

中闽能源 (600163.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

体内资产优质，海风成长可期

投资逻辑：

- 新能源入市，持续看好福建风电。
- ✓ 系统冗余下降，海风成长空间充足。“十四五”新增装机结构中光伏比例大幅提升，漳州 1/2 号核电、可门 3 期火电投运后核电投运暂告一段落、在建火电以热电联产为主，25/26 年系统冗余度难以快速提升。25 年福建披露重点海风项目 792.6 万千瓦，投运后省内海风总装机规模将升至当前的 3 倍，成长空间足。目前海上在建约 185 万千瓦，仍有一批项目处于前期阶段。
- ✓ 福建省风电利用小时数处于全国第一，24 年达到 3154h，出力稳定性好；136 号文后，存量项目收益率预期进一步稳定，增量海风项目盼定价更加市场化。根据 IRR 测算结果，竞配项目电量电价低于 0.3 元/KWh 在当前成本水平下全投资 IRR 低于 6.5%，需要通过绿色溢价抬升电价；平价直配项目资本金 IRR 预计在 10%以上。
- 公司资产优质，体内开发与集团注入并举。
- ✓ 24 年末公司总装机容量 95.7 万千瓦（其中福建陆风/海风分别为 50.2/29.6 万千瓦），业绩稳定（21~24 年营收 CAGR 为 4.3%）、偶有受风况扰动。
- ✓ 公司 24 年度电毛利达 0.36 元/KWh，近几年在建项目减少、资产负债率下降，但凭借行业领先的净利率水平，其 24 年 ROE 水平仍达到 10%，排名前列。当前公司估值水平与基本面不相符，资产存在被低估。
- ✓ 随着长乐 B 区海风项目（11.4 万千瓦）获核准，成长空间有望重新打开，假设该项目年内开工，省内新项目确定，我们预计 25~27 年风电装机容量分别为 93.7/105.7/120.7 万千瓦（未考虑资产注入）。根据公司 5M25 公告，集团抽蓄（120 万千瓦）注入已启动；另据公司年报，集团尚有承诺包括平海湾海风三期（30.8 万千瓦）在内的一批海风项目在满足条件后注入。

盈利预测、估值和评级

- 在不考虑集团资产注入的情况下，我们预计公司 25~27 年分别实现归母净利润 7.6/8.4/9.2 亿元，给予公司 26 年 PE 15 倍，目标价 6.6 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 用电需求不及预期风险；市场化交易价格不及预期风险；集团资产注入不及预期风险；海风开发进度不及预期风险等。

公共事业与环保组

分析师：李蓉（执业 S1130525040001）

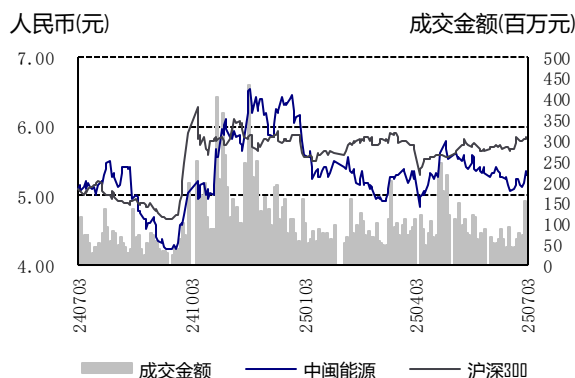
lirong@gjzq.com.cn

分析师：张君昊（执业 S1130524070001）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.30 元

目标价 (人民币)：6.60 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,732	1,741	1,830	1,986	2,169
营业收入增长率	-3.30%	0.54%	5.10%	8.53%	9.22%
归母净利润(百万元)	678	651	762	840	923
归母净利润增长率	-6.94%	-4.03%	17.00%	10.22%	9.87%
摊薄每股收益(元)	0.357	0.342	0.400	0.441	0.485
每股经营性现金流净额	0.54	0.42	0.64	0.69	0.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.85%	9.62%	10.38%	10.53%	10.65%
P/E	12.26	17.80	13.09	11.88	10.81
P/B	1.33	1.71	1.36	1.25	1.15

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、新能源入市，持续看好福建风电.....	4
1.1 系统冗余下降，海风成长空间充足.....	4
1.2 福建风电盈利能力突出.....	5
2、公司资产优质，体内开发与集团注入并举.....	9
3、盈利预测与投资建议.....	14
3.1 盈利预测.....	14
3.2 投资建议及估值.....	15
4、风险提示.....	16

图表目录

图表 1：“十四五”以来福建新增装机情况.....	4
图表 2：福建电力系统冗余度总体呈下降趋势.....	4
图表 3：广东+福建占各地海风重点项目容量近一半.....	5
图表 4：纳入重点项目的海风装机大幅超过目前在建项目.....	5
图表 5：沿海地区风速更稳定.....	5
图表 6：东海大桥海上风电场出力高峰匹配负荷晚高峰.....	5
图表 7：福建风电利用小时数处于全国第一.....	6
图表 8：福建燃煤基准价处于全国前列.....	6
图表 9：国内海风电价机制演变.....	7
图表 10：经济性不足制约 22/23 英国海风装机.....	7
图表 11：英国海风第 6 轮 CFD 提高竞价上限（英镑/MWh）.....	7
图表 12：新能源电价演变第三阶段：全面市场化、配套“新老划断”+“可持续发展价格结算机制”.....	8
图表 13：环境溢价与电能量价格脱钩.....	8
图表 14：福建海风项目 IRR 测算模型.....	9
图表 15：公司为福建投资开发集团下属地方性国企.....	9
图表 16：2015 年起重组上市，19 年起开启海上风电业务.....	10
图表 17：2021 年以来装机未有增长.....	10
图表 18：装机结构以福建省内风电为主（万千瓦）.....	10
图表 19：2021~1Q25 营业收入及增速情况.....	11
图表 20：2021~1Q25 扣非归母净利润及增速情况.....	11
图表 21：公司风电业务合计营收占比超 95%.....	11
图表 22：风电业务营收稳定，主要取决于福建省内风况.....	11



图表 23: 24 年风况较 23 年转好 (h)	11
图表 24: 福建风电电价波动小于外省 (元/KWh)	11
图表 25: 综合毛利率/净利率情况	12
图表 26: 分业务毛利率情况	12
图表 27: 沿海区域性风电度电盈利表现靠前	12
图表 28: 可比公司 ROE 情况	13
图表 29: 可比公司净利率情况	13
图表 30: 可比公司资产负债率情况	13
图表 31: 公司 PB 估值低于风电子板块	13
图表 32: 公司 PE 估值低于所有可比子板块	13
图表 33: 公司装机增量将主要来自海上风电	14
图表 34: 风电业务营收预测	14
图表 35: 公司分业务营收、毛利率预测 (百万元, %)	15
图表 36: 可比公司估值情况 (截至 25 年 7 月 3 日)	16



1、新能源入市，持续看好福建风电

1.1 系统冗余下降，海风成长空间充足

- “十四五”以来福建新增可靠容量占比下降，系统冗余度下降。21~24 年福建新增火电装机占比约 15%，大幅低于 20 年存量装机占比；核电新增装机占比与 20 年存量装机占比持平；由于资源限制、陆风无新增核准、海风新增装机占比提升至 12%；分布式光伏贡献了主要增量，而由于光伏可靠容量系数较低，因此福建电力系统冗余度目前仍未回到 2020 年水平。

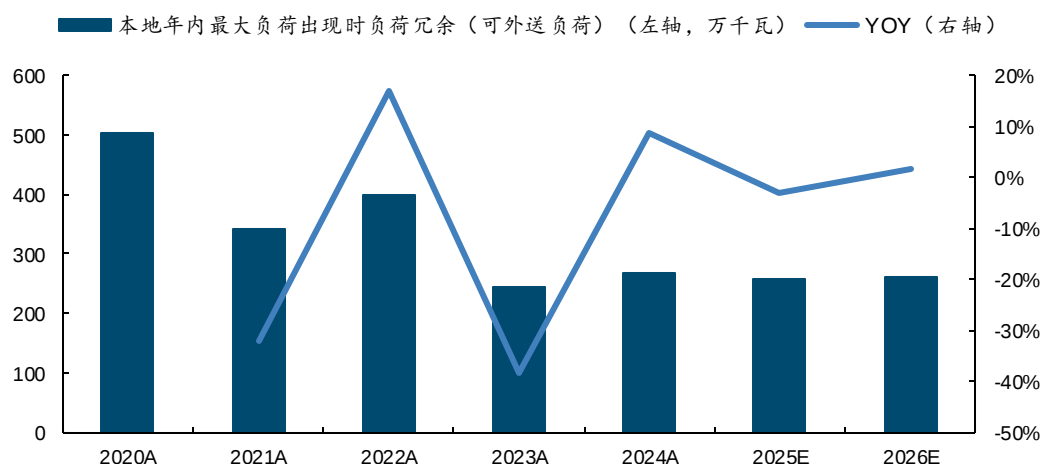
图表1：“十四五”以来福建新增装机情况

	存量装机占比 20A	新增装机占比 21~24A
水电（含抽蓄）	21%	16%
火电	55%	15%
核电（不考虑快堆）	14%	14%
风电	8%	13%
其中：海风	1%	12%
其中：陆风	6%	0%
太阳能发电	3%	42%
其中：集中式	1%	2%
其中：分布式	3%	41%

