

## 来水偏丰，发电量提升带动业绩增长

2024 年 08 月 28 日

► **事件:** 2024 年 8 月 27 日, 公司发布 2024 半年度报告, 24H1 实现营业收入 118.80 亿元, 同比增长 13.10%, 实现归母净利润 41.69 亿元, 同比增长 22.47%。基本每股收益 0.22 元, 同比增长 22.59%, 销售毛利率 59.03%, 同比略增 0.89pct, 净利率 38.77%, 同比增长 2.71pct。24Q2 单季度公司实现营业收入 74.61 亿元, 同比增长 33.34%, 实现归母净利润 31.04 亿元, 同比增长 32.06%。

► **水电光伏齐发力, 发电量大幅提升, 平均上网电价保持稳定。** 24H1 受益于新能源装机规模提升、澜沧江流域来水同比偏丰以及公司协调电网加快汛前水位消落, 公司水电发电量与新能源发电量同步提升, 发电量分别为 445.88 亿千瓦时、21.07 亿千瓦时, 分别同比增加 8.99%、189.82%, 合计发电量 466.95 亿千瓦时, 同比增加 12.15%, 其中公司新投产光伏项目发电量达 17.65 亿千瓦时, 同比增加 342.36%。上网电价方面, 24H1 公司不含税平均上网电价为 0.2536 元/千瓦时, 同比略降 0.28%, 保持稳定, 营收和归母净利润双增主要系发电量的大幅提升所致。

► **托巴水电站 1 号机组投运, 新能源装机容量增长迅猛。** 2024 年 6 月 15 日, 公司旗下托巴水电站 1 号机组 (35 万千瓦) 正式投运, 水电装机规模达 2594.98 万千瓦, 托巴水电站总装机容量 140 万千瓦, 计划年均发电量 62.3 亿千瓦时, 预计 24 年 12 月将全部投产。新能源装机方面, 2024 年公司拟续建、新开工新能源项目 84 个, 投资 139.91 亿元, 年内预计投产 309 万千瓦, 装机容量同比增加 160.26%, 新能源装机容量增长迅猛, 将进一步增强公司的盈利能力。

► **发布股东回报计划, 长期分红空间广阔。** 2024 年 2 月 26 日, 公司发布 2024-2026 年股东回报计划, 每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50%。2024 年 6 月 19 日, 公司完成 2023 年分红发放, 分红金额达 32.4 亿元, 股利支付率达 42.42%, 占当年可分配利润 58.42%, 近三年现金分红总额在电力上市公司中排名第四, 分红金额稳定增长。此外, 公司发电机组、变电设备以及水工机械设备折旧 12 年, 而设计使用年限达 40-50 年, 其折旧年限远低于使用寿命。公司功果桥、龙开口、糯扎渡水电站分别于 2012、2014、2014 年全面投产, 预计将于 2024-2026 年完成折旧, 将从成本端进一步提高公司盈利能力。

► **投资建议:** 未来随着各水电机组陆续折旧完毕, 公司盈利空间将进一步扩大。预计 24/25/26 年归母净利润为 90.47/97.00/102.52 亿元, 24/25/26 年 EPS 分别为 0.50/0.54/0.57 元, 对应 8 月 27 日收盘价 PE 分别为 23/21/20 倍。考虑公司业绩稳定上行, 维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示:** 流域来水偏枯; 市场交易电价波动; 在建项目进度不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,461	25,114	27,053	28,383
增长率 (%)	-0.5	7.0	7.7	4.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,638	9,047	9,700	10,252
增长率 (%)	5.6	18.4	7.2	5.7
每股收益 (元)	0.42	0.50	0.54	0.57
PE	27	23	21	20
PB	3.1	2.8	2.6	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 08 月 27 日收盘价)

### 谨慎推荐

### 维持评级

### 当前价格:

### 11.51 元



**分析师 邓永康**

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

**研究助理 黎静**

执业证书: S0100123030035

邮箱: lijing@mszq.com

### 相关研究

1. 华能水电 (600025.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 四川水电边际贡献度明显, 业绩蓄势待发-2024/04/27
2. 华能水电 (600025.SH) 2023 年三季报点评: 量价齐升, 新并资产放大业绩-2023/10/28
3. 华能水电 (600025.SH) 2023 年半年报点评: 业绩短期承压, 内建外购打开成长空间-2023/08/26
4. 华能水电 (600025.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 量缩价涨, 降本增利-2023/04/22
5. 华能水电 (600025.SH) 2022 年业绩预告点评: 逆流而上, 业绩符合预期-2023/01/19

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23,461	25,114	27,053	28,383
营业成本	10,238	10,330	11,402	12,177
营业税金及附加	436	467	503	528
销售费用	60	63	68	71
管理费用	543	565	649	681
研发费用	187	201	216	227
EBIT	11,984	13,489	14,214	14,698
财务费用	2,730	2,667	2,617	2,442
资产减值损失	-63	-50	-50	-50
投资收益	283	301	325	341
营业利润	9,426	11,058	11,858	12,534
营业外收支	-6	20	20	20
利润总额	9,420	11,078	11,878	12,554
所得税	1,177	1,329	1,425	1,507
净利润	8,243	9,749	10,453	11,048
归属于母公司净利润	7,638	9,047	9,700	10,252
EBITDA	17,838	21,130	22,389	22,225

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,760	3,443	8,069	8,095
应收账款及票据	1,971	2,038	2,197	2,307
预付款项	82	83	91	97
存货	44	7	12	17
其他流动资产	483	511	546	569
流动资产合计	4,340	6,081	10,916	11,085
长期股权投资	3,187	3,287	3,387	3,487
固定资产	135,971	147,610	159,952	156,598
无形资产	6,335	6,172	6,008	5,845
非流动资产合计	190,899	195,012	196,171	195,534
资产合计	195,239	201,094	207,087	206,619
短期借款	8,137	8,424	8,319	7,764
应付账款及票据	340	340	375	400
其他流动负债	20,562	20,441	21,292	21,905
流动负债合计	29,039	29,205	29,986	30,070
长期借款	91,764	90,764	88,764	80,764
其他长期负债	3,713	3,713	3,713	3,713
非流动负债合计	95,477	94,477	92,477	84,477
负债合计	124,516	123,682	122,463	114,547
股本	18,000	18,000	18,000	18,000
少数股东权益	3,394	4,096	4,849	5,644
股东权益合计	70,723	77,412	84,625	92,072
负债和股东权益合计	195,239	201,094	207,087	206,619

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-0.51	7.05	7.72	4.92
EBIT 增长率	-0.28	12.55	5.38	3.41
净利润增长率	5.58	18.44	7.22	5.69
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	56.36	58.87	57.85	57.10
净利润率	35.14	38.82	38.64	38.92
总资产收益率 ROA	3.91	4.50	4.68	4.96
净资产收益率 ROE	11.34	12.34	12.16	11.86
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.15	0.21	0.36	0.37
速动比率	0.15	0.21	0.36	0.36
现金比率	0.06	0.12	0.27	0.27
资产负债率 (%)	63.78	61.50	59.14	55.44
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	30.61	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	1.57	2.00	2.00	2.00
总资产周转率	0.12	0.12	0.13	0.14
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.42	0.50	0.54	0.57
每股净资产	3.74	4.07	4.43	4.80
每股经营现金流	0.95	1.09	1.20	1.18
每股股利	0.18	0.20	0.21	0.23
<b>估值分析</b>				
PE	27	23	21	20
PB	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	17.69	14.82	13.68	13.40
股息收益率 (%)	1.56	1.74	1.82	2.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,243	9,749	10,453	11,048
折旧和摊销	5,854	7,641	8,175	7,527
营运资金变动	370	-260	598	414
经营活动现金流	17,063	19,585	21,622	21,231
资本开支	-18,106	-11,634	-9,214	-6,770
投资	-8,838	-100	-100	-100
投资活动现金流	-26,567	-11,433	-8,989	-6,529
股权募资	5,016	0	0	0
债务募资	11,220	-713	-2,106	-8,554
筹资活动现金流	8,700	-6,470	-8,006	-14,676
现金净流量	-791	1,683	4,626	25

## 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。	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