

桂冠电力（600236）

证券研究报告

2018 年 09 月 11 日

股息率 5.73%彰显投资价值，水电高弹性业绩待释放

大唐集团旗下广西水电龙头，18 中报归母净利润 12.67 亿元

公司控股股东为大唐集团，装机容量 1183.81 万千瓦，其中水电 1022.66 万千瓦、火电 133 万千瓦、风电 28.15 万千瓦。公司 18 上半年营收 47.52 亿元，同比增 18.27%；归母净利润 12.67 亿，同比增 81.22%。上半年盈利提高的主要原因是水电厂上半年来水偏好、调度水平提高，发电量增加。

清洁能源主业突出，水电装机 1022.66 万千瓦、占比 86.4%

公司电源结构以水电为主，清洁能源占比 88.77%，水电占比 86.4%。水电站集中的红水河流域水量丰沛；风电从零开始逐渐形成规模；火电比重小且淘汰了落后产能。公司位于广西、四川、湖北、山东、贵州的装机容量分别为 1077.46 万千瓦、68.2 万千瓦、10 万千瓦、13.85 万千瓦、14.3 万千瓦；其中广西水电 944.46 万千瓦、火电 133 万千瓦。

广西用电需求旺盛，水电利用小时修复空间大

2018 年 1-7 月，广西全社会用电量 942 亿千瓦时，同比增长 20.4%，增幅全国第一。公司 2018 上半年发电量 205.76 亿千瓦时，同比增长 38.06%。2017Q2 以来，年内累计发电量同比增速持续上升，电量消纳状况持续改善。公司 2015~2017 年利用小时平均值为 4001、3402、3412 小时，其中广西水电的利用小时分别为 4295、3613、3801 小时，近两年利用小时数处于相对偏低水平，修复空间较大。

17 年分红比例 79.69%，高股息率彰显投资价值

2017 年公司分红占归母净利润比例达到 79.69%，股息率 5.73%，在 A 股主要电力上市公司中较为领先。公司水电主业突出、整体业绩稳健，2018 上半年盈利同比改善明显，预计 18 年股利分配仍将维持较高比例；在当前市场波动的背景下，高股息率将有效提高公司的投资价值。

广西电改新政：弃水状况有望改善，电价下调负面影响不大

今年 4 月 1 日开始执行的电改新政明确了水电与火（核）发电电权交易方案及工业园区和现代服务业电力市场交易方案。预计全年平均电价同比下降，但政策同时也将促进水电消纳；综合来看，预计政策本身对公司 18 年业绩负面影响不大，若弃水状况改善显著，或将有效释放业绩弹性。

盈利预测

我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 29.0/31.2 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.51 元。我们采用相对估值法，结合当前可比公司估值情况，给予公司 2019 年 13.5xPE，对应股价 6.89 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动，用电需求降低，水电来水不及预期，电价下调幅度扩大，水电消纳不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,564.98	8,775.10	10,056.27	10,257.39	10,359.96
增长率(%)	(16.93)	2.45	14.60	2.00	1.00
EBITDA(百万元)	6,294.49	6,271.27	7,063.18	7,214.03	7,308.11
净利润(百万元)	2,594.55	2,510.75	2,904.93	3,117.92	3,264.31
增长率(%)	0.99	(3.23)	15.70	7.33	4.70
EPS(元/股)	0.43	0.41	0.48	0.51	0.54
市盈率(P/E)	13.48	13.93	12.04	11.22	10.72
市净率(P/B)	2.66	2.35	2.18	2.02	1.88
市销率(P/S)	4.08	3.99	3.48	3.41	3.38
EV/EBITDA	9.45	9.05	7.55	7.01	6.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	5.77 元
目标价格	6.89 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,063.37
流通 A 股股本(百万股)	3,604.47
A 股总市值(百万元)	34,985.63
流通 A 股市值(百万元)	20,797.80
每股净资产(元)	2.14
资产负债率(%)	67.13
一年内最高/最低(元)	6.55/5.25

作者

钟帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040004
zhongshuai@tfzq.com

于夕朦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

周迪 联系人
zhoudi@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 大唐集团旗下广西水电龙头，18 中报归母净利 12.67 亿元.....	3
2. 清洁能源主业突出，水电装机 1022.66 万千瓦、占比 86.4%.....	4
3. 广西用电需求旺盛，水电利用小时修复空间大.....	5
4. 17 年分红比例 79.69%，高股息率彰显投资价值	9
5. 广西电改新政：弃水状况有望改善，电价下调预计影响不大.....	9
6. 盈利预测.....	11

