

➤ **事件概述**：7 月 4 日，公司公布 2022 年上半年发电量完成情况。1H22 公司完成发电量 497.51 亿千瓦时，同比增长 8.97%，上网电量 493.92 亿千瓦时，同比增长 8.97%。

➤ **来水再上台阶，Q2 单季发电量创历史同期新高**：澜沧江流域来水如期改善带动发电量回升，2Q22 公司发电量延续一季度升势，完成发电量 321.24 亿千瓦时，同比增长 13.5%；同比增速较 1Q22 提升 11.9pct，较去年同期增幅扩大。Q2 发电量超过 2Q19 单季度 312.94 亿千瓦时的发电峰值，创历史同期新高。

➤ **无虑“西电东送”波动，云南电价上行助力业绩丰收**：1H22，乌弄龙、小湾、糯扎渡断面来水较去年同期偏丰 2-3 成，但发电量增速落后于来水增幅，或与“西电东送”落地点广东用电需求不振有关。5 月份，局部疫情反复叠加较常年偏低的气温影响，广东地区单月用电需求快速回落，单月同比下降 15.3%，1-5 月份累计用电量同比下降 2.3%。但从云南电力市场化交易情况来看，二季度市场交易电价持续上行，4-6 月份电价较去年同期分别增长 6.6%、6.8%、14.4%，云南地区量价齐升有望弥补送粤电量短期扰动影响，公司 1H22 业绩或迎丰收。

➤ **投资建议**：来水再上台阶，公司 Q2 发电量创历史同期新高；广东用电需求回落，或对“西电东送”部分电量消纳、交易电价构成一定压力；但云南地区不断上行的交易电价有助于弥补不利影响，公司有望迎来丰收季。维持对公司的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.35/0.36/0.38 元，对应 7 月 4 日收盘价 PE 分别为 20.8/19.7/18.7 倍。给予公司 22 年 22 倍 PE 估值，目标价 7.70 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示**：1) 流域来水偏枯；2) 需求下滑压制电量消纳；3) 市场交易电价波动；4) 财税等政策调整。

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
7.20 元
目标价：
7.70 元

分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 华能水电 (600025.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：澜上水风光一体化大基地换挡提速

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	20,202	21,363	21,936	22,777
增长率 (%)	4.9	5.7	2.7	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,838	6,756	7,099	7,460
增长率 (%)	20.7	15.7	5.1	5.1
每股收益 (元)	0.32	0.35	0.36	0.38
PE	22.5	20.8	19.7	18.7
PB	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 07 月 04 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	20,202	21,363	21,936	22,777
营业成本	9,166	9,573	9,811	10,238
营业税金及附加	379	363	373	387
销售费用	39	32	33	34
管理费用	379	320	329	342
研发费用	131	43	44	46
EBIT	10,109	11,031	11,346	11,730
财务费用	3,375	2,835	2,682	2,571
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	341	214	219	228
营业利润	7,177	8,370	8,845	9,348
营业外收支	-44	-20	-20	-20
利润总额	7,134	8,350	8,825	9,328
所得税	853	1,086	1,191	1,306
净利润	6,281	7,265	7,634	8,022
归属于母公司净利润	5,838	6,756	7,099	7,460
EBITDA	15,844	17,113	17,785	19,398

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,510	2,000	2,000	2,000
应收账款及票据	1,917	4,632	4,758	4,942
预付款项	14	19	20	20
存货	44	52	54	56
其他流动资产	182	69	70	71
流动资产合计	3,667	6,773	6,901	7,090
长期股权投资	3,002	3,102	3,202	3,302
固定资产	128,843	125,657	123,821	130,155
无形资产	6,009	5,864	5,719	5,574
非流动资产合计	156,987	155,853	158,618	159,335
资产合计	160,654	162,627	165,520	166,425
短期借款	1,102	1,467	1,075	1,290
应付账款及票据	145	105	108	112
其他流动负债	21,378	24,830	25,079	25,523
流动负债合计	22,625	26,402	26,262	26,925
长期借款	71,447	63,447	60,447	54,447
其他长期负债	356	2,356	4,356	6,356
非流动负债合计	71,802	65,802	64,802	60,802
负债合计	94,428	92,204	91,064	87,727
股本	18,000	18,000	18,000	18,000
少数股东权益	1,863	2,372	2,906	3,468
股东权益合计	66,227	70,422	74,456	78,698
负债和股东权益合计	160,654	162,627	165,520	166,425

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.93	5.75	2.68	3.83
EBIT 增长率	8.45	9.12	2.86	3.38
净利润增长率	20.75	15.73	5.08	5.08
盈利能力 (%)				
毛利率	54.63	55.19	55.27	55.05
净利润率	31.09	34.01	34.80	35.22
总资产收益率 ROA	3.63	4.15	4.29	4.48
净资产收益率 ROE	9.07	9.93	9.92	9.92
偿债能力				
流动比率	0.16	0.26	0.26	0.26
速动比率	0.16	0.25	0.26	0.26
现金比率	0.07	0.08	0.08	0.07
资产负债率 (%)	58.78	56.70	55.02	52.71
经营效率				
应收账款周转天数	34.30	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	1.75	2.00	2.00	2.00
总资产周转率	0.13	0.13	0.13	0.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.35	0.36	0.38
每股净资产	3.68	3.91	4.14	4.37
每股经营现金流	0.92	0.93	0.93	1.02
每股股利	0.17	0.20	0.21	0.22
估值分析				
PE	23	21	20	19
PB	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.22	11.88	11.35	10.21
股息收益率 (%)	2.36	2.78	2.92	3.06
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6,281	7,265	7,634	8,022
折旧和摊销	5,734	6,081	6,438	7,668
营运资金变动	1,507	746	73	210
经营活动现金流	16,494	16,811	16,710	18,345
资本开支	-6,019	-4,867	-9,123	-8,305
投资	252	-100	-100	-100
投资活动现金流	-5,390	-4,754	-9,004	-8,177
股权募资	2	0	0	0
债务募资	-3,648	-5,635	-1,392	-3,785
筹资活动现金流	-11,184	-11,567	-7,706	-10,169
现金净流量	-95	490	0	0

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001