

证券研究报告—动态报告

公用事业

电力

华能水电(600025)

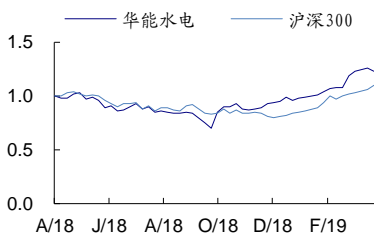
增持

2018 年报及 2019 年一季报点评

(首次评级)

2019 年 04 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	18,000/8,928
总市值/流通(百万元)	73,080/36,248
上证综指/深圳成指	3,124/9,908
12 个月最高/最低(元)	4.65/2.23

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师: 武云泽

电话: 021-60875161

E-MAIL: wuyunze@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

水电量价齐升, 资本开支拟大降

● 2018 年扣非业绩+12%, 2019Q1 业绩+137%, 股息率 4.38%

公司 2018 年营业收入+20.78%至 155.16 亿元, 归母净利润+165.10%至 58.03 亿元, 扣非归母净利润+11.82%至 29.28 亿元, 非经常损益主要是出售金中电站 23%股权等确认 38.64 亿元投资收益。2019Q1 营业收入+49.65%至 44.38 亿元, 归母净利润+137.34%至 8.04 亿元, 扣非归母净利润+134.61%至 9.11 亿元, 非经常损益主要是精准扶贫支出 1.26 亿元。经调整扶贫影响后, 公司拟向社会公众股东分红 0.178 元/股, 对应分红率 46.60%, 最新股息率 4.38%。

● 装机增长驱动发电量、业绩显著提升

公司 2018 年新投产 3255MW 水电, 主要集中在澜沧江上游云南段新东直流配套电源, 2018 年公司装机容量+16.89%至 21208.8MW, 2019Q1 末总装机容量+21.84%至 22301.3MW。因装机容量提升及来水较好, 公司 2018 年发电量+11.62%至 817.22 亿千瓦时, 2019Q1 发电量+43.28%至 225.91 亿千瓦时。我们预计澜沧江上游云南段剩余机组将于 2019 年中前后全部投运。

● 电力需求向好, 电价同比上行

2018Y, 因云南省内电力需求提升, 且西电东送至广东电量提升, 公司水电除税售电均价+15.25 元/MWh 至 191.07 元/MWh。19Q1 来水偏丰, 且西电东送电量增长, 使营收增速高于发电量增速 6.37 pct, 证明电价继续上升。伴随增值税率下调、供需改善、上游机组电价落地, 预计公司 19 年电价将继续提升。

● 资本开支快速下行, 业绩与分红上行空间释放在即

公司 2018 年资本开支 101.02 亿元, 2019 年因在建机组将基本投运完毕, 资本开支大降至 39.17 亿元。当前资产负债率 72.55%, 财务费用率 26.20%, 分红率 46.60%, 经营现金流/扣非业绩达 3.73x, 后续业绩、分红上行空间显著。

● 投资建议: 首次给予“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入 185.68/188.18/189.04 亿元, 归母净利润 38.17/47.75/48.95 亿元, 对应动态 PE 为 19.1x/15.3x/14.9x, 近期看好装机增长及供需改善带来水电量价齐升, 中期看好资本开支下行带动业绩与分红上行, 考虑 ROE 低于同行, 首次给予“增持”评级, 合理估值 4.66-5.04 元/股。

● 风险提示: 电力需求下行、电价显著下行, 财务费用高企

盈利预测和财务指标

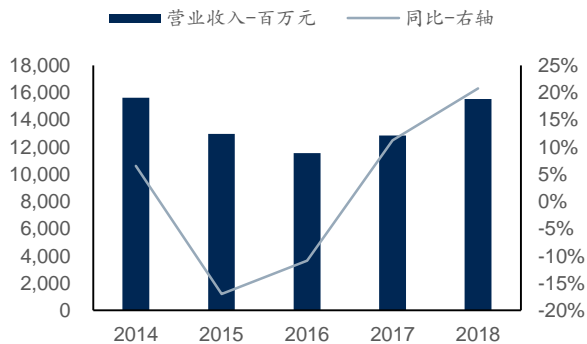
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,848	15,516	18,568	18,818	18,904
(+/-%)	11.2%	20.8%	19.7%	1.3%	0.5%
净利润(百万元)	2189	5803	3816.64	4774.80	4896.94
(+/-%)	330.7%	165.1%	-34.2%	25.1%	2.6%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.32	0.21	0.27	0.27
EBIT Margin	43.4%	47.4%	51.3%	51.4%	51.6%
净资产收益率(ROE)	5.6%	13.1%	8.3%	9.8%	9.6%
市盈率(PE)	33.4	12.6	19.1	15.3	14.9
EV/EBITDA	19.6	15.5	23.2	22.8	22.5
市净率(PB)	1.85	1.65	1.58	1.51	1.43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

