

业绩高速增长，资本开支放缓

——华能水电 (600025.SH) 2018 年报暨 2019 一季报点评

公司动态

◆ **事件：**华能水电发布 2018 年年报及 2019 年一季报。2018 年公司营业收入 155 亿元，同比增长 20.8%；归母净利润 58 亿元，同比增长 165%；扣非归母净利润 29.3 亿元，同比增长 11.8%。2019Q1 公司营业收入 44.4 亿元，同比增长 49.7%；归母净利润 8 亿元，同比增长 137%。

◆ **机组持续投产，业绩增长可观：**公司自 2017 年底上市以来，装机规模持续提升。受益于机组投产及供需形势改善，2018 年全年公司发电量同比增长 11.6%。此外，公司电力外送通道打开，2018 年实际结算电价同比增加 0.015 元/千瓦时。受量价齐升驱动，公司 2018 年扣非归母净利润同比增长 11.8%。2019Q1 澜沧江流域来水偏丰态势延续，公司 2019Q1 发电量同比增长 43.3%，公司 2019Q1 归母净利润同比增长 137%。

◆ **处置金中股权，贡献投资收益：**2018 年公司非经常性损益合计 28.7 亿元（占 2018 年归母净利润的比例约 50%），主要为金中公司股权损益贡献。2018 年 12 月，华电云南发电有限公司成为最终受让方，最终成交价格 61.2 亿元。2018 年公司收到股权转让款 36.8 亿元（占成交价格的 60%），剩余股权转让款及利息按合同约定预计于 2019 年结清。预计金中公司股权的转让尾款仍可贡献投资收益。

◆ **资本开支节奏放缓，财务状况改善：**近年来公司在建项目逐步投产，资本开支节奏放缓。公司 2019 年资本性支出计划约 39 亿元，较 2018 年大幅降低约 62 亿元。公司盈利能力逐步提升，资产负债率亦呈现下降趋势，截至 2019Q1 公司资产负债率 72.6%。我们预计机组投产高峰期后，资本开支压力大幅缓解，公司财务结构有望持续向好。

◆ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑金中公司股权转让尾款贡献的非经常性损益，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.22、0.26、0.27 元，对应 PE 分别为 19、16、15 倍。我们看好公司机组投产、电力供需向好带来的业绩改善，给予公司 2019 年 20 倍 PE，对应目标价 4.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**来水低于预期，综合上网电价低于预期，机组投产进度低于预期，综合融资成本超预期上行等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,848	15,516	18,134	18,609	19,108
营业收入增长率	11.2%	20.8%	16.9%	2.6%	2.7%
净利润（百万元）	2,189	5,803	3,879	4,600	4,890
净利润增长率	330.7%	165.1%	-33.1%	18.6%	6.3%
EPS（元）	0.12	0.32	0.22	0.26	0.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.6%	13.1%	8.5%	9.6%	9.7%
P/E	34	13	19	16	15
P/B	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 27 日

增持（首次）

当前价/目标价：4.19/4.40 元

分析师

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

联系人

于鸿光

021-52523819

yuhongguang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：180.00

总市值(亿元)：754.20

一年最低/最高(元)：2.23/4.65

近 3 月换手率：16.09%

股价表现(一年)



收益表现

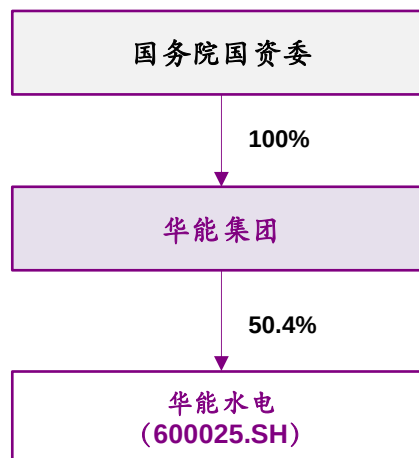
%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.87	6.57	21.36
绝对	5.97	28.70	24.93

