

公司研究 | 点评报告 | 华能水电（600025.SH）

蓄能限制短期业绩，全年仍将展望积极

报告要点

三季度公司水电完成发电量 384.68 亿千瓦时，同比下降 5.63%。但风光电量维持高速增长，因此公司三季度发电量同比减少 4.59%。公司三季度营收同比降低-1.27%（追溯调整后），公司营收降幅较窄主因系新投产电站电价较高影响。由于新水电机组造价高于存量电站以及新投产新能源项目盈利能力或略弱于存量电站，因此公司三季度实现归母净利润 30.56 亿元，同比下降 7.37%；前三季度来看，由于电站蓄能影响，公司电量同比增长 3.82%，实现归母净利润 72.26 亿元，同比增长 7.78%，但蓄能或将对年低电量产生积极影响，全年依然展望积极。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

华能水电（600025.SH）

2024-10-13

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

蓄能限制短期业绩，全年仍将展望积极

事件描述

公司发布 2024 年前三季度业绩快报公告：2024 年前三季度公司实现营业总收入 194.18 亿元，同比增长 7.05%；实现归母净利润 72.26 亿元，同比增长 7.78%。

事件评论

- 装机扩张叠加来水修复，前三季度业绩稳健增长。**2024 年前三季度，在偏丰来水影响下，澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰 5%、3.6%和 8.5%，叠加公司托巴电站完成投产，公司前三季度水电完成发电量 830.56 亿千瓦时，同比增长 1.69%，若将新投产托巴电站发电量剔除，则原有水电完成发电量 814.27 亿千瓦时，同比减少 0.31%。在来水偏丰的背景下，存量水电站电量下滑或系公司主动蓄能影响，如糯扎渡断面前三季度来水同比偏丰 8.5%，但糯扎渡电站前三季度发电量同比下降 10.17%，其下游景洪电站发电量也同比下降了 11.56%，而糯扎渡及景洪电站前三季度发电量占公司水电发电量的 21.96%，因此蓄能对电量短期影响不可忽视。新能源方面，前三季度公司风电发电量达到 3.19 亿千瓦时，同比增长 6.33%；在新增装机的影响下，公司光伏完成发电量 26.52 亿千瓦时，同比增长 201.02%。因此整体来看，公司前三季度完成发电量 860.26 亿千瓦时，同比增长 3.82%。由于新投产水电及新能源机组电价预计相对较高，且预计云南省随着电力供需持续趋紧，电价预计也将有一定支撑，因此公司前三季度实现营收 194.18 亿元，同比增长 7.05%；实现归母净利润 72.26 亿元，同比增长 7.78%。
- 三季度来水有所转弱，单季业绩短期承压。**三季度云南省来水由上半年的偏丰转至有所偏枯，因此受来水转弱影响，三季度公司水电完成发电量 384.68 亿千瓦时，同比下降 5.63%。但风光电量维持高速增长，其中三季度风电完成发电量 0.48 亿千瓦时，同比增长 11.63%；光伏完成发电量 8.16 亿千瓦时，同比增长 98.54%。因此公司三季度完成发电量 393.31 亿千瓦时，同比减少 4.59%。而公司三季度营收为 75.37 亿元，同比降低 1.27%（追溯调整后），公司营收降幅较窄主因系新投产电站电价较高影响。由于新投产电站带来公司成本实现增长，且新水电机组造价高于存量电站以及新投产新能源项目盈利能力或略弱于存量电站，因此公司三季度实现归母净利润 30.56 亿元，同比下降 7.37%（追溯调整后）。
- 短期压力不可线性外推，全年业绩展望积极。**正如我们一直所强调的，公司电站的蓄水并不会浪费，丰沛的蓄能将会对四季度及后续水电电量产生积极影响，且四季度枯水期电价较高，将对公司水电收入带来双重催化。且根据公司公告，6 月 15 日，公司所属托巴电站首台 1 号机组（35 万千瓦）正式进入商业运营，预计 140 万千瓦总装机年内全部投产。因此在丰沛蓄水叠加装机投产影响下，公司全年业绩依然展望积极。
- 投资建议：**根据最新经营数据，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年对应 EPS 分别为 0.49 元、0.54 元和 0.60 元，对应 PE 分别为 21.50 倍、19.43 倍和 17.44 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 市场电价波动风险；
- 来水不及预期风险。

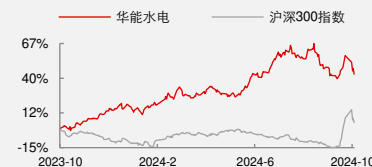
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.50
总股本(万股)	1,800,000
流通A股/B股(万股)	1,800,000/0
每股净资产(元)	3.06
近12月最高/最低价(元)	12.50/7.33

注：股价为 2024 年 10 月 11 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《来水修复电量稳增，经营业绩稳健增长》2024-09-04
- 《来水修复量价齐升，单季业绩展望优异》2024-07-07
- 《无惧来水压力，业绩加速增长》2024-05-13



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、市场电价波动风险：公司市场化比例为上市水电公司最高，若后续受电力供需宽松导致电价下行，则公司收入及业绩会存在下行风险。
- 2、来水不及预期风险：水电公司收入端核心影响因素之一为来水情况，若后续来水受降雨影响持续偏枯，将对公司电量产生不利影响，进而进一步加大公司业绩压力。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23461	26175	29712	31462	货币资金	1760	1645	1775	2016
营业成本	10238	11089	13210	13321	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	13224	15085	16501	18141	应收账款	1967	2204	2294	2338
%营业收入	56%	58%	56%	58%	存货	44	57	63	58
营业税金及附加	436	471	535	566	预付账款	82	88	105	106
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	486	421	592	474
销售费用	60	67	76	81	流动资产合计	4340	4416	4830	4993
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	3187	3187	3187	3187
管理费用	543	628	713	755	投资性房地产	104	104	104	104
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	135971	152460	174184	166380
研发费用	187	209	237	251	无形资产	6335	5946	5557	5168
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	2730	3000	3099	3274	递延所得税资产	216	216	216	216
%营业收入	12%	11%	10%	10%	其他非流动资产	45086	41586	36586	41586
加: 资产减值损失	-63	0	0	0	资产总计	195239	207916	224664	221635
信用减值损失	-28	0	0	0	短期贷款	8137	13637	14137	11737
公允价值变动收益	-50	0	0	0	应付款项	340	455	492	463
投资收益	283	314	357	378	预收账款	2	2	3	3
营业利润	9426	11041	12216	13612	应付职工薪酬	189	205	244	246
%营业收入	40%	42%	41%	43%	应交税费	980	1094	1242	1315
营业外收支	-6	0	0	0	其他流动负债	19391	20008	21546	21627
利润总额	9420	11041	12216	13612	流动负债合计	29039	35402	37663	35390
%营业收入	40%	42%	41%	43%	长期借款	91764	98657	106850	99046
所得税费用	1177	1380	1527	1702	应付债券	3000	3000	3000	3000
净利润	8243	9661	10689	11911	递延所得税负债	148	148	148	148
归属于母公司所有者的净利润	7638	8792	9727	10839	其他非流动负债	565	565	565	565
少数股东损益	605	869	962	1072	负债合计	124516	137772	148226	138150
EPS (元)	0.40	0.49	0.54	0.60	归属于母公司所有者权益	67329	65881	71212	77187
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	3394	4264	5226	6298
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	70723	70144	76438	83485
经营活动现金流净额	17063	19055	21661	23240	负债及股东权益	195239	207916	224664	221635
取得投资收益收回现金	328	314	357	378	基本指标				
长期股权投资	-71	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-18106	-18602	-22852	-5000	每股收益	0.40	0.49	0.54	0.60
其他	-8718	0	0	0	每股经营现金流	0.95	1.06	1.20	1.29
投资活动现金流净额	-26567	-18288	-22496	-4622	市盈率	26.25	21.50	19.43	17.44
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.81	2.87	2.65	2.45
股权融资	5016	6000	0	0	EV/EBITDA	16.67	15.71	14.83	12.47
银行贷款增加 (减少)	73382	12393	8693	-10204	总资产收益率	3.9%	4.2%	4.3%	4.9%
筹资成本	-7517	-6275	-7728	-8173	净资产收益率	11.3%	13.3%	13.7%	14.0%
其他	-62181	-13000	0	0	净利率	32.6%	33.6%	32.7%	34.4%
筹资活动现金流净额	8700	-882	965	-18376	资产负债率	63.8%	66.3%	66.0%	62.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-791	-115	130	241	总资产周转率	0.12	0.13	0.14	0.14

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。