

量价齐升，新并资产放大业绩

2023 年 10 月 28 日

➤ **事件概述：**10 月 27 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度实现营业收入 181.38 亿元，同比下降 2.9%（经重述）；归母净利润 67.04 亿元，同比增长 5.2%（经重述）；扣非归母净利润 67.43 亿元，同比增长 4.3%（经重述）。第三季度公司实现营业收入 76.34 亿元（经重述），同比增长 21.7%；归母净利润 33.00 亿元，同比增长 47.4%（经重述）；扣非归母净利润 33.25 亿元，同比增长 47.4%（经重述）。

➤ **来水如期改善，新并资产抬高电量：**年初澜沧江流域梯级蓄能同比减少 61.37 亿千瓦时，叠加上半年来水同比偏枯，2023 前三季度公司累计水电发电量（不含四川水电）733.25 亿千瓦时，同比下降 7.1%，乌弄龙、小湾和糯扎渡电量同比分别+13.6%、-14.8%、-16.1%；若考虑新并入四川水电，2023 年前三季度公司完成水电电量 816.76 亿千瓦时，同比下降 6.8%。3Q23 澜沧江流域来水同比偏丰 4-7 成，公司单季度完成电量（不含四川水电）369.54 亿千瓦时，同比增长 25.4%，其中乌弄龙、小湾和糯扎渡电量同比分别增长 48.1%、22.7%、14.1%。考虑到进入主汛期后，小湾和糯扎渡“两库”转入蓄水运行，发电能力部分转为蓄能未完全释放，公司今冬与明春电量仍有望大幅改善。

➤ **省内电价基本持平，外送高价电量上行推高度电营收：**Q3 省内市场化交易平均电价同比提高 0.48 分/千瓦时至 0.1568 元/千瓦时，增幅 3.2%；同时高电价的澜上送深圳（乌弄龙/里底/黄登/大华桥/苗尾）发电量同比增长 48.8%至 121.00 亿千瓦时，占单季度水电电量（不含四川水电）的比重同比提高 5.1 个百分点至 32.7%，电量结构的调整推高公司度电营收。

➤ **投资建议：**公司电价的上行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。根据电量、电价的变化以及新并入资产，调整对公司的盈利预测，预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.44/0.50/0.53 元（前值 0.37/0.46/0.48 元），对应 10 月 27 日收盘价 PE 分别为 16.9/14.7/13.7 倍。考虑新购资产实现快速扩张，给予公司 23 年 20.0 倍 PE 估值，目标价 8.80 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。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

7.53 元

目标价：

8.80 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) 2023 年半年报点评：业绩短期承压，内建外购打开成长空间-2023/08/26

2.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

3.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

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

5.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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21,142	22,975	25,631	27,355
增长率 (%)	4.7	8.7	11.6	6.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,801	7,935	8,987	9,539
增长率 (%)	16.5	16.7	13.3	6.1
每股收益 (元)	0.38	0.44	0.50	0.53
PE	19.9	17.1	15.1	14.2
PB	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

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	21,142	22,975	25,631	27,355
营业成本	9,212	9,583	10,740	11,851
营业税金及附加	345	379	423	451
销售费用	43	46	51	55
管理费用	437	460	513	547
研发费用	154	161	179	191
EBIT	11,014	12,346	13,725	14,259
财务费用	2,939	2,764	2,754	2,622
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	250	276	308	328
营业利润	8,317	9,827	11,249	11,938
营业外收支	-24	-20	-20	-20
利润总额	8,292	9,807	11,229	11,918
所得税	1,016	1,275	1,460	1,549
净利润	7,276	8,532	9,769	10,369
归属于母公司净利润	6,801	7,935	8,987	9,539
EBITDA	16,532	18,383	22,007	24,080

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,855	964	3,495	6,802
应收账款及票据	1,561	1,838	2,057	2,198
预付款项	41	19	21	24
存货	43	53	59	65
其他流动资产	129	161	175	185
流动资产合计	3,629	3,035	5,807	9,273
长期股权投资	3,116	3,216	3,316	3,416
固定资产	124,305	121,144	130,885	144,868
无形资产	6,352	6,196	6,040	5,884
非流动资产合计	159,251	165,028	168,414	166,533
资产合计	162,879	168,063	174,222	175,807
短期借款	4,283	4,570	4,464	3,910
应付账款及票据	238	158	177	195
其他流动负债	16,849	17,394	18,151	18,863
流动负债合计	21,370	22,121	22,791	22,967
长期借款	71,248	70,748	70,248	65,248
其他长期负债	464	464	464	464
非流动负债合计	71,712	71,212	70,712	65,712
负债合计	93,081	93,332	93,503	88,679
股本	18,000	18,000	18,000	18,000
少数股东权益	2,054	2,652	3,433	4,263
股东权益合计	69,798	74,730	80,719	87,128
负债和股东权益合计	162,879	168,063	174,222	175,807

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	8.67	11.56	6.73
EBIT 增长率	8.96	12.09	11.16	3.90
净利润增长率	16.51	16.67	13.27	6.14
盈利能力 (%)				
毛利率	56.43	58.29	58.10	56.68
净利润率	34.42	37.14	38.11	37.90
总资产收益率 ROA	4.18	4.72	5.16	5.43
净资产收益率 ROE	10.04	11.01	11.63	11.51
偿债能力				
流动比率	0.17	0.14	0.25	0.40
速动比率	0.17	0.13	0.25	0.40
现金比率	0.09	0.04	0.15	0.30
资产负债率 (%)	57.15	55.53	53.67	50.44
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	0.14	0.15	0.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.44	0.50	0.53
每股净资产	3.76	4.00	4.29	4.60
每股经营现金流	0.92	0.96	1.17	1.28
每股股利	0.18	0.20	0.21	0.22
估值分析				
PE	19.9	17.1	15.1	14.2
PB	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.02	11.75	9.67	8.47
股息收益率 (%)	2.32	2.66	2.79	2.92

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7,276	8,532	9,769	10,369
折旧和摊销	5,518	6,037	8,282	9,821
营运资金变动	1,147	117	485	521
经营活动现金流	16,618	17,274	21,076	23,118
资本开支	-7,906	-11,734	-11,589	-7,860
投资	-95	-100	-100	-100
投资活动现金流	-7,921	-11,558	-11,381	-7,632
股权募资	4,003	0	0	0
债务募资	-5,028	-213	-606	-5,554
筹资活动现金流	-8,447	-6,607	-7,164	-12,180
现金净流量	286	-891	2,531	3,307

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。	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
	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