

研究所
证券分析师： 杨阳 S0350521120005
yangy08@ghzq.com.cn

电价上行拉动度电利润高增，水电与新能源并重 ——华能水电（600025）业绩点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华能水电	8.4%	2.1%	4.8%
沪深300	-5.7%	-16.0%	-21.1%

市场数据	2022/04/22
当前价格(元)	6.29
52周价格区间(元)	4.99-8.83
总市值(百万)	113,220.00
流通市值(百万)	113,220.00
总股本(万股)	1,800,000.00
流通股本(万股)	1,800,000.00
日均成交额(百万)	292.55
近一月换手(%)	0.15

事件：

华能水电发布 2021 年报及 2022 一季报：

- 1) 2021 年：实现营业收入 202.02 亿元，同比增长 4.93%；实现归母净利润 58.38 亿元，同比增长 20.75%。
- 2) 2022Q1：实现营业收入 39.41 亿元，同比增长 2.72%；实现归母净利润 7.42 亿元，同比增长 23.4%。

投资要点：

- 电价上行抵消电量下滑影响，置换存量债务降低财务费用，2021 年净利润同比+20.75%。2021 年公司综合电价显著提升，同比提高 0.018 元/千瓦时至 0.241 元/千瓦时，抵消发电量下滑 3.25%带来的不利影响，拉动营业收入同比增长 4.93%。同时公司通过低利率资金提前置换存量债务等方式进行成本管控，财务费用同比下降 12.70%，带动归母净利润同比增加 20.75%，每股收益同比增加 18.52%。
- 2022Q1 发电量修复，随结算电价中枢上移，公司全年有望实现量价齐升。2022Q1 澜沧江流域乌弄龙和小湾断面来水同比偏丰 6%和 9%，叠加西电东送电量同比增加，带动发电量同比增长 1.62%。同时，云南省电价交易上行趋势确定，2022 年 3 月云南省电厂平均成交价 0.26626 元/kWh，同比 2021 年 3 月 0.25036 元/kWh 上涨 6.35%，华能水电在云南内装机规模第一，将充分受益于电价上行。
- 度电利润同比+22%，水电与新能源并重，区域龙头基本面稳健。受益于电价上涨，华能水电度电利润从 2020 年的 0.049 元/kWh 上升至 2021 年的 0.060 元/kWh，同比增幅高达 22%，盈利中枢持续抬升。新能源方面，2022 年公司拟计划投资 50 亿元，计划新开工项目 15 个，拟投产装机容量 130 万千瓦。此外，十四五期间公司预计仍有约 9.25GW 机组折旧到期，将释放较大利润空间。
- 盈利预测和投资评级 华能水电在云南内装机规模第一，市场化交易电量占比高，有望实现量价齐升。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 211.74/225.35/237.23 亿元，同比增速分别为 5%/6%/5%，归母净利润分别为 69.75/76.73/85.66 亿元，同比增速

分别为 19%/10%/12%，2022-2024 年 PE 分别为 16.23/14.76/13.22，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示** 宏观经济下滑；政策变动风险；来水低于预期；电力需求不及预期；电价下滑风险。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20202	21174	22535	23723
增长率（%）	5	5	6	5
归母净利润（百万元）	5838	6975	7673	8566
增长率（%）	21	19	10	12
摊薄每股收益（元）	0.32	0.39	0.43	0.48
ROE（%）	9	10	10	10
P/E	20.59	16.23	14.76	13.22
P/B	1.84	1.59	1.43	1.29
P/S	5.87	5.35	5.02	4.77
EV/EBITDA	12.53	10.82	9.96	9.03

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华能水电盈利预测表

证券代码:	600025		股价:	6.29	投资评级:	买入	日期:	2022/04/22	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	10%	10%	10%	EPS	0.32	0.39	0.43	0.48
毛利率	55%	56%	56%	57%	BVPS	3.58	3.96	4.39	4.87
期间费率	19%	17%	15%	13%	估值				
销售净利率	29%	33%	34%	36%	P/E	20.59	16.23	14.76	13.22
成长能力					P/B	1.84	1.59	1.43	1.29
收入增长率	5%	5%	6%	5%	P/S	5.60	5.35	5.02	4.77
利润增长率	21%	19%	10%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	0.13	0.12	0.13	0.13	营业收入	20202	21174	22535	23723
应收账款周转率	10.64	11.37	11.86	11.27	营业成本	9166	9350	9950	10150
存货周转率	458.85	555.54	506.88	525.31	营业税金及附加	379	358	394	420
偿债能力					销售费用	39	36	39	42
资产负债率	59%	57%	54%	51%	管理费用	379	367	395	424
流动比	0.16	0.53	0.85	1.20	财务费用	3375	3120	2917	2734
速动比	0.16	0.53	0.85	1.20	其他费用/(-收入)	131	66	89	107
					营业利润	7177	8181	9112	10225
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	-44	0	0	0
现金及现金等价物	1510	9135	16764	25113	利润总额	7134	8181	9112	10225
应收款项	1917	3514	3507	3294	所得税费用	853	650	803	979
存货净额	44	38	44	45	净利润	6281	7531	8308	9246
其他流动资产	196	185	162	197	少数股东损益	443	556	635	681
流动资产合计	3667	12872	20478	28649	归属于母公司净利润	5838	6975	7673	8566
固定资产	128843	127209	124579	120990					
在建工程	16356	18172	21950	26681	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	8787	8331	7924	7492	经营活动现金流	16494	17482	17352	18029
长期股权投资	3002	3048	3090	3135	净利润	5838	6975	7673	8566
资产总计	160654	169632	178021	186947	少数股东权益	443	556	635	681
短期借款	1102	0	0	0	折旧摊销	5734	6032	6071	6075
应付款项	145	116	124	138	公允价值变动	-103	0	0	0
预收帐款	0	1	2	1	营运资金变动	1507	968	104	-143
其他流动负债	21378	23955	24026	23692	投资活动现金流	-5390	-5513	-6507	-6465
流动负债合计	22625	24072	24152	23832	资本支出	-6019	-5757	-6811	-6784
长期借款及应付债券	71447	71447	71447	71447	长期投资	252	-47	-42	-44
其他长期负债	356	356	356	356	其他	377	291	346	363
长期负债合计	71802	71802	71802	71802	筹资活动现金流	-11184	-4345	-3215	-3215
负债合计	94428	95874	95955	95634	债务融资	-3648	0	0	0
股本	18000	18000	18000	18000	权益融资	2	0	0	0
股东权益	66227	73758	82067	91313	其它	-7538	-4345	-3215	-3215
负债和股东权益总计	160654	169632	178021	186947	现金净增加额	-95	7625	7629	8349

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。