

2025 年 04 月 29 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 04 月 28 日
收盘价（元）	9.58
一年内最高/最低（元）	12.50/8.46
总市值（百万元）	172,440.00
流通市值（百万元）	172,440.00
总股本（百万股）	18,000.00
资产负债率（%）	62.64
每股净资产（元/股）	3.36

资料来源：聚源数据

华能水电 (600025.SH)

——2024 年来水改善 2025Q1 业绩历史新高

投资要点：

- 事件：**公司发布 2024 年度报告及 2025 年一季报。2024 年全年实现营业收入 248.82 亿元，同比增长 6.05%；实现归母净利润 82.97 亿元，同比增长 8.63%。2025 年一季度实现营业收入 53.85 亿元，同比增长 21.84%；实现归母净利润 15.08 亿元，同比增长 41.56%。
- 2024 年澜沧江流域来水小幅增长，2025 年一季度来水大幅改善，叠加托巴电站 2024 年投产及新能源装机增长，2025 年一季度业绩历史新高。**公司 2024 年实现发电量 1120 亿千瓦时，同比增长 4.62%，其中水电发电量 1079 亿千瓦时，同比增长 2.53%；光伏发电量 36.7 亿千瓦时，同比增长 160.26%。水电发电量增长来自两大原因，其一是 2024 年澜沧江流域来水同比偏丰 4.6%，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%；其二是公司旗下托巴电站（140 万千瓦）2024 年内投产，带来一定发电增量。公司 2025 年一季度完成发电量 212.92 亿千瓦时，同比增加 31.22%，从最终业绩表现来看，公司 2025 年一季度实现归母净利润 15.08 亿元，系公司自成立以来最好的一季度答卷。从电价来看，公司 2024 年营业收入增速略高于发电量增速 1.43 个百分点，反映出公司平均上网电价仍有小幅上涨。2025 年一季度营业收入增速低于发电量增速近 10 个百分点，我们分析一方面是来水大幅改善，省内电力供需阶段性缓和；另一方面，从发电量结构来看，电价较高的澜沧江上游电站发电量增速较低，甚至部分电站下滑；而电价较低的下游电站贡献主要增量。
- 在建项目如期推进，预计 2025 年硬梁包水电站全部投产运营。**截至 2024 年底，公司已投产装机 3100.85 万千瓦，其中水电 2730.58 万千瓦，新能源 370.27 万千瓦。2024 年底硬梁包水电站 5 号机组（3.6 万千瓦）和 4 号机组（27 万千瓦）正式商运，剩余电站预计 2025 年全部投产。更长时间来看，澜沧江上游流域如美水电站 2023 年 4 月获得核准，班达、邦多、古学、古水等前期工作有序推进。
- 重申水电的长期配置价值：稀缺性长长期稳定资产，在高波动市场下的看涨期权。**2023 年以来，我国整个水电板块迎来一轮加速上涨，我们认为不能完全归因于无风险收益率的下降，更重要的因素是在资本市场整体高波动背景下，市场对以水电为代表的“低协方差”资产的重估，即对宏观经济本身无谓多空，而是对波动性的重新定价，水电由于其相对更强的商业模式稳定性、业绩可预测性，获得了风险溢价的降低。因此，站在当前时点，水电的投资机遇并不在装机成长潜力，更非高频来水数据，而且由于水电的装机建设计划性极强，基本不会发生叙事的变化，在股价中早已得到了充分定价。更需要关注的是两个底层逻辑，其一是水电商业模式与政策环境的稳定性，没有变化就是最好的结果，任何变化都可能导致折现率上行，无论正负；其二是资本市场的整体波动性，相当于水电个股的机会成本。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 88.5、90.4、92.7 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 19.5/19.1/18.6 倍，维持“买入”评级。公司 2024 年分红政策为每股派息 0.2 元，分红率 43.39%，按照 2025 年 4 月 28 日股价计算，股息率 2.2%。
- 风险提示：**来水波动，电价政策调整，利率环境变化。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23,461	24,882	26,446	27,321	28,287
同比增长率（%）	10.97%	6.05%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润（百万元）	7,638	8,297	8,848	9,042	9,274
同比增长率（%）	12.30%	8.63%	6.64%	2.19%	2.57%
每股收益（元/股）	0.42	0.46	0.49	0.50	0.52
ROE（%）	11.34%	11.27%	11.28%	10.90%	10.58%
市盈率（P/E）	22.58	20.78	19.49	19.07	18.59

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,093	2,645	2,732	2,829	营业收入	24,882	26,446	27,321	28,287
应收票据及账款	1,962	2,087	2,156	2,232	营业成本	10,916	11,878	12,578	12,478
预付账款	58	68	70	73	税金及附加	483	479	495	512
其他应收款	764	467	483	500	销售费用	64	63	65	67
存货	40	50	53	53	管理费用	538	577	596	617
其他流动资产	144	90	93	96	研发费用	151	188	194	201
流动资产总计	6,062	5,407	5,587	5,782	财务费用	2,675	2,633	2,527	3,258
长期股权投资	3,274	3,499	3,725	3,950	资产减值损失	-2	0	0	0
固定资产	153,006	163,860	174,215	179,069	信用减值损失	-27	0	0	0
在建工程	40,996	34,163	27,330	20,498	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	6,308	6,308	6,309	6,309	投资收益	325	286	286	286
长期待摊费用	26	13	0	0	公允价值变动损益	10	0	0	0
其他非流动资产	4,936	4,827	4,791	4,754	资产处置收益	1	1	1	1
非流动资产合计	208,545	212,671	216,370	214,581	其他收益	24	18	18	18
资产总计	214,607	218,078	221,957	220,363	营业利润	10,387	10,934	11,173	11,460
短期借款	14,259	18,816	19,992	18,321	营业外收入	30	29	29	29
应付票据及账款	317	349	369	366	营业外支出	53	46	46	46
其他流动负债	28,191	25,395	26,865	26,697	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	42,766	44,559	47,226	45,385	利润总额	10,365	10,917	11,156	11,442
长期借款	92,160	88,314	84,333	79,254	所得税	1,453	1,411	1,442	1,479
其他非流动负债	512	512	512	512	净利润	8,912	9,506	9,714	9,964
非流动负债合计	92,672	88,826	84,844	79,766	少数股东损益	615	658	672	690
负债合计	135,439	133,385	132,070	125,150	归属母公司股东净利润	8,297	8,848	9,042	9,274
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	EPS(元)	0.46	0.49	0.50	0.52
资本公积	12,821	12,821	12,821	12,821	主要财务比率				
留存收益	42,780	47,647	52,167	56,804	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	73,601	78,468	82,988	87,626	成长能力				
少数股东权益	5,567	6,225	6,898	7,587	营收增长率	6.05%	6.29%	3.31%	3.53%
股东权益合计	79,168	84,693	89,886	95,213	营业利润增长率	10.20%	5.27%	2.18%	2.57%
负债和股东权益合计	214,607	218,078	221,957	220,363	归母净利润增长率	8.63%	6.64%	2.19%	2.57%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	2.88%	-12.09%	29.06%	-1.00%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	8,912	9,255	9,463	9,713	毛利率	56.13%	55.09%	53.96%	55.89%
折旧与摊销	6,225	6,027	6,527	7,014	净利率	35.82%	35.95%	35.55%	35.22%
财务费用	2,675	2,633	2,527	3,258	ROE	11.27%	11.28%	10.90%	10.58%
投资损失	-325	-286	-286	-286	ROA	3.87%	4.06%	4.07%	4.21%
营运资金变动	-70	-2,557	1,398	-270	估值倍数				
其他经营现金流	138	359	287	287	P/E	20.78	19.49	19.07	18.59
经营性现金净流量	17,554	15,431	19,916	19,716	P/S	6.93	6.52	6.31	6.10
投资性现金净流量	-20,120	-9,975	-9,975	-4,975	P/B	2.92	2.70	2.52	2.36
筹资性现金净流量	3,897	-5,904	-9,853	-14,644	股息率	0.00%	2.31%	2.62%	2.69%
现金流量净额	1,337	-449	88	97	EV/EBITDA	15	15	14	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。