来源：中电联、国金证券研究所

- 当前时点往后看，考虑在建火电、核电项目全部投运，预计也难以出现大幅宽松的格局。今年漳州 1 号机组已于年初投运、漳州 2 号机组年底投运后省内核电投运暂告一段落；华电可门三期火电机组（2*1000MW）年初投运后，后续省内在建待投项目主要为泉惠热电一期（2*660MW）、古雷热电二期（2*75MW）、国能（福州）热电二期（2*660MW）、漳浦县赤湖工业园热电联产项目（4*80MW）。考虑上述在建项目均于 26 年投产，25/26 年系统冗余度也难以快速提升。

图表2：福建电力系统冗余度总体呈下降趋势

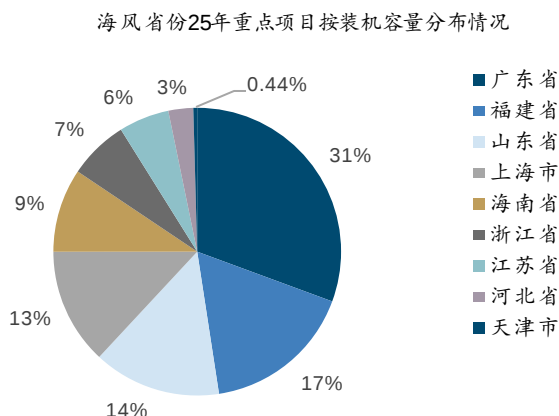


来源：中电联、国金证券研究所

- 海风装机对有效容量可起到正向贡献。由能源规划来看，福建重点项目 792.6 万千瓦，福建项目装机容量占比 17%。对比 24 年末在运规模，这批重点项目投运后福建海风总装机规模将升至当前的 3 倍，成长空间足。从目前在建进度来看，进入海上施工阶段的项目总量约 185 万千瓦，仍有一批项目处于前期阶段。考虑到福建海风较高的利用小时数，预计项目逐渐投运后将贡献有效容量。

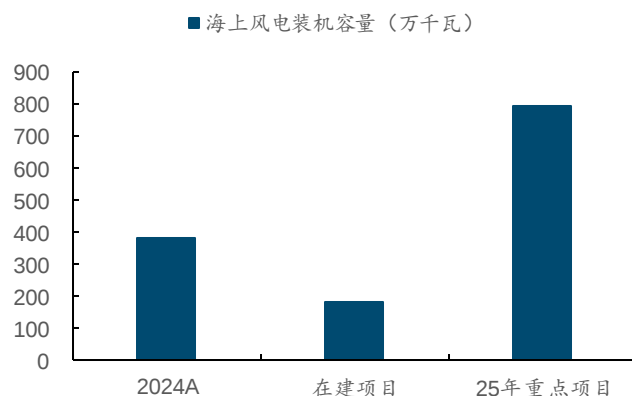


图表3：广东+福建占各地海风重点项目容量近一半



来源：北极星电力网、国金证券研究所

图表4：纳入重点项目的海风装机大幅超过目前在建项目

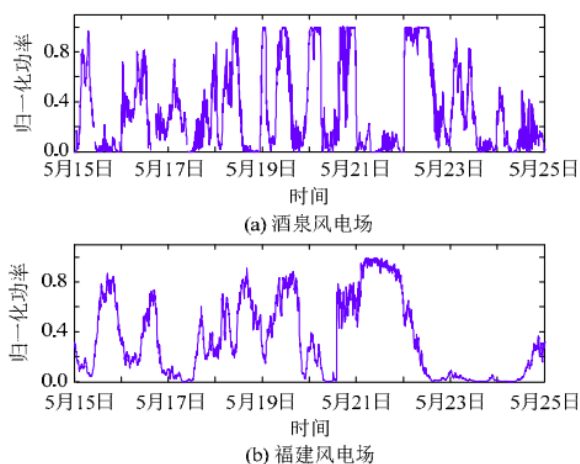


来源：中电联、北极星电力网、国金证券研究所

1.2 福建风电盈利能力突出

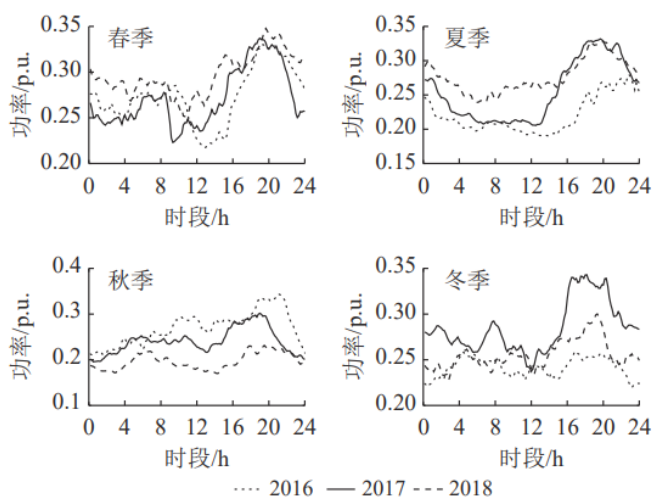
- 沿海风电出力曲线优异。内陆性气候控制下热对流、湍流等局地作用使得风速增/减快、幅度大。相比而言，海陆风控制下风速/功率的波动性更弱。日内时段上晚高峰时段出力较大、与三产居民用电占比更大的城市负荷曲线更为吻合。福建省风电利用小时数处于全国第一，24年达到3154h，接近部分省份火电发电水平，出力稳定性好。

图表5：沿海地区风速更稳定



来源：《多时空尺度下大型风电基地出力特性研究》、国金证券研究所

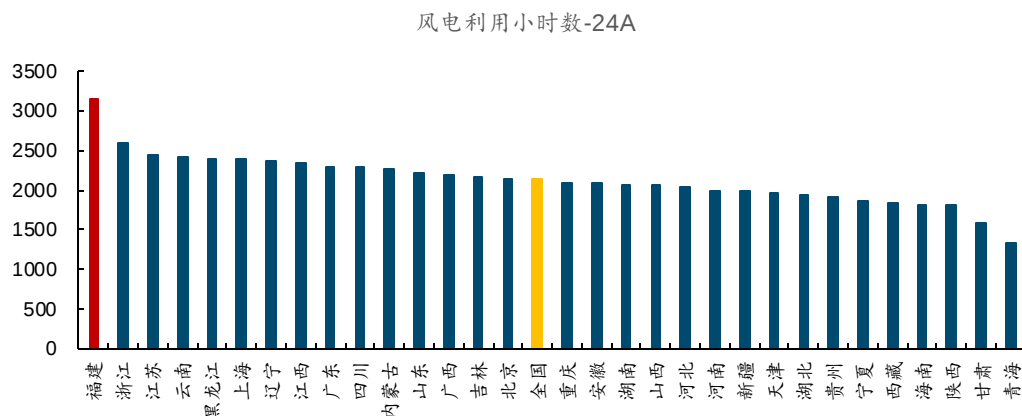
图表6：东海大桥海上风电场出力高峰匹配负荷晚高峰



来源：《基于运行数据的海上风电场功率特性分析》、国金证券研究所



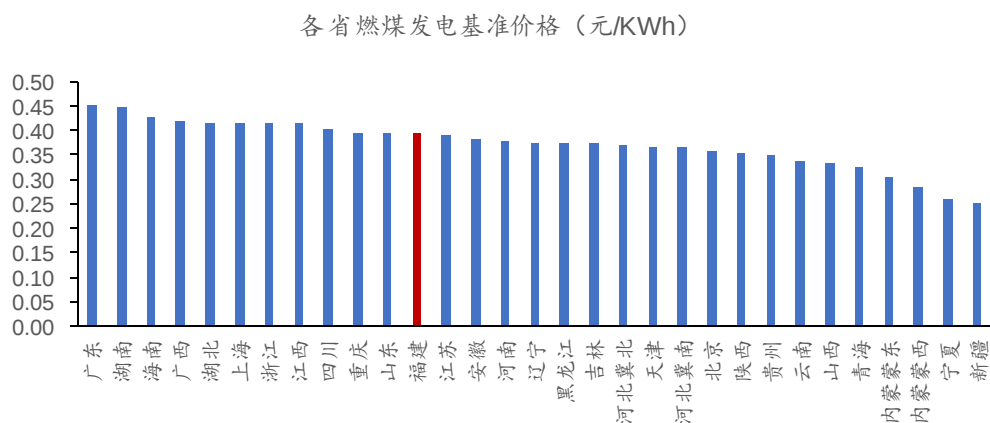
图7：福建风电利用小时数处于全国第一



来源：中电联、国金证券研究所

- 福建风电前期已进入电力市场交易。福建新能源目前在清洁能源交易市场签订中长期合约，参与同一市场的还包括核电市场化电量，近年来核电电价维持在燃煤基准价附近。未来现货市场运行后预计部分电量将以现货价格结算。福建燃煤基准价处于全国前列，燃料成本支撑下火电作为边际机组将在光伏出力不足时支撑现货价格。

图8：福建燃煤基准价处于全国前列



来源：国金证券研究所

- 福建海风资源竞争激烈，前期竞配价格偏低。19年起海风已开始采取竞价模式上网，倒逼产业链降本；21年起当年竞配项目在各省设置的竞配规则中核准指导价已不再含国补，21年末抢装潮为最后一批享受国补的投运机组。22/23两年投运的机组大部分含省补，25年后除上海外新机组均进入无补贴时代。出于先行抢占资源、等待降本红利释放的考虑，海风项目竞配价格并未锚定供需/成本，福建省前期竞价结果偏低，大幅低于省内其他可再生与核电机组，进一步下探已无空间。



图表9：国内海风电价机制演变

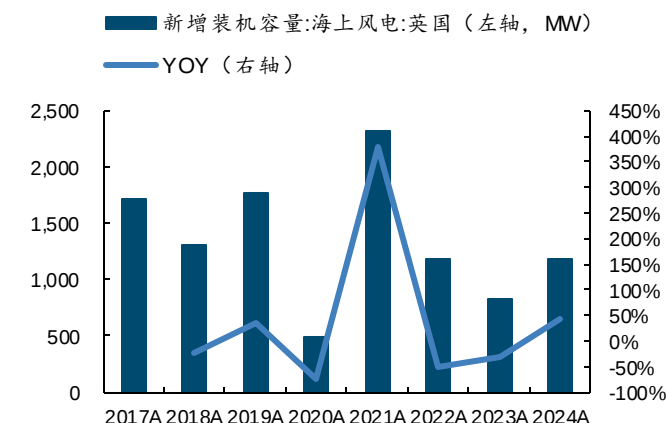
当年核准口径									
	2009~2014年	2015~2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年及以后
潮间带		0.75元/KWh	不高于项目所在资源区陆上风电指导价		核准指导价不再含国补（已处在竞价阶段，“指导价”逐步体现为各省竞价规则中的价格指引）				
近海	特许权招标	0.85元/KWh	不高于0.8元/KWh (海上风电指导价)	不高于0.75元/KWh (海上风电指导价)	其中：广西22年海风示范项目竞价文件：平价上网 其中：广东23年竞价文件：平价上网				
陆风-I类资源区			0.34元/KWh	0.29元/KWh	平价上网				
陆风-II类资源区			0.39元/KWh	0.34元/KWh					
陆风-III类资源区			0.43元/KWh	0.38元/KWh					
陆风-IV类资源区			0.52元/KWh	0.47元/KWh					
政策名称		《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》	《关于完善风电上网电价政策的通知》						
当年并网口径									
	2009~2014年	2015~2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年及以后
国家层面政策-国补									
2018年底前核准项目		按当年核准价格				按并网年份核准指导价（不含国补）			
1M22前核准项目		按当年核准价格				并网价不再含国补（部分含省补）			
政策名称			《关于完善风电上网电价政策的通知》	《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》					
地方层面政策-省补									
广东-2018年底前核准、省管项目					补贴1500元/KW	补贴1000元/KW	补贴500元/KW	无补贴	
山东					补贴800元/KW，补贴规模200万千瓦，免配储	补贴500元/KW，补贴规模340万千瓦，免配储	补贴300元/KW，补贴规模160万千瓦	无补贴	
浙江					补贴0.03元/KWh，补贴规模60万千瓦，补贴10年	补贴0.0015元/KWh，补贴规模150万千瓦，补贴10年	无补贴		
上海-2019~2021年投运项目			奖励0.1元/KWh，项目年奖金不超过5000万元，连续5年	奖励0.1元/KWh，项目年奖金不超过5000万元，连续5年	奖励0.1元/KWh，项目年奖金不超过5000万元，连续5年			无补贴	
上海-2022~2026年投运的深远海、离岸50km近海项目					奖励500元/KW，项目年奖金不超过5000万元，分5年拨付	奖励500元/KW，项目年奖金不超过5000万元，分5年拨付	奖励500元/KW，项目年奖金不超过5000万元，分5年拨付	奖励500元/KW，项目年奖金不超过5000万元，分5年拨付	
阶段划分	特许权阶段	国补阶段-固定价，燃煤基准价以上部分国补补齐	国补阶段-竞价，燃煤基准价以上部分国补补齐			省补阶段-竞价，四省含省补			
						无补贴阶段（除上海）-竞价			

来源：国家发改委、广东/山东/浙江省能源局、北极星风力发电网、国金证券研究所

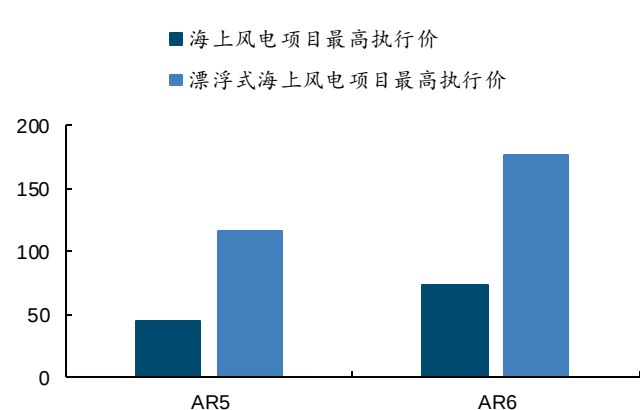
- 英国 CFD 提高竞价上限提供启示：土地资源限制下，海风对双碳转型意义重大。在 AR5 价格过低导致海风建设意愿不及预期后，英国政府对 24 年进行的 AR6 CFD 竞拍提高了竞价上限。在 2024 年的第六轮差价合约（CFD）竞拍中，海上风电项目的最高投标价格（即履约价格的上限）从 44 英镑/兆瓦时提升至 73 英镑/兆瓦时，提升幅度达到 66%。对于漂浮式海上风电项目，价格上限从 116 英镑/兆瓦时提升至 176 英镑/兆瓦时，提升幅度为 52%。

图表10：经济性不足制约 22/23 英国海风装机

图表11：英国海风第 6 轮 CFD 提高竞价上限（英镑/MWh）



来源：ifind、国金证券研究所



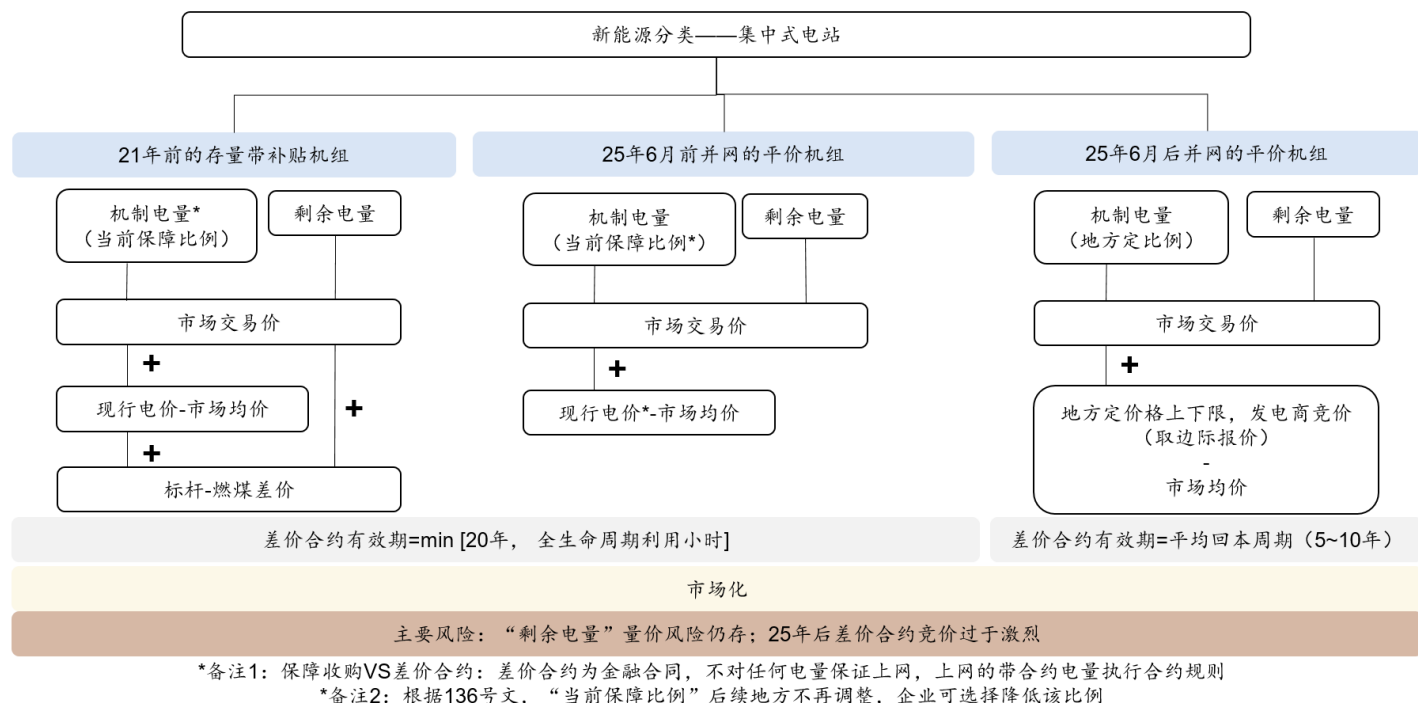
来源：海上风电观察、国金证券研究所

- 136 号文后，存量项目收益率预期进一步稳定，增量海风项目盼定价更加市场化。
- (1) 对存量新能源的影响：25 年 6 月以前并网的老项目，机制电价维持现行电价机制；机制电量比例由地方确定，参考当前保障比例；执行期限同现行保障机制。
- (2) 对增量新能源的影响：25 年 6 月以后并网的新项目，机制电价由发电企业竞争确定，参考装机成本；机制电量比例由地方确定，参考可再生能源消纳责任权重完



成情况、用户电价承受能力等多方因素，执行期限为项目平均回本周期。“十四五”福建海风竞配项目居多、价格因素使得开工不及预期。往后看，海风项目存在直接参与市场交易的可能性。

图表12：新能源电价演变第三阶段：全面市场化、配套“新老划断”+“可持续发展价格结算机制”



来源：国金证券研究所

- 实际落地电价有望优于竞价结果：绿电交易带来的环境溢价可观。
- 新能源环境价值交易的价格机制初步理顺，环境价值不设价格限制、不参与峰谷调节。绿电交易明确电能量/环境价值分割，绿电交易结算均价=电能量价格+绿证价格（双边协商中，绿证价格≠绿证市场交易价）国网绿电交易 24 修订稿中仅针对电能量提及价格约束，意味着沿海新能源参与绿电交易所得环境溢价不受机制电量溢价回收的影响。

图表13：环境溢价与电能量价格脱钩

日期	政策名称	政策内容
7M24	《电力中长期交易基本规则—绿色电力交易专章》	(1) 不得以绿电名义组织以变相降价为目的的专场交易 (2) 鼓励签订多年期绿电中长期合同
9M24	《北京电力交易中心绿色电力交易实施细则（2024年修订稿）》	(1) 分布式发电由聚合商代理参与绿电交易 (2) 绿电交易合同的购方、售方仅可分别转让一次 (3) 环境价值不纳入峰谷分时机制及力调电费结算，不设置价格上下限 (4) 提供绿电交易凭证

来源：国家发改委、北京电力交易中心、国金证券研究所

- 海风投资成本短期下降空间有限，利用小时数、上网电价为影响项目 IRR 的核心变量。福建省燃煤基准价为 0.3932 元/KWh，竞配项目电量电价低于 0.3 元/KWh 在当前成本水平下全投资 IRR 低于 6.5%，需要通过绿色溢价抬升电价；平价直配项目资本金 IRR 预计在 10%以上。



图表14: 福建海风项目 IRR 测算模型

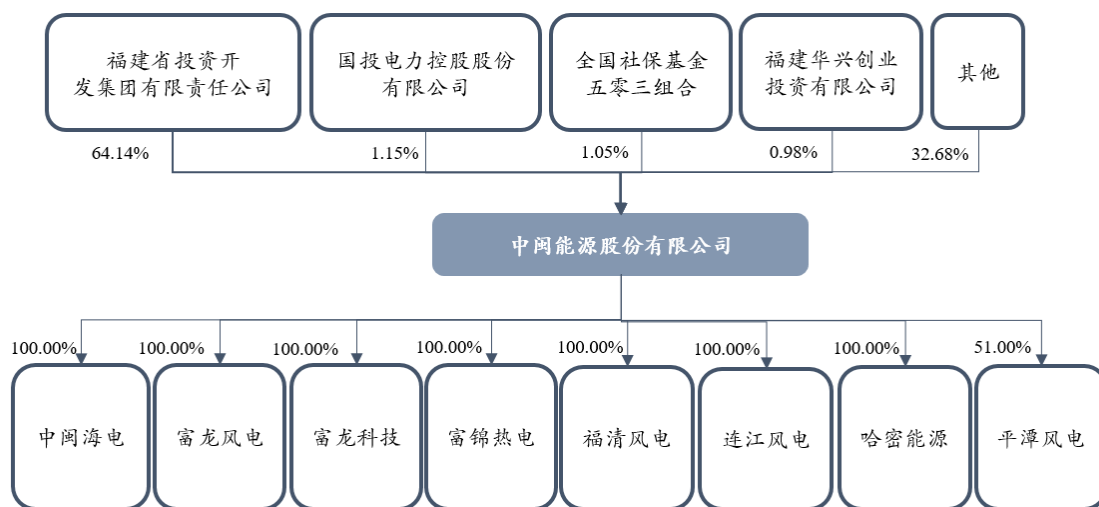
		上网电价 (元/KWh)				
		0.26	0.3	0.34	0.38	0.42
利用小时数 (h)	4000	4.0%	5.8%	7.6%	9.2%	10.8%
	4250	4.7%	6.5%	8.3%	10.1%	11.7%
	4500	5.3%	7.2%	9.1%	10.9%	12.6%
	4750	5.9%	7.9%	9.9%	11.7%	13.5%

来源: 国金证券研究所

2、公司资产优质，体内开发与集团注入并举

- 多轮整合下，公司形成当前以福建省内风电为主，黑龙江陆风+生物质发电、新疆光伏发电为辅的业务格局。
- ✓ 1993 年，福建中闽能源投资有限责任公司成立。2015 年，公司通过重大资产重组实现上市，上市公司更名为中闽能源股份有限公司。
- ✓ 2017 年，公司收购黑龙江富龙风力发电有限责任公司与黑龙江富龙风能科技开发有限责任公司 100% 股权；2019 年，公司启动发行股份和可转换公司债券收购中闽海电 100% 股权，开始发展海上风电业务。
- ✓ 2021 年，中闽能源开始发展生物质发电领域业务；2023 年，公司实施重组上市后首次现金分红。

