北京用电量的46%，肩负着为首都北京保电供热的重任。

图 2：2012-2016 公司装机容量变化

图 3：2012-2016 公司发电量变化



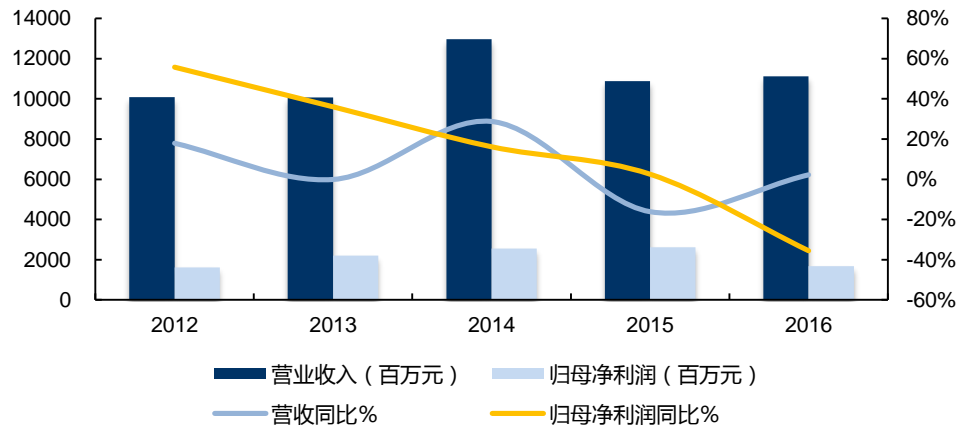
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

装机增长驱动收入增加，电价下调+装机过剩导致盈利承压。公司于2016年12月31日完成收购京能煤电100%股权的资产交割事项，在电力需求不足和电价下降的双重压力下，全年仍实现营业收入111.13亿元，同比增加2.21%。根据公司业绩预报，2016年归母公司净利润16.85亿元，同比下降35.55%。因为国家发改委自2016年1月1日起下调煤电上网电价，且公司下属发电企业所处电网区域内交易电量同比增加，导致2016年公司平均售电单价同比降低，利润下降。

图4：2012-2016 公司营业收入和归母净利润变动情况

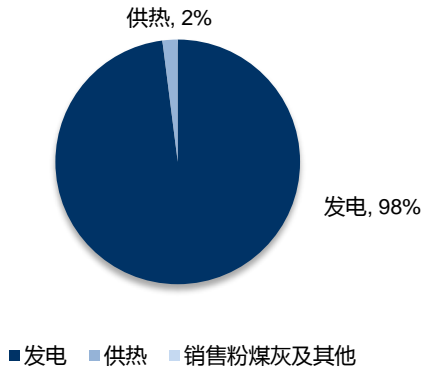


资料来源：公司公告，申万宏源研究

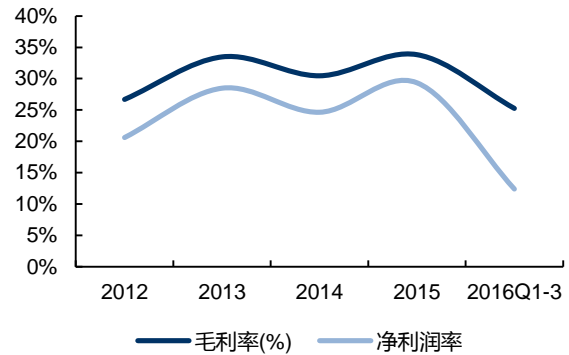
因电价下调及煤价上涨因素影响，16年以来盈利能力下滑。2016年上半年，电力业务在主营占比达97.67%，为公司绝对主业。过去几年煤价维持较低水平，公司盈利能力较强，2015年公司毛利率、净利润率分别为33.83%，和24.07%。16年初以来，因电价下调，同时火电利用小时数出现进一步下滑，公司盈利能力的大幅下降。2016年三季度煤价开始快速上涨，前三季度公司毛利率和净利润率分别为25.26%和12.41%。

图5 公司主营业务构成 (2016H1)

图6：2012-2016Q3 公司毛利率和净利润率变动



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 资产注入装机大增 造就优质煤电龙头

多次定增购买集团资产，装机量持续扩张。公司上市之初装机量仅为 80 万千瓦，多年来通过自身发展和集团的资产注入，实现了装机量的大幅扩张，逐渐成长为区域电力龙头。未解决集团和上市公司之间的同业竞争问题，近年来集团对公司进行了多次资产注入。

2012 年，公司以 7.67 元/股的价格，向京能国际非公开发行 11.6 亿股，购买京能国际持有的岱海发电、宁东发电等参控股煤电公司的权益，同时以 6.92 元/股价格，发行 3.61 亿股，募集配套资金 24.98 亿元用于后续发展。本次发行之前公司控股煤电装机 241 万千瓦，完成后公司控股装机增长到 613 万千瓦，增长达 154%

2016 年，公司以 3.89 元/股的价格，向京能集团非公开发行 14.1 亿股，同时支付 9 亿元现金对价，用于购买集团持有的京煤电力的煤电资产，其中包括控股装机 350 万千瓦（其中 70 万千瓦尚在建设），权益装机 582 万千瓦。**重组完成后，公司在运控股装机达到 1011 万千瓦，较重组前增长约 38%；在运权益装机达 1260 万千瓦，较重组前增长约 68%。**截至目前，上述资产已经完成交割，公司装机容量大幅提升。

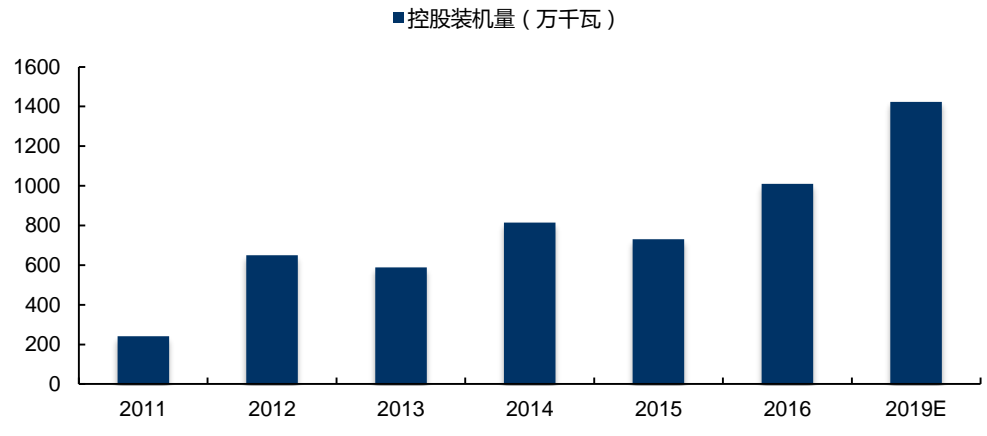
另外，本次拟配套募集 30 亿元，其中 9 亿元将用于向京能集团支付购买上述资产的现金对价，剩余部分将用于投入本次购买的京同热电项目后续建设。截至目前，本次配套资金的募集尚未完成。

公司已成京能集团唯一煤电运营平台。随着本次重组资产的交割完成，公司已经成为京能集团唯一的煤电运营平台，除集团所持京宁热电 100% 股权外，集团直接或间接控制的煤电业务资产已全部注入公司。京宁热电因为尚在建设，不符合资产注入条件，待条件成熟后，另行注入公司。

在建机组多为热电项目，有望如期投产，未来三年公司装机量继续大幅增加。公司当前在建装机合计 552 万千瓦，绝大部分为热电联产项目。在当前火电去产能、煤电机组停建或缓建的行业大背景下，热电机组符合国家集中供热政策导向，将会优先发展。17-19 年为公司装机投产大年，预计将有 412 万千瓦的装机投产。届时公司装机将进一步大幅度

增长，在运控股装机总量将达到 1423 万千瓦，较 16 年末增加约 40.75%，较 15 年末增加近一倍。

图 7：公司近年来控股装机量变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：公司在运控股机组情况

所在区域	电厂名称	装机结构	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	备注
内蒙古	岱海发电	2*63+2*60	246	51%	125	2012 并入
宁夏	宁东发电	2*66	132	65%	86	2012 并入
内蒙古	京泰发电	2*33	66	51%	34	
山西	京玉发电	2*33	66	51%	34	
内蒙古	康巴什热电	2*35	70	51%	36	2012 并入
内蒙古	京隆发电	2*60	120	75%	90	
内蒙古	华宁热电	2*15	30	60%	18	
河北省	利源热电	0.60	0.60	60%	0.36	
山西	漳山发电	2*30+2*60	180	100%	180	2016 并入
内蒙古	盛乐热电	2*35	70	100%	70	2016 并入
内蒙古	赤峰能源	2*15	30	94%	28	2016 并入

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司参股机组装机情况

所在区域	电厂名称	装机结构	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	备注
山西	国电电力大同发电	2*60+2*66	252	40%	101	2012 并入
北京市	华能北京热电有限责任公司	燃机机组	177	34%	60	2012 并入
河北	三河发电	2*35+2*30	130	30%	39	2012 并入
内蒙古	托克托发电	6*60+2*66	492	25%	123	2012 并入
内蒙古	托克托第二发电	2*60	120	25%	30	2012 并入
内蒙古	京科发电	33	33	15%	5	
内蒙古	京达发电	2*33	66	30%	20	2016 并入
内蒙古	蒙达发电	4*33	132	47%	62	2016 并入
内蒙古	上都发电	4*60	240	49%	118	2016 并入

内蒙古 上都第二发电 2*66 132 26% 34 2016 并入

资料来源：公司公告，申万宏源研究

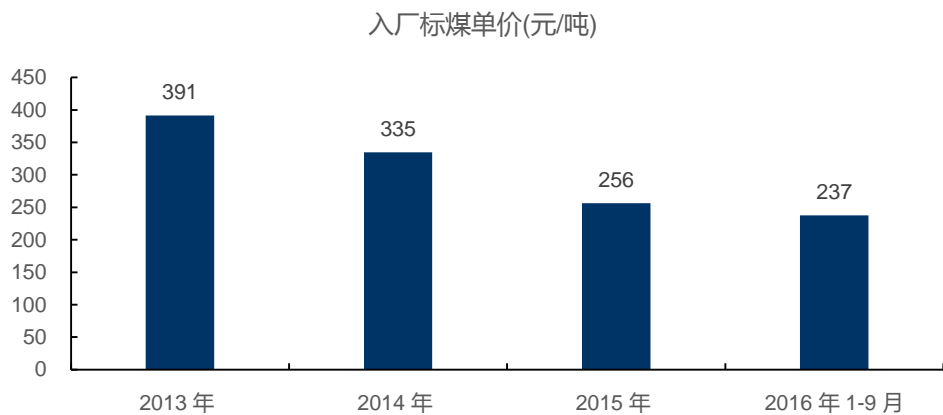
表 3：公司在建控股机组情况

所在区域	电厂名称	装机结构	装机容量 (万千瓦)	权益比例	权益装机 (万千瓦)	备注
山西	京同热电	2*35	70	100%	70	2016 并入
内蒙古	京能五间房	2*66	132	70%	92	
山西	霍州煤电 2*35 万千瓦项目	2*35	70	100%	70	
河北	涿州京源热电联产项目	2*35	70	60%	42	
湖北省	十堰热电	2*35	70	60%	42	
内蒙古	双欣发电	2*35	70	51%	36	
河北省	秦皇岛发电	2*35	70	100%	70	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

电站多为坑口电站，煤价成本低于同行，煤价上涨情况下公司盈利明显好于同行。公司煤电装机主要分布在北京周边煤炭资源丰富的山西、内蒙古和河北等地区，在选址之初均考虑了煤炭、水源来源、运输情况，各企业或为坑口、准坑口电厂，或建有煤炭运输专用通道。燃料质量好、供应稳定、采购成本低，保证了具有较强的持续盈利能力，因此公司整体盈利水平在煤价持续上涨的市场环境下好于国内同行。公司未对其煤电项目的煤价进行过披露，鉴于京能集团旗下煤电项目目前已经全部注入公司，我们分析京能集团披露的煤价数据发现公司坑口电站煤价显著低于同期电煤市场价格。