资料来源：Wind

1、华能集团水电平台

华能澜沧江水电股份有限公司（“华能水电”）是五大发电集团之一华能集团旗下的大型流域水电企业，是华能集团水电业务最终整合的唯一平台。公司初建于 2001 年 2 月，于 2017 年 12 月 15 日在上交所上市。华能水电的母公司为华能集团，实际控制人为国资委。

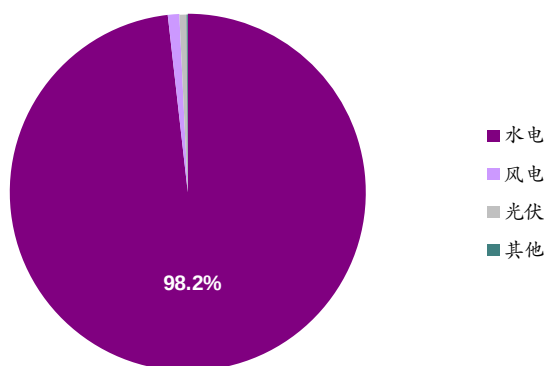
图 1：公司股权结构图（截至 2018 年底）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

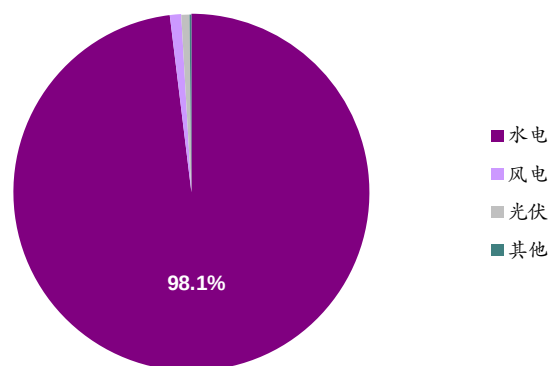
公司主营业务为电力，核心业务为水电，统一负责澜沧江干流水能资源开发。自 2017 年上市以来，公司盈利能力持续提升。2018 年公司营业收入 155 亿元，同比增长 20.8%；归母净利润 58.0 亿元，同比增长 165%；扣非归母净利润 29.3 亿元，同比增长 11.8%；ROE 13.9%，扣非 ROE 7.0%。

图 2：公司营收结构（2018 年）



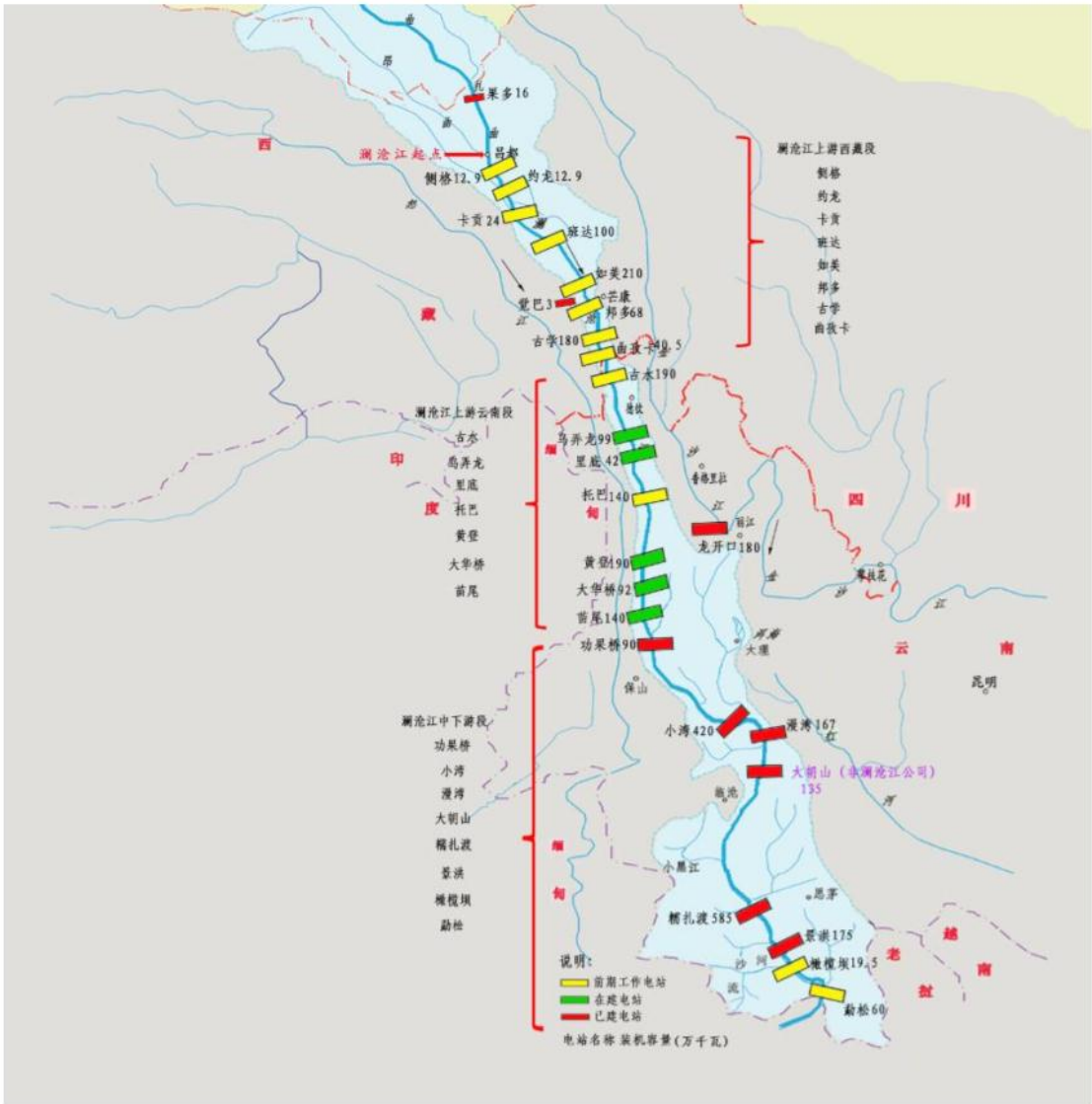
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司毛利结构（2018 年）



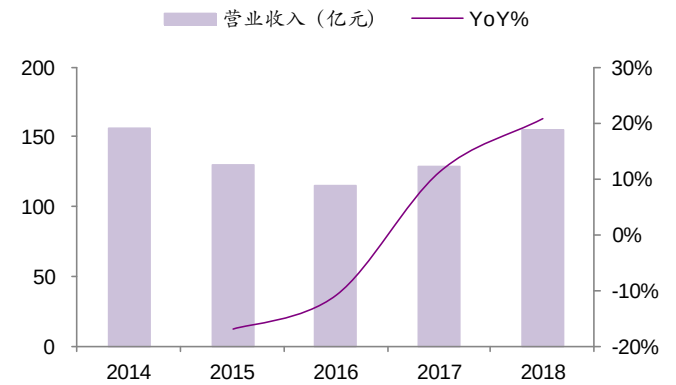
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：澜沧江流域梯级电站开发概况



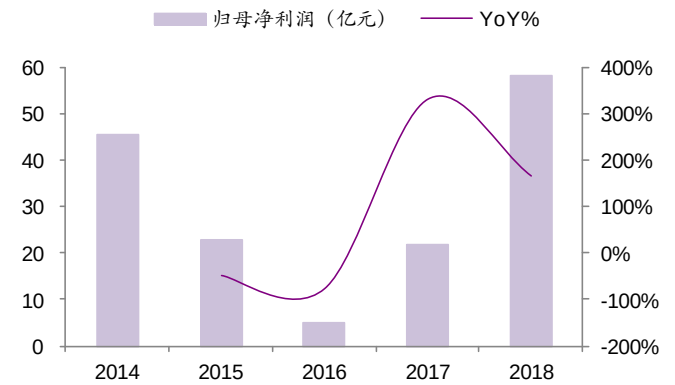
资料来源：公司招股说明书

图 5：公司营业收入



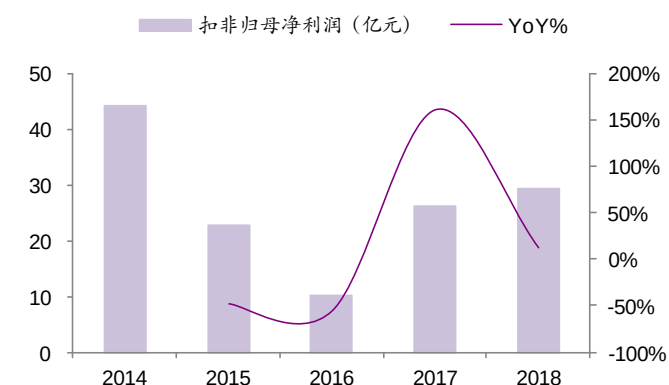
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：公司归母净利润



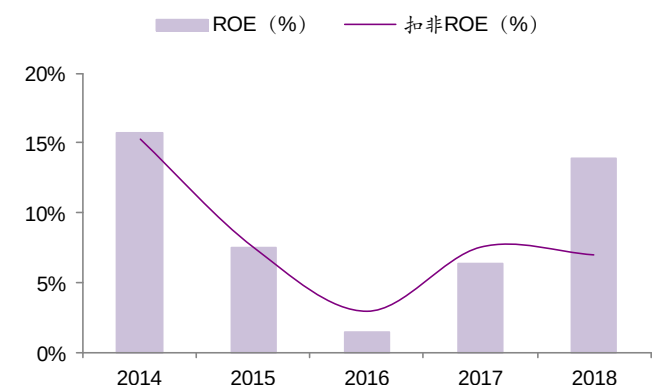
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：公司扣非归母净利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：公司 ROE



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、机组持续投产，业绩增长可观

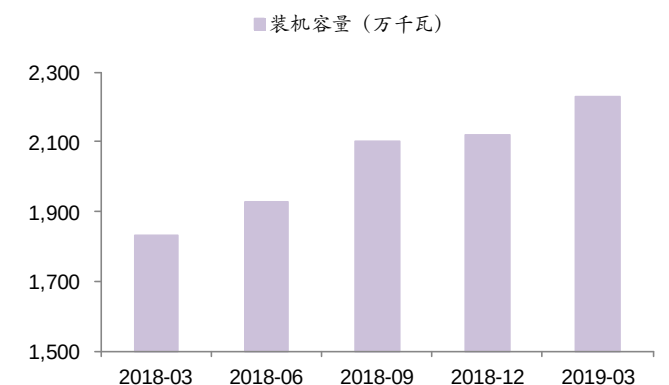
公司自 2017 年上市以来，装机规模持续提升。2018 年公司新投产装机容量 325.5 万千瓦，装机规模大幅提升。截至 2018 年底，公司控股装机容量约 2221 万千瓦。

表 1：2018 年公司新投产机组

电站名称	投产机组结构 (万千瓦)	投产装机容量 (万千瓦)
苗尾电站	2*35	70
黄登电站	3*47.5	142.5
大华桥电站	3*23	69
里底电站	1*14	14
桑河二级水电站	6*5	30
合计		325.5

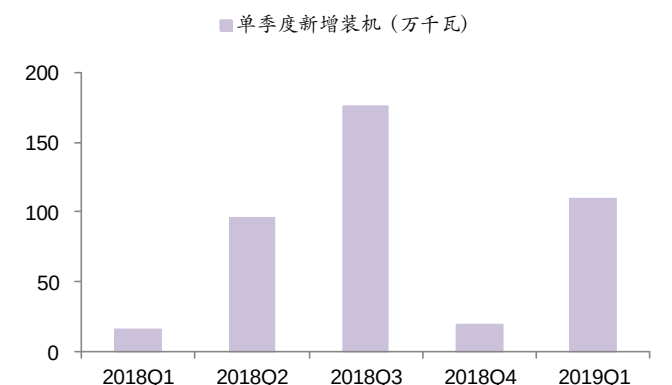
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：公司季度累计装机容量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 10：公司单季度新增装机容量

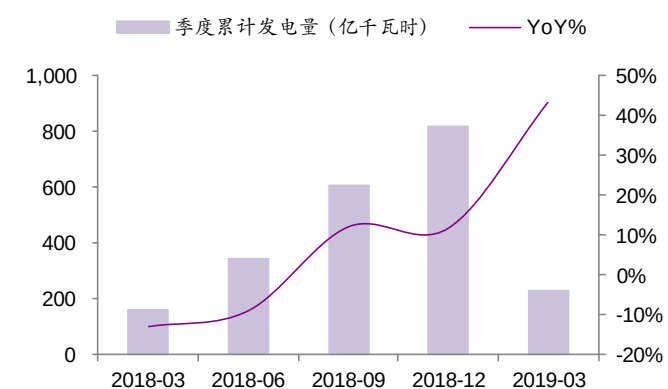


资料来源：公司公告，光大证券研究所

受益于机组投产及供需形势改善，2018 年全年公司发电量 817 亿千瓦时，同比增长 11.6%；其中 2018Q4 公司发电量 213 亿千瓦时，同比增长 10.6%。此外，公司电力外送通道打开，2018 年实际结算电价 0.223 元/千瓦时，同比增加 0.015 元/千瓦时。受量价齐升驱动，公司 2018 年扣非归母净利润 29.3 亿元，同比增长 11.8%。

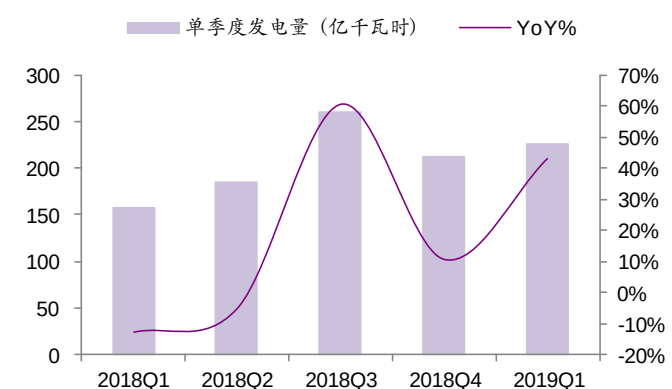
2019Q1 澜沧江流域来水偏丰态势延续，公司 2019Q1 发电量 226 亿千瓦时，同比增长 43.3%，公司 2019Q1 归母净利润 8.0 亿元，同比增长 137%。

图 11：公司季度累计发电量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 12：公司单季度发电量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

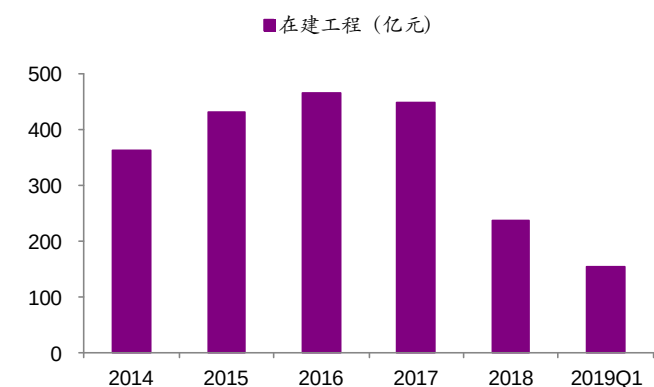
3、处置金中股权，贡献投资收益

2018 年公司非经常性损益合计 28.7 亿元（占 2018 年归母净利润的比例约 50%），主要为金中公司股权损益贡献。2018Q4 公司积极推动所持有的云南华电金沙江中游水电开发有限公司 23%股权转让工作。2018 年 12 月，华电云南发电有限公司成为最终受让方，最终成交价格 61.2 亿元。公司年报显示，2018 年公司已收到股权转让款 36.8 亿元（占成交价格的 60%），剩余股权转让款及利息按合同约定应于 2019 年 12 月 10 前结清。预计 2019 年金中公司股权转让尾款仍可为公司增加投资收益。

4、资本开支节奏放缓，财务状况改善

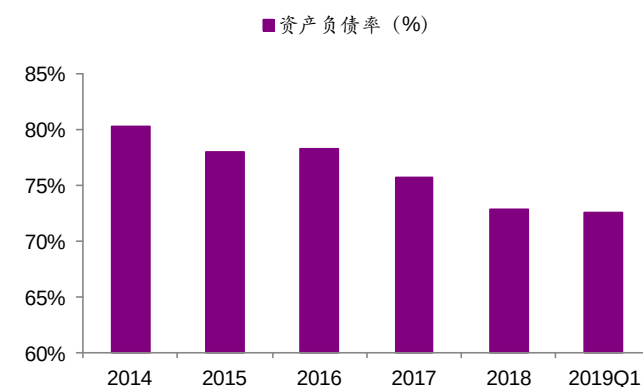
近年来公司在建项目逐步投产，资本开支节奏放缓。公司 2019 年资本性支出计划约 39 亿元，较 2018 年大幅降低约 62 亿元。公司盈利能力逐步提升，资产负债率亦呈现下降趋势，截至 2019Q1 公司资产负债率 72.6%。我们预计机组投产高峰期后，资本开支压力大幅缓解，公司财务结构有望持续向好。

图 13：公司在建工程



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：公司资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、盈利预测与投资评级

5.1、盈利预测

考虑到机组投产、增值税调整、外送电通道打开等因素，我们预计公司 2019-2021 年发电量分别同比增长 15.3%、1.5%、2.7%，不含税综合上网电价同比增长 1.3%、1.0%、0%。

预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 181、189、194 亿元，同比增速分别为 16.9%、4.1%、2.7%。

暂不考虑金中公司股权转让尾款贡献的非经常性损益，预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.22、0.26、0.27 元，对应 PE 分别为 19、16、15 倍，对应 PB 分别为 1.7、1.6、1.5 倍。

表 2：公司主营业务盈利预测

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	128.48	155.16	181.34	188.78	193.84
YoY%	11.2%	20.8%	16.9%	4.1%	2.7%
电力	128.29	154.99	181.16	188.60	193.66
其他	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
毛利率 (%)	47.5%	50.9%	53.6%	55.5%	56.6%
电力	47.5%	50.9%	53.6%	55.5%	56.6%
其他	83.3%	76.3%	76.3%	76.3%	76.3%

资料来源：Wind，光大证券研究所

5.2、估值与投资评级

公司为国内大型水电公司，选取水电公司长江电力、国投电力、桂冠电力、黔源电力作为可比公司。可比公司 2019 年 PE 均值约 13 倍，当前 PB 约 2.1 倍。公司 PE 高于可比公司均值，PB 低于可比公司均值。我们认为公司业绩（扣非净利润）的成长性高于可比公司，应给予一定估值溢价。

从历史 PE 角度看，公司 2017 年 12 月上市，上市时间较短，整体估值高于水电行业，水电行业长周期内历史 PE 均值约 20 倍。

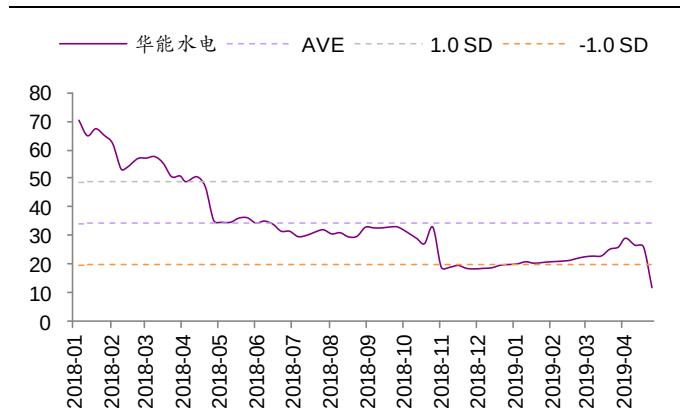
我们看好公司机组投产、电力供需向好带来的业绩改善，结合可比公司和历史估值情况，给予公司 2019 年 20 倍 PE，对应目标价 4.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：华能水电可比公司估值表

