



华能水电 (600025.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

来水改善、装机增长，量利齐升

业绩简评

8月27日公司发布24年半年报，1H24实现营收118.8亿元，同比+13.1%（调整后）；实现归母净利41.7亿元，同比+22.5%（调整后）。2Q24实现营收74.6亿元，同比+10.2%（调整后）；实现归母净利31.0亿元，同比+19.3%（调整后）。

经营分析

装机增长+来水改善驱动 2024 发电量+26.1%。1) 水电：1H24 澜沧江流域来水同比偏丰约3成，叠加托巴水电站首台机组于6月投产，2Q24 公司完成水电发电量295亿千瓦时，同比+24.1%。2) 新能源：1H24 新增光伏装机约133万千瓦、同比+149.7%，2024 年新能源新增装机目标完成度约43%。2024 风、光分别完成发电量1.1、9.0亿千瓦时，同比分别-5.3%、+197.4%；其中，风电受Q2风资源不佳影响，而光伏由装机增长驱动。

可再生能源电量高增缓解云南电力供需矛盾，2024 平均上网电价同比下降。2024 云南省发电量同比+30.4%，其中水电/风电/光伏增量贡献率分别为78.5%/35.8%/35.2%。可再生能源电量高增缓解了云南省内的电力供需紧张局势，5M24 云南电解铝开工率已达90%以上，较去年同期高出约32pcts。受供需转松影响，暂不考虑在公司营业收入中占比不足1%的其他业务，以营业收入/上网电量估算公司2024 综合平均上网电价约0.247元/kWh（不含税），较上年同期下降约0.037元/kWh、降幅约13.0%。

综合融资成本跌破3%创新低，三项费用较日历进度节约3.2亿。由于部分新能源电站全容量投产后转固，2024 度电折旧费用同比增加约6厘/kWh；叠加综合平均上网电价同比下降，2024 公司销售毛利率为63.4%，同比-0.4pct。但公司在降息背景下紧抓全过程精益管理，综合融资成本下降至2.96%、同比降低40bp；三项费用较日历进度节约3.2亿元，帮助公司2024 实现销售净利率44.7%，同比+0.9pct。

盈利预测、估值与评级

预计公司2024~2026年分别实现归母净利润87.7/101.4/112.6亿元，EPS分别为0.49/0.56/0.63元，公司股票现价对应PE估值分别为24倍、20倍和18倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游用电需求不及预期，来水不及预期，风光装机不及预期，新能源入市带来量价风险等

公共事业与环保组

分析师：张君昊 (执业 S1130524070001)

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

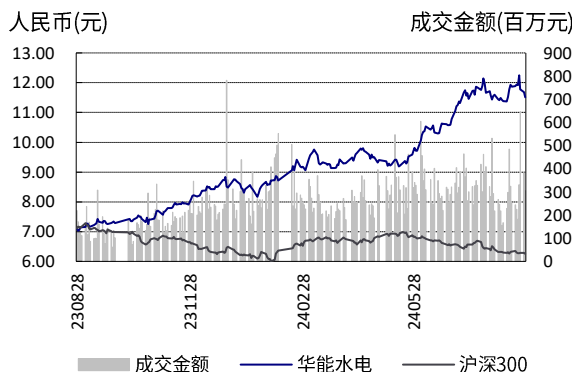
联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.51 元

相关报告：

- 《华能水电公司点评：来水偏枯影响电量，枯水期涨价持续》，2024.4.29
- 《华能水电公司深度研究：拥两大龙头水库，迎水光互补新机遇》，2024.1.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,142	23,461	25,575	27,150	28,933
营业收入增长率	-6.83%	10.97%	9.01%	6.16%	6.57%
归母净利润(百万元)	6,801	7,638	8,770	10,141	11,264
归母净利润增长率	8.26%	12.30%	14.82%	15.63%	11.08%
摊薄每股收益(元)	0.378	0.424	0.487	0.563	0.626
每股经营性现金流净额	0.92	0.95	0.91	1.18	1.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.04%	11.34%	12.08%	12.81%	13.00%
P/E	17.47	20.34	23.62	20.43	18.39
P/B	1.75	2.31	2.85	2.62	2.39

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑定增。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	22,691	21,142	23,461	25,575	27,150	28,933
增长率		-6.8%	11.0%	9.0%	6.2%	6.6%
主营业务成本	-10,409	-9,212	-10,238	-10,696	-10,540	-10,896
%销售收入	45.9%	43.6%	43.6%	41.8%	38.8%	37.7%
毛利	12,283	11,930	13,224	14,879	16,611	18,037
%销售收入	54.1%	56.4%	56.4%	58.2%	61.2%	62.3%
营业税金及附加	-476	-345	-436	-460	-488	-520
%销售收入	2.1%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
销售费用	-50	-43	-60	-77	-81	-87
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-454	-437	-543	-639	-679	-723
%销售收入	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-145	-154	-187	-205	-223	-246
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	11,159	10,952	11,997	13,499	15,139	16,461
%销售收入	49.2%	51.8%	51.1%	52.8%	55.8%	56.9%
财务费用	-3,649	-2,939	-2,730	-2,836	-2,909	-2,864
%销售收入	16.1%	13.9%	11.6%	11.1%	10.7%	9.9%
资产减值损失	-9	46	-92	0	0	0
公允价值变动收益	103	-8	-50	-104	0	0
投资收益	356	250	283	260	280	300
%税前利润	4.5%	3.0%	3.0%	2.4%	2.2%	2.2%
营业利润	7,974	8,317	9,426	10,833	12,525	13,912
营业利润率	35.1%	39.3%	40.2%	42.4%	46.1%	48.1%
营业外收支	-21	-24	-6	-6	-6	-6
税前利润	7,953	8,292	9,420	10,827	12,519	13,906
利润率	35.0%	39.2%	40.2%	42.3%	46.1%	48.1%
所得税	-976	-1,016	-1,177	-1,353	-1,565	-1,738
所得税率	12.3%	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	6,977	7,276	8,243	9,474	10,955	12,168
少数股东损益	695	475	605	704	814	904
归属于母公司的净利润	6,283	6,801	7,638	8,770	10,141	11,264
净利率	27.7%	32.2%	32.6%	34.3%	37.4%	38.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	0	7,276	8,243	9,474	10,955	12,168
少数股东损益	695	475	605	704	814	904
非现金支出	0	5,472	5,946	6,340	7,664	8,420
非经营收益	0	2,723	2,504	2,719	2,668	2,599
营运资金变动	0	1,147	370	-2,153	-62	260
经营活动现金净流	0	16,618	17,063	16,380	21,225	23,447
资本开支	-7,752	-7,906	-18,106	-15,425	-14,984	-14,280
投资	229	-95	-8,838	-172	-70	-70
其他	450	80	377	260	280	300
投资活动现金净流	-7,074	-7,921	-26,567	-15,337	-14,774	-14,050
股权募资	2	4,003	5,016	0	0	0
债权募资	-2,435	-5,028	11,220	6,072	-292	-2,728
其他	-8,454	-7,422	-7,536	-6,367	-6,542	-6,673
筹资活动现金净流	-10,887	-8,447	8,700	-296	-6,834	-9,401
现金净流量	-17,975	286	-791	748	-383	-4

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,300	1,855	1,760	2,489	2,078	2,037
应收款项	2,208	1,655	2,390	2,384	2,531	2,618
存货	52	43	44	50	49	51
其他流动资产	118	76	146	105	104	106
流动资产	4,679	3,629	4,340	5,028	4,763	4,812
%总资产	2.6%	2.2%	2.2%	2.4%	2.2%	2.2%
长期投资	4,617	4,715	5,074	5,141	5,211	5,281
固定资产	160,910	146,945	176,931	185,554	192,708	198,409
%总资产	90.5%	90.2%	90.6%	90.4%	90.6%	90.7%
无形资产	6,089	6,377	6,450	6,602	6,787	6,970
非流动资产	173,159	159,251	190,899	200,245	207,828	213,952
%总资产	97.4%	97.8%	97.8%	97.6%	97.8%	97.8%
资产总计	177,838	162,879	195,239	205,273	212,591	218,764
短期借款	12,703	10,315	15,077	19,151	17,359	15,631
应付款项	7,246	5,500	7,764	6,101	6,050	6,275
其他流动负债	7,003	5,555	6,199	5,662	5,781	5,888
流动负债	26,952	21,370	29,039	30,914	29,190	27,794
长期贷款	79,165	71,248	91,764	93,764	95,264	94,264
其他长期负债	358	464	3,713	3,897	4,085	4,266
负债	106,475	93,081	124,516	128,576	128,539	126,324
普通股股东权益	68,300	67,744	67,329	72,599	79,140	86,624
其中：股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
未分配利润	12,319	14,132	18,243	23,593	30,134	37,618
少数股东权益	3,063	2,054	3,394	4,098	4,912	5,816
负债股东权益合计	177,838	162,879	195,239	205,273	212,591	218,764

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.349	0.378	0.424	0.487	0.563	0.626
每股净资产	3.794	3.764	3.741	4.033	4.397	4.812
每股经营现金净流	0.000	0.923	0.948	0.910	1.179	1.303
每股股利	0.170	0.175	0.180	0.190	0.200	0.210
回报率						
净资产收益率	9.20%	10.04%	11.34%	12.08%	12.81%	13.00%
总资产收益率	3.53%	4.18%	3.91%	4.27%	4.77%	5.15%
投入资本收益率	5.99%	6.34%	5.81%	6.13%	6.63%	7.01%
增长率						
主营业务收入增长率	17.86%	-6.83%	10.97%	9.01%	6.16%	6.57%
EBIT 增长率	17.19%	-1.85%	9.55%	12.51%	12.15%	8.73%
净利润增长率	29.95%	8.26%	12.30%	14.82%	15.63%	11.08%
总资产增长率	8.02%	-8.41%	19.87%	5.14%	3.57%	2.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.6	30.2	27.4	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	1.6	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
应付账款周转天数	6.7	10.6	10.3	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	2,253.6	2,146.0	2,115.4	2,291.9	2,389.6	2,276.4
偿债能力						
净负债/股东权益	125.51%	114.20%	152.82%	147.89%	135.09%	119.92%
EBIT 利息保障倍数	3.1	3.7	4.4	4.8	5.2	5.7
资产负债率	59.87%	57.15%	63.78%	62.64%	60.46%	57.74%

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑定增


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	13	20	48
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-80234211
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦5楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街26号
 新闻大厦8层南侧

深圳
 电话：0755-86695353
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
 18楼1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究