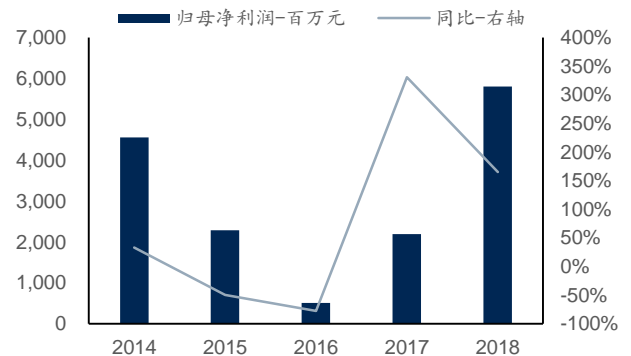
公司 2018 年营业收入+20.78%至 155.16 亿元，归母净利润+165.10%至 58.03 亿元，扣非归母净利润+11.82%至 29.28 亿元，非经常损益主要是出售金中电站 23%股权确认 38.64 亿元投资收益。2019Q1 营业收入+49.65%至 44.38 亿元，归母净利润+137.34%至 8.04 亿元，扣非归母净利润+134.61%至 9.11 亿元，非经常损益主要是精准扶贫支出 1.26 亿元。经调整扶贫影响后，公司拟向社会公众股东分红 0.178 元/股，对应分红率 46.60%，最新股息率 4.38%。

图 1：公司营业收入情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

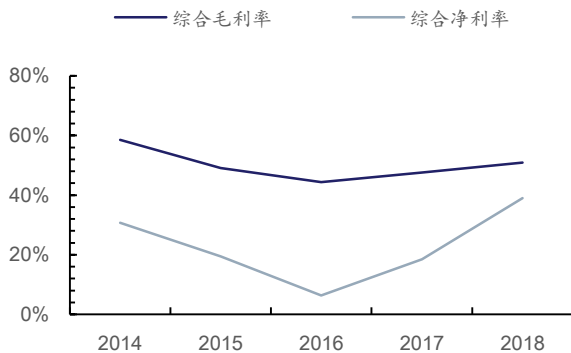
图 2：公司归母净利润情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

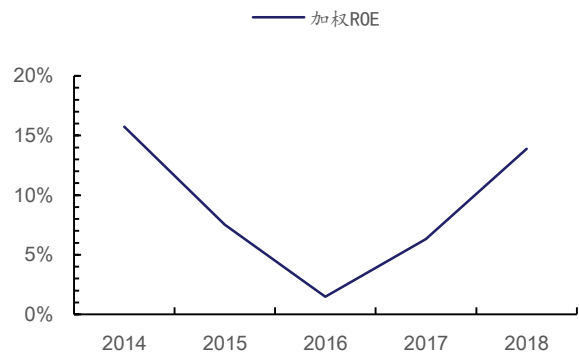
伴随电价自 2016 年的低点上行，公司自 2016 年以来利润率逐年回升，底部反转态势明显。

图 3：公司利润率情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

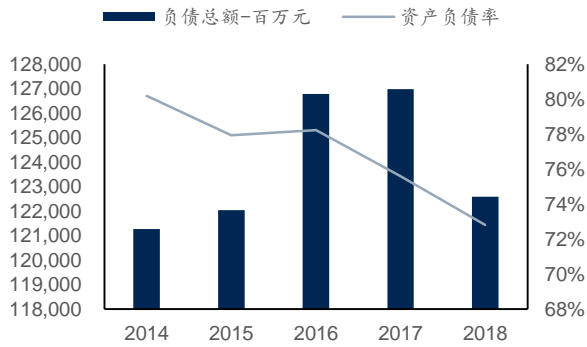
图 4：公司 ROE 情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

