

# 赣能股份 (000899.SZ)

上高投产持续贡献业绩增量，分红比例提升 10pct

## 核心观点:

- **单位用煤成本持续下降，2025 年归母净利润同比增长 41%。**2025 年公司实现营收 74 亿元 (同比+6.9%)、归母净利润 10.1 亿元 (同比+41%)，业绩大幅改善主要由于上高一期火电厂陆续投产发电以及单位用煤成本持续下降，毛利率达到 21.6% (同比+5.9pct)，归母净利率 13.6% (同比+3.3pct)。2025 年公司经营性现金流净额 21.8 亿元 (同比+76.3%)，投资性现金流净流出 42.6 亿元 (同比+12.8%)，投资性现金流出增加主要由于处置报废资产收到的现金减少。
- **受益于上高一期投产，2026Q1 上网电量同比增长 65%。**25 年底公司在运装机 6.25GW (同比+51.7%)，在建装机 1.26GW。25 年公司售电量 173.61 亿千瓦时 (同比+9.4%)，其中火电 163.89 亿千瓦时 (同比+8.7%)、新能源 6.64 亿千瓦时 (同比+45.3%)，利用小时数 3961 小时 (同比-277 小时)，主要由于新机组投产。25 年平均上网电价 0.478 元/千瓦时 (同比-0.012 元/千瓦时)。26Q1 公司上网电量 55.48 亿千瓦时 (同比+65%)，其中火电上网电量 54.13 亿千瓦时 (同比+68.7%)。
- **煤电联营合作清洁煤电，2025 年分红比例提升 10pct。**2023 年 5 月公司与陕煤集团签订《框架协议》，合作共建上高一期 2 台 1GW、上高二期 2 台 1GW 清洁煤机。其中公司控股上高一期 2 台煤机已于 25 年 9 月、12 月投产，参股 49% 的 2 台上高二期煤机已于 24 年 4 月核准，期待投产贡献利润增量。25 年公司分红金额 5.53 亿元 (同比+71.8%)，分红比例 55% (同比+10pct)，当前股息率 4.3%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 26~28 年归母净利润为 12.7、13.2、13.7 亿元，最新收盘价对应 PE 分别为 10.1、9.7、9.4 倍。上高一期项目投产装机提升五成，分红比例大幅提升，参考同业估值，给予 2026 年 12 倍 PE 估值，对应 15.62 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤价波动；利用小时数下滑；项目建设进度不及预期等。

## 盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,921	7,398	10,549	10,512	10,500
增长率 (%)	-2.4%	6.9%	42.6%	-0.4%	-0.1%
EBITDA	1,442	1,961	2,767	2,815	2,878
归母净利润	714	1,007	1,270	1,324	1,369
增长率 (%)	45.8%	41.0%	26.2%	4.2%	3.4%
EPS (元/股)	0.73	1.03	1.30	1.36	1.40
市盈率 (P/E)	11.9	9.6	10.1	9.7	9.4
ROE (%)	12.4%	15.6%	18.1%	17.4%	16.6%
EV/EBITDA	12.2	9.7	8.1	7.7	7.2

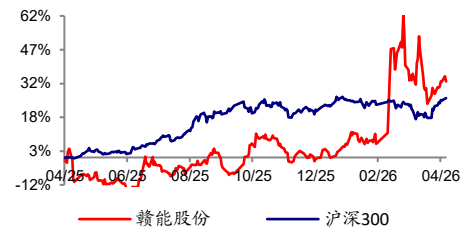
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

当前价格	13.21 元
合理价值	15.62 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-21

## 相对市场表现



## 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

## 分析师:

郝兆升



SAC 执证号: S0260524070001

0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

## 分析师:

陈舒心



SAC 执证号: S0260524030004

021-38003790



shchenshuxin@gf.com.cn

请注意, 郝兆升, 陈舒心并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究:

赣能股份 (000899.SZ) : 主 2025-08-26  
业盈利持续改善, 关注上高  
投产贡献增量

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>2,299</b>	<b>2,999</b>	<b>3,349</b>	<b>3,674</b>	<b>3,934</b>
货币资金	313	453	400	600	700
应收及预付	1,027	1,191	1,455	1,538	1,653
存货	412	496	593	591	590
其他	547	859	901	945	991
<b>非流动资产总额</b>	<b>15,104</b>	<b>18,756</b>	<b>18,737</b>	<b>18,595</b>	<b>18,395</b>
长期股权投资	1,672	2,070	2,174	2,217	2,261
固定资产	8,315	14,908	15,106	15,070	14,891
在建工程	3,562	1,185	842	671	586
使用权资产	144	177	188	199	209
无形资产	153	161	167	174	180
其他	1,258	255	259	264	268
<b>资产总额</b>	<b>17,402</b>	<b>21,755</b>	<b>22,086</b>	<b>22,269</b>	<b>22,329</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>2,608</b>	<b>5,274</b>	<b>4,641</b>	<b>4,577</b>	<b>4,472</b>
短期借款	644	876	839	755	628
应付及预收	1,314	1,948	2,134	2,247	2,361
其他	650	2,450	1,668	1,575	1,484
<b>非流动负债总额</b>	<b>8,870</b>	<b>8,938</b>	<b>9,188</b>	<b>8,692</b>	<b>8,088</b>
长期借款	8,302	8,052	8,300	7,800	7,200
应付债券	499	798	798	798	798
其他	70	87	90	94	90
<b>负债总额</b>	<b>11,478</b>	<b>14,212</b>	<b>13,829</b>	<b>13,269</b>	<b>12,560</b>
股本	976	976	976	976	976
其他	4,779	5,470	6,042	6,639	7,255
归母权益合计	5,754	6,446	7,018	7,614	8,231
少数股东权益	170	1,098	1,239	1,386	1,538
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,402</b>	<b>21,755</b>	<b>22,086</b>	<b>22,269</b>	<b>22,329</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>6,921</b>	<b>7,398</b>	<b>10,549</b>	<b>10,512</b>	<b>10,500</b>
营业成本	5,836	5,802	8,536	8,513	8,497
营业税金及附加	21	110	148	147	147
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	138	127	137	137	137
研发费用	101	121	127	126	126
财务费用	195	200	243	237	219
资产信用减值损失	-9	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	65	105	158	231	263
<b>营业利润</b>	<b>688</b>	<b>1,144</b>	<b>1,519</b>	<b>1,584</b>	<b>1,637</b>
营业外收支	24	0	0	0	0
利润总额	712	1,144	1,519	1,584	1,637
所得税费用	3	81	108	112	116
<b>合并净利润</b>	<b>709</b>	<b>1,063</b>	<b>1,411</b>	<b>1,471</b>	<b>1,521</b>
少数股东损益	-5	56	141	147	152
<b>归母净利润</b>	<b>714</b>	<b>1,007</b>	<b>1,270</b>	<b>1,324</b>	<b>1,369</b>
EPS (元/股)	0.73	1.03	1.30	1.36	1.40

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,237</b>	<b>2,182</b>	<b>2,449</b>	<b>2,699</b>	<b>2,727</b>
合并净利润	709	1,063	1,411	1,471	1,521
折旧摊销	615	721	1,162	1,225	1,283
营运资金变动	-233	286	-211	-6	-38
其他	0	0	-42	-44	-46
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3,775</b>	<b>-4,260</b>	<b>-961</b>	<b>-851</b>	<b>-821</b>
资本性开支	-3,695	-3,966	-1,035	-1,035	-1,035
投资	-5	-294	-104	-44	-45
其他	-75	0	178	228	259
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>2,289</b>	<b>2,272</b>	<b>-1,518</b>	<b>-1,648</b>	<b>-1,806</b>
股本融资	25	869	0	0	0
债权融资	2,720	2,038	-575	-681	-823
股利分配与偿付利息	-401	-609	-943	-968	-976
其他	-54	-26	0	1	-7
<b>现金净增加额</b>	<b>-249</b>	<b>194</b>	<b>-30</b>	<b>200</b>	<b>100</b>
期初现金余额	485	236	430	400	600
期末现金余额	236	430	400	600	700

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	-2.4%	6.9%	42.6%	-0.4%	-0.1%
营业利润增长率	33.9%	66.3%	32.8%	4.2%	3.4%
归母净利润增长率	45.8%	41.0%	26.2%	4.2%	3.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.7%	21.6%	19.1%	19.0%	19.1%
净利率	10.2%	14.4%	13.4%	14.0%	14.5%
ROE	12.4%	15.6%	18.1%	17.4%	16.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.0%	65.3%	62.6%	59.6%	56.2%
有息负债率	54.3%	44.7%	45.0%	42.0%	38.6%
流动比率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
利息保障倍数	4.2	6.2	6.6	6.6	7.2
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	8.9	8.4	9.0	8.4	7.7
存货周转率	14.2	11.7	14.4	14.4	14.4
应付账款周转率	6.4	3.0	4.0	3.8	3.6
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.73	1.03	1.30	1.36	1.40
每股净资产	5.90	6.61	7.19	7.80	8.44
每股经营现金流	1.27	2.24	2.51	2.77	2.80
<b>估值比率</b>					
PE	11.9	9.6	10.1	9.7	9.4
PB	1.5	1.5	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.2	9.7	8.1	7.7	7.2

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 陈 龙：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。