

2019年10月29日

# 三季度发电量显著增长，看好未来成长性

## 京能电力(600578)

### 事件概述

2019年10月28日，公司发布2019年第三季度报告：公司2019年前三季度实现营业收入133.39亿元，同比增长31.89%。归属于上市公司股东的净利润约为11.07亿元，同比增长91.69%。加权平均净资产收益率4.49%，同比增加2.06个百分点。基本每股收益0.16元。

### 分析判断

#### ► 并购及新增机组投产，公司发电量显著增长

并购及新机组投产促进发电量增长。2019年前三季度，公司完成收购京宁热电(2×35万千瓦)、京海热电(2×33万千瓦)，增加装机容量136万千瓦；2019年前三季度，锡林发电#2号机组(66万千瓦)、十堰热电#2号机组(35万千瓦)通过试运行投产，新增装机容量101万千瓦。前三季度，公司通过并购及项目投产累计新增机组237万千瓦，装机容量扩大至1383万千瓦。同时，内蒙古岱海发电公司2×63万千瓦机组改造完成恢复商业运行。受装机容量增加及机组复工影响，上半年，公司实现发电量309.04亿千瓦，同比增长22.44%。上半年，公司实现上网电价(不含税)259.74元/千瓦时，同比增长2.94%。

#### ► 成本下行贡献利润增长，内蒙经济企稳提升电力消纳

公司电源项目主要分布在内蒙古、山西、宁夏等煤炭资源丰富地区，多为坑口电厂，无需支付大量燃料运输费用，具有成本优势。公司积极促进与大型煤企的战略合作，增加长协煤合同比重，扩大市场煤供应商来源，实施市场煤网上竞价阳光采购；积极研判动力煤期货市场走势，实行错峰采购，提前调增供暖季库存，科学开展劣质煤掺烧，另一方面，近年来，大型煤矿陆续投产释放充足煤炭供应，下游水泥、钢铁等高能耗产业错峰生产降低了对煤炭的采购需求，动力煤呈供过于求的弱势运行态势，与2018年相比，2019年秦皇岛Q5500平仓价均值偏低。多因素驱动下，上半年，公司实现入厂标煤单价同比降低16.05元/吨，降幅达到3.9%。燃料成本降低，公司实现净利润显著增长，2019年前三季度，公司实现净利润12.97亿元，同比增长154.64%。公司主要售电区域包括京津唐区域、蒙西区域、山西区域等。2019年上半年，京津唐电网区域发电量为125.44亿千瓦，同比增长62.05%，蒙西电网区域发电量为94.39亿千瓦，同比增长3.56%，山西电网区域发电量为45.78亿千瓦，同比下滑8.01%。由于区域电价较低，部分高耗能产业向内蒙古地区转移，前三季度，内蒙古地区固定资产投资增速同比提高4.4个百分点，规模

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：首次覆盖  
目标价格：4.02  
最新收盘价：3.01

股票代码：600578  
52周最高价/最低价：3.51/2.84  
总市值(亿)：203.08  
自由流通市值(亿)：160.58  
自由流通股数(百万)：5,335.02



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话：0755-8302 6989

以上工业增加值增速同比提升 0.6 个百分点，较全国平均增速高出 2.1 个百分点。由于工业经济相对较快发展，内蒙古地区电力消纳能力快速提高。1-9 月，内蒙古地区全社会用电量为 2695 亿千瓦时，同比增长 10.57%，较全国全社会用电量增速（4.4%）高 6.17 个百分点。作为除京津唐高负荷区域外的第二大售电区域，内蒙古全社会用电量的增长在一定程度上保障了公司电力的消纳。

### ► 近两年迎来机组密集投产，公司业绩或将持续增长

根据公司公告，2019 年预计吕临发电厂（2×35 万千瓦）、京欣发电项目（2×35 万千瓦）将陆续投产，秦皇岛热电项目（2×35 万千瓦）2020 年投产，届时，公司装机容量将有大幅提升。京津唐为公司供电最大区域，作为国内的经济相对发达的地区，京津唐属于高电力负荷中心，同时，京津唐区域受到较为严格的大气污染防治环境政策管制，预计随着京津唐地区的全社会用电量的增加，其外购电量也会相应增加；同时，内蒙经济企稳，工业增加值增速高于全国水平，预计公司未来有足够的电力消纳保障，公司业绩或将持续高速增长。

### 投资建议

考虑到公司装机容量的提升及燃料成本下降，我们预计 2019-21 年公司发电量分别为 700.79 亿千瓦时/843.99 亿千瓦时/923.30 亿千瓦时，假设电价及燃料成本均保持不变，预计营业收入同比增速为 23.01%/20.40%/9.94%。归母净利润为 17.39 亿元/21.21 亿元/22.67 亿元，同比增速分别为 95.01%/21.98%/6.88%。从估值的角度来看，电力行业属于重资产行业，我们采用 PB 估值法，选择同行业三家火电公司，求得平均 PB 值为 1.10，考虑到公司未来两年机组密集投产，京津唐区域、内蒙区域高负荷电力中心用电需求的增长，我们给予公司 2019 年每股净资产 3.65 元以 1.1 倍 PB 的目标价，即 4.02 元/股的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 电力上网价格下降；2) 动力煤价格下行不及预期；3) 全社会用电增速不及预期；4) 公司新建机组投产不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12220.68	12695.17	15616.70	18802.28	20670.70
YoY (%)	9.96%	3.88%	23.01%	20.40%	9.94%
归母净利润(百万元)	534.13	891.65	1738.79	2120.95	2266.88
YoY (%)	-68.31%	66.93%	95.01%	21.98%	6.88%
毛利率 (%)	6.52%	10.71%	16.00%	16.00%	16.00%
每股收益 (元)	0.08	0.13	0.26	0.31	0.34
ROE	2.38%	3.89%	7.05%	7.92%	7.81%
市盈率	38.02	22.78	11.68	9.57	8.96

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 并购及新增机组投产，公司发电量显著增长 .....	4
2. 成本下行贡献利润增长，内蒙经济企稳提升电力消纳.....	5
3. 近两年迎来机组密集投产，公司业绩或将持续增长 .....	6
4. 盈利预测.....	6
5. 风险提示.....	7

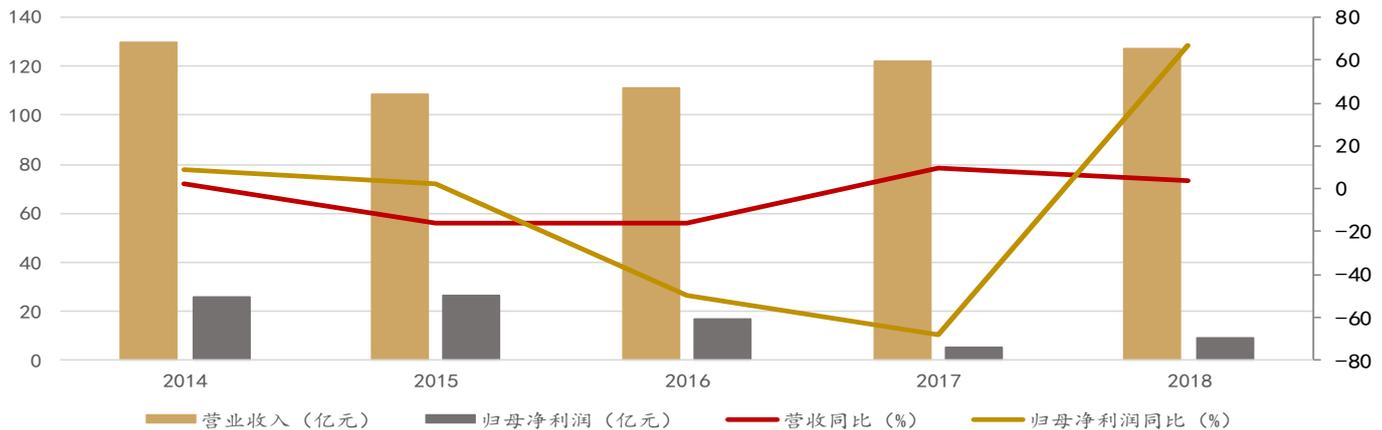
## 图表目录

图 1 公司营收及归母净利润变动情况.....	4
图 2 上半年公司发电量大幅增长.....	5
图 3 上半年公司装机容量同比上升.....	5
图 4 秦皇岛 Q5500 平仓价（单位：元/吨） .....	5
图 5 公司各区域发电量情况 .....	6
图 6 内蒙地区全社会用电量较高.....	6
表 1 京能电力及可比公司的 EPS 和 PE 情况.....	7

## 1. 并购及新增机组投产，公司发电量显著增长

2019年10月28日，公司发布2019年第三季度报告：公司2019年前三季度实现营业收入133.39亿元，同比增长31.89%。归属于上市公司股东的净利润约为11.07亿元，同比增长91.69%。加权平均净资产收益率4.49%，同比增加2.06个百分点。基本每股收益0.16元。

