



华能水电 (600025.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2Q25 来水环比转枯，电价降幅收窄

业绩简评

8月29日公司发布25年半年报，1H25 实现营收129.6亿元，同比+9.1%；实现归母净利46.1亿元，同比+10.5%。2Q25 实现营收75.7亿元，同比+1.5%；实现归母净利31.0亿元，同比-0.1%。

经营分析

TB 全容量投产+西电东送电量增加，1H25 发电量同比+13.0%。1)

水电：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，释放水电蓄能，1Q25/2Q25 分别完成水电发电量197/297亿千瓦时，同比分别+30.5%/+0.9%。

2) 新能源：1H25 新增光伏装机约226万千瓦，公司新能源装机总量达596万千瓦。2Q25 风、光分别完成发电量0.96、16.4亿千瓦时，同比分别-11.1%/+82.2%，主因1H25 云南省风资源不佳，且风、光累计利用率均同比下滑，但光伏装机增长冲抵利用率下滑。

1H25 平均上网电价下滑，电量增发摊薄成本仍增利。以营业收入/上网电量估算公司1H25 综合平均上网电价约248元/MWh（不含税），同比下降约9元/MWh；而1Q25 综合平均上网电价约255元/kWh（不含税），同比下降约20元/MWh。电价降幅收窄或因基数较低，2Q24 来水偏丰叠加新能源发电量大增，汛期电量大增致使上网电价结构性下降。1H25 公司营业成本同比+6.5%，一方面受云南省水资源费改税的影响，发电成本中水费减少约2.5亿元；而新机组投产导致折旧费用增加约5.1亿元。叠加发电量增加有助于摊薄折旧成本，公司上半年销售毛利率约1.0pct至60.0%。

硬梁包水电站全容量投产，远期展望 RM 水电站带来增量。根据公司8月27日公告，硬梁包水电站5台机组实现全容量投产发电，有望在汛期来水偏枯的背景下为公司注入电量增长动力。另外，公司拟募资不超过58.25亿元用于投资TB（已全容量投产）和RM水电站建设。RM水电站是澜沧江上游控制性龙头水电站，具备年调节性能、调度灵活，是澜上清洁能源基地中的骨干性支撑电源，建成后主要送电至粤港澳大湾区消纳，公司远期增量可期。

盈利预测、估值与评级

预计公司2025~2027年分别实现归母净利润85.5/89.9/93.0亿元，EPS分别为0.45/0.48/0.49元，公司股票现价对应PE估值分别为20倍、19倍和18倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游用电需求不及预期，来水不及预期，风光装机不及预期，新能源入市带来量价风险等

公共事业与环保组

分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.12元

相关报告：

1.《华能水电公司点评：1Q25 电量高增，以量补价增收且增利》，2025.4.25

2.《华能水电公司点评：来水转枯电量下降，所得税支出增加》，2024.10.30



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,461	24,882	25,087	25,807	26,501
营业收入增长率	10.97%	6.05%	0.83%	2.87%	2.69%
归母净利润(百万元)	7,638	8,297	8,549	8,994	9,295
归母净利润增长率	12.30%	8.63%	3.03%	5.21%	3.35%
摊薄每股收益(元)	0.424	0.461	0.454	0.478	0.494
每股经营性现金流净额	0.95	0.98	0.60	1.07	1.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.34%	11.27%	10.14%	10.04%	9.79%
P/E	20.34	20.63	20.09	19.09	18.47
P/B	2.31	2.33	2.04	1.92	1.81

