

水电

华能水电（600025.SH）

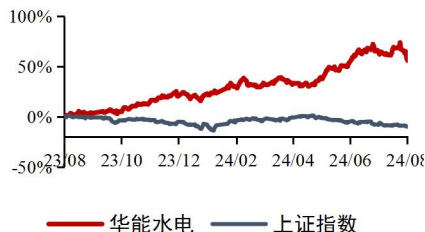
增持-A(首次)

盈利增长显著，未来装机增量可期

2024年8月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月30日

收盘价(元):	10.99
年内最高/最低(元):	12.30/7.16
流通A股/总股本(亿股):	180.00/180.00
流通A股市值(亿元):	1,978.20
总市值(亿元):	1,978.20

基础数据：2024年6月30日

基本每股收益(元):	0.22
摊薄每股收益(元):	0.22
每股净资产(元):	3.99
净资产收益率(%):	6.41

资料来源：最闻

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年半年报：24H1 公司实现营业收入 118.80 亿元，同比+13.10%；实现归母净利润 41.69 亿元，同比+22.47%；扣非后归母净利润 41.70 亿元，同比+37.42%；基本每股收益 0.22 元/股，同比+22.59%；加权平均净资产收益率 5.97%，同比增加 1.78 个百分点；经营性现金流量净额 75.36 亿元，同比+6.76%。24Q2 公司实现营业收入 74.61 亿元，同比+19.61%，环比+68.60%；实现归母净利润 31.04 亿元，同比+24.37%，环比+191.33%，扣非后归母净利润 31.03 亿元，同比+30.86%，环比+190.61%；

事件点评

➢ 公司业绩符合预期，收入及业绩高增主因 24 年上半年澜沧江流域来水偏丰。

➢ 电量方面，24H1&24Q2 水电及光伏上网电量高增，风电受风况影响略承压。24 年 H1 公司完成发电量 466.95 亿千瓦时，同比+12.15%，上网电量 462.72 亿千瓦时，同比+12.36%；其中水电 441.87 亿千瓦时，同比+22.42%，主因来水改善，上半年澜沧江流域来水同比偏丰约 3 成；风电 2.65 亿千瓦时，同比+5.16%；光伏 18.2 亿千瓦时，同比+293.94%，主因光伏新增装机容量提升。24 年 Q2 公司完成上网电量 302.14 亿千瓦时，同比+41.68%；其中水电 292.19 亿千瓦时，同比+39.70%；风电 1.05 亿千瓦时，同比-6.25%；光伏 8.90 亿千瓦时，同比+198.66%。

➢ 电价方面，云南省电价较低，未来上涨空间预期良好。公司主要送电区域为云南省及广东省。根据各省代理电价数据，云南省电价水平持续处于全国低位，下游用户较容易接受电价上涨。云南电力市场供需偏紧，后续随着电力市场化改革的推进，省内电价水平长期有望上扬。

➢ 装机方面，托巴水电站&新能源装机陆续投产，有望增厚后续业绩。水电方面，24 年 6 月公司托巴水电站 1 号机组（35 万千瓦）投产，水电装机达提升至 2594.98 万千瓦。托巴水电站整体装机容量 140 万千瓦，设计多年平均发电量 62.3 亿千瓦时。新能源方面，2024 年公司拟续建、新开工新能源项目共 84 个，拟投资 139.91 亿元，计划年内投产 309 万千瓦，新能源装机容量有望提升至 501.81 万千瓦。预期随着在建项目落地，公司业绩有望持续放量。

投资建议

➢ 考虑到公司为我国第二大水电公司，背靠华能集团，拥有澜沧江全流域干流水电资源开发权；且公司托巴水电站及多个新能源发电项目投产在即；



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



公司现金流充沛，注重股东回报，23年分红占当年可供分配利润的比例58.42%；制定未来三年（2024年-2026年）股东回报规划，提出满足条件下三年按照可供分配利润50%进行现金分红。预计公司2024-2026年EPS分别为0.49\0.54\0.60元，对应公司8月30日收盘价10.99元，2024-2026年PE分别为22.4\20.2\18.3，首次覆盖给予“增持-A”评级。

