



中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

核心观点

公司 2020 年中期业绩 13.9 亿元，同比下降 50.7%，符合预期。主因来水偏枯，但 6 月起公司来水迎来大发拐点，且后续财务费用与折旧有望持续节省。预计公司 2020~2022 年归母净利润为 51.5/54.8/56.5 亿元，现价对应动态 PE 为 15/14/13 倍，维持“买入”评级与目标价 5.80 元。

■ **中报 EPS0.08 元，业绩符合预期。**公司上半年营收 80.7 亿元，同比下滑 23.8%，归母净利润 13.9 亿元，同比下降 50.7%；对应 EPS 0.08 元，同比下降 50.0%，业绩符合预期。分季度来看，公司 2Q2020 营收 49.7 亿元，同比下降 19.2%，归母净利润 14.4 亿元，同比下降 28.3%；对应 EPS0.08 元，同比下降 33.3%。

■ **来水偏枯拖累业绩，汛期大发拐点来临。**公司业绩同比下降主因是年初梯级蓄能偏少及 1-5 月来水持续偏枯，导致公司上半年发电量同比下降 30.7%至 373 亿千瓦时。业绩降幅高于发电量降幅，主因是公司成本中折旧占比较高，且上年同期新机组投运导致 1H 折旧额同比提升 13.8 亿元。公司 2Q 营收及利润增速跌幅开始收窄，主因是 6 月起来水迅速改善，带动发电量增速同比转正。6/7 月，云南水电发电量同比增长 15%/7%；剔除溪洛渡与乌东德后的云南西电东送电量同比增长 17%/8%；其中公司电价较高的澜沧江上游新机组送电量同比增长 16%/8%，有望对后续季度业绩带来支撑。

■ **云南本地需求强劲，省内电价同比显著抬升。**公司上半年营收降幅小于电量降幅，体现电量整体稳定向好，其中主要来自云南省内贡献。受云南硅、铝产业需求大增以及上半年来水偏枯影响，预计公司前 5 月并未开展西电东送赠送，但同时云南上半年省内平均交易电价 227.1 元/MWh，同比大增 15.3 元/MWh。7-8 月，尽管云南汛期来水大幅改善，省内平均交易电价仍达到 116.6 元/MWh，同比提升 8.8 元/MWh。此外，水电今年无需承担降电价责任，也利好公司的电价和业绩预期。

■ **财务费用节省与捐赠完结弥补业绩，明后年关注折旧下行。**受益于市场利率下降及带息负债降低，公司财务费用上半年同比下降 11.8%至 20.3 亿元。此外，公司 2019 年完成对西藏的最后一年的 5 亿元/年定点捐赠，1H2020 节省捐赠支出 3.3 亿元。后续年度，公司还有望迎来折旧拐点。随着机组投运结束以及存量发电机组陆续完成折旧，预计公司 2021/2022 年每年有望节省折旧额约 2 亿元。

■ **自由现金流异常充沛。**公司上半年经营现金流 67.6 亿元，同比下滑 2.9%，远小于业绩降幅；2020 年资本开支预算 60.0 亿元，且澜上云南段仅托巴在建，故预计公司自由现金流有望维持在高位，有助于后续加速还债、提振业绩。

■ **风险因素：**发电量低于预期，电价低于预期，自由现金流低于预期

■ **投资建议：**尽管公司上半年来水偏枯，但鉴于汛期以来来水大增，维持 2020 年盈利预测。此外，调增 2021/2022 年业绩预测 3%/5%，以体现公司折旧节省。更新 2020~2022 年 EPS 预测为 0.27/0.29/0.30 元，现价对应动态 PE 为 15/14/13 倍。维持目标价 5.80 元，维持“买入”评级。

