

量价齐升与降本增效共振，业绩再上新台阶

2022 年 08 月 27 日

► **事件概述：**8 月 26 日，公司公布 2022 年半年度报告，报告期内实现营业收入 111.30 亿元，同比增长 12.91%；归属于上市公司股东的净利润 38.42 亿元，同比增长 42.64%；归属于上市公司股东的扣非净利润 39.24 亿元，同比增长 42.56%。

► **量价齐升，业绩再上新台阶：**澜沧江流域来水如期改善带动发电量回升，1H22 公司完成水电发电量 497.51 亿千瓦时，同比增长 9.0%，其中 Q2 完成发电量 321.24 亿千瓦时，同比增长 13.5%，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。从云南电力市场化交易情况来看，市场交易电价持续上行，1-6 月份加权平均交易电价达到 0.2577 元/千瓦时，较去年同期上涨 1.63 分/千瓦时；上半年公司突破电价政策制约，推动省内合约电量价格同比提高 2.4 分/千瓦时，其中 Q1、Q2 度电营收分别达到 0.2254、0.2253 元/千瓦时，同比上涨 0.24、1.12 分/千瓦时。Q2 电价大幅上行助推公司业绩再上新台阶，单季度实现营收 71.89 亿元，同比增长 19.4%；归母净利润 31.00 亿元，同比增长 48.2%；扣非归母净利润 31.83 亿元，同比增长 48.0%。

► **债务优化、折旧到期，降本显著：**公司持续优化债务结构，报告期内财务费用同比下降 1.90 亿元，降幅 10.9%。此外公司部分电站发电机组、配电设备及水工机械折旧年限到期，报告期内折旧费用同比减少 2.66 亿元，降幅 9.21%。公司充沛的现金流将持续减少有息负债规模，进一步降低财务费用，提高利润水平。

► **澜上水风光一体化大基地换挡提速：**截至 6 月底，澜上云南段 7 个电站中的最后两个项目，140 万千瓦的托巴电站已完成坝基验收，按期启动大坝浇筑；190 万千瓦的古水电站完成实物指标调查。澜上西藏段 8 个电站中，210 万千瓦的龙头电站如美水电站正全力推进移民安置规划大纲、用地预审等核准前置重点专题；100 万千瓦的班达电站已取得“封库令”；170 万千瓦的古学电站已启动筹建，计划取得“封库令”。

► **投资建议：**来水再上新台阶，公司 Q2 发电量创历史同期新高；云南地区不断上行的交易电价，量价齐升助力公司业绩再上新台阶。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 8 月 26 日收盘价 PE 分别为 21.2/20.1/19.0 倍。给予公司 22 年 22.0 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：

7.32 元

目标价：

7.70 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 华能水电 (600025.SH) 事件点评：来水再上新台阶，量价齐升迎丰收-2022/07/04
2. 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-2022/04/23

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	20202	21363	21936	22777
增长率 (%)	4.9	5.7	2.7	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	5838	6756	7099	7460
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	22.9	21.2	20.1	19.0
PB	2.0	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 26 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	20202	21363	21936	22777
营业成本	9166	9573	9811	10238
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	10109	11031	11346	11730
财务费用	3375	2835	2682	2571
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	341	214	219	228
营业利润	7177	8370	8845	9348
营业外收支	-44	-20	-20	-20
利润总额	7134	8350	8825	9328
所得税	853	1086	1191	1306
净利润	6281	7265	7634	8022
归属于母公司净利润	5838	6756	7099	7460
EBITDA	15844	17113	17785	19398

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1510	2000	2000	2000
应收账款及票据	1917	4632	4758	4942
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	3667	6773	6901	7090
长期股权投资	3002	3102	3202	3302
固定资产	128843	125657	123821	130155
无形资产	6009	5864	5719	5574
非流动资产合计	156987	155853	158618	159335
资产合计	160654	162627	165520	166425
短期借款	1102	1467	1075	1290
应付账款及票据	145	105	108	112
其他流动负债	21378	24830	25079	25523
流动负债合计	22625	26402	26262	26925
长期借款	71447	63447	60447	54447
其他长期负债	356	2356	4356	6356
非流动负债合计	71802	65802	64802	60802
负债合计	94428	92204	91064	87727
股本	18000	18000	18000	18000
少数股东权益	1863	2372	2906	3468
股东权益合计	66227	70422	74456	78698
负债和股东权益合计	160654	162627	165520	166425

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	3.58	3.78	3.97	4.18
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	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	13.36	12.01	11.48	10.33
股息收益率 (%)	2.32	2.73	2.87	3.01

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6281	7265	7634	8022
折旧和摊销	5734	6081	6438	7668
营运资金变动	1507	746	73	210
经营活动现金流	16494	16811	16710	18345
资本开支	-6019	-4867	-9123	-8305
投资	252	-100	-100	-100
投资活动现金流	-5390	-4754	-9004	-8177
股权募资	2	0	0	0
债务募资	-3648	-5635	-1392	-3785
筹资活动现金流	-11184	-11567	-7706	-10169
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收到任何形式的补偿。

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
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026