

25Q2 录得良好增长，中期分红&回购加码市值管理

—— 中绿电 2025 年半年报点评

2025 年 08 月 29 日

- **事件：**公司发布 2025 年半年报。25H1 实现营收 23.33 亿元，同比+29.30%；实现归母净利 6.18 亿元(扣非 6.18 亿元)，同比+33.06%(扣非同比+32.99%)；落在业绩预告(5.59~7.56 亿元)中枢偏下位置。由此计算 25Q2 实现营收 13.08 亿元，同比+37.87%；实现归母净利 3.64 亿元(扣非 3.64 亿元)，同比+22.23%（扣非同比+22.23%）。公司拟每 10 股派发现金股利 0.45 元（含税），占 25H1 归母净利润的 15%。公司同时公告拟用自有资金按不高于 13.31 元/股的价格回购股份并注销，回购金额 0.62~0.93 亿元。
- **新增装机驱动电量高增。**25H1，公司实现发电量 92.99 亿 kwh，同比+101.50%；其中 Q2 为 52.45 亿 kwh，同比+104.24%。分电源来看，25H1 风电发电量 40.86 亿 kwh，同比+13.69%；其中 Q2 为 21.93 亿 kwh，同比+16.09%；光伏发电量 51.48 亿 kwh，同比+422.11%；其中 Q2 为 30.38 亿 kwh，同比+358.22%。公司 25H1 电量大增主要系 24 年新增装机规模较大（风电、光伏分别为 9.9、1273.6 万千瓦），主要位于新疆地区。截至 25H1 末，公司累计装机为 1992.55 万千瓦，其中风电 393.6 万千瓦，光伏 1578.95 万千瓦，储能&光热 20 万千瓦；对应 25H1 新增装机 0、137.4、10 万千瓦。
- **新增项目&市场化交易占比提升拉低综合上网电价。**我们以营业收入/上网电量模拟公司的综合上网电价，25H1 为 0.258 元/kwh，同比-36.01%；其中 Q2 为 0.256 元/kwh，同比-32.62%。我们认为一方面受新增并网项目电价较低影响，另一方面受市场化交易占比提升影响，25H1，公司市场化电量占比达到 72.14%，同比+12.60pct。
- **并网项目陆续转固带来折旧、财务费用增加。**公司并网新能源项目（尤其新疆项目）需经历转商、转固两个重要时间节点，从而影响季度间的成本费用确认。2024、25Q1、25H1 末，公司固定资产分别为 241.50、240.12、309.06 亿元，固定资产的增加直接带来公司折旧成本的增加，以及利息支出的费用化。25H1，公司发生营业成本 10.03 亿元，同比+30.28%；其中 Q2 为 5.18 亿元，同比+36.41%；发生财务费用 2.69 亿元，同比+16.88%；其中 Q2 为 1.45 亿元，同比+55.35%。
- **新疆 136 号文较西北其他省份更为友好，有望在一定程度上托底公司项目收益。**截至 25H1 末，公司在新疆地区的在运装机为 1340 万千瓦，占总装机的比例高达 67%。新疆 136 号文实施细则已发布，明确对于存量项目，补贴和平价项目的机制电量比例分别为 30%、50%，机制电价分别为 0.25、0.262 元/kwh。公司在新疆的新能源项目多为平价项目，我们认为政策将对收益预期产生一定的托底作用。对于增量项目，新疆明确机制电量比例为 50%，优于宁夏（10%）、蒙西（暂不安排）等其他西北省份/地区，机制电价竞价区间为 0.15-0.262 元/kwh。考虑到截至 25H1 末，公司位于新疆的在建项目装机占到整体在建装机的 83%，我们认为有望受益于新疆相对友好的新能源政策。
- **在建&储备项目以风电为主，看好新能源全面市场化下风电的盈利优势。**我们统计自 2022 年 7 月以来，公司在新疆地区已累计获取 1080 万千瓦风电、2140 万千瓦光伏项目。24 年以来，公司在新疆地区已投运光伏项目约 1300 万千瓦，未来发展重心有望转向风电。截至 25H1 末，公司在建项目 1236 万千瓦，其中风电 940 万，光伏 280 万千瓦，储能&光热 16 万千瓦。在 136 号文推动新能源全面入市的背景下，风电由于日内出力曲线较光伏更为均匀，有望实现更优的综合上网电价，构筑盈利壁垒。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 年将分别实现归母净利润 13.10、14.26、17.71 亿元，对应 PE 14.04x、12.90x、10.38x，维持推荐评级。
- **风险提示：**新项目建设进度&投产节奏不及预期的风险；电价下行风险等。

中绿电 (000537.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

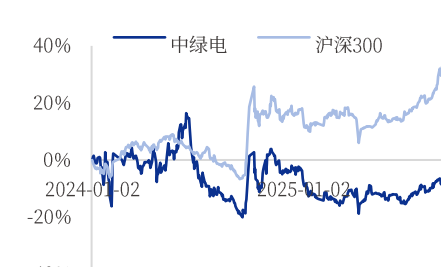
研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据 2025-08-29

股票代码	000537
A 股收盘价(元)	8.90
上证指数	3,857.93
总股本(万股)	206,660
实际流通 A 股(万股)	206,660
流通 A 股市值(亿元)	184

相对沪深 300 表现图 2025-08-29



相关研究

1. 【银河环保公用】公司点评_中绿电: 25Q1 业绩高增，新疆项目进入盈利释放期
2. 【银河环保公用】公司点评_中绿电: 新项目转商贡献业绩增量，在建项目进展顺利

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3840.21	5551.74	8646.17	10961.15
收入增长率%	4.05	44.57	55.74	26.77
归母净利润 (百万元)	1008.57	1310.27	1426.17	1771.49
利润增速%	9.68	29.91	8.85	24.21
毛利率%	54.71	54.30	40.93	39.57
摊薄 EPS(元)	0.49	0.63	0.69	0.86
PE	18.24	14.04	12.90	10.38
PB	0.94	0.90	0.87	0.82
PS	4.79	3.31	2.13	1.68

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14126.52	16347.10	21843.96	24003.91
现金	6611.43	6540.12	5789.13	4493.05
应收账款	6251.49	8378.85	14204.35	17350.74
其它应收款	453.93	616.86	960.69	1217.91
预付账款	38.78	49.22	96.81	126.07
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	770.88	762.05	792.99	816.14
非流动资产	75240.78	92498.13	108809.01	121343.72
长期投资	489.21	489.21	489.21	489.21
固定资产	24150.02	39422.21	70903.99	86822.52
无形资产	435.16	509.66	581.66	650.86
其他	50166.39	52077.05	36834.14	33381.12
资产总计	89367.30	108845.24	130652.97	145347.63
流动负债	7570.02	10849.90	20450.30	26645.28
短期借款	0.00	1000.00	4000.00	7000.00
应付账款	4674.60	5990.76	11350.19	13800.70
其他	2895.42	3859.15	5100.11	5844.58
非流动负债	57011.92	72083.23	83083.23	90083.23
长期借款	50617.14	50617.14	50617.14	50617.14
其他	6394.77	21466.09	32466.09	39466.09
负债合计	64581.94	82933.13	103533.53	116728.51
少数股东权益	5192.35	5515.41	5867.05	6303.83
归属母公司股东权益	19593.00	20396.69	21252.39	22315.28
负债和股东权益	89367.30	108845.24	130652.97	145347.63

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1800.30	3634.49	6398.75	6724.56
净利润	1183.48	1633.33	1777.81	2208.27
折旧摊销	1396.09	1993.39	3391.88	3759.13
财务费用	525.45	780.83	929.60	1073.60
投资损失	10.88	-19.43	-25.07	-27.40
营运资金变动	-1343.73	-817.52	249.57	-364.00
其它	28.13	63.90	74.97	74.97
投资活动现金流	-19563.27	-19192.26	-19649.68	-16238.44
资本支出	-19351.88	-18369.29	-19674.75	-16265.85
长期投资	-221.30	0.00	0.00	0.00
其他	9.91	-822.97	25.07	27.40
筹资活动现金流	15251.80	15486.47	12499.94	8217.81
短期借款	-11045.64	1000.00	3000.00	3000.00
长期借款	25944.00	0.00	0.00	0.00
其他	353.43	14486.47	9499.94	5217.81
现金净增加额	-2511.17	-71.30	-750.99	-1296.08

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3840.21	5551.74	8646.17	10961.15
营业成本	1739.30	2537.26	5107.59	6624.34
营业税金及附加	64.21	91.60	140.07	175.38
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	256.84	370.86	574.97	728.92
财务费用	456.80	714.71	864.19	1015.70
资产减值损失	-16.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-10.88	19.43	25.07	27.40
营业利润	1307.32	1817.57	1980.82	2467.22
营业外收入	32.96	30.00	30.00	30.00
营业外支出	2.17	2.00	2.00	2.00
利润总额	1338.12	1845.57	2008.82	2495.22
所得税	154.63	212.24	231.01	286.95
净利润	1183.48	1633.33	1777.81	2208.27
少数股东损益	174.91	323.06	351.64	436.78
归属母公司净利润	1008.57	1310.27	1426.17	1771.49
EBITDA	3108.68	4553.67	6264.90	7270.06
EPS (元)	0.49	0.63	0.69	0.86

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4.05%	44.57%	55.74%	26.77%
营业利润	13.65%	39.03%	8.98%	24.56%
归属母公司净利润	9.68%	29.91%	8.85%	24.21%
毛利率	54.71%	54.30%	40.93%	39.57%
净利率	26.26%	23.60%	16.49%	16.16%
ROE	5.15%	6.42%	6.71%	7.94%
ROIC	1.87%	2.29%	2.23%	2.47%
资产负债率	72.27%	76.19%	79.24%	80.31%
净负债比率	200.62%	256.63%	299.60%	323.37%
流动比率	1.87	1.51	1.07	0.90
速动比率	1.77	1.44	1.03	0.87
总资产周转率	0.05	0.06	0.07	0.08
应收账款周转率	0.66	0.76	0.77	0.69
应付账款周转率	0.36	0.48	0.59	0.53
每股收益	0.49	0.63	0.69	0.86
每股经营现金	0.87	1.76	3.10	3.25
每股净资产	9.48	9.87	10.28	10.80
P/E	18.24	14.04	12.90	10.38
P/B	0.94	0.90	0.87	0.82
EV/EBITDA	22.06	18.64	15.90	15.26
P/S	4.79	3.31	2.13	1.68

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn