

海纳百川 有恒乃大 壁立千仞 因泰而刚

投资顾问王放

021-64321216

wangfang@cnht.com.cn

证书编号: S0670613050005

新股申购

华能水电(600025)

预计上市初期压力位 4.5 元-5.5 元

公司概况:

公司主要经营水电开发、水力发电等,主要负责澜沧江流域水电站开发及生产经营;公司系由澜沧江有限整体变更而来。

公司控股股东为华能集团,其持有公司发行前 56%的股份;实际控制人为国务院国资委。

行业现状及前景

随着我国经济的快速发展,电力行业发展迅速。2006 年以来,随着我国经济的快速发展,电力行业发展迅速,装机容量、发电量持续增长。我国电力行业总装机容量由 2006 年末的 62,370 万千瓦增加至 2016 年末的 164,575 万千瓦,年均复合增长率为 10.19%;发电量由 2006 年度的 28,499 亿千瓦时增长至 2016 年度的 59,897 亿千瓦时,年均复合增长率为 7.71%;用电量由 2006 年度的 28,248 亿千瓦时增加至 2016 年度的 59,198 亿千瓦时,年均复合增长率为 7.68%。

节能减排压力凸显水电优势。党中央、国务院多次强调要加强能源资源节约和生态环境保护,并指出,必须把建设资源节约型、环境友好型社会放在工业化、现代化发展战略的突出位置。水电作为技术最成熟、供应最稳定的可再生清洁能源,在为促进国民经济发展提供绿色动力的同时,还有着巨大的节能减排效益。随着环境保护和节能减排压力与日俱增,我国出台了一系列鼓励清洁能源发展的政策。火电占全国装机容量的占比已从 2006 年的 77.6%下降至 2016 年的 64.0%,而水电作为清洁能源,在全国装机容量的占比稳定在 20%以上,装机容量从 2006 年的 13,029 万千瓦增长到 2016 年的 33,211 万千瓦,年均复合增长率达 9.81%。

公司亮点:

公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权。公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权,能够充分发挥综合流域开发的优势,对流域开发实施总体规划。组建流域集控中心,充分利用水能资源,特别是澜沧江后期将形成如美、小湾、糯扎渡“三库联调”的宏伟格局,将最大化地发挥流域开发和流域发电调度的优势,提高整个流域水资源利用率。公司下属的糯扎渡水电站安装有 9 台 65 万千瓦的水电机组,已投产装机容量 585 万千瓦,是我国已投产的第四大水电站;小湾水电站安装有 6 台 70 万千瓦的水电机组,已投产装机容量 420 万千瓦,是我国已投产的第七大水电站。电站单机规模大、水头高,单位来水拥有更多的势能,进而能够转换为更多的电能,发电效率高。公司现已取得国内澜沧江流域水电资源开发权(包括西藏境内流域),可开发总装机容量约 3,200 万千瓦。截至 2017 年 6 月 30 日,澜沧江干流已投产的水电装机容量为 1,572 万千瓦,尚有大量水电资源可供开发,拟开发的水电装机容量均由公司 100% 全资控股。充足的项目储备将为公司的持续发展提供广阔空间。

发行数据

申购代码	730025
募集资金净额	377,826.72 万元
发行价	2.17 元
发行规模	180,000 万股
发行新股	180,000 万股
老股转让	0 万股
发行后总股本	1,800,000 万股
发行市盈率	76.86 倍
网上初始发行量	54,000 万股
网上申购上限	540,000 股
申购日	2017-12-05
缴款日	2017-12-07
上市日期	——

发行前后主要股东情况

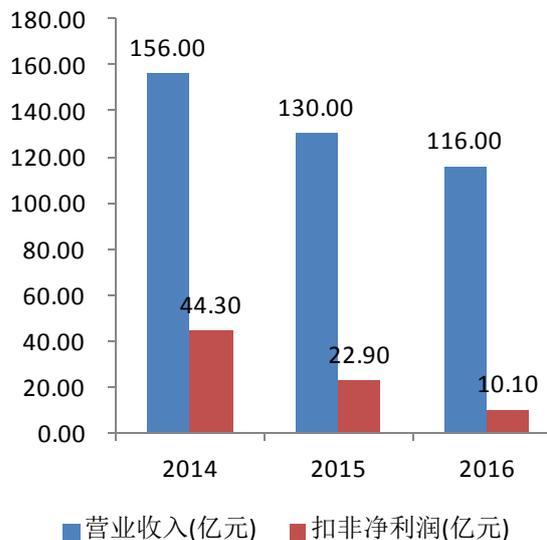
股东名称	发行前 (%)	发行后 (%)
华能集团 (SS)	56.00	49.84
云能投集团 (SS)	31.40	27.95
合和集团 (SS)	12.60	11.21

发行前主要财务数据

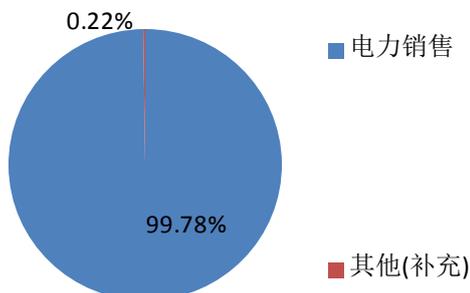
2016 基本每股收益 (元)	0.03
发行前每股净资产 (元)	2.16
发行前资产负债率 (%)	77.87

主营业务及利润情况

2014-2016 营业收入及净利润情况



2016 年公司业务构成



募投项目

- 1、拟使用募集资金17.1亿元，用于苗尾水电站。
- 2、拟使用募集资金14.2亿元，用于乌弄龙水电站。
- 3、拟使用募集资金6.48亿元，用于里底水电站。

主要潜在风险

宏观经济风险。当国民经济增速放缓时，工业生产及居民生活电力需求减少，用电负荷的减少使得电厂发电机组利用小时数下降，直接影响到电厂的生产经营以及盈利能力。2015 年以来，国家先后出台一系列稳增长、促改革的政策，宏观经济运行缓中趋稳、稳中向好，但未来仍存在经济增速进一步放缓的可能性，并且，虽然水电为清洁能源，国家政策支持清洁能源优先上网，但若电力需求总量大幅下降，可能会对公司的生产经营产生不利影响。

电价下滑风险。云南省作为我国首批电力体制改革综合试点省份，2015 年以来，电力体制改革实施市场化竞价上网导致公司上网电价出现下降。如未来上网电价持续下降，公司业绩存在进一步下滑的风险。

估值

发行人所在行业为电力、热力生产和供应业，截止 2017 年 11 月 9 日，中证指数发布的最近一个月平均静态市盈率为 18.59 倍。预计公司 2017、2018 年每股收益分别为 0.1 元、0.11 元，结合目前市场状况，**预计上市初期压力位 4.5 元-5.5 元。**

可比公司股份及部分财务数据比较

	12月1日 收盘价 (元)	2016年 每股收益 (元)	12月1日 总市值(亿 元)	2016年 营业收入 (亿元)	2016年 扣非后 净资产 收益率%
600025 华能水电	—	0.03 摊薄	—	115.52	2.95
600900 长江电力	16.47	0.94	3,625.60	489.39	18.07
600236 桂冠电力	5.68	0.43	340.15	85.65	19.90

免责声明：恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。