华能水电（600025.SH） 买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

电价回升盈利改善，拟购集团清洁能源资产

业绩简评

2026 年 10 月 25 日晚，公司披露 2026 年三季报，报告期实现营收 211.06 亿元，同比增长 2.25%；实现归母净利润 75.54 亿元，同比增长 0.19%，其中三季度实现营收 79.58 亿元，同比增长 3.60%；实现归母净利润 31.78 亿元，同比增长 8.43%。

经营分析

公司前三季度完成发电量 963.41 亿千瓦时，同比增长 0.1%，其中水电发电量 894.88 亿千瓦时，同比下降 2.4%；新能源及其他发电量 68.53 亿千瓦时，同比增长 48.4%。三季度完成发电量 414.9 亿千瓦时，同比下降 4.6%，其中水电发电量 391.4 亿千瓦时，同比下降 7.2%，新能源及其他发电量 23.6 亿千瓦时，同比增长 77.8%。前三季度澜沧江流域来水整体同比减少近一成，三季度流域来水显著偏枯；2025 年 8 月硬梁包全容量投产，同时瑞丽江水电站恢复正常运行，对冲部分电量下行。

电价方面，测算 2026Q3 公司平均度电营收为 0.1934 元/千瓦时，同比增长 9.0%。电价上升主要受电量结构变化影响，澜沧江上游六座高电价电站发电量同比回升，电量占公司总发电量比重提升，拉高水电综合电价。

公司资产整合加速，拟以 87.01 亿元现金收购华能集团 HNYL 公司 100%股权。标的拥有已投产水电、新能源装机分别为 87 万、67.14 万千瓦，在建水电、新能源装机分别为 60 万、23 万千瓦，其中在建水电预计 2027 年 8 月并网。标的 2025 年实现净利润 3.39 亿元，交易完成后有望进一步扩大公司清洁能源资产及盈利规模。

展望后续，公司水电项目与新能源基地协同推进。糯扎渡片区 189 万千瓦水光互补基地全面开工，小湾水光互补项目投运，264 万千瓦项目纳入云南省 2026 年第一批建设清单。公司在澜沧江上游仍有 RM、BD、GS 等水电项目储备，其中 RM 电站将提高流域调节能力，并依托流域调节能力推进水风光一体化基地，装机扩张有望带动电量中枢与资产规模继续上行。

盈利预测、估值与评级

我们预测，2026-2028 年公司归母净利润分别为 90.0/93.5/98.2 亿元，同比+5.9%/+3.9%/+4.9%，对应 PE 为 21.0/20.2/19.3 倍。考虑公司未来水风光装机投产，股息与成长空间兼备，维持“买入”评级。

风险提示

来水波动；上网电价调整风险；光伏建设不及预期等。

国金证券研究所

分析师：姜涛（执业 S1130525120007）

jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：许子怡（执业 S1130526030003）

xuziyi@gjzq.com.cn

分析师：卢佳琪（执业 S1130526070001）

lujiaqi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪

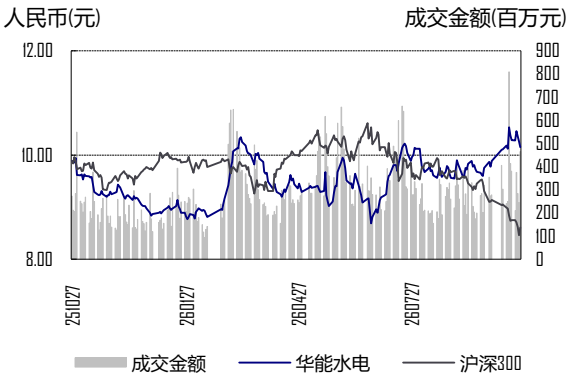
guoshihao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：10.15 元

相关报告：

1.《华能水电公司点评：高价电站来水偏枯，量价略有下降》，2026.8.26

2.《华能水电公司点评：机组投产提升电量，电价下滑业绩略增》，2026.4.29



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,882	26,595	27,441	28,056	28,762
营业收入增长率	6.05%	6.89%	3.18%	2.24%	2.51%
归母净利润(百万元)	8,297	8,504	9,004	9,354	9,815
归母净利润增长率	8.63%	2.50%	5.88%	3.88%	4.93%
摊薄每股收益(元)	0.461	0.456	0.483	0.502	0.527
每股经营性现金流净额	0.98	1.02	1.05	1.11	1.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.27%	10.38%	10.36%	10.16%	10.07%
P/E	20.63	19.89	21.00	20.22	19.27
P/B	2.33	2.06	2.18	2.05	1.94

