

华能水电 (600025)

证券研究报告

2020年07月02日

拐点已至

全国第二大水电公司，华能集团水电业务平台

华能水电为全国第二大水电公司，拥有澜沧江干流全部水能资源开发权。公司为实控人华能集团水电业务整合唯一平台。公司在水电行业地位突出，是实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业。近年随着澜沧江在建项目陆续投产，公司装机规模持续增长。截至2020年一季度末，公司控股装机总规模达2,318.38万千瓦。

来水不济叠加疫情拖累，公司业绩已至低点

近年随着黄登、乌弄龙、里底等电站陆续投产，公司2015至2019年发电量增速持续走高。但2020年以来，流域来水不济问题严重，一季度小湾电站断面来水同比偏枯16%，同时在疫情背景下统调需求总体同比大幅减少。在来水叠加需求的双重压制下，公司一季度发电量同比大幅下降38%，同时公司业绩在一季度下挫至低点，一季度公司实现营收31亿，同比下滑30%，并且归母净利润为-0.5亿，为2017年以来首次单季度亏损。

五大拐点已至，基本面改善在即

来水拐点：预计7月澜沧江干流上游乌弄龙断面来水较多年平均基本持平，澜沧江区间来水较多年平均偏枯1成，环比改善明显。**折旧拐点：**预计2020至2025年到期机组总装机额为1380万千瓦，累计到期折旧额约为8.42亿。**电价拐点：**预计20年云南省新增大工业负荷340万千瓦装机，水电铝硅产业支撑省内用电，西电东送增长稳健，而供给端新增装机有限，预计20年新增580万千瓦装机，整体电力供需趋紧，电价抬升趋势明晰，6月交易电价同比已提升超10%。**资本开支拐点：**投资高峰已过，当前主要投入为托巴电站建设，未来年均资本开支有望降至30亿水平。**财务费用拐点：**资本开支高峰已过，公司将进入还债周期，预计每年还债空间约80亿，对应缩减财务费用约3.2亿。

PB已至低点，估值吸引力渐增

纵向回溯，公司PB估值水平自2019年8月以来整体持续走低，截至6月30日收盘，PB为1.24倍，当前估值水平已达2019年以来低点。**横向对比，**公司PB估值以及单位装机市值（2889元/千瓦）均为行业较低水平。未来随着五大拐点的逐步兑现，公司业绩改善可期，当前估值吸引力渐增。

盈利预测与投资建议：

我们预计公司2020-2022实现归母净利润47.20、60.67、64.29亿元，同比-14.87%、+28.53%和+5.96%，对应EPS为0.26、0.34和0.36元，对应PE为14.8、11.5和10.9倍。我们给予2021年目标PE15倍，目标价格5.1元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑风险，来水低于预期风险，资本开支过高风险

投资评级

行业	公用事业/电力
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	3.88元
目标价格	5.1元

基本数据

A股总股本(百万股)	18,000.00
流通A股股本(百万股)	8,928.00
A股总市值(百万元)	69,840.00
流通A股市值(百万元)	34,640.64
每股净资产(元)	2.61
资产负债率(%)	65.71
一年内最高/最低(元)	4.96/3.40

作者

郭丽丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
杨阳	分析师
SAC执业证书编号：S1110520050001	
yangyanga@tfzq.com	
靳晓雪	分析师
SAC执业证书编号：S1110520050002	
jinxiaoxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,516.48	20,800.94	20,050.63	21,182.06	21,654.56
增长率(%)	20.77	34.06	(3.61)	5.64	2.23
EBITDA(百万元)	16,476.60	17,261.44	16,608.35	18,041.98	18,410.31
净利润(百万元)	5,802.73	5,544.57	4,720.30	6,067.18	6,428.53
增长率(%)	165.10	(4.45)	(14.87)	28.53	5.96
EPS(元/股)	0.32	0.31	0.26	0.34	0.36
市盈率(P/E)	12.04	12.60	14.80	11.51	10.86
市净率(P/B)	1.58	1.27	1.42	1.33	1.26
市销率(P/S)	4.50	3.36	3.48	3.30	3.23
EV/EBITDA	9.67	9.72	9.89	8.75	8.22

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 全国第二大水电公司，华能集团水电业务平台	4
2. 来水不济叠加疫情拖累，公司业绩已至低点	5
3. 五大拐点已至，基本面改善在即	6
3.1. 来水拐点：主汛期来临，来水环比改善	6
3.2. 折旧拐点：机组折旧开启下行周期	6
3.3. 电价拐点：云南省电力供需趋紧，电价抬升可期	8
3.4. 资本开支拐点：高峰已过，未来年均资本开支有望降至 30 亿水平	10
3.5. 财务费用拐点：债务规模下降，投资高峰已过	10
4. PB 已至低点，估值吸引力渐增	11
5. 盈利预测与投资建议	12
6. 风险提示	14

图表目录

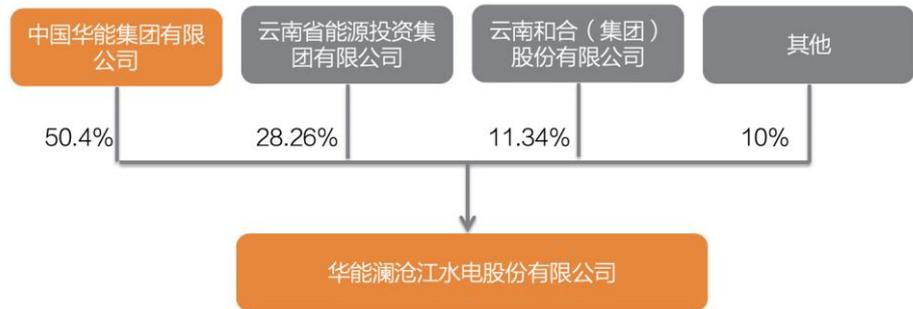
图 1：公司实际控制人为中国华能集团	4
图 2：近三年公司控股装机容量持续走高	4
图 3：截至 2020 年一季末，公司水电装机占比 99%	4
图 4：公司一季度发电量明显走低	5
图 5：公司逐季发电量增速走低	5
图 6：公司一季度营收出现负增长	6
图 7：公司一季度出现亏损	6
图 8：公司历年固定资产折旧计提规模较大	6
图 9：公司将迎来折旧到期高峰	7
图 10：预计未来每年到期折旧额	7
图 11：云南省内电力消费稳健	8
图 12：西电东送电量短期受到冲击	8
图 13：云南省发电量短期受疫情冲击明显	9
图 14：截至 2019 年末，云南装机结构以水电为主	9
图 15：云南成交电价同比抬升趋势明显（单位：元/度）	9
图 16：资本开支高峰期已过	10
图 17：在建工程账面余额持续降低	10
图 18：2019 财务费用增速放缓	11
图 19：公司有息债务规模趋降	11
图 20：公司 PB 估值已达 2019 年以来低点（截至 6 月 30 日）	11
表 1：公司控股电站明细	4

表 2: 澜沧江来水情况明显好转	6
表 3: 预计到期折旧额测算	7
表 4: 公司主要机组具体折旧到期时间	7
表 5: 云南省 2020 年投产主要高负荷项目一览	9
表 6: 公司 2019 年末在建工程明细	10
表 7: 可比公司估值表 (截至 6 月 30 日)	11
表 8: 发电量预测	12
表 9: 收入成本预测	13
表 10: 可比估值表 (截至 6 月 30 日)	13

1. 全国第二大水电公司，华能集团水电业务平台

全国第二大水电公司，实控人为华能集团。华能水电全称为华能澜沧江水电股份有限公司，拥有澜沧江干流全部水能资源开发权，为全国第二大水电公司，同时也是云南省最大发电企业。公司为实控人华能集团水电业务最终整合的唯一平台，初建于 2001 年 2 月，并于 2017 年 12 月登陆上交所。公司在水电行业地位突出，是培育云南水电支柱产业和实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业和龙头企业，也是“藏电外送”的主要参与者。

图 1：公司实际控制人为中国华能集团



资料来源：Wind，天风证券研究所

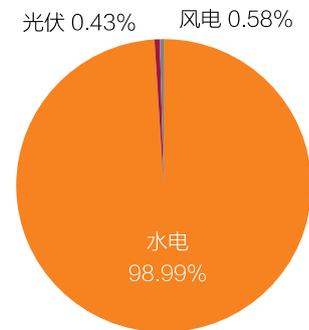
装机规模趋于稳定，截至一季度末控股装机 2318.38 万千瓦。近年随着澜沧江在建项目陆续投产，公司装机规模持续增长，2019 年公司新增投产装机 197.5 万千瓦，截至 2019 年末，公司已投产装机容量占云南省统调装机容量的 27.83%，占统调水电装机容量的 40.54%。截至 2020 年一季度末，公司已投产装机容量 99% 为水电，总规模达 2,318.38 万千瓦，当前公司在建电站仅有托巴电站，总工期 82 个月，因此中短期公司装机规模将保持稳定。

图 2：近三年公司控股装机容量持续走高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：截至 2020 年一季度末，公司水电装机占比 99%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：公司控股电站明细

电种	电站名称	装机容量 (万千瓦)	持股比例
水电	乌弄龙	99	100.00%
	里底	42	100.00%
	黄登	190	100.00%
	大华桥	92	100.00%
	苗尾	140	100.00%
	功果桥	90	100.00%
	小湾	420	100.00%
	漫湾	167	100.00%
	糯扎渡	585	100.00%
	景洪	175	100.00%

	龙开口	180	95.00%
	瑞丽江一级	60	40.00%
	桑河二级	40	100.00%
	徐村	8.58	100.00%
	南果河	1.6	90.00%
	丰甸河	1.26	100.00%
	老王庄	0.96	100.00%
	牛栏沟	2.48	51.00%
	水电合计	2294.88	
风电	野猫山	4.95	100%
	杨家房	3.6	100.00%
	白鹤厂	4.95	100.00%
	风电合计	13.5	
光伏	石林光伏	1	70.00%
	石林光伏二期	9	70.00%
	光伏合计	10	
	总计	2318.38	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 来水不济叠加疫情拖累，公司业绩已至低点

来水不济叠加需求疲软，发电量大幅下滑。近年随着黄登、乌弄龙、里底等电站陆续投产，公司成长性明显，2015至2019年发电量增速持续走高，2019年完成发电量1044亿千瓦时，同比高增28%。但2020年以来，流域来水不济问题严重，一季度小湾电站断面来水同比偏枯16%，龙开口电站断面来水同比偏枯约10%。

同时在疫情背景下统调需求总体同比大幅减少，其中西电东送电量同比大幅减少，云南省内用电需求增长也低于预期。在来水叠加需求的双重压制下，公司一季度发电量140亿千瓦时，同比大幅下降38%。

图4：公司一季度发电量明显走低



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图5：公司逐季发电量增速走低



资料来源：公司公告，天风证券研究所

业绩受发电疲软拖累，一季度已至低点。在发电不足的影响下，公司业绩在一季度下挫至低点，一季度公司实现营收31亿，同比下滑30%，并且归母净利润为-0.5亿，为2017年以来首次单季度亏损。

图 6：公司一季度营收出现负增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司一季度出现亏损



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 五大拐点已至，基本面改善在即

3.1. 来水拐点：主汛期来临，来水环比改善

来水问题是上半年压制华能水电业绩的重要因素。今年汛期整体降水十分丰沛，6 月 2 日至 28 日，中央气象台已连续发布暴雨预警 27 天，持续时间近年少见。具体至云南省，6 月 13 日至 15 日云南经历强降雨过程，标志云南省全面进入雨季、进入主汛期，降雨过程和强降水逐步增多。

根据昆明电力交易中心数据，预计 7 月澜沧江干流上游乌弄龙断面来水较多年平均基本持平，澜沧江区间来水较多年平均偏枯 1 成，整体来看来水状况相较上半年改善明显。

表 2：澜沧江来水情况明显好转

月份	澜沧江干流上游乌弄龙断面	澜沧江区间	金沙江	其他流域
7 月	平均基本持平	平均偏枯 1 成	平均基本持平	偏枯 0-4 成
6 月	平均基本持平	平均偏枯 2 成	平均基本持平	偏枯 0-7 成
5 月	平均偏丰 1 成	平均偏枯 3 成	平均基本持平	偏枯 0-6 成
4 月	平均偏丰 2 成	平均偏枯 5 成	平均偏丰近 2 成	偏枯 0-5 成
3 月	平均基本持平	平均偏枯 5 成	平均偏丰 1 成	偏枯 0-5 成
2 月	平均基本持平	平均偏枯 4 成	平均偏丰 1 成	偏枯 0-6 成
1 月	平均基本持平	平均偏枯 5 成	平均偏丰 1 成	偏枯 1-6 成

资料来源：昆明电力交易中心，天风证券研究所

3.2. 折旧拐点：机组折旧开启下行周期

公司机组折旧开启下行周期，业绩有望得到释放。根据招股书披露，未来五年公司机组折旧将大规模到期，2020 至 2025 年到期机组总装机额为 1380 万千瓦，占当前装机容量约 60%。我们根据 2017 上半年末装机容量及全年折旧额进行测算，预计 2020 年至 2025 年累计到期折旧额约为 8.42 亿。

图 8：公司历年固定资产折旧计提规模较大



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

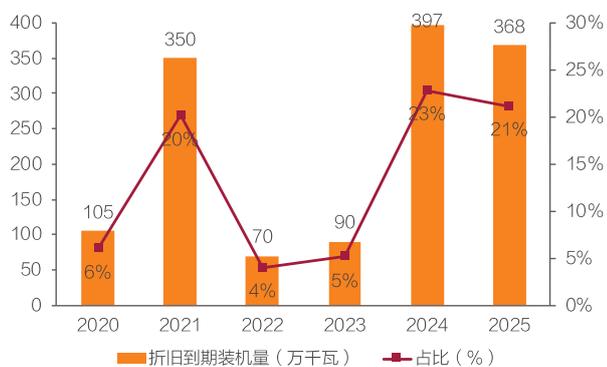
注: 2015 及 2016 年为招股书披露主营成本折旧费, 2017 至 2019 为年报披露固定资产当期计提额

表 3: 预计到期折旧额测算

年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025
折旧到期装机量 (万千瓦)	105	350	70	90	397	368
占比 (%)	6.04%	20.15%	4.03%	5.18%	22.85%	21.18%
2017 装机量 (万千瓦)	1737.38	1737.38	1737.38	1737.38	1737.38	1737.38
2017 年计提机器设备折旧 (亿)	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
预计到期折旧额 (亿)	0.641	2.135	0.427	0.549	2.422	2.245

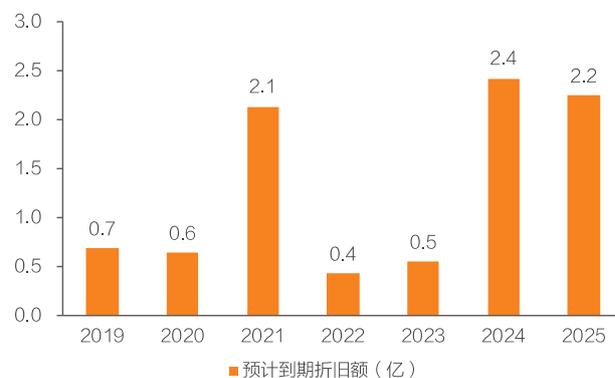
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 9: 公司将迎来折旧到期高峰



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 10: 预计未来每年到期折旧额



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

表 4: 公司主要机组具体折旧到期时间

电站	资产名称	规格 (万千瓦)	购置时间	折旧到期时间
漫湾电站	1 号机组	30	2007	已到期
	2 号机组	25	1996	已到期
	3 号机组	25	1995	已到期
	4 号机组	25	1995	已到期
	5 号机组	25	1994	已到期
	6 号机组	25	1994	已到期
	8 号机组	12	2007	已到期
景洪电站	1 号机组	35	2009	2020

	2号机组	35	2009	2020
	3号机组	35	2008	2020
	4号机组	35	2008	已到期
	5号机组	35	2008	已到期
小湾电站	1号机组	70	2009	2021
	2号机组	70	2009	2021
	3号机组	70	2009	2021
	4号机组	70	2010	2021
	5号机组	70	2010	2021
	6号机组	70	2010	2022
功果桥电站	1号机组	22.5	2012	2023
	2号机组	22.5	2012	2023
	3号机组	22.5	2011	2023
	4号机组	22.5	2011	2023
糯扎渡电站	1号机组	65	2014	2025
	2号机组	65	2014	2025
	3号机组	65	2013	2025
	4号机组	65	2013	2025
	5号机组	65	2013	2024
	6号机组	65	2013	2024
	7号机组	65	2012	2024
	8号机组	65	2012	2024
	9号机组	65	2012	2024
龙开口电站	1号机组	36	2013	2024
	2号机组	36	2013	2024
	3号机组	36	2014	2025
	4号机组	36	2013	2025
	5号机组	36	2013	2025

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 电价拐点：云南省电力供需趋紧，电价抬升可期

云南电力市场化水平全国第一，2019年市场化交易电量占比57.69%，较全国平均水平高出27.56个百分点，其中大工业电量市场化占比高达97.8%。在高度市场化的电力交易环境下，整体供需格局是电价走势的核心影响因素。

需求端：水电铝硅产业拉动省内用电需求，外送电增长短期受阻。云南省电力需求主要分为省内与省外两部分。**省内方面**，近年云南省内用电量稳健增长，2020年前五个月仍保持了10%左右的同比增速，需求韧性较强。云南省水电铝材、水电硅材产业一体化发展战略，为省内需求的稳健增长提供了支撑。2019年存量水电铝硅项目总用电量达202亿千瓦时，2019年新增水电铝硅项目总用电量达63亿千瓦时，进一步夯实了全省电力需求增长的基础。预计20年云南省新增大工业负荷为340万千瓦，在按时投产的情况下，预计新增电量约150亿千瓦时。

外送方面，云南电外送主要输出省份为广东。虽短期受到疫情影响，但整体增量较为可观。根据云电送粤“十三五”框架协议和网公司年度计划，2020年安排云电送粤电量1035亿千瓦时。

图 11：云南省内电力消费稳健

图 12：西电东送电量短期受到冲击



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 昆明电力交易中心, 人民网, 天风证券研究所

表 5: 云南省 2020 年投产主要高负荷项目一览

项目名称	用电负荷
马塘水电铝一期	82
富宁神火集团水电铝项目一期	75
其亚电解铝	54
鹤庆溢鑫铝业有限公司二期	35
梁河县云聚科技有限公司	20
云南永钢铁集团巨利达钢铁有限公司	10
德宏贺宝科技有限公司	7
丽江隆基硅材料公司二期	6.5
保山隆基硅材料公司三期	6.2

资料来源: 昆明电力交易中心, 天风证券研究所

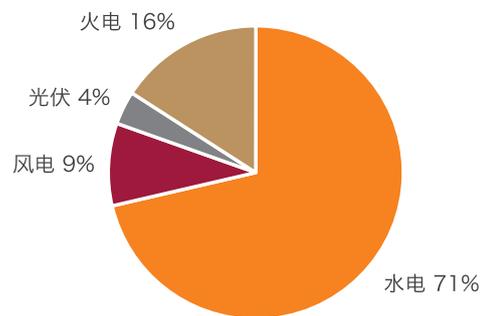
云南省新增装机有限, 且以水电为主。根据昆明电力交易中心数据, 预计 2020 年云南将新增 580 万千瓦装机容量, 主要为乌东德电站新投六台水电机组。水电方面, 新增发电容量 557 万千瓦; 新能源方面, 风电新增 4.8 万千瓦、光伏新增 1.5 万千瓦; 余热及其他类型新增 16.7 万千瓦。整体来看, 云南省未来新增装机容量十分有限, 且以水电为主, 发电增速相对需求而言较为平缓。

图 13: 云南省发电量短期受疫情冲击明显



资料来源: Wind, 天风证券研究所

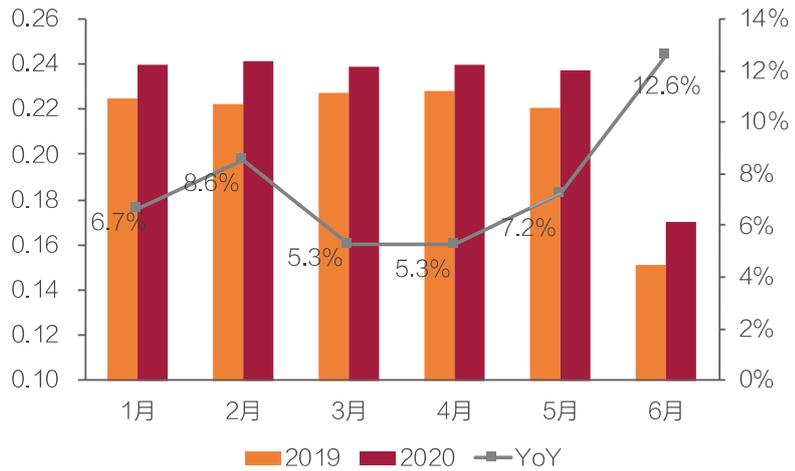
图 14: 截至 2019 年末, 云南装机结构以水电为主



资料来源: 昆明电力交易中心, 天风证券研究所

整体来看, 云南省未来电力供需格局趋紧, 电价存在抬升推力。2020 年云南各月成交电价同比均实现上涨, 其中 6 月实现同比抬升达 12.6%, 充分体现出整体供需格局的方向。

图 15: 云南成交电价同比抬升趋势明显 (单位: 元/度)

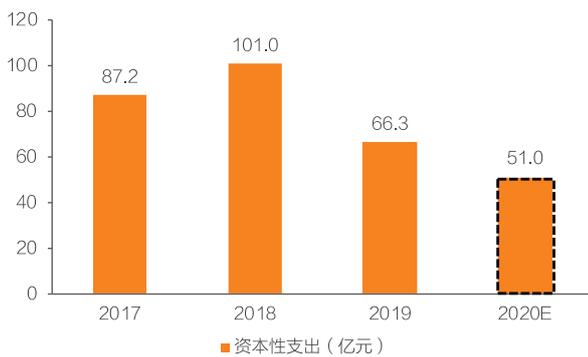


资料来源：昆明电力交易中心，天风证券研究所

3.4. 资本开支拐点：高峰已过，未来年均资本开支有望降至 30 亿水平

2019 年已实现黄登、大华桥、里底以及乌弄龙电站的陆续投产，公司当前在建电站仅有托巴电站，托巴电站项目总投资 200 亿左右，已投资 63 亿，预计剩余 137 亿将在未来 6 至 7 年内分摊，平均每年产生的资本开支为 20 至 30 亿元，相较近年资本开支规模显著下降。资本开支拐点的到来将限制公司债务规模的增长，财务费用有望进一步缩减。

图 16：资本开支高峰期已过



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：在建工程账面余额持续降低



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：公司 2019 年末在建工程明细

项目	2019 年末账面价值 (亿元)
托巴水电站	63.36
澜沧江上游公司项目前期费	13.43
橄榄坝航电枢纽项目	5.16
古水水电站前期等项目	4.84
澜沧江上游沿江公路	4.77
东南亚其他前期项目-国际能源	1.36
其他	2.04
合计	94.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.5. 财务费用拐点：债务规模下降，投资高峰已过

随着在建电站的陆续投产，资本开支高峰已过，公司资金需求大幅下降，未来公司将进入还债周期。在此背景下，公司未来有息债务规模有望持续缩减，财务费用将得到优化。公司目前在手主要资本开支项为托巴电站，预计未来每年资本开支规模将降至 20 至 30 亿水

平。

假设经营活动现金净流入为 162 亿（2019 年数据），资本开支降至 20 至 30 亿，在 27 亿分红（2019 年数据）下，剩余可支配现金流 105 至 115 亿，保守估计可用于还债空间 80 亿左右。假设综合利率 4%，每年还债金额约 80 亿元，则每年财务费用节省空间约 3.2 亿。另一方面，在上半年疫情冲击背景下，政策端降息减负持续发力，企业融资成本有望进一步受益优化。

图 18：2019 财务费用增速放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：公司有息债务规模趋降



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：此处以短期借款及长期借款指代有息负债

4. PB 已至低点，估值吸引力渐增

纵向回溯，当前 PB 估值水平已达 2019 年以来低点。公司 PB 估值水平自 2019 年 8 月以来整体持续走低。2020 年以来，在来水叠加疫情冲击下，公司 PB 估值下行趋势不改。截至 6 月 30 日收盘，公司 PB 估值为 1.24 倍，当前估值水平已达 2019 年以来低点。

图 20：公司 PB 估值已达 2019 年以来低点（截至 6 月 30 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

横向对比，公司 PB 估值水平低于同业。截至 2020 年 6 月 30 日收盘，华能水电 PB (LR) 为 1.24 倍，估值水平显著低于同业，在所选取的六家水电公司中最低，不足长江电力的一半。此外，公司单位装机市值在可比公司中也处于中下水平。未来随着五大基本面拐点的逐步兑现，公司业绩改善可期，当前估值水平吸引力持续凸显。

表 7：可比公司估值表（截至 6 月 30 日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE (TTM)	市净率 PB (LF)	权益装机容量 (万千瓦)	单位装机市值 (元/千瓦)

600025.SH	华能水电	682.20	14.56	1.24	2,361.18	2,889.23
600900.SH	长江电力	4,166.80	19.92	2.75	4,549.50	9,158.81
600886.SH	国投电力	533.38	10.29	1.41	2,031.66	2,625.35
600674.SH	川投能源	408.08	14.94	1.51	934.00	4,369.15
002039.SZ	黔源电力	51.67	15.43	1.85	176.93	2,920.59
600236.SH	桂冠电力	334.21	18.54	2.51	1,057.81	3,159.48

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

2020 年一季度完成发电量 140.33 亿千瓦时,同比减少 37.88%,上网电量 139.13 亿千瓦时,同比减少 37.97%。发电量减少的主要原因:一是 2020 年初公司梯级蓄能同比大幅减少。二是 2020 年以来两库来水同比持续偏枯,其中小湾电站断面来水同比偏枯 16%,龙开口电站断面来水同比偏枯约 10%。三是受疫情持续影响,统调需求总体同比大幅减少,其中西电东送电量同比大幅减少,云南省内用电需求增长也低于预期。

我们预计 2020 年发电量为 984.45 亿千瓦时,同比下滑 5.71%,待后续来水恢复后,2021-2022 年发电量有望恢复至 1028 和 1035 亿千瓦时。

表 8: 发电量预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
装机量 (万千瓦)				
澜沧江中下游	1,437	1,437	1,437	1,437
龙开口	180	180	180	180
瑞丽江一级	60	60	60	60
其他小水电站	15	15	15	15
澜沧江上游	563	563	563	563
桑河二级	40	40	40	40
风电光伏	24	24	24	24
利用小时数 (小时)				
澜沧江中下游	4,371	4,071	4,271	4,321
龙开口	4,761	4,261	4,461	4,461
瑞丽江一级	6,207	5,693	5,693	5,693
其他小水电站	2,991	4,500	4,500	4,500
澜沧江上游	4,748	4,548	4,748	4,748
桑河二级	3,850	5,000	5,000	5,000
风电光伏	2,506	2,500	2,500	2,500
发电量 (亿千瓦时)				
澜沧江中下游	628.09	584.98	613.72	620.91
龙开口	85.69	76.69	80.29	80.29
瑞丽江一级	37.24	34.16	34.16	34.16
其他小水电站	4.45	6.70	6.70	6.70
澜沧江上游	267.31	256.05	267.31	267.31
桑河二级	15.4	20.00	20.00	20.00
风电光伏	5.89	5.88	5.88	5.88
合计	1,044.07	984.45	1,028.05	1,035.24
同比		-5.71%	4.43%	0.70%

资料来源: Wind、天风证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 200.51、211.82 和 216.55 亿元,同比-3.61%、

+5.64%、+2.23%；实现归母净利润47.20、60.67、64.29亿元，同比-14.87%、+28.53%和+5.96%，对应EPS为0.26、0.34和0.36元，对应PE为14.8、11.5和10.9倍，对应股息率3.4%、4.4%和4.6%。

目前可比公司2021年平均PE为14.8倍，其中长江电力2021年PE达17.9倍。我们给予2021年目标PE15倍，目标价格5.1元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表9：收入成本预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
澜沧江中下+龙开口+瑞丽江+桑河+小水电				
发电量 (亿千瓦时)	777	728	761	768
售电量 (亿千瓦时)	771	723	755	762
上网电价 (元/千瓦时)	0.2041	0.2101	0.2141	0.2191
收入 (亿)	139	134	143	148
同比	13.46%	-3.47%	6.43%	3.30%
毛利率 (%)	51.61%	50.24%	54.30%	54.74%
成本 (亿)	67.40	66.90	65.40	66.90
同比	0.00%	-0.74%	-2.24%	2.29%
毛利 (亿)	71.89	67.56	77.70	80.93
同比	29.86%	-6.03%	15.01%	4.15%
澜沧江上游				
发电量 (亿千瓦时)	267	256	267	267
售电量 (亿千瓦时)	265	254	265	265
上网电价 (元/千瓦时)	0.300	0.300	0.300	0.300
收入 (亿)	68.72	66.05	68.72	68.72
同比	106.56%	-3.89%	4.04%	0.00%
毛利率 (%)	65.15%	59.88%	61.44%	61.44%
成本 (亿)	23.95	26.50	26.50	26.50
同比	152.48%	10.65%	0.00%	0.00%
毛利 (亿)	44.77	39.55	42.22	42.22
同比	88.25%	-11.66%	6.75%	0.00%
合计				
收入 (亿)	208.01	200.51	211.82	216.55
同比		-3.61%	5.64%	2.23%
毛利率 (%)	56.08%	53.42%	56.61%	56.87%
成本 (亿)	91.35	93.40	91.90	93.40
同比		2.24%	-1.61%	1.63%
毛利 (亿)	116.66	107.11	119.92	123.15
同比		-8.19%	11.96%	2.69%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表10：可比估值表（截至6月30日）

股票代码	公司名称	收盘价	EPS (元/股)					PE (倍)			
		2020/7/1	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
600900.SH	长江电力	18.94	0.98	1.02	1.06	1.11	19.33	18.57	17.87	17.06	
600236.SH	桂冠电力	4.24	0.27	0.29	0.31	0.32	15.70	14.62	13.68	13.25	
002039.SZ	黔源电力	16.92	0.95	1.21	1.31	1.41	17.81	13.98	12.92	12.00	
	行业平均						17.61	15.72	14.82	14.10	

600025.SH 华能水电 3.79 0.31 0.25 0.32 0.34 12.23 15.16 11.84 11.15

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

宏观经济下滑风险: 若宏观经济出现明显下滑, 全社会用电量增速恐会放缓, 公司的主要消纳地区在云南和广东, 若用电需求下滑, 则有可能造成弃水;

来水低于预期的风险: 若来水低于预期, 则会导致发电量出现同比下滑;

资本开支过高的风险: 若公司大力推进澜沧江上游西藏段开发, 则会导致资本开支大幅提升, 公司财务费用下行趋势和分红稳定性或有可能受到影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,497.83	2,321.82	1,604.05	1,694.56	1,732.36
应收票据及应收账款	3,736.35	4,094.51	3,814.35	4,070.08	3,990.22
预付账款	17.41	15.54	19.54	15.14	19.54
存货	23.23	26.51	49.84	14.63	59.55
其他	3,188.81	1,029.75	1,093.40	1,093.68	1,232.58
流动资产合计	8,463.63	7,488.12	6,581.19	6,888.10	7,034.26
长期股权投资	27.55	2,909.31	2,909.31	2,909.31	2,909.31
固定资产	126,811.98	139,576.99	133,877.59	128,254.89	122,697.54
在建工程	23,664.21	9,499.04	12,824.09	15,032.88	17,131.24
无形资产	6,921.28	6,799.13	6,603.27	6,407.40	6,211.53
其他	2,414.99	1,137.52	1,085.58	1,015.74	1,076.33
非流动资产合计	159,840.00	159,921.99	157,299.84	153,620.22	150,025.96
资产总计	168,365.45	167,459.51	163,924.77	160,559.97	157,108.48
短期借款	9,748.88	4,749.31	6,700.11	6,149.89	6,240.19
应付票据及应付账款	130.44	109.05	286.49	45.77	280.26
其他	33,379.82	22,805.63	25,601.27	27,279.76	24,969.12
流动负债合计	43,259.14	27,663.99	32,587.86	33,475.43	31,489.57
长期借款	77,611.98	82,684.43	78,652.00	71,221.00	66,323.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,713.82	358.46	1,350.07	1,140.78	949.77
非流动负债合计	79,325.79	83,042.90	80,002.07	72,361.78	67,272.77
负债合计	122,584.93	110,706.89	112,589.93	105,837.21	98,762.34
少数股东权益	1,523.99	1,749.94	2,042.46	2,396.80	2,805.91
股本	18,000.00	18,000.00	18,000.00	18,000.00	18,000.00
资本公积	18,892.40	18,892.40	18,892.40	18,892.40	18,892.40
留存收益	26,206.28	28,932.22	31,292.37	34,325.96	37,540.23
其他	(18,842.16)	(10,821.93)	(18,892.40)	(18,892.40)	(18,892.40)
股东权益合计	45,780.51	56,752.62	51,334.83	54,722.76	58,346.14
负债和股东权益总	168,365.45	167,459.51	163,924.77	160,559.97	157,108.48

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,050.34	5,936.52	4,720.30	6,067.18	6,428.53
折旧摊销	5,269.19	5,931.60	6,570.21	6,609.77	6,654.86
财务费用	4,092.17	4,482.58	4,119.64	3,863.48	3,693.58
投资损失	(3,944.74)	(186.96)	(50.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(4,244.96)	(246.43)	557.57	(209.84)	(340.34)
其它	3,700.11	246.50	313.46	370.34	428.40
经营活动现金流	10,922.12	16,163.80	16,231.19	16,500.94	16,665.03
资本支出	6,593.81	8,645.02	3,008.39	3,209.29	3,191.01
长期投资	(2,480.07)	2,881.76	0.00	0.00	0.00
其他	(7,669.87)	(15,184.89)	(6,963.81)	(6,037.20)	(6,007.62)
投资活动现金流	(3,556.12)	(3,658.11)	(3,955.42)	(2,827.91)	(2,816.61)
债权融资	105,055.83	93,915.87	95,487.99	88,808.55	81,915.08
股权融资	(4,040.26)	3,599.48	(12,189.35)	(3,862.72)	(3,692.82)
其他	(108,585.81)	(109,155.09)	(96,292.17)	(98,528.35)	(92,032.88)
筹资活动现金流	(7,570.24)	(11,639.74)	(12,993.53)	(13,582.51)	(13,810.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(204.24)	865.95	(717.77)	90.51	37.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,516.48	20,800.94	20,050.63	21,182.06	21,654.56
营业成本	7,615.81	9,134.85	9,339.97	9,189.97	9,339.97
营业税金及附加	299.03	315.00	303.64	320.78	327.93
营业费用	21.52	30.67	29.56	31.23	31.93
管理费用	218.23	349.22	336.63	355.62	363.56
研发费用	8.54	14.60	14.07	14.87	15.20
财务费用	4,065.13	4,421.51	4,119.64	3,863.48	3,693.58
资产减值损失	97.99	0.00	44.17	47.39	30.52
公允价值变动收益	0.00	173.07	5.54	10.00	10.00
投资净收益	3,944.74	186.96	50.00	200.00	200.00
其他	(8,141.35)	(706.98)	(111.08)	(420.00)	(420.00)
营业利润	7,386.84	6,882.04	5,918.49	7,568.73	8,061.88
营业外收入	12.24	9.89	17.07	13.07	13.34
营业外支出	518.76	621.51	20.00	20.00	20.00
利润总额	6,880.32	6,270.42	5,915.56	7,561.80	8,055.22
所得税	829.98	333.90	887.33	1,134.27	1,208.28
净利润	6,050.34	5,936.52	5,028.22	6,427.53	6,846.94
少数股东损益	247.61	391.95	307.92	360.34	418.40
归属于母公司净利润	5,802.73	5,544.57	4,720.30	6,067.18	6,428.53
每股收益(元)	0.32	0.31	0.26	0.34	0.36

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.77%	34.06%	-3.61%	5.64%	2.23%
营业利润	124.42%	-6.83%	-14.00%	27.88%	6.52%
归属于母公司净利润	165.10%	-4.45%	-14.87%	28.53%	5.96%
获利能力					
毛利率	50.92%	56.08%	53.42%	56.61%	56.87%
净利率	37.40%	26.66%	23.54%	28.64%	29.69%
ROE	13.11%	10.08%	9.58%	11.59%	11.57%
ROIC	7.27%	7.29%	5.81%	6.76%	7.12%
偿债能力					
资产负债率	72.81%	66.11%	68.68%	65.92%	62.86%
净负债率	226.21%	161.39%	182.89%	159.19%	137.43%
流动比率	0.20	0.27	0.20	0.21	0.22
速动比率	0.20	0.27	0.20	0.21	0.22
营运能力					
应收账款周转率	4.77	5.31	5.07	5.37	5.37
存货周转率	548.62	836.47	525.25	657.10	583.82
总资产周转率	0.09	0.12	0.12	0.13	0.14
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.31	0.26	0.34	0.36
每股经营现金流	0.61	0.90	0.90	0.92	0.93
每股净资产	2.46	3.06	2.74	2.91	3.09
估值比率					
市盈率	12.04	12.60	14.80	11.51	10.86
市净率	1.58	1.27	1.42	1.33	1.26
EV/EBITDA	9.67	9.72	9.89	8.75	8.22
EV/EBIT	14.21	14.80	16.36	13.81	12.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com