

公司研究/更新报告

2020年07月07日

公用事业/电力 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 3.98  
合理价格区间(元): 4.62~4.90

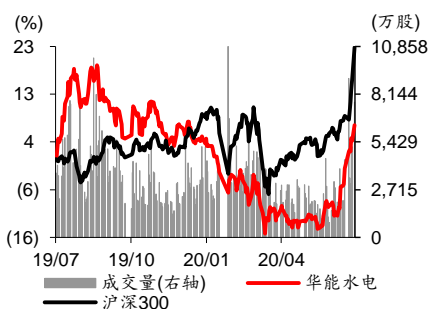
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**施静** 执业证书编号: S0570520040003  
研究员 010-56793967  
shi\_jing@htsc.com

相关研究

- 1 《华能水电(600025 SH,增持): 来水偏枯需求下降, 拖累短期业绩》2020.04
- 2 《华能水电(600025 SH,增持): 优质水电龙头, 逆流而上》2019.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 汛期来水发力, 电量拐点可期

## 华能水电(600025)

### 核心水电资产, 长短期逻辑兼备

公司为全国第二大水电公司, 截至 1Q20 装机容量 2,318 万千瓦, 在建装机容量 140 万千瓦, 筹建及前期工作装机容量 907.8 万千瓦, 全部装机投产后对应 19 年产能弹性 46%。短期来看 6 月起澜沧江来水由枯转丰, 3Q20 发电量拐点可期, 长期来看公司存量机组从 2007 年起陆续投运, 2021 年起存量机组折旧或进入下行通道。基于公司来水转好对发电量的提振, 我们调高 20-22 年 EPS 至 0.28/0.32/0.34 元 (调整前分别为 0.27/0.29/0.30 元), 我们给予公司 2020 年 16.5-17.5 目标 PE (调整前 PE14-15x), 每股目标价 4.62-4.90 元 (调整前 3.78-4.05 元), 上调评级至“买入”。

### 来水由枯转丰, 发电量拐点可期

由于澜沧江干流 2019 年 9 月起来水偏枯, 今年年初公司主要水库水头偏低, 根据我们调研, 1 月小湾/糯扎渡水头同比偏低 20/30 米, 水头低度电耗水量高, 叠加 1-5 月来水偏枯, 1Q20/2Q20 发电量同比-38%/-25%。6 月以来, 来水由枯转丰, 公司称 6 月小湾断层来水较多年平均偏丰 30%, 同比增加 50%以上。同时据云南省水文网, 截至 7 月 5 日, 小湾/糯扎渡水库水位达到 1190/767 米 (最高蓄水位 1240/812 米), 基本与多年平均持平, 年初以来低水头及来水偏枯对于发电的负面影响已基本消除, 3Q20 发电情况环比/同比均有望改善, 拐点可期。

### 新增装机投产高峰已过, 折旧下行空间可期

公司漫湾首批机组于 2007 年投产, 根据水轮机和发电机折旧年限 12 年推算, 漫湾二期、景洪、瑞丽江、小湾机电设备折旧将于 2019 年-2022 年到期。2019 年公司计提折旧 57 亿, 其中机电设备占比 30%。据我们测算 (暂不考虑托巴机组建设及投产对折旧的影响), 对比 2019 年折旧 57 亿元, 2025 年存量机组折旧约降低 6 亿元, 比 2019 年折旧下降 11%, 2030 年折旧约降低 14 亿元, 比 2019 年折旧下降 24%。

### 上调至“买入”评级, 目标价 4.62-4.90 元

考虑到汛期来水转好有望推升公司 20 年发电量, 同时拉动小湾/糯扎渡水库水头在年底前达到较高水平, 助推 21 年上半年发电量增长。叠加存量机组折旧下行, 我们上调 20-22 年归母净利润分别至 50.4/58.3/60.9 亿元 (调整前分别为 48.2/52.0/53.5 亿元)。参考可比公司 2020 年 wind 一致预期 PE 15x, 公司坐拥澜沧江开发权, 后续仍有装机潜力, 故应享估值溢价, 给予 20 年 16.5-17.5x 目标 PE, 目标价为 4.62-4.90 元。短期来水由枯转丰推升发电量提升, 长期存量机组折旧进入下行通道, 叠加分红率提升空间犹存, 公司长短期逻辑兼备, 上调评级至“买入”。

风险提示: 云南与广东市场化电价不及预期, 成本控制不及预期, 经济下行拖累水电需求。

公司基本资料

总股本 (百万股)	18,000
流通 A 股 (百万股)	8,928
52 周内股价区间 (元)	3.45-4.85
总市值 (百万元)	71,640
总资产 (百万元)	165,413
每股净资产 (元)	3.05

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	15,516	20,801	19,956	20,695	20,697
+/-%	20.77	34.06	(4.06)	3.70	0.01
归属母公司净利润 (百万元)	5,803	5,545	5,038	5,829	6,093
+/-%	165.10	(4.45)	(9.13)	15.70	4.53
EPS (元, 最新摊薄)	0.32	0.31	0.28	0.32	0.34
PE (倍)	12.35	12.92	14.22	12.29	11.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 水电核心资产，来水拐点带来布局机会 全国第二大水电，值得关注的核心资产

全国第二大水电企业，截至 2019 年底，公司已投产总装机容量达 2,318 万千瓦，其中水电装机容量达 2,294.9 万千瓦。目前公司有托巴电站在建，装机容量为 140 万千瓦，预计 2024-2025 年建成，投产后对应水电装机弹性 6%。同时，公司拥有澜沧江全流域干流水电资源开发权（包括西藏境内），澜沧江水电资源是我国水电资源中的“富矿”，总可开发装机容量达 3,200 万千瓦，公司目前筹建和前期工作的水电站项目装机容量达到 907.8 万千瓦（不含瑞丽江二级水电站），这些水电站全部投产之后公司水电装机容量有望达到 3,342.7 万千瓦，相较目前仍有约 46% 的增长空间。

