

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 3.25  
合理价格区间(元): 4.00~4.73

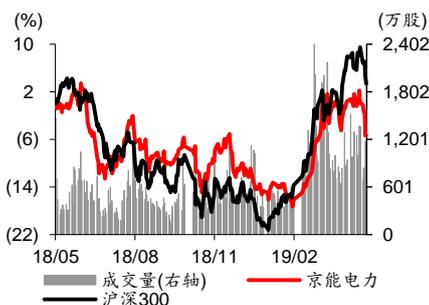
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

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

相关研究

1《京能电力(600578,买入): 装机高增长, 火电资产低估显著》2019.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 19Q1 超预期, 盈利有望高增长

## 京能电力(600578)

### 18 年符合预期, 19Q1 高增长

18 年公司实现营收 126.95 亿 (+3.9%), 实现归母净利润/扣非归母净利润 8.91/8.33 亿 (+66.9%/81.7%), 与业绩预告 8.86 亿归母净利润基本一致。19Q1 公司实现营收 37.4 亿 (+30.9%), 实现归母净利润/扣非归母净利润 4.36/4.32 亿 (+193.5%/209.4%), 超市场预期。我们认为公司 19 年盈利有望随机组复产/投产以及煤价下行逐渐提升。微调盈利预测, 预计 19-20 年公司实现利润 16.2/19.5 亿 (调整前为 16.2/19.7 亿), 预计 19-20 年公司 BPS 为 3.64/3.93 元 (调整前为 3.54/3.67 元)。可比公司 19 年平均 P/B 为 1.2x, 给公司 19 年 1.1-1.3x 目标 P/B, 目标价 4.00-4.73 元/股, “买入”评级。

### 装机陆续复产/投产, 公司电量有望保持较高增长

根据发电量公告, 剔除检修中的岱海电厂外公司 18 年发电量为 421 亿千瓦时, 同比+9%, 19Q1 实现发电量 137 亿千瓦时 (+25.9%), 上网电量 126 亿千瓦时 (26.5%)。19Q1 发电量高速增长除因为利用小时维持高位以外, 此外岱海机组 19Q1 陆续复产, 叠加锡林郭勒 1、2 号机以及湖北十堰一号机组投产也是重要原因。截至 18 年底, 公司控股机组装机容量 1146 万千瓦, 在建机组 478 万千瓦。在建机组有望于 19-21 年陆续投产, 且截至 18 年底公司权益装机中外送装机占比已经高达 47%, 利用小时有望受益于控煤省份限制煤炭消费量而保持高位。

### 坚定看好煤价下行趋势, 看好火电行业成本下降

陕西复产迟缓叠加内蒙矿难引发的安检致使煤炭供应收缩, 根据 Wind 数据, 2 月 11 日至 3 月 8 日秦港动力煤 (5500K) 上涨 56 元/吨 (+9.6%), 我们坚定认为长期煤炭供需依旧向宽松演变, 目前煤价上行态势已出现回撤, 3 月 8 日至 4 月 25 日煤价已降低 24 元/吨 (-3.8%)。公司煤价弹性高, 19-20 年参股 9 家主要电厂盈利有望随煤价下行逐渐改善。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 我们预测归母净利润的 16%/14%。

### 积极收购集团资产, 装机有望进一步提升

4 月 20 日公告拟分别以 2.41/1.60/4.08 亿收购河南京煤滑洲热电 100% 股权、江西宜春京煤热电 100% 股权、内蒙京海煤研石发电 51% 股权, 均以现金收购, 收购 P/B 分别为 1.07/1.06/1.16x (评估基准日 18 年 7 月 31 日)。其中滑洲热电装机容量 70 万千瓦, 内蒙京海热电装机容量 66 万千瓦均已投产, 合计占公司 18 年控股装机容量的 12%, 宜春热电机组尚未投运。我们认为公司积极收购集团资产有望提升控股装机, 盈利能力有望增强。

### 微调盈利预测, 维持“买入”评级

年报费用率略高于预期, 微调盈利预测, 预计 19-20 年公司实现利润 16.2/19.5 亿 (调整前为 16.2/19.7 亿), 预计 19-20 年公司 BPS 为 3.64/3.93 元 (调整前为 3.54/3.67 元)。可比公司 19 年平均 P/B 为 1.2x, 给公司 19 年 1.1-1.3x 目标 P/B, 目标价 4.00-4.73 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 煤价维持高位风险、利用小时数下滑/电价下降风险。

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)     | 21,927    |
| 总资产 (百万元)     | 69,087    |
| 每股净资产 (元)     | 3.46      |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 12,221  | 12,695 | 16,814 | 18,805 | 19,940 |
| +/-%           | 9.96    | 3.88   | 32.44  | 11.85  | 6.03   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 534.13  | 891.65 | 1,621  | 1,953  | 2,163  |
| +/-%           | (68.31) | 66.93  | 81.78  | 20.48  | 10.78  |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.08    | 0.13   | 0.24   | 0.29   | 0.32   |
| PE (倍)         | 41.05   | 24.59  | 13.53  | 11.23  | 10.14  |

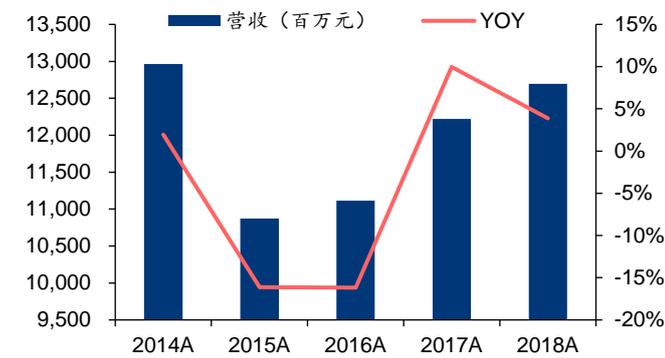
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

| 项目          | 原预测 (调整前) |       | 现预测 (调整后) |       | 变化幅度  |       |
|-------------|-----------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|             | 2019E     | 2020E | 2019E     | 2020E | 2019E | 2020E |
| 收入增速 (%)    | 31.8%     | 9.1%  | 32.4%     | 11.8% | 0.6%  | 2.7%  |
| 毛利率 (%)     | 15.5%     | 17.4% | 17.1%     | 18.4% | 1.7%  | 1.0%  |
| 期间费用率 (%)   | 11.5%     | 10.8% | 12.2%     | 11.2% | 0.7%  | 0.4%  |
| 净利率 (%)     | 9.5%      | 10.6% | 9.6%      | 10.4% | 0.1%  | -0.2% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,618     | 1,966 | 1,621     | 1,953 | 0.2%  | -0.7% |
| EPS (元)     | 0.24      | 0.29  | 0.24      | 0.29  | 0.2%  | -0.7% |
| BPS (元)     | 3.54      | 3.67  | 3.64      | 3.93  | 2.6%  | 7.1%  |

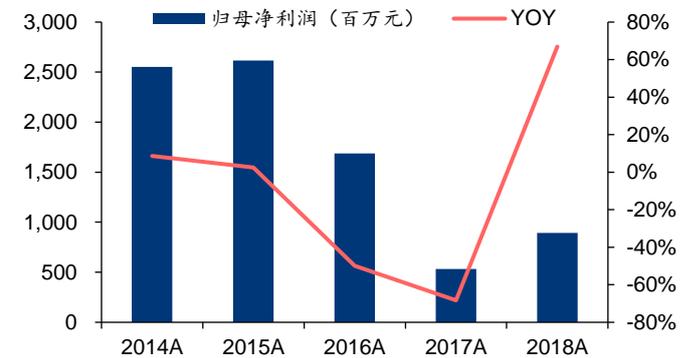
资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 公司 2014-2018 收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司 2014-2018 归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

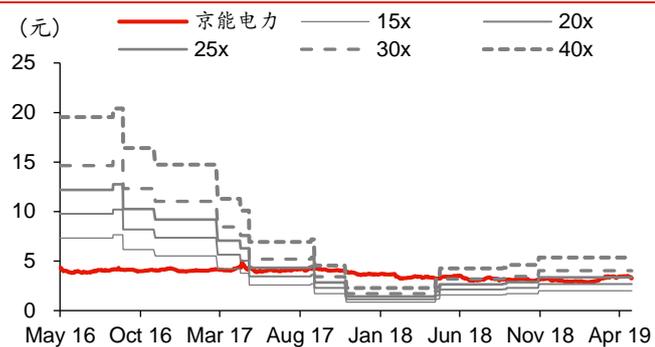
图表4: 可比公司估值表 (2019/4/28)

| 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   |
|-------|-----------|----------|--------|--------|-----|--------|-----|-----------|-----|------|
|       |           |          |        | 19E    | 20E | 19E    | 20E | 19E       | 20E |      |
| 长源电力  | 600483.SH | 9.05     | 14,044 | 10     | 8   | 1.3    | 1.2 | 13%       | 14% | Wind |
| 内蒙华电  | 600863.SH | 3.20     | 18,585 | 15     | 12  | 1.4    | 1.4 | 10%       | 11% | Wind |
| 上海电力  | 600021.SH | 8.84     | 23,136 | 16     | 15  | 1.4    | 1.3 | 8%        | 9%  | Wind |
| 粤电力 A | 000539.SZ | 4.59     | 22,297 | 22     | 16  | 1.0    | 0.9 | 4%        | 6%  | Wind |
| 浙能电力  | 600023.SH | 4.71     | 64,059 | 12     | 10  | 1.0    | 0.9 | 9%        | 10% | Wind |
| 建投能源  | 000600.SZ | 7.36     | 13,186 | 15     | 11  | 1.1    | 1.1 | 7%        | 9%  | Wind |
| 江苏国信  | 002608.SZ | 9.11     | 34,418 | 10     | 10  | 1.4    | 1.2 | 14%       | 12% | Wind |
| 皖能电力  | 000543.SZ | 5.02     | 8,988  | 11     | 9   | 0.8    | 0.7 | 7%        | 8%  | Wind |
| 平均值   |           |          |        | 14     | 11  | 1.2    | 1.1 | 9%        | 10% |      |
| 京能电力  | 600578.SH | 3.25     | 21,927 | 14     | 11  | 0.9    | 0.8 | 7%        | 8%  | 华泰   |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

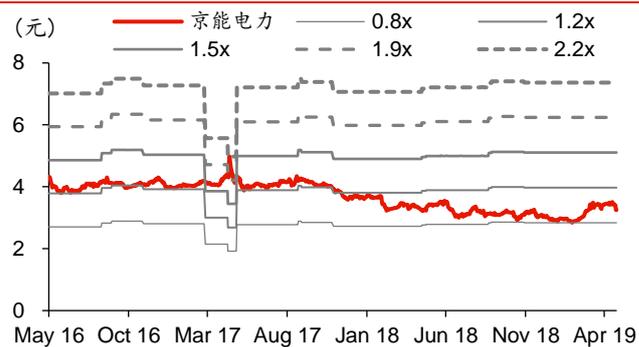
### PE/PB - Bands

图表5: 京能电力历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 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) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 7,708  | 9,911  | 13,658 | 17,970 | 20,290 |
| 现金         | 4,530  | 5,969  | 8,796  | 12,644 | 14,667 |
| 应收账款       | 1,419  | 1,633  | 2,162  | 2,418  | 2,564  |
| 其他应收账款     | 33.36  | 91.99  | 121.83 | 136.26 | 144.48 |
| 预付账款       | 81.53  | 109.02 | 134.01 | 147.56 | 158.23 |
| 存货         | 708.14 | 1,005  | 1,244  | 1,377  | 1,483  |
| 其他流动资产     | 935.76 | 1,103  | 1,200  | 1,247  | 1,273  |
| 非流动资产      | 53,317 | 58,579 | 59,679 | 59,985 | 58,923 |
| 长期投资       | 9,987  | 10,954 | 10,954 | 10,954 | 10,954 |
| 固定投资       | 27,371 | 30,018 | 35,421 | 36,966 | 36,784 |
| 无形资产       | 821.64 | 1,193  | 1,551  | 1,897  | 2,230  |
| 其他非流动资产    | 15,138 | 16,415 | 11,754 | 10,169 | 8,955  |
| 资产总计       | 61,024 | 68,490 | 73,336 | 77,956 | 79,214 |
| 流动负债       | 19,284 | 17,539 | 20,328 | 22,319 | 23,737 |
| 短期借款       | 8,251  | 8,343  | 8,343  | 8,343  | 8,343  |
| 应付账款       | 4,205  | 4,920  | 5,934  | 6,407  | 6,736  |
| 其他流动负债     | 6,829  | 4,276  | 6,052  | 7,569  | 8,659  |
| 非流动负债      | 15,255 | 23,543 | 23,543 | 23,543 | 20,543 |
| 长期借款       | 10,558 | 17,512 | 17,512 | 17,512 | 14,512 |
| 其他非流动负债    | 4,697  | 6,031  | 6,031  | 6,031  | 6,031  |
| 负债合计       | 34,539 | 41,082 | 43,871 | 45,862 | 44,281 |
| 少数股东权益     | 4,057  | 4,495  | 4,931  | 5,607  | 6,283  |
| 股本         | 6,747  | 6,747  | 6,747  | 6,747  | 6,747  |
| 资本公积       | 8,364  | 8,362  | 8,362  | 8,362  | 8,362  |
| 留存公积       | 7,317  | 7,804  | 9,425  | 11,378 | 13,541 |
| 归属母公司股东权益  | 22,428 | 22,913 | 24,534 | 26,486 | 28,650 |
| 负债和股东权益    | 61,024 | 68,490 | 73,336 | 77,956 | 79,214 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017     | 2018     | 2019E   | 2020E    | 2021E   |
|------------|----------|----------|---------|----------|---------|
| 经营活动现金     | 1,729    | 2,455    | 5,832   | 6,019    | 5,881   |
| 净利润        | 534.13   | 891.65   | 1,621   | 1,953    | 2,163   |
| 折旧摊销       | 2,231    | 1,998    | 2,263   | 2,514    | 2,657   |
| 财务费用       | 1,020    | 1,229    | 1,341   | 1,315    | 1,221   |
| 投资损失       | (1,155)  | (1,575)  | (1,701) | (1,967)  | (1,959) |
| 营运资金变动     | (665.81) | (271.09) | 1,878   | 1,535    | 1,129   |
| 其他经营现金     | (235.46) | 182.89   | 430.23  | 669.83   | 669.83  |
| 投资活动现金     | (6,159)  | (5,162)  | (1,663) | (855.23) | 362.39  |
| 资本支出       | 5,434    | 5,677    | 3,363   | 2,821    | 1,595   |
| 长期投资       | 1,401    | 375.70   | 0.00    | 0.00     | 0.00    |
| 其他投资现金     | (676.20) | (890.55) | (1,699) | (1,966)  | (1,958) |
| 筹资活动现金     | 5,974    | 4,160    | (1,341) | (1,315)  | (4,221) |
| 短期借款       | 3,454    | 91.87    | 0.00    | 0.00     | 0.00    |
| 长期借款       | 3,127    | 6,954    | 0.00    | 0.00     | (3,000) |
| 普通股增加      | 717.70   | 0.00     | 0.00    | 0.00     | 0.00    |
| 资本公积增加     | 1,785    | (2.01)   | 0.00    | 0.00     | 0.00    |
| 其他筹资现金     | (3,110)  | (2,884)  | (1,341) | (1,315)  | (1,221) |
| 现金净增加额     | 1,544    | 1,453    | 2,827   | 3,849    | 2,022   |

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)  | 2017     | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 12,221   | 12,695  | 16,814 | 18,805 | 19,940 |
| 营业成本        | 11,424   | 11,336  | 13,935 | 15,343 | 16,454 |
| 营业税金及附加     | 168.33   | 184.42  | 244.25 | 273.18 | 289.66 |
| 营业费用        | 0.00     | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 管理费用        | 513.07   | 533.83  | 707.01 | 790.76 | 538.37 |
| 财务费用        | 1,020    | 1,229   | 1,341  | 1,315  | 1,221  |
| 资产减值损失      | 23.18    | 238.82  | 148.16 | 165.71 | 175.70 |
| 公允价值变动收益    | 0.00     | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益       | 1,155    | 1,575   | 1,701  | 1,967  | 1,959  |
| 营业利润        | 287.32   | 809.82  | 2,221  | 2,976  | 3,317  |
| 营业外收入       | 43.38    | 20.69   | 50.00  | 50.00  | 50.00  |
| 营业外支出       | 7.72     | 9.45    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额        | 322.98   | 821.06  | 2,271  | 3,026  | 3,367  |
| 所得税         | 62.51    | 13.13   | 213.71 | 396.93 | 528.03 |
| 净利润         | 260.47   | 807.93  | 2,057  | 2,629  | 2,839  |
| 少数股东损益      | (273.66) | (83.72) | 436.33 | 675.93 | 675.93 |
| 归属母公司净利润    | 534.13   | 891.65  | 1,621  | 1,953  | 2,163  |
| EBITDA      | 2,332    | 2,625   | 4,176  | 4,898  | 5,301  |
| EPS (元, 基本) | 0.08     | 0.13    | 0.24   | 0.29   | 0.32   |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力          |         |        |        |       |       |
| 营业收入          | 9.96    | 3.88   | 32.44  | 11.85 | 6.03  |
| 营业利润          | (84.99) | 181.86 | 174.25 | 33.98 | 11.48 |
| 归属母公司净利润      | (68.31) | 66.93  | 81.78  | 20.48 | 10.78 |
| 获利能力 (%)      |         |        |        |       |       |
| 毛利率           | 6.52    | 10.71  | 17.12  | 18.41 | 17.48 |
| 净利率           | 4.37    | 7.02   | 9.64   | 10.38 | 10.85 |
| ROE           | 2.49    | 3.93   | 6.83   | 7.65  | 7.85  |
| ROIC          | 0.14    | 1.43   | 3.65   | 4.36  | 4.82  |
| 偿债能力          |         |        |        |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 56.60   | 59.98  | 59.82  | 58.83 | 55.90 |
| 净负债比率 (%)     | 66.99   | 67.96  | 63.64  | 60.88 | 56.28 |
| 流动比率          | 0.40    | 0.57   | 0.67   | 0.81  | 0.85  |
| 速动比率          | 0.36    | 0.51   | 0.61   | 0.74  | 0.79  |
| 营运能力          |         |        |        |       |       |
| 总资产周转率        | 0.21    | 0.20   | 0.24   | 0.25  | 0.25  |
| 应收账款周转率       | 10.25   | 8.32   | 8.86   | 8.21  | 8.00  |
| 应付账款周转率       | 3.01    | 2.48   | 2.57   | 2.49  | 2.50  |
| 每股指标 (元)      |         |        |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.08    | 0.13   | 0.24   | 0.29  | 0.32  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.26    | 0.36   | 0.86   | 0.89  | 0.87  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 3.32    | 3.40   | 3.64   | 3.93  | 4.25  |
| 估值比率          |         |        |        |       |       |
| PE (倍)        | 41.05   | 24.59  | 13.53  | 11.23 | 10.14 |
| PB (倍)        | 0.98    | 0.96   | 0.89   | 0.83  | 0.77  |
| EV_EBITDA (倍) | 20.16   | 17.91  | 11.26  | 9.60  | 8.87  |

## 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