

水电优质龙头，量价提升共振业绩

投资要点

- **优质大类水电龙头，规模日益扩大。**公司是全国第二大水力发电公司，拥有优质大类水电资产，统一负责澜沧江干流水能资源开发，是西电东送和云电外送的核心龙头企业。2018年底公司已投产装机容量达2120.9万千瓦，2019年7月公司公告乌弄龙电站剩余机组投产，至此公司2019年合计投产新增装机约197.5万千瓦，投建装机达约2320万千瓦，装机容量实现同比9%的增长。公司计划至2020年运营容量达到2400万千瓦左右。储备项目方面，公司预计未来较长一段时间装机稳定直到2025年托巴电站投产（140万千瓦），储备及筹建水电资产超过800万千瓦，未来规模有望持续扩大，维持稳健龙头地位。
- **业绩增长良好，装机密集投产快速释放业绩。**2017-2018年公司实现收入128.5（+11.2%）亿/155.2亿元（+20.8%），归母净利润21.9（+331%）亿/58.0（+165%）亿元，2019Q1实现营收/归母净利润44.38亿（+50%）和8.04（+137%）亿元，业绩高速增长。17-18年公司发电量732（+14%）亿、817（+12%）亿千瓦时，2019H1公司发电量538.9（+57%）亿千瓦时，同比大幅增长超出市场预期，主要系装机密集投产及澜沧江上半年来水良好。2018-2019年公司新机组密集投产（325.5万千瓦和197.5万千瓦），装机量和规模的提升促进业绩快速释放。
- **澜沧江上游电站投产拉高综合电价，提升电力利润。**受益于最早参与市场化改革，公司2017-2018年市场化率达到82.2%/69.4%，大幅超过32%的全国平均数及未来政策导向水平，综合结算电价为0.21/0.22元/千瓦时，2018年同比增加1分/千瓦时主要系澜上机组投产较多，拉高综合定价所致，电价同比提升7pp拉高电力毛利率3.4pp，2018-2019年集中投产的电站主要为澜上电站，目前售电合同定价为0.3元/千瓦时，预计将继续拉高公司综合电价和毛利率，提升电力业务利润，带动公司量价提升。
- **盈利预测与投资建议。**2018年由于处理金中公司23%股权获得37亿元收益大幅增厚利润，扣非后公司归母净利润同比增长11.8%，后续尾款24亿元2019年计入，暂不考虑投资收益预计2019-2021年公司归母净利润为45.5亿、55.2亿和59.0亿元，对应PE为17x、14x及13x，公司17年上市，目前PE持平略高行业平均，若考虑投资收益，预计公司2019年净利润有望达到69亿，对应PE11X。我们看好公司长期发展，中期公司正处于业绩高增长阶段，19年电力业务有望量价齐升超预期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**电力政策调整风险、电价波动风险、来水波动风险等。

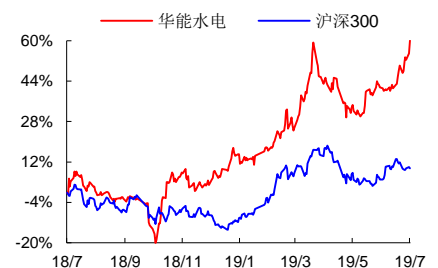
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	15516.48	22181.35	24398.05	25129.81
增长率	20.77%	42.95%	9.99%	3.00%
归属母公司净利润（百万元）	5802.73	4552.68	5520.05	5899.41
增长率	165.10%	-21.54%	21.25%	6.87%
每股收益EPS（元）	0.32	0.25	0.31	0.33
净资产收益率ROE	13.22%	9.71%	10.71%	10.46%
PE	14	17	14	13
PB	1.80	1.67	1.52	1.40

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷
执业证号：S1250515090004
电话：023-67610701
邮箱：wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	180.00
流通A股(亿股)	89.28
52周内股价区间(元)	2.31-4.59
总市值(亿元)	795.60
总资产(亿元)	1,697.62
每股净资产(元)	2.50

相关研究

目 录

1 公司概况：优质水电龙头企业	1
2 公司历史经营业绩	3
3 装机密集投产，处于业绩增长高峰期.....	5
4 市场化率高，电价低迷期已过，澜上电价拉高综合电价	7
5 盈利预测与估值.....	9
6 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (2018 年年报披露)	2
图 2: 公司营收情况	3
图 3: 公司归母净利润情况	3
图 4: 公司毛利率情况 (%)	4
图 5: 公司费用率情况 (%)	4
图 6: 公司主营业务情况 (单位: 亿元)	4
图 7: 2018 年公司主营业务占比	4
图 8: 公司各项业务毛利占比情况 (%)	5
图 9: 2018 年公司毛利构成占比	5
图 10: 公司装机容量情况	5
图 11: 公司电力消纳情况	5
图 12: 云南省发电量情况 (亿千瓦时)	7
图 13: 云南省内市场化交易电量 (亿千瓦时)	7
图 14: 云南省市场化电力占比情况 (%)	8
图 15: 云南省交易电量、市场化电量占比及交易均价	8

表 目 录

表 1: 公司已投产水电站合计	1
表 2: 未来拟筹建机组详情	2
表 3: 公司股东情况 (2019 年一季度季报披露)	3
表 4: 电力产销情况	6
表 5: 公司发电情况	6
表 6: 装机容量	7
表 7: 发电效率	7
表 8: 公司电力市场化率	8
表 9: 各电站定价原则	8
表 10: 分业务收入及毛利率	9
表 11: 公司 2019 年各电站发电预计 (亿千瓦时)	10
表 12: 同业上市公司估值水平	10
附表: 财务预测与估值	12

1 公司概况：优质水电龙头企业

公司是由华能集团控股和管理的大型流域水电企业，是培育云南水电支柱产业和实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业和龙头企业，“藏电外送”的主要参与者。公司初建于2001年2月，是华能集团水电业务最终整合的唯一平台，2017年12月上市。

公司以水力发电为主营业务，统一负责澜沧江干流水能资源开发，盈利主要来自于水力发电的销售收入。

2018年底公司已投产装机容量达2120.9万千瓦，总资产超过1600亿元。2019年上半年，公司新增投产机组有里底水电站2/3号机组（2*14万千瓦）、黄登水电站4号机组（47.5万千瓦）、大华桥水电站4号机组（23万千瓦）及乌弄龙水电站首台1号机组（24.8万千瓦）投产。

7月15日，公司公告在建乌弄龙电站剩余机组3台机组合计74.3万千瓦实现投产，至此公司2019年合计投产新增装机约197.5万千瓦，投产之后公司装机约2320万千瓦，实现了装机容量同比9%的增长。在建机组方面，目前在建托巴电站（140万千瓦装机）预计2025年投产，因此2019年后公司将有一段较长时间装机较为稳定。

公司筹建和前期项目装机规模超过800万千瓦，具有充足的项目储备。公司规划到2020年末运营装机容量接近2400万千瓦，为云南省最大发电企业、南方电网区域和澜沧江-湄公河次区域最大的水力发电企业。

表1：公司已投产水电站合计

序号	电站名称	持股比例	装机容量(万千瓦)	权益装机容量(万千瓦)	投产时间	装机结构	流域
1	功果桥水电站	100%	90	90	2012年6月	4x22.5	澜沧江中下游
2	小湾水电站	100%	420	420	2010年8月	6x70	澜沧江中下游
3	漫湾水电站	100%	167	167	2008年	5x25+ 1x30+ 1x12	澜沧江中游
4	糯扎渡水电站	100%	585	585	2014年6月	9x65	澜沧江中下游
5	景洪水电站	100%	175	175	2009年5月	5x35	澜沧江中下游
6	龙开口水电站	95%	180	171	2014年1月	5x36	金沙江中游
7	徐村水电站	100%	8.58	8.58	2000年6月	-	中小水电
8	南果河水电站	90%	1.6	1.44	2009年	2x0.8	
9	老王庄水电站	100%	0.96	0.96	2014年之前	3x0.32	
10	牛栏沟水电站	51%	2.48	1.26	2013年11月	2x1.24	
11	丰甸河水电站	100%	1.26	1.26	2014年之前	2x0.63	
12	苗尾水电站	100%	140	140	2018年6月	4x35	澜沧江上游
13	黄登水电站	100%	190	190	2019年1月	4x47.5	澜沧江上游
14	大华桥水电站	100%	92	92	2019年1月	4x23	澜沧江上游
15	里底水电站	100%	42	42	2019年1月	3x14	澜沧江上游
16	乌弄龙	100%	99	99	2019年7月	4x24.75	澜沧江上游
17	瑞丽江一级水电站	40%	60	24	2009年4月	6x10	瑞丽江干流

序号	电站名称	持股比例	装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	投产时间	装机结构	流域
18	桑河二级水电站	51%	40	20.4	2018年10月	8×5	湄公河支流
19	野猫山风电站	100%	4.95	4.95	2015年	-	风电
20	杨家房风电站	100%	3.6	3.6	2015年	-	
21	白鹤厂风电站	100%	4.95	4.95	2015年	-	
22	石林光伏	70%	1	0.7	2015年	-	
23	石林光伏二期	70%	9	6.3	2015年	-	
合计			2318.38	2249.4			

数据来源：公司公告，西南证券整理

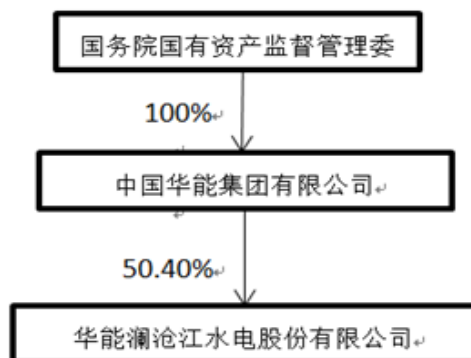
表 2：未来拟筹建机组详情

电站名称	位置	装机容量 (万千瓦)	进展	投产时间
橄榄坝水电站	澜沧江中下游段	19.5	筹建	预计 2020 年开工，2025 年投产
古水水电站	澜沧江上游云南段	180	筹建	计划十三五期间内开工，预计 2019 年开工，建设期 10 年，2029 年投产
如美水电站	澜沧江上游西藏段	210	筹建	计划十三五末前期工作，预计 2021-2022 年开工，建设期 10 年，2032 年投产
古学水电站	澜沧江上游西藏段	156	前期工作	假设 2022 年开工建设，建设期 10 年，预计 2032 年投产
班达水电站	澜沧江上游西藏段	100	前期工作	2032 年以后
卡贡水电站	澜沧江上游西藏段	24	前期工作	2032 年以后
约龙水电站	澜沧江上游西藏段	10	前期工作	2032 年以后
侧格水电站	澜沧江上游西藏段	16	前期工作	2032 年以后
邦多水电站	澜沧江上游西藏段	68	前期工作	2032 年以后
曲孜卡水电站	澜沧江上游西藏段	40.5	前期工作	2032 年以后
瑞丽江二级	缅甸	52	项目审批中	尚处于商务谈判、项目审批
合计		876		

数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2019 年 1 季度，公司股本 180 亿股，其中中国华能集团有限公司持有公司 50.40% 股权，系公司控股股东，国务院国资委为公司最终实际控制人。

图 1：公司股权结构 (2018 年年报披露)



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3: 公司股东情况 (2019 年一季度季报披露)

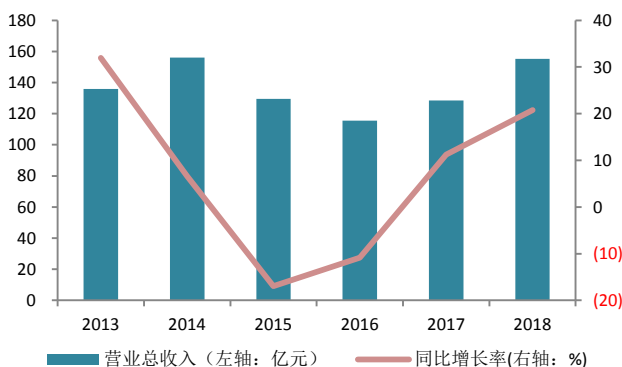
排名	股东名称	股东性质	持股数量(股)	持股比例 (%)
1	中国华能集团有限公司	国有法人	9,072,000,000	50.40
2	云南省能源投资集团有限公司	国有法人	5,086,800,000	28.26
3	云南合和(集团)股份有限公司	国有法人	2,041,200,000	11.34
4	香港中央结算有限公司	境外法人	157,517,798	0.88
5	挪威中央银行一自有资金	境外法人	48,905,232	0.27
6	中国建设银行股份有限公司一华安核心优选混合型证券投资基金	国有法人	44,363,739	0.25
7	中信证券一中信银行一中信证券红利价值股票集合资产管理计划	国有法人	27,476,336	0.15
8	汇添富基金一建设银行一中国人寿一中国人寿委托汇添富基金公司股票型组合	国有法人	14,618,100	0.08
9	全国社保基金四一二组合	国有法人	13,057,500	0.07
10	中国工商银行股份有限公司一富国沪深 300 增强证券投资基金	国有法人	12,834,200	0.07
合计			16,518,772,905	91.77

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

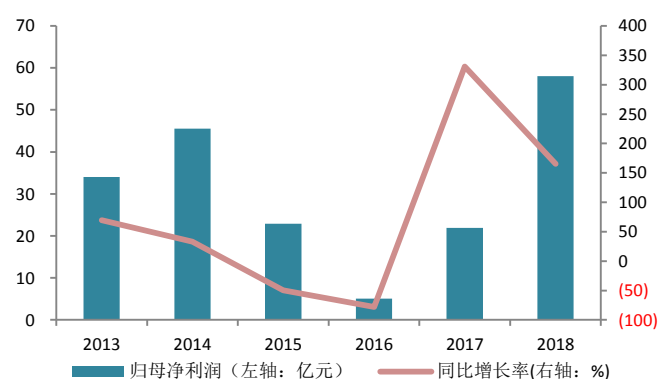
2 公司历史经营业绩

公司 2016-2018 年营收 115.5、128.5 和 155.2 亿元, 同比增长-10.9%、11.2%和 20.8%。实现归母净利润 5.1、21.9 和 58.0 亿元, 同比增长-77.8%、330.8%和 165.1%。2016 年公司营业收入及净利润下滑主要系用电量下滑及云南电改影响, 市场化率提升上网电价显著下滑所致。2018 年营收和归母净利润增长较快主要原因是发电量同比增长 11.62%, 且平均结算电价同比增加 15 元/千千瓦时, 同时出售金中电站 23% 股权等确认 39 亿元投资收益等所致, 如果剔除该影响, 扣非归母净利润同比增长 11.8%至 29.3 亿元。

2019 年 1 季度, 公司实现营收 44.4 亿元, 同比增长 49.7%, 实现归母净利润 8.0 亿元, 同比增长 137.4%, 营收和利润均保持较高增长, 主要系装机容量同比增加产能扩大; 西电东送增加及澜沧江流域来水偏丰所致, 2019 年一季度发电量同比增加 43.3%。

图 2: 公司营收情况


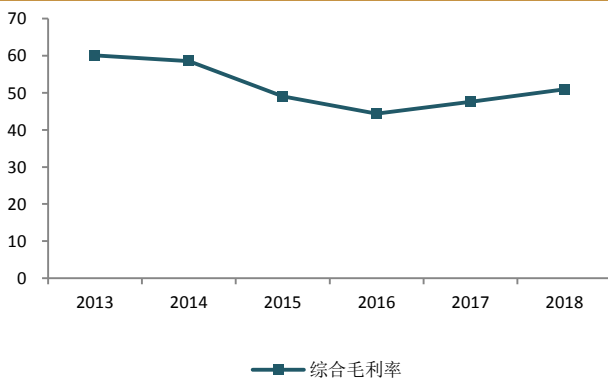
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3: 公司归母净利润情况


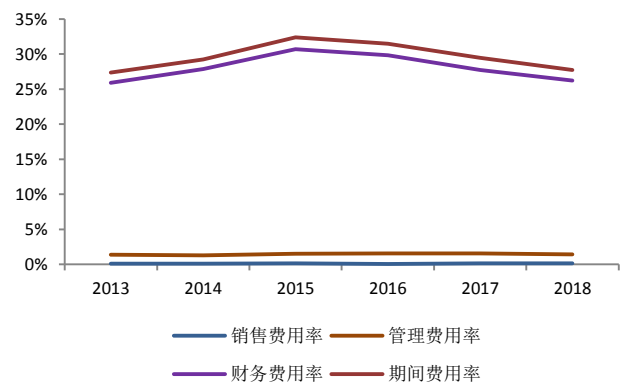
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2016-2018 年公司毛利率分别为 44.4%、47.5%和 50.9%。其中，2018 年水力发电毛利率为 50.8%，风力发电毛利率为 50.1%，太阳能光伏发电毛利率为 59.0%，2019Q1 公司综合毛利率为 54.9%，总体盈利水平维持在高位。

从费用看，公司 2016-2018 年期间费用率分别为 31.5%、29.4%和 27.8%，呈现一定下降趋势。公司销售费用率和管理费用率相对较低占比一般不高于 2%，财务费用受贷款利率和金额影响对公司费率影响较大。2018 年财务费用 40.65 亿元 (+14.1%)，主要系水电站投产，资本化利息转费用化增加财务费用。

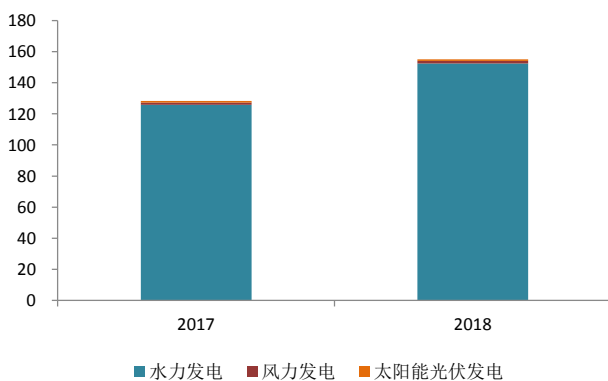
图 4：公司毛利率情况 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

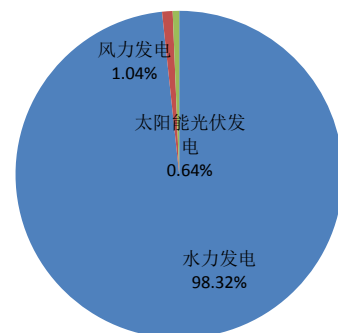
图 5：公司费用率情况 (%)


数据来源：公司公告，西南证券整理

水力发电为主营业务，收入占比超过 98%，部分业务为风光新能源业务。公司的主营业务为水力发电项目的开发、建设、运营与管理。公司盈利主要来自于水力发电的销售收入，以澜沧江流域为主体；除了水力发电，公司还有风力发电和太阳能光伏发电。

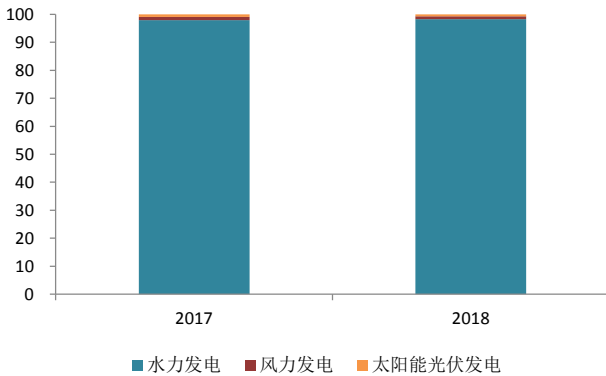
图 6：公司主营业务情况 (单位：亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

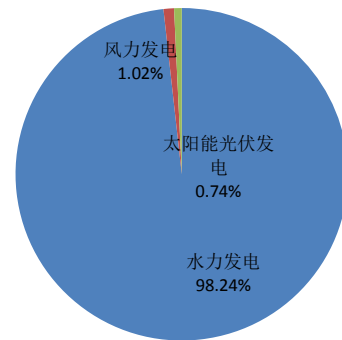
图 7：2018 年公司主营业务占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年公司各项主营业务中，水力发电实现营收 152.4 亿元，同比增长 21.07%，占总营收的 98.3%，实现毛利 77.5 亿元，占总毛利 98.2%；风力发电实现营收 1.6 亿元，同比增长 9.8%，占总营收的 1.0%，实现毛利 0.8 亿元，占总毛利 1.0%；太阳能光伏发电营收 1.0 亿元，同比增长 3.5%，占总营收的 0.6%，实现毛利 0.6 亿元，占总毛利 0.7%。

图 8: 公司各项业务毛利占比情况 (%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

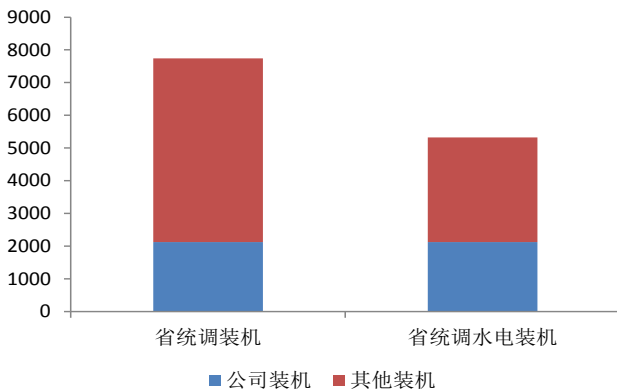
图 9: 2018 年公司毛利构成占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

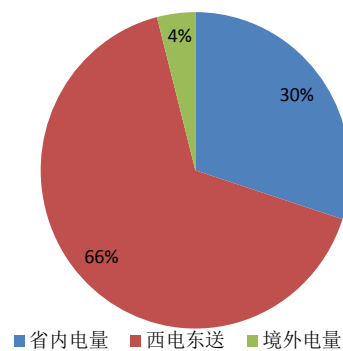
3 装机密集投产, 处于业绩增长高峰期

截至 2018 年 12 月 31 日, 公司已投产装机容量达 2120.9 万千瓦, 占云南省统调装机容量 (7740) 的 28%, 占统调水电装机容量 (5342) 的 41%。公司 2018 年完成发电量 817.2 亿千瓦时, 占云南省调发电量的 31.1%, 占省调水电总发电量的 37.6%。继续保持云南省装机规模第一、发电量第一的地位。

