

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

从新机组投产到盈利提升，水电业务稀缺性优势明显

——华能水电(600025)2024 年年报及 2025 年一季报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

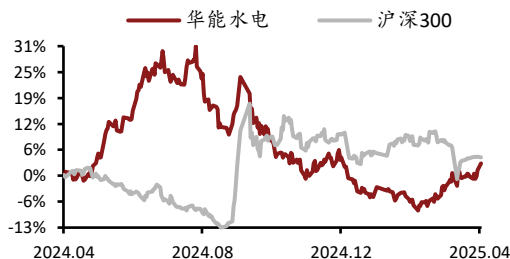
市场数据(2025-04-28)

收盘价(元)	9.58
一年内最高/最低(元)	12.25/8.51
沪深 300 指数	3,781.62
市净率(倍)	2.85
流通市值(亿元)	1,724.40

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	3.36
每股经营现金流(元)	0.17
毛利率(%)	54.88
净资产收益率_摊薄(%)	2.01
资产负债率(%)	62.64
总股本/流通股(万股)	1,800,000.00/1,800,000.00
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《华能水电(600025)季报点评：参股煤电项目，水电电价长期具备上涨空间》
2024-12-06

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

投资要点：

华能水电发布公司 2024 年年报及 2025 年第一季度报告。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，同比增长 8.63%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 53.85 亿元，同比增长 21.84%；归母净利润 15.08 亿元，同比增长 41.56%。

● 2025 年 TB 电站全容量投产，一季度业绩增速高

从发电量看，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%。公司 2024 年发电量的增长源于澜沧江流域来水同比偏丰 0.5 成、新能源发电量大幅增加、云南省内用电需求同比增加及西电东送电量持续增加。2025 年一季度，公司完成发电量 212.92 亿千瓦时，同比增加 31.22%；上网电量 211.04 亿千瓦时，同比增加 31.42%。公司 2025 年一季度发电量的增长源于 TB 电站全容量投产，2025 年年初澜沧江水电梯级蓄能同比增加，公司通过梯级优化调度释放蓄能等因素。2025 年一季度，公司主力水电站小湾、糯扎渡发电量分别为 38.64 亿千瓦时、56.38 亿千瓦时，分别同比增长 12.52%、75.75%。

从上网电价看，公司水电电价同比增长，新能源电价同比下降，其中光伏发电降幅较大。2024 年，公司平均上网电价为 222.57 元/兆瓦时，同比增加 0.66%。其中，水电平均上网电价为 219.96 元/兆瓦时，同比增加 0.51%；风电平均上网电价为 426.81 元/兆瓦时，同比减少 5.91%；光伏发电平均上网电价为 276.23 元/兆瓦时，同比减少 15.47%。

从装机容量看，截至 2024 年底，公司已投产装机容量 3100.85 万千瓦，其中水电装机 2730.58 万千瓦，新能源装机 370.27 万千瓦。根据公司 2025 年 1 月 3 日发布的发电机组投产公告，TB 水电站 4 台机组全部投产发电，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）完成 72 小时试运行后投入商业运行。TB 水电站装机容量 140 万千瓦，设计多年平均发电量 62.3 亿千瓦时。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。

分业务看，2024 年，公司水力发电营收 234.67 亿元（占比 94.31%），同比增长 3.07%，水电业务毛利率 56.9%，较 2023 年增加 0.49 个百分点，水电业务核心优势持续巩固。光伏发电营收同比增长 121.87%至 10.02 亿元，但毛利率较 2023 年减少 15.63 个百分点，反映光伏电价下滑带来的经营压力。分地区，云南省 206.77 亿元（同比增加 6.04%），境外市场营收 14.68 亿元（同比减少 3.69%），其中缅甸项目毛利率逆势提升 3.07%，体现公司对该项目的成本管控能力。

电力市场化交易方面，公司 2024 年市场化交易总电量 687.83 亿千瓦时，

同比增长 7.57%，市场化交易电量占总上网电量的比重为 62.09%，较 2023 年同期提升 1.90 个百分点。

● 2025 年一季度，我国规上工业水电发电量同比增长 5.9%

2025 年 1—3 月，我国规上工业发电量同比有所下降，水电发电量实现同比正增长。根据国家统计局数据，2025 年 1—3 月份，规上工业发电量 22699 亿千瓦时，同比下降 0.3%。其中，规上工业水电发电量 2233.3 亿千瓦时，同比增长 5.9%，发电量占比 9.84%。

