



国补回款提速助力现金流大增，多重因素压制业绩

—— 中绿电 2025 年三季报点评

2025 年 10 月 27 日

核心观点

- **事件:** 公司发布 2025 年三季报。25Q1-3 实现营收 37.07 亿元, 同比+26.78%; 实现归母净利润 8.05 亿元(扣非 8.15 亿元), 同比-12.02%(扣非同比-3.06%); 归母净利润接近公司业绩预告区间(7.02-9.11 亿元)中枢水平。由此计算 25Q3 公司实现营收 13.74 亿元, 同比+22.72%; 实现归母净利润 1.87 亿元(扣非 1.97 亿元), 同比-58.50%(扣非同比-47.58%)。归母净利润和扣非归母净利润之间的差异主要系 24Q3 公司产生资产处置收益所致。
- **电价下行、成本增加、股比稀释多重因素压制业绩。** 电量端: 得益于装机增长, 25Q3 公司实现发电量 58.55 亿 kwh, 同比+86.5%; 其中风电 19.84 亿 kwh, 同比+9.9%; 光伏 37.67 亿 kwh, 同比+188.9%。电价端: 我们以营业收入/上网电量近似, 25Q3 为 0.241 元/kwh, 同比-34.3%, 预计主要受新增项目上网电价较低影响。成本端: 新增项目陆续转固(25Q1、Q2、Q3 末公司固定资产分别为 240.12、309.06、415.50 亿元)带来折旧成本和财务费用增加; 25Q3, 公司度电营业成本为 0.132 元/kwh, 同比-2.12%, 降幅远低于电价端, 导致毛利率同比-18.4pct 至 43.8%; 与此同时, 财务费用同比+74.4% 至 2.14 亿元。在此基础上, 随着尼勒克、奎屯等新疆项目陆续转入正式运行, 考虑到公司对其持股比例仅有 51%, 因此, 股比稀释对公司归母净利润增速亦形成一定压制, 25Q3 公司少数股东损益占比同比+30.4pct 至 46.0%。
- **装机增长叠加国补回款提速助力现金流大增。** 25Q1-3, 公司经营活动产生的现金流量净额为 40.58 亿元, 同比+221.72%; 这一方面得益于公司装机规模的增长, 即新增项目均为平价项目, 回款情况较好; 另一方面, 2025 年 7、8 月, 公司收回新能源补贴款 16.06 亿元, 1-8 月累计收回补贴款 16.67 亿元, 占 2024 年全年收回可再生能源补贴资金的 211%。
- **新疆 136 号文竞价结果较为积极, 有望托底项目收益。** 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%。根据国网新疆电力公司发布的《关于公示存量新能源项目清单的通知》, 公司 24 年以来在新疆投产的约 13.1GW 光伏项目(若羌 4GW、克拉玛依 0.2GW、奎屯 1GW、尼勒克 3GW、达坂城 0.5GW、米东 3.5GW、阜康 0.9GW), 机制电量比例 50%、机制电价为 0.262 元/kwh, 整体保障力度较强。增量项目方面, 截至 25H1 末, 公司位于新疆的在建项目装机为 1030 万千瓦(其中风电 880 万千瓦、光伏 150 万千瓦), 占整体在建装机的 83%。根据国网新能源云发布的竞价结果, 新疆增量新能源项目首次竞价结果为光伏 0.235 元/kwh、风电 0.252 元/kwh, 较燃煤基准价(0.25 元/kwh)分别折价 6%、溢价 1%, 明显优于目前已经发布竞价结果的山东、甘肃等地; 机制电量占比不同项目存在差异, 但整体控制在 50%, 与存量平价项目较好衔接。基于此, 我们认为政策端有望对公司在新疆的存量、增量项目收益形成一定托底, 保障公司盈利基本盘。
- **投资建议:** 考虑已投产项目转固节奏、持股比例稀释, 我们调整公司 25-27 年盈利预测分别至 9.95、11.05、13.30 亿元, 对应 PE 18.46x、16.63x、13.82x, 维持推荐评级。

中绿电(股票代码: 000537)

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

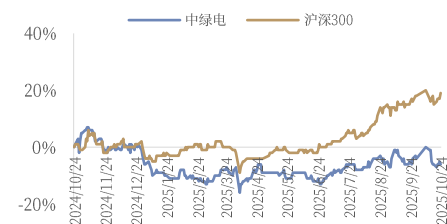
市场数据

2025 年 10 月 24 日

股票代码	000537
A 股收盘价(元)	8.89
上证指数	3,950.31
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 年 10 月 24 日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河环保公用】公司点评_中绿电: 25Q2 录得良好增长, 中期分红&回购加码市值管理
- 2.【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
- 3.【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