公司电量的主要消纳区域为云南省 (30%)、广东省、广西壮族自治区, 瑞丽江部分送缅甸, 桑河二级电站全部送柬埔寨。

图 10: 公司装机容量情况


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

图 11: 公司电力消纳情况


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

2016-2018 年公司总发电量 640 亿、732 亿 (+14%)、817 (+12%) 亿千瓦时, 实现售电量 630 亿、721 亿和 802 亿千瓦时。实现电力收入 115.3 亿元、128.3 (+11.3%) 亿元及 154.9 (+20.8%) 亿元, 实现发电量及收入的快速增长。

2019 年上半年公司发电量数据创新高实现发电量 538.9 亿千瓦时, 同比大幅增长 57.1%, 主要系 1) 澜沧江上游乌弄龙、里底、黄登和大华桥水电站新增机组陆续投产, 装机容量增加, 产能进一步扩大; 2) 确保清洁能源市场消纳, 西电东送电量同比大幅增加; 3) 澜沧江流域上半年来水量偏丰, 其中小湾断面同比偏多 28%。

表 4: 电力产销情况

	2017 年	2018 年
生产量 (亿千瓦时)	732.1	817.2
同比增减	14.4%	11.6%
销售量 (亿千瓦时)	720.7	802.4
同比增减	14.5%	11.3%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 5: 公司发电情况

		2016 年	2017 年	2018 年
水电	发电量(万千瓦时)	6,356,363	7,271,504	8,118,037
	上网电量(万千瓦时)	6,309,230	7,218,835	8,059,834
	售电量(万千瓦时)	6,255,208	7,158,529	7,971,331
	上网电价(元/兆瓦时)		176	191
	售电价(元/兆瓦时)		181	191
风电	发电量(万千瓦时)	33,474	36,914	41,039
	上网电量(万千瓦时)	32,727	36,083	40,204
	售电量(万千瓦时)	32,380	36,083	40,204
	上网电价(元/兆瓦时)		407	401
	售电价(元/兆瓦时)		427	401
光伏发电	发电量(万千瓦时)	7,851	12,797	13,205
	上网电量(万千瓦时)	7,478	12,277	12,669
	售电量(万千瓦时)	7,478	12,348	12,669
	上网电价(元/兆瓦时)	-	771	784
	售电价(元/兆瓦时)	-	865	784
综合	发电量(万千瓦时)	6,397,687	7,321,216	8,172,281
	上网电量(万千瓦时)	6,349,435	7,267,195	8,112,706
	售电量(万千瓦时)	6,295,066	7,206,959	8,024,203
	实际结算电价 (元/千瓦时)	-	0.208	0.223

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

装机密集投产:

公司 2017 年底上市, 目前水电装机已经达到全国第二大水电装机规模。2017-2019 年均有新增机组投产, 2017 年公司新增投产 80 万千瓦装机。

2018 年-2019 年为公司新机组密集投产期, 2018 年公司新增投产装机 325.5 万千瓦, 包括苗尾电站新增投产 2 台机组 (2×35 万千瓦)、黄登电站新 3 台机组 (3×47.5 万千瓦), 大华桥电站 3 台机组 (3×23 万千瓦), 里底电站 1 台机组 (1×14 万千瓦), 桑河二级水电站 6 台机组 (6×5 万千瓦), 资产处置、股权转让减少果多电站 16 万千瓦, 觉巴电站 3 万千瓦, 截至 2018 年底, 公司已投产装机容量达 2120.9 万千瓦。

2019 年上半年, 公司新增投产机组有里底水电站 2/3 号机组 (2*14 万千瓦)、黄登水电站 4 号机组 (47.5 万千瓦)、大华桥水电站 4 号机组 (23 万千瓦) 及乌弄龙水电站首台 1 号机组 (24.8 万千瓦) 投产。

7 月 15 日, 公司公告在建乌弄龙电站剩余机组 3 台机组合计 74.3 万千瓦实现投产, 至此公司 2019 年合计投产新增装机约 197.5 万千瓦, 投产之后公司装机约 2320 万千瓦, 实现了装机容量同比 9% 的增长。在建机组方面, 目前在建有托巴电站 (140 万千瓦装机) 预计 2025 年投产, 因此 2019 年后公司将有一段较长时间装机较稳定。

表 6: 装机容量

	2017 年	2018 年	2019E
新增装机容量 (万千瓦)	80.0	325.5	197.5
总装机容量 (万千瓦)	1,814.4	2,120.9	2318.4

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2018 年, 厂用电率 0.4%, 发电设备利用小时为 4128 小时, 与上年基本持平, 2017-2018 年利用小时数较高且稳定, 预计来水稳定及需求较好情况下能维持高位。

表 7: 发电效率

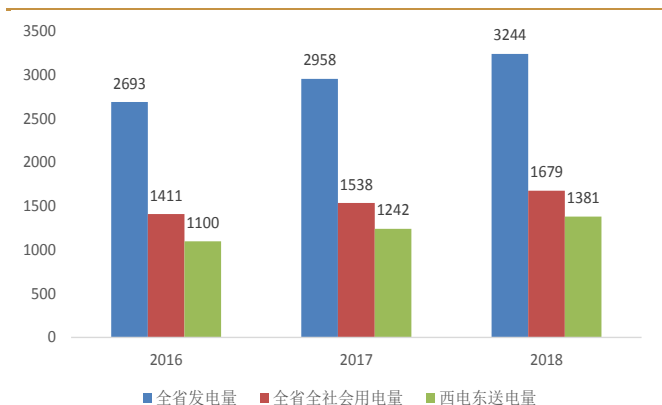
	2016 年	2017 年	2018 年
利用小时数 (小时)	3707	4183	4128
厂用电率		0.14%	0.39%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 市场化率高, 电价低迷期已过, 澜上电价拉高综合电价