图表1：我国十三大水电基地装机容量（MW）



资料来源：长江电力价值手册 2020，华泰证券研究所

图表2: 华能水电全部水电机组汇总 (含已投运、在建、筹建及前期工作)

位置	电站名称	状态	投产时间	持股比例	控股装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	水库库容
澜沧江中下游段 (两库八级)	功果桥水电站	投产	2012	100%	90	90	150亿立方, 多年调节能力
	小湾水电站	投产	2010	100%	420	420	
	漫湾水电站	投产	2007	100%	167	167	
	糯扎渡水电站	投产	2014	100%	585	585	
	景洪水电站	投产	2009	100%	175	175	
	大朝山水电	投产	2003	10%	-	13.5	
	橄榄坝水电站	筹建				19.5	
澜沧江上游云南段 (一库七级)	勐松水电站	筹建				60	17亿立方
	苗尾水电站	投产	2018	100%	140	140	
	大华桥水电站	投产	2019	100%	92	92	
	黄登水电站	投产	2019	100%	190	190	
	里底水电站	投产	2019	100%	42	42	
	乌弄龙水电站	投产	2019	100%	99	99	
	古水水电站	筹建				190	
澜沧江上游西藏段 (一库八级)	托巴水电站	在建				140	季节调节能力
	如美水电站	筹建				210	年调节能力
	侧格水电站	前期工作				12.9	
	约龙水电站	前期工作				12.9	
	班达水电站	前期工作				100	
	邦多水电站	前期工作				68	
	古学水电站	前期工作				170	
金沙江中游	曲孜卡水电站	前期工作				40.5	
	卡贡水电站	前期工作				24	
缅甸	龙开口水电站	投产	2014	95%	180	171	
	瑞丽江一级水电站	投产	2009	40%	60	24	
柬埔寨	瑞丽江二级水电站	商务谈判				52	
	桑河二级水电站	投产	2018	51%	40	20	
云南省小水电站	徐村水电站	投产	2000	100%	8.58	8.58	
	南果河水电站	投产	2009	90%	1.6	1.44	
	老王庄水电站	投产	2014之前	100%	0.96	0.96	
	牛栏沟水电站	投产	2013	51%	2.48	1.26	
	丰甸河水电站	投产	2014之前	100%	1.26	1.26	
投产合计					2294.9	2242.4	
在建、筹建、前期工作合计					1047.8	1047.8	不包括瑞丽江二级水电站

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**短期: 来水由枯转丰+财务费用下降助推业绩增长**

**澜沧江汛期来水发力, 3Q20 发电量拐点可期**

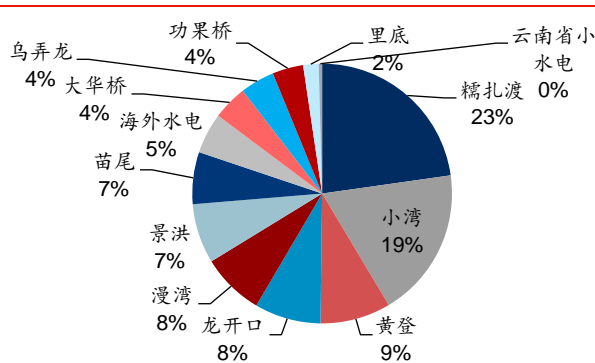
公司主要水电站位于澜沧江流域, 其中 3 个带水库的电站糯扎渡 (5850MW)、小湾 (4200MW) 和黄登 (1900MW) 发电量占比达到公司整体发电量的一半以上。公司来水和发电量具有季节性, 来水主要集中于汛期, 一般从 5 月 15 日开始到 10 月 15 日结束。

图表3: 公司澜沧江水电站区位图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司各水电站发电量占比 (2019)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2020年1-5月云南整体降雨偏少，来水偏枯幅度较大，根据华能水电公告，2020年1-3月小湾电站断面来水同比偏枯16%，龙开口电站断面来水同比偏枯约10%。加之疫情对用电需求的影响，导致华能水电业绩受到冲击，1Q20/2Q20发电量同比减少38%/25%。6月2日至7月2日，中央气象台连续31天发布暴雨预警，我国中东部降水偏多，多条河流水位已接近警戒水位。云南省自6月中旬起，省内各地区发布暴雨蓝色预警，全省降雨持续增多，6月底至7月初出现大暴雨甚至特大暴雨，云南全面进入主汛期。

根据昆明电力交易中心的统计数据，澜沧江流域今年1-4月来水较多年平均值偏枯高达5成，偏枯程度显著大于去年同期。5月来水情况开始转好，5-6月来水情况已基本接近多年平均水平，显著好于1-4月。预计7月份澜沧江干流上游乌弄龙断面来水较多年平均基本持平，澜沧江干流来水较多年平均偏枯1成，已接近多年平均水平。相较于上半年来水大幅度偏枯，下半年来水情况预计将明显改善。

图表5：2019年及2020年1-7月澜沧江来水情况及预期

	澜沧江乌弄龙断面	澜沧江干流	金沙江	其余流域
<b>2019年</b>				
1月		平均水平稍偏丰	平均基本偏丰1成	偏枯4成-偏丰2成
2月		平均基本持平	平均基本偏丰1成	偏枯4成-偏丰2成
3月		平均基本偏丰1成	平均基本偏丰1成	偏枯4成-偏丰2成
4月		平均基本偏丰1成	平均基本偏丰2成	偏枯3成-偏丰2成
5月		平均基本偏丰1成	平均基本偏丰1成	偏枯3-5成
6月		平均基本偏枯4成	平均基本偏丰1成	偏枯2成-偏丰4成
7月		平均基本持平	平均基本持平	偏枯0-4成
8月		平均基本持平	平均基本偏丰1成	偏枯0-3成
9月		平均偏枯2成	平均基本偏枯1成	偏枯0-5成
10月		平均偏枯2成	平均基本偏枯1成	偏枯0-5成
11月		平均偏枯3成	平均基本偏丰1成	偏枯0-6成
12月	平均偏枯1成	平均偏枯5成	平均基本偏丰1成	偏枯1-6成
<b>2020年</b>				
1月	平均基本持平	平均偏枯5成	平均基本偏丰1成	偏枯1-6成
2月	平均基本持平	平均偏枯4成	平均基本偏丰1成	偏枯0-6成
3月	平均基本持平	平均偏枯5成	平均基本偏丰1成	偏枯0-5成
4月	平均基本偏丰2成	平均偏枯5成	平均基本偏丰2成	偏枯0-5成
5月	平均基本偏丰1成	平均偏枯3成	平均基本持平	偏枯0-6成
6月	平均基本持平	平均偏枯2成	平均基本持平	偏枯0-7成
7月	预计基本持平	预计偏枯1成	预计基本持平	预计偏枯0-4成

注：平均偏丰偏枯对照基准为多年平均来水情况

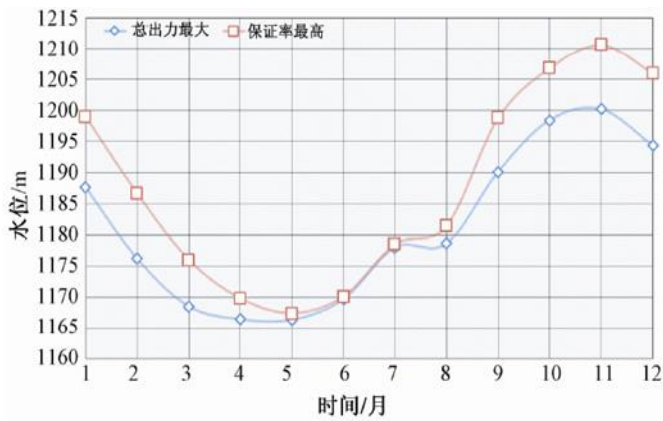
资料来源：昆明电力交易中心，华泰证券研究所

水力发电有很明显的季节性特点，年初至5月中旬为枯水期，水电站采用库容水进行发电，枯水期来水量小于出库量水头随之降低，在汛期到来前将水头降至最低水位。6月汛期初期开始蓄水，汛期来水丰枯一方面影响发电量，另一方面影响水头上升速度决定汛期中段高水头发电的时间长短。10月底进入枯水期，这段时间至年底一般维持高水头发电，以降低度电耗水量。

汛期来水转好，年初来水偏枯叠加低水头的负面影响已经基本消除，3Q20发电量拐点可期。由于2019年9月以来水偏枯，2020年初公司主要水库水头偏低，根据我们调研，2020年1月小湾/糯扎渡水头同比偏低20/30米，水头低意味着度电耗水量高。6月以来，澜沧江来水由枯转丰，公司称6月小湾断面来水较多年平均偏丰30%，同比增加50%以上。同时根据云南省水文网，截至7月5日，小湾/糯扎渡水库水位达到1190/767米（最高蓄水位1240/812米），基本与多年平均持平，年初以来低水头及来水偏枯对于发电的负面影响已经基本消除，发电量情况有望在3Q20环比大幅改善，拐点可期。

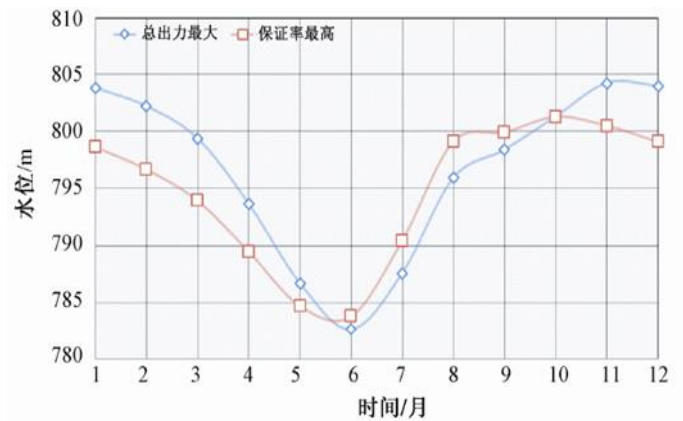


图表6: 小湾水库多年平均水位变化曲线



资料来源:《发电调度对径流情势及生态系统的影响分析》陈翔等.水力发电学报.2014.8, 华泰证券研究所

图表7: 糯扎渡水库多年平均水位变化曲线



资料来源:《发电调度对径流情势及生态系统的影响分析》陈翔等.水力发电学报.2014.8, 华泰证券研究所

图表8: 华能水电单季度发电量 (1Q18-2Q20)

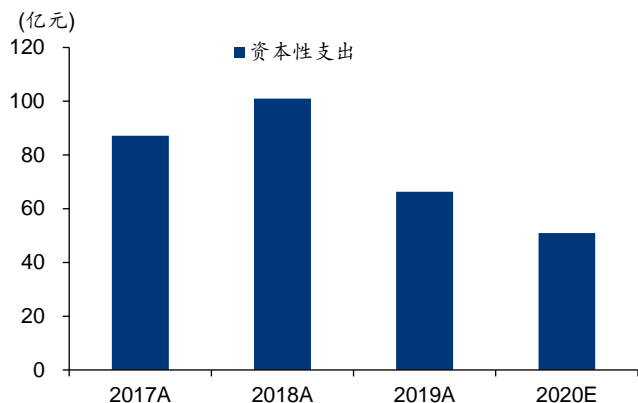


资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

**资本开支拐点已至, 负债结构改善财务费用下降**

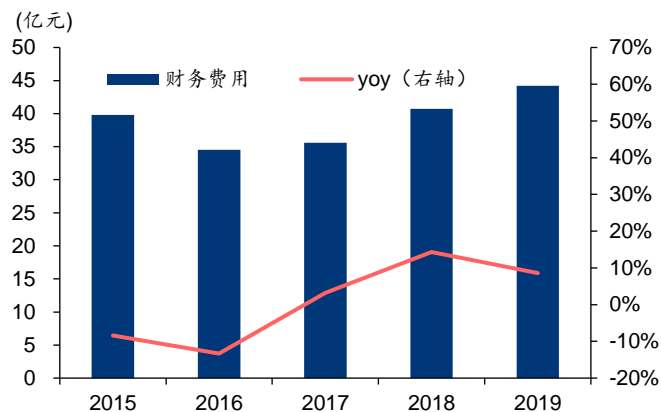
资产负债结构不断改善, 目标资产负债率 66%; 有息负债规模开始回落, 财务费用有望下降。公司不断改善资产负债结构, 2016-2019 年资产负债率持续下降, 至 2019 年资产负债率降至 66%, 为历史最低。公司目前仅有托巴水电站在建, 资本开支有望从 2017-2019 年的 60-100 亿下降到 20-30 亿, 借款需求减少, 有息负债规模有望回落。19 年借款利率约为 4.2%比 18 年增长 0.6pct, 负债规模下降但财务费用上升, 主要原因是公司所属水电站新增机组投产, 资本化利息转费用化增加财务费用。随着整体融资环境宽松, 2020 年公司借款利率有望下降, 我们预计借款利率下行叠加有息负债下降, 2020 年公司财务费用有望同比降低 3-3.5 亿元。

图表9：公司资本开支情况



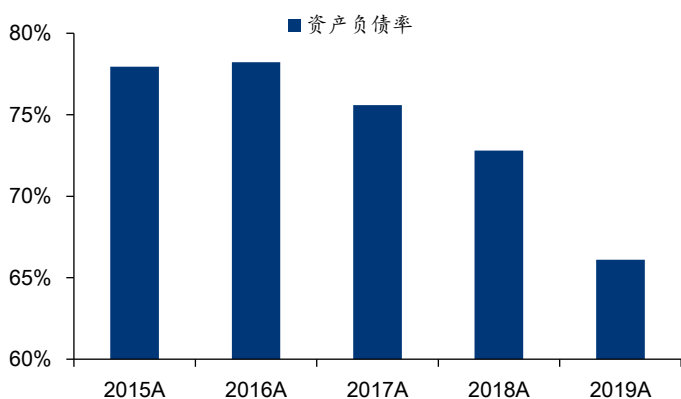
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：2015-2019年公司财务费用情况



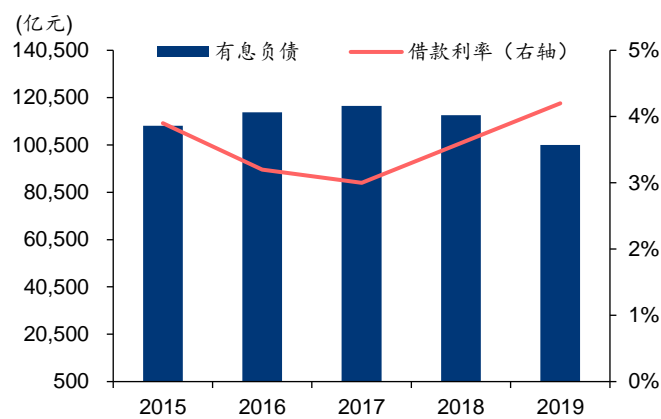
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：2015-2019年公司资产负债率显著下降



资料来源：华泰证券研究所

图表12：2015-2019年公司有息负债情况



资料来源：华泰证券研究所

图表13：华能水电近年来发债成本 vs 同期银行贷款利率

债券简称	债券类型	起息日	到期日	期限(天)	发行规模(亿)	票面利率	同期银行利率	利差(bp)
20 华能水电 GN002	超短期融资债券	2020-06-19	2020-10-23	126	10	1.69%	4.35%	266
20 华能水电 SCP008	超短期融资债券	2020-05-22	2020-08-21	91	15	1.65%	4.35%	270
20 华能水电 SCP004	超短期融资债券	2020-04-20	2020-07-09	80	10	1.69%	4.35%	266
20 华能水电 SCP003	超短期融资债券	2020-03-10	2020-06-04	86	10	2.20%	4.35%	215
19 华能水电 SCP010	超短期融资债券	2019-05-07	2019-10-24	170	20	3.30%	4.35%	105
19 华能水电 SCP007	超短期融资债券	2019-04-04	2019-08-30	148	16	2.95%	4.35%	140
19 华能水电 SCP006	超短期融资债券	2019-03-27	2019-08-24	150	10	3.08%	4.35%	127
19 华能水电 SCP003	超短期融资债券	2019-01-18	2019-07-17	180	10	3.15%	4.35%	120

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 长期：折旧进入下行通道，分红率提升空间尚存

#### 华能水电：存量机组折旧下行可期

根据华能水电 2019 年债券募集说明书，公司水电站建筑物折旧年限 45 年，发电等水工机械折旧年限 12 年，则 2031 年前折旧到期基本由机电设备折旧到期引起，本次测算暂不考虑托巴水电站建设及投产对公司折旧的增量影响。机电设备折旧主要由水轮机和发电机构成，按水轮机和发电机折旧年限 12 年推算，漫湾二期、景洪、瑞丽江、小湾机组将于 2019 年-2022 年折旧到期，功果桥、糯扎渡、龙开口机组将于 2023-2026 年折旧到期，澜上机组将于 2029-2031 年折旧到期。

**图表14： 华能水电折旧政策**

资产类别	折旧方法	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	平均年限法	6-45	0	2.22%-16.67%
其中：水电站建筑物	平均年限法	45	0	2.22%
机电设备	平均年限法	4-26	0-3%	3.85%-25%
其中：发电、变电、辅助设备及水工机械	平均年限法	12	3%	8.08%
其他资产	平均年限法	4-10	0-3%	9.7%-25%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

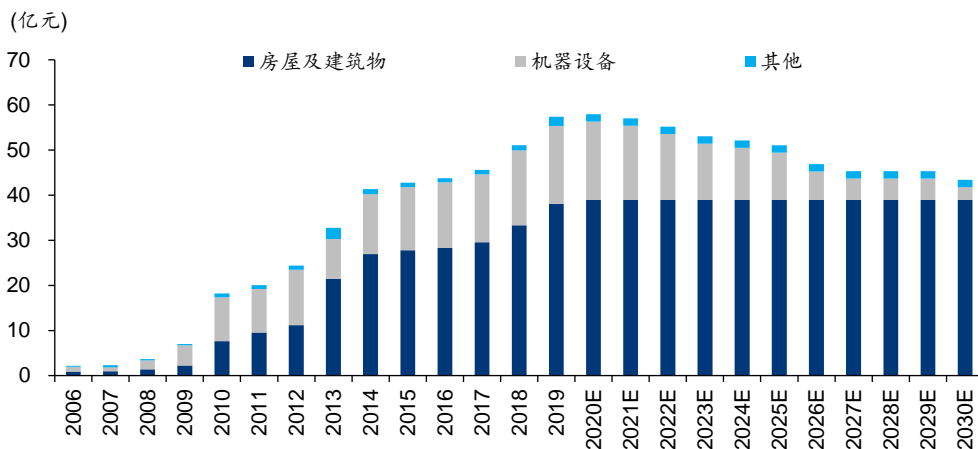
**图表15： 华能水电存量机组投产时间及推算折旧到期时间点**

水电站	机组投产日期	机电设备折旧年限	推算机电设备折旧到期时点
漫湾二期、景洪、瑞丽江、小湾	2007年5月-2010年8月	12年	2019年5月-2022年8月
功果桥、糯扎渡、龙开口	2011年11月-2014年4月	12年	2023年11月-2026年4月
苗尾、黄登、大华桥、里底、乌弄龙	2017年10月-2019年7月	12年	2029年10月-2031年7月

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

因公司机组较多，且于2007-2019年之间密集投产，故我们无法通过历年固定资产与当年折旧的增量变化估算特定机组的固定资产原值与折旧。故我们根据水电站投资额、公司整体固定资产分布及折旧政策，对公司历年折旧进行模拟，测得整体房屋及建筑物折旧期限为35年，整体机电设备折旧期限为13年时，模拟值与历史值较为吻合。据此假设，暂不考虑托巴机组建设及投产对折旧的影响，因澜上机组2017-2019年集中投产，公司2020年存量机组折旧仍有所提升，对比2019年折旧57亿元，我们预测至2025年因存量机组折旧到期带来的折旧降低约6亿元，比2019年折旧下降11%，至2030年折旧约降低14亿元，比2019年折旧下降24%。

**图表16： 华能水电存量机组折旧趋势预测（2006-2030E）**



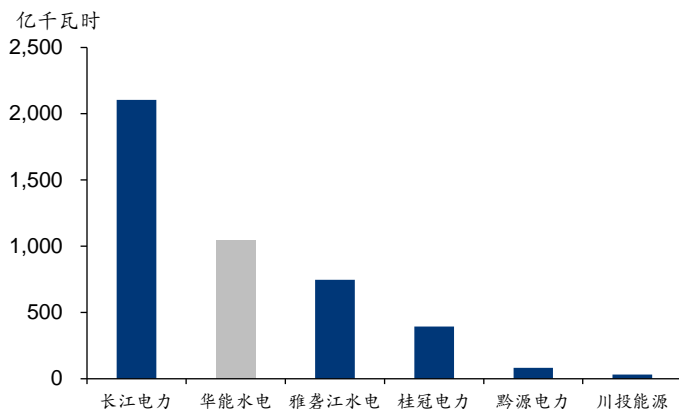
注：本测算仅考虑存量机组，暂不考虑托巴水电站建设及投产，及大规模机电设备置换，对公司整体折旧带来的增量影响

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 水电现金牛属性凸显，分红率提升空间尚存

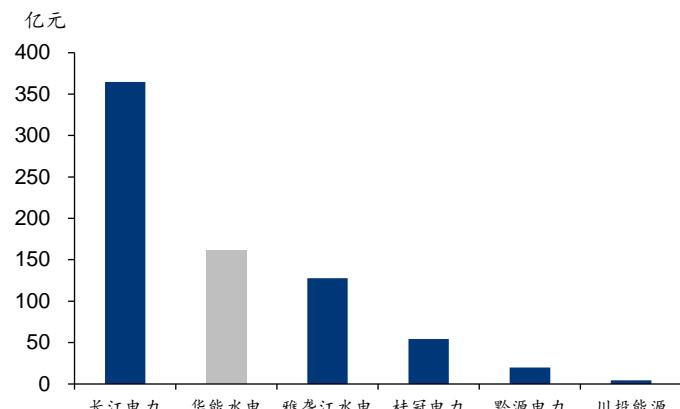
公司现金流充裕，2019年公司经营性现金流为161.6亿元，在我国主要水电公司中仅次于长江电力。2019年公司分红率为49.42%，在可比公司中排名第四，对应2019年公司股息率为3.6%（以2019/12/31股价计算）。目前公司仅有托巴水电站在建，资本开支需求下降。根据公司招股说明书，公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排时，现金分红比例最低应达到80%，长期来看公司分红率仍有提升空间。

图表17: A股主要水电公司发电量对比(2019)



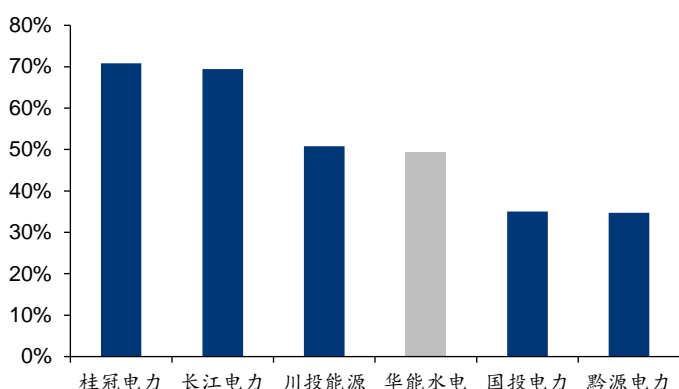
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表18: A股主要水电公司经营性现金流对比(2019)



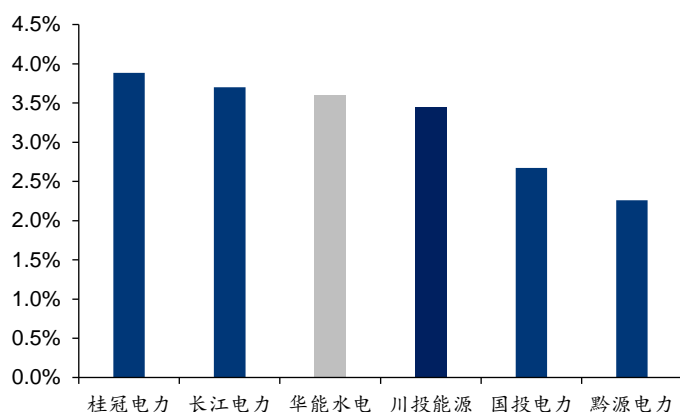
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表19: A股主要水电公司分红率对比(2019)



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表20: A股主要水电公司股息率对比(2019)



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

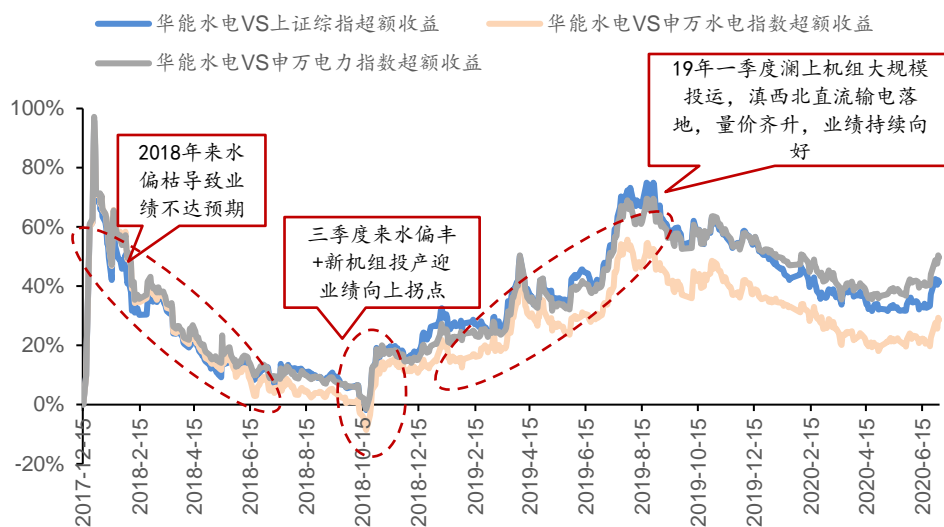
### 汛期来水发力, 来水拐点或带来布局机会

**历史复盘:** 公司作为全国第二大水电企业, 上市以来获取一定超额收益。回顾公司从 2017 年 12 月上市以来相对于上证综指, 电力指数和水电指数的超额收益, 主要有 2 次超额收益加强时间点, 推动因素是发电增量和电价利好。具体说来:

1. **第一次**在 2018 年 10 月, 经历了上半年来水偏枯的业绩低谷之后, 三季度来水有明显回升, 8 月来水较多年平均偏丰 1 成, 加之新机组陆续投产, 澜沧江上游云南段和桑河二期预计增加的装机规模共 603 万千瓦, 在 2018 年前 10 个月已投产 386.5 万千瓦, 带来业绩增厚预期。公司也自此迎来业绩向上拐点。
2. **第二次**在 2019 年 4 月, 19 年一季度新机组大规模投运, 并预计澜沧江上游段电厂建设将在年内全部完工, 澜沧江流域一季度来水偏丰态势延续, 加之滇西北直流输电配电网的正式落地利好, 对公司业绩增长支撑预期确定性加强。



图表21: 华能水电上市以来股价走势 (截至 2020/7/5)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**短期来看**, 2020年6月, 中央气象台连续27天发布云南省暴雨预警, 澜沧江汛期来水转好, 年初以来的低水头叠加来水偏枯的负面影响基本消除, 3Q20发电量环比/同比均有望回升, 推动收入与利润增长。

**长期来看**, 公司盈利模式稳定, 拥有较多优质水电资产, 装机总量全国第二, 且保有澜沧江流域开发权, 现金流充裕, 高分红“类债券”属性凸出, 资本开支下行, 费用管控合理, 为水电核心资产。

**上调评级至“买入”, 目标价 4.62-4.90 元**

考虑到公司来水由枯转丰, 汛期来水对公司发电量影响较大, 我们上调对公司2020年发电量的预测, 同时汛期来水偏丰或拉动公司小湾/糯扎渡水库水头在年底前达到较高水平, 从而有助于2021年上半年发电量增长, 我们预计2020-2022年公司发电量分别为1005/1043/1043亿千瓦时(调整前分别为909/926/926亿千瓦时)。并根据预计发电量的提升, 相应的上调2020-2022年营业收入至200/207/207亿元(调整前分别为187/190/190亿元)。同时根据我们对于华能水电折旧更细致的拆分, 我们预计存量机组折旧下降有望带来成本下行, 据此上调毛利率至54%/55%/56%(调整前分别为52%/52%/51%亿千瓦时)。相应的上调2020-2022年归母净利润分别至50.4/58.3/60.9亿元(调整前分别为48.2/52.0/53.5亿元)。

参考可比公司2020年wind一致预期PE 15x, 公司坐拥澜沧江开发权, 后续仍有装机潜力, 故应享估值溢价, 给予20年16.5-17.5x目标PE(调整前20年目标PE14-15x), 目标价为4.62-4.90元(调整前目标价3.78-4.05元)。短期来看, 公司来水由枯转丰推升发电量提升, 长期来看, 存量机组折旧进入下行通道, 叠加分红率提升空间犹存, 公司长期逻辑兼备, 上调评级至“买入”。

图表22: 盈利预测调整表

	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	18,738	19,038	19,041	19,956	20,695	20,697	6.5%	8.7%	8.7%
发电量 (亿千瓦时)	909	926	926	1,005	1,043	1,043	10.6%	12.7%	12.7%
毛利率 (%)	51.7%	51.7%	51.2%	53.6%	55.2%	55.7%	1.9pct	3.5pct	4.6pct
净利率 (%)	25.8%	27.3%	28.1%	25.2%	28.2%	29.4%	-0.5pct	0.8pct	1.3pct
归母净利润 (百万元)	4,824	5,202	5,351	5,038	5,829	6,093	4.4%	12.1%	13.9%
EPS (元)	0.27	0.29	0.30	0.28	0.32	0.34	4.4%	12.1%	13.9%

资料来源: 华泰证券研究所

图表23: 可比公司估值表 (截至 2020/07/06)

公司名称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率 (x)		市净率 (x)		净资产收益率		来源
		2020/07/06	2020/07/06	20E	21E	20E	21E	20E	21E	
长江电力	600900.SH	19.31	424,820	19	18	2.7	2.6	14%	14%	Wind
川投能源	600674.SH	9.77	43,009	14	13	1.5	1.4	10%	11%	Wind
国投电力	600886.SH	8.50	57,681	11	11	1.4	1.3	12%	11%	Wind
桂冠电力	600236.SH	4.44	34,998	15	14	2.3	2.2	15%	15%	Wind
黔源电力	002039.SZ	16.93	5,170	14	13	1.4	1.3	10%	10%	Wind
平均值			113,136	15	14	1.9	1.7	12%	12%	
华能水电	600025.SH	3.98	71,640	14	12	1.3	1.2	15%	16%	华泰

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

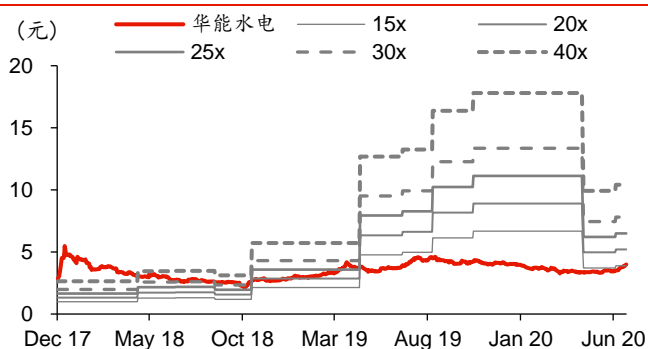
图表24: 可比公司企业价值及装机对比 (截至 2020/07/06)

公司名称	股票代码	市值(mn)	企业价值(mn)	EV/权益装机	MV/权益装机	EV/EBITDA		来源
		2020/7/6	2020/7/6	(元/瓦)	(元/瓦)	20E	21E	
长江电力	600900.SH	424,820	511,160	10.7	8.9	12.2	12.0	Wind
川投能源	600674.SH	43,009	49,898	5.3	4.6	16.6	15.6	Wind
国投电力	600886.SH	57,681	179,302	10.2	3.3	7.9	7.6	Wind
桂冠电力	600236.SH	34,998	56,957	4.8	3.0	8.3	8.1	Wind
黔源电力	002039.SZ	5,170	14,398	4.4	1.6	7.2	7.2	Wind
平均值				7.1	4.3	10.4	10.1	
华能水电	600025.SH	71,640	160,807	6.9	3.1	10.9	10.3	华泰

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

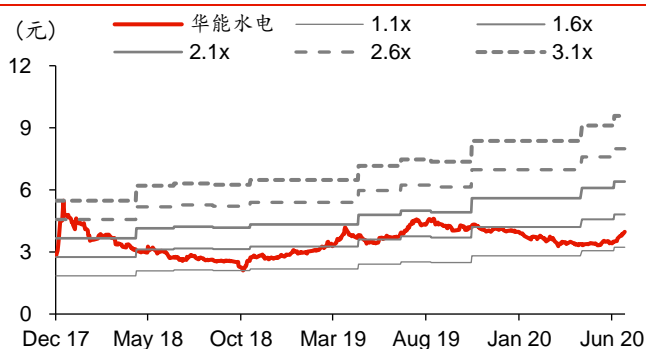
## PE/PB - Bands

图表25: 华能水电历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 华能水电历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 风险提示

(1) **云南与广东市场化电价不及预期。**云南和广东市场化电价主要受两地电力市场供需环境影响,若云南省电力需求不及预期、西电东送电量消纳不足、或广东省用电量增速驱缓,均会造成市场化电价低于我们预期,拖累公司收入和毛利表现。

(2) **成本控制不及预期。**公司财务费用下行取决于有息负债量和借款成本,若公司有息负债下降不及预期,亦或者借款成本因为融资环境变化下降不及预期,都会造成财务费用控制不及预期,拖累公司业绩表现。

(3) **经济下行拖累水电需求。**电力需求受宏观经济影响较大,若经济下行将拖累水电需求,会影响公司短期的业绩表现。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,525	7,538	7,107	6,350	5,834
现金	1,498	2,322	2,066	1,155	640.09
应收账款	2,378	2,057	1,973	2,047	2,047
其他应收账款	2,677	216.98	208.17	215.88	215.90
预付账款	17.41	15.54	15.74	15.78	15.59
存货	23.23	26.51	26.84	26.91	26.59
其他流动资产	1,931	2,900	2,817	2,889	2,890
非流动资产	159,840	159,922	156,580	153,542	150,616
长期投资	27.55	2,909	2,909	2,909	2,909
固定投资	103,206	126,812	139,577	136,071	132,748
无形资产	6,921	6,799	6,680	6,565	6,453
其他非流动资产	49,686	23,402	7,413	7,996	8,506
资产总计	168,365	167,460	163,687	159,892	156,451
流动负债	43,259	27,664	25,202	25,623	23,502
短期借款	9,749	4,749	3,308	3,659	1,590
应付账款	130.44	109.05	97.77	98.00	96.86
其他流动负债	33,380	22,806	21,796	21,866	21,815
非流动负债	79,326	83,043	79,043	71,043	66,043
长期借款	77,612	82,684	78,684	70,684	65,684
其他非流动负债	1,714	358.46	358.46	358.46	358.46
负债合计	122,585	110,707	104,245	96,666	89,545
少数股东权益	1,524	1,750	2,106	2,518	2,949
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
留存公积	7,314	10,040	12,877	16,831	20,690
归属母公司股东权益	44,257	55,003	57,336	60,707	63,957
负债和股东权益	168,365	167,460	163,687	159,892	156,451

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	10,922	16,164	14,596	15,830	15,737
净利润	5,803	5,545	5,038	5,829	6,093
折旧摊销	5,269	5,932	6,170	6,065	5,953
财务费用	4,065	4,422	4,065	3,793	3,499
投资损失	(3,945)	(186.96)	(186.96)	(186.96)	(186.96)
营运资金变动	(634.59)	156.38	(846.19)	(83.05)	(51.97)
其他经营现金	364.39	296.72	356.17	412.08	430.73
投资活动现金	(3,556)	(3,658)	(2,641)	(2,841)	(2,841)
资本支出	7,704	4,300	2,800	3,000	3,000
长期投资	(3,278)	(418.84)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(869.82)	(223.52)	(159.24)	(159.24)	(159.24)
筹资活动现金	(7,570)	(11,640)	(12,211)	(13,900)	(13,412)
短期借款	(280.62)	(5,000)	(1,441)	351.24	(2,069)
长期借款	(7,858)	5,072	(4,000)	(8,000)	(5,000)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	568.58	(11,713)	(6,770)	(6,251)	(6,343)
现金净增加额	(204.24)	865.95	(255.66)	(910.88)	(515.19)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,516	20,801	19,956	20,695	20,697
营业成本	7,616	9,135	9,251	9,273	9,165
营业税金及附加	299.03	315.00	302.21	313.40	313.44
营业费用	21.52	30.67	29.42	30.51	30.51
管理费用	218.23	349.22	335.04	347.45	347.49
财务费用	4,065	4,422	4,065	3,793	3,499
资产减值损失	(97.99)	(20.54)	(20.54)	(20.54)	(20.54)
公允价值变动收益	0.00	173.07	86.53	86.53	86.53
投资净收益	3,945	186.96	186.96	186.96	186.96
营业利润	7,387	6,882	6,221	7,184	7,588
营业外收入	12.24	9.89	9.89	9.89	9.89
营业外支出	518.76	621.51	121.51	121.51	121.51
利润总额	6,880	6,270	6,109	7,072	7,476
所得税	829.98	333.90	714.38	830.54	952.19
净利润	6,050	5,937	5,395	6,241	6,524
少数股东损益	247.61	391.95	356.17	412.08	430.73
归属母公司净利润	5,803	5,545	5,038	5,829	6,093
EBITDA	12,621	16,887	16,194	16,780	16,793
EPS (元, 基本)	0.32	0.31	0.28	0.32	0.34

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.77	34.06	(4.06)	3.70	0.01
营业利润	124.42	(6.83)	(9.61)	15.48	5.63
归属母公司净利润	165.10	(4.45)	(9.13)	15.70	4.53
获利能力 (%)					
毛利率	50.92	56.08	53.64	55.19	55.72
净利率	37.40	26.66	25.25	28.17	29.44
ROE	13.87	11.17	8.97	9.88	9.78
ROIC	4.90	7.77	6.62	7.17	7.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.81	66.11	63.69	60.46	57.24
净负债比率 (%)	85.70	84.83	84.87	83.61	82.37
流动比率	0.20	0.27	0.28	0.25	0.25
速动比率	0.20	0.27	0.28	0.25	0.25
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.12	0.12	0.13	0.13
应收账款周转率	7.06	9.38	9.90	10.30	10.11
应付账款周转率	69.17	76.29	89.46	94.74	94.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.28	0.32	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.90	0.81	0.88	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.46	3.06	3.19	3.37	3.55
估值比率					
PE (倍)	12.35	12.92	14.22	12.29	11.76
PB (倍)	1.62	1.30	1.25	1.18	1.12
EV_EBITDA (倍)	5.68	4.24	4.42	4.27	4.27

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，王玮嘉、施静，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、施静本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司