- **风险提示：**风光资源条件不及预期的风险，上网电价超预期下跌的风险，项目建设、投产进度不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,840	5,274	8,131	10,319
收入增长率%	4.05	37.34	54.17	26.91
归母净利润(百万元)	1,009	995	1,105	1,330
利润增长率%	9.68	-1.31	10.99	20.35
分红率%	40.98	40.00	40.00	40.00
毛利率%	54.71	52.59	40.60	38.75
摊薄 EPS(元)	0.49	0.48	0.53	0.64
PE	18.22	18.46	16.63	13.82
PB	0.94	0.91	0.88	0.85
PS	4.78	3.48	2.26	1.78

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	14,127	13,488	19,589	24,870
现金	6,611	5,572	5,526	7,240
应收账款	6,251	6,522	12,281	15,553
其它应收款	454	586	903	1,147
预付账款	39	49	92	120
存货	0	0	0	0
其他	771	759	788	810
非流动资产	75,241	92,271	108,383	120,779
长期投资	489	489	489	489
固定资产	24,150	39,264	70,557	86,311
无形资产	435	510	582	651
其他	50,166	52,008	36,755	33,327
资产总计	89,367	105,759	127,973	145,649
流动负债	7,570	10,739	19,696	25,858
短期借款	0	1,000	4,000	7,000
应付账款	4,675	5,904	10,734	13,167
其他	2,895	3,836	4,962	5,691
非流动负债	57,012	69,083	81,083	91,083
长期借款	50,617	50,617	50,617	50,617
其他	6,395	18,466	30,466	40,466
负债总计	64,582	79,823	100,779	116,941
少数股东权益	5,192	5,728	6,323	7,039
归属母公司股东权益	19,593	20,208	20,871	21,668
负债和股东权益	89,367	105,759	127,973	145,649

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,800	5,288	5,733	6,395
净利润	1,183	1,531	1,700	2,045
折旧摊销	1,396	1,985	3,377	3,739
财务费用	525	762	900	1,068
投资损失	11	-18	-24	-26
营运资金变动	-1,344	995	-263	-474
其他	28	32	43	43
投资活动现金流	-19,563	-18,958	-19,438	-16,081
资本支出	-19,352	-18,134	-19,462	-16,107
长期投资	-221	0	0	0
其他	10	-824	24	26
筹资活动现金流	15,252	12,631	13,659	11,401
短期借款	-11,046	1,000	3,000	3,000
长期借款	25,944	0	0	0
其他	353	11,631	10,659	8,401
现金净增加额	-2,511	-1,039	-46	1,714

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
营业总收入	3,840	5,274	8,131	10,319
营业成本	1,739	2,500	4,830	6,320
税金及附加	64	87	132	165
销售费用	0	0	0	0
管理费用	257	352	541	686
研发费用	2	3	5	6
财务费用	457	696	844	1,012
资产减值损失	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	3	11	51	80
营业利润	1,307	1,647	1,831	2,209
营业外收入	33	30	30	30
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	1,338	1,675	1,859	2,237
所得税	155	143	159	191
净利润	1,183	1,531	1,700	2,045
少数股东损益	175	536	595	716
归属母公司净利润	1,009	995	1,105	1,330
EBITDA	3,109	4,356	6,080	6,988
EPS (元)	0.49	0.48	0.53	0.64

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	4.1%	37.3%	54.2%	26.9%
营业利润增长率	13.6%	26.0%	11.2%	20.7%
归母净利润增长率	9.7%	-1.3%	11.0%	20.4%
毛利率	54.7%	52.6%	40.6%	38.8%
净利率	26.3%	18.9%	13.6%	12.9%
ROE	5.1%	4.9%	5.3%	6.1%
ROIC	1.9%	2.3%	2.2%	2.3%
资产负债率	72.3%	75.5%	78.8%	80.3%
净资产负债率	200.6%	248.6%	292.4%	316.3%
流动比率	1.87	1.26	0.99	0.96
速动比率	1.77	1.19	0.95	0.93
总资产周转率	0.05	0.05	0.07	0.08
应收账款周转率	0.66	0.83	0.86	0.74
应付账款周转率	0.36	0.47	0.58	0.53
每股收益	0.49	0.48	0.53	0.64
每股经营现金流	0.87	2.56	2.77	3.09
每股净资产	9.48	9.78	10.10	10.48
P/E	18.22	18.46	16.63	13.82
P/B	0.94	0.91	0.88	0.85
EV/EBITDA	22.06	19.02	16.10	15.62
PS	4.78	3.48	2.26	1.78

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。	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

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

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

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn