

2024年04月29日  
华能水电(600025.SH)

SDIC

## 新电站投产在即，长期增长潜力充足

### 事件：

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营业收入 234.61 亿元，较 2022 年调整后数值同比略降 0.51%；实现归母净利润 76.38 亿元，较 2022 年调整后数值同比增长 5.58%。2024 年一季度公司实现营业收入 44.2 亿元，较上年同期调整后数值同比增长 3.58%；实现归母净利润 10.65 亿元，较上年同期调整后数值同比增长 17.25%。

### 上网电价提升叠加财务费用下降，公司业绩稳健增长：

截至 2023 年底，公司已投产装机容量达到 27.53GW，其中水电 25.6GW、新能源装机 1.93GW。2023 年全年及 2024 年一季度公司发电量均受云南来水偏枯影响，2023 年公司上网电量 1062.35 亿千瓦时，同比减少 4.05%；2024 年一季度澜沧江流域来水同比持平，叠加承担系统调节任务梯级蓄能未完全释放，公司上网电量 160.58 亿千瓦时，同比下降 7.25%。在来水偏枯背景下公司仍保持稳健增长，一方面由于省内大规模引入电解铝产业用电需求大幅提升叠加近两年来水持续偏枯，省内电力供需格局紧张，上网电价持续提升，2023 年公司水电平均上网电价 218.85 元/MWh，同比增长 4.24%；另一方面，公司通过低利率资金提前置换存量债务等方式进行债务结构优化，财务费用减少 4.5 亿元，同比下降 14.14%。未来由于云南省内可靠电源装机增量受限，水电供需偏紧趋势有望延续，上网电价仍有提升空间。

### 新增水电投产在即，装机容量有望实现进一步增厚：

2023 年公司收购华能四川能源开发有限公司 100% 股权，水电装机规模从 22.95GW 提升至 25.6GW。“十四五”期间公司有两大电站有待投产，其中位于澜沧江上游云南段的托巴水电站（装机 140 万千瓦）预计于 2024 年 6 月投产首台机组、2024 年 12 月全部投产；华能四川的泸定硬梁包水电站（装机 111.6 万千瓦）预计 2024 年 10 月投产首台机组、2025 年 6 月全部投产，两台机组的投产后公司水电装机容量将进一步增长 9.2%，保障公司短期业绩增长。同时，从长期看公司再澜沧江上游西藏段仍有丰富的水电项目储备，据公司公告，公司拟投资 584 亿元建设如美水电站（260 万千瓦），其余 7 个电站均已在前期准备阶段，有望带来远期业绩增量。

### 折旧费用持续下降带来盈利能力提升：

公司成本构成以折旧为主，由于水电项目折旧年限远低于使用寿命，折旧完成后项目盈利能力将实现显著提升。根据公司招股说明书，水轮发电机折旧年限约在 12 年左右，公司功果桥、糯扎渡、龙开口水



证券研究报告

水电

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价

10.78 元

股价 (2024-04-26)

9.67 元

交易数据

总市值(百万元) 174,060.00

流通市值(百万元) 174,060.00

总股本(百万股) 18,000.00

流通股本(百万股) 18,000.00

12 个月价格区间 6.86/9.97 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.7	3.4	50.4
绝对收益	3.9	10.9	41.0

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

从云南电解铝限产看华能水电投资价值 2023-11-21

电站分别在 2011-2014 年间投产，按折旧年限测算 2024-2026 年公司仍将迎来折旧计提完成高峰。2023 年公司毛利率 56.36%，同比增长 0.65 个百分点，未来随着机组折旧进一步计提完成，将持续增强公司盈利能力。同时，公司现金流优异，2023 年实现经营活动现金流净额 170.6 亿元，净现比为 2.07，2023 年拟分红 32.4 亿元，分红比例 42.4%。公司发布未来三年（2024-2026 年）股东回报规划，承诺每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 50%。

### 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 265.62 亿元、292.99 亿元、313.23 亿元，增速分别为 13.2%、10.3%、6.9%，净利润分别为 87.59 亿元、99.89 亿元、106.92 亿元，增速分别为 14.7%、14.0%、7%，维持买入-A 的投资评级，给予 2024 年 22xPE，6 个月目标价为 10.78 元。

风险提示：上网电价波动风险、项目投产不及预期风险、来水不及预期风险、假设不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	23,581.0	23,461.3	26,562.3	29,299.1	31,322.9
净利润	7,234.4	7,638.1	8,759.1	9,988.6	10,692.2
每股收益(元)	0.40	0.42	0.49	0.55	0.59
每股净资产(元)	3.99	3.74	3.24	3.52	3.82
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	24.1	22.8	19.9	17.4	16.3
市净率(倍)	2.4	2.6	3.0	2.7	2.5
净利润率	30.7%	32.6%	33.0%	34.1%	34.1%
净资产收益率	10.1%	11.3%	15.0%	15.8%	15.6%
股息收益率	1.8%	0.0%	2.3%	2.9%	3.1%
ROIC	-338.6%	-790.2%	7.2%	6.8%	6.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	23,581.0	23,461.3	26,562.3	29,299.1	31,322.9	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	10,443.6	10,237.6	11,278.3	12,248.6	12,994.8	营业收入增长率	3.9%	-0.5%	13.2%	10.3%	6.9%
营业税费	437.5	436.5	514.7	552.1	595.1	营业利润增长率	14.1%	3.6%	16.5%	13.5%	6.8%
销售费用	53.6	60.1	62.1	70.0	76.1	净利润增长率	15.1%	5.6%	14.7%	14.0%	7.0%
管理费用	510.2	542.5	549.8	586.0	657.8	EBITDA 增长率	2.5%	1.2%	-9.2%	17.8%	6.7%
研发费用	184.8	187.2	193.9	205.1	250.6	EBIT 增长率	5.6%	-1.0%	17.5%	11.9%	6.8%
财务费用	3,180.3	2,730.5	3,278.1	3,497.6	3,737.2	NOPLAT 增长率	5.2%	-0.8%	17.3%	11.9%	6.8%
加: 资产/信用减值损失	49.0	-91.7	-17.3	-20.0	-43.0	投资资本增长率	-57.5%	-	17.7%	5.5%	4.0%
公允价值变动收益	-8.1	-50.1	-	-	-	净资产增长率	5.2%	-5.8%	-11.5%	9.4%	9.2%
投资和汇兑收益	264.4	283.3	311.6	342.7	342.7						
<b>营业利润</b>	9,094.3	9,425.7	10,979.6	12,462.4	13,311.1	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	18.8	-5.8	-2.6	3.5	-1.6	毛利率	55.7%	56.4%	57.5%	58.2%	58.5%
<b>利润总额</b>	9,113.1	9,419.9	10,977.0	12,465.9	13,309.5	营业利润率	38.6%	40.2%	41.3%	42.5%	42.5%
减: 所得税	1,150.6	1,176.8	1,371.3	1,557.3	1,662.7	净利润率	30.7%	32.6%	33.0%	34.1%	34.1%
<b>净利润</b>	7,234.4	7,638.1	8,759.1	9,988.6	10,692.2	EBITDA/营业收入	75.4%	76.6%	61.5%	65.7%	65.5%
						EBIT/营业收入	52.0%	51.7%	53.7%	54.5%	54.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数		1,043	2,080	2,231	2,213
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-170	-167	-155	-140	-139
货币资金	2,509.3	1,760.3	1,993.0	2,198.3	2,350.2	流动资产周转天数	72	70	66	68	64
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	34	31	32	32
应收帐款	2,021.3	2,386.3	2,204.2	3,035.9	2,597.4	存货周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	27.1	3.5	1,096.1	231.2	379.4	总资产周转天数	2,744	2,891	2,863	2,863	2,805
预付帐款	51.1	81.6	26.2	104.7	39.1	投资资本周转天数	-34	1,328	2,573	2,591	2,538
存货	49.5	44.1	60.4	54.5	65.9						
其他流动资产	71.2	64.0	68.3	71.7	75.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.1%	11.3%	15.0%	15.8%	15.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	4.2%	4.2%	4.6%	4.7%
长期股权投资	3,115.7	3,187.0	3,187.0	3,187.0	3,187.0	ROIC	-338.6%	-790.2%	7.2%	6.8%	6.9%
投资性房地产	111.5	104.2	104.2	104.2	104.2	<b>费用率</b>					
固定资产	-135,970.9	170,991.9	192,106.9	192,946.5		销售费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	-40,960.0	36,864.0	27,033.6	36,864.0		管理费用率	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	2.1%
无形资产	6,436.8	6,422.6	6,197.2	5,971.8	5,746.3	研发费用率	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
其他非流动资产	167,237.5	4,254.7	4,464.7	4,685.3	4,917.2	财务费用率	13.5%	11.6%	12.3%	11.9%	11.9%
<b>资产总额</b>	181,631.0	195,239.3	227,257.1	238,785.1	249,272.5	四费/营业收入	16.7%	15.0%	15.4%	14.9%	15.1%
短期债务	4,295.7	8,137.3	39,307.3	48,120.5	56,694.0	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	6,565.3	7,763.6	8,497.0	8,503.5	9,816.4	资产负债率	58.6%	63.8%	72.5%	71.3%	70.0%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	141.8%	176.1%	263.0%	248.6%	233.3%
其他流动负债	13,128.1	13,138.0	14,375.0	13,547.1	13,687.4	流动比率	0.20	0.15	0.09	0.08	0.07
长期借款	82,061.3	91,764.2	100,954.1	98,205.5	91,911.5	速动比率	0.20	0.15	0.09	0.08	0.07
其他非流动负债	475.5	3,712.9	1,515.4	1,901.2	2,376.5	利息保障倍数	3.85	4.45	4.35	4.56	4.56
<b>负债总额</b>	106,525.9	124,515.9	164,648.8	170,277.9	174,485.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	3,317.9	3,394.3	4,198.6	5,103.1	6,036.5	DPS(元)	0.18	-	0.22	0.28	0.30
股本	18,000.0	18,000.0	18,000.0	18,000.0	18,000.0	分红比率	43.5%	0.0%	45.0%	50.0%	50.0%
留存收益	40,184.7	35,592.3	40,409.8	45,404.1	50,750.2	股息收益率	1.8%	0.0%	2.3%	2.9%	3.1%
<b>股东权益</b>	75,105.1	70,723.3	62,608.3	68,507.2	74,786.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.40	0.42	0.49	0.55	0.59
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	3.99	3.74	3.24	3.52	3.82
净利润	7,276.1	8,243.2	8,759.1	9,988.6	10,692.2	PE(X)	24.1	22.8	19.9	17.4	16.3
加: 折旧和摊销	5,516.3	5,844.2	2,068.6	3,277.0	3,481.8	PB(X)	2.4	2.6	3.0	2.7	2.5
资产减值准备	-	63.5	-	-	-	P/FCF	25.0	-1.1	10.1	38.5	36.3
公允价值变动损失	8.1	50.1	-	-	-	P/S	7.4	7.4	6.6	5.9	5.6
财务费用	2,964.5	2,771.2	3,278.1	3,497.6	3,737.2	EV/EBITDA	2.6	14.6	19.7	17.0	16.1
投资收益	-249.9	-283.3	-311.6	-342.7	-342.7	CAGR(%)	11.1%	12.2%	11.2%	11.1%	12.2%
少数股东损益	728.2	605.1	846.6	919.9	954.5	PEG	2.2	1.9	1.8	1.6	1.3
营运资金的变动	-2,920.2	163,656.4	-331.6	-393.2	1,506.5	ROIC/WACC	-50.1	-116.9	1.1	1.0	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	16,618.1	17,062.6	14,309.3	16,947.2	20,029.5	REP	0.7	-	1.5	1.5	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-9,568.3	-26,567.4	-32,456.4	-13,993.3	-13,583.7						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-8,073.0	8,699.7	18,379.8	-2,748.6	-6,294.0						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034