

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019 年 08 月 20 日

市场数据

目前股价	3.36
总市值（亿元）	226.69
流通市值（亿元）	179.26
总股本（万股）	674,673
流通股本（万股）	533,502
12 个月最高/最低	3.55/2.82

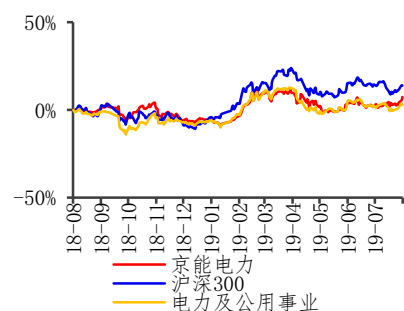
分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

机组投产大年，低估值区域火电标的

——京能电力（600578）公司中报点评

盈利预测

百万元	2019E	2020E	2021E
营业收入	17900	19690	21659
(+/-%)	41.0%	10.0%	10.0%
净利润	1554	1778	1909
(+/-%)	74.2%	14.4%	7.4%
摊薄 EPS	0.23	0.26	0.28
PE	14.6	12.8	11.9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司披露 2019 年半年报，对此点评如下：
- **发电业务量价齐升，上半年公司收入同比增长 26.6%至 80.3 亿元。**1) 上半年可控装机容量同比增长 31.9%，上网电量同比增长 23.5%。上半年，公司控制装机容量 1,424 万千瓦，同比增加 344 万千瓦，增幅 31.85%；权益装机容量 1,652 万千瓦，同比增加 241.6 万千瓦，增幅 17.14%。上半年装机容量增长主要来源于：锡林发电 2 号 66 万机组 2019 年 1 月 24 日投产；2019 年 6 月末完成对京海发电 51%股权（66 万千瓦）、京宁热电 100%股权（70 万千瓦）的同一控制企业合并；十堰热电（70 万千瓦）2019 年 3 月 8 日投产。2019 年上半年累计完成发电量 309.04 亿千瓦时，同比增幅为 22.44%；2019 年上半年累计完成上网电量 284.09 亿千瓦时，同比增幅为 23.52%。2) **享受增值税下调红利，上半年不含税电价同比增长 2.9%；发电收入同比增长 27.2%。**上半年，公司下属控股各运行发电企业 2019 年上半年实现平均售电单价 259.74 元/千千瓦时（不含税），同比增幅为 2.94%。根据上网电价、不含税电价数据计算，上半年发电收入同比增长 27.2%至 73.8 亿元。3) **其他收入以供热为主，上半年同比增长 21.1%。**上半年累计完成供热量 2532 万吉焦，同比增长 19.99%。
- **标煤单价下降 5.6%，毛利率从去年同期的 7.8%上升到 14.5%。**公司下属控股各运行发电企业 2019 年上半年累计综合标煤价格为 422.18 元/吨，较去年同期累计降低 25 元/吨，同比降幅为 5.6%。由此，公司上半年营业成本同比增长 17.4%，低于上网电价 23.5%的同比增速。公司毛利从同期的 4.9 亿元上升到 11.7 亿元，毛利率从同期的 7.8%上升到 14.5%。
- **公司 2019 年上半年投资收益 7.2 亿元，基本和去年同期持平。**其中，上半年权益法核算的长期股权投资为 7.1 亿元，基本和去年同期持平。公司参股发电公司 9 家（主要是火电企业），参股煤矿 1 家，整体盈利和去年同期持平。
- **在建项目储备充足，预计年内还将投产 175 万千瓦机组。**公司控股在建装机容量 454 万千瓦，预计 2019 年内吕临发电（70 万千瓦）、京欣发电

(70 万千瓦)、秦皇岛热电#1 机组 (35 万千瓦)，宜春热电将陆续投产，预计京泰发电二期项目于下半年开工建设。

- **7 月火电发电量同比增速-1.6%，而原煤产量增速 12.2%，煤炭供应趋向宽松，后续煤价有望下行。**1) 工业用电需求走弱、房地产产业链增速放缓，火电增速承压。7 月工业增加值增速下降到 4.8%，PMI 反弹至 49.7 但仍低于 50。2019 年棚改计划 285 万套，较 2018 年 588 万套的计划改造套数减少近 51%；棚改退坡致 1~7 月商品房销售面积同比下降 1.3%，给新开工、地产投资带来压力。2) **煤矿新增产能储备充足，二季度矿难影响消退后，产量快速增长。**根据国家能源局公布的煤炭产能数据，2018 年年底煤炭在产产能 35.3 亿吨，同比增长 5.8%，核准在建产能 10.3 亿吨，同比增长 1.1% (其中联合试运转产能 3.7 亿元，同比增长 3.6%)。一季度煤矿产能受到矿难影响，产量增速有限；今年 5 月、6 月、7 月原煤产量同比增长 3.5%、10.4%、12.2%，产量快速恢复。3) **煤矿产能释放快于下游需求，煤矿库存增速达到供给侧改革后的最高水平：**2019 年 6 月末，国有重点煤矿库存达到 2216 万吨，同比增长 7.5%。这个同比增速是煤炭供给侧改革后的最高水平。
- **低估值火电标的，维持强烈推荐评级。**预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.23、0.26、0.28 元，对应市盈率 14.6、12.8、11.9 倍。公司当前市净率为 0.97 倍。假设 2019 年股利分配率维持在 60%水平，则预计 2019 年分红对应当前股价股息率为 4.1%。公司在建项目储备充足，预计年底装机容量近 1600 万千瓦，同比增长 40%。
- **风险提示：**煤价或维持高位；上网电量增速或低于预期。

【正文】

事件：公司披露 2019 年半年报，上半年公司收入同比增长 26.6%至 80.3 亿元，归母净利润同比增长 124.8%至 6.8 亿元，扣非归母净利润同比增长 146.4%至 6.6 亿元。对此点评如下：

发电业务量价齐升，上半年公司收入同比增长 26.6%至 80.3 亿元。1) 上半年可控装机容量同比增长 31.9%，上网电量同比增长 23.5%。上半年，公司控制装机容量 1,424 万千瓦，同比增加 344 万千瓦，增幅 31.85%；权益装机容量 1,652 万千瓦，同比增加 241.6 万千瓦，增幅 17.14%。上半年装机容量增长主要来源于：锡林发电 2 号 66 万机组 2019 年 1 月 24 日投产；2019 年 6 月末完成对京海发电 51%股权（66 万千瓦）、京宁热电 100% 股权（70 万千瓦）的同一控制企业合并；十堰热电（70 万千瓦）2019 年 3 月 8 日投产。2019 年上半年累计完成发电量 309.04 亿千瓦时，同比增幅为 22.44%；2019 年上半年累计完成上网电量 284.09 亿千瓦时，同比增幅为 23.52%。2) 享受增值税下调红利，上半年不含税电价同比增长 2.9%；发电收入同比增长 27.2%。上半年，公司下属控股各运行发电企业 2019 年上半年实现平均售电单价 259.74 元/千千瓦时（不含税），同比增幅为 2.94%。根据上网电价、不含税电价数据计算，上半年发电收入同比增长 27.2%至 73.8 亿元。3) 其他收入以供热为主，上半年同比增长 21.1%。上半年累计完成供热量 2532 万吉焦，同比增长 19.99%。

表 1：公司可控装机容量变动情况

可控装机容量（万千瓦）	2018H	2018	2019H
岱海发电	246	246	252
宁东发电	132	132	132
京玉发电	66	66	66
京泰发电	66	66	66
康巴什热电	70	70	70
京隆发电	120	120	120
华宁热电	30	30	30
涿州京源	70	70	70
漳 卅 发电	180	180	180
赤峰能源	30	30	30
盛乐热电	70	70	70
锡林发电		66	132
十堰热电			70
京海煤矸石发电			66
京宁热电			70
合计	1,080	1,146	1,424

资料来源：公司公告，长城证券研究所

标煤单价下降 5.6%，毛利率从去年同期的 7.8%上升到 14.5%。公司下属控股各运行发电企业 2019 年上半年累计综合标煤价格为 422.18 元/吨，较去年同期累计降低 25 元/吨，

同比降幅为 5.6%。由此，公司上半年营业成本同比增长 17.4%，低于上网电价 23.5% 的同比增速。公司毛利从同期的 4.9 亿元上升到 11.7 亿元，毛利率从同期的 7.8% 上升到 14.5%。

公司 2019 年上半年投资收益 7.2 亿元，基本和去年同期持平。其中，上半年权益法核算的长期股权投资为 7.1 亿元，基本和去年同期持平。公司参股发电公司 9 家（主要是火电企业），参股煤矿 1 家，整体盈利和去年同期持平。

表 2: 公司权益法投资收益情况

权益法投资收益（万元）	2018 年上半年	2019 年上半年
三河发电有限责任公司	2886.70	2351.72
国电电力大同发电有限责任公司	7767.88	5501.01
内蒙古大唐国际托克托发电公司	7882.04	8262.93
内蒙古大唐国际托克托第二发电有限责任公司	9475.24	10893.66
华能北京热电有限责任公司	10375.71	12055.90
内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业有限责任公司	15773.98	16644.34
内蒙古上都发电有限责任公司	10099.19	3876.68
内蒙古上都第二发电有限责任公司	4649.01	1812.12
内蒙古蒙达发电有限责任公司	2225.36	8250.52
内蒙古京达发电有限责任公司	206.46	1329.56
合计	71341.57	70978.43

资料来源：公司公告，长城证券研究所

在建项目储备充足，预计年内还将投产 175 万千瓦机组。公司控股在建装机容量 454 万千瓦，预计 2019 年内吕临发电（70 万千瓦）、京欣发电（70 万千瓦）、秦皇岛热电#1 机组（35 万千瓦），宜春热电将陆续投产，预计京泰发电二期项目于下半年开工建设。

7 月火电发电量同比增速 -1.6%，而原煤产量增速 12.2%，煤炭供应趋向宽松，后续煤价有望下行。1) 工业用电需求走弱、房地产产业链增速放缓，火电增速承压。7 月工业增加值增速下降到 4.8%，PMI 反弹至 49.7 但仍低于 50。2019 年棚改计划 285 万套，较 2018 年 588 万套的计划改造套数减少近 51%；棚改退坡致 1~7 月商品房销售面积同比下降 1.3%，给新开工、地产投资带来压力。2) 煤矿新增产能储备充足，二季度矿难影响消退后，产量快速增长。根据国家能源局公布的煤炭产能数据，2018 年年底煤炭在产产能 35.3 亿吨，同比增长 5.8%，核准在建产能 10.3 亿吨，同比增长 1.1%（其中联合试运转产能 3.7 亿元，同比增长 3.6%）。一季度煤矿产能受到矿难影响，产量增速有限；今年 5 月、6 月、7 月原煤产量同比增长 3.5%、10.4%、12.2%，产量快速恢复。3) 煤矿产能释放快于下游需求，煤矿库存增速达到供给侧改革后的最高水平：2019 年 6 月末，国有重点煤矿库存达到 2216 万吨，同比增长 7.5%。这个同比增速是煤炭供给侧改革后的最高水平。

低估值火电标的，维持推荐评级。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.23、0.26、0.28 元，对应市盈率 14.6、12.8、11.9 倍。公司当前市净率为 0.97 倍。假设 2019 年股利分配率维持在 60%水平，则预计 2019 年分红对应当前股价股息率为 4.1%。公司在建项目储备充足，预计年底装机容量近 1600 万千瓦，同比增长 40%。

风险提示：煤价或维持高位；上网电量增速或低于预期。

附：盈利预测表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12220.68	12695.17	17900.19	19690.21	21659.23
营业成本	11423.74	11336.13	15286.76	16815.44	18496.98
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	513.07	533.83	752.71	827.98	910.78
研发费用	0.00	1.24	1.75	1.92	2.12
财务费用	1019.96	1228.71	1313.17	1219.92	1247.49
其他收益	62.45	59.01	59.01	59.01	59.01
投资净收益	1154.87	1574.83	1653.20	1653.20	1653.20
营业利润	287.32	809.82	1763.13	2016.27	2164.59
营业外收支	35.66	11.23	-8.95	-8.95	-8.95
利润总额	322.98	821.06	1754.18	2007.32	2155.64
所得税	62.51	13.13	28.05	32.10	34.47
少数股东损益	-273.66	-83.72	172.61	197.52	212.12
净利润	534.13	891.65	1553.52	1777.70	1909.05