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**23,461**	**24,882**	**26,595**	**27,441**	**28,056**	**28,762**
增长率		6.1%	6.9%	3.2%	2.2%	2.5%
主营业务成本	-10,238	-10,916	-11,441	-11,493	-11,601	-11,701
%销售收入	43.6%	43.9%	43.0%	41.9%	41.3%	40.7%
毛利	13,224	13,966	15,154	15,949	16,455	17,061
%销售收入	56.4%	56.1%	57.0%	58.1%	58.7%	59.3%
营业税金及附加	-436	-483	-1,247	-1,262	-1,291	-1,323
%销售收入	1.9%	1.9%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
销售费用	-60	-64	-66	-68	-70	-71
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-543	-538	-612	-631	-645	-662
%销售收入	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	-187	-151	-97	-110	-112	-115
%销售收入	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润（EBIT）	11,997	12,730	13,132	13,877	14,338	14,889
%销售收入	51.1%	51.2%	49.4%	50.6%	51.1%	51.8%
财务费用	-2,730	-2,675	-2,625	-2,700	-2,715	-2,690
%销售收入	11.6%	10.7%	9.9%	9.8%	9.7%	9.4%
资产减值损失	-92	-29	-31	-30	-30	-30
公允价值变动收益	-50	10	22	10	10	10
投资收益	283	325	311	320	330	340
%税前利润	3.0%	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%
营业利润	9,426	10,387	10,826	11,497	11,953	12,539
营业利润率	40.2%	41.7%	40.7%	41.9%	42.6%	43.6%
营业外收支	-6	-23	-58	-30	-30	-30
税前利润	9,420	10,365	10,768	11,467	11,923	12,509
利润率	40.2%	41.7%	40.5%	41.8%	42.5%	43.5%
所得税	-1,177	-1,453	-1,551	-1,663	-1,729	-1,814
所得税率	12.5%	14.0%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	8,243	8,912	9,217	9,804	10,194	10,695
少数股东损益	605	615	713	800	840	880
归属于母公司的净利润	**7,638**	**8,297**	**8,504**	**9,004**	**9,354**	**9,815**
净利率	32.6%	33.3%	32.0%	32.8%	33.3%	34.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	8,243	8,912	9,217	9,804	10,194	10,695
少数股东损益	605	615	713	800	840	880
非现金支出	5,946	6,253	7,303	7,847	7,949	8,051
非经营收益	2,504	2,384	2,050	2,591	2,383	2,349
营运资金变动	370	5	478	-768	92	92
经营活动现金净流	**17,063**	**17,554**	**19,049**	**19,474**	**20,618**	**21,188**
资本开支	-18,106	-20,379	-16,457	-12,332	-12,280	-12,280
投资	-8,838	19	-1,460	-370	-380	-390
其他	377	241	312	320	330	340
投资活动现金净流	**-26,567**	**-20,120**	**-17,605**	**-12,382**	**-12,330**	**-12,330**
股权募资	5,016	7,555	8,216	0	0	0
债权募资	11,220	4,159	1,697	-1,177	-1,193	-1,551
其他	-7,536	-7,816	-12,045	-6,778	-6,944	-7,128
筹资活动现金净流	**8,700**	**3,897**	**-2,131**	**-7,954**	**-8,137**	**-8,678**
现金净流量	**-791**	**1,337**	**-692**	**-862**	**151**	**180**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,760	3,093	3,943	3,005	3,058	3,119
应收款项	2,390	2,727	3,279	3,085	3,154	3,234
存货	44	40	46	47	48	48
其他流动资产	146	202	896	869	870	870
流动资产	4,340	6,062	8,163	7,006	7,130	7,271
%总资产	2.2%	2.8%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
长期投资	5,074	5,368	5,569	5,949	6,339	6,739
固定资产	176,931	192,679	202,114	206,581	210,961	215,256
%总资产	90.6%	89.8%	89.1%	89.5%	89.4%	89.2%
无形资产	6,450	6,336	6,068	6,107	6,145	6,181
非流动资产	190,899	208,545	218,554	223,743	228,883	233,933
%总资产	97.8%	97.2%	96.4%	97.0%	97.0%	97.0%
资产总计	**195,239**	**214,607**	**226,717**	**230,749**	**236,013**	**241,204**
短期借款	15,077	26,350	24,775	24,097	23,404	22,353
应付款项	7,764	10,216	10,958	10,156	10,260	10,360
其他流动负债	6,199	6,201	8,670	8,484	8,536	8,602
流动负债	29,039	42,766	44,403	42,736	42,199	41,315
长期贷款	91,764	89,666	89,907	88,907	87,907	86,907
其他长期负债	3,713	3,006	4,293	5,231	6,039	6,827
负债	124,516	135,439	138,602	136,874	136,145	135,048
普通股股东权益	67,329	73,601	81,960	86,920	92,073	97,480
其中：股本	18,000	18,000	18,631	18,631	18,631	18,631
未分配利润	18,243	22,131	25,876	30,836	35,989	41,396
少数股东权益	3,394	5,567	6,155	6,955	7,795	8,675
负债股东权益合计	**195,239**	**214,607**	**226,717**	**230,749**	**236,013**	**241,204**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.424	0.461	0.456	0.483	0.502	0.527
每股净资产	3.741	4.089	4.399	4.665	4.942	5.232
每股经营现金净流	0.948	0.975	1.022	1.045	1.107	1.137
每股股利	0.180	0.200	0.205	0.217	0.225	0.237
回报率						
净资产收益率	11.34%	11.27%	10.38%	10.36%	10.16%	10.07%
总资产收益率	3.91%	3.87%	3.75%	3.90%	3.96%	4.07%
投入资本收益率	5.81%	5.55%	5.46%	5.63%	5.69%	5.78%
增长率						
主营业务收入增长率	10.97%	6.05%	6.89%	3.18%	2.24%	2.51%
EBIT 增长率	9.55%	6.11%	3.16%	5.67%	3.32%	3.85%
净利润增长率	12.30%	8.63%	2.50%	5.88%	3.88%	4.93%
总资产增长率	19.87%	9.92%	5.64%	1.78%	2.28%	2.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.4	28.8	31.2	31.0	31.0	31.0
存货周转天数	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
应付账款周转天数	10.3	11.0	9.8	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	2,115.4	2,225.1	2,381.1	2,234.5	2,112.8	1,989.0
偿债能力						
净负债/股东权益	152.82%	145.16%	129.10%	120.92%	112.42%	104.24%
EBIT 利息保障倍数	4.4	4.8	5.0	5.1	5.3	5.5
资产负债率	63.78%	63.11%	61.13%	59.32%	57.69%	55.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	14	14	32
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究