

买入

2026 年 03 月 25 日

清洁能源业绩承压，看好公司战略转型

- 整体业绩符合预期：**2025 年整体收入 490.3 亿元人民币（下同），同比下降 9.6%，经营利润 119.4 亿元，同比小幅下降 1.9%，权益持有人应占利润 34 亿元，同比下降 11.9%，归属普通股股东净利润 29.1 亿元，同比下降 13.5%，期末拟派息每股 0.168 元人民币，分红比例大幅提升至约 71%。公司 2025 年自由现金流由 2024 年的-171 亿元转正至 3.2 亿元，经营性现金流同比增长 74.4%至 185.2 亿元，财务状况改善明显。
- 煤电盈利改善：**全年煤电/水电/风电/光伏售电量增速分别为-15.6%/-1%/17.4%/12.6%，煤电售电量下降主要因为期内平圩电厂出表影响，火电分部（包含小规模气电和环保发电）净利润同比增长 45.8%至 22.7 亿元，主要受益于煤电单位燃料成本同比下降 13.98%至 232.76 元/兆瓦时，全年点火价差约 0.13 元每千瓦时，度电净利润约 4.8 分，预计 2026 年电力供需形势宽松的情形下，公司煤电点火价差有望保持平稳；风电分部净利润同比下降 7.5%至 29.4 亿元，主要受风资源转差及平价装机占比提升等影响，平均利用小时下降 25 小时至 2029 小时，平均上网电价同比下降 36.6 元/兆瓦时；光伏分部净利润 9.8 亿元，同比下降 43.3%，主要因光照下降和市场化交易导致平均上网电价与利用小时双降影响；水电分部利润同比下降 41.7%至 3 亿元，主要因核心区域湖南五强溪和广西长洲来水偏枯，利用小时数同比下降 56 小时至 3083 小时，叠加重组一次性税项所致，但公司近年水电电价保持平稳，未来来水恢复后水电分部盈利有望改善。
- 资本开支趋于平稳：**2025 年公司资本性支出同比下降 35.5%至 182 亿元，发展战略将由规模优先转型为效益优先，未来资本开支预计维持 200 亿元体量。截止 2025 年底，公司合并装机容量为 54.8GW，同比增长 10.9%，清洁能源占比进一步提升至 82.1%，2026 年预计公司风电、光伏新增装机量为 2.8/2.2GW，装机节奏趋于稳健，财务和现金流状况将逐步改善。
- 下调目标价至 4 港元，买入评级：**考虑到水电来水波动和电价压力影响，我们调整公司 2026-2028 年收入为 494/524/558 亿元，普通股股东净利润为 29/30/34 亿元，下调未来十二个月目标价至 4 港元，对应 2026-2028 年 15/14/13 倍预测市盈率及 0.7/0.5/0.5 倍预测市净率，维持买入评级，看好公司水火电盈利压舱石+绿电成长引擎组合，战略转型后股东回报有望持续提升。
- 风险提示：**市场化交易电价大幅下降

黄佳杰

+ 852-25321599

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

李羚玮

+ 852-25321539

David.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

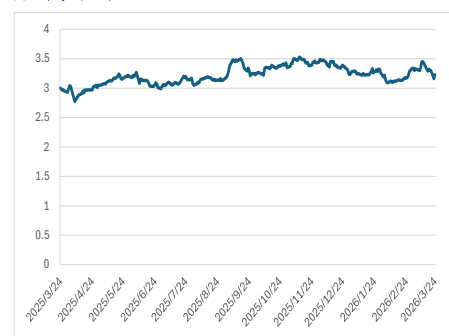
行业	电力
股价	3.23 港元
目标价	4.00 港元 (+24%)
股票代码	2380
已发行股本	123.70 亿股
港股市值	399.56 亿港元
52 周高/低	3.53 港元/2.59 港元
每股净资产	3.84 港元
主要股东	国家电投 (64.68%)

