

公司研究/首次覆盖

2019年12月10日

公用事业/电力 II

投资评级: 增持 (首次评级)

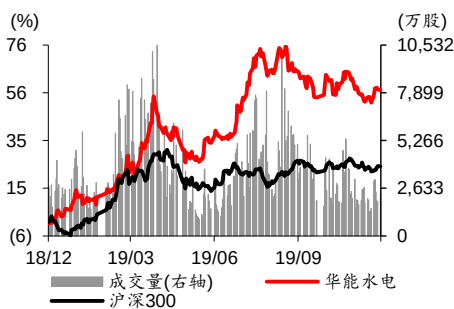
当前价格(元): 4.33
合理价格区间(元): 4.66~5.21

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

施静 010-56793967
联系人 shi_jing@htsc.com

吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

优质水电龙头，逆流而上

华能水电(600025)

全国第二大水电企业，稳健水电龙头

华能水电系华能集团旗下唯一水电平台，立足澜沧江已投产装机 2318.4 万千瓦（水电装机占比 99%），全国第二大水电企业。西电东送叠加云南省内用电需求回升，保障公司稳定发展，预测 19-21 年 EPS 0.28/0.28/0.29 元，剔除 2018 年处置金中公司 23% 股权收益 36.8 亿元等非经常性因素影响，我们预计 2019 年核心净利润增长达 72%。结合 DCF 对应每股权益价值 4.99 元，参考可比公司 20 年 1.8 倍平均 P/B，我们给予公司 20 年 1.7-1.9 倍目标 P/B，对应目标价 4.66-5.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

立足澜沧江装机潜力广阔，资产负债率处于下降通道

截止 19 年 7 月公司新增投运澜沧江上游 5 级水电已全部投产，总装机容量 563 万千瓦。公司在建装机容量 140 万千瓦，拟建装机容量 907.8 万千瓦，在建拟建电站全部投产后，公司水电装机容量有望达到 3,345.7 万千瓦，相较目前仍有约 45.6% 的增长空间。公司资产负债结构不断改善，3Q19 资产负债率开始下降为 68.6%，我们预计后续随着经营现金流日渐充裕，借款需求减少有息负债仍会继续降低，财务费用有进一步下降空间。目前在建机组仅为托巴水电站，短期资本开支高峰已过，我们预计现金流及资产负债状况改善有望助推公司派息提升。

西电东送叠加云南省内需求稳定，助推稳步发展

公司电量消纳地区以广东、云南省内为主，2018 年占比约 61%/28%，西电东送叠加省内需求稳定，助推公司业绩稳步发展：1) 产业扶持拉动云南省内电力需求增速维持相对高位，预计 19-21 年省内用电增速 9%/8%/8%，叠加云南省装机增速下降，供给偏紧，省内交易电价下行空间有限；2) 广东省为全国用电量最大省份，2018 年达 6323 亿千瓦时，我们预计 19-21 年用电需求增速基本维持稳定为 6%/5%/5%，保证西电东送电量；3) 澜上五座电站已全部投产，2019 年 7 月公司签订广东购售电合同，澜上机组协议内上网电价 0.3 元/千瓦时，显著高于存量机组，有望提振平均电价。

优质水电龙头，首次覆盖给予“增持”评级

公司坐拥云南水电优质资产，新增澜上机组推动 2019 年业绩增长，长期立足澜沧江装机潜力广阔，西电东送叠加云南省内需求稳定，助推稳健发展。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润 50.5/51.3/52.0 亿元，对应 EPS 为 0.28/0.28/0.29 元，当前股价对应 2019-2021 年 P/E 15.3/15.1/14.9x。结合 DCF 对应每股权益价值 4.99 元，参考可比公司 20 年 1.8 倍平均 P/B，我们给予公司 20 年 1.7-1.9 倍目标 P/B，对应目标价 4.66-5.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

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)	2.96-4.85
总市值 (百万元)	77,940
总资产 (百万元)	166,602
每股净资产 (元)	2.80

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,848	15,516	20,216	20,636	20,685
+/-%	11.21	20.77	30.29	2.08	0.24
归属母公司净利润 (百万元)	2,189	5,803	5,048	5,128	5,202
+/-%	330.75	165.10	(13.00)	1.58	1.45
EPS (元, 最新摊薄)	0.12	0.32	0.28	0.28	0.29
PE (倍)	35.28	13.31	15.30	15.06	14.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心推荐逻辑	3
新增机组推动业绩增长，立足澜沧江装机潜力广阔	3
短期资本开支高峰已过，资产负债率处于下降通道	3
西电东送叠加云南省内需求稳定，助推稳健发展	3
横向对比主要水电企业，盈利能力改善	3
优质水资源禀赋，现金牛资产	4
中国水资源禀赋高，装机全球领先	4
仅次于火电的发电主体，利用小时数稳定	5
水电盈利模式“水电-电流-现金流”，清洁能源享税收优惠	5
华能水电：全国第二大水电企业，统一负责澜沧江干流开发	7
新增机组推动业绩增长，立足澜沧江装机潜力广阔	7
短期资本高峰已过，资产负债率处于下降通道	9
受益西电东送和云南省内电力消纳，助推稳步发展	12
云南广东消纳改善，省内电力供需好转	12
省内市场化比例提升，市场化电价有望改善	16
新增澜上机组外送广东，电价显著高于存量机组	16
优质水电标的，首次覆盖给予“增持”评级	17
横向对比主要水电企业，盈利能力改善	17
股价走势：上市以来跑赢大盘，未来超额收益仍存	18
盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级，目标价 4.66-5.21 元	19
绝对估值分析	21
相对估值法分析	22
风险提示	23
PE/PB - Bands	23

核心推荐逻辑

新增机组推动业绩增长，立足澜沧江装机潜力广阔

华能水电系华能集团旗下唯一水电平台，全国第二大水电企业，统一负责澜沧江干流开发。截至 2019 年 9 月 30 日，公司装机容量 2,318.4 万千瓦（水电企业中仅次于长江电力），公司为全国第二大水电企业。截止 19 年 7 月新增投运澜沧江上游 5 级水电已全部投产，总装机容量 563 万千瓦。新增装机叠加西电东送，带动 19 年前三季度发电量同比增长 35.50%至 818.8 亿千瓦时。公司在建装机容量 140 万千瓦，拟建装机容量 907.8 万千瓦，在建拟建电站全部投产后，公司水电装机容量有望达到 3,345.7 万千瓦，相较目前仍有约 45.6%的增长空间。

短期资本开支高峰已过，资产负债率处于下降通道

短期资本开支高峰已过，资产负债结构不断改善，自由现金流增长有望助推派息提升：1) 资产负债结构不断改善，目标资产负债率 70%；有息负债规模开始回落，借款成本相对稳定低廉。公司不断改善资产负债结构，3Q19 资产负债率开始下降为 68.6%，我们预计后续随着经营现金流日渐充裕，新建机组陆续投产，借款需求减少，有息负债仍会继续降低；2) 随着澜上机组建设进入后期及部分机组陆续投产，公司近三年公司资本开支显著回落，目前在建机组为托巴水电站，公司预计建成投产时间为 2024-2025 年，动态总投资 200.29 亿元，短期资本开支高峰已过，我们预计现金流及资产负债状况改善有望助推公司派息提升。

西电东送叠加云南省内需求稳定，助推稳健发展

公司电量消纳地区以广东、云南省内为主，2018 年占比约 61%/28%，西电东送叠加省内需求稳定，助推公司业绩稳步发展：1) 产业扶持拉动云南省电力需求增速维持相对高位，预计 19-21 年省内全社会用电量增速 9%/8%/8%，叠加云南省装机增速下降，供给偏紧省内交易电价下行空间有限；2) 广东省为全国用电量最大省份，2018 年达 6323 亿千瓦，我们预计 19-21 年用电需求增速基本维持稳定为 6%/5%/5%，保证西电东送电量；3) 澜上五座电站已全部投产，2019 年 7 月公司签订广东购售电合同，澜上机组协议内上网电价 0.3 元/千瓦时，显著高于存量机组，有望提振平均电价。

横向对比主要水电企业，盈利能力改善

利润指标显著提升，净利率位列前三。华能水电盈利能力在 2017/2018 年有明显改善，ROA 从 2017 年的 1.33%上升到 2018 年的 3.60%，ROE 也由 5.99%增至 13.87%，相较水电龙头企业长江电力，差距逐渐缩小，未来估值修复趋势相对明确。结合 DCF 对应每股权益价值 4.99 元，参考可比公司 20 年 1.8 倍平均 P/B，我们给予公司 20 年 1.7-1.9 倍目标 P/B，对应目标价 4.66-5.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

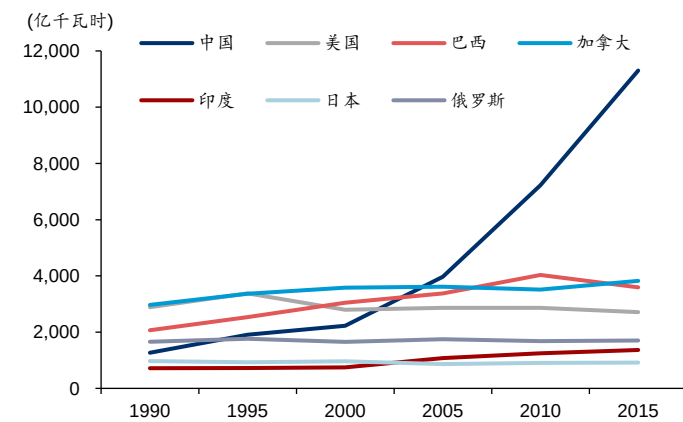
优质水资源禀赋，现金牛资产

中国水资源禀赋高，装机全球领先

水能资源丰富，总量位居世界首位。我国水力资源总量居世界首位，理论蕴藏量和技术可开发量分别占全球总量的 15%、17%。根据中电联数据，截至 2018 年底，我国水电装机容量 3.5 亿千瓦，占技术可开发量的 65%。我国可再生能源发电量达到 17,764 亿千瓦时，其中水电发电量 12,329 亿千瓦时，居全球第一。

我国规划的“十三大”水电基地，总装机规模达到 2.75 亿千瓦。包括：1) 金沙江水电基地；2) 长江上游水电基地；3) 雅砻江水电基地；4) 澜沧江干流水电基地；5) 大渡河水电基地；6) 怒江水电基地；7) 黄河上游水电基地；8) 南盘江红水河水电基地；9) 东北三省水电基地；10) 闽浙赣水电基地；11) 乌江水电基地；12) 湘西水电基地；13) 黄河北干流水电基地。

图表1：不同国家水电发电量



资料来源：国际能源署 IEA，华泰证券研究所

图表2：我国十三大水电基地分布图（单位：MW）



资料来源：《中国十三大水电基地发展规划》，华泰证券研究所

图表3：我国水电基地基本情况

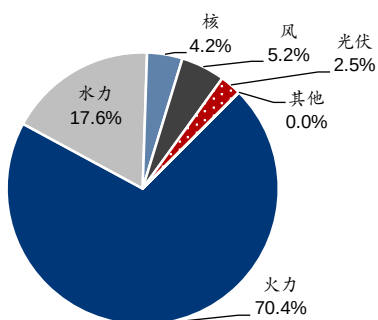
水电基地名称	装机容量	流域范围	部分代表性水电站	相关上市公司
金沙江	5858wKW	石鼓 - 宜宾	溪洛渡、向家坝、龙开口	长江电力、华能水电
长江上游	3320wKW	宜宾 - 宜昌、清江	三峡、葛洲坝、水布垭	长江电力、湖北能源
雅砻江	2531wKW	两河口 - 江口	二滩、锦屏	国投电力、川投能源
澜沧江	2561wKW	云南省	糯扎渡、小湾水电站等	华能水电
大渡河	2460wKW	下尔呷 - 铜街子	瀑布沟、深溪沟	国电电力
怒江	2142wKW	怒江松塔以下至边界		
黄河上游	2003wKW	黄河茨哈 - 青铜峡	小峡、大峡、乌金峡	国投电力
南盘江、洪水河	1431wKW	黄泥河，天生桥 - 长洲	龙滩、岩滩	桂冠电力
东北	1869wKW	黑龙江	云峰、渭源	国电电力
闽浙赣	1093wKW	闽浙赣	新安江	闽东电力
乌江	1080wKW	乌江 - 洪家渡	引子渡、彭水	黔源电力、大唐发电
湘西	590wKW	湘、资、沅、澧水	大 - 潭、三江口	韶能股份
黄河北	641wKW	托克托 - 潼关	龙门	

资料来源：《中国十三大水电基地发展规划》，华泰证券研究所

仅次于火电的发电主体，利用小时数稳定

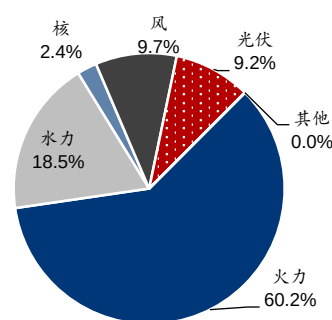
水电发电量、装机占比均列国内第二位，仅次于火电。2012-2018 年，水电装机容量稳中有升，CAGR 为 5.9%。2018 年水电装机容量 3.5 亿千瓦，占全国各电源装机总量的 18.5%；水电发电总量 12,329 亿度，占全国各电源发电总量的 17.6%，水电发电量及装机总量占比均列第二位，是仅次于火电的发电主体。水电利用小时数稳定。2018 年水电利用小时为 3613 小时，略高于历史平均水平，位于核电与火电之后。2012-2018 年水电平均利用小时为 3574 小时，年平均变化为 430 小时，利用小时保持稳定。

图表4： 2018 年全国各电源发电量占比



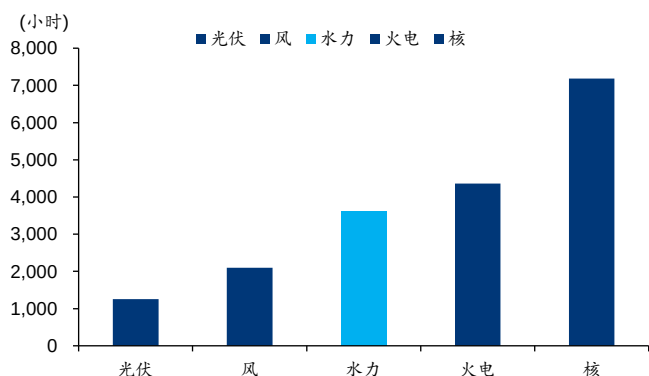
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 2018 年全国各电源装机占比



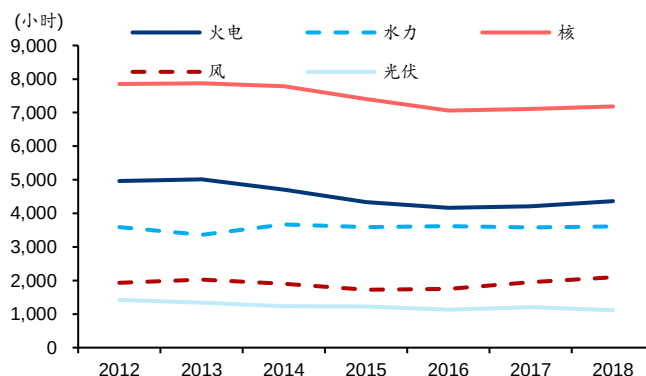
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 2018 年全国各电源利用小时数



资料来源：中电联，华泰证券研究所

图表7： 各电源利用小时数

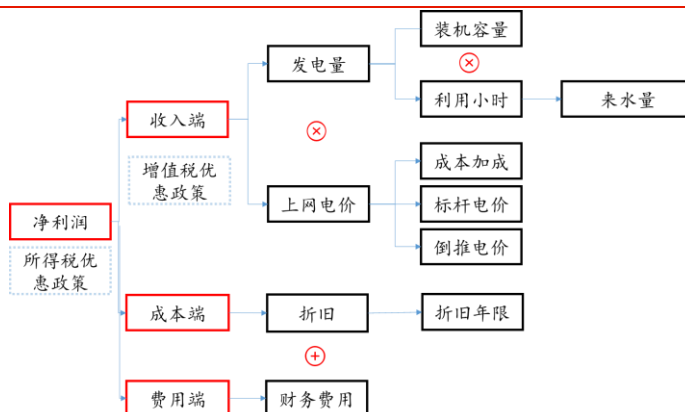


资料来源：发改委，国家能源局，华泰证券研究所

水电盈利模式“水电-电流-现金流”，清洁能源享税收优惠

收入端：水电企业的营收主要由发电量和上网电价决定。发电量取决于装机容量和利用小时，利用小时数主要取决于来水量。水电上网电价的确定有三种方式：一是成本加成定价，二是省内上网电价实行标杆电价制度，三是跨省区价格按照落地省份电价倒推。

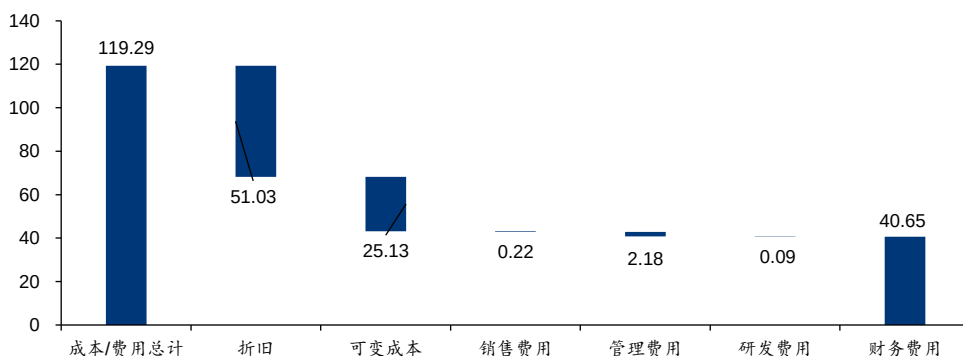
图表8：水电公司盈利模式图



资料来源:华泰证券研究所

成本费用端：水电企业的发电成本很大一部分来自固定成本（2018 年华能水电折旧费用占主营业务成本的 67%），可变成本主要由财务费用、材料费及人工成本等构成。

图表9：水电成本剖析：以华能水电 2018 年成本为例（亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

税收优惠及其他政府补助：水电企业在收入端会享有一定的增值税优惠政策，计入其他收益科目，在净利润层面可能会享有一定的所得税优惠政策，税收政策的变动会对企业的盈利产生较为重要的影响。以华能水电为例，“三免三减半”政策下，公司下属苗尾电厂、黄登电厂、大华桥电厂、里底电厂 2018 年度免征企业所得税。华能水电 2018 年电力销售增值税返还 2.39 亿元，增值税优惠占税前利润的 3.5%；此外，公司 18 年内还收到水能高效利用与大坝安全技术研发（实验）中心科研经费 170.6 万元，太阳能光伏组件补助 12.2 万元，300KWp 跟踪系统补助 3.2 万元。

图表10：2018 年华能水电政府补助情况

种类	金额（百万元）	列报项目
水能高效利用与大坝安全技术研发（实验）中心科研经费	1.71	其他收益
300KWp 跟踪系统补助	0.03	其他收益
太阳能光伏组件补助	0.12	其他收益
增值税即征即退	239.21	其他收益
个税手续费返还	1.15	其他收益
其他政府补助	0.49	其他收益

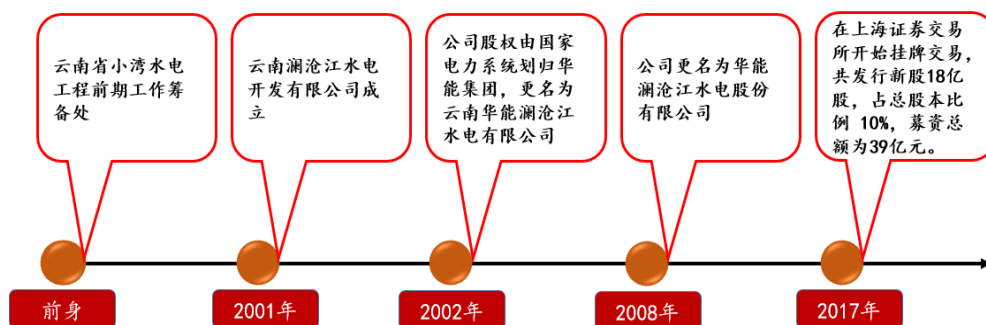
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

华能水电：全国第二大水电企业，统一负责澜沧江干流开发

新增机组推动业绩增长，立足澜沧江装机潜力广阔

华能水电装机全国第二。2000 年，云电集团、国家电力公司、云开投公司、云南红塔实业共同决议设立云南澜沧江水电开发有限公司；2002 年，公司股权划归中国华能集团公司，并更名为云南华能澜沧江水电有限公司；公司于 2017 年 12 月在上交所上市。公司是实施“西电东送”、“云电外送”的核心龙头企业，是“藏电外送”的主要参与者。根据公司公告，截至 2019 年 9 月 30 日，公司装机容量 2,318.4 万千瓦（水电企业中仅次于长江电力），公司为全国第二大水电企业。

图表11： 华能水电历史沿革



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

华能集团旗下大型水电开发企业，二股东为云能投集团。华能水电是由华能集团控股和管理的大型流域水电企业，目前华能集团持股比例为 50.4%，云能投集团和合和集团分别持股 28.3%和 11.3%，前三大股东合计持股达 90%。目前公司流通股 89.28 亿股。公司 2017 年 12 月 15 日上市，上市后流通股 18 亿股；2018 年 12 月 17 日，云南能投与云南合和集团合计 71.3 亿股解禁；目前尚有控股股东华能集团持有的全部 90.72 亿股将于 2020 年 12 月 15 日解禁，占总股本 50.4%。

图表12： 华能水电股权结构图（截至 2019 年 12 月 9 日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

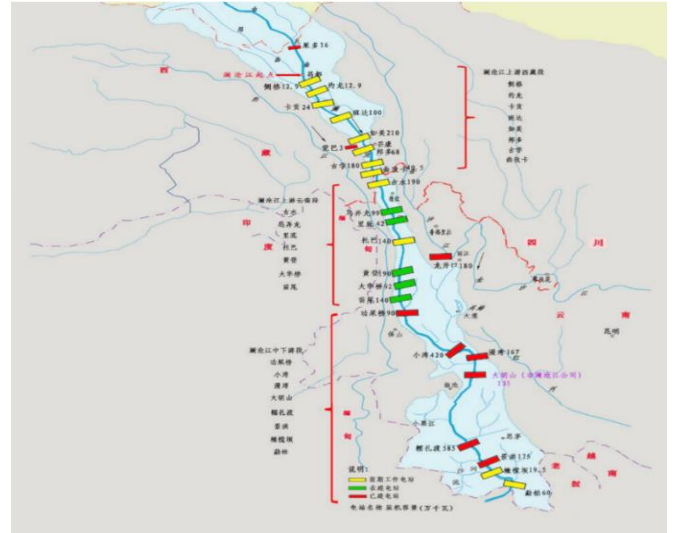
华能水电下属站主要位于云南省境内，统一负责澜沧江干流开发。云南省水能资源储量 1.04 亿千瓦位居全国第三，主要集中于滇西北的金沙江、澜沧江、怒江三大水系；可开发装机容量 0.9 亿千瓦，仅次于四川，位居全国第二。澜沧江干流水电基地位列“中国十三大水电基地规划”之七，源起青藏高原唐古拉山，来水主要与冰川雪水融化有关。公司在澜沧江流域的机组分布可分为上游西藏段、上游云南段及中下游云南段，其中对业绩影响较大的机组主要来自澜沧江云南段水电。公司拥有澜沧江全流域干流水电资源开发权（包括西藏境内），可开发总装机容量约 3,200 万千瓦。截至 2019 年 9 月 30 日，澜沧江干流已投产的水电装机容量为 2,135 万千瓦，尚有超过 1,065 万千瓦容量资源可供开发。

图表13： 云南省水资源分布图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表14： 澜沧江流域梯级电站开发概况图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2018-2019 年新增投运澜沧江上游 5 级水电已全部投产，总装机容量 563 万千瓦。截至目前，公司合计投运水电装机 2,294.9 万千瓦（权益装机 2,242.4 万千瓦），新增装机叠加西电东送，带动 19 年前三季度发电量同比增长 35.50% 至 818.8 亿千瓦时。

公司在建装机容量 140 万千瓦，拟建装机容量 907.8 万千瓦，装机潜力广阔。截至 2019 年 7 月末，公司澜沧江上游乌弄龙、里底、黄登和大华桥水电站在建机组全部投产，总计增加装机容量 197.5 万千瓦。目前公司在建电站仅有托巴电站，装机容量为 140 万千瓦，预计 2024-2025 年建成，筹建和前期工作的水电站项目装机容量达到 907.8 万千瓦，这些水电站全部投产之后公司水电装机容量有望达到 3,345.7 万千瓦，相较目前仍有约 45.6% 的增长空间。

图表15： 华能水电已投产及筹建水电机组

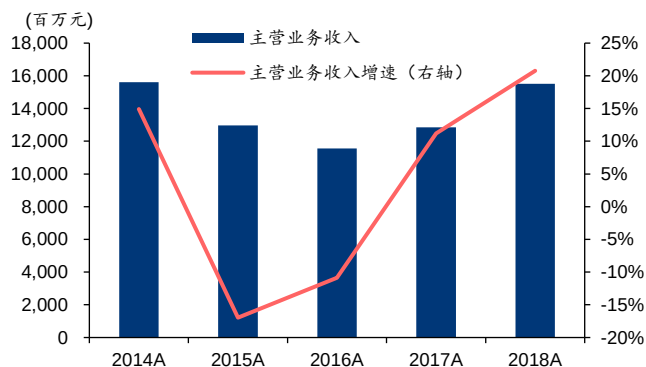
位置	电站名称	状态	投产时间	持股比例	控股装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	水库库容
澜沧江中下游段 (两库八级)	功果桥水电站	投产	2012	100%	90	90	150 亿立方, 多年调节能力
	小湾水电站	投产	2010	100%	420	420	
	漫湾水电站	投产	2007	100%	167	167	
	糯扎渡水电站	投产	2014	100%	585	585	237 亿立方, 多年调节能力
	景洪水电站	投产	2009	100%	175	175	
	大朝山水电	投产	2003	10%	-	13.5	
	橄榄坝水电站	筹建			19.5		
澜沧江上游云南段 (一库七级)	苗尾水电站	投产	2018	100%	140	140	17 亿立方
	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	季节调节能力
	乌弄龙水电站	投产	2019	100%	99	99	
	古水水电站	筹建			190		
	托巴水电站	在建			140		
澜沧江上游西藏段 (一库八级)	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		
	曲孜卡水电站	前期工作			40.5		
	卡贡水电站	前期工作			24		
金沙江中游	龙开口水电站	投产	2014	95%	180	171	
缅甸	瑞丽江一级水电站	投产	2009	40%	60	24	
	瑞丽江二级水电站	商务谈判			52		
柬埔寨	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	
筹建合计					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

短期资本高峰已过，资产负债率处于下降通道

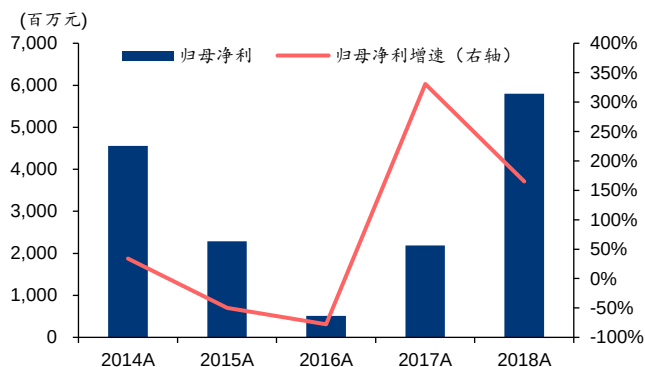
新机组密集投产带来营收和归母净利稳步增长。2015-2016 年，由于电力市场化交易及电量下降影响，公司业绩一度下滑。电量电价增长带动 2018 年实现营收/归母净利 155.16/58.03 亿元，同比增 20.8%/165.1%：1) 电量增加：2018 年澜上部分机组相继投产，公司水电装机容量增加 325.5 万千瓦，同比增长 16.9%，装机的增长带动发电量同比大幅增长 11.6%；2) 电价提升：由于澜上电站的电量通过特高压外送深圳，电价较公司原有机组电价更高，拉动公司平均结算电价有所上涨；3) 2018 年处置金中公司 23%股权收益 36.8 亿元。盈利能力的改善同样带动 ROE 与 ROA 回升。净利率则受益于 2018 年公司带息负债的大幅下降带来的财务费用节省以及业绩上行。

图表16: 2014-2018 年华能水电营业收入



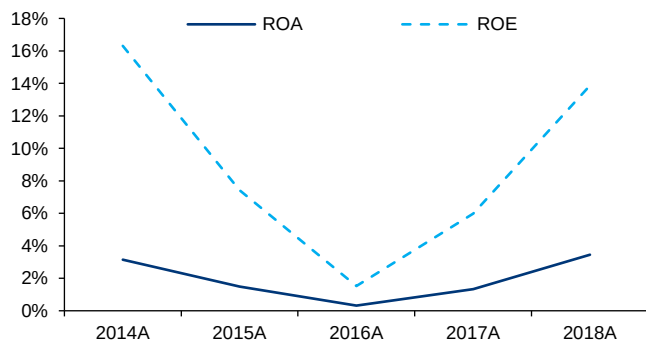
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 2014-2018 年华能水电归母净利润



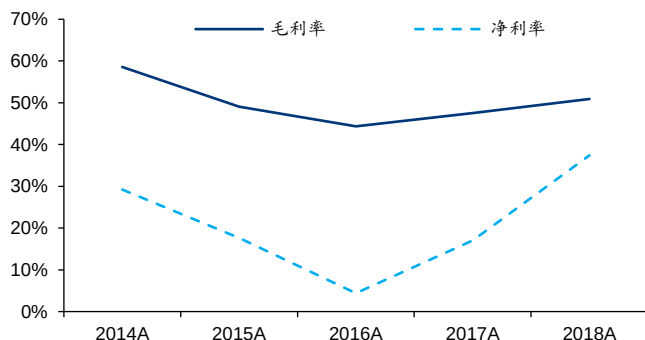
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表18: 2014-2018 年华能水电 ROE 和 ROA



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

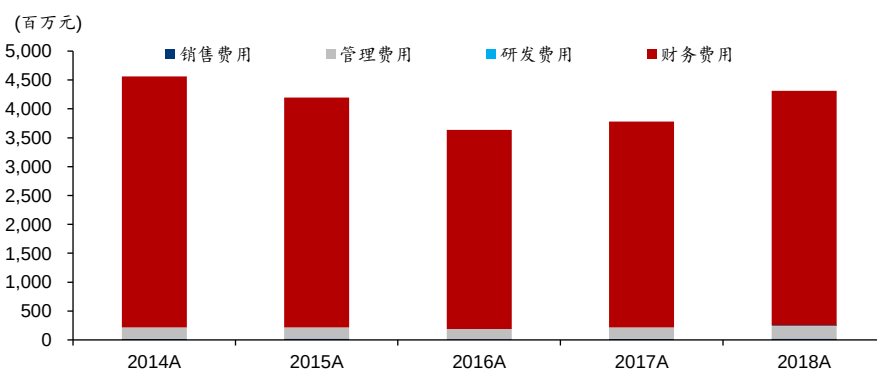
图表19: 2014-2018 年华能水电毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

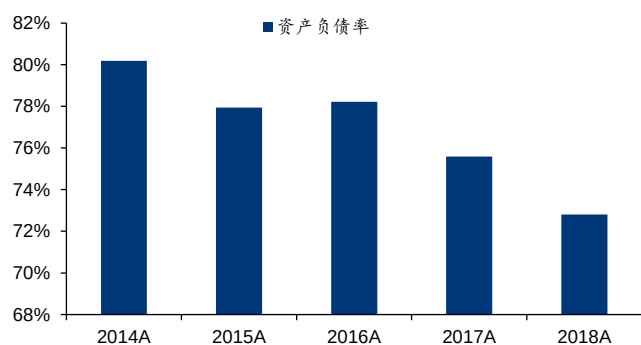
财务成本受市场利率波动影响。公司成本费用端主要由财务费用构成, 公司财务费用占总费用比例超 94%。财务费用随综合借款利率变动而变动: 2018 年, 公司财务费用为 40.65 亿元, 占主营业务收入 26.2%, 较前一年下降 1.5pct, 主要系有息负债规模缩减及财务成本控制较好, 发债成本低于同期银行贷款利率。**资产负债结构不断改善, 有息负债规模回落, 借款成本稳定低廉。**公司不断改善资产负债结构, 3Q19 资产负债率下降为 68.6%, 我们预计后续随着经营现金流日渐充裕, 新建机组陆续投产, 借款需求减少, 有息负债仍会继续降低, 公司资本支出压力减小。2018 年负债规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。

