

公司研究/中报点评

2019年08月21日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 3.36
合理价格区间(元): 3.64~4.37

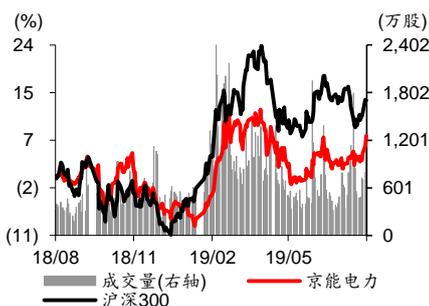
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

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

相关研究

- 1《京能电力(600578,买入): 19Q1 超预期, 盈利有望高增长》2019.04
- 2《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

业绩符合预期, 火电资产仍低估

京能电力(600578)

延续高增长, 19H1 符合预期

19H1 公司实现营收 80.3 亿 (同比+26.6%), 归母净利润 6.80 亿 (同比+124.8%), 扣非归母净利润 6.64 亿 (同比+146.4%)。公司营收及净利润延续 Q1 高增长趋势, 业绩符合预期。报告期内公司入厂标煤单价同比减 3.9%, 不含税电价同比增 2.94%, 多数区域利用小时改善。报告期内 7 家控股电厂扭亏为盈, 新投产锡林郭勒电厂投产即盈利。公司装机高增长 (控股在建机组占存量机组 32%), 盈利有望随煤价下行不断改善。维持 19-21 年盈利预测 16.2/19.5/21.5 亿, 预计 19BPS3.64 元, 参考可比公司估值给予公司 19 年 1.0-1.2x 目标 P/B, 目标价 3.64-4.37 元/股, 维持“买入”。

三要素整体向好, 存量机组大幅扭亏

根据公司中报, 报告期内公司入厂标煤单价同比降低 16.05 元/吨, 降幅达到 3.9%; 平均售电单价 259.74 元/千千瓦时 (不含税), 较去年同期增幅 2.94%; 京津唐/蒙西/东北/宁夏区域机组分别实现利用小时 2148/2536/2731/2670 小时, 分别同比+217/88/28/703 小时, 仅山西区域利用小时小幅下滑, 煤价、电价、利用小时三要素整体向好。受益于三要素向好, 报告期内 7 家控股电厂扭亏为盈, 宁东发电 (持股 65%) 同比增利 1.2 亿, 盛乐 (持股 100%) /京隆 (持股 100%) /岱海 (持股 51%) 分别增利 6870/5658/5377 万元。我们看好存量机组全年盈利持续改善。

装机高增长, 新增机组盈利可期

截至 19H1, 公司控股装机达到 1424 万千瓦, 同比提升 344 万千瓦 (+32%), 新增机组分别为湖北十堰 2*35 万千瓦机组、锡林郭勒 2*66 万千瓦机组、京隆电厂新增 6 万千瓦装机、以及报告期新收购的滑洲热电 70 万千瓦装机和京海热电 66 万千瓦装机。其中新投产的锡林郭勒电厂 19H1 实现净利润 2400 万元, 有效贡献增量利润。19H1 公司控股在建机组 454 万千瓦, 占当期公司控股运营机组的 32%, 公司装机高增长在火电板块中相对稀缺。我们认为, 在 19-21 年煤炭供需格局逐渐宽松背景下, 公司有望通过自身优秀管理能力有效使新投产机组不断贡献利润增量。

看好 2H 煤价持续下行, 参股电厂盈利有望显著改善

19H1 公司实现对联营及合营企业的投资收益 7.10 亿, 同比-0.51%, 及公司参股资产整体利润并未出现显著好转。公司参股电厂主要为其他上市公司送京津冀地区主力机组, 煤价弹性相对较高。我们坚定认为长期煤炭供需依旧向宽松演变, 看好 2H 煤价持续下行, 7 月 1 日至 8 月 20 日, 秦皇岛港动力末煤 (5500K) 平仓价均值 590 元/吨, 同比下滑 7.7%, 看好 2H 煤价维持同比下降趋势, 我们认为公司参股电厂 19H2 盈利有望显著改善。

维持盈利预测, 维持“买入”评级

公司 19H1 业绩符合预期。维持 19-21 年盈利预测 16.2/19.5/21.5 亿, 预计 19BPS3.64 元, 参考可比公司 19 年平均 P/B 1.1x。给予公司 19 年 1.0-1.2x 目标 P/B, 目标价 3.64-4.37 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 煤价降幅不及预期、利用小时数下滑/电价下降风险。

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 | 1,950 | 2,154 |
| +/-% | (68.31) | 66.93 | 81.78 | 20.29 | 10.50 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.08 | 0.13 | 0.24 | 0.29 | 0.32 |
| PE (倍) | 42.44 | 25.42 | 13.99 | 11.63 | 10.52 |

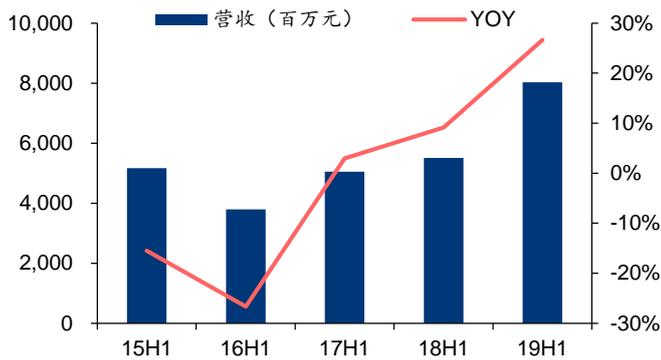
公司基本资料

| | |
|---------------|-----------|
| 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) | 2.84-3.51 |
| 总市值 (百万元) | 22,669 |
| 总资产 (百万元) | 78,310 |
| 每股净资产 (元) | 3.48 |

资料来源: 公司公告

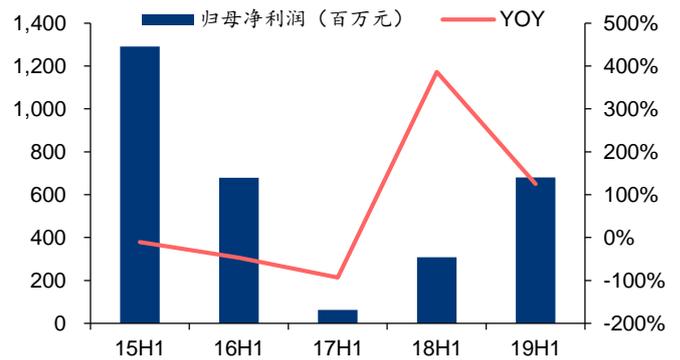
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司 15H1-19H1 收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司 15H1-19H1 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

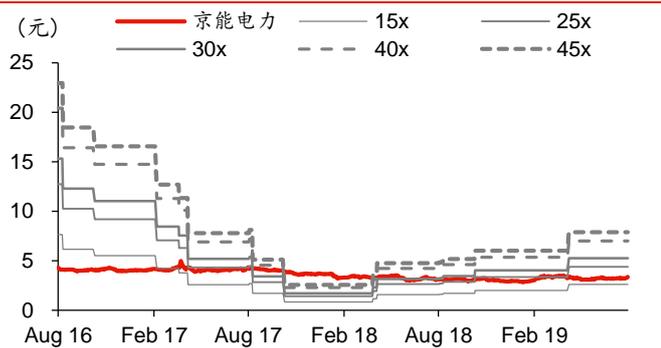
图表3: 可比公司估值表 (2019/8/20)

| 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 |
|-------|-----------|-----------|-----------|--------|-----|--------|-----|--------|-----|-----------|--|----|
| | | 2019/8/20 | 2019/8/20 | 19E | 20E | 19E | 20E | 19E | 20E | | | |
| 长源电力 | 000966.SZ | 5.60 | 6,206 | 13 | 8 | 1.7 | 1.5 | 13% | 17% | Wind | | |
| 内蒙华电 | 600863.SH | 3.16 | 18,355 | 14 | 12 | 1.4 | 1.3 | 10% | 11% | Wind | | |
| 上海电力 | 600021.SH | 8.55 | 22,377 | 16 | 14 | 1.4 | 1.3 | 8% | 9% | Wind | | |
| 粤电力 A | 000539.SZ | 3.99 | 19,484 | 23 | 17 | 0.8 | 0.8 | 4% | 5% | Wind | | |
| 浙能电力 | 600023.SH | 4.09 | 55,627 | 10 | 8 | 0.9 | 0.8 | 9% | 10% | Wind | | |
| 建投能源 | 000600.SZ | 5.86 | 10,499 | 12 | 9 | 0.9 | 0.8 | 7% | 9% | Wind | | |
| 江苏国信 | 002608.SZ | 7.61 | 28,751 | 8 | 8 | 1.1 | 1.0 | 14% | 12% | Wind | | |
| 皖能电力 | 000543.SZ | 4.84 | 10,972 | 13 | 10 | 1.0 | 0.9 | 8% | 9% | Wind | | |
| 平均值 | | | | 14 | 11 | 1.1 | 1.1 | 9% | 10% | | | |
| 京能电力 | 600578.SH | 3.36 | 22,669 | 14 | 12 | 0.9 | 0.9 | 7% | 8% | 华泰 | | |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

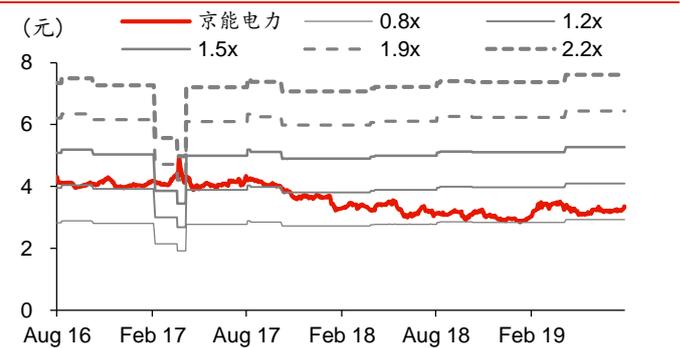
PE/PB - Bands

图表4: 京能电力历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 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 | 13,118 | 16,433 | 17,538 |
| 现金 | 4,530 | 5,969 | 8,272 | 11,131 | 11,947 |
| 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 | 1,228 | 1,353 | 1,451 |
| 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 | 72,797 | 76,418 | 76,461 |
| 流动负债 | 19,284 | 17,539 | 20,328 | 22,305 | 23,698 |
| 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 | 7,555 | 8,620 |
| 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 | 45,848 | 44,241 |
| 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 | 8,885 | 9,854 | 10,828 |
| 归属母公司股东权益 | 22,428 | 22,913 | 23,994 | 24,962 | 25,937 |
| 负债和股东权益 | 61,024 | 68,490 | 72,797 | 76,418 | 76,461 |

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 | 5,848 | 6,015 | 5,868 |
| 净利润 | 534.13 | 891.65 | 1,621 | 1,950 | 2,154 |
| 折旧摊销 | 2,231 | 1,998 | 2,263 | 2,514 | 2,657 |
| 财务费用 | 1,020 | 1,229 | 1,341 | 1,320 | 1,235 |
| 投资损失 | (1,155) | (1,575) | (1,701) | (1,967) | (1,959) |
| 营运资金变动 | (665.81) | (271.09) | 1,886 | 1,521 | 1,103 |
| 其他经营现金 | (235.46) | 182.89 | 438.32 | 677.92 | 677.92 |
| 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 | (1,881) | (2,301) | (5,415) |
| 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) | (1,881) | (2,301) | (2,415) |
| 现金净增加额 | 1,544 | 1,453 | 2,303 | 2,859 | 815.64 |

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 | 1,320 | 1,235 |
| 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 | 2,971 | 3,303 |
| 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 | 3,021 | 3,353 |
| 所得税 | 62.51 | 13.13 | 213.71 | 395.12 | 522.78 |
| 净利润 | 260.47 | 807.93 | 2,057 | 2,626 | 2,830 |
| 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 | 1,950 | 2,154 |
| 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 | 33.76 | 11.19 |
| 归属母公司净利润 | (68.31) | 66.93 | 81.78 | 20.29 | 10.50 |
| 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 | 10.37 | 10.81 |
| ROE | 2.49 | 3.93 | 6.91 | 7.97 | 8.47 |
| ROIC | 0.14 | 1.43 | 3.65 | 4.36 | 4.83 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 56.60 | 59.98 | 60.27 | 60.00 | 57.86 |
| 净负债比率 (%) | 66.99 | 67.96 | 63.64 | 60.89 | 56.33 |
| 流动比率 | 0.40 | 0.57 | 0.65 | 0.74 | 0.74 |
| 速动比率 | 0.36 | 0.51 | 0.58 | 0.68 | 0.68 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.21 | 0.20 | 0.24 | 0.25 | 0.26 |
| 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 | 0.87 | 0.89 | 0.87 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.32 | 3.40 | 3.56 | 3.70 | 3.84 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 42.44 | 25.42 | 13.99 | 11.63 | 10.52 |
| PB (倍) | 1.01 | 0.99 | 0.94 | 0.91 | 0.87 |
| EV_EBITDA (倍) | 23.18 | 20.60 | 12.95 | 11.04 | 10.20 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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