#### 风险提示

➤ 来水偏枯的风险；上网电价超预期波动；装机建设不及预期；宏观经济增速不及预期风险。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,142	23,461	26,079	28,109	29,962
YoY(%)	-6.8	11.0	11.2	7.8	6.6
净利润(百万元)	6,801	7,638	8,842	9,804	10,835
YoY(%)	8.3	12.3	15.8	10.9	10.5
毛利率(%)	56.4	56.4	55.5	55.8	56.3
EPS(摊薄/元)	0.38	0.42	0.49	0.54	0.60
ROE(%)	10.4	11.7	12.4	12.5	12.6
P/E(倍)	29.1	25.9	22.4	20.2	18.3
P/B(倍)	3.6	3.6	3.3	3.0	2.7
净利率(%)	32.2	32.6	33.9	34.9	36.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3629	4340	13701	14346	11776
现金	1855	1760	11422	11399	9162
应收票据及应收账款	1561	1971	1955	2276	2234
预付账款	41	82	54	92	64
存货	43	44	55	51	61
其他流动资产	129	483	215	527	255
<b>非流动资产</b>	159251	190899	206202	216193	223572
长期投资	3116	3187	3422	3667	3927
固定资产	124305	135971	155282	168817	179297
无形资产	6352	6423	6103	5787	5552
其他非流动资产	25479	45319	41396	37922	34797
<b>资产总计</b>	162879	195239	219903	230539	235349
<b>流动负债</b>	21370	29039	46354	53444	58647
短期借款	4283	8137	8788	9491	10251
应付票据及应付账款	238	340	315	387	353
其他流动负债	16849	20562	37250	43566	48044
<b>非流动负债</b>	71712	95477	96524	92571	83619
长期借款	71248	94764	95811	91858	82906
其他非流动负债	464	713	713	713	713
<b>负债合计</b>	93081	124516	142878	146016	142266
少数股东权益	2054	3394	4095	4871	5730
股本	18000	18000	18000	18000	18000
资本公积	18843	12827	12827	12827	12827
留存收益	17327	22766	27608	33250	39545
归属母公司股东权益	67744	67329	72931	79652	87353
<b>负债和股东权益</b>	162879	195239	219903	230539	235349

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	16618	17063	18700	21223	22136
净利润	7276	8243	9542	10580	11693
折旧摊销	5516	5844	6752	7781	8659
财务费用	2939	2730	2677	2465	2275
投资损失	-250	-283	-297	-296	-282
营运资金变动	1137	301	-49	720	-224
其他经营现金流	-1	227	75	-27	15
<b>投资活动现金流</b>	-7921	-26567	-21832	-17449	-15772
<b>筹资活动现金流</b>	-8447	8700	12794	-3797	-8601
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.42	0.49	0.54	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.95	1.04	1.18	1.23
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.02	3.33	3.70	4.13

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	21142	23461	26079	28109	29962
营业成本	9212	10238	11600	12435	13104
营业税金及附加	345	436	436	450	479
营业费用	43	60	63	65	66
管理费用	437	543	571	633	665
研发费用	154	187	208	224	239
财务费用	2939	2730	2677	2465	2275
资产减值损失	46	-92	-102	-110	-117
公允价值变动收益	-8	-50	8	13	-9
投资净收益	250	283	297	296	282
<b>营业利润</b>	8317	9426	10727	12037	13289
营业外收入	8	48	28	32	29
营业外支出	33	53	47	50	46
<b>利润总额</b>	8292	9420	10708	12020	13273
所得税	1016	1177	1166	1440	1580
<b>税后利润</b>	7276	8243	9542	10580	11693
少数股东损益	475	605	700	777	858
<b>归属母公司净利润</b>	6801	7638	8842	9804	10835
EBITDA	18715	21959	20920	23109	25105

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.8	11.0	11.2	7.8	6.6
营业利润(%)	4.3	13.3	13.8	12.2	10.4
归属于母公司净利润(%)	8.3	12.3	15.8	10.9	10.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	56.4	56.4	55.5	55.8	56.3
净利率(%)	32.2	32.6	33.9	34.9	36.2
ROE(%)	10.4	11.7	12.4	12.5	12.6
ROIC(%)	7.8	7.9	6.3	6.4	6.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.1	63.8	65.0	63.3	60.4
流动比率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
速动比率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	11.8	13.3	13.3	13.3	13.3
应付账款周转率	34.5	35.4	35.4	35.4	35.4
<b>估值比率</b>					
P/E	29.1	25.9	22.4	20.2	18.3
P/B	3.6	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	14.9	14.1	15.3	13.9	12.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

