

下半年来水有望好转，股权投资效益显现

——2020年中报点评

公司点评

● 2020年中报:

2020年上半年公司实现营收199.13亿元(同比-2.21%)，归母净利润79.03亿元(同比-7.81%)；2020年二季度实现营收115.28亿元(同比-1.93%)，归母净利润56.12亿元(同比-0.78%)。我们认为优质大水电项目稀缺性逐渐显现，下半年来水有望好转，用电需求有望保持良好增长，公司长期投资价值凸显，预计公司2020-2022年EPS分别为1.02、1.04和1.07元，当前股价对应PE分别为19.0、18.5和18.1倍，维持“推荐”评级。

● 上半年来水偏枯，下半年有望好转

2020年上半年，公司总装机容量4549.5万千瓦(占全国水电装机12.64%)，2020年上半年上游溪洛渡水库来水总量合计401.33亿立方米(同比偏枯3.88%)，三峡水库来水总量合计约1499.48亿立方米(同比偏枯5.54%)；受上半年来水影响，发电量801.26亿千瓦时(同比-6.16%)。而自进入汛期以来，我国南方地区发生多轮强降雨，较常年同期明显偏多，造成多地发生严重洪涝灾害；长江也发生流域性大洪水，其中上游发生1981年以来最大洪水。在8月中旬防御第4号和第5号洪水期间，长江上游水库群累计拦洪约190亿立方米，其中三峡水库拦洪约108亿立方米。我们认为今年长江中上游来水普遍超预期，再加上国内经济持续复苏，用电需求逐渐恢复，下半年用电需求有望在经济内循环的推动下保持合理增速。

● 投资收益平滑来水波动，效益逐渐显现

2020年上半年，公司新增对外投资约319亿元，累计原始投资余额约438亿元，实现投资收益22.45亿元(同比+17.79%)，不断增长的投资规模和投资收益扩大了公司盈利水平，平滑长江来水不稳定的影响。公司在上半年完成秘鲁LDS公司并表，国际化战略布局取得突破；此外，公司还围绕大水电主业，用自有资金不断并购和增持优质电力企业，目前公司核心参股公司有：湖北能源28.62%、金中公司23.00%、广州发展19.96%、三峡水利16.55%、国投电力12.82%、川投能源13.23%、桂冠电力7.00%、上海电力8.21%、中能股份8.14%、黔源电力5.00%。公司不断推进战略股权投资，收获了投资收益的同时，逐渐获得长江流域水资源整合能力，增强了梯级调度效益，促进公司的可持续发展。

● 风险提示：融资成本大幅增长，经济大幅下行

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	51,214	49,874	51,061	51,766	52,480
增长率(%)	2.1	-2.6	2.4	1.4	1.4
净利润(百万元)	22,611	21,543	22,357	22,917	23,459
增长率(%)	1.6	-4.7	3.8	2.5	2.4
毛利率(%)	62.9	62.5	62.5	62.5	62.5
净利率(%)	44.1	43.2	43.8	44.3	44.7
ROE(%)	15.9	14.4	14.2	13.9	13.6
EPS(摊薄/元)	1.03	0.98	1.02	1.04	1.07
P/E(倍)	18.8	19.7	19.0	18.5	18.1
P/B(倍)	3.0	2.8	2.7	2.6	2.5

推荐(维持评级)

邱懿峰(分析师)

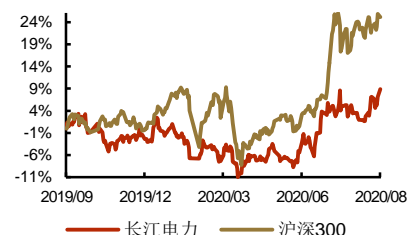
010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080002

市场数据	时间 2020.08.31
收盘价(元):	19.3
一年最低/最高(元):	16.01/20.0
总股本(亿股):	220.0
总市值(亿元):	4,246.0
流通股本(亿股):	220.0
流通市值(亿元):	4,246.0
近3月换手率:	7.93%

股价一年走势



相关报告

《业绩符合预期，长期投资价值凸显》
2020-04-30

《业绩符合预期，股权投资持续推进》
2020-01-17

《第三季度来水偏枯，投资南美优质配
电资产》2019-10-31

《发电量创历史新高，投资收益保增长》
2019-09-01

《业绩符合预期，逆周期配置价值凸显》
2019-01-17

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9485	11035	16202	18438	16151
现金	5337	7323	12655	14639	12516
应收票据及应收账款合计	2630	2947	2762	3026	2842
其他应收款	80	68	84	70	86
预付账款	10	14	11	15	11
存货	219	222	230	229	236
其他流动资产	1209	460	460	460	460
非流动资产	286012	285448	293143	300373	309512
长期投资	21487	40258	51597	65162	80886
固定资产	237912	226292	221813	214786	207596
无形资产	181	191	175	157	138
其他非流动资产	26432	18706	19559	20267	20891
资产总计	295497	296483	309345	318810	325662
流动负债	56827	55959	60922	63307	63736
短期借款	12700	21308	21815	22116	22421
应付票据及应付账款合计	146	106	152	109	156
其他流动负债	43981	34545	38954	41081	41159
非流动负债	95985	90508	90985	90649	89499
长期借款	60266	68395	68871	68535	67386
其他非流动负债	35719	22114	22114	22114	22114
负债合计	152812	146467	151906	153955	153235
少数股东权益	481	506	531	556	582
股本	22000	22000	22000	22000	22000
资本公积	44296	44364	44364	44364	44364
留存收益	72720	80793	87633	94644	101821
归属母公司股东权益	142203	149510	156908	164299	171845
负债和股东权益	295497	296483	309345	318810	325662

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	39737	36464	34710	36841	35842
净利润	22644	21567	22382	22942	23485
折旧摊销	12223	12060	11156	11424	11638
财务费用	5854	5211	5025	5017	5052
投资损失	-2707	-3075	-3332	-3561	-3812
营运资金变动	1590	624	-531	1018	-525
其他经营现金流	133	77	10	1	4
投资活动现金流	-9226	-6631	-15529	-15093	-16968
资本支出	3119	2717	-3643	-6336	-6585
长期投资	-7182	-5328	-11339	-11022	-15724
其他投资现金流	-13289	-9243	-30511	-32451	-39276
筹资活动现金流	-30473	-27874	-13849	-19764	-20997
短期借款	-6305	8608	507	301	305
长期借款	-1385	8129	477	-336	-1149
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-27	69	0	0	0
其他筹资现金流	-22756	-44679	-14833	-19729	-20153
现金净增加额	134	1983	5332	1983	-2123

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	51214	49874	51061	51766	52480
营业成本	19005	18697	19142	19406	19674
营业税金及附加	1289	1169	1197	1213	1230
营业费用	25	28	28	29	29
管理费用	801	814	833	844	856
研发费用	42	41	42	43	43
财务费用	5854	5211	5025	5017	5052
资产减值损失	275	-36	149	131	83
公允价值变动收益	36	-27	0	0	0
其他收益	718	3	3	3	3
投资净收益	2707	3075	3332	3561	3812
营业利润	27392	26933	27970	28645	29324
营业外收入	12	29	29	29	29
营业外支出	397	335	366	350	358
利润总额	27007	26627	27633	28324	28995
所得税	4364	5060	5251	5382	5509
净利润	22644	21567	22382	22942	23485
少数股东损益	33	24	25	25	26
归属母公司净利润	22611	21543	22357	22917	23459
EBITDA	42263	42327	40853	41762	42641
EPS(元)	1.03	0.98	1.02	1.04	1.07

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	2.1	-2.6	2.4	1.4	1.4
营业利润(%)	1.2	-1.7	3.9	2.4	2.4
归属于母公司净利润(%)	1.6	-4.7	3.8	2.5	2.4
获利能力					
毛利率(%)	62.9	62.5	62.5	62.5	62.5
净利率(%)	44.1	43.2	43.8	44.3	44.7
ROE(%)	15.9	14.4	14.2	13.9	13.6
ROIC(%)	11.5	12.0	12.0	12.7	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	51.7	49.4	49.1	48.3	47.1
净负债比率(%)	82.4	70.7	67.9	64.1	62.5
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	17.3	17.9	17.9	17.9	17.9
应付账款周转率	113.6	148.6	148.6	148.6	148.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.98	1.02	1.04	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	1.79	1.58	1.67	1.63
每股净资产(最新摊薄)	6.46	6.80	7.13	7.47	7.81
估值比率					
P/E	18.8	19.7	19.0	18.5	18.1
P/B	3.0	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	12.8	12.6	13.0	12.7	12.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任公用环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>