盈利摘要

截止 12 月 31 日	24 年实际	25 年实际	26 年预测	27 年预测	28 年预测
营业额(百万元)	54,213	49,029	49,408	52,443	55,779
变动 (%)	22.5%	-9.6%	0.8%	6.1%	6.4%
普通股股东净利润(百万元)	3,364	2,910	2,949	3,038	3,428
基本每股盈利(元)	0.27	0.24	0.24	0.25	0.28
变动 (%)	26.5%	-13.5%	0.0%	3.0%	12.8%
市净率@3.23 港元(倍)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
市盈率@3.23 港元(倍)	10.8	12.5	12.0	11.6	10.3
每股股息(元)	0.16	0.17	0.14	0.15	0.17
股息现价比率 (%)	5.02%	5.72%	5.00%	5.16%	5.82%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
百万元 财务年度截止12月31日											
	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	54,213	49,029	49,408	52,443	55,779	盈利能力					
毛利	25,193	23,004	23,066	24,474	27,039	经营利润率 (%)	46.5%	46.9%	46.7%	46.7%	48.5%
销售及管理费用	-12,445	-13,151	-14,446	-15,500	-16,976	EBITDA 利率 (%)	51.6%	56.7%	55.1%	54.0%	54.1%
其他业务收入	2,539	3,926	3,926	3,926	3,926	EBIT 利率 (%)	28.2%	28.1%	25.4%	24.6%	25.1%
经营利润	15,287	13,779	12,546	12,900	13,988	净利率 (%)	6.2%	5.9%	6.0%	5.8%	6.1%
财务开支	-5,043	-5,063	-4,546	-4,825	-5,187	营运表现					
联营公司	733	834	875	910	947	SG&A/收入 (%)	23.0%	26.8%	29.2%	29.6%	30.4%
其他收益	154	152	152	152	152	实际税率 (%)	13.2%	20.0%	15.1%	15.3%	15.7%
税前盈利	11,130	9,701	9,028	9,137	9,899	股息支付率 (%)	59.6%	71.4%	60.0%	60.0%	60.0%
所得税	-1,471	-1,941	-1,364	-1,399	-1,553	库存周转	16	16	16	16	16
少数股东应占利润	-2,678	-2,514	-2,600	-2,667	-2,961	应付账款周转率	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
普通股股东利润	3,364	2,910	2,949	3,038	3,428	应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
折旧及摊销	-12,663	-14,041	-14,700	-15,435	-16,207	财务状况					
EBITDA	27,950	27,820	27,246	28,335	30,195	ROE	6.1%	5.0%	4.6%	3.7%	4.1%
增长						ROA	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
总收入 (%)	22.5%	-9.6%	0.8%	6.1%	6.4%	负债率	68.4%	67.9%	65.7%	61.4%	58.8%
EBITDA (%)	40.2%	-0.5%	-2.1%	4.0%	6.6%						
归母净利润 (%)	26.5%	-13.5%	1.3%	3.0%	12.8%						
资产负债表						现金流量表					
百万元 财务年度截止12月31日						百万元 财务年度截止12月31日					
	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	6,074	6,378	-3,736	-25,572	-49,435	税前利润	8,011	7,859	7,411	7,601	8,440
应收账款	31,647	33,661	28,169	29,899	31,801	营运资金变化	-8,599	-2,278	4,609	-1,835	-1,980
存货	1,403	1,725	2,665	2,829	2,965	所得税	-1,623	-1,941	-1,364	-1,399	-1,553
其他流动资产	12,515	15,866	15,866	15,866	15,866	其他	12,833	14,878	15,128	14,970	16,581
总流动资产	51,638	57,630	42,965	23,023	1,198	营运现金流	10,621	18,518	25,784	19,338	21,487
固定资产	226,873	239,792	255,967	283,847	296,212	资本开支	-26,980	-20,175	-26,491	-27,881	-27,800
联营公司权益	8,606	11,232	11,232	11,232	11,232	其他投资活动	-8,192	-2,509	0	0	0
其他资产	53,338	58,901	58,901	58,901	58,901	投资活动现金流	-35,172	-22,684	-26,491	-27,881	-27,800
总资产	340,456	367,556	369,065	377,003	367,544	银行贷款	93,602	110,176	69,000	69,000	69,000
短期银行贷款	29,764	40,188	40,188	40,188	40,188	股本变化	0	0	0	1	2
应付帐款	3,700	3,638	4,282	4,544	4,763	股息	-2,272	-2,004	-1,770	-1,823	-2,057
其他短期负债	59,719	48,385	48,385	48,385	48,385	其他融资活动	-66,444	-103,703	-76,638	-80,471	-84,495
总短期负债	93,182	92,211	92,855	93,117	93,337	融资活动现金流	24,886	4,469	-9,407	-13,292	-17,550
长期银行贷款	110,759	118,222	110,584	99,114	83,621	现金变化	335	304	-10,114	-21,836	-23,863
其他负债	28,981	39,091	39,091	39,091	39,091	汇兑变化	-0	1	0	0	0
总负债	232,923	249,524	242,530	231,323	216,049	期初持有现金	5,739	6,074	6,378	-3,736	-25,572
少数股东权益	52,635	59,394	61,994	64,661	67,623	期末持有现金	6,074	6,378	-3,736	-25,572	-49,435
股东权益	54,897	58,638	64,541	81,019	83,872						
负债权益合计	340,456	367,556	369,065	377,003	367,544						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。