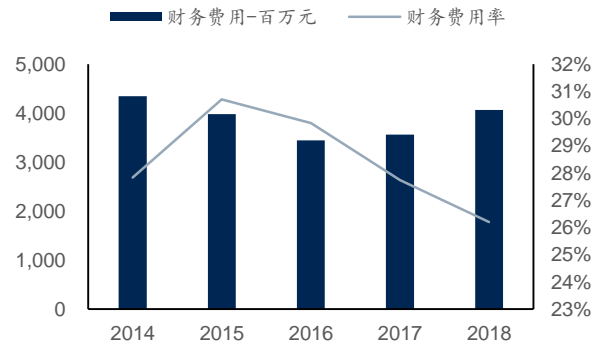
公司 2018 年资本开支 101.02 亿元，2019 年因在建机组将基本投运完毕，资本开支大降至 39.17 亿元。当前资产负债率 72.55%，财务费用率 26.20%，分红率 46.60%，经营现金流/扣非业绩达 3.73x，后续业绩、分红上行空间显著。

图 5: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司财务费用



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190425	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PB (18E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
600900	长江电力	16.75	368,500	1.03	1.04	1.06	1.06	16.3	16.3	16.1	15.8	16.32	2.6	增持
600886	国投电力	8.21	55,713	0.64	0.69	0.73	0.77	12.8	11.9	11.2	10.7	12.44	1.7	增持
600674	川投能源	8.90	39,179	0.81	0.74	0.74	0.75	11.0	12.0	12.0	11.9	15.16	1.6	增持
600025	华能水电	4.06	73,080	0.32	0.21	0.27	0.27	12.7	19.3	15.0	15.0	13.87	1.7	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1498	29979	29429	29648	营业收入	15516	18568	18818	18904
应收款项	3736	3665	4191	4165	营业成本	7616	8532	8637	8637
存货净额	23	73	74	74	营业税金及附加	299	353	358	359
其他流动资产	3206	186	188	189	销售费用	22	26	26	26
流动资产合计	8525	33965	33944	34137	管理费用	218	133	130	126
固定资产	0	3644	6544	8741	财务费用	4065	4508	4028	3961
无形资产及其他	6921	6844	6767	6691	投资收益	3945	0	0	0
投资性房地产	152891	152891	152891	152891	资产减值及公允价值变动	(98)	0	0	0
长期股权投资	28	28	28	28	其他收入	243	0	0	0
资产总计	168365	197372	200174	202487	营业利润	7387	5017	5639	5794
短期借款及交易性金融负债	27444	25000	25000	25000	营业外净收支	(507)	(600)	(100)	(100)
应付款项	0	504	377	294	利润总额	6880	4417	5539	5694
其他流动负债	15815	44774	45216	45061	所得税费用	830	442	565	592
流动负债合计	43259	70278	70593	70355	少数股东损益	248	159	199	205
长期借款及应付债券	77612	77612	77612	77612	归属于母公司净利润	5803	3817	4775	4897
其他长期负债	1714	1714	1714	1714					
长期负债合计	79326	79326	79326	79326					
负债合计	122585	149604	149919	149681					
少数股东权益	1524	1603	1703	1806					
股东权益	44257	46165	48552	51001					
负债和股东权益总计	168365	197372	200174	202487					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5803	3817	4775	4897
资产减值准备	63	396	712	957
折旧摊销	5268	88	107	136
公允价值变动损失	98	0	0	0
财务费用	4065	4508	4028	3961
营运资本变动	(157638)	32900	498	745
其它	72	(316)	(613)	(855)
经营活动现金流	(146334)	36884	5480	5881
资本开支	143031	(4051)	(3643)	(3214)
其它投资现金流	(42)	0	0	0
投资活动现金流	145469	(4051)	(3643)	(3214)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(7858)	0	0	0
支付股利、利息	(6416)	(1908)	(2387)	(2448)
其它融资现金流	29189	(2444)	0	0
融资活动现金流	640	(4352)	(2387)	(2448)
现金净变动	(225)	28481	(550)	219
货币资金的期初余额	1723	1498	29979	29429
货币资金的期末余额	1498	29979	29429	29648
企业自由现金流	(2866)	37510	5644	6408
权益自由现金流	18465	31009	2027	2859

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.32	0.21	0.27	0.27
每股红利	0.36	0.11	0.13	0.14
每股净资产	2.46	2.56	2.70	2.83
ROIC	5%	6%	7%	7%
ROE	13%	8%	10%	10%
毛利率	51%	54%	54%	54%
EBIT Margin	47%	51%	51%	52%
EBITDA Margin	81%	52%	52%	52%
收入增长	21%	20%	1%	0%
净利润增长率	165%	-34%	25%	3%
资产负债率	74%	77%	76%	75%
息率	8.8%	2.6%	3.3%	3.4%
P/E	12.6	19.1	15.3	14.9
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	15.5	23.2	22.8	22.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032