



# 水电量价齐升，新能源装机有望高增

## —— 华能水电 2024 年中报点评

2024 年 08 月 28 日

- 事件：**公司发布 2024 年中报，上半年实现营收 118.80 亿元，同比+13.10%（追溯调整后，下同），实现归母净利润 41.69 亿元（扣非 41.70 亿元），同比+22.47%（扣非同比+37.42%）。24Q2 单季度实现营收 74.61 亿元，同比+19.61%，实现归母净利润 31.04 亿元（扣非 31.03 亿元），同比+24.37%（扣非同比+35.52%）。
- 盈利能力有所提升，经营性净现金流稳健增长：**24H1，公司 ROE（加权）为 5.97%，同比增加 1.78pct。公司实现毛利率 59.03%，同比提升 1.34pct。期间费用率为 13.85%，同比下降 1.51pct，主要得益于公司综合融资成本下降 40bp 至 2.96%，带动财务费用率压降 1.55pct。综合来看，24H1 公司归母净利润利润率为 35.09%，同比提升 2.69pct。现金流方面，24H1 公司经营性净现金流为 75.36 亿元，同比增长 6.76%，维持稳健增长。
- 量价齐升助力营收增长：**24H1，澜沧江流域来水同比偏丰约 3 成（改善集中在 Q2），公司积极协调电网加快汛前水位消落，实现水电发电量 445.88 亿 kWh，同比增长 8.99%；其中，Q1、Q2 分别为 151.25、294.63 亿 kWh，同比-11.9%、+24.1%。新能源发电方面，得益于装机容量的增长，24H1 实现发电量 21.07 亿 kWh，同比大增 189.82%。考虑到公司发电业务以外的收入体量非常小，以营业收入/上网电量计算公司的平均上网电价，24H1 公司平均上网电价为 0.257 元/kWh，小幅抬升 0.66%或 0.002 元/kWh；其中 Q1 为 0.275 元/kWh，同比增长 11.7%或 0.029 元/kWh；Q2 为 0.247 元/kWh，同比下降 5.5%或 0.014 元/kWh，主要由于汛期发电量增加拉低了整体电价水平。展望未来，在云南省电力供需偏紧的格局下，我们看好公司水电市场化交易电价趋势性上涨。
- 预计 24H2 水电发电量表现仍亮眼，托巴、硬梁包陆续投产贡献装机增量：**1) 2024 年 7 月，国内规上工业水电发电量同比增长 36.2%，来水改善趋势仍在持续；2) 24H1 澜沧江流域来水同比偏丰约 3 成的情况下，公司具备多年调节能力的糯扎渡水电站及位于其下游的景洪水电站发电量同比分别-12.34%、-10.44%，我们认为或主要受蓄水影响，该部分电量有望在下半年得到释放；3) 2024 年 6 月，托巴水电站（4\*35 万千瓦）1 号机组正式商运，预计年内所有机组均实现投产；硬梁包水电站（4\*27 万千瓦+3.6 万千瓦）预计 2024 年 10 月首台机组投产，2025 年实现全投。综上所述，我们认为公司水电业务短期仍具备增量空间。
- 存量机组折旧到期叠加财务费用压降，助力水电盈利稳中有升：**一方面，折旧成本为水电发电成本的主要来源，公司发电设备折旧年限为 12 年，低于可比公司。2024-2026 年，公司于 2011-2014 年投产的功果桥、糯扎渡、龙开口水电站的发电设备折旧将陆续到期，从而带来折旧成本的减少（未考虑新机组投产带来的折旧增加）。另一方面，利率下行背景下，我们看好公司通过存量债务置换压降财务费用。以上两点均有望对公司水电业务盈利形成支撑。
- 澜沧江流域水风光一体化开发，新能源成长空间广阔：**十四五期间，公司计划新增新能源装机 1000 万千瓦，而 2021-2023 年，新增装机容量仅 169 万

### 华能水电（600025.SH）

**推荐** 维持评级

#### 分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin\_yj@chinastock.com.cn

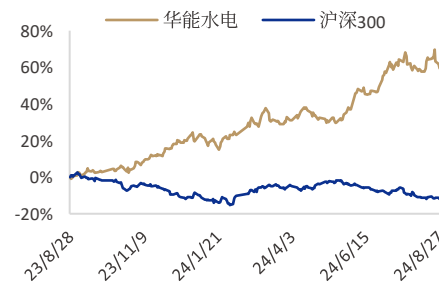
#### 市场数据

2024-08-27

股票代码	600025
A 股收盘价(元)	11.51
上证指数	2,848.73
总股本(万股)	1,800,000
实际流通 A 股(万股)	1,800,000
流通 A 股市值(亿元)	2,072

#### 相对沪深 300 表现图

2024-08-27



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河环保公用】公司点评\_华能水电（600025）：购华能四川 100% 股权，增厚优质水电资产权益

【银河环保公用】公司点评\_华能水电（600025）：价上涨弥补来水不足影响，下半年来水有望好转

千瓦，仍具备较大增长空间。依托澜沧江流域水风光一体化开发优势，我们预计公司在 24-25 年新能源新增装机容量将保持高位，其中，公司预计 24 年将投产 309 万千瓦，水风光协同发展打造新增长点。

- **投资建议：**预计公司 2024-2026 年将分别实现归母净利润 88.13、99.19、108.30 亿元，对应 PE 为 23.51x、20.89x、19.13x，维持推荐评级。
- **风险提示：**新项目建设进度&投产节奏不及预期的风险；来水波动的风险；电价下行的风险。

#### 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23461.33	25349.31	27800.25	30471.34
收入增长率%	-0.51	8.05	9.67	9.61
归母净利润(百万元)	7638.07	8812.77	9919.44	10829.53
利润增速%	5.58	15.38	12.56	9.17
毛利率%	56.36	57.10	57.34	56.30
摊薄 EPS(元)	0.42	0.49	0.55	0.60
PE	20.55	23.51	20.89	19.13
PB	2.31	2.87	2.66	2.48
PS	8.83	8.17	7.45	6.80

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4339.80	4344.82	4605.87	4497.02
现金	1760.31	1691.26	1642.20	1271.28
应收账款	1967.36	2083.50	2284.95	2504.49
其它应收款	418.94	360.43	445.85	460.97
预付账款	81.60	69.94	85.40	90.76
存货	44.10	49.21	52.37	59.53
其他	67.49	90.47	95.10	109.98
非流动资产	190899.47	200347.11	215579.96	217393.63
长期投资	3187.04	3287.04	3387.04	3487.04
固定资产	135970.91	141137.68	145944.45	150391.23
无形资产	6335.08	6165.61	6066.62	5945.80
其他	45406.44	49756.78	60181.86	57569.56
资产总计	195239.27	204691.93	220185.83	221890.65
流动负债	29038.89	26814.24	31044.42	29991.64
短期借款	8137.26	6137.26	9137.26	7137.26
应付账款	339.52	385.67	406.93	464.59
其他	20562.11	20291.30	21500.22	22389.78
非流动负债	95477.03	101477.03	106477.03	102477.03
长期借款	91764.16	93764.16	100764.16	100764.16
其他	3712.87	7712.87	5712.87	1712.87
负债合计	124515.92	128291.27	137521.45	132468.67
少数股东权益	3394.28	4108.83	4913.11	5791.18
归属母公司股东权益	67329.06	72291.83	77751.27	83630.80
负债和股东权益	195239.27	204691.93	220185.83	221890.65

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	17062.57	18940.82	21662.29	22779.10
净利润	8243.16	9527.32	10723.72	11707.60
折旧摊销	5854.06	7358.35	7656.70	8034.11
财务费用	2771.19	2608.06	2645.40	2667.90
投资损失	-283.25	-304.19	-333.60	-365.66
营运资金变动	370.16	-298.72	920.07	685.15
其它	107.26	50.00	50.00	50.00
投资活动现金流	-26567.37	-16501.80	-22555.95	-9482.12
资本支出	-18105.54	-16605.99	-22689.55	-9647.77
长期投资	-8838.46	-200.00	-200.00	-200.00
其他	376.63	304.19	333.60	365.66
筹资活动现金流	8699.73	-2508.06	844.60	-13667.90
短期借款	3841.57	-2000.00	3000.00	-2000.00
长期借款	9702.91	2000.00	7000.00	0.00
其他	-4844.75	-2508.06	-9155.40	-11667.90
现金净增加额	-791.18	-69.04	-49.06	-370.92

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23461.33	25349.31	27800.25	30471.34
营业成本	10237.65	10875.29	11859.36	13316.58
营业税金及附加	436.46	471.50	514.30	563.72
营业费用	23.14	25.35	27.80	30.47
管理费用	542.53	570.36	611.61	655.13
财务费用	2730.46	2587.36	2625.22	2648.09
资产减值损失	-63.46	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动收益	-50.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	283.25	304.19	333.60	365.66
营业利润	9425.72	10887.43	12254.63	13378.96
营业外收入	47.64	50.00	50.00	50.00
营业外支出	53.42	50.00	50.00	50.00
利润总额	9419.94	10887.43	12254.63	13378.96
所得税	1176.78	1360.11	1530.91	1671.36
净利润	8243.16	9527.32	10723.72	11707.60
少数股东损益	605.08	714.55	804.28	878.07
归属母公司净利润	7638.07	8812.77	9919.44	10829.53
EBITDA	17838.10	20562.92	22235.38	23726.24
EPS (元)	0.42	0.49	0.55	0.60

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-0.51%	8.05%	9.67%	9.61%
营业利润	3.64%	15.51%	12.56%	9.17%
归属母公司净利润	5.58%	15.38%	12.56%	9.17%
毛利率	56.36%	57.10%	57.34%	56.30%
净利率	32.56%	34.77%	35.68%	35.54%
ROE	11.34%	12.19%	12.76%	12.95%
ROIC	5.80%	6.07%	6.23%	6.68%
资产负债率	63.78%	62.68%	62.46%	59.70%
净负债比率	153.18%	147.13%	145.72%	128.41%
流动比率	0.15	0.16	0.15	0.15
速动比率	0.15	0.16	0.14	0.14
总资产周转率	0.12	0.12	0.13	0.14
应收账款周转率	11.93	12.17	12.17	12.17
应付账款周转率	69.10	65.73	68.32	65.59
每股收益	0.42	0.49	0.55	0.60
每股经营现金	0.95	1.05	1.20	1.27
每股净资产	3.74	4.02	4.32	4.65
P/E	20.55	23.51	20.89	19.13
P/B	2.31	2.87	2.66	2.48
EV/EBITDA	14.78	15.54	14.73	13.57
P/S	8.83	8.17	7.45	6.80

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn