

新电站投产贡献发电增量，远期装机成长性可期

2025 年 04 月 27 日

➤ **事件：**4 月 25 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司营收 248.8 亿元，同比+6.1%；归母净利 83.0 亿元，同比+8.6%；扣非归母净利润为 83.0 亿元，同比上升 16.6%。2024Q4 营收 54.6 亿元，同比+2.6%；归母净利 10.7 亿元，同比+14.7%。2025Q1 营收 53.85 亿元，同比+21.84%；归母净利 15.08 亿元，同比+41.56%；基本每股收益 0.08 元。

➤ **新能源装机规模提升+水电站新投产+澜沧江梯级调度+省内用电需求提升带动 Q1 发电量高增长。**截至 2024 年底，公司已投产装机容量达 3100.85 万千瓦，其中水电 2730.58 万千瓦，新能源 370.27 万千瓦。公司 2024 年发电量 1120.1 亿千瓦时，同比+4.6%，其中大型水电站 976.7 亿千瓦时，同比+2.1%，中小型水电站 102.6 亿千瓦时，同比+6.84%，新能源 40.8 亿千瓦时，同比+127.1%。公司 2025Q1 发电量 212.9 亿千瓦时，同比+31.2%，其中大型水电站 182.4 亿千瓦时，同比+36.2%，中小型水电站 14.9 亿千瓦时，同比-13.8%，新能源 15.6 亿千瓦时，同比+41.6%。2025Q1 发电量同增主要原因：1) 新能源装机规模大幅提升，TB 电站全容量投产；2) 年初澜沧江水电梯级蓄能同比增加，梯级优化调度释放蓄能；3) 云南用电需求增加，西电东送电量同比增加。

➤ **TB+硬梁包电站贡献 25 年增量，远期装机成长性可期。**截至 2024 年底，TB 水电站全部机组顺利投产，总装机容量 140 万千瓦，每年发电量约 62.3 亿千瓦时。硬梁包水电站 5/4/3 号相继于 2025.01.30/2024.12.31/2025.01.09 投产发电，已投产装机容量 57.6 万千瓦，硬梁包水电站总装机容量 111.6 万千瓦，设计多年平均发电量 51.81 亿千瓦时。2024 初，公司拟募集资金总额不超过 60 亿元，用来建 RM 水电站 (260 万千瓦，资本金收益率 8%) 和托巴水电站 (140 万千瓦，资本金收益率 8.54%)，项目经济效益前景较好，长期价值凸显。

➤ **电价短期承压，费用段持续优化稳定盈利增长。**24 年公司电力营业收入占总收入 99.15%，以此比例计算 25Q1 电力营收/上网电量的平均上网电价为 0.253 元/kwh，同比降近 2 分。电价下滑可能由于：1) 云南新能源装机大幅增加，光伏弃光率可能提升，新能源电价承压；2) 西电东送电量约占总发电量 50%，其中市场化电量电价受到广西、广东 2025 年电力中长期交易电价下滑影响。公司持续优化债务融资结构，2024 年财务费用同比减少 2.04%，25Q1 本期带息负债融资成本率降低，财务费用同比减少，全年费用段有望持续优化。

➤ **投资建议：**公司新电站投产贡献发电增量，远期装机成长性可期。预计 25/26/27 年归母净利润为 89.29/99.89/103.42 亿元，24/25/26 年 EPS 分别为 0.50/0.55/0.57 元，对应 4 月 25 日收盘价 PE 分别为 19/17/16 倍。考虑公司装机成长性充足，长期价值凸显，上调评级至“推荐”评级。

➤ **风险提示：**流域来水偏枯；市场交易电价波动；在建项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,882	27,034	28,932	29,355
增长率 (%)	6.1	8.7	7.0	1.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,297	8,929	9,989	10,342
增长率 (%)	8.6	7.6	11.9	3.5
每股收益 (元)	0.46	0.50	0.55	0.57
PE	20	19	17	16
PB	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 25 日收盘价）

推荐

上调评级

当前价格：

9.43 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 黎静

执业证书：S0100525030004

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1. 华能水电 (600025.SH) 2024 年半年报点评：来水偏丰，发电量提升带动业绩增长-2024/08/28
2. 华能水电 (600025.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：四川水电边际贡献度明显，业绩蓄势待发-2024/04/27
3. 华能水电 (600025.SH) 2023 年三季报点评：量价齐升，新并资产放大业绩-2023/10/28
4. 华能水电 (600025.SH) 2023 年半年报点评：业绩短期承压，内建外购打开成长空间-2023/08/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,882	27,034	28,932	29,355
营业成本	10,916	11,663	12,574	12,673
营业税金及附加	483	503	538	546
销售费用	64	68	72	73
管理费用	538	638	694	705
研发费用	151	162	174	176
EBIT	12,727	14,001	14,879	15,181
财务费用	2,675	2,716	2,695	2,561
资产减值损失	-2	-50	-50	-50
投资收益	325	324	347	352
营业利润	10,387	11,546	12,469	12,910
营业外收支	-23	-10	20	20
利润总额	10,365	11,536	12,489	12,930
所得税	1,453	1,615	1,749	1,810
净利润	8,912	9,921	10,741	11,120
归属于母公司净利润	8,297	8,929	9,989	10,342
EBITDA	18,952	21,824	23,565	23,252

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,093	1,145	582	907
应收账款及票据	1,962	2,196	2,352	2,387
预付款项	58	93	101	101
存货	40	14	19	19
其他流动资产	909	626	659	667
流动资产合计	6,062	4,073	3,713	4,081
长期股权投资	3,274	3,374	3,474	3,574
固定资产	151,684	164,515	180,620	179,579
无形资产	6,308	6,140	5,973	5,805
非流动资产合计	208,545	215,181	221,700	220,390
资产合计	214,607	219,254	225,413	224,471
短期借款	14,259	14,546	14,440	13,886
应付账款及票据	317	383	413	417
其他流动负债	28,191	26,623	27,357	27,446
流动负债合计	42,766	41,552	42,211	41,749
长期借款	89,666	88,666	86,666	78,666
其他长期负债	3,006	3,006	3,006	3,006
非流动负债合计	92,672	91,672	89,672	81,672
负债合计	135,439	133,224	131,883	123,421
股本	18,000	18,000	18,000	18,000
少数股东权益	5,567	6,559	7,311	8,090
股东权益合计	79,168	86,029	93,530	101,050
负债和股东权益合计	214,607	219,254	225,413	224,471

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.05	8.65	7.02	1.46
EBIT 增长率	6.20	10.01	6.27	2.03
净利润增长率	8.63	7.61	11.87	3.53
盈利能力 (%)				
毛利率	56.13	56.86	56.54	56.83
净利润率	35.82	36.70	37.12	37.88
总资产收益率 ROA	3.87	4.07	4.43	4.61
净资产收益率 ROE	11.27	11.24	11.59	11.12
偿债能力				
流动比率	0.14	0.10	0.09	0.10
速动比率	0.14	0.10	0.09	0.09
现金比率	0.07	0.03	0.01	0.02
资产负债率 (%)	63.11	60.76	58.51	54.98
经营效率				
应收账款周转天数	28.76	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	1.35	2.00	2.00	2.00
总资产周转率	0.12	0.12	0.13	0.13
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.50	0.55	0.57
每股净资产	4.09	4.41	4.79	5.16
每股经营现金流	0.98	1.04	1.24	1.19
每股股利	0.20	0.21	0.22	0.23
估值分析				
PE	20	19	17	16
PB	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.05	13.12	12.09	11.87
股息收益率 (%)	2.12	2.23	2.33	2.44

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,912	9,921	10,741	11,120
折旧和摊销	6,225	7,823	8,685	8,071
营运资金变动	5	-1,541	482	-31
经营活动现金流	17,554	18,725	22,341	21,449
资本开支	-20,379	-14,369	-15,085	-6,641
投资	19	-100	-100	-100
投资活动现金流	-20,120	-14,144	-14,838	-6,388
股权募资	7,555	0	0	0
债务募资	4,159	-713	-2,106	-8,554
筹资活动现金流	3,897	-6,530	-8,066	-14,736
现金净流量	1,337	-1,948	-563	325

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048