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7707.67	9910.76	7602.74	6858.39	9020.80
货币资金	4529.95	5968.81	1790.02	1969.02	2165.92
应收票据及应收账款合计	1695.79	1931.39	3182.93	2442.82	3745.51
其他应收款	506.85	755.92	1024.59	933.97	1220.44
存货	708.14	1005.37	1305.29	1236.43	1559.46
非流动资产	53316.51	58579.09	69651.29	71341.32	73359.74
固定资产	27371.57	30017.85	41986.71	45391.05	48596.62
资产总计	61024.18	68489.85	77254.03	78199.71	82380.54
流动负债	19284.22	17538.78	22582.00	24240.34	29084.40
短期借款	8250.71	8342.58	9589.59	12920.94	14184.64
应付账款	4751.12	5339.37	8267.64	6700.07	9764.42
非流动负债	15254.99	23543.18	26077.74	24330.24	22621.93
长期借款	12057.94	20312.00	22846.56	21099.06	19390.75
负债合计	34539.21	41081.96	48659.75	48570.59	51706.34
股东权益	26484.97	27407.89	28594.28	29629.12	30674.20
股本	6746.73	6746.73	6746.73	6746.73	6746.73
留存收益	7317.44	7804.29	8485.54	9265.11	10102.28
少数股东权益	4057.03	4495.11	4667.73	4865.25	5077.36
负债和股东权益	61024.18	68489.85	77254.03	78199.71	82380.54

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1728.67	2455.28	5439.44	4034.73	7029.43
其中营运资本减少	-1058.93	-337.49	1451.46	-837.55	1512.85
投资活动现金流	-6159.02	-5162.16	-12020.89	-3367.16	-4166.34
资本支出	5433.84	5677.00	11798.93	2044.14	2372.53
筹资活动现金流	5974.22	4160.03	2402.66	-488.57	-2666.18
现金净增加额	1543.86	1453.15	-4178.79	179.00	196.90

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	10.0%	3.9%	41.0%	10.0%	10.0%
营业成本增长	30.1%	-0.8%	34.8%	10.0%	10.0%
营业利润增长	-85.0%	181.9%	117.7%	14.4%	7.4%
利润总额增长	-84.3%	154.2%	113.6%	14.4%	7.4%
净利润增长	-68.3%	66.9%	74.2%	14.4%	7.4%
获利能力					
毛利率(%)	6.5%	10.7%	14.6%	14.6%	14.6%
销售净利率(%)	2.1%	6.4%	9.6%	10.0%	9.8%
ROE(%)	1.0%	2.9%	6.0%	6.7%	6.9%
ROIC(%)	3.0%	5.5%	6.4%	6.4%	6.6%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用/营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用/营业收入	8.3%	9.7%	7.3%	6.2%	5.8%
投资收益/营业利润	401.9%	194.5%	93.8%	82.0%	76.4%
所得税/利润总额	19.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
应收账款周转率	8.59	7.00	7.00	7.00	7.00
存货周转率	15.75	13.23	13.23	13.23	13.23
流动资产周转率	1.90	1.44	2.04	2.72	2.73
总资产周转率	0.21	0.20	0.25	0.25	0.27
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6%	60.0%	63.0%	62.1%	62.8%
流动比率	0.40	0.57	0.34	0.28	0.31
速动比率	0.35	0.49	0.27	0.22	0.25
每股指标 (元)					
EPS	0.08	0.13	0.23	0.26	0.28
每股净资产	3.32	3.40	3.55	3.67	3.79
每股经营现金流	0.20	0.31	0.81	0.60	1.04
每股经营现金/EPS	2.53	2.37	3.50	2.27	3.68
估值比率					
P/E	42.44	25.42	14.59	12.75	11.87
PEG	-0.75	-0.69	-6.37	0.13	0.31
P/B	1.01	0.99	0.95	0.92	0.89
EV/EBITDA	14.76	13.74	11.34	10.06	9.11
EV/SALES	4.09	4.34	3.56	3.32	3.01
EV/IC	1.00	0.97	1.03	1.01	1.00
ROIC/WACC	0.51	0.94	1.10	1.10	1.14
REP	1.96	1.03	0.93	0.92	0.88

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>