晨会

2026 年 05 月 28 日

华源晨会精粹 20260528

市场数据

指数名称	收盘价	涨跌幅	年初至今
上证指数	4,098.64	0.12%	1.87%
创业板指	4,125.07	1.96%	25.21%
沪深 300	4,914.21	0.12%	4.16%
中证 1000	8,637.74	1.07%	11.40%
科创 50	1,844.25	1.59%	31.41%
北证 50	1,285.70	2.55%	-12.32%

资料来源：聚源，华源证券研究所，截至 2026 年 05 月 28 日

投资要点：

- **宏观经济 利润延续改善，三大链条贡献几何？——兼评 4 月企业利润数据：**2026 年 1-4 月全国规上工企利润累计同比 18.2%，前值 15.5%；营业收入累计同比 5.2%，前值 5.0%。宏观政策见效、价格回升叠加 AI 外需支撑，工企景气度延续向上。工企利润修复斜率显著快于营收，盈利弹性进一步凸显。利润率四因子拆分来看，降本贡献较大、其次为投资收益。利润格局：上游利润占比提升，中游 AI 贡献，下游相对承压。库存周期：库销比延续高位运行，指向终端需求仍待改善，油价对经济基本面影响趋于显现，短期用好用足既定政策，往后看或需加大预研储备，适时推出增量政策以稳固经济内生动能。往后看，预计企业利润改善具有延续性。当前内需消费疲弱，企业利润改善的底色在于两大输入型因素，一则 AI 有色外需支撑，二则 3 月以来地缘冲突下油煤化工链条的涨价与传导贡献增量。考虑到北美 AI 资本开支指引仍趋上调，近期美伊和谈有所进展但后续油价回落速率和霍尔木兹海峡通航可能偏缓，叠加国内稳步推进统一大市场和“反内卷”，因而企业利润改善的叙事或尚未完结。

  风险提示：国内政策不及预期，地缘政治反复超预期，美国经济超预期衰退。

- **建筑建材/机械/地产 业绩整体承压，现金流改善明显——25FY 年报&26Q1 季报建筑综述：**2025 年板块收入利润继续承压，“十五五”开局下修复动能有望累积。2025 年申万建筑板块实现营业收入 8.20 万亿元，同比-6.06%；归母净利润 1313 亿元，同比-23.42%，营收与归母净利润降幅较 2024 年分别扩大 2.12pct、9.25pct，利润端压力进一步加大。费用及减值压力仍是利润承压的重要因素。现金流方面，回款管理有所改善。细分行业景气差异明显，专业工程与化学工程表现相对占优。26Q1 收入利润延续承压，专业工程与装修装饰利润表现相对较优。展望 2026 年，作为“十五五”开局之年，重大交通、能源水利、地下管网等重点方向有望持续推进，行业基本面或迎来边际修复。

  风险提示：基建资金投放节奏不及预期；海外业务执行与地缘政治风险；资金回款与信用风险加剧。

- **建筑建材/机械/地产 关注洁净室等景气赛道——建筑装饰行业周报：**洁净室：高科技制造核心环境基础，洁净等级与系统集成能力构成工程壁垒。洁净室核心作用在于为高科技产业科研和生产过程提供稳定、受控的环境，降低外部环境干扰，从而保障产品良品率和安全性。从类型看，洁净室主要分为工业洁净室和生物洁净室。洁净室工程占厂房建设投资比例较高，半导体、生物医药扩产有望带动专业工程需求释放。市场方面，根据 The Business Research Company 计算，全球洁净室建设市场规模预计将由 2025 年的 69.4 亿美元增长至 2026 年的 77.3 亿美元；增长主要受制药行业需求提升、生物技术项目增加、半导体制造扩张及医疗设施升级等因素带动。结合下游需求方向，建议关注具备高等级洁净室工程、机电系统集成及二次

配能力的专业工程企业。

风险提示：经济恢复不及预期，基建/地产投资增速不及预期，政策落地不及预期。

- 医药 **派林生物(000403.SZ)点评：业绩调整，国药整合与产品管线有望驱动未来增长：**公司 2025 年营业收入达到 26.33 亿元，同比降低 0.83%。2025 年归母净利润达到 4.19 亿元，同比下降 43.75%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 3.43 亿元，同比下降 8.47%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比减少 74.22%。公司 2026 年 Q1 销售费用为 0.46 亿元，同比上升 42.88%，主要系本季度加大学术推广投入。公司或因产能扩增和市场环境影响而业绩下降。国药体系整合仍是核心看点，长期赋能值得期待。公司全资子公司广东双林的静注人免疫球蛋白（pH4）生产工艺变更获得临床试验批准，从传统低温乙醇蛋白分离法升级为国际主流的辛酸沉淀及多步层析精制纯化工艺，有望在产品收率和安全性上实现显著提升。此外，2026 年 2 月，公司披露全资子公司连续获得药品补充申请、药品注册上市许可、药品注册临床试验等多项受理通知书，表明公司研发管线正按计划稳步推进，为后续产品梯队建设和业绩增长提供了保障。

  风险提示。市场竞争加剧的风险；价格下降的风险；政策超预期的风险。

- 公用环保 **华能国际(600011.SH)点评：业绩稳健有韧性，龙头火电有望享受电价弹性：**公司 2025 年实现归母净利润 144.1 亿元，同比增加 42.17%；实现扣非后归母净利润 134.82 亿元，同比增加 28.13%。拟每股派发 0.4 元（含税）现金红利，分红比例 53.96%。2026 年一季度实现归母净利润 44.84 亿元，同比下滑 9.83%；业绩基本符合市场预期。煤价下降释放业绩弹性，2025 年业绩大幅增长。2026 年火电资本开支计划增长，新能源下降，或反映运营商新能源投资意愿。2026Q1 业绩受新能源拖累，展望二季度，考虑到动力煤现货价格有所上涨，预计二季度公司业绩承压。但展望下半年，一方面在“厄尔尼诺”预期下，夏季高温需求或为电价上涨提供动力，部分沿海省份火电业绩压力或为年底电价谈判提供支撑。公司为全国煤电运营商龙头，有望充分享受边际需求好转以及电价上涨。

  风险提示：煤价大幅上行，电价政策出现不利调整，用电需求波动。

- 公用环保 **中国电力(02380.HK)点评：每股股利稳中有升，国电投综合清洁能源产业平台：**2025 年公司实现归母净利润 34.04 亿元，同比下降 11.85%；实现归属于普通股股东利润 29.10 亿元，同比下降 13.5%；拟年度派发每股股利 0.168 元，同比增长 3.7%，对应派息率 70%。燃料成本下降火电利润增长，来水偏枯与新能源入市拖累业绩。装机方面，截至 2025 年底，公司控股装机 5475 万千瓦。根据公司 2025 年业绩演示材料，中国电力被国家电投赋予“综合性清洁能源旗舰上市公司”及“综合清洁能源产业平台”新定位，背靠集团强大支持，致力打造世界一流综合清洁能源上市公司。资本架构上，2025 年中国电力完成与电投水电重大资产重组，持股电投水电 55.13%，构建“红筹控 A”资本性架构；中国电力装有国家电投集团省公司共计 10 家，打造水火风光储综合能源为一体的上市公司。

  风险提示：来水不及预期、新能源电价政策不及预期、应收账款减值风险。

- 交运 **厦门象屿(600057.SH)首次覆盖：大宗供应链龙头，全链布局长期价值：**厦门

象屿为厦门市国资委实控、象屿集团控股的大宗供应链龙头国企，以制造业企业为核心客户，提供大宗原辅材料采购供应、产成品分销、物流配送、供应链金融及信息咨询等一体化供应链综合服务。2023 年-2025 年大宗商品行业景气度回落、价格下行，公司依托资源渠道优势实现业务规模逆势增长，2025 年经营货量同比增长 19%带动营收增速转正，利润波动主因新能源套保阶段性账面亏损，主业基本面稳健。2026Q1 公司核心货种毛利高增，营收、净利稳步增长，公司经营韧性凸显。公司为大宗供应链龙头之一，大宗主业货量稳健增长，期现利润修复与套保利润回补有望带来盈利弹性，造船产能释放或将打造第二成长曲线。

风险提示。宏观需求承压风险，大宗商品价格波动加剧风险，现货销售不及预期风险

报告列表

【宏观经济】利润延续改善，三大链条贡献几何？——兼评 4 月企业利润数据（2026/05/27）

【建筑建材/机械/地产】业绩整体承压，现金流改善明显——25FY 年报&26Q1 季报建筑综述（2026/05/27）

【建筑建材/机械/地产】关注洁净室等景气赛道——建筑装饰行业周报（2026/05/27）

【医药】派林生物(000403.SZ)——业绩调整，国药整合与产品管线有望驱动未来增长（2026/05/28）

【公用环保】华能国际(600011.SH)——业绩稳健有韧性 龙头火电有望享受电价弹性（2026/05/28）

【公用环保】中国电力(02380.HK)——每股股利稳中有升 国电投综合清洁能源产业平台（2026/05/28）

【交运】厦门象屿(600057.SH)——大宗供应链龙头，全链布局长期价值（2026/05/28）

报告摘要

【宏观经济】宏观点评报告：利润延续改善，三大链条贡献几何？——兼评4月企业利润数据（2026/05/27）

陈策 证书编号：S1350526050003 孙苏雨 证书编号：S1350526010003

事件：2026年1-4月全国规上工企利润累计同比18.2%，前值15.5%；营业收入累计同比5.2%，前值5.0%。

宏观政策见效、价格回升叠加AI外需支撑，工企景气度延续向上。工企利润修复斜率显著快于营收，盈利弹性进一步凸显。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），量价利三因子对4月利润增速的贡献分别为+4.5、+3.1、+18.1个百分点，工业品价格上行对量有一定约束，但利（利润率同比）的贡献明显扩大、较前值提高了8.4个百分点。利润率四因子拆分来看，降本贡献较大、其次为投资收益。4月工业企业每百元营收构成中，成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为85.0、8.1、-0.6、6.3元，与2025年同期相比分别变动-1.1、+0.2、+0.1、+1.0元。

利润格局：上游利润占比提升，中游AI贡献，下游相对承压。(1)上游利润占比大幅扩张：4月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的ttm利润占比分别为30.5%、40.3%、17.9%、11.3%，分别较前值变动了1.1、-0.6、-0.4、-0.2个百分点。(2)进一步将利润改善拆分为三大主线，分别为AI有色外需支撑、地缘冲突提振油煤化工以及“反内卷”温和见效：测算4月三大链条对工企利润累计同比的贡献分别为14.0、7.1、0.3个百分点，其中油煤化工的贡献较前值大幅改善了3.7个百分点。

库存周期：库销比延续高位运行，预计利润改善具有持续性。4月名义库存同比提高1.5个百分点至6.7%，实际库存同比下滑0.8个百分点至3.9%。库销比指标高位运行指向终端需求仍待改善，油价对经济基本面影响趋于显现，短期用好用足既定政策，往后看或需加大预研储备，适时推出增量政策以稳固经济内生动能。

往后看，预计企业利润改善具有延续性。当前内需消费疲弱，企业利润改善的底色在于两大输入型因素，一则AI有色外需支撑，二则3月以来地缘冲突下油煤化工链条的涨价与传导贡献增量。考虑到北美AI资本开支指引仍趋上调，近期美伊和谈有所进展但后续油价回落速率和霍尔木兹海峡通航可能偏缓，叠加国内稳步推进统一大市场和“反内卷”，因而企业利润改善的叙事或尚未完结。

风险提示：国内政策不及预期，地缘政治反复超预期，美国经济超预期衰退。

【建筑建材/机械/地产】行业专题报告：业绩整体承压，现金流改善明显——25FY年报&26Q1季报建筑综述（2026/05/27）

王彬鹏 证书编号：S1350524090001 戴铭余 证书编号：S1350524060003 郦悦轩 证书编号：S1350524080001

2025年板块收入利润继续承压，“十五五”开局下修复动能有望累积。2025年申万建筑板块实现营业收入8.20万亿元，同比-6.06%；归母净利润1313亿元，同比-23.42%，营收与归母净利润降幅较2024年分别扩大2.12pct、9.25pct，利润端压力进一步加大。盈利能力方面，2025年板块毛利率、净利率分别为10.81%、2.09%，同比分别-0.09、-0.38pct；ROE（摊薄）为4.88%，同比-1.73pct。费用及减值压力仍是利润承压

的重要因素，2025 年期间费用率同比+0.12pct 至 6.47%，资产及信用减值损失合计 1319.07 亿元，同比+18.34%。现金流方面，板块经营活动现金净流入 1771.29 亿元，同比+59.65%，收现比同比+5.00pct 至 101.22%，回款管理有所改善。展望 2026 年，作为“十五五”开局之年，重大交通、能源水利、地下管网等重点方向有望持续推进，行业基本面或迎来边际修复。

细分行业景气差异明显，专业工程与化学工程表现相对占优。2025 年申万建筑各细分板块营收均有所下滑，其中钢结构、建筑央企降幅相对较小，分别同比-1.68%、-4.60%。利润端看，其他专业工程、园林工程、化学工程归母净利润增速居前，分别同比+92.86%、+19.09%、+15.73%。其中，化学工程受煤化工等重大项目推进支撑，经营表现相对稳健；其他专业工程受益于志特新材盈利能力改善及洁净室工程订单落地。相较之下，钢结构、地方建企、建筑央企归母净利润分别同比-46.46%、-34.97%、-22.38%，利润端仍明显承压。

26Q1 收入利润延续承压，专业工程与装修装饰利润表现相对较优。2026Q1 申万建筑板块营业收入同比-6.08%，归母净利润同比-15.09%，主要受春节错位、节后复工偏慢节奏影响。分板块看，九大建筑子板块营收均同比下滑；利润端，其他专业工程受洁净室工程需求带动，归母净利润同比+85.62%，装修装饰板块前期风险逐步出清，归母净利润同比+17.49%，其余子板块利润端普遍承压。盈利能力方面，26Q1 板块毛利率为 9.06%，同比-0.13pct；净利率为 2.54%，同比-0.28pct、环比+1.77pct，利润率环比有所修复。后续随着重点项目启动与施工节奏恢复，板块收入和业绩有望边际改善。

投资建议：围绕央企出海、专业工程、红利价值与“建筑+”转型四条主线配置。展望 2026 年，建筑板块修复或呈现“总量温和、结构突出”特征。1）央企出海：海外订单延续较高景气，26Q1 中国交建、中国电建、中国化学海外新签订单分别 yoy+25.9%、+70.9%、+130.3%，建议关注中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学等。2）专业工程：AI 半导体带动洁净室需求改善，化工新材料及钢结构加工亦具结构性机会，建议关注亚翔集成、圣晖集成、柏诚股份、东华科技、鸿路钢构等。3）红利价值：低估值叠加分红比例提升，建议关注中国建筑、四川路桥、安徽建工、江河集团等。4）“建筑+”转型：关注产品化、专业化、国际化拓展能力较强的公司。

风险提示：基建资金投放节奏不及预期；海外业务执行与地缘政治风险；资金回款与信用风险加剧。

【建筑建材/机械/地产】关注洁净室等景气赛道——建筑装饰行业周报（2026/05/27）

王彬鹏 证书编号：S1350524090001 戴铭余 证书编号：S1350524060003 郦悦轩 证书编号：S1350524080001

本周观点：

洁净室：高科技制造核心环境基础，洁净等级与系统集成能力构成工程壁垒。洁净室是指在一定空间范围内，将空气中的微粒子、有害气体、细菌等微污染物排除，并将洁净度、温湿度、压力、气流组织、噪音、电磁干扰、微振动、照度、静电等参数控制在特定需求范围内的特别设计空间，核心作用在于为高科技产业科研和生产过程提供稳定、受控的环境，降低外部环境干扰，从而保障产品良品率和安全性。从类型看，洁净室主要分为工业洁净室和生物洁净室。工业洁净室以无生命微粒为主要控制对象，主要应用于半导体及泛半导体、新型显示、航空航天及其他高端制造业，对无生命微粒控制标准严格，洁净度等级要求较高；

生物洁净室以无生命悬浮微粒和微生物等生命微粒为主要控制对象，主要应用于生命科学、食品药品大健康、医院手术室等领域，对微生物等生命微粒控制标准更加严格。

洁净室工程占厂房建设投资比例较高，半导体、生物医药扩产有望带动专业工程需求释放。以集成电路制造项目为例，典型资本开支结构中设备投资占比约 70%-80%，厂房建设占比约 20%-30%；在厂房建设内部，设计费用占厂房建设投资约 2%-7%，土建施工占比约 30%-40%，洁净室分工占比约 50%-70%。市场方面，根据 The Business Research Company 计算，全球洁净室建设市场规模预计将由 2025 年的 69.4 亿美元增长至 2026 年的 77.3 亿美元；增长主要受制药行业需求提升、生物技术项目增加、半导体制造扩张及医疗设施升级等因素带动。结合下游需求方向，建议关注具备高等级洁净室工程、机电系统集成及二次配能力的专业工程企业，包括亚翔集成、圣晖集成、柏诚股份、深桑达 A 等。

市场回顾：

1）行业：本周上证指数下滑 0.54%、深证成指上涨 0.23%、创业板指上涨 0.24%；同期申万建筑装饰指数下滑 3.37%，除园林工程外，其余子板块悉数下滑。

2）个股：本周申万建筑共有 37 只股票上涨，涨幅前五的分别为：诚邦股份(+44.55%)、园林股份(+22.93%)、冠中生态(+22.02%)、柏诚股份(+17.07%)、中岩大地(+14.58%)。

投资建议：

建议关注国家战略需求的基础设施投资方向，同时继续把握高股息标的配置机会。我们认为，未来基建投资逻辑或逐步由传统稳增长导向转向服务能源安全、资源安全及区域协调发展的结构性需求，重点包括大型水电等清洁能源建设、煤化工等资源转化工程，以及成渝等国家战略腹地基础设施完善，在地缘政治不确定性上升背景下相关领域有望成为基建投资的重要增量来源，建议关注：四川路桥（有望受益成渝腹地建设）、中国化学（煤化工工程）、东华科技（煤化工工程），以及中国电建（能源建设、水利建设）、中国能建（能源建设）。同时，在风险偏好阶段性回落背景下，高股息仍是当前建筑板块的重要配置主线之一，兼具稳定分红能力与估值优势的标的或具备较强配置价值，建议关注江河集团、安徽建工、中材国际等。

风险提示：经济恢复不及预期，基建/地产投资增速不及预期，政策落地不及预期。

【医药】公司点评报告：派林生物(000403.SZ)——业绩调整，国药整合与产品管线有望驱动未来增长（2026/05/28）

刘闯 证书编号：S1350524030002

事件。公司 2025 年营业收入达到 26.33 亿元，同比降低 0.83%。2025 年归母净利润达到 4.19 亿元，同比下降 43.75%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 3.43 亿元，同比下降 8.47%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比减少 74.22%。公司 2026 年 Q1 销售费用为 0.46 亿元，同比上升 42.88%，主要系本季度加大学术推广投入。

公司或因产能扩增和市场环境影响而业绩下降。1）产能扩增影响：近年通过内生式增长及外延式扩张并举，公司采浆量快速提升，公司产能已经无法满足经营发展需要，公司下属两家全资子公司广东双林和派斯菲科均在推动二期产能扩增，派斯菲科 2025 年 3 月已顺利投产，广东双林 2025 年 6 月已顺利投产，公司合

计年产能提升至超3,000吨。受公司二期产能扩增影响，致公司营业收入和归属于上市公司股东的净利润同比下降。2）市场环境影响：血液制品行业受集采扩围、DRG/DIP改革、医保控费、药品重点监控合理用药等因素影响，使得临床处方量减少，市场需求端景气度下滑，致2025年公司血液制品业务毛利率同比下降。

国药体系整合仍是核心看点，长期赋能值得期待。2025年9月10日，公司披露胜帮英豪与中国生物技术股份有限公司签署了《股份转让协议》，拟向中国生物技术股份有限公司转让其持有的21.03%股权。若本次交易完成，中国生物技术股份有限公司将成为公司的控股股东，中国医药集团有限公司将成为公司的实际控制人。公司于2025年12月29日披露受让方已向共管账户支付30%的标的股份转让款，该交易已进入国资及反垄断审查程序，并将最终截止日延长至2026年6月30日。考虑到国药集团在中国血制品行业的龙头地位，我们认为有望打开公司未来的成长空间。

研发管线稳步推进，工艺升级有望提升盈利能力。2025年12月24日，公司全资子公司广东双林的静注人免疫球蛋白（pH4）生产工艺变更获得临床试验批准，从传统低温乙醇蛋白分离法升级为国际主流的辛酸沉淀及多步层析精制纯化工艺，有望在产品收率和安全性上实现显著提升。此外，2026年2月，公司披露全资子公司连续获得药品补充申请、药品注册上市许可、药品注册临床试验等多项受理通知书，表明公司研发管线正按计划稳步推进，为后续产品梯队建设和业绩增长提供了保障。

盈利预测与评级：我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为3.77/4.28/4.85亿元，同比增速分别为-9.99%/13.51%/13.12%，当前股价对应的PE分别为31.10/27.40/24.22，维持为“买入”评级。

风险提示。市场竞争加剧的风险；价格下降的风险；政策超预期的风险。

【公用环保】公司点评报告：华能国际(600011.SH)——业绩稳健有韧性 龙头火电有望享受电价弹性（2026/05/28）

查浩 证书编号：S1350524060004 刘晓宁 证书编号：S1350523120003 邓思平 证书编号：S1350524070003

事件：1）公司发布2025年年报，全年实现归母净利润144.1亿元，同比增加42.17%；实现扣非后归母净利润134.82亿元，同比增加28.13%。拟每股派发0.4元（含税）现金红利，分红比例53.96%。2）公司发布2026年一季报，一季度实现归母净利润44.84亿元，同比下滑9.83%；实现扣非归母净利润42.21亿元，同比下滑12.04%，业绩基本符合市场预期。

煤价下降释放业绩弹性，2025年业绩大幅增长。根据公司公告，2025年分板块利润总额看，煤机132.7亿元，同比增长86%，为利润增长核心原因，煤电板块利润增长主要受益于煤价下降，公司境内售电燃料成本266.88元/兆瓦时，同比下降11.13%，下降幅度远高于电价降幅。倒算2025年煤电度电利润3.9分，较2024年增加2分/千瓦时。其他板块利润情况：燃机12.7亿元，同比增长17%；风电56.08亿元，同比下降17%；光伏28.83亿元，同比增长6%；另外水电利润0.48亿元，生物质利润-2.94亿元。

2026年火电资本开支计划增长，新能源下降，或反映运营商新能源投资意愿。装机层面，截至2025年底，公司可控装机15587万千瓦，其中煤电9195万千瓦（基本不变）、气电1770万千瓦（yoy+31%）、风电2062万千瓦（yoy+14%）、光伏2507万千瓦（yoy+26%）。对比2026年资本开支计划与2025年资本支出情况，

火电计划 117 亿，较 2025 年增长 34%；风电计划 305 亿，较 2025 年增长 27%；光伏计划 72 亿，较 2025 年下降 50%。

2026Q1 业绩受新能源拖累，公司为全国煤电运营商龙头。根据公司公告，2026 年一季度煤电实现利润总额 43.41 亿元，同比增长 9.01%；燃机 9.41 亿元，同比增长 24.93%；风电 18.08 亿元，同比下降 19.7%；光伏 2.33 亿元，同比下降 58.67%。一季度利润下降主要系新能源入市后持续的交易电价与消纳限电压力。展望二季度，考虑到动力煤现货价格有所上涨，预计二季度公司业绩承压。但展望下半年，一方面在“厄尔尼诺”预期下，夏季高温需求或为电价上涨提供动力，部分沿海省份火电业绩压力或为年底电价谈判提供支撑。公司为全国煤电运营商龙头，有望充分享受边际需求好转以及电价上涨。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 130、139、154 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.3、8.7、7.9 倍，假设 60%的分红比例（扣除永续债利息约 25 亿后），以 2026 年利润为基数，当前股价对应 A 股股息率 5.2%，对应 H 股股息率 6.9%，维持“买入”评级。

风险提示：煤价大幅上行，电价政策出现不利调整，用电需求波动。

【公用环保】公司点评报告：中国电力(02380.HK)——每股股利稳中有升 国电投综合清洁能源产业平台（2026/05/28）

查浩 证书编号：S1350524060004 刘晓宁 证书编号：S1350523120003 邓思平 证书编号：S1350524070003

事件：公司发布 2025 年年度业绩，2025 年公司实现归母净利润 34.04 亿元，同比下降 11.85%；实现归属于普通股股东利润 29.10 亿元，同比下降 13.5%；拟年度派发每股股利 0.168 元，同比增长 3.7%，对应派息率 70%。

燃料成本下降火电利润增长，来水偏枯与新能源入市拖累业绩。公司 2025 年水电、风电、光伏、煤电分别实现 1.09、18.07、4.83、14.12 亿元归母净利润（含永续债利息，下同），分别较 2024 年同期变动-1.2、-2.45、-5.59、+1.67 亿元。分板块看，1）煤电业绩增长主要受益于燃料成本下降，根据公告，公司 2025 年煤电单位燃料成本为 232.76 元/兆瓦时，同比下降 13.98%。2）水电业绩下滑主要受来水偏枯影响，另外公司与电投水电资产重组产生一次性税收 3.57 亿元，计入水电板块。3）风电、光伏业绩下滑或与新能源消纳以及入市有关。

装机方面，截至 2025 年底，公司控股装机 5475 万千瓦，其中水电、风电、光伏、煤电分别为 603、1600、2207、982 万千瓦，新增风电、光伏分别为 187、345 万千瓦。根据公告，公司计划 2026 年新增风电 280、光伏 223 万千瓦。售电量方面，2025 年完成售电量 1263 亿千瓦时，其中水电、风电、光伏、煤电分别为 183、308、264、472 亿千瓦时，分别同比变动-1.02%、+17.38%、+12.62%、-15.64%。水电电量下滑系来水偏枯，煤电电量下滑系转让平圩电厂控股权。利用小时数方面，2025 年水电、风电、光伏、煤电分别为 3083、2029、1285、5092 小时，分别同比变动-56、-25、-106、-261 小时。电价方面，2025 年水电、风电、光伏、煤电平均上网电价分别变动+0.94、-36.59、-33.70、-23.88 元/兆瓦时。

国电投集团综合清洁能源旗舰平台，新定位打造世界一流综合清洁能源上市公司。根据公司 2025 年业绩演示材料，中国电力被国家电投赋予“综合性清洁能源旗舰上市公司”及“综合清洁能源产业平台”新定位，

背靠集团强大支持，致力打造世界一流综合清洁能源上市公司。资本架构上，2025 年中国电力完成与电投水电重大资产重组，持股电投水电 55.13%，构建“红筹控 A”资本性架构；中国电力装有国家电投集团省公司共计 10 家，打造水火风光储综合能源为一体的上市公司。组织架构上，中国电力持续推进组织架构扁平化与业务条线整合，深化“省为实体”改革；山西、广西公司已实现区域集约化运营与生产交易中心整合。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润（扣除永续债利息约 5 亿）预测分别为约 25、30、33 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16、13、12 倍。2025 每股分红 0.168 元人民币，对应股息率为 5.5%，维持“买入”评级。

风险提示：来水不及预期、新能源电价政策不及预期、应收账款减值风险。

【交运】首次覆盖报告：厦门象屿(600057.SH)——大宗供应链龙头，全链布局长期价值（2026/05/28）

孙延 证书编号：S1350524050003 曾智星 证书编号：S1350524120008 王惠武 证书编号：S1350524060001 张付哲 证书编号：S1350525070001

大宗供应链龙头，经营韧性强劲。厦门象屿为厦门市国资委实控、象屿集团控股的大宗供应链龙头国企，以制造业企业为核心客户，提供大宗原辅材料采购供应、产成品分销、物流配送、供应链金融及信息咨询等一体化供应链综合服务。公司主营业务涵盖大宗商品经营/大宗商品物流/生产制造三大板块，2025 年营收占比 93.9%/2.9%/3.1%，毛利占比 68.3%/11.5%/17.4%。2023 年-2025 年大宗商品行业景气度回落、价格下行，公司依托资源渠道优势实现业务规模逆势增长，2025 年经营货量同比增长 19%带动营收增速转正，利润波动主因新能源套保阶段性账面亏损，主业基本面稳健。2026Q1 公司核心货种毛利高增，营收、净利稳步增长，公司经营韧性凸显。

大宗商品经营：货量扩容筑牢基本盘，期现毛利修复有望打开盈利空间。公司围绕金属、能化、农产、新能源四大核心产业，为客户输出一体化供应链解决方案。依靠全产业链布局、经营货种拓展以及国际化运营，2018-2025 年公司实现经营货量稳健增长、市场份额持续提升：2022-2024 年行业下行导致部分品种需求偏弱、价格承压，大宗商品经营营收持续下降，同时客商结构和业务结构优化提升带动期现毛利率维持稳定；2025 年货量高增带动营收回暖，但新能源期货账面亏损压制期现毛利表现；展望 2026 年，随着货量稳步扩张、前期新能源现货利润逐步兑现，公司盈利弹性有望持续释放。

大宗商品物流：市场化运营输出服务，内外协同驱动增长。公司物流体系在响应内部供应链业务需求的同时，还依托内部业务形成市场化服务能力，包括专业物流（综合/铁路物流）与产业物流（新能源/铝产业/农产品物流），其中专业物流 2025 年贡献大宗商品物流超七成营收。得益于国内部分线路业务量增长、经营范围扩张、国际网络持续完善，2023-2025 年大宗商品物流业务营收维持高速增长，CAGR 达 29%。展望未来，随着全球大宗供应链流通需求提升，公司市场化物流业务成长空间广阔，内外业务协同效应有望持续强化，或将带动物流板块收入与综合经营效益稳步提升。

生产制造：造船景气缓冲产业周期性波动影响，静待新船厂产能爬坡推动业绩提升。公司生产制造板块包括造船、选矿和油脂加工，造船业务由子公司象屿海装经营。2022 年-2025 年，生产制造板块营收、毛利实现稳健增长，其中：造船业务 2025 年贡献生产制造中近一半营收、超七成毛利，利润支柱作用显著。子

公司象屿海装订单储备充足、细分船型竞争优势显著，手持订单全球排名靠前，2025 年 8 月象屿海装旗下启东船厂正式投产，预计满产后造船板块产能有望提升超四成。我们认为，随着新船厂产能逐步释放、行业高景气延续，造船业务营收规模与盈利水平有望持续上行，成为公司中长期重要的业绩增长极。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.2/24.4/26.7 亿元，同比增速分别为 56.4%/20.6%/9.6%，当前股价对应 PE 分别 8.85/7.34/6.70 倍，选取浙商中拓、物产中大作为可比公司，公司为大宗供应链龙头之一，大宗主业货量稳健增长，期现利润修复与套保利润回补有望带来盈利弹性，造船产能释放或将打造第二成长曲线，2026-2028 年盈利有望实现稳健增长，当前估值具备较高性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。宏观需求承压风险，大宗商品价格波动加剧风险，现货销售不及预期风险

华东机构销售		
姓名	联系方式	邮箱
李瑞雪	18202157216	liruixue@huayuanstock.com
韦灵慧	15900818623	weilinghui@huayuanstock.com
吴卓雅	13130676476	wuzhuoya@huayuanstock.com
白鹭	17717065513	bailu@huayuanstock.com
袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@huayuanstock.com
杨舒怡	18857090315	yangshuyi@huayuanstock.com
朱芷漫	15623249787	zhuzhiman@huayuanstock.com
金璐敏	18701859882	jinlumin@huayuanstock.com
吴琼	13524729225	wuqiong@huayuanstock.com
陈博雅	18868102690	chenboya@huayuanstock.com
万蕾	13564961723	wanlei02@huayuanstock.com
刘怡岑	15000796699	liuyicen@huayuanstock.com
田丽媛	13182929179	tianliyuan@huayuanstock.com
侯世杰	19521452277	houshijie@huayuanstock.com
李依桐	13502177189	liyitong@huayuanstock.com
陈飞帆	17712236207	chenfeifan@huayuanstock.com
黄梓洋	13564449978	huangziyang@huayuanstock.com
柳柏	13045152592	liubai02@huayuanstock.com
华北机构销售		
姓名	联系方式	邮箱
王梓乔	13488656012	wangziqiao@huayuanstock.com
胡佳媛	13263496173	hujiayuan@huayuanstock.com
马昊	13581897385	mahao@huayuanstock.com
恩卡尔	15010935260	enkaer@huayuanstock.com
胡青璇	18800123955	huqingxuan@huayuanstock.com
赵帆	18634226618	zhaofan@huayuanstock.com
王慧文	15545222323	wanghuiwen@huayuanstock.com
陈敏	18810312076	chenmin01@huayuanstock.com
汪嘉玮	17710037863	wangjiawei@huayuanstock.com
华南机构销售		
姓名	联系方式	邮箱
杨洋	18603006849	yangyang03@huayuanstock.com
彭婧	18507310636	pengjing@huayuanstock.com
胡美娜	19129938895	humeina@huayuanstock.com
韦洪涛	13269328776	weihongtao@huayuanstock.com
蒋书琪	13755026751	jiangshuqi@huayuanstock.com
王安妮	13850778699	wanganni@huayuanstock.com
祝梦婷	17727576696	zhumengting@huayuanstock.com
韩欣言	18898748915	hanxinyan@huayuanstock.com
马思雨	13614697068	masiyu@huayuanstock.com
夏维	15200869983	xiawei03@huayuanstock.com
刘嘉环	18701179327	liujiahuan@huayuanstock.com
李若鸿	18988795187	liruohong@huayuanstock.com

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）。