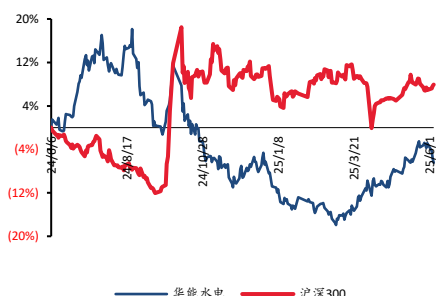


华能水电 2024 年年度股东大会点评：深耕云南清洁能源，远期成长有保障

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 180/180
总市值/流通(亿元) 1,746/1,746
12 个月内最高/最低价 12.5/8.46 (元)

相关研究报告

<<【太平洋环保公用】华能水电 (600025.SH)：机组投产及来水偏丰致增长，省内用电及西电东送保消纳>>—2019-08-23

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：钟欣材

电话：

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524110004

事件：2025 年 5 月 27 日，公司召开 2024 年股东大会，董事长孙卫先生主持会议，会议采用现场投票和网络投票相结合的方式召开。

深化改革达一流，电力保供“零事故”，经营业绩稳步提升。2024 年，公司全面推动管理体制变革，加强经理层任期制和契约化管理，实现各级干部全覆盖，全面推行全员绩效考核。全面推进生产、基建、财务等领域创一流，一流水电厂达标率超 80%。全面提升水风光一体化运行综合效益，公司全年完成发电量 1120.12 亿千瓦时，有效保障了经济社会发展用能需求，龙开口、桑河二级等 7 个水电厂连续 5 年实现“零非停”。公司经营效率持续提升，经营业绩稳步提升，2024 年财务费用同比降低 0.56 亿元，抢抓降准降息政策窗口期，发行低利率绿色债券 61.4 亿元，推动综合融资成本持续下降，强化资本价值管理，实现股权投资收益 3.25 亿元。

水电板块稳步增长，在建机组保障远期成长。受益于澜沧江流域来水同比偏丰 0.5 成（其中糯扎渡断面来水同比偏丰 4.6%）以及省内外送需求提升，公司水电业务迎来量价齐升，根据 2024 年年报显示，公司 2024 年水电业务实现售电 1066.87 亿 kwh，同比+2.72%，上网电价达到 219.96 元/兆瓦时，同比提升 1.11 元/兆瓦时。公司积极开发澜沧江上游水风光储项目，远期成长有保障。

装机投产+蓄能释放共振，2025 年一季度发电量大幅提升。受益于新能源装机大幅提升，TB 电站全容量投产，2025 年年初澜沧江水电梯级蓄能同比增加，公司通过梯级优化调度释放蓄能，公司 2025 年一季度发电量大幅提升，根据 2025 年一季度发电量完成情况公告，公司一季度完成发电量 212.92 亿千瓦时，同比增加 31.22%，上网电量 211.04 亿千瓦时，同比增加 31.42%。

投资建议：公司以水电业务为基石，精耕细作，行稳致远，随着 TB 电站投产，以及澜沧江上游水风光储项目开发，公司有望持续成长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 264.98 亿元、272.72 亿元、282.27 亿元；归母净利润分别为 88.96 亿元、92.73 亿元、98.23 亿元，对应 EPS 分别为 0.49 元、0.52 元、0.55 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：电站建设进度不及预期风险、来水不及预期风险、用电需求不及预期风险、电价不及预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,882	26,498	27,272	28,227
营业收入增长率(%)	6.05%	6.50%	2.92%	3.50%
归母净利（百万元）	8,297	8,896	9,273	9,823
净利润增长率(%)	8.63%	7.22%	4.24%	5.92%

摊薄每股收益（元）	0.44	0.49	0.52	0.55
市盈率（PE）	21.61	19.63	18.83	17.78

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,760	3,093	7,311	20,416	33,871
应收和预付款项	2,052	2,020	0	0	0
存货	44	40	0	0	0
其他流动资产	483	909	144	144	144
流动资产合计	4,340	6,062	7,455	20,560	34,015
长期股权投资	3,187	3,274	3,274	3,274	3,274
投资性房地产	104	94	94	94	94
固定资产	135,971	151,684	144,775	137,865	130,956
在建工程	40,960	40,996	40,996	40,996	40,996
无形资产开发支出	6,423	6,310	6,083	5,857	5,631
长期待摊费用	27	26	26	26	26
其他非流动资产	8,567	12,223	13,583	26,645	40,057
资产总计	195,239	214,607	208,831	214,757	221,034
短期借款	8,137	14,259	14,259	14,259	14,259
应付和预收款项	342	321	0	0	0
长期借款	91,764	89,666	89,666	89,666	89,666
其他负债	24,273	31,193	20,005	20,005	20,005
负债合计	124,516	135,439	123,930	123,930	123,930
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
资本公积	12,827	12,821	12,821	12,821	12,821
留存收益	22,766	27,366	32,401	37,651	43,212
归母公司股东权益	67,329	73,601	78,684	83,934	89,495
少数股东权益	3,394	5,567	6,216	6,893	7,610
股东权益合计	70,723	79,168	84,901	90,827	97,104
负债和股东权益	195,239	214,607	208,831	214,757	221,034

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	17,063	17,554	10,808	19,776	20,354
投资性现金流	-26,567	-20,120	310	327	339
融资性现金流	8,700	3,897	-6,899	-6,999	-7,237
现金增加额	-791	1,337	4,218	13,104	13,455

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,461	24,882	26,498	27,272	28,227
营业成本	10,238	10,916	11,633	12,000	12,448
营业税金及附加	436	483	503	513	525
销售费用	60	64	69	71	73
管理费用	543	538	572	589	610
财务费用	2,730	2,675	2,935	2,880	2,710
资产减值损失	-63	-2	0	0	0
投资收益	283	325	318	327	339
公允价值变动	-50	10	0	0	0
营业利润	9,426	10,387	10,971	11,410	12,059
其他非经营损益	-6	-23	0	0	0
利润总额	9,420	10,365	10,971	11,410	12,059
所得税	1,177	1,453	1,426	1,461	1,519
净利润	8,243	8,912	9,545	9,950	10,539
少数股东损益	605	615	649	677	717
归母股东净利润	7,638	8,297	8,896	9,273	9,823

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	56.36%	56.13%	56.10%	56.00%	55.90%
销售净利率	32.56%	33.35%	33.57%	34.00%	34.80%
销售收入增长率	-0.51%	6.05%	6.50%	2.92%	3.50%
EBIT 增长率	-0.28%	6.20%	9.26%	2.77%	3.34%
净利润增长率	5.58%	8.63%	7.22%	4.24%	5.92%
ROE	11.34%	11.27%	11.31%	11.05%	10.98%
ROA	4.37%	4.35%	4.51%	4.70%	4.84%
ROIC	5.80%	5.54%	5.95%	5.96%	5.99%
EPS (X)	0.40	0.44	0.49	0.52	0.55
PE (X)	21.58	21.61	19.63	18.83	17.78
PB (X)	2.31	2.33	2.22	2.08	1.95
PS (X)	6.62	6.88	6.59	6.40	6.19
EV/EBITDA (X)	14.78	15.12	13.55	12.70	11.81

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。