● 公司融资成本率降低，带动财务费用下降；新项目陆续投产折旧增加，提高公司营业成本

2024 年，公司财务费用同比减少 2.04%至 26.75 亿元，公司财务费用率 10.75%，较 2023 年同期下降 0.89 个百分点；2025 年一季度，公司财务费用同比减少 5.00%至 6.48 亿元，公司财务费用率 10.22%，较 2024 年同期下降 1.17 个百分点。

TB 水电站全部投产，硬梁包水电站部分投产，新光伏发电项目投产等新投产项目的折旧费用增加，提高了公司的营业成本。2024 年，公司营业成本同比增长 6.63%至 109.16 亿元；2025 年一季度，公司营业成本 24.30 亿元，同比增长 13.87%。

● 2024 年度公司股利支付率 43.39%

现金分红方面，公司 2024 年度拟每股分红 0.2 元，合计派发现金红利 36 亿元，占公司 2024 年度归母净利润的 43.39%。公司近三年的现金分红总额分别为 31.50 亿元、32.40 亿元、36 亿元，股利支付率分别为 43.54%、42.42%、43.39%。

● 盈利预测和估值

公司水电业务盈利能力强且可持续，并坚持水电和新能源并重发展，全面推进澜沧江水风光一体化清洁能源基地建设。公司 TB 水电站的全部投产和硬梁包水电站机组的陆续投产，将为公司 2025—2027 年的业绩带来增量。从中长期看，公司水电电价具有较强的市场竞争力，存在持续上涨的潜力，同时公司布局的新能源发电业务将会带来新的业绩增长空间。

预计公司 2025-2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 93.75 亿元、98.93 亿元和 103.90 亿元，暂不考虑定增影响，对应每股收益为 0.52、0.55 和 0.58 元/股，按照 2025 年 4 月 28 日 9.58 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 18.39X、17.43X、16.60X，考虑到公司估值水平和行业发展前景，维持公司“增持”投资评级。

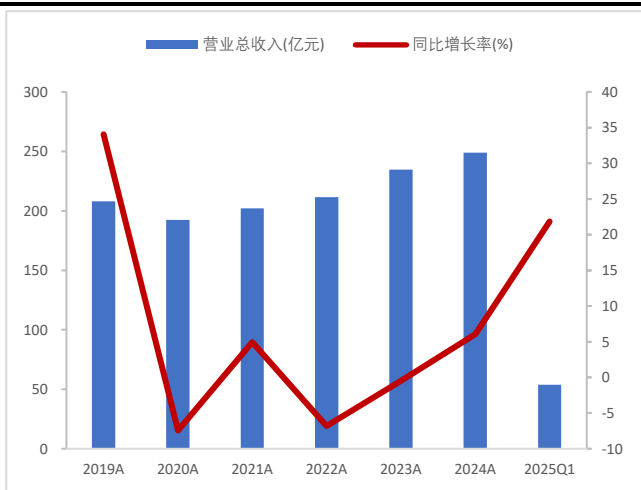
风险提示：来水不及预期；供电区域和客户单一风险；电力需求不及预期；电价下滑风险；项目进展不及预期；其他不可预测风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31	24,882	27,127	28,226	29,139
增长比率（%）	-0.51	6.05	9.02	4.05	3.23
净利润（百万元）	7,638	8,297	9,375	9,893	10,390

增长比率 (%)	5.58	8.63	12.99	5.53	5.03
每股收益(元)	0.42	0.46	0.52	0.55	0.58
市盈率(倍)	22.58	20.78	18.39	17.43	16.60

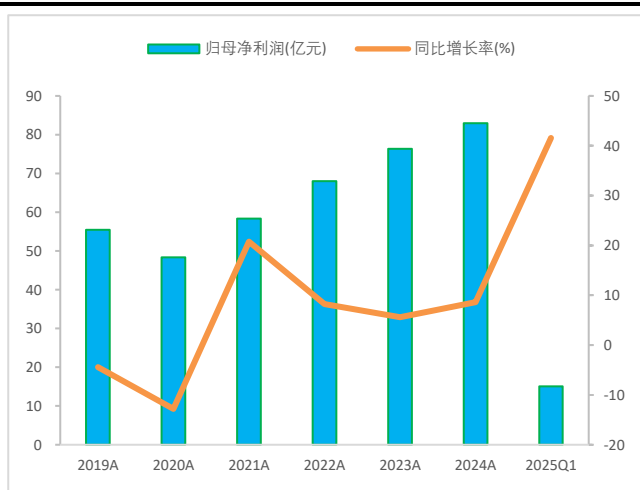
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入情况



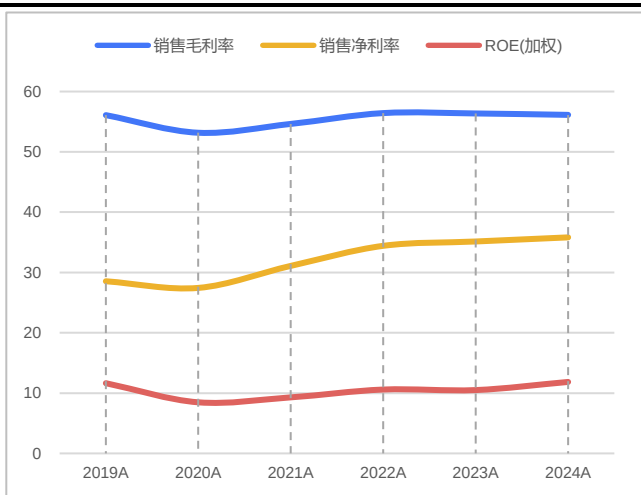
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润情况



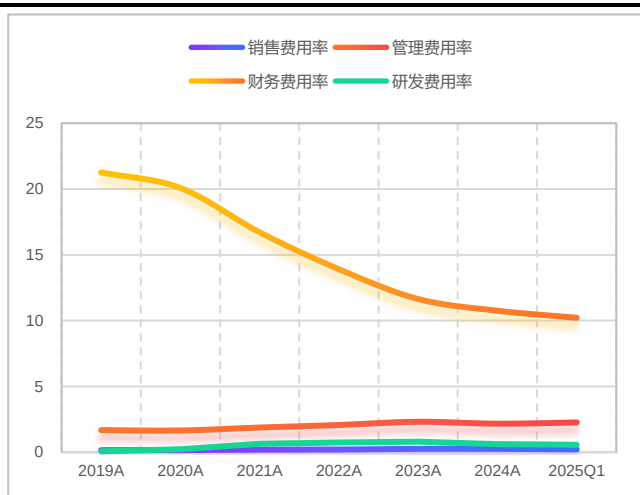
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 3：公司主要盈利能力指标（%）



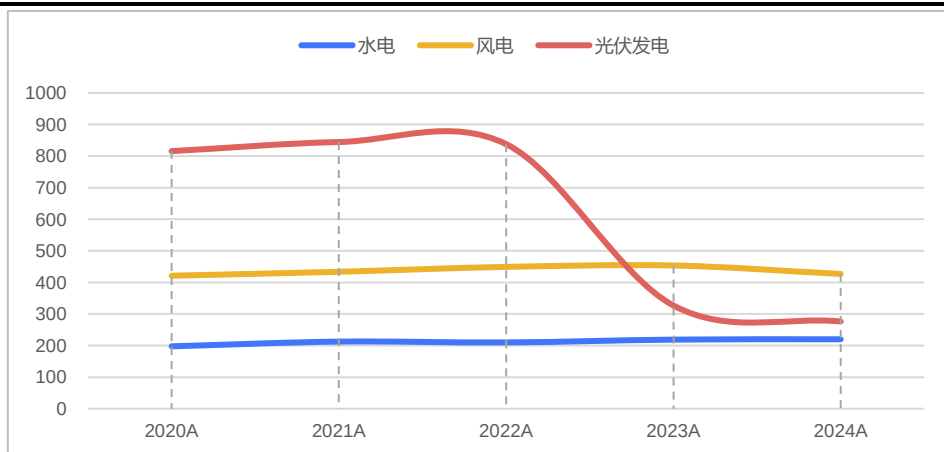
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 4：公司期间费用率走势（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 5：公司各类型电源上网电价对比（元/兆瓦时）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,340	6,062	6,257	6,769	7,175
现金	1,760	3,093	3,203	3,688	4,021
应收票据及应收账款	1,971	1,962	2,062	2,119	2,191
其他应收款	419	764	717	672	648
预付账款	82	58	63	66	68
存货	44	40	53	54	58
其他流动资产	64	144	159	169	190
非流动资产	190,899	208,545	215,618	222,428	233,883
长期投资	3,187	3,274	3,286	3,310	3,341
固定资产	135,971	151,684	155,435	155,880	160,328
无形资产	6,335	6,308	6,323	6,342	6,359
其他非流动资产	45,406	47,279	50,574	56,896	63,856
资产总计	195,239	214,607	221,875	229,197	241,059
流动负债	29,039	42,766	40,730	41,528	43,144
短期借款	8,137	14,259	14,715	15,481	17,041
应付票据及应付账款	340	317	371	383	384
其他流动负债	20,562	28,191	25,644	25,664	25,719
非流动负债	95,477	92,672	95,676	95,678	99,179
长期借款	91,764	89,666	92,166	91,666	94,666
其他非流动负债	3,713	3,006	3,509	4,012	4,513
负债合计	124,516	135,439	136,406	137,206	142,324
少数股东权益	3,394	5,567	6,310	7,043	7,813
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
资本公积	12,827	12,821	12,821	12,821	12,821
留存收益	22,766	27,366	32,877	38,664	44,639
归属母公司股东权益	67,329	73,601	79,160	84,947	90,922
负债和股东权益	195,239	214,607	221,875	229,197	241,059

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17,063	17,554	18,671	22,452	23,324
净利润	8,243	8,912	10,118	10,626	11,160
折旧摊销	5,854	6,225	8,659	9,511	9,985
财务费用	2,771	2,701	2,685	2,626	2,585
投资损失	-283	-325	-331	-332	-367
营运资金变动	370	5	-2,476	7	-18
其他经营现金流	107	37	17	14	-22
投资活动现金流	-26,567	-20,120	-15,418	-16,002	-21,051
资本支出	-18,106	-20,379	-15,726	-16,308	-21,385
长期投资	-8,838	19	-14	-26	-34
其他投资现金流	377	241	323	332	367
筹资活动现金流	8,700	3,897	-3,105	-5,964	-1,940
短期借款	3,842	6,121	457	765	1,560
长期借款	9,703	-2,098	2,500	-500	3,000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-8,591	-6	0	0	0
其他筹资现金流	3,746	-121	-6,061	-6,230	-6,500
现金净增加额	-791	1,337	148	486	333

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,461	24,882	27,127	28,226	29,139
营业成本	10,238	10,916	11,909	12,539	12,997
营业税金及附加	436	483	524	522	527
营业费用	60	64	65	68	71
管理费用	543	538	545	550	551
研发费用	187	151	165	172	178
财务费用	2,730	2,675	2,649	2,592	2,551
资产减值损失	-63	-2	0	0	0
其他收益	15	24	19	19	0
公允价值变动收益	-50	10	0	0	0
投资净收益	283	325	331	332	367
资产处置收益	2	1	1	0	3
营业利润	9,426	10,387	11,620	12,135	12,634
营业外收入	48	30	33	45	72
营业外支出	53	53	51	59	52
利润总额	9,420	10,365	11,601	12,121	12,654
所得税	1,177	1,453	1,484	1,494	1,493
净利润	8,243	8,912	10,118	10,626	11,160
少数股东损益	605	615	743	733	770
归属母公司净利润	7,638	8,297	9,375	9,893	10,390
EBITDA	17,838	18,952	22,910	24,224	25,190
EPS (元)	0.42	0.46	0.52	0.55	0.58

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.51	6.05	9.02	4.05	3.23
营业利润 (%)	3.64	10.20	11.86	4.43	4.11
归属母公司净利润 (%)	5.58	8.63	12.99	5.53	5.03
获利能力					
毛利率 (%)	56.36	56.13	56.10	55.58	55.40
净利率 (%)	32.56	33.35	34.56	35.05	35.66
ROE (%)	11.34	11.27	11.84	11.65	11.43
ROIC (%)	5.80	5.54	5.99	6.01	5.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.78	63.11	61.48	59.86	59.04
净负债比率 (%)	176.06	171.08	159.60	149.15	144.15
流动比率	0.15	0.14	0.15	0.16	0.17
速动比率	0.14	0.14	0.15	0.16	0.16
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.13	0.12
应收账款周转率	12.55	12.67	13.49	13.51	13.53
应付账款周转率	27.90	33.27	34.64	33.25	33.85
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.46	0.52	0.55	0.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.95	0.98	1.04	1.25	1.30
每股净资产 (最新摊薄)	3.74	4.09	4.40	4.72	5.05
估值比率					
P/E	22.58	20.78	18.39	17.43	16.60
P/B	2.56	2.34	2.18	2.03	1.90
EV/EBITDA	14.78	15.12	12.71	12.03	11.76

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。