

2025 年 11 月 04 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 11 月 03 日

收盘价（元）	5.22
一年内最高/最低（元）	6.60/4.71
总市值（百万元）	9,933.64
流通市值（百万元）	9,933.64
总股本（百万股）	1,903.00
资产负债率（%）	37.58
每股净资产（元/股）	3.65

资料来源：聚源数据

中闽能源 (600163. SH)

——生物质机组减值拖累业绩 补贴回款大幅增加

投资要点：

- **事件：**公司披露 2025 年三季度报告，2025Q3 公司实现营业收入 2.86 亿元，同比增长 3.17%，实现归母净利润 0.14 亿元，同比下滑 79.8%，低于我们的预期。
- **风电业务运营稳健，利润下滑主因生物质机组减值。**Q3 公司实现资产减值 0.63 亿元（去年同期为 0），剔除这一影响公司 Q3 实现净利润 0.64 亿元，同比基本持平。根据公司公告，本次减值为富锦热电（位于黑龙江的生物质机组）计提资产减值，或因生物质燃料价格高企导致热电机组盈利不佳导致。在风电运营方面，2025Q3 公司福建省风电实现上网电量 4.44 亿千瓦时，同比小幅增长 5%。
- **前三季度收回补贴增幅明显，经营现金流净额同比增长 197%。**根据公司公告，2025 年前三季度公司收到可再生能源补贴款同比增加，使得公司经营现金流净额同比增长 197%，达到 15.62 亿元（去年前三季度为 5.27 亿元），预计受此影响，公司转回以前年份部分信用减值，Q3 公司信用减值收益 0.28 亿元（去年同期为 0.01 亿元）。
- **福建 136 号文下发，存量项目机制电量 100%。**根据福建省发改委发布的《福建省深化新能源上网电价市场化改革，促进新能源高质量发展实施方案》，文件明确：1）**存量项目机制电量 100%，机制电价执行燃煤基准价 393.2 元/兆瓦时；**2）2025 年 1 月 27 日前竞争性配置的海上风电项目按竞价价格执行；3）增量项目机制电价通过竞价按边际出清方式确定。据此政策分析，预计一方面存量运营新能源项目回报率保障在当前水平，消除过去市场对于存量项目回报率下滑的担忧；另一方面已经竞价海风项目机制电价为竞配电价，在当前造价水平较低背景下，预计收益率水平可观。
- **集团承诺注入 1.2GW 海风指标和 1.2GW 抽蓄指标，注入资产盈利能力较强。**2019 集团承诺，“在闽投海电、闽投电力、闽投抽水蓄能、宁德闽投、霞浦闽东中的任意一家实体稳定投产、于一个完整会计年度内实现盈利、不存在合规性问题并符合上市条件后一年内启动资产注入流程”，这些电力公司拥有 121 万千瓦的海风指标（其中莆田平海湾三期项目 31 万千瓦已投产，霞浦 B 区海风项目 29 万千瓦已核准未投产，剩余未核准），和 120 万千瓦的抽水蓄能指标（已投产），其中莆田平海湾三期项目因为补贴问题迟迟没有启动注入，项目电价较高，参考二期项目，预计年均利润预估 4-5 亿元，永泰抽蓄项目已经于 2024 年底启动资产注入筹划，该项目核定回报率 6.5%，预计这两个项目逐步注入将给公司带来较高的利润弹性。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.3、7.9、8.4 亿元，同比增速分别为-3.7%、25.14%、7.45%，当前股价对应的 PE 分别为 16、13、12 倍，考虑到公司的成长性，继续维持买入评级。
- **风险提示。**电价波动风险，电量波动风险，新增项目投产进度不及预期

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,732	1,741	1,791	1,972	2,053
同比增长率（%）	-3.30%	0.54%	2.84%	10.15%	4.10%
归母净利润（百万元）	678	651	627	785	843
同比增长率（%）	-6.94%	-4.03%	-3.72%	25.14%	7.45%
每股收益（元/股）	0.36	0.34	0.33	0.41	0.44
ROE（%）	10.85%	9.62%	8.70%	10.11%	10.10%
市盈率（P/E）	14.64	15.26	15.85	12.66	11.78

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	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,094	1,299	1,321	1,447
应收票据及账款	3,057	3,434	4,053	4,500
预付账款	14	14	15	16
其他应收款	12	13	14	15
存货	45	46	46	46
其他流动资产	353	354	356	358
流动资产总计	4,575	5,160	5,806	6,382
长期股权投资	110	114	117	141
固定资产	6,774	6,688	6,966	7,199
在建工程	16	408	400	400
无形资产	103	96	94	91
长期待摊费用	63	50	38	25
其他非流动资产	41	46	46	46
非流动资产合计	7,108	7,403	7,660	7,901
资产总计	11,682	12,562	13,466	14,283
短期借款	263	263	263	263
应付票据及账款	853	879	879	879
其他流动负债	661	681	686	689
流动负债合计	1,777	1,823	1,828	1,831
长期借款	1,475	1,831	2,132	2,304
其他非流动负债	1,497	1,497	1,497	1,497
非流动负债合计	2,972	3,328	3,629	3,801
负债合计	4,749	5,151	5,457	5,632
股本	1,903	1,903	1,903	1,903
资本公积	2,944	2,944	2,944	2,944
留存收益	1,923	2,361	2,909	3,499
归属母公司权益	6,770	7,208	7,756	8,346
少数股东权益	164	203	252	305
股东权益合计	6,934	7,411	8,009	8,651
负债和股东权益合计	11,682	12,562	13,466	14,283

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	692	620	787	832
折旧与摊销	513	519	556	593
财务费用	94	79	94	104
投资损失	-11	-11	-11	-31
营运资金变动	-528	-334	-619	-447
其他经营现金流	39	57	57	77
经营性现金净流量	798	929	863	1,127
投资性现金净流量	795	-812	-812	-815
筹资性现金净流量	-744	88	-29	-185
现金流量净额	849	205	22	126

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,741	1,791	1,972	2,053
营业成本	738	760	760	760
税金及附加	18	19	21	22
销售费用	1	1	1	1
管理费用	77	79	87	90
研发费用	2	2	3	3
财务费用	94	79	94	104
资产减值损失	-54	-100	-58	-71
信用减值损失	-15	-15	-15	-15
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	11	11	11	31
公允价值变动损益	23	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
其他收益	48	48	48	48
营业利润	824	793	992	1,066
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	821	791	989	1,063
所得税	129	124	156	167
净利润	692	666	834	896
少数股东损益	41	39	49	53
归属母公司股东净利润	651	627	785	843
EPS(元)	0.34	0.33	0.41	0.44

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	0.54%	2.84%	10.15%	4.10%
营业利润增长率	-4.47%	-3.71%	25.05%	7.43%
归母净利润增长率	-4.03%	-3.72%	25.14%	7.45%
经营现金流增长率	-22.46%	16.43%	-7.10%	30.56%
盈利能力				
毛利率	57.64%	57.56%	61.47%	62.99%
净利率	39.74%	37.21%	42.27%	43.63%
ROE	9.62%	8.70%	10.11%	10.10%
ROA	5.57%	4.99%	5.83%	5.90%
估值倍数				
P/E	15.26	15.85	12.66	11.78
P/S	5.71	5.55	5.04	4.84
P/B	1.47	1.38	1.28	1.19
股息率	1.97%	1.90%	2.38%	2.55%
EV/EBITDA	9	8	7	6

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）。