

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

参股煤电项目，水电电价长期具备上涨空间

——华能水电(600025)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

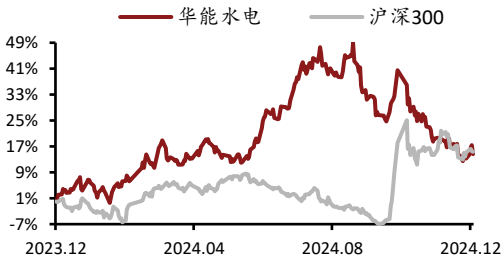
市场数据(2024-12-05)

收盘价(元)	9.41
一年内最高/最低(元)	12.25/8.31
沪深300指数	3,921.59
市净率(倍)	2.92
流通市值(亿元)	1,693.80

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	3.22
每股经营现金流(元)	0.80
毛利率(%)	59.83
净资产收益率_摊薄(%)	9.77
资产负债率(%)	61.94
总股本/流通股1,800,000.00/1,800,000.00(万股)	
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

发布日期：2024年12月06日

投资要点：

华能水电发布2024年三季度报告，前三季度实现营业收入194.18亿元，同比增加7.05%；归母净利润72.26亿元，同比增加7.78%；经营活动产生的现金流量净额143.46亿元，同比增加11.94%；基本每股收益0.38元，同比增加9.09%；加权平均净资产收益率9.86%，比上年同期增加1.26个百分点。

其中第三季度实现营业收入75.37亿元，同比减少1.27%；归母净利润30.56亿元，同比减少7.37%；基本每股收益0.16元，同比减少5.88%；加权平均净资产收益率3.89%，比上年同期减少0.33个百分点。

● 公司前三季度业绩同比增长源自发电量同比增加

公司单三季度归母净利润同比下降，但前三季度整体业绩实现正增长。2024年前三季度，公司发电量860.26亿千瓦时，同比增加3.82%，主要源自三个方面。一是新能源装机大规模提升带来的新能源发电量同比大幅增加，2024年前三季度，公司新能源发电量29.71亿千瓦时，同比增长151.57%；二是公司澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰5%、3.6%和8.5%，2024年前三季度，公司水力发电量830.56亿千瓦时，同比增长1.69%；三是云南省内用电需求同比增加，西电东送电量持续增加，根据云南省能源局数据，2024年前三季度，云南全省全社会用电量2050.00亿千瓦时，同比增长11.8%。费用管控方面，2024年前三季度，公司财务费用率为10.19%，相较2023年同期下降0.97个百分点。

● 公司第三季度水电发电量同比下滑

在经历之前来水偏枯的两年后，水电在2024年迎来了来水由枯转丰的业绩机遇期。根据国家统计局数据，2024年前三季度，我国规上工业水电发电量10040亿千瓦时，同比增长16%；云南省规上工业水电发电量2381.83亿千瓦时，同比增长8.6%，全国占比23.72%。水电发电量短期受气候等因素影响波动较大，长期来水存在均值回归的规律。进入9月份，水电未能延续来水偏丰的局面，9月、10月我国规上工业水电单月发电量分别同比下降14.6%、14.9%；云南省规上工业水电单月发电量分别同比下降17.6%、5%，其中9月份云南水力发电量单月跌幅大于全国平均跌幅，10月份跌幅收窄。在来水转枯的背景下，公司第三季度水电发电量同比下降3.37%。

● 公司水电装机容量A股排名第二，电力装机容量云南排名第一

截至 2024 年 6 月底，公司装机容量 2920.32 万千瓦，在云南省装机规模第一，在建、筹建、前期装机规模 1500 万千瓦。公司托巴水电站 1 号机组已于 6 月份投产，全部机组预计 2024 年年底或 2025 年初投产完毕，硬梁包水电站预计 2025 年投产，2024 年新能源新增装机目标 309 万千瓦，为公司水电、新能源发电带来增量空间。

● 从能源保供大局出发，参股雨汪二期煤电与新能源一体化项目

公司 10 月 30 日发布公告称，为解决云南省“十五五”期间电力保供紧张局面，公司拟作为参股股东与关联人华能国际共同出资成立合资公司，开发运营雨汪二期煤电与新能源一体化项目，装机容量 2×100 万千瓦，将通过火风光一体化开发，实现综合效益最大化。合资公司注册资本 29.6 亿元，华能水电现金出资 145,040 万元、持股 49%。

● 公司水电电价存在长期上涨空间

近年来公司水电平均上网电价水平呈现上升的态势。公司水电平均上网电价由 2019 年的 199.60 元/兆瓦时上升到 2023 年的 218.85 元/兆瓦时。虽然保持上涨，但由于发电成本低，公司水电上网电价水平仍相对较低。水电电价长期具备上涨的空间，随着可再生能源发电比例的逐步提高、电力市场化改革的深入推进，水电作为重要的清洁能源之一，其电价上涨有助于反映其环保价值和市场供需关系。从供需端看，云南省整体面临着“电力电量双缺”的局面，这对公司整体上网电价水平有较强的支撑水平。另外第三季度公司在水电发电量同比下降 5.63% 的背景下，单三季度营收同比仅下降 1.27%，推算公司单三季度电价同比实现增长。

● 盈利预测和估值

公司水电业务盈利能力强且可持续，坚持水电和新能源并重发展，全面推进澜沧江水风光一体化清洁能源基地建设。从中长期看，公司水电电价具有较强的市场竞争力，存在持续上涨的潜力，同时公司布局的新能源发电业务将会带来新的业绩增长空间。

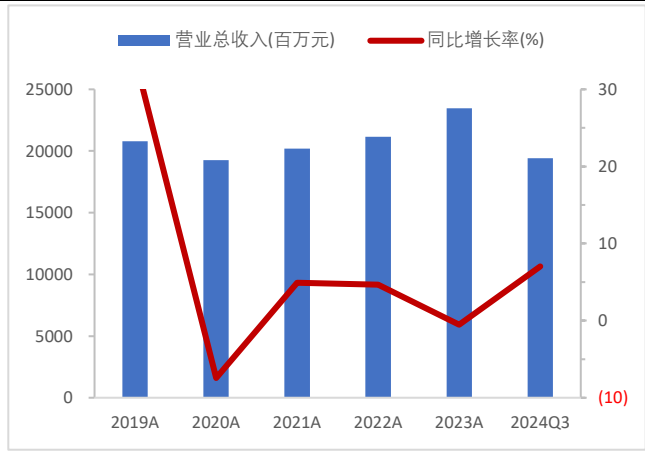
预计公司 2024-2026 年归属于上市公司股东的净利润分别为 83.79 亿元、95.00 亿元和 105.94 亿元，对应每股收益为 0.47、0.53 和 0.59 元/股，按照 12 月 5 日 9.41 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 20.21X、17.83X、15.99X，考虑到公司估值水平和行业发展前景，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：来水不及预期；供电区域和客户单一风险；电力需求不及预期；电价下滑风险；项目进展不及预期；其他不可预测风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23,581	23,461	25,030	27,316	29,334
增长比率（%）	16.73	-0.51	6.69	9.13	7.39
净利润（百万元）	7,234	7,638	8,379	9,500	10,594
增长比率（%）	23.93	5.58	9.70	13.38	11.51
每股收益(元)	0.40	0.42	0.47	0.53	0.59
市盈率(倍)	23.41	22.18	20.21	17.83	15.99

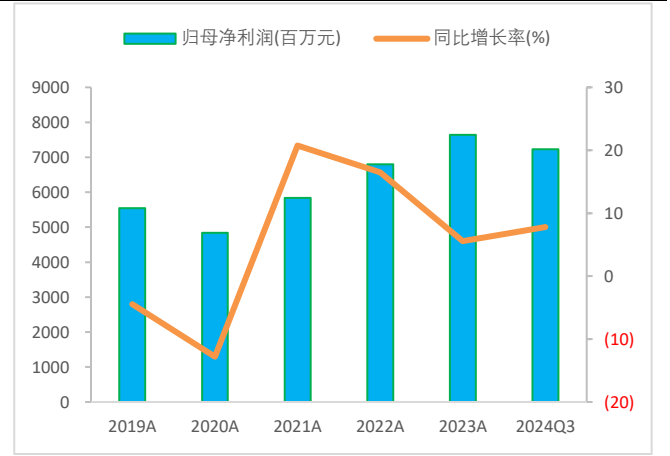
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业总收入情况



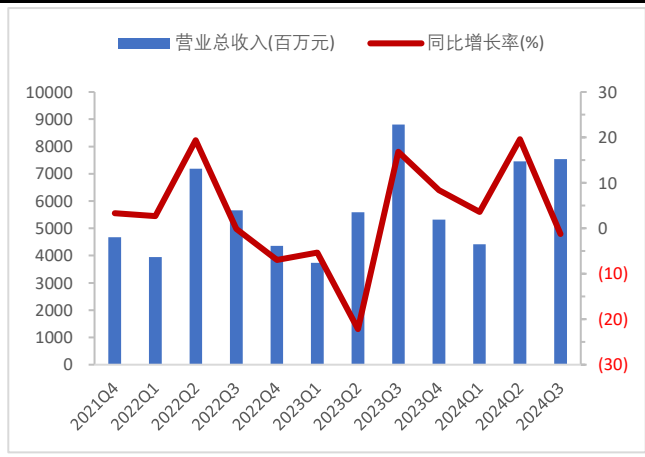
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润情况



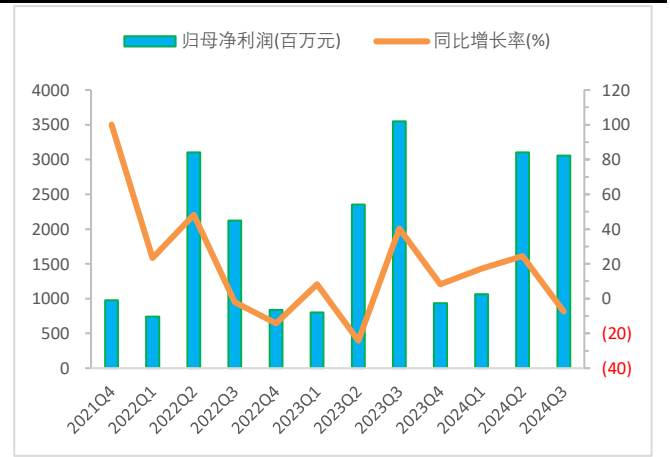
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司单季度营业总收入情况



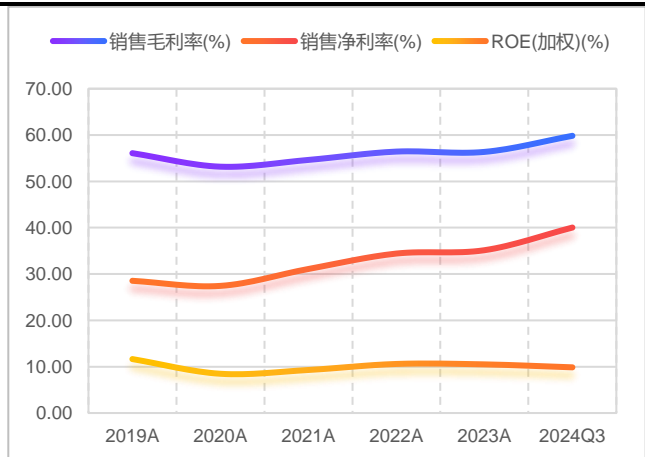
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司单季度归母净利润情况



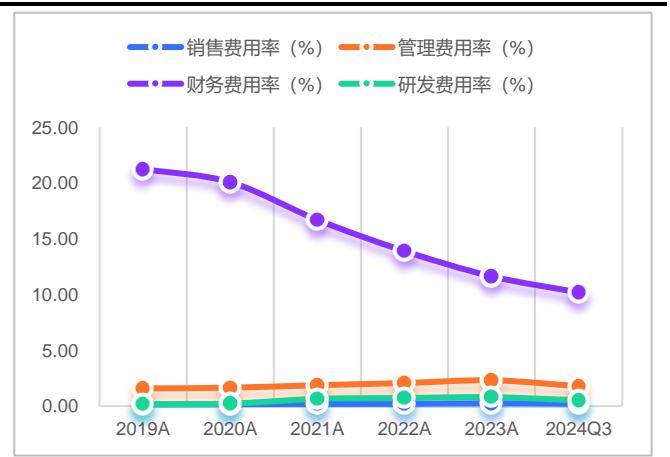
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司盈利能力分析



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

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
流动资产	4,730	4,340	6,291	7,236	7,568
现金	2,509	1,760	3,541	4,398	4,640
应收票据及应收账款	1,799	1,971	2,075	2,137	2,201
其他应收款	249	419	424	426	432
预付账款	51	82	104	112	120
存货	50	44	51	53	54
其他流动资产	71	64	95	111	120
非流动资产	176,901	190,899	198,402	203,424	210,173
长期投资	3,116	3,187	3,187	3,187	3,187
固定资产	135,347	135,971	139,026	140,777	141,222
无形资产	6,375	6,335	6,357	6,371	6,388
其他非流动资产	32,064	45,406	49,832	53,088	59,376
资产总计	181,631	195,239	204,692	210,660	217,741
流动负债	23,989	29,039	30,280	30,751	31,711
短期借款	4,296	8,137	8,888	9,345	10,110
应付票据及应付账款	394	340	289	300	323
其他流动负债	19,299	20,562	21,103	21,107	21,278
非流动负债	82,537	95,477	95,202	94,458	93,658
长期借款	82,061	91,764	91,451	90,695	89,894
其他非流动负债	476	3,713	3,751	3,763	3,763
负债合计	106,526	124,516	125,482	125,209	125,369
少数股东权益	3,318	3,394	4,064	4,834	5,656
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
资本公积	21,418	12,827	12,827	12,827	12,827
留存收益	18,767	22,766	27,548	33,018	39,118
归属母公司股东权益	71,787	67,329	75,146	80,616	86,716
负债和股东权益	181,631	195,239	204,692	210,660	217,741

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	17,760	17,063	19,093	21,452	23,505
净利润	7,963	8,243	9,049	10,271	11,416
折旧摊销	6,082	5,854	7,674	8,696	9,547
财务费用	3,216	2,771	2,924	2,859	2,724
投资损失	-264	-283	-331	-287	-276
营运资金变动	808	370	-220	-74	105
其他经营现金流	-44	107	-3	-12	-12
投资活动现金流	-9,568	-26,567	-14,842	-13,418	-16,009
资本支出	-9,771	-18,106	-14,714	-13,697	-16,282
长期投资	-95	-8,838	-5	-8	-3
其他投资现金流	298	377	-123	287	276
筹资活动现金流	-8,073	8,700	-2,428	-7,177	-7,253
短期借款	3,194	3,842	751	457	765
长期借款	10,615	9,703	-313	-756	-801
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2,525	-8,591	0	0	0
其他筹资现金流	-24,407	3,746	-2,866	-6,877	-7,218
现金净增加额	154	-791	1,823	858	242

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,581	23,461	25,030	27,316	29,334
营业成本	10,444	10,238	10,895	11,820	12,621
营业税金及附加	438	436	453	464	469
营业费用	54	60	65	68	70
管理费用	510	543	543	565	607
研发费用	185	187	188	205	220
财务费用	3,180	2,730	2,882	2,814	2,673
资产减值损失	0	-63	0	0	0
其他收益	18	15	18	19	19
公允价值变动收益	-8	-50	0	0	0
投资净收益	264	283	331	287	276
资产处置收益	0	2	1	1	0
营业利润	9,094	9,426	10,354	11,686	12,968
营业外收入	75	48	53	63	71
营业外支出	56	53	48	51	59
利润总额	9,113	9,420	10,359	11,698	12,980
所得税	1,151	1,177	1,310	1,427	1,564
净利润	7,963	8,243	9,049	10,271	11,416
少数股东损益	728	605	670	770	822
归属母公司净利润	7,234	7,638	8,379	9,500	10,594
EBITDA	18,101	17,838	20,915	23,208	25,200
EPS (元)	0.40	0.42	0.47	0.53	0.59

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	16.73	-0.51	6.69	9.13	7.39
营业利润 (%)	26.71	3.64	9.85	12.86	10.97
归属母公司净利润 (%)	23.93	5.58	9.70	13.38	11.51
获利能力					
毛利率 (%)	55.71	56.36	56.47	56.73	56.97
净利率 (%)	30.68	32.56	33.48	34.78	36.11
ROE (%)	10.08	11.34	11.15	11.78	12.22
ROIC (%)	6.23	5.80	6.08	6.49	6.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.65	63.78	61.30	59.44	57.58
净负债比率 (%)	141.84	176.06	158.42	146.53	135.72
流动比率	0.20	0.15	0.21	0.24	0.24
速动比率	0.19	0.14	0.20	0.23	0.23
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.12	0.13	0.13	0.14
应收账款周转率	12.85	12.55	12.38	12.97	13.53
应付账款周转率	38.70	27.90	34.67	40.15	40.53
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.42	0.47	0.53	0.59
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.99	0.95	1.06	1.19	1.31
每股净资产 (最新摊薄)	3.99	3.74	4.17	4.48	4.82
估值比率					
P/E	23.41	22.18	20.21	17.83	15.99
P/B	2.36	2.52	2.25	2.10	1.95
EV/EBITDA	11.59	14.78	13.24	11.88	10.93

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。