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (x)			PB
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
长江电力	16.75	1.03	1.02	1.03	16.3	16.4	16.3	2.7
国投电力	8.21	0.64	0.69	0.72	12.8	11.9	11.4	1.6
桂冠电力	5.80	0.44	0.46	0.47	13.2	12.6	12.3	2.5
黔源电力	14.28	1.20	1.24	1.30	11.9	11.5	11.0	1.7
平均值					13.5	13.1	12.7	2.1
华能水电	4.06	0.32	0.22	0.26	12.6	18.8	15.9	1.7

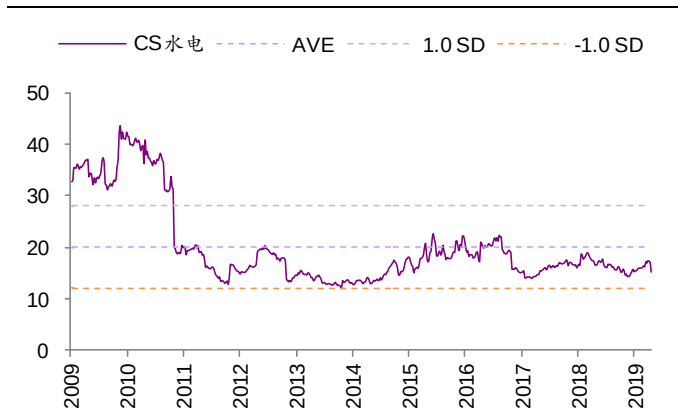
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：除华能水电外，其他公司盈利预测来自 wind 一致性预期；长江电力、桂冠电力 2018 年的 EPS 为预测值；股价选自 2019-04-26 收盘价）

图 15：华能水电历史 PE



资料来源：Wind，光大证券研究所

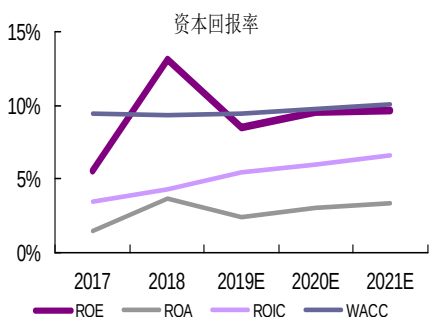
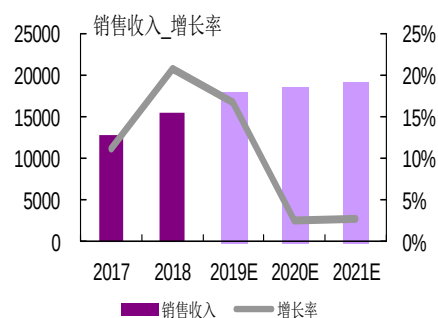
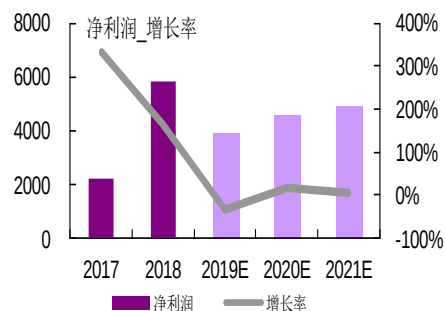
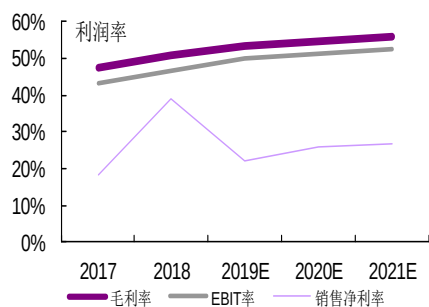
图 16：水电行业历史 PE



资料来源：Wind，光大证券研究所

6、风险分析

来水低于预期，综合上网电价低于预期，机组投产进度低于预期，综合融资成本超预期上行等。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,848	15,516	18,134	18,609	19,108
营业成本	6,740	7,616	8,450	8,406	8,406
折旧和摊销	4,615	5,269	6,803	7,215	7,367
营业税费	310	299	349	359	368
销售费用	18	22	25	26	27
管理费用	201	218	255	262	269
财务费用	3,564	4,065	4,506	4,146	4,293
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-19	3,945	0	0	0
营业利润	3,292	7,387	4,565	5,410	5,745
利润总额	2,796	6,880	4,595	5,449	5,792
少数股东损益	182	248	162	192	204
归属母公司净利润	2,189	5,803	3,879	4,600	4,890

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	167,980	168,365	166,802	159,826	152,712
流动资产	9,230	8,525	9,768	10,007	10,259
货币资金	1,723	1,498	1,632	1,675	1,720
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,015	2,378	2,779	2,852	2,929
应收票据	748	1,358	1,587	1,629	1,672
其他应收款	191	2,677	3,151	3,233	3,320
存货	33	23	26	26	26
可供出售投资	1,117	1,606	1,606	1,606	1,606
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,508	28	28	28	28
固定资产	103,206	126,812	135,785	134,915	130,266
无形资产	5,757	6,921	6,575	6,246	5,934
总负债	126,979	122,585	119,684	109,938	100,125
无息负债	25,248	17,529	18,699	18,104	18,228
有息负债	101,730	105,056	100,985	91,834	81,897
股东权益	41,002	45,781	47,118	49,889	52,586
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
公积金	19,436	19,992	20,380	20,840	21,329
未分配利润	1,958	6,214	7,002	9,121	11,126
少数股东权益	1,582	1,524	1,686	1,877	2,081

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	8,574	10,922	15,275	15,334	16,644
净利润	2,189	5,803	3,879	4,600	4,890
折旧摊销	4,615	5,269	6,803	7,215	7,367
净营运资金增加	12,213	7,216	314	860	154
其他	-10,442	-7,366	4,278	2,660	4,234
投资活动产生现金流	-8,459	-3,556	-4,000	0	0
净资本支出	-8,523	-7,526	-4,000	0	0
长期投资变化	2,508	28	0	0	0
其他资产变化	-2,444	3,942	0	0	0
融资活动现金流	622	-7,570	-11,140	-15,292	-16,599
股本变化	1,800	0	0	0	0
债务净变化	8,593	3,326	-4,071	-9,150	-9,937
无息负债变化	-8,394	-7,719	1,170	-596	124
净现金流	739	-204	134	43	45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.21%	20.77%	16.87%	2.62%	2.68%
净利润增长率	330.75%	165.10%	-33.14%	18.56%	6.30%
EBITDA 增长率	12.10%	23.37%	26.65%	5.65%	3.78%
EBIT 增长率	19.50%	31.03%	24.87%	5.35%	5.04%
估值指标					
PE	34	13	19	16	15
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	17	15	11	10	9
EV/EBIT	32	25	20	18	16
EV/NOPLAT	37	28	22	20	18
EV/Sales	14	12	10	9	8
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	47.54%	50.92%	53.40%	54.83%	56.01%
EBITDA 率	79.07%	80.77%	87.54%	90.12%	91.09%
EBIT 率	43.15%	46.81%	50.02%	51.35%	52.53%
税前净利润率	21.76%	44.34%	25.34%	29.28%	30.31%
税后净利润率 (归属母公司)	17.04%	37.40%	21.39%	24.72%	25.59%
ROA	1.41%	3.59%	2.42%	3.00%	3.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.55%	13.11%	8.54%	9.58%	9.68%
经营性 ROIC	3.39%	4.28%	5.45%	6.00%	6.65%
偿债能力					
流动比率	0.23	0.20	0.24	0.27	0.32
速动比率	0.23	0.20	0.24	0.27	0.32
归属母公司权益/有息债务	0.39	0.42	0.45	0.52	0.62
有形资产/有息债务	1.59	1.54	1.59	1.67	1.79
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.12	0.32	0.22	0.26	0.27
每股红利	0.06	0.15	0.11	0.13	0.14
每股经营现金流	0.48	0.61	0.85	0.85	0.92
每股自由现金流(FCFF)	-0.63	-0.17	0.58	0.82	0.89
每股净资产	2.19	2.46	2.52	2.67	2.81
每股销售收入	0.71	0.86	1.01	1.03	1.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