

买入 (维持)

华能水电 (600025)

拟在西藏地区投资建设水电站项目，澜上西藏段开发揭开序幕

2023年05月31日

市场数据

日期	2023/05/30
收盘价(元)	7.60
总股本(百万股)	18,000.00
流通股本(百万股)	18,000.00
净资产(百万元)	68,438.84
总资产(百万元)	164,657.96
每股净资产(元)	3.80

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证公用 蔡屹】华能水电2022年年报及2023年一季报点评: 2022年归母净利润同比+16.51%, 债务融资结构持续优化降低财务费用》2023-04-22

《【兴证公用 蔡屹】华能水电2022年三季报点评: 云南省内电价中枢持续上涨, 财务费用节省贡献利润增量》2022-10-28

《【兴证公用 蔡屹】华能水电2022年中报点评: 量价齐增, 弹性释放》2022-08-27

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

研究助理:

史一粟

shiyisu@xyzq.com.cn

投资要点

- **事件:** 2023年5月30日晚间, 华能水电发布《关于在西藏地区投资建设水电站项目》的公告。公告内容梳理如下:
- **项目概况:** 公司拟在西藏地区投资建设水电站项目, 且此项目已于2023年4月获得国家发改委核准批复。目前此项目技术可行, 各项条件已基本落实, 项目风险可控, 已具备项目投资及开工建设条件。此项目装机容量260万千瓦, 按2022年三季度价格水平计算工程总投资583.81亿元(对应单千瓦投资额22454.23元), 多年平均发电量112.81亿千瓦时(对应年均机组利用小时数4338.85小时), 工程总工期132个月(11年)。
- **资金来源:** 项目建设资金由资本金和负债融资两部分组成。其中资本金占工程总投资的30%, 由公司所属全资子公司华能澜沧江上游水电有限公司根据项目年度投资计划投入; 其余为负债融资, 由公司项目融资方式从国内政策性银行和商业银行贷款等方式融资。
- **澜上西藏段规划:** 2021年4月23日, 华能水电公告开展澜上西藏段项目前期工作。据公司公告, 澜上西藏段是目前我国尚待开发的大型水电能源基地之一, 梯级补偿效益十分显著; 流域周边太阳能资源丰富, 可通过水光互补形式建设西藏澜沧江大型清洁能源基地。其中澜沧江上游西藏段干流规划有8个梯级, 从上至下依次为侧格(12.9万千瓦)、约龙(12.9万千瓦)、卡贡(24万千瓦)、班达(150万千瓦)、如美(260万千瓦)、邦多(72万千瓦)、古学(210万千瓦)、古水(220万千瓦), 装机容量合计961.8万千瓦。澜上西藏段具备一定调节能力, 可通过梯级补偿实现下游电站电量增发, 例如根据华能集团官网, 如美电站作为澜沧江上游控制性水库, 电站建成后可增加流域下游11个梯级多年平均发电量54.17亿千瓦时, 枯期电量约48.99亿千瓦时, 相当于每年可节省标煤920万吨, 减少二氧化碳排放330万吨。根据水电水利规划设计总院编制的《西藏澜沧江清洁能源基地规划建设分析报告》, 清洁能源基地构成水电站共1000万千瓦, 光伏电站共1000万千瓦, 基地总规模2000万千瓦, 上网电量571亿千瓦时。采用±800千伏特高压直流输电线路, 送电容量1000万千瓦至粤港澳大湾区, 年利用小时5710小时。“十四五”期间逐步开工建设, 计划2030年开始送电, 2035年全部建成。
- **盈利预测及投资建议:** 维持“买入”评级。公司拟在西藏地区投资建设水电站项目, 标志着澜上西藏段水电资源开发揭开序幕。调整公司2023-2025年分别实现营收221.32亿/251.21亿/270.49亿元, 分别同比+4.7%/+13.5%/+7.7%; 分别实现归母净利润76.35亿/90.04亿/101.87亿元, 分别同比+12.3%/+17.9%/+13.1%; 对应2023年5月30日收盘价的PE估值分别为17.9X/15.2X/13.4X。
- **风险提示:** 流域来水波动风险, 电价风险, 下游电力消纳风险。

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21142	22132	25121	27049
同比增长	4.7%	4.7%	13.5%	7.7%
归母净利润(百万元)	6801	7635	9004	10187
同比增长	16.5%	12.3%	17.9%	13.1%
毛利率	56.4%	60.4%	60.5%	61.6%
ROE	10.0%	10.6%	11.6%	12.3%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.50	0.57
市盈率	20.1	17.9	15.2	13.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3629	3697	3996	8544
货币资金	1855	1697	1718	6134
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1561	1793	2038	2161
预付款项	41	26	32	35
存货	43	41	47	49
其他	129	139	161	165
非流动资产	159251	161988	164021	165604
长期股权投资	3116	3116	3116	3116
固定资产	124305	134229	139789	143069
在建工程	22641	15320	11660	9830
无形资产	6352	6486	6621	6755
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	26	24	23	22
其他	2812	2812	2812	2812
资产总计	162879	165685	168017	174148
流动负债	21370	19466	16226	16110
短期借款	4283	7712	4406	4283
应付票据及应付账款	238	227	257	268
其他	16849	11528	11563	11559
非流动负债	71712	71412	71213	71014
长期借款	71248	71049	70850	70651
其他	464	363	363	363
负债合计	93081	90878	87438	87124
股本	18000	18000	18000	18000
资本公积	18843	18843	18843	18843
未分配利润	14132	17894	22185	26955
少数股东权益	2054	2588	3216	3928
股东权益合计	69798	74807	80579	87024
负债及权益合计	162879	165685	168017	174148

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润	6801	7635	9004	10187
折旧和摊销	5516	5743	6309	6759
资产减值准备	0	-139	0	0
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	8	8	8	8
财务费用	2965	3330	3326	3208
投资损失	-250	-250	-250	-250
少数股东损益	475	533	629	711
营运资金的变动	1137	-5558	-211	-123
经营活动产生现金流量	16618	11193	18814	20501
投资活动产生现金流量	-7921	-8102	-8102	-8102
融资活动产生现金流量	-8447	-3250	-10691	-7983
现金净变动	286	-158	22	4416
现金的期初余额	1500	1855	1697	1718
现金的期末余额	1786	1697	1718	6134

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21142	22132	25121	27049
营业成本	9212	8775	9926	10388
税金及附加	345	361	410	441
销售费用	43	45	51	55
管理费用	437	428	494	533
研发费用	154	161	210	273
财务费用	2939	3330	3326	3208
其他收益	17	17	17	17
投资收益	250	250	250	250
公允价值变动收益	-8	-8	-8	-8
信用减值损失	46	46	46	46
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	8317	9337	11008	12456
营业外收入	8	7	7	7
营业外支出	33	35	38	43
利润总额	8292	9309	10978	12420
所得税	1016	1141	1345	1522
净利润	7276	8168	9632	10898
少数股东损益	475	533	629	711
归属母公司净利润	6801	7635	9004	10187
EPS(元)	0.38	0.42	0.50	0.57

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	4.7%	4.7%	13.5%	7.7%
营业利润增长率	15.9%	12.3%	17.9%	13.1%
归母净利润增长率	16.5%	12.3%	17.9%	13.1%
盈利能力				
毛利率	56.4%	60.4%	60.5%	61.6%
归母净利率	32.2%	34.5%	35.8%	37.7%
ROE	10.0%	10.6%	11.6%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	57.1%	54.8%	52.0%	50.0%
流动比率	0.17	0.19	0.25	0.53
速动比率	0.17	0.19	0.24	0.53
营运能力				
资产周转率	13.1%	13.5%	15.1%	15.8%
应收账款周转率	1207.8%	1319.7%	1311.4%	1288.5%
存货周转率	21064.6%	20696.9%	22484.6%	21644.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.38	0.42	0.50	0.57
每股经营现金	0.92	0.62	1.05	1.14
每股净资产	3.76	4.01	4.30	4.62
估值比率(倍)				
PE	20.1	17.9	15.2	13.4
PB	2.0	1.9	1.8	1.6

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编: 200135 邮箱: research@xyzq.com.cn	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 邮编: 100020 邮箱: research@xyzq.com.cn	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编: 518035 邮箱: research@xyzq.com.cn