

公司研究 | 点评报告 | 华能水电（600025.SH）

来水修复电量稳健增长，单季业绩受限偏弱电价

报告要点

单三季度水电发电量达到 421.88 亿千瓦时，同比增长 9.67%，云南省内市场化交易电价有所下降，公司三季度实现营业收入 76.82 亿元，同比增长 1.92%，营收增速明显低于电量增速，根据营业收入及上网电量估算，公司三季度平均上网电价同比降低约 0.018 元/千瓦时，降幅较上半年明显扩大。成本方面，三季度公司营业成本与税金及附加合计同比增长 9.03%，主因系新机组投产后带动折旧摊销等同比提升，带动营业总成本同比增长 6.81%。受电价偏弱限制，营收增速明显弱于营业总成本增速，三季度公司实现归母净利润 29.30 亿元，同比减少 4.12%。

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)

2025-11-07

来水修复电量稳健增长，单季业绩受限偏弱电价

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 年第三季度报告：2025 年三季度公司实现营业收入 76.82 亿元，同比增长 1.92%；实现归母净利润 29.30 亿元，同比减少 4.12%。

事件评论

- **产能扩张及来水主导电量增长，电价偏弱限制营收表现。**今年以来，澜沧江流域来水持续偏丰，前三季度澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 0.9 成，虽然相较于上半年 1~2 成相比有所回落，但整体而言公司流域来水依然偏丰，前三季度公司水电发电量 962.66 亿千瓦时，同比增加 11.90%；单三季度水电发电量达到 421.88 亿千瓦时，同比增长 9.67%，纵使剔除去年以来投产的托巴电站及硬梁包电站，原有水电发电量依然达到 382.72 亿千瓦时，同比增长 3.35%。除水电发电量维持增长以外，公司新能源项目同样维持高速增长，其中光伏电站在新机组投产的拉动下，发电量达到 12.95 亿千瓦时，同比增长 58.70%；祥云风电则由于风况偏弱导致发电量仅 0.31 亿千瓦时，同比减少 35.42%。**电价方面，云南省内市场化交易电价有所下降，公司三季度实现营业收入 76.82 亿元，同比增长 1.92%，营收增速明显低于电量增速，根据营业收入及上网电量估算，公司三季度平均上网电价同比降低约 0.018 元/千瓦时，降幅较上半年明显扩大。**
- **新机投产成本同步提升，单季业绩受限偏弱电价。**成本方面，由于云南省水资源费改税影响，原计入成本的水资源费调整列示至应交税金，三季度公司营业成本为 29.33 亿元，同比基本持平，税金及附加为 3.97 亿元，同比增长 228.42%，整体来看三季度公司营业成本与税金及附加合计同比增长 9.03%，主因系新机组投产后带动折旧摊销等同比提升，带动营业总成本同比增长 6.81%。**整体来看，得益于装机规模与来水的同步改善，三季度电量稳健增长，但受电价偏弱限制，营收增速明显弱于营业总成本增速，三季度公司实现归母净利润 29.30 亿元，同比减少 4.12%；前三季度公司实现归母净利润 75.39 亿元，同比增长 4.34%。**
- **多元扩张，保障公司远期成长。**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：**根据最新财务数据，我们调整公司盈利预期，预计公司 2025-2027 年对应 EPS 分别为 0.48 元、0.51 元和 0.54 元，对应 PE 分别为 21.39 倍、19.95 倍和 18.93 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)	10.17
总股本(万股)	1,863,109
流通A股/B股(万股)	1,800,000/0
每股净资产(元)	3.33
近12月最高/最低价(元)	10.21/8.46

注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《装机来水双重改善，单季业绩展望积极》2025-10-15
- 《装机扩张保障电量，单季业绩维持稳定》2025-09-02
- 《来水转弱影响电量增幅，多重因素限制业绩预期》2025-07-11


 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	26783	28064	28367	货币资金	3093	2935	2996	3400
营业成本	10916	11237	11694	11730	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	13966	15546	16370	16637	应收账款	1961	2268	2163	2315
%营业收入	56%	58%	58%	59%	存货	40	47	44	47
营业税金及附加	483	1220	1279	1292	预付账款	58	59	62	62
%营业收入	2%	5%	5%	5%	其他流动资产	910	657	971	672
销售费用	64	68	72	73	流动资产合计	6062	5965	6236	6496
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	3274	3274	3274	3274
管理费用	538	643	674	681	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	162	170	172	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	2629	2564	2383	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	229384	230393	228281
信用减值损失	-27	0	0	0	短期贷款	14259	12759	10659	7159
公允价值变动收益	10	0	0	0	应付款项	317	359	344	361
投资收益	325	335	351	567	预收账款	4	4	5	5
营业利润	10387	11183	11990	12630	应付职工薪酬	213	220	229	229
%营业收入	42%	42%	43%	45%	应交税费	963	1037	1087	1098
营业外收支	-23	-50	-50	-50	其他流动负债	27010	27302	27716	27749
利润总额	10365	11133	11940	12580	流动负债合计	42766	41680	40038	36601
%营业收入	42%	42%	43%	44%	长期借款	89666	93730	90541	85796
所得税费用	1453	1559	1672	1761	应付债券	2000	2000	2000	2000
净利润	8912	9574	10268	10819	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	8856	9498	10008	其他非流动负债	819	819	819	819
少数股东损益	615	718	770	811	负债合计	135439	138416	133585	125403
EPS (元)	0.44	0.48	0.51	0.54	归属于母公司所有者权益	73601	84683	89752	95011
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	5567	6285	7056	7867
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	79168	90968	96808	102878
经营活动现金流净额	17554	19528	20430	20542	负债及股东权益	214607	229384	230393	228281
取得投资收益收回现金	241	335	351	567	基本指标				
长期股权投资	-87	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-20379	-22144	-8379	-5269	每股收益	0.44	0.48	0.51	0.54
其他	105	0	0	0	每股经营现金流	0.98	1.05	1.10	1.10
投资活动现金流净额	-20120	-21809	-8028	-4702	市盈率	23.11	21.39	19.95	18.93
债券融资	-1000	0	0	0	市净率	2.49	2.24	2.11	1.99
股权融资	7555	5825	0	0	EV/EBITDA	15.75	14.86	13.87	13.32
银行贷款增加 (减少)	4024	2564	-5289	-8244	总资产收益率	3.9%	3.9%	4.1%	4.4%
筹资成本	-7440	-6266	-7051	-7192	净资产收益率	11.3%	10.5%	10.6%	10.5%
其他	758	0	0	0	净利率	33.3%	33.1%	33.8%	35.3%
筹资活动现金流净额	3897	2123	-12340	-15437	资产负债率	63.1%	60.3%	58.0%	54.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1331	-159	61	404	总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.12

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。