图表目录

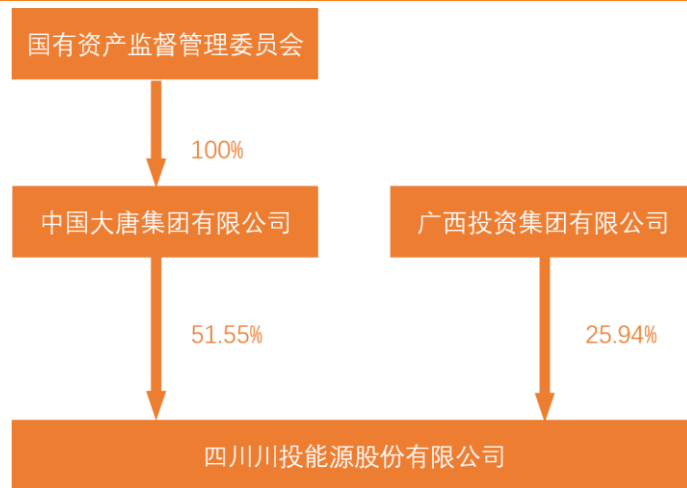
图 1：公司主要股东及实际控制人（截止 2018 中报）	3
图 2：截止 2018 中报公司分电源装机容量占比	3
图 3：截止 2018 中报公司分省份装机容量占比	3
图 4：各省 2018 年 1-7 月用电量及同比增速.....	6
图 5：公司年内累计发电量及同比增速	6
图 6：公司单季度发电量及同比增速.....	7
图 7：公司分电源类型年内累计发电量（亿千瓦时）	7
图 8：公司分电源类型单季度发电量（亿千瓦时）	7
图 9：公司分电源发电设备利用小时数（单位：小时）	8
表 1：2018H1 财务报表主要科目变动分析.....	4
表 2：公司各电厂发电装机容量.....	5
表 3：公司分电源类型发电装机容量.....	5
表 4：公司分省份发电装机容量.....	5
表 5：2015 以来公司分电源、分省份利用小时数.....	8
表 6：2018H1 利用小时数与 2017H1 的对比.....	8
表 7：公司近三年分红方案及股息率.....	9
表 8：主要电力上市公司股息率.....	9
表 9：2018H1 和 2017H1 平均电价测算	10
表 10：公司 2015 以来各报告期平均电价.....	10
表 11：2018 年业绩弹性测算	11
表 12：2018 年业绩同比增幅弹性测算	11
表 13：可比公司估值情况	11

1. 大唐集团旗下广西水电龙头，18 中报归母净利 12.67 亿元

广西桂冠电力股份有限公司（以下简称“公司”）于 1992 年 8 月 12 日经广西壮族自治区经济体制改革委员会以“桂体改股字（1992）6 号”文批准设立，发起人股持有者为：广西电网公司（原名广西电力有限公司）、广西投资集团有限公司（原名广西建设投资开发公司）；公司所发行的 A 股于 2000 年 3 月 23 日在上海证券交易所上市交易。

截至 2018 年 6 月 30 日止，公司股本总额为 6,063,367,540.00 元。公司控股股东是中国大唐集团有限公司，持有公司 51.55% 股份；实际控制人是国资委。

图 1：公司主要股东及实际控制人（截止 2018 中报）

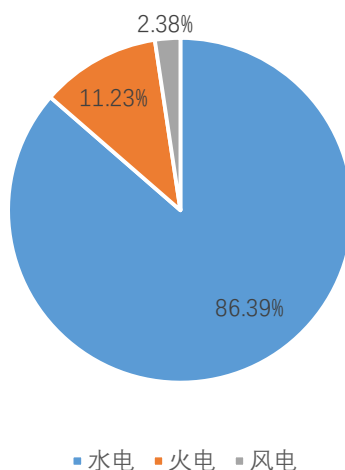


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目，包括水电、火电和风电等，主要发电资产位于广西。发电是公司当前的核心业务，为适应当前电力体制改革的需要，公司积极参与售电侧改革：成立了全资子公司广西大唐桂冠电力营销有限公司，与广西电网公司联合组建了全国首家厂网合资的售电公司，参股了广西区政府主导的电力交易中心并获董事席位，为公司延伸产业链、培育新的效益增长点搭建了平台

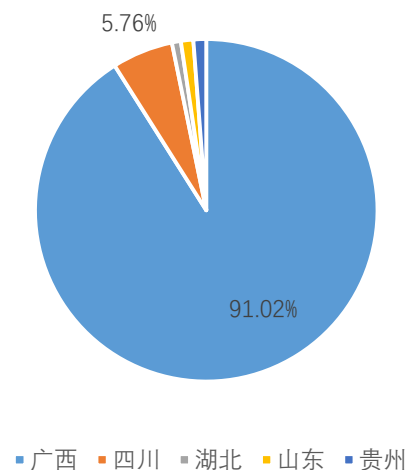
截至 2018 年 6 月 30 日，公司在役装机容量达到 1183.81 万千瓦，其中水电 1022.66 万千瓦、火电 133 万千瓦、风电 28.15 万千瓦；水电装机占 86.4%，清洁能源装机占 88.77%。在经济增速放缓、市场竞争加剧、国家大力提倡节能环保的情况下，水电作为低成本的清洁能源，经济效益和社会效益优势突出，水电资产现金流稳定、具有较强的抗风险能力。

图 2：截止 2018 中报公司分电源装机容量占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：截止 2018 中报公司分省份装机容量占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司近日披露的 2018 半年报显示：1-6 月实现营业收入 47.52 亿元，同比增长 18.27%；归属于上市公司股东净利润 12.67 亿元，同比增长 81.22%；经营活动现金流净额 32.77 亿元，同比增长 31.48%；基本每股收益 0.21 元，同比增长 75%。

公司上半年盈利提高的主要原因是：受益于水电厂上半年来水偏好和调度水平提高，公司水电利润提升。利润总额共 17.89 亿元，同比增利 7.35 亿元；其中水电盈利 19.01 亿元、同比增利 6.57 亿元；风电盈利 0.40 亿元、同比增利 0.1 亿元；火电亏损 1.52 亿元、同比减亏 0.78 亿元。

2018 上半年发电量 205.76 亿千瓦时，同比增长 38.06%。其中，水电 192.42 亿千瓦时，同比增长 45.21%；火电 10.51 亿千瓦时，同比减少 23.56%；风电 2.83 亿千瓦时，同比增加 1.8%。