图 8：京能集团旗下煤电项目入厂标煤单价情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

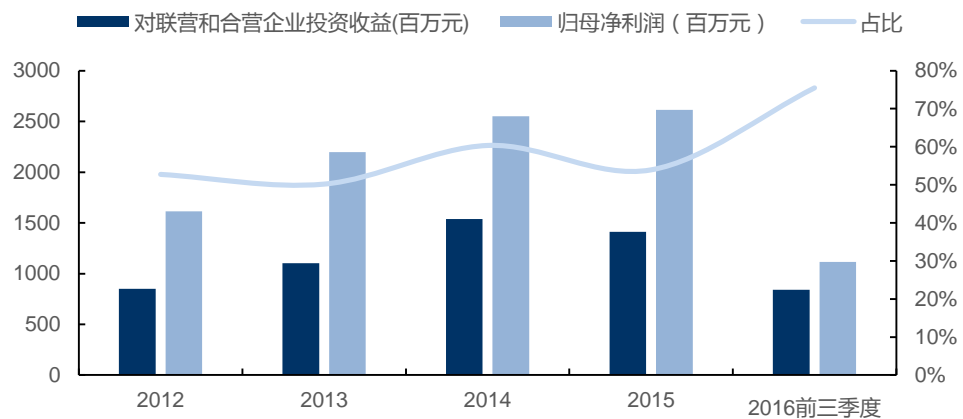
装机主要多以点对网方式向京津唐电网供电，面向华北地区负荷中心电力需求有保证。公司参控股电厂基本都是以点对网形式，通过京津唐电网向北京输电。2016 年，公司控股电厂供应了北京地区约 46% 的电力需求。北京地区为华北地区负荷中心，公司作为北京市国资委下属电力企业，深耕区域多年，电力营销方面具备优势。尽管当前火电装机整体过

剩，受此影响公司火电利用小时数亦明显下滑，随着火电行业新增装机速度放缓，供给侧改革逐步推进，公司机组利用小时数有望率先反弹。

机组多为近年投产的优质大火电机组，热电联产比例高。公司参控股的机组基本都是2005年以后才投产的优质大火电机组，各项指标领先，截至目前公司60万千瓦以上机组占比高达73%。公司低于60万千瓦以下的机组中，基本都是热电联产机组，在当前“以热定电”的基本方针下，上网电量较好的保障。

参股五大集团旗下优质电力项目，投资收益可观，构成公司利润重要来源。公司参股了国电、大唐、华能等五大发电集团旗下优质电源项目，其中大唐托克托总装机已经达到672万千瓦，为世界最大的火电项目。参股项目每年为公司贡献了可观的投资收益，来自参股项目的投资收益成为公司利润的重要组成部分，2012-2015年公司参股项目投资收益占归母净利润的比例分别达到53%、50%、60%、54%。随着本次京达等四家内蒙华电旗下参股项目的并入，公司投资收益将会进一步增加。

