

股权激励计划发布，看好公司长期发展

——京能电力(600578.SH)公告点评

公司简报

◆ **事件：**京能电力发布股权激励计划（草案）。本激励计划拟向激励对象授予股票期权 6746.73 万份（包括预留期权 674.673 万份），涉及的标的股票为人民币 A 股普通股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1%；行权价格为每股 3.17 元。

◆ **落实国企改革，激发管理活力：**自 2002 年上市以来，公司首次公布股权激励计划，作为地方国资企业意义非凡。鉴于大股东京能集团被纳入“双百行动”企业名单，公司为贯彻国企改革“双百行动”精神，积极落实北京市国资委股权激励试点工作，进一步激发管理活力。本次股权激励计划首期授予的拟激励对象为公司高管、核心骨干和核心业务人员，共计 174 人，其中任何一名激励对象通过本次激励计划获授的公司权益总额均未超过公司总股本的 1%。

◆ **明确业绩考核目标，看好公司长期发展：**公司提出的首期授予和预留股权的年度绩效考核包括如下五方面：扣非 ROE、扣非归母净利润复合增速、人均劳动生产率、科研投入及高新技术企业认证。以本激励计划的第一个行权期为例，2020 年扣非 ROE 及扣非归母净利润复合增速在目标值的基础上，另要求不低于对标企业 75 分位值水平或行业平均水平。我们判断随着优质产能及运力释放，煤炭供需格局有望改善，煤价中枢有望下行。公司发电资产全部为火电，将受益于煤价下行。此外，与火电行业装机增长遭遇“天花板”不同，公司装机增长仍然可观（详见我们 2019 年 3 月的深度报告《弹性诚可贵，成长价更高——京能电力(600578.SH)投资价值分析报告》），公司盈利水平及成长性有望超过同业。

◆ **盈利预测与投资评级：**维持盈利预测，预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 12.8、16.5、17.6 亿元。预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.19、0.24、0.26 元，当前股价对应 PE 分别为 16、13、12 倍，对应 PB 分别为 0.89、0.85、0.82 倍。我们看好公司的业绩弹性及成长性，以及估值上的安全边际，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，用电需求低于预期，股权激励计划失败的风险等。

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	1,276	1,653	1,760
净利润增长率	-68.3%	66.9%	43.2%	29.5%	6.5%
EPS(元)	0.08	0.13	0.19	0.24	0.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.4%	3.9%	5.4%	6.7%	6.9%
P/E	39	24	16	13	12
P/B	0.94	0.92	0.89	0.85	0.82

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 12 日

买入(维持)

分析师

王威(执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

于鸿光(执业证书编号：S0930519060001)

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

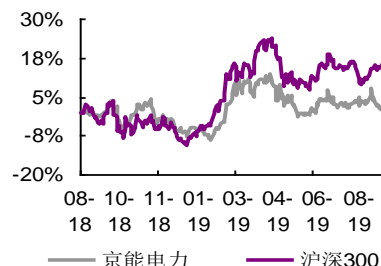
总股本(亿股)：67.47

总市值(亿元)：209.82

一年最低/最高(元)：2.75/3.46

近 3 月换手率：6.88%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.84	-7.14	-19.31
绝对	-0.97	1.55	3.22

资料来源：Wind

相关研报

装机规模扩张，期待弹性释放——京能电力(600578.SH) 2019 年半年报点评

..... 2019-08-21

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

..... 2019-04-28

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

1、附图表

表 1：股权激励计划首期授予涉及的拟激励对象

姓名	职务	获授权益 (股)	占授予总量比例 (%)	占股本总额比例 (%)
耿养谋	党委书记、董事长	842,785	1.25%	0.01%
金生祥	党委副书记、董事、总经理	842,785	1.25%	0.01%
肖德财	党委委员、纪委书记	760,000	1.13%	0.01%
王金鑫	党委委员、副总经理	760,000	1.13%	0.01%
赵剑波	党委委员、副总经理	760,000	1.13%	0.01%
张奇	副总经理	760,000	1.13%	0.01%
赵兵	副总经理	760,000	1.13%	0.01%
樊俊杰	副总经理、董事会秘书	760,000	1.13%	0.01%
其他核心骨干员工 (166 人)		54,475,000	80.74%	0.81%
预留		6,746,730	10.00%	0.10%
合计 (174 人)		67,467,300	100.00%	1.00%

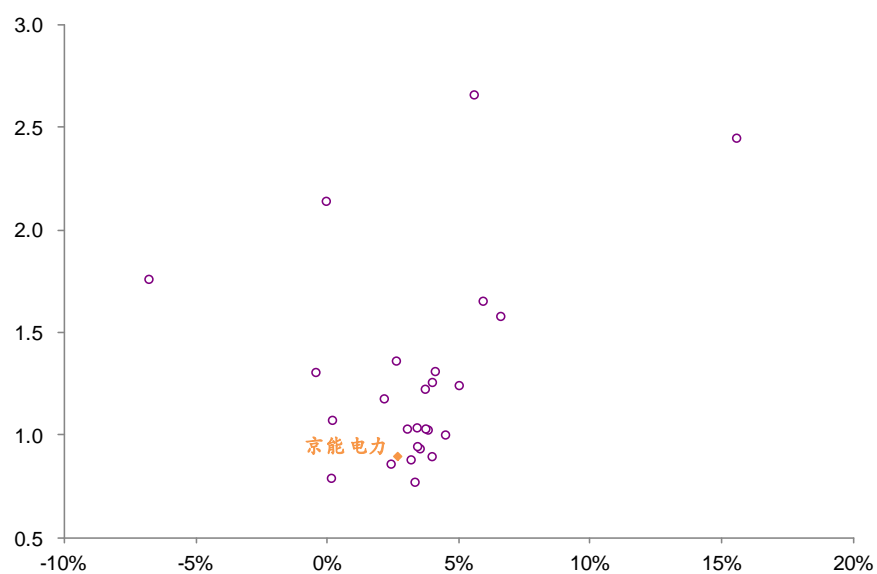
资料来源：公司公告

表 2：首期授予和预留股票期权的各年度绩效考核目标

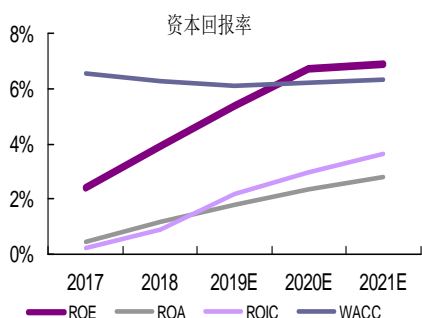
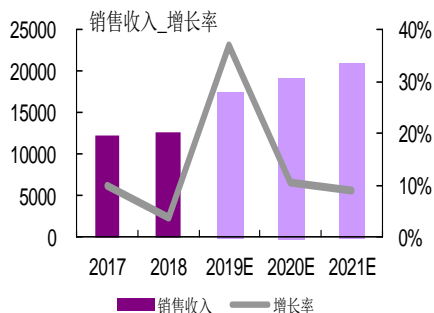
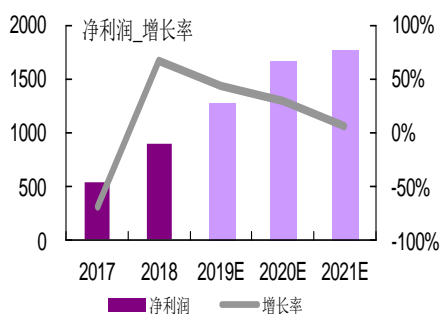
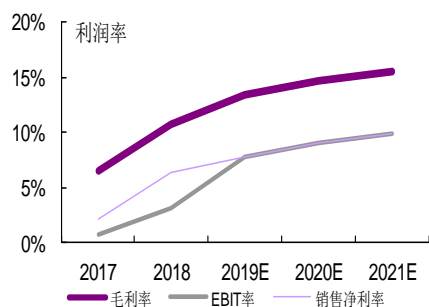
行权期	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	1/3	(1) 以 2018 年扣非后的净资产收益率为基数, 2020 年扣非后的净资产收益率年复合增长不低于 11%, 即 2020 年实现扣非 ROE 4.52%, 且不低于对标企业 75 分位值水平或行业平均水平; (2) 以 2018 年扣非后的归母净利润为基数, 2020 年扣非后的归母净利润复合增长率不低于 13.5%, 且不低于标杆企业 75 分位值水平或行业平均水平; (3) 2020 年京能电力全员人均劳动生产率不低于 96 万元/人; (4) 以 2018 年京能电力研发投入占营业收入的比例为基数, 2020 年京能电力研发投入占营业收入的复合增长率不低于 13.5%, 即 2020 年该比例不低于 1.16%; (5) 截至 2020 年年底, 京能电力至少完成 2 家控股子公司的高新技术企业认证。
第二个行权期	1/3	(1) 以 2018 年扣非后的净资产收益率为基数, 2021 年扣非后的净资产收益率复合增长不低于 11%, 即 2021 年实现扣非 ROE 5.02%, 且不低于对标企业 75 分位值水平或行业平均水平; (2) 以 2018 年扣非后的归母净利润为基数, 2021 年扣非后的归母净利润复合增长率不低于 13.5%, 且不低于标杆企业 75 分位值水平或行业平均水平; (3) 2021 年京能电力全员人均劳动生产率不低于 101 万元/人; (4) 以 2018 年京能电力研发投入占营业收入的比例为基数, 2021 年京能电力研发投入占营业收入的复合增长率不低于 13.5%, 即 2021 年该比例不低于 1.32%; (5) 截至 2021 年年底, 京能电力至少完成 3 家控股子公司的高新技术企业认证。
第三个行权期	1/3	(1) 以 2018 年扣非后的净资产收益率为基数, 2022 年扣非后的净资产收益率复合增长不低于 11%, 即 2022 年实现扣非 ROE 5.57%, 且不低于对标企业 75 分位值水平或行业平均水平; (2) 以 2018 年扣非后的归母净利润为基数, 2022 年扣非后的归母净利润复合增长率不低于 13.5%, 且不低于标杆企业 75 分位值水平或行业平均水平; (3) 2022 年京能电力全员人均劳动生产率不低于 106 万元/人; (4) 以 2018 年京能电力研发投入占营业收入的比例为基数, 2022 年京能电力研发投入占营业收入的复合增长率不低于 13.5%, 即 2022 年该比例不低于 1.49%; (5) 截至 2022 年年底, 京能电力至少完成 4 家控股子公司的高新技术企业认证。

