

研究所  
 证券分析师： 杨阳 S0350521120005  
 yangy08@ghzq.com.cn  
 联系人： 许紫荆 S0350122070063  
 xuzj02@ghzq.com.cn

业绩符合预期，

水电量价齐升助力稳健增长

——华能水电（600025）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/01/18

表现	1M	3M	12M
华能水电	1.2%	0.0%	11.7%
沪深300	4.5%	7.6%	-14.2%

市场数据

2023/01/18

当前价格(元)	6.72
52周价格区间(元)	5.55-7.79
总市值(百万)	120,960.00
流通市值(百万)	120,960.00
总股本(万股)	1,800,000.00
流通股本(万股)	1,800,000.00
日均成交额(百万)	107.17
近一月换手(%)	0.11

《——华能水电（600025）三季报点评：电价上行、费用优化，风光项目陆续并网（买入）\*电力\*杨阳》——2022-10-30

《——华能水电（600025）点评报告：水电业务量价齐升，费用优化提高利润（买入）\*电力\*杨阳》——2022-08-27

《——华能水电（600025）点评报告：二季度发电量创新高，Q2迎来量价齐升（买入）\*电力\*杨阳》——2022-07-05

《——华能水电（600025）业绩点评：电价上行

事件：

2023年1月18日，华能水电发布2022年度业绩预告。2022年公司归母净利润预计为64.63亿元-74.83亿元，较2021年同期预计增加6.25亿元-16.45亿元，同比增长10.71%-28.18%，其中四季度归母净利润4.99亿元-15.19亿元，同比下滑48.87%-增长55.64%。

投资要点：

- **量价齐升、降本增效，2022年度净利润预计增加10.71%-28.18%。**2022年公司归母净利润预计为64.63亿元-74.83亿元，较2021年同期预计增加6.25亿元-16.45亿元，同比增长10.71%-28.18%。主要由于2022年云南省内电价持续提升，用电需求大幅增长，公司通过梯级水库群优化调度释放梯级蓄能，充分发挥流域调节优势保供应，发电量同比增加6.59%。同时公司财务费用明显下降，对业绩形成良好支撑。
- **2022年上半年来水偏丰叠加调度优化抵消汛期偏枯影响，市场化电价持续上行。**  
**电量方面**，澜沧江流域来水总体偏枯近1成，公司优化梯级调度以满足云南省增长的用电需求，全年水电发电量总计1000.93亿千瓦时，同比增加6.65%。2022年公司完成发电量1006.19亿千瓦时，同比增加6.59%。  
**电价方面**，根据昆明电力交易中心数据，2022年云南电厂加权平均成交价为0.2231元/MWh，每月电厂平均成交价同比增加0.015—0.03元/千瓦时，华能水电在云南省内装机规模第一，持续受益于电价上行。
- **风光项目陆续并网，盈利能力持续增强。**公司2022年风电发电量3.66亿千瓦时，光伏发电量1.57亿千瓦时。2022年新增光伏装机38万千瓦，新增并网的新松坡、大栗坪、小湾、平远光伏发电0.33亿千瓦时，此外还有235兆瓦光伏项目在建。公司“十四五”期间计划打造“双千万千瓦”清洁能源基地，水电与新能源并重，后续新能源项目持续并网将进一步增强公司盈利能力。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计2022-2024年归母净利润分别为

拉动度电利润高增，水电与新能源并重（买入）\*  
 电力\*杨阳》——2022-04-24

69.63/76.48/85.40 亿元，同比增速分别为 19%/10%/12%，对应 PE 分别为 17/16/14 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示** 宏观经济下滑；政策变动风险；来水低于预期；电力需求不及预期；电价下滑风险；新能源装机不及预期。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20202	21174	22535	23723
增长率（%）	5	5	6	5
归母净利润（百万元）	5838	6963	7648	8540
增长率（%）	21	19	10	12
摊薄每股收益（元）	0.32	0.39	0.42	0.47
ROE（%）	9	10	10	10
P/E	21	17	16	14
P/B	2	2	2	1
P/S	6	6	5	5
EV/EBITDA	13	11	10	9

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华能水电盈利预测表

证券代码:	600025		股价:	6.72	投资评级:	买入	日期:	2023/01/18	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	10%	10%	10%	EPS	0.32	0.39	0.42	0.47
毛利率	55%	56%	56%	57%	BVPS	3.58	3.96	4.39	4.86
期间费率	19%	17%	15%	14%	<b>估值</b>				
销售净利率	29%	33%	34%	36%	P/E	20.59	17.37	15.82	14.16
<b>成长能力</b>					P/B	1.84	1.70	1.53	1.38
收入增长率	5%	5%	6%	5%	P/S	5.87	5.71	5.37	5.10
利润增长率	21%	19%	10%	12%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
总资产周转率	0.13	0.12	0.13	0.13	<b>营业收入</b>	<b>20202</b>	<b>21174</b>	<b>22535</b>	<b>23723</b>
应收账款周转率	10.64	11.37	11.86	11.27	营业成本	9166	9350	9950	10150
存货周转率	458.85	555.54	506.88	525.31	营业税金及附加	379	358	394	420
<b>偿债能力</b>					销售费用	39	36	39	42
资产负债率	59%	57%	54%	51%	管理费用	379	367	395	424
流动比	0.16	0.55	0.85	1.19	财务费用	3375	3135	2948	2765
速动比	0.16	0.55	0.85	1.19	其他费用/(-收入)	131	66	89	107
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>营业利润</b>	<b>7177</b>	<b>8166</b>	<b>9081</b>	<b>10194</b>
现金及现金等价物	1510	10223	17824	26145	营业外净收支	-44	0	0	0
应收款项	1917	3514	3507	3294	<b>利润总额</b>	<b>7134</b>	<b>8166</b>	<b>9081</b>	<b>10194</b>
存货净额	44	38	44	45	所得税费用	853	649	801	976
其他流动资产	196	185	162	197	<b>净利润</b>	<b>6281</b>	<b>7518</b>	<b>8281</b>	<b>9218</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>3667</b>	<b>13960</b>	<b>21538</b>	<b>29681</b>	少数股东损益	443	555	633	679
固定资产	128843	127209	124579	120990	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5838</b>	<b>6963</b>	<b>7648</b>	<b>8540</b>
在建工程	16356	18172	21950	26681	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
无形资产及其他	8787	8331	7924	7492	<b>经营活动现金流</b>	<b>16494</b>	<b>17496</b>	<b>17379</b>	<b>18056</b>
长期股权投资	3002	3048	3090	3135	净利润	5838	6963	7648	8540
<b>资产总计</b>	<b>160654</b>	<b>170720</b>	<b>179081</b>	<b>187979</b>	少数股东权益	443	555	633	679
短期借款	1102	1102	1102	1102	折旧摊销	5734	6032	6071	6075
应付款项	145	116	124	138	公允价值变动	-103	0	0	0
预收帐款	0	1	2	1	营运资金变动	1507	968	104	-143
其他流动负债	21378	23955	24026	23692	<b>投资活动现金流</b>	<b>-5390</b>	<b>-5513</b>	<b>-6507</b>	<b>-6465</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>22625</b>	<b>25174</b>	<b>25254</b>	<b>24933</b>	资本支出	-6019	-5757	-6811	-6784
长期借款及应付债券	71447	71447	71447	71447	长期投资	252	-47	-42	-44
其他长期负债	356	356	356	356	其他	377	291	346	363
<b>长期负债合计</b>	<b>71802</b>	<b>71802</b>	<b>71802</b>	<b>71802</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-11184</b>	<b>-3270</b>	<b>-3270</b>	<b>-3270</b>
<b>负债合计</b>	<b>94428</b>	<b>96976</b>	<b>97056</b>	<b>96735</b>	债务融资	-3648	0	0	0
股本	18000	18000	18000	18000	权益融资	2	0	0	0
股东权益	66227	73744	82025	91243	其它	-7538	-3270	-3270	-3270
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>160654</b>	<b>170720</b>	<b>179081</b>	<b>187979</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-95</b>	<b>8713</b>	<b>7602</b>	<b>8321</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【公共事业小组介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2,2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

郑奇，北京理工大学工学硕士，现任国海证券中小盘研究员。具备七年航天单位军工电子产品研发与研发管理经验 and 一年买方经验。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

## 【分析师承诺】

杨阳，本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。