

华能水电 (600025)

顺势而为，转型风光水一体化

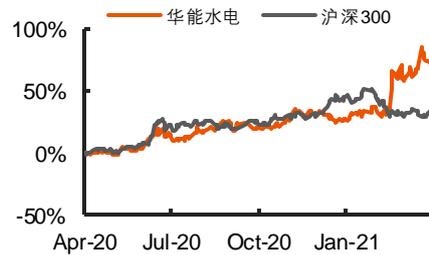
推荐 (维持)

现价: 6元

主要数据

行业	电力
公司网址	www.hnlcj.cn
大股东/持股	中国华能集团有限公司/50.40%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	18,000
流通 A 股(百万股)	18,000
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,080.00
流通 A 股市值(亿元)	1,080.00
每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	60.8

行情走势图



相关研究报告

《华能水电 *600025*如期回落，保持谨慎乐观》
2020-08-27

《华能水电 *600025*2019 符合预期，2020 谨慎乐观》
2020-04-26

证券分析师

严家源 投资咨询资格编号
S1060518110001
021-20665162
yanjiayuan712@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年度报告，报告期内实现营业收入192.53亿元，同比下降7.4%；归属于上市公司股东的净利润48.35亿元，同比下降12.8%；归属于上市公司股东的扣非净利润47.82亿元，同比下降17.5%。公司拟每股派现0.16元。公司发布2021年第一季度报告，实现营业收入38.37亿元，同比增长23.7%；归母净利润6.01亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润6.02亿元，同比扭亏为盈。

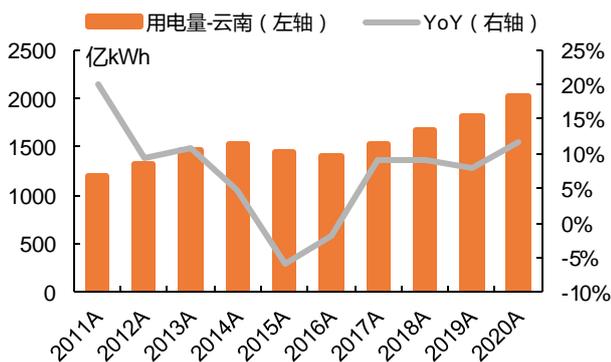
平安观点:

- **云南、广东两省电价互有升降：**2020年云南省用电量同比增长11.8%，在全国高居榜首；广东省用电量同比增长3.4%，高于全国用电增速均值3.1%。但受年初来水不足的影响，云南全年发电量同比增长6.1%，全年净输出电量与2019年相比略有下滑，结束了连续十五年的增长。需求旺盛、供给偏紧，导致云南省内市场交易电价上行；但广东省2020年市场化交易电价均值相比2019年下滑约0.5分/千瓦时，一升一降，公司结算上网电价同比基本持平。
- **明确进军西藏，打造水光互补基地：**在“3060”目标下，水电向纵深挺近的战略方向得到明确，公司正式宣布开展澜沧江上游西藏段项目前期工作。西藏段8个梯级电站合计装机容量近1000万千瓦、年发电量约350亿千瓦时，估算总投资额近1800亿元。其中如美、古水两座电站进度领先，合计装机容量达480万千瓦。另一方面，澜上流域年日照小时约2200小时，光伏开发规模约1000万千瓦，年发电量约220亿千瓦时，适宜开发水光互补能源外送基地。
- **顺势而为变更同竞承诺，风光水一体化前景无限：**面对政策的变化，公司迅速调整发展战略，重新获得风、光项目的开发权限。多能互补一体化发展符合政策指导方向，有利于提高运营效率并减少潜在的关联交易风险。从控股股东的层面而言，有助于加快全集团的清洁能源转型。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20801	19253	20245	20364	20364
YoY (%)	34.1	-7.4	5.1	0.6	0.0
净利润(百万元)	5545	4835	5964	6208	6360
YoY (%)	-4.4	-12.8	23.4	4.1	2.5
毛利率 (%)	56.1	53.2	54.2	54.4	54.4
净利率 (%)	26.7	25.1	29.5	30.5	31.2
ROE (%)	10.5	8.3	9.7	9.6	9.4
EPS(摊薄/元)	0.31	0.27	0.30	0.32	0.32
P/E(倍)	19.5	22.3	19.9	19.0	18.5
P/B(倍)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

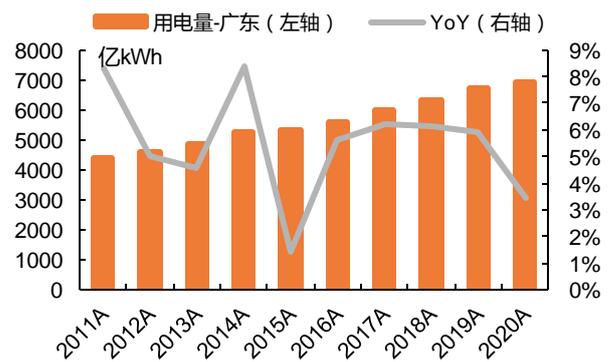
- 投资建议：**2020 年滇、粤两省电价互有涨跌总体持平，但上半年水量偏枯造成公司全年电量、营收、利润下滑。1Q21 机组出力同比提升，但全年来水改善程度有待观察；且广东省 2021 年市场交易电价价差再次扩大，云南省内供需偏紧或仍难以拉动公司平均电价大幅上行。基于 2020 年底永续债的规模和利率，维持对公司的盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 0.30/0.32 元，新增 23 年 EPS 预测值 0.32 元，对应 4 月 22 日收盘价 PE 分别为 19.9/19.0/18.5 倍。公司突破同业竞争限制，重新获得新能源开发权限，风光水一体化发展前景值得期待，维持对公司“推荐”评级。
- 风险提示：**1、流域来水：公司电站主要分布在澜沧江流域，来水的不确定性对公司的生产及经营活动会产生重要影响。2、电价降低：下游用户侧降低销售电价的政策可能向上游发电侧传导，导致上网电价降低；随着电改的推进，电力市场化交易规模不断扩大，可能拉低平均上网电价。3、市场消纳：国内用电需求近年呈供给大于需求的状态，短期内电力供应宽松的局面仍将延续，电能消纳面临一定风险；汛期弃水风险仍然存在。4、政策调整：财税、金融、资本市场、电力体制、移民环保等领域都可能会有新的政策出台，这将对公司的经营管理造成一定的影响。

图表1 2020 年云南省用电量同比增长 11.8%



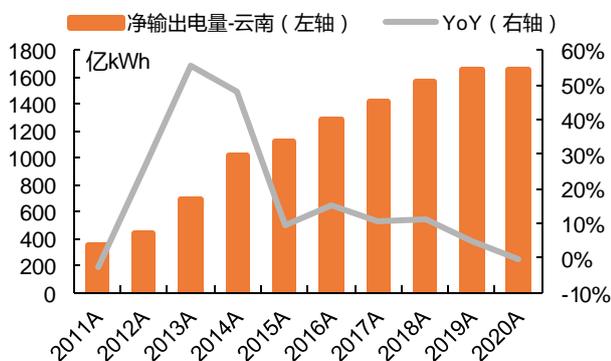
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表2 2020 年广东省用电量同比增长 3.4%



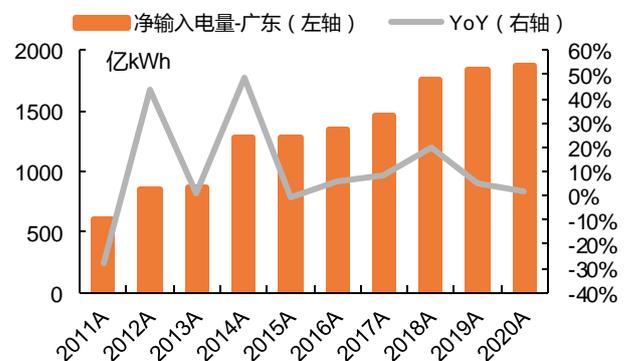
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表3 2020 年云南省净输出电量同比下降 0.2%



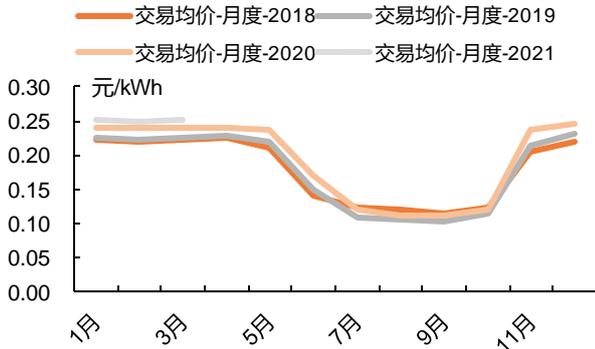
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表4 2020 年广东省净输入电量同比增长 1.8%



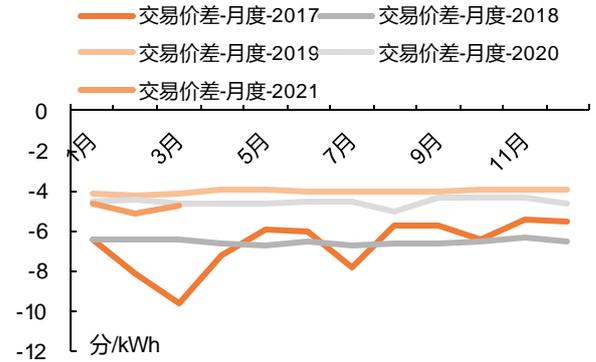
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表5 2020年云南省市场化电价同比上涨



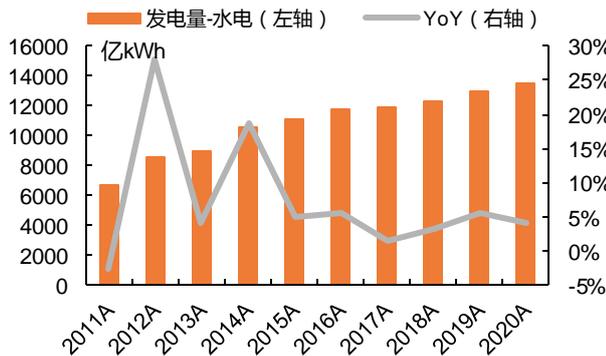
资料来源: 昆明电力交易中心, 平安证券研究所

图表6 2020年广东省市场化电价同比下降



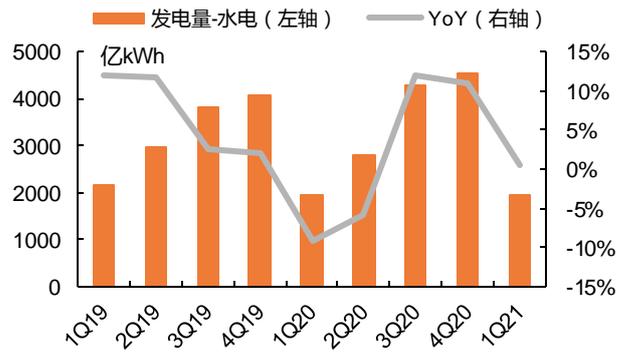
资料来源: 广东电力交易中心, 平安证券研究所

图表7 2020年全国水电发电量同比增长4.1%



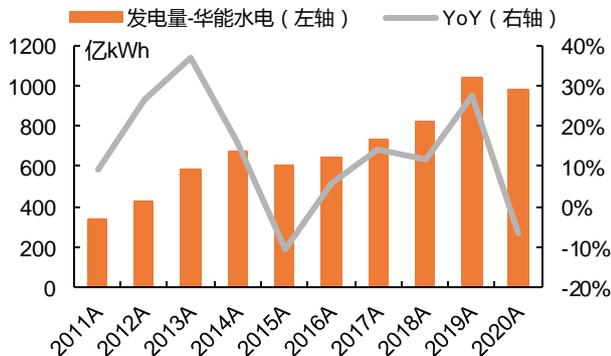
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表8 1Q21全国水电发电量同比增长0.5%



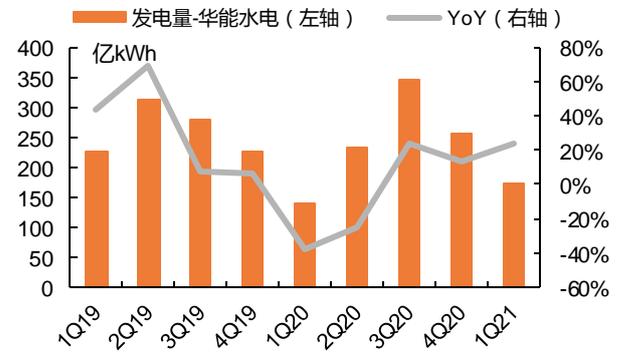
资料来源: 国家能源局, 中电联, 平安证券研究所

图表9 2020年华能水电发电量同比下降6.5%



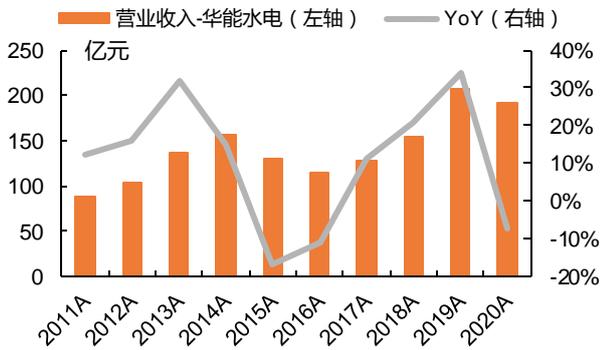
资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表10 1Q21华能水电发电量同比增长23.6%



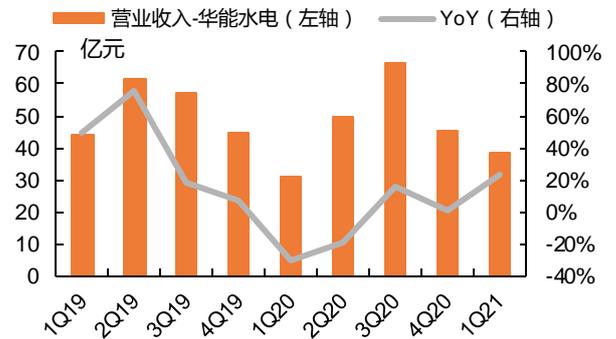
资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表11 2020年华能水电营业收入同比下降7.4%



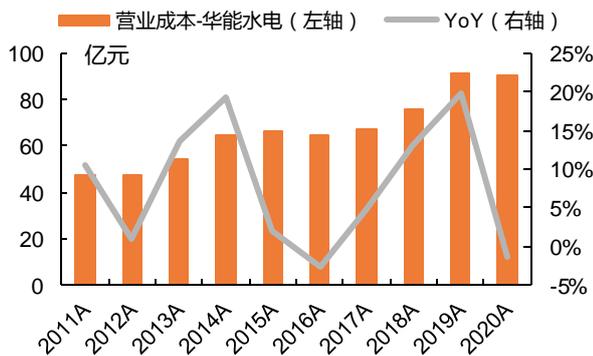
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表12 1Q21华能水电营业收入同比增长23.7%



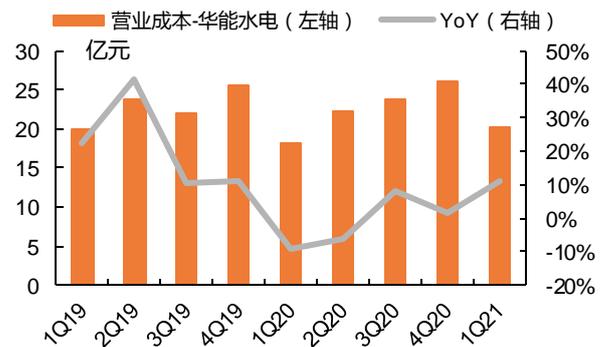
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表13 2020年华能水电营业成本同比下降1.3%



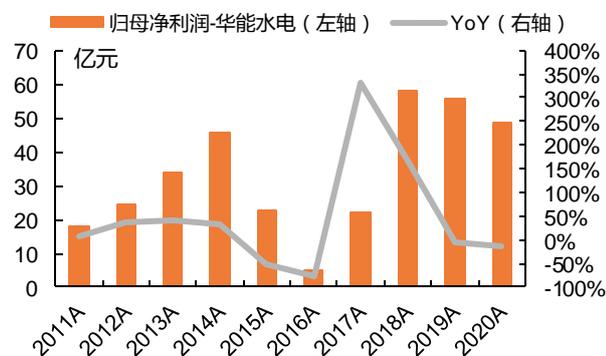
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表14 1Q21华能水电营业成本同比增长11.2%



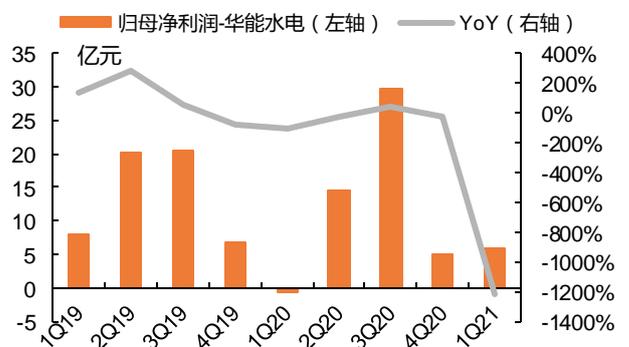
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表15 2020年华能水电归母净利润同比下降12.8%



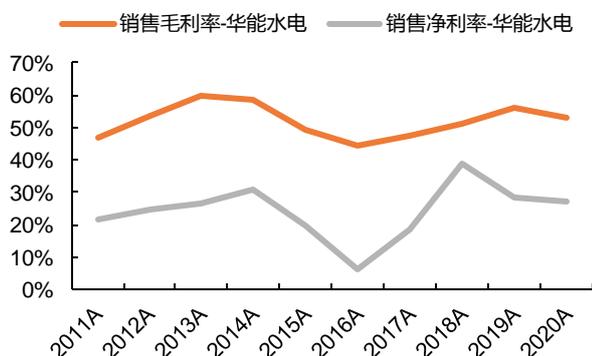
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表16 1Q21华能水电归母净利润同比扭亏为盈



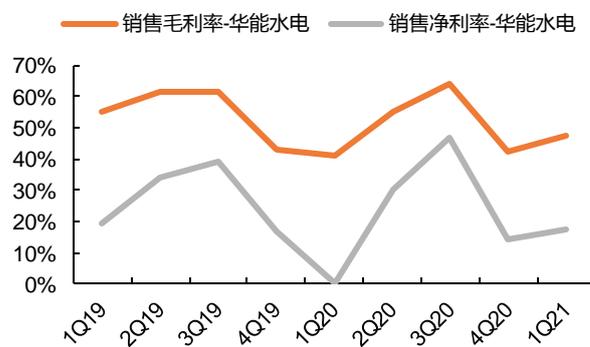
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表17 2020 华能水电毛利率、净利率同比下滑 2.9、1.1pct



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表18 1Q21 华能水电毛利率、净利率同比提升 5.9、17.2pct



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6334	9607	8941	9631
现金	1596	4127	4151	4151
应收票据及应收账款	3968	4510	4018	4510
其他应收款	18	229	19	229
预付账款	16	17	16	17
存货	41	28	41	28
其他流动资产	696	696	696	696
非流动资产	158298	158335	154894	151024
长期投资	2963	3087	3211	3335
固定资产	135797	139418	139046	135466
无形资产	6304	5615	4926	4237
其他非流动资产	13234	10215	7711	7986
资产总计	164632	167942	163835	160655
流动负债	22616	34273	31058	29795
短期借款	1700	12197	9394	8588
应付票据及应付账款	84	115	84	115
其他流动负债	20832	21962	21580	21092
非流动负债	78504	66519	62443	57177
长期借款	78225	66156	62139	56873
其他非流动负债	279	363	304	305
负债合计	101120	100792	93502	86972
少数股东权益	1897	2451	3027	3617
股本	18000	18000	18000	18000
资本公积	18892	18892	18892	18892
留存收益	11723	13928	16415	19078
归属母公司股东权益	61615	64699	67306	70066
负债和股东权益	164632	167942	163835	160655

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	14623	15245	15851	15594
净利润	5283	6517	6784	6950
折旧摊销	5985	5764	6055	6212
财务费用	3866	3430	3154	2884
投资损失	-297	-297	-297	-297
营运资金变动	-523	-169	155	-155
其他经营现金流	309	0	0	0
投资活动现金流	-4230	-5504	-2317	-2045
资本支出	4323	-87	-3565	-3994
长期投资	-182	-124	-124	-124
其他投资现金流	-89	-5715	-6006	-6163
筹资活动现金流	-11112	-9407	-12707	-12742
短期借款	-3049	8300	-2000	0
长期借款	-4459	-12069	-4017	-5266
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3604	-5638	-6689	-7476
现金净增加额	-723	334	827	806

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19253	20245	20364	20364
营业成本	9017	9273	9291	9291
营业税金及附加	323	339	341	341
营业费用	31	33	33	33
管理费用	317	334	336	336
研发费用	43	45	46	46
财务费用	3866	3430	3154	2884
资产减值损失	-62	-62	-62	-62
其他收益	15	0	0	0
公允价值变动收益	-13	0	0	0
投资净收益	297	297	297	297
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	5677	7150	7523	7794
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	34	34	34	34
利润总额	5653	7127	7500	7770
所得税	370	609	716	819
净利润	5283	6517	6784	6950
少数股东损益	449	553	576	590
归属母公司净利润	4835	5964	6208	6360
EBITDA	15366	16320	16709	16866
EPS(元)	0.27	0.30	0.32	0.32

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-7.4	5.1	0.6	0.0
营业利润(%)	-17.5	25.9	5.2	3.6
归属于母公司净利润(%)	-12.8	23.4	4.1	2.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	53.2	54.2	54.4	54.4
净利率(%)	25.1	29.5	30.5	31.2
ROE(%)	8.3	9.7	9.6	9.4
ROIC(%)	6.0	6.5	6.7	6.8
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	61.4	60.0	57.1	54.1
净负债比率(%)	131.5	119.2	104.2	89.9
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	93.4	93.4	93.4	93.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.30	0.32	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.85	0.88	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.70	2.87	3.02	3.17
估值比率	-	-	-	-
P/E	22.3	19.9	19.0	18.5
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	12.6	11.6	11.0	10.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033