资料来源：公司公告

图 1: SW 火电 PB-ROE 情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 横坐标为 2019H1 扣非 ROE (%); 纵坐标为 PB (MRQ), 股价时间为 2019/9/12)



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	15,062	16,410	17,727
折旧和摊销	2,231	1,998	2,769	3,177	3,266
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	1,316	1,533	1,469
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,155	1,575	1,600	1,900	1,900
营业利润	287	810	1,628	2,111	2,515
利润总额	323	821	1,639	2,122	2,526
少数股东损益	-274	-84	67	87	311
归属母公司净利润	534	892	1,276	1,653	1,760

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	61,024	68,490	74,610	74,533	74,311
流动资产	7,708	9,911	12,016	13,185	14,298
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	1,338	1,459	1,577
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	11,738	12,669	13,600
固定资产	27,371	30,018	42,216	41,526	39,725
无形资产	822	1,193	1,133	1,076	1,022
总负债	34,539	41,082	46,398	45,253	43,830
无息负债	9,902	10,363	12,043	12,713	13,367
有息负债	24,637	30,719	34,355	32,540	30,463
股东权益	26,485	27,408	28,212	29,280	30,481
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	4,338	5,319	6,210
少数股东权益	4,057	4,495	4,562	4,649	4,960

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,729	2,455	4,391	4,791	5,149
净利润	534	892	1,276	1,653	1,760
折旧摊销	2,231	1,998	2,769	3,177	3,266
净营运资金增加	1,502	527	1,315	500	459
其他	-2,538	-962	-969	-539	-336
投资活动产生现金流	-6,159	-5,162	-5,184	-31	-31
净资本支出	-5,434	-5,664	-6,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	9,987	10,954	-784	-931	-931
其他资产变化	-10,712	-10,452	1,600	1,900	1,900
融资活动现金流	5,974	4,160	1,780	-4,019	-4,416
股本变化	718	0	0	0	0
债务净变化	8,374	6,082	3,636	-1,815	-2,077
无息负债变化	-3,280	461	1,680	670	654
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%	43.15%	29.48%	6.52%
EBITDA 增长率	-39.53%	3.31%	71.36%	19.67%	8.71%
EBIT 增长率	-94.27%	335.23%	234.28%	29.77%	19.52%
估值指标					
PE	39	24	16	13	12
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	19	20	13	10	9
EV/EBIT	474	121	39	29	23
EV/NOPLAT	587	123	48	35	28
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%	13.39%	14.72%	15.59%
EBITDA 率	19.01%	18.90%	23.65%	25.57%	25.48%
EBIT 率	0.76%	3.17%	7.73%	9.06%	9.92%
税前净利润率	2.64%	6.47%	9.42%	11.03%	12.03%
税后净利润率 (归属母公司)	4.37%	7.02%	7.34%	8.59%	8.38%
ROA	0.43%	1.18%	1.80%	2.33%	2.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.38%	3.89%	5.40%	6.71%	6.90%
经营性 ROIC	0.18%	0.86%	2.18%	2.93%	3.64%
偿债能力					
流动比率	0.40	0.57	0.76	0.90	1.08
速动比率	0.36	0.51	0.67	0.80	0.96
归属母公司权益/有息债务	0.91	0.75	0.69	0.76	0.84
有形资产/有息债务	2.41	2.17	2.12	2.24	2.39
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	0.24	0.26
每股红利	0.06	0.08	0.10	0.13	0.15
每股经营现金流	0.26	0.36	0.65	0.71	0.76
每股自由现金流(FCFF)	-0.68	-0.53	-0.51	0.46	0.52
每股净资产	3.32	3.40	3.51	3.65	3.78
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与、不与，也将不会与本报告中的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