

华能水电(600025)/电力

电价改革方案落地稳电价，高股息凸显战略配置价值

评级：增持(维持)

市场价格：4.42

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

Email: lijunsun@r.qizq.com.cn

研究助理：王瀚

Email: wanghan@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	18,000.0
流通股本(百万股)	8,928.0
市价(元)	4.42
市值(百万元)	79,560.0
流通市值(百万元)	39,461.8

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 华能水电(600025.SH): 量价齐升提振业绩，高股息率凸显战略配置价值
- 2 水电行业深度报告：看好高股息率龙头及不受平台制约的高成长标的

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,848	15,516	21,719	22,157	21,929
增长率 yoy%	11.21%	20.77%	39.97%	2.02%	-1.03%
净利润	2,189	5,803	5,726	5,962	5,901
增长率 yoy%	330.75%	165.10%	-1.32%	4.12%	-1.03%
每股收益(元)	0.12	0.32	0.32	0.33	0.33
每股现金流量	0.48	0.61	1.08	0.63	1.09
净资产收益率	5.55%	13.11%	12.24%	12.05%	11.32%
P/E	36.35	13.71	13.89	13.34	13.48
PEG	0.96	25.94	0.14	0.35	25.51
P/B	2.02	1.80	1.70	1.61	1.53

备注：

投资要点

- **公司披露 2019 三季度报告：**实现营业收入 163.15 亿元(+44.21%)，归属于上市公司股东净利润 48.65 亿元(+116.71%)，公司扣除非经常性损益后的归母净利润为 52.14 亿元(114.42%)，每股收益为 0.27 元/股(+12.5%)，加权平均 ROE 为 10.48% (+4.9pct)。
- **澜上机组投产+西电东送比例扩大，前三季度发电量同比大幅增加。**截至三季度末，公司装机容量为 2318.38 万千瓦(三季度新投产乌弄龙 4 号机组 24.75 万千瓦)。虽然 2019 年前三季度澜沧江流域来水量小湾断面同比偏枯 15.5%，但是由于澜上机组相继投产贡献发电量以及西电东送比例扩大，2019 年前三季度公司完成发电量 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%。具体到单三季度，由于三季度来水情况不理想公司发电量(279.89 亿千瓦时)同比增加 9.78%，环比增幅收窄。
- **电价改革方案落地，外送电价机制未变、价格稳定。**10 月 25 日国家发改委发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，意见中明确指出核电、燃气发电、跨省跨区送电价格形成机制等形成的电价，参考燃煤发电标杆上网电价的均改为参考基准价。因此，当前外送水电站的落地省市燃煤标杆电价回推机制将改为落地省市燃煤基准电价回推机制。由于基准价与现行标杆电价一致，因此落地端回推电价也将维持稳定，由此消除了前期国常会上并未明确后续水电落地端会推电价如何改革的隐忧。
- **盈利预测与估值：**发改委最新文件明确未来落地端回推形成的结算电价保持稳定，随着澜上投产机组逐步满发，未来公司业绩将在小幅提升后保持稳健。当前公司在建项目仅有托巴水电站，资本开支大幅下降后分红能力将进一步增强(公司章程中规定每年分红比例不低于 50%)，未来公司股息率预计将长期维持在 3.5%-4.5% 区间内，在中长期国内利率趋势向下的背景下价值性愈发凸显。我们预计 2019/20/21 年实现归属于母公司股东净利润分别为 57.26/59.62/59.01 亿元，折合 EPS 分别是 0.32/0.33/0.33 元/股，当前 4.42 元股价，对应 PE 分别为 13.9X/13.3X/13.5X，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**社会用电需求疲软；来水不及预期；市场电交易比例扩大。

图表 1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12,848	15,516	21,719	22,157	21,929
增长率	11.2%	20.8%	40.0%	2.0%	-1.0%
营业成本	-6,740	-7,616	-9,087	-9,268	-9,171
% 销售收入	52.5%	49.1%	41.8%	41.8%	41.8%
毛利	6,107	7,901	12,632	12,889	12,758
% 销售收入	47.5%	50.9%	58.2%	58.2%	58.2%
营业税金及附加	-310	-299	-419	-428	-423
% 销售收入	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
营业费用	-18	-22	-30	-31	-31
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-201	-218	-326	-332	-329
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	5,578	7,362	11,857	12,098	11,975
% 销售收入	43.4%	47.4%	54.6%	54.6%	54.6%
财务费用	-3,564	-4,065	-4,600	-4,550	-4,500
% 销售收入	27.7%	26.2%	21.2%	20.5%	20.5%
资产减值损失	35	98	30	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-19	3,945	100	100	100
% 税前利润	—	57.7%	1.5%	1.4%	1.4%
营业利润	2,030	7,339	7,387	7,698	7,625
营业利润率	15.8%	47.3%	34.0%	34.7%	34.8%
营业外收支	-496	-507	-549	-540	-540
税前利润	1,534	6,833	6,838	7,158	7,085
利润率	11.9%	44.0%	31.5%	32.3%	32.3%
所得税	-425	-830	-813	-847	-838
所得税率	27.7%	12.1%	11.9%	11.8%	11.8%
净利润	2,371	6,050	5,965	6,211	6,147
少数股东损益	182	248	239	248	246
归属于母公司的净利润	2,189	5,803	5,726	5,962	5,901
净利率	17.0%	37.4%	26.4%	26.9%	26.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,371	6,050	5,965	6,211	6,147
加: 折旧和摊销	4,615	5,269	5,055	5,309	5,528
资产减值准备	35	98	30	50	50
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	3,577	4,092	4,600	4,550	4,500
投资收益	19	-3,945	-100	-100	-100
少数股东损益	182	248	239	248	246
营运资金的变动	-12,353	-4,314	3,938	-4,682	3,629
经营活动现金净流	8,574	10,922	19,458	11,288	19,704
固定资本投资	1,690	-2,377	-200	-200	-200
投资活动现金净流	-8,459	-3,556	-162	-206	-202
股利分配	-990	-990	-3,149	-3,279	-3,246
其他	1,612	-6,580	-15,547	-7,761	-8,048
筹资活动现金净流	622	-7,570	-18,696	-11,040	-11,293
现金净流量	738	-204	599	42	8,209

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,498	2,097	2,139	10,347
应收款项	6,414	5,049	5,537	3,844
存货	23	37	19	32
其他流动资产	591	583	618	652
流动资产	8,525	7,766	8,313	14,875
% 总资产	5.1%	4.8%	5.2%	9.3%
长期投资	1,659	1,856	2,053	2,250
固定资产	126,812	125,604	123,625	120,988
% 总资产	75.3%	77.1%	78.0%	75.7%
无形资产	6,921	6,838	6,753	6,665
非流动资产	159,840	155,117	150,142	144,950
% 总资产	94.9%	95.2%	94.8%	90.7%
资产总计	168,365	162,883	158,455	159,825
短期借款	9,749	6,388	5,997	4,716
应付款项	9,090	11,423	6,942	8,606
其他流动负债	24,420	21,198	18,728	16,829
流动负债	43,259	39,008	31,667	30,151
长期贷款	77,612	73,632	73,632	73,632
其他长期负债	1,714	1,697	1,680	1,663
负债	122,585	114,337	106,978	105,446
普通股股东权益	44,257	46,783	49,466	52,121
少数股东权益	1,524	1,763	2,011	2,257
负债股东权益合计	168,365	162,883	158,455	159,825

比率分析

	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益(元)	0.32	0.32	0.33	0.33
每股净资产(元)	2.46	2.60	2.75	2.90
每股经营现金净流(元)	0.61	1.08	0.63	1.09
每股股利(元)	0.06	0.17	0.18	0.18
回报率				
净资产收益率	13.11%	12.24%	12.05%	11.32%
总资产收益率	3.59%	3.66%	3.92%	3.85%
投入资本收益率	7.27%	7.15%	7.74%	7.68%
增长率				
营业总收入增长率	20.77%	39.97%	2.02%	-1.03%
EBIT增长率	102.89%	6.41%	1.85%	-1.01%
净利润增长率	165.10%	-1.32%	4.12%	-1.03%
总资产增长率	0.23%	-3.26%	-2.72%	0.86%
资产管理能力				
应收账款周转天数	84.2	75.0	70.0	65.0
存货周转天数	0.7	0.5	0.5	0.4
应付账款周转天数	5.2	4.5	4.0	3.5
固定资产周转天数	2,668.3	2,091.9	2,024.7	2,007.8
偿债能力				
净负债/股东权益	224.90%	189.59%	156.59%	136.33%
EBIT利息保障倍数	2.8	2.6	2.7	2.7
资产负债率	72.81%	70.20%	67.51%	65.98%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。