

2026年05月29日

华能水电 (600025.SH)

投资评级：买入（维持）

——装机投产电量增长 重视澜沧江上游装机成长性

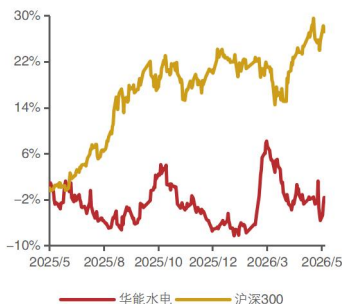
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年05月28日

收盘价(元)	9.62
一年内最高/最低(元)	10.66/8.86
总市值(百万元)	179,231.13
流通市值(百万元)	179,231.13
总股本(百万股)	18,631.09
资产负债率(%)	60.04
每股净资产(元/股)	3.81

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**1) 公司发布 2025 年年报，2025 年全年实现营业收入 265.95 亿元，同比增长 6.89%；实现归母净利润 85.04 亿元，同比增长 2.50%；2) 公司发布 2026 年一季报，2026Q1 实现营业收入 57.63 亿元，同比增长 7.02%；实现归母净利润 15.43 亿元，同比增长 2.32%；3) 公司发布 2025 年度利润分配预案，每股派发现金股利 0.205 元（含税），分红比例 44.91%。
- **电站投产发电量提升，2025 年及 2026Q1 业绩稳增。**公司 2025 年完成发电量 1269.32 亿千瓦时，同比增加 13.32%，其中水电发电量 1208.15 亿千瓦时，同比增加 11.94%；风电发电量 3.40 亿千瓦时，同比减少 18.29%；光伏发电量 57.77 亿千瓦时，同比增加 57.58%。发电量同比增加的主要原因：1) 用电需求同比增加，云南省内和西电东送电量同比增加；2) TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，新能源装机规模大幅提升，使得发电量同比增加；3) 澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 1.5 成，公司在主汛期全力抢发电量，水电蓄能得到有效释放。电价方面，2025 年公司水电、风电、光伏上网电价分别为 0.208、0.483、0.253 元/千瓦时，分别同比-0.012、+0.057、-0.023 元/千瓦时，或部分受市场化交易比例同比提升 11.51pct 至 73.46%影响。公司 2026Q1 完成发电量 239.58 亿千瓦时，同比增加 12.52%，发电量同比增加的主要原因：1) 新能源装机规模同比大幅提升；2) 公司优化小湾和糯扎渡“两库”互济运行，错峰安排水位消落，加快释放水电梯级蓄能；3) 云南省内及西电东送电量同比增加，2026Q1 营收及归母净利润增速低于电量增速，或受市场化电价下行及低电价电站电量占比提升等因素影响。
- **2025 年 TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，重视澜沧江上游水电装机成长性。**2025 年公司 TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，新能源装机规模大幅提升，截至 2025 年底，公司已投产装机 3420.81 万千瓦，其中水电 2811.58 万千瓦（同比+81 万千瓦），新能源 609.23 万千瓦（同比+238.96 万千瓦）。澜沧江流域在云南境内干流初步规划 15 个梯级，总装机容量约 2600 万千瓦，其中上游河段装机容量合计 943 万千瓦，公司澜沧江云南段水电开发已由中下游向上游推进，重视公司澜沧江上游水电装机成长性。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 89.30、93.49、99.35 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 20/19/18 倍，维持“买入”评级。按照 2026 年 5 月 28 日股价计算，股息率 2.1%。
- **风险提示：**来水波动，电价政策调整，利率环境变化。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24,882	26,595	27,296	27,883	28,604
同比增长率（%）	6.05%	6.89%	2.64%	2.15%	2.59%
归母净利润（百万元）	8,297	8,504	8,930	9,349	9,935
同比增长率（%）	8.63%	2.50%	5.01%	4.69%	6.27%
每股收益（元/股）	0.45	0.46	0.48	0.50	0.53
ROE（%）	11.27%	10.38%	10.28%	10.21%	10.29%
市盈率（P/E）	21.60	21.08	20.07	19.17	18.04

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,943	4,055	5,302	5,598
应收票据及账款	2,582	2,365	2,416	2,479
预付账款	88	83	85	87
其他应收款	696	680	695	713
存货	46	48	49	49
其他流动资产	807	354	361	371
流动资产总计	8,163	7,586	8,907	9,295
长期股权投资	3,357	3,593	3,830	4,067
固定资产	175,355	175,341	177,562	181,950
在建工程	28,618	31,349	31,579	29,309
无形资产	6,034	5,903	5,866	5,921
长期待摊费用	33	31	30	28
其他非流动资产	5,156	5,309	5,399	5,388
非流动资产合计	218,554	221,528	224,266	226,662
资产总计	226,717	229,113	233,173	235,958
短期借款	11,409	10,409	8,409	6,409
应付票据及账款	295	353	355	355
其他流动负债	32,698	29,919	30,064	30,095
流动负债合计	44,403	40,681	38,828	36,859
长期借款	93,797	94,297	94,797	93,797
其他非流动负债	403	403	403	403
非流动负债合计	94,200	94,700	95,200	94,200
负债合计	138,602	135,381	134,027	131,059
股本	18,631	18,631	18,631	18,631
资本公积	17,974	17,974	17,974	17,974
留存收益	45,354	50,266	54,941	59,908
归属母公司权益	81,960	86,871	91,546	96,514
少数股东权益	6,155	6,861	7,600	8,385
股东权益合计	88,115	93,732	99,146	104,899
负债和股东权益合计	226,717	229,113	233,173	235,958

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	9,217	9,379	9,832	10,464
折旧与摊销	7,273	7,527	7,798	8,140
财务费用	2,625	2,765	2,743	2,690
投资损失	-311	-307	-307	-307
营运资金变动	433	-2,032	71	-60
其他经营现金流	-188	332	296	296
经营性现金净流量	19,049	17,666	20,434	21,223
投资性现金净流量	-17,605	-10,269	-10,269	-10,269
筹资性现金净流量	-2,131	-7,284	-8,918	-10,658
现金流量净额	-692	112	1,247	296

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	26,595	27,296	27,883	28,604
营业成本	11,441	12,052	12,102	12,102
税金及附加	1,247	772	789	809
销售费用	66	69	71	72
管理费用	612	617	630	646
研发费用	97	161	164	169
财务费用	2,625	2,765	2,743	2,690
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-31	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	311	307	307	307
公允价值变动损益	22	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
其他收益	17	18	18	18
营业利润	10,826	11,187	11,710	12,442
营业外收入	19	32	32	32
营业外支出	78	61	61	61
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	10,768	11,158	11,681	12,414
所得税	1,551	1,522	1,593	1,693
净利润	9,217	9,636	10,088	10,721
少数股东损益	713	706	739	785
归属母公司股东净利润	8,504	8,930	9,349	9,935
EPS(元)	0.46	0.48	0.50	0.53

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	6.89%	2.64%	2.15%	2.59%
营业利润增长率	4.22%	3.33%	4.68%	6.25%
归母净利润增长率	2.50%	5.01%	4.69%	6.27%
经营现金流增长率	8.52%	-7.26%	15.67%	3.86%
盈利能力				
毛利率	56.98%	55.85%	56.60%	57.69%
净利率	34.66%	35.30%	36.18%	37.48%
ROE	10.38%	10.28%	10.21%	10.29%
ROA	3.75%	3.90%	4.01%	4.21%
估值倍数				
P/E	21.08	20.07	19.17	18.04
P/S	6.74	6.57	6.43	6.27
P/B	2.58	2.41	2.27	2.13
股息率	0.00%	2.24%	2.61%	2.77%
EV/EBITDA	13	13	13	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。