

## 公司研究

# 电价下行叠加投资收益缩减压制 26Q1 业绩，在建工程丰沛聚焦远期成长

## ——华电新能（600930.SH）2025 年报暨 2026 年一季度报点评

### 要点

**事件：**公司发布 25 年报、26Q1 业绩公告。25 年公司实现营收 389.80 亿元，同比+14.76%；归母净利润 72.63 亿元，同比-17.76%。26Q1 实现营收 105.88 亿元，同比+9.96%，归母净利润 20.61 亿元，同比-29.44%。25 年度拟分红 0.06 元/股（含税）（其中包括 26 年 2 月特殊分红 0.03 元/股（含税）、25 年年末分红 0.03 元/股（含税）），对应股利支付率为 34.46%。

**26Q1 延续 25 年来风较差水平，25 年风电、光伏发电量提升源于装机大幅增长。**25 年风电/光伏上网电量分别为 626.98/465.89 亿千瓦时，同比+10.17%/+53.91%；上网电量主要由装机增量贡献，风电/光伏装机容量分别+32.75%/+44.47%；25 年利用小时数分别-130H/-81H。26Q1 风电/光伏发电量分别为 179.85/119.27 亿千瓦时，同比+3.46%/+22.10%。风电经历 25 年装机大幅增长后，26Q1 发电量增长有限，预期整体 Q1 来风延续 25 年较差水平。

**电价下行趋势持续，压制营收增速。**25 年风电/光伏上网电价（除税）分别为 0.359/0.323 元/千瓦时，同比-11.36%/-12.32%；对应营收分别为 224.84/150.58 亿元，同比-1.14%/+37.66%。26Q1 整体发电量同比+21.25%，营收+9.96%，对应上网电价预计同比-10%左右水平。

**利用小时数、电价下行共推盈利滑坡，26Q1 核电投资收益有所下滑。**25 年公司风电、光伏利用小时数下行抬升度电营业成本，叠加电价同步下行；25 年风电/光伏发电业务毛利率分别同比下降 7.14/4.33 个 pct（其中风电下行更为显著的原因是利用小时数下行水平高于光伏），达 39.82%/39.47%；对应度电利润分别为 0.076/0.082 元/千瓦时（利润总额口径）。公司投资收益处于近几年较高水平，25 年投资收益 21.61 亿（福清/三门分别为 20.15/0.93 亿元）；26Q1 由于福清大修、三门电网损失提升，投资收益 3.43 亿元，同比-53%。另外，25 年公司可再生能源补贴应收账款 427 亿，回款后有望逐渐缓解现金流压力。

**盈利预测、估值与评级：**25 年公司在建项目为 2467 万千瓦；同时公司取得新疆天山北麓（已投产）、内蒙古腾格里、甘肃腾格里、青海柴达木格尔木东等清洁能源基地牵头开发权，规划总装机规模接近 6,000 万千瓦；相较于当地消纳项目，公司项目电价相对更为稳健。由于风电/光伏电价延续下行，我们下调公司 26E-27E 归母净利润至 65.61/70.91 亿元（前值为 92.51/95.29 亿元），并新增 28 年预测为 71.16 亿元；折合 EPS 分别为 0.16、0.17、0.17 元，对应 PE 为 38/35/35 倍，**建议关注**。

**风险提示：**行业支持政策退坡；税收优惠政策变化；上网电价及补贴变动风险等。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	33,968	38,980	43,350	50,626	53,901
营业收入增长率	14.83%	14.76%	11.21%	16.79%	6.47%
归母净利润（百万元）	8,831	7,263	6,561	7,091	7,116
归母净利润增长率	-8.20%	-17.76%	-9.66%	8.07%	0.36%
EPS（元）	0.25	0.17	0.16	0.17	0.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.36%	5.30%	4.61%	4.82%	4.69%
P/E	25	35	38	35	35
P/B	2.1	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-20 备注：公司上市前股本为 360 亿股，25 年上市后增至 417.14 亿股

### 无评级

当前价：6.03 元

#### 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

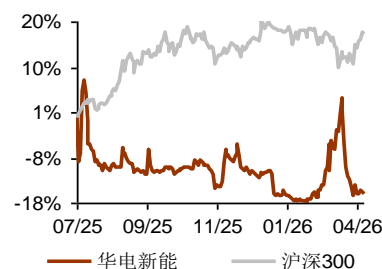
021-52523817

songlichao@ebsecn.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	417.14
总市值(亿元)	2515.37
一年最低/最高(元)	5.47/10.12
近 3 月换手率	405.85%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-20.67	-0.05	-41.29
绝对	-12.99	0.67	-15.59

资料来源：Wind

#### 相关研报

央企底色稳增长，新能赛道具优势——华电新能（600930.SH）首次覆盖报告（2026-02-06）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	33,968	38,980	43,350	50,626	53,901
营业成本	18,308	23,541	28,630	34,456	37,359
折旧和摊销	13,008	15,961	17,761	20,608	23,070
税金及附加	390	506	520	608	647
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,367	1,574	1,669	1,721	1,725
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	5,466	6,058	6,657	7,653	8,167
投资收益	1,687	2,161	1,800	2,100	2,100
营业利润	10,397	9,249	8,284	8,953	8,785
利润总额	10,490	9,236	8,284	8,953	8,985
所得税	1,010	1,117	994	1,074	1,078
净利润	9,480	8,119	7,290	7,879	7,907
少数股东损益	649	857	729	788	791
归属母公司净利润	8,831	7,263	6,561	7,091	7,116
EPS(元)	0.25	0.17	0.16	0.17	0.17

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	24,164	31,831	31,737	33,342	36,523
净利润	8,831	7,263	6,561	7,091	7,116
折旧摊销	13,008	15,961	17,761	20,608	23,070
净营运资金增加	5,717	2,401	-82	3,609	1,831
其他	-3,391	6,205	7,497	2,034	4,505
投资活动产生现金流	-74,826	-75,995	-79,535	-63,750	-63,750
净资本支出	-71,478	-75,311	-81,300	-65,800	-65,800
长期投资变化	13,530	14,467	0	0	0
其他资产变化	-16,878	-15,150	1,765	2,050	2,050
融资活动现金流	57,495	37,526	58,482	33,319	28,537
股本变化	0	5,714	0	0	0
债务净变化	53,194	28,971	66,391	43,305	39,225
无息负债变化	24,905	11,067	12,751	9,287	3,980
净现金流	6,835	-6,642	10,684	2,911	1,310

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	46.1%	39.6%	34.0%	31.9%	30.7%
EBITDA 率	81.4%	79.1%	71.4%	69.4%	70.4%
EBIT 率	43.0%	38.0%	30.4%	28.7%	27.6%
税前净利润率	30.9%	23.7%	19.1%	17.7%	16.7%
归母净利润率	26.0%	18.6%	15.1%	14.0%	13.2%
ROA	2.1%	1.6%	1.2%	1.2%	1.1%
ROE (摊薄)	8.4%	5.3%	4.6%	4.8%	4.7%
经营性 ROIC	3.7%	3.0%	2.4%	2.4%	2.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	73%	70%	74%	75%	76%
流动比率	0.61	0.51	0.46	0.45	0.42
速动比率	0.61	0.51	0.46	0.45	0.42
归母权益/有息债务	0.42	0.49	0.41	0.38	0.35
有形资产/有息债务	1.74	1.81	1.71	1.67	1.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	444,090	518,120	603,301	661,439	710,030
货币资金	13,281	6,656	17,340	20,250	21,560
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	45,020	45,788	56,197	65,630	69,876
应收票据	488	469	521	609	648
其他应收款 (合计)	1,138	1,725	1,918	2,240	2,385
存货	81	106	129	156	169
其他流动资产	4,406	4,387	4,387	4,387	4,387
流动资产合计	64,634	59,459	81,064	93,960	99,771
其他权益工具	329	328	328	328	328
长期股权投资	13,530	14,467	14,467	14,467	14,467
固定资产	215,350	267,898	338,169	390,721	434,872
在建工程	74,011	81,626	69,163	57,506	51,678
无形资产	5,947	7,175	7,108	7,045	6,986
商誉	724	724	724	724	724
其他非流动资产	36,502	36,708	36,708	36,708	36,708
非流动资产合计	379,456	458,662	522,237	567,479	610,259
总负债	324,469	364,508	443,650	496,241	539,447
短期借款	40,271	42,895	89,036	115,966	138,816
应付账款	27,608	30,990	42,945	51,684	56,038
应付票据	4	411	0	0	0
预收账款	92	152	169	198	210
其他流动负债	309	18	18	18	18
流动负债合计	105,857	115,661	174,553	210,770	237,600
长期借款	181,026	201,245	221,495	237,870	254,245
应付债券	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
其他非流动负债	10,069	258	258	258	258
非流动负债合计	218,613	248,847	269,097	285,472	301,847
股东权益	119,621	153,613	159,652	165,197	170,583
股本	36,000	41,714	41,714	41,714	41,714
公积金	13,881	26,745	27,401	28,110	28,822
未分配利润	34,732	40,853	45,507	49,556	53,440
归属母公司权益	105,582	136,944	142,254	147,012	151,607
少数股东权益	14,039	16,669	17,398	18,185	18,976

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	4.03%	4.04%	3.85%	3.40%	3.20%
财务费用率	16.09%	15.54%	15.36%	15.12%	15.15%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	10%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.06	0.06	0.06	0.06
每股经营现金流	0.67	0.76	0.76	0.80	0.88
每股净资产	2.93	3.28	3.41	3.52	3.63
每股销售收入	0.94	0.93	1.04	1.21	1.29

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	25	35	38	35	35
PB	2.1	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	17.5	18.2	20.0	18.9	18.6
股息率	0.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