



华能水电（600025.SH）

短期弹性可观，长期动能充足

2024年9月6日

■ 公司是华能集团水电整合唯一平台，水电新能源并重发展

➤ 1999年公司前身云南省小湾水电工程前期工作筹备处成立，公司成立以后一直专注水电业务，自澜沧江下游向上游进行水电站开发，2021年公司战略调整为水电与新能源并重。公司实控人为国务院国资委，控股股东为国有重要骨干企业——中国华能集团有限公司。2017年7月华能集团将公司定位为“华能集团水电业务最终整合的唯一平台”，负责澜沧江干流水能和新能源资源开发，截至2023年末，公司已投产装机容量达2753万千瓦，其中水电装机总规模为2560万千瓦。

■ 水电投产带来短期弹性，新能源提供长期动能

- 截至2023年末，公司已开发并投产的水电站装机容量达2560万千瓦，其中澜沧江流域已开发并投产的水电站装机容量达2000万千瓦，澜沧江流域公司待开发水电装机容量为1200多万千瓦，公司水电装机仍有约50%的成长空间。目前公司持续对澜沧江上游云南段、西藏段持续开展水电站开发工作。托巴水电站2024年6月已开始投产；如美水电站2023年4月获得核准，班达、邦多、古学、
也在开展前期工作，有望持续为公司装机增长增添动力。截至2023年末，大渡河流域的硬梁包水电站项目资金已接近64%，预计2024年底至2025年初有望开始投产。
- 2021年随着新能源发展形势变化和国家能源战略调整，公司发展战略转变为水电与新能源并重，截至2023年末，公司新能源装机规模达193万千瓦。澜沧江上游西藏段流域周边太阳能资源较好，与水电形成一定互补性，公司计划打造水光互补的双千万千瓦清洁能源基地。“十四五”期间逐步开工建设，预计2030年开始送电，2035年全部建成。截至2024年3月末，公司主要在建光伏项目合计159万千瓦；拟建风光发电项目700万千瓦。公司计划2024年新能源项目新增投产309万千瓦。从长期角度来看，公司提出的“469”清洁能源发展目标——到2025年装机达4000万、到2030年装机达6000万、到2035年达9000万，为公司清洁能源业务发展指出了长远方向。

■ 电力供需偏紧支撑电价上行，成本优化有望增厚利润

- 澜沧江干流水电基地是“西电东送”的主力军，公司澜上云南段水电站所发电量全部参与“西电东送”送往广东，大部分电量实行保量保价，盈利水平相对稳定。2023年公司市场化交易电量为639.4亿千瓦时，占比60.2%。2022年云南省发布《云南省燃煤发电市场化改革实施方案（试行）》，试行期内水电和新能源全年分月电量电价加权平均电价在前3年年度市场均价上下浮动10%区间内形成。进入“十四五”时期后，随着电改深化和电力供需形势转变，云南电力市场交易电价持续上行，2023年公司平均结算电价同比提高2.96%，云南省电力供需季节性偏紧有望持续推动公司综合电价上行。
- 公司所属电站中糯扎渡、龙开口水电站机组将在2024-2025年陆续折旧到期，有望减少新电站投产带来的折旧费用压力。近两年随着利率和公司负债率下行，公司财务费用率持续走低，2021-2023年分别为16.71%、13.90%、11.64%。2024年宏观利率下行，随着公司负债端结构及融资成本持续优化，公司财务费用率有望进一步下行，增厚公司利润。

■ 盈利预测及投资建议

- 重要假设：预计2024至2025年托巴、硬梁包陆续完成投产，假设2024至2026年光伏电站投产310、500、200万千瓦；假设澜上水电机组发电量市场化部分折价4分，其他水电机组综合电价年均上涨2%，新投产光伏电站所发电量2024年执行煤电标杆电价部分与市场化部分比例为6:4，25、26年比例为5:5；考虑新增投产电站将产生折旧费用以及糯扎渡、龙开口水电站机组折旧到期，假设2024-2026年新增折旧费用3.6、11.9、7.4亿元；假设销售、管理、研发费用率稳定，财务费用率稳中有降。
- 投资建议：公司为水电龙头企业，拥有澜沧江干流水能和新能源资源开发权。短期来看，托巴、硬梁包水电站以及光伏项目陆续投产放量有望给公司带来短期业绩弹性；长期来看，澜上水电站持续开发叠加风光水储一体化发展战略有望打开长期成长空间。水电业务带来优质现金流有望持续支持公司大额资本开支。预计公司2024/2025/2026年归母净利润为92.1/99.0/107.8亿元，同比增速为20.6%/7.5%/8.9%；截止9月6日收盘，公司当前股价对应PE分别为21.3/19.8/18.2倍。维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

- 来水不及预期的风险；项目进度不及预期的风险；市场电价下跌的风险；行业政策变化的风险。



目录



一、华能集团水电整合唯一平台，水电新能源并重发展



二、水电投产带来短期弹性，新能源提供长期动能



三、电力供需偏紧支撑电价上行，成本优化有望增厚利润



四、盈利预测及投资建议



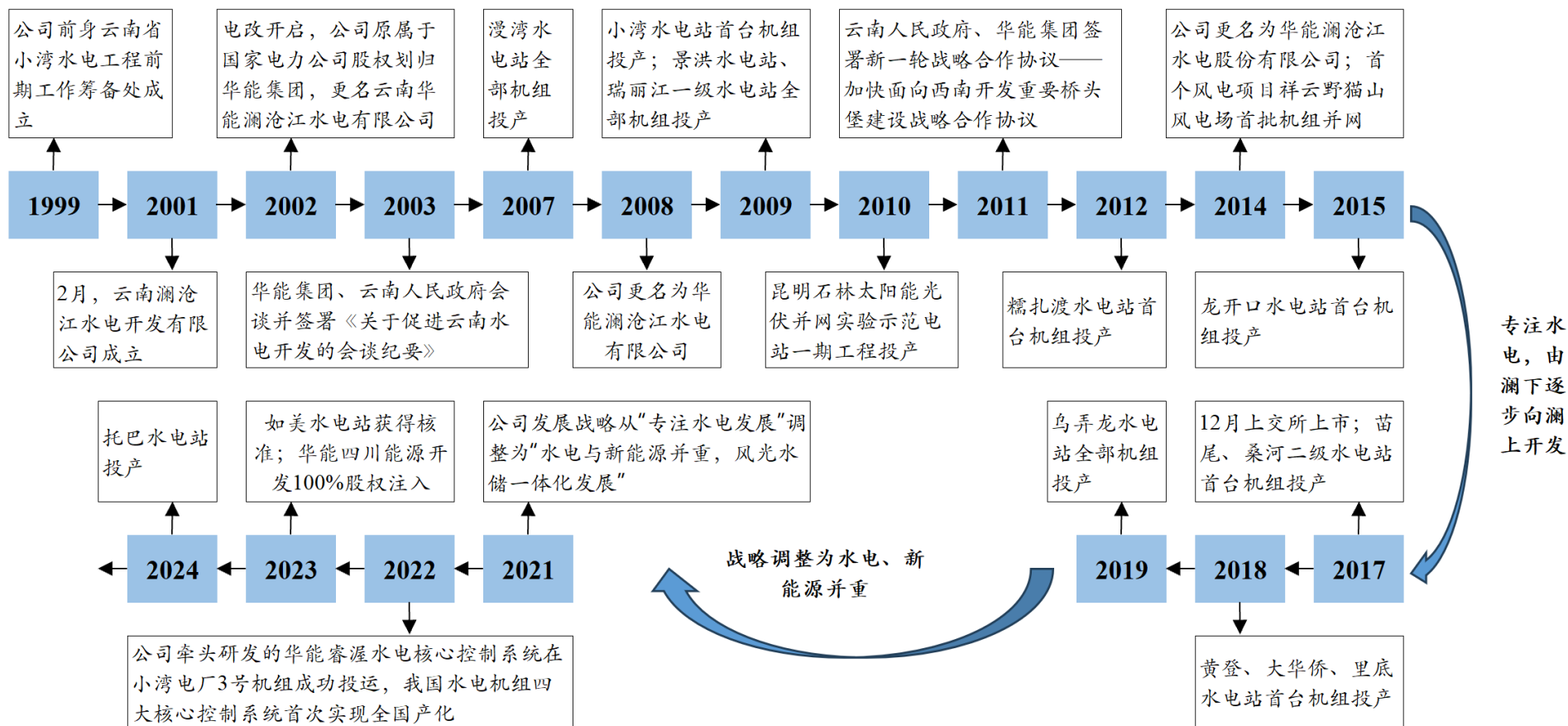
五、风险提示

一、华能集团水电整合唯一平台，水电新能源并重发展

1.1 专注水电开发，新能源协同发展打开长期空间

■ 公司自成立以来一直专注水电，自澜沧江下游向上游进行水电站开发；2021年战略调整为水电与新能源并重。

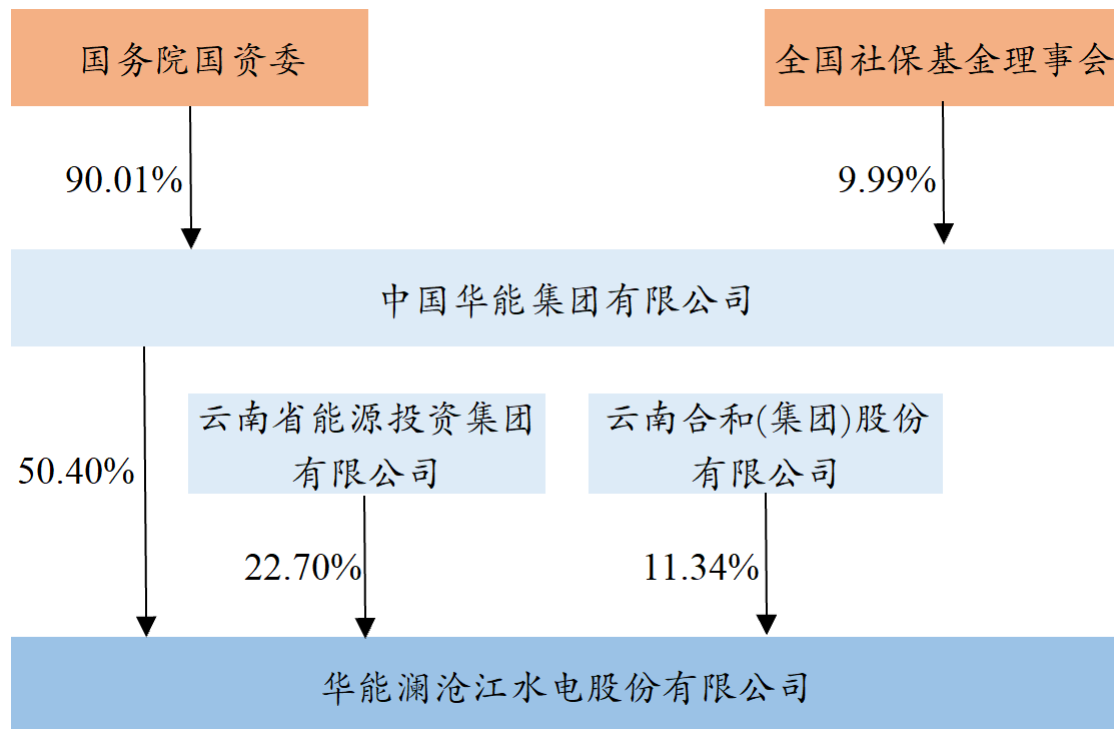
图1 公司发展历程



1.2 股东背景强大，华能集团水电业务最终整合唯一平台

- 截至2024年上半年，华能集团直接持有公司50.4%的股权，云能投集团直接持有公司22.7%的股权，云南合和直接持有公司11.34%的股权。
- 公司实控人为国务院国资委，控股股东为国有重要骨干企业——中国华能集团有限公司。2017年7月，华能集团就避免同业竞争做出承诺，将公司定位为“华能集团水电业务最终整合的唯一平台”。
- 公司另外两家大股东均为云南省实力雄厚的大型国企。云能投集团实控人为云南省国资委，是云南省为做大做强能源产业组建的省属国有重要骨干企业，主要从事电力、煤炭等能源产业投资管理。云能投集团与云南省政府保持良好沟通，有利于为公司争取政策支持。

图2 公司股权架构（截至2024H1）



资料：公司公告、Wind、湘财证券研究所

1.3 2024H1来水好转促进收入增长，利润端表现亮眼

- 2023年，公司实现营业收入234.61亿元，同比（调整后）减少0.51%；归母净利润76.38亿元，同比（调整后）增长5.58%。2024H1，公司实现营业收入118.8亿元，同比（调整后）增长13.1%；归母净利润41.69亿元，同比（调整后）增长22.47%。2024Q1，部分水库蓄能未完全释放、托巴水电站蓄水，叠加云南省新能源大规模投产影响，公司发电量同比减少7.17%，Q2逐渐进入汛期后来水好转，上半年发电量同比增加12.15%；2024上半年公司融资成本较去年同期下降40个基点，财务费用下降促进利润端实现较快增长。

图3 公司营业收入（亿元）及增速

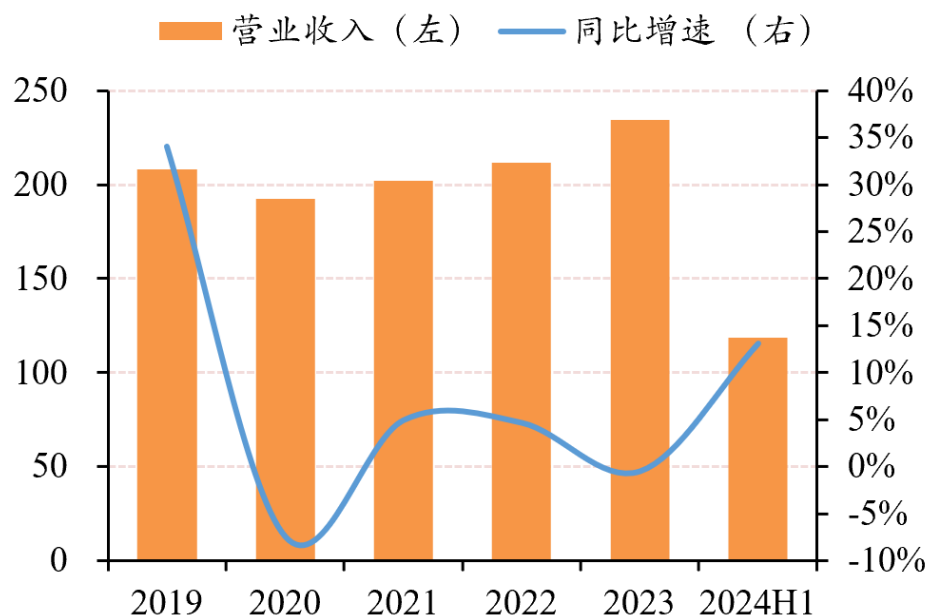
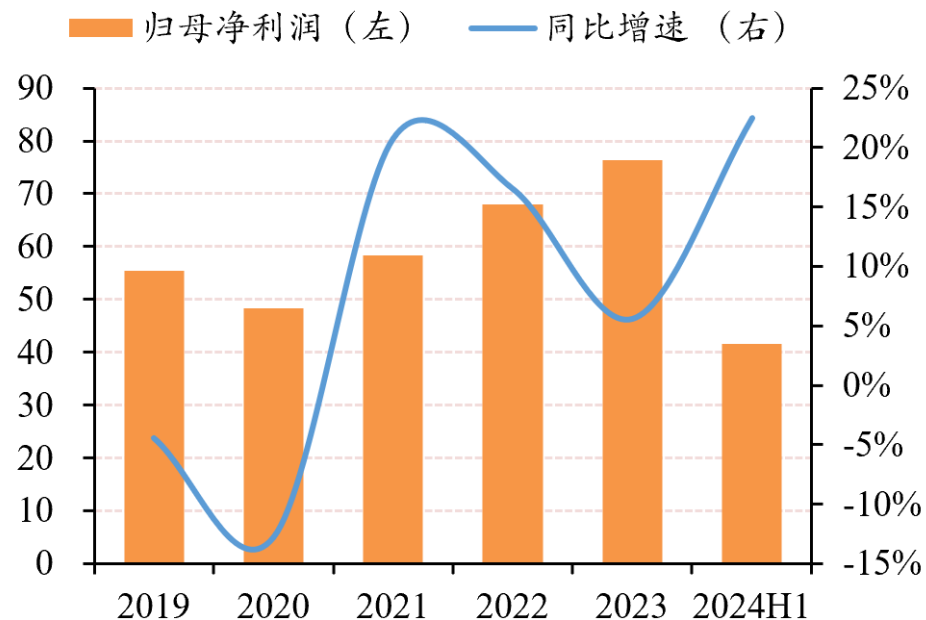


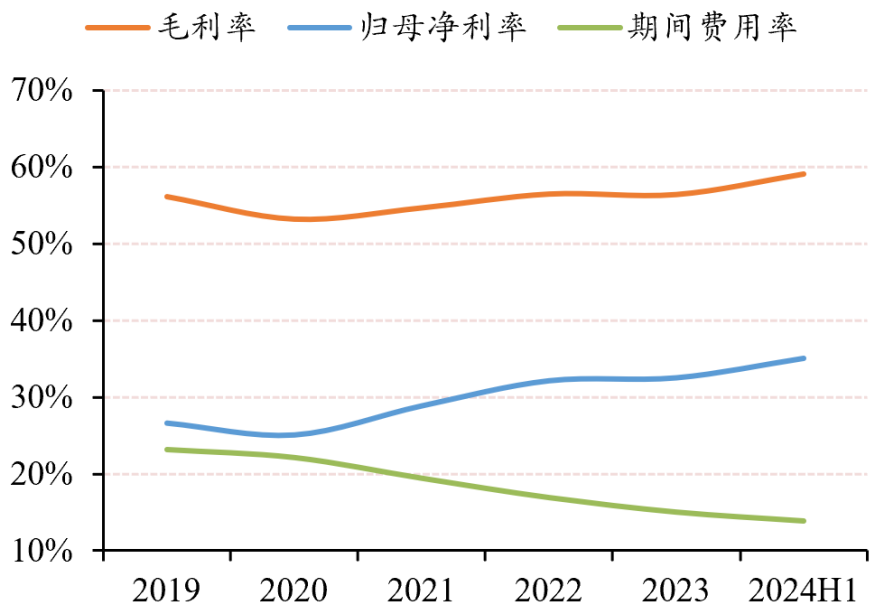
图4 公司归母净利润（亿元）及增速



1.4 毛利率稳定，费用率下行驱动盈利水平持续提升

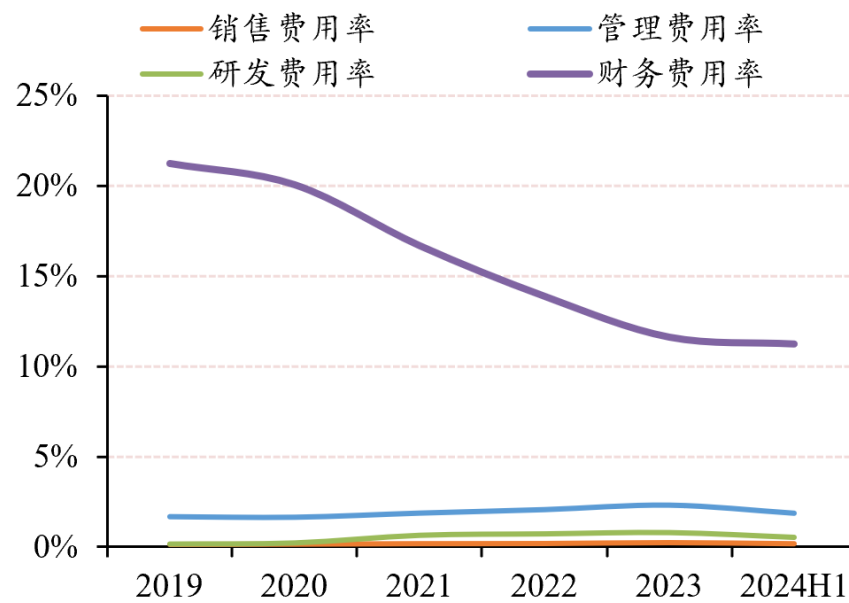
- 公司毛利率表现相对稳健，受来水波动影响，在50%至55%区间波动。
- 近几年公司期间费用率下降趋势明显，促进归母净利率持续走高。2023年公司归母净利率为32.6%，较2019年提升约5.9个百分点；期间费用率为15%，较2019年下降约8.1个百分点；财务费用率为11.6%，较2019年下降9.6个百分点。2024H1公司财务费用率为11.3%，同比下降2个百分点，公司融资成本进一步优化；归母净利率为35.1%，同比提升1.3个百分点。

图5 公司盈利表现



资料：公司公告、Wind、湘财证券研究所

图6 公司各项费用率表现



资料：公司公告、Wind、湘财证券研究所

1.5 水电为装机主力，新能源开发稳步推进

- 公司是华能集团水电业务最终整合唯一平台，负责澜沧江干流水能和新能源资源开发。截至2023年末，公司已投产装机容量达2753万千瓦，其中水电装机总规模为2560万千瓦。
- 2021年5月公司召开股东大会审议通过《关于变更风电、光伏电站项目的承诺》，公司发展战略从“专注水电发展”调整为“水电与新能源并重，风光水储一体化发展”，利用大中型水电站库区及周边土地、水面、电站送出通道附近、可实现调节补偿等区域的风电、光伏资源，因地制宜开展风电、光伏项目建设。截至2023年末，公司新能源装机达193万千瓦。

图7 公司装机规模及利用小时

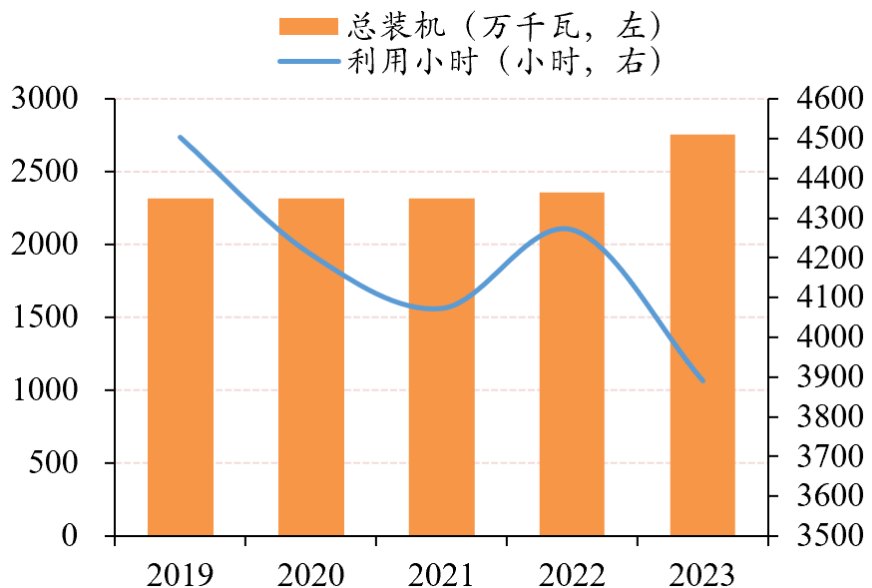
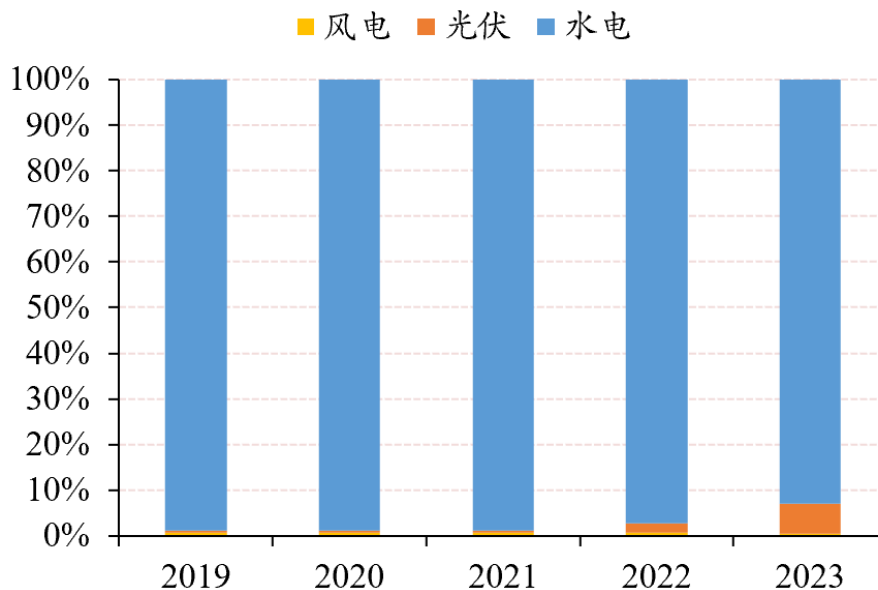


图8 公司装机结构



1.6 资产负债结构持续优化，现金流表现优异

- 2019至2022年公司资产负债结构持续优化，资产负债率下降近9个百分点，2023Q3公司收购华能四川能源开发有限公司100%股权，资产负债率有所上升，截至2024H1，公司资产负债率为63.8%。
- 公司现金流表现优异，收入与利润含现金比均较高，其中经营活动产生的净现金流为归母净利润的2-3倍。优异的现金流将为公司水电和新能源业务开发以及高比例现金分红提供良好支撑。

图9 公司负债率情况

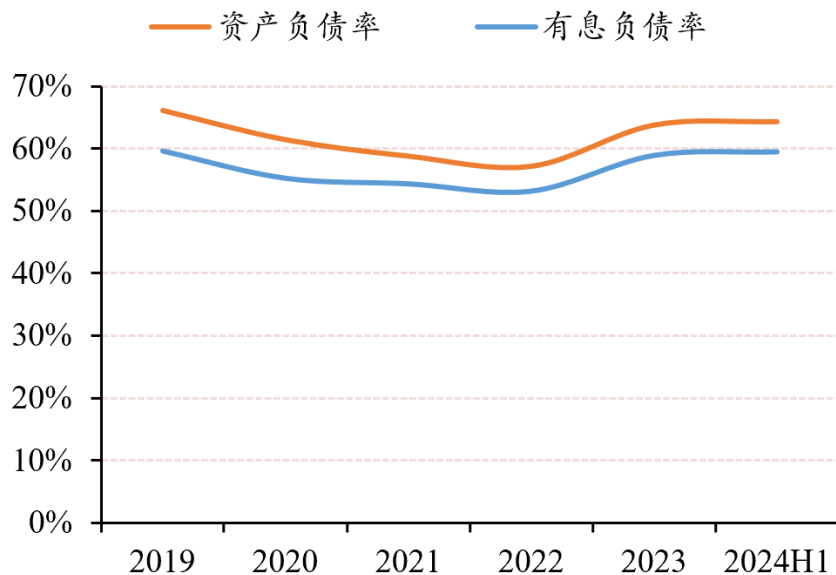
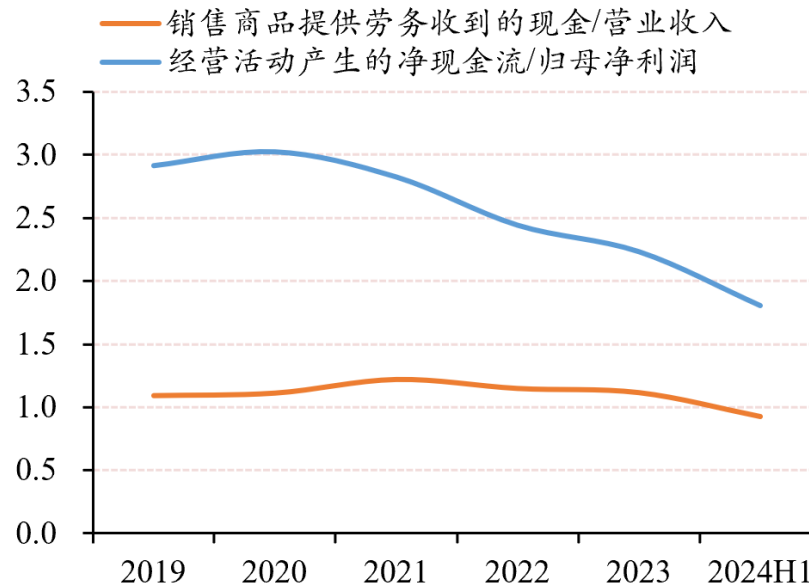


图10 公司现金流情况



二、水电投产带来短期弹性，新能源提供长期动能

2.1 拥有澜沧江干流开发权，水电仍有成长空间

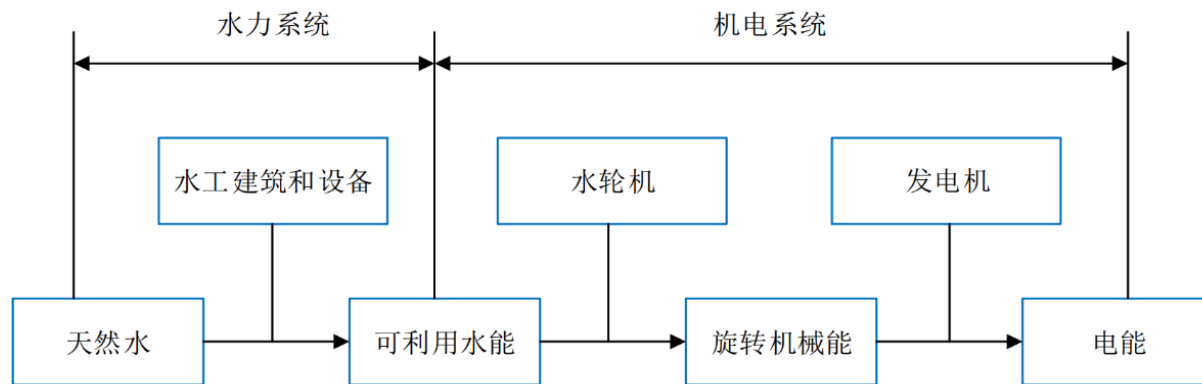
- 水电原理：水位落差形成水流推动水轮机，水的势能转换为水轮机的机械能，水轮机带动发电机，机械能转换为电能。
- 水力发电步骤：1.具有较高势能的水体经压力管道或隧洞进入水轮机转轮流道（或直接进入水轮机）；2.水轮机转轮在水流冲击下旋转（水能转换为机械能）；3.水轮机转轮带动同轴发电机旋转；4.发电机定子切割转子绕组产生的磁场磁力线（根据电磁感应原理发电，完成机械能到电能的转换）；5.产生的电经升压变压器后与电力系统联网，送至电网。

图11 坝式水电站示例——糯扎渡水电站



资料：公司公告、Wind、湘财证券研究所

图12 水力发电流程示意图

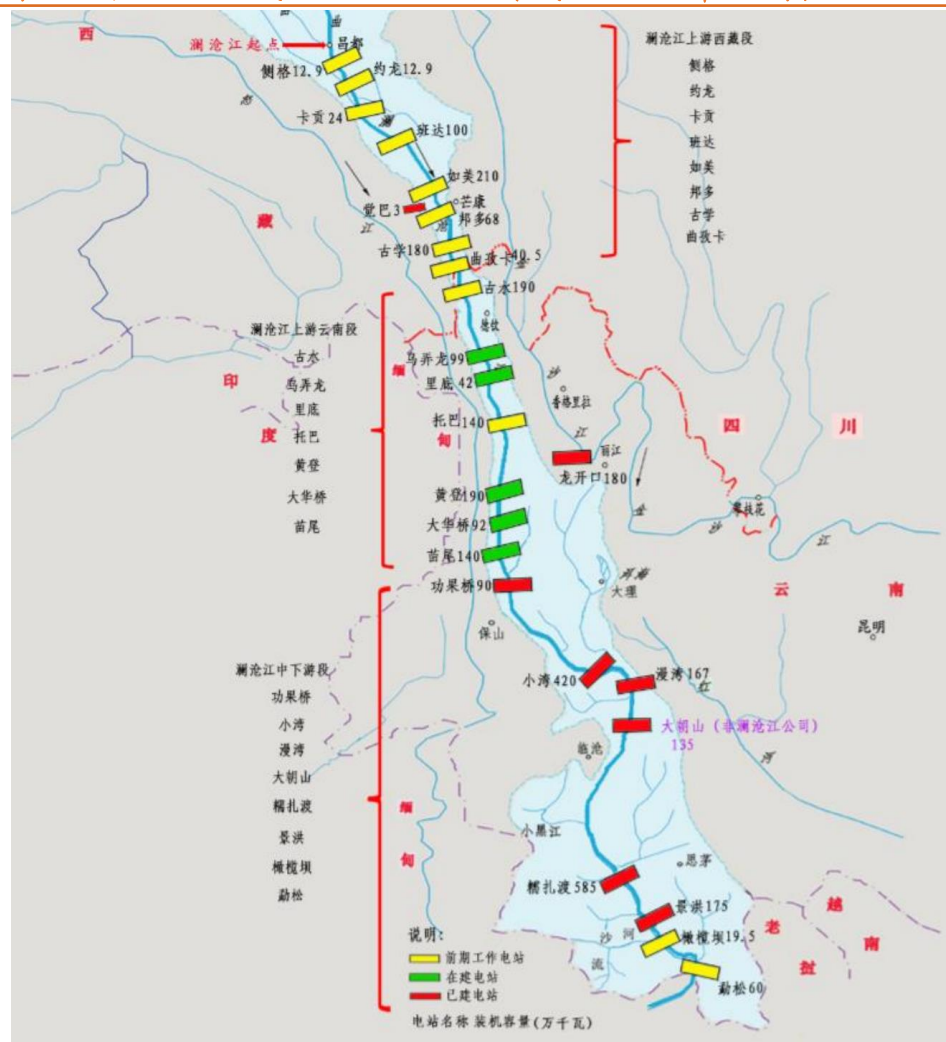


资料：公司公告、Wind、湘财证券研究所

2.1 拥有澜沧江干流开发权，水电仍有成长空间

- 2012年国家能源局发文，对澜沧江干流水能资源开发权进行明确，除大朝山水电站的合作模式为公司参股外，澜沧江干流流域其余水电站的投资建设均为公司全资开发的形式。
- 公司具备澜沧江流域的梯级调度能力，拥有多年调节能力，即使在枯水期，也能通过龙头水库保证一定发电量。因此公司在澜沧江流域的水电站可以以高水位运行，充分利用水能，提高发电效率。

图13 澜沧江流域水电站规划（截至2017年11月）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/327066115153006150>