

投资评级 优于大市 首次覆盖

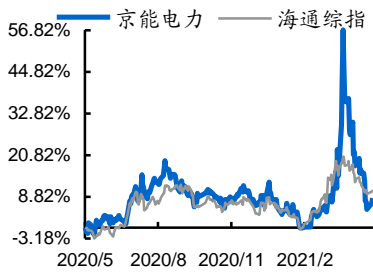
分红承诺带来公用属性增强，高煤价下短期业绩承压

股票数据

05月07日收盘价(元)	3.02
52周股价波动(元)	2.77-4.46
总股本/流通A股(百万股)	6678/6678
总市值/流通市值(百万元)	20166/20166

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-20.9	3.1	8.6
相对涨幅(%)	-18.8	8.1	17.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@htsec.com

证书: S0850519100001

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 于鸿光

Tel: (021) 23219646

Email: yhg13617@htsec.com

证书: S0850521020001

投资要点:

- 区位优势显著，合联营企业贡献主要利润来源。**京能电力主营华北地区火电业务，截至2020年末，公司控股装机容量1673万千瓦，控股在建装机431万千瓦，权益装机容量1909万千瓦，参股煤矿1家（产能1800万吨/年）。公司机组主要集中在京津唐电网，80%的机组处于煤源丰富地区，72%为热电联产机组；2020年平均利用小时4742小时，较全国火电平均利用小时高526小时。公司2020年实现营业收入201亿元，YOY9%；归母净利润14亿元，YOY1.8%。其中，公司对合联营企业的投资收益12亿元（持股24%的酸刺沟煤矿贡献约3.6亿元）。
- 煤价上行27%导致21Q1归母净利润YOY-86%。**21Q1，公司上网电量YOY11%，低于火电行业平均，主要由于公司热电联产机组20Q1采暖季受疫情影响较小；上网电价YOY0.8%至0.299元/度。21Q1，CCI5500指数同比上涨29%，公司标煤单价同比增长26.8%至538元/吨（成本同比增加约0.034元/度），综合考虑电量及煤价上行，测算Q1燃料成本增加约8.7亿元。公司21Q1营收56亿元，YOY12%，归母净利润0.7亿元，YOY-86%。我们认为21年煤价走势前高后低，全年均价接近去年，后续若产能释放带来煤价下行，公司有望释放业绩弹性。
- 公告稳定分红承诺，对应股息率4%。**公司公告2020-2022股东回报规划，在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，年均现金分红不低于当年可供分配利润的70%，且每股派息不低于人民币0.12元（含税）。2020年，公司每股拟分红0.12元，与2019年持平；分红比例57%，较2019年下滑2pct。按0.12元/股的最低分红金额测算，公司2021年股息率达到4%。我们认为公司的稳定分红承诺体现出公司对投资者回报的重视程度提升，公用事业属性进一步加强。
- 盈利预测与估值。**公司预计滑州热电#2机组（35万千瓦）将于2021年投产，对应控股装机增速2%，后续京泰发电二期（132万千瓦）、京宁二期（132万千瓦）稳步推进。我们预计公司2021-23年实现归属母公司所有者的净利润13.9、25.3、30.5亿元，对应EPS为0.21、0.38、0.46元。参考可比公司2021年14倍PE估值，考虑到公司稳定分红承诺带来的公用事业属性加强，且在建装机投产带来规模增量，给予公司2021年16-18倍PE，对应合理价值区间3.36-3.78元，维持优于大市评级。
- 风险提示。**宏观经济下行带来全社会用电量承压；电力体制改革下市场电量利进一步扩大；煤价下行的时点存在不确定性。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18449	20097	23587	25488	26536
(+/-)YoY(%)	27.2%	8.9%	17.4%	8.1%	4.1%
净利润(百万元)	1372	1396	1394	2528	3052
(+/-)YoY(%)	55.8%	1.8%	-0.2%	81.4%	20.7%
全面摊薄EPS(元)	0.21	0.21	0.21	0.38	0.46
毛利率(%)	16.9%	17.6%	13.5%	18.3%	20.1%
净资产收益率(%)	5.8%	5.5%	5.4%	9.3%	10.8%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

主要盈利预测假设:

(1) 中电联预测 2021 年全国用电量增速 7-8%，我们假设 2021 年公司利用小时较 2019 年持平，较 2020 年增长约 10%。

(2) 2021 年来，受到下游需求向好，而供给受制于产地安全检查及进口受限等诸多不利因素，动力煤价格中枢上行显著，但内蒙古作为主产地之一，煤价波动幅度整体小于全国平均。我们假设 2021 年公司燃料成本较 2020 年有所上行，2022 年后恢复下行趋势。

表 1 盈利预测表 (百万元)

		2020	2021E	2022E	2023E
电力	收入	18374	21540	23139	23940
	YOY	7%	17%	7%	3%
	毛利率	20%	16%	21%	23%
热力	收入	1473	1768	2033	2236
	YOY	41%	20%	15%	10%
	毛利率	-9%	-15%	-10%	-8%
售电	收入	13	20	29	44
	YOY	225%	50%	50%	50%
	毛利率	94%	95%	95%	95%
其他	收入	237	261	287	315
	YOY	13%	10%	10%	10%
	毛利率	1%	15%	15%	15%
总计	营业收入	20097	23587	25488	26536
	毛利率	18%	13%	18%	20%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值情况 (倍)