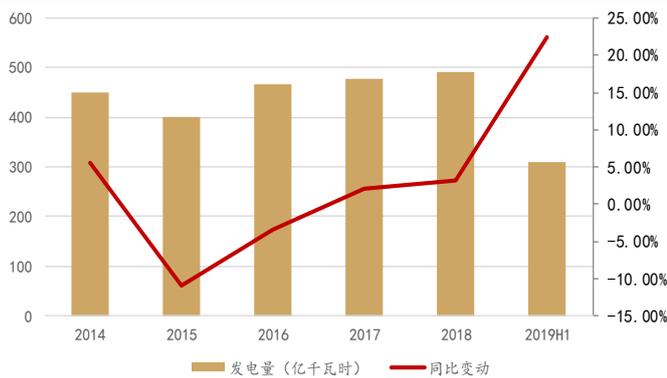
图1 公司营收及归母净利润变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

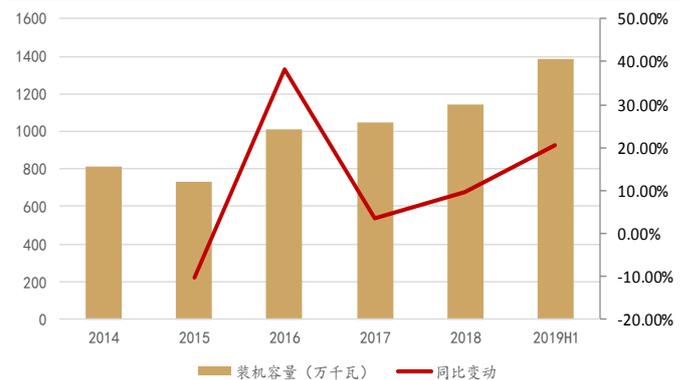
并购及新机组投产促进发电量增长。根据公司《2019年上半年经营情况的公告》、《关于收购内蒙古京宁热电有限责任公司100%股权的关联交易公告》以及《关于收购内蒙古京海煤矸石发电有限责任公司51%股权的关联交易公告》，2019年前三季度，公司完成收购京宁热电（2×35万千瓦）、京海热电（2×33万千瓦），增加装机容量136万千瓦；根据公司《关于京能五间房发电厂2×660MW机组工程项目2号机组通过168小时试运行的公告》、《关于京能十堰热电一期2×350MW机组工程项目2号机组通过168小时试运行的公告》，2019年前三季度，京能五间房发电厂#2号机组（66万千瓦）、十堰热电#2号机组（35万千瓦）通过试运行投产，新增装机容量101万千瓦。前三季度，公司通过并购及项目投产累计新增机组237万千瓦，装机容量扩大至1383万千瓦。同时，根据《关于内蒙古岱海发电有限责任公司一期2×630MW两台机组通过168小时试运行的公告》内蒙古岱海发电公司2×63万千瓦机组改造完成恢复商业运行。受装机容量增加及机组复工影响，上半年，公司实现发电量309.04亿千瓦时，同比增长22.44%。上半年，公司实现上网电价（不含税）259.74元/千瓦时，同比增长2.94%。

图2 上半年公司发电量大幅增长



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 上半年公司装机容量同比上升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 成本下行贡献利润增长，内蒙经济企稳提升电力消纳

公司电源项目主要分布在内蒙古、山西、宁夏等煤炭资源丰富地区，多为坑口电厂，无需支付大量燃料运输费用，具有成本优势。公司积极促进与大型煤企的战略合作，增加长协煤合同比重，扩大市场煤供应商来源，实施市场煤网上竞价阳光采购；积极研判动力煤期货市场走势，实行错峰采购，提前调增供暖季库存，科学开展劣质煤掺烧，另一方面，近年来，大型煤矿陆续投产释放充足煤炭供应，下游水泥、钢铁等高能耗产业错峰生产降低了对煤炭的采购需求，动力煤呈供过于求的弱势运行态势，与2018年相比，2019年秦皇岛Q5500平仓价均值偏低。多因素驱动下，上半年，公司实现入厂标煤单价同比降低16.05元/吨，降幅达到3.9%。燃料成本降低，公司实现净利润显著增长，2019年前三季度，公司实现净利润12.97亿元，同比增长154.64%。

图4 秦皇岛Q5500平仓价（单位：元/吨）

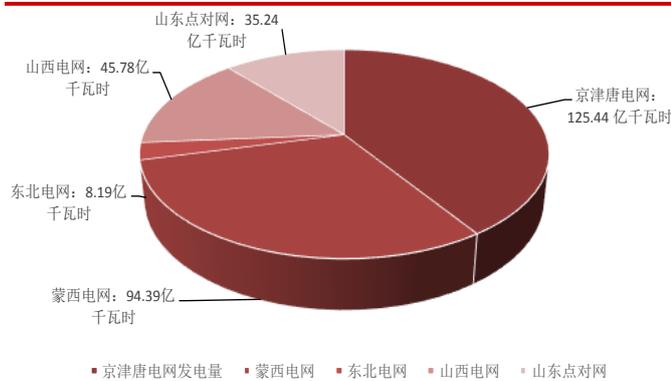


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司主要售电区域包括京津唐区域、蒙西区域、山西区域等。2019年上半年，京津唐电网区域发电量为125.44亿千瓦，同比增长62.05%，蒙西电网区域发电量为94.39亿千瓦，同比增长3.56%，山西电网区域发电量为45.78亿千瓦，同比下滑8.01%。由于区域电价较低，部分高耗能产业向内蒙古地区转移，前三季度，内蒙古地区固定资产投资增速同比提高4.4个百分点，规模以上工业增加值增速同比提升

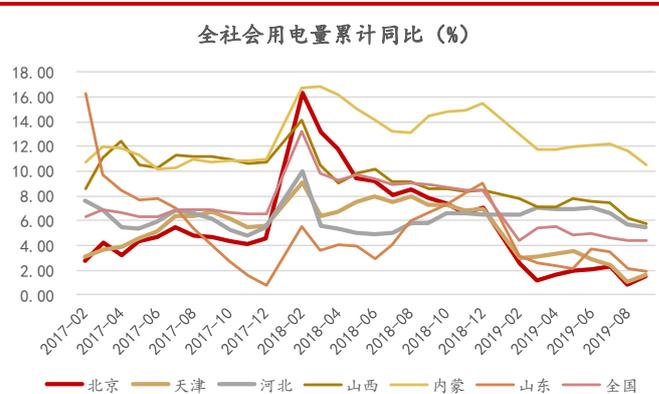
0.6 个百分点，较全国平均增速高出 2.1 个百分点。由于工业经济相对较快发展，内蒙古地区电力消纳能力快速提高。1-9 月，内蒙古地区全社会用电量为 2695 亿千瓦时，同比增长 10.57%，较全国全社会用电量增速（4.4%）高 6.17 个百分点。作为除京津唐高负荷区域外的第二大售电区域，内蒙古全社会用电量的增长在一定程度上保障了公司电力的消纳。

图 5 公司各区域发电量情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 内蒙地区全社会用电量较高



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 近两年迎来机组密集投产，公司业绩或将持续增长

根据公司公告，2019 年预计吕临发电厂（2×35 万千瓦）、京欣发电项目（2×35 万千瓦）将陆续投产，秦皇岛热电项目（2×35 万千瓦）2020 年投产，届时，公司装机容量将有大幅提升。京津唐为公司供电最大区域，作为国内的经济相对发达的地区，京津唐属于高电力负荷中心，同时，京津唐区域受到较为严格的大气污染防治环境政策，预计随着京津唐地区的全社会用电量的增加，其外购电量也会相应增加；同时，内蒙经济企稳，工业增加值增速高于全过水平，预计公司未来有足够的电力消纳保障，公司业绩或将持续高速增长。

### 4. 盈利预测

考虑到公司装机容量的提升及燃料成本下降，我们预计 2019-21 年公司发电量分别为 700.79 亿千瓦时/843.99 亿千瓦时/923.30 亿千瓦时，假设电价及燃料成本均保持不变，预计营业收入分别为 156.17 亿元/188.02 亿元/206.71 亿元，同比增速分别为 23.01%/20.40%/9.94%。归母净利润分别为 17.39 亿元/21.21 亿元/22.67 亿元，同比增速分别为 95.01%/21.98%/6.88%。从估值的角度来看，电力行业属于重资产行业，我们采用 PB 估值法，选择同行业三家火电公司，求得平均 PB 值为 1.10，考虑到公司未来两年机组密集投产，京津唐区域、内蒙区域高负荷电力中心用电需求的增长，我们给予公司 2019 年每股净资产 3.65 元以 1.1 倍 PB 的目标价，即 4.02 元/股的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 1 京能电力及可比公司的 EPS 和 PE 情况

代码	证券简称	股价	EPS (元/股)			市盈率 PE			PB	每股净资产 (2019.09.30)
			19E	20E	21E	19E	20E	21E		
603568.SH	京能电力	3.01	0.26	0.31	0.34	11.68	9.57	8.96	0.87	3.46
平均值		平均值				12.89	10.44	8.78	1.10	
600021.SH	华能国际	5.81	0.45	0.57	0.63	12.91	10.19	9.22	1.18	4.93
600027.SH	华电国际	3.67	0.33	0.45	0.63	11.12	8.16	5.83	0.81	4.51
600021.SH	上海电力	7.91	0.54	0.61	0.70	14.65	12.97	11.30	1.31	6.02