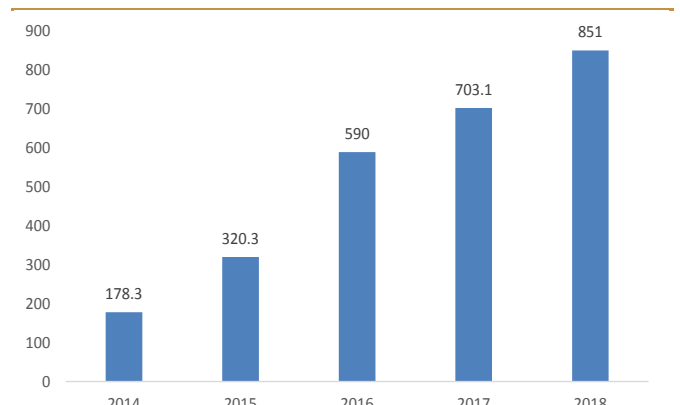
公司所在云南省电力供应供大于求, 近一半电力供应西电东送, 率先推进电力体制改革, 加快电力市场化进程, 远高于其他地区。截止到 2018 年云南省内市场化交易电量约 851 亿千瓦时, 同比增长 21%, 市场化用电持续高增长。因此, 2015-2016 年公司电力市场化快速推进后, 竞价上网导致上网电价显著下降, 叠加售电量当期表现一般, 2015-2016 年公司盈利能力显著低于市场, 经历最低迷阵痛阶段。

图 12: 云南省发电量情况 (亿千瓦时)



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

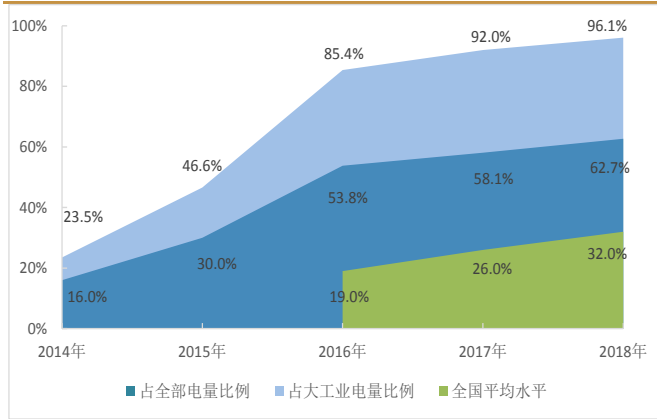
图 13: 云南省内市场化交易电量 (亿千瓦时)



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

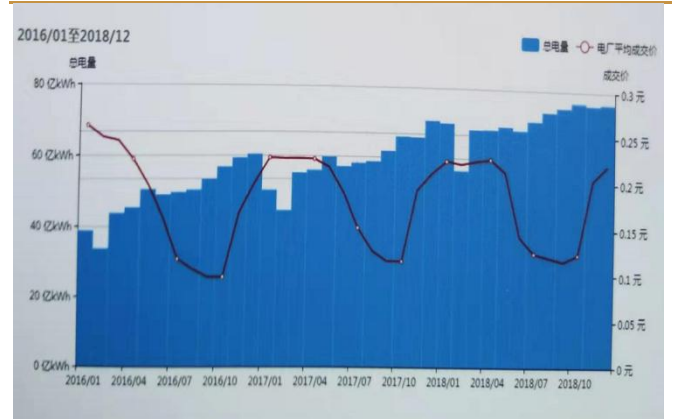
2016-2018 年云南省全年省内交易电量规模持续扩大, 市场化电力占全部用电量比重、占大工业用电量比重持续提升, 市场化交易均价 0.175 元。

图 14: 云南省市场化电力占比情况 (%)



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

图 15: 云南省交易电量、市场化电量占比及交易均价



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

目前公司市场化交易电量比重均已经大幅超越全国平均数 32% 及未来政策导向提升后的市场平均数 (大于 50%), 2017-2018 年公司电力市场化率达到 82.2%、69.4%, 电价基本在购电企业、售电企业和电网公司博弈中逐渐成熟, 形成的市场化上网价格趋于稳定, 公司收入随着售电量的增加而增加, 综合毛利率预计能维持较高水平。后续全国市场化大幅放开, 对于公司影响预计非常有限, 性价比高的大类水电资产将有明显性价比优势。

表 8: 公司电力市场化率

	2017 年	2018 年
市场化交易的总电量 (亿千瓦时)	597.0	563.2
总上网电量 (亿千瓦时)	726.7	811.3
占比	82.2%	69.4%

数据来源: 西南证券整理

表 9: 各电站定价原则

类别	定价原则	价格水平
云南省内市场化电量	根据每年电力市场化交易实施方案, 通过参与市场化交易形成上网电价。2019 年云南省进一步放开除七个电价体系相对独立州市外, 110 千伏及以上电压等级并网运行的 55 家小水电参与市场化交易。交易主要采用双边协商、连续挂牌、自主挂牌方式组织。集中竞争方式的电力直接交易最低限价为每千瓦时 0.15 元, 最高限价为 0.42 元。	2018 年均价为 0.177 元/千瓦时
送广东框架内电量	根据《“十三五”云电送粤框架协议》, 计划送电量落地电价不高于广东省燃煤机组标杆上网电价。目前按 0.4505 元倒推, 扣除超高压输配电价、线损、省内输配电价后云南侧上网电价为 0.2528 元。	0.2528 元/千瓦时
送广东框架外电量	上网电价通过市场化规则形成, 挂牌交易价格为云南和广东省内月度交易平均价格折算到框架外电量交易关口的算术平均值。	
送广西电量	目前按 0.3 元作为落地电价倒推, 扣除超高压输配电价、线损、省内输配电价后云南侧上网电价为 0.1423 元	0.1423 元/千瓦时
澜上送广东电量	根据《国家发展改革委关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》(发	0.30 元/千瓦时

类别	定价原则	价格水平
	改价格[2015]962号)要求,跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方在自愿平等基础上,在贯彻落实国家能源战略的前提下,按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格,并建立相应的价格调整机制。	
其余电量	根据购售电合同或政府定价执行	

数据来源:西南证券整理

2018-2019年公司集中投产的电站主要为澜沧江上游电站、平均建造成本较高,根据新签的澜上送广东购售电合同,协议内计划电量电价为澜沧江上游水电站上网电价 300 元/兆瓦时(含税)。2017-2018 年公司综合结算电价为 0.21 元及 0.22 元/千瓦时,18 年同比增幅 7%。澜上电价较公司综合电价较高,集中投产后将对公司产生积极影响,预计后续综合电价有望提升 1 分/千瓦时,继续促进公司量价提升,拉高电力利润。

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1:2019 年综合考虑上半年来水充盈及新增多部装机投产(具体装机贡献预计如下),我们预计全年发电量预计达 1064 亿千瓦时(公司计划 1004 亿千瓦时),电力收入增速 43%。2020-2021 年考虑新电站发电量及需求增长,预计增速 10%及 3%。毛利率方面 2019 年新增澜上装机预计将有望继续拉高综合电价 1 分/千瓦时,结算电价达 0.23 元/千瓦时,预计拉高毛利率 1.6pp 至 52.5%,2020-2021 年预计稳定提升至 53%。

假设 2:其他业务占比较小,历史数据较稳定,预计 2019-2021 年收入增速 2%,预计毛利率维持 76%水平。

假设 3:公司财务费用率占比高,2016-2018 年财务费用率高达 30%、28%和 26%主要系装机密集建设投产,资本开支和利息高所致,2019 年基本投建完后财务费用率预计优化下降。

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 10: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电力	收入	15498.9	22163.4	24379.8	25111.1
	增速	20.8%	43.0%	10.0%	3.0%
	毛利率	50.9%	52.5%	53.0%	53.0%
其他	收入	17.6	17.9	18.3	18.7
	增速	-4.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	76.4%	76.0%	76.0%	76.0%
合计	收入	15516.5	22181.4	24398.1	25129.8
	增速	20.8%	43.0%	10.0%	3.0%
	毛利率	50.9%	52.5%	53.0%	53.0%

数据来源:Wind,西南证券

表 11: 公司 2019 年各电站发电预计 (亿千瓦时)

序号	电站名称	发电量				上网电量			平均上网电价 (元/千瓦时)		发电量
		2019H1	同比	2018	2017	2019H1	2018	2017	2019H1	2016	2019E
1	功果桥水电站	14.8	53.0%	29.1	28.1	14.7	28.8	27.8	0.20	0.20	42
2	小湾水电站	108.0	48.0%	163.0	180.2	107.3	161.9	179.0	0.20	0.22	212
3	漫湾水电站	46.6	45.6%	72.1	80.7	46.3	71.5	80.0	0.16	0.17	101
4	糯扎渡水电站	162.8	33.0%	228.3	258.8	161.9	226.9	257.2	0.20	0.22	260
5	景洪水电站	51.4	29.1%	74.8	81.3	51.1	74.2	80.7	0.19	0.17	94
6	龙开口水电站	27.1	20.6%	61.9	47.9	26.9	61.4	47.5	0.21	0.20	74
7	瑞丽江一级	18.2	13.2%	35.7	34.2	18.0	35.4	33.9	0.28	0.27	40
8	徐村水电站	0.6	-25.0%	3.5	3.2	0.6	3.4	3.1	-	-	3
9	南果河水电站	0.3	-6.5%	1.0	0.7	0.3	1.0	0.7	-	-	1
10	老王庄水电站	0.1	20.0%	0.3	0.3	0.1	0.3	0.3	-	-	0
11	牛栏沟水电站	0.3	33.3%	0.7	0.8	0.3	0.7	0.7	-	-	1
12	丰甸河水电站	0.1	-7.1%	0.4	0.4	0.1	0.4	0.4	-	-	0
13	苗尾水电站	25.9	60.1%	59.9	4.3	25.7	59.6	4.3	-	-	60
14	黄登水电站	35.0	新	42.5	-	34.8	42.3	-	-	-	75
15	大华桥水电站	17.2	850.6%	25.4	0.0	17.1	25.3	-	-	-	34
16	里底水电站	7.5	新	1.8	0.0	7.4	1.8	-	-	-	3
17	乌弄龙 1 号	15.4	新	0.2	0.0	15.4	0.2	-	-	-	45
18	桑河二级水电站	3.7	-6.4%	10.6	0.4	3.6	10.3	0.4	-	-	10
19	风电	3.0	17.8%	4.1	3.7	2.9	4.0	3.6	-	-	6
20	光伏	0.8	14.1%	1.3	1.3	0.8	1.3	1.2	-	-	2
合计	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1064

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 12: 同业上市公司估值水平

代码	公司	市值 (亿元)	PE			PB(MRQ)
			TTM	2019E	2020E	
600900	长江电力	3984	16	17	17	2.7
600674	川投能源	408	12	12	12	1.7
600236	桂冠电力	355	13	14	13	2.6
600025	华能水电	796	20	17	14	1.8

数据来源: Wind, 西南证券整理

2018 年由于处理金中公司 23% 股权, 贡献了处置收益 37 亿元大幅增厚利润, 扣非后公司归母净利润同比增长 11.8%, 后续尾款 24 亿元预计 2019 年计入, 暂不考虑投资收益预计 2019-2021 年公司归母净利润为 45.5 亿、55.2 亿和 59.0 亿元, 对应 PE 为 17x、14x 及 13x, 公司 17 年上市, 目前 PE 持平略高行业平均, 若考虑投资收益, 预计公司 2019 年净利润有望达到 69 亿, 对应 PE11X。我们看好公司长期发展, 中期公司正处于业绩高增长阶段, 19 年电力业务有望量价齐升超预期, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

6 风险提示

电力政策调整风险、来水波动风险、电价波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15516.48	22181.35	24398.05	25129.81	净利润	6050.34	4792.29	5810.58	6209.90
营业成本	7615.81	10531.93	11462.88	11806.72	折旧与摊销	5269.19	6942.10	7297.60	7479.28
营业税金及附加	299.03	532.35	585.55	603.12	财务费用	4065.13	4519.63	4468.95	4307.88
销售费用	21.52	31.05	34.16	35.18	资产减值损失	97.99	100.00	150.00	200.00
管理费用	218.23	321.63	353.77	364.38	经营营运资本变动	-6934.87	6064.90	824.23	231.21
财务费用	4065.13	4519.63	4468.95	4307.88	其他	2374.34	-100.00	-150.00	-200.00
资产减值损失	97.99	100.00	150.00	200.00	经营活动现金流净额	10922.12	22318.92	18401.36	18228.27
投资收益	3944.74	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3058.89	-390.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-497.23	61.82	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3556.12	-328.18	-200.00	-200.00
营业利润	7386.84	6144.76	7342.75	7812.53	短期借款	-280.62	2154.96	-11903.84	0.00
其他非经营损益	-506.52	-506.76	-506.76	-506.76	长期借款	-7858.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	6880.32	5637.99	6835.98	7305.77	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	829.98	845.70	1025.40	1095.87	支付股利	-990.00	-1160.55	-910.54	-1104.01
净利润	6050.34	4792.29	5810.58	6209.90	其他	1558.58	-22264.85	-4468.95	-4307.88
少数股东损益	247.61	239.61	290.53	310.50	筹资活动现金流净额	-7570.24	-21270.43	-17283.32	-5411.89
归属母公司股东净利润	5802.73	4552.68	5520.05	5899.41	现金流量净额	-204.12	720.30	918.04	12616.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1497.83	2218.14	3136.17	15752.55	成长能力				
应收和预付款项	6431.25	6493.50	7521.18	7955.15	销售收入增长率	20.77%	42.95%	9.99%	3.00%
存货	23.23	45.77	46.01	46.80	营业利润增长率	124.42%	-16.81%	19.50%	6.40%
其他流动资产	573.13	730.94	803.99	828.10	净利润增长率	155.19%	-20.79%	21.25%	6.87%
长期股权投资	27.55	27.55	27.55	27.55	EBITDA 增长率	45.78%	5.29%	8.54%	2.57%
投资性房地产	25.88	25.88	25.88	25.88	获利能力				
固定资产和在建工程	150472.74	144289.94	137561.64	130651.66	毛利率	50.92%	52.52%	53.02%	53.02%
无形资产和开发支出	6921.28	6557.83	6194.39	5830.94	三费率	27.74%	21.97%	19.91%	18.73%
其他非流动资产	2392.55	2386.70	2380.85	2374.99	净利率	38.99%	21.61%	23.82%	24.71%
资产总计	168365.45	162776.25	157697.65	163493.62	ROE	13.22%	9.71%	10.71%	10.46%
短期借款	9748.88	11903.84	0.00	0.00	ROA	3.59%	2.94%	3.68%	3.80%
应付和预收款项	522.24	1035.80	1091.58	1091.21	ROIC	7.05%	6.36%	7.57%	8.24%
长期借款	77611.98	77611.98	77611.98	77611.98	EBITDA/销售收入	107.76%	79.38%	78.32%	77.99%
其他负债	34701.84	22862.61	24732.02	25422.48	营运能力				
负债合计	122584.93	113414.23	103435.58	104125.66	总资产周转率	0.09	0.13	0.15	0.16
股本	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	固定资产周转率	0.13	0.17	0.19	0.19
资本公积	18892.40	18892.40	18892.40	18892.40	应收账款周转率	7.06	7.78	6.98	6.77
留存收益	7313.88	10706.02	15315.54	20110.93	存货周转率	269.27	305.29	249.80	254.43
归属母公司股东权益	44256.52	47598.42	52207.93	57003.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.17%	—	—	—
少数股东权益	1523.99	1763.60	2054.13	2364.63	资本结构				
股东权益合计	45780.51	49362.02	54262.07	59367.96	资产负债率	72.81%	69.67%	65.59%	63.69%
负债和股东权益合计	168365.45	162776.25	157697.65	163493.62	带息债务/总负债	71.27%	78.93%	75.03%	74.54%
					流动比率	0.20	0.28	0.48	0.99
					速动比率	0.20	0.28	0.48	0.99
					股利支付率	17.06%	25.49%	16.50%	18.71%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.25	0.31	0.33
					每股净资产	2.46	2.64	2.90	3.17
					每股经营现金	0.61	1.24	1.02	1.01
					每股股利	0.06	0.06	0.05	0.06
业绩和估值指标									
EBITDA	16721.16	17606.49	19109.30	19599.69					
PE	13.71	17.48	14.41	13.49					
PB	1.80	1.67	1.52	1.40					
PS	5.13	3.59	3.26	3.17					
EV/EBITDA	10.81	9.34	7.93	7.09					
股息率	1.24%	1.46%	1.14%	1.39%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn