

公用事业

2025年04月25日

华能水电 (600025)

——Q1 业绩开门红 在建机组保障长期成长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

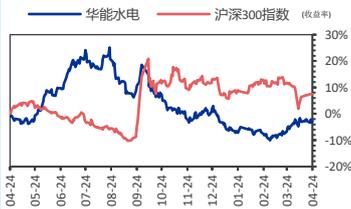
- **公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年公司实现营业收入 248.82 亿元，同比增长 6.05%；归母净利润 82.97 亿元，同比增加 8.63%，略低于我们的预期，主要系下半年来水偏枯拖累全年发电增速。公司拟派发分红 0.2 元/股，分红比例约 43.39%。按 4 月 24 日收盘价计算，公司股息率为 2.15%。1Q25 公司实现营收 53.85 亿元，同比增长 21.84%；归母净利润 15.08 亿元，同比增加 41.6%，超出我们此前的预期。
- **2024 年澜沧江来水小幅改善，高蓄能及新电站投产带动 1Q25 电量高增。**2024 年全年公司上网电量 1110.24 亿度，同比增加 4.51%，其中水电上网电量 1069.88 亿度，同比增加 2.42%。具体而言，澜沧江流域 2024 年来水整体呈前高后低态势，在 1H24 来水偏丰 3 成的情况下，2H24 偏枯导致全年来水同比偏丰 0.5 成。2025 年初澜沧江水电梯级蓄能同比增加，为 1Q25 发电打下良好基础。公司通过梯级优化调度释放蓄能，叠加 TB 电站机组全部投产、硬梁包水电站机组部分投产，带动 1Q25 公司上网电量同比高增 31.42%至 211.04 亿度。考虑到 2024 年澜沧江来水低基数，2025 年存量电站发电能力有提升空间，叠加新电站投产贡献增量，我们看好公司 2025 年发电量快速增长。
- **枯水期发电量提升，平稳全年综合电价。**2024 年公司上网电价 222.57 元/兆瓦时，其中水电上网电价 219.96 元/兆瓦时，较 2023 年 218.85 元/兆瓦时同比微增。在公司发电量及上网电量稳健增长的情况下，电价上涨进一步拉动业绩增长。2024 年云南归上发电量同比增长 10.6%，用电增速 11.0%，用电增速较全国平均的 6.8%高出 4.2pct。2025 年云南省在发电侧，水电与火电、风电、光伏按照相同的方式参与交易。新能源入市对电价形成压力。一季度作为高电价的枯水期，公司积极利用蓄水能力多发，有助于平稳全年综合电价水平。
- **财务费用稳步下降，持续增厚公司业绩。**公司 2024 年全年财务费用为 26.75 亿元，同比降低 0.56 亿元；1Q25 财务费用为 6.48 亿元，较 1Q24 减少 0.34 亿元。2024 年公司积极推进高利率存量贷款置换，发行低利率绿色债券 61.4 亿元，带动公司融资成本下降。近期国内利率水平持续下降，五年期 LPR 于 2024 年 2 月、7 月及 10 月分别下调 25、10、25 个 BP。公司在建工程规模庞大，处于资本开支密集期，有息负债规模持续扩张，财务成本下降减轻公司财务压力，进一步增厚公司业绩。
- **定增方案受理护航澜沧江上游电站建设，新能源装机快速增长。**公司是国内少数具备装机增长的水电公司之一，澜沧江上游仍有较大开发潜力，目前 BDa、GX、RM 水电站在建。2025 年 4 月，公司公告定增方案，计划募集 60 亿元，以支持 RM 水电站等项目的建设，并已获得上交所受理。资金募集完成后可保障公司在建项目的顺利进行，远期可带动公司水电装机容量持续成长。截至 2024 年底，新能源装机规模达 370.27 万千瓦，同比高增 92%。公司新能源装机规模快速增长，进一步带动公司发电及上网电量规模提升。
- **盈利预测与估值：**结合公司装机容量及 2025 年一季度发电情况，我们维持对公司 2025-2026 年归母净利润预测，分别为 96.37、101.34 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 104.52 亿元。当前股价对应 2025-2027 年市盈率分别为 17、17 和 16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**来水不及预期，电价政策发生不利变动，机组投产速度不及预期。

市场数据：	2025 年 04 月 24 日
收盘价 (元)	9.29
一年内最高/最低 (元)	12.50/8.46
市净率	2.9
股息率 (分红/股价)	1.94
流通 A 股市值 (百万元)	167,220
上证指数/深证成指	3,297.29/9,878.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产 (元)	3.36
资产负债率%	62.64
总股本/流通 A 股 (百万)	18,000/18,000
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	24,882	5,385	27,271	28,503	29,266
同比增长率 (%)	6.1	21.8	9.6	4.5	2.7
归母净利润 (百万元)	8,297	1,508	9,637	10,134	10,452
同比增长率 (%)	8.6	41.6	16.2	5.2	3.1
每股收益 (元/股)	0.44	0.08	0.54	0.56	0.58
毛利率 (%)	56.1	54.9	58.3	59.1	59.3
ROE (%)	11.3	2.0	12.1	11.9	11.5
市盈率	20		17	17	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,461	24,882	27,271	28,503	29,266
其中: 营业收入	23,461	24,882	27,271	28,503	29,266
减: 营业成本	10,238	10,916	11,362	11,652	11,908
减: 税金及附加	436	483	529	553	568
主营业务利润	12,787	13,483	15,380	16,298	16,790
减: 销售费用	60	64	70	73	75
减: 管理费用	543	538	590	617	633
减: 研发费用	187	151	165	173	177
减: 财务费用	2,730	2,675	2,672	2,705	2,725
经营性利润	9,267	10,055	11,883	12,730	13,180
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-28	-27	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-63	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	298	349	349	349	349
营业利润	9,426	10,387	12,234	13,081	13,530
加: 营业外净收入	-6	-23	0	0	0
利润总额	9,420	10,365	12,234	13,081	13,530
减: 所得税	1,177	1,453	1,893	2,207	2,311
净利润	8,243	8,912	10,340	10,874	11,219
少数股东损益	605	615	703	741	767
归属于母公司所有者的净利润	7,638	8,297	9,637	10,134	10,452

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。