

公司研究/首次覆盖

2019年02月22日

公用事业/电力 II

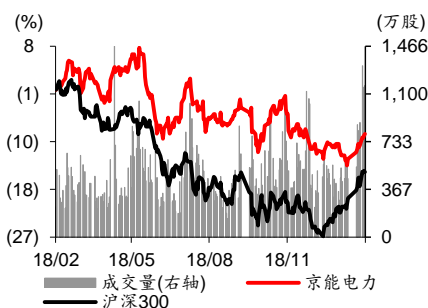
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 3.03  
合理价格区间(元): 3.54~3.89

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**赵伟博** 010-56793949  
联系人 zhaoweibo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 装机高增长, 火电资产低估显著

### 京能电力(600578)

#### 市场误解低估明显, 首次覆盖“买入”评级

公司装机高增长, 18-20年预计新增装机579万千瓦, 较17年+55.4%。供电区域内蒙、京津唐、山东、山西供需格局有望改善, 火电资产低估明显。秦皇岛煤价(5500K)下降10元/吨对应入炉煤价下降6.8元/吨, 对应业绩增厚2.6亿元, 占19年我们预期盈利的16%。我们预测18~20年归母净利润分别为8.9/16.2/19.7亿元, BPS为3.40/3.54/3.67元。当前股价对应2018~2020年P/E为23/13/10x, P/B为0.89/0.86/0.83x。P/B估值处低位, 参考火电行业内可比公司19年平均P/B为1.1x, 给予公司19年1.0-1.1倍P/B, 对应目标价为3.54-3.89元, 给予“买入”评级。

#### 误解一: 北京关停煤电, 重创主业, 制约成长

京能电力装机并非局限于北京, 公司主要装机位于内蒙、河北、山西等地, 供应京津唐、蒙西、山西、山东电网。京津唐和山东电力供需格局优, 18-20年利用小时有望维持高位。蒙西由于高耗能行业持续迁入, 利用小时大幅提升电厂盈利改善, 山西地区火电供给侧改革+“晋电外送”持续推进, 火电企业利用小时改善明显。根据发电量公告, 公司18年剔除检修的岱海电厂后发电量增速高达9%, 19-20年利用小时有望持续改善, 存量机组盈利能力被市场低估。

#### 误解二: 北京市国资下属电企, 扩张能力有限

京能电力虽为北京市国资委下属企业, 但装机扩张能力强。18-20年公司预计共有579万千瓦装机火电机组投产, 较17年底提升55.4%, 其中18年已经投运136万千瓦。我们判断2020年公司在建/筹建机组有望按计划投产, 有望增厚公司盈利能力, 公司对外扩张能力被市场低估明显。

#### 误解三: 盈利能力低, 去产能风险大, 压制估值(P/B)

公司煤价弹性高, 19-20年参股9家电厂盈利有望随煤价下行逐渐改善。我们通过回归公司历史入炉煤价走势得出, 秦皇岛煤价(5500K)每下跌10元/吨对应公司入炉煤价下跌6.8元/吨, 考虑参股电厂盈利同步变化。秦皇岛煤价每下跌10元/吨, 将增厚19-20年公司归母净利润2.62/2.82亿元, 占19-20年我们预测归母净利润的16%/14%。我们判断公司2020年公司ROE有望随煤价下行逐渐回至8%, 当前股价对应2019年P/B不到0.9x存在较多低估。

#### 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价3.54-3.89元

我们预测2018~20年EPS为0.13/0.24/0.29元, BPS为3.40/3.54/3.67元。当前股价对应2018~2020年P/E为23/13/10x, P/B为0.89/0.86/0.83x。P/B估值处低位, 参考火电行业内可比公司19年平均P/B为1.1x, 给予公司19年1.0-1.1倍P/B, 对应目标价为3.54-3.89元, 给予“买入”评级。

风险提示: 煤价下降不及预期, 利用小时/电价下降

### 公司基本资料

总股本(百万股)	6,747
流通A股(百万股)	5,335
52周内股价区间(元)	2.84-3.62
总市值(百万元)	20,443
总资产(百万元)	65,744
每股净资产(元)	3.35

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,113	12,221	12,910	17,020	18,569
+/-%	2.21	9.96	5.64	31.84	9.10
归属母公司净利润(百万元)	1,686	534.13	886.39	1,618	1,966
+/-%	(35.54)	(68.31)	65.95	82.51	21.51
EPS(元, 最新摊薄)	0.25	0.08	0.13	0.24	0.29
PE(倍)	12.13	38.27	23.06	12.64	10.40

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

京能集团旗下唯一的煤电业务投融资平台 .....	4
看好 19 年煤价中枢下行，带动火电企业成本下降 .....	8
19-20 年 443 万千瓦装机计划投产，奠定高成长基础 .....	10
京能电力主要供电区域火电供需格局向好 .....	11
河北、山东火电有望保持高利用小时数 .....	11
内蒙古、山西 18 年利用小时数改善明显，19-20 年有望持续改善。 .....	12
市场电折价有望持续收窄 .....	14
标杆电价下调概率低，18 年降电费目标均已完成 .....	15
预计参股优质资产盈利不断改善，有望增厚公司投资收益 .....	17
预计 2019 年秦港现货煤价、鄂尔多斯产动力煤车板价等走低，参股电厂利润有望改善 .....	18
酸刺沟煤矿扩产方案获批，预计 2020 年产量增加 50%，增厚公司投资收益 .....	18
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.54-3.89 元 .....	19
关键假设 .....	19
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.54-3.89 元 .....	21
风险提示 .....	22
1) 煤价下降不及预期: .....	22
2) 利用小时/电价下降: .....	22
PE/PB - Bands .....	22

## 图表目录

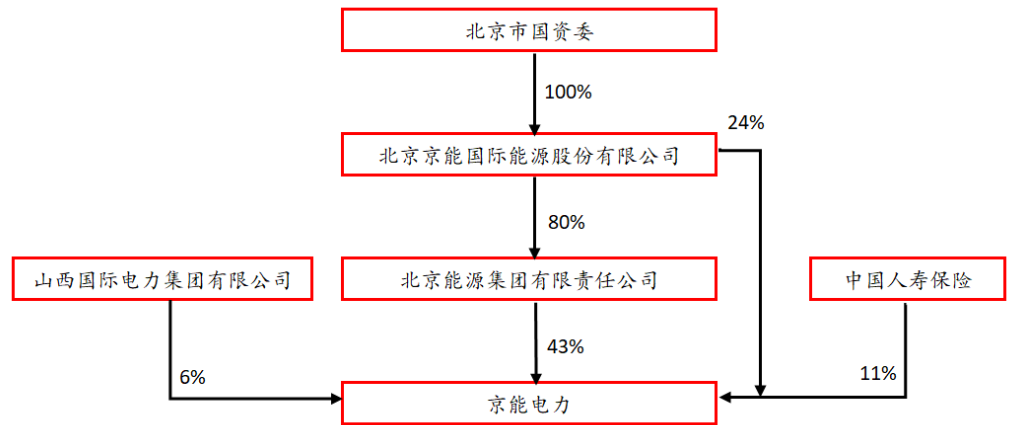
图表 1: 公司股权结构图 (截至 2018 年 9 月 30 日) .....	4
图表 2: 2012-2017 年公司主营收入结构 .....	4
图表 3: 18 年底公司装机分布情况 (按电网分类) .....	5
图表 4: 18 年底公司装机分布情况 (按电厂位置分类) .....	5
图表 5: 2018 年前三季度主营业务收入同比增长 6%，归母净利润同比增长 167% (百万元) .....	5
图表 6: 2017 年公司电力业务毛利率跌至上市以来最低 .....	6
图表 7: 公司主要电厂分布 (截至 2018 年底) .....	6
图表 8: 公司核心资产梳理 (截至 2018 年底) .....	7
图表 9: 2016-18 年六大发电集团煤炭库存 .....	8
图表 10: 18 年秦皇岛煤价 (5500K) 旺季不旺特征明显 .....	8
图表 11: 十三五煤炭去产能目标完成进度 (亿吨) .....	8
图表 12: 入炉煤价与港口现货价相关性较高 .....	9
图表 13: 入炉煤价与港口现货价拟合情况 .....	9
图表 14: 京能电力煤价敏感性测算 .....	9

图表 15: 公司在建/拟建火力发电项目 .....	10
图表 16: 预计到 2020 年底公司装机分布情况 (按电网分类) .....	10
图表 17: 预计到 2020 年底公司装机分布情况 (按电厂位置分类) .....	10
图表 18: 2018 年全国各省用电量增速 .....	11
图表 19: 河北、山东火电利用小时高 .....	11
图表 20: 2018 年内蒙古、山西火电利用小时数改善明显 .....	12
图表 21: 山西特高压线路 .....	12
图表 22: 2017 年各地平均销售电价 (元/千千瓦时) .....	13
图表 23: 17Q4 以来内蒙古粗钢产量增速显著高于全国水平 .....	13
图表 24: 17Q4 以来内蒙古十种有色金属产量增速显著高于全国水平 .....	13
图表 25: 2018 年前八个月内蒙古高耗能行业用电增速可观 .....	14
图表 26: 大型发电集团各电源市场化交易电力占比 .....	14
图表 27: 2010 年至 2017 年四大高耗能行业用电量占比逾 25% .....	15
图表 28: 18 年煤电市场化电价折扣持续收窄 .....	15
图表 29: 公司主要覆盖电网一般工商业降电价 10% 目标完成情况 .....	16
图表 30: 主要参股公司 13-17 年净利润情况 (百万元) .....	17
图表 31: 2011-2017 年投资收益与税前净利润 (百万元) .....	17
图表 32: 华能北京利润 (百万元) 与秦港 Q5500 动力末煤价格 (元/吨) .....	18
图表 33: 托克托电厂利润 (百万元) 与鄂尔多斯 Q5300 动力煤车板价 (元/吨) .....	18
图表 34: 华能北京利润 (百万元) 与秦港 Q5500 动力末煤现货价 (元/吨) 回归结果 .....	18
图表 35: 托克托电厂利润 (百万元) 与鄂尔多斯产 Q5300 动力煤车板价 (元/吨) 回归结果 .....	18
图表 36: 控股装机预测 (万千瓦) .....	19
图表 37: 利用小时预测 (万千瓦) .....	19
图表 38: 市场电占比预测 (万千瓦) .....	19
图表 39: 收入预测 (百万元) .....	20
图表 40: 毛利润预测 (百万元) .....	20
图表 41: 电力业务收入成本拆分 .....	20
图表 42: 可比公司估值表 (2019/2/21) .....	21
图表 43: 京能电力历史 PE-Bands .....	22
图表 44: 京能电力历史 PB-Bands .....	22

## 京能集团旗下唯一的煤电业务投融资平台

**坑口煤机，北方电力供应重要支撑。**京能电力为京能集团旗下唯一的煤电业务投融资平台（京能集团合计持股 67%）。公司主要电力资产处于内蒙古、山西、宁夏、河北等大型煤电基地及附近，以坑口电站为主，煤价具备成本优势。部分主力电厂为“西电东送”重点项目。京能电力主要供电区域为京津唐电网、蒙西电网、山西电网。

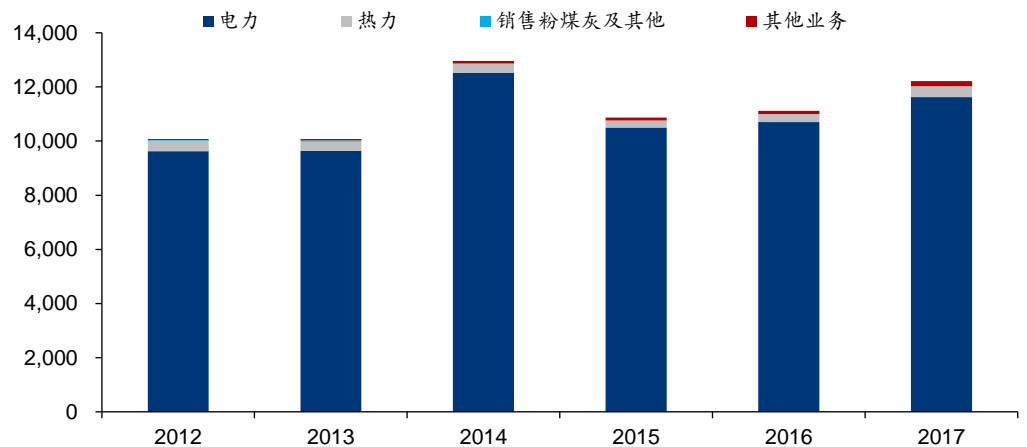
图表1： 公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**控股装机均为火电机组。**公司业绩主要来源于火力发电和供热业务，2012-2017 年电力业务营收占比均超 95%。根据京能电力 2018 年发电量公告，截至 2018 年底，京能电力控制运营装机容量 1181 万千瓦，火电装机占比 100%。

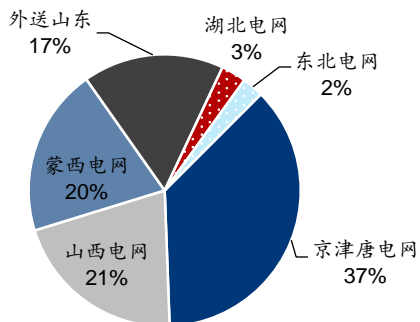
图表2： 2012-2017 年公司主营收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

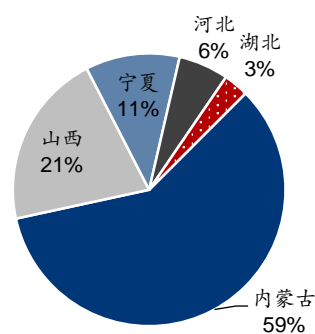
**2018 年公司电力业务有望稳步增长。**电价：2017 年 7 月 1 日起燃煤发电企业上网电价上调，公司位于内蒙古、宁夏、山西、东北的 10 家电厂受电价上调有望带来业绩好转。**发电量：**根据公司发电量公告及机组投产公告，2018 年，公司下属控股各运行发电企业累计完成发电量 492.6 亿千瓦时（18 年发电机组均为燃煤机组），同比增长 3.1%。截至 18 年底，公司控股装机达到 1181 万千瓦（湖北十堰、河北涿州各投产 1 台 35 万千瓦机组，锡林郭勒投产 1 台 66 万千瓦机组），较 17 年底同比+13%。

图表3：18年底公司装机分布情况（按电网分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

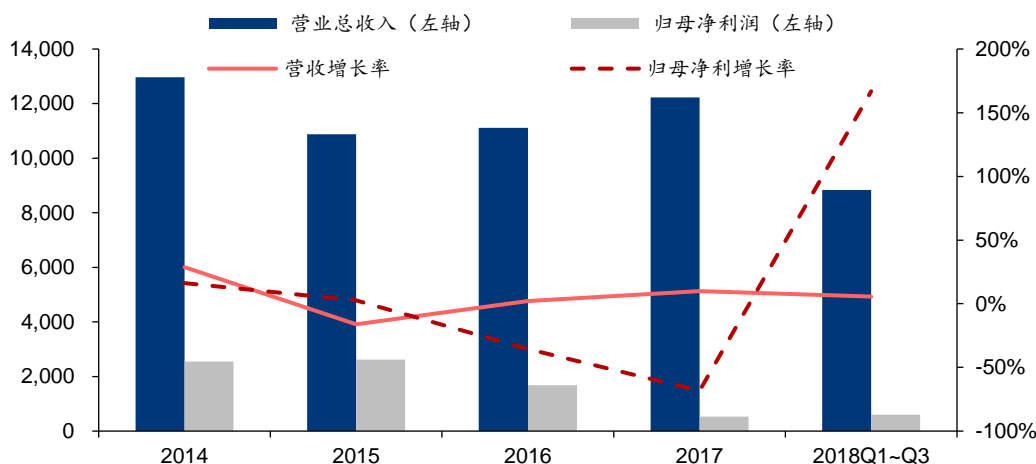
图表4：18年底公司装机分布情况（按电厂位置分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**18年盈利大幅改善，全年预计实现归母净利润8.86亿元。**2018年，公司剔除岱海发电及2018年新增装机后，发电量同比增长9%（2018年上半年，岱海发电一期1、2号机组因停机改造未产生上网电量，会对全年发电量结果造成影响）。公司2019年1月25日发布业绩预告，预计全年实现归母净利润8.86亿元，同比增加65%左右。

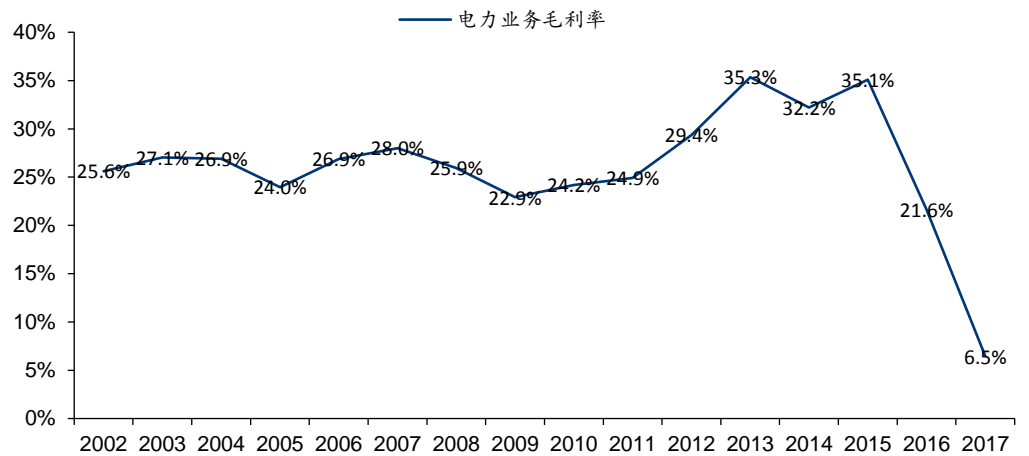
图表5：2018年前三季度主营业务收入同比增长6%，归母净利润同比增长167%（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**电价上调，电力业务毛利率有望回升。**2017年煤价高涨，火力发电成本提高，火电行业多家企业电力业务毛利率都呈现下跌态势。2015-2017年公司电力业务毛利率持续下降，由15年的35.1%跌至17年的6.5%，电力业务毛利率跌至上市以来最低水平。2017年7月1日起，燃煤标杆电价有所上调。2018年上半年，公司机组综合平均电价为0.3018元/kwh，较同期上涨6.2%。受益于电价上调的影响，公司主营火电业务盈利能力逐步修复。

图表6： 2017 年公司电力业务毛利率跌至上市以来最低



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司主要向蒙西电网、京津唐电网、山西电网等 3 个北方电网供电。截至 2018 年末，公司可控装机容量为 1,181 万千瓦。公司控股发电机组主要集中于内蒙、山西、宁夏，主要向京津唐电网、蒙西电网、山西电网供电，向内蒙古、河北、山西 3 省供电机组装机占公司总装机 83.3%。公司供蒙西电网的运营装机为 236 万千瓦；供京津唐电网的运营装机为 436 万千瓦；供山西电网的运营装机为 246 万千瓦。公司也向东北电网、湖北电网、山东电网 3 个电网供电，公司供东北电网的运营装机为 30 万千瓦；供湖北电网的运营装机为 35 万千瓦；外送山东的运营装机为 198 万千瓦。

图表7： 公司主要电厂分布（截至 2018 年底）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司成长性强，19-20年控股装机容量预计增加443万千瓦（占18年底的38%）。公司部分筹建火电项目已于2018年Q4投产，装机容量增加101万千瓦。京能锡林郭勒1号机组（特高压输电线路）和十堰热电一期1号机组已经在2018年Q4投产，有望增厚19年公司收入/利润。此外，2019-20年预计公司将投运京能秦皇岛热电、京能双欣等6个火力发电项目，总装机高达443万千瓦，助力公司19-20年保持较高收入增速。

图表8：公司核心资产梳理（截至2018年底）

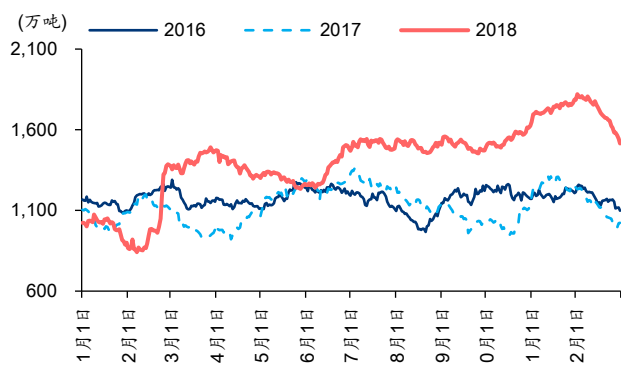
资产序列	持股	位置	所处电网	装机容量 万千瓦	权益装机容量 万千瓦	17年净利润 百万元	18H1净利润 百万元	17年ROE	18H1ROE (年化)
<b>控股装机</b>									
岱海发电	51%	内蒙古	京津唐电网	246	125	-120	-49	-5%	-4%
漳山发电	100%	山西	山西电网	180	180	/	/	/	/
宁夏京能宁东	65%	宁夏	送山东点对点	132	86	-159	-114	-14%	-22%
京隆发电	100%	内蒙古	京津唐电网	120	120	-236	-82		
京能康巴什	51%	内蒙古	蒙西电网	70	36	-31	2	-4%	1%
京能盛乐	100%	内蒙古	蒙西电网	70	70	/	/	/	/
涿州京源	60%	河北	京津唐电网	70	42	/	/	/	/
山西京玉发电	51%	山西	山西电网	66	34	-142	-19	-30%	-8%
京泰发电	51%	内蒙古	蒙西电网	66	34	-51	1	-6%	0%
锡林郭勒1号机	70%	内蒙古	外送山东	66	46	/	/	/	/
十堰1号机	60%	湖北	湖北电网	35	21	/	/	/	/
华宁热电	96%	内蒙古	蒙西电网	30	29	/	/	/	/
京能赤峰能源	94%	内蒙古	东北电网	30	28	/	/	/	/
控股装机小计	72%			1181	851				
<b>参股装机</b>									
托克托I	25%	内蒙古	京津唐电网	360	90	505	344	/	/
华能北京热电	34%	北京	京津唐电网	269	91	617	330	13%	
托克托II	25%	内蒙古	京津唐电网	252	63	434	379	/	/
大同发电	40%	山西	山西电网	240	96	112	195	3%	9%
上都I	49%	内蒙古	京津唐电网	240	118	411	181	13%	
上都II	26%	内蒙古	京津唐电网	132	34	319	178	20%	
蒙达发电	47%	内蒙古	蒙西电网	132	62	60	/	4%	
三河发电	30%	河北	京津唐电网	130	39	122	100	/	/
京达发电	30%	内蒙古	蒙西电网	66	20	-35	/	/	/
参股装机小计	34%			1821	613				
<b>在建/拟建装机</b>									
京能秦皇岛热电	100%	河北	京津唐电网	70	70	/	/	/	/
京能双欣（自备）	51%	内蒙古	蒙西电网	70	36	/	/	/	/
锡林郭勒2号机	70%	内蒙古	外送山东	66	46	/	/	/	/
十堰2号机	60%	湖北	湖北电网	35	21	/	/	/	/
山西京能吕临	66%	山西	山西电网	70	46	/	/	/	/
京泰二期	51%	内蒙古	京津唐电网	132	67	/	/	/	/
在建/拟建装机小计	65%			443	286				
<b>其他资产</b>									
伊泰京粤酸刺沟矿业	24%	内蒙古	煤矿企业			1463	713		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 看好19年煤价中枢下行，带动火电企业成本下降

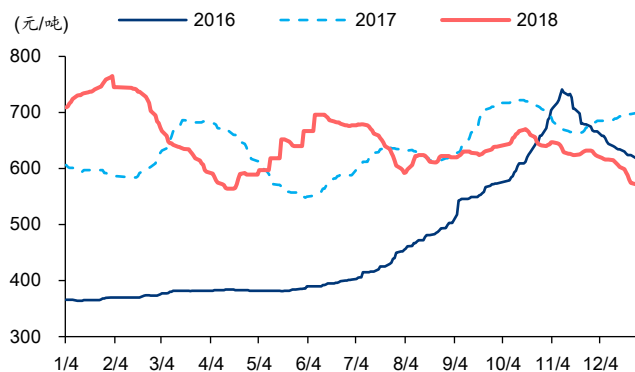
电厂采取高库存策略，18Q4煤价旺季不旺特征明显。由于2016-2017年煤价持续处于高位，且用煤旺季煤价上行明显，电厂2018年采取高库存策略以保障自身用煤需求。18Q4六大发电集团煤炭库存均值为1623万吨，较17Q4同比提升45%。电厂高库存导致煤价下行明显，2018年10月26日至2018年年底，秦皇岛港口煤价(5500K)煤价开始低于2016/2017年同期水平，旺季不旺特征明显。

图表9：2016-18年六大发电集团煤炭库存



资料来源：Wind，华泰证券研究所

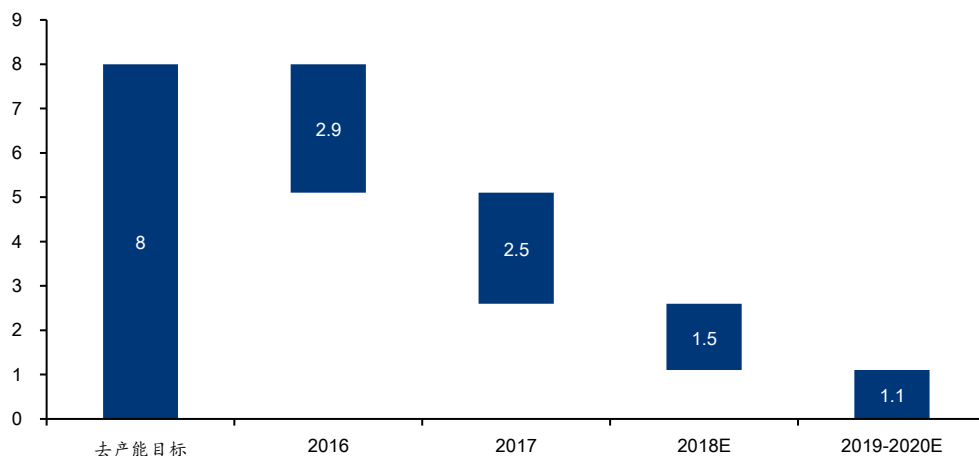
图表10：18年秦皇岛煤价(5500K)旺季不旺特征明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

煤炭供给侧改革边际效应弱化，看好19年煤炭价格中枢下行。2017年11月21日，国家发展改革委副主任连维良表示，我国煤炭去产能任务有望在2018年基本完成，或有可能提前完成。我们预计2019-2020年煤炭去产能压力有望大幅减轻，叠加发改委采取多项举措推动新增产量放量，驱动动力煤煤价回落到绿色区间(500-570元/吨)，我们认为，未来两年煤价中枢有望下降。

图表11：十三五煤炭去产能目标完成进度(亿吨)

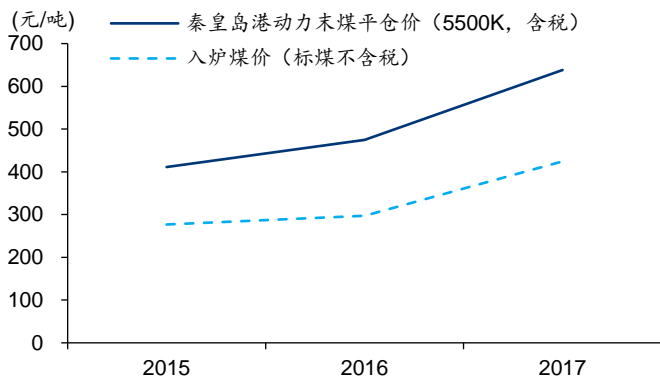


资料来源：发改委，华泰证券研究所

京能电力入炉煤价与港口煤价相关性高，港口煤价(5500K)下降10元/吨对应公司入炉煤价下降6.8元/吨。我们基于公司2015年以来的入炉煤价数据和秦皇岛港动力末煤平仓价(5500K)均价进行拟合分析，拟合效果较好：京能电力入炉煤价(标煤不含税)=0.6759\*秦皇岛港动力末煤平仓价(5500K)平仓均价-10.621， $R^2=0.9783$ 。

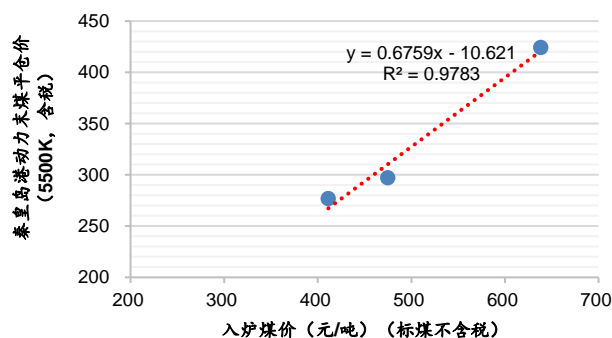


图表12: 入炉煤价与港口现货价相关性较高



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

图表13: 入炉煤价与港口现货价拟合情况



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

拟合数据显示, 如果秦皇岛港动力末煤(5500K)均价走低 10 元/吨, 则公司入炉煤价 (标煤不含税) 有望走低 6.8 元/吨。在此基础上, 假设秦皇岛港口价格每下降 10 元/吨, 则公司 2019-20 年归母净利润在我们预测基础上有望增厚 2.62/2.82 亿元, 增幅分别为 16%/14%。

图表14: 京能电力煤价敏感性测算

秦皇岛港动力末煤(5500K)均价	增长 10 元/吨	变动幅度	走低 10 元/吨	变动幅度
2019 年归母净利润波动	降低 2.62 亿元	-16%	增加 2.62 亿元	16%
2020 年归母净利润波动	降低 2.82 亿元	-14%	增加 2.82 亿元	14%

资料来源: 华泰证券研究所

## 19-20 年 443 万千瓦装机计划投产，奠定高成长基础

2018-2020 年公司计划新增火电装机 579 万千瓦，有望增厚公司业绩。2018-2020 年公司计划投产火电装机 579 万千瓦。假设装机投产计划执行顺利，预计到 2020 年底，公司控股装机数目将达到 1624 万千瓦，较 2017 年底增加 55.4%。2018 年，公司投产涿州热电 2 号机（350MW）、京能五间房 1 号机（660MW）、京能十堰 1 号机（350MW）3 台火电机组，装机容量增加 136 万千瓦。不仅如此，公司将于 2019 年-2020 年建成京能秦皇岛热电联产项目（2×350MW）、京泰发电二期项目（2\*660MW）等 6 个燃煤发电项目，上述项目均由公司控股子公司开展。

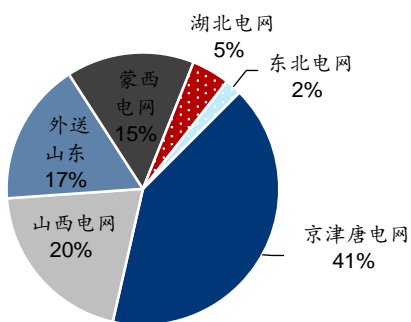
图表15：公司在建/拟建火力发电项目

运营公司	位置	所处电网	直接持股比例	装机容量（万千瓦）	投产/预计投产时间
2018 年投产的电力机组					136
涿州京源 2 号机	河北	京津唐电网	60%	35	2018 年 6 月投运
锡林郭勒 1 号机	内蒙古	外送山东	70%	66	2018 年 10 月投运
十堰 1 号机	湖北	湖北电网	60%	35	2018 年 12 月投运
19-20 年计划投产机组					443
锡林郭勒 2 号机	内蒙古	外送山东	70%	35	2019 年 1 月投运
京能双欣（自备）	内蒙古		51%	70	2019 年
十堰 2 号机	湖北	湖北电网	60%	66	2019 年
山西京能吕临	山西	山西电网	66%	70	2019 年
京能秦皇岛热电	河北	京津唐电网	100%	70	2020 年
京泰二期	内蒙古	京津唐电网	51%	132	2020 年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

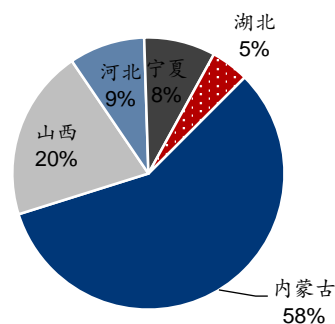
预计到 2020 年，公司仍主要向蒙西电网、京津唐电网、山西电网 3 个北方电网供电。到 2020 年，公司可控装机容量将达到 1624 万千瓦（剔除自备电厂京能双欣后为 1554 万千瓦）。预计到 2020 年公司主要向京津唐电网、山西电网、山东电网、蒙西电网送电，合计占比 93%。

图表16：预计到 2020 年底公司装机分布情况（按电网分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17：预计到 2020 年底公司装机分布情况（按电厂位置分类）

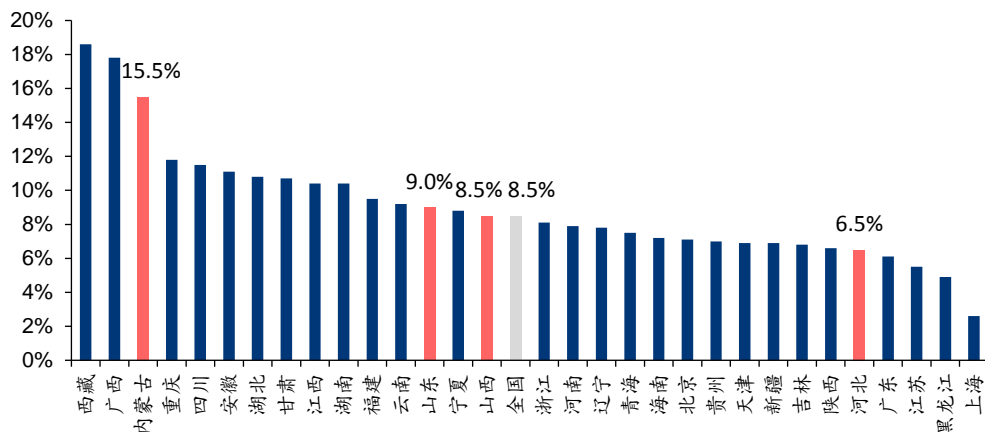


资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 京能电力主要供电区域火电供需格局向好

内蒙古、山东地区用电量增速高于全国。2018年，全国用电量增速8.5%。京能电力主要供电区域内蒙古、山东、山西、河北用电量增速分别为15.5%/9.0%/8.5%/6.5%。

图表18：2018年全国各省用电量增速

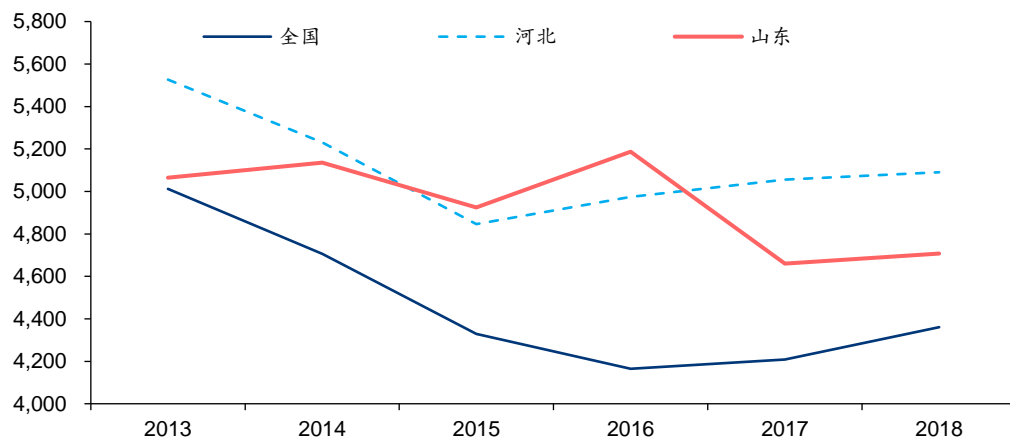


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

## 河北、山东火电有望保持高利用小时数

河北、山东火电利用小时数高。2013-2018年，河北、山东省火电利用小时均高于全国水平。2018年河北火电机组利用小时达到5090小时，比同期全国火电利用小时高729小时；山东火电机组利用小时高达4707小时，比同期全国火电利用小时高346小时。

图表19：河北、山东火电利用小时高



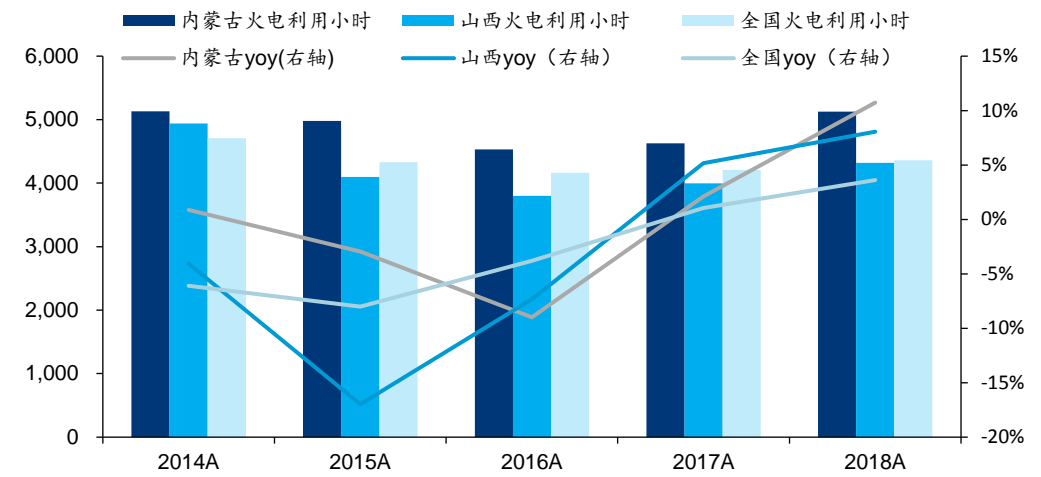
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

河北、山东淘汰落后火电产能，利用小时有望维持高位。2017年，河北、山东分别淘汰火电行业机组68.4万千瓦，204.2万千瓦，占省火电装机总量的1.5%，2.0%。在2018年，火电行业淘汰落后产能任务持续推进，河北、山东分别淘汰火电行业机组54.95万千瓦，125.7万千瓦。此外，国家为提高火电发电效率，严控新增发电装机，进一步收紧供给侧。我们预计2019-2020年，河北、山东淘汰落后火电产能的政策力度不减，2省火电供给受限。我们判断河北及山东火电高利用小时有望维持。

**内蒙古、山西 18 年利用小时数改善明显，19-20 年有望持续改善。**

内蒙古、山西的火电利用小时数改善明显。2018 年内蒙古火电利用小时为 5124 小时，同比+11%，山西火电利用小时为 4318 小时，同比+8%，均高于全国火电利用小时增速 4%。

**图表20： 2018 年内蒙古、山西火电利用小时数改善明显**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**山西淘汰煤电落后产能力度逐年加码。**根据山西省工信厅数据，2016 年，山西省关停淘汰煤电机组 30 万千瓦；2017 年，山西省关停淘汰煤电机组 71.1 万千瓦；2018 年，山西的政府工作报告要求 2018 年淘汰煤电机组 100 万千瓦以上；2019 年规划淘汰火电电量已经达到 102 万千瓦（在 2019 年淘汰落后产能的初步计划中，山西规划规划淘汰大同第二发电厂 3\*20 万千瓦、漳泽发电厂 2\*21 万千瓦机组）。

**“晋电外送”进展顺利，增加省内火电需求。**“晋电外送”推进顺利，根据山西省国网公告，2018 年山西电网外送电量 927 亿千瓦时，较 17 年增长 19.6%。2018 年，山西通过晋北—南京特高压、榆横—潍坊特高压 2 条特高压线路增加外送电 111 亿千瓦时。目前，山西仍有 1 条特高压工程尚未建成，外送电尚存提升空间。特高压外送线路投产后预计有望增加火电机组利用小时。

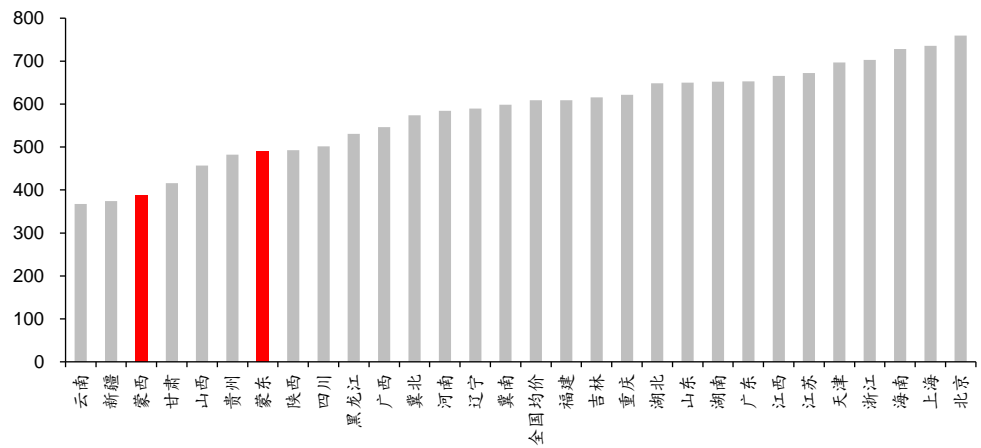
**图表21： 山西特高压线路**

投产时间	特高压线路
2008 年 12 月 30 日	1000kV 晋东南-南阳-荆门特高压交流试验示范工程
2016 年 12 月 26 日	蒙西—晋北—天津南 1000 千伏特高压交流输变电工程
2017 年 4 月 1 日	榆横（靖边）—晋中—潍坊 1000kV 交流输变电工程
2016 年 11 月 1 日	淮南—南京—上海 1000 千伏特高压交流工程
2016 年 7 月 31 日	锡盟-山东 1000 千伏特高压交流输变电工程
2016 年 8 月 1 日	宁东-浙江±800 千伏特高压直流输电工程
2016 年 4 月 1 日	灵州-绍兴±800 千伏特高压直流输电工程
2017 年 6 月 30 日	晋北-江苏±800 千伏特高压直流输电工程
2019 年 1 月 11 日	上海庙—山东±800 千伏特高压直流工程
2019 年 12 月(预计)	1000kv 蒙西-晋中特高压交流工程

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**内蒙大工业电价&战略性新兴产业电价全国低位。**近年来内蒙古地区在电力多边交易、大用户直供、发用电重组的基础上，持续进一步加大了电力综合改革力度，根据 2017 年 9 月 12 日内蒙古日报《内蒙古能源产业向中高端挺进》一文披露，2017 年大工业电价为全国最低水平。

**图表22： 2017年各地平均销售电价（元/千千瓦时）**

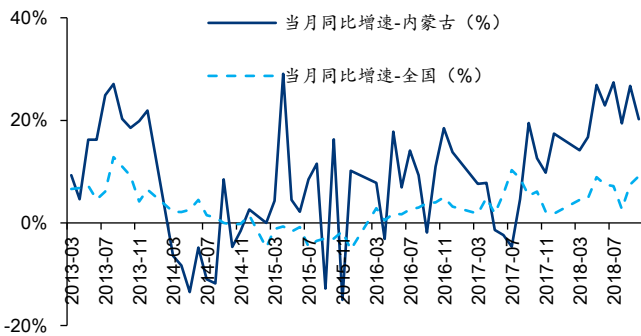


资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

**依靠低电价优势助推产业发展，高耗能产业引进+战略性新兴产业培育效果明显。**据内蒙古自治区经济和信息化委员会统计，内蒙古电解铝、铜、电石、甲醇等初级产品转化率2017分别达到75%、60%、60%、49%，较“十二五”初期分别提高了10/7/10/9pct，能源、化工、冶金等产业生产能力处于国内前列。

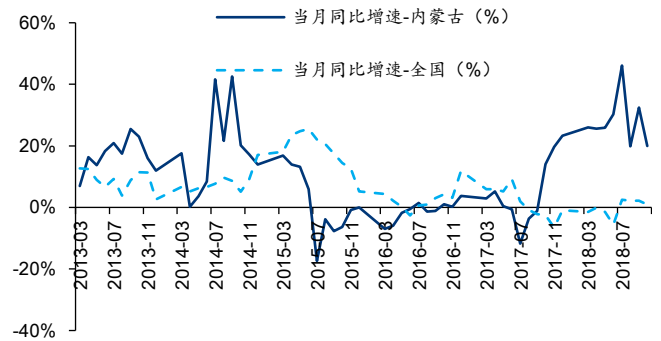
此外，在吸引高耗能行业进驻方面，截至2017年9月，全区以低电价招来的战略性新兴产业项目153个（意向签约项目60个），其中，已开工在建93个，根据内蒙古自治区经济和信息化委员会统计预计，2020年前有望投产，可新增产值1100亿元。主要包括10万吨多晶硅、10万吨单晶硅及下游延伸配套光伏产业，沃特玛新能源汽车创新联盟26个配套项目等高端装备制造产业，云计算、大数据、铝后加工、蓝宝石、稀土加工、石墨加工等60多个项目，可形成产值500多亿元。

**图表23： 17Q4以来内蒙古粗钢产量增速显著高于全国水平**



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

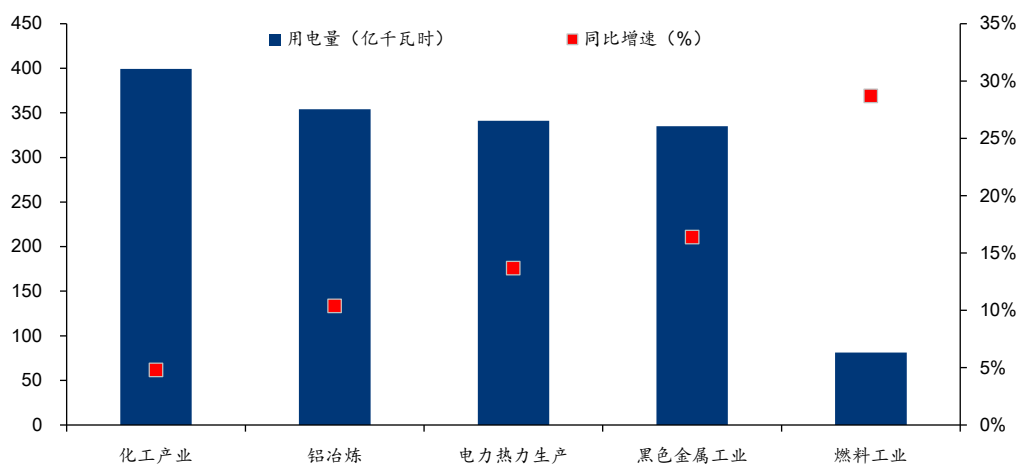
**图表24： 17Q4以来内蒙古十种有色金属产量增速显著高于全国水平**



注：十种有色金属指铜、铝、铅、锌、钨、锡、镍、汞、镁、钛十类主要有色金属  
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

**高耗能行业驱动内蒙古第二产业用电量增长。**根据内蒙古统计局数据，2018年1-8月化学原料及化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、电力、热力的生产和供应业等五大高耗电行业用电量占全部工业用电量的85.7%，拉动全部工业用电量增长9.6个百分点。

**图表25： 2018年前八个月内蒙古高耗能行业用电增速可观**



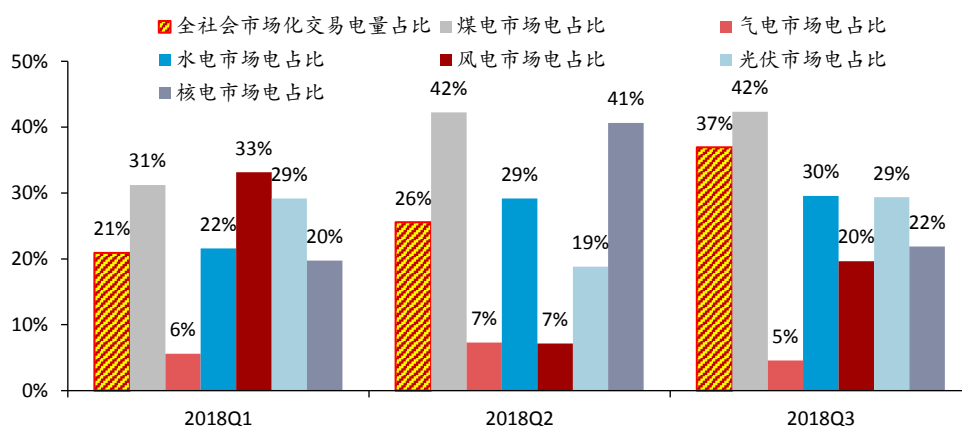
资料来源：内蒙古统计局，华泰证券研究所

**山西、内蒙古 2019-20 年利用小时有望持续改善。**综上所述，山西省受益于火电去产能+“晋电外送”推进，内蒙古受益于低电价吸引高耗能行业快速发展，两省份火电利用小时在 2019-20 年有望持续改善。

**市场电折价有望持续收窄**

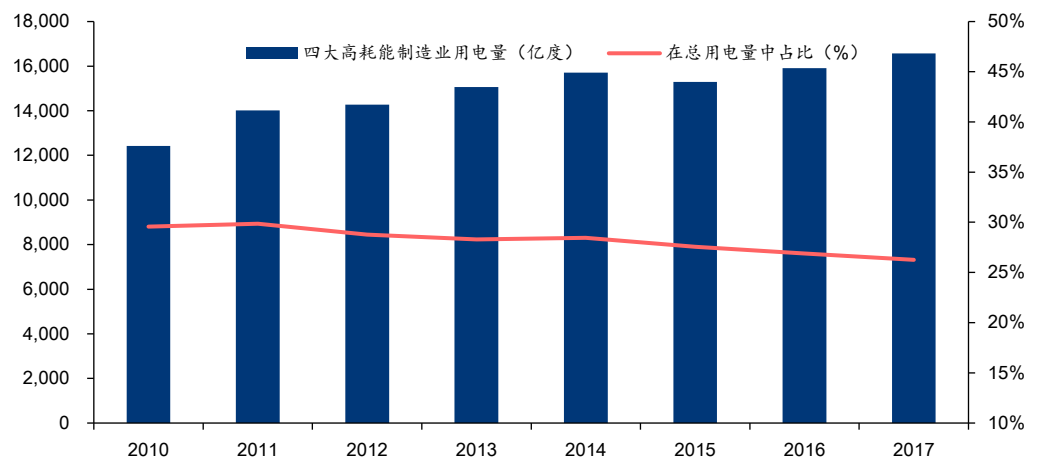
**电力市场化交易改革加速推进。**根据国家发改委官网披露，7月18日国家发改委和能源局联合发布《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》，文件提出加快放开煤电机组参与电力直接交易。根据文件要求，在 2015 年 3 月《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》颁布实施之后，新核准的煤电机组原则上不再安排发电计划，投产后一律纳入市场化交易。此外，2018 年 8 月后放开煤炭、钢铁、有色、建材等 4 个行业电力用户发用电计划，全电量参与交易，并承担清洁能源配额（参与市场的电力用户与其他电力用户均应按要求承担配额的消纳责任，履行清洁能源消纳义务）。

**图表26： 大型发电集团各电源市场化交易电力占比**



资料来源：中电联，华泰证券研究所

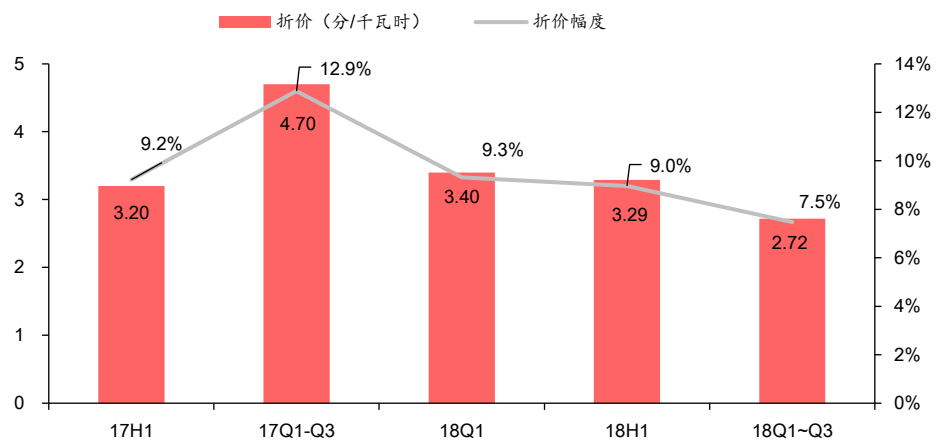
**图表27： 2010年至2017年四大高耗能行业用电量占比逾25%**



资料来源：中电联，华泰证券研究所

**18年以来全国煤电市场化电价折扣持续收窄。**由于用电需求旺盛叠加电力企业逐步减弱竞争强度，18年以来全国煤电折价情况持续收窄。18年前三季度全国煤机市场化交易电价平均折价2.72分，折价幅度为7.5%，较17年同期收窄明显。

**图表28： 18年煤电市场化电价折扣持续收窄**



资料来源：中电联，华泰证券研究所

**标杆电价下调概率低，18年降电费目标均已完成**

**2018年公司覆盖电网一般工商业降电价10%目标已经完成，19-20年标杆电价有望保持稳定。**2018年全国政府工作报告要求18年一般工商业企业电价平均下降10%。截至2018年9月，华北电网：蒙西电网分别于2018年4/5/9月下调销售电价1.4/1.8/3.2分/千瓦时，合计下调6.4分/千瓦时；山东点对网分别于2018年5月/7月/9月下调销售电价1.9/2.76/2.86分/千瓦时，合计下调7.5分/千瓦时；山西电网分别于2018年4/5/9月下调销售电价1.59/1.85/3.2分/千瓦时，合计下调6.6分/千瓦时；华中电网：湖北电网分别于2018年4/5/9月下调销售电价2.56/1.93/4.21分/千瓦时，合计下调8.7分/千瓦时。据我们测算，均已达到18年降电费目标。我们认为2019-2020年政府进一步降电费并落地到发电端概率相对较低，标杆电价有望保持稳定，随煤价下跌点火价差有望不断走高。

图表29： 公司主要覆盖电网一般工商业降电价 10%目标完成情况

省份	销售电价下调 (分)					实际下调幅 度 (%)	是否完成 10%的目标 (计算值)
	2018/4	2018/5	2018/7	2018/9	合计		
蒙西	1.4	1.8		3.2	6.4	10%	完成
山东省		1.9	2.76	2.86	7.5	10%	完成
山西省	1.59	1.85		3.2	6.6	10%	完成
湖北省	2.56	1.93		4.21	8.7	10%	完成

资料来源：Wind，华泰证券研究所

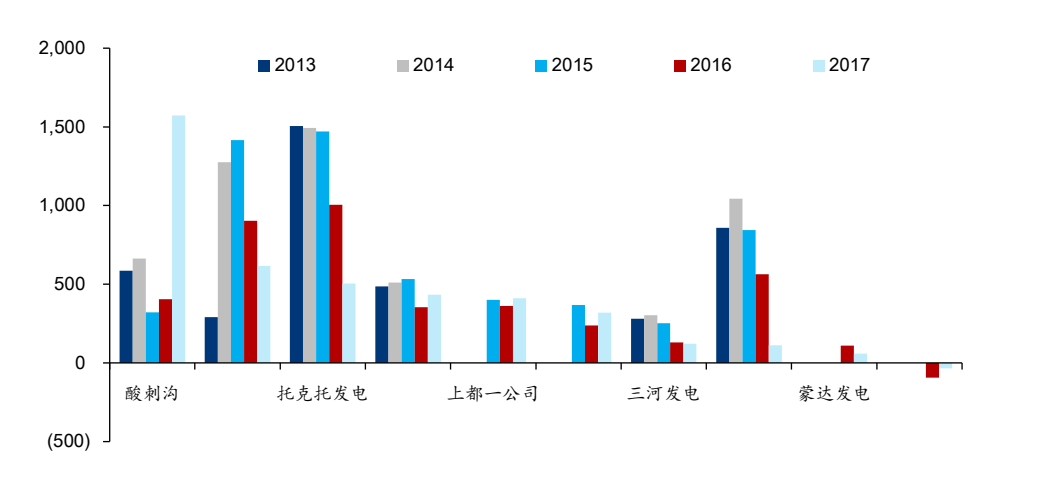


## 预计参股优质资产盈利不断改善，有望增厚公司投资收益

公司参股 11 家火电公司，1 家煤炭公司，资产质地优。京能电力参股公司质地优良，17 年实现投资收益 11.5 亿元，是税前利润 3.2 亿元的 3.6 倍，18 年参股火电企业有望随电价/利用小时改善利润大幅好转。

参股资产质地优良，为各大上市公司的核心盈利资产。内蒙华电控股蒙达发电、京达发电、上都发电、上都第二发电，这 4 家电厂利润占内蒙华电 2017 年净利润的 94.7%；大唐发电控股托克托发电、托克托第二发电，这 2 家电厂利润占大唐发电 2017 年净利润的 38.3%；华能国际控股华能北京热电，这家电厂利润占华能国际 2017 年净利润的 28.7%；国电电力控股国电大同电厂，这家电厂利润占国电电力 2017 年净利润的 4.1%。

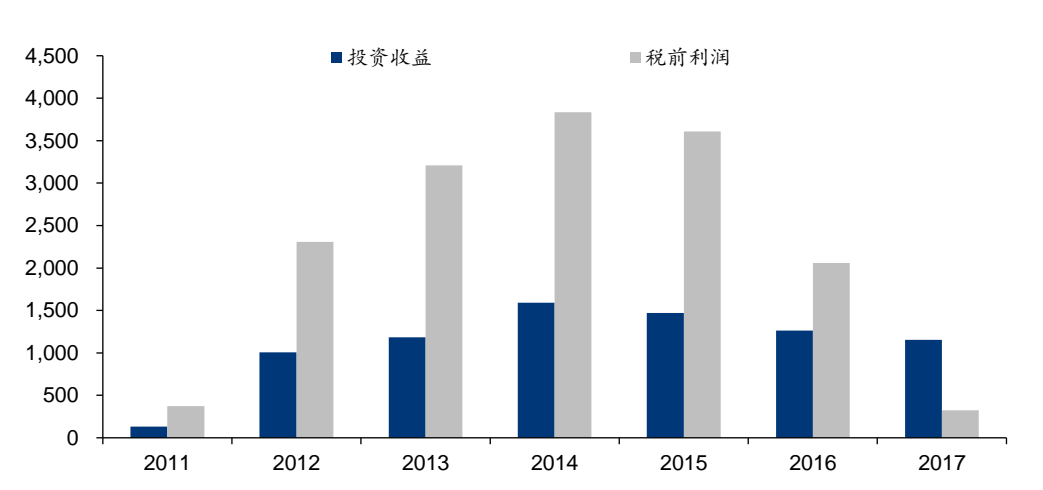
图表30：主要参股公司 13-17 年净利润情况（百万元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2013-2017 年，公司投资收益保持稳定，支撑公司业绩。而且，京能电力的投资收益是公司盈利的重要组成部分。13-17 年，投资收益占京能电力净利润比例均超过 40%。特别是 2017 年，投资收益/净利润为 443%，对冲了公司控股资产的亏损。而参股股权投资收益是公司投资收益的主体部分。2013-17 年，参股股权投资收益占总投资收益比例为 93%-99%。我们预计随煤价下跌参股电厂盈利有望不断好转，到 2020 年投资收益有望达到 20.6 亿元。

图表31：2011-2017 年投资收益与税前净利润（百万元）

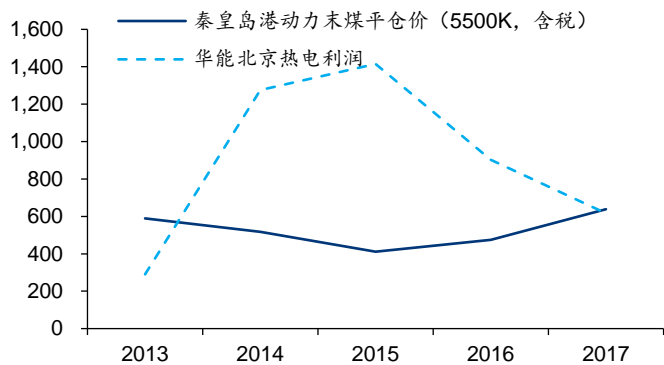


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**预计 2019 年秦港现货煤价、鄂尔多斯动力煤车板价等走低，参股电厂利润有望改善**

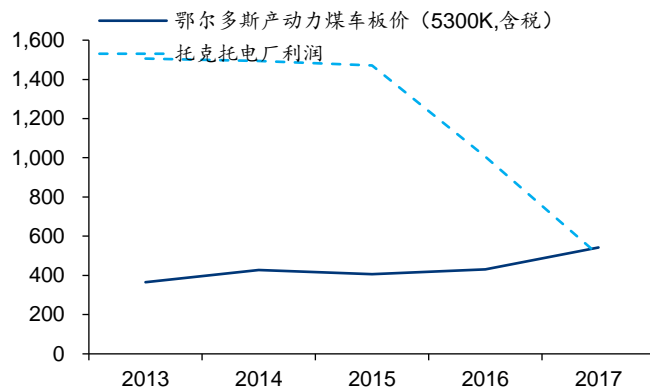
随着煤价下行，参股电厂净利润有望反转。回顾历史可以发现，以托克托电厂为代表的 8 家煤电电厂利润与当地煤价存在较强的负相关关系。我们预计 2019 年煤价会出现下行趋势，利好参股的 9 家运营电厂的业绩。

图表32： 华能北京利润（百万元）与秦港 Q5500 动力末煤价格（元/吨）



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表33： 托克托电厂利润（百万元）与鄂尔多斯 Q5300 动力煤车板价（元/吨）



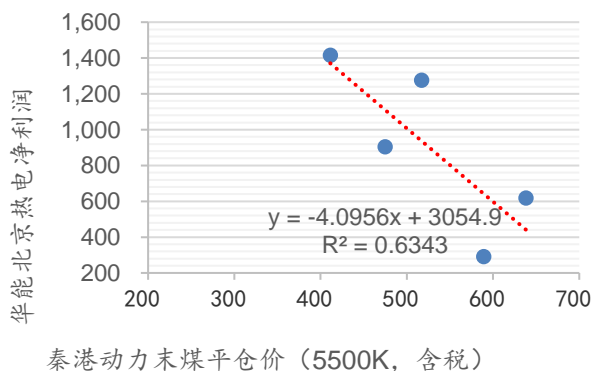
资料来源：wind，华泰证券研究所

我们做了 2 个拟合分析，公司参股电厂盈利情况与煤价负相关性较高。

- 1) 2012 年以来的托克托电厂的利润和鄂尔多斯产 Q5300 动力煤车板价的拟合分析。
  - 2) 2012 年以来的华能北京热电公司的利润和秦港 Q5500 动力末煤现货价的拟合分析。
- 得到如下结果：

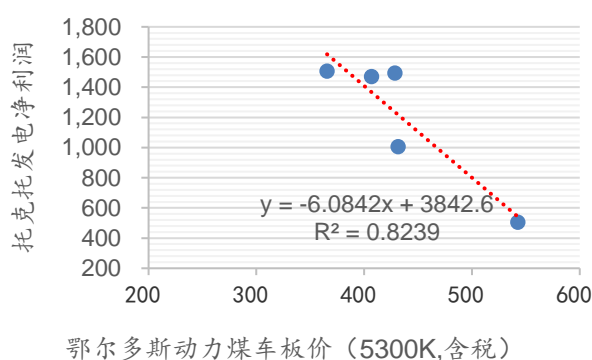
- 1) 托克托电厂利润 =  $-6.0842 \times \text{鄂尔多斯产 Q5300 动力煤车板价} + 3842.6$ ,  $R^2 = 82.39\%$ ;
- 2) 华能北京热电公司利润 =  $-4.0956 \times \text{秦港 Q5500 动力末煤现货价} + 3054.9$ ,  $R^2 = 63.43\%$ ;

图表34： 华能北京利润（百万元）与秦港 Q5500 动力末煤现货价（元/吨）回归结果



资料来源：wind，公司公告，华泰证券研究所

图表35： 托克托电厂利润（百万元）与鄂尔多斯产 Q5300 动力煤车板价（元/吨）回归结果



资料来源：wind，公司公告，华泰证券研究所

**酸刺沟煤矿扩产方案获批，预计 2020 年产量增加 50%，增厚公司投资收益**

参股的酸刺沟煤矿扩产方案获批，有望增厚公司投资收益。2018 年 11 月 1 日，酸刺沟煤矿产能置换方案获得国家发改委批准，产能将由 1200 万吨/年增至 1800 万吨/年。我们预计酸刺沟煤矿新增产能有望在 2020 年投运，有望增厚公司投资收益。

## 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.54-3.89 元

### 关键假设

**控股装机预测：**根据公司公告，截至 2018 年 12 月底，控制运营装机容量 1181 万千瓦，控制在建装机容量 443 万千瓦，预计 2018-2020 年控股装机容量分别为 1181/1422/1624 万千瓦。

图表36： 控股装机预测（万千瓦）

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
控股装机	731	1,011	1,045	1,181	1,422	1,624
蒙西	166	236	236	236	236	236
蒙东	0	30	30	30	30	30
京津唐	366	366	401	436	436	638
外送山东	132	132	132	198	264	264
山西	66	246	246	246	316	316
湖北				35	70	70

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**利用小时预测：**由于公司 18 年 4 季度有 3 台机组投产全年发电量较低，且岱海电厂 3、4 号机组由于检修发电量较低，18 年公司整体利用小时有所下降，预计 19-20 年开始回升。我们假设 2018-2020 年利用小时分别为 4171/4802/4681 小时。

图表37： 利用小时预测（万千瓦）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利用小时	5,380	4,643	4,703	4,171	4,802	4,681
蒙西	4,466	4,029	4,774	5,217	5,327	5,441
蒙东		4,853	4,700	5,373	5,481	5,590
京津唐	5,898	5,566	4,429	3,823	5,360	4,353
外送山东	5,793	5,211	5,776	3,796	4,804	5,054
山西	3,714	3,488	3,949	4,534	3,751	4,416
湖北					4,000	4,500

注：18 年利用小时以实际发电量除以年末装机得出，与公司实际披露数据或存在一定差异

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**发电量&售电量：**考虑控股装机增加，下游用电需求持续增长，预计公司 18-20 年发电量 493/649/727 亿千瓦时，假设公司 18-20 年厂用电率为 7.8%/7.8%/7.9%，则公司 18-20 年售电量 454/598/670 亿千瓦时。

**市场电量：**17 年 7 月 1 日公司机组所在各省份均上调燃煤机组标杆电价，公司整体标杆电价有所提升。蒙西、山西两电网市场电占比较高，未来市场电占比有望稳定，其余地区市场电占比或进一步提升。预计公司整体市场电占比 18-20 年分别为 40%/38%/41%。

图表38： 市场电占比预测（万千瓦）

	2018E	2019E	2020E
市场电比例	40%	38%	41%
蒙西	80%	80%	80%
蒙东	10%	15%	20%
京津唐	20%	25%	30%
外送山东	10%	15%	20%
山西	50%	50%	50%
湖北		28%	33%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

综上所述，我们预计 18-20 年公司电力收入分别为 120/160/174 亿元，分别同比增长 3%/33%/9%。热力业务方面，由于 18 年上半年公司完成供热量 1576 万吉焦，同比增加 76.85%。我们考虑未来供热面积有望随电厂投建不断增加，预计 18-20 年供热业务收入分别为 51%/30%/20%。

图表39： 收入预测（百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,873	11,113	12,221	12,910	17,020	18,569
电力	10,507	10,707	11,624	12,031	15,959	17,351
同比(%)	-16%	2%	9%	3%	33%	9%
占收入比例 (%)	97%	96%	95%	93%	94%	93%
热力	252	287	402	606	788	945
同比(%)	-25%	14%	40%	51%	30%	20%
占收入比例 (%)	2%	3%	3%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

毛利率方面，预计 18-20 年电力热力毛利率将逐渐修复。1) 电力业务：考虑 18 年电价上升及在煤价下行假设下，我们预计电力业务 18-20 年毛利率将分别为 8%/15%/17%。2) 热力业务：18 年公司供热收入大幅提升，规模效应增加或导致供热效率提升，在 19-20 年煤价下行假设下我们预计 18-20 年公司供热业务毛利率将分别为-12%/-3%/0%。

