

1Q23 电量同比下滑，利润逆势增长

华泰研究

2023年4月21日 | 中国内地

年报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

8.58

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+(86) 755 8249 3570
联系人	李雅琳
SAC No. S0570121040031	liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420	+(86) 21 2897 2228
联系人	胡知
SAC No. S0570121120004	huzhi019072@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

来水偏枯，电价上涨和成本下行助力利润逆势增长

公司22年营业收入/归母净利润211.4/68.0亿元(与我们预期的211.9/67.7亿元相近)，同比+4.7%/+16.5%；1Q23营业收入/归母净利润为37.3/8.0亿元，同比-5.3%/+8.3%。公司22年DPS为0.175元，对应派息率48.92%。1Q23公司归母净利在发电量同比下降11.4%情况下逆势增长主要系平均上网电价同比增长和折旧/财务费用同比减少。谨慎考虑2023年云南来水情况，我们下调23-24年归母净利预测至77.2/80.1亿元(前值：78.5/87.5亿元)，引入25年预测84.8亿元。参考可比公司Wind一致预期23年平均PE14x，考虑公司水风光一体化发展带来长期价值提升，给予公司23年20x目标PE，对应目标价8.58元(前值：8.74元)，维持“买入”。

2022年新增新能源38万千瓦，水风光一体化发展可期

2022年，云南省内用电需求大幅增长，虽然澜沧江流域来水同比偏枯近1成，但通过梯级联合调度释放梯级蓄能，公司2022年发电量仍同比+6.6%至1006亿千瓦时。2022年，公司新投产新能源装机38万千瓦，截至2022年底，公司水电/新能源装机容量为2294.88/61.5万千瓦。2023年，公司资本开支规划为138.07亿元，主要用于托巴水电站、新能源项目和澜沧江上游云南/西藏段电站建设。托巴水电站有望于2024年开始陆续投产，公司预计十四五在澜沧江云南段新增风光装机1000万千瓦，我们看好公司利用自身资源条件优势，水风光互补发展。

1Q23发电量同比下滑11.4%，平均上网电价同比上涨7%

1Q23，由于2023年初梯级蓄能同比减少61亿千瓦时且澜沧江流域来水同比仍偏枯约1成，公司发电量同比-11.4%至156亿千瓦时。但我们测算公司1Q23平均上网电价(不含税)同比增长1.6分/千瓦时(涨幅7%)至0.241元/千瓦时，我们认为主要得益于1Q23云南省内清洁能源月度市场化交易平均价格(含税)仍同比上涨1.065分/千瓦时及公司电量销售结构调整导致的高电价电量占比增加。公司1Q23营业成本同比下降1.75亿元，我们认为主要系部分电站折旧到期；得益于公司严控有息负债规模及不断降低融资成本，1Q23财务费用同比下降1.44亿元。

目标价8.58元，维持“买入”评级

我们预计公司2023-2025年归母净利润77.2/0.1/84.8亿元，对应EPS0.43/0.45/0.47元，根据可比公司Wind一致预期23E PE均值14x，给予公司20x 23E PE，目标价8.58元，维持“买入”评级。

风险提示：来水/市场化电价上涨不及预期，水风光电站投产不及预期。

经营预测指标与估值

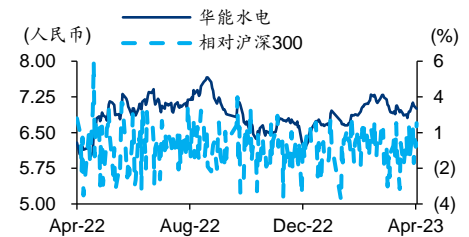
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	20,202	21,142	21,943	23,227	25,174
+/-%	4.93	4.65	3.79	5.85	8.38
归属母公司净利润(人民币百万)	5,838	6,801	7,720	8,013	8,477
+/-%	20.75	16.51	13.51	3.79	5.79
EPS(人民币，最新摊薄)	0.32	0.38	0.43	0.45	0.47
ROE(%)	9.27	10.30	11.02	10.77	10.77
PE(倍)	21.58	18.53	16.32	15.73	14.86
PB(倍)	1.96	1.86	1.74	1.65	1.56
EV EBITDA(倍)	12.81	12.37	12.49	12.51	12.71

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	8.58
收盘价(人民币 截至4月21日)	7.00
市值(人民币百万)	126,000
6个月平均日成交额(人民币百万)	150.13
52周价格范围(人民币)	5.98-7.66
BVPS(人民币)	3.80

股价走势图



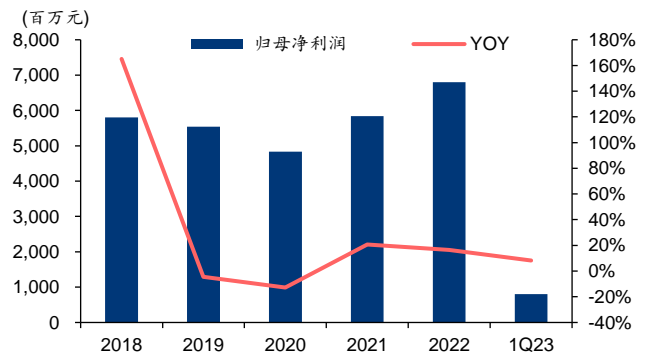
资料来源：Wind

图表1: 公司营业收入及同比增速 (右轴)



资料来源: 公司年报、公司季报、华泰研究

图表2: 公司归母净利润及同比增速 (右轴)



资料来源: 公司年报、公司季报、华泰研究

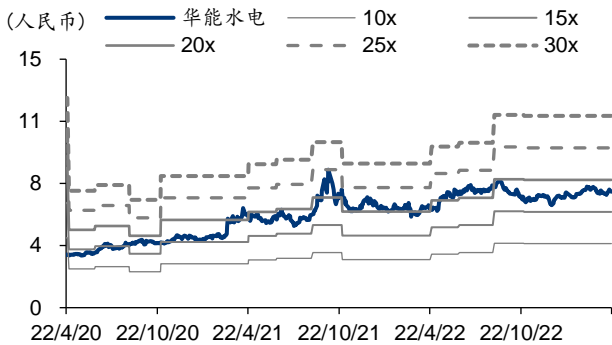
图表3: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
		2023/4/21		2023/4/21		23E	24E	23E	24E	23E	24E
长江电力	600900 CH	21.06		498,359		17	16	2.4	2.3	14%	14%
川投能源	600674 CH	13.87		61,869		14	13	1.7	1.6	12%	12%
国投电力	600886 CH	11.24		83,785		13	12	1.4	1.3	11%	11%
黔源电力	002039 CH	14.27		6,101		11	10	1.5	1.3	14%	14%
平均值				130,023		14	13	2.0	1.8	14%	14%
华能水电	600025 CH	7.00		126,000		16	16	1.7	1.6	11%	11%

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表4: 华能水电 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 华能水电 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,667	3,629	5,725	7,140	10,337
现金	1,510	1,855	3,886	5,149	8,185
应收账款	1,899	1,561	1,637	1,748	1,921
其他应收账款	141.54	93.66	97.33	104.84	114.27
预付账款	14.36	40.73	16.45	44.07	21.52
存货	44.03	43.44	42.36	48.57	48.56
其他流动资产	58.71	34.99	45.26	45.61	47.01
非流动资产	156,987	159,251	165,421	182,212	209,330
长期投资	3,002	3,116	4,087	4,530	5,021
固定投资	128,839	124,303	132,131	150,454	178,143
无形资产	6,009	6,352	6,287	6,008	5,737
其他非流动资产	19,138	25,480	22,917	21,221	20,429
资产总计	160,654	162,879	171,146	189,352	219,668
流动负债	22,625	21,370	30,601	37,299	47,009
短期借款	1,102	4,283	2,692	3,487	3,090
应付账款	145.33	238.10	138.00	260.58	165.19
其他流动负债	21,378	16,849	27,771	33,551	43,754
非流动负债	71,802	71,712	65,638	72,434	87,977
长期借款	71,447	71,248	65,174	71,970	87,513
其他非流动负债	355.65	463.92	463.92	463.92	463.92
负债合计	94,428	93,081	96,239	109,733	134,986
少数股东权益	1,863	2,054	2,594	3,153	3,745
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
资本公积	18,892	18,843	18,843	18,843	18,843
留存公积	14,128	17,327	21,457	25,743	30,277
归属母公司股东权益	64,364	67,744	72,314	76,466	80,937
负债和股东权益	160,654	162,879	171,146	189,352	219,668

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	16,494	16,618	16,449	16,833	18,809
净利润	6,281	7,276	8,259	8,572	9,069
折旧摊销	5,736	5,518	5,379	5,761	6,180
财务费用	3,375	2,939	2,515	2,722	3,218
投资损失	(340.50)	(249.89)	(198.88)	(198.88)	(198.88)
营运资金变动	1,507	1,137	542.94	28.48	598.69
其他经营现金	(64.52)	(2.63)	(47.64)	(51.43)	(56.66)
投资活动现金	(5,390)	(7,921)	(11,350)	(22,352)	(33,097)
资本支出	(6,020)	(7,913)	(10,573)	(22,103)	(32,802)
长期投资	252.36	(95.19)	(970.93)	(443.50)	(491.20)
其他投资现金	377.19	86.91	194.09	195.02	195.95
筹资活动现金	(11,184)	(8,447)	(3,067)	6,782	17,324
短期借款	(598.25)	3,181	(1,590)	795.23	(397.62)
长期借款	(6,779)	(198.91)	(6,074)	6,796	15,543
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.02)	(49.78)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,807)	(11,379)	4,597	(809.23)	2,178
现金净增加额	(95.25)	285.54	2,031	1,263	3,036

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,202	21,142	21,943	23,227	25,174
营业成本	9,166	9,212	9,036	9,576	10,229
营业税金及附加	378.61	344.71	357.77	378.72	410.46
营业费用	39.00	42.72	44.34	46.93	50.87
管理费用	378.76	436.77	453.32	479.86	520.08
财务费用	3,375	2,939	2,515	2,722	3,218
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	102.67	(8.06)	0.00	1.00	2.00
投资净收益	340.50	249.89	198.88	198.88	198.88
营业利润	7,177	8,317	9,545	10,022	10,726
营业外收入	3.79	8.43	8.43	8.43	8.43
营业外支出	47.47	32.91	32.91	32.91	32.91
利润总额	7,134	8,292	9,521	9,997	10,701
所得税	852.92	1,016	1,262	1,425	1,632
净利润	6,281	7,276	8,259	8,572	9,069
少数股东损益	443.14	474.89	539.03	559.47	591.89
归属母公司净利润	5,838	6,801	7,720	8,013	8,477
EBITDA	16,224	16,799	16,734	17,713	19,180
EPS (人民币, 基本)	0.32	0.35	0.43	0.45	0.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	4.93	4.65	3.79	5.85	8.38
营业利润	26.42	15.88	14.77	4.99	7.03
归属母公司净利润	20.75	16.51	13.51	3.79	5.79
获利能力 (%)					
毛利率	54.63	56.43	58.82	58.77	59.37
净利率	31.09	34.42	37.64	36.90	36.02
ROE	9.27	10.30	11.02	10.77	10.77
ROIC	6.59	6.91	6.68	6.28	5.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.78	57.15	56.23	57.95	61.45
净负债比率 (%)	120.64	114.28	107.24	116.10	134.56
流动比率	0.16	0.17	0.19	0.19	0.22
速动比率	0.16	0.16	0.18	0.19	0.22
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.13	0.13	0.13	0.12
应收账款周转率	12.37	12.22	13.72	13.72	13.72
应付账款周转率	79.96	48.05	48.05	48.05	48.05
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.38	0.43	0.45	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.92	0.91	0.94	1.04
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.76	4.02	4.25	4.50
估值比率					
PE (倍)	21.58	18.53	16.32	15.73	14.86
PB (倍)	1.96	1.86	1.74	1.65	1.56
EV EBITDA (倍)	12.81	12.37	12.49	12.51	12.71

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司