

华能水电（600025.SH）

装机投产电量提升，中报业绩表现稳健

核心观点：

- **电量提升、费用稳定，收入利润稳定提升。**公司发布中报，2025H1 公司实现营业收入 129.59 亿元（同比+9.08%），归母净利润 46.09 亿元（同比+10.54%），其中 Q1、Q2 归母净利润分别为 15.08 亿元（同比+41.56%）、31.01 亿元（同比-0.1%）。量增价降带动收入增长，新电站投产增加折旧、水资源费改税影响营业成本下降 2.5 亿元、税金及附加提升，毛利率提升至 60%。公司持续进行债务置换，上半年融资成本降至 2.43%，在有新电站投产的情况下财务费用同比下降 1.39%。公司拟定增募资 58.25 亿元用于 RM 和 TB 电站建设。
- **装机投产、蓄能释放，上半年发电量同比增长 11%。**根据公司财报，2024 年托巴投产、2025 年 8 月硬梁包全容量投产，公司水电装机提升至 28.12GW，叠加上半年来水偏丰 1-2 成及蓄能释放，上半年公司水电发电量 494.61 亿千瓦时（同比+10.9%），其中 Q1、Q2 分别同比+30.5%、0.9%，主要系 Q1 蓄能释放较多；上半年新能源发电量同比提升 56%，总发电量同比提升 12.97%，高于收入增速，预计电价有所下滑，公司通过调节丰枯比例，电价高于全省均价 0.4 分，测算 Q1、Q2 度电收入分别下降 2、0.35 分。
- **水电装机进入投产期，光伏项目持续并网。**根据公司财报，托巴和硬梁包均已投产，公司在澜沧江上游仍有储备水电，其中 RM 电站将提高流域调节能力。上半年光伏投产 2.26GW，新能源装机提升至 5.96GW。此前公司公告拟出资 14.5 亿元与华能国际合资建设雨汪二期煤电 2×1GW，公司持股 49%，项目将配套一定规模的新能源资源。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 88.9/94.2/97.1 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 18.8/17.8/17.2 倍。水光电站陆续投产，成本控制优异。参考同业估值，给予公司 25 年 25 倍 PE，对应 12.35 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动；上网电价调整风险；光伏建设不及预期等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,461	24,882	26,177	27,226	27,590
增长率 (%)	11.0%	6.1%	5.2%	4.0%	1.3%
EBITDA	17,866	18,979	21,013	21,498	21,886
归母净利润	7,638	8,297	8,892	9,420	9,711
增长率 (%)	12.3%	8.6%	7.2%	5.9%	3.1%
EPS (元/股)	0.42	0.46	0.49	0.52	0.54
市盈率 (P/E)	20.3	20.6	18.8	17.8	17.2
ROE (%)	11.3%	11.3%	11.3%	11.2%	10.9%
EV/EBITDA	14.4	14.4	12.9	12.4	12.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

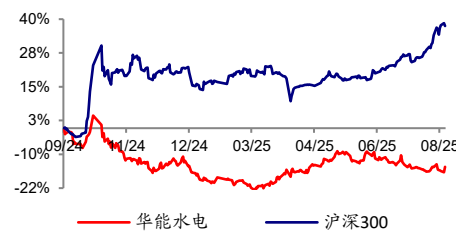
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	9.29 元
合理价值	12.35 元
前次评级	买入
报告日期	2025-09-02

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

分析师：

郝兆升



SAC 执证号：S0260524070001



0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

请注意，姜涛、郝兆升并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

华能水电（600025.SH）：装 2025-04-27

机投产、蓄能释放，Q1 电量

大增提升业绩

华能水电（600025.SH）：装 2024-10-30

机投产、来水转弱，电量下

滑限制业绩表现

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、电量提升成本稳定，上半年业绩提升 10.5%.....	4
二、装机进入投产期，蓄能释放电量提升	6
三、水风光一体化发展，装机增量超 20GW	6
四、电量提升、成本优化，维持“买入”评级.....	7
五、风险提示	7

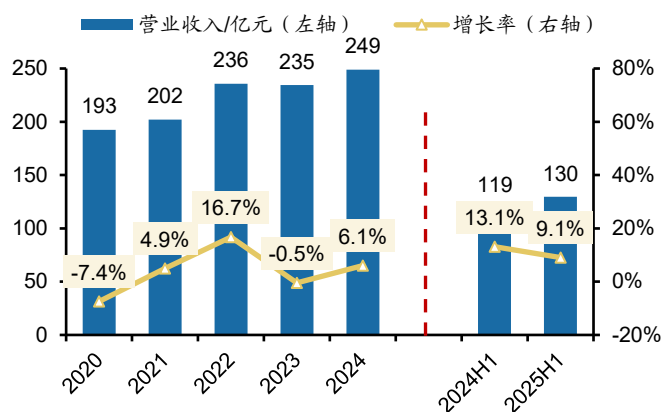
图表索引

图 1: 2025H1 公司营业收入同比+9.1%.....	4
图 2: 2025H1 公司归母净利润同比+10.5%.....	4
图 3: 2025H1 公司财务费用同比-1.4%	4
图 4: 2025H1 公司期间费用率降至 12.5%	4
图 5: 截至 2025H1 末公司总负债 1391 亿元.....	5
图 6: 截至 2025H1 末公司资产负债率 63.4%.....	5
图 7: 2025H1 公司经营现金流净额 86 亿元	5
图 8: 2025H1 公司投资现金流净额-65 亿元.....	5
图 9: 截至 2025H1 末公司总装机 33.54GW.....	6
图 10: 截至 2025H1 末公司水电装机占比 82%.....	6
图 11: 2025H1 公司发电量同比+13.0%	6
图 12: 2025H1 公司上网电量同比+12.9%	6
表 1: 公司澜沧江在建及储备水电站合计装机达 10.93GW	7
表 2: 华能水电同业对比（收盘价日期: 2025/09/02）	7

一、电量提升成本稳定，上半年业绩提升 10.5%

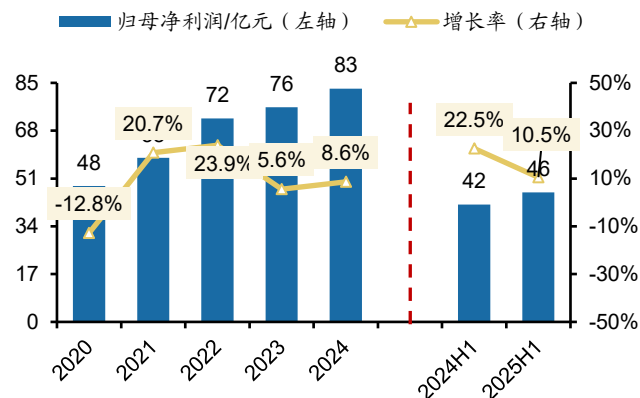
2025H1公司营业收入同比增长9.1%，归母净利润同比提升10.5%。2025H1公司实现营业收入130亿元，同比提升9.1%，归母净利润46亿元，同比增长10.5%，主要系2024年托巴电站投产、2025年硬梁包电站投产，叠加上半年来水偏丰，水电电量提升，新能源装机投产带动新能源电量提升。

图 1：2025H1公司营业收入同比+9.1%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

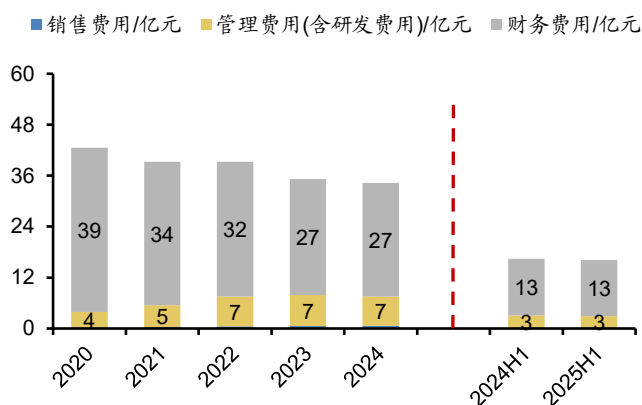
图 2：2025H1公司归母净利润同比+10.5%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

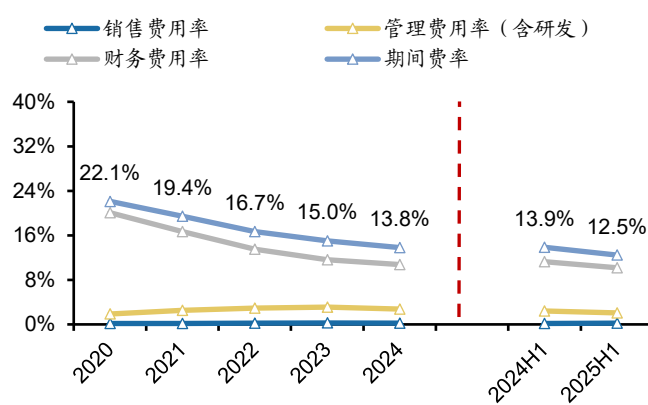
债务置换降低融资成本，2025H1财务费用同比降低1.4%。公司持续优化债务结构，通过低利率资金提前置换存量债务等方式，持续降低融资成本，2025年在有电站投产的情况下，H1财务费用降低0.2亿元，同比下降1.4%，财务费用率下降1.1pct至10.2%，带动期间费用率降低1.4pct至12.5%。

图 3：2025H1公司财务费用同比-1.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

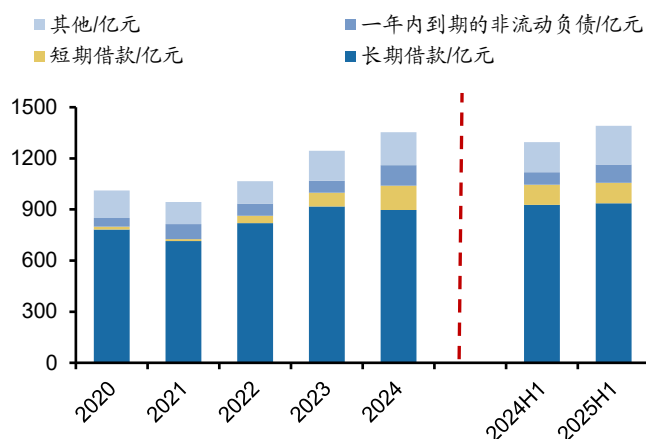
图 4：2025H1公司期间费用率降至12.5%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

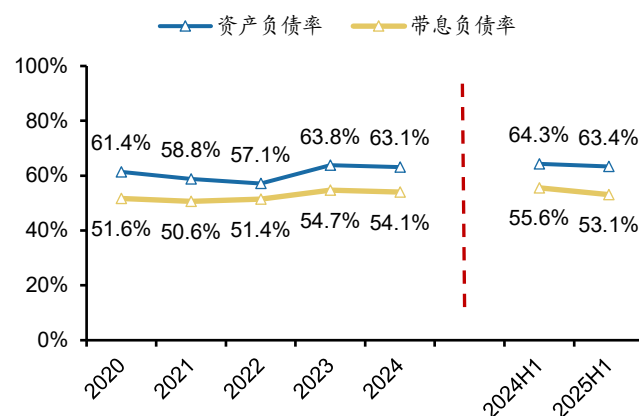
截至2025H1末公司总负债达1391亿元，资产负债率63.4%。2025H1公司持续投资建设硬梁包、新能源项目，和雨汪煤电扩建项目，资本支出较大，负债规模提升，2025H1公司总负债增加6亿元，同时总资产达2195亿元，增加182亿元，资产负债率下降至63.4%。

图 5：截至2025H1末公司总负债1391亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

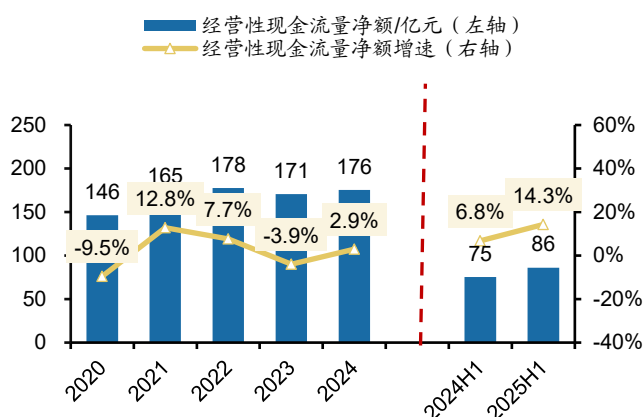
图 6：截至2025H1末公司资产负债率63.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

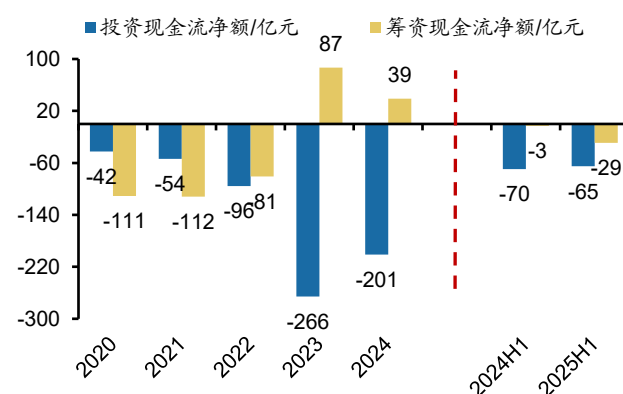
经营性现金流增长，资本支出趋稳，筹资现金流流出。2025H1经营性现金流净额86亿元，同比提升14.3%。2024年托巴投产、2025年硬梁包电站投产，上半年资本性开支小幅下降，上半年投资活动现金流净额-65.3亿元，上半年增加债务偿还，筹资现金流净流出29亿元。

图 7：2025H1公司经营现金流净额86亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：2025H1公司投资现金流净额-65亿元

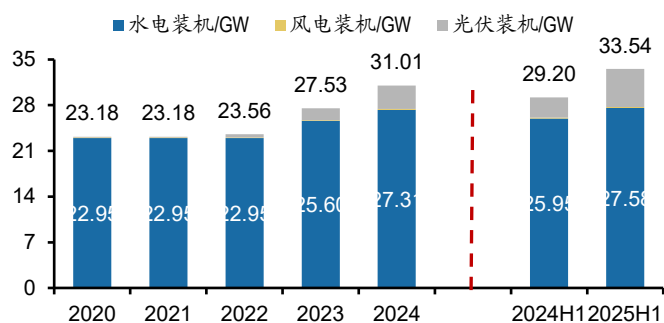


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、装机进入投产期，蓄能释放电量提升

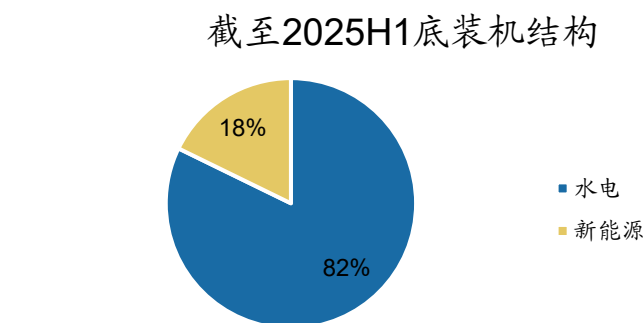
水电进入投产期，公司可控装机容量**33.54GW**，其中水电装机27.58GW，新能源装机5.96GW，水电装机占比达82%，2024年托巴投产，2025年8月27日公司公告硬梁包电站实现完全投产，同时公司抢抓新能源市场化政策窗口期，上半年新增新能源装机2.26GW，新能源装机增长至5.96GW。

图 9：截至2025H1末公司总装机33.54GW



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

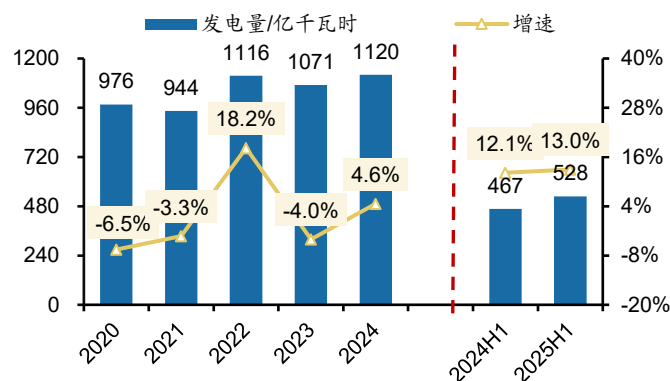
图 10：截至2025H1末公司水电装机占比82%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

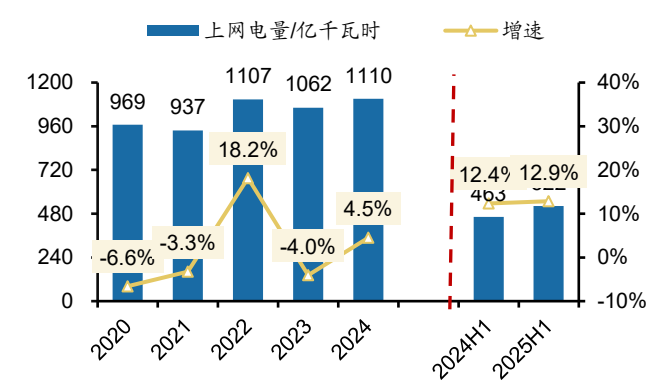
新电站投产、蓄能释放，2025H1发电量同比增长13%。根据公司经营公告，2025上半年水电、新能源项目投产装机提升，叠加澜沧江来水偏丰，公司发电量同比增加13%，其中水电发电量同比增长10.8%，光伏发电量同比增长66.2%。

图 11：2025H1公司发电量同比+13.0%



数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

图 12：2025H1公司上网电量同比+12.9%



数据来源：发电量公告，广发证券发展研究中心

三、水风光一体化发展，装机增量超 20GW

水电项目储备丰富，长期来看水电站装机增幅达4成。公司托巴水电站于2024年全部机组顺利投产，装机1.4GW，硬梁包水电站（1.11GW）于25年8月完全投产，同时公司在澜沧江上游仍有储备水电，这些规划水电站合计装机9.62GW，未来水电仍有增长空间。

表 1: 公司澜沧江在建及储备水电站合计装机达10.93GW

所在区域	水电站	装机容量/GW	进度	估算总投资/亿元
大渡河中游	硬梁包水电站	1.12	8月投产	161
	侧格水电站	0.13	前期工作	33
	约龙水电站	0.13	前期工作	35
	卡贡水电站	0.24	前期工作	46
澜沧江上游西藏段	班达水电站	1.50	筹建	267
	如美水电站	2.60	在建	584
	邦多水电站	0.72	前期工作	159
	古学水电站	2.10	前期工作	317
	古水水电站	2.20	前期工作	327
澜沧江中下游段	橄榄坝水电站	0.20	筹建	64
合计		10.93		1991

数据来源: 招股说明书, 公司公告《关于开展澜沧江上游西藏段项目前期工作的公告》, 广发证券发展研究中心

备注: 曲孜卡、勐松水电站公司暂无规划

根据公司投资公告, 公司拟于澜沧江上游西藏段建设清洁能源基地, 基地总规模**20GW**, 水电站和光伏电站各**10GW**。澜沧江上游西藏段规划了八个梯级电站, 流域周边太阳能资源较好, 与水电能够形成一定的互补性, 公司拟打造水光互补的千万千瓦级清洁能源基地。“十四五”期间将逐步开工建设, 计划2030年开始送电, 2035年全部建成。

四、电量提升、成本优化, 维持“买入”评级

预计2025~2027年公司归母净利润分别为88.9/94.2/97.1亿元, 按最新收盘价对应PE分别为18.8/17.8/17.2倍。水光电站陆续投产, 成本控制优异。参考同业估值, 给予公司25年25倍PE, 对应12.35元/股合理价值, 维持“买入”评级。

表 2: 华能水电同业对比 (收盘价日期: 2025/09/02)

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价	PE/倍				归母净利润/亿元			
			元/股	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600900.SH	长江电力	6,902.48	28.21	22.25	20.18	19.22	18.51	324.96	342.13	359.15	372.84
600674.SH	川投能源	732.17	15.02	18.65	14.42	13.59	12.97	45.08	50.77	53.90	56.47
600886.SH	国投电力	1,156.65	14.45	18.65	16.09	15.17	14.45	66.43	71.86	76.26	80.07

数据来源: 同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

澜沧江流域来水波动风险: 澜沧江流域来水以降水补给为主, 地下水和融雪补给为辅, 河川径流年内、年际分布不均, 丰枯季节、丰枯时段流量相差悬殊, 一定程度上影响水电站的发电情况, 进而影响收入业绩。

上网电价调整风险: 电价市场化改革持续推进, 公司市场化交易占比高, 如未来上网电价持续下降, 公司业绩存在进一步下滑的风险。

光伏项目建设进度不及预期风险：公司拟在澜沧江上游建设1000万千瓦光伏项目，若建设进度不及预期，将影响公司经营业绩。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	4,340	6,062	5,140	5,495	5,862
货币资金	1,760	3,093	1,872	1,920	2,039
应收及预付	2,052	2,020	2,098	2,183	2,211
存货	44	40	41	43	44
其他	483	909	1,129	1,349	1,569
非流动资产总额	190,899	208,545	216,225	219,931	223,532
长期股权投资	3,187	3,274	3,374	3,474	3,574
固定资产	135,971	151,684	189,237	184,810	181,068
在建工程	40,960	40,996	10,999	18,899	26,009
使用权资产	778	1,322	1,322	1,322	1,322
无形资产	6,335	6,308	6,306	6,304	6,303
其他	3,668	4,962	4,986	5,121	5,256
资产总额	195,239	214,607	221,364	225,426	229,395
流动负债总额	29,039	42,766	40,606	36,696	38,448
短期借款	8,137	14,259	9,924	3,836	3,416
应付及预收	342	321	326	343	344
其他	20,560	28,187	30,357	32,517	34,687
非流动负债总额	95,477	92,672	95,986	97,986	93,992
长期借款	91,764	89,666	91,666	93,666	90,666
应付债券	3,000	2,000	3,300	3,300	2,300
其他	713	1,006	1,020	1,020	1,026
负债总额	124,516	135,439	136,593	134,682	132,440
股本	18,000	18,000	18,000	18,000	18,000
其他	49,329	55,601	60,535	65,776	71,177
归母权益合计	67,329	73,601	78,535	83,776	89,177
少数股东权益	3,394	5,567	6,237	6,968	7,778
负债和股东权益	195,239	214,607	221,364	225,426	229,395

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,461	24,882	26,177	27,226	27,590
营业成本	10,238	10,916	10,986	11,563	11,619
营业税金及附加	436	483	1,047	1,089	1,104
销售费用	60	64	68	71	72
管理费用	543	538	565	588	596
研发费用	187	151	157	163	166
财务费用	2,730	2,675	2,591	2,317	2,179
资产信用减值损失	-92	-29	-10	-10	-10
公允价值变动收益	-50	10	10	10	10
投资收益	283	325	350	360	370
营业利润	9,426	10,387	11,138	11,823	12,254
营业外收支	-6	-23	-20	-20	-20
利润总额	9,420	10,365	11,118	11,803	12,234
所得税费用	1,177	1,453	1,557	1,652	1,713
合并净利润	8,243	8,912	9,562	10,151	10,521
少数股东损益	605	615	669	731	810
归母净利润	7,638	8,297	8,892	9,420	9,711
EPS (元/股)	0.42	0.46	0.49	0.52	0.54

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	17,063	17,554	19,401	19,969	20,353
合并净利润	8,243	8,912	9,562	10,151	10,521
折旧摊销	5,854	6,225	7,635	7,719	7,824
营运资金变动	301	-70	-124	-130	-77
其他	0	0	10	0	10
投资活动现金流净额	-26,567	-20,120	-14,854	-11,059	-11,049
资本性开支	-18,106	-20,379	-15,200	-11,200	-11,200
投资	-260	19	-2	-110	-110
其他	-8,202	241	349	251	261
融资活动现金流净额	8,700	3,897	-5,660	-8,862	-9,185
股本融资	5,016	7,555	0	0	0
债权融资	11,220	4,159	973	-2,087	-2,420
股利分配与偿付利息	-7,517	-7,440	-6,679	-6,835	-6,829
其他	-20	-377	46	60	64
现金净增加额	-791	1,337	-1,113	48	119
期初现金余额	2,439	1,648	2,985	1,872	1,920
期末现金余额	1,648	2,985	1,872	1,920	2,039

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	11.0%	6.1%	5.2%	4.0%	1.3%
营业利润增长率	13.3%	10.2%	7.2%	6.1%	3.6%
归母净利增长率	12.3%	8.6%	7.2%	5.9%	3.1%
获利能力					
毛利率	56.4%	56.1%	58.0%	57.5%	57.9%
净利率	35.1%	35.8%	36.5%	37.3%	38.1%
ROE	11.3%	11.3%	11.3%	11.2%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	63.8%	63.1%	61.7%	59.7%	57.7%
有息负债率	52.7%	49.4%	47.4%	44.7%	42.0%
流动比率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
利息保障倍数	4.3	4.7	5.0	5.3	5.7
营运能力					
应收账款周转率	13.3	12.7	12.9	12.9	12.9
存货周转率	232.2	271.1	266.7	266.7	266.7
应付账款周转率	30.2	34.5	34.3	34.3	34.3
每股指标					
每股收益	0.42	0.46	0.49	0.52	0.54
每股净资产	3.74	4.09	4.36	4.65	4.95
每股经营现金流	0.95	0.98	1.08	1.11	1.13
估值比率					
PE	20.3	20.6	18.8	17.8	17.2
PB	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	14.4	14.4	12.9	12.4	12.0

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：联席首席分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。