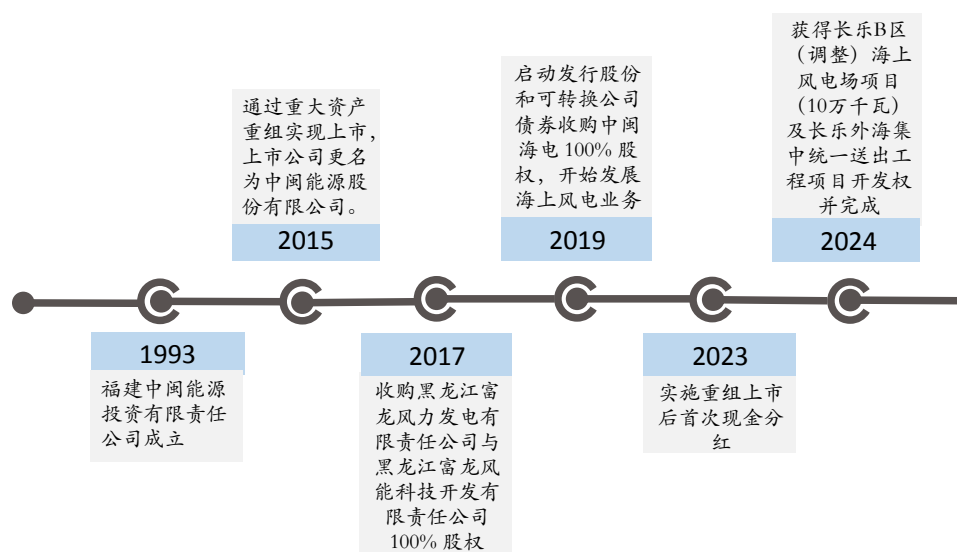
图表15: 公司为福建投资开发集团下属地方性国企



来源: Wind、国金证券研究所



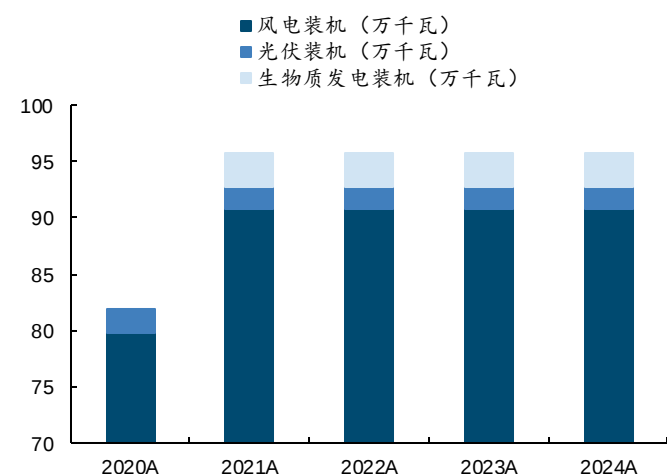
图表16：2015年起重组上市，19年起开启海上风电业务



来源：公司招股说明书、公司官网、国金证券研究所

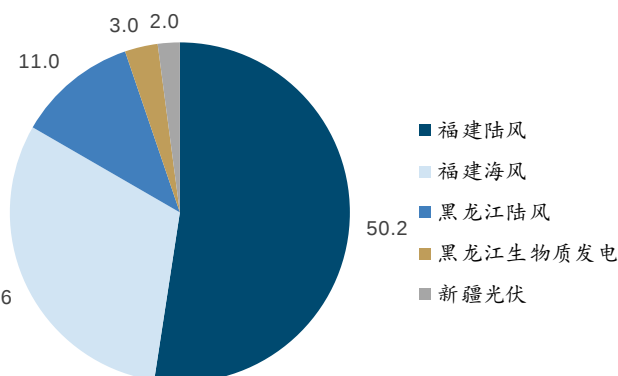
- 24年末公司总装机容量为95.73万千瓦，以省内风电为主。“十四五”期间由于福建省内陆风没有新增核准，而海风走出补贴期后省内竞价结果不理想、制约了新项目开工，公司体内开发停滞。24年公司获得长乐B区（调整）海上风电场项目（10万千瓦）及长乐外海集中统一送出工程项目开发权，预计迎来新一轮装机增量。

图表17：2021年以来装机未有增长



来源：公司公告、国金证券研究所

图表18：装机结构以福建省内风电为主（万千瓦）

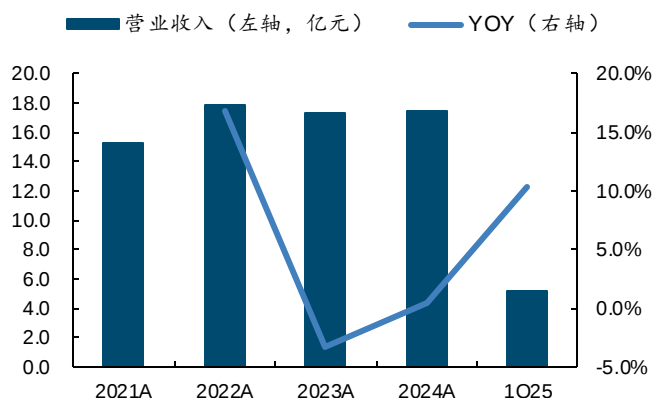


来源：公司公告、国金证券研究所

- 发电业务营收稳定。24年公司实现营业收入17.13亿元，同比+1.15%（21~24年营收CAGR为4.3%）；实现归母净利润6.51亿元，同比-4.03%；实现扣非归母净利润6.24亿元，同比-4.20%。24年风电营收占比为97.7%，风电业务营收同比+3.72%。1Q25公司营业收入5.14亿元，同比+10.4%，扣非归母净利润2.45亿元，同比+20%。由于近年来公司装机容量未有增长，而电价稳定，因此短期的业绩波动主要取决于福建省内风况情况。

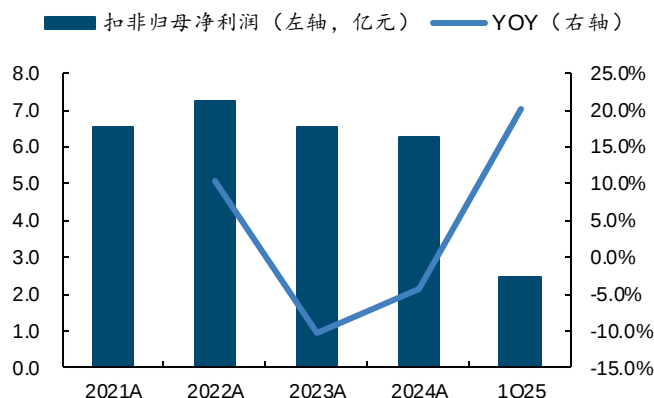


图表19：2021~1Q25 营业收入及增速情况



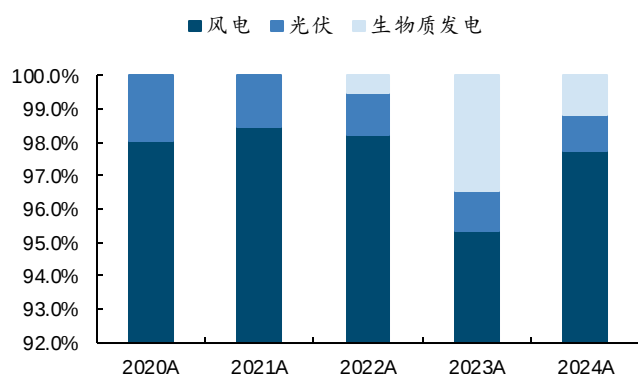
来源：ifind、国金证券研究所

图表20：2021~1Q25 扣非归母净利润及增速情况



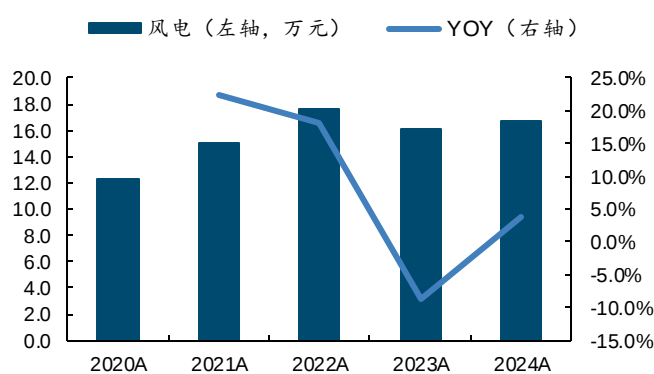
来源：ifind、国金证券研究所

图表21：公司风电业务合计营收占比超95%



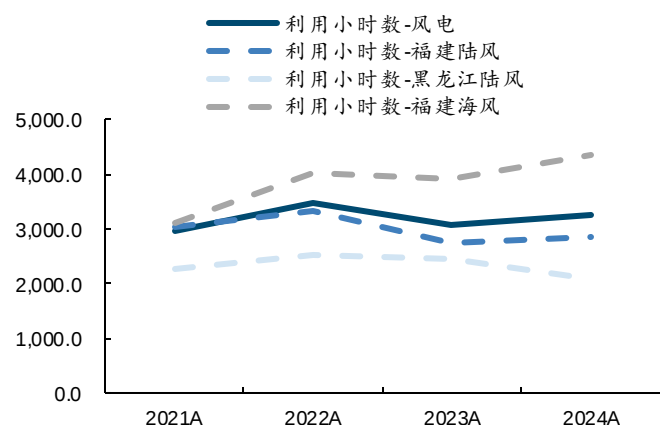
来源：ifind、国金证券研究所

图表22：风电业务营收稳定，主要取决于福建省内风况



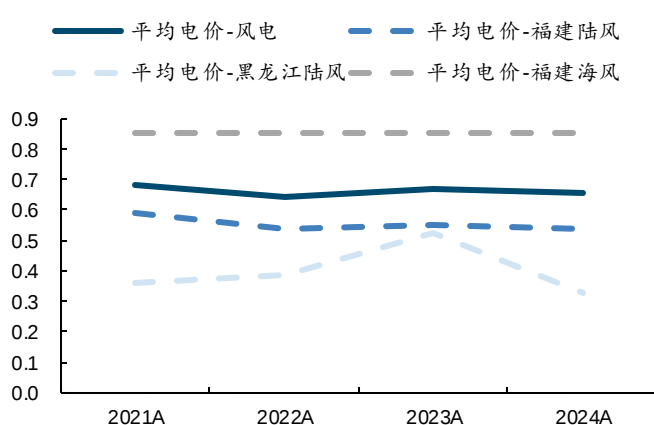
来源：ifind、国金证券研究所

图表23：24 年风况较 23 年转好 (h)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表24：福建风电电价波动小于外省 (元/KWh)



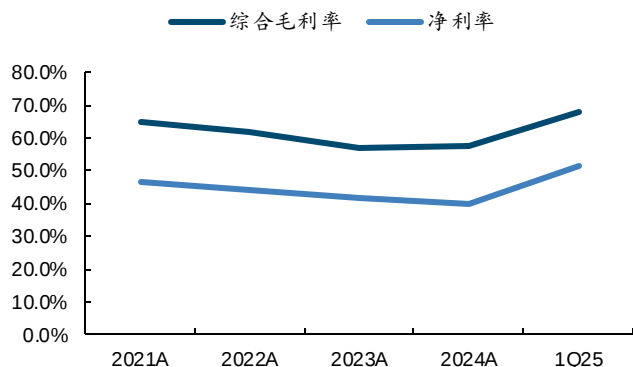
来源：公司公告、国金证券研究所

- 体内以带补贴项目为主，因此保持高毛利水平。2024 年风电业务营业收入 16.74 亿，同比上升 3.72pct；毛利率为 61.32%，同比下降 0.57pct，盈利能力保持稳定。2024 年光伏业务营收 0.18 亿元，同比下降 12.95%。生物质发电持续亏损，24 年营业收入 0.2 亿元，同比下降 65.18pct，毛利率为-159.01%，同比下降 110.18pct。风电毛利



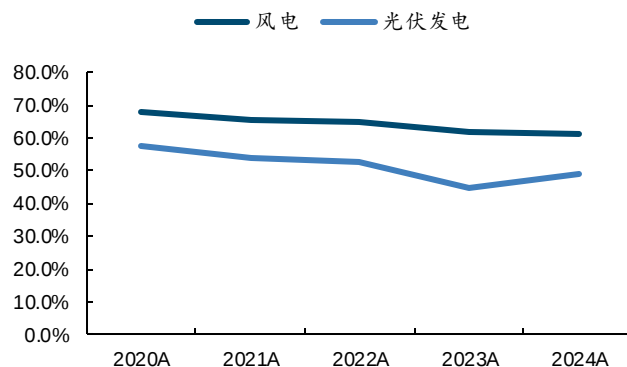
率相较光伏毛利率更高主要由所在市场环境决定，体现东部相较西部的盈利优势。

图表25：综合毛利率/净利率情况



来源：Wind、国金证券研究所

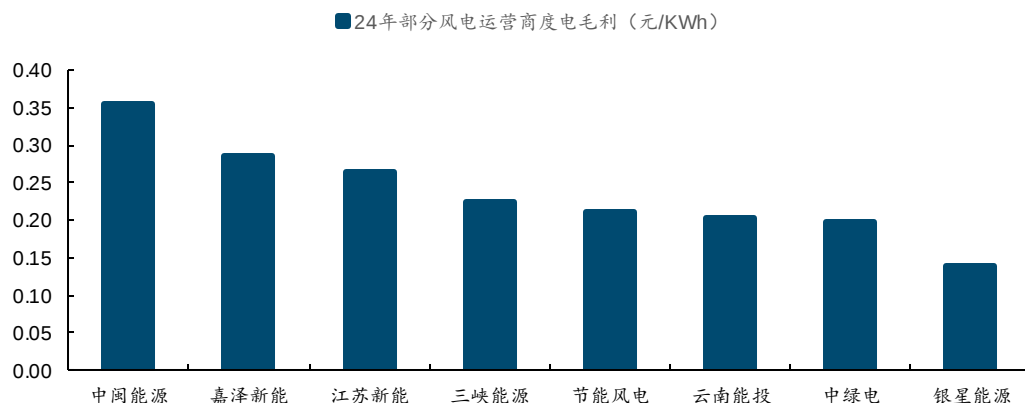
图表26：分业务毛利率情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 横向比较可见公司作为沿海区域性风电运营商，度电盈利水平名列前茅。横向比较主要运营商的度电毛利情况可见：区域性运营商表现总体上好于全国布局运营商，体内含光伏资产的盈利表现总体稍弱于纯风电运营商，存量带补贴项目占比较大的运营商盈利排名靠前。根据我们的不完全统计，在可比风电运营商中，主要在福建省布局的中闽能源 24 年度电毛利达 0.36 元/KWh，排名前列。

图表27：沿海区域性风电度电盈利表现靠前

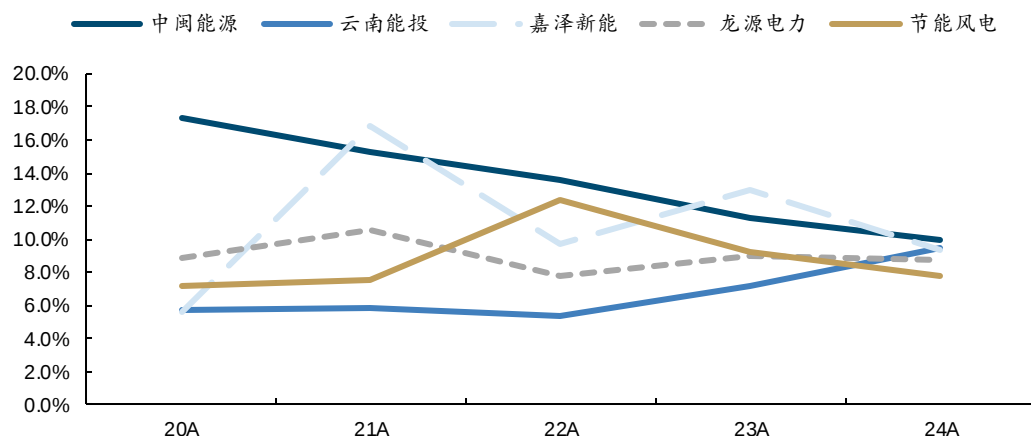


来源：各公司公告、国金证券研究所

- 公司 ROE 水平领先。拆解 ROE 可见，公司近几年由于在建项目减少、资产负债率持续下降，ROE 水平动态下降；但凭借行业领先的净利率水平，其 ROE 水平仍在可比公司中排名前列。

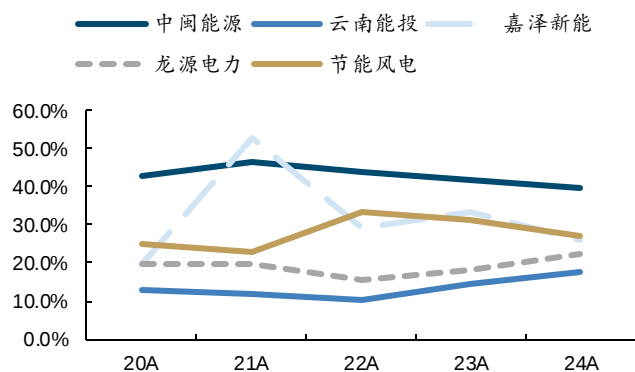


图表28: 可比公司 ROE 情况



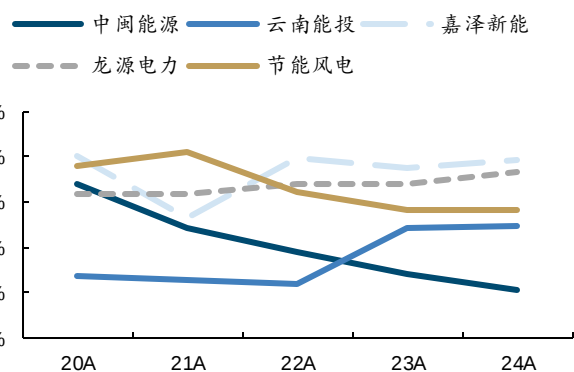
来源: ifind、国金证券研究所

图表29: 可比公司净利率情况



来源: ifind、国金证券研究所

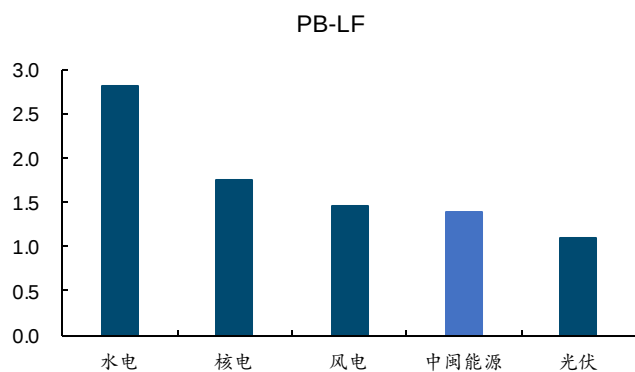
图表30: 可比公司资产负债率情况



来源: ifind、国金证券研究所

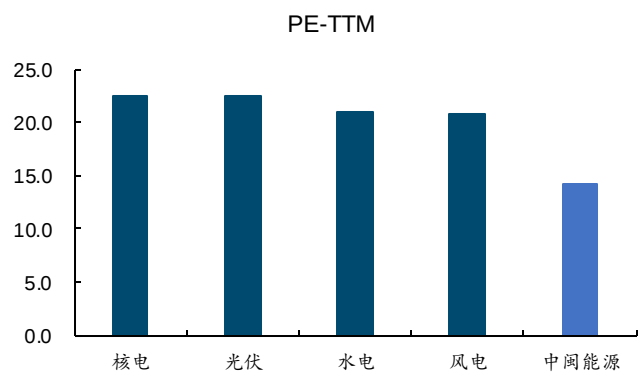
- 当前公司估值水平与基本面不相符, 资产存在被低估。同为高比例固定成本类发电运营商, 水电存量资产经营与分红稳定性最高因而 PB 估值领先; 核电因核准数量保持高位、具有稳定成长预期因而 PE 估值领先。相比之下, 我们认为 136 号文出台后公司存量资产经营稳定性加强而 PB 估值偏低, 同时新能源开发新形势下福建海风成长性可期, PE 修复空间较大。

图表31: 公司 PB 估值低于风电子板块



来源: ifind、国金证券研究所

图表32: 公司 PE 估值低于所有可比子板块



来源: ifind、国金证券研究所



- 公司未来装机将以海上风电为主，体内开发与集团注入并举。根据 12M24 公司公告，公司长乐 B 区（调整）海上风电场 114MW 项目已获核准；往后看，虽然福建优质海风项目竞争激烈，但公司作为地方性能源开发平台仍具有优势，看好“十五五”期间拿到更多的项目。此外，根据 5M25 公司公告，集团下属闽投抽蓄已启动注入，根据公司年报、集团另有承诺的海风项目注入还需待条件满足。

图表33：公司装机增量将主要来自海上风电

子公司名称	公司持股比例	项目名称	装机容量 (MW)	项目进度
福州闽投海电	100%	长乐 B 区（调整）海上风电场	114	核准待开工
集团下属公司名称	集团持股比例	项目名称	装机容量 (MW)	项目进度
莆田闽投海电	90%	莆田平海湾海上风电场三期	308	已投产
闽投抽水蓄能	51%	永泰抽水蓄能电站	1200	已投产+启动注入
宁德闽投海电	80%	宁德霞浦海上风电场（A、C 区）	200+400	待核准
霞浦闽投海电	51%	宁德霞浦海上风电场（B 区）	296	核准待开工

来源：公司公告、龙船风电网、爱企查、国金证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

- 风电装机预测：暂不考虑集团资产注入的影响。由于风场建成存在分批并网投运的情况，因此考虑并网节奏后的当年装机容量低于年末装机容量，24 年存量风电装机为 90.7 万千瓦，我们预计 25~27 年分别为 93.7/105.7/120.7 万千瓦。其中，长乐 B 区（调整）海上风电场由于已经完成核准，开工后将率先逐步贡献业绩增量。此外，如前文所述，25 年福建披露重点海风项目 792.6 万千瓦，投运后省内海风总装机规模将升至当前的 3 倍，成长空间足。我们预计省内项目核准节奏有望加快，公司将加大体内开发力度。
- 风电业务营收预测：（1）利用小时数：海风利用小时数高于陆风，随着海风装机占比提升，拉高平均利用小时数水平。（2）上网电价：136 号文出台后存量项目电价预期趋于稳定。我们预计公司风电平均电价后续逐步下行主要由于增量竞价/平价项目电价低于存量带补贴项目，随着海风增量项目占比提升，摊薄平均电价。
- 综上所述，预计 25~27 年考虑并网节奏后的当年风电装机容量分别为 93.7/105.7/120.7 万千瓦，利用小时数分别为 3409/3476/3541 小时，上网电量分别为 31.1/35.8/41.6 亿千瓦时，平均上网电价分别为 0.635/0.6/0.565 元/KWh，收入分别为 17.5/19.0/20.8 亿元。

图表34：风电业务营收预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
考虑并网节奏的当年装机容量 (万千瓦)	90.7	90.7	93.7	105.7	120.7
平均利用小时数 (小时)	3087	3244	3409	3476	3541
上网电量 (亿千瓦时)	27.2	28.6	31.1	35.8	41.6
平均上网电价 (含税, 元/KWh)	0.669	0.654	0.635	0.600	0.565
风电业务收入 (亿元)	16.1	16.7	17.5	19.0	20.8

来源：公司公告、国金证券研究所

- 其他业务营收预测：公司其他业务主要包括光伏和生物质板块。（1）光伏板块：公司“十四五”期间未再开展光伏项目开发，存量项目预计在 136 号文出台后电价可以稳定、弃电率逐步上升，预计 25~27 年营收分别为 17.2/16.4/15.6 亿元。（2）生物质板块：生物质项目原料端价格高企等因素影响下持续亏损，预计后续通过减产等方式可以实现亏损降低，预计 25~27 年营收分别为 18.9/17.9/17.1 亿元。
- 毛利率预测：（1）风电板块：来风情况改善、海风项目占比提升、绿色环境溢价体现



等综合因素影响下风电业务毛利率总体上升，预计 25~27 年分别为 63.1%/63.6%/64.5%；(2) 光伏板块：假设公司不再进行光伏项目开发，在 136 号文出台后存量项目收益率趋于稳定，预计 25~27 年毛利率维持 51.9%；(3) 生物质板块：通过减少生产降低亏损，毛利率上行，预计 25~27 年毛利率维持-124.3%。

图表35：公司分业务营收、毛利率预测（百万元，%）

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
风电	营收	1614.4	1657.9	1747.8	1901.1	2081.0
	YOY	-6.9%	2.7%	5.4%	8.8%	9.5%
	毛利率	61.9%	62.2%	63.1%	63.6%	64.5%
	毛利润	999.1	1030.7	1102.7	1208.9	1341.6
光伏	营收	21.2	18.1	17.2	16.4	15.6
	YOY	-6.2%	-14.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	44.5%	51.9%	51.9%	51.9%	51.9%
	毛利润	9.4	9.4	8.9	8.5	8.1
生物质	营收	58.1	19.9	18.9	17.9	17.1
	YOY	544.8%	-65.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	-48.8%	-154.6%	-124.3%	-124.3%	-124.3%
	毛利润	-28.4	-30.7	-23.5	-22.3	-21.2
其他	营收	38.1	41.9	46.1	50.7	55.8
	YOY	56.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
	毛利润	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2
合计	营收	1731.8	1737.9	1830.0	1986.2	2169.4
	YOY	-3.3%	0.3%	5.3%	12.4%	12.4%
	毛利率	56.7%	58.2%	59.6%	60.3%	61.3%
	毛利润	981.7	1011.0	1089.9	1197.0	1330.6

来源：公司公告、国金证券研究所

- 费用率预测：24 年公司销售费率为 0.03%，23/24 年公司管理费率为 4.08%/4.4%，预计随着发电业务占比提升，费率有望进一步下行，预计 24~26 年公司销售费率稳定在约 0.03%，管理费率稳定在约 4.1%。
- 盈利预测结果：在不考虑集团资产注入的情况下，我们预计公司 25~27 年分别实现归母净利润 7.6/8.4/9.2 亿元，分别同比+17.0%/10.2%/9.9%。

3.2 投资建议及估值

- 给予公司 26 年 PE 15 倍，给予目标价 6.6 元。预计 25~27 年公司实现归母净利润分别为 7.6/8.4/9.2 亿元。在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，选取区域性风电运营商云南能投、新天绿能、江苏新能、广西能源，以及福建省内能源开发平台福能股份；选取全国布局风电业务的节能风电、龙源电力。可比公司 25 年 PE 一致预期均值为 18 倍、中位数为 14 倍，26 年 PE 一致预期均值为 15 倍、中位数为 13 倍。根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 25/26 年 PE 分别为 13/12 倍。看好公司业绩成长性，因此给予公司 26 年 PE 15 倍估值。基于此，给予公司目标价 6.6 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表36：可比公司估值情况（截至25年7月3日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)					PE				
		7月3日	7月3日	23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
002053.SZ	云南能投	101.7	10.9	0.52	0.73	1.07	1.21	1.31	21	15	10	9	8
600956.SH	新天绿能	255.4	7.7	0.51	0.40	0.57	0.64	0.68	15	19	14	12	11
603693.SH	江苏新能	124.3	14.2	0.53	0.47	0.61	0.69	0.85	27	30	23	21	17
600310.SH	广西能源	60.4	4.1	0.00	0.04	0.12	0.18	0.22	3,745	96	34	23	19
600483.SH	福能股份	272.7	9.8	1.03	1.07	1.07	1.15	1.30	9	9	9	8	7
601016.SH	节能风电	190.3	2.9	0.23	0.21	0.22	0.23	0.24	13	14	13	13	12
001289.SZ	龙源电力	1,050.7	16.5	0.73	0.75	0.81	0.88	0.95	23	22	20	19	17
中位数				0.52	0.47	0.61	0.69	0.85	21	19	14	13	12
平均值				0.51	0.53	0.64	0.71	0.79	550	29	18	15	13
600163.SH	中闽能源	102.2	5.3	0.36	0.34	0.40	0.44	0.48	15	15	13	12	11

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所 注1：市盈率 PE 计算基于 7/3 日收盘价；注 2：中闽能源 25-27 年 EPS 取值于本报告盈利预测结果，云南能投 25-27 年 EPS 取值于国金研究所已发布研究报告的预测，其余公司取值于 Wind 一致预期

4、风险提示

- 用电需求不及预期风险。近年来福建用电保持较高增长，在“十四五”产业引进方面，福建加大石化产业园的落地，改变原有以纺织等为主的产业结构。相关行业用电需求可观，但存在周期属性。若后续省内用电需求不及预期，则将对公司新能源项目消纳产生不利影响。
- 市场化交易价格不及预期风险。电改持续推进，新能源入市比例持续提升。新能源入市政策落地，市场化交易电价结算的电量比例提升。由于漳州核电、可门三期火电等项目的陆续投运，省内电源供给增多。若风电出力曲线不能与负荷曲线匹配，电价存在波动性风险。
- 集团资产注入不及预期风险。公司新能源发展采取体内开发与集团资产注入双路径。“十四五”期间公司体内开发项目速度放缓，以集团资产注入作为主要工作方向。但受补贴核查、海风开发政策变更等因素影响，注入节奏存在继续推迟的可能，不利于公司业绩成长。
- 海风项目开发进度不及预期风险。当前公司体内开发项目已通过核准的为长乐 B 区（调整）海上风电场。考虑到前期福建竞配项目价格竞争较为激烈，而海风施工成本短期难以下降，若收益率测算不符合要求导致项目开发进度滞后，将不利于公司业绩释放。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,791	1,732	1,741	1,830	1,986	2,169
增长率		-3.3%	0.5%	5.1%	8.5%	9.2%
主营业务成本	-686	-750	-738	-740	-789	-839
%销售收入	38.3%	43.3%	42.4%	40.4%	39.7%	38.7%
毛利	1,105	982	1,004	1,090	1,197	1,331
%销售收入	61.7%	56.7%	57.6%	59.6%	60.3%	61.3%
营业税金及附加	-14	-14	-18	-16	-17	-18
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	0	0	-1	-1	-1	-1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-73	-71	-77	-75	-81	-89
%销售收入	4.1%	4.1%	4.4%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	0	0	-2	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,018	897	906	999	1,098	1,222
%销售收入	56.8%	51.8%	52.0%	54.6%	55.3%	56.3%
财务费用	-137	-108	-94	-82	-83	-89
%销售收入	7.7%	6.2%	5.4%	4.5%	4.2%	4.1%
资产减值损失	-14	3	-69	0	0	0
公允价值变动收益	3	20	23	0	0	0
投资收益	1	5	11	10	12	15
%税前利润	0.1%	0.6%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%
营业利润	917	863	824	973	1,073	1,195
营业利润率	51.2%	49.8%	47.3%	53.2%	54.0%	55.1%
营业外收支	-1	0	-3	0	0	0
税前利润	917	862	821	973	1,073	1,195
利润率	51.2%	49.8%	47.2%	53.2%	54.0%	55.1%
所得税	-132	-140	-129	-153	-172	-203
所得税率	14.4%	16.2%	15.7%	15.7%	16.0%	17.0%
净利润	785	723	692	820	902	992
少数股东损益	56	44	41	58	62	69
归属于母公司的净利润	729	678	651	762	840	923
净利率	40.7%	39.2%	37.4%	41.6%	42.3%	42.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	785	723	692	820	902	992
少数股东损益	56	44	41	58	62	69
非现金支出	515	506	582	490	517	562
非经营收益	139	87	52	65	94	114
营运资金变动	-163	-286	-528	-154	-197	-235
经营活动现金净流	1,276	1,029	798	1,220	1,315	1,433
资本开支	-217	-92	-59	-803	-1,003	-1,303
投资	-179	-901	830	0	0	0
其他	2	17	23	10	12	15
投资活动现金净流	-394	-976	795	-793	-991	-1,288
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-392	-578	-431	289	159	1,255
其他	-182	-342	-313	-270	-315	-357
筹资活动现金净流	-574	-920	-744	20	-156	898
现金净流量	308	-867	849	447	168	1,043

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,111	244	1,094	1,504	1,647	2,673
应收款项	2,014	2,467	3,070	3,274	3,553	3,881
存货	37	32	45	47	50	53
其他流动资产	507	1,298	366	365	365	366
流动资产	3,669	4,041	4,575	5,190	5,616	6,973
%总资产	31.5%	35.1%	39.2%	41.1%	41.5%	44.6%
长期投资	86	87	110	110	110	110
固定资产	7,664	7,176	6,661	6,986	7,482	8,233
%总资产	65.8%	62.3%	57.0%	55.4%	55.3%	52.7%
无形资产	197	184	166	162	158	154
非流动资产	7,985	7,483	7,108	7,424	7,910	8,651
%总资产	68.5%	64.9%	60.8%	58.9%	58.5%	55.4%
资产总计	11,654	11,524	11,682	12,613	13,525	15,623
短期借款	828	707	811	1,924	1,783	2,839
应付款项	961	915	867	913	973	1,034
其他流动负债	90	83	99	103	115	135
流动负债	1,879	1,706	1,777	2,940	2,871	4,008
长期贷款	2,043	1,759	1,354	1,854	2,154	2,354
其他长期负债	1,800	1,630	1,618	257	245	243
负债	5,722	5,094	4,749	5,050	5,270	6,605
普通股股东权益	5,754	6,250	6,770	7,341	7,972	8,666
其中：股本	1,903	1,903	1,903	1,903	1,903	1,903
未分配利润	809	1,281	1,715	2,286	2,917	3,611
少数股东权益	178	179	164	222	284	353
负债股东权益合计	11,654	11,524	11,682	12,613	13,525	15,623

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.383	0.357	0.342	0.400	0.441	0.485
每股净资产	3.024	3.284	3.557	3.858	4.189	4.554
每股经营现金净流	0.670	0.541	0.419	0.641	0.691	0.753
每股股利	0.100	0.050	0.100	0.100	0.110	0.120
回报率						
净资产收益率	12.67%	10.85%	9.62%	10.38%	10.53%	10.65%
总资产收益率	6.26%	5.89%	5.57%	6.04%	6.21%	5.91%
投入资本收益率	9.89%	8.44%	8.38%	7.41%	7.56%	7.13%
增长率						
主营业务收入增长率	16.85%	-3.30%	0.54%	5.10%	8.53%	9.22%
EBIT 增长率	11.27%	-11.90%	1.03%	10.23%	9.95%	11.33%
净利润增长率	11.06%	-6.94%	-4.03%	17.00%	10.22%	9.87%
总资产增长率	3.03%	-1.11%	1.37%	7.97%	7.23%	15.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	377.0	468.5	576.7	650.0	650.0	650.0
存货周转天数	18.0	16.9	19.0	23.0	23.0	23.0
应付账款周转天数	523.6	441.7	428.8	440.0	440.0	440.0
固定资产周转天数	1,559.2	1,509.4	1,393.0	1,290.4	1,188.2	1,130.1
偿债能力						
净负债/股东权益	25.27%	16.37%	10.74%	25.75%	23.78%	24.32%
EBIT 利息保障倍数	7.4	8.3	9.7	12.1	13.2	13.7
资产负债率	49.10%	44.21%	40.65%	40.04%	38.96%	42.27%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	17	23	34
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.11	1.12	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究