

业绩短期承压，内建外购打开成长空间

2023 年 08 月 26 日

➤ **事件概述：**8 月 25 日，公司发布 2023 年半年度报告，报告期内实现营业收入 93.27 亿元，同比下降 16.20%；归属于上市公司股东的净利润 31.54 亿元，同比下降 17.93%；归属于上市公司股东的扣非净利润 31.73 亿元，同比下降 19.13%。

➤ **电价上行弥补电量下滑：**1H23 澜沧江流域来水同比偏枯约 2.5 成，其中，乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别下降 22.5%、25.4%、28.4%。来水不足公司电量表现承压，1H23 公司完成水电电量 363.71 亿千瓦时，同比下降 26.5%，其中，乌弄龙、小湾和糯扎渡电站电量同比分别下降 15.3%、31.6%、30.1%。分季度看，Q2 公司完成水电电量 210.73 亿千瓦时，同比下降 34.1%，其中，乌弄龙、小湾和糯扎渡电量同比分别下降 17.2%、41.8%、37.5%，较 Q1 同比增速降幅扩大。水电出力不足云南省内电力供应偏紧，省内市场交易电价上行，公司水电电价获得强支撑，Q1、Q2 公司单季度度电营收分别上涨 1.57、3.70 分，电价上行部分抵消电量下行。

➤ **成本优化缓解业绩压力：**公司部分电站发电机组、配电设备及水工机械折旧年限到期，1H23 公司折旧费用同比减少 2.20 亿元，降幅 8.2%。此外，公司通过低利率资金提前置换存量债务等方式持续优化债务融资结构，Q1、Q2 公司单季度利息费用同比分别下降 1.26、2.00 亿元，降幅 15.8%、25.2%，持续的降本缓解当前业绩压力。

➤ **收购集团资产拓展成长空间，澜上水风光一体化大基地稳步推进：**5 月 10 日，公司公告拟收购华能集团旗下四川能源开发公司 100% 股权，截至 2023 年 7 月，标的公司已投产装机 270 万千瓦（其中水电 265.1 万千瓦，光伏 4.4 万千瓦），在建装机 260 万千瓦（其中水电 111.6 万千瓦，光伏 50 万千瓦，燃机 97.5 万千瓦），截至 2023 年 6 月底，公司已投运装机 2433.28 万千瓦，标的资产全部投运后，公司总装机将同比增长 21.7%。5 月 30 日，公司公告拟投资开工建设澜上如美（260 万千瓦）水电站项目，目前公司在建澜上托巴（140 万千瓦）水电站项目，另外古水（190 万千瓦）、班达（100 万千瓦）、古学（170 万千瓦）3 座电站前期工作亦各自开展中，澜上水风光一体化大基地稳步推进。

➤ **投资建议：**公司电价的上行部分抵消电量下滑带来的业绩压力，收购集团水电资产包实现快速扩张，澜上水风光一体化大基地稳步推进。根据电量、电价的变化，调整对公司的盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.37/0.46/0.48 元（前值 0.42/0.45/0.47 元），对应 8 月 25 日收盘价 PE 分别为 19.6/15.8/15.0 倍。考虑水光一体化带来的发展潜力，给予公司 23 年 22 倍 PE 估值，目标价 8.14 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 流域来水偏枯；2) 需求下滑压制电量消纳；3) 市场交易电价波动；4) 财税等政策调整。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21142	20885	23505	24716
增长率（%）	4.7	-1.2	12.5	5.2
归属母公司股东净利润（百万元）	6801	6658	8279	8677
增长率（%）	16.5	-2.1	24.4	4.8
每股收益（元）	0.38	0.37	0.46	0.48
PE	19.2	19.6	15.8	15.0
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 25 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

7.25 元

目标价：

8.14 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

电话：021-60876734

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1. 华能水电 (600025.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：量缩价涨，降本增利-2023/04/22

2. 华能水电 (600025.SH) 2022 年业绩预告点评：逆流而上，业绩符合预期-2023/01/19

3. 华能水电 (600025.SH) 2022 年三季报点评：电量好于预期，业绩基本持平-2022/10/27

4. 华能水电 (600025.SH) 2022 年半年报点评：量价齐升与降本增效共振，业绩再上新台阶-2022/08/27

5. 华能水电 (600025.SH) 事件点评：来水再上台阶，量价齐升迎丰收-2022/07/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21142	20885	23505	24716
营业成本	9212	9298	10031	10882
营业税金及附加	345	345	388	408
销售费用	43	42	47	49
管理费用	437	418	470	494
研发费用	154	146	165	173
EBIT	11014	10637	12404	12709
财务费用	2939	2650	2457	2289
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	250	251	282	297
营业利润	8317	8205	10198	10687
营业外收支	-24	-20	-20	-20
利润总额	8292	8185	10178	10667
所得税	1016	1064	1323	1387
净利润	7276	7121	8855	9280
归属于母公司净利润	6801	6658	8279	8677
EBITDA	16532	16739	19901	21085

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1855	1495	2552	3324
应收账款及票据	1561	1667	1882	1981
预付款项	41	19	20	22
存货	43	51	55	60
其他流动资产	129	149	164	170
流动资产合计	3629	3381	4672	5558
长期股权投资	3116	3216	3316	3416
固定资产	124305	121079	127605	135033
无形资产	6352	6196	6040	5884
非流动资产合计	159251	157053	157239	157677
资产合计	162879	160434	161912	163235
短期借款	4283	4570	4464	3910
应付账款及票据	238	153	165	179
其他流动负债	16849	17181	17678	18221
流动负债合计	21370	21903	22307	22310
长期借款	71248	64748	60748	56748
其他长期负债	464	464	464	464
非流动负债合计	71712	65212	61212	57212
负债合计	93081	87115	83518	79521
股本	18000	18000	18000	18000
少数股东权益	2054	2517	3093	3696
股东权益合计	69798	73319	78394	83714
负债和股东权益合计	162879	160434	161912	163235

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.65	-1.21	12.54	5.15
EBIT 增长率	8.96	-3.42	16.61	2.46
净利润增长率	16.51	-2.11	24.35	4.80
盈利能力 (%)				
毛利率	56.43	55.48	57.32	55.97
净利润率	34.42	34.09	37.67	37.55
总资产收益率 ROA	4.18	4.15	5.11	5.32
净资产收益率 ROE	10.04	9.40	10.99	10.84
偿债能力				
流动比率	0.17	0.15	0.21	0.25
速动比率	0.17	0.15	0.21	0.25
现金比率	0.09	0.07	0.11	0.15
资产负债率 (%)	57.15	54.30	51.58	48.72
经营效率				
应收账款周转天数	26.95	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	1.72	2.00	2.00	2.00
总资产周转率	0.13	0.13	0.15	0.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.37	0.46	0.48
每股净资产	3.76	3.93	4.18	4.45
每股经营现金流	0.92	0.88	1.05	1.12
每股股利	0.18	0.20	0.21	0.22
估值分析				
PE	19.2	19.6	15.8	15.0
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.72	12.21	10.01	9.20
股息收益率 (%)	2.41	2.76	2.90	3.03

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7276	7121	8855	9280
折旧和摊销	5518	6102	7497	8376
营运资金变动	1147	85	224	395
经营活动现金流	16618	15807	18849	20149
资本开支	-7906	-3824	-7603	-8734
投资	-95	-100	-100	-100
投资活动现金流	-7921	-3674	-7421	-8537
股权募资	4003	0	0	0
债务募资	-5028	-6213	-4106	-4554
筹资活动现金流	-8447	-12494	-10371	-10840
现金净流量	286	-360	1057	773

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026