表 1：2018H1 财务报表主要科目变动分析

科目	2018 中报 (亿元)	2017 中报 (亿元)	同比变化 (%)	变动分析
营业收入	47.52	40.18	18.27	受来水和公司调度水平提高等因素影响，公司电力销售收入增加
营业成本	21.83	22.41	-2.61	合山公司（火电）发电量减少，燃料费减少
管理费用	1.31	1.15	13.37	公司发放的职工薪酬增加
财务费用	5.80	6.12	-5.19	公司持续盈利，带息负债规模减少
投资收益	0.20	-0.01		权益法核算的长期股权投资收益同比增加
其他收益	0.04	1.0	-96%	2018 年起增值税退税政策到期
经营活动产生的现金流量净额	32.77	24.92	31.48	公司电力销售收入增加，电费回收金额增加
投资活动产生的现金流量净额	-13.43	-4.96	-170.79	公司收购聚源公司，支付了股权收购价款
筹资活动产生的现金流量净额	-22.79	-18.04	-26.28	公司 2017 年度分红同比大幅增加，同时支付了收购聚源公司款项

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 清洁能源主业突出，水电装机 1022.66 万千瓦、占比 86.4%

公司电源结构较为合理，以水电为主，水电、风电等清洁能源占 2018 中报公司在役装机容量的 88.77%，其中水电装机容量达 1022.66 万千瓦、占比 86.4%。水电站集中的红水河流域水量丰沛；风电从零开始逐渐形成规模；火电比重小且淘汰了落后产能。受益于节能环保，清洁能源优先上网的政策，水电利用小时数相对稳定，整体平均水电电价较低，在未来的电力市场竞争中有竞价优势。

截止 2018 中报，公司控股电厂共 15 家，其中水电 12 家、风电 2 家、火电 1 家。从地域分布来看，广西有 8 家，四川有 4 家，贵州、山东、湖北各 1 家。公司控股总装机 1183.81 万千瓦，位于广西的有 1077.46 万千瓦，其中火电 133 万千瓦、水电 944.46 万千瓦。公司位于广西、四川、湖北、山东、贵州的装机容量分别为 1077.46 万千瓦、68.2 万千瓦、10 万千瓦、13.85 万千瓦、14.3 万千瓦。

表 2：公司各电厂发电装机容量

序号	电厂名称	发电类型	所在省份	2015 年报装机 (万千瓦)	2016 年报装机 (万千瓦)	2017 年报装机 (万千瓦)	2018 中报装机 (万千瓦)
1	龙滩水电厂	水电	广西	490	490	490	490
2	岩滩水电厂	水电	广西	181	181	181	181
3	大化水电厂	水电	广西	56.6	56.6	56.6	56.6
4	百龙滩水电厂	水电	广西	19.2	19.2	19.2	19.2
5	乐滩水电厂	水电	广西	60	60	60	60
6	平班水电厂	水电	广西	40.5	40.5	40.5	40.5
7	天龙湖水电厂	水电	四川	18	18	18	18
8	金龙潭水电厂	水电	四川	18	18	18	18
9	仙女堡水电厂	水电	四川	7.6	7.6	7.6	7.6
10	湖北沿渡河	水电	湖北	10	10	10	10
11	去学水电	水电	四川			24.6	24.6
12	合山火电厂	火电	广西	133	133	133	133
13	山东风电	风电	山东	13.85	13.85	13.85	13.85
14	四格风电	风电	贵州	9.5	14.3	14.3	14.3
15	聚源电力	水电	广西				97.16
合计				1057.25	1062.05	1086.65	1183.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：公司分电源类型发电装机容量

序号	发电类型	2015 年报-在役装机 (万千瓦)	2016 年报-在役装机 (万千瓦)	2017 年报-在役装机 (万千瓦)	2018 中报-在役装机 (万千瓦)
1	水电	900.9	900.9	925.5	1022.66
2	火电	133	133	133	133
3	风电	23.35	28.15	28.15	28.15
合计		1057.25	1062.05	1086.65	1183.81
清洁能源占比		87.42%	87.48%	87.76%	88.77%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：公司分省份发电装机容量

序号	所在省份	2015 年报-在役装机 (万千瓦)	2016 年报-在役装机 (万千瓦)	2017 年报-在役装机 (万千瓦)	2018 中报-在役装机 (万千瓦)
1	广西	980.3	980.3	980.3	1077.46
2	四川	43.6	43.6	68.2	68.2
3	湖北	10	10	10	10
4	山东	13.85	13.85	13.85	13.85
5	贵州	9.5	14.3	14.3	14.3
合计		1057.25	1062.05	1086.65	1183.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 广西用电需求旺盛，水电利用小时修复空间大

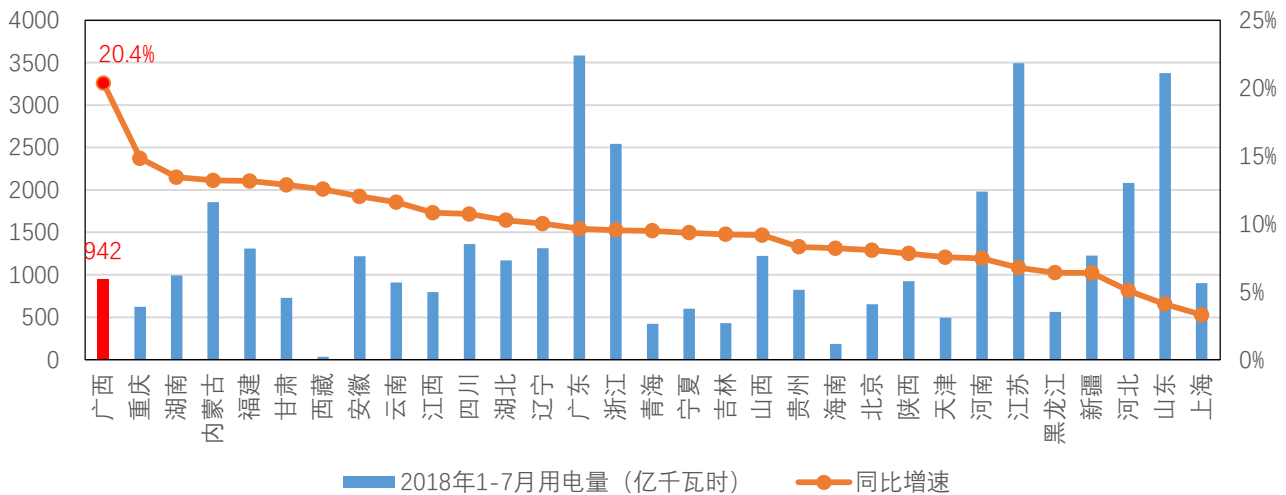
根据中电联数据，2018 年 1-7 月份全国全社会用电量 38775 亿千瓦时，同比增长 9.0%。从产业看，第一产业用电量 400 亿千瓦时，同比增长 10.0%；第二产业用电量 26883 亿千瓦时，同比增长 7.0%；第三产业用电量 6107 亿千瓦时，同比增长 14.2%；城乡居民生活用电

电量 5391 亿千瓦时，同比增长 13.6%。

2018 年 1-7 月全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时数为 2224 小时，同比增 75 小时。其中，水电设备平均利用小时数为 1924 小时，同比增 3 小时；火电设备平均利用小时数为 2529 小时，同比增 128 小时；风电设备 1292 小时，同比增 174 小时。

2018 年 1-7 月份，广西全社会用电量 942 亿千瓦时，同比增长 20.4%，增幅全国第一。
2018 年 1-7 月份，广西全区发电量 907 亿千瓦时，同比增长 28.0%。

图 4：各省 2018 年 1-7 月用电量及同比增速

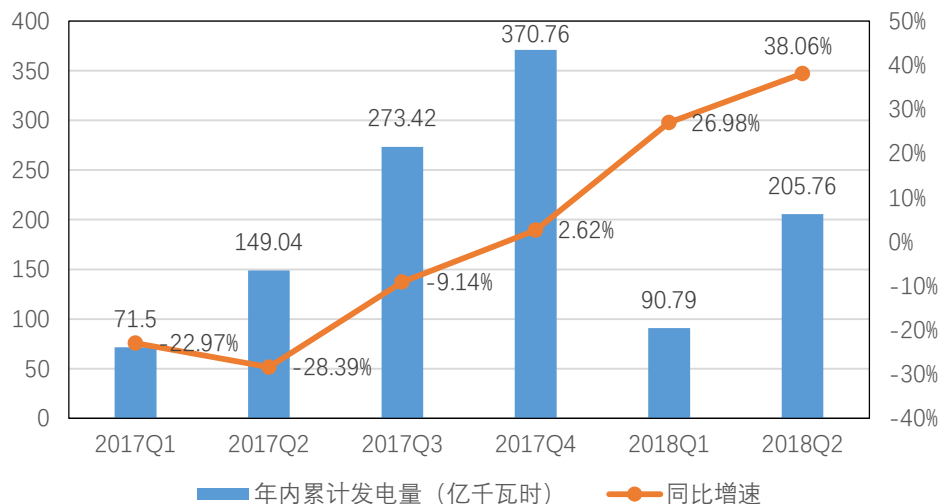


资料来源：中电联，天风证券研究所

公司 2018 上半年发电量 205.76 亿千瓦时，同比增长 38.06%。其中，水电 192.42 亿千瓦时，同比增长 45.21%；火电 10.51 亿千瓦时，同比减少 23.56%；风电 2.83 亿千瓦时，同比增加 1.8%。2017Q2 以来，年内累计发电量同比增速持续上升，电量消纳状况持续改善。2017Q3 以来，单季发电量同比增速水平分别达到 34.04%、61.19%、26.98%、48.27%。

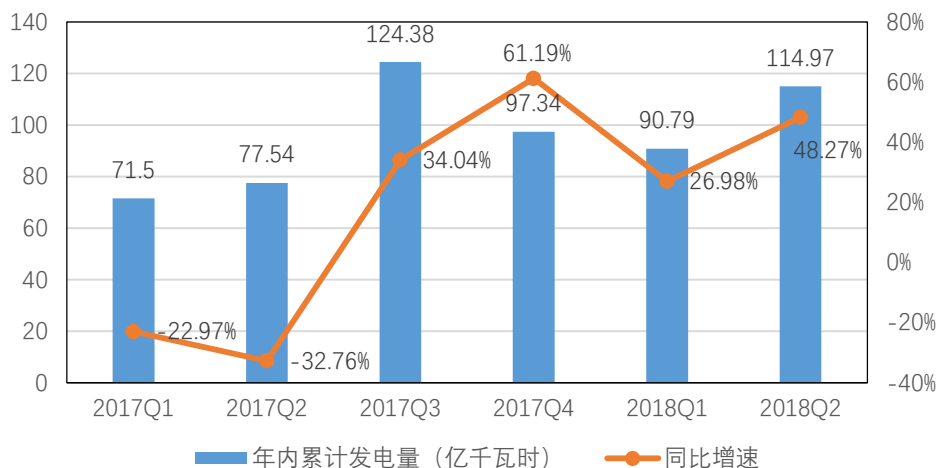
从年度利用小时数据来看，公司 2015~2017 平均值为 4001、3402、3412 小时，其中广西水电的利用小时分别为 4295、3613、3801 小时，近两年利用小时数处于相对偏低水平，修复空间较大。

图 5：公司年内累计发电量及同比增速



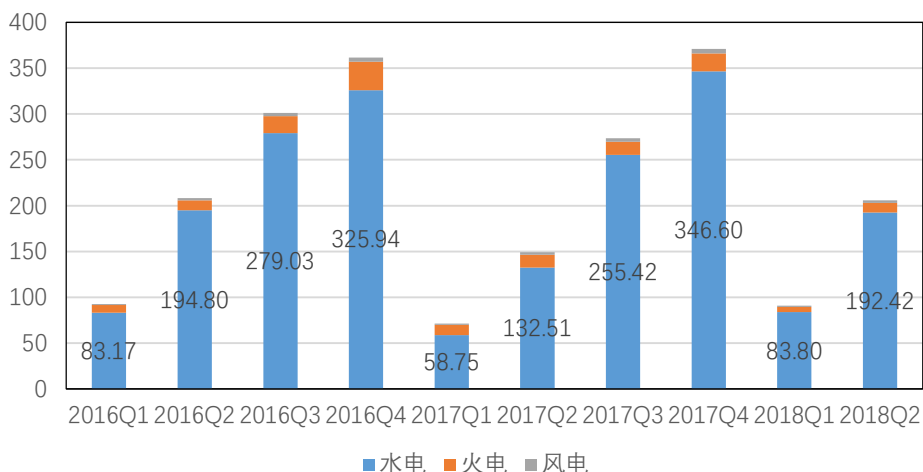
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司单季度发电量及同比增速



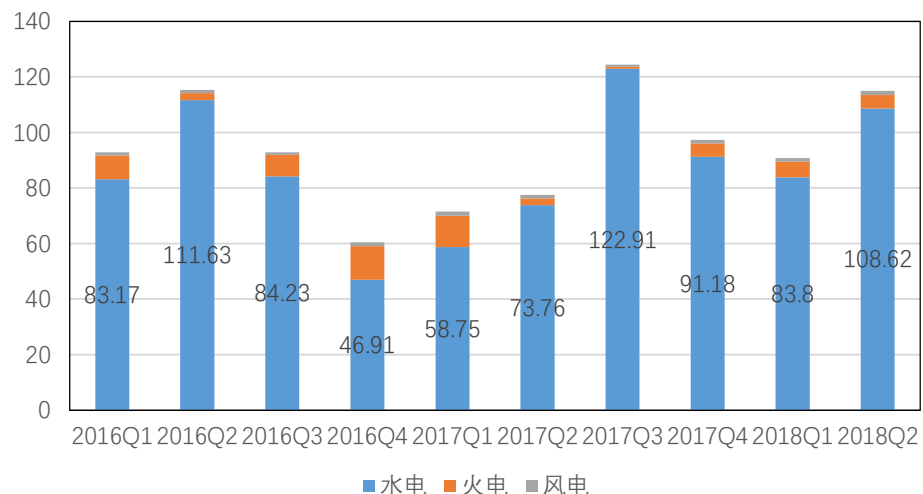
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司分电源类型年内累计发电量（亿千瓦时）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司分电源类型单季度发电量（亿千瓦时）



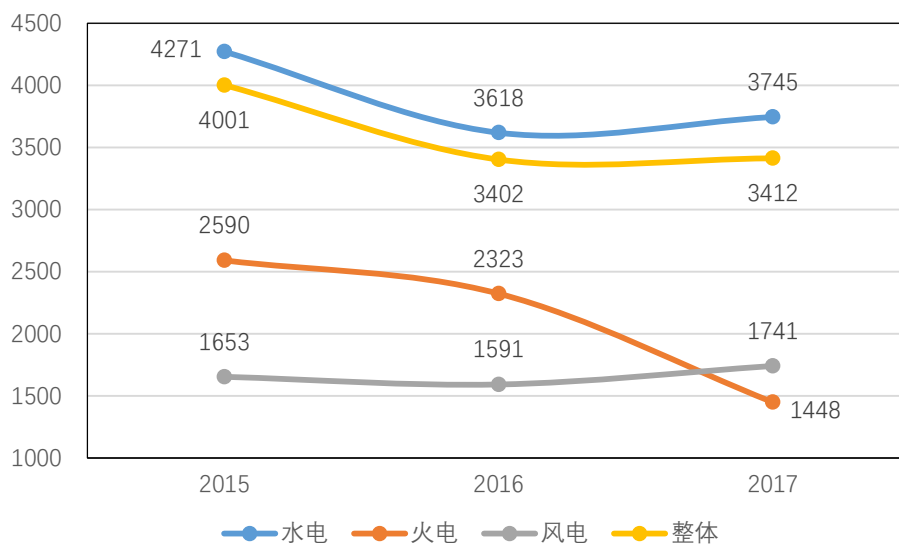
资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：2015 以来公司分电源、分省份利用小时数

利用小时 (h)	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
广西火电	2590	2322	1448	790
山东风电	1525	1476	1422	953
贵州风电	1843	2101	2051	1056
广西水电	4295	3613	3801	1891
四川水电	4234	3879	3886	1762
湖北水电	2408	2916	3566	1810
水电	4271	3618	3745	1882
火电	2590	2323	1448	790
风电	1653	1591	1741	1005
整体	4001	3402	3412	1738

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司分电源发电设备利用小时数（单位：小时）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：2018H1 利用小时数与 2017H1 的对比

利用小时	2017H1	2018H1	同比增加
广西火电	1034	790	-23.56%
山东风电	780	953	22.22%
贵州风电	1189	1056	-11.18%
广西水电	1453	1891	30.15%
四川水电	1805	1762	-2.36%
湖北水电	1540	1810	17.53%
水电	1471	1882	27.92%
火电	1034	790	-23.56%
风电	988	1005	1.80%
整体	1403	1738	23.86%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 17 年分红比例 79.69%，高股息率彰显投资价值

公司 2015 年以来总装机容量基本稳定，增量较小，无重大资本支出；水电业绩稳定，现金流充裕，当前股价对应的 15-17 年股息率分别为 5.20%、2.25%、5.72%，平均值为 4.39%。

2017 年公司分红占归母净利润比例达到 79.69%，股息率为 5.72%，在 A 股主要的电力上市公司中处于较为领先的位置。公司水电主业突出，整体业绩稳健，2018 上半年盈利状况同比增长较大，实现归属于上市公司股东净利润 12.67 亿元，同比增长 81.22%；预计 18 年股利分配仍将维持较高比例，在当前市场波动的大环境下，高股息率将有效提高公司的投资价值。

表 7：公司近三年分红方案及股息率

年度	每 10 股送红股数 (股)	每 10 股派息数(元)	每 10 股转增数 (股)	现金分红的数额 (亿元)	归属于上市公司普通股股东的净利润 (亿元)	占归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	最新股价对应股息率
2017	0	3.3	0	20.00	25.11	79.69	5.72%
2016	0	1.3	0	7.88	25.95	30.38	2.25%
2015	0	3.0	0	18.19	25.69	70.80	5.20%
平均							4.39%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：主要电力上市公司股息率

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元)	2017 年报每股股利 (元)	股息率 (%)
600236.SH	桂冠电力	5.77	0.33	5.72
600900.SH	长江电力	15.70	0.68	4.33
600023.SH	浙能电力	4.92	0.17	3.46
600674.SH	川投能源	8.03	0.28	3.42
600795.SH	国电电力	2.53	0.08	3.16
600886.SH	国投电力	7.29	0.17	2.29
002039.SZ	黔源电力	13.59	0.30	2.21
000539.SZ	粤电力 A	4.31	0.08	1.86
600011.SH	华能国际	7.08	0.10	1.41
600027.SH	华电国际	3.66	0.02	0.49
000543.SZ	皖能电力	4.52	0.01	0.22

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 广西电改新政：弃水状况有望改善，电价下调预计影响不大

上半年，广西陆续发布了《关于印发进一步深化广西电力体制改革若干措施的通知》（桂政发〔2018〕18 号）、《关于印发广西水电与火（核）电发电权交易方案的通知》（桂政办发〔2018〕21 号）、《关于印发广西工业园区和现代服务业电力市场交易方案的通知》（桂政办发〔2018〕22 号），上述通知分别明确了广西水电与火（核）电发电权交易方案及广西工业园区和现代服务业电力市场交易方案，政策开始执行时间均为 2018 年 4 月 1 日。

发电权交易：实施水电与火（核）电发电权交易，引入市场化替代交易机制，由水电机组替代火（核）电机组发电。火（核）电企业交易给水电企业的上网电量为出让电量，水电企业超基数电量为受让电量，采取双边自主协商交易模式，确定发电权交易电量，经安全校核后执行。

工业园区和现代服务业电力市场交易：区内水电、火电、核电企业和全区大工业用户、售电公司、电网企业，以及新投产企业用电、自备发电机组停机、减购区外电等增量电量可参与市场交易。水电上网电价按已批复的上网电价 96%调至 90%执行。

公司以水电为主业，水力发电电量主要受流域来水和市场需求的影响。根据公司公告，经初步测算，本次广西区政府电改政策导致公司水电降价约 5%（最终数据以全年实际发电量和电改执行结果为准），弃水电量预期大幅减小，以上两因素叠加，预期公司业绩不会受到重大影响；公司将通过深化改革、管理创新、严控成本费用等措施降低政策变化带来的不利影响，并抢抓广西区电力体制改革机遇，加大电力营销力度，不断增强市场竞争力。

我们对公司 18 年上半年的电价进行了测算。公司上半年发电量为 205.76 亿千瓦时，由于增值税政策 5 月 1 日起由 17%调整为 16%，我们假设执行 17%、16%税率的发电量分别为 125、80.76 亿千瓦时，测算可得上半年增值税平均税率为 16.61%，上半年公司整体含税电价为 271.75 元/兆瓦时，同比去年（287.32 元/兆瓦时）有明显下降。

表 9：2018H1 和 2017H1 平均电价测算

	2017H1	2018H1	同比变化
主营业务收入（亿元）	36.15	47.36	
发电量（亿千瓦时）	149.04	205.76	
上网电量/发电量（%）	98.77	98.77	
增值税税率	17%	16.61%	
平均含税电价	287.32	271.75	-5.42%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 10：公司 2015 以来各报告期平均电价

含税电价（元/兆瓦时）	2015	2016	2017	2018H1
广西火电	450.4	369.4	524.53	
山东风电	607.71	609.5	628.2	
贵州风电	610	537.2	597.53	
广西水电	271.59	270.1	266.9	
四川水电	235.65	230.38	217.1	
湖北水电	400.01	360.25	358.31	
整体	287.19	280.46	279.26	271.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从上半年经营情况来看，针对电改政策，公司积极谋划电量经营策略，坚持量价统筹效益最大化：一是合理制定水电发电负荷调剂参数，从策略上明晰发电计划、从全局上把控发电配置、从技术上优化梯级联调；二是根据“水、火（核）发电权交易”规则，积极争取合山公司增量电量，为水火交易创造了空间。根据公司半年报，公司 10 家在桂水电厂获年度发电量计划高于五年平均发电量 39.76 亿千瓦时，比上年实发电量多 27.21 亿千瓦时。电量营销方面，累计签售电量 43.58 亿千瓦时，在全区 122 家售电公司中排名第一。

我们认为，从上半年电价变化情况来看，预计全年平均电价同比会有明显下降。但电改新政同时也会促进水电利用率提高，由于火电业务目前为亏损状态，水、火发电权交易将有效改善盈利状况。综合来看，政策本身对公司 18 年业绩负面影响不大，若弃水状况改善显著，或将有效释放业绩弹性。

针对 2018 年全年发电量和平均含税电价，我们测算了公司业绩弹性，结果如下：

表 11：2018 年业绩弹性测算

EPS (元)	390	410	430	450	470	490	510
250	0.38	0.41	0.43	0.46	0.48	0.51	0.53
255	0.39	0.42	0.44	0.47	0.49	0.52	0.54
260	0.40	0.43	0.45	0.48	0.50	0.53	0.56
265	0.41	0.44	0.46	0.49	0.52	0.54	0.57
270	0.42	0.45	0.47	0.50	0.53	0.55	0.58

注：全年发电量单位为亿千瓦时，测算范围 390-510；全年平均含税电价单位为元/兆瓦时，测算范围 250-270

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 12：2018 年业绩同比增幅弹性测算

EPS 增幅	390	410	430	450	470	490	510
250	-7.25%	-1.35%	4.55%	10.44%	16.34%	22.24%	28.14%
255	-4.95%	1.07%	7.08%	13.10%	19.11%	25.13%	31.15%
260	-2.65%	3.49%	9.62%	15.75%	21.89%	28.02%	34.15%
265	-0.35%	5.90%	12.16%	18.41%	24.66%	30.91%	37.16%
270	1.95%	8.32%	14.69%	21.06%	27.43%	33.80%	40.17%

注：全年发电量单位为亿千瓦时，测算范围 390-510；全年平均含税电价单位为元/兆瓦时，测算范围 250-270

资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 盈利预测

预测假设：根据公司上半年整体发电量情况，以及政策支持下电量消纳或将有所改善的情况，我们预计 18 年全年发电量为 450 亿千瓦时，上网电量比例维持 17 年 98.77%的水平。根据上半年公司平均上网电价的变动情况，我们预计 18 年全年公司平均含税电价为 260 元/兆瓦时。上半年增值税平均税率测算值为 16.61%，预计 18 年全年平均值为 16.3%。预计 19 年平均电价维持 18 年水平；18 年上半年发电量同比增幅较大，预计 18 年发电量处于较高水平，假设 19 年来水情况维持 18 年水平或略低、政策促进下 19 年消纳状况继续改善，上网电量比例维持 17-18 年 98.77%的水平，总体考虑假设 19 年发电量同比增长 2%。

可比公司估值：公司核心业务为水电业务，我们选择长江电力、川投能源、黔源电力作为可比公司，可比公司均为以水力发电为主业的上市公司，2019 年预测 PE 分别为 15.60x、10.96x、9.97x，平均值为 12.18x。公司目前装机容量为 1183.81 万千瓦，其中水电 1022.66 万千瓦，略高于川投能源。考虑到长江电力作为国内水电龙头带来的估值溢价，我们认为公司的合理估值应在长江电力 15.6x 的水平之下。公司目前股息率较高，在当前市场波动的背景下，我们认为应在可比公司平均估值倍数 12.18x 基础上给予一定的估值提升。综合考虑以上因素，我们给予公司 2019 年 13.5xPE。

表 13：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	装机容量 (万千瓦)	当前总市值 (亿元)	2017 净利润 (亿元)	2018 预测 EPS (元/股)	2019 预测 EPS (元/股)	2019 预测 PE
600900.SH	长江电力	4549.5	3429.8	222.6	0.99	1.00	15.60
600674.SH	川投能源	910.4	354.8	33.0	0.73	0.74	10.96
002039.SZ	黔源电力	323.1	41.1	5.4	1.26	1.35	9.97

备注：长江电力、川投能源、黔源电力的预测 EPS、PE 均为万得一致预测。

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2018-2019 年归母净利润为 29.0/31.2 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.51 元。使用相对估值法，结合当前可比公司估值情况，给予公司 2019 年 13.5xPE，对应股价 6.89 元，首次覆盖给予“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,704.07	2,067.74	1,508.44	1,538.61	1,553.99
应收账款	822.37	1,082.19	743.07	680.93	757.31
预付账款	139.61	101.09	89.86	134.13	102.31
存货	84.04	160.67	140.19	150.33	156.31
其他	102.77	205.05	99.37	150.50	139.83
流动资产合计	2,852.86	3,616.73	2,580.94	2,654.50	2,709.75
长期股权投资	959.70	969.20	969.20	969.20	969.20
固定资产	33,191.31	33,669.17	32,645.01	31,329.28	29,826.25
在建工程	1,758.20	2,240.32	1,644.19	1,286.52	1,071.91
无形资产	445.14	434.64	417.27	399.90	382.53
其他	343.65	346.93	334.86	341.18	339.87
非流动资产合计	36,698.00	37,660.27	36,010.54	34,326.08	32,589.76
资产总计	39,550.86	41,277.01	38,591.48	36,980.58	35,299.52
短期借款	180.00	1,330.00	2,747.00	5,677.63	3,762.95
应付账款	1,650.37	1,656.09	1,959.31	1,875.70	1,968.14
其他	3,596.56	2,751.37	3,664.45	3,336.85	3,249.19
流动负债合计	5,426.92	5,737.46	8,370.76	10,890.18	8,980.28
长期借款	18,060.34	17,796.53	10,666.09	5,045.97	3,500.00
应付债券	925.95	926.56	1,191.92	1,014.81	1,044.43
其他	2.40	1.00	2.00	1.80	1.60
非流动负债合计	18,988.69	18,724.09	11,860.00	6,062.57	4,546.03
负债合计	24,415.61	24,461.55	20,230.76	16,952.75	13,526.30
少数股东权益	1,960.60	1,927.74	2,319.00	2,738.94	3,178.60
股本	6,063.37	6,063.37	6,063.37	6,063.37	6,063.37
资本公积	2,133.84	2,131.55	2,131.55	2,131.55	2,131.55
留存收益	7,096.16	8,816.38	9,978.35	11,225.52	12,531.24
其他	(2,118.72)	(2,123.58)	(2,131.55)	(2,131.55)	(2,131.55)
股东权益合计	15,135.24	16,815.46	18,360.72	20,027.83	21,773.21
负债和股东权益总	39,550.86	41,277.01	38,591.48	36,980.58	35,299.52

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,906.08	2,805.16	2,904.93	3,117.92	3,264.31
折旧摊销	2,065.50	2,084.79	2,137.82	2,190.86	2,235.06
财务费用	1,076.14	1,005.18	848.40	633.80	477.00
投资损失	(9.98)	(54.13)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(909.35)	89.89	788.74	(212.24)	105.65
其它	558.43	14.03	391.26	419.94	439.66
经营活动现金流	5,686.81	5,944.91	7,031.14	6,110.29	6,481.68
资本支出	532.07	3,045.32	499.00	500.20	500.20
长期投资	(128.03)	9.50	0.00	0.00	0.00
其他	(1,239.38)	(4,694.41)	(959.00)	(960.20)	(960.20)
投资活动现金流	(835.34)	(1,639.58)	(460.00)	(460.00)	(460.00)
债权融资	22,445.11	22,216.04	17,704.15	14,585.38	11,010.40
股权融资	(1,202.75)	(966.53)	(846.69)	(620.91)	(459.84)
其他	(28,649.11)	(25,195.83)	(23,987.90)	(19,584.58)	(16,556.85)
筹资活动现金流	(7,406.75)	(3,946.32)	(7,130.44)	(5,620.12)	(6,006.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,555.28)	359.02	(559.30)	30.17	15.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,564.98	8,775.10	10,056.27	10,257.39	10,359.96
营业成本	3,869.52	3,944.83	4,555.49	4,646.60	4,693.06
营业税金及附加	170.03	182.40	218.22	222.59	224.81
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	318.46	335.27	392.19	400.04	404.04
财务费用	1,050.55	986.01	848.40	633.80	477.00
资产减值损失	(12.04)	180.02	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.98	54.13	40.00	40.00	40.00
其他	(19.97)	(353.16)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营业利润	3,178.44	3,445.60	4,076.96	4,389.37	4,596.05
营业外收入	302.06	8.47	28.70	17.00	17.00
营业外支出	2.18	17.22	4.40	4.40	4.40
利润总额	3,478.33	3,436.85	4,101.26	4,401.97	4,608.65
所得税	572.25	631.69	805.08	864.11	904.68
净利润	2,906.08	2,805.16	3,296.18	3,537.86	3,703.97
少数股东损益	311.53	294.41	391.26	419.94	439.66
归属于母公司净利润	2,594.55	2,510.75	2,904.93	3,117.92	3,264.31
每股收益（元）	0.43	0.41	0.48	0.51	0.54

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-16.93%	2.45%	14.60%	2.00%	1.00%
营业利润	-20.03%	8.41%	18.32%	7.66%	4.71%
归属于母公司净利润	0.99%	-3.23%	15.70%	7.33%	4.70%
获利能力					
毛利率	54.82%	55.05%	54.70%	54.70%	54.70%
净利率	30.29%	28.61%	28.89%	30.40%	31.51%
ROE	19.69%	16.86%	18.11%	18.03%	17.56%
ROIC	9.65%	10.13%	10.76%	11.74%	12.40%
偿债能力					
资产负债率	61.73%	59.26%	52.42%	45.84%	38.32%
净负债率	-12.37%	1.58%	0.97%	5.08%	3.81%
流动比率	0.53	0.63	0.31	0.24	0.30
速动比率	0.51	0.60	0.29	0.23	0.28
营运能力					
应收账款周转率	10.83	9.21	11.02	14.41	14.41
存货周转率	74.40	71.72	66.85	70.61	67.57
总资产周转率	0.21	0.22	0.25	0.27	0.29
每股指标（元）					
每股收益	0.43	0.41	0.48	0.51	0.54
每股经营现金流	0.94	0.98	1.16	1.01	1.07
每股净资产	2.17	2.46	2.65	2.85	3.07
估值比率					
市盈率	13.48	13.93	12.04	11.22	10.72
市净率	2.66	2.35	2.18	2.02	1.88
EV/EBITDA	9.45	9.05	7.55	7.01	6.49
EV/EBIT	14.07	13.56	10.83	10.07	9.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com