

华能水电（600025.SH）

持有（维持评级）

澜沧江来水偏丰，新能源持续拓宽

投资要点：

事件：

1月7日，公司发布2024年发电量完成情况公告，2024年完成发电量1120.12亿千瓦时，同比+4.62%，上网电量1110.24亿千瓦时，同比+4.51%；2024年单四季度完成发电量259.86亿千瓦时，同比+7.37%；上网电量257.81亿千瓦时，同比+6.92%。

澜沧江流域来水偏丰，西电东送电量持续增加

公司2024年发电量同比增加的主要原因包括2024年澜沧江流域来水同比偏丰0.5成，其中乌弄龙、小湾断面同比基本持平，糯扎渡断面来水同比偏丰4.6%。其中大型水电站中，小湾水电站发电量为191.80亿千瓦时，同比+12.57%；上网电量为190.56，同比+12.58%；漫湾水电站发电量为73.19亿千瓦时，同比7.05%；上网电量为72.54亿千瓦时，同比+7.07%。此外，云南省内用电需求同比增加，西电东送电量持续增加，同时带动了公司发电量。

新能源装机规模提升，光伏发电量大幅提升

新能源业务方面，公司2024年新能源装机规模提升，新能源发电量同比大幅增加。其中公司2024年新投产光伏项目总发电量为35.41亿千瓦时，同比+177.07%；上网电量35.08亿千瓦时，同比+177.09%，光伏发电量大幅提升。

盈利预测与投资建议

根据公司24年发电量数据，我们调整24-26年盈利预测，预计公司2024-2026年营业收入分别为247.14/271.69/284.70亿元（前值245.50/272.03/285.08亿元），归母净利润分别为81.90/89.36/92.84亿元（前值86.96/96.86/101.39亿元），EPS分别为0.45、0.50、0.52元/股，对应PE分别为20.3、18.6、17.9倍，维持公司“持有”评级。

风险提示

水库流域来水偏枯；需求下降导致电力销售受阻；电价市场波动性增加；装机建设进度不及预期。

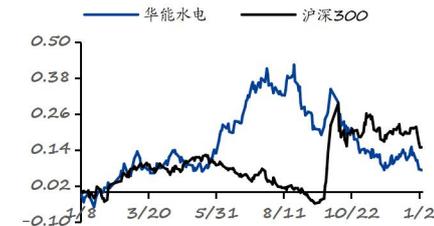
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,142	23,461	24,714	27,169	28,470
增长率	5%	11%	5%	10%	5%
净利润(百万元)	6,801	7,638	8,190	8,936	9,284
增长率	17%	12%	7%	9%	4%
EPS(元/股)	0.38	0.42	0.45	0.50	0.52
市盈率(P/E)	24.4	21.7	20.3	18.6	17.9
市净率(P/B)	2.4	2.5	2.3	2.2	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-01-06
收盘价:	9.22元
总股本/流通股本(百万股)	18,000.00/18,000.00
流通A股市值(百万元)	165,960.00
每股净资产(元)	3.22
资产负债率(%)	61.94
一年内最高/最低价(元)	12.50/8.18

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn

相关报告

1、华能水电(600025.SH)覆盖报告：雄踞西南，波澜激光，沧浪逐风——2024.12.09



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,760	1,804	1,956	6,267
应收票据及账款	1,971	2,202	2,421	2,537
预付账款	82	103	117	126
存货	44	51	58	60
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	483	586	630	377
流动资产合计	4,340	4,747	5,182	9,366
长期股权投资	3,187	3,102	3,102	3,102
固定资产	135,968	149,147	162,992	159,916
在建工程	40,960	33,077	21,538	23,898
无形资产	6,335	6,292	6,363	6,356
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	4,449	4,431	4,412	4,407
非流动资产合计	190,899	196,048	198,407	197,679
资产合计	195,239	200,794	203,589	207,046
短期借款	8,137	6,326	1,412	0
应付票据及账款	340	360	409	442
预收款项	2	2	2	2
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	7,042	7,042	7,042	7,042
其他流动负债	13,518	13,157	13,578	13,620
流动负债合计	29,039	26,887	22,443	21,106
长期借款	91,764	94,764	96,764	97,264
应付债券	3,000	3,000	3,000	3,000
其他非流动负债	713	491	471	461
非流动负债合计	95,477	98,255	100,235	100,725
负债合计	124,516	125,142	122,678	121,831
归属母公司所有者权益	67,329	71,622	76,188	79,771
少数股东权益	3,394	4,030	4,723	5,443
所有者权益合计	70,723	75,652	80,911	85,215
负债和股东权益	195,239	200,794	203,589	207,046

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	17,063	16,299	19,171	20,081
现金收益	16,818	17,596	18,951	19,852
存货影响	-1	-7	-7	-2
经营性应收影响	-387	-167	-153	-45
经营性应付影响	2,043	20	49	34
其他影响	-1,410	-1,142	331	243
投资活动现金流	-26,567	-11,340	-9,084	-6,589
资本支出	-36,121	-11,381	-9,069	-6,566
股权投资	-71	86	0	0
其他长期资产变化	9,625	-45	-15	-23
融资活动现金流	8,700	-4,915	-9,934	-9,182
借款增加	28,279	1,189	-2,914	-912
股利及利息支付	-7,517	-7,374	-8,790	-10,122
股东融资	5,016	0	0	0
其他影响	-17,078	1,270	1,770	1,852

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,461	24,714	27,169	28,470
营业成本	10,238	10,273	11,677	12,626
税金及附加	436	494	543	569
销售费用	60	124	136	57
管理费用	543	667	734	769
研发费用	187	222	245	256
财务费用	2,730	2,642	2,630	2,559
信用减值损失	-28	-50	-50	-50
资产减值损失	-63	-85	-80	-80
公允价值变动收益	-50	-110	-110	-110
投资收益	283	80	80	80
其他收益	15	5	5	5
营业利润	9,426	10,131	11,049	11,479
营业外收入	48	40	40	40
营业外支出	53	85	85	85
利润总额	9,420	10,086	11,004	11,434
所得税	1,177	1,261	1,376	1,429
净利润	8,243	8,825	9,629	10,005
少数股东损益	605	635	693	720
归属母公司净利润	7,638	8,190	8,936	9,284
EPS (按最新股本摊薄)	0.42	0.45	0.50	0.52

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	11.0%	5.3%	9.9%	4.8%
EBIT 增长率	8.2%	4.8%	7.1%	2.6%
归母公司净利润增长率	12.3%	7.2%	9.1%	3.9%
获利能力				
毛利率	56.4%	58.4%	57.0%	55.7%
净利率	35.1%	35.7%	35.4%	35.1%
ROE	10.8%	10.8%	11.0%	10.9%
ROIC	7.0%	7.1%	7.5%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	63.8%	62.3%	60.3%	58.8%
流动比率	0.1	0.2	0.2	0.4
速动比率	0.1	0.2	0.2	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转天数	27	30	31	31
存货周转天数	2	2	2	2
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.45	0.50	0.52
每股经营现金流	0.95	0.91	1.07	1.12
每股净资产	3.74	3.98	4.23	4.43
估值比率				
P/E	22	20	19	18
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	22	21	20	19

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn