

中闽能源 (600163)

福建海风核心运营平台，集团资产注入，海风α彰显

买入 (首次)

2025年04月25日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

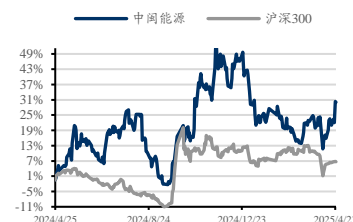
执业证书: S0600522030002  
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,791	1,732	1,767	2,438	2,904
同比 (%)	14.84	(3.30)	2.04	37.97	19.11
归母净利润 (百万元)	728.84	678.47	710.63	922.84	998.68
同比 (%)	6.94	(6.91)	4.74	29.86	8.22
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.38	0.36	0.37	0.48	0.52
P/E (现价&最新摊薄)	14.80	15.90	15.18	11.69	10.80

投资要点

- **福建海风核心运营平台。**中闽能源是由福建省投资开发集团控股的福建省省属电力平台。截至2024/6/30，公司控股装机容量95.73万千瓦，其中海风29.6万千瓦、陆风61.1万千瓦、光伏2万千瓦及生物质3万千瓦。公司装机风电为主，聚焦优质海风开发，海风作为最核心资产，2020年以来海风净利润占比超60%。公司风电电价及利用小时数优势明显，2023年公司ROE11.3%，其中福建海风项目ROE达22.7%，显著高于绿电行业平均收益率水平，彰显优质绿电资产α。
- **福建享最优海风资源，福建海风开发成长空间广阔。**1) **福建省享最佳海风资源：**受台湾海峡“狭管效应”影响，福建海域风能资源得天独厚，利用小时全国最高，近海水深适中地质稳定具备规模化开发条件。2) **围绕负荷消纳无忧：**海风项目紧邻需求，2021年以来福建弃风率保持0%，2024年福建用电同比+7.8%高于全国，有效装机容量同比+5.9%低于用电增速，为海风消纳提供有利供需环境。3) **福建十四五规划新增开发海风1030万千瓦，十五五有望接棒延续。**截至2024年底，福建省已完成竞配/直配项目分别660万/141万千瓦，海风开发有望再提速。
- **竞配/直配电价落地，海风依然是最优质的绿电资产。**海风在绿电电价体系中相对独立，早期项目电价较高且固定。2021年福建省开启省内海风竞配，竞争激烈导致竞配上网电价显著折价，引发市场对于福建项目海风收益率担忧，也限制了海风项目的开发节奏。随着市场回归理性，2023年以来竞配电价逐步回升，部分项目通过直配，由企业和政府协商确定电价，电价优势明显。电价担忧逐步落地，从消纳、利用小时数、投资成本综合来看，海上风电依然是最优质的绿电资产。中性假设下（中性的利用小时数、中性的投资成本），直配/竞配海风项目的全投资IRR分别为7.2%/2.5%，单位GW净利润为4.5/1.0亿元。竞配项目收益率相对承压，随投资成本/利用小时数优化，有望逐步提升，直配项目收益率突出，中闽能源等地方国有企业有望在直配项目上彰显项目获取竞争力。
- **福建投资集团资产优质，新一轮资产注入推进。**2019年控股股东福建投资集团所注入的29.6万千瓦优质海风，已成为公司最核心利润基石。根据集团承诺，集团内电力资产稳定投产、一个完整会计年度实现盈利、不存在合规性稳定后将启动注入程序。2025年1月永泰抽水蓄能51%股权注入程序已启动。1) **存量项目：**集团优质资产充沛，其中平海湾三期（海风，30.8万千瓦，已投运等待补贴核查结果），霞浦B区（海风，29.6万千瓦，已核准），霞浦A/C区（海风，60万千瓦，待核准），即将迎来新一轮优质资产注入。2) **增量项目：**关注集团与上市公司项目获取的突出竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**考虑2025年永泰抽蓄资产注入，我们预计公司2024至2026年归母净利润为7.1/9.2/10.0亿元，对应当前PE15.2/11.7/10.8倍（估值日期：2025/4/25）。考虑福建优质海风项目的获取以及集团资产注入，成长性突出，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不及预期，电改推进下电价波动，项目竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.62
一年最低/最高价	4.19/6.60
市净率(倍)	1.63
流通A股市值(百万元)	10,694.84
总市值(百万元)	10,694.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.45
资产负债率(% ,LF)	41.04
总股本(百万股)	1,903.00
流通A股(百万股)	1,903.00

相关研究

## 内容目录

<b>1. 福建海风核心运营平台，集团优质资产注入</b> .....	<b>5</b>
1.1. 福建省省属电力平台，专注清洁能源电力投资开发运营 .....	5
1.2. 内生外延，集团优质资产注入 .....	6
1.3. 海风资产优质，ROE 显著高于同行 .....	9
<b>2. 福建海风空间广阔，竞配电价见顶转型高质量发展</b> .....	<b>12</b>
2.1. 政策积极引导，优质海风资源加速开发 .....	12
2.2. 福建享优质海风资源，供需格局消纳有保障 .....	13
2.3. 竞配/直配并行推进，海风迎高质量发展 .....	16
<b>3. 福建投资集团资产优质，新一轮资产注入推进</b> .....	<b>22</b>
<b>4. 投资建议与风险提示</b> .....	<b>24</b>
4.1. 投资建议 .....	26
4.2. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1:	公司发展历史沿革.....	5
图 2:	公司股权结构 (截至 2024/9/30) .....	6
图 3:	公司营业收入及 YOY.....	6
图 4:	公司归母净利润及 YOY.....	6
图 5:	公司装机容量变化 (单位: 万千瓦) .....	7
图 6:	公司装机利用小时数.....	7
图 7:	公司上网电量.....	8
图 8:	公司各地各装机电价情况 (单位: 元/MWh) .....	8
图 9:	公司分部净利润构成 (亿元) .....	8
图 10:	公司现金流情况 (单位: 亿元) .....	10
图 11:	公司应收账款情况.....	10
图 12:	公司应收账款账龄结构.....	10
图 13:	公司杜邦分析.....	10
图 14:	公司分部净利润构成 (亿元) .....	11
图 15:	中国海上风电装机规模及占比.....	13
图 16:	2023 年中国沿海各省海上风电累计装机占比.....	13
图 17:	福建省海上风电项目厂址梳理 (部分) .....	14
图 18:	2014-2024 年福建省与全国用电量同比以及有效装机容量同比 .....	15
图 19:	2020-2024 年福建省存量装机结构 (万千瓦) .....	16
图 20:	2020-2024 年福建省新增装机结构 (万千瓦) .....	16
图 21:	2021 年以来全国及重点海风装机省份弃风率情况 (当月) .....	16
图 22:	福建省海上风电单位投资变化.....	18
图 23:	2023 年福建海风竞配评分构成.....	18
图 24:	2023 年广东海风竞配评分构成.....	18
图 25:	福建省海上风电项目盈利测算 (竞配项目) .....	19
图 26:	福建省海上风电项目盈利测算 (直配项目) .....	20
图 27:	福建省海上风电项目全投资 IRR 敏感性测算.....	20
图 28:	福建省投资开发集团收入/利润梳理 .....	23
图 29:	福建省投资开发集团资产负债梳理.....	23
图 30:	福建省投资开发集团旗下资产梳理.....	23
表 1:	公司项目装机梳理.....	9
表 2:	各地“十四五”海上风电规划 (万千瓦) .....	12
表 3:	中国近海风电开发潜力.....	14
表 4:	中国风电上网电价梳理 (单位: 元/KWh) .....	17
表 5:	海风项目竞配/直配对比 .....	19
表 6:	福建海风直配/竞配项目跟踪 .....	21
表 7:	2019 年投资集团注入方案梳理.....	22
表 8:	福建省投资开发集团参控股电力资产梳理.....	23
表 9:	集团资产注入/待注入资产情况梳理 .....	24
表 10:	中闽能源业务拆分及盈利预测.....	25

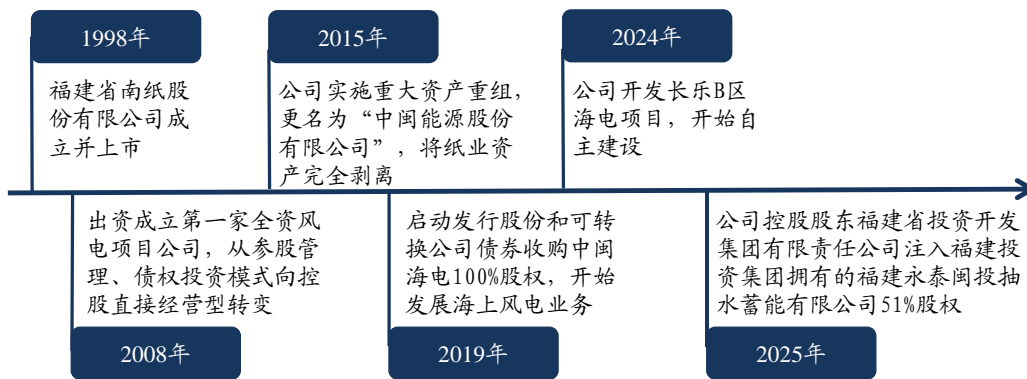
表 11: 中闽能源及其可比公司对比 (估值日期: 2025/4/25) ..... 26

## 1. 福建海风核心运营平台，集团优质资产注入

### 1.1. 福建省省属电力平台，专注清洁能源电力投资开发运营

公司是福建投资集团控股的国有上市公司，专注于风能、太阳能、生物质能等清洁能源的投资开发、建设与运营。公司成立于1998年并于当年上市，主要从事造纸行业。2008年2月，公司出资在福清市成立了第一家全资风电项目子公司，此后公司以风电开发为业务中心。2015年4月，公司实施重大资产重组，更名为“中闽能源股份有限公司”，自此将纸业资产完全剥离。2019年，公司启动发行股份和可转换公司债券收购控股股东旗下中闽海电100%股权，开始发展海上风电业务。2024年，公司自主开发建设福建长乐B区海上风电项目。2025年，随着控股股东体内抽水蓄能资产、海上风电资产成熟，即将迎来新一轮优质资产注入

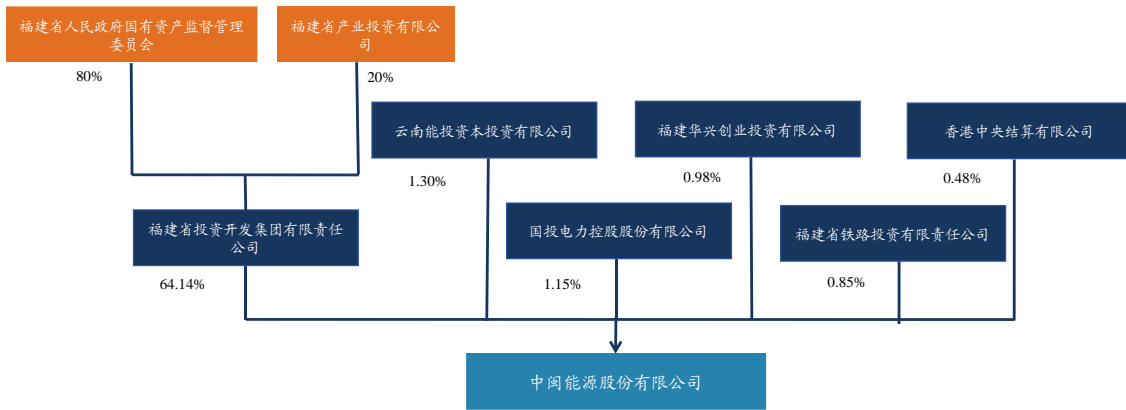
图1：公司发展历史沿革



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**福建省投资开发集团控股，持股比例为 64.14%**。福建省投资开发集团有限责任公司是福建省省属的大型国有投资类公司和主要的国有资产运营主体，经过多年发展，福建投资集团形成了集金融及金融服务业、电力、燃气、供应链等多业务板块并行的发展格局，在福建省经济社会发展中发挥重要作用。此外后续公司引入云南能投、国投电力等央国企平台，两者持股比例分别为 1.17%及 1.15%；福建华兴创投及福建铁路投资分别持有公司 0.98%及 0.85%股权。公司下辖中闽海电、富龙风发、富龙风能等 9 家一级子公司，负责公司风电、光伏发电及生物质发电业务开展。

图2: 公司股权结构 (截至 2024/9/30)

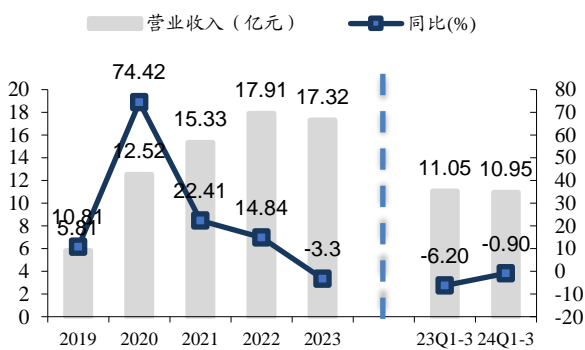


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.2. 内生外延, 集团优质资产注入

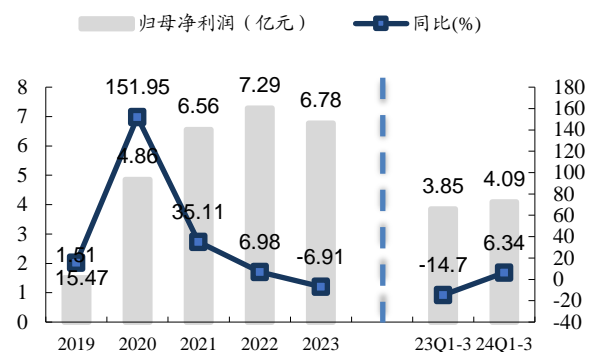
公司作为福建省新能源发电龙头企业, 营收利润短期受风况波动和政策影响显著, 但集团资产注入和装机增长打开长期上升空间。2024H1, 公司实现营业收入 10.95 亿元, 同比下降 0.9%, 归母净利润 4.09 亿元, 同比增长 6.34%。营收波动受电价下行和风况不及预期影响, 利润增长凸显公司盈利韧性。2019 年至 2023 年, 公司营业收入从 5.81 亿元增长至 17.32 亿元, 归母净利润从 1.51 亿元增长至 6.78 亿元, 主要得益于集团资产注入带来装机规模增长提升发电量带来的营收和净利润增加。

图3: 公司营业收入及 YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司归母净利润及 YOY



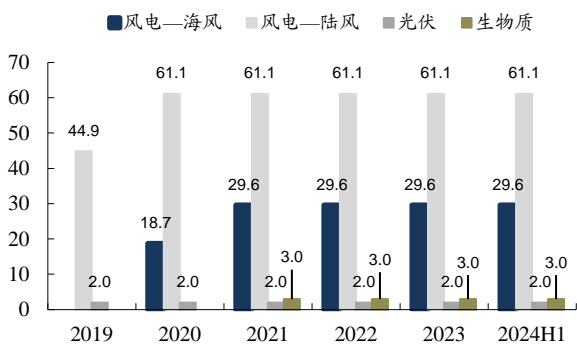
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

海风引领装机容量增长, 集团资产注入实现装机规模增长。公司装机以风电为主, 截至 2024H1, 公司控股装机容量 95.73 万千瓦, 其中风电装机容量 90.73 万千瓦, 占总装机容量 94.78%; 生物质装机容量 3 万千瓦, 占比 3.13%, 光伏装机容量 2 万千瓦, 占

比 2.09%。2019 至 2023 年，公司装机容量从 43.65 万千瓦提升至 95.75 万千瓦，其中风电装机容量从 41.65 万千瓦提升至 90.73 万千瓦。海上风电装机规模占公司风电装机规模的 32.62%。显著的资源禀赋和区位优势为公司长期发展奠定了良好的基础。装机规模提升主要得益于集团资产注入和资源优势。2023 年，集团在福建省首批海上风电市场化竞争配置中，成功中标长乐 B 区（调整）10 万千瓦海上风电场项目，并于 2024 年将该项目商业机会优先提供给公司。目前，该项目已获核准批复，预计未来两年建成投产。截至 2024 年末，集团资产已注入平海湾海上风电场一二期项目，合计带来 29.5 万千瓦装机容量。2025 年，集团启动注入抽水蓄能 120 万千瓦项目，实现装机规模跃升。叠加福建省“十四五”规划新增海风开发规模 1030 万千瓦，公司依托省属平台优势，未来海风装机增量明确，为收入增长提供核心驱动力。

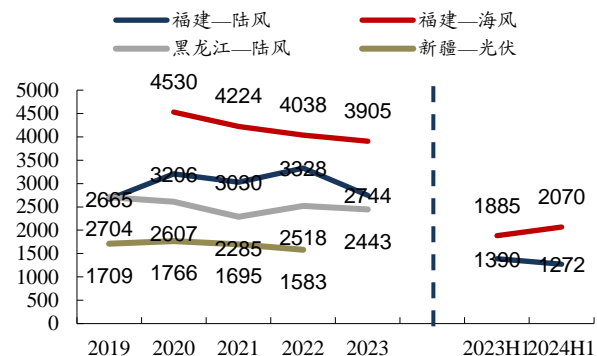
**区位优势资源禀赋优异，发电效率行业领先。**公司地处福建省，台湾海峡的“狭管效应”为福建地区带来优越的风力资源。公司已投产陆上风电场主要位于风资源较优的福清、平潭、连江等福建沿海地区，实际运行年利用小时数高、无弃风限电；省外陆上风电场主要位于黑龙江省等风资源较好地区。2024 年上半年，公司在福建省所属陆上风电场的平均发电设备利用小时为 1272 小时，所属海上风电场的平均发电设备利用小时为 2070 小时，均高于全国平均 1134 小时。

图5：公司装机容量变化（单位：万千瓦）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司装机利用小时数

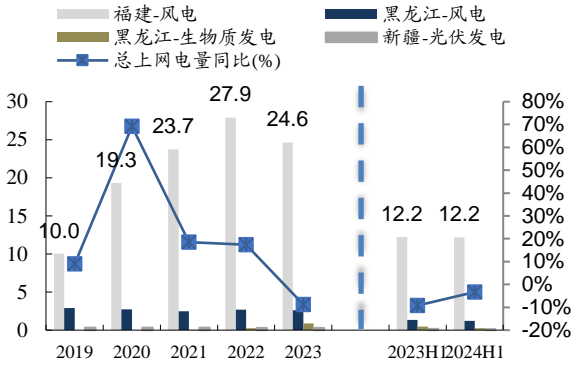


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司短期上网电量波动，装机增长支撑长期电量提升。**2024 年上半年，公司累计完成上网电量 13.76 亿千瓦时，同比下降 3.28%。2019 年至 2023 年，公司发电量从 13.23 亿千瓦时增长至 28.43 亿千瓦时。短期来看，受陆上风资源波动、富锦新疆生物质热电项目技改停机和黑龙江区域限电加剧影响，公司整体发电量较去年同期下降。长期来看，随着集团资产注入及自主开发项目投产，公司装机规模提升将支撑电量增长，电量增长确定性强。

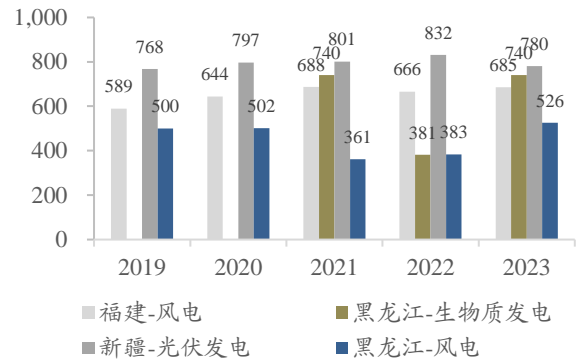
**竞配机制优化，上网电价企稳回升。**2023年，公司福建风电项目平均上网电价685元/兆瓦时；黑龙江风电项目平均上网电价525.7元/兆瓦时，生物质发电项目平均上网电价740元/兆瓦时；新疆光伏发电项目平均上网电价780.44元/兆瓦时。公司2023年平均上网电价673.20元/兆瓦时，较2022年平均上网电价640.62元/兆瓦时有所提升。

图7：公司上网电量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

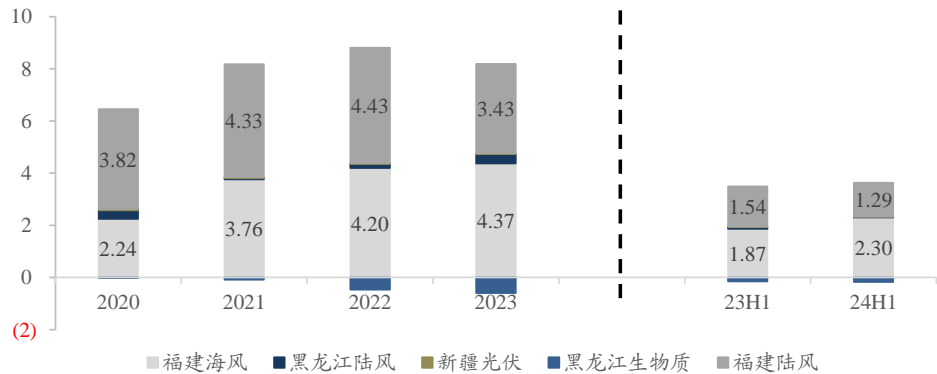
图8：公司各地各装机电价情况 (单位: 元/MWh)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**福建省内风电核心驱动，区域布局与资产协同强化盈利。**公司通过全资及控股子公司实现新能源发电业务全国布局，福建区域子公司贡献核心利润，黑龙江、新疆等地子公司形成补充。2024年上半年，福建省内子公司贡献净利润3.43亿元，占公司总净利润94.47%。其中，福建中闽海电所持有平海湾一、二期项目为公司最核心资产，贡献净利润为2.3亿元，占公司总净利润63.4%。

图9：公司分部净利润构成 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所



表1: 公司项目装机梳理

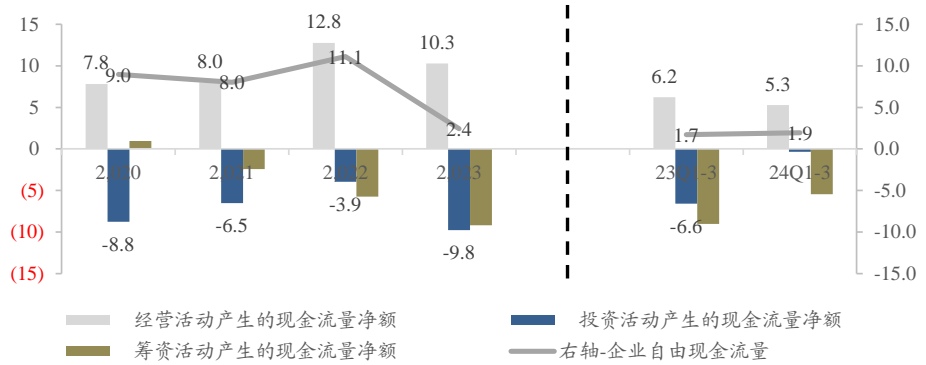
项目公司	持股比例	项目名称	装机容量
福建中闽海上风电	100%	平海湾海上风电场一期	5
		平海湾海上风电场二期	24.6
<b>福建——海风小计</b>			<b>29.6</b>
中闽（福清）风电	100%	嘉儒风电场一期	4.8
		嘉儒风电场二期	4.8
		泽岐风电场	4.8
		钟厝风电场	3.2
		马头山风电场	4.75
		王母山风电场	4.75
		大帽山风电场	4
中闽（连江）风电	100%	北菱风电场	4.8
		黄岐风电场	3
中闽（平潭）风电	51%	青峰风电场	4.8
中闽（平潭）新能源	45.9%	青峰风电场二期	6.48
<b>福建——陆风小计</b>			<b>50.18</b>
黑龙江富龙风力发电	100%	乌尔古力山风电场一期	3
		乌尔古力山风电场二期	3
黑龙江富龙风能科技	100%	五顶山风电场	4.95
<b>黑龙江——陆风小计</b>			<b>10.95</b>
中闽（哈密）能源	100%	红星二场光伏一电站	2
<b>新疆——光伏小计</b>			<b>2</b>
中闽（富锦）生物质热电	100%	富锦热电	3
<b>黑龙江——生物质小计</b>			<b>3</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 海风资产优质，ROE 显著高于同行

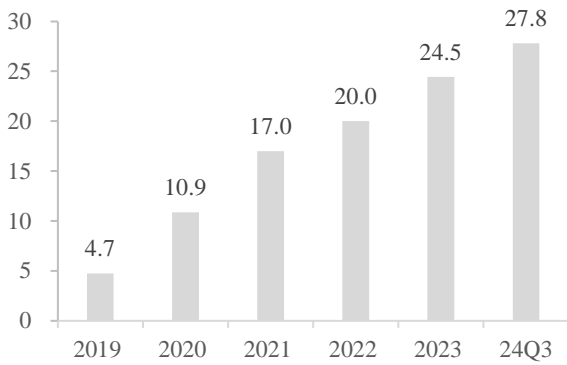
公司经营性现金流相对稳定，2023 年全年经营性净现金流为 10.29 亿元，同比下降 19.31%，主要受发电量下降影响。投资性净现金流流出 9.76 亿元，同比扩大 148%；融资性净现金流流出 9.20 亿元，同比增加 60%。2024 年前三季度经营性净现金流 5.27 亿元，同比 2023 年同期下降 15.07%，但投资性净流出仅 0.33 亿元，较 2023 年同期大幅减少 94.9%；融资性净流出 5.45 亿元，同比减少 39.5%，因借款偿还压力减轻。现金净流出收窄至 0.51 亿元，整体现金流压力缓解。

图10: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



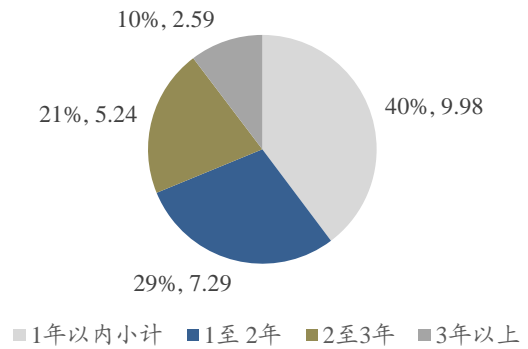
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司应收账款情况



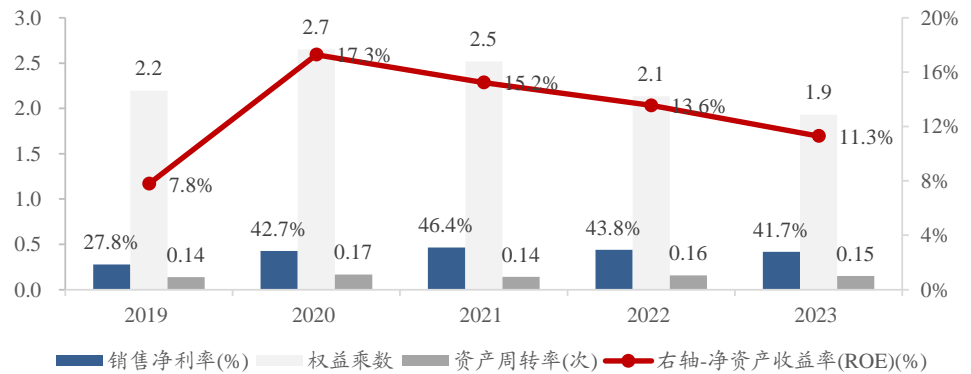
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 公司应收账款账龄结构



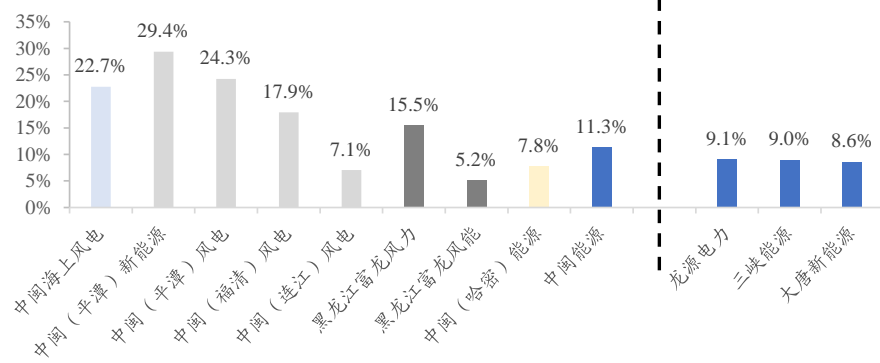
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 公司杜邦分析



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 公司分部净利润构成 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 福建海风空间广阔，竞配电价见顶转型高质量发展

### 2.1. 政策积极引导，优质海风资源加速开发

**政策积极引导，地方充分发挥资源优势。**2023年9月，国家能源局印发《关于组织开展可再生能源发展试点示范的通知》，明确提出鼓励各地通过海上风电基地建设，推动深远海海域海上风电项目降低工程造价、经济性提升和实现无补贴平价上网。2024年3月，国家能源局印发的《2024年能源工作指导意见》进一步提出，要统筹优化海上风电布局，推动海上风电基地建设，稳妥有序推动海上风电向深水远岸发展。同时，沿海各省份相继推出了海上风电市场相关的发展规划，充分发挥沿岸资源优势，加速海上风电的基地化和规模化。“十四五”期间，预计沿海各省份合计新增装机规模超过50GW。

表2: 各地“十四五”海上风电规划(万千瓦)

省份	十四五开发目标	十四五新增装机容量	规划文件
广东	1800	1664	《广东省能源发展“十四五”规划》
江苏	1500	818	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》
山东	800	799	《山东省能源发展“十四五”规划》
浙江	491	450	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》
福建	512	410	《福建省“十四五”能源发展专项规划》
辽宁	405	363	《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》
广西	300	300	《广西可再生能源发展“十四五”规划》
上海	222	180	《上海市能源发展“十四五”规划》
海南	120	120	《海南省海洋经济“十四五”规划》
河北	30	0	---
天津	12	0	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》
合计	>6000	>5000	---

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

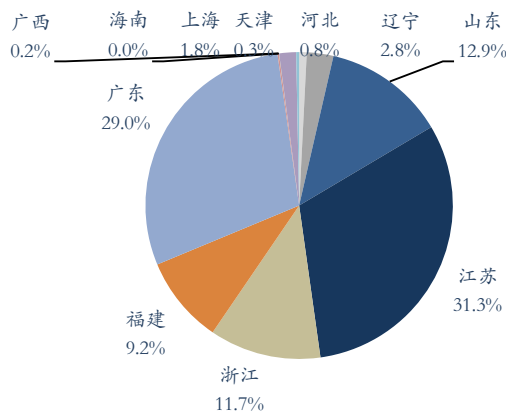
**海风区位优势显著，风电消纳更无忧。**根据CWEA数据，截至2023年，中国海上风电新增装机规模达7.18GW，累计装机规模达37.7GW，占全国风电累计装机容量8.5%。看区域，海风主要集中在江苏(11.8GW)、广东(10.9GW)两省，分别占比31%/29%，其次为山东、浙江、福建、辽宁(均超1GW)，合计占比37%。东部沿海省份电力供需格局相对紧张，消纳问题显著低于“三北”省份，近负荷发电有利于就近消纳，提升风电整体消纳能力。

图15: 中国海上风电装机规模及占比



数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

图16: 2023年中国沿海各省海上风电累计装机占比

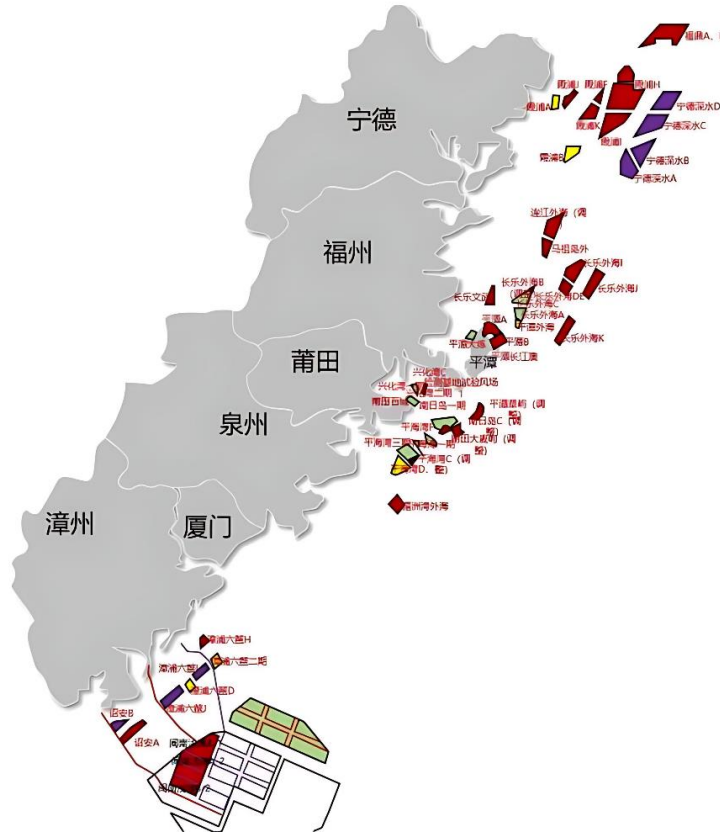


数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

## 2.2. 福建享优质海风资源，供需格局消纳有保障

福建拥有最佳海风资源，规划积极推进近海及深远海。资源储量巨大，福建海域受台湾海峡“狭管效应”影响，风能资源得天独厚，理论蕴藏量超 1.2 亿千瓦，居全国前列。尤其是近海区域水深适中、地质稳定，为规模化开发提供了理想条件。风速快且稳定，福建沿海年平均风速达 9-10 米/秒，部分地区如平潭外海年平均风速甚至超过 10 米/秒，全年 7 级以上大风天数超 100 天，风能密度高且持续性优异，且弃风率常年为 0%。利用小时数全国领先，理论年利用小时数可达 4000-4400 小时，部分优质海域（如平潭、漳浦外海）甚至突破 4500 小时，为全国最高水平。“十四五”期间规划加快完成福建省海上风电规划内省管海域 1030 万千瓦、深远海 480 万千瓦海上风电配置，“十四五”加速推进，“十五五”有望延续。

图17: 福建省海上风电项目厂址梳理 (部分)



数据来源: 海洋清洁能源资讯, 东吴证券研究所

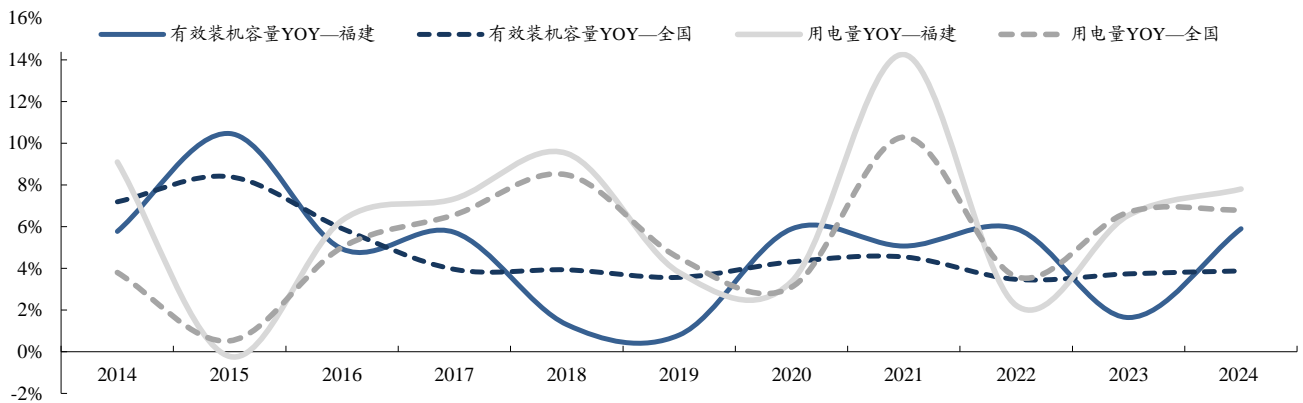
表3: 中国近海风电开发潜力

海域	风速	海域特点
渤海地区	6.5-8m/s	水深平均 18 米, 最深不超过 70 米, 海底基础条件和安装技术简单, 港口距离近, 基本不受台风侵扰, 利于风电场的建造和运维; 但基础设施较多, 冬季还有海冰的影响。
山东地区	6.5-8.5m/s	港口距离近, 施工资源较好, 地质条件好, 可不考虑台风危害; 但有海雾和冬季海冰影响。
江苏地区	6.5-8.5m/s	沿海低于 50 米水域较为宽广, 海域较为宽广、基础设施少, 地质条件好, 施工资源较好, 台风侵扰概率低。
上海、浙江地区	6.5-9.5m/s	风资源较好, 浙江省海岸线较长, 为 2254km; 但南部海域水深较深, 杭州湾岛屿众多, 有强台风侵扰。
福建地区	7-10+m/s	风资源好, 台风受到台湾岛的阻挡破坏力大大减弱, 福建省的海岸线较长 3324km, 海浪高, 施工窗口期短, 岩层, 强盐雾。
广东地区	7-9m/s	风资源好, 广东省的海域面积达 41.9 万平方公里, 位居第二, 且也是大陆海岸线最长的省份, 达 4314.1 公里, 近海岸开发储量好。岩层, 海域深水较深, 有强台风侵扰, 强盐雾。
广西和海南西部		由于临近越南、老挝和柬埔寨等国家, 风能资源较差, 不适宜建造风电场。