图9：公司参股企业投资收益变动情况

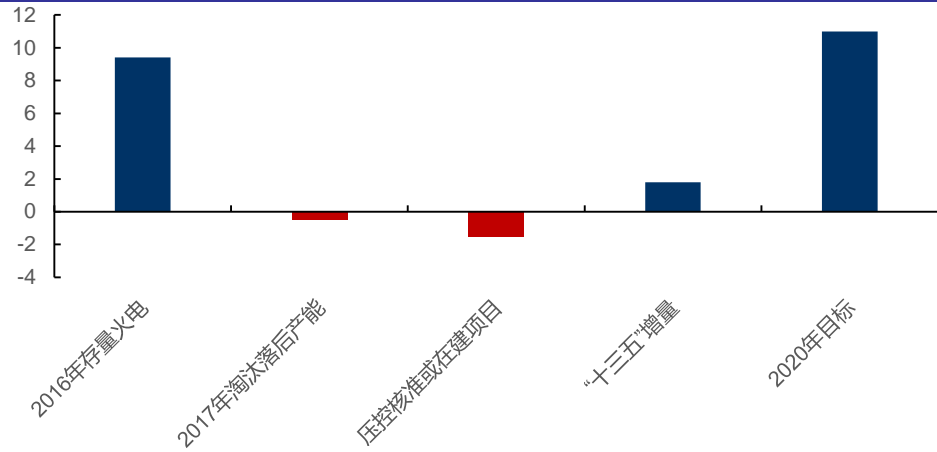


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 火电供给侧+环保升级 京津冀区域电力龙头受益明显

火电装机严重过剩局面难持续，政策强制火电去产能。在2016年11月发布的《电力发展“十三五”规划》中，明确提出2020年煤电装机控制在11亿千瓦以内，为煤电发展设定了天花板。2017年1月国家能源局进一步下达11省有关控制“十三五”煤电投产规模的函，共涉及停建或缓建煤电项目83个，合计1亿kW以上规模。同时，近期多个省份相继发布“十三五”煤电投产规划，针对具体项目提出去产能规划，体现了全国范围淘汰落后煤电产能，严控煤电产能过剩的决心。

图 10：“十三五”煤电装机容量规划概况（单位：亿千瓦）

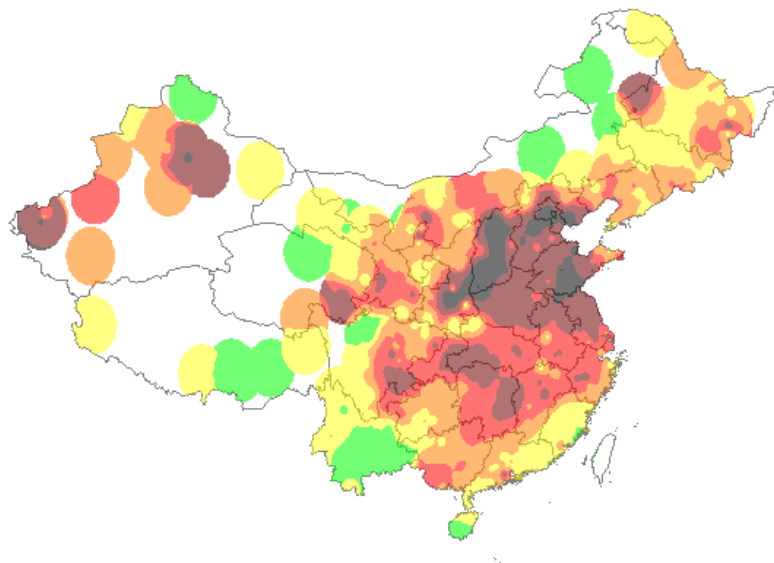


资料来源：国家能源局，申万宏源研究

煤电供给侧改革启动，公司作为京津冀区域龙头，机组优质充分受益。17 年两会上，李克强总理提出 2017 年“要淘汰、停建、缓建煤电产能 5000 万千瓦以上，以防范化解煤电产能过剩风险，提高煤电行业效率”。发改委、国资委官员在两会期间亦提出煤电央企兼并重组将是解决煤电产能过剩的重要手段之一。公司机组结构优质，在北京地区电力市场具备显著优势，公司机组利用小时数将充分受益于本轮去产能行动。

京津冀地区污染问题突出，“首都圈”重点区域环保压力倒逼推广集中供热、电代煤、气代煤。由于京津冀地区长期以重工业为主，能源需求旺盛。京津冀及周边 6 个省市面积占全国 7.2%，耗煤量占全国 33%，单位面积的排放强度为全国平均近 4 倍，煤电机组占全国的 27%。长期以来，河北省及其周边地区为实现经济发展，大量上马高污染、高能耗产业，对京津冀地区环境质量造成了极大的负面影响。京津冀地区已成为世界性雾霾问题最突出的区域之一。

图 11：2017 年 1 月 1 日全国 PM2.5 分布图



资料来源：公开资料，申万宏源研究

表 4：京津冀环保相关政策

时间	发布单位	政策/事件名称	主要内容
2014.9	发改委、环保 部、能源局	《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020）》	规定包括北京、天津等东部 11 省市新建燃煤发电机组大气污染物排放浓度基本达到超低排放，对现役 30 万千瓦及以上公用燃煤发电机组、10 万千瓦及以上自备燃煤发电机组以及其他有条件的燃煤发电机组进行改造，改造后基本达到超低排放。
2015.12	发改委、环保 部、能源局	《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》	2020 年前，对燃煤机组全面实施超低排放和节能改造，范围推广至全国，大幅降低发电煤耗和污染排放。东部地区超低排放任务提前至 2017 年完成，中部地区提前至 2018 年完成，西部地区仍为 2020 年完成。
2016.10	环保部、京津冀 三省市	《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017）》	加大挥发性有机物（VOCs）综合治理力度。京津冀地级及以上城市 2016 年度前完成所有石化、化工行业 VOCs 综合整治任务。2016 年 10 月底，传输通道城市 10 万千瓦及以上煤电机组全部完成超低排放。
2017.1	环保部	《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》	明确了火电、造纸行业的具体发证范围，要求在 2017 年 6 月 30 日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发，试点北京市、保定市、廊坊市的钢铁、水泥高架源排污许可证申请与核发。从 2017 年 7 月 1 日起，上述行业企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。相关技术附件明确了企业申报排污许可证的基本信息填报要求和许可事项申请与核发规范，提供了达标可行技术指南和固定污染源排污许可证的编码规则。
2017.2	环保部	北京市不断推进京津冀区域大气污染联防联控工作	京津冀区域大气污染治理从各自为政的模式逐步转换到联防联控模式。三地资源共享、责任共担，相互支持、砥砺前行，不断推动京津冀大气污染联防联控工作机制深化，区域空气质量取得整体改善。
2017.3	四部委、各相关 省市	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	加强京津冀大气污染通道治理力度。其中包括北京、天津等 26+2 个城市推进以气代煤或以电代煤工程，10 月底前完成小燃煤锅炉“清零”工作。

资料来源：公开资料，申万宏源研究

京津冀环保政策不断出台，淘汰高污染小火电，为优质大火电机组腾出发电空间。京津冀区域战略地位重要，污染严重，近年来国家和地方频出各类环保相关政策，力度远超全国平均水平。小火电污染严重，为各类政策的众矢之的，17 年是“大气十条”考核年，从目前已经出台政策的力度来看，政府完成考核指标的决心非常大。不断加码的京津冀环保政策以及更加严苛的考核标准，将加速京津冀地区淘汰落后火电产能，为优质大火电机组腾出发电空间。

京津冀推动以电代煤，淘汰散煤，带来电力需求增量，利好热发电机组利用小时数回升。为解决大气污染问题，环京 18 个县市、石家庄市等京津冀重点区域划定为禁煤区。热电厂集中供热、电代煤、气代煤等能源高效、清洁利用成为替代燃煤小锅炉、散煤燃烧的主要方法。

17 年 3 月环保部印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，其中要求京津冀及其周围的“2+26”城市，于 10 月底前按照宜气则气、宜电则电的原则，每个城市完成 5 万-10 万户以气代煤或以电代煤工程；于 10 月底前完成小燃煤锅炉“清零”工作。

推动以电代煤工程，将会提升当地电力需求，利好区域内火电机组利用小时数增加。淘汰散煤燃烧和小锅炉，推动集中供暖，将会提升域内热电联产机组利用小时数增加。

公司参控股机组全部位于京津冀及其周边地区，均为优质大火电机组和热电联产机组，充分受益于火电供给侧+京津冀环保政策，机组利用小时数有望回升叠加 17 年装机投产大年，业绩弹性十足。

4. 京津冀区域电力龙头 充分受益行业景气回升

资产重组+在建投产，装机大幅增长，造就优质区域电力龙头。公司为京能集团旗下唯一的煤电运营平台，通过近年来多次资产注入，公司已经拥有京能集团旗下所有在运煤电资产。截至目前，公司在运控股装机量达 1011 万千瓦，在运权益装机达 1260 万千瓦。17-19 年为公司煤电项目投产大年，并带来业绩规模增长。