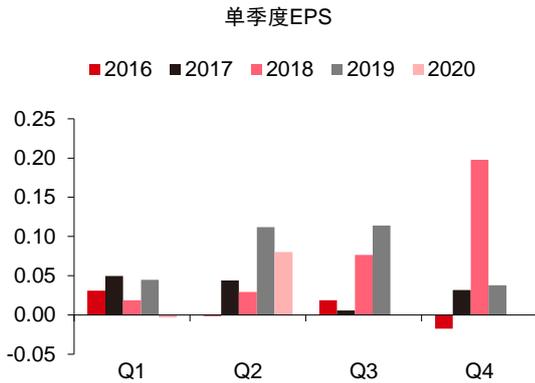
华能水电	600025
评级	买入（维持）
当前价	3.98 元
目标价	5.80 元
总股本	18,000 百万股
流通股本	8,928 百万股
52 周最高/最低价	4.85/3.45 元
近 1 月绝对涨幅	-1.49%
近 6 月绝对涨幅	-4.08%
近 12 月绝对涨幅	-22.98%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,516	20,801	20,460	20,866	20,880
营业收入增长率	20.8	34.1	-1.6	2.0	0.1
净利润(百万元)	5,803	5,545	5,148	5,484	5,659
净利润增长率	165.1	-4.4	-7.2	6.5	3.2
每股收益 EPS(基本)(元)	0.32	0.31	0.27	0.29	0.30
净资产收益率 ROE%	12.7	9.8	8.6	8.7	8.6
PE	12	13	15	14	13
PB	1.62	1.52	1.44	1.37	1.30

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

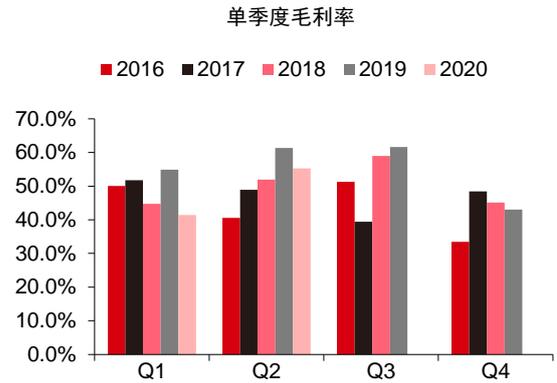
注：股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

图 1: 公司历年单季度 EPS (元)



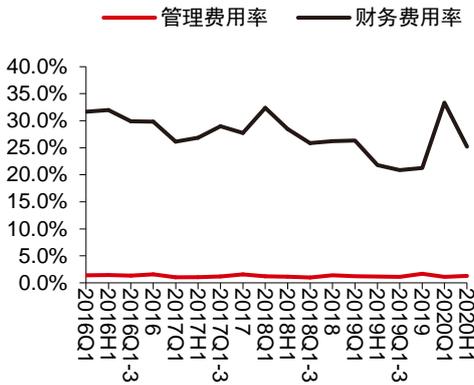
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 公司历年单季度毛利率 (%)



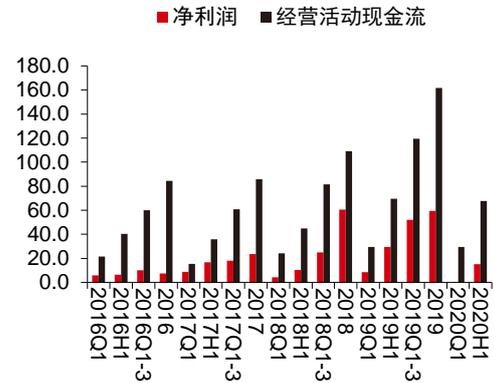
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 公司历年期间费用率 (%)



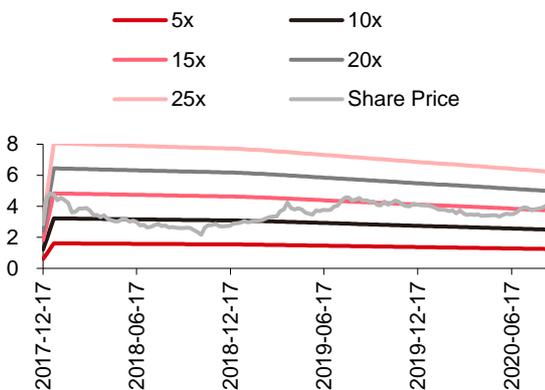
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 公司历年净利润及经营活动现金流 (亿元)