可比公司	PE (TTM)	PE (2021E)	PE (2022E)
吉电股份	21	17	14
内蒙华电	18	11	10
华能国际	12	9	7
桂冠电力	18	18	18
平均值	17	14	12
京能电力	20	14	8

资料来源: 可比公司估值预测来自 wind 一致预期 (2021/05/07), 京能电力估值预测来自海通证券研究所。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	20097	23587	25488	26536
每股收益	0.21	0.21	0.38	0.46	营业成本	16561	20410	20831	21211
每股净资产	3.84	3.90	4.05	4.23	毛利率%	17.6%	13.5%	18.3%	20.1%
每股经营现金流	0.75	0.96	0.94	1.12	营业税金及附加	240	281	304	316
每股股利	0.12	0.15	0.27	0.32	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	6	14	13	14
P/E	14.44	14.47	7.98	6.61	营业费用率%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
P/B	0.79	0.77	0.75	0.71	管理费用	732	921	989	1037
P/S	1.01	0.85	0.79	0.76	管理费用率%	3.6%	3.9%	3.9%	3.9%
EV/EBITDA	9.68	10.41	8.03	7.13	EBIT	2501	1898	3281	3885
股息率%	4.0%	4.8%	8.8%	10.6%	财务费用	1641	1555	1601	1577
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	8.2%	6.6%	6.3%	5.9%
毛利率	17.6%	13.5%	18.3%	20.1%	资产减值损失	-255	-268	-281	-295
净利润率	6.9%	5.9%	9.9%	11.5%	投资收益	1201	1561	1639	1672
净资产收益率	5.5%	5.4%	9.3%	10.8%	营业利润	1874	1707	3113	3764
资产回报率	1.7%	1.6%	2.9%	3.4%	营业外收支	-6	12	12	12
投资回报率	3.5%	2.5%	4.3%	4.9%	利润总额	1867	1719	3125	3776
盈利增长 (%)					EBITDA	5507	5073	6622	7389
营业收入增长率	8.9%	17.4%	8.1%	4.1%	所得税	107	79	151	185
EBIT 增长率	24.3%	-24.1%	72.9%	18.4%	有效所得税率%	5.7%	4.6%	4.8%	4.9%
净利润增长率	1.8%	-0.2%	81.4%	20.7%	少数股东损益	365	246	446	539
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1396	1394	2528	3052
资产负债率	61.3%	63.2%	62.2%	61.1%					
流动比率	0.49	0.65	0.65	0.67	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.43	0.57	0.58	0.60	货币资金	3705	7011	6613	7106
现金比率	0.20	0.33	0.31	0.33	应收账款及应收票据	3616	3989	4453	4573
经营效率指标					存货	909	1280	1281	1313
应收账款周转天数	58.01	56.27	57.21	56.90	其它流动资产	982	1419	1430	1474
存货周转天数	20.04	22.90	22.45	22.60	流动资产合计	9212	13700	13777	14467
总资产周转率	0.25	0.27	0.29	0.29	长期股权投资	12837	12837	12837	12837
固定资产周转率	0.41	0.47	0.50	0.51	固定资产	49466	50362	51102	51686
					在建工程	2672	3172	3672	4172
					无形资产	2011	2249	2492	2714
					非流动资产合计	71535	73178	74662	75966
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	80747	86878	88439	90432
净利润	1396	1394	2528	3052	短期借款	5264	5264	5264	5264
少数股东损益	365	246	446	539	应付票据及应付账款	6250	8354	8415	8616
非现金支出	3263	3443	3621	3799	预收账款	2	19	14	17
非经营收益	466	63	60	27	其它流动负债	7251	7602	7620	7661
营运资金变动	-504	1290	-400	48	流动负债合计	18767	21239	21314	21558
经营活动现金流	4985	6435	6255	7465	长期借款	23773	26773	26773	26773
资产	-5212	-4806	-4812	-4796	其它长期负债	6936	6936	6936	6936
投资	-1444	0	0	0	非流动负债合计	30708	33708	33708	33708
其他	1769	1561	1639	1672	负债总计	49475	54947	55022	55267
投资活动现金流	-4887	-3245	-3173	-3124	实收资本	6747	6678	6678	6678
债权募资	20880	3000	0	0	归属于母公司所有者权益	25613	26026	27066	28277
股权募资	1511	-69	0	0	少数股东权益	5658	5904	6351	6889
其他	-22039	-2815	-3480	-3847	负债和所有者权益合计	80747	86878	88439	90432
融资活动现金流	353	116	-3480	-3847					
现金净流量	451	3306	-399	493					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 07 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业、煤炭行业
 傅逸帆 公用事业
 戴元灿 公用事业、煤炭行业
 于鸿光 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 涪陵电力,山煤国际,金能科技,开滦股份,华电国际,韶能股份,国投电力,山西焦煤,兖州煤业,潞安环能,三峡水利,富春环保,深圳燃气,华能国际,盘江股份,华光环能,平煤股份,中国神华,华宏科技,陕西煤业,淮北矿业,露天煤业,华能水电

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。