

太阳能(000591.SZ)

——中节能旗下光伏平台 经营稳健效益优先

投资要点:

- **中国节能唯一太阳能业务平台,主业光伏发电与光伏电池制造。**公司控股股东为中国节能,截至2025年5月7日,中国节能直接间接合计持股34.64%,为公司第一大股东。中国节能为六小豪门电力央企之一,太阳能为中国节能旗下唯一太阳能业务平台,专注光伏电站与光伏制造两大主业,截至2024年底,中国节能控股在运光伏装机主要在太阳能体内。
- **光伏发电为核心主业,稳健经营效益优先。**光伏发电为公司核心主业,电站分布全国24个省(直辖市、自治区)。利润构成上,公司自2015年借壳上市以来,营收基本保持增长态势,利润几乎由光伏电站贡献。公司光伏发电板块毛利率在2024年为61%,即便是较2023年下滑4个百分点,但仍然处于行业领先地位,或与光伏制造协同以及带补贴项目占比有关。截至2024年底,公司在运装机6.08GW,在建装机2.08GW,在运装机集中华东与西北,在建装机分散在非西北区域。公司2024年市场化交易电量约占47%,较2023年提升10个百分点。
- **136号文推动新能源优质发展,公司优选项目精细化管理。**我们预计136号文后,优选项目与成本管控(运营能力)或为新能源运营商核心优势。公司储备17GW优质项目,同时通过区域管理人才与智能运维、数据化转型等降本。截至2024年底,公司重要在建项目均为光伏电站项目,无光伏设备产品类项目。另外,公司聚焦海外新兴市场优质光伏项目,已与多国建立合作联系。
- **财务质量稳健,国补发放有望缓解现金压力。**截至2024年底,公司资产负债率为52%,较2020年底下降12个百分点,处于同业优秀水平。公司带补贴项目中有63%已纳入第一批合规目录,无合规风险;2024年底国补拖欠118亿元,国补与市值比约70%。当前新能源电价补贴拖欠仍为压制整个绿电板块的关键因素之一,若国补发放,将为公司注入现金流,并有望解除部分估值压制。
- **股权激励+央企考核,主观能动性突出。**公司于2020年发布股权激励方案,当前正处于第三个行权期,行权价4.196元/股。2024年底,证监会与国资委从政策上要求重视市值管理,重点监督长期破净公司。而公司PB长期低于1倍,公司于2023年下半年发布三年分红规划,2025年4月发布股份回购方案。公司管理层与中小股东利益深度绑定,其主观能动性在央企中表现突出。
- **盈利预测与评级:**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为11.4、10.2、10.4亿元,同比增速分别为-6.7%、-10.9%、1.7%,我们选取龙源电力(A)、三峡能源、中绿电、银星能源作为可比估值,2025-2027年可比公司平均PE为20、18、17倍,公司2025-2027年PE分别为15、17、17倍。首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:入市后电价下滑,光伏弃电率提升,应收账款减值**

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,540	6,039	5,895	5,921	6,159
同比增长率(%)	3.29%	-36.70%	-2.38%	0.44%	4.01%
归母净利润(百万元)	1,579	1,225	1,143	1,019	1,036
同比增长率(%)	13.86%	-22.38%	-6.73%	-10.86%	1.73%
每股收益(元/股)	0.40	0.31	0.29	0.26	0.26
ROE(%)	6.88%	5.23%	4.74%	4.12%	4.09%
市盈率(P/E)	10.87	14.00	15.01	16.84	16.56

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归属于母公司所有者的净利润分别为 11.4、10.2、10.4 亿元，分别同比变动-6.7%、-10.9%、1.7%。当前股价对应 2025–2027 年 PE 分别为 15、17、17 倍。

从可比公司估值看，我们选取同行业龙源电力（A）、三峡能源、中绿电、银星能源为可比公司，可比公司 2025–2027 年平均 PE 分别为 20、18、17 倍，平均 PB 为 1.29 倍，公司估值均低于可比公司均值。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司新能源项目在建及储备情况，假设公司 2025–2027 年每年新增光伏机组 150、100、100 万千瓦；结合全国新能源消纳情况，假设公司 2025–2027 年光伏利用小时数分别为 1177、1118、1118 小时。

投资逻辑要点

历史经营稳健，效益大于规模。公司为六小电力豪门中节能旗下光伏业务平台，但在行业的快速变动下，追求稳健的效益，当前 6GW 在运装机体量效益位于行业领先位置。

当前 PB 低于 1，电力央企主观能动性突出。在央企考核与市值管理政策工具箱下，结合公司较为市场化的管理（2020 年推出股权激励方案），预计公司管理层的主观能动性在电力央企中较为突出。

核心风险提示

入市后电价下滑：新能源入市交易大势所趋，在供需失衡与光伏电站集中出力的特征下，预计短期光伏电站市场化交易电价承压。

光伏弃电率提升：新能源消纳压力提升叠加保障利用小时数下滑，在供大于求的区域预计光伏真实弃电率会有所增加。

应收账款减值：公司仍有百亿规模应收账款，随着账龄提升，信用减值或增加。

内容目录

1. 中节能光伏平台 经营稳健效益优先	5
1.1. 中国节能唯一太阳能业务平台	5
1.2. 光伏发电为核心主业 稳健经营效益优先	6
2. 精选项目优质发展 补贴发放+央企改革提供动力	10
2.1. 136号文推动新能源优质发展 优选项目精细化管理	10
2.2. 财务质量稳健 国补发放有望缓解现金压力	12
2.3. 股权激励+央企考核 公司主观能动性突出	13
3. 盈利预测与评级	15
4. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司股权结构 (2025 年 5 月 7 日数据)	5
图表 2: 中国节能营收结构 (亿元, %, 2024 年数据)	5
图表 3: 公司 2015–2024 年营收结构 (亿元)	6
图表 4: 公司分区域营收结构 (2024 年数据)	6
图表 5: 公司 2020–2024 年装机情况 (GW)	7
图表 6: 公司 2024 年装机结构 (GW, %)	7
图表 7: 公司 2015–2024 年营收情况 (亿元)	7
图表 8: 公司 2015–2024 年归母净利润情况 (亿元)	7
图表 9: 公司分板块经营数据 (亿元)	7
图表 10: 公司 2024 年底运营装机分区域 (兆瓦)	8
图表 11: 公司 2024 年底在建装机分区域 (兆瓦)	8
图表 12: 公司 2020–2024 年市场化电量 (亿千瓦时, %)	9
图表 13: 公司 2020–2024 年平均上网电价 (含税, 元/kwh)	9
图表 14: 公司 2015–2024 年分板块毛利率	9
图表 15: 公司 2024 年分区域毛利率	9
图表 16: 主流新能源运营商 2024 年毛利率情况	10
图表 17: 公司 2020 年及之前装机占比 (GW, %)	10
图表 18: 136 号文与机制电价的相关内容	10
图表 19: 136 号文逐条解析	11
图表 20: 截至 2024 年底公司重要在建项目情况 (兆瓦, 亿元)	11
图表 21: 公司资产负债率与借债成本 (%)	12
图表 22: 公司经营性与投资性现金流净额 (亿元)	12
图表 23: 公司带补贴项目中纳入第一批合规目录的比例 (个, %)	13
图表 24: 公司 2015–2024 年应收账款 (亿元)	13
图表 25: 公司首次股权激励行权条件	13
图表 26: 证监会、国资委关于市值管理相关要求	14
图表 27: 公司近五年 PB-Band (LF)	14
图表 28: 公司 2025–2027 年关键假设表 (万千瓦)	15
图表 29: 新能源运营商可比公司估值表	15

1. 中节能光伏平台 经营稳健效益优先

1.1. 中国节能唯一太阳能业务平台

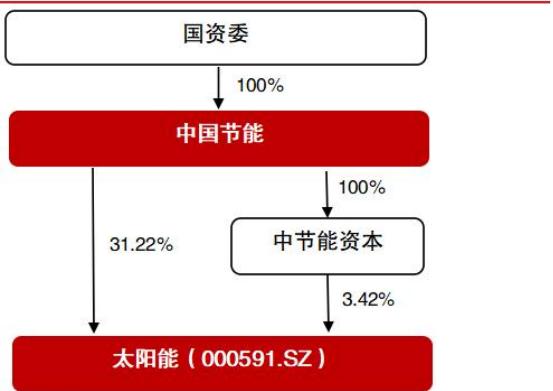
控股股东为中国节能，持股比例合计约 35%。太阳能（全称“中节能太阳能股份有限公司”）为国内第一家以太阳能发电为主、太阳能电池组件制造为辅的上市公司，2015 年通过资产置换借壳桐君堂实现上市。公司控股股东为中国节能（全称“中国节能环保集团有限公司”），实控人为国资委。截至 2025 年 5 月 7 日，中国节能直接持有太阳能 31.22% 的股份，并通过子公司间接持有 3.42% 股份，合计持股比例为 34.64%，为太阳能第一大股东。

中国节能为六小豪门电力央企之一，六家上市平台构建 331 产业格局。中国节能是以节能减排、环境保护为主业的中央企业，由中国节能投资公司和中国新时代控股（集团）公司于 2010 年联合重组成立。目前中国节能旗下拥有六家上市平台，分别为节能风电（601016.SH）、太阳能（000591.SZ）、万润股份（002643.SZ）、节能铁汉（300197.SZ）、节能环境（300140.SZ）以及节能国祯（300388.SZ），形成了“3+3+1”的产业格局，是我国节能环保领域规模大、专业全、业务覆盖面广、综合实力强的旗舰企业。

“3+3+1”产业格局：专注节能与清洁供能、生态环保、生命健康三大主业，加快发展绿色建筑、绿色新材料、绿色工程服务三大业务，铸强战略支持能力。

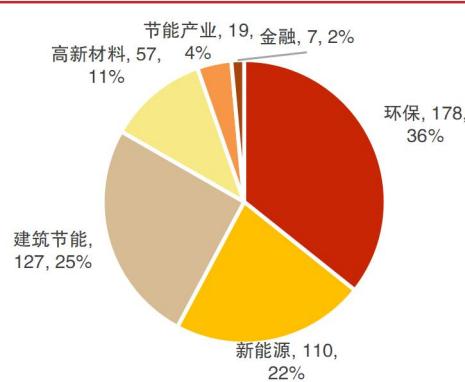
2024 年中国节能总营收 487 亿，环保、新能源、建筑节能、高新材料分别占比 36%、22%、25%、11%；150 亿毛利中，分别占比 36%、35%、4%、21%¹。环保产业与新能源产业为中国节能核心产业，合计占营收与毛利分别为 58%、71%。

图表 1：公司股权结构（2025 年 5 月 7 日数据）



资料来源：wind、企查查，华源证券研究所

图表 2：中国节能营收结构（亿元，%，2024 年数据）



资料来源：wind，华源证券研究所

公司为中国节能旗下唯一太阳能业务平台，专注光伏电站与光伏制造两大主业。2017 年 12 月，在完成太阳能的资产整合上市以及更名后，中国节能承诺太阳能为旗下太阳能业务的唯一平台，截至 2024 年底，中国节能控股在运装机 6.08GW 主要在太阳能上市平台体内。

¹ 仅考虑主要产品，分板块营收合计与分板块毛利合计与公司整体存在差异，一方面系非主业影响，另一方面存在板块间抵消。

公司有望充分借助控股股东产业资源优势、资金借贷优势，有效提供“光伏+”解决方案，将自身太阳能发电专业经验与控股股东产业优势有机结合。

聚焦光伏，内外兼具。公司专注于光伏电站、光伏制造两大主业，通过能效服务和数字化建设的综合应用和科技服务，致力于成为国内一流的新能源综合利用的领军企业。**具体实施路径上**，1) 聚焦国家重大战略，争取沙戈荒大型光伏基地资源；2) 持续探索新模式新方案，丰富和创新“光伏+”开发模式；3) 坚持规模和质量兼顾，自主开发和收购齐头并进。4) 坚定“走出去”战略，聚焦海外新兴市场可再生能源项目，重点推进“一带一路”沿线国家和地区，尤其是“海上丝绸之路”沿线区域的项目开发和收购工作。

1.2. 光伏发电为核心主业 稳健经营效益优先

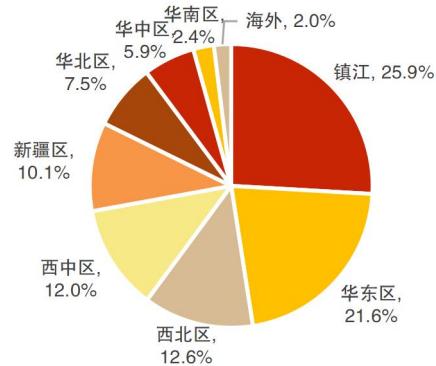
光伏发电为核心主业，电站分布全国 24 个省（直辖市、自治区）²。太阳能发电长期为公司核心业务，2024 年营收 43 亿，占比 72%。公司利润更是全部由光伏电站运营提供，2024 年公司净利润 12.27 亿元，其中太阳能制造亏损 1.15 亿元。业务布局上，公司国内光伏电站分布在全国 24 个省（直辖市、自治区），由 7 个大区以及镇江公司运营，其中镇江公司营收几乎为光伏制造产品。从电站运营的营收分布看，7 个大区中华东区域占比最高，并且电站集中在三北区域（西北、新疆、华北三区域营收合计占比 30.2%）。

图表 3：公司 2015-2024 年营收结构（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：公司分区域营收结构（2024 年数据）



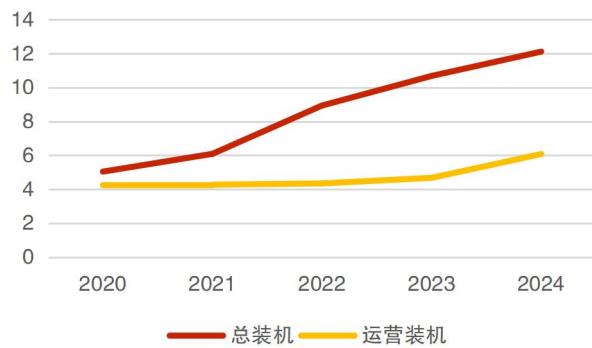
资料来源：wind，华源证券研究所

截至 2024 年底，公司运营光伏电站约 6.08GW、在建电站约 2.08GW、拟建设项目电站约 2.28GW、已签署预收购协议的电站规模约 1.68GW，合计约 12.11GW，较 2020 年新增 7.07GW。根据公司年报，截至 2024 年底，已经锁定 17GW 光伏资源，储备资源丰富，从结果上看，**公司十四五期间装机谨慎，侧面体现其效益大于规模的态度**。另外光伏设备方面，

² 公司的光伏电站业务分布于全国 24 个省、直辖市、自治区：河北省、山西省、吉林省、江苏省、浙江省、安徽省、江西省、山东省、湖北省、贵州省、陕西省、甘肃省、青海省、云南省、辽宁省、福建省、黑龙江省、北京市、上海市、天津市、内蒙古自治区、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、广西壮族自治区

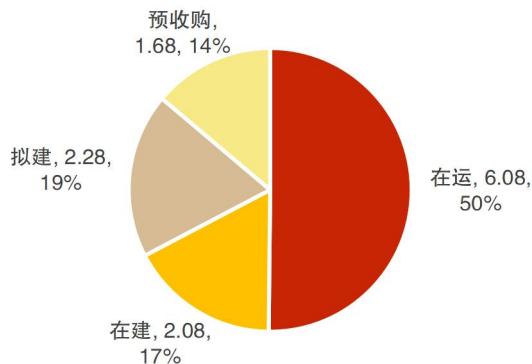
2024年底产能合计5GW，其中光伏高效电池年产能1.5GW，光伏高效组件（兼容P型和N型生产能力）年产能3.5GW。

图表5：公司2020-2024年装机情况（GW）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

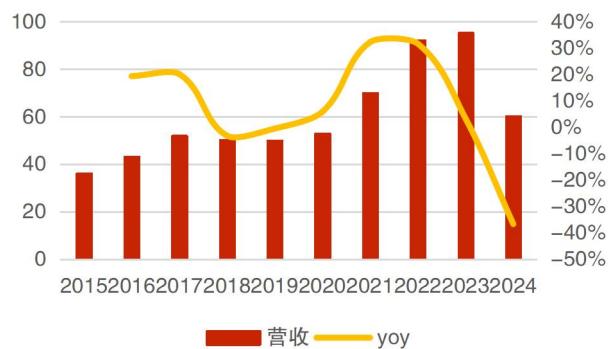
图表6：公司2024年装机结构（GW, %）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

营收受设备业务影响，但利润一直由电站运营贡献。公司自2015年借壳上市以来，营收基本保持增长态势，其中2018-2019年增长停滞，主要系光伏设备产品受到2018年“531新政”冲击。剔除镇江公司营收后，公司其他板块营收保持增长，2022年的营收下滑系电价下滑有关。利润方面，公司近十年归母净利润维持增长，而其中镇江公司几乎保持亏损，利润主要由光伏电站贡献，2024年业绩下滑系镇江公司减值以及光伏电价下滑。

图表7：公司2015-2024年营收情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表8：公司2015-2024年归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表9：公司分板块经营数据（亿元）

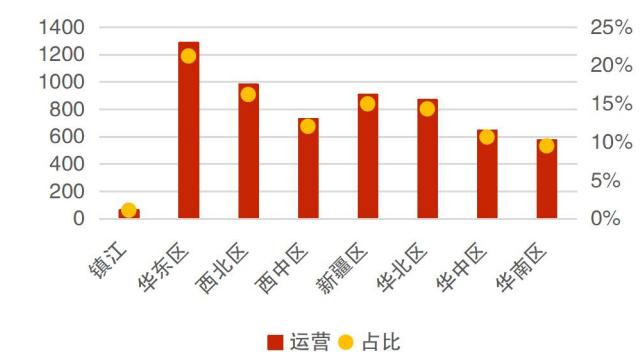
主体	科目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
整体	营收	36.30	43.33	52.05	50.37	50.11	53.05	70.16	92.36	95.40	60.39
	YoY		19%	20%	-3%	-1%	6%	32%	32%	3%	-37%
	归母净利润	4.73	6.53	8.05	8.62	9.11	10.28	11.81	13.87	15.79	12.25
	YoY		38%	23%	7%	6%	13%	15%	17%	14%	-22%

镇江公司	营收	24.58	26.00	25.87	19.06	15.44	15.88	28.78	58.01	60.39	22.57
	归母净利润	1.30	1.41	-0.16	-2.05	-1.75	-1.63	-1.10	-0.36	0.35	-1.15
剔除镇江	营收	11.72	17.33	26.18	31.31	34.67	37.17	41.38	34.35	35.01	37.82
	归母净利润	3.43	5.12	8.21	10.67	10.86	11.91	12.91	14.23	15.44	13.40
	 yoy	48%	51%	20%	11%	7%	11%	-17%	2%	8%	
	 yoy	49%	60%	30%	2%	10%	8%	10%	9%	-13%	

资料来源: wind、公司公告, 华源证券研究所。注: 镇江公司的归母净利润为归属于太阳能的净利润, 剔除镇江公司的财务数据基本可以理解为上市公司的光伏电站经营数据

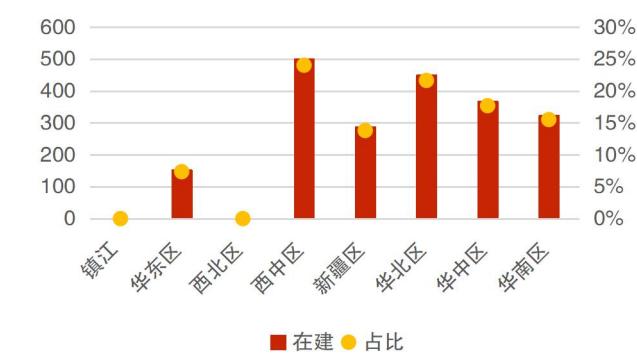
在运装机集中华东与西北, 在建装机分散在非西北区域。公司在运的 6.08GW 光伏装机中, 华东区域占比 21%, 达到 1.29GW; 西北及新疆区域合计在运 1.89GW, 占比 31%。公司在建装机较为分散, 主要位于西中、华北、华中以及华南四个区域, 分别占比 24%、22%、18%、16%。镇江公司在运装机仅 66 兆瓦, 且无在建装机。

图表 10: 公司 2024 年底运营装机分区域 (兆瓦)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 11: 公司 2024 年底在建装机分区域 (兆瓦)



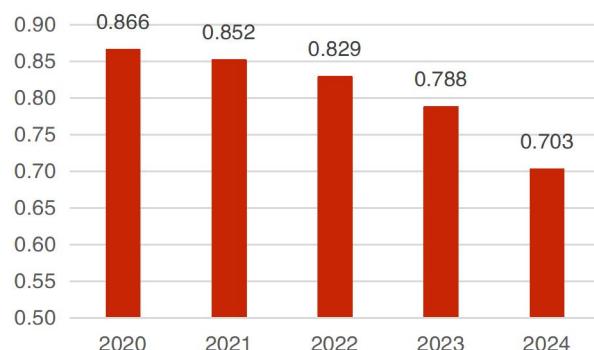
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

电价下滑受入市与平价项目影响, 当前市场化电量占比约一半。截至 2024 年底, 公司旗下华北区、华中区、西北区、西中区、新疆区、镇江公司参与电力市场化交易, 即**华东和华南两个区域的电站暂时没有入市**。公司 2024 年市场化交易电量约占 47%, 较 2023 年提升 10 个百分点, 平均上网电价 (含税) 为 0.703 元/千瓦时, 较 2023 年下降 0.085 元/千瓦时, 电价下滑主要系入市比例提升, 且入市后交易电价较非入市电价有所下滑; 以及平价不含补贴项目交易电价较低, 平价项目占比提升带来的结构影响。

另外 2024 年公司参与绿电交易电量约为 4.63 亿千瓦时; 公司累计销售绿证共 190.9 万张, 绿证平均销售价格约为 2.9 元/张。2024 年全年平均限电率为 7.81%。

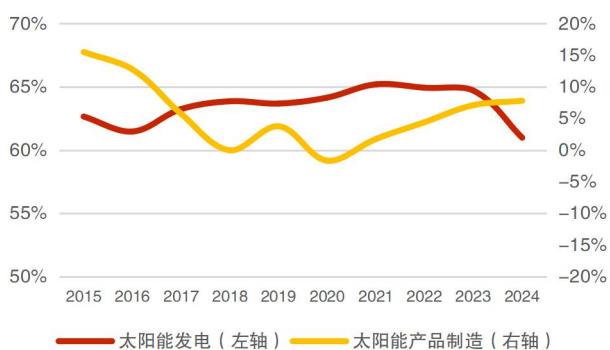
图表 12: 公司 2020-2024 年市场化电量 (亿千瓦时, %)


资料来源：公司公告，华源证券研究所

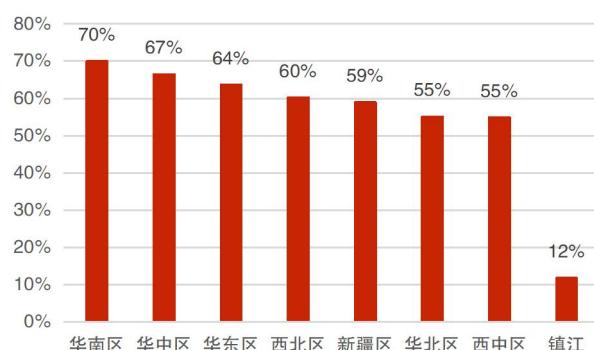
图表 13: 公司 2020-2024 年平均上网电价(含税, 元/kwh)


资料来源：公司公告，华源证券研究所

发电毛利率较为稳定，但受入市影响。从毛利率看，近几年公司发电业务毛利率较为稳定，仅 2024 年下滑较多，下滑 4 个百分点，或主要系 2023 年启动的新能源入市。分区域看，由于华南与华东区域持有的电站在 2024 年暂未入市，其毛利率较高，接近 70%。光伏制造产业虽然微利，但其毛利率在近三年稳定为正且逐步提升。

图表 14: 公司 2015-2024 年分板块毛利率


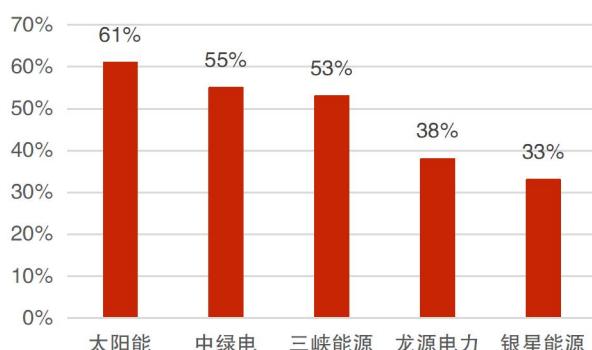
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15: 公司 2024 年分区域毛利率


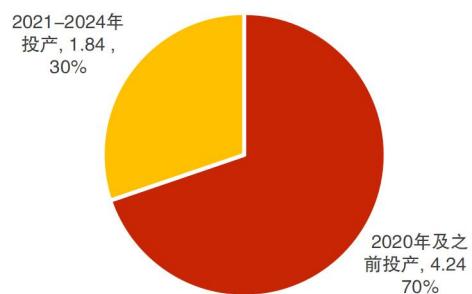
资料来源：公司公告，华源证券研究所

光伏发电盈利水平位于行业头部，或与光伏制造协同以及带补贴项目占比有关。公司光伏发电板块毛利率在 2024 年为 61%，即便是较 2023 年下滑较多，但仍然处于行业领先地位，优于龙源电力 (38%)、三峡能源 (53%)、中绿电 (55%)、银星能源 (33%)。我们分析公司毛利率较高主要有两方面原因，1) 公司 2021-2024 年仅新投产 1.84GW 装机，带补贴项目 (2020 年及之前投产) 占比达到 70%；2) 公司从发电业务向产业链延伸至制造业务，部分解决产业配套问题，减少发电业务投资成本。

说明：由于全行业电力运营商中，仅开展光伏电站运营的上市公司仅太阳能，故我们选取同样为央企并且含有光伏电站业务的运营商。

图表 16: 主流新能源运营商 2024 年毛利率情况


资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 龙源电力 2024 年毛利率仍然受到火电业务影响

图表 17: 公司 2020 年及之前装机占比 (GW, %)


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

5GW 光伏设备产能, 大额减值缓解未来压力。为配合光伏发电业务, 公司向产品制造领域延伸, 从事晶硅太阳能电池、光伏组件的研究、制造和销售业务, 主要生产主体为公司全资子公司镇江公司(全称“中节能太阳能科技(镇江)有限公司”)。截至 2024 年公司太阳能产品产能合计 5GW, 其中光伏高效电池年产能 1.5GW, 光伏高效组件(兼容 P 型和 N 型生产能力)年产能 3.5GW。根据公告, 2024 年底镇江公司总资产 27 亿元, 资产负债率 89%, 净利润-1.15 亿元。2024 年公司对镇江公司 P 型组件、电池产能计提减值 1.05 亿元。

2. 精选项目优质发展 补贴发放+央企改革提供动力

2.1. 136 号文推动新能源优质发展 优选项目精细化管理

2025 年 2 月 9 日, 国家发改委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》(简称“136 号文”), 明确 2025 年 6 月 1 日以前投产的新能源项目为存量项目, 往后为增量项目。为了衔接新能源全面入市与当前新能源入市困境, 引入“差价机制”结算机制。

我们认为, 136 号文并非鼓励新能源电站躺平, 而是尽可能地协调好经济发展与电改的波动, 让有能力、有效益的电站多投资、多发电。当下制约新能源良性发展的更多因素或为非技术成本, 若 136 号文的推广能有效遏制非技术性成本的野蛮生长, 或许有利于整个产业链, 迎接新的起点。

图表 18: 136 号文与机制电价的相关内容

科目		内容
存量项目	电量规模	由各地妥善衔接现行具有保障性质的相关电量规模政策。新能源项目在规模范围内每年自主确定执行机制的电量比例、但不得高于上年
	机制电价	按现行价格政策执行, 不高于当地煤电基准价
	执行期限	按照现行相关政策保障期限确定。光热发电项目、已开展竞争性配置的海上风电项目, 按照各地现行政策执行

电量规模	由各地根据国家下达的年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等因素确定。……通知实施后第一年新增纳入机制的电量占当地增量项目新能源上网电量的比例，要与现有新能源价格非市场化比例适当衔接、避免过度波动。单个项目申请纳入机制的电量，可适当低于其全部发电量
增量项目	由各地每年组织已投产和未来12个月内投产、且未纳入过机制执行范围的项目自愿参与竞价形成，初期对成本差异大的可按技术类型分类组织。竞价时按报价从低到高确定入选项目，机制电价原则上按入选项目最高报价确定、但不得高于竞价上限。竞价上限由省级价格主管部门考虑合理成本收益、绿色价值、电力市场供需形势、用户承受能力等因素确定，初期可考虑成本因素、避免无序竞争等设定竞价下限
	按照同类项目回收初始投资的平均期限确定，起始时间按项目申报的投产时间确定，入选时已投产的项目按入选时间确定

资料来源：国家发改委，华源证券研究所

图表 19：136号文逐条解析

	内容	点评
总体思路	分存量增量、推动新能源上网电量全面进入电力市场，建立新能源可持续发展价格结算机制， 保持存量项目政策衔接，稳定增量项目收益预期。	136号文整体思路则为在推动新能源全部入市的过程中，保护存量项目收益稳定、增量项目收益可预期，稳定新能源开发商的投决预期。
参与主体	新能源项目（风电、太阳能发电，下同）上网电量 原则上全部进入电力市场 ，上网电价通过市场交易形成。参与跨省跨区交易的新能源电量，上网电价和交易机制按照跨省跨区送电相关政策执行。	除部分扶贫等具有历史因素的项目，预计新能源（集中式、分布式）将全部参与市场化交易，参与中长期市场、现货市场以及绿电市场。
结算机制	建立新能源 可持续发展价格结算机制，在市场外建立差价结算的机制 ，结算机制的电量规模、机制电价和执行期限由各省能源部门等确定，并区分存量增量。电网企业每月按机制电价开展差价结算， 将市场交易均价与机制电价的差额纳入当地系统运行费用。	建立场外结算机制，场外对新能源运营商有保护，场内市场化交易反映真实电力供需形势。明确差价机制的分摊费用由下游用户承担。
其他要点	1) 新能源参与市场后因报价等因素未上网电量，不纳入新能源利用率统计与考核； 2) 坚决纠正不当干预电力市场行为，不得向新能源不合理分摊费用，不得将配置储能作为新建新能源项目核准、并网、上网等的前置条件； 3) 享有财政补贴的新能源项目，全生命周期合理利用小时数内的补贴标准按照原有规定执行； 4) 纳入可持续发展价格结算机制的电量，不重复获得绿证收益。	1) 入市后的新能源不再纳入新能源利用率考核，与现有机制一致； 2) 明确新能源项目的前置条件不允许有配置储能、不得有不合理分摊费用，预计未来新能源尤其是光伏配储会更加市场化， 预计开启非技术成本降本之路 ； 3) 补贴电价不受136号文的影响； 4) 纳入机制电量的新能源电量，其对应的绿证预计直接转移给电网，并分摊给下游用户，由下游用户享受。

资料来源：国家发改委，华源证券研究所

136号文后，优选项目与成本管控（运营能力）或为新能源运营商核心优势。从资产属性分析，新能源电站运营作为典型重资产模式以及新能源出力不受自我控制而受天气资源影响。从收入端分析，资源更优的光伏电站具备更高的利用小时数；负荷高地或外送通道等项目，具备更高的电价水平。从成本端分析，一方面多种方式产业配套降本，另一方面在电站投产后，智慧运营与高效运维或为运营商提供比较优势。

在项目选择上，公司在光资源较好、上网条件好、政策条件好的地区已累计锁定了约17GW的优质自建光伏发电项目和收购项目规模。在运营管理上，公司在人才管理上采用区域管理，在电站运维上采用智能运维平台，强化电力交易团队，并推进数据化转型。**截至2024年底，公司重要在建项目均为光伏电站项目，无光伏设备产品类项目。**

图表 20：截至2024年底公司重要在建项目情况（兆瓦，亿元）

项目名称	所在地	建设周期	装机规模	计划总投资
察布查尔县电化学储能+市场化并网光伏发电一期300兆瓦项目	新疆	2023.7-2025.12	300	17.08
中节能太阳能临沂平邑一期300兆瓦光伏复合发电项目	山东	2024.9-2025.12	300	18.52

中节能漳浦旧镇 300MW 渔光互补光伏电站项目	福建	2023.12-2026.12	300	18.36
福泉市道坪镇 200 兆瓦农业光伏电站项目	贵州	2022.11-2026.4	200	7.52
关岭县普利乡长田农业光伏项目	贵州	2023.3-2026.12	100	4.33
双江秧田农业光伏电站项目	贵州	2022.11-2026.12	100	4.24
弼佑秧田农业光伏项目	贵州	2022.11-2026.12	100	4.24
合计	-	-	1400	74.29

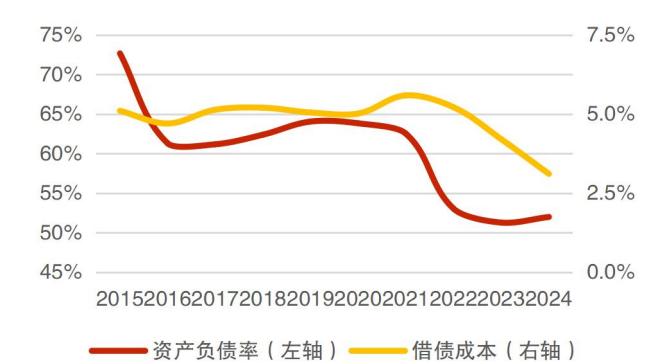
资料来源：公司评级报告（东方金诚），华源证券研究所

聚焦海外新兴市场优质光伏项目，已与多国建立合作联系。公司坚定“走出去”战略，聚焦海外新兴市场可再生能源项目，重点推进“一带一路”沿线国家和地区，尤其是“海上丝绸之路”沿线区域的项目开发和收购工作。公司海外业务部负责开发海外光伏电站项目，已挖掘东南亚和中亚等地潜在海外项目；已与斯里兰卡能源部、印度尼西亚工商总会以及乌兹别克斯坦能源公司建立合作联系。

2.2. 财务质量稳健 国补发放有望缓解现金压力

财务结构稳健且持续优化，资产负债率处于行业优秀水平。十四五期间公司精细化发展，并未盲目扩张项目，同时受益于借债利率持续下降，截至 2024 年底，公司资产负债率为 52%，优于龙源电力（67%）、三峡能源（71%）、中绿电（72%）与银星能源（54%），较 2020 年底下降 12 个百分点。借债成本方面，我们用“财务费用/（短期借款+长期借款+应付债券）”粗略测算融资成本，2024 年为 3.11%，较 2020 年下降 1.91 个百分点。现金流方面，公司十四五期间经营性现金流净额与投资性现金流净额基本匹配，近两年现金维持在 20 亿元。

图表 21：公司资产负债率与借债成本（%）



资料来源：wind，华源证券研究所。注：公司未披露融资成本，采用借债成本=财务费用/（短期借款+长期借款+应付债券）

图表 22：公司经营性与投资性现金流净额（亿元）

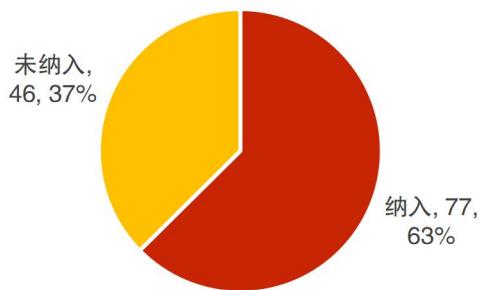


资料来源：wind，华源证券研究所

补贴项目中 63% 无合规风险，国补与市值比约 70%。根据公司公告，公司带补贴项目中，有 77 个项目纳入第一批合规目录清单（国家电网和南方电网公布的《关于公布第一批可再生能源发电补贴合规项目清单的公告》），剩余 46 个补贴项目未纳入，目前暂未披露第二批合

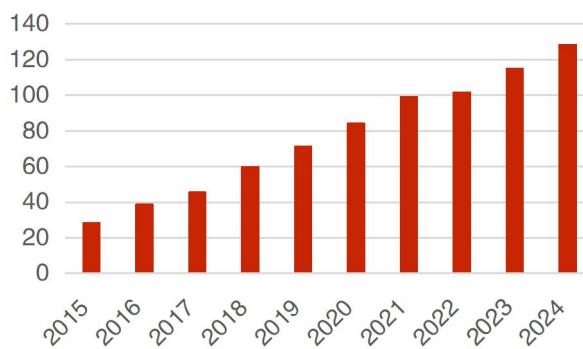
规目录清单。公司纳入第一批合规目录清单的补贴项目占比 63%。2024 年公司共计收到电费补贴 13.66 亿元，期末尚未结算的电费补贴金额 121.93 亿元，其中国补 117.8 亿元，为当前市值的 70% 左右。公司应收账款增加主要系国补增加，预计国补年净增量在 10 亿元左右。
当前新能源电价补贴拖欠仍为压制整个绿电板块的关键因素之一，若国补发放，将为公司注入现金流，并有望解除部分估值压制。

图表 23：公司带补贴项目中纳入第一批合规目录的比例（个，%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 24：公司 2015–2024 年应收账款（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

2.3. 股权激励+央企考核 公司主观能动性突出

当前正处于第三个行权期，行权价 4.196 元/股。为健全公司激励体系，公司在 2020 年底发布《2020 年股票期权激励计划（草案）》，明确设置以 2021–2023 年经营情况对应的行权条件，授予公司高管、中层以及技术骨干等 133 人股票期权奖励，合计 3006 万份。分为三期，每期 34%/33%/33%。2025 年 3 月，公司发布第三个行权期自主行权的公告，行权期限为 2025 年 3 月 12 日至 2026 年 1 月 21 日，行权价格为 4.196 元/股。

图表 25：公司首次股权激励行权条件

考核指标	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期
总资产报酬率	公司 2021 年总资产报酬率不低于 5.5%，且不低于对标企业 75 分位值。	公司 2022 年总资产报酬率不低于 5.6%，且不低于对标企业 75 分位值。	公司 2023 年总资产报酬率不低于 5.7%，且不低于对标企业 75 分位值。
EVA	△EVA 为正	△EVA 为正	△EVA 为正
营业收入复合增长率	以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入复合增长率对比基数不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值。	以 2019 年营业收入为基数，2022 年营业收入复合增长率对比基数不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位值。	以 2019 年营业收入为基数，2023 年营业收入复合增长率对比基数不低于 9%，且不低于对标企业 75 分位值。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

证监会与国资委从政策上要求重视市值管理，重点监督长期破净公司。2024 年 11 月证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，鼓励企业建立市值管理制度。2024

年 12 月国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，除常规的强调分红等措施外，着重强调并购重组，在提法中新增分拆上市。对于长期破净公司，指导制定披露估值提升计划。

图表 26：证监会、国资委关于市值管理相关要求

文件名称	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	新文件与 10 号文件的差异
文件发布时间	2024 年 11 月	2024 年 12 月	
发布机构	证监会	国资委	
原文对比			
并购重组	第四条 董事会应当重视上市公司质量的提升，根据当前业绩和未来战略规划就上市公司投资决策制定长期目标，在公司治理、日常经营、并购重组及融资等重大事项决策中充分考虑投资者利益和回报，坚持稳健经营，不断提升上市公司投资价值。	中央企业要把握资本市场发展规律，深刻理解市场估值逻辑转变，推动企业内部优质资源整合进一步向控股上市公司汇流，支持控股上市公司围绕提高主业竞争优势，增强科技创新能力，促进产业升级实施并购重组。引导控股上市公司深耕主营业务，密切关注行业周期变化和竞争态势演进，聚焦产业链关键环节加快整合行业优质资产，打造行业龙头企业。鼓励业务多元化的控股上市公司进一步突出专业化发展特色，探索内部业务分离立，质地优良、成长性好、具有行业差异化竞争优势的资产。规范稳妥实施分拆上市。进一步挖掘公司在细分行业领域的核心竞争力，推动控股上市公司利用科技创新驱动和数字化转型等驱动机制，科学成果转化转化为股权激励，鼓励控股上市公司根据自身产业基础和未来发展战略规划，通过并购重组加快布局战略性新兴产业和未来产业，培育新增生产力，打造产业链领先企业。严控控股上市公司盲目扩张、增加过剩产能、破坏财务健康，降低经营效率的对外并购行为。	国资委文件对并购重组的出发点和方式更明确。相对于证监会文件，新增提出分拆上市。
现金分红	鼓励董事会根据公司发展阶段和经营情况，制定并披露中长期分红规划，增加分红频次，优化分红节奏，合理提高分红率，增强投资者获得感。	中央企业要引导和督促控股上市公司牢固树立投资者回报意识，保证各类投资者共享公司发展成果，提高投资者尤其是中小投资者获得感。指导控股上市公司综合考虑行业特征、盈利水平、资金流转等因素，制定合理可持续的利润分配政策，提高现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红批次，优化现金分红节奏。提高现金分红比例，为中小投资者、机构投资者主动参与利润分配事项决策创造便利环境，鼓励利润分配预案征集投资者意见，进一步提升利润分配政策透明度。	国资委文件鼓励投资者参与利润分配政策决策，增强分红频次、提高分红比例。
破净问题解决	长期破净公司：第九条长期破净公司应当制定上市公司估值提升计划，并经董事会审议通过后披露。估值提升计划相关内容应当明确、具体、可执行，不得使用容易引起歧义或者误导投资者的表述。长期破净公司应当至少每年对估值提升计划的实施效果进行评估，评估后需要完善的，应经董事会审议通过后披露。	需要重视控股上市公司破净问题，将解决长期破净问题纳入年度重点工作，指导长期破净上市公司制定破净估值提升计划并监督执行，对业务协同度弱、股东流动性差、基本失去功能作用的破净上市公司，鼓励通过吸收合并、资产重组等方式加以处置。	国资委文件对破净问题解决方案方向更明确：鼓励吸收合并和资产重组进行处置。
市值管理制度	制定市值管理制度。主要指数成份股公司应当制定上市公司市值管理制度，至少明确规定以下事项： (一) 负责市值管理的具体部门或人员； (二) 董事会及高级管理人员职责； (三) 对上市公司市值、市净率或其他适用指标及其上述指标行业平均水平的动态监测和预警机制； (四) 上市公司出现股价短期连续或者大幅下跌等情况时的应对措施。 主要指数成份股公司应当经董事会审议通过市市值管理制度的制定情况，并就市值管理制度执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。	中央企业要将市值管理作为一项长期战略管理行为，明确市值管理工作的组织领导机制和责任落实机制，推动控股上市公司健全全面完善的市值管理制度并依法合规制定披露。指导控股上市公司“企策”一体化年度实施方案和考核举措，依法合规开展市值管理工作，持续提升工作成效。国资委将加强对中央企业市值管理工作的跟踪指导，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励。	国资委文件要求将市值管理纳入对央企负责人考核。证监会要求年度会议披露市市值管理制度执行情况

资料来源：证监会，国资委，华源证券研究所

公司当前 PB 低于 1，三年分红规划与股份回购响应国资委号召。受制于产业发展趋势与公司经营数据表现，公司 PB 从 2023 年下半年起便长期低于 1 倍，处于破净状态。2023 年 7 月，公司发布未来三年（2023-2025）股东分红回报规划，承诺每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的可分配利润的 10%，2023-2024 年，公司现金分红占归母净利润的 36%。2025 年 4 月，公司发布股票回购方案，拟实用自筹资金，在 12 个月内回购 1 亿至 2 亿元，每股价格不超过 6.69 元，回购后注销。

图表 27：公司近五年 PB-Band (LF)



资料来源：wind，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

结合公司新能源项目在建及储备情况，假设公司 2025–2027 年每年新增光伏机组 150、100、100 万千瓦；结合全国新能源消纳情况，假设公司 2025–2027 年光伏利用小时数分别为 1177、1118、1118 小时。

图表 28：公司 2025–2027 年关键假设表（万千瓦）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
光伏装机	467	608	758	858	958
新增装机		140	150	100	100
利用小时数（小时）	1336	1239	1177	1118	1118
yoY		-7%	-5%	-5%	0%

资料来源：wind，华源证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2025–2027 年归属于母公司所有者的净利润分别为 11.4、10.2、10.4 亿元，分别同比变动-6.7%、-10.9%、1.7%。当前股价对应 2025–2027 年 PE 分别为 15、17、17 倍。

从可比公司估值看，我们选取同行业龙源电力（A）、三峡能源、中绿电、银星能源为可比公司，可比公司 2025–2027 年平均 PE 分别为 20、18、17 倍，平均 PB 为 1.29 倍，公司估值均低于可比公司均值。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29：新能源运营商可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS			PE			PB
		2025/6/27	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
001289.SZ	龙源电力	15.96	0.81	0.88	0.95	20	18	17	1.77	
600905.SH	三峡能源	4.26	0.25	0.27	0.29	17	16	15	1.37	
000537.SZ	中绿电	8.25	0.66	0.75	0.87	12	11	9	0.86	
000862.SZ	银星能源	5.41	0.17	0.19	0.21	32	29	26	1.15	
平均						20	18	17	1.29	
000591.SZ	太阳能	4.38	0.29	0.26	0.26	15	17	17	0.72	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：货币单位均为人民币；太阳能盈利预测来自华源证券研究所，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，PB 均来自 wind

4. 风险提示

入市后电价下滑：新能源入市交易大势所趋，在供需失衡与光伏电站集中出力的特征下，预计短期光伏电站市场化交易电价承压。

光伏弃电率提升：新能源消纳压力提升叠加保障利用小时数下滑，在供大于求的区域预计光伏真实弃电率会有所增加。

应收账款减值：公司仍有百亿规模应收账款，随着账龄提升，信用减值或增加。

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	1,921	1,748	1,567	1,724
应收票据及账款	12,867	12,583	12,638	13,145
预付账款	52	92	92	96
其他应收款	68	40	41	42
存货	126	145	152	160
其他流动资产	5	7	7	8
流动资产总计	15,039	14,616	14,498	15,175
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	29,165	30,454	33,093	35,233
在建工程	2,906	3,797	2,469	1,500
无形资产	673	674	703	760
长期待摊费用	91	84	76	68
其他非流动资产	1,109	1,232	1,323	1,388
非流动资产合计	33,945	36,241	37,663	38,950
资产总计	48,984	50,857	52,161	54,125
短期借款	1,101	1,001	901	801
应付票据及账款	2,436	1,738	1,819	1,917
其他流动负债	2,989	2,671	2,783	2,928
流动负债合计	6,525	5,409	5,503	5,646
长期借款	18,085	20,385	20,985	22,185
其他非流动负债	855	855	855	855
非流动负债合计	18,940	21,240	21,840	23,040
负债合计	25,465	26,650	27,343	28,686
股本	3,917	3,918	3,918	3,918
资本公积	11,863	11,865	11,865	11,865
留存收益	7,672	8,353	8,961	9,578
归属母公司权益	23,452	24,136	24,744	25,362
少数股东权益	67	71	74	78
股东权益合计	23,519	24,207	24,818	25,439
负债和股东权益合计	48,984	50,857	52,161	54,125

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,227	1,055	930	948
折旧与摊销	1,473	1,576	1,729	1,870
财务费用	557	635	658	662
投资损失	-21	-34	-34	-34
营运资金变动	-1,559	-765	130	-278
其他经营现金流	212	109	111	111
经营性现金净流量	1,890	2,576	3,525	3,280
投资性现金净流量	-2,112	-3,856	-3,136	-3,142
筹资性现金净流量	-196	1,107	-570	19
现金流量净额	-417	-173	-181	157

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,039	5,895	5,921	6,159
营业成本	3,270	3,236	3,389	3,571
税金及附加	102	71	72	74
销售费用	34	33	33	35
管理费用	310	303	304	317
研发费用	137	150	151	157
财务费用	557	635	658	662
资产减值损失	-195	-177	-178	-185
信用减值损失	-12	4	4	4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	21	34	34	34
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	3	2	2	2
其他收益	83	53	53	53
营业利润	1,528	1,382	1,229	1,251
营业外收入	68	45	45	45
营业外支出	31	20	20	20
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,565	1,407	1,254	1,276
所得税	337	260	232	236
净利润	1,227	1,147	1,022	1,040
少数股东损益	2	4	3	3
归属母公司股东净利润	1,225	1,143	1,019	1,036
EPS(元)	0.31	0.29	0.26	0.26

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-36.70%	-2.38%	0.44%	4.01%
营业利润增长率	-19.24%	-9.54%	-11.05%	1.77%
归母净利润增长率	-22.38%	-6.73%	-10.86%	1.73%
经营现金流增长率	-20.51%	36.31%	36.84%	-6.95%
盈利能力				
毛利率	45.86%	45.11%	42.77%	42.02%
净利率	20.33%	19.45%	17.26%	16.88%
ROE	5.23%	4.74%	4.12%	4.09%
ROA	2.50%	2.25%	1.95%	1.91%
估值倍数				
P/E	14.00	15.01	16.84	16.56
P/S	2.84	2.91	2.90	2.79
P/B	0.73	0.71	0.69	0.68
股息率	1.30%	2.69%	2.40%	2.44%
EV/EBITDA	10	10	10	10

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）。