图表20: 2013-2018 年华能水电费用分布情况



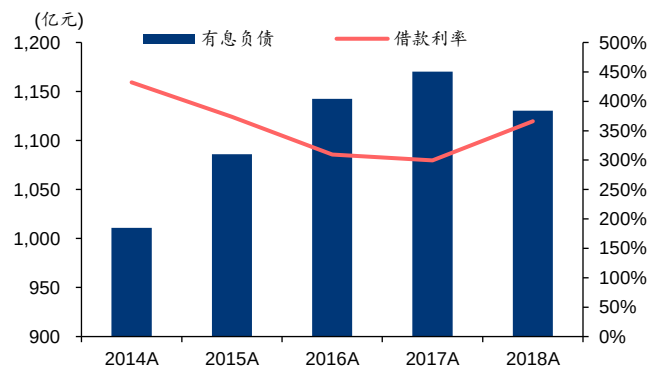
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表21: 2014-2018 年华能水电资产负债率显著下降



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表22: 2014-2018 年华能水电有息负债情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

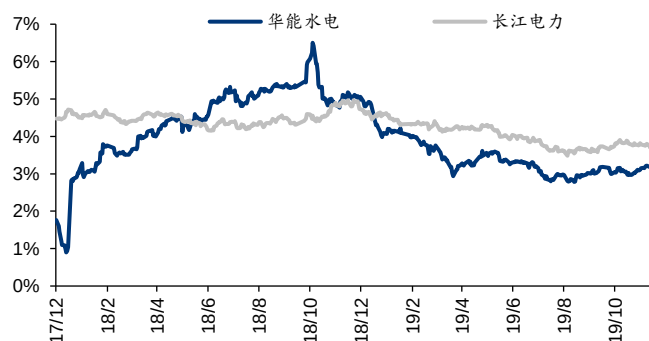
图表23: 华能水电近年来发债成本 vs 同期银行贷款利率

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)
19 澜沧江 SCP005	超短期融资债券	2019-03-18	2019-11-07	234	6	3.20%	4.35%	115
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 SCP008	超短期融资债券	2019-04-11	2019-08-09	120	20	2.94%	4.35%	141
19 华能水电 SCP009	超短期融资债券	2019-04-17	2019-07-26	100	10	3.10%	4.35%	125
19 澜沧江 SCP003	超短期融资债券	2019-01-18	2019-07-17	180	10	3.15%	4.35%	120
19 澜沧江 SCP002	超短期融资债券	2019-01-16	2019-07-15	180	10	3.20%	4.35%	115

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

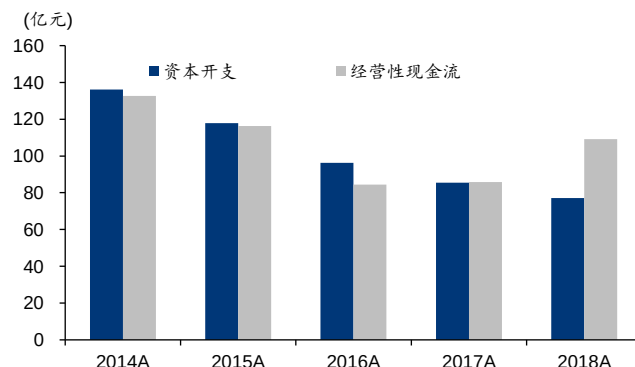
短期资本开支高峰已过, 自由现金流增长有望助推派息提升。随着澜上机组建设进入后期及部分机组陆续投产, 公司近三年公司资本开支显著回落, 2018 年降至 77 亿元 (2014 年达 136 亿元)。目前在建机组为托巴水电站, 预计建成投产时间为 2024-2025 年, 动态总投资 200.29 亿元, 短期资本开支高峰已过, 我们预计公司自有现金流将迎来显著改善。公司年报承诺如无重大投资计划, 资产负债率未超过 75%, 派息比率应不少于 50%; 同时招股说明书中承诺发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的, 派息比率最低应达到 80%。我们预计随着公司水电站建设基本完成, 现金流及资产负债状况改善有望助推公司派息提升。

图表24: 股息率: 华能水电 vs 长江电力



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 云南省资本开支及经营现金流情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

受益西电东送和云南省内电力消纳，助推稳步发展

云南广东消纳改善，省内电力供需好转

公司电量消纳地区以广东、云南省内为主，2018 年两地消纳电量分别占公司总消纳电量的 61%、28%。其中广东地区消纳电量分为框架内电量和框架外电量：2018 年框架内电价采用落地端倒推定价，约 0.253 元/千瓦时；而框架外电量主要采用市场化交易，电价约 0.20 元/千瓦时。云南省内消纳电量分为优先电量和市场化电量两部分：2018 年省内消纳中优先电量占比约 1/3，主要来自漫湾及中小水电站，电价约 0.17 元/千瓦时；市场化电量占比约 2/3，电价约 0.19 元/千瓦时。目前公司市场化电中，云南省内竞价交易、外送广东两个市场所占比重最大，其供需与竞价情况与公司的电力销售最为相关。

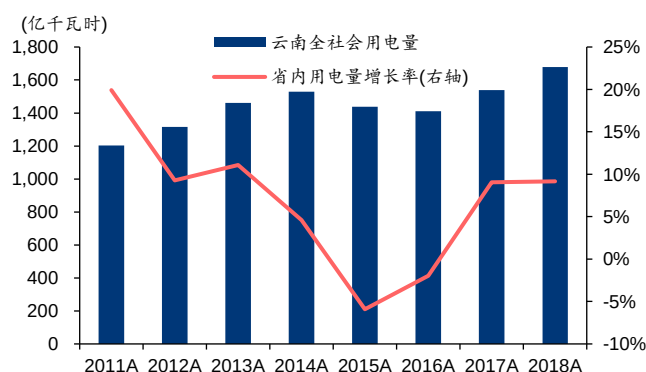
图表26： 2018 年公司电量消纳方向与电价情况一览表

消纳方向	消纳电量-亿千瓦时	电量占比	平均电价-元/千瓦时
西电东送至广东-框架内	422	52%	0.25
西电东送至广东-框架外	73	9%	0.20
西电东送至广西	41	5%	0.14
云南省内参与竞价	146	18%	0.19
漫湾及中小水电省内	77	10%	0.17
桑河	10	1%	0.50
瑞丽江（部分于国内竞价消纳）	35	4%	0.28
合计	805	100%	0.22

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

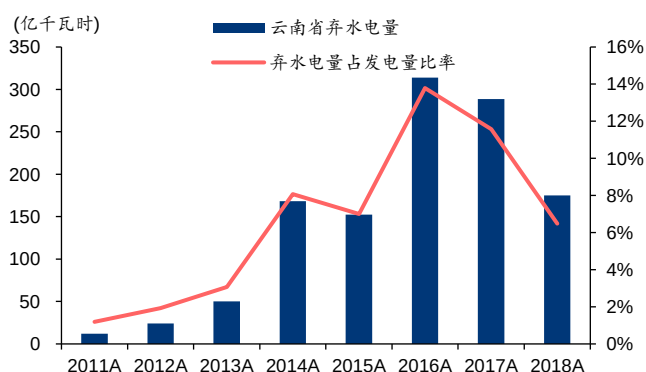
云南省内电力需求增速相对稳定，弃水量明显减少。2011-2014 年云南省全社会用电量保持快速增长，复合增速达 8.3%。2015-2016 年省内社会用电量不及预期，第二产业用电量下滑导致总用电量负增长，弃水情况严重，其中 2016 年省内弃水率高达 13.8%。2017-2018 年受益于水电铝和水电硅等高耗能项目发展，省内全社会用电量大幅反弹，两年增速分别为 9.0%和 9.2%，电力需求快速上升，有效缓解弃水问题，2018 年省内弃水量下降至 6.5%。

图表27： 云南省用电情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

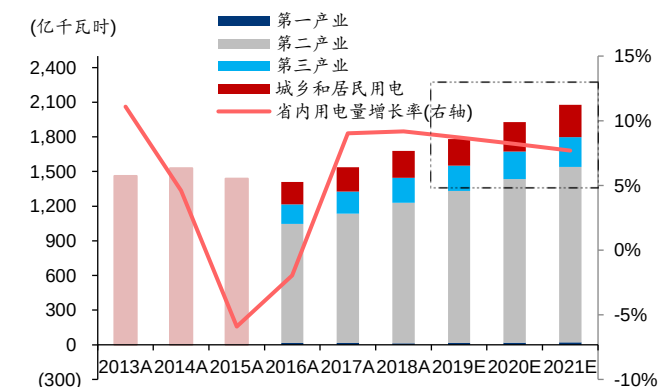
图表28： 云南省弃水情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

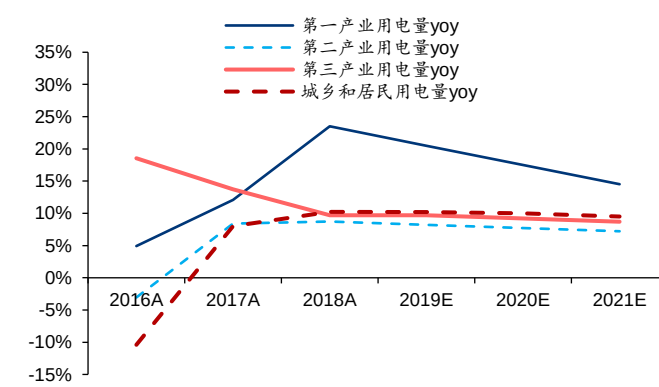
预计云南省用电增速维持相对高位，弃水情况明显好转。2017 年以来，《云南省人民政府关于推动水电硅材加工一体化产业发展的实施意见》等产业扶持政策陆续出台，第二产业用电增速有所保障。我们预计云南省未来用电量增速稳定：第一产业用电量增速下滑，但其基数小，对整体用电量影响不大；第二产业用电量增速保持 7% 中枢，支持云南省矿业新材料和科技产业发展；第三产业用电量及城乡居民用电量 19-21 年自然增速维持历史均值水平 9% 左右。预计 19-21 云南省全社会用电量增速为 9%/8%/8%。2018 年 12 月，国家发改委发布了《清洁能源消纳行动计划（2018—2020 年）》，明确了云南省水电消纳指标，预计 20-21 年云南省水电利用率为 92%、95%，省内弃水情况将进一步改善。

图表29： 预计云南省用电量稳定增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 云南省产业用电量增速横向对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

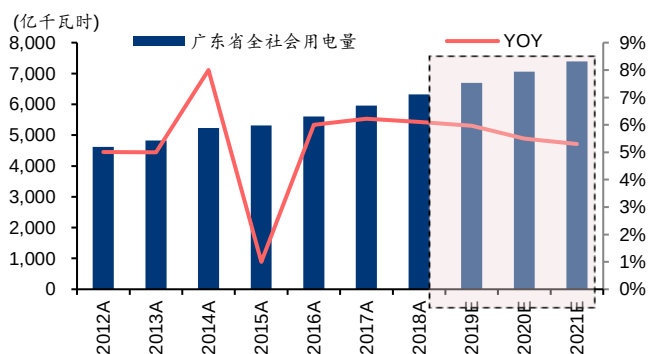
图表31： 云南省电力供需预测

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
需求端									
用电量与外输电量之和	1,462	1,529	2,144	2,232	2,890	3,187	3,421	3,667	3,916
云南全社会用电量	1,462	1,529	1,439	1,411	1,538	1,679	1,825	1,974	2,125
yoy	11%	5%	-6%	-2%	9%	9%	9%	8%	8%
第一产业									
yoy				15	17	13	16	19	22
第二产业				1,032	1,119	1,216	1,316	1,417	1,519
yoy				-3.1%	8.4%	8.7%	8.2%	7.7%	7.2%
第三产业				169	192	218	218	238	258
yoy				18.6%	13.8%	9.7%	9.7%	9.2%	8.7%
城乡和居民用电				195	210	232	232	255	279
yoy				-10.4%	8.0%	10.2%	10.2%	10.0%	9.5%
输出电量			706	822	1,352	1,508	1,596	1,694	1,791
供给端									
发电量与输入电量之和	2,141	2,573	2,575	2,772	2,987	3,266	3,506	3,758	4,013
发电量	2,141	2,573	2,561	2,758	2,974	3,253	3,492	3,745	3,999
火电	497	386	266	269	228	281	183	297	402
火电装机	1,397	1,419	1,422	1,402	1,667	1,514	1,255	1,255	1,255
火电利用小时	3,660	2,749	1,879	1,922	1,236	1,850	1,455	2,364	3,199
水电	1,598	2,122	2,195	2,318	2,516	2,717	3,007	3,119	3,229
水电装机	4,439	5,068	5,774	6,096	6,186	6,666	6,864	7,119	7,369
水电利用小时	3,763	4,345	4,276	3,815	4,107	4,275	4,382	4,382	4,382
风电	45	62	94	148	199	220	254	272	299
风电装机	168	280	412	737	819	857	887	917	977
风电利用小时	2,696	2,214	2,270	2,005	2,433	2,562	2,862	2,962	3,062
光伏	1	3	6	23	31	35	48	57	69
光伏装机	11	29	63	206	233	343	379	415	472
光伏利用小时	818	1,034	952	1,117	1,325	1,020	1,270	1,370	1,470
输入电量			14	14	13	13	13	13	13

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

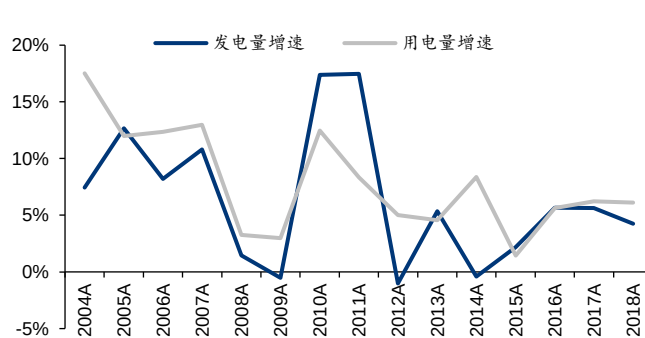
广东省电力需求全国最高，用电增速相对稳定。2018 年广东省全社会用电量 6,323 亿千瓦时，同比增加 6.1%，广东省是人口流入大省，经济发展及用电量需求稳定，2012~2018 年广东省用电量 CARG 达 5.37%，我们预计 19-21 年广东省用电增速基本维持稳定，达 6%/5%/5%。2004 年起，广东省发电增速大多小于用电增速，供给明显小于需求，历年用电缺口不断上升，2018 年广东省用电缺口达 1628 亿千瓦时。广东省主要依靠西电东送填补电力缺口，2019 年上半年云南电网外送至广东电量 583.4 亿千瓦时，同比增长 47.45%，占广东省全社会用电量 19.3%，较 2018 年提升 4.8 个百分点。

图表32：广东省用电增速相对稳定



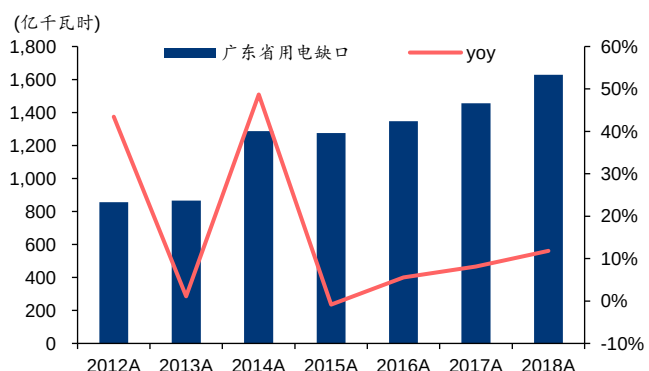
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：广东省用电增速大于发电增速



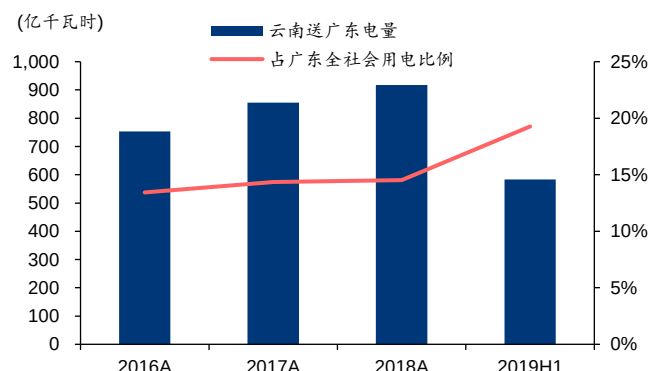
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34：广东省用电缺口不断上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35：广东省对云南省电量依存度情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

西电东送通道不断落地，输电更加通畅。目前，云南省已形成三条±800 千伏特高压直流和五条±500 千伏超高压直流的“西电东送”大通道，随着西电东送输电通道建设不断完善，省际输电水平将不断提升，我们预计 2020 年云南省西电东送能力将达到 3,915 万千瓦，水电等优先级高的清洁能源在广东省供电体系中占有更大的份额。

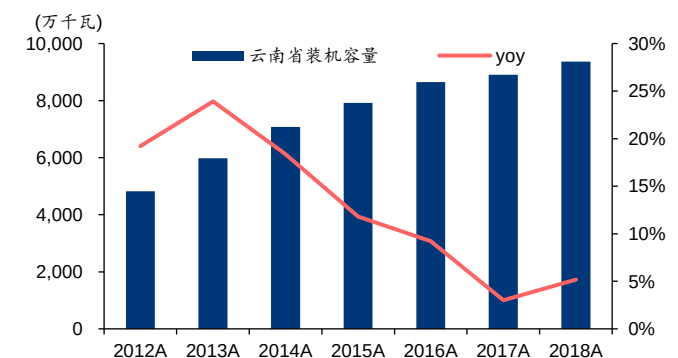
图表36： 广东省电力供需预测

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
需求端									
广东全社会用电量	4,830	5,235	5,311	5,610	5,959	6,323	6,700	7,056	7,386
yoy	5%	8%	1%	6%	6%	6%	6%	5%	5%
第一产业	82	87	90	92	100	108	115	124	132
yoy	4%	6%	3%	2%	9%	8%	7%	7%	7%
第二产业	3,257	3,512	3,498	3,603	3,815	3,991	4,174	4,346	4,502
yoy	7%	8%	0%	3%	6%	5%	5%	4%	4%
第三产业	779	824	877	1,011	1,100	1,186	1,273.3	1,353.9	1,426.1
yoy	-3%	6%	6%	15%	9%	8%	7%	6%	5%
城乡和居民用电	711	812	846	904	944	1,038	1,137	1,233	1,326
yoy	3%	14%	4%	7%	4%	10%	10%	9%	8%
供给端									
发电量	3,796	3,823	3,900	4,082	4,516	4,370	4,685	4,977	5,246
火电	3,067	2,961	2,903	2,971	3,327	3,260	3,317	3,516	3,623
火电装机	6,700	6,947	7,206	8,034	8,177	7,959	8,559	8,959	9,359
火电利用小时	4,577	4,262	4,028	3,698	4,069	4,096	3,876	3,924	3,871
水电	815	1,552	1,734	1,012	1,867	1,027	1,079	1,329	1,579
水电装机	4,439	5,068	5,774	6,096	6,186	6,666	6,864	7,119	7,369
水电利用小时	2,645	1,663	1,762	3,550	1,761	1,427	1,800	1,500	1,500
核电	464	543	606	704	800	892.4	1,088	1,130	1,211
核电装机	612	712	829	938	1,047	1,330	1,614	1,614	1,614
核电利用小时	7,589	7,624	7,314	7,500	7,643	6,710	6,740	7,000	7,500
风电	25	10	41	50	62	60	68	112	152
风电装机	53	150	207	259	316	346	546	746	896
风电利用小时	4,698	665	1,969	1,912	1,951	1,735	1,250	1,500	1,700
光伏				3	7	14	17	20	22
净外购电量	1,034	1,412	1,410	1,528	1,443	1,953	2,015	2,079	2,140

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

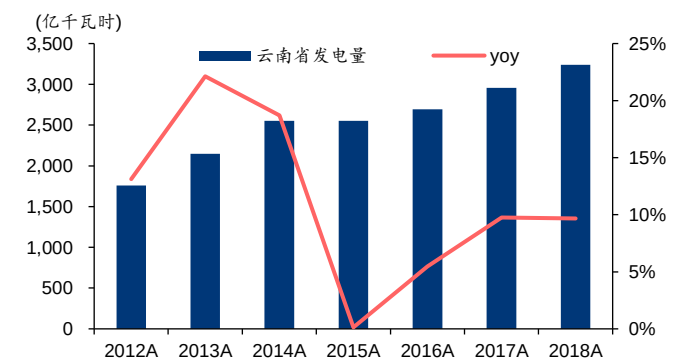
云南省装机容量增速下滑，未来供给偏紧。2018 年云南省发电量 3,241 亿千瓦时，同比增长 9.7%，增速相对稳定，同时云南省装机容量 9,367 万千瓦，同比增长 5.2%。2013 年起，云南省装机容量增速持续下滑，近两年增速均处于较低水平。2019 年云南省主要增长装机为澜沧江上游大华桥水电站、里地水电站、黄登水电站和乌弄龙水电站，增长装机约 197.5 万千瓦，涨幅较小。乌东德水电站预计 2021 年底前全部投产，装机容量 1,020 万千瓦，其电量主要外送到广东、广西。2021 年后投产的大型电站有白鹤滩、托巴水电站，白鹤滩水电站预计 2021 年 7 月开始投产，电量主要外送到江苏、浙江，托巴水电站预计 2024-2025 年投产，装机容量 140 万千瓦，机组相对较小。未来云南水电新增装机有限，供给偏紧。

图表37： 云南省装机增速下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 云南省发电量

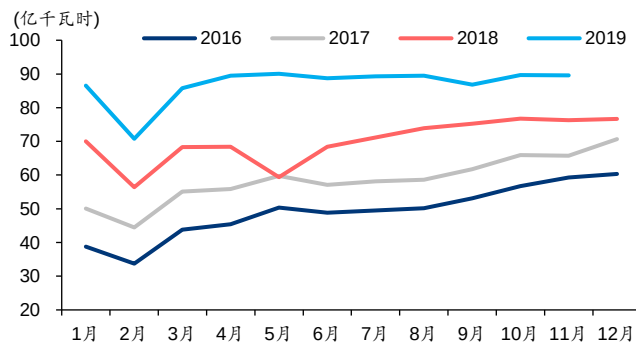


资料来源：Wind，华泰证券研究所

省内市场化比例提升，市场化电价有望改善

云南省市场化规模不断增加，省内交易量市场化比例居全国首位。2016 年至今云南省市场化交易规模逐年增加，市场化比率不断提升，2019 年 9 月云南省市场化交易规模达 86.85 亿千瓦时，云南省市场化比率达 52.3%。我们预计 2019 年云南省市场化规模较 2016 年提升 80%、市场化比率提升 22pct。云南省自 2014 年起进行电力市场化改革，目前省内交易电量市场化比例全国最高，价格信号较准确反映了市场供需变化情况。

图表39： 云南省电力市场化交易规模



资料来源：昆明电力交易中心，华泰证券研究所

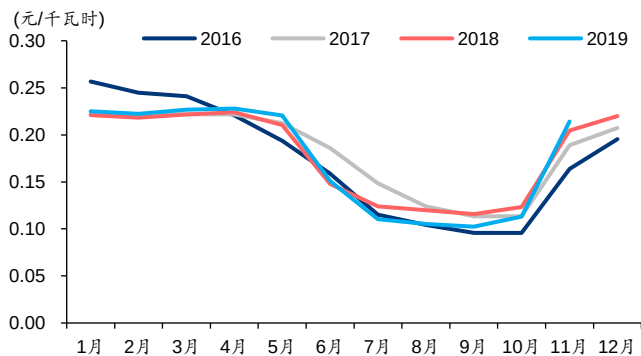
图表40： 云南省电力市场化比率



资料来源：昆明电力交易中心，华泰证券研究所

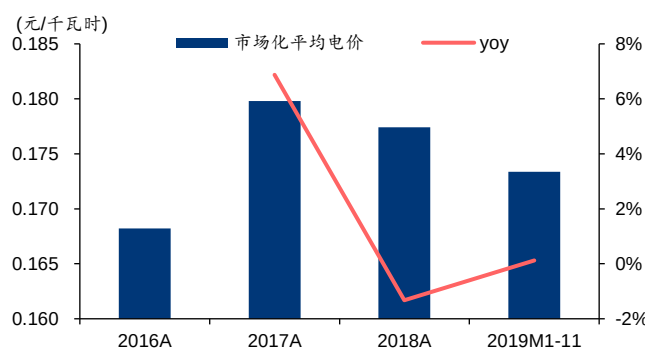
省内电力供需好转，市场化电价有望改善。受益于云南、广东两地需求增加，云南省内供给偏紧，总体供需情况好转。2017 年起省内市场化交易电价已开始回升，2017-2018 年，全年平均市场化电价分别为 0.179 和 0.177 元/千瓦时，较 2016 年有 6.9% 和 5.5% 的上升。2019 年 1-11 月平均市场化交易电价 0.173 元/千瓦时，同比上升 0.12%。2019 年 11 月平均市场化交易电价为 0.214 元/千瓦时，较前几年有明显上涨，预计 12 月省内市场化交易电价环比上升，全年平均市场化交易电价较 2018 年上升约 2 厘/千瓦时。

图表41： 云南省市场化交易电价



资料来源：昆明电力交易中心，华泰证券研究所

图表42： 云南省电力市场化平均电价



资料来源：昆明电力交易中心，华泰证券研究所

新增澜上机组外送广东，电价显著高于存量机组

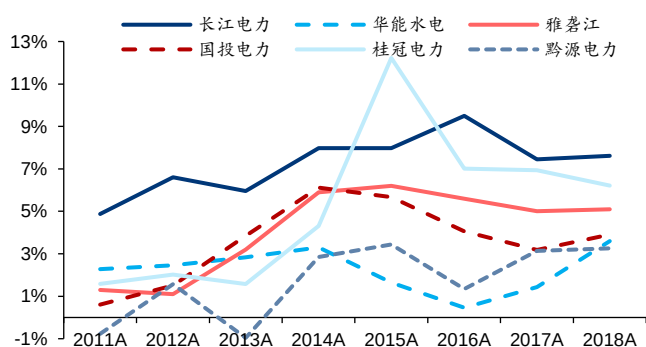
澜上机组购电合同正式签订，上网电价与测算基本一致，预计年收入贡献 60.8 亿元。2019 年 7 月，华能水电公布“2019 年澜沧江上游水电站送电广东购售电合同”，合同电量为澜上机组多年平均发电量 236 亿千瓦时，具体分为协议内计划电量与市场化电量两部分。其中协议内计划电量 200 亿千瓦时，电价为 0.3 元/千瓦时（含税）；超出协议内计划电量部分为市场化电量，约 36 亿千瓦时，电价为计划上网电价扣除当月广东省内市场化交易电量（包括年度长协和月度竞价）的加权平均降幅。2019 年以来，广东省电力市场化交易价差相对稳定，有小幅收窄趋势，价差约为 4 分/千瓦时，预计 2019 年澜上机组市场化电量加权平均上网电价约为 0.26 元/千瓦时。计划上网电价与市场化电价均显著高于存量机组对应电价（约 0.19 元/千瓦时），我们测算澜上机组多年平均贡献营收约 60.8 亿元。

优质水电标的，首次覆盖给予“增持”评级

横向对比主要水电企业，盈利能力改善

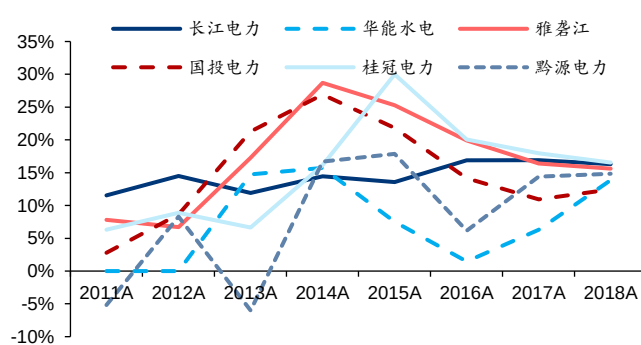
利润指标显著提升，净利率位列前三。华能水电盈利能力在 2017/2018 年有明显改善，ROA 从 2017 年的 1.33% 上升到 2018 年的 3.60%，ROE 也由 5.99% 增至 13.87%，相较水电龙头企业长江电力，差距逐渐缩小，未来估值修复趋势相对明确。毛利率方面，与黔源电力、桂冠电力无显著差异，仅次于长江电力和雅砻江水电公司，随着西电东送广东省标杆电价确立，电价显著高于存量机组，量价齐升预计进一步推高毛利率水平。此外公司净利率近年显著提升，达到 37%，仅次于长江电力 44% 和雅砻江 41%，说明公司在费用管控方面较为理想。公司管理费用率处于低位。

图表43：水电企业 ROA 横向对比



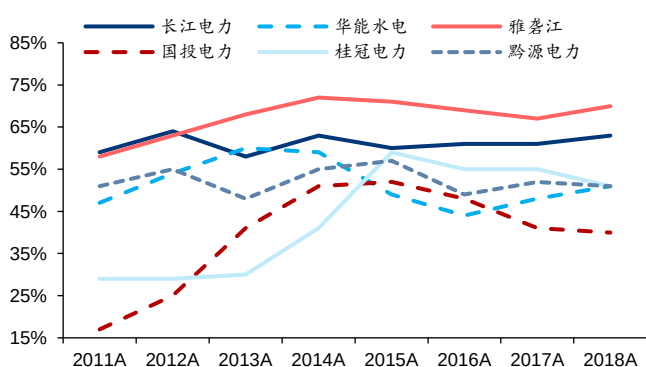
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表44：水电企业 ROE 横向对比



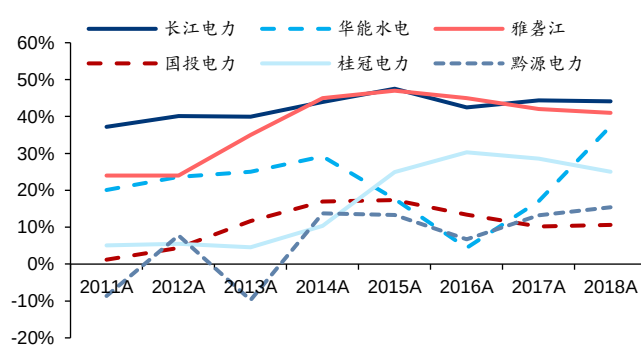
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表45：水电企业毛利率横向对比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

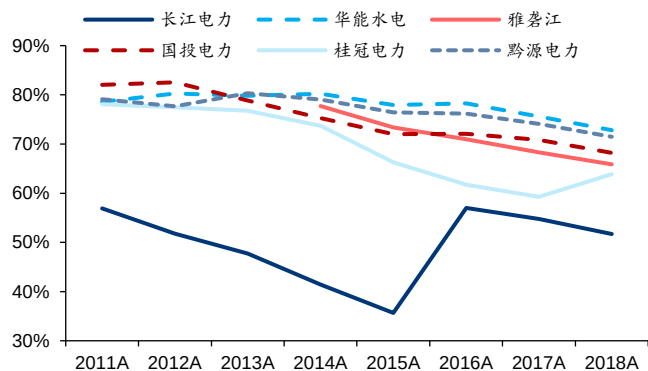
图表46：水电企业净利率横向对比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

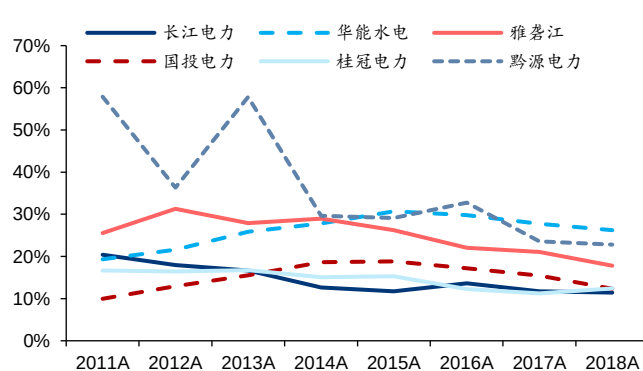
在建项目投产，资本负债结构迎来拐点。因近年新机组密集投运，公司资产负债率在可比公司中处于高位，并导致原本资本化的利息费用转为财务费用，财务费用率高于同业。随着澜上机组 2019 年全部投产，预计公司资本开支将迎来拐点。2018 年，公司带息负债下降 11 亿元至 1120 亿元，资产负债率下降 2.78pct 至 72.81%。后续资产负债率的下行有望带动公司财务费用的节省以及业绩的上行。

图表47: 水电企业资产负债率横向对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

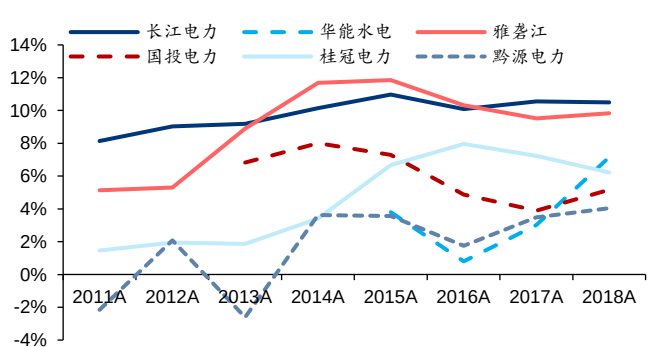
图表48: 水电企业财务费用率横向对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

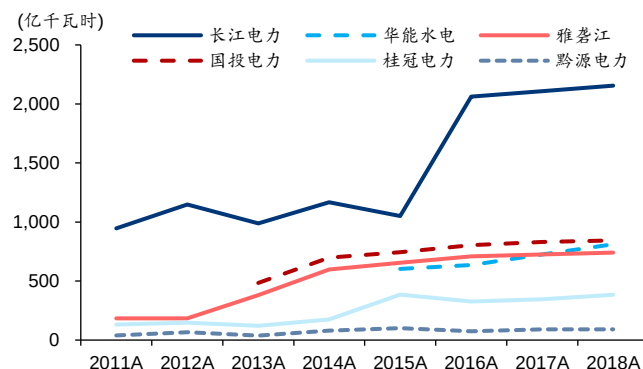
新机组投运, 带动量价同步提振。公司新机组于 2019 年内全部投运, 带动水电发电量同步提升, 保障未来几年公司业绩稳步发展。剔除 2018 年处置金中公司 23% 股权收益 36.8 亿元等非经常性因素影响, 我们预计 2019 年核心净利润增长达 72%。经历 2016 年电价下行之后, 公司度电净利近两年快速回升。2018 年达 0.07 元/千瓦时, 仅次于行业龙头长江电力的 0.11 元/千瓦时和雅砻江水电公司的 0.10 元/千瓦时, 与桂冠电力持平。

图表49: 水电企业度电净利率横向对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表50: 水电企业水电发电量横向对比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

股价走势: 上市以来跑赢大盘, 未来超额收益仍存

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:

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。

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, 加之滇西北直流输配电价的正式落地利好, 对公司业绩增长支撑预期确定性加强。

图表51： 华能水电上市以来股价走势（截至 2019/12/10）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

短期来看，影响股价的因素是来水量、电价。来水量属于“靠天吃饭”，预测难度较大；电价由发改委下达，根据输送地区煤电标杆电价确定。**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，且 19 年澜上机组全部投产，未来资本开支下行，费用管控合理，我们预计公司超额收益犹存。

盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级，目标价 4.66-5.21 元

发电业务预测：发电量提升，澜上机组拉升平均电价

2019 年发电量有望提升。根据 2019 年前三季度发电量完成情况来看，受新增澜上机组投产，及西电东送电量同比大幅增加驱动，2019 年前三季度完成发电量 818.76 亿千瓦时，同比增加 35.50%；上网电量 813.17 亿千瓦时，同比增加 35.56%。4Q19 来水偏枯不改全年增长趋势，我们预计 2019 年全年发电量同比增加 23%。

市场化电价长期有望改善，预计分部电价维稳，新投产澜上机组拉升平均电价。公司电量消纳地区以广东、云南省内为主。公司于 2019 年 7 月公司签订广东购售电合同，澜上机组协议内上网电价 0.3 元/千瓦时，我们预计协议外上网电价 0.26 元/千瓦时，澜上机组平均电价 0.29 元/千瓦时，显著高于存量机组平均电价 0.19 元/千瓦时，有望提振平均电价。受益于云南、广东需求增加，云南省内供给偏紧，总体供需情况好转，云南、广东省电力市场化交易价差相对稳定，有小幅收窄趋势，我们预计未来市场电价基本维稳，假设 19-21 年存量与澜上机组电价保持稳定。海外机组方面，受电价较高的桑河机组 2020 年满产发电，预计 19-21 年海外机组平均电价为 0.34/0.36/0.36 元/千瓦时。

澜上机组推升 2019 年毛利率水平。由于澜上机组平均电价 0.29 元/千瓦时，显著高于存量机组 0.19 元/千瓦时，随着西电东送广东省电量占比进一步提升，我们预计 2019 年毛利率同比增加 6 个百分点至 57%。随着 2019 年澜上机组全部投产完成，预计公司 2019-2021 年折旧费用提升至 59、63、64 亿元，小幅拖累 2020-2021 毛利率至 56%/56%。

图表52： 分部收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
分部装机容量预测（万千瓦）							
存量机组	1,656	1,677	1,677	1,655	1,655	1,655	1,655
新增澜上机组	-	-	70	390	563	563	563
海外机组	60	60	60	100	100	100	100
分部利用小时数预测（小时）							
存量机组	3,442	3,602	4,132	3,873	4,143	4,204	4,246
新增澜上机组			3,677	3,333	4,670	4,625	4,569
海外机组	5,833	6,000	5,667	4,600	5,383	5,810	5,848
分部发电量预测（亿千瓦时）							
存量机组	570	604	693	641	686	696	703
新增澜上机组	-	-	4	130	263	260	257
海外机组	35	36	34	46	54	58	58
分部含税电价预测（元/千瓦时）							
存量机组	0.25	0.21	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19
新增澜上机组			0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
海外机组	0.25	0.27	0.28	0.34	0.34	0.36	0.36
电力收入	12,942	11,527	12,829	15,499	20,198	20,616	20,665
其他业务收入	19	25	18	18	18	19	20
总收入	12,961	11,552	12,848	15,516	20,216	20,636	20,685

注：存量机组（功果桥、小湾、糯扎渡、景洪、龙开口、漫湾、中小水电、风电与光伏）；澜上机组（苗尾、乌弄龙、里底、黄登、大华桥）；海外机组（瑞丽一级、桑河二级）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表53： 成本预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电力成本	6,599	6,425	6,737	7,612	8,702	9,070	9,163
折旧	4,254	4,359	4,547	5,103	5,937	6,322	6,424
其他	2,344	2,065	2,191	2,509	2,766	2,748	2,739
其他业务成本	4	3	3	4	4	5	5
总成本	6,603	6,428	6,740	7,616	8,706	9,125	9,239
电力毛利率	49%	44%	47%	51%	57%	56%	56%
其他业务毛利率	77%	87%	83%	76%	76%	76%	76%
毛利率	49%	44%	48%	51%	57%	56%	56%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

费用预测：预计 19-21 年费用率为 23.1%、22.3%、21.6%

费用率：我们预计 19-21 年费用率为 23.1%、22.3%、21.6%。公司精耕细作提高管理经验效率，控制有息负债规模，2017-2018 年各项费率有所下降，管理费用率从 1.6%下降至 1.4%，财务费用率从 27.7%下降至 26.2%。因目前公司管理、销售、研发费用率都已处在较低水平，我们保守假设 19-21 年管理费用率、销售费用率、研发费用率维持 2018 年 1.4%/0.14%/0.1%水平不变。财务费用方面，因 2019 年澜上机组集中投产后短期资本开支高峰已过，现金流状况好转资产负债率进入下行通道，我们预计 19-21 年财务费用率逐步下降至 21.5%/20.8%/20.1%。

图表54： 费用及净利润预测（百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
管理费用	(201.2)	(218.2)	(284.3)	(290.2)	(290.9)
占主营业务收入%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	(17.6)	(21.5)	(28.0)	(28.6)	(28.7)
占主营业务收入%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
财务费用	(3,563.8)	(4,065.1)	(4,340.8)	(4,289.8)	(4,163.4)
占主营业务收入%	27.7%	26.2%	21.5%	20.8%	20.1%
研发费用		(8.5)	(11.1)	(11.4)	(11.4)
占主营业务收入%		0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

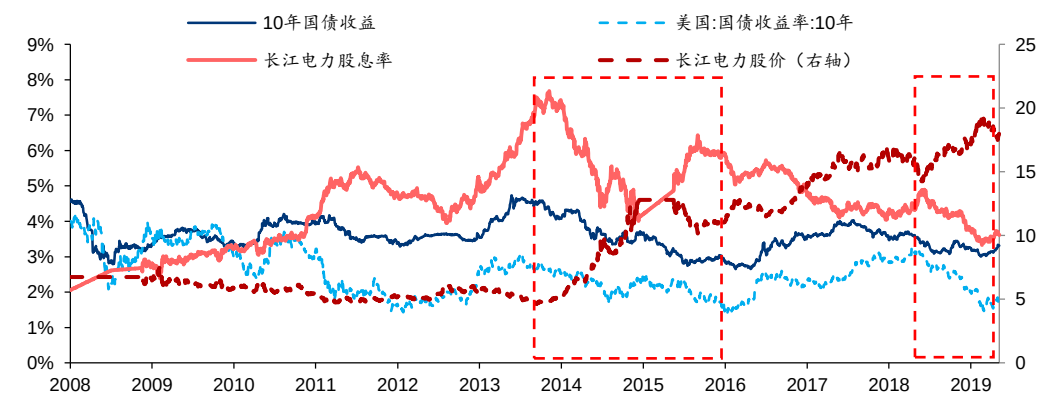
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

绝对估值分析

看好水电在降息周期下的价值重估。水电不同于 A 股的大多数企业，发电消纳有较强保障，稳态下收入可测，且成本刚性，后续现金流稳定充裕。降息周期下“现金牛”资产拥有两重配置意义：1) 现金流及盈利稳定保障稳定派息，水电股息率具有“类债”属性，相对十年期国债具有吸引力；2) 降息周期下 DCF 估值资产可录得更低 WACC 水平，驱动价值重估。

2019 年 10 月 30 日华泰宏观年度策略报告《负利率时代抵抗元年》中降息判断“全年仍存降息可能。利率市场化两轨合一轨的实质是取消官定存贷款基准利率，保留政策利率，由政策利率决定包括 LPR 在内的所有利率。央行在 2015 年之后再也没有调整过贷款基准利率，随着 2019 年 8 月 LPR 机制改革，未来存贷款基准利率大概率取消，预计 2020 年央行不会调整存贷款基准利率，但仍有降低政策利率可能，预计政策利率曲线或全面下移 15BP，TMLF 也将同步下调，全面+定向降息体现结构性调节意图。”

图表55： 降息周期下长江电力价值重估



资料来源：Wind，华泰证券研究所

假定条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定有效税率为 25%，目标权益资本比为 25%，贝塔系数为 0.92，无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 3.0%，风险溢价为 6.0%，债务资本成本为 3.6%，计算得出 WACC 值为 7.1%。

DCF 估值结果：在永续增长率为 0% 的假设条件下，未来现金流折现至 2020 年，得出华能水电的权益价值为 898 亿元，对应每股权益价值为 4.99 元。

降息周期下，若假设无风险利率降低 0.15 个百分点至 2.85%，则 WACC 降低至 6.95%，永续增长率为 0% 的假设条件下，得出华能水电的权益价值为 929 亿元，对应每股权益价值为 5.16 元。

图表56：自由现金流预测（单位：百万元）

自由现金流预测	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,636	20,685	20,686	20,687	21,929	21,930	21,931	21,933
YoY	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润	10,845	10,799	10,698	11,485	12,469	12,388	12,312	12,275
YoY	0.3%	-0.4%	-0.9%	7.4%	8.6%	-0.6%	-0.6%	-0.3%
息税前利润率	52.6%	52.2%	51.7%	55.5%	56.9%	56.5%	56.1%	56.0%
息税后利润	9,769	9,727	9,208	9,782	10,680	10,316	10,252	10,222
+折旧及摊销	6,546	6,677	6,806	6,047	6,157	6,264	6,367	6,429
-营运资金变化	-1,523	70	199	-658	-274	173	87	53
-资本支出	-6,704	-4,500	-4,500	-4,000	-4,000	-3,200	-3,200	-3,200
自由现金流	8,088	11,974	11,713	11,171	12,563	13,553	13,506	13,503

资料来源：华泰证券研究所

图表57：每股权益价值敏感性分析

每股权益价值（元）	永续增长率							
	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
WACC	5.3%	5.65	6.08	6.58	7.16	7.84	8.38	10.62
	5.8%	4.93	5.29	5.70	6.18	6.73	7.11	8.85
	6.3%	4.29	4.60	4.94	5.34	5.79	6.05	7.43
	6.8%	3.72	3.99	4.28	4.61	4.99	5.43	6.54
	7.3%	3.22	3.44	3.69	3.97	4.29	4.39	5.29
	7.8%	2.76	2.96	3.17	3.41	3.68	3.72	4.47
	8.3%	2.35	2.52	2.71	2.91	3.14	3.13	3.76

资料来源：华泰证券研究所

相对估值法分析

我们预计 2019-2021 年公司归母净利润 50.5/51.3/52.0 亿元，剔除 2018 年处置金中公司 23%股权收益 36.8 亿元等非经常性因素影响，我们预计 2019 年核心净利润增长达 72%。对应 EPS 为 0.28/0.28/0.29 元，当前股价对应 2019-2021 年 P/E 15.3/15.1/15.0x。结合 DCF 对应每股权益价值 4.99 元，参考可比公司 20 年 1.8 倍平均 P/B，我们给予公司 20 年 1.7-1.9 倍目标 P/B，对应目标价 4.66-5.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表58：可比公司估值表（2019/12/09）

公司名称	股票代码	股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2019/12/9		19E	20E	19E	20E	19E	20E	
长江电力	600900.SH	17.92	394,240	17.3	17.1	2.6	2.5	15%	15%	Wind
川投能源	600674.SH	9.85	43,361	13.1	13.0	1.6	1.5	12%	11%	Wind
国投电力	600886.SH	8.80	59,717	12.1	11.6	1.5	1.4	13%	12%	Wind
桂冠电力	600236.SH	4.88	38,466	15.4	14.5	2.4	2.2	15%	15%	Wind
黔源电力	002039.SZ	14.74	4,502	13.2	11.9	1.6	1.4	12%	12%	Wind
平均值				15.9	15.6	1.9	1.8	13%	13%	
华能水电	600025.SH	4.33	77,940	15.5	15.2	1.7	1.6	11%	11%	华泰

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

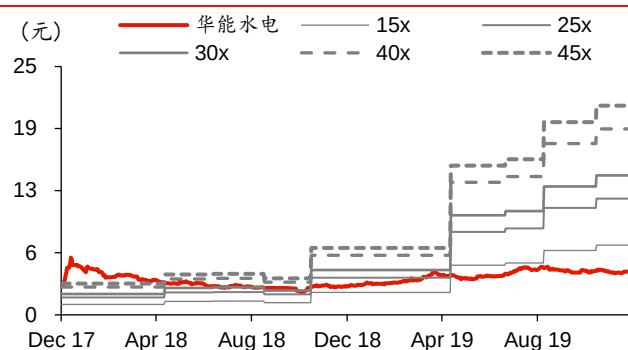
1) 云南与广东市场化电价不及预期。云南和广东市场化电价主要受两地电力市场供需环境影响,若云南省电力需求不及预期、西电东送电量消纳不足、或广东省用电量增速驱缓,均会造成市场化电价低于我们预期,拖累公司收入和毛利表现。

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,若经济下行和贸易摩擦风险加剧,将拖累水电需求,会影响公司短期的业绩表现。

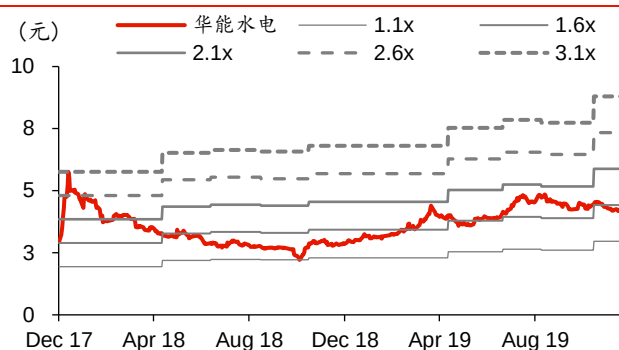
PE/PB - Bands

图表59: 华能水电历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表60: 华能水电历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,230	8,525	11,615	10,945	11,263
现金	1,723	1,498	2,304	1,451	1,747
应收账款	2,015	2,378	3,099	3,163	3,170
其他应收账款	191.35	2,677	3,488	3,561	3,569
预付账款	12.73	17.41	19.91	20.75	20.96
存货	33.34	23.23	26.56	27.68	27.96
其他流动资产	5,254	1,931	2,678	2,722	2,727
非流动资产	158,751	159,840	160,364	160,475	158,250
长期投资	2,508	27.55	27.55	27.55	27.55
固定投资	103,260	103,206	126,812	140,302	136,717
无形资产	5,757	6,921	8,056	9,161	10,238
其他非流动资产	47,226	49,686	25,469	10,984	11,268
资产总计	167,980	168,365	171,980	171,419	169,513
流动负债	39,530	43,259	44,314	41,259	39,318
短期借款	10,030	9,749	10,561	8,847	6,815
应付账款	89.77	130.44	149.12	142.99	144.46
其他流动负债	29,411	33,380	33,604	32,269	32,359
非流动负债	87,448	79,326	79,326	78,826	75,826
长期借款	85,470	77,612	77,612	77,112	74,112
其他非流动负债	1,978	1,714	1,714	1,714	1,714
负债合计	126,979	122,585	123,639	120,085	115,144
少数股东权益	1,582	1,524	1,739	1,958	2,180
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	2,501	7,314	10,163	13,451	16,784
归属母公司股东权益	39,420	44,257	46,601	49,376	52,189
负债和股东权益	167,980	168,365	171,980	171,419	169,513

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	8,574	10,922	14,224	14,683	16,353
净利润	2,189	5,803	5,048	5,128	5,202
折旧摊销	4,615	5,269	6,133	6,547	6,678
财务费用	3,564	4,065	4,341	4,290	4,163
投资损失	19.29	(3,945)	(20.00)	(26.00)	(31.20)
营运资金变动	(2,039)	(634.59)	(1,541)	(1,523)	70.22
其他经营现金	226.15	364.39	263.60	267.00	270.17
投资活动现金	(8,459)	(3,556)	(6,686)	(6,680)	(4,471)
资本支出	8,548	7,704	6,704	6,704	4,500
长期投资	10.00	(3,278)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(99.99)	(869.82)	(17.90)	(23.90)	(29.10)
筹资活动现金	621.60	(7,570)	(6,733)	(8,856)	(11,585)
短期借款	5,314	(280.62)	812.16	(1,714)	(2,032)
长期借款	4,590	(7,858)	0.00	(500.00)	(3,000)
普通股增加	1,800	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,978	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,060)	568.58	(7,545)	(6,642)	(6,553)
现金净增加额	737.52	(204.24)	805.96	(852.84)	296.44

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,848	15,516	20,216	20,636	20,685
营业成本	6,740	7,616	8,707	9,074	9,168
营业税金及附加	310.04	299.03	389.60	397.69	398.64
营业费用	17.62	21.52	28.04	28.62	28.69
管理费用	201.25	218.23	284.33	290.23	290.92
财务费用	3,564	4,065	4,341	4,290	4,163
资产减值损失	34.51	97.99	127.67	130.32	130.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(19.29)	3,945	20.00	26.00	31.20
营业利润	3,292	7,387	6,348	6,439	6,525
营业外收入	29.06	12.24	12.24	12.24	12.24
营业外支出	525.10	518.76	518.76	518.76	518.76
利润总额	2,796	6,880	5,841	5,933	6,018
所得税	424.58	829.98	577.76	586.27	594.22
净利润	2,371	6,050	5,264	5,347	5,424
少数股东损益	182.01	247.61	215.41	218.81	221.98
归属母公司净利润	2,189	5,803	5,048	5,128	5,202
EBITDA	10,192	12,630	16,939	17,391	17,476
EPS (元, 基本)	0.12	0.32	0.28	0.28	0.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.21	20.77	30.29	2.08	0.24
营业利润	190.62	124.42	(14.07)	1.44	1.32
归属母公司净利润	330.75	165.10	(13.00)	1.58	1.45
获利能力 (%)					
毛利率	47.54	50.92	56.93	56.03	55.68
净利率	17.04	37.40	24.97	24.85	25.15
ROE	5.99	13.87	11.11	10.69	10.24
ROIC	4.05	4.90	7.70	7.60	7.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.59	72.81	71.89	70.05	67.93
净负债比率 (%)	80.12	85.70	85.22	85.90	85.22
流动比率	0.23	0.20	0.26	0.27	0.29
速动比率	0.23	0.20	0.26	0.26	0.29
营运能力					
总资产周转率	0.08	0.09	0.12	0.12	0.12
应收账款周转率	8.34	7.06	7.38	6.59	6.53
应付账款周转率	61.24	69.17	62.29	62.13	63.79
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.12	0.32	0.28	0.28	0.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.48	0.61	0.79	0.82	0.91
每股净资产 (最新摊薄)	2.19	2.46	2.59	2.74	2.90
估值比率					
PE (倍)	35.28	13.31	15.30	15.06	14.84
PB (倍)	1.96	1.74	1.66	1.56	1.48
EV_EBITDA (倍)	7.58	6.11	4.56	4.44	4.42

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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。

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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

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