

买入 (维持)

华能水电

600025.SH

云南省内电价中枢持续上涨，财务费用节省贡献利润增量

2022年10月28日

市场数据

市场数据日期	2022-10-27
收盘价(元)	6.63
总股本(百万股)	18,000.00
流通股本(百万股)	18,000.00
总市值(百万元)	119,340.00
流通市值(百万元)	119,340.00
净资产(百万元)	66,957.89
总资产(百万元)	160,904.17
每股净资产(元)	3.00

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证公用 蔡屹】华能水电2022年中报点评: 量价齐增, 弹性释放》2022-08-27

《【兴证公用事业】华能水电2021年年报及2022年一季报点评: 水电有望量价齐升, 新能源持续推进》2022-04-23

《【兴证公用环保】华能水电2021年三季报点评: 前三季度上网电量同比+4.3%, 归母净利润同比+11.9%》2021-10-29

分析师:

蔡屹

caiyi@xyzq.com.cn

S0190518030002

研究助理:

史一粟

shiyisu@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	20202	22657	25964	31070
同比增长	4.9%	12.2%	14.6%	19.7%
归母净利润(百万元)	5838	7038	8128	9633
同比增长	20.7%	20.6%	15.5%	18.5%
毛利率	54.6%	57.0%	57.3%	56.1%
净利率	31.1%	33.4%	33.7%	33.4%
净资产收益率	9.1%	10.3%	11.2%	12.4%
每股收益(元)	0.32	0.39	0.45	0.54
每股经营现金流(元)	0.92	0.56	1.03	1.15

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件: 华能水电公告2022年第三季度报告。**2022年前三季度, 公司实现营收167.90亿元, 同比+8.16%; 实现归母净利润59.64亿元, 同比+22.68%; 实现基本每股收益0.33元/股, 同比+22.22%。其中2022年第三季度, 公司实现营收56.60亿元, 同比-0.09%; 实现归母净利润21.22亿元, 同比-2.12%。对此, 我们点评如下:
- **三季度主汛期来水严重偏枯, 云南省内用电需求高涨下单三季度发电量与去年同期基本持平。**2022年前三季度, 公司实现发电量792.90亿千瓦时, 同比+5.46%; 其中第三季度公司实现发电量295.39亿千瓦时, 去年同期为295.28亿千瓦时, 基本持平。2022年上半年澜沧江流域来水同比偏丰2-3成, 但三季度主汛期来水同比偏枯3-4成, 前三季度来水总体同比偏枯1-2成; 与此同时前三季度云南省内用电需求同比增加145亿千瓦时。公司在来水整体偏枯但用电需求增长背景下仍实现前三季度发电量同比增长, 确保电力供给。
- **云南省内电价中枢持续上涨, 价格弹性可期。**根据昆明电力交易中心数据, 2022年前三季度, 日前电量交易平均价格较去年同期上涨10.49%, 其中第三季度7月/8月/9月日前电量交易平均价格分别同比+19.57%/21.87%/22.84%。而由于水电成本较稳定, 故电价提升将为公司带来较大利润弹性。进入四季度, 10月日前电量交易平均价格同比仍+21.57%, 全年价格弹性可期。
- **财务费用同比节省2.99亿元, 贡献额外利润增量。**2022年前三季度, 公司财务费用22.73亿元, 去年同期为25.72亿元, 同比下降11.61%。财务费用的节约为公司带来额外利润增量。
- **投资建议: 维持“买入”评级。**华能水电作为中国第二大水电运营商, 电价上涨、机组折旧到期、新能源装机成长三条逻辑主线清晰, 价值逐渐凸显。维持华能水电2022-2024年归母净利润的预测分别为70.38亿元/81.28亿元/96.33亿元, 分别同比增长20.6%/15.5%/18.5%, 分别对应2022年10月27日收盘价的PE估值为17.0X/14.7X/12.4X。

风险提示: 流域来水波动风险, 电价风险, 下游电力消纳风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3667	19929	43471	68486
货币资金	1510	17671	40904	65366
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1917	2033	2322	2821
预付款项	14	16	18	22
存货	44	43	50	62
其他	182	166	177	216
非流动资产	156987	158915	160235	161152
长期股权投资	3002	3002	3002	3002
固定资产	128843	135466	139392	141870
在建工程	16356	12178	10089	9044
无形资产	6009	5549	5089	4629
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	26	-31	-88	-145
其他	2751	2751	2751	2751
资产总计	160654	178844	203706	229638
流动负债	22625	16395	16439	16502
短期借款	1102	1102	1102	1102
应付票据及应付账款	145	154.47	175.82	216.45
其他	21378	15139	15162	15183
非流动负债	71802	91710	111710	131710
长期借款	71447	91447	111447	131447
其他	356	264	264	264
负债合计	94428	108105	128150	148212
股本	18000	18000	18000	18000
资本公积	18892	18892	18892	18892
未分配利润	11576	14909	18364	22620
少数股东权益	1863	2397	3014	3746
股东权益合计	66227	70739	75556	81426
负债及权益合计	160654	178844	203706	229638

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润	5838	7038	8128	9633
折旧和摊销	5733	5859	6328	6732
资产减值准备	0	-180	0	0
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-103	0	0	0
财务费用	3391	3516	4020	4463
投资损失	-341	-341	-341	-341
少数股东损益	443	534	617	731
营运资金的变动	1507	-6233	-208	-434
经营活动产生现金流量	16494	10102	18545	20785
投资活动产生现金流量	-5390	-7365	-7365	-7365
融资活动产生现金流量	-11184	13424	12052	11042
现金净变动	-95	16161	23232	24462
现金的期初余额	1595	1510	17671	40904
现金的期末余额	1500	17671	40904	65366

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20202	22657	25964	31070
营业成本	9166	9742	11089	13651
税金及附加	379	425	487	582
销售费用	39	44	50	60
管理费用	379	400	463	557
研发费用	131	137	178	232
财务费用	3375	3516	4020	4463
其他收益	13	12	13	13
投资收益	341	341	341	341
公允价值变动收益	103	0	0	0
信用减值损失	-13	-13	-13	-13
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	7177	8732	10017	11866
营业外收入	4	7	7	6
营业外支出	47	139	91	100
利润总额	7134	8601	9932	11772
所得税	853	1028	1188	1408
净利润	6281	7572	8745	10365
少数股东损益	443	534	617	731
归属母公司净利润	5838	7038	8128	9633
EPS(元)	0.32	0.39	0.45	0.54

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	4.9%	12.2%	14.6%	19.7%
营业利润增长率	26.4%	21.7%	14.7%	18.5%
归母净利润增长率	20.7%	20.6%	15.5%	18.5%
盈利能力				
毛利率	54.6%	57.0%	57.3%	56.1%
净利率	31.1%	33.4%	33.7%	33.4%
ROE	9.1%	10.3%	11.2%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	58.8%	60.4%	62.9%	64.5%
流动比率	0.16	1.22	2.64	4.15
速动比率	0.16	1.21	2.64	4.15
营运能力				
资产周转率	12.4%	13.3%	13.6%	14.3%
应收帐款周转率	1210.7%	1146.5%	1204.6%	1220.7%
存货周转率	21611%	22440%	23776%	24276%
每股资料(元)				
每股收益	0.32	0.39	0.45	0.54
每股经营现金	0.92	0.56	1.03	1.15
每股净资产	3.58	3.80	4.03	4.32
估值比率(倍)				
PE	20.4	17.0	14.7	12.4
PB	1.9	1.7	1.6	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn