

中闽能源 (600163.SH)

优于大市

电量下降及所得税增加影响业绩，海上风电项目建设稳步推进

核心观点

营业收入、归母净利润均同比下降。2025年上半年，公司实现营业收入7.94亿元（-2.95%），归母净利润3.14亿元（-8.07%），扣非归母净利润3.02亿元（-7.05%）。2025年第二季度，公司实现营业收入2.80亿元（-20.58%），归母净利润0.63亿元（-51.62%），扣非归母净利润0.57亿元（-53.02%）。公司营业收入同比下降主要原因：一是新疆哈密与黑龙江区域限电率上升，导致公司整体发电量与上网电量较上年同期略有下降；二是个别项目电价补贴到期。公司归母净利润同比下降主要由于公司部分下属公司全额征收企业所得税，所得税费用同比有所增加，2025年上半年公司所得税为0.97亿元，同比增长64.41%。

2025Q2发电量、上网电量降幅较大。2025年第二季度，公司发电量5.07亿千瓦时（-18.08%），上网电量4.90亿千瓦时（-18.30%）。公司福建区域风电发电量4.45亿千瓦时（-18.75%），上网电量4.32亿千瓦时（-18.88%）；黑龙江区域发电量0.42亿千瓦时（-19.59%），上网电量0.41亿千瓦时（-19.63%）。

海上风电项目建设推进，装机容量有望实现增长。公司积极推进福建省内在建海上风电项目、光伏项目和集中统一送出工程项目前期工作。2025年8月，公司长乐B区（调整）海上风电场项目开工建设，项目装机容量114MW，未来项目投运后将使得公司装机容量进一步增长。未来公司将加快推进项目落地，进一步加大项目前期工作和工程建设实施推进力度；紧跟福建省海上风电资源分配发展方向，积极争取省内海上风电项目资源配置，在省外新能源资源丰富区域开拓市场，提升公司资产体量。

风险提示：电量下降；电价下滑；项目投运不及预期；行业政策变化风险。

投资建议：由于所得税同比增加，下调盈利预测。预计2025-2027年公司归母净利润分别为6.85/7.40/8.15（原预测值为7.0/7.6/8.4亿元），同比增长5.3%/8.0%/10.2%；EPS分别为0.36/0.39/0.43元，当前股价对应PE为15.0/13.9/12.6X。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,732	1,741	1,806	1,927	2,165
(+/-%)	-3.3%	0.5%	3.7%	6.7%	12.3%
净利润(百万元)	678	651	685	739	813
(+/-%)	-6.9%	-4.0%	5.3%	7.8%	10.0%
每股收益(元)	0.36	0.34	0.36	0.39	0.43
EBIT Margin	54.4%	54.8%	53.1%	50.6%	49.7%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	9.6%	9.5%	9.5%	9.8%
市盈率 (PE)	14.8	15.4	14.6	13.6	12.3
EV/EBITDA	10.4	10.1	9.9	9.7	9.3
市净率 (PB)	1.60	1.48	1.38	1.29	1.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

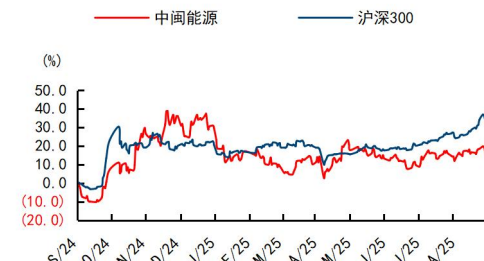
公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001	证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.27元
总市值/流通市值	10029/10029百万元
52周最高价/最低价	6.60/4.19元
近3个月日均成交额	76.75百万元

市场走势



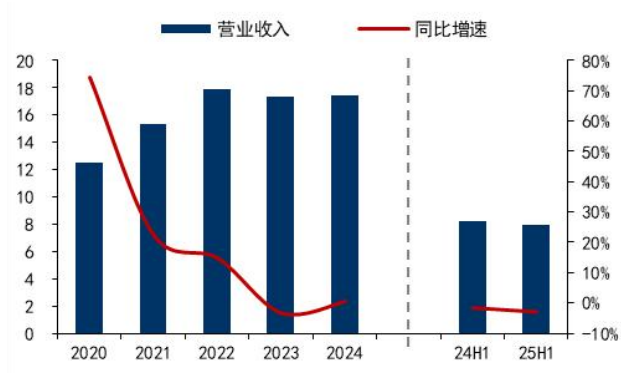
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中闽能源 (600163.SH) - 减值拖累业绩表现，电源项目加快落地》——2025-05-06
- 《中闽能源 (600163.SH) - 业绩表现稳健，盈利能力提升》——2024-08-30
- 《中闽能源 (600163.SH) - 优质新能源运营商，海上风电发展空间较大》——2024-07-15

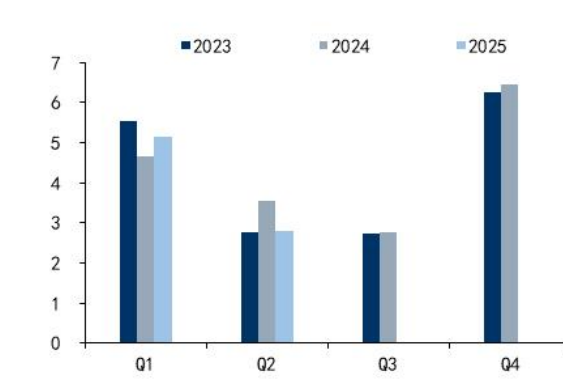
营业收入、归母净利润均同比下降。2025年上半年，公司实现营业收入7.94亿元(-2.95%)，归母净利润3.14亿元(-8.07%)，扣非归母净利润3.02亿元(-7.05%)。2025年第二季度，公司实现营业收入2.80亿元(-20.58%)，归母净利润0.63亿元(-51.62%)，扣非归母净利润0.57亿元(-53.02%)。公司营业收入同比下降主要原因：一是新疆哈密与黑龙江区域限电率上升，导致公司整体发电量与上网电量较上年同期略有下降；二是个别项目电价补贴到期。公司归母净利润同比下降主要由于公司部分下属公司全额征收企业所得税，所得税费用同比有所增加，2025年上半年公司所得税为0.97亿元，同比增长64.41%。

图1：中闽能源营业收入及增速（单位：亿元）



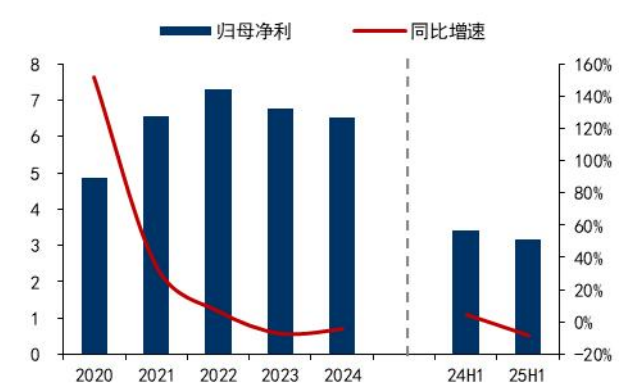
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中闽能源单季营业收入（单位：亿元）



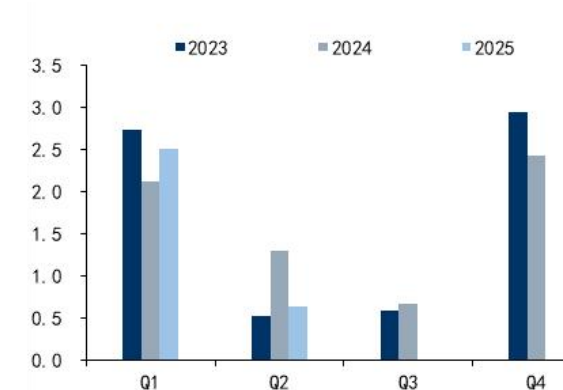
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中闽能源归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中闽能源单季度归母净利润（单位：亿元）

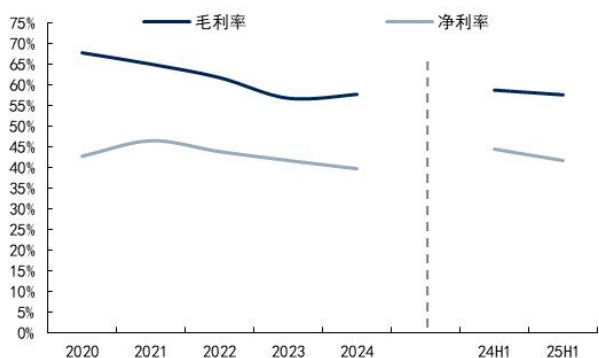


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025Q2发电量、上网电量降幅较大。2025年上半年，公司累计发电量14.05亿千瓦时(-0.89%)，上网电量13.66亿千瓦时(-0.71%)。公司福建区域风电发电量12.84亿千瓦时(+2.60%)，上网电量12.50亿千瓦时(+2.70%)，福建省区域风电项目发电量与上年同期相比实现增长；黑龙江区域风电发电量0.88亿千瓦时(-28.91%)，上网电量0.85亿千瓦时(-28.92%)，黑龙江区域限电率同比上升。2025年第二季度，公司发电量5.07亿千瓦时(-18.08%)，上网电量4.90亿千瓦时(-18.30%)。公司福建区域风电发电量4.45亿千瓦时(-18.75%)，上网电量4.32亿千瓦时(-18.88%)；黑龙江区域发电量0.42亿千瓦时(-19.59%)，上网电量0.41亿千瓦时(-19.63%)。

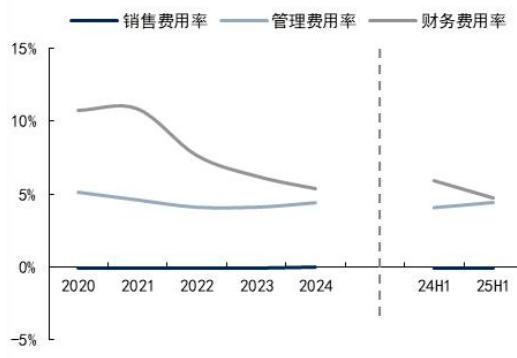
毛利率有所下降，费用率下降，所得税增加导致净利率水平下降。2025 年上半年，公司毛利率为 57.51%，同比减少 1.15pct，毛利率下降主要系发电量下降影响。费用率方面，2025 年上半年，公司财务费用率、管理费用率分别为 4.73%、4.42%，财务费用率同比减少 1.20pct、管理费用率同比增加 0.37pct，整体费用率水平有所下降。同期内，由于所得税增加影响，公司净利率较 2024 同期减少 2.71pct 至 41.71%。

图5：中闽能源毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

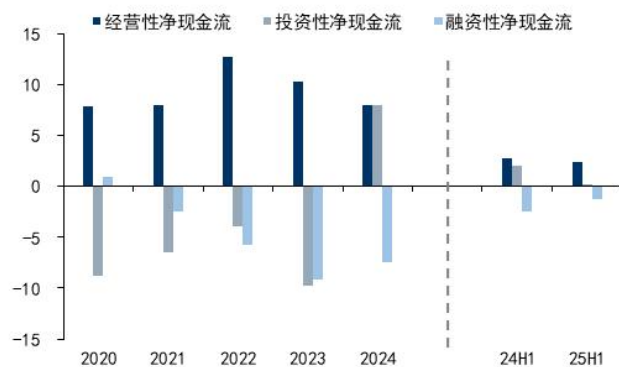
图6：中闽能源三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

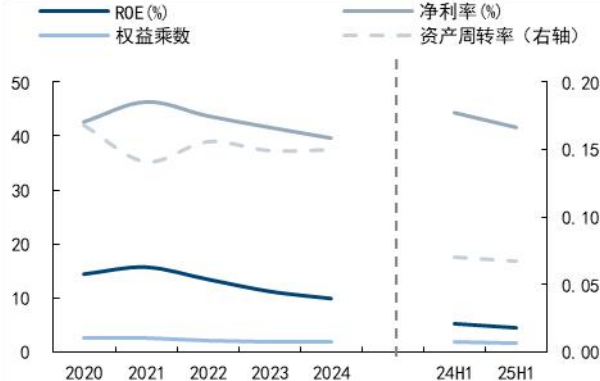
ROE 下降，经营性净现金流同比下降。2025 年上半年，由于净利率下降，公司 ROE 下行，较 2024 年同期减少 0.76pct 至 4.56%。现金流方面，2025 年上半年，公司经营性净现金流为 2.40 亿元，同比下降 13.88%，经营性净现金流同比下降主要系支付的各项税费同比增加影响；投资性净现金流 0.17 亿元，同比下降 91.96%，主要系赎回到期的结构性存款本金同比增加；融资性净现金流-1.29 亿元，同比有所增长，主要系吸收投资收到的现金、银行提贷金额同比增加所致。

图7：中闽能源现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：中闽能源 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海上风电项目建设推进，装机容量有望实现增长。公司积极推进福建省内在建海上风电项目、光伏项目和集中统一送出工程项目前期工作。2025 年 8 月，公司长乐 B 区（调整）海上风电场项目开始建设，项目装机容量 114MW，未来项目投运后将使得公司装机容量进一步增长。未来公司将加快推进项目落地，进一步加大项目前期工作和工程建设实施推进力度；紧跟福建省海上风电资源分配发展方向，积极争取省内海上风电项目资源配置，在省外新能源资源丰富区域开拓市场，提升公司资产体量。

投资建议：由于所得税同比增加，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.85/7.40/8.15（原预测值为 7.0/7.6/8.4 亿元），同比增长 5.3%/8.0%/10.2%；EPS 分别为 0.36/0.39/0.43 元，当前股价对应 PE 为 15.0/13.9/12.6X。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
600795.SH	国电电力	4.78	853	0.55	0.40	0.44	0.49	8.7	12.0	10.9	9.8	17.5%	优于大市
600483.SH	福能股份	9.68	269	1.00	1.06	1.09	1.21	9.7	9.1	8.9	8.0	11.1%	优于大市
600021.SH	上海电力	14.82	417	0.73	0.95	1.07	1.16	20.3	15.6	13.9	12.8	7.0%	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	244	1094	934	718	876	营业收入	1732	1741	1806	1927	2165
应收款项	2467	3070	2596	2770	3112	营业成本	750	738	791	890	1015
存货净额	32	45	49	57	66	营业税金及附加	14	18	19	20	23
其他流动资产	128	40	42	45	50	销售费用	0	1	1	1	1
流动资产合计	4041	4575	4206	4175	4689	管理费用	71	77	80	85	95
固定资产	7243	6724	7433	8108	8941	财务费用	108	94	57	51	56
无形资产及其他	116	103	99	95	91	投资收益	5	11	12	12	12
投资性房地产	37	170	170	170	170	资产减值及公允价值变动	(1)	(31)	(12)	(14)	(17)
长期股权投资	87	110	118	128	142	其他收入	70	29	29	75	74
资产总计	11524	11682	12026	12677	14034	营业利润	863	824	887	953	1046
短期借款及交易性金融负债	707	811	835	1120	1986	营业外净收支	(0)	(3)	(1)	(1)	(1)
应付款项	880	853	1089	1323	1623	利润总额	862	821	886	952	1044
其他流动负债	119	113	127	151	182	所得税费用	140	129	159	171	188
流动负债合计	1706	1777	2052	2594	3791	少数股东损益	44	41	41	42	43
长期借款及应付债券	1759	1354	1024	694	363	归属于母公司净利润	678	651	685	739	813
其他长期负债	1630	1618	1509	1400	1291						
长期负债合计	3389	2972	2533	2094	1655	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5094	4749	4584	4688	5446	净利润	678	651	685	739	813
少数股东权益	179	164	192	222	252	资产减值准备	5	29	1	2	3
股东权益	6250	6770	76122	7767	8336	折旧摊销	506	506	514	547	590
负债和股东权益总计	11524	11682	12026	12677	14034	公允价值变动损失	5	29	1	2	3
						财务费用	108	94	57	51	56
关键财务与估值指标						营运资本变动	(382)	(560)	719	73	(26)
每股收益	0.36	0.34	0.36	0.39	0.43	其它	218	142	73	66	71
每股红利	0.05	0.10	0.11	0.12	0.13	经营活动现金流	1029	798	1993	1430	1454
每股净资产	3.28	3.56	3.81	4.08	4.38	资本开支	(93)	(60)	(1220)	(1221)	(1422)
ROIC	9%	9%	9%	9%	9%	其它投资现金流	(908)	843	(259)	0	0
ROE	11%	10%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(976)	795	(1487)	(1231)	(1436)
毛利率	57%	58%	56%	54%	53%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	54%	55%	53%	51%	50%	负债净变化	(284)	(405)	(330)	(330)	(330)
EBITDA Margin	84%	84%	82%	79%	77%	支付股利、利息	(95)	(196)	(206)	(222)	(244)
收入增长	-3%	1%	4%	7%	12%	其它融资现金流	(267)	(49)	24	285	866
净利润增长率	-7%	-4%	5%	8%	10%	融资活动现金流	(920)	(744)	(666)	(415)	140
资产负债率	46%	42%	40%	39%	41%	现金净变动	(867)	849	(160)	(216)	158
股息率	0.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	货币资金的期初余额	1111	244	1094	934	718
P/E	14.8	15.4	14.6	13.6	12.3	货币资金的期末余额	244	1094	934	718	876
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	820	691	800	200	24
EV/EBITDA	10.4	10.1	9.9	9.7	9.3	权益自由现金流	269	237	447	113	514

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032