

电量好于预期，业绩基本持平

2022 年 10 月 27 日

► **事件概述：**10 月 27 日，公司公布 2022 年第三季度报告，第三季度实现营业收入 56.60 亿元，同比下降 0.1%；归属于上市公司股东的净利润 21.22 亿元，同比下降 2.1%；归属于上市公司股东的扣非净利润 21.33 亿元，同比增长 5.2%。前三季度实现营业收入 167.90 亿元，同比增长 8.2%；归属于上市公司股东的净利润 59.64 亿元，同比增长 22.7%；归属于上市公司股东的扣非净利润 60.57 亿元，同比增长 26.7%。

► **Q3 电量好于预期：**尽管澜沧江流域三季度主汛期（7-9 月）来水同比偏枯 3-4 成，但是从电量表现来看，西南区域极端少雨天气对公司影响好于此前预期，主要电站中，小湾、糯扎渡两大年调节型电站发电量均显著高于上年同期，同比分别增长 13.0%、65.5%，3Q22 公司水电完成发电量 294.58 亿千瓦时，同比持平；前三季度公司累计完成水电发电量 789.13 亿千瓦时，同比增长 5.5%。

► **外送高价电量下滑抵消省内电价上行：**前三季度云南省内用电量同比增加 145 亿千瓦时，增幅 12.1%，带动市场交易电价持续上行，Q3 加权平均交易电价达到 0.1517 元/千瓦时，较去年同期上涨 2.67 分/千瓦时，同比增长 21.4%。Q3 澜上机组完成发电量 81.34 亿千瓦时，同比下降 28.6%，外送高价电量下滑抵消省内电价上行，单季度公司度电营收同比基本持平。

► **投资建议：**受益于大型调节电站，Q3 公司电量表现好于预期；虽然省内电价上行，但短期内电量结构的变化导致业绩基本持平；长期来看电力供需紧张的背景下，云南省内交易电价有望持续上行。根据电量、电价的变化，调整对公司的盈利预测，预计 22/23/24 年 EPS 分别为 0.36/0.40/0.42 元（原值为 0.35/0.36/0.38 元），对应 10 月 27 日收盘价 PE 分别为 18.6/16.4/15.6 倍。给予公司 22 年 22.0 倍 PE 估值，目标价 7.92 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：

6.63 元

目标价：

7.92 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 赵国利

执业证书：S0100122070006

邮箱：zhaoguoli@mszq.com

相关研究

- 1.华能水电 (600025.SH) 2022 年半年报点评：量价齐升与降本增效共振，业绩再上新台阶-2022/08/27
- 2.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
- 3.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	21508	22801	23648
增长率 (%)	4.9	6.5	6.0	3.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	5838	6964	7793	8176
增长率 (%)	20.7	19.3	11.9	4.9
每股收益 (元)	0.32	0.36	0.40	0.42
PE	20.7	18.6	16.4	15.6
PB	1.9	1.7	1.6	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 27 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	21508	22801	23648
营业成本	9166	9459	9811	10238
营业税金及附加	379	366	388	402
销售费用	39	32	34	35
管理费用	379	323	342	355
研发费用	131	43	46	47
EBIT	10109	11286	12181	12570
财务费用	3375	2834	2663	2526
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	341	215	228	236
营业利润	7177	8627	9708	10243
营业外收支	-44	-20	-20	-20
利润总额	7134	8607	9688	10223
所得税	853	1119	1308	1431
净利润	6281	7488	8380	8792
归属于母公司净利润	5838	6964	7793	8176
EBITDA	15844	17367	18619	20238

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	4664	4948	5133
预付款项	14	19	20	20
存货	44	52	54	56
其他流动资产	182	70	71	73
流动资产合计	3667	6804	7092	7282
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	162658	165711	166617
短期借款	1102	1389	1283	729
应付账款及票据	145	104	108	112
其他流动负债	21378	24717	25092	25536
流动负债合计	22625	26210	26483	26377
长期借款	71447	63447	59447	53447
其他长期负债	356	2356	4356	6356
非流动负债合计	71802	65802	63802	59802
负债合计	94428	92012	90285	86180
股本	18000	18000	18000	18000
少数股东权益	1863	2387	2974	3589
股东权益合计	66227	70646	75426	80438
负债和股东权益合计	160654	162658	165711	166617

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	6.47	6.01	3.71
EBIT 增长率	8.45	11.64	7.93	3.20
净利润增长率	20.75	19.30	11.91	4.92
盈利能力 (%)				
毛利率	54.63	56.02	56.97	56.71
净利率	31.09	34.82	36.75	37.18
总资产收益率 ROA	3.63	4.28	4.70	4.91
净资产收益率 ROE	9.07	10.20	10.76	10.64
偿债能力				
流动比率	0.16	0.26	0.27	0.28
速动比率	0.16	0.26	0.27	0.27
现金比率	0.07	0.08	0.08	0.08
资产负债率 (%)	58.78	56.57	54.48	51.72
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	0.14	0.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.36	0.40	0.42
每股净资产	3.58	3.79	4.03	4.27
每股经营现金流	0.92	0.94	0.97	1.06
每股股利	0.17	0.20	0.21	0.22
估值分析				
PE	21	19	16	16
PB	1.9	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	12.57	11.11	10.25	9.21
股息收益率 (%)	2.56	3.02	3.17	3.32

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6281	7488	8380	8792
折旧和摊销	5734	6081	6438	7668
营运资金变动	1507	600	41	209
经营活动现金流	16494	16887	17396	19060
资本开支	-6019	-4867	-9123	-8305
投资	252	-100	-100	-100
投资活动现金流	-5390	-4752	-8995	-8168
股权募资	2	0	0	0
债务募资	-3648	-5713	-2106	-4554
筹资活动现金流	-11184	-11644	-8400	-10892
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