

四川水电边际贡献度明显，业绩蓄势待发

2024 年 04 月 27 日

➤ **事件：**4 月 26 日，公司发布 2023 年度报告，报告期内实现营业收入 234.61 亿元，同比下降 0.51%（经重述）；归母净利润 76.38 亿元，同比增长 5.58%（经重述）；扣非归母净利润 71.20 亿元，同比增长 8.35%（经重述）；公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.18 元，合计派发现金红利 32.40 亿元，现金分红比例约 42.42%。公司发布 2024 年一季报，报告期内实现营业收入 44.20 亿元，同比增长 3.58%（经重述）；归母净利润 10.65 亿元，同比增长 17.25%（经重述）；扣非归母净利润 10.68 亿元，同比增长 43.24%（经重述）。

➤ **云南省内短期承压，四川水电贡献明显：**电量端，1Q24 澜沧江流域来水同比持平，小湾、糯扎渡两大水库因承担电网系统调节任务，梯级蓄能未完全释放（同比多 44 亿千瓦时）叠加托巴水电站蓄水影响，单季度公司澜沧江流域 10 座电站完成电量 114.11 亿千瓦时，同比下降 15.7%；其中澜上 5 座电站合计完成电量 21.78 亿千瓦时，同比下降 13.8%；单季度四川水电旗下太平驿电站完成电量 2.76 亿千瓦时，同比增长 15.5%；公司 25 万千瓦以下中小水电合计完成电量 17.27 亿千瓦时，同比增长 2.6%（四川区域装机 237.10 万千瓦，云南区域装机 14.88 万千瓦）。电价端，当前云南冬春连旱延续，云南省内电力供需仍偏紧，2024 年 1-2 月省内市场化交易平均电价同比上涨 1.43 分/千瓦时至 0.3152 元/千瓦时，增幅 4.8%，但考虑电价相对较高的澜上电站电量下滑，公司在省内原有电站综合平均电价上涨有限。财务端，1Q24 公司综合毛利率同比提升 1.7pct 至 51.7%，我们测算 1Q23 四川水电综合毛利率为 52.2%，综合毛利率提升或主要由四川水电贡献。

➤ **债务优化，降本显著：**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，折旧费用增幅放缓；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，2023 年融资成本同比下降 60 个 BP，全年公司利息费用同比下降 4.86 亿元，降幅 14.9%；1Q24 利息费用延续降势，单季度同比下降 0.45 亿元，降幅 6.1%，公司充沛的现金流将持续减少有息负债规模，利息费用有望逐渐回落，提高利润水平。

➤ **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，Q1 四川水电边际贡献明显，云南省内两大水库未来释放蓄能将逐步兑现增发电量；财务优化带来持续的内生增长。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，扣除永续债利息后，预计 24/25 年 EPS 分别为 0.50/0.53 元（扣除永续债利息后，追溯前值 0.48/0.51 元），新增 26 年 EPS 为 0.56 元，对应 4 月 26 日收盘价 PE 分别为 19.3/18.2/17.2 倍。考虑公司业绩稳定上行，给予公司 24 年 20.0 倍 PE 估值，目标价 10.00 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,461	25,687	27,444	28,750
增长率 (%)	-0.5	9.5	6.8	4.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,638	9,414	9,953	10,493
增长率 (%)	5.6	23.3	5.7	5.4
每股收益 (元)	0.40	0.50	0.53	0.56
PE	24.2	19.3	18.2	17.2
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

9.67 元

目标价：

10.00 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

1. 华能水电 (600025.SH) 2023 年三季报点评：量价齐升，新并资产放大业绩-2023/10/28
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23,461	25,687	27,444	28,750
营业成本	10,238	10,430	11,471	12,240
营业税金及附加	436	478	510	535
销售费用	60	64	69	72
管理费用	543	578	659	690
研发费用	187	205	220	230
EBIT	11,984	13,931	14,516	14,983
财务费用	2,730	2,667	2,613	2,436
资产减值损失	-63	-50	-50	-50
投资收益	283	308	329	345
营业利润	9,426	11,508	12,168	12,829
营业外收支	-6	20	20	20
利润总额	9,420	11,528	12,188	12,849
所得税	1,177	1,383	1,463	1,542
净利润	8,243	10,144	10,725	11,307
归属于母公司净利润	7,638	9,414	9,953	10,493
EBITDA	17,838	21,572	22,690	22,510

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,760	3,880	8,766	9,048
应收账款及票据	1,971	2,085	2,229	2,337
预付款项	82	83	92	98
存货	44	7	13	17
其他流动资产	483	521	553	576
流动资产合计	4,340	6,577	11,653	12,076
长期股权投资	3,187	3,287	3,387	3,487
固定资产	135,971	147,610	159,952	156,598
无形资产	6,335	6,172	6,008	5,845
非流动资产合计	190,899	195,012	196,171	195,534
资产合计	195,239	201,589	207,824	207,610
短期借款	8,137	8,424	8,319	7,764
应付账款及票据	340	343	377	402
其他流动负债	20,562	20,537	21,358	21,966
流动负债合计	29,039	29,304	30,054	30,132
长期借款	91,764	90,764	88,764	80,764
其他长期负债	3,713	3,713	3,713	3,713
非流动负债合计	95,477	94,477	92,477	84,477
负债合计	124,516	123,781	122,531	114,609
股本	18,000	18,000	18,000	18,000
少数股东权益	3,394	4,125	4,897	5,711
股东权益合计	70,723	77,808	85,293	93,000
负债和股东权益合计	195,239	201,589	207,824	207,610

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.51	9.49	6.84	4.76
EBIT 增长率	-0.28	16.25	4.19	3.22
净利润增长率	5.58	23.25	5.73	5.42
盈利能力 (%)				
毛利率	56.36	59.39	58.20	57.42
净利润率	35.14	39.49	39.08	39.33
总资产收益率 ROA	3.91	4.67	4.79	5.05
净资产收益率 ROE	11.34	12.78	12.38	12.02
偿债能力				
流动比率	0.15	0.22	0.39	0.40
速动比率	0.15	0.22	0.38	0.40
现金比率	0.06	0.13	0.29	0.30
资产负债率 (%)	63.78	61.40	58.96	55.20
经营效率				
应收账款周转天数	30.61	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	1.57	2.00	2.00	2.00
总资产周转率	0.12	0.13	0.13	0.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.50	0.53	0.56
每股净资产	3.74	4.09	4.47	4.85
每股经营现金流	0.95	1.11	1.22	1.19
每股股利	0.18	0.20	0.22	0.23
估值分析				
PE	24.2	19.3	18.2	17.2
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.83	12.96	12.01	11.72
股息收益率 (%)	1.86	2.07	2.28	2.38

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,243	10,144	10,725	11,307
折旧和摊销	5,854	7,641	8,175	7,527
营运资金变动	370	-219	586	411
经营活动现金流	17,063	20,015	21,877	21,482
资本开支	-18,106	-11,634	-9,214	-6,770
投资	-8,838	-100	-100	-100
投资活动现金流	-26,567	-11,426	-8,984	-6,525
股权募资	5,016	0	0	0
债务募资	11,220	-713	-2,106	-8,554
筹资活动现金流	8,700	-6,470	-8,006	-14,676
现金净流量	-791	2,120	4,886	281

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