

公司研究 | 点评报告 | 华能水电 (600025.SH)

单季电量加速增长，全年业绩展望积极

报告要点

2025 年澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 1.5 成，叠加 TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，2025 年公司完成水电发电量 916.49 亿千瓦时，同比增加 10.35%，其中单四季度公司完成水电发电量 291.66 亿千瓦时，同比增加 17.26%，在来水改善的带动下，单季发电量加速增长。在电量高速增长带动下，公司四季度预计实现优异的业绩表现；2025 年公司发电量同比增长 13.32%，全年业绩展望积极。

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



张子淳

华能水电 (600025.SH)

2026-01-08

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

单季电量加速增长，全年业绩展望积极

事件描述

公司发布 2025 年发电量完成情况公告：公司 2025 年完成发电量 1269.32 亿千瓦时，同比增加 13.32%，上网电量 1258.58 亿千瓦时，同比增加 13.36%。

事件评论

- **来水改善电量加速增长，单季业绩展望优异。**2025 年澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 1.5 成，相较于前三季度糯扎渡断面来水同比偏丰 0.9 成，四季度来水明显改善；叠加 TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，2025 年公司完成水电发电量 916.49 亿千瓦时，同比增加 10.35%，其中单四季度公司完成水电发电量 291.66 亿千瓦时，同比增加 17.26%，在来水改善的带动下，单季发电量加速增长。新能源方面，在装机规模大幅提升的带动下，光伏电站四季度完成发电量 14.33 亿千瓦时，同比增长 41.32%；四季度祥云风电完成发电量 0.67 亿千瓦时，同比减少 31.63%。**整体而言，公司四季度完成发电量 306.66 亿千瓦时，同比增长 18.01%，得益于电量的高速增长以及财务费用等成本费用的持续优化，即使考虑市场化电价存在一定压力，公司四季度预计仍将实现优异的业绩表现；全年来看，公司发电量同比增长 13.32%，护航全年业绩展望积极。**此外，四季度的丰沛来水有望保障流域各水库实现高位蓄能，为后续电量表现提供有力支撑。
- **独享澜沧江干流资源，水电滚动开发推进。**2025 年，公司所属 TB 电站及硬梁包水电站全容量投产；同时公司通过定向增发募集资金 58.25 亿元，根据相关公告，除已投产的 TB 电站外，本次募集资金还将用于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。
- **多元扩张，保障公司远期成长。**除了水电的成长以外，公司还通过参控股的方式谋求新能源及火电项目的增量。“十四五”以来，公司坚持水电与新能源并重，积极推进“水风光一体化”可持续发展，2025 年上半年新能源装机已经增加至 596 万千瓦，相较 2024 年底增加 226 万千瓦。此外根据公司此前公告，公司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%，一体化项目在“十五五”期间的投运也能通过投资收益的增长为公司的业绩增厚贡献力量。
- **投资建议与估值：**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 0.50 元、0.50 元和 0.53 元，对应 PE 分别为 18.30 倍、18.13 倍和 17.26 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)	9.12
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)	3.82
近12月最高/最低价(元)	10.21/8.46

注：股价为 2026 年 1 月 6 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《来水修复电量稳健增长，单季业绩受限偏弱电价》2025-11-07
- 《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



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	27290	27730	28049	货币资金	3093	3072	3093	3105
营业成本	10916	11180	11601	11636	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	13966	16110	16129	16412	应收账款	1961	2348	2030	2398
%营业收入	56%	59%	58%	59%	存货	40	46	44	46
营业税金及附加	483	1255	1276	1290	预付账款	58	59	61	62
%营业收入	2%	5%	5%	5%	其他流动资产	910	682	931	697
销售费用	64	70	71	72	流动资产合计	6062	6207	6159	6307
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	3274	3274	3274	3274
管理费用	538	682	693	701	投资性房地产	94	94	94	94
%营业收入	2%	3%	3%	3%	固定资产合计	151684	183293	176021	168748
研发费用	151	165	168	170	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	2580	2465	2339	递延所得税资产	238	238	238	238
%营业收入	11%	9%	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	228057	228829	226686
信用减值损失	-27	0	0	0	短期贷款	14259	11759	9759	6259
公允价值变动收益	10	0	0	0	应付款项	317	355	342	358
投资收益	325	341	347	561	预收账款	4	4	5	5
营业利润	10387	11725	11829	12428	应付职工薪酬	213	219	227	228
%营业收入	42%	43%	43%	44%	应交税费	963	1057	1074	1086
营业外收支	-23	-50	-50	-50	其他流动负债	27010	27250	27631	27664
利润总额	10365	11675	11779	12378	流动负债合计	42766	40643	39037	35598
%营业收入	42%	43%	42%	44%	长期借款	89666	92974	89866	85203
所得税费用	1453	1634	1649	1733	应付债券	2000	2000	2000	2000
净利润	8912	10040	10130	10645	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	9287	9370	9846	其他非流动负债	819	819	819	819
少数股东损益	615	753	760	798	负债合计	135439	136623	131909	123807
EPS (元)	0.44	0.50	0.50	0.53	归属于母公司所有者权益	73601	85113	89840	95001
					少数股东权益	5567	6320	7080	7878
现金流量表 (百万元)					股东权益	79168	91434	96920	102880
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	214607	228057	228829	226686
经营活动现金流净额	17554	19766	20381	19969	基本指标				
取得投资收益收回现金	241	341	347	561		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-87	0	0	0	每股收益	0.44	0.50	0.50	0.53
资本性支出	-20379	-20519	-8379	-5269	每股经营现金流	0.98	1.06	1.09	1.07
其他	105	0	0	0	市盈率	20.73	18.30	18.13	17.26
投资活动现金流净额	-20120	-20178	-8032	-4708	市净率	2.23	2.00	1.89	1.79
债券融资	-1000	0	0	0	EV/EBITDA	14.75	13.54	13.10	12.57
股权融资	7555	5825	0	0	总资产收益率	3.9%	4.1%	4.1%	4.3%
银行贷款增加(减少)	4024	808	-5108	-8163	净资产收益率	11.3%	10.9%	10.4%	10.4%
筹资成本	-7440	-6242	-7220	-7086	净利率	33.3%	34.0%	33.8%	35.1%
其他	758	0	0	0	资产负债率	63.1%	59.9%	57.6%	54.6%
筹资活动现金流净额	3897	391	-12329	-15249	总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1331	-21	20	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情形范围内，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。