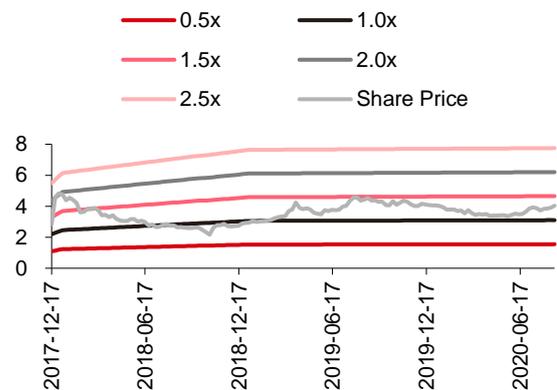
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 5: 公司 PE BAND



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 2020 年前瞻 PE 采用中信证券研究部预测

图 6: 公司 PB BAND



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 2020 年前瞻 PB 采用中信证券研究部预测

表 1：公司季度财务数据汇总

指标	单位	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	%同比	%环比
营业收入	百万元	4,438	6,151	5,727	4,485	3,103	4,968	-19.2%	60.1%
营业成本	百万元	2,003	2,378	2,200	2,554	1,818	2,225	-6.5%	22.4%
毛利	百万元	2,435	3,773	3,527	1,932	1,285	2,743	-27.3%	113.6%
税金及附加	百万元	84	93	71	67	51	86	-7.7%	68.8%
销售费用	百万元	5	7	7	12	3	8	6.5%	180.9%
管理费用	百万元	53	67	64	164	35	70	3.8%	98.2%
财务费用	百万元	1,170	1,138	1,096	1,018	1,035	1,000	-12.2%	-3.4%
资产减值损失	百万元	10	-42	-2	35	0	0		
投资净收益	百万元	23	1	68	95	-2	77	12812.0%	-4995.9%
公允价值变动净收益	百万元	0	89	-23	107	-117	29		
营业利润	百万元	1,136	2,532	2,333	881	39	1,627	-35.8%	4092.2%
营业外收入	百万元	1	1	2	6	0	1	-15.8%	153.2%
营业外支出	百万元	127	208	88	198	2	0	-99.8%	-85.3%
利润总额	百万元	1,009	2,325	2,246	690	37	1,627	-30.0%	4328.6%
所得税	百万元	151	240	-1	-56	24	126	-47.7%	419.7%
净利润	百万元	858	2,085	2,247	746	13	1,502	-28.0%	11839.1%
少数股东损益	百万元	54	73	198	66	66	60	-17.7%	-9.0%
归属于母公司所有者的净利润	百万元	804	2,012	2,049	680	-54	1,442	-28.3%	
基本每股收益	元	0.04	0.12	0.11	0.04	0.00	0.08	-33.3%	
% 收入同比	%	49.6%	75.5%	18.2%	6.7%	-30.1%	-19.2%		
% 利润同比	%	137.3%	280.9%	48.7%	-80.9%	-106.7%	-28.3%		
% 收入环比	%	5.6%	38.6%	-6.9%	-21.7%	-30.8%	60.1%		
% 利润环比	%	-77.4%	150.1%	1.8%	-66.8%	-107.9%	-2782.2%		
% 毛利率	%	54.9%	61.3%	61.6%	43.1%	41.4%	55.2%		
% 管理费用率	%	1.2%	1.1%	1.1%	3.7%	1.1%	1.4%		
% 财务费用率	%	26.4%	18.5%	19.1%	22.7%	33.3%	20.1%		
% 净利润率	%	18.1%	32.7%	35.8%	15.2%	-1.7%	29.0%		

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 相关研究

华能水电（600025）2019 年报及 2020 年一季报点评--电量短期承压不改长期价值，现金流持续充沛 (2020-04-27)

