

华能水电（600025.SH）

公司报告 | 首次评级报告



任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2026年1月28日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	8.97
总市值	1671.21亿
PE-TTM	19.41
PB-MRQ	2.43

估值结果

价值	1647亿
DDM估值	上行空间 -1.4%
状态	合理估值
价值	1608亿
动态估值	上行空间 -3.8%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★★
护城河	★★★★★

核心评级结论

华能水电扎根于澜沧江流域，是华能集团旗下整合的唯一水电平台，也是云南实施“西电东送”的核心与龙头企业。

公司成长空间中等，主要系公司未来依旧存在新建水电产能，收入增速大概率维持在0%-5%之间，且公司积极布局风光新能源发电业务，因此公司业绩具备成长空间。公司盈利趋势稳健，主要系公司作为典型的水电企业，因此公司发电量和上网电价相对稳定，公司盈利能力波动不大，且公司风光发电业务虽然存在电价下滑风险，但对公司影响有限。公司产业格局非常好，主要系我国水电行业主要为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系。公司护城河极深，主要系公司旗下水电站主要分布在澜沧江流域，具有天然的资源垄断属性，且随着我国水电资源开发进入末期，公司现有的水电资产具有稀缺性，形成独特的资源垄断护城河。

基于我们对公司未来水电装机规模保持小幅增长，风光装机保持稳健增长，公司发电量提升，上网电价保持稳定的合理假设，公司现在处于估值合理状态。

我们区别于市场的观点

华能水电作为典型的水电企业，同时积极布局第二增长曲线，即风光发电业务，因此市场上对公司风光发电业务给予较高预期，但我们认为风光发电相对水电，盈利能力较差，且风光发电现在资本投入较大，且未来存在电价下滑风险，因此我们认为风光发电业务对公司估值提升有限，华能水电核心估值主要来自于水电业务。

风险提示

公司市场化交易电量占比明显提升，或有可能加大公司上网电价波动风险；其次若未来国家水电政策调整，公司电价或出现超预期波动风险；公司风光发电业务进展不及预期，或导致公司业绩低于预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	5
表2：公司整体业绩预测	6
表3：公司分业务业绩预测	6
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	7

1. 基本信息

公司主营业务为水力和新能源发电项目的开发、建设、运营与管理，公司盈利主要来自发电销售收入。公司是澜沧江—湄公河次区域最大清洁电力运营商，是培育云南水电支柱产业和实施“西电东送”、“云电外送”的核心企业和龙头企业，主要负责澜沧江流域及周边地区水电资源的开发与运营，积极开展太阳能光伏、风电等可再生能源建设运营，公司以澜沧江流域为主体，采用“流域、滚动、梯级、综合”的集约化开发模式，最大化的配置流域资源，是科学化建设、集控化运营水平较高的电力开发公司。

2. 业务介绍

对于华能水电公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

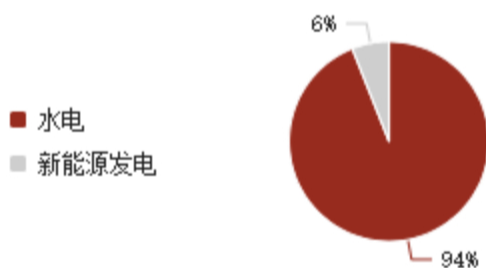
水电：

公司主要从事水力发电业务，水电站分布在云南、四川、缅甸、柬埔寨。截至2024年底，公司水电装机规模为2,730.58万千瓦。由于公司海外水电站占比较小，我们对该业务的市场界定为国内水电行业。

新能源发电：

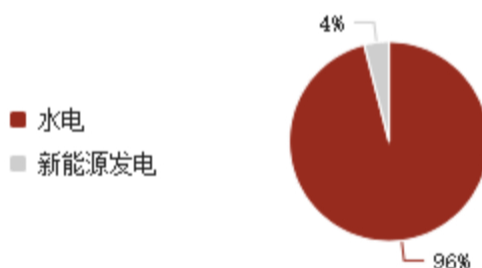
公司除了核心水电业务之外，积极布局风光新能源发电业务。公司风电、光伏电站主要分布在云南、四川和江苏省内。截至2024年底，公司新能源装机为370.27万千瓦。我们对该业务的市场界定为国内风光新能源发电行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

不管是水电行业还是风光发电行业，均属于典型的重资产行业，其商业模式核心在于：以极高的前期资本投入和长期负债，换取建成后极低的运营成本与持续数十年的稳定回报。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

水电行业属于典型的重资产行业，前期资本投入巨大，资产周转率较低，截止2024年底，公司固定资产为1032亿元，在建工程449亿元，说明公司资产强度高。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

电力行业作为公用事业，一般和下游电网企业深度绑定，因此电力企业无需大额营销费用，2024年公司销售费用率仅为0.26%，说明公司营销强度低。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司下游客户为国家电网和南方电网，2024年公司前五名客户销售额246.62亿元，占境内年度销售总额99.12%，客户集中度非常高。

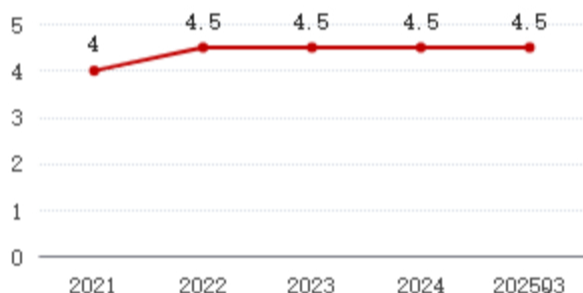
4. 历史经营绩效

公司盈利能力较高，且成长能力中等，业务控制力较高，且公司非常重视股东回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



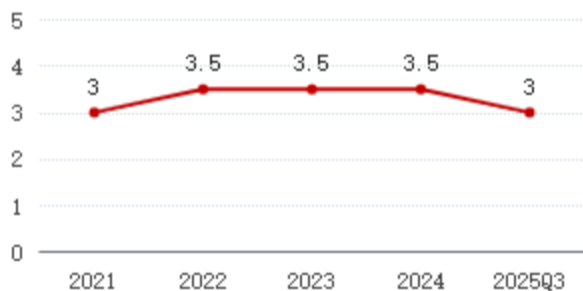
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力星级较高，主要系公司水电业务具有典型的重资产、轻运营特征，因此公司盈利稳健，且公司核心盈利指标净利率、净资产收益率均保持在市场较高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



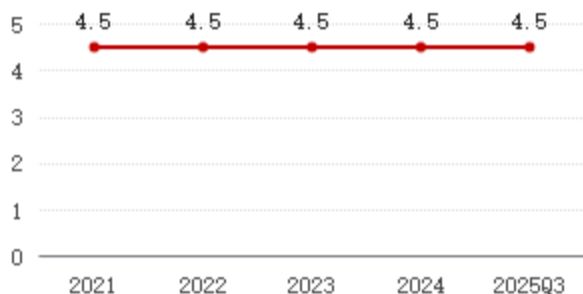
数据来源：公司财报，壹评级

过去几年公司整体成长星级处于中等水平，主要系随着公司上网电价提升，公司利润保持稳健增长，2025年前三季度公司成长星级有所走低，主要系电价下滑导致公司业绩增速放缓所致。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



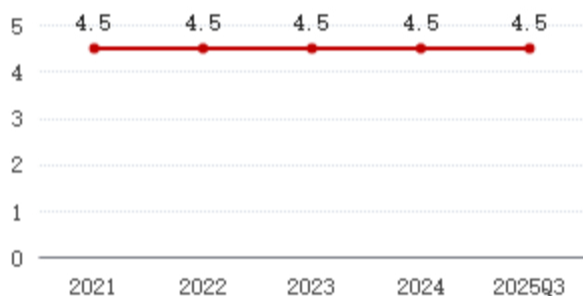
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力星级较高，主要系公司成本中大部分为折旧成本，不产生现金流的实际流出，因此公司经营性现金流极好，且公司在产业链中话语权较高，不存在被上下游大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历年来非常重视股东回报，多年来公司坚持每年分红，分红率维持在40%以上，股息率超过2%，对投资者具有一定的吸引力，股东回报星级较高。

5. 四维评级

公司成长空间中等，盈利趋势稳健，产业格局极好，具有极深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，主要系公司未来依旧存在新建水电产能，收入增速大概率维持在0%-5%之间，且公司积极布局风光新能源发电业务，因此公司业绩具备成长空间。

水电(2.5星)：

根据中国水电发展远景规划，到2030年我国水电装机容量将达到5.2亿千瓦，其中，常规水电4.2亿千瓦，抽水蓄能1亿千瓦，以此测算2023年-2030年水电行业复合增速大约是1.8%，可见水电属于典型的成熟行业。公司未来依旧存在部分新建水电站，且公司积极布局风光新能源发电业务，未来收入增速在0%-5%区间，收入增长确定性较高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健，主要系公司作为典型的水电企业，因此公司发电量和上网电价相对稳定，公司盈利能力波动不大，且公司风光发电业务虽然存在电价下滑风险，但对公司影响有限。

水电(3星):

华能水电作为水电龙头企业之一，公司发电量主要受来水和电价影响，整体来看虽然公司业绩存在小幅波动，但整体盈利相对稳健。此外公司积极布局新能源发电，但现在新能源业务占比太小，对公司整体盈利趋势影响有限。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局非常好，主要系我国水电行业主要为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间几乎不存在竞争关系。

水电(4.5星):

我国水电行业主要系为政府垄断，开发者均为大型国央企集团，竞争格局属于典型的寡头垄断，且公司水电装机规模市占率排名第二，仅次于长江电力，且水电并不是市场化竞争的行业，相互之间的竞争关系较小，因此公司产业格局非常好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河极深，主要系公司旗下水电站主要分布在澜沧江流域，具有天然的资源垄断属性，且随着我国水电资源开发进入末期，公司现有的水电资产具有稀缺性，形成独特的资源垄断护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
水电	(4星) 经壹评级调整后，2024年公司净资产收益超过12%，具有明显的超额收益，公司作为水电龙头企业之一，市占率排名上市公司前列，且业务控制力星级较高，因此公司护城河宽度星级较高。	(4.5星) 华能水电护城河主要系资源垄断竞争优势，公司统一负责澜沧江干流水能和新能源资源开发，以小湾、糯扎渡为核心的梯级水电站群拥有南方区域最强中长期调节能力，未来衰减的可能性较低，因此护城河持续性星级较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对公司未来水电装机规模保持小幅增长，风光装机保持稳健增长，公司发电量提升，上网电价保持稳定的合理假设，公司现在处于估值合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为水电，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 水电发电量：考虑到公司依旧存在部分新建产能投产，假设20230年后公司水电装机量每年增长100万千瓦，2035年保持不变，水电发电量跟随装机规模增长而增长；
- 2) 风光发电量：假设公司风光装机到2035年分别提升至200万千瓦、2000万千瓦，风光业务发电量跟随装机规模增长而增长；
- 3) 上网电价：假设公司水电未来上网电价保持稳定，风电下滑至0.38元/千瓦时，光伏上网电价小幅下滑至0.24元/千瓦时；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到公司营业成本中大部分均为折旧成本，假设公司水电业务毛利率维持57%，风电发电毛利率分别下滑至35%、40%；
- 2) 费用端：公司费用端主要为财务费用，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，财务费用率保持不变。

表2：公司整体业绩预测

华能水电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	211.4	234.6	248.8	261.1	265.8	273.7	283.1	301.2
归母净利润(亿)	68.1	76.8	83.6	89.7	90.9	93.1	95.5	101.0
归母净利润增速(%)	16.4	12.8	8.9	7.2	1.3	2.4	2.6	5.7
经营性净利润(亿)	70.6	80.2	86.5	93.5	94.7	96.8	99.3	105.0
经营性净利润增速(%)	18.9	13.7	7.8	8.0	1.3	2.3	2.6	5.8
经营性归母净利润(亿)	66.0	74.5	80.8	87.3	88.5	90.6	93.1	98.5
经营性归母净利润增速(%)	19.6	12.9	8.4	8.1	1.4	2.4	2.7	5.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

水电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	208.3	227.7	234.7	245.3	245.3	245.3	245.3	254.0
收入增速(%)	4.7	9.3	3.1	4.5	0.0	0.0	0.0	3.6
经营性净利润(亿)	69.8	77.8	83.0	89.3	89.6	90.0	90.3	94.0
经营性净利率(%)	33.5	34.2	35.4	36.4	36.5	36.7	36.8	37.0
经营性净利润增速(%)	19.2	11.4	6.7	7.5	0.4	0.4	0.4	4.0
新能源发电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.1	6.9	14.1	15.9	20.6	28.4	37.8	47.2
收入增速(%)	-0.9	124.6	103.8	12.1	29.7	38.1	33.1	24.9
经营性净利润(亿)	0.7	2.4	3.5	4.2	5.0	6.9	9.0	11.1

经营性净利率(%)	23.2	35.1	24.6	26.4	24.5	24.2	23.7	23.5
经营性净利润增速(%)	-5.6	238.9	43.0	20.3	20.5	36.0	30.8	23.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
水电	2.8%	中低	非常好	强	6.5%	15.38	109.2
新能源发电	5.8%	中等-	一般	一般	7.0%	14.58	15.8
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
水电(亿)	665.2	952.5	1617.7	-	110.0	30.0	1537.7
新能源发电(亿)	-48.1	125.6	77.5	-	7.0	-	70.5
公司整体测算(亿)	617.1	1078.1	1695.2	-	117.0	30.0	1608.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
水电(亿)	890.3	763.0	1653.3	-	116.0	30.0	1567.3
新能源发电(亿)	-35.6	121.5	85.9	-	6.0	-	79.9
公司整体测算(亿)	854.7	884.5	1739.2	-	122.0	30.0	1647.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性较高，主要系水电属于成熟型行业，公司未来不存在新建产能，收入的可预测性较高，且公司成本相对固定，因此公司盈利能力非常稳健，利润角度的可预测性也非常高。此外公司每个季度公布发电量数据，国家能源局每个月发布水电行业发电量数据，对预测公司业绩均具有参考性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。