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 上表中, 股价为 2019 年 10 月 28 日收盘价, 华电国际及华能国际、京能电力的盈利预测为华西证券研究所的预测, 上海电力盈利预测为 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

1) 电力上网价格下降; 2) 动力煤价格下行不及预期; 3) 全社会用电增速不及预期; 4) 公司新建机组投产不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12695.17	15616.70	18802.28	20670.70	净利润	807.93	1253.48	1511.48	1681.74
YoY (%)	3.88%	23.01%	20.40%	9.94%	折旧和摊销	1997.95	1624.04	1686.86	1749.12
营业成本	11336.13	13118.03	15793.92	17363.39	营运资金变动	-270.05	350.23	601.40	352.74
营业税金及附加	184.42	226.86	273.14	300.28	经营活动现金流	2455.28	3484.28	4101.03	4084.89
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	-5663.78	-4654.40	-4556.79	-4353.71
管理费用	533.83	421.65	507.66	558.11	投资	-375.70	-400.00	-400.00	-400.00
财务费用	1228.71	841.61	887.93	890.83	投资活动现金流	-5162.16	-4454.40	-4356.79	-4153.71
资产减值损失	238.82	0.00	0.00	0.00	股权募资	544.12	0.00	0.00	0.00
投资收益	1574.83	600.00	600.00	600.00	债务募资	6649.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	809.82	1607.03	1937.79	2156.07	筹资活动现金流	4160.03	343.47	-901.29	-901.29
营业外收支	11.23	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1453.15	-626.65	-1157.06	-970.12
利润总额	821.06	1607.03	1937.79	2156.07					
所得税	13.13	353.55	426.31	474.34	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	807.93	1253.48	1511.48	1681.74	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	891.65	1738.79	2120.95	2266.88	营业收入增长率	3.88%	23.01%	20.40%	9.94%
YoY (%)	66.93%	95.01%	21.98%	6.88%	净利润增长率	66.93%	95.01%	21.98%	6.88%
每股收益	0.13	0.26	0.31	0.34	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	10.71%	16.00%	16.00%	16.00%
					净利率	6.36%	8.03%	8.04%	8.14%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	总资产收益率 ROA	1.30%	2.43%	2.84%	2.94%
货币资金	5968.81	5342.16	4185.10	3214.99	净资产收益率 ROE	3.89%	7.05%	7.92%	7.81%
预付款项	109.02	126.16	151.89	166.98	<b>偿债能力</b>				
存货	1005.37	991.42	1193.66	1312.27	流动比率	0.57	0.63	0.56	0.50
其他流动资产	2827.57	3147.89	3761.41	4121.25	速动比率	0.50	0.56	0.48	0.42
流动资产合计	9910.76	9607.63	9292.06	8815.49	现金比率	0.34	0.35	0.25	0.18
长期股权投资	10953.52	11353.52	11753.52	12153.52	资产负债率	59.98%	59.98%	59.54%	58.68%
固定资产	30017.85	30361.25	30457.90	30477.64	<b>经营效率</b>				
无形资产	1192.58	1209.14	1223.96	1237.60	总资产周转率	0.20	0.22	0.26	0.27
非流动资产合计	58579.09	62009.45	65279.38	68283.97	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	68489.85	71617.08	74571.44	77099.46	每股收益	0.13	0.26	0.31	0.34
短期借款	8342.58	5342.58	5342.58	5342.58	每股净资产	3.40	3.65	3.97	4.30
应付账款及票据	5339.37	5838.30	7029.22	7727.73	每股经营现金流	0.36	0.52	0.61	0.61
其他流动负债	3856.82	4031.65	4283.61	4431.38	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	17538.78	15212.52	16655.41	17501.69	<b>估值分析</b>				
长期借款	17512.00	20512.00	20512.00	20512.00	PE	22.78	11.68	9.57	8.96
其他长期负债	6031.18	7231.18	7231.18	7231.18	PB	0.86	0.82	0.76	0.70
非流动负债合计	23543.18	27743.18	27743.18	27743.18					
负债合计	41081.96	42955.71	44398.59	45244.88					
股本	6746.73	6746.73	6746.73	6746.73					
少数股东权益	4495.11	4009.81	3400.33	2815.19					
股东权益合计	27407.89	28661.37	30172.85	31854.59					
负债和股东权益合计	68489.85	71617.08	74571.44	77099.46					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。