华能水电（600025）2019 年三季报点评--新机组投产业绩高增，现金流充沛再购金中股权 (2019-10-29)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,516	20,801	20,460	20,866	20,880
营业成本	7,616	9,135	9,069	8,945	8,803
毛利率	50.92%	56.08%	55.68%	57.13%	57.84%
营业税金及附加	299	315	307	313	313
销售费用	22	31	30	31	31
营业费用率	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
管理费用	218	349	348	355	355
管理费用率	1.41%	1.68%	1.70%	1.70%	1.70%
财务费用	4,065	4,422	4,108	3,987	3,930
财务费用率	26.20%	21.26%	20.08%	19.11%	18.82%
投资收益	3,945	187	185	193	200
营业利润	7,387	6,882	6,783	7,428	7,648
营业利润率	47.61%	33.09%	33.15%	35.60%	36.63%
营业外收入	12	10	30	30	30
营业外支出	519	622	550	550	550
利润总额	6,880	6,270	6,263	6,908	7,128
所得税	830	334	752	1,036	1,069
所得税率	12.06%	5.33%	12.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	248	392	364	388	400
归属于母公司股东的净利润	5,803	5,545	5,148	5,484	5,659
净利率	37.40%	26.66%	25.16%	26.28%	27.10%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,498	2,322	2,251	2,295	4,408
存货	23	27	27	26	26
应收账款	2,378	2,057	2,580	2,347	2,491
其他流动资产	4,626	3,132	2,992	3,084	3,058
流动资产	8,525	7,538	7,849	7,753	9,983
固定资产	126,812	139,577	133,971	128,533	123,265
长期股权投资	28	2,909	3,055	3,208	3,368
无形资产	6,921	6,799	6,601	6,402	6,203
其他长期资产	26,079	10,637	16,719	22,650	28,581
非流动资产	159,840	159,922	160,345	160,793	161,417
资产总计	168,365	167,460	168,194	168,545	171,400
短期借款	9,749	4,749	4,004	2,331	2,000
应付账款	130	109	140	126	134
其他流动负债	33,380	22,806	22,317	22,225	22,173
流动负债	43,259	27,664	26,461	24,682	24,307
长期借款	77,612	82,684	81,684	80,684	80,684
其他长期负债	1,714	358	358	358	358
非流动性负债	79,326	83,043	82,043	81,043	81,043
负债合计	122,585	110,707	108,504	105,725	105,350
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
资本公积	18,892	18,892	18,892	18,892	18,892
归属于母公司所有者权益合计	44,257	55,003	57,577	60,319	63,148
少数股东权益	1,524	1,750	2,114	2,502	2,902
股东权益合计	45,781	56,753	59,690	62,820	66,050
负债股东权益总计	168,365	167,460	168,194	168,545	171,400

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,803	5,545	5,148	5,484	5,659
所得税支出	-830	-334	-752	-1,036	-1,069
折旧和摊销	5,268	5,930	6,339	6,170	6,001
营运资金的变化	-1,186	761	-841	36	-161
其他经营现金流	1,867	4,261	5,039	5,218	5,199
经营现金流合计	10,922	16,164	14,932	15,872	15,628
资本支出	-7,704	-4,300	-6,616	-6,465	-6,465
投资收益	113	119	185	193	200
其他投资现金流	4,034	523	-145	-153	-160
投资现金流合计	-3,556	-3,658	-6,576	-6,425	-6,425
发行股票	0	8,006	0	0	0
负债变化	50,790	66,408	-1,000	-1,000	0
股息支出	-2,704	-2,740	-2,574	-2,742	-2,830
其他融资现金流	-55,656	-83,314	-4,853	-5,660	-4,261
融资现金流合计	-7,570	-11,640	-8,427	-9,402	-7,091
现金及现金等价物净增加额	-204	866	-71	45	2,113

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	20.8	34.1	-1.6	2.0	0.1
营业利润增长率	124.4	-6.8	-1.4	9.5	3.0
净利润增长率	165.1	-4.4	-7.2	6.5	3.2
毛利率	50.9	56.1	55.7	57.1	57.8
EBITDA Margin	81.4	81.3	83.3	83.4	83.2
净利率	37.4	26.7	25.2	26.3	27.1
净资产收益率	12.7	9.8	8.6	8.7	8.6
总资产收益率	3.4	3.3	3.1	3.3	3.3
资产负债率	72.8	66.1	64.5	62.7	61.5
所得税率	12.1	5.3	12.0	15.0	15.0
股利支付率	46.6	49.4	50.0	50.0	50.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。