

华能水电 (600025.SH)

来水转枯电量微升，省内电价中枢上行

核心观点:

- **水电量价稳增、财务费用优化，归母净利润同比+22.7%。**公司发布2022年三季报，前三季度公司实现营业收入/归母净利润167.9/59.6亿元(同比+8.2%/+22.7%)，其中Q3归母净利润21.2亿元(同比-2.1%)。三季度来水偏枯，虽然在两大水库调节下整体发电量未下滑，但电量结构变化压制电价表现；持续优化成本管控，前三季度财务费用同比-11.6%；上年同期高投资收益抬高利润基数，导致Q3业绩同比下滑。
- **加大出力保供三季度发电量持平，省内供需改善电价持续上行。**2022年前三季度澜沧江来水总体同比偏枯1-2成，Q3公司两大调节电站糯扎渡、小湾加大出力，发电量分别同比+75.5%、+13.0%，下游电站同步受益，而澜上五厂受来水偏枯影响Q3发电量同比-28.6%，三季度公司发电量与上年基本持平。电价方面，根据昆明电力交易中心数据，2022年7-9月，云南省内直接交易加权平均电价0.1519元/千瓦时，同比+2.69分/千瓦时(同比+21.5%)，但高电价澜上电站发电量下降抑制整体电价水平。长期来看，供需偏紧下省内省外电价均有向上弹性。
- **光伏项目陆续投产，水风光贡献新成长。**公司凭借澜沧江上游水电的区位优势，规划光伏装机10GW，其中2022年拟投产1.3GW，三季度新增新松坡光伏、大栗坪光伏、小湾光伏三座光伏电站投产发电，光伏建设稳步推进，预计将成为公司新的盈利增长点。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022~2024年归母净利润分别为69.5/76.5/86.7亿元，按最新收盘价对应PE分别为16.9/15.4/13.6倍。公司水电量价齐升，叠加成本优化，水电业务盈利提升空间较大，且未来流域水风光一体化开发空间大。参考同业估值，给予公司2022年22倍PE估值，对应8.49元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动风险；上网电价调整风险；水电、光伏项目建设进度不及预期风险；光伏组件价格大幅上涨风险。

盈利预测:

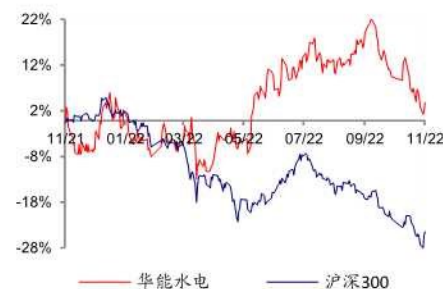
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,253	20,202	21,385	22,678	24,320
增长率(%)	-7.4	4.9	5.9	6.0	7.2
EBITDA(百万元)	15,307	15,844	16,775	17,576	18,543
归母净利润(百万元)	4,835	5,838	6,945	7,650	8,666
增长率(%)	-12.8	20.7	19.0	10.2	13.3
EPS(元/股)	0.27	0.32	0.39	0.43	0.48
市盈率(x)	16.61	20.32	16.93	15.36	13.56
ROE(%)	7.8	9.1	10.3	10.7	11.4
EV/EBITDA(x)	10.70	12.53	11.73	11.18	10.62

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级	买入
当前价格	6.53元
合理价值	8.49元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-02

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执业证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

姜涛



SAC 执业证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意,姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华能水电(600025.SH):量价齐升、成本优化,归母净利润大增43% 2022-08-28

华能水电(600025.SH):坐拥澜沧江、“量+价”均有弹性 2022-05-25

联系人:

郝兆升 021-38003800

haozhaosheng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,334	3,667	3,342	3,888	4,084
货币资金	1,596	1,510	1,023	1,431	1,454
应收及预付	3,983	1,932	2,095	2,222	2,382
存货	41	44	37	39	41
其他流动资产	714	182	187	195	207
非流动资产	158,298	156,987	160,361	164,721	170,290
长期股权投资	2,963	3,002	3,002	3,002	3,002
固定资产	135,797	128,843	127,266	126,677	127,297
在建工程	12,058	16,356	21,356	26,356	31,356
无形资产	6,304	6,009	5,960	5,910	5,857
其他长期资产	1,176	2,778	2,778	2,778	2,778
资产总计	164,632	160,654	163,704	168,609	174,373
流动负债	22,616	22,625	22,603	23,557	23,818
短期借款	1,700	1,102	804	1,415	1,399
应付及预收	88	145	145	152	157
其他流动负债	20,828	21,378	21,654	21,991	22,262
非流动负债	78,504	71,802	71,002	70,502	71,002
长期借款	78,225	71,447	70,647	70,147	70,647
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	279	356	356	356	356
负债合计	101,120	94,428	93,605	94,060	94,820
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
资本公积	18,892	18,892	18,892	18,892	18,892
留存收益	11,723	14,128	17,472	21,343	25,689
归属母公司股东权益	61,615	64,364	67,708	71,578	75,924
少数股东权益	1,897	1,863	2,390	2,971	3,629
负债和股东权益	164,632	160,654	163,704	168,609	174,373

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,253	20,202	21,385	22,678	24,320
营业成本	9,017	9,166	9,116	9,561	9,907
营业税金及附加	323	379	428	431	462
销售费用	31	39	43	43	46
管理费用	317	379	428	454	486
研发费用	43	131	139	147	158
财务费用	3,866	3,375	3,085	3,063	3,073
资产减值损失	-62	0	0	0	0
公允价值变动收益	-13	103	0	0	0
投资净收益	297	341	342	363	389
营业利润	5,677	7,177	8,511	9,363	10,600
营业外收支	-24	-44	-20	-10	-5
利润总额	5,653	7,134	8,491	9,353	10,595
所得税	370	853	1,019	1,122	1,271
净利润	5,283	6,281	7,472	8,231	9,324
少数股东损益	449	443	527	581	658
归属母公司净利润	4,835	5,838	6,945	7,650	8,666
EBITDA	15,307	15,844	16,775	17,576	18,543
EPS (元)	0.27	0.32	0.39	0.43	0.48

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14,623	16,494	16,080	16,894	17,656
净利润	5,283	6,281	7,472	8,231	9,324
折旧摊销	5,985	5,734	5,726	5,740	5,532
营运资金变动	-523	1,507	113	207	103
其它	3,878	2,972	2,769	2,717	2,697
投资活动现金流	-4,230	-5,390	-8,778	-9,747	-10,716
资本支出	-4,323	-6,019	-9,120	-10,110	-11,105
投资变动	-182	252	0	0	0
其他	274	377	342	363	389
筹资活动现金流	-11,112	-11,184	-7,789	-6,739	-6,917
银行借款	54,220	35,856	-1,098	111	484
股权融资	5,005	2	0	0	0
其他	-70,337	-47,042	-6,691	-6,849	-7,401
现金净增加额	-723	-95	-487	408	23
期初现金余额	2,318	1,595	1,510	1,023	1,431
期末现金余额	1,595	1,500	1,023	1,431	1,454

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-7.4%	4.9%	5.9%	6.0%	7.2%
营业利润增长	-17.5%	26.4%	18.6%	10.0%	13.2%
归母净利润增长	-12.8%	20.7%	19.0%	10.2%	13.3%
获利能力					
毛利率	53.2%	54.6%	57.4%	57.8%	59.3%
净利率	27.4%	31.1%	34.9%	36.3%	38.3%
ROE	7.8%	9.1%	10.3%	10.7%	11.4%
ROIC	5.9%	6.0%	6.5%	6.7%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	61.4%	58.8%	57.2%	55.8%	54.4%
净负债比率	159.2%	142.6%	133.5%	126.2%	119.2%
流动比率	0.28	0.16	0.15	0.17	0.17
速动比率	0.28	0.16	0.15	0.16	0.17
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.13	0.13	0.13	0.14
应收账款周转率	14.08	10.64	10.43	10.43	10.43
存货周转率	471.93	458.85	570.84	577.13	597.36
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.32	0.39	0.43	0.48
每股经营现金流	1	1	1	1	1
每股净资产	3.42	3.58	3.76	3.98	4.22
估值比率					
P/E	16.61	20.32	16.93	15.36	13.56
P/B	1.30	1.84	1.74	1.64	1.55
EV/EBITDA	10.70	12.53	11.73	11.18	10.62

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。