

公司研究 | 点评报告 | 华能水电 (600025.SH)

水电主业量价齐升，全年业绩稳健增长

报告要点

公司 2022 年完成上网电量 998.89 亿千瓦时，同比增加 6.60%，其中四季度公司上网电量同比增速更是高达 11.03%，除了来水持续修复以外，2021 年四季度受来水偏枯导致的电量低基数效应也在一定程度上降低了公司增长的压力。此外，在持续趋紧的电力供需格局影响下，公司四季度电价有望保持高位。整体来看，在电量及电价均实现了同比显著提升的拉动下，2022 年公司预计实现归母净利润为 64.63 亿元到 74.83 亿元，同比增加 10.71%到 28.18%。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001

华能水电 (600025.SH)

2023-01-19

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

水电主业量价齐升，全年业绩稳健增长

事件描述

公司发布 2022 年年度业绩预告：2022 年公司预计实现归母净利润为 64.63 亿元到 74.83 亿元，同比增加 10.71%到 28.18%。

事件评论

- 梯级调度优化出力，全年电量逆势增长。**根据公司统计，公司 2022 年完成发电量 1,006.19 亿千瓦时，同比增加 6.59%，上网电量 998.89 亿千瓦时，同比增加 6.60%。公司发电量实现了逆势增长，主要原因系：1) 虽然 2022 年澜沧江流域来水总体同比偏枯近 1 成，其中乌弄龙、小湾、糯扎渡断面年累计来水同比分别偏枯 12.3%、5.9%和 1.7%，但通过梯级水库群优化调度释放梯级蓄能，使得 2022 年发电量同比增加；2) 2022 年云南省内用电需求大幅增长，公司充分发挥流域调节优势保供应，发电量同比增加。其中单独以 2022 年四季度来看，公司完成上网电量 211.65 亿千瓦时，同比增速为 11.03%，增速较前三季度进一步提升，除了来水持续修复以外，2021 年四季度受来水偏枯导致的电量低基数效应也在一定程度上降低了公司增长的压力，实际上受来水偏枯影响 2021 年四季度公司上网电量同比降幅高达 24.62%。
- 电价高位维稳，量价齐升全年业绩快速增长。**2019 年以来云南有大量水电硅、电解铝产能逐步爬坡持续带动用电需求提升。云南省内弃水电量已经有明显下降，省内风光清洁能源的增量规模也相对有限，因此云南省内电力供需环境将持续改善，将对公司省内消纳电量的上网电价形成支撑。根据昆明电力交易中心披露，2022 年全年云南省省内直接交易平均电价为 0.22286 元/千瓦时，同比提升了 2.04 分/千瓦时，其中 10-12 月月度均值 0.2346 元/千瓦时，同比提升了 2.19 分/千瓦时。**整体来看，在电量及电价均实现了同比显著提升的拉动下，公司全年预计实现归母净利润 64.63 亿元到 74.83 亿元，同比增加 10.71%到 28.18%；由于 2021 年四季度公允价值变动净收益达到 2.44 亿，推高了业绩基数，根据公告四季度业绩区间为 4.99 亿元到 15.19 亿元，同比减少 48.9%到增加 55.65%，我们认为在量价齐升的拉动下，四季度业绩或实现同比增长。**
- 新增光伏贡献效益，水光互补模式可期。**根据公司发电量公告，新增新松坡、大栗坪、小湾以及平远光伏项目已经并网发电开始贡献效益。2021 年公司完成新能源核准（备案）386.8 万千瓦，开工建设 99 万千瓦，2022 年，公司曾计划投资 50 亿元发展新能源项目，计划新开工项目 15 个，拟投产装机容量 130 万千瓦，“十四五”期间，公司拟在澜沧江云南段和西藏段规划建设“双千万千瓦”清洁能源基地。2021 年，云南光伏发电利用小时数 1353 小时，高于全国平均值（1281 小时）；风电利用小时数 2618 小时，也高于全国平均值（2232 小时）。随着新能源项目的持续开发和投产，新能源业务将成为水电业务以外新的利润增长点。
- 投资建议与估值：**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.39 元、0.43 元和 0.47 元，对应 PE 分别为 17.19 倍、15.56 倍和 14.20 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、来水不及预期风险；
- 2、市场电价波动风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	6.72
总股本(万股)	1,800,000
流通A股/B股(万股)	1,800,000/0
资产负债率	57.07%
每股净资产(元)	3.00
市盈率(当前)	17.43
市净率(当前)	1.75
近12月最高/最低价(元)	7.79/5.55

注：股价为 2023 年 1 月 18 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《水电量价表现优异，全年业绩或加速增长》2023-01-04
- 《电量结构影响营收增长，同期基数限制利润增速》2022-10-31
- 《电量持平收入平稳，经营业绩表现稳健》2022-10-16


 更多研报请访问
长江研究小程序

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	20202	22058	22890	24444	货币资金	1510	1707	1806	1948
营业成本	9166	9444	9674	10274	交易性金融资产	0	-74	-74	-74
毛利	11036	12614	13215	14170	应收账款	1899	1668	2033	1919
%营业收入	55%	57%	58%	58%	存货	44	43	46	49
营业税金及附加	379	375	389	416	预付账款	14	15	15	16
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	200	2913	315	3127
销售费用	39	43	44	47	流动资产合计	3667	6272	4141	6985
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	3002	3002	3002	3002
管理费用	379	419	435	464	投资性房地产	24	24	24	24
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	128843	125258	124894	128774
研发费用	131	143	148	158	无形资产	6009	5848	5688	5527
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	3375	3033	2829	2814	递延所得税资产	74	74	74	74
%营业收入	17%	14%	12%	12%	其他非流动资产	19035	21035	23035	25035
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	160654	161514	160858	169422
信用减值损失	-13	0	0	0	短期贷款	1102	1952	1652	3652
公允价值变动收益	103	-74	0	0	应付款项	145	91	151	106
投资收益	341	99	103	110	预收账款	0	0	0	0
营业利润	7177	8642	9489	10397	应付职工薪酬	89	92	94	100
%营业收入	36%	39%	41%	43%	应交税费	307	336	348	372
营业外收支	-44	-40	-40	-40	其他流动负债	20982	21168	18017	18419
利润总额	7134	8602	9449	10357	流动负债合计	22625	23638	20263	22649
%营业收入	35%	39%	41%	42%	长期借款	71447	67327	65665	67039
所得税费用	853	1118	1181	1295	应付债券	0	0	0	0
净利润	6281	7484	8268	9063	递延所得税负债	92	92	92	92
归属于母公司所有者的净利润	5838	7035	7772	8519	其他非流动负债	264	264	264	264
少数股东损益	443	449	496	544	负债合计	94428	91321	86283	90044
EPS (元)	0.32	0.39	0.43	0.47	归属于母公司所有者权益	64364	67881	71767	76026
					少数股东权益	1863	2312	2808	3352
					股东权益	66227	70193	74575	79378
					负债及股东权益	160654	161514	160858	169422
					基本指标				
						2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	16494	13777	19564	16244	每股收益	0.32	0.39	0.43	0.47
取得投资收益收回现金	398	99	103	110	每股经营现金流	0.92	0.77	1.09	0.90
长期股权投资	-39	0	0	0	市盈率	21.00	17.19	15.56	14.20
资本性支出	-6019	-4040	-7665	-12540	市净率	1.88	1.78	1.69	1.59
其他	270	0	0	0	EV/EBITDA	12.67	11.34	10.45	9.82
投资活动现金流净额	-5390	-3941	-7562	-12430	总资产收益率	3.6%	4.4%	4.8%	5.0%
债券融资	0	0	0	0	净资产收益率	9.1%	10.4%	10.8%	11.2%
股权融资	2	0	0	0	净利率	28.9%	31.9%	34.0%	34.9%
银行贷款增加(减少)	35856	-3269	-1963	3375	资产负债率	58.8%	56.5%	53.6%	53.1%
筹资成本	-7485	-6369	-6636	-7046	总资产周转率	0.12	0.14	0.14	0.15
其他	-39557	0	-3305	0					
筹资活动现金流净额	-11184	-9638	-11904	-3672					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-95	198	98	143					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	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
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。