公司装机结构优质，区域布局合理，充分受益火电供给侧改革和京津冀环保升级。公司装机区域布局合理，多为坑口电站，煤价远低于同行。装机多为点对网供应北京地区电力需求，下游电力需求有保证。当前火电供给侧改革正稳步推进，两会前后中央高层频频发声，要推动淘汰落后火电产能，公司机组多为近年投产的优质大型机组，有望充分受益落后机组淘汰带来的发电增长空间。京津冀地区近年以来环保执行力度不断加大，3 月份刚刚推出的《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，要求推进淘汰小火电、小锅炉供暖，积极推进电能替代，下游电能需求、热力需求增加，带动公司优质机组利用小时数增加。

表 5：公司营业收入预测（单位：百万元）

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
电力	12528	10507	10863	11730	14562
热力	335	252	250	275	303
合计	12963	10873	11113	12005	14865

资料来源：申万宏源研究

表 6：公司营业成本预测（单位：百万元）

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
电力	10374	8465	9799	11107	12909
热力	493	360	400	500	570
合计	10867	8825	10199	11607	13479

资料来源：申万宏源研究

我们预计公司 16-18 年归母净利润分别为 16.85 亿元、10.29 亿元和 17.58 亿元，16-18 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.17 元、0.29 元；对应 PE 分别为 16 倍、27 倍和 16 倍。公司

17年PE水平与行业平均26倍基本持平，PB低于行业平均，考虑公司为火电行业中少有的3年装机规模有望高增长50%的标的，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值表

代码	简称	评级	2017/4/5			EPS			PE			PB
			最新股价	15A	16E	17E	15A	16E	17E			
601991.SH	大唐发电	买入	4.85	0.21	-0.2	0.14	23	-	35	1.6		
000539.SZ	粤电力 A	增持	5.61	0.62	0.19	0.12	9	30	47	1.2		
600795.SH	国电电力	增持	3.31	0.22	0.26	0.18	15	13	18	1.3		
600027.SH	华电国际	增持	5.08	0.78	0.34	0.27	7	15	19	1.2		
600011.SH	华能国际	增持	7.28	0.91	0.58	0.32	8	13	23	1.4		
000543.SZ	皖能电力	增持	7.07	0.65	0.39	0.23	11	18	31	1.4		
000600.SZ	建投能源	增持	9.87	1.14	0.81	0.53	9	12	19	1.6		
600021.SH	上海电力	增持	12.5	0.62	0.43	0.63	20	29	20	2.5		
行业平均			-	-	-	-	-	-	26	1.5		
600578.SH	京能电力	增持	4.59	0.57	0.28	0.17	8	16	27	1.3		

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：公司盈利预测表（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	12,715	12,964	10,873	11,113	12,005	14,865
二、营业总成本	10,521	10,867	8,825	10,199	11,607	13,479
其中：营业成本	8,602	9,015	7,195	8,823	10,363	12,284
营业税金及附加	177	191	204	167	180	223
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	422	525	474	333	360	446
财务费用	1,115	1,070	893	884	703	524
资产减值损失	205	66	60	(7)	1	2
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1,172	1,593	1,468	1,000	700	800
三、营业利润	3,366	3,689	3,517	1,914	1,098	2,186
加：营业外收入	58	159	103	143	170	170
减：营业外支出	24	14	10	0	0	0
四、利润总额	3,400	3,834	3,610	2,057	1,268	2,356
减：所得税	341	639	419	185	111	311
五、净利润	3,059	3,195	3,191	1,872	1,156	2,045
少数股东损益	710	644	576	187	127	286
归属于母公司所有者的净利润	2,349	2,551	2,615	1,685	1,029	1,758
六、基本每股收益	0.49	0.55	0.57	0.28	0.17	0.29
全面摊薄每股收益	0.39	0.42	0.43	0.28	0.17	0.29

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。