

# 多措并举应对来水偏枯，风光水互补未来可期

华能水电 (600025.SH)

## 核心观点

2022 年度，公司实现营业收入 211.42 亿元，同比增长 4.65%；归母净利润为 68.01 亿元，同比增长 16.51%。23Q1 公司实现营业收入 37.32 亿元，较去年同期减少 5.31%；归母净利润为 8.03 亿元，较去年同期增长 8.25%。去年至今，澜沧江流域来水偏枯持续为公司水电主业带来挑战，2022 年度公司通过梯级电站调节化解不利外在条件，发电量提升营收稳健增长；23Q1 水电发电受到拖累，营收小幅下降。外部云南市场化交易平均电价水平较高和公司内部财务费用的优化为公司利润稳健增加提供支撑。公司持续发力新能源发电业务，新能源板块效益加速释放，公司风光水储一体化布局有望协同推进。

## 事件

### 公司发布 2022 年年度报告、2023 年第一季度报告

2022 年度，公司实现营业收入 211.42 亿元，同比增长 4.65%；归母净利润为 68.01 亿元，同比增长 16.51%；扣非归母净利润为 68.22 亿元，同比增长 21.17%；加权平均 ROE 为 10.59%，同比增加 1.66%；每股净收益 0.35 元，较去年增长 0.03 元/股。23Q1 公司实现营业收入 37.32 亿元，较去年同期减少 5.31%；归母净利润为 8.03 亿元，较去年同期增长 8.25%；扣非归母净利润为 8.02 亿元，较去年同期增长 8.29%。

## 简评

### 流域来水持续偏枯，水电发电量承压

公司是国内领先的大型水电开发企业，年发电量持续保持云南第一。2022 年公司全年完成发电量 1006 亿千瓦时，同比增加 6.59%。2022 年受汛期偏枯来水影响，澜沧江流域来水减少近一成，面对外部不利条件，公司通过流域调节保供并积极发挥梯级电站的优化调度优势，有效推动发电量的提升。2022 年公司完成上网电量 998.89 亿千瓦时，同比增加 6.60%，其中水电、光伏和风电分别实现上网电量 993.79 亿千瓦时、1.53 亿千瓦时和 3.59 亿千瓦时，同比变化+6.66%、+23.39%和-12.51%。公司积极推动风光水互补协同发展，截至 2022 年底，公司已投产装机容量达 2356 万千瓦，其中新能源装机达 61.5 万千瓦。23Q1 公司完成发电量 156 亿千瓦时，同比减少 11.44%，上网电量 155 亿千瓦时，同比减少 11.46%，主要系 23Q1 澜沧江流域来水同比偏枯约一成

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440519060004

发布日期：2023 年 04 月 25 日

当前股价：6.86 元

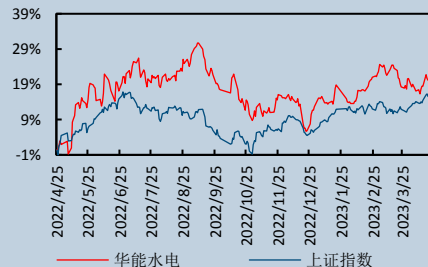
目标价格 6 个月：8.2 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.72/-1.38	-1.44/-1.76	9.06/2.96
12 月最高/最低价 (元)		7.66/5.98
总股本 (万股)		1,800,000.00
流通 A 股 (万股)		1,800,000.00
总市值 (亿元)		1,234.80
流通市值 (亿元)		1,234.80
近 3 月日均成交量 (万)		2126.06
主要股东		
中国华能集团有限公司		50.40%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 2022-10-28 【中信建投电力】华能水电(600025): 汛期来水偏枯拉低电量增幅,光伏电站开工逐步投产
- 2022-08-28 【中信建投电力】华能水电(600025): 增收减费业绩高增,区域龙头潜力仍大

以及年初水电梯级蓄能明显下降。

### 2022 年度电量提升费用优化，营收业绩稳健增厚

2022 年度，公司实现营业收入 211.42 亿元，同比增长 4.65%；归母净利润为 68.01 亿元，同比增长 16.51%。2022 年公司水电发电量提升叠加财务费用优化共同推高业绩。在电量方面，2022 年公司全年发电量同比增长 6.59%；在财务费用方面，公司推动全国首个两单绿色创新债成功落地，债务置换的成本管控效果良好，年末综合融资成本 3.70% 创历史新低，2022 年公司财务费用率为 13.9%，同比下降 2.8 个百分点。2022 年度公司现金流状况较为稳健，经营活动产生的现金流量净额为 166.18 亿元，较上期增长 0.75%；投资活动现金流量净额-79 亿元，同比下降 46.95%，主要系新能源项目及澜沧江上游电站项目的建设投资开支较大。公司加权平均资产收益率稳中有升，2022 年加权平均 ROE 为 10.59%，较上年同期增加 1.66%。2022 年公司期间费用率为 20.2%，同比下降 2.85 个百分点，主要系优化财务费用贡献。

### 23Q1 来水偏枯导致电量降低，营收承压利润逆势增长

23Q1 公司实现营业收入 37.32 亿元，较去年同期减少 5.31%；归母净利润为 8.03 亿元，较去年同期增长 8.25%。23Q1 受澜沧江来水偏枯及年初梯级蓄能显著降低的影响，公司发电量为 156 亿千瓦时，同比降低 11.40%，导致一季度营收降低。在成本降低、电价提升及财务支出压缩三方因素的助力下，23Q1 公司利润实现逆势增长。在成本端，公司 23Q1 营业成本受部分机组设备折旧年限到期影响，大幅降低 1.75 亿元，同比减少 8.50%；在价格端，2023 年一季度云南省月度市场化交易平均价格较上年同期增长 3.98%，电价上升提振利润增长；在费用端，23Q1 公司融资成本持续优化，财务费用率为 17.91%，较上年同期降低 2.70 个百分点。公司经营活动产生的现金流量在 23Q1 显著提升，23Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 27.25 亿元，同比增长 33.79%，主要系电费提升现金流入增加所致。

### 光伏项目投产释放效益，水风光互补格局初步形成，维持“买入”评级

2022 年公司新能源光伏项目逐步投产，业务新增长极潜力初现。2022 年下半年，公司投资建设的小湾光伏(40MW)、大栗坪光伏一期(100MW)、新松坡光伏一期(120MW)、平远光伏(120MW)项目陆续投产，至 23Q1 已贡献发电量共 1.65 亿千瓦时。公司积极践行国家能源绿色低碳转型发展战略，在风电光伏新能源项目规模上持续扩张，推进公司风光水储多能协同发展。

2022 年，公司新投产新能源装机 38 万千瓦，目前新能源装机总量达 61.50 万千瓦；公司规划于“十四五”期间新增风光装机 10GW，预期未来新能源板块将有力开拓公司盈利空间。2023 年，公司资本性支出计划为 138.07 亿元，主要用于托巴水电站、新能源项目及澜沧江上游云南段和西藏段电站建设，未来风光资源的开发资本投入将受益于公司较低的融资成本和稳定的水电业务现金流。

我们预计公司 2023 年~2025 年归母净利润分别为 73.67 亿元、75.45 亿元、78.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.41 元/股、0.42 元/股、0.43 元/股。

**表 1：盈利预测（单位：百万元，元）**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>20201.6</b>	<b>21141.7</b>	<b>22138.8</b>	<b>22797.2</b>	<b>23720.2</b>
<b>营业成本</b>	<b>9165.8</b>	<b>9212.1</b>	<b>9432.1</b>	<b>9756.3</b>	<b>10192.5</b>
营业税金及附加	378.6	344.7	354.2	364.8	379.5
营业费用	39.0	42.7	44.7	46.1	47.9
管理费用	378.8	436.8	457.4	471.0	490.0
财务费用	3375.0	2939.5	3078.1	3169.6	3298.0
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	102.7	-8.1	0.0	0.0	0.0
投资净收益	340.5	249.9	249.9	249.9	249.9
其他收益	13.0	16.8	0.0	0.0	0.0
营业利润	7177.3	8316.8	9022.1	9239.4	9562.1
营业外收入	3.8	8.4	10.0	10.0	10.0
营业外支出	47.5	32.9	50.0	50.0	50.0
利润总额	7133.6	8292.3	8982.1	9199.4	9522.1
所得税	852.9	1016.2	1100.7	1127.3	1166.9
净利润	6280.7	7276.1	7881.4	8072.0	8355.2
少数股东损益	443.1	474.9	514.4	526.8	545.3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5837.5</b>	<b>6801.3</b>	<b>7367.0</b>	<b>7545.2</b>	<b>7809.9</b>
<b>EPS（摊薄）</b>	<b>0.32</b>	<b>0.38</b>	<b>0.41</b>	<b>0.42</b>	<b>0.43</b>

资料来源：公司公告，中信建投

## 风险分析

**发电量不及预期的风险：**公司水电发电量受澜沧江流域来水量影响明显，随着全球变暖加剧及极端气候频发，澜沧江流域来水的不确定性与极端来水的风险随之提升，存在发电量不及预期的风险。

**光伏组件价格上涨风险：**公司光伏装机投产节奏受光伏组件价格影响，存在光伏组件价格上涨影响新能源业绩释放的风险。

**市场化电价不及预期的风险：**公司供电区域主要为南方电网区域（云南省及广东省），省内及跨省区送电竞争激烈，可能出现电力市场阶段性供过于求的情况，存在市场化电价不及预期的风险。

## 分析师介绍

### 高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

## 研究助理

### 罗焱曦

luoyanxi@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk