

投资评级 **优于大市** 维持

水电业绩稳健，新能源蓄势待发

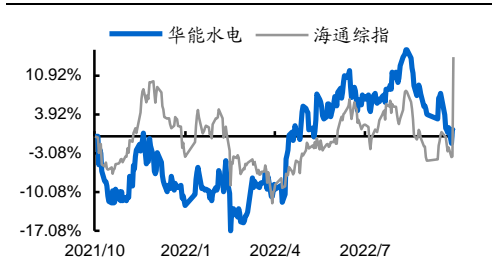
股票数据

10月28日收盘价(元)	6.47
52周股价波动(元)	5.55-7.79
总股本/流通A股(百万股)	18000/18000
总市值/流通市值(百万元)	116460/116460

相关研究

《电价上行对冲电量减少，2022 增长可期》
 2022.03.07

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-6.9	-11.6	-8.9
相对涨幅 (%)	0.6	2.2	7.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@htsec.com

证书:S0850515120001

分析师:傅逸帆

Tel:(021)23154398

Email:fyf11758@htsec.com

证书:S0850519100001

投资要点:

- 22Q3 归母净利润同比小幅下行。**公司 22Q3 实现营业收入 56.6 亿元，YOY-0.09%；归母净利润 21.22 亿元，YOY-2.12%；扣非后归母净利润 21.33 亿元，YOY+5.15%。归母净利润下降主要因为 Q3 投资收益同比下降 2.89 亿元 (YOY-96%)。22Q1-Q3 营业收入 167.90 亿元，YOY+8.16%；归母净利润 59.64 亿元，YOY+22.68%，主要因为上半年来水较好，以及财务费用 YOY-11.61%。
- 主汛期流域来水偏枯，发电量增速放缓。**主汛期 (7-9 月) 澜沧江流域来水同比偏枯 3-4 成，但公司 Q3 完成水电发电量 294.59 亿千瓦时，YOY+0.03%，我们认为主要受益于 (1) Q2 来水较多年平均偏丰 2-3 成，二季度末蓄水情况较好；(2) 上游水库对下游梯级电站的调节作用。根据国家气候中心，秋季以来，重庆北部、四川西部和东部、云南东南部等地降水较常年同期偏多 2 成以上。国家气候中心预计，当前持续的拉尼娜事件将延续到 2022/2023 年冬季，我国大范围降水可能偏少，考虑主汛期早情对汛末水位的影响及气候因素，我们认为若秋汛未显著超预期，22Q4 与 23Q1 的发电量同比或承压。
- Q3 电价基本持平，电价上行整体趋势有望延续。**我们测算公司 22Q3 度电收入 0.193 元/千瓦时，同比基本持平 (22H1 电价涨幅 3.6%)；我们认为公司 Q3 度电收入可能受汛期缺水，省内外消纳电量结构改变的影响。根据昆明电力交易中心 (图 1)，云南 7-9 月加权平均市场电价 0.152 元/千瓦时，同比 +0.027 元/千瓦时 (+21.6%)，7-9 月省内市场化交易电量 YOY+23.2%，市场电量价齐升趋势不改。
- 降本增效，折旧、财务费用贡献利润增量。**Q1-3 公司财务费用同比减少 2.99 亿元，YOY-11.61%，其中 Q3 减少 1.09 亿元，YOY-13.1%，测算全年有望增利 4.03 亿元。我们测算公司 2022/23 折旧费用分别有望下行 1.7/0.4 亿元。
- 新能源逐步投产，业绩增量可期。**22Q3 公司新松坡、大栗坪和小湾光伏电站投产发电，合计装机容量达 26 万千瓦。公司 2022 年拟投产装机容量 130 万千瓦，计划“十四五”期间开工 1000 万千瓦，我们认为后续水风光一体化项目的稳步推进有望成为公司业绩新的增长点。
- 盈利预测和估值。**我们预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 69.03、77.36、87.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.43、0.48 元。参照可比公司估值，PE 估值法给予公司 2023 年 18-20 倍 PE，对应合理价值区间 7.74-8.60 元；PB 估值法给予公司 2023 年 1.5-1.7 倍 PB，对应合理价值区间 7.85-8.89 元。考虑区域电价提升及新能源加速投产带来的稳健成长性，综合上述估值方法，给予公司合理价值区间 7.74-8.60 元，维持“优于大市”评级。

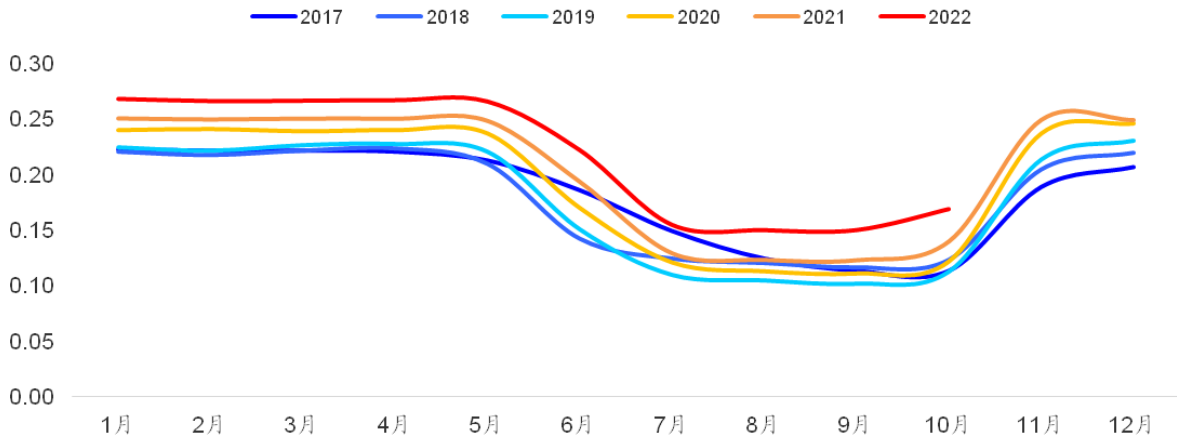
主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19253	20202	21447	23061	25335
(+/-)YoY(%)	-7.4%	4.9%	6.2%	7.5%	9.9%
净利润(百万元)	4835	5838	6903	7736	8702
(+/-)YoY(%)	-12.8%	20.7%	18.3%	12.1%	12.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	0.32	0.38	0.43	0.48
毛利率(%)	53.2%	54.6%	57.4%	57.7%	57.8%
净资产收益率(%)	7.8%	9.1%	8.9%	8.2%	7.6%

资料来源：公司年报 (2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 云南省市场交易电价持续上升 (元/度)



资料来源: 昆明电力交易中心, 海通证券研究所

盈利预测和估值

- (1) 我们认为公司除在建托巴电站计划于“十四五”投产外, 按现有建设进度, “十四五”期间或无其他自建水电机组投产。
- (2) 考虑到规划及建设周期, 我们预计公司新能源项目将于 2022 年起陆续投产; 随着上游光伏组件扩产, 公司新能源装机增速在 2023 年后有望显著提升。
- (3) 我们预计公司 22Q4 水电发电量或同比下行; 结合公司 2019-2021 年 3 年的发电量情况 (公司在运澜沧江上游电站于 2019 年全部投产), 我们假设公司 2022-2023 年的年均发电量约为 970 亿度左右。
- (4) 我们认为“碳中和”下产业转移以及云南省经济社会发展有望推动云南省市场化交易电价上行。公司的外送电主要送往广东省, 我们认为“双控”背景下广东省对清洁电力的需求上升有望提升公司的电价议价能力。

表 1 盈利预测表

		2021	2022E	2023E	2024E
电力	收入 (亿元)	201.73	214.17	230.29	253.01
	YOY	5%	6%	8%	10%
	毛利率	55%	57%	58%	58%
其他	收入 (亿元)	0.29	0.30	0.32	0.34
	YOY	-15%	5%	5%	5%
	毛利率	75%	50%	50%	50%
总计	营业总收入 (亿元)	202.02	214.47	230.61	253.35
总计	毛利率	55%	57%	58%	58%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表 (倍)

可比公司	PE (TTM)	PE (2022E)	PE (2023E)	PB (LF)	PB (2023E)
国投电力	31	13	11	1.6	1.2
川投能源	15	14	12	1.5	1.4
长江电力	16	16	15	2.7	2.3
平均值	21	14	13	1.9	1.6
华能水电	17	17	15	2.2	1.2

资料来源: 可比公司估值预测来自 wind 一致预期 (2022/10/28), 华能水电估值预测来自海通证券研究所

风险提示。 来水不及预期, 用电量增速不及预期, 环保风险, 电价风险, 新能源竞争加剧带来的投资成本上升和上网电价下行。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业收入	20202	21447	23061	25335
每股收益	0.32	0.38	0.43	0.48	营业成本	9166	9142	9757	10689
每股净资产	3.58	4.32	5.23	6.36	毛利率%	54.6%	57.4%	57.7%	57.8%
每股经营现金流	0.92	0.74	0.67	0.78	营业税金及附加	379	403	409	443
每股股利	0.17	0.18	0.19	0.20	营业税金率%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
价值评估 (倍)					营业费用	39	39	37	40
P/E	19.95	16.87	15.05	13.38	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.81	1.50	1.24	1.02	管理费用	379	403	422	456
P/S	5.76	5.43	5.05	4.60	管理费用率%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
EV/EBITDA	12.53	14.81	14.22	12.79	EBIT	10109	11314	12297	13554
股息率%	2.6%	2.8%	2.9%	3.1%	财务费用	3375	3097	2955	2880
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	16.7%	14.4%	12.8%	11.4%
毛利率	54.6%	57.4%	57.7%	57.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	28.9%	32.2%	33.5%	34.3%	投资收益	341	351	361	372
净资产收益率	9.1%	8.9%	8.2%	7.6%	营业利润	7177	8677	9818	11168
资产回报率	3.6%	4.0%	4.1%	4.1%	营业外收支	-44	-53	-40	-40
投资回报率	6.0%	6.2%	6.0%	5.9%	利润总额	7134	8624	9778	11128
盈利增长 (%)					EBITDA	15843	13218	13567	15035
营业收入增长率	4.9%	6.2%	7.5%	9.9%	所得税	853	1121	1369	1669
EBIT 增长率	6.2%	11.9%	8.7%	10.2%	有效所得税率%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
净利润增长率	20.7%	18.3%	12.1%	12.5%	少数股东损益	443	600	673	757
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	5838	6903	7736	8702
资产负债率	58.8%	53.5%	48.7%	44.1%					
流动比率	0.16	0.16	0.16	0.19	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.16	0.16	0.16	0.19	货币资金	1510	1660	1626	2270
现金比率	0.07	0.07	0.07	0.09	应收账款及应收票据	1917	1871	2071	2254
经营效率指标					存货	44	43	46	51
应收帐款周转天数	34.30	31.51	32.44	32.13	其它流动资产	196	162	186	195
存货周转天数	1.75	1.72	1.73	1.73	流动资产合计	3667	3736	3930	4769
总资产周转率	0.13	0.12	0.12	0.12	长期股权投资	3002	3002	3002	3002
固定资产周转率	0.16	0.16	0.15	0.15	固定资产	128843	137117	148825	163522
					在建工程	16356	19356	24356	30356
					无形资产	6009	6409	6809	7209
					非流动资产合计	156987	168661	185770	206867
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	160654	172397	189699	211636
净利润	5838	6903	7736	8702	短期借款	1102	1102	1102	1102
少数股东损益	443	600	673	757	应付票据及应付账款	145	125	141	151
非现金支出	5747	1904	1269	1481	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2959	2712	2542	2457	其它流动负债	21378	22500	22620	23510
营运资金变动	1507	1183	-92	705	流动负债合计	22625	23727	23863	24763
经营活动现金流	16494	13302	12129	14102	长期借款	71447	68147	68147	68147
资产	-6019	-3953	-6240	-7440	其它长期负债	356	356	356	356
投资	252	0	0	0	非流动负债合计	71802	68502	68502	68502
其他	377	459	474	491	负债总计	94428	92229	92365	93265
投资活动现金流	-5390	-3494	-5766	-6949	实收资本	18000	18000	18000	18000
债权募资	35856	-3300	0	0	归属于母公司所有者权益	64364	77704	94198	114478
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	1863	2463	3136	3893
其他	-47042	-6357	-6397	-6508	负债和所有者权益合计	160654	172397	189699	211636
融资活动现金流	-11184	-9657	-6397	-6508					
现金净流量	-95	150	-34	644					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业、煤炭行业
傅逸帆 公用事业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 宝光股份,南网储能,中煤能源,节能风电,靖远煤电,盛剑环境,华阳股份,黔源电力,郑煤机,万里扬,赣能股份,兖矿能源,金能科技,电投能源,安科瑞,天地科技,山西焦煤,山高环能,隆盛科技,潞安环能,江苏国信,湖北能源,德创环保,普利特,中广核矿业,三峡能源,英科再生,长高电新,平煤股份,中国神华

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。