

业绩符合预期，重视成长属性

——京能电力(600578.SH) 2018 年报暨 2019 一季报点评

公司简报

买入(维持)

当前价/目标价: 3.25/4.21 元

分析师

王威(执业证书编号: S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

联系人

于鸿光

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

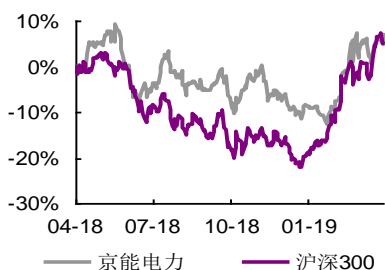
总股本(亿股): 67.47

总市值(亿元): 219.27

一年最低/最高(元): 2.82/3.64

近3月换手率: 9.19%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.66	-10.04	-6.66
绝对	-1.77	12.10	-3.14

资料来源: Wind

相关研报

弹性诚可贵，成长价更高——京能电力(600578.SH)投资价值分析报告
 2019-03-14

事件:

京能电力发布 2018 年年报及 2019 年一季报。2018 年公司实现营业收入 127 亿元，同比增长 3.9%；归母净利润 8.9 亿元，同比增长 66.9%。2019Q1 公司营业收入 37.4 亿元，同比增长 30.9%；归母净利润 4.4 亿元，同比增长 194%。公司业绩符合预期。

点评:

◆电量电价同比提升:

2018 年公司新投产机组包括涿州热电(1*35 万千瓦)和锡林发电(1*66 万千瓦)，截至 2018 年底公司控股装机容量增长至 1146 万千瓦。2018 年公司发电量 493 亿千瓦时，同比增长 3.1%。公司发电量增速相对较低的主要原因为岱海电厂部分机组停机改造影响。受电价调整的翘尾效应及结构性因素影响，2018 年公司平均上网电价约 0.30 元/千瓦时，同比提升约 1 分/千瓦时。2019Q1 公司量价齐升势头延续:公司发电量 137 亿千瓦时，同比增长 25.9%；平均电价 0.31 元/千瓦时，同比增长 3.9%。

◆并表业务盈利改善，单季度业绩环比持续提升:

2017 年以来受煤价等因素影响，公司并表业务盈利状况不佳，公司投资收益是拉动利润增长的重要因素。2018 年公司并表业务盈利好转，部分控股企业实现扭亏或减亏，剔除投资收益的利润(利润总额-投资收益)为-7.5 亿元，同比减亏 0.8 亿元。2019Q1 剔除投资收益的利润为 1.2 亿元，同比扭亏为盈(2018Q1 为-2.8 亿元)。受益于发电主业盈利回暖及投资收益贡献，公司自 2018Q1 以来单季度业绩环比持续提升。公司 2018Q4、2019Q1 归母净利润分别为 2.9、4.4 亿元，环比分别增长 1.9%、47.9%。我们认为季度环比增速的波动主要系 2018Q4 计提的资产减值损失(2.4 亿元)影响。

◆稀缺成长性值得重视:

除 2018 年新并表装机 101 万千瓦外，2019 年公司的装机增长亦值得期待。公司年报显示，锡林发电 2#机组(1*66 万千瓦)2019 年 1 月投产；十堰热电(2*35 万千瓦)、吕临发电(2*35 万千瓦)列入应急调峰储备机组；京欣发电(2*35 万千瓦)预计 2019 年内投产。公司稀缺的成长性值得重视，结合我们 2018 年以来“火电行业走出至暗时刻”的判断，公司有望实现超越行业平均水平的“增收更增利”。

◆盈利预测、估值与评级:

根据公司发电量及煤价变化，我们小幅上调 2019、2020 年的预测归母净利润至 13.1、15.2 亿元(调整前分别为 12.8、15.0 亿元)，新增 2021 年的预测归母净利润为 17.5 亿元。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.19、0.22、0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、13 倍，对应 PB 分别为 0.93、0.90、0.87 倍。维持目标价 4.21 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

机组投产或资产注入进度慢于预期，动力煤价格超预期上行，综合上网电价下调的风险，下游用户用电需求低于预期等。

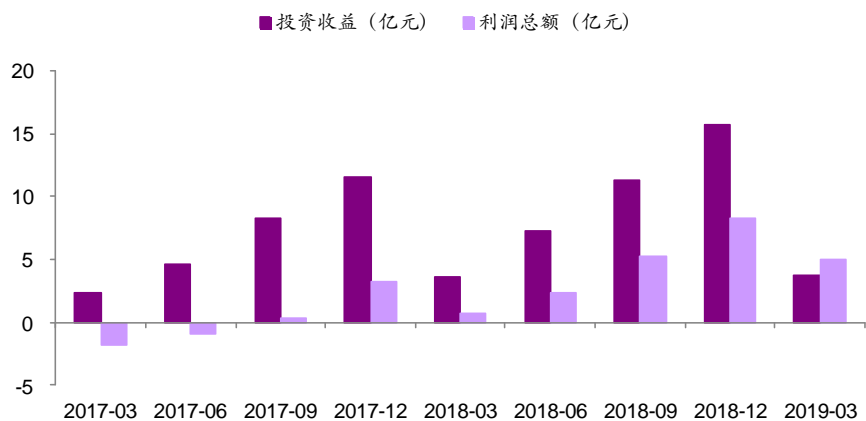
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,221	12,695	17,391	19,243	20,999
营业收入增长率	10.0%	3.9%	37.0%	10.7%	9.1%
净利润（百万元）	534	892	1,314	1,516	1,749
净利润增长率	-68.3%	66.9%	47.4%	15.4%	15.4%
EPS（元）	0.08	0.13	0.19	0.22	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.4%	3.9%	5.5%	6.2%	6.9%
P/E	41	25	17	14	13
P/B	0.98	0.96	0.93	0.90	0.87

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年4月26日

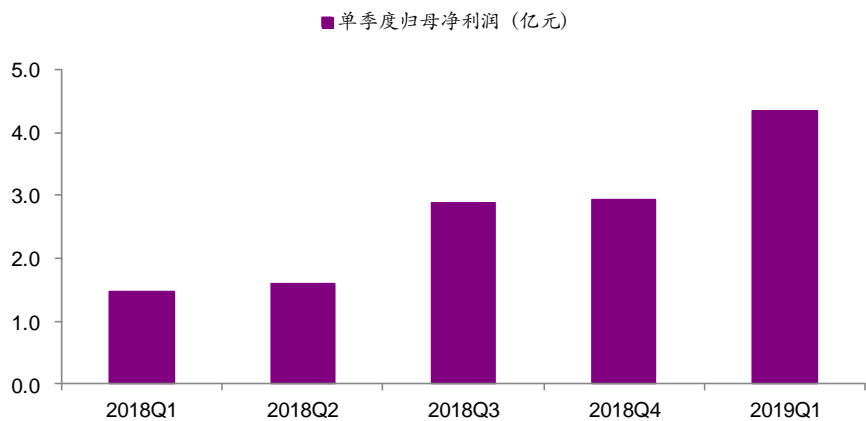
附图

图 1：公司季度累计投资收益与利润总额

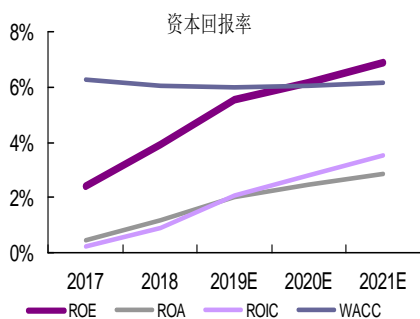
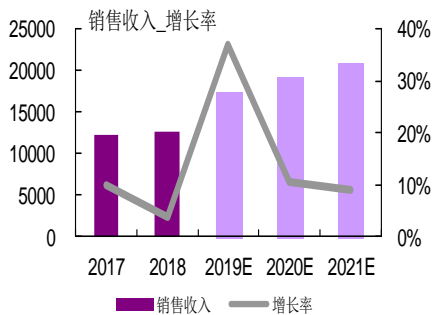
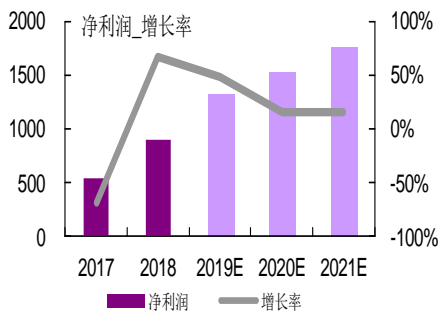
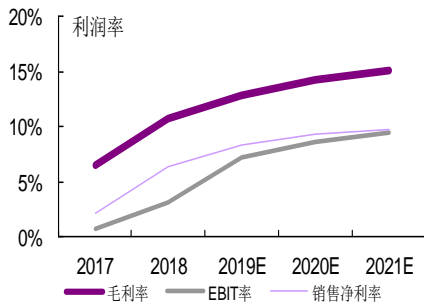


资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,221	12,695	17,391	19,243	20,999
营业成本	11,424	11,336	15,144	16,498	17,821
折旧和摊销	2,231	1,998	2,666	3,006	3,141
营业税费	168	184	253	280	305
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	513	534	731	809	883
财务费用	1,020	1,229	1,198	1,336	1,328
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,155	1,575	1,750	1,900	1,900
营业利润	287	810	1,814	2,219	2,562
利润总额	323	821	1,825	2,230	2,572
少数股东损益	-274	-84	146	268	309
归属母公司净利润	534	892	1,314	1,516	1,749

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	61,024	68,490	72,795	72,890	72,793
流动资产	7,708	9,911	12,024	13,194	14,307
货币资金	4,530	5,969	6,956	7,697	8,400
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,419	1,633	2,236	2,475	2,701
应收票据	277	299	409	453	494
其他应收款	33	92	126	139	152
存货	708	1,005	1,346	1,467	1,585
可供出售投资	373	373	373	373	373
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9,987	10,954	11,811	12,742	13,673
固定资产	27,371	30,018	37,977	38,924	37,736
无形资产	822	1,193	1,133	1,076	1,022
总负债	34,539	41,082	44,467	43,508	42,245
无息负债	9,902	10,363	12,083	12,756	13,413
有息负债	24,637	30,719	32,384	30,752	28,833
股东权益	26,485	27,408	28,328	29,382	30,548
股本	6,747	6,747	6,747	6,747	6,747
公积金	12,358	12,565	12,565	12,565	12,565
未分配利润	3,323	3,601	4,375	5,162	6,019
少数股东权益	4,057	4,495	4,641	4,909	5,217

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,729	2,455	4,168	4,470	4,872
净利润	534	892	1,314	1,516	1,749
折旧摊销	2,231	1,998	2,666	3,006	3,141
净营运资金增加	1,502	527	1,284	497	457
其他	-2,538	-962	-1,096	-550	-474
投资活动产生现金流	-6,159	-5,162	-3,107	-31	-31
净资本支出	-5,434	-5,664	-4,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	9,987	10,954	-858	-931	-931
其他资产变化	-10,712	-10,452	1,750	1,900	1,900
融资活动现金流	5,974	4,160	-73	-3,698	-4,139
股本变化	718	0	0	0	0
债务净变化	8,374	6,082	1,665	-1,632	-1,919
无息负债变化	-3,280	461	1,720	673	657
净现金流	1,544	1,453	988	741	703

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.96%	3.88%	36.99%	10.65%	9.13%
净利润增长率	-68.31%	66.93%	47.36%	15.41%	15.36%
EBITDA 增长率	-39.53%	3.31%	63.65%	18.69%	10.06%
EBIT 增长率	-94.27%	335.23%	213.92%	31.20%	20.18%
估值指标					
PE	41	25	17	14	13
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	19	21	13	11	9
EV/EBIT	484	123	41	30	24
EV/NOPLAT	600	125	51	37	30
EV/Sales	4	4	3	3	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	6.52%	10.71%	12.92%	14.26%	15.13%
EBITDA 率	19.01%	18.90%	22.58%	24.22%	24.43%
EBIT 率	0.76%	3.17%	7.26%	8.60%	9.47%
税前净利润率	2.64%	6.47%	10.49%	11.59%	12.25%
税后净利润率 (归属母公司)	4.37%	7.02%	7.56%	7.88%	8.33%
ROA	0.43%	1.18%	2.01%	2.45%	2.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.38%	3.89%	5.55%	6.20%	6.91%
经营性 ROIC	0.18%	0.86%	2.08%	2.82%	3.51%
偿债能力					
流动比率	0.40	0.57	0.60	0.70	0.81
速动比率	0.36	0.51	0.54	0.62	0.72
归属母公司权益/有息债务	0.91	0.75	0.73	0.80	0.88
有形资产/有息债务	2.41	2.17	2.20	2.32	2.47
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.08	0.13	0.19	0.22	0.26
每股红利	0.06	0.08	0.11	0.13	0.15
每股经营现金流	0.26	0.36	0.62	0.66	0.72
每股自由现金流(FCFF)	-0.68	-0.53	-0.24	0.42	0.49
每股净资产	3.32	3.40	3.51	3.63	3.75
每股销售收入	1.81	1.88	2.58	2.85	3.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