

公司研究 | 点评报告 | 华能水电（600025.SH）

装机扩张电量稳增，全年业绩展望积极

报告要点

在来水略有改善以及新增机组投产的共同拉动下，水电发电量实现稳健增长，2024 年公司水电完成发电量 1079.29 亿千瓦时，同比增长 2.53%。同时，新能源装机规模大幅提升，带动新能源发电量高速增长，2024 年公司完成发电量 1120.12 亿千瓦时，同比增加 4.62%。电价方面，2024 年云南省内电价涨幅约束将会有所释放，叠加云南省内电力供需形势持续处于紧张局势，因此预计云南省市场化交易电价将实现同比上涨。整体来看，在量价均有望获得支撑的拉动下，公司全年业绩展望积极。

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)

2025-01-10

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

装机扩张电量稳增，全年业绩展望积极

事件描述

公司披露 2024 年发电量完成情况公告：截至 2024 年 12 月 31 日，公司 2024 年完成发电量 1120.12 亿千瓦时，同比增加 4.62%，上网电量 1110.24 亿千瓦时，同比增加 4.51%。

事件评论

- **装机规模扩张，电量稳健增长。**2024 年全年来看，来水同比略有改善，澜沧江流域来水较同期偏丰 0.5 成，其中乌弄龙、小湾断面来水同比基本持平，糯扎渡断面来水同比偏丰 4.6%。叠加托巴电站、硬梁包电站部分机组投产的带动，公司水电完成发电量 1079.29 亿千瓦时，同比增长 2.53%，若将新投产托巴电站、硬梁包电站发电量剔除，2024 年原有水电完成发电量 1050.36 亿千瓦时，同比减少 0.22%，其中单四季度原有水电完成发电量 236.09 亿千瓦时，同比增长 0.10%。**同时需要注意的是，在四季度来水转枯的背景下，存量电站四季度发电量未出现显著下滑，或系公司主动释放前期蓄能，缓解部分电量压力，其中小湾和糯扎渡四季度发电量同比分别增加 17.39%和 11.31%。**新能源方面，2024 年公司风电发电量达到 4.17 亿千瓦时，同比增长 6.92%；在新增装机的带动下，2024 年公司光伏完成发电量 36.66 亿千瓦时，同比增长 160.37%。**因此整体来看，在新能源装机规模大幅提升、水电站部分机组新增投产的共同影响下，公司 2024 年完成发电量 1120.12 亿千瓦时，同比增加 4.62%。**
- **量价齐升，全年业绩展望积极。**云南省 2022 年颁布《云南省燃煤发电市场化改革实施方案》（试行），提出云南省水电电价全年分月电量电价加权平均电价在前三年度市场均价上下浮动 10%区间内形成。随着较低电价的 2020 年不再纳入滚动测算，2024 年云南省内电价涨幅约束将会有所释放，叠加云南省内电力供需形势持续处于紧张局势，因此预计云南省市场化交易电价将实现同比上涨。**整体来看，在量价均有望获得支撑的拉动下，公司全年业绩展望积极。**
- **多元扩张，保障公司远期成长。**根据公司 1 月 2 日公告，公司所属托巴电站 4 号机组已正式进入商业运行，总装机容量 140 万千瓦全部投产；硬梁包水电站首台 5 号机组（3.6 万千瓦）、第二台 4 号机组（27 万千瓦）正式进入商业运行，公司水电机组规模进一步扩张。此外，根据公司公告，公司拟与华能国际成立合资公司开发雨汪二期煤电与新能源一体化项目，项目包含 200 万千瓦煤电，并为项目配套一定新能源资源，公司将现金出资 14.5 亿元，持股 49%，一体化项目的建设有望保障公司在“十五五”期间的业绩成长。
- **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 年对应对应 EPS 分别为 0.45 元、0.46 元和 0.55 元，对应 PE 分别为 19.92 倍、19.53 倍和 16.52 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 1、市场电价波动风险；
- 2、来水不及预期风险。

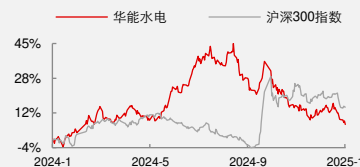
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	9.05
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)	3.22
近12月最高/最低价(元)	12.50/8.18

注：股价为 2025 年 1 月 9 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《蓄能限制短期业绩，多元扩张保障成长》2024-10-31
- 《蓄能限制短期业绩，全年仍将展望积极》2024-10-13
- 《来水修复电量稳增，经营业绩稳健增长》2024-09-04


 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	24928	27847	29919	货币资金	1760	2229	2819	3688
营业成本	10238	11076	13175	13313	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	13224	13852	14672	16606	应收账款	1967	2006	2210	2195
%营业收入	56%	56%	53%	56%	存货	44	57	63	58
营业税金及附加	436	449	501	539	预付账款	82	88	105	106
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	486	384	573	446
销售费用	60	64	71	77	流动资产合计	4340	4765	5771	6493
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	3187	3187	4687	4687
管理费用	543	598	668	718	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	199	222	239	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	2640	2752	2634	递延所得税资产	216	216	216	216
%营业收入	12%	11%	10%	9%	其他非流动资产	45086	41586	36586	37586
加: 资产减值损失	-63	0	0	0	资产总计	195239	208265	227105	220635
信用减值损失	-28	0	0	0	短期贷款	8137	8637	8637	3137
公允价值变动收益	-50	0	0	0	应付款项	340	454	490	464
投资收益	283	324	362	389	预收账款	2	2	3	3
营业利润	9426	10242	10836	12808	应付职工薪酬	189	204	243	246
%营业收入	40%	41%	39%	43%	应交税费	980	1042	1164	1250
营业外收支	-6	0	0	0	其他流动负债	19391	19999	21521	21621
利润总额	9420	10242	10836	12808	流动负债合计	29039	30339	32057	26721
%营业收入	40%	41%	39%	43%	长期借款	91764	94937	100844	93041
所得税费用	1177	1449	1533	1812	应付债券	3000	3000	3000	3000
净利润	8243	8793	9303	10996	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	8178	9303	10226	其他非流动负债	565	565	565	565
少数股东损益	605	616	651	770	负债合计	124516	128988	136615	123474
EPS (元)	0.40	0.45	0.46	0.55	归属于母公司所有者权益	67329	75267	85830	91730
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	3394	4010	4661	5431
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	70723	79276	90491	97161
经营活动现金流净额	17063	17990	19557	21799	负债及股东权益	195239	208265	227105	220635
取得投资收益收回现金	328	324	362	389	基本指标				
长期股权投资	-71	0	-1500	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-18106	-18602	-22852	-1000	每股收益	0.40	0.45	0.46	0.55
其他	-8718	0	0	0	每股经营现金流	0.95	1.00	1.05	1.17
投资活动现金流净额	-26567	-18278	-23990	-611	市盈率	22.63	19.92	19.53	16.52
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.42	2.16	1.97	1.84
股权融资	5016	0	6000	0	EV/EBITDA	15.21	14.79	14.48	11.68
银行贷款增加 (减少)	73382	3673	5908	-13304	总资产收益率	3.9%	3.9%	3.8%	4.6%
筹资成本	-7517	-5915	-6885	-7016	净资产收益率	11.3%	10.9%	10.1%	11.1%
其他	-62181	3000	0	0	净利率	32.6%	32.8%	31.1%	34.2%
筹资活动现金流净额	8700	757	5023	-20320	资产负债率	63.8%	61.9%	60.2%	56.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-791	469	590	869	总资产周转率	0.12	0.12	0.13	0.13

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。