数据来源: 北极星风电网, 东吴证券研究所

**用电需求持续增长，海风消纳有保障。**从用电量增速看，福建需求端表现强劲。2014-2024 年期间，福建用电量增速多数年份高于全国平均水平。其中 2024 年用电量同比增长 7.8%，高于全国 6.8% 平均水平。近两年福建省内有效装机容量增速显著低于用电量增速，其中 2024 年福建省内有效装机容量同比增长 5.9%，低于省内用电量增速 7.8% 反映出省内电力供需偏紧张态势，为海上风电消纳创造有利条件。在传统有效装机增速阶段性滞后于用电需求时，海上风电作为新增清洁能源补充，可缓解供需压力。福建省内用电需求端形成强劲用电支撑，为海上风电消纳提供广阔市场空间。

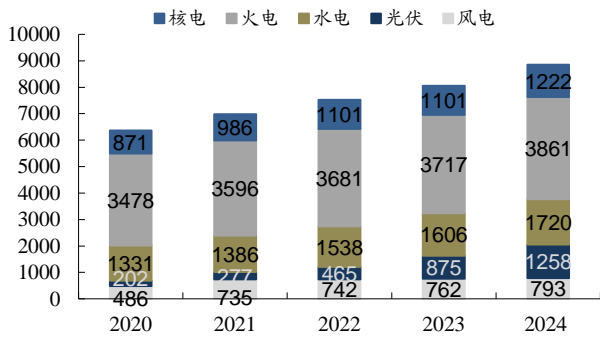
图18: 2014-2024 年福建省与全国用电量同比以及有效装机容量同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

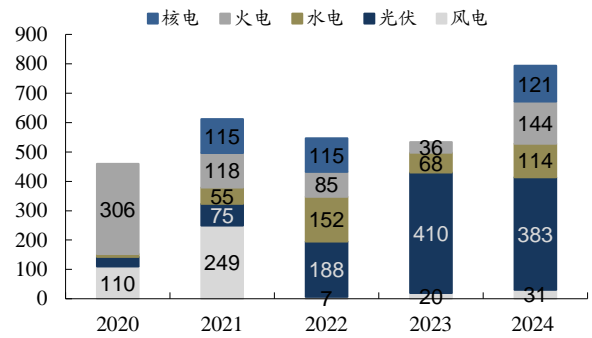
**装机结构优化，新能源装机增量突出。**截至 2024 年，福建省累计投产装机 8864 万千瓦，其中火电装机容量 3861 万千瓦，水电装机容量 1720 万千瓦，风电装机容量 793 万千瓦，光伏装机容量 1258 万千瓦，核电装机容量 1222 万千瓦。2020-2024 年间，福建省内新能源装机规模不断上升。2024 年，福建新增装机容量 793 万千瓦，新能源装机容量占新增总装机容量超 80%。“十四五”期间福建省计划新增海风开发规模 1030 万千瓦，预计未来两年加速落地。海上风电作为重点发展方向，将加速福建省装机结构优化。2021 年以来，福建省内风电持续保持零弃风水平。

图19: 2020-2024年福建省存量装机结构(万千瓦)



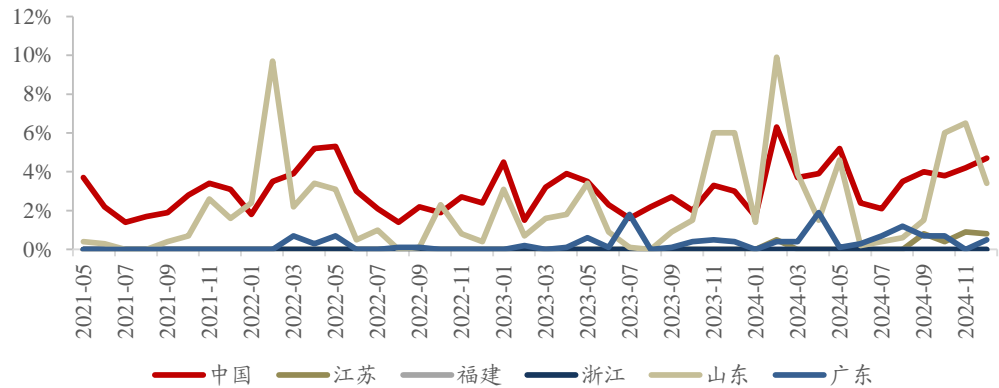
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 2020-2024年福建省新增装机结构(万千瓦)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 2021年以来全国及重点海风装机省份弃风率情况(当月)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 竞配/直配并行推进, 海风迎高质量发展

海风电价相对独立, 更高的电价体现对于高额初始投资和运维成本的补偿。梳理2009年以来中国风电上网电价政策, 大体可以分为固定标杆电价阶段、补贴退坡阶段、竞价配置阶段。考虑海上风电的更高的初始投资和运维成本, 给予海上风电的电价更高。**1) 2014年6月5日**, 国家发展改革委发布《关于海上风电上网电价政策的通知》, 首次规定了对于非招标的海上风电项目标杆上网电价, 区分近海风电和潮间带风电两种类型。2017年以前(不含2017年)投运的近海风电项目和潮间带风电项目的标杆上网电价分别为每千瓦时0.85元、0.75元, 电价政策一致延续到2019年。**2) 2019年5月21日**, 国家发展改革委印发《关于完善风电上网电价政策的通知》, 提出海上风电标杆上网电价改为指导价, 新核准海上风电项目全部通过竞争方式确定上网电价, 不得高于上述指导价。政策同时明确2021年底前全部机组完成并网的, 执行核准时的上网电价; 2022



年及以后全部机组完成并网的，执行并网年份的指导价。3) 2020年1月20日，《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》正式发布，2022年起海上风电项目不再纳入中央财政补贴范畴，海上风电开发进入地方补贴接力时期。

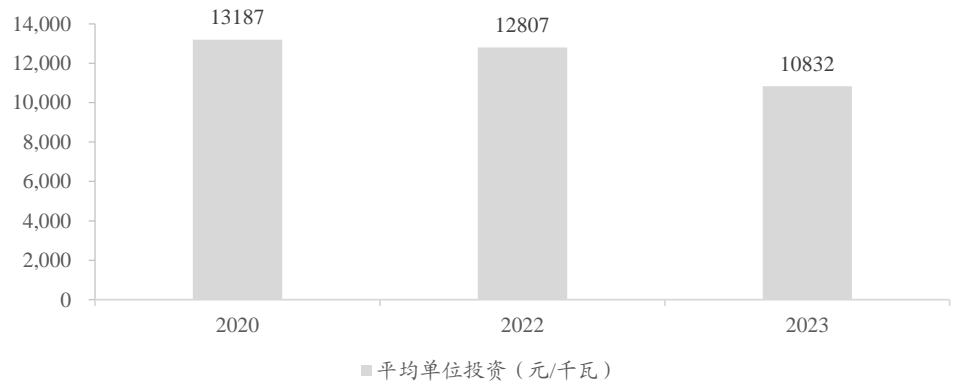
表4：中国风电上网电价梳理（单位：元/KWh）

政策文件	主要内容	陆上风电				海上风电	
		I类	II类	III类	IV类	近海	潮间带
发改价格 [2009]1906号	2009.8-2014年标杆电价	0.51	0.54	0.58	0.61		
发改价格 [2014]3008号	2015年标杆电价	0.49	0.52	0.56	0.61		
发改价格 [2014]1216号	2014.6-2017标杆电价					0.85	0.75
发改价格 [2015]3044号	2016-2017年标杆电价	0.47	0.50	0.54	0.60		
发改价格 [2016]2729号	2018年标杆电价	0.40	0.45	0.49	0.57	0.85	0.75
发改价格 [2019]882号	2019年指导价 2020年指导价	0.34 0.29	0.39 0.34	0.43 0.38	0.52 0.47	0.80 0.75	不得高于陆 上指导价
财建 [2020]4号	新增海上风电不再纳入中央财政补贴范围，按规定完成核准（备案）并于2021年12月31日前全部机组完成并网的存量海上风力发电项目，按相应价格政策纳入中央财政补贴范围。 <b>2022年起，海上风电项目不再纳入中央财政补贴范畴。</b>						