图表40： 毛利润预测（百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总毛利润	3,678	2,332	797	971	2,632	3,224
毛利率 (%)	34%	21%	7%	8%	15%	17%
电力	3,688	2,314	749	864	2,492	3,086
毛利率 (%)	35%	22%	6%	7%	16%	18%
热力	-108	-26	-75	-72	-20	-2
毛利率 (%)	-43%	-9%	-19%	-12%	-3%	0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41： 电力业务收入成本拆分

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
电力热力成本（百万元）	7,179	8,707	11,351	11,845	14,275	15,213
燃料成本（百万元）	3,511	4,462	6,435	6,773	8,418	9,176
标煤单价（元/吨，不含税）	277	297	424	427	403	391
秦皇岛动力末煤平仓价（元/吨）	411	475	638	647	600	570
供电煤耗（g/kwh）	323	330	327	325	325	325
耗煤量（标煤，万吨）	1,268	1,502	1,516	1,585	2,086	2,348
折旧（百万元）	1,760	2,231	2,231	2,255	2,429	2,630
其他（百万元）	1,908	2,013	2,685	2,817	3,428	3,407

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.54-3.89 元**

我们预测 2018~20 年 EPS 为 0.13/0.24/0.29 元，BPS 为 3.40/3.54/3.67 元。当前股价对应 2018~2020 年 P/E 为 23/13/10x，P/B 为 0.89/0.86/0.83x。P/B 估值处低位，参考火电行业内可比公司 19 年平均 P/B 为 1.1x，给予公司 19 年 1.0-1.1 倍 P/B，对应目标价为 3.54-3.89 元，给予“买入”评级。

**图表42：可比公司估值表（2019/2/21）**

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
				18E	19E	18E	19E	18E	19E	
		2019/2/21	2019/2/21							
长源电力	600483.SH	8.82	13,687	12	10	1.3	1.2	11%	12%	Wind
内蒙华电	600863.SH	2.70	15,681	19	15	1.4	1.3	7%	9%	Wind
上海电力	600021.SH	8.78	22,979	11	16	1.4	1.4	12%	8%	Wind
粤电力 A	000539.SZ	4.19	20,493	27	15	0.9	0.9	3%	6%	Wind
浙能电力	600023.SH	4.58	62,291	13	10	1.0	0.9	8%	9%	Wind
建投能源	000600.SZ	6.24	11,180	32	15	1.0	1.0	3%	6%	Wind
江苏国信	002608.SZ	7.69	29,053	11	11	1.4	1.3	13%	12%	Wind
皖能电力	000543.SZ	5.13	9,185	22	11	0.9	0.8	4%	7%	Wind
平均值			23,069	19	13	1.2	1.1	8%	9%	
京能电力	600578.SH	3.03	20,443	23	13	0.9	0.9	4%	7%	华泰

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

### 1) 煤价下降不及预期:

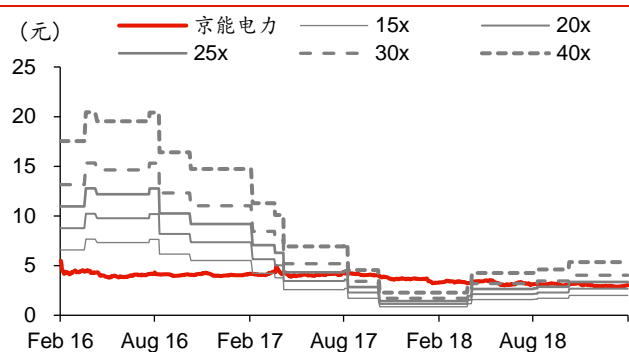
公司 19-20 年利润增长主要来源为煤价下降带来的燃料成本下降,我们假设 2019-20 年的秦皇岛港口煤价 (5500K) 分别为 600/570 元/吨。若煤价下降程度不及预期,公司盈利反转程度可能不及我们预期。

### 2) 利用小时/电价下降:

若 2019-20 年经济增速超预期下滑导致利用小时/标杆电价下调,公司盈利水平或不及我们报告预期。

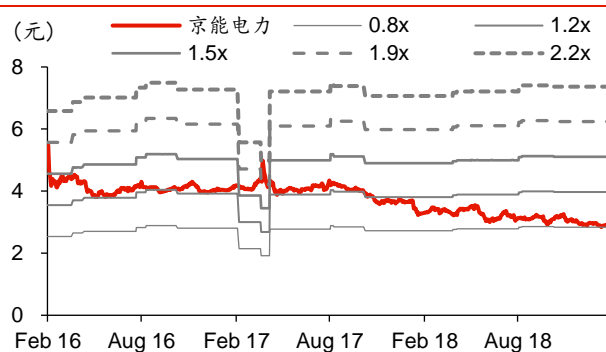
## PE/PB - Bands

图表43: 京能电力历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表44: 京能电力历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	5,173	7,708	9,719	11,387	13,364
现金	2,823	4,530	6,417	7,333	9,024
应收账款	966.03	1,419	1,499	1,976	2,156
其他应收账款	27.78	33.36	35.25	46.47	50.70
预付账款	47.07	81.53	85.20	102.68	109.52
存货	742.61	708.14	732.07	883.97	943.44
其他流动资产	565.85	935.76	951.37	1,044	1,080
非流动资产	48,699	53,317	54,919	55,879	56,019
长期投资	9,727	9,987	9,987	9,987	9,987
固定投资	28,733	27,371	26,585	29,934	29,923
无形资产	832.97	821.64	810.72	800.18	790.02
其他非流动资产	9,406	15,138	17,537	15,158	15,318
资产总计	53,871	61,024	64,639	67,266	69,382
流动负债	15,767	19,284	16,240	17,446	18,061
短期借款	4,797	8,251	5,000	5,000	5,000
应付账款	3,396	4,205	4,296	5,059	5,270
其他流动负债	7,575	6,829	6,943	7,387	7,791
非流动负债	13,677	15,255	21,619	21,619	21,619
长期借款	7,431	10,558	16,222	16,222	16,222
其他非流动负债	6,246	4,697	5,397	5,397	5,397
负债合计	29,445	34,539	37,859	39,065	39,680
少数股东权益	3,889	4,057	3,871	4,294	4,962
股本	6,029	6,747	6,747	6,747	6,747
资本公积	6,578	8,364	8,364	8,364	8,364
留存公积	7,930	7,317	7,799	8,796	9,630
归属母公司股东权益	20,538	22,428	22,910	23,907	24,740
负债和股东权益	53,871	61,024	64,639	67,266	69,382

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	3,297	1,729	2,714	4,543	4,938
净利润	1,686	534.13	886.39	1,618	1,966
折旧摊销	2,231	2,231	2,255	2,429	2,630
财务费用	961.42	1,020	1,248	1,297	1,290
投资损失	(1,265)	(1,155)	(1,592)	(1,702)	(1,969)
营运资金变动	(499.12)	(665.81)	81.11	455.62	329.51
其他经营现金	182.61	(235.46)	(163.96)	446.00	690.32
投资活动现金	(2,878)	(6,159)	(2,288)	(1,709)	(823.84)
资本支出	4,461	5,434	3,873	3,404	2,785
长期投资	258.55	1,401	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(1,842)	(676.20)	(1,585)	(1,695)	(1,962)
筹资活动现金	(293.32)	5,974	1,460	(1,918)	(2,423)
短期借款	2,621	3,454	(3,251)	0.00	0.00
长期借款	2,156	3,127	5,664	0.00	0.00
普通股增加	1,412	717.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,995	1,785	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(9,478)	(3,110)	(952.98)	(1,918)	(2,423)
现金净增加额	125.30	1,544	1,887	916.44	1,691

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,113	12,221	12,910	17,020	18,569
营业成本	8,782	11,424	11,939	14,388	15,345
营业税金及附加	179.47	168.33	177.82	234.44	255.78
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	541.07	513.07	503.48	663.77	724.21
财务费用	961.42	1,020	1,248	1,297	1,290
资产减值损失	0.30	23.18	24.49	32.28	35.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,265	1,155	1,592	1,702	1,969
营业利润	1,914	287.32	676.54	2,195	2,983
营业外收入	149.40	43.38	123.38	50.00	50.00
营业外支出	6.35	7.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	2,057	322.98	799.92	2,245	3,033
所得税	206.61	62.51	100.00	203.31	398.96
净利润	1,850	260.47	699.92	2,041	2,634
少数股东损益	164.90	(273.66)	(186.48)	423.48	667.80
归属母公司净利润	1,686	534.13	886.39	1,618	1,966
EBITDA	3,826	2,332	2,531	4,149	4,861
EPS (元, 基本)	0.28	0.08	0.13	0.24	0.29

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	2.21	9.96	5.64	31.84	9.10
营业利润	(45.58)	(84.99)	135.47	224.38	35.91
归属母公司净利润	(35.54)	(68.31)	65.95	82.51	21.51
获利能力 (%)					
毛利率	20.98	6.52	7.52	15.47	17.36
净利率	15.17	4.37	6.87	9.50	10.59
ROE	9.23	2.49	3.91	6.91	8.08
ROIC	4.78	0.14	0.46	3.66	4.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.66	56.60	58.57	58.08	57.19
净负债比率 (%)	55.23	66.99	67.49	65.41	64.39
流动比率	0.33	0.40	0.60	0.65	0.74
速动比率	0.28	0.36	0.55	0.60	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.21	0.21	0.26	0.27
应收账款周转率	10.47	10.25	8.85	9.80	8.99
应付账款周转率	3.33	3.01	2.81	3.08	2.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.08	0.13	0.24	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.26	0.40	0.67	0.73
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.32	3.40	3.54	3.67
估值比率					
PE (倍)	12.13	38.27	23.06	12.64	10.40
PB (倍)	1.00	0.91	0.89	0.86	0.83
EV_EBITDA (倍)	11.40	18.70	17.24	10.51	8.98

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com