

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

2023Q1 来水偏枯发电量承压， 降本增效净利润逆势增长

——华能水电（600025）2022 年报及 2023 年一季度 报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/04/24

表现	1M	3M	12M
华能水电	-1.1%	1.4%	18.7%
沪深 300	0.0%	-4.8%	-0.3%

市场数据

2023/04/24

当前价格(元)	6.86
52 周价格区间(元)	5.94-7.79
总市值(百万)	126,000.00
流通市值(百万)	126,000.00
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)	155.30
近一月换手(%)	0.12

相关报告

《——华能水电（600025）点评报告：业绩符合预期，水电量价齐升助力稳健增长（买入）*电力*杨阳》——2023-01-19

《——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》

事件：

华能水电发布 2022 年报及 2023 年一季度报：

2022 年报：实现营业收入 211.42 亿元，同比增长 4.65%；实现归母净利润 68.01 亿元，同比增长 16.51%。

2023 年一季度报：2023Q1 公司实现营业收入 37.3 亿元，同比-5.31%；归母净利润 8.03 亿元，同比+8.25%。

投资要点：

■ **2023 年 Q1 营业收入同比-5.31%，主要受发电量下降影响。**2023 年 Q1 水电发电量为 152.98 亿千瓦时，同比减少 21.57 亿千瓦时，同比降幅 12.35%。一是由于 2022 年汛期来水不足，导致 2023 年初水电梯级蓄能同比减少 61.37 亿千瓦时；二是 2023 年 Q1 澜沧江流域来水同比偏枯 1 成，其中乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏枯 6.7%、12.3%和 13.6%。

■ **折旧到期+融资置换，净利润实现逆势增长。**2023 年 Q1 实现归母净利润 8.03 亿，同比+8.25%，主要是营业成本同比减少 8.5%、财务费用同比减少 17.7%。小湾、功果桥、糯扎渡等发电机组折旧陆续到期，使得 2023 年 Q1 折旧费用减少，带动营业成本同比减少 1.75 亿。另外，公司利用低利率资金提前置换存量债务，2023 年 Q1 发行票面利率 2.15%-2.28%的绿色创新债，提前偿还贷款利率 3.6%的部分借款，财务费用同比减少 1.43 亿。

■ **来水偏枯发电量承压，云南工业用电需求较好，供需偏紧电价上浮。**根据昆明电力交易中心数据，2023 年 Q1 省内直接交易电量 360.24 亿千瓦时，同比增加 13.48%。工业用电需求较好，但由于来水偏枯，2 月中旬云南开始“限电减产”，多数电解铝厂家减产 40%，供需偏紧背景下电价上浮。一季度云南电厂加权平均成交价为 0.2773 元/KWh，同比增加 4%。华能水电在云南省内装机规模第一，持续受益于电价上行。

——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

■ **光伏电站陆续并网，盈利能力持续增强。**2022 年末公司新能源装机 615MW，2023 年初光伏新增并网 350MW，发电量大幅提升。2023 年 Q1 风光发电量分别为 1.43 亿千瓦时/1.68 亿千瓦时，光伏发电量较 2022 全年增加 1.34 亿千瓦时。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** 2023 年一季度澜沧江流域来水偏枯，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 75.18/84.14/88.64 亿元，同比增速分别为 11%/12%/5%，对应 PE 分别为 17/15/14 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	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21142	21948	23718	25994
增长率（%）	5	4	8	10
归母净利润（百万元）	6801	7518	8414	8864
增长率（%）	17	11	12	5
摊薄每股收益（元）	0.35	0.42	0.47	0.49
ROE（%）	10	10	10	10
P/E	18.9	16.8	15.0	14.2
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4
P/S	5.6	5.7	5.3	4.8
EV/EBITDA	12.0	9.3	8.6	8.1

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:	6.86		投资评级:	买入		日期:	2023/04/24	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	10%	10%	10%	10%	EPS	0.35	0.42	0.47	0.49				
毛利率	56%	58%	59%	56%	BVPS	3.76	4.01	4.47	4.97				
期间费率	16%	15%	14%	13%	估值								
销售净利率	32%	34%	35%	34%	P/E	18.86	16.76	14.97	14.21				
成长能力					P/B	1.75	1.75	1.56	1.41				
收入增长率	5%	4%	8%	10%	P/S	5.62	5.74	5.31	4.85				
利润增长率	17%	11%	12%	5%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.13	0.13	0.13	0.14	营业收入	21142	21948	23718	25994				
应收账款周转率	13.54	12.56	12.12	12.72	营业成本	9212	9114	9688	11376				
存货周转率	486.70	514.48	517.24	485.15	营业税金及附加	345	379	414	442				
偿债能力					销售费用	43	44	47	52				
资产负债率	57%	56%	53%	50%	管理费用	437	498	593	650				
流动比	0.17	0.25	0.29	0.36	财务费用	2939	2772	2762	2696				
速动比	0.17	0.25	0.28	0.36	其他费用/(-收入)	154	176	213	260				
					营业利润	8317	9246	10304	10850				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	-24	-24	-24	-24				
现金及现金等价物	1855	3000	4000	4966	利润总额	8292	9221	10279	10826				
应收款项	1561	2742	2322	2571	所得税费用	1016	1107	1233	1299				
存货净额	43	43	46	54	净利润	7276	8115	9046	9527				
其他流动资产	169	149	186	191	少数股东损益	475	597	631	663				
流动资产合计	3629	5934	6553	7781	归属于母公司净利润	6801	7518	8414	8864				
固定资产	124305	124945	125641	126242									
在建工程	22641	26913	33530	39624	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	9189	9213	9397	9500	经营活动现金流	16618	21036	22180	24164				
长期股权投资	3116	3192	3287	3373	净利润	6801	7518	8414	8864				
资产总计	162879	170197	178408	186520	少数股东权益	475	597	631	663				
短期借款	4283	5095	4643	2000	折旧摊销	5518	10272	10882	11495				
应付款项	238	155	190	237	公允价值变动	8	0	0	0				
预收帐款	1	2	1	2	营运资金变动	1147	380	-2	967				
其他流动负债	16848	18470	18054	19235	投资活动现金流	-7921	-15045	-18214	-18092				
流动负债合计	21370	23722	22888	21473	资本支出	-7906	-15232	-18404	-18318				
长期借款及应付债券	71248	71248	71248	71248	长期投资	-95	-76	-95	-86				
其他长期负债	464	464	464	464	其他	80	263	285	312				
长期负债合计	71712	71712	71712	71712	筹资活动现金流	-8447	-4846	-2966	-5106				
负债合计	93081	95434	94600	93185	债务融资	-5028	812	-452	-2643				
股本	18000	18000	18000	18000	权益融资	4003	0	0	0				
股东权益	69798	74763	83809	93335	其它	-7422	-5658	-2514	-2463				
负债和股东权益总计	162879	170197	178408	186520	现金净增加额	286	1145	1000	966				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公共事业&中小盘小组介绍】

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。

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、展示或以其他任何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。