

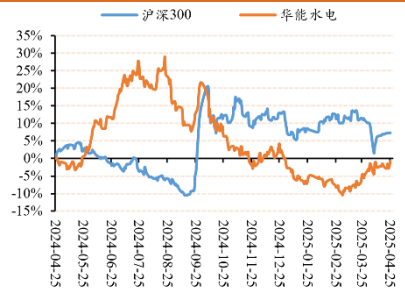
Q1 业绩超预期，看好全年量增与电价韧性

相关研究：

《政府工作报告强调绿色低碳，关注
新能源高质量发展》 2025.03.11
《新能源全面入市，存量增量分类施
策》 2024.02.11

公司评级：增持（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	8	8	-8
绝对收益	4	7	-1

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：孙菲

证书编号：S0500524010002

Tel: (8621) 50293587

Email: sf06902@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88
号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 华能水电发布 2024 年年报及 2025 年一季报

- 2024 年业绩基本符合我们预期：据公司年报、利润分配公告，2024 年营业总收入 248.82 亿元，同比+6.1%；归母净利润 82.97 亿元，同比+8.6%；拟派发现金红利 0.2 元/股，分红比例 43.39%。
- 2025Q1 业绩超出我们预期：据公司一季报，2025Q1 营业总收入 53.85 亿元，同比+21.8%；归母净利润 15.08 亿元，同比+41.6%。

□ 水电、新能源双驱动，公司 2025 年电量增长有望提速

- 据公司财报及电量完成公告，2024 年公司上网电量同比+4.6%，2025Q1 同比+31.4%：2024 年水电 1070 亿千瓦时，同比+2.42%，乌弄龙、小湾断面来水同比持平，糯扎渡断面来水同比偏丰 4.6%；光伏 36.3 亿千瓦时，同比+161%，新能源装机规模同比+92%。Q1 为枯水季，新能源装机提升、托巴电站全容量投产及存量水电站蓄能释放促进公司电量高增。
- 托巴电站放量+硬梁包电站投产+新能源装机有望驱动今年电量同比提速：据公司机组投产公告，托巴电站去年 6 月投产，去年仅完成设计电量的 46%，今年全容量放量；硬梁包电站今年 1 月开始投产，设计年均发电量 51.8 亿千瓦时，年底前有望全部投产；考虑到今年为“十四五”收官之年，预计公司将继续加大新能源开发。

□ 省内用电需求较好，看好公司未来电价韧性

- 据公司年报，2024 年公司综合上网电价 0.223 元/千瓦时，同比小幅 +0.55%。据云南电力行业协会，2024 年云南省用电增速 10.9%，其中工业用电增速 13.1%；今年 1-2 月云南省用电增速 7.8%，同期全国用电增速 1.3%，省内用电需求增长下公司电价有望继续保持韧性。

□ 财务费用率有望继续下行，支撑公司盈利

- 据公司年报，2024 年公司毛利率 56.1%，同比-0.24pct；归母净利率 33.3%，同比+0.79pct；财务费用率 10.7%，同比-0.89pct，融资环境持续宽松情况下，公司置换高利率存量贷款，降低融资成本。
- 据公司一季报，2025Q1 公司毛利率 54.9%，同比+3.2pct；归母净利率 28%，同比+3.9pct；财务费用率 12.0%，同比-3.4pct。4 月政治局会议强调，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，预计今年融资环境宽松态势有望延续。

□ 盈利预测及投资建议

根据 2025Q1 公司电量完成情况，我们调整公司盈利预测，预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润 92.1/99.3/101.6 亿元(前值 89.7/97.3/-)，同比增速 11.0%/7.9%/2.3% (10.5%/8.5%/-)。截至 2025/4/25 收盘，公司当前股价对应 PE 为 18.4/17.1/16.7 倍。维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

来水不及预期的风险；项目进度不及预期的风险；市场电价下跌的风险；行业政策变化的风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,881.61	26,720.74	28,078.13	28,404.45
同比	6.05%	7.39%	5.08%	1.16%
归母净利润（百万元）	8,297.03	9,206.58	9,934.95	10,162.45
同比	8.63%	10.96%	7.91%	2.29%
毛利率	56.13%	56.83%	57.71%	57.68%
ROE	11.27%	11.62%	11.14%	10.23%
每股收益（元）	0.46	0.51	0.55	0.56
PE	20.46	18.44	17.09	16.70
EV/EBITDA	14.66	13.35	12.50	12.32

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 华能水电财务报表以及相应指标(百万元)

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,062	6,468	6,835	6,898	营业收入	24,882	26,721	28,078	28,404
现金	3,093	3,322	3,490	3,531	营业成本	10,916	11,535	11,873	12,019
应收账款	1,961	2,139	2,256	2,272	营业税金及附加	483	518	545	551
其他应收款	764	751	837	835	销售费用	64	68	72	73
预付账款	58	61	63	64	管理费用	538	591	621	626
存货	40	49	43	50	财务费用	2,675	2,667	2,710	2,595
其他流动资产	146	146	146	146	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	208,545	222,275	228,229	233,860	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	3,274	4,274	5,274	6,274	投资净收益	325	325	325	325
固定资产	151,684	163,441	160,424	157,083	营业利润	10,387	11,524	12,434	12,718
无形资产	6,308	6,281	6,254	6,227	营业外收入	30	30	30	30
其他非流动资产	47,279	48,278	56,277	64,276	营业外支出	53	53	53	53
资产总计	214,607	228,742	235,064	240,757	利润总额	10,365	11,501	12,411	12,695
流动负债	42,766	45,133	39,546	33,332	所得税	1,453	1,612	1,740	1,780
短期借款	14,259	18,139	11,643	5,492	净利润	8,912	9,889	10,671	10,915
应付账款	317	335	345	349	少数股东损益	615	682	736	753
其他流动负债	28,191	26,659	27,558	27,491	归属于母公司净利润	8,297	9,207	9,934.9	10,162
非流动负债	92,672	98,153	99,389	100,382	EBITDA	19,265	21,158	22,586	22,928
长期借款	89,666	95,147	96,217	97,293	EPS (元)	0.46	0.51	0.55	0.56
其他非流动负债	3,006	3,006	3,172	3,089	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	135,439	143,285	138,935	133,714	成长能力				
少数股东权益	5,567	6,249	6,985	7,738	营业收入	6.1%	7.4%	5.1%	1.2%
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	营业利润	10.2%	10.9%	7.9%	2.3%
资本公积	12,821	12,821	12,821	12,821	归属于母公司净利润	8.6%	11.0%	7.9%	2.3%
留存收益	27,366	32,973	42,907	53,070	获利能力				
归属于母公司股东权益	73,601	79,208	89,143	99,305	毛利率(%)	56.1%	56.8%	57.7%	57.7%
负债和股东权益	214,607	228,742	235,064	240,757	净利率(%)	33.3%	34.5%	35.4%	35.8%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	11.3%	11.6%	11.1%	10.2%
经营活动现金流	17,554	19,769	20,638	20,907	ROIC(%)	6.0%	6.2%	6.4%	6.3%
净利润	8,912	9,889	10,671	10,915	偿债能力				
折旧摊销	6,203	6,967	7,442	7,615	资产负债率(%)	63.1%	62.6%	59.1%	55.5%
财务费用	2,675	2,667	2,710	2,595	净负债比率(%)	85.66%	86.30%	85.51%	84.91%
投资损失	-325	-325	-325	-325	流动比率	0.14	0.14	0.17	0.21
营运资金变动	-70	572	140	107	速动比率	0.14	0.14	0.17	0.21
其他经营现金流	160	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-20,120	-20,372	-13,072	-12,922	总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
资本支出	20,381	19,500	12,200	12,050	应收账款周转率	12.63	13.04	12.78	12.55
长期投资	-19	1,000	1,000	1,000	应付账款周转率	33.27	35.41	34.96	34.67
其他投资现金流	243	128	128	128	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	3,897	832	-7,397	-7,944	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.51	0.55	0.56
短期借款	6,121	3,880	-6,496	-6,152	每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.10	1.15	1.16
长期借款	-2,098	5,481	1,070	1,077	每股净资产(最新摊薄)	4.09	4.40	4.95	5.52
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-6	0	0	0	P/E	20.46	18.44	17.09	16.70
其他筹资现金流	-121	-8,529	-1,971	-2,869	P/B	2.31	2.14	1.90	1.71
现金净增加额	1,337	229	169	41	EV/EBITDA	14.66	13.35	12.50	12.32

资料来源：天软、湘财证券研究所

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。