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑定增。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	21,142	23,461	24,882	25,087	25,807	26,501
增长率		11.0%	6.1%	0.8%	2.9%	2.7%
主营业务成本	-9,212	-10,238	-10,916	-10,221	-10,193	-10,520
%销售收入	43.6%	43.6%	43.9%	40.7%	39.5%	39.7%
毛利	11,930	13,224	13,966	14,866	15,613	15,980
%销售收入	56.4%	56.4%	56.1%	59.3%	60.5%	60.3%
营业税金及附加	-345	-436	-483	-1,003	-1,032	-1,060
%销售收入	1.6%	1.9%	1.9%	4.0%	4.0%	4.0%
销售费用	-43	-60	-64	-75	-77	-80
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-437	-543	-538	-502	-516	-530
%销售收入	2.1%	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-154	-187	-151	-50	-52	-53
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	10,952	11,997	12,730	13,236	13,936	14,258
%销售收入	51.8%	51.1%	51.2%	52.8%	54.0%	53.8%
财务费用	-2,939	-2,730	-2,675	-2,756	-2,851	-2,762
%销售收入	13.9%	11.6%	10.7%	11.0%	11.0%	10.4%
资产减值损失	46	-92	-29	0	0	0
公允价值变动收益	-8	-50	10	-94	0	0
投资收益	250	283	325	300	300	300
%税前利润	3.0%	3.0%	3.1%	2.8%	2.6%	2.5%
营业利润	8,317	9,426	10,387	10,706	11,405	11,816
营业利润率	39.3%	40.2%	41.7%	42.7%	44.2%	44.6%
营业外收支	-24	-6	-23	-20	-20	-20
税前利润	8,292	9,420	10,365	10,686	11,385	11,796
利润率	39.2%	40.2%	41.7%	42.6%	44.1%	44.5%
所得税	-1,016	-1,177	-1,453	-1,389	-1,594	-1,675
所得税率	12.3%	12.5%	14.0%	13.0%	14.0%	14.2%
净利润	7,276	8,243	8,912	9,297	9,791	10,121
少数股东损益	475	605	615	748	797	826
归属于母公司的净利润	6,801	7,638	8,297	8,549	8,994	9,295
净利率	32.2%	32.6%	33.3%	34.1%	34.9%	35.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	7,276	8,243	8,912	9,297	9,791	10,121
少数股东损益	475	605	615	748	797	826
非现金支出	5,472	5,946	6,253	7,034	7,788	8,226
非经营收益	2,723	2,504	2,384	2,607	2,602	2,511
营运资金变动	1,147	370	5	-7,574	47	208
经营活动现金净流	16,618	17,063	17,554	11,364	20,227	21,065
资本开支	-7,906	-18,106	-20,379	-17,954	-14,194	-8,820
投资	-95	-8,838	19	-144	-50	-50
其他	80	377	241	300	300	300
投资活动现金净流	-7,921	-26,567	-20,120	-17,798	-13,944	-8,570
股权募资	4,003	5,016	7,555	5,922	0	0
债权募资	-5,028	11,220	4,159	6,168	227	-5,687
其他	-7,422	-7,536	-7,816	-6,527	-6,648	-6,745
筹资活动现金净流	-8,447	8,700	3,897	5,563	-6,421	-12,432
现金净流量	286	-791	1,337	-872	-137	63

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,855	1,760	3,093	2,185	2,001	2,007
应收款项	1,655	2,390	2,727	2,683	2,760	2,834
存货	43	44	40	42	42	43
其他流动资产	76	146	202	211	211	213
流动资产	3,629	4,340	6,062	5,121	5,014	5,098
%总资产	2.2%	2.2%	2.8%	2.3%	2.2%	2.2%
长期投资	4,715	5,074	5,368	5,418	5,468	5,518
固定资产	146,945	176,931	192,679	203,468	209,805	210,335
%总资产	90.2%	90.6%	89.8%	90.5%	90.7%	90.6%
无形资产	6,377	6,450	6,336	6,475	6,564	6,651
非流动资产	159,251	190,899	208,545	219,696	226,332	227,156
%总资产	97.8%	97.8%	97.2%	97.7%	97.8%	97.8%
资产总计	162,879	195,239	214,607	224,817	231,345	232,254
应付款项	5,500	7,764	10,216	7,006	6,999	7,222
其他流动负债	5,555	6,199	6,201	1,820	1,943	1,998
流动负债	21,370	29,039	42,766	38,046	36,888	32,480
长期贷款	71,248	91,764	89,666	91,666	93,166	92,166
其他长期负债	464	3,713	3,006	4,451	4,611	4,761
负债	93,081	124,516	135,439	134,163	134,666	129,407
普通股股东权益	67,744	67,329	73,601	84,339	89,567	94,908
其中：股本	18,000	18,000	18,000	18,830	18,830	18,830
未分配利润	14,132	18,243	22,131	27,102	32,330	37,671
少数股东权益	2,054	3,394	5,567	6,315	7,112	7,938
负债股东权益合计	162,879	195,239	214,607	224,817	231,345	232,254

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.378	0.424	0.461	0.454	0.478	0.494
每股净资产	3.764	3.741	4.089	4.479	4.757	5.040
每股经营现金净流	0.923	0.948	0.975	0.603	1.074	1.119
每股股利	0.175	0.180	0.200	0.190	0.200	0.210
回报率						
净资产收益率	10.04%	11.34%	11.27%	10.14%	10.04%	9.79%
总资产收益率	4.18%	3.91%	3.87%	3.80%	3.89%	4.00%
投入资本收益率	6.34%	5.81%	5.55%	5.36%	5.42%	5.52%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.83%	10.97%	6.05%	0.83%	2.87%	2.69%
EBIT 增长率	-1.85%	9.55%	6.11%	3.97%	5.29%	2.31%
净利润增长率	8.26%	12.30%	8.63%	3.03%	5.21%	3.35%
总资产增长率	-8.41%	19.87%	9.92%	4.76%	2.90%	0.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.2	27.4	28.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	1.9	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
应付账款周转天数	10.6	10.3	11.0	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	2,146.0	2,115.4	2,225.1	2,465.7	2,444.2	2,401.2
偿债能力						
净负债/股东权益	114.20%	152.82%	145.16%	134.58%	126.62%	113.49%
EBIT 利息保障倍数	3.7	4.4	4.8	4.8	4.9	5.2
资产负债率	57.15%	63.78%	63.11%	59.68%	58.21%	55.72%

来源：公司年报、国金证券研究所。


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	12	19	50
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国门内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究