数据来源：政府网站，北极星风力发电网，东吴证券研究所

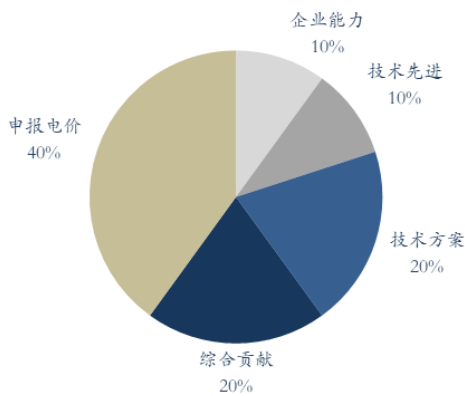
海风竞配低电价压制海风收益率，竞配电价有望逐步回归合理。海风进入竞价配置阶段，福建作为海上风电资源大省，2021年开始展开“十四五”期间海风项目的分配。2022年7月13日，福建省发改委公示2022年两个海上风电项目的竞配结果，其中，马祖岛外（30万千瓦）的中标电价为**0.204元/千瓦时**，连江外海（70万千瓦）的中标电价为**0.193元/千瓦时**，显著低于福建燃煤发电基准价**0.3932元/千瓦时**。随后，连江外海中选企业中国华能集团有限公司与福建省投资开发集团有限责任公司联合体放弃中选资格，递补中广核风电有限公司、华润（集团）有限公司二家企业组成的联合体为连江外海项目中选企业，递补企业当时的投标报价为**0.26元/千瓦时**。福建海风开启竞配后上网电价的快速下行引发市场对于海风收益率担忧，也限制了海上风电产业发展。动态来看，随着海风装机要素投资成本持续下降，项目收益率进入提升通道，横向来看，部分省份（如广东）已取消申报电价作为海风竞配项目的评分构成部分，申报电价不作为项目获取的评判因素。海上风电竞配电价有望逐步回归合理。

图22：福建省海上风电单位投资变化



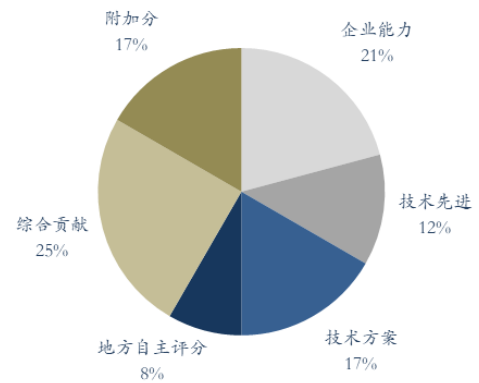
数据来源：福建省发改委，东吴证券研究所

图23：2023年福建海风竞配评分构成



数据来源：福建省发改委，东吴证券研究所

图24：2023年广东海风竞配评分构成



数据来源：广东省发改委，东吴证券研究所

**竞配/直配并行推进，海上风电依然是最优质的绿电资产。**目前海上风电项目上网电价制定主要通过竞配（竞争性配置）、直配（直接指定配置）两种形式进行确定。竞配更加体现为市场化导向，直配则是省级政府直接指定开发主体和项目实施方案，更多基于行政指令或政策倾斜。对比来看，直配项目的电价由政府与企业协商确定，基本按照地方标杆电价，电价优势明显。从消纳、利用小时数、投资成本综合来看，海上风电是最优质的绿电资产。

表5: 海风项目竞配/直配对比

维度	竞配	直配
资源配置机制	市场化竞争 (技术/电价/产业)	行政指令或协议分配
主体参与门槛	开放多元 (央企、民企、外企)	侧重本地国企或大型央企
电价形成方式	竞价或限价约束	政府与企业协商
技术升级动力	倒逼创新 (降本增效)	依赖企业自主投入
公共利益考量	需兼顾消纳、环保等指标	政策目标优先 (如本地产业)

数据来源: 东吴证券研究所整理

**直配海风项目收益率优异。**我们对福建海上风电项目收益率进行测算, 1) 平均情形假设下 (利用小时 4000h, 单位投资 11150 元/千瓦), 虽然海风投资成本处在下降趋势中, 按照上网电价 (含税) 0.26 元/千瓦时, 竞配项目的收益率仍然较低, 我们测算竞配项目全投资 IRR 约为 2.5%, 度电净利 0.028 元, 单位 GW 净利约为 1 亿元。直配项目收益率具备吸引力, 按照福建燃煤基准价格 0.3932 元/千瓦时上网, 直配项目的全投资 IRR 约为 7.2%, 度电净利 0.123 元, 单位 GW 净利约为 4.5 亿元。考虑不同情形下的电价、单位投资、利用小时数, 我们对于福建省直配/竞配海风项目进行收益率测算, 直配项目收益率优秀, 在投资成本下降的趋势中, 竞配项目收益率相对有底。

图25: 福建省海上风电项目盈利测算 (竞配项目)

建设运营假设		全投资现金流	
单位投资 (元/KW)	11150	IRR	<u>2.4%</u>
运营规模 (MW)	300	投资回收期 (年)	<u>19</u>
上网电价 (含税) (元/KWh)	0.26	<b>资本金现金流</b>	
运营年限	25年	IRR	<u>2.5%</u>
利用小时数 (小时)	4000	投资回收期 (年)	<u>21</u>
资本金比例	30%		
贷款利率	2.5%		
增值税政策	即征即退50%		
所得税	三免三减半		
盈利能力测算			
年化盈利能力		度电盈利能力	
年化收入 (亿元)	2.5	度电收入 (元/KWh)	0.230
年化成本 (亿元)	2.0	度电成本 (元/KWh)	0.184
年化毛利 (亿元)	0.5	度电毛利 (元/KWh)	0.046
年化净利 (亿元) / 单位装机盈利 (亿元/GW)	<b>0.3/0.9</b>	度电净利 (元/KWh)	<b>0.026</b>

数据来源: 东吴证券研究所测算

图26: 福建省海上风电项目盈利测算 (直配项目)

建设运营假设		全投资现金流	
单位投资 (元/KW)	11150	IRR	7.2%
运营规模 (MW)	300	投资回收期 (年)	13
上网电价 (含税) (元/KWh)	0.3932	资本金现金流	
运营年限	25年	IRR	11.1%
利用小时数 (小时)	4000	投资回收期 (年)	12
资本金比例	30%		
贷款利率	2.5%		
增值税政策	即征即退50%		
所得税	三免三减半		
盈利能力测算			
年化盈利能力		度电盈利能力	
年化收入 (亿元)	3.8	度电收入 (元/KWh)	0.348
年化成本 (亿元)	2.0	度电成本 (元/KWh)	0.184
年化毛利 (亿元)	1.8	度电毛利 (元/KWh)	0.164
年化净利 (亿元) / 单位装机盈利 (亿元/GW)	1.3/4.4	度电净利 (元/KWh)	0.122

数据来源: 东吴证券研究所测算

图27: 福建省海上风电项目全投资 IRR 敏感性测算

海上风电全投资IRR敏感性测算 (利用小时数4000小时)					
单位投资 (元/KW) \ 定价 (元/KWh)	10150	10650	11150	11650	12150
0.243	2.6%	2.2%	1.8%	1.4%	1.1%
0.293	4.6%	4.2%	3.7%	3.3%	2.9%
0.343	6.5%	6.0%	5.5%	5.1%	4.6%
0.393	8.3%	7.7%	7.2%	6.7%	6.2%

海上风电全投资IRR敏感性测算 (竞配情形, 竞配电价0.26元/千瓦时)					
单位投资 (元/KW) \ 利用小时 (小时)	10150	10650	11150	11650	12150
3700	2.5%	2.0%	1.7%	1.3%	1.0%
3850	2.9%	2.5%	2.1%	1.7%	1.3%
4000	3.3%	2.9%	2.4%	2.1%	1.7%
4150	3.7%	3.2%	2.8%	2.4%	2.1%
4300	4.1%	3.6%	3.2%	2.8%	2.4%

数据来源: 东吴证券研究所测算

优质海风指标加速释放, 省属国企有望展现项目获取竞争力。梳理“十四五”依赖福建海风项目的开发情况, 2022年、2023年、2024年福建省已经分别完成海风竞配指标145万千瓦、275万千瓦、240万千瓦, 合计660万千瓦, 2023年完成3个海风项目直配项目合计141万千瓦, 2025年作为“十四五”收官之年, 直配/竞配海风项目指标有望继续释放。从业主结构上来看, 开发业主包括地方国企, 如福建省能源集团/福能股份、福建省投资集团/中闽能源、闽东电力(宁德市国资委控股); 包括五大六小电力央企, 也包括区域重点企业如宁德时代、中石油等, 从竞配项目来看, 竞争相对激烈, 从收益率更为突出的直配项目来看, 我们认为福建省属国有企业有望进一步展现项目获取的竞争力。

表6: 福建海风直配/竞配项目跟踪

年度	项目	形式	进度	业主	装机容量 (万千瓦)
2020	漳浦六鳌二期	直配	已核准	三峡集团 65%、 <b>福能股份 35%</b>	40
2020	宁德霞浦 B 区	直配	已核准	<b>福建省投资集团 51%、闽东电力 49%</b>	30
2020	莆田平海湾 D/E 区	直配	已核准	三峡集团 65%、 <b>福能股份 35%</b>	40
2020	平潭外海	直配	已核准	三峡集团 65%、 <b>福能股份 35%</b>	10
<b>2020 年合计</b>					<b>120</b>
2022	连江外海	竞配	已核准	华润电力 99%、中广核 1%	70
2022	马祖岛外海	竞配	已核准	龙源电力 45%、国家能源集团 45%、万华化学 10%	30
2022	平潭 A 区	竞配	已核准	中国能建 80%、平潭城市发展集团 20%	45
<b>2022 年合计</b>					<b>145</b>
2023	平潭 B 区	竞配	未核准	华润电力、福建新城市能源科技	45
2023	平潭草屿	竞配	未核准	华润电力、福建新城市能源科技	30
2023	长乐外海 B 区	竞配	已核准	<b>中闽能源</b>	10
2023	长乐外海 I 区(南)	竞配	已核准	国投电力 51%、 <b>中闽能源 49%</b>	30
2023	长乐外海 J 区	竞配	已核准	<b>福能股份 80%、三峡能源 20%</b>	65
2023	长乐外海 K 区	竞配	已核准	华电集团	55
2023	莆田湄洲湾外海	竞配	未核准	连江龙源万华新能源有限公司	40
2023	长乐外海 I 区(北)	直配	已核准	东方电气 100%	31
2023	宁德深水 A 区	直配	已核准	宁德时代 96%	80
2023	长乐外海 D、E 区	直配	已核准	华电新能 47%	30
<b>2023 年合计 (竞配)</b>					<b>275</b>
<b>2023 年合计 (直配)</b>					<b>141</b>
2024	漳州诏安 A-1 区	竞配	未核准	华能集团、中核集团联合体	30
2024	漳州诏安 A-2 区	竞配	未核准	大唐新能源	35
2024	漳州诏安 A-3 区	竞配	未核准	华润集团	35
2024	福鼎 B-1 区	竞配	未核准	国家能源投资集团	70
2024	福鼎 B-2 区	竞配	未核准	国家电力投资集团、中石油	70
<b>2024 年合计 (竞配)</b>					<b>240</b>

数据来源: 政府网站, 风芒能源, 东吴证券研究所整理

### 3. 福建投资集团资产优质，新一轮资产注入推进

集团注入海上风电项目奠定公司盈利基础。2019年7月，控股股东福建省投资开发集团向中闽能源注入其持有的中闽海电100%股权。交易方案包括发行股份和可转换公司债券购买资产、发行可转换公司债券募集配套资金两部分。交易完成后，中闽海电的核心资产平海湾海上风电场一期50MW项目、二期246MW项目注入公司，公司业务范围从原有的陆上风电、光伏发电等业务，拓展至海上风电业务。该项目已成为公司最优质资产，2024上半年，中闽海电贡献净利润2.3亿元，占公司总净利润63.4%。

表7：2019年投资集团注入方案梳理

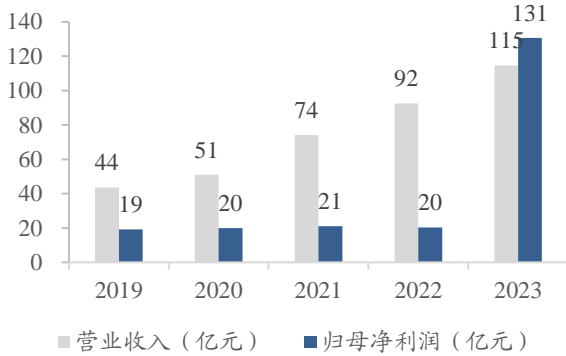
项目	具体情况
标的资产	福建中闽海上风电有限公司（中闽海电）100%股权
交易对价	标的资产的交易价格确定为 <b>25.3855亿元</b>
交易方案	以发行股份形式支付的交易对价为 <b>23.3855亿元</b> ；以发行可转换公司债券形式支付交易对价 <b>2亿元</b> ；向不超过10名投资者非公开发行可转换公司债券募集配套资金，配募金额不超过 <b>5.6亿元</b>
交易估值	PB：截至2019/9/30标的资产的净资产12.28亿元，注入PB为 <b>2.07倍</b> PE：按照资产注入投资集团的业绩承诺，承诺2019、2020、2021、2022年标的资产的净利润为0.55、2.78、4.97、4.62亿元，注入对应2020年承诺净利润PE为 <b>9.12倍</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

战略布局清晰发展路径明确，集团承诺优质资产注入上市公司。公司作为福建省投资开发集团旗下的国有上市公司，深度受益于集团的战略协同。近年来的利润增长受益于集团的资产注入。为避免集团与上市公司之间的同业竞争，福建投资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，集团将与中闽能源充分协商，启动将相关符合上市条件的资产注入上市公司的程序，具体的注入方式包括但不限于接受上市公司支付的现金、认购上市公司非公开发行的股份以及其他法律法规规定的合法方式。

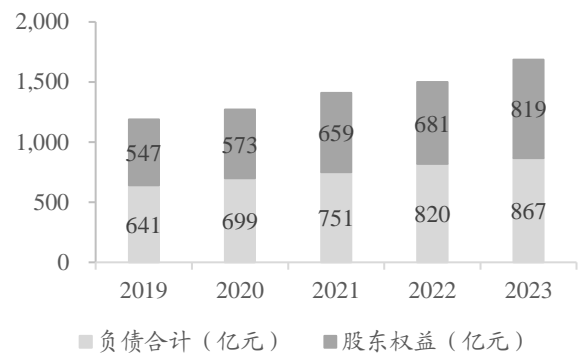
投资集团优质资产充沛。福建省投资开发集团有限责任公司成立于2009年4月，由福建投资开发总公司（中闽公司）、福建投资企业集团公司（华福公司）等7家省属企业重组设立。通过控股和参股，集团现已经形成**电力业务、燃气业务、铁路业务、供应链业务、金融服务业以及水务业务**六块业务。

图28: 福建省投资开发集团收入/利润梳理



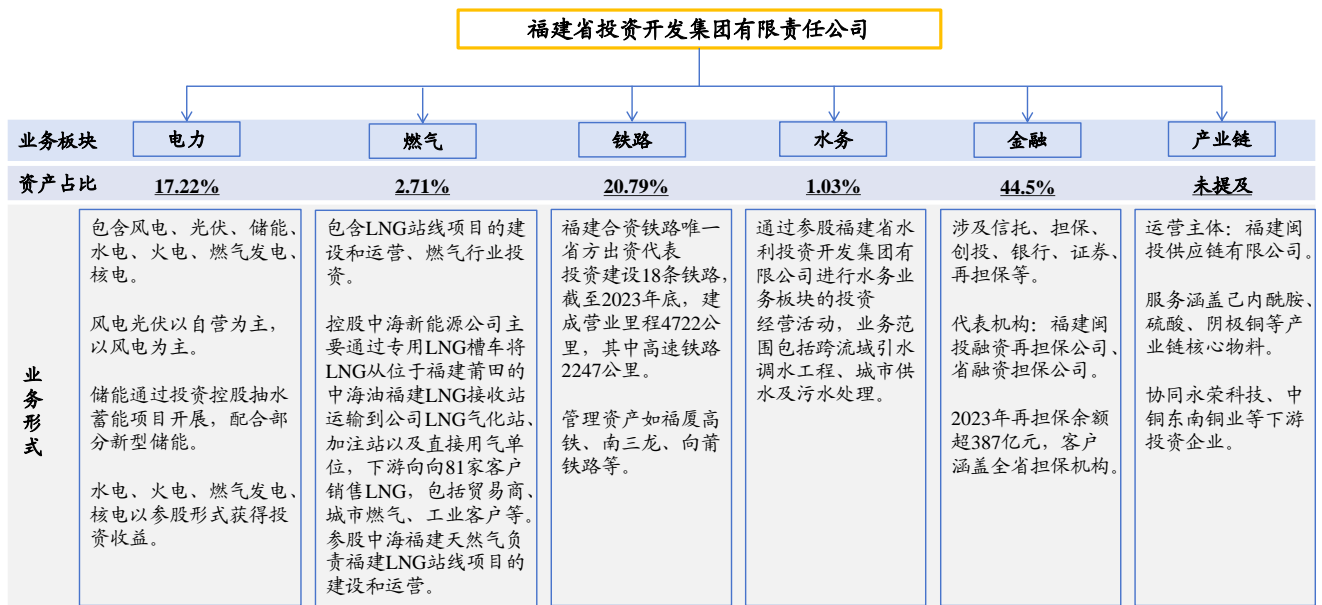
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 福建省投资开发集团资产负债梳理



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 福建省投资开发集团旗下资产梳理



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表8: 福建省投资开发集团参控股电力资产梳理

资产类型	总装机	控股装机	权益装机	资产梳理
风电/光伏	122	122	113	除莆田闽投海电(平海湾海上风电三期, 控股90%, 装机容量30.8万千瓦)外, 剩余项目均由中闽能源控股
储能	243	92	92	永泰抽蓄(控股51%, 装机容量120万千瓦)、晋江储能电站(控股51%, 一期已投运3万千瓦/10万千瓦时, 二期拟建6万千瓦/12万千瓦时)、永安抽蓄(前期阶段)、德化抽蓄(前期阶段)、漳平抽蓄(前期阶段)
水电	286	0	91	福建水口水电站、棉花滩电站、高砂水电站、沙县城关水电站、龙岩万安溪水电站

煤电	120	0	29	华夏电力公司
气电	140	0	28	莆田燃气电厂（中海福建燃气发电有限公司）
核电	600	0	60	福清核电（参股 10%）、三明核电（未投产，参股 40%）、莆田核电（未投产）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**抽水蓄能优质资产将显著提升公司盈利能力。**2025 年 1 月，集团启动将闽投抽水蓄能 51%的股权注入中闽能源。闽投抽水蓄能电站装机容量 120 万千瓦，已于 2023 年正式投产，2023 年实现营业收入 8.44 亿元，利润总额 2.25 亿元。目前，公司总装机容量为 95.73 万千瓦，抽水蓄能资产注入公司后，将提升公司的总装机容量和资产规模，填补公司在抽水蓄能业务方面的空白，并大幅提升公司的盈利能力。

**储备待注入海上风电资产充足，公司未来实现装机规模大幅增长。**闽投海电（平海湾海上风电三期项目）30.8 万千瓦项目已于 2021 年投产，由于暂未列入补贴核查合规项目清单尚未注入。未来等补贴结果确认后，平海湾三期优质海风资产也将注入公司。霞浦闽东（宁德霞浦海上风电场 B 区项目）29.6 万海上风电项目已核准待注入。此外，宁德闽投（宁德霞浦海上风电场 A、C 区）60 万项目尚待核准。集团注入完成后，公司海上风电装机规模将实现大幅增长。

表9：集团资产注入/待注入资产情况梳理

公司名称	项目名称	持股比例	注入情况	装机容量 (万千瓦)	装机类型
中闽海电	平海湾海上风电一、二期	100%	已注入	29.6	海上风电
闽投抽水蓄能	福建永泰抽水蓄能电站	51%	已投运待注入	120	抽水蓄能
闽投海电	平海湾海上风电三期	90%	已投运待注入	30.8	海上风电
霞浦闽东	宁德霞浦海上风电场 B 区	51%	已核准	29.6	海上风电
宁德闽投	宁德霞浦海上风电场 A、C 区	80%	前期工作	20+40	海上风电

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 投资建议与风险提示

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 17.7/24.4/29.0 亿元，同比+2%/+38%/+19%，毛利为 10.4/13.3/15.3 亿元，同比变动+6%/+28%/+15%，毛利率为 59%/55%/53%。其中：

1) **风电业务：**我们预计 2024-2026 年风电业务营业收入为 16.9/17.1/17.2 亿元，同比变动+5%/+1%/+1%，毛利率为 62%/62%/62%。

2) **光伏发电业务：**我们预计 2024-2026 年光伏发电业务营业收入为 0.2/0.2/2.6 亿元，



毛利率为 45%/45%/43%。

3) **生物质业务**: 我们预计 2024-2026 年生物质业务营业收入为 0.2/0.3/0.3 亿元, 同比较为稳定。

4) **抽水蓄能业务**: 我们预计集团永泰抽蓄注入于 2025 年完成并贡献, 预计 2025-2026 年抽水蓄能营业收入 6.3/8.4 亿元, 毛利率为 44%/44%。

表10: 中闽能源业务拆分及盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>风电</b>					
营业收入 (亿元)	17.3	16.1	16.9	17.1	17.2
YOY	16%	-7%	5%	1%	1%
毛利 (亿元)	11.3	10.0	10.4	10.6	10.6
YOY	15%	-11%	4%	1%	1%
毛利率 (%)	65%	62%	62%	62%	62%
<b>光伏发电</b>					
营业收入 (亿元)	0.2	0.2	0.2	0.2	2.6
YOY	-3%	-6%	-10%	11%	1144%
毛利 (亿元)	0.1	0.1	0.1	0.1	1.1
YOY	-6%	-20%	-10%	11%	1092%
毛利率 (%)	52%	45%	45%	45%	43%
<b>生物质发电</b>					
营业收入 (亿元)	0.1	0.6	0.2	0.3	0.3
YOY		545%	-65%	66%	0%
毛利 (亿元)	-0.4	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2
YOY		-21%	-65%	66%	0%
毛利率 (%)	-397%	-49%	-49%	-49%	-49%
<b>抽水蓄能</b>					
营业收入 (亿元)				6.3	8.4
YOY					33%
毛利 (亿元)				2.8	3.7
YOY					33%
毛利率 (%)				44%	44%
<b>合计</b>					
营业收入 (亿元)	17.9	17.3	17.7	24.4	29.0
YOY	17%	-3%	2%	38%	19%
毛利 (亿元)	11.0	9.8	10.4	13.3	15.3
YOY	11%	-11%	6%	28%	15%
毛利率 (%)	62%	57%	59%	55%	53%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.1. 投资建议

考虑 2025 年集团永泰抽蓄资产注入，我们预计公司 2024 至 2026 年归母净利润为 7.1/9.2/10.0 亿元，同比变动+5%/+30%/+8%，对应当前 PE 15.2/11.7/10.8 倍（估值日期：2025/4/25）。我们选取优质绿电公司龙源电力、三峡能源以及区域海上风电福能股份、江苏新能作为可比公司，公司资产质地优，考虑福建优质海风指标进一步获取以及集团风电资产进一步注入，成长性突出，PE 合理偏低有安全边际，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：中闽能源及其可比公司对比（估值日期：2025/4/25）

可比公司	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
龙源电力	001289.SZ	17.55	1,467	62	63	68	75	23.9	23.5	21.8	19.9
三峡能源	600905.SH	4.26	1,219	72	71	81	90	17.1	17.3	15.2	13.7
江苏新能	603693.SH	12.65	113	5	4	7	8	25.2	28.6	19.2	16.6
福能股份	600483.SH	9.80	272	26	28	31	34	10.4	9.7	8.8	8.0
行业平均								20.2	21.0	16.7	15.0
中闽能源	600163.SH	5.62	107	7	7	9	10	15.9	15.2	11.7	10.8

注：龙源电力、三峡能源、福能股份、江苏新能盈利预测来自 Wind 一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.2. 风险提示

- 项目建设不及预期：**公司以及集团在手海上风电、光伏、抽水蓄能项目充沛，项目建设周期较长，若项目建设进度不及预期，则会影响项目投产进度，进而影响公司业绩释放；
- 电改推进下电价波动：**136 号文推动新能源全面进入市场，新能源行业迎高质量发展，随着项目结算上网电量市场化比例提升，市场化交易方案以及市场交易电价波动，可能会影响公司风电光伏项目经营业绩；
- 项目竞争加剧：**福建海上风电项目持续推进，公司作为省属能源电力上市平台项目获取能力强，若项目指标获取竞争加剧，可能会影响公司新项目收益率，进而影响公司业绩释放。

## 中闽能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,041</b>	<b>5,073</b>	<b>5,747</b>	<b>5,730</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,732</b>	<b>1,767</b>	<b>2,438</b>	<b>2,904</b>
货币资金及交易性金融资产	1,414	2,412	2,125	1,445	营业成本(含金融类)	750	724	1,106	1,370
经营性应收款项	2,454	2,488	3,425	4,070	税金及附加	14	13	19	23
存货	32	31	47	58	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	71	75	85	102
其他流动资产	142	142	151	157	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>7,483</b>	<b>7,146</b>	<b>10,906</b>	<b>14,278</b>	财务费用	108	94	99	185
长期股权投资	87	87	87	87	加:其他收益	45	45	45	45
固定资产及使用权资产	7,169	6,851	9,276	12,256	投资净收益	5	5	5	5
在建工程	14	4	1,351	1,755	公允价值变动	20	0	0	0
无形资产	116	104	91	79	减值损失	3	(15)	(15)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	67	67	67	67	<b>营业利润</b>	<b>863</b>	<b>896</b>	<b>1,163</b>	<b>1,259</b>
其他非流动资产	30	33	33	33	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11,524</b>	<b>12,220</b>	<b>16,653</b>	<b>20,008</b>	<b>利润总额</b>	<b>862</b>	<b>896</b>	<b>1,163</b>	<b>1,259</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,706</b>	<b>1,803</b>	<b>2,303</b>	<b>2,648</b>	减:所得税	140	139	180	195
短期借款及一年内到期的非流动负债	707	835	835	835	<b>净利润</b>	<b>723</b>	<b>757</b>	<b>983</b>	<b>1,064</b>
经营性应付款项	880	849	1,298	1,607	减:少数股东损益	44	46	60	65
合同负债	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>678</b>	<b>711</b>	<b>923</b>	<b>999</b>
其他流动负债	119	118	170	206	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.37	0.48	0.52
非流动负债	3,389	3,259	6,259	8,259	EBIT	964	990	1,262	1,444
长期借款	1,759	1,759	4,759	6,759	EBITDA	1,474	1,430	2,002	2,572
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.68	59.03	54.61	52.83
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	39.18	40.21	37.85	34.39
其他非流动负债	1,625	1,495	1,495	1,495	收入增长率(%)	(3.30)	2.04	37.97	19.11
<b>负债合计</b>	<b>5,094</b>	<b>5,061</b>	<b>8,562</b>	<b>10,907</b>	归母净利润增长率(%)	(6.91)	4.74	29.86	8.22
归属母公司股东权益	6,250	6,933	7,806	8,751					
少数股东权益	179	225	285	350					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,430</b>	<b>7,158</b>	<b>8,092</b>	<b>9,102</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,524</b>	<b>12,220</b>	<b>16,653</b>	<b>20,008</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,029	1,220	1,375	2,069	每股净资产(元)	3.28	3.64	4.10	4.60
投资活动现金流	(976)	(95)	(4,495)	(4,495)	最新发行在外股份(百万股)	1,903	1,903	1,903	1,903
筹资活动现金流	(920)	(126)	2,833	1,747	ROIC(%)	9.12	8.96	9.09	8.03
现金净增加额	(867)	998	(287)	(679)	ROE-摊薄(%)	10.85	10.25	11.82	11.41
折旧和摊销	510	440	740	1,128	资产负债率(%)	44.21	41.42	51.41	54.51
资本开支	(92)	(100)	(4,500)	(4,500)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.90	15.18	11.69	10.80
营运资本变动	(286)	(80)	(476)	(333)	P/B(现价)	1.73	1.56	1.38	1.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>