

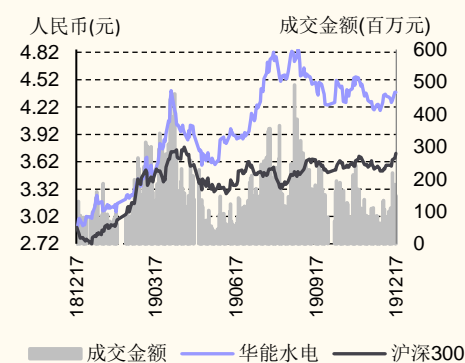
# 华能水电 (600025.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 4.38 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	180.00
已上市流通 A 股(亿股)	89.28
总市值(亿元)	788.40
年内股价最高最低(元)	4.38/4.18
沪深 300 指数	4042
上证指数	3022



## 终端供需转紧电价扬，调节水库枯期多供电

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.122	0.322	0.283	0.285	0.291
每股净资产(元)	2.19	2.46	2.84	2.91	2.98
每股经营性现金流(元)	0.48	0.61	0.92	0.94	0.99
市盈率(倍)	43.58	9.77	15.44	15.31	15.02
净利润增长率(%)	330.75%	165.10%	-12.22%	0.84%	1.95%
净资产收益率(%)	5.55%	13.11%	9.98%	9.79%	9.77%
总股本(百万股)	18,000.00	18,000.00	18,000.00	18,000.00	18,000.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司 1H2019 新投产 563 万千瓦装机容量，规模全国第二：**公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权，1H2019 澜上 563 万千瓦装机容量投产，公司装机容量达 2294 万千瓦，占云南省统调水电装机容量的 42%。在全国范围内仅次于长江电力 4550 万千瓦装机容量，是我国装机规模第二的水电公司。
- 云南高耗能拉动用电增长，电力交易价格趋于稳定：**云南售电收入约占公司水电板块收入四分之一。云南省未来将有水电铝和水电硅新建产能的持续释放，电力产能需求将有高的持续增长。2019 年新增大工业负荷 250 万千瓦，预计新增用电量需求约 43 亿千瓦时。2020-2021 年，预计仅云铝股份就将新增 142 亿千瓦时用电量。云南省电力市场化程度高，电力市场趋于成熟，汛枯期价差缩窄，近三年全年加权平均电价基本稳定。
- 广东外送电需求难以下降，预计未来市场化交易电价上升：**广东售电收入约占公司水电板块收入七成。根据现有广东省控煤趋势和能源结构，通过核电填补火电减少的缺口仍需时间，预计 2019 年广东外送电需求将扩大到 2000 亿千瓦时以上，未来广东省外送电需求或将难以缩小。2019 年全部市场化电价折价 4.0 分/千瓦时，相比 2017、2018 年仍有所缩窄，月结竞价交易折价仅 3.0 分/千瓦时。我们预计未来广东电力供给偏紧状态仍将继续，市场化交易电价上升。
- 唯一拥有多年调节能力水库上市公司，预计 2019 年股息率有望 4.8%：**华能水电是目前唯一拥有多年调节功能水库的上市水电公司。小湾和糯扎渡水电站是具有多年调节能力龙头水库，承担了稳定云南省枯期发电的功能，也起到平滑来水的效果。公司承诺每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50%。按照当前股价折算，2019 年股息率有望接近 4.8%。

### 投资建议

- 2018 年公司获得投资收益 39 亿元，我们预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 208/211/216 亿元，归母净利润分别为 50.94/51.36/52.37 亿元，对应 EPS 分别为 0.28/0.29/0.29 元，当前股价对应 P/E 为 15.4/15.3/15.0X，预计 2019 年归母扣非净利润增速 67%，给予 2019 年 18 倍 PE，对应目标价 5.0 元，首次覆盖给予“增持”评级。**

### 风险提示

- 澜沧江来水严重不及预期；应收款项周转不及预期；云南省电力交易不及预期；宏观经济不及预期。**

杜旷舟 联系人  
dukz@gjzq.com.cn

李蓉 联系人  
lirong@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

娜敏 联系人  
namin@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、独享澜沧江开发权，多年调节龙头平衡丰枯.....	4
二、云南高耗能拉动用电增长，电力交易电价稳定向上.....	5
2.1 二产是云南用电增长主要动力，未来两年预计水电铝至少新增 142 亿千瓦时用电需求.....	6
2.2 电力交易市场化程度高，交易电量电价稳定向上.....	8
三、广东需求韧性足，电力局部短缺电价企稳.....	10
3.1 广东能源“双控”导致火电供给降低，预计未来外送电需求再次扩大.....	10
3.2 广东市场化格局较优，预计未来市场化交易电价折价继续缩窄.....	12
四、多年调节水库枯期多发，占据高价电优势.....	14
4.1 第二大水力发电商，具备长期发展潜力.....	14
4.2 水电站梯级调度能力对平滑汛枯期来水，增发电量有重要作用.....	16
五、盈利预测与投资建议.....	18
六、风险提示.....	19

## 图表目录

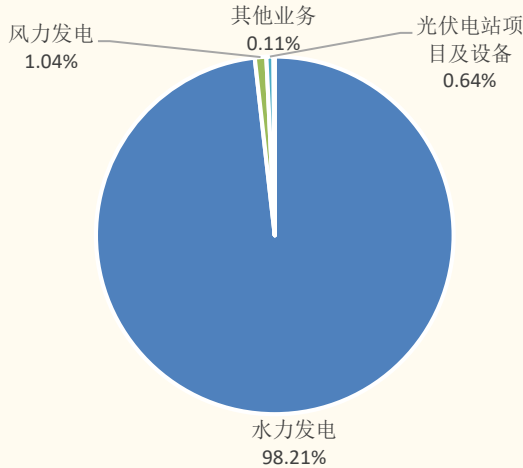
图表 1：公司主营水力发电.....	4
图表 2：公司发电量随装机量增长.....	4
图表 3：2018 年全国水电发电量市场格局.....	4
图表 4：2018 年全国水电装机容量市场格局.....	4
图表 5：公司 2017 年上市后营收快速增长.....	5
图表 6：公司净利率从 2016 年后反弹.....	5
图表 7：云南省外送电量占比逐年提高（亿千瓦时）.....	5
图表 8：2018 年云南省电力消纳结构.....	5
图表 9：2018 年公司水电收入结构.....	6
图表 10：2018 年华能水电消纳结构.....	6
图表 11：云南省全社会用电量累计同比增速超过全国.....	6
图表 12：云南省用电量结构以第二产业为主（亿千瓦时）.....	7
图表 13：云南省各行业用电量增速.....	7
图表 14：云南新增用电主要在第二产业（亿千瓦时）.....	7
图表 15：云铝股份云南省 2020-2021 年新建水电铝产能.....	7
图表 16：云南省弃水逐渐减少.....	8
图表 17：云南省市场化交易电量增速降低交易量逐渐稳定.....	9
图表 18：云南交易电价价差缩窄均价提高（元/千瓦时）.....	9
图表 19：云南市场化交易电价开始回升（元/千瓦时）.....	9
图表 20：广东省用电量结构（亿千瓦时）.....	10
图表 21：广东省各行业用电量增速.....	10
图表 22：广东第三产业新增用电快速增长（亿千瓦时）.....	10

图表 23: 火电占广东发电量 75% .....	11
图表 24: 2019 年广东省火电发电量累计增速为负 .....	11
图表 25: 广东外送电需求 2018 年扩大 (亿千瓦时) .....	11
图表 26: 2019 年广东发电量累计增速曾降为负值 .....	11
图表 27: 广东外送电需求测算 (亿千瓦时) .....	11
图表 28: 预计 19 年广西外送电需求持平 (亿千瓦时) .....	12
图表 29: 2019 年广西发电量、用电量增速同步降低 .....	12
图表 30: 2019 年广东月度竞价交易折价 3 分/千瓦时 .....	13
图表 31: 广东省市场化综合交易电量折价收窄 .....	13
图表 32: 云南省西电东送通道 .....	13
图表 33: 云南省是我国水力发电第二大省 (亿千瓦时) .....	14
图表 34: 华能水电占云南省水电总装机量 35% .....	14
图表 35: 公司在澜沧江上中下游开发布局情况 .....	15
图表 36: 公司水电站情况 .....	15
图表 37: 云南省主要具备调节能力水电站 .....	16
图表 38: 梯级调度对发电量增长具有显著作用 .....	17
图表 39: 梯级调度平滑澜沧江来水影响 .....	17
图表 40: 公司水电利用小时数超出云南平均 (小时) .....	17
图表 41: 公司在不同区域售电情况 .....	19
图表 42: 可比上市公司 EPS 和 PE .....	19
图表 43: 公司应收款项情况 .....	20
图表 44: 公司应收款项结构 (百万元) .....	20

## 一、独享澜沧江开发权，多年调节龙头平衡丰枯

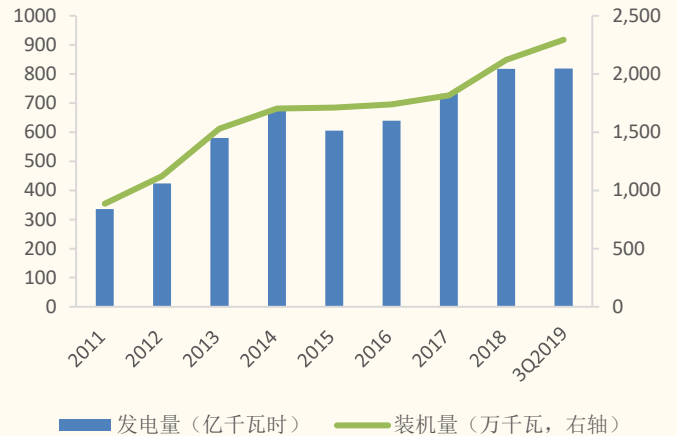
- **拥有澜沧江全部水能资源开发权，装机量全国第二：**公司全称华能澜沧江水电股份有限公司，主营业务为水力电项目的开发、投资、建设、运营与管理，主要收入来自于水力发电的销售收入，2018 年水力发电占公司营业收入比例 98%。公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权，以澜沧江大型水电开发为主，兼顾新能源电力开发。

图表 1：公司主营水力发电



来源：公司公告，国金证券研究所

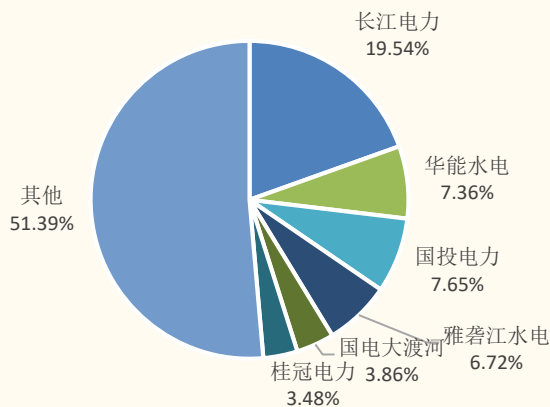
图表 2：公司发电量随装机量增长



来源：公司公告，国金证券研究所

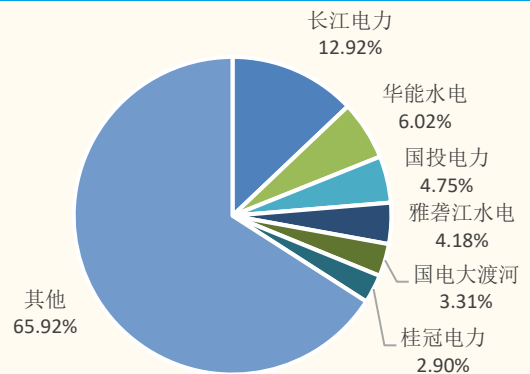
- **澜上 563 万千瓦装机容量投产，公司巩固全国第二位置：**2018 年公司水电装机容量占全国水电装机容量的 6.02%，水电发电量 811.8 亿千瓦时，占全国当年水电发电量 7.36%。2019 年上半年，公司澜上五座电站陆续投产，已投产装机容量达 2293.6 万千瓦，占云南省统调水电装机容量的 42%，在全国范围内，仅次于长江电力 4549.5 万千瓦装机容量，是我国装机规模第二的水电公司，

图表 3：2018 年全国水电发电量市场格局



来源：上市公司公告，国金证券研究所

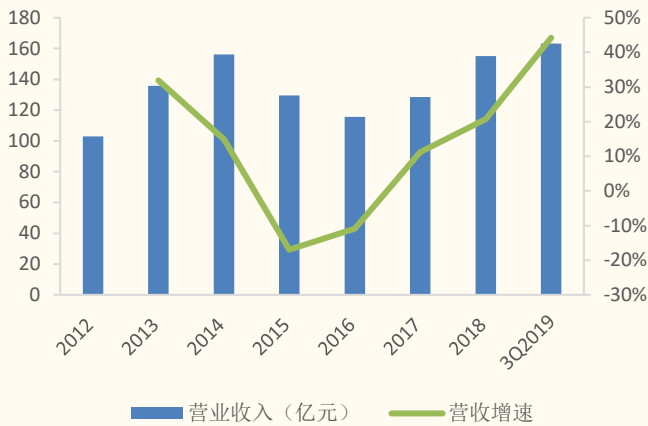
图表 4：2018 年全国水电装机容量市场格局



来源：上市公司公告，国金证券研究所

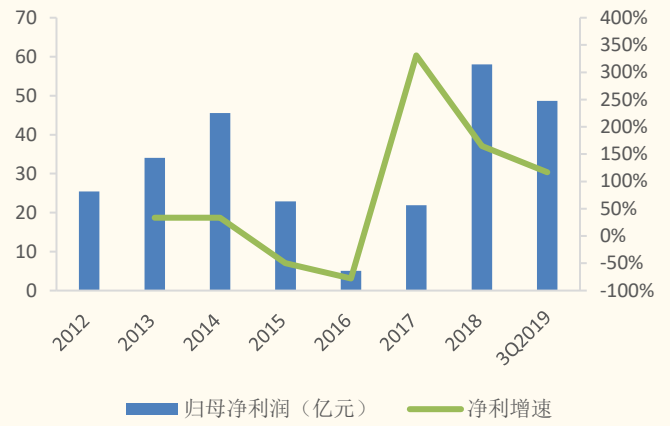
- **独有多年调节龙头水库，平衡丰枯平滑来水：**华能水电是目前唯一拥有多年调节功能水库的上市水电公司。小湾和糯扎渡水电站是具有多年调节能力的龙头水库，承担了稳定云南省枯期发电的功能。二者联合调节的情况下，糯扎渡水电站枯期的电量可以比汛期更大。在龙头水库的帮助下，公司在 2018 年下半年来水较丰时期保留了较大水头，保证了 2019 年上半年枯期的发电量，加上 2019 年上半年投产的澜上五座水电站逐渐释放装机容量，实现了营业收入和净利润的大幅增长。

图表 5：公司 2017 年上市后营收快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司净利率从 2016 年后反弹

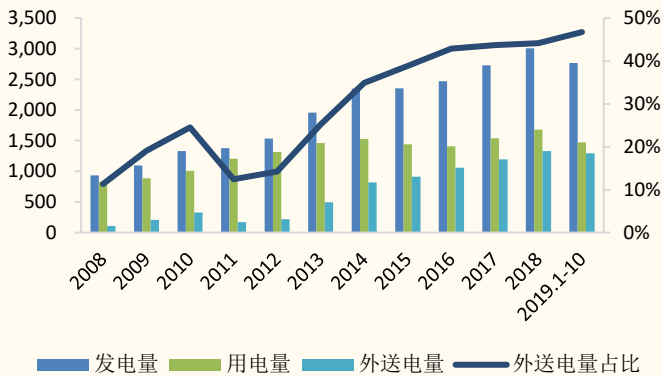


来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、云南高耗能拉动用电增长，电力交易电价稳定向上

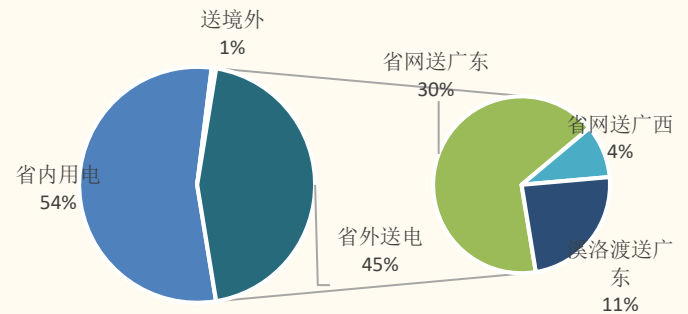
- 云南省外送电量快速增长，省内用电和外送广东是云南省电力消纳的主要途径：**云南省是我国“西电东送”主力省份。自 2013 年开始，云南省外送电量快速增长，根据国家统计局数据，到 2018 年，云南省全年发电量 3007 亿千瓦时，其中省内用电 1679 亿千瓦时，外送电 1328 亿千瓦时，占发电量比例达 44%。省网外送广东、省网外送广西、溪洛渡外送广东以及送境外（越南、老挝、缅甸）等部分。其中省网外送广东和溪洛渡外送广东部分合并占云南省电力消纳的 40.5%，省网外送广西部分占比 4.4%，送境外部分占比 0.6%。因此，云南省电力消纳的主要途径是省内用电（54%）、外送广东（41%）、外送广西（4%），送境外（1%）。

图表 7：云南省外送电量占比逐年提高（亿千瓦时）



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 8：2018 年云南省电力消纳结构

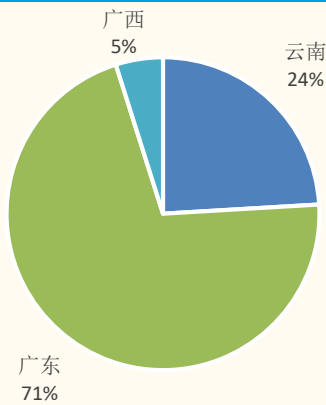


来源：昆明电力交易中心，国金证券研究所

- 华能水电电力主要送往广东和本地消纳：**公司上网电量在云南本地消纳大约 30%，其他部分外送，大部分送往广东，占上网电量比例达 60%，送往广西占比较小为 7%，送往境外占比为 4%。

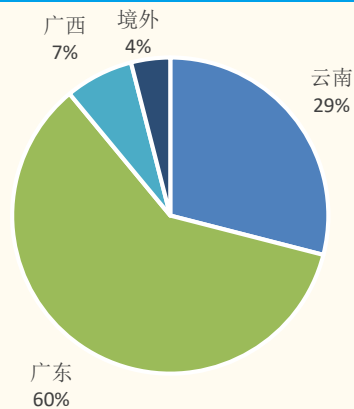


图表 9：2018 年公司水电收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所注：境外水电收入计入投资收益

图表 10：2018 年华能水电消纳结构

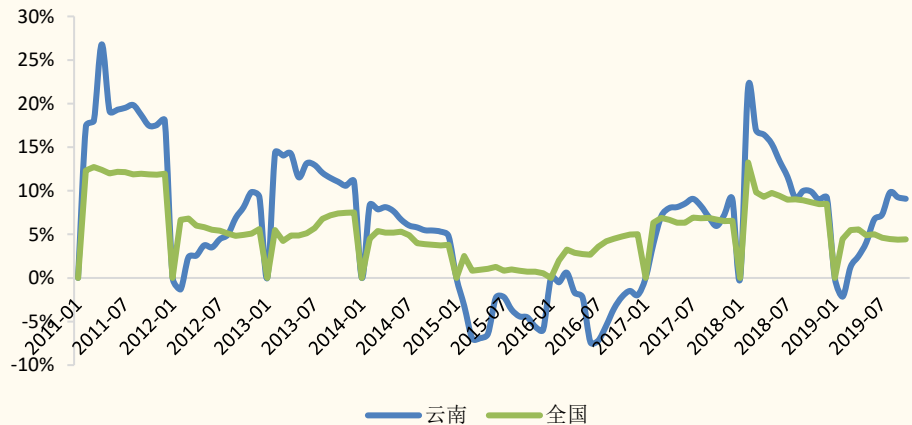


来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.1 二产是云南用电增长主要动力，未来两年预计水电铝至少新增 142 亿千瓦时用电需求

- 2017 年、2018 年和 2019 上半年，云南省全社会用电量分别为 1538、1679、822 亿千瓦时，用电量累计同比增速 9.1%、9.2%、6.7%，增速超过同期全国全社会用电量增速 2.5、0.7、1.7 个百分点。云南省用电情况表现出较好的需求增长潜力。

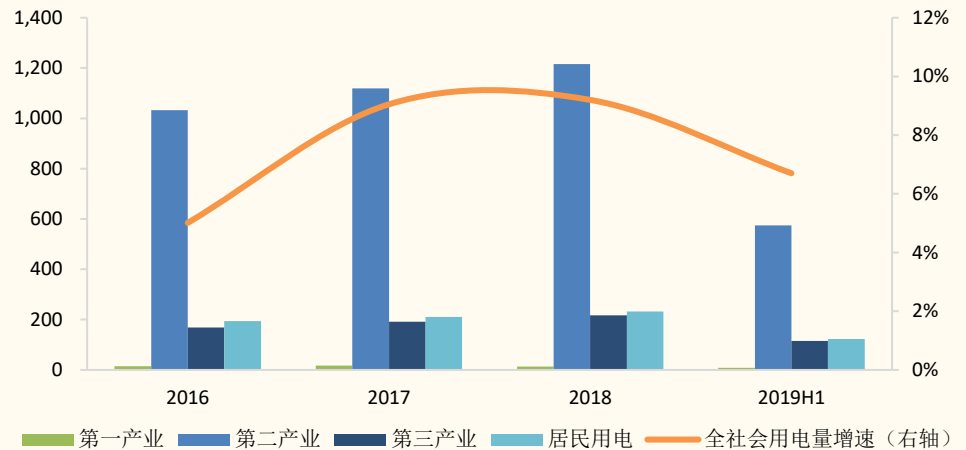
图表 11：云南省全社会用电量累计同比增速超过全国



来源：国家统计局，国金证券研究所

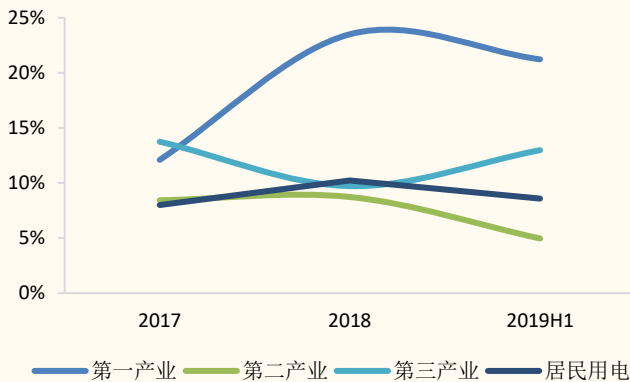
- **第二产业是云南省电力需求主要力量：**2016-2018 年，第二产业占云南省全社会用电量比例分别为 73.2%、72.8%、72.4%，高于全国比例 2-3 个百分点。分行业看，近年来云南省第一产业用电量增速最高，第三产业增速在第二位且有扩大趋势，第二产业增速有下降趋势。但云南省第二产业用电基数尤其大，虽然第二产业增速收缩，但是依然是新增用电量贡献最大的行业。
- 2017 年、2018 年、2019 年上半年，云南省第二产业新增用电分别为 87.0、97.6、27.1 亿千瓦时，对应新增用电贡献率分别为 68.2%、69.0%、25.8%。云南省第二产业用电量具有一定周期，如电解铝等耗电大户生产高峰期都在下半年。总体上看，第二产业仍然是云南省新增用电的主要来源。

图表 12: 云南省用电量结构以第二产业为主 (亿千瓦时)



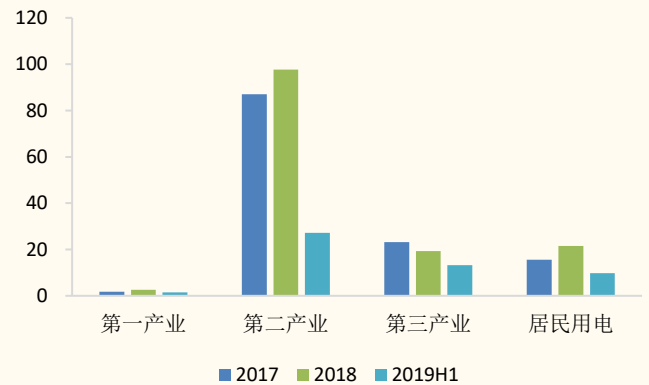
来源: 昆明电力交易中心, 国家统计局, 国金证券研究所

图表 13: 云南省各行业用电量增速



来源: 昆明电力交易中心, 国金证券研究所

图表 14: 云南新增用电主要在第二产业 (亿千瓦时)



来源: 昆明电力交易中心, 国金证券研究所

- 2019-2021 年水电铝和水电硅项目投产带来新增需求:** 根据昆明电力中心公告数据, 2019 上半年云铝昭通海鑫一期、鹤庆溢鑫一期项目投产, 预计下半年将有云南神火 90 万吨电解铝等水电铝项目投产, 全年新增大工业负荷 250 万千瓦, 预计新增用电量需求约 43 亿千瓦时, 是云南省电力本省消纳的主要增长动力。2020-2021 年, 将有云铝海鑫二期 35 万吨、鹤庆海鑫二期 24 万吨、文山铝业 50 万吨新建水电铝产能投产, 根据云铝股份年报披露数据测算, 生产每吨电解铝大约需要 13000 千瓦时电量, 则预计仅云铝股份就将在未来两年新增 142 亿千瓦时用电量。

图表 15: 云铝股份云南省 2020-2021 年新建水电铝产能

公司名称	项目地点	设计产能	投产时间
云铝海鑫二期	云南昭通	35 万吨	2020 年
鹤庆溢鑫二期	云南大理	24 万吨	2020 年
文山铝业	云南文山	50 万吨	2021 年

来源: 公司公告, 国金证券研究所

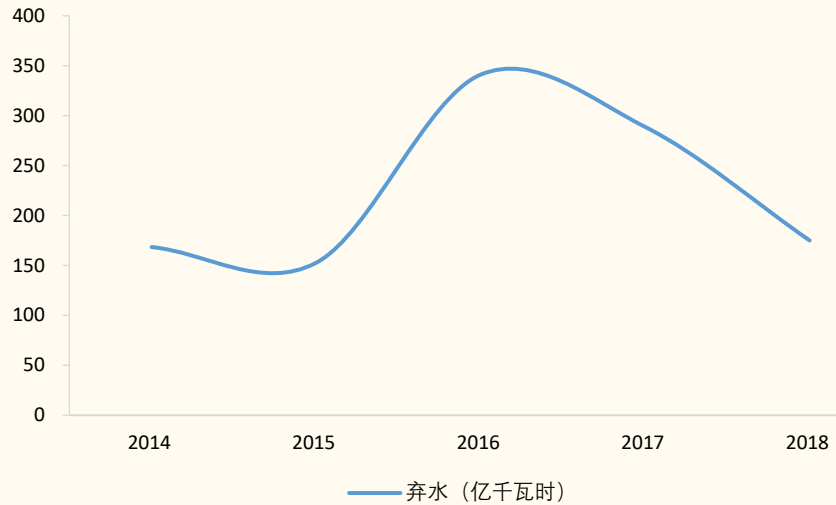
- 此外, 云铝股份与华能澜沧江水电有限公司、云南华电金沙江中游水电开发有限公司按照每千瓦时不高于 0.185 元的上网电价签订双边协议, 确保云铝股份用电价格不高于每千瓦时 0.2785 元。从这一价格看, 只有水电的价格才有足够低。

## 2.2 电力交易市场化程度高，交易电量电价稳定向上

- 云南省是我国首批电力体制改革综合试点省份，2016 年市场化交易电量占全省用电量比例达 41.8%。短期内过快提高的市场化交易电量比例和当时相对滞后的输电设施建设、不充分的消纳渠道造成云南省内电力供给过剩，“窝电”情况严重，交易电价被压制。

2016 年后，国家能源局、国家发改委、云南省政府出台多项政策落实水电消纳问题，一方面在云南省内积极引进水电铝和水电硅等高耗能项目，提高本地电力需求；另一方面建设西电东送电力输配通道，将云南过剩的电力供给对接广东省和广西自治区的外送电需求。到 2018 年，云南省弃水情况已经大大缓解。

图表 16：云南省弃水逐渐减少

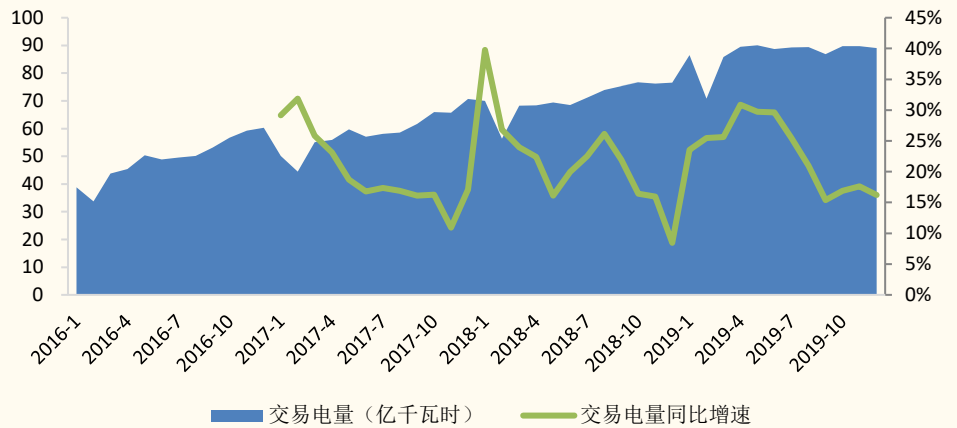


来源：《云南水力发电》，国金证券研究所

- **云南省内消纳部分主要实行市场化定价：**根据每年电力市场化交易实施方案，在昆明电力交易中心通过参与市场化交易形成上网电价，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 0.15 元/kWh，最高限价为 0.42 元/kWh。
- **云南电力交易市场增速收窄，交易量逐渐稳定：**自从 2016 年以来，云南省市场化交易电量环比、同比快速增长，2016-2018 年，三年间电力市场化交易量分别为 560、703、851 亿千瓦时，CAGR 达到 20.1%，市场化比例分别为 41.8%、45.7%、50.7%。进入 2019 年下半年，云南市场化交易电量增速逐渐下滑，月度交易量逐渐趋于稳定，预计未来将步入平稳增长。



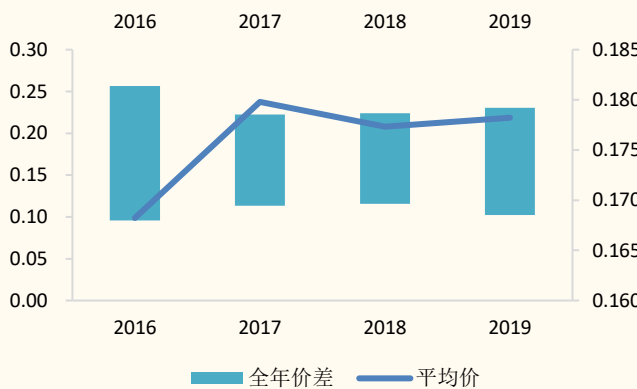
图表 17：云南省市场化交易电量增速降低交易量逐渐稳定



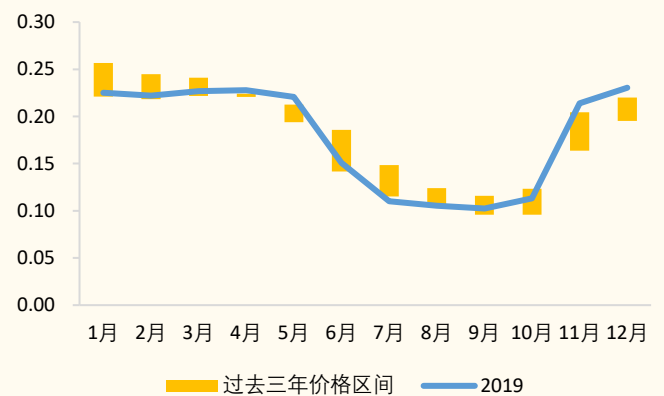
来源：昆明电力交易中心，国金证券研究所

- **云南电力交易市场逐渐成熟，汛枯价差缩窄均价提高：**云南省电力资源呈现“丰余枯缺”特性，6-10月的汛期电价与11月至次年5月枯期电价具有明显差距。在市场化电力交易初期2016年，汛枯期电价价差最大达到0.1609元/千瓦时（汛期电价最低0.0958元/千瓦时，枯期电价最高0.2567元/千瓦时），全年交易均价仅0.1682元/千瓦时。随着云南省电力市场逐渐成熟，充分发挥市场化交易机制的价格发现和市场调节功能，汛枯期交易电价逐渐靠拢，2019年汛枯期价差缩窄到0.1280元/千瓦时，全年加权平均电价基本稳定至0.1782元/千瓦时。
- **2019年下半年来水偏枯电力市场供需改善，交易电价可能上浮：**对比云南省过去三年的市场化交易电量价格，2019年上半年交易电价多处于过去三年交易电价区间的底部位置，2019年下半年尤其四季度澜沧江来水偏枯，云南省交易电价上浮超过过去三年最高价，云南省电力交易市场供需格局改善，已经从之前的供给宽松转为供给偏紧。预计2019年下半年云南来水偏枯的影响将延续至2020年，2020年云南省加权平均电价甚至有可能出现上浮。

图表 18：云南交易电价价差缩窄均价提高（元/千瓦时）



图表 19：云南市场化交易电价开始回升（元/千瓦时）



来源：昆明电力交易中心，国金证券研究所

来源：昆明电力交易中心，国金证券研究所

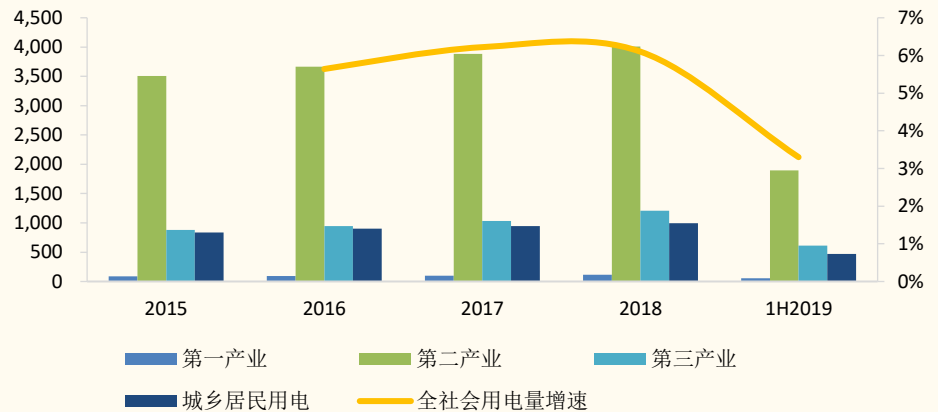
- 从长期看，一方面，云南省用电增量主要靠第二产业拉动，未来将有水电铝和水电硅新建产能的持续释放，电力产能需求将有高的持续增长。2019年新增大工业负荷250万千瓦，预计新增用电量需求约43亿千瓦时。2020-2021年，预计仅云铝股份就将新增142亿千瓦时用电量。另一方面，云南省电力市场化程度高，月度市场交易电量增速下降，电力市场趋于成熟，汛枯期价差缩窄，近三年全年加权平均电价基本稳定。

### 三、广东需求韧性足，电力局部短缺电价企稳

#### 3.1 广东能源“双控”导致火电供给降低，预计未来外送电需求再次扩大

- 广东省是我国用电大省，2017年、2018年和2019上半年，广东省全社会用电量分别为5959、6323、3028亿千瓦时，用电量累计同比增速6.2%、6.1%、3.3%，全社会用电量占全国比例9%，居全国首位。

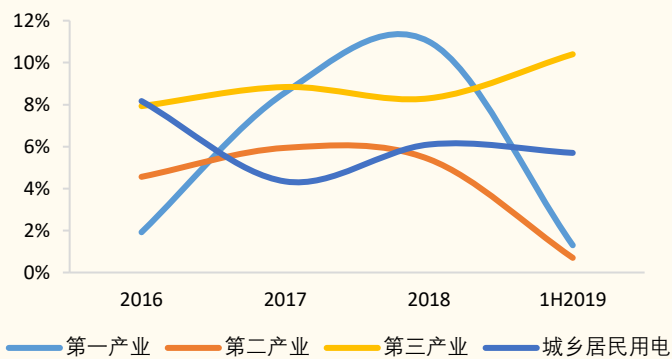
图表 20：广东省用电量结构（亿千瓦时）



来源：广东电力交易中心，国家统计局，国金证券研究所

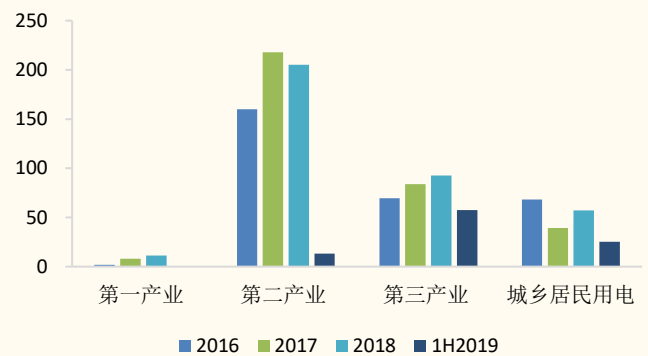
- **广东省用电增量呈现二产到三产的转换趋势：**2015-2018年，广东省第三产业占全社会用电量比例分别为16.5%、16.9%、17.3%、19.1%，显著高于全国第三产业占比。第二产业用电量虽然仍然占比最大，但是低于全国水平。在广东省，第二产业用电量增速下滑，第三产业用电量增速逐年扩大，城乡居民用电量增速基本保持平稳。从新增用电量方面看，第二产业仍贡献了新增用电量的主要部分，但是第三产业贡献的新增用电量正在逐年提高，用电增量呈现二产到三产的转换趋势。

图表 21：广东省各行业用电量增速



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表 22：广东第三产业新增用电快速增长（亿千瓦时）

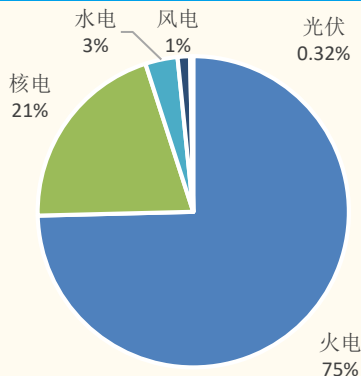


来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

- **2019年广东省外送电需求或将超过2000亿千瓦时：**火电是广东省发电的绝对主力，2018年火电发电量占比达75%。广东省环境保卫厅发布的《广东省打赢蓝天保卫战2018年工作方案》提出，到2020年广东省煤炭消费总量控制在1.65亿吨左右。2018年下半年广东省开始实施能源“双控”政策（控制煤炭消费总量，控制煤炭质量），大力推动清洁能源发电，火电发电量增速收缩，并拖累了全省发电量的提高。2018年广东省发电量4370亿千瓦时，与去年同比增速仅4.1%。广东外送电需求扩大为1953亿千瓦时，相比2017年扩大35.4%。
- 《广东省2019年能耗“双控”工作方案》要求，2019年全省单位GDP能耗比2018年下降3.0%，能源消费总量新增量控制在1200万吨标准煤

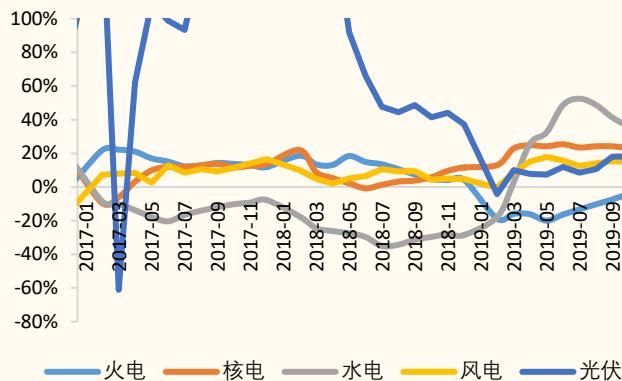
以内。受此政策影响，2019年广东省火电发电累计增速继续降低到负数，发电量持续下降；同时水电发电量一改前两年低于零的增速，发电增速快速回升为正并持续提高。2019年1-10月，广东省用电量累计增速维持在6.1%与去年增长水平相近，发电量累计增速降低为2.7%，外送电需求达到1764亿千瓦时，比去年同期进一步扩大2.8%，若按照发电量与用电量的累计增速估算，2019年外送电需求将超过2000亿千瓦时。

图表 23: 火电占广东发电量 75%



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

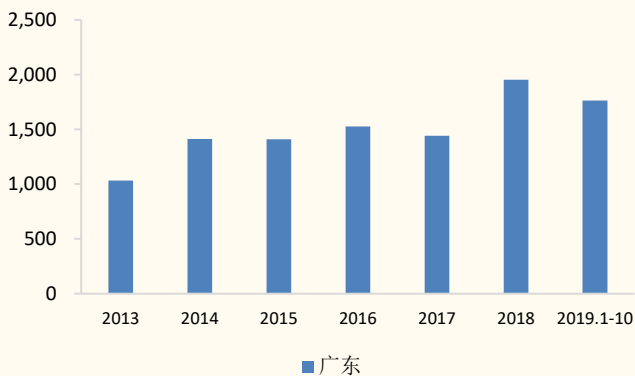
图表 24: 2019年广东省火电发电量累计增速为负



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

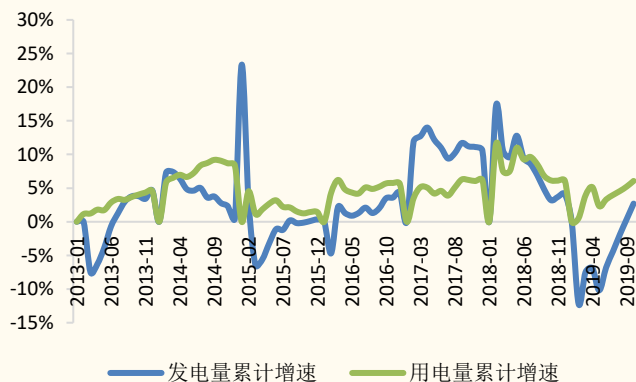
- **核电填补火电控煤缺口仍需时间，预计广东外送电需求难以缩小：**在广东省大力推动清洁能源转型趋势下，虽然2019年广东有台山核电站一期350万千瓦和阳江核电站6号机组109万千瓦投产，广东省抽水蓄能发电量累计增速创新高，但预计根据现有广东省控煤趋势和能源结构，通过核电填补火电减少的缺口仍需时间，未来广东省外送电的需求或将难以缩小。我们假设2020年火电发电量由于采用高热值煤等因素增速4.0%，核电新增产能完全释放增加161亿千瓦时发电量，水电、风电、光伏等发电量增速维持2019年累计增速，2019-2020年用电量增速维持2019年1-10月累计增速6.1%，则预计2020年广东外送电需求将达到2230亿千瓦时，在2019年基础上有继续扩大可能。

图表 25: 广东外送电需求 2018 年扩大 (亿千瓦时)



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

图表 26: 2019 年广东发电量累计增速曾降为负值



来源：昆明电力交易中心，国金证券研究所

图表 27: 广东外送电需求测算 (亿千瓦时)

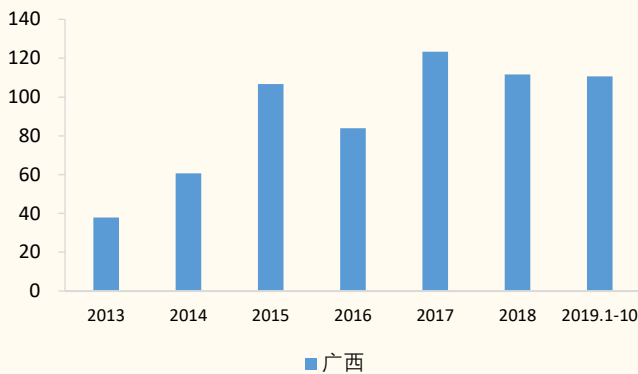
	火电发电量	火电增速	核电发电量	核电增速	总发电量	总发电量增速	用电量	用电量增速	外送电需求
2017	3327	11.9%	800	13.7%	4516	10.6%	5959	6.2%	1443
2018	3260	4.2%	892	11.6%	4370	4.1%	6323	6.1%	1953

2019E	3106	-4.7%	1098	23.0%	4489	2.7%	6707	6.1%	2217
2020E	3254	4.8%	1259	14.7%	4884	8.8%	7114	6.1%	2229

来源：国家统计局，国金证券研究所测算

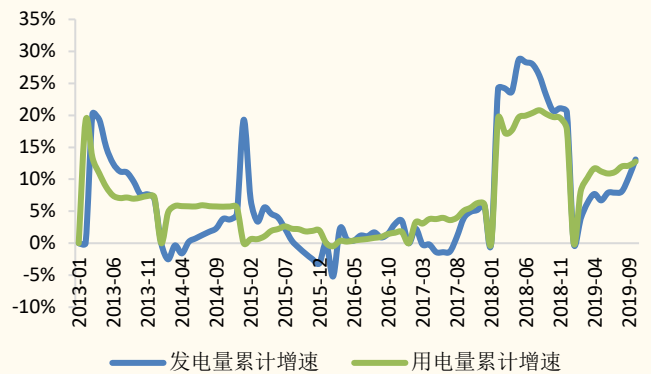
- **广西外送电需求或与去年持平在 110 亿千瓦时左右：**2018 年，广西壮族自治区全社会用电量 1703 亿千瓦时，与去年同比增速 17.8%；发电量 1591 亿千瓦时，与去年同比增速 20.5%，广西自治区外送电需求 112 亿千瓦时，相比 2017 年缩小 9.5%。2019 年 1-10 月，广西壮族自治区用电量累计增速降低为 12.8%，发电量累计增速同步降低为 13.1%，外送电需求 111 亿千瓦时，与去年同期外送电需求 112 亿千瓦时基本持平，预计 2019 年全年外送电需求也将与 2018 年持平，预计在 110 亿千瓦时左右。

图表 28：预计 19 年广西外送电需求持平（亿千瓦时）



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

图表 29：2019 年广西发电量、用电量增速同步降低



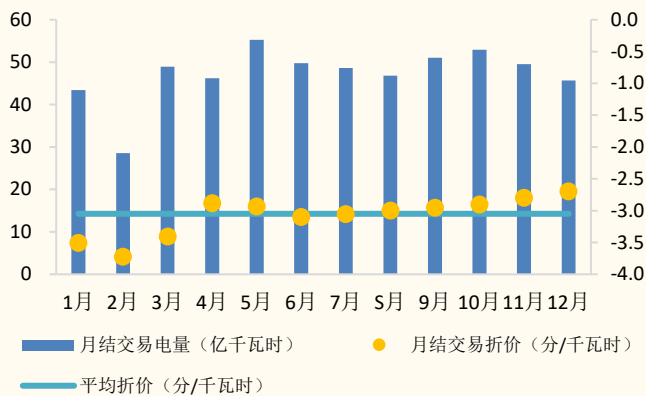
来源：昆明电力交易中心，国金证券研究所

### 3.2 广东市场化格局较优，预计未来市场化交易电价折价继续缩窄

- **跨省跨区清洁能源，电量电价双保障：**发改价格[2015]962 号文《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》指出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。国家鼓励通过招标等竞争方式确定新建跨省跨区送电项目业主和电价；鼓励送受电双方建立长期、稳定的电量交易和价格调整机制，并以中长期合同形式予以明确。目前，根据《“十三五”云电送粤框架协议》，送广东电量落地电价不高于广东省燃煤机组标杆上网电价，并扣除超高压输配电价、线损、省内输配电价后，预计云南送广东上网电价为 0.2528 元/千瓦时；广西同理倒推，云南送广西上网电价预计为 0.1423 元/千瓦时。
- **广东市场化格局较优，预计交易电量折价继续收窄：**框架外多发电量则进入市场化交易，受价格驱动，目前云南西电东送框架外电量主要送广东，参与广东市场化月度结算交易。广东市场化交易电量在煤电标杆价基础上进行折价，随着 2018 年下半年广东省开始执行能源“双控”政策，2019 年广东火电发电量降低，外送电需求扩大，市场化交易电量折价较往年收窄。2017-2018 年的全年加权折价 6.6 分/千瓦时，2019 年在月度市场化交易电量超过 20% 增速增长的情况下，广东电力市场综合交易加权平均折价缩窄为 4.0 分/千瓦时，全年波动幅度非常小在 0.3 分/千瓦时范围内，月竞价交易折价仅 3.0 分/千瓦时，电价十分稳定，广东省电力市场供给偏紧。我们预计尽管短期广东供应量随着本省风电、核电以及乌东德供应的增加略宽松，但广东用电需求基本维持在 4-5% 的水平，未来电力市场供给偏紧状态，剔除煤价影响市场化交易电量折价将继续收窄。

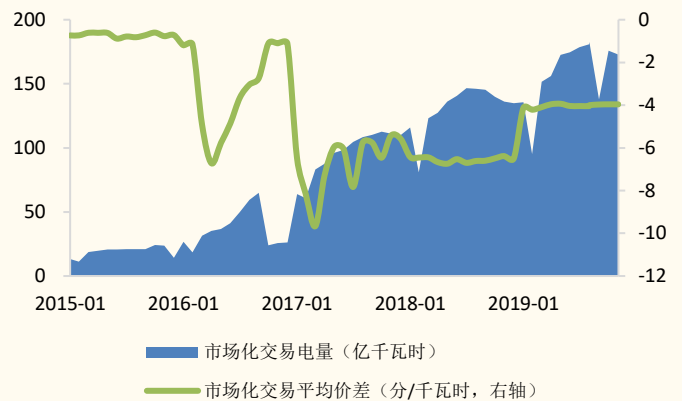


图表 30: 2019 年广东月度竞价交易折价 3 分/千瓦时



来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

图表 31: 广东省市场化综合交易电量折价收窄



来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

- **输送能力提升, 解决电力供需对接问题:** 2018 年, 随着±800 千伏滇西北直流 (新东直流) 双极投运, 云南外送能力提升至 3115 万千瓦。目前云南省已建成 8 条直流通道, 两条交流通道, 形成了“八直两交”的外送电通道布局, 西电东送最大送电能力达 3060 万千瓦。未来两年南方电网公司还将加快建设±800 千伏乌东德电站、送电广东广西特高压多端直流输电工程、云贵互联通道工程等一批国家重点工程, 预计 2021 年云南西电东送能力将达 4215 万千瓦, 实现外送电能力较大提升。

图表 32: 云南省西电东送通道

通道名称	起点	终点	线路全长 (公里)	投产时间	输电能力 (万千瓦)
±800 千伏楚穗直流工程	楚雄州禄丰县	广州市	1400	2010 年	500
±800 千伏普侨直流工程	普洱市思茅区	广东省江门市	1450	2013 年	500
±500 千伏同塔双回直流工程	昭通市盐津县牛寨换流站	广州从化区从西换流站	2*1223	2014 年 6 月	640
±500 千伏金中直流	云南丽江金官换流站	广西柳州柳南换流站	1105	2016 年	320
±500 千伏永富直流	楚雄州永仁县永仁换流站	山州富宁县富宁换流站	566	2016 年	300
±500 千伏鲁西背靠背直流	罗平县	罗平县	-	2017 年 6 月	300
±800 千伏新东直流工程	大理州剑川县	深圳市宝安区	2000	2018 年 5 月	500
昆柳龙直流工程	昆明禄劝县昆北换流站	广东龙门换流站	1500	2020 年	800
220 千伏鲁马双交回流	云贵交界鲁布革水电站	广东省			

来源: 北极星电力网, 国金证券研究所

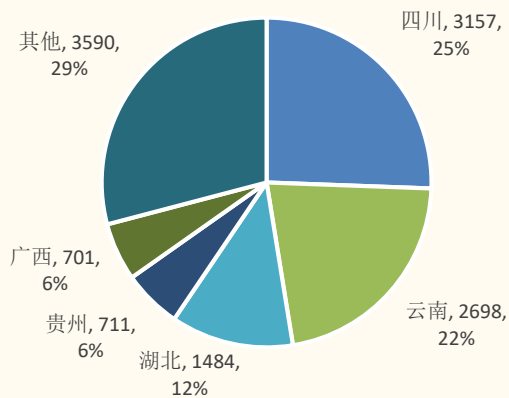
- 从长期看, 一方面, 虽然 2019 年广东省有 460 万千瓦核电装机容量投产, 抽水蓄能发电量累计增速创新高, 但根据现有广东省控煤趋势和能源结构, 通过核电填补火电减少的缺口仍需时间, 预计 2019 年广东外送电需求将扩大到 2000 亿千瓦时, 广西外送电需求维持在 110 亿千瓦时水平, 未来广东外送电的需求或将难以缩小。另一方面, 广东电力交易市场化改革进度稳健, 2019 年月度市场化交易电量增速超过 20%, 市场化电价折价 4.0 分/千瓦时, 相比 2017、2018 年仍有所缩窄, 月结竞价交易折价仅 3.0 分/千瓦时。我们预计尽管短期广东供应量随着本省风电、核电以及乌东德供应的增加略宽松, 但广东用电需求基本维持在 4-5% 的水平, 未来广东电力供给偏紧状态仍将继续, 市场化交易电量折价将缩窄, 加权平均电价上升。

#### 四、多年调节水库枯期多发，占据高价电优势

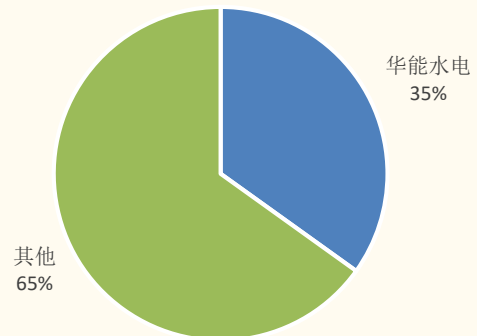
##### 4.1 第二大水力发电商，具备长期发展潜力

- 华能水电下属电站主要位于云南省境内。云南省水能资源储量大，开发条件优越，水能资源蕴藏量达 1.04 亿千瓦，居全国第三位，水能资源主要集中于滇西北的金沙江、澜沧江、怒江三大水系；可开发装机容量约 0.9 亿千瓦，仅次于四川，居全国第二位。云南省已将澜沧江、金沙江和怒江三大水系作为优先、重点开发的对象，在政策、资金、技术等各方面给予了大力支持。截至 2018 年云南省发电装机容量（含向家坝）9366.84 万千瓦，其中水电装机容量 6666.37 万千瓦，占比 71%。
- 在丰沛的水资源条件下，云南是我国水力发电大省之一：2018 年全省发电量 3007 亿千瓦时，其中水电发电量 2477 亿千瓦时，占比 82%。2018 年我国全国水力发电总量 12342 亿千瓦时，云南省水力发电量 2698 亿千瓦时，全国占比 22%，仅次于四川省。得益于公司糯扎渡、小湾电站的多年调节功能，公司水电站主要在高电价的枯期放水，在汛期发电并蓄水，从而获得更高收益。

图表 33：云南省是我国水力发电第二大省（亿千瓦时）



图表 34：华能水电占云南省水电总装机容量 35%



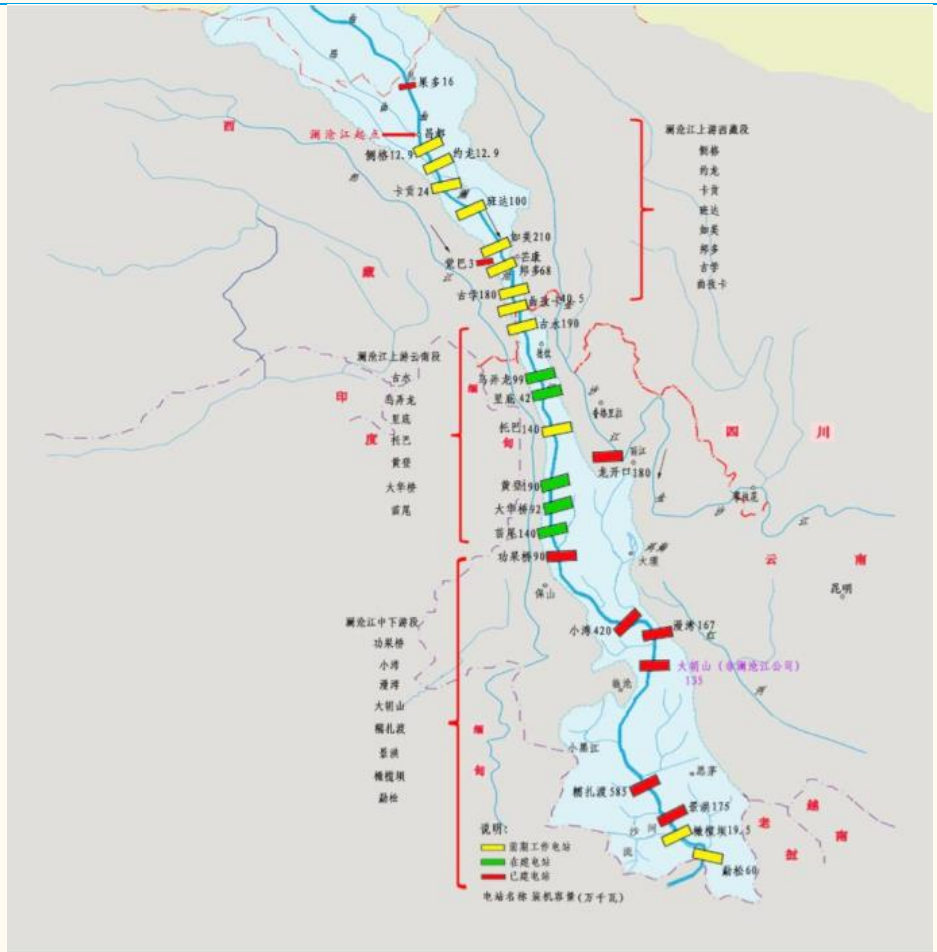
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，公司公告，国金证券研究所

- 在建 560 万千瓦装机容量，长期具备增长潜力：我国境内的澜沧江干流可大致分为上游西藏段、上游云南段、中下游段。目前公司澜沧江中下游段的多个水电站运营稳定，澜沧江上游云南段建设的五个电站共计 563 万千瓦在最近一年内投产，为公司新增装机量和新增发电量的主要来源。截至 2019 年 10 月 31 日，公司运营水电站 20 座，共计 2294 万千瓦装机容量；在建及筹建水电站 4 座，共计 560 万千瓦装机容量。其中，在建的托巴水电站在上游云南段，具备 140 万千瓦装机容量，筹建中的古水水电站、如美水电站、橄榄坝水电站具备 420 万千瓦装机容量。此外，公司还拥有处于前期筹备工作的水电站 6 座，共计 404 万千瓦装机容量。



图表 35：公司在澜沧江上中下游开发布局情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 36：公司水电站情况

所在省份/ 国家	项目名称	持股比例	机组规格及数量	控股装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	投产时间
云南	功果桥水电站	100%	4×22.5 万千瓦	90	90	
云南	小湾水电站	100%	6×70 万千瓦	420	420	
云南	漫湾水电站	100%	5×25+30+12 万 千瓦	167	167	
云南	糯扎渡水电站	100%	9×65 万千瓦	585	585	
云南	景洪水电站	100%	5×35 万千瓦	175	175	
云南	龙开口水电站	95%	5×36 万千瓦	180	171	
云南	金沙江中游	23%		560	128.55	
云南	大朝山水电	10%		135	13.5	
缅甸	瑞丽江一级水电站	40%	60 万千瓦	60	24	
柬埔寨	桑河二级水电站		8×5 万千瓦	40		
云南	徐村水电站	100%		8.58	8.58	
云南	南果河水电站	90%		1.6	1.44	
云南	丰甸河水电站	100%		1.26	1.26	

云南	老王庄水电站	100%		0.96	0.96	
云南	牛栏沟水电站	51%		2.48	1.2648	
云南	乌弄龙水电站	100%	4×24.75万千瓦	99	99	2019年1月投产
云南	里底水电站	100%	3×14万千瓦	42	42	2018年10月投产
云南	黄登水电站	100%	4×47.5万千瓦	190	190	2018年7月投产
云南	大华桥水电站	100%	4×23万千瓦	92	92	2018年6月投产
云南	苗尾水电站	100%	4×35万千瓦	140	140	2018年二季度投产
云南	托巴水电站			140		在建
云南	古水水电站			190		筹建
西藏	如美水电站			210		筹建
云南	橄榄坝水电站			19.5		筹建
西藏	侧格水电站			12.9		前期工作
西藏	约龙水电站			12.9		前期工作
西藏	班达水电站			100		前期工作
西藏	邦多水电站			68		前期工作
西藏	古学水电站			170		前期工作
西藏	曲孜卡水电站			40.5		前期工作

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.2 水电站梯级调度能力对平滑汛枯期来水，增发电量有重要作用

- **公司拥有具备多年调节能力的小湾和糯扎渡水电站：**具有调节水量的水电站称为有调节水库水电站。通常用调节库容/年径流量的比值来衡量水库的调节性能，分多年调节、年调节（季调节）、周调节、日调节、无调节。水库调度是指运用水库的调蓄能力，有计划地对入库径流进行蓄泄，以调节来水的时空分配，并充分利用水资源。在一条河流的水利水电开发规划中，为了充分利用水利水力资源，从河流或河段的上游到下游，修建的一系列呈阶梯式的水库。云南省澜沧江流域的小湾、糯扎渡水电站具有多年调节能力，正在筹建的如美水电站具有年调节能力，可作为规划河段及其下游河段的控制性调节水库；古水水电站具有季调节能力，是澜沧江上游云南段的“龙头水库”。如美、古水水电站投产后，将与已有水电站配合，提高公司在澜沧江流域的梯级调度能力，进一步挖掘澜沧江发电潜力。
- **多年调节水库调节能力国内少有：**在全国范围内，多年调节水库都是少有的优质资产。小湾和糯扎渡水电站承担了稳定云南省枯期发电的功能，小湾水电站的调节能力可达到汛枯期比 55:45，二者联合调节的情况下，糯扎渡水电站枯期的电量可以比汛期更大，一方面对电网的安全稳定运行提供较大的支持，另一方面可以在电价更高的枯期实现更多售电量。除此之外，长江电力的溪洛渡、向家坝水电站目前具备不完全年调节能力，建成乌东德、白鹤滩水电站以后的六库联调体系也仅仅具有年调节功能。雅砻江水电在两河口水电站建成之后，加上锦屏一级、二滩三库联调后，才具有多年调节性能。龙羊峡水电站是黄河流域上唯一的多年调节水库。

图表 37：云南省主要具备调节能力水电站

主要电站名称	装机容量（万千瓦）	流域名称	电站调节能力	流域调节能力
小湾水电站	420	澜沧江流域	多年调节能力	澜沧江以小湾和糯扎渡两个多年调节能力的电站，形成了两库八级多年调节能力

糯扎渡水电站	585	长江（金沙江） 流域	<b>多年调节能力</b>	
如美水电站（筹建）	210		年调节能力	可作为规划河段及其下游河段的控制性调节水库
古水水电站（筹建）	190		季度调节能力	
溪洛渡电站	1386		不完全年调节能力	
向家坝电站	640		不完全年调节能力	已实现三峡为核心的四库联调，随着乌东德和白鹤滩的投产，有望实现六库联调
乌东德电站（在建）	1020		调节库容 26 亿立方米	
白鹤滩电站（在建）	1600		年调节能力	

来源：公司公告，国金证券研究所

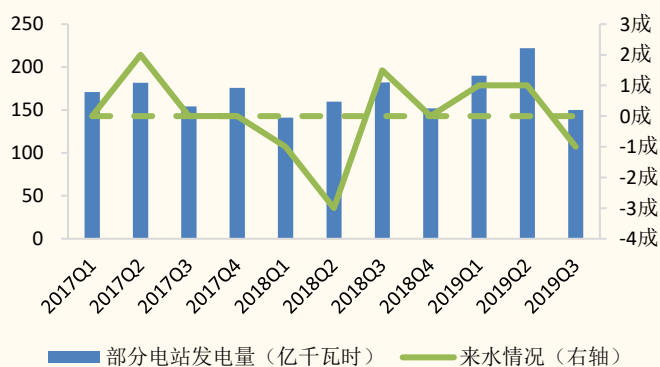
- **水电站梯级调度能力对平滑来水影响、增发电量具有显著作用：**按照季度对比 2017 年至今澜沧江来水情况和公司澜沧江中下游水电站（剔除 2017 年后投产水电站发电量），水库梯级调度能力平滑了来水的丰枯影响，这一效果在 2018 年二季度尤其显著。2019 年上半年公司发电量大幅提高 57%，其中新投产的乌弄龙、里底、黄登、大华桥、苗尾水电站产能释放新增贡献率 42%，已投产水库梯级调度的新增贡献率 57%。这是因为公司在 2018 下半年来水较丰时期，使具备调节能力的水库保持较高水位，在 2019 年枯期释放水头，转化为公司发电量的增长。同样受益于强大的梯级调度能力，公司水电站的平均利用小时数显著超过云南省水电平均利用小时数。

图表 38：梯级调度对发电量增长具有显著作用

	2019Q1	2019H1	2019Q3
发电量（亿千瓦时）	225.91	538.85	818.74
发电量同比增长	43%	57%	35%
新增发电量（亿千瓦时）	68.24	195.93	214.49
梯级调度新增贡献率	72%	57%	37%
新建五电站新增贡献率	28%	42%	60%

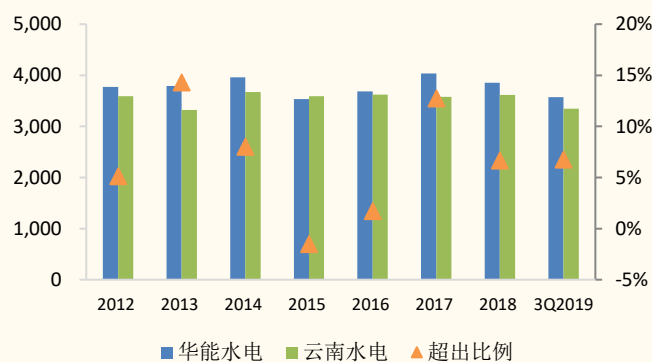
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：梯级调度平滑澜沧江来水影响



来源：公司公告，昆明电力交易中心，国金证券研究所

图表 40：公司水电利用小时数超出云南平均（小时）



来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- **公司承诺分红不低于可供分配利润 50%，预计 2019 年股息率接近 4.8%：**公司 2018 年资产负债率已经降至 72.8%，2019 年澜上电站投产转固，预计 2019-2021 年资产负债率将下降至 70% 以下。公司承诺在当年盈利、且无未弥补亏损的条件下，如无重大投资计划或重大现金支出事项发生、资产负债率未超过 75%，应当采取现金方式分配股利。公司每年以现金方式

分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50%。按照当前股价折算，2019 年公司股息率有望接近 4.8%。

## 五、盈利预测与投资建议

- **公司 1H2019 新投产 563 万千瓦装机容量，规模全国第二：**公司拥有澜沧江干流全部水能资源开发权，2019 年上半年澜上 563 万千瓦装机容量投产，公司装机容量达 2294 万千瓦，占云南省统调水电装机容量的 42%。在全国范围内仅次于长江电力 4550 万千瓦装机容量，是我国装机规模第二的水电公司。
- **云南高耗能拉动用电增长，电力交易价格趋于稳定：**云南售电收入约占公司水电板块收入四分之一。一方面，云南省用电量主要靠第二产业拉动，未来将有水电铝和水电硅新建产能的持续释放，电力产能需求将有高的持续增长。2019 年新增大工业负荷 250 万千瓦，预计新增用电量需求约 43 亿千瓦时。2020-2021 年，预计仅云铝股份就将新增 142 亿千瓦时用电量。另一方面，云南省电力市场化程度高，月度市场交易电量增速下降，电力市场趋于成熟，汛枯期价差缩窄，近三年全年加权平均电价基本稳定。
- **广东外送电需求难以下降，预计未来市场化交易电价上升：**广东售电收入约占公司水电板块收入七成。从长期看，一方面，虽然 2019 年广东省有 460 万千瓦核电装机容量投产，抽水蓄能发电量累计增速创新高，但根据现有广东省控煤趋势和能源结构，通过核电填补火电减少的缺口仍需时间，预计 2019 年广东外送电需求将扩大到 2000 亿千瓦时，广西外送电需求维持在 110 亿千瓦时水平，未来广东省外送电的需求或将难以缩小。另一方面，广东电力交易市场化改革进度稳健，2019 年月度市场化交易电量增速超过 20%，市场化电价折价 4.0 分/千瓦时，相比 2017、2018 年仍有所缩窄，月结竞价交易折价仅 3.0 分/千瓦时。我们预计尽管短期广东供应量随着本省风电、核电以及乌东德供应的增加略宽松，但广东用电需求基本维持在 4-5%的水平，未来广东电力供给偏紧状态仍将继续，市场化交易电量折价将缩窄，加权平均电价微幅上升。
- **唯一拥有多年调节能力水库上市公司，预计 2019 年股息率有望 4.8%：**华能水电是目前唯一拥有多年调节功能水库的上市水电公司。小湾和糯扎渡水电站是具有多年调节能力的龙头水库，承担了稳定云南省枯期发电的功能，也起到平滑来水的效果。公司承诺每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50%。按照当前股价折算，2019 年公司股息率有望接近 4.8%。
- **基于以上对公司供需情况分析，我们做出如下核心假设：**

2019 年下半年澜沧江来水情况不佳，将影响澜沧江枯期蓄水，考虑到小湾、糯扎渡等水库平滑来水的调节能力，预计 2020 年利用小时数将与 2019 年基本持平。到 2021 年，新建成的水电站产能逐渐释放，同时受益于两库八级调度系统的完善、梯级调度技术的改进，预计澜上五座公司水力发电利用小时数将提高 5%；

2019 年云南交易市场逐渐成熟，供需情况改善，云南市场化交易加权平均电价 0.1782 元/千瓦时，相比 2018 年平均电价微幅提高，预计 2020、2021 年云南省加权平均交易电价维持 0.1782 元/千瓦时；

近年广东市场化交易电量折价逐年缩窄，华能水电送广东电量除框架内部分外，其余框架外部分通过月度竞价交易结算，2019 年广东月结市场电价折价 3.0 分/千瓦时。预计未来广东供需格局偏紧，外送电需求难以缩小，预计 2020-2021 年公司送广东市场化交易电量折价将缩窄为 2.0、1.0 分/千瓦时；

新能源发电中风电、光伏发电量增速分别为 10%、5%，电价维持目前水平不变；
- **基于以上假设，我们对公司业绩作出如下预测：**



图表 41: 公司在不同区域售电情况

	单位	2019E	2020E	2021E
云南占比		29%	29%	29%
云南售电-云铝电	(亿千瓦时)	100.00	100.00	100.00
电价	(元/千瓦时)	0.1850	0.1850	0.1850
云南售电-市场化	(亿千瓦时)	185.32	185.77	189.86
电价	(元/千瓦时)	0.1782	0.1782	0.1782
广东占比		60%	60%	60%
澜上送广东-框架内	(亿千瓦时)	185.00	185.00	185.00
电价	(元/千瓦时)	0.2528	0.2528	0.2528
广东-框架内	(亿千瓦时)	220.00	220.00	220.00
电价	(元/千瓦时)	0.2528	0.2528	0.2528
广东-框架外	(亿千瓦时)	185.32	186.26	194.72
电价	(元/千瓦时)	0.2228	0.2328	0.2428
广西占比		7%	7%	7%
广西	(亿千瓦时)	68.87	68.98	69.96
电价	(元/千瓦时)	0.1423	0.1423	0.1423

来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

- 2018 年由于完成金中公司 23%股权转让等因素, 公司获得投资收益 39 亿元。我们预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 208/211/216 亿元, 归母净利润分别为 50.94/51.36/52.37 亿元, 对应 EPS 分别为 0.28/0.29/0.29 元, 当前股价对应 P/E 为 15.4/15.3/15.0X, 预计 2019 年归母扣非净利润增速 67%, 给予 2019 年 18 倍 PE, 对应目标价 5.0 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 42: 可比上市公司 EPS 和 PE

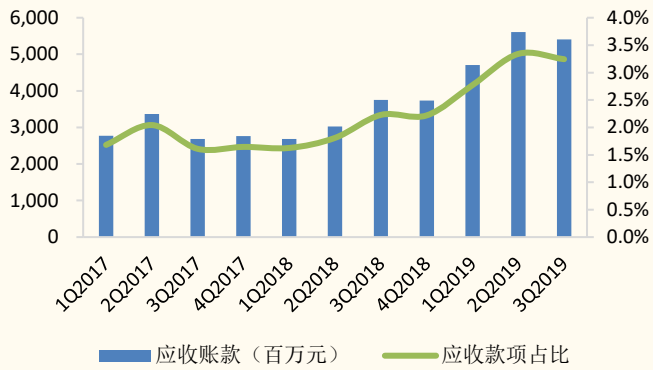
可比上市公司	一致预期 EPS	PE
长江电力	1.04	17.77
华能水电	0.28	15.53
川投能源	0.75	13.05
国投电力	0.73	11.92
桂冠电力	0.32	15.22

来源: wind, 国金证券研究所

## 六、风险提示

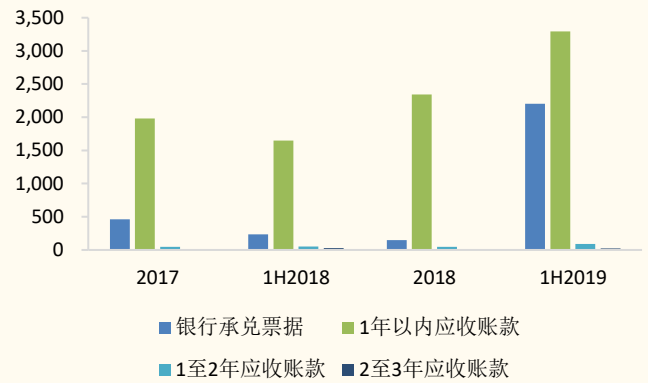
- **澜沧江来水不及预期:** 水电利用小时数受水系的汛期枯期来水影响, 如果澜沧江未来来水长期不及预期, 虽然公司多个水电站具备多年调节能力, 但如果澜沧江长期来水不及预期的情况, 仍然会对水电站利用小时数产生负面影响。
- **应收款项周转不及预期:** 由于公司主要客户云南电网公司用银行承兑汇票支付电费的比例增加, 同时 2019 年上半年新投产 563 万千瓦装机容量, 发电量增加, 应收电费增加, 公司应收账款增加。公司大部分应收款项为银行承兑票据和 1 年以内应收账款, 且第三季度已经出现好转。若云南电网公司持续拖欠电费, 公司应收款项占比可能扩大。

图表 43: 公司应收款项情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 公司应收款项结构 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **云南省电力交易市场情况不及预期:** 云南省电力市场化程度高, 如果未来云南省电力供需情况恶化, 公司本地交易电价下降, 将影响业绩。
- **宏观经济不及预期:** 公司大量电力输送给我国经济大省和用电大省广东。如果宏观经济情况持续下行, 我国各省市尤其广东省电力需求下降, 将不利于公司电力消纳。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>主营业务收入</b>	<b>11,552</b>	<b>12,848</b>	<b>15,516</b>	<b>20,817</b>	<b>21,058</b>	<b>21,564</b>	货币资金	964	1,723	1,498	2,513	3,078	3,559	
增长率		11.2%	20.8%	34.2%	1.2%	2.4%	应收款项	1,403	2,954	6,414	6,063	5,970	5,780	
主营业务成本	-6,428	-6,740	-7,616	-8,957	-9,373	-9,703	存货	45	33	23	29	28	27	
%销售收入	55.6%	52.5%	49.1%	43.0%	44.5%	45.0%	其他流动资产	103	4,519	591	888	1,289	1,729	
毛利	5,124	6,107	7,901	11,860	11,685	11,860	流动资产	2,514	9,230	8,525	9,494	10,364	11,095	
%销售收入	44.4%	47.5%	50.9%	57.0%	55.5%	55.0%	%总资产	1.6%	5.5%	5.1%	5.6%	6.0%	6.2%	
营业税金及附加	-276	-310	-299	-354	-337	-323	长期投资	4,083	4,025	1,762	1,847	2,469	3,081	
%销售收入	2.4%	2.4%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	固定资产	149,789	148,099	150,476	151,346	152,557	154,547	
销售费用	-9	-18	-22	-25	-25	-26	%总资产	92.4%	88.2%	89.4%	88.8%	87.7%	86.7%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	5,212	5,814	6,980	7,704	8,594	9,472	
管理费用	-182	-201	-218	-291	-295	-302	非流动资产	159,554	158,751	159,840	160,897	163,620	167,100	
%销售收入	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	98.4%	94.5%	94.9%	94.4%	94.0%	93.8%	
研发费用	0	0	-9	-12	-13	-13	<b>资产总计</b>	<b>162,068</b>	<b>167,980</b>	<b>168,365</b>	<b>170,391</b>	<b>173,984</b>	<b>178,195</b>	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	12,257	16,260	27,444	15,524	16,353	17,653	
息税前利润 (EBIT)	4,656	5,578	7,353	11,177	11,016	11,196	应付款项	12,472	9,649	9,424	9,900	9,362	9,181	
%销售收入	40.3%	43.4%	47.4%	53.7%	52.3%	51.9%	其他流动负债	16,938	13,621	6,392	5,390	5,367	5,354	
财务费用	-3,446	-3,564	-4,065	-4,833	-5,082	-5,209	流动负债	41,667	39,530	43,259	30,814	31,083	32,189	
%销售收入	29.8%	27.7%	26.2%	23.2%	24.1%	24.2%	长期贷款	80,880	85,470	77,612	81,612	83,172	84,742	
资产减值损失	-17	-35	-98	-272	11	21	其他长期负债	4,232	1,978	1,714	5,076	5,112	5,137	
公允价值变动收益	0	0	0	190	380	420	负债	126,780	126,979	122,585	117,502	119,367	122,068	
投资收益	-61	-19	3,945	250	270	300	<b>普通股股东权益</b>	<b>33,655</b>	<b>39,420</b>	<b>44,257</b>	<b>51,031</b>	<b>52,442</b>	<b>53,617</b>	
%税前利润	n.a	n.a	57.3%	4.1%	4.4%	4.8%	其中：股本	16,200	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000	
营业利润	1,133	3,292	7,387	6,633	6,662	6,795	未分配利润	162	1,958	6,214	7,539	8,450	9,124	
营业利润率	9.8%	25.6%	47.6%	31.9%	31.6%	31.5%	少数股东权益	1,633	1,582	1,524	1,858	2,175	2,510	
营业外收支	-117	-496	-507	-500	-500	-500	<b>负债股东权益合计</b>	<b>162,068</b>	<b>167,980</b>	<b>168,365</b>	<b>170,391</b>	<b>173,984</b>	<b>178,195</b>	
税前利润	1,015	2,796	6,880	6,133	6,162	6,295	<b>比率分析</b>		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	8.8%	21.8%	44.3%	29.5%	29.3%	29.2%	<b>每股指标</b>							
所得税	-282	-425	-830	-705	-709	-724	每股收益	0.031	0.122	0.322	0.283	0.285	0.291	
所得税率	27.8%	15.2%	12.1%	11.5%	11.5%	11.5%	每股净资产	2.077	2.190	2.459	2.835	2.913	2.979	
净利润	733	2,371	6,050	5,428	5,453	5,572	每股经营现金净流	0.521	0.476	0.607	0.919	0.942	0.992	
少数股东损益	225	182	248	334	317	335	每股股利	0.000	0.055	0.178	0.209	0.235	0.253	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>508</b>	<b>2,189</b>	<b>5,803</b>	<b>5,094</b>	<b>5,136</b>	<b>5,237</b>	<b>回报率</b>							
净利率	4.4%	17.0%	37.4%	24.5%	24.4%	24.3%	净资产收益率	1.51%	5.55%	13.11%	9.98%	9.79%	9.77%	
							总资产收益率	0.31%	1.30%	3.45%	2.99%	2.95%	2.94%	
							投入资本收益率	2.62%	3.31%	4.27%	6.40%	6.14%	6.07%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-10.87%	11.21%	20.77%	34.16%	1.16%	2.40%	
							EBIT 增长率	-20.37%	19.80%	31.82%	52.00%	-1.44%	1.64%	
							净利润增长率	-77.78%	330.75%	165.10%	-12.22%	0.84%	1.95%	
							总资产增长率	3.50%	3.65%	0.23%	1.20%	2.11%	2.42%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	35.4	43.8	51.7	70.0	65.0	57.0	
							存货周转天数	2.7	2.1	1.4	1.2	1.1	1.0	
							应付账款周转天数	10.9	6.0	5.3	5.0	4.8	4.6	
							固定资产周转天数	3,262.6	2,932.1	2,983.0	2,554.3	2,494.1	2,401.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	261.20%	243.91%	226.21%	185.87%	182.68%	181.32%	
							EBIT 利息保障倍数	1.4	1.6	1.8	2.3	2.2	2.1	
							资产负债率	78.23%	75.59%	72.81%	68.96%	68.61%	68.50%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	4	15
增持	1	1	3	5	7
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.63</b>	<b>1.70</b>	<b>1.39</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH