

## 公用事业

2026年04月29日

# 华能水电 (600025)

## —— 财务费用持续压降 联调保障业绩稳步增长

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

投资要点：

市场数据： 2026年04月29日

收盘价(元)	9.60
一年内最高/最低(元)	10.66/8.86
市净率	2.5
股息率(分红/股价)	2.08
流通A股市值(百万元)	178,859
上证指数/深证成指	4,107.51/15,120.92

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2026年03月31日

每股净资产(元)	3.81
资产负债率%	60.04
总股本/流通A股(百万)	18,631/18,631
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com  
朱赫 A0230524070002  
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫 A0230524070002  
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。**2025 年公司营业收入为 265.95 亿元，同比增长 6.89%；归母净利润为 85.04 亿元，同比增长 2.50%。1Q26 公司实现营业收入为 57.63 亿元，同比增长 7.02%；归母净利润为 15.43 亿元，同比增长 2.32%。公司 2025 年及 1Q26 业绩增速略低于我们的预期，主要系公司营业成本受新增机组投产后折旧增加导致增速较高。2025 年拟派发分红 0.205 元/股，分红比例约 44.91%。按 4 月 28 日收盘价计算，公司股息率为 2.14%。
- **2025 年新投产水电及新能源机组贡献增量，蓄能释放 1Q26 公司电量维持稳定增长。**2025 年全年公司上网电量 1258.58 亿度，同比增加 13.36%，其中水电上网电量 1198.07 亿度，同比增加 11.98%。公司水电上网电量增加的主要原因包括 TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，叠加糯扎渡断面来水同比偏丰 1.5 成，带动糯扎渡水电站发电量同比高增 40.31%。此外公司新能源装机规模高增，截至 2025 年底新能源装机达 609.23 万千瓦，同比增长 64.5%，带动公司光伏上网电量高增 57.67%至 57.18 亿度。1Q26 公司通过优化小湾和糯扎渡“两库”互济运行，加快释放水电梯级蓄能，带动 1Q26 公司上网电量同比增长 12.51%至 237.46 亿度。2025 年投产机组将在今年继续贡献增量电量，叠加新能源装机加速，我们看好公司 2026 年发电量稳定成长。
- **2025 年公司上网电价回落，未来向下空间有限而向上弹性较大。**2025 年公司上网电价 210.58 元/兆瓦时，其中水电上网电价 207.78 元/兆瓦时，较 2024 年 219.96 元/兆瓦时同比下降，推测与广东落地端电价下降及电力市场化交易比例提升有关。2026 年云南省电力中长期年度交易实现多能源同台竞价，新能源电量高增短期或对电价形成一定压力。但考虑到公司当前电价水平已达近年低点，下探空间有限，如未来送端电价低位回升，叠加云南省内供需趋紧，看好公司电价在触底回升，增强公司盈利能力。
- **公司积极拓宽融资渠道降低融资成本，财务费用回落持续增厚公司业绩。**公司 2025 年全年财务费用为 26.25 亿元，同比降低 1.85%；1Q26 财务费用为 6.29 亿元，同比减少 2.83%。2025 年公司积极争取“两金”贷款及创新债券发行等方式，多元拓宽融资渠道，推动综合融资成本降至 2.43%，同比减少 41 个 BP。目前公司在建工程规模庞大，处于资本开支密集期，有息负债规模持续扩张，财务成本下降减轻公司财务压力，进一步增厚公司业绩。
- **盈利预测与估值：**结合短期公司上网电价承压及营业成本上涨趋势，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测为 91.35、98.70 亿元（原值为 98.44、102.40 亿元），新增 2028 年归母净利润预测为 103.96 亿元。当前股价对应 2025-2027 年市盈率分别为 20、18 和 17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**来水不及预期，电价政策发生不利变动，机组投产速度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	26,595	5,763	27,678	29,032	30,152
同比增长率(%)	6.9	7.0	4.1	4.9	3.9
归母净利润(百万元)	8,504	1,543	9,135	9,870	10,400
同比增长率(%)	2.5	2.3	7.4	8.0	5.4
每股收益(元/股)	0.45	0.08	0.49	0.53	0.56
毛利率(%)	57.0	52.0	57.3	58.0	58.3
ROE(%)	10.4	1.8	10.5	10.6	10.6
市盈率	21		20	18	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24,882	26,595	27,678	29,032	30,152
其中：营业收入	24,882	26,595	27,678	29,032	30,152
减：营业成本	10,916	11,441	11,810	12,192	12,587
减：税金及附加	483	1,247	1,298	1,361	1,414
主营业务利润	13,483	13,907	14,570	15,479	16,151
减：销售费用	64	66	69	72	75
减：管理费用	538	612	637	668	694
减：研发费用	151	97	101	106	110
减：财务费用	2,675	2,625	2,565	2,459	2,347
经营性利润	10,055	10,507	11,198	12,174	12,925
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	-27	-31	0	0	0
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-2	0	0	0	0
加：投资收益及其他	360	350	328	328	328
营业利润	10,387	10,826	11,527	12,502	13,254
加：营业外净收入	-23	-58	0	0	0
利润总额	10,365	10,768	11,527	12,502	13,254
减：所得税	1,453	1,551	1,705	1,890	2,071
净利润	8,912	9,217	9,822	10,613	11,183
少数股东损益	615	713	688	743	783
归属于母公司所有者的净利润	8,297	8,504	9,135	9,870	10,400

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。