



买入（维持）

所属行业：公用事业/电力
当前价格(元)：11.16

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

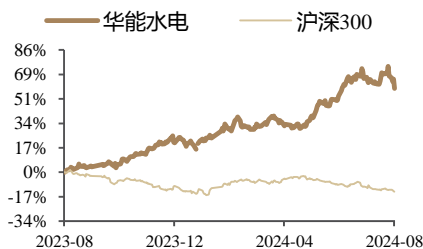
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.29	3.53	14.70
相对涨幅(%)	-0.43	8.84	23.88

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《华能水电(600025.SH)：2023 财务费用同比减少 4.5 亿元，24Q1 上网电价超预期》，2024.4.28
- 《华能水电(600025.SH)：风起澜沧江，龙头再扬帆》，2024.3.22

华能水电(600025.SH)：来水改善电量提升，托巴电站逐步投运

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，2024H1 公司实现营收 118.8 亿元，同比+13.1%，归母净利润 41.7 亿元，同比+22.5%；2024Q2 公司实现营收 74.6 亿元，同比+19.6%，归母净利润 31.0 亿元，同比+24.4%。
- 24H1 上网电量同比+12.4%，电价小幅提升。**2024 年上半年澜沧江流域来水同比偏丰约 3 成，其中乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰 30%、31%和 29%；同时公司积极协调电网加快汛前水位消落，水电发电量同比增加；此外，受益于上半年公司新能源装机规模提升，新能源发电量同比大幅增加。公司 24H1 完成发电量 466.95 亿千瓦时，同比+12.15%，上网电量 462.72 亿千瓦时，同比+12.36%。电价方面，2024 年上半年公司综合上网电价（不含税）达 0.257 元/千瓦时，较去年同期增长 1.3%。
- 托巴水电站 1 号机组正式投运，加速澜沧江上游水电建设。**公司所属托巴水电站首台 1 号机组（35 万千瓦）于 2024 年 6 月 15 日正式进入商业运行。托巴水电站装机容量 140 万千瓦，设计多年平均发电量 62.3 亿千瓦时，投产后将进一步扩大公司水电装机规模。此外，公司还拟建设 RM 水电站，电站设计装机容量 260 万千瓦，投资总额达 583.8 亿元。
- 承诺未来三年分红比例不低于 50%，融资成本降低 40BP。**公司承诺在满足一定条件的基础上，2024-2026 年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%，彰显公司对股东回报的重视。融资成本方面，2024 年上半年公司融资成本较去年同期降低 40BP，财务费用 13.4 亿元，同比下降 0.55%。
- 投资建议与估值：**预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 251.06 亿元、286.24 亿元、302.33 亿元，营收增速分别达到 7.0%、14.0%、5.6%，归母净利润分别为 83.28 亿元、96.58 亿元、100.21 亿元，净利润增速分别达到 9.0%、16.0%、3.8%，维持“买入”投资评级。
- 风险提示：**来水不及预期；风光投产不及预期；电价波动风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	18,000.00		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	18,000.00	营业收入(百万元)	23,581	23,461	25,106	28,624	30,233
52 周内股价区间(元):	7.03-12.25	(+/-)YOY(%)	16.7%	-0.5%	7.0%	14.0%	5.6%
总市值(百万元):	200,880.00	净利润(百万元)	7,234	7,638	8,328	9,658	10,021
总资产(百万元):	201,337.51	(+/-)YOY(%)	23.9%	5.6%	9.0%	16.0%	3.8%
每股净资产(元):	3.78	全面摊薄 EPS(元)	0.40	0.42	0.46	0.54	0.56
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	55.7%	56.4%	57.6%	57.9%	55.7%
		净资产收益率(%)	10.1%	11.3%	11.6%	12.7%	12.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.46	0.54	0.56
每股净资产	3.74	3.97	4.24	4.52
每股经营现金流	0.95	1.08	1.26	1.61
每股股利	0.18	0.23	0.27	0.28
价值评估(倍)				
P/E	21.57	24.12	20.80	20.05
P/B	2.31	2.81	2.63	2.47
P/S	8.56	8.00	7.02	6.64
EV/EBITDA	14.78	14.01	12.75	12.22
股息率%	2.1%	2.1%	2.4%	2.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	56.4%	57.6%	57.9%	55.7%
净利润率	35.1%	35.8%	36.6%	35.8%
净资产收益率	11.3%	11.6%	12.7%	12.3%
资产回报率	3.9%	3.9%	4.1%	3.9%
投资回报率	5.8%	5.8%	6.0%	5.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.5%	7.0%	14.0%	5.6%
EBIT 增长率	-0.3%	10.4%	14.2%	1.4%
净利润增长率	5.6%	9.0%	16.0%	3.8%
偿债能力指标				
资产负债率	63.8%	64.4%	65.2%	65.9%
流动比率	0.1	0.5	0.8	0.9
速动比率	0.1	0.5	0.8	0.9
现金比率	0.1	0.4	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.7	30.0	42.0	46.0
存货周转天数	1.6	1.6	1.6	1.6
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
固定资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,638	8,328	9,658	10,021
少数股东损益	605	656	817	801
非现金支出	5,946	9,035	9,550	10,693
非经营收益	2,504	2,943	3,401	3,638
营运资金变动	370	-1,593	-772	3,909
经营活动现金流	17,063	19,369	22,653	29,062
资产	-18,106	-13,549	-16,716	-23,716
投资	-8,838	-339	-233	-221
其他	377	301	315	353
投资活动现金流	-26,567	-13,587	-16,633	-23,584
债权募资	11,220	13,500	13,500	13,500
股权募资	5,016	0	0	0
其他	-7,536	-7,399	-8,536	-8,995
融资活动现金流	8,700	6,101	4,964	4,505
现金净流量	-791	11,883	10,984	9,984

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23,461	25,106	28,624	30,233
营业成本	10,238	10,656	12,062	13,408
毛利率%	56.4%	57.6%	57.9%	55.7%
营业税金及附加	436	468	532	563
营业税金率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
营业费用	60	57	68	72
营业费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	543	532	658	665
管理费用率%	2.3%	2.1%	2.3%	2.2%
研发费用	187	186	222	233
研发费用率%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
EBIT	11,984	13,225	15,102	15,312
财务费用	2,730	3,182	3,297	3,245
财务费用率%	11.6%	12.7%	11.5%	10.7%
资产减值损失	-63	-68	-70	-74
投资收益	283	301	315	353
营业利润	9,426	10,278	12,050	12,348
营业外收支	-6	-10	-10	-9
利润总额	9,420	10,268	12,040	12,339
EBITDA	17,838	22,193	24,581	25,932
所得税	1,177	1,283	1,565	1,518
有效所得税率%	12.5%	12.5%	13.0%	12.3%
少数股东损益	605	656	817	801
归属母公司所有者净利润	7,638	8,328	9,658	10,021

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,760	13,643	24,628	34,611
应收账款及应收票据	1,971	2,228	4,467	3,283
存货	44	53	56	66
其它流动资产	565	673	691	767
流动资产合计	4,340	16,597	29,842	38,728
长期股权投资	3,187	3,262	3,348	3,426
固定资产	135,971	151,949	164,600	180,837
在建工程	40,960	29,316	23,530	20,058
无形资产	6,335	6,345	6,458	6,493
非流动资产合计	190,899	195,743	203,133	216,369
资产总计	195,239	212,340	232,975	255,097
短期借款	8,137	11,637	15,137	18,637
应付票据及应付账款	340	252	467	368
预收账款	2	1	2	2
其它流动负债	20,560	19,428	20,702	23,612
流动负债合计	29,039	31,320	36,308	42,619
长期借款	91,764	101,764	111,764	121,764
其它长期负债	3,713	3,713	3,713	3,713
非流动负债合计	95,477	105,477	115,477	125,477
负债总计	124,516	136,797	151,786	168,096
实收资本	18,000	18,000	18,000	18,000
普通股股东权益	67,329	71,493	76,322	81,332
少数股东权益	3,394	4,050	4,867	5,668
负债和所有者权益合计	195,239	212,340	232,975	255,097

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

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。

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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。