

## 公司研究 | 点评报告 | 华能水电（600025.SH）

# 来水转弱影响电量增幅，多重因素限制业绩预期

### 报告要点

上半年澜沧江流域来水较多年平均偏丰，公司全力协调小湾和糯扎渡“两库”水位消落，加快释放水电蓄能，叠加 TB 电站、硬梁包电站部分机组投产的拉动，上半年公司水电发电量同比增长 10.93%，其中单二季度水电发电量同比增长 0.90%。整体来看，得益于水电和新能源装机规模的持续扩张，公司二季度发电量同比增长 3.25%，而考虑云南省内年度交易电价有所调整，预计公司收入端表现偏弱。此外，新机组投产后将带动折旧、运维等成本费用的同比提升，公司二季度业绩或面临一定压力。

### 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

华能水电 (600025.SH)

2025-07-11

# 来水转弱影响电量增幅，多重因素限制业绩预期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

公司发布 2025 年上半年发电量完成情况公告：截至 2025 年 6 月 30 日，公司 2025 年上半年完成发电量 527.52 亿千瓦时，同比增加 12.97%；上网电量 522.23 亿千瓦时，同比增加 12.86%。

## 事件评论

- 产能扩张带动电量增长，二季度业绩或有所承压。**上半年澜沧江流域来水较多年平均偏丰 1 至 2 成，公司全力协调小湾和糯扎渡“两库”水位消落，加快释放水电蓄能，叠加 TB 电站、硬梁包电站部分机组投产的拉动，上半年公司水电完成发电量 494.61 亿千瓦时，同比增长 10.93%，其中单二季度水电完成发电量 297.28 亿千瓦时，同比增长 0.90%。但剔除新投产硬梁包机组的增量贡献后，二季度公司水电完成发电量 287.28 亿千瓦时，同比减少 2.49%，主因系去年同期基数偏高。新能源方面，2025 年二季度公司完成风电发电量 0.96 亿千瓦时，同比减少 11.11%，主因或系公司风电机组所处区域来风偏弱；在装机规模高速扩张的带动下，二季度公司完成光伏发电量 16.36 亿千瓦时，同比增长 82.18%。因此，二季度公司新能源板块完成发电量 17.32 亿千瓦时，同比增长 72.17%。**整体来看，得益于水电和新能源装机规模的持续扩张，公司二季度完成发电量 314.60 亿千瓦时，同比增长 3.25%，而考虑云南省内年度交易电价有所调整，预计公司收入端表现偏弱。此外，新机组投产后将带动折旧、运维等成本费用的同比提升，综合来看，公司二季度业绩或面临一定压力。**
- 多元扩张，保障公司远期成长。**根据公司 1 月 2 日公告，公司所属 TB 电站 4 号机组已正式进入商业运行，总装机容量 140 万千瓦全部投产；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）正式进入商业运行。同时，6 月 25 日公司定向增发申请已经获得上海证券交易所审核通过，据此前披露的增发预案，除已投产的 TB 电站外，公司还将投资建设澜沧江上游的 RM 电站，随着 RM 电站的建设投产公司水电装机规模将进一步扩张，同时 RM 电站作为小湾电站以上唯一具有年调节性能的水库，投产后将显著提高澜沧江小湾电站以上梯级整体效益。**当前，澜沧江上游部分水电项目仍处于开发初期阶段，公司作为澜沧江流域的开发主体，随着澜沧江上游的电站投资建设持续推进，将打开公司远期成长空间。**此外，根据公司此前公告，公司拟与华能国际成立合资公司开发雨汪二期煤电与新能源一体化项目，项目包含 200 万千瓦煤电，并为项目配套一定新能源资源，公司将现金出资 14.5 亿元，持股 49%，一体化项目的建设有望保障公司在“十五五”期间的业绩成长。
- 投资建议：**根据最新经营数据，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年对应 EPS 分别为 0.48 元、0.52 元和 0.54 元，对应 PE 分别为 19.79 倍、18.38 倍和 17.74 倍。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、市场电价波动风险；
- 2、来水不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元)       | 9.55        |
| 总股本(万股)       | 1,800,000   |
| 流通A股/B股(万股)   | 1,800,000/0 |
| 每股净资产(元)      | 3.36        |
| 近12月最高/最低价(元) | 12.50/8.46  |

注：股价为 2025 年 7 月 9 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《装机扩张优化调度，经营业绩加速增长》2025-04-28
- 《装机扩张电量提升，全年业绩稳健增长》2025-01-26
- 《装机扩张电量稳增，全年业绩展望积极》2025-01-10


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

- 1、市场电价波动风险：公司市场化比例为上市水电公司最高，若后续受电力供需宽松导致电价下行，则公司收入及业绩会存在下行风险。
- 2、来水不及预期风险：水电公司收入端核心影响因素之一为来水情况，若后续来水受降雨影响持续偏枯，将对公司电量产生不利影响，进而进一步加大公司业绩压力。

## 财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元)        |        |        |        |        | 资产负债表 (百万元) |        |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|                  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |             | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业总收入            | 24882  | 27160  | 28525  | 28830  | 货币资金        | 3093   | 3344   | 3667   | 4061   |
| 营业成本             | 10916  | 12221  | 12731  | 12768  | 交易性金融资产     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 毛利               | 13966  | 14939  | 15793  | 16062  | 应收账款        | 1961   | 2327   | 2176   | 2375   |
| %营业收入            | 56%    | 55%    | 55%    | 56%    | 存货          | 40     | 54     | 44     | 54     |
| 营业税金及附加          | 483    | 527    | 553    | 559    | 预付账款        | 58     | 65     | 67     | 67     |
| %营业收入            | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 其他流动资产      | 910    | 675    | 975    | 690    |
| 销售费用             | 64     | 69     | 73     | 74     | 流动资产合计      | 6062   | 6465   | 6931   | 7248   |
| %营业收入            | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 长期股权投资      | 3274   | 3274   | 3274   | 3274   |
| 管理费用             | 538    | 588    | 617    | 624    | 投资性房地产      | 94     | 94     | 94     | 94     |
| %营业收入            | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 固定资产合计      | 151684 | 184861 | 177508 | 170154 |
| 研发费用             | 151    | 164    | 173    | 175    | 无形资产        | 6308   | 6071   | 5834   | 5597   |
| %营业收入            | 1%     | 1%     | 1%     | 1%     | 商誉          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用             | 2675   | 2592   | 2533   | 2350   | 递延所得税资产     | 238    | 238    | 238    | 238    |
| %营业收入            | 11%    | 10%    | 9%     | 8%     | 其他非流动资产     | 46947  | 28880  | 37209  | 42428  |
| 加: 资产减值损失        | -2     | 0      | 0      | 0      | 资产总计        | 214607 | 229884 | 231087 | 229033 |
| 信用减值损失           | -27    | 0      | 0      | 0      | 短期贷款        | 14259  | 11959  | 9959   | 6559   |
| 公允价值变动收益         | 10     | 0      | 0      | 0      | 应付款项        | 317    | 418    | 347    | 420    |
| 投资收益             | 325    | 272    | 285    | 288    | 预收账款        | 4      | 4      | 5      | 5      |
| 营业利润             | 10387  | 11296  | 12157  | 12597  | 应付职工薪酬      | 213    | 239    | 249    | 250    |
| %营业收入            | 42%    | 42%    | 43%    | 44%    | 应交税费        | 963    | 1052   | 1104   | 1116   |
| 营业外收支            | -23    | 0      | 0      | 0      | 其他流动负债      | 27010  | 28193  | 28656  | 28689  |
| 利润总额             | 10365  | 11296  | 12157  | 12597  | 流动负债合计      | 42766  | 41865  | 40320  | 37039  |
| %营业收入            | 42%    | 42%    | 43%    | 44%    | 长期借款        | 89666  | 93730  | 90541  | 85796  |
| 所得税费用            | 1453   | 1581   | 1702   | 1764   | 应付债券        | 2000   | 2000   | 2000   | 2000   |
| 净利润              | 8912   | 9715   | 10455  | 10833  | 递延所得税负债     | 187    | 187    | 187    | 187    |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 8297   | 9035   | 9723   | 10075  | 其他非流动负债     | 819    | 819    | 819    | 819    |
| 少数股东损益           | 615    | 680    | 732    | 758    | 负债合计        | 135439 | 138601 | 133867 | 125841 |
| EPS (元)          | 0.44   | 0.48   | 0.52   | 0.54   | 归属于母公司所有者权益 | 73601  | 85036  | 90241  | 95455  |
| 现金流量表 (百万元)      |        |        |        |        | 少数股东权益      | 5567   | 6247   | 6979   | 7738   |
|                  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 股东权益        | 79168  | 91283  | 97221  | 103192 |
| 经营活动现金流净额        | 17554  | 20564  | 20674  | 20754  | 负债及股东权益     | 214607 | 229884 | 231087 | 229033 |
| 取得投资收益收回现金       | 241    | 272    | 285    | 288    | 基本指标        |        |        |        |        |
| 长期股权投资           | -87    | 0      | 0      | 0      |             | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 资本性支出            | -20379 | -22094 | -8329  | -5219  | 每股收益        | 0.44   | 0.48   | 0.52   | 0.54   |
| 其他               | 105    | 0      | 0      | 0      | 每股经营现金流     | 0.98   | 1.10   | 1.10   | 1.11   |
| 投资活动现金流净额        | -20120 | -21822 | -8044  | -4931  | 市盈率         | 21.70  | 19.79  | 18.38  | 17.74  |
| 债券融资             | -1000  | 0      | 0      | 0      | 市净率         | 2.34   | 2.10   | 1.98   | 1.87   |
| 股权融资             | 7555   | 6000   | 0      | 0      | EV/EBITDA   | 15.16  | 14.19  | 13.19  | 12.66  |
| 银行贷款增加 (减少)      | 4024   | 1764   | -5189  | -8144  | 总资产收益率      | 3.9%   | 3.9%   | 4.2%   | 4.4%   |
| 筹资成本             | -7440  | -6254  | -7117  | -7285  | 净资产收益率      | 11.3%  | 10.6%  | 10.8%  | 10.6%  |
| 其他               | 758    | 0      | 0      | 0      | 净利率         | 33.3%  | 33.3%  | 34.1%  | 34.9%  |
| 筹资活动现金流净额        | 3897   | 1510   | -12307 | -15430 | 资产负债率       | 63.1%  | 60.3%  | 57.9%  | 54.9%  |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | 1331   | 251    | 323    | 394    | 总资产周转率      | 0.12   | 0.12   | 0.12   | 0.13   |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

|       |                                                             |
|-------|-------------------------------------------------------------|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看好    | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 中性    | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                        |
| 看淡    | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买入    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中性    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级 | 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。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。