

国内优质综合绿色能源服务商，风光储业务协同发展

——绿发电力首次覆盖报告

公司深度

● 中国绿发旗下新能源业务上市公司平台，深耕新能源开发领域多年

绿发电力是中国绿发目前旗下唯一的新能源业务上市公司平台，是国内最早从事新能源开发的企业之一，业务主要包括海上风电、陆上风电、光伏发电、储能业务和光热发电。公司先后投资开发了国内第一批陆上风电、海上风电、第二批光伏发电特许权项目、国家首批多能互补集成优化示范工程，在新能源开发领域积累丰富。近年来，受益于装机容量的持续增加，公司营收规模持续增长，利润短期略有承压，主要受到新能源上网电价下降的影响。公司重视股东回报，近几年股利支付率保持较高水平。截至2025年底，公司实现连续十年实施现金分红，并承诺2025年至2027年以现金方式累计分配的利润不少于未来三年实现的年均可分配利润的30%。

● 新能源行业短期承压，中长期增长态势不改

国内新能源行业发展进入新的发展阶段，新增装机增速中枢有所下移，风光上网电价有所承压。随着行业供需错配格局的改善，以及电网投资及储能行业的持续发展，国内新能源行业将有望重拾增长态势。2020年以来，国内新能源行业经历了爆发增长，近年来消纳压力开始显现，新增装机容量边际放缓，2025年随着新能源发电全面入市交易的政策落地后，风光发电上网电价承压。长期来看，能源转型是必由之路，短期行业波动不改变长期趋势。政策方面，随着绿证制度等相关制度持续完善，有望成为绿电资产价值提升的重要支撑，共同推动新能源行业持续增长。消纳能力方面，国内电网投资进入新一轮上行周期，储能呈现快速增长态势，将打开新能源装机的远期增长空间。

● 算电协同助力新能源资产提质增效，绿电资产价值有望重估

算电协同是算力行业与电力行业的双向赋能。算电协同的模式是通过数字化技术、信息网络等手段，促进算力基础设施与电力系统深度融合，推动资源动态匹配与优化配置的新建设工程，实现“以电强算、以算促电”的良性循环，实现比特与瓦特的协同运行。算电协同在促进算力基础设施绿色发展的同时，能够提升新能源消纳能力，是推动数字经济与能源体系深度融合的重要路径。数据中心行业长期高速增长需要优质、具备经济性的电力资源提供保障，近几年国内以智能计算中心为主要增量的算力基础设施加快部署，带动配套电力需求持续增长，利好绿电消纳。

● 公司战略重心转向风电储能，积极拓展“新能源+”融合发展模式

近年来，公司在运装机规模快速增长，主要得益于近几年公司光伏电站新增规模持续增长，累计装机结构上，公司目前主要以光伏电站为主，风电为辅。2024年以来，为应对优质风光资源竞争日趋激烈、新能源项目质量和投资收益水平波动的影响，公司积极实施由光伏向风电储能转移，由西北向中东部转移的“两个转移”战略，提升新增项目的收益率确定性。公司积极论证“新能源+”融合发展模式，明确算电协同是“新能源+”融合发展的重要场景，并积极与相关数据中心企业开展对接沟通。公司在绿电、储能行业开发经验丰富，集团资源协同效应明显，在头部客户资源积累、跨区资源与指标储备、资金与治理保障方面优势明显，公司具备算电协同方面开拓潜力。

推荐(首次评级)

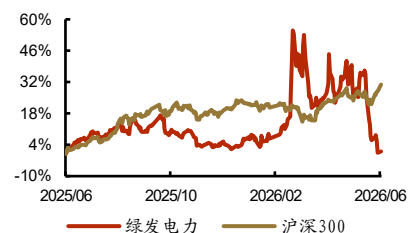
王子璋(分析师)

wangzixun@cctgsc.com.cn

登记编号: S0280524110001

市场数据	时间	2026.06.22
收盘价(元):		8.13
一年最低/最高(元):		7.87/13.76
总股本(亿股):		20.56
总市值(亿元):		167.13
流通股本(亿股):		20.56
流通市值(亿元):		167.13
近3月换手率(%):		202.78

股价一年走势



相关报告

● 盈利预测、估值与评级

公司是国内优质综合绿色能源服务商，新增项目积极转向风电储能项目，同时积极开拓“新能源+”融合发展模式，具备算电协同方面开拓潜力。我们预计公司2026至2028年分别实现营业收入53.7亿元、63.2亿元、76.1亿元，同比增速分别约为9.7%、17.7%、20.5%，分别实现归母净利润5.6亿元、6.8亿元、8.9亿元，同比增速分别约为-30.6%、23.0%、29.8%，对应目前市值PE分别为30X、24X、19X，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**（1）国内风光发电上网电价不及预期；（2）国内新能源发电消纳情况不及预期；（3）风光储项目开发进度不及预期；（4）政策风险：新能源、储能政策将显著影响项目收益率情况；（5）原材料价格波动超预期：风机等设备直接材料占比较大，原材料价格波动将对项目收益率产生影响；（6）新业务开拓进度不及预期。

财务摘要和估值指标（2026年6月22日）

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,840	4,893	5,366	6,316	7,609
增长率(%)	4.1	27.4	9.7	17.7	20.5
净利润(百万元)	1,009	801	556	683	887
增长率(%)	9.7	-20.6	-30.6	23.0	29.8
毛利率(%)	54.7	47.1	35.8	35.7	35.6
净利率(%)	26.3	16.4	10.4	10.8	11.7
ROE(%)	4.8	4.7	3.2	3.8	4.8
EPS(摊薄/元)	0.49	0.39	0.27	0.33	0.43
P/E	20.5	16.8	30.1	24.5	18.8
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为2026年6月22日

目 录

1、 中国绿发旗下新能源业务上市公司平台，深耕新能源开发领域多年.....	5
1.1、 股权结构：央企子公司绿发投资集团控股，公司股权结构集中、稳定.....	5
1.2、 业务构成：公司目前主业涵盖风电、光伏、储能的综合能源服务商.....	7
1.3、 财务表现：公司收入保持稳定增长，净利润有所承压，分红支付率维持较高水平.....	8
2、 新能源行业短期承压，中长期增长态势不改.....	10
2.1、 全面入市政策出台后，国内新能源行业阶段性承压.....	10
2.2、 能源转型是必由之路，绿证机制有望提升绿电资产价值.....	11
2.3、 新型电力系统的一体两面：电网和储能持续建设，打开新能源装机的远期增长空间.....	13
3、 算电协同助力新能源资产提质增效，绿电资产价值有望重估.....	15
3.1、 算电协同：算力与电力行业的双向赋能.....	15
3.2、 算力侧：算力中心建设维持高景气，带动配套绿电需求增长.....	17
3.3、 电力侧：解决消纳，提升项目收益率，装机规模持续增长.....	17
4、 绿发电力：战略重心转向风电储能，积极拓展“新能源+”融合发展模式.....	19
4.1、 近年来公司装机规模持续增长，短期上网电价水平明显承压.....	19
4.2、 装机结构上转向风电、储能，区域上转向东部省区，提升新增项目收益率.....	20
4.3、 公司具有多能互补、储能配套优势，具备算电协同方面开拓潜力.....	21
5、 投资建议：公司充分受益全球锂电池需求增长.....	22
5.1、 关键假设及盈利预测.....	22
5.2、 可比公司估值表.....	22
5.3、 投资建议.....	23
5.4、 风险提示.....	23
6、 附：财务预测摘要.....	24

图 表 目 录

图 1： 绿发电力的主要发展历程.....	5
图 2： 公司股权结构集中，控股股东持股比例接近 70%.....	6
图 3： 公司主业为风电、光伏等的开发、投资和运营.....	8
图 4： 公司业务分布广泛，涵盖多个资源富集省区.....	8
图 5： 2025 年公司各省区的收入占比情况.....	8
图 6： 2025 年公司各业务板块的毛利占比情况.....	8
图 7： 公司近几年营业收入保持稳定增长（亿元）.....	9
图 8： 2025 年公司归母净利润有所承压（亿元）.....	9
图 9： 2022 年以来公司盈利水平维持较高水平.....	9
图 10： 2022 年以来公司期间费用率改善明显.....	9
图 11： 主业变更为新能源运营以来，公司保持较高的股利支付率（亿元，%）.....	10
图 12： 近几年国内光伏新增装机情况（GW）.....	10
图 13： 近几年国内风电新增装机情况（GW）.....	10
图 14： 近年来 A 股新能源运营板块收入利润承压明显.....	11
图 15： 近年来，国内电网投资额进入新一轮上涨周期（亿元）.....	14
图 16： 2025 年国内新型储能建设呈现爆发式增长.....	15
图 17： 2025 年国内新型储能系统招标及 EPC 招标量持续上行（GWh）.....	15
图 18： 2025 年国内新型储能招标量实现翻倍增长（GWh）.....	15
图 19： 算电协同能够实现电力行业与算力行业的双向赋能.....	16

图 20: 国内算力中心机架数量持续增长 (万标准机架)	17
图 21: 国内算力规模有望维持长期高景气 (EFlops)	17
图 22: 国内算力中心用电量持续增长 (亿度)	18
图 23: 国内算力中心用电量占比提升明显 (亿度)	18
图 24: 2024 年以来国内光伏利用率下降明显	19
图 25: 2024 年以来国内风电利用率下降明显	19
图 26: 2024 年以来公司在运装机规模快速增长 (GW)	19
图 27: 公司目前主要以光伏为主 (外圈为 2025 年、内圈为 2024 年)	19
图 28: 公司市场化交易电量比例保持高位 (亿度)	20
图 29: 公司上网电价短期承压明显 (亿度、元/度)	20
图 30: 国内储能项目的主要盈利方式	21
图 31: 中国绿发金塔多能互补基地项目完成并网发电	22
表 1: 公司主要高管拥有丰富的央企背景和实业管理背景	6
表 2: 能源转型的相关政策持续出台, 国内新能源行业长期稳定增长	12
表 3: 国内绿证制度相关政策持续出台, 逐渐完善	12
表 4: 近年来, 算电协同逐渐上升到国家战略层面	16
表 5: 可比公司的 PE 比较	22

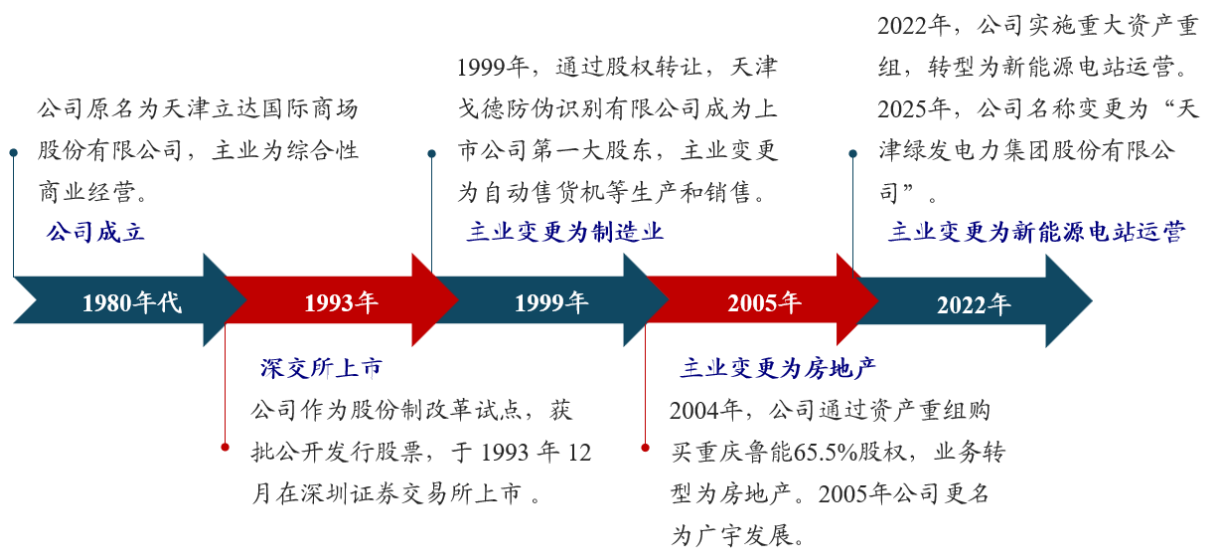
1、中国绿发旗下新能源业务上市公司平台，深耕新能源开发领域多年

天津绿发电力集团股份有限公司（以下简称“绿发电力”或公司），成立于1986年3月，1993年于深交所上市。2005年6月30日，公司名称由“天津南开戈德股份有限公司”变更为“天津广宇发展股份有限公司”，2022年9月8日，变更为“天津中绿电投资股份有限公司”。2025年12月29日，变更为“天津绿发电力集团股份有限公司”。

公司是中国绿发目前旗下唯一的新能源业务上市公司平台，业务主要包括海上风电、陆上风电、光伏发电、储能业务和光热发电。2020年8月，经国资监管部门研究批准，国家电网将其持有的鲁能集团100%股权无偿划转至中国绿发。收购完成后，中国绿发直接持有鲁能集团100%股权，间接持有发行人76.13%股份，成为公司的间接控股股东。

公司是国内最早从事新能源开发的企业之一。先后投资开发了国内第一批陆上风电、海上风电、第二批光伏发电特许权项目，承担建设了光伏扶贫--“青海格尔木光伏发电项目”，建成当时国内离岸距离最远、单位规模最大、施工条件最复杂、电压等级最高的江苏东台海上风电项目，国家首批多能互补集成优化示范工程“青海海西州70万千瓦多能互补基地项目”。

图1：绿发电力的主要发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，诚通证券研究所

1.1、股权结构：央企子公司绿发投资集团控股，公司股权结构集中、稳定

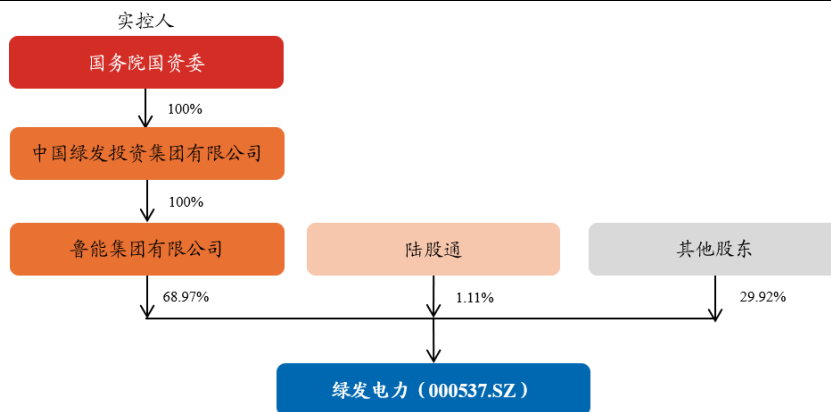
公司第一大股东为鲁能集团有限公司，控股股东为央企子公司中国绿发投资集团有限公司（简称“中国绿发”）。中国绿发是一家以绿色发展为主题，以绿色低碳为主业的股权多元化中央企业，形成了以新能源、房地产、文化旅游、现代商业、物业服务 and 战略性新兴产业为主的全国性产业布局。

中国绿发为公司新能源业务拓展提供强大助力。凭借中国绿发跨区域资源整合优

势，能够有效利用“绿色能源+文旅”“绿色能源+酒店”等多元化产业协同模式，与地方政府持续探索深度合作机制，拓展综合开发场景，提升公司区域化业务布局及规模化资源获取能力。

公司股权集中，结构稳定，控股股东持股接近70%，其余股东持股较为分散。截至2026年一季度末，控股股东中国绿发通过鲁能集团间接持有上市公司股份68.97%，陆股通持股1.11%，其余股东持股29.92%。

图2：公司股权结构集中，控股股东持股比例接近70%



资料来源：公司官网，Wind，诚通证券研究所

表1：公司主要高管拥有丰富的央企背景和实业管理背景

姓名	年龄	职务	工作经历
周现坤	56	董事长	大学本科学历，正高级会计师，曾任山东鲁能商贸有限公司副总会计师兼财务部经理，济南天地置业有限公司副总会计师兼财务资产部经理，重庆鲁能开发（集团）有限公司总会计师、党委委员，天津绿荫里项目部副总经理、总会计师，天津广宇发展股份有限公司财务总监兼天津鲁能置业有限公司副总经理、总会计师，兼天津绿荫里项目部副总经理、总会计师，北京海港房地产开发有限公司副总经理、总会计师、党委委员兼纪委书记，北京海港房地产开发有限公司副总经理（主持工作）、党委副书记，北京海港房地产开发有限公司总经理、党委副书记，中国绿发投资集团有限公司财务资产部主任，重庆鲁能开发（集团）有限公司董事长、党委书记。报告期任天津绿发电力集团股份有限公司董事长、党委书记。
强同波	55	总经理	硕士研究生学历，正高级工程师，曾任山东鲁能集团有限公司计划发展部主管，山西鲁能晋北铝业有限责任公司副总经理、党委委员，山东鲁能集团有限公司安全监察办公室副主任，鲁能集团有限公司安全与企业管理部副主任，鲁能集团（都城伟业集团）有限公司安全与企业管理部副主任，都城绿色能源有限公司甘肃分公司党委书记、副总经理、工会主席，鲁能新能源（集团）有限公司甘肃分公司总经理、党委副书记，鲁能新能源（集团）有限公司青海分公司党总支书记、负责人。报告期任天津绿发电力集团股份有限公司董事、总经理、党委副书记兼浙江绿发可胜储热技术有限公司董事长、党支部书记。

刁争春	54	副总经理	大学本科学历,高级工程师,曾任国网新疆内蒙古分公司安全生产部主任,山东鲁能集团有限公司内蒙古分公司副总工程师兼检修维护队队长,鲁能集团有限公司新能源分公司总经理助理,都城绿色能源有限公司总经理助理、总工程师,都城绿色能源有限公司新疆分公司副总经理、纪委书记,鲁能新能源(集团)有限公司新疆分公司总经理、党委副书记,中国绿发投资集团有限公司专职外部董事。报告期任天津绿发电力集团股份有限公司党委委员、副总经理。
庄允兵	37	副总经理	硕士研究生学历,高级工程师,曾任北京海港房地产开发有限公司成本管理部副经理、经理,重庆鲁能开发(集团)有限公司总经理助理、成本总监。报告期任天津绿发电力集团股份有限公司党委委员、副总经理。
吕艳飞	36	总经理助理、财务负责人	硕士研究生学历,高级会计师、注册会计师、税务师。曾任郑州鲁能置业有限公司财务资产部副经理,中国绿发投资集团有限公司财务资产部稽核处副主管、会计处主管、预算处主管,汕头新能源有限公司总经理助理,中绿汇共享服务有限公司党支部委员、总经理助理。报告期内任天津绿发电力集团股份有限公司总经理助理、财务负责人。
阙芝南	38	总经理助理	博士研究生学历,高级工程师。曾任鲁能新能源(集团)有限公司项目开发部主任助理,鲁能新能源(集团)有限公司项目开发部副经理,天津广宇发展股份有限公司规划发展部(国际业务部)经理,天津中绿电投资股份有限公司规划发展部(国际业务部)经理。报告期内任天津绿发电力集团股份有限公司总经理助理。
伊成儒	37	总经理助理、董事会秘书、总法律顾问、首席合规官	硕士研究生学历,中级经济师。曾任天津广宇发展股份有限公司证券事务代表、证券部副经理、证券部经理,天津广宇发展股份有限公司证券事务部(董事会办公室)经理,天津中绿电投资股份有限公司证券事务部(董事会办公室)经理。报告期内任天津绿发电力集团股份有限公司总经理助理、董事会秘书、总法律顾问、首席合规官。

资料来源:公司公告, Wind, 诚通证券研究所

1.2、业务构成: 公司目前主业涵盖风电、光伏、储能的综合能源服务商

2021年,公司完成重大资产置换,置出原有业务,置入鲁能新能源100%股权,主业由房地产开发与销售变更为风能和太阳能的开发、投资和运营。2021年公司实施重大资产置换,公司将所持全部23家子公司股权置出,置入鲁能集团与都城伟业合计持有的鲁能新能源100%股权。重大资产置换完成后,公司直接持有鲁能新能源100%股权,公司主营业务由房地产开发与销售变更为风能和太阳能的开发、投资和运营,截至2025年底建设运营装机规模32.2GW,年发电量197.6亿度电,其中光伏建设投运装机规模18.6GW,风电建设投运装机规模12.5GW,储能和光热建设投运装机规模1.2GW。

图3: 公司主业为风电、光伏等的开发、投资和运营



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

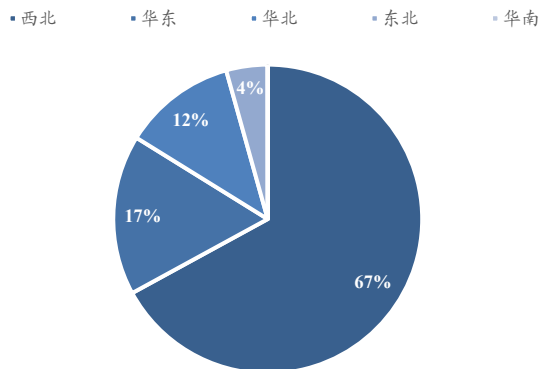
图4: 公司业务分布广泛, 涵盖多个资源富集省区



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

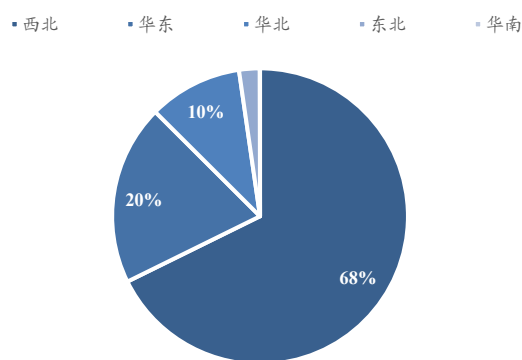
公司目前主要业务收入和利润来自西北地区, 集中在风光资源富集省区。目前, 公司在青海、江苏、新疆、甘肃、河北、内蒙古、陕西、山东成立8个区域公司, 布局内蒙古、河北、新疆、甘肃、陕西、江苏、青海、山东、辽宁、吉林、宁夏、安徽、福建、山西、贵州、广东等多个资源富集省区。2025年西北、华东、华北地区贡献的收入占比分别为67%、17%、12%, 贡献的毛利占比分别为68%、20%、10%。

图5: 2025年公司各省区的收入占比情况



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图6: 2025年公司各业务板块的毛利占比情况

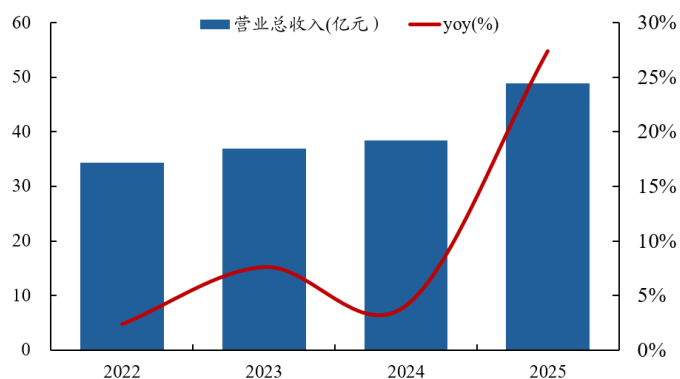


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

1.3、财务表现: 公司收入保持稳定增长, 净利润有所承压, 分红支付率维持较高水平

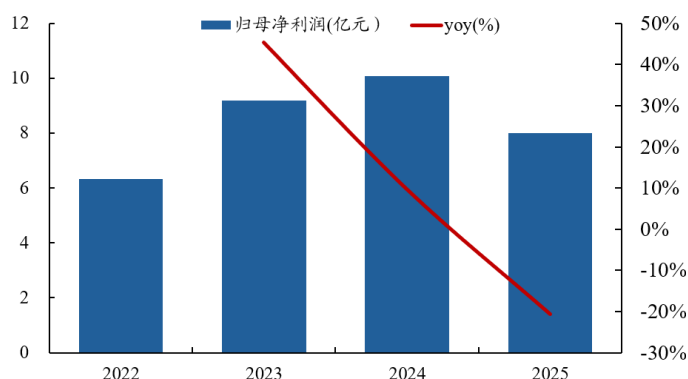
自2022年公司主业变更为新能源业务以来, 公司营业收入保持持续增长, 归母净利润短期有所承压, 主要受到新能源发电电价下降影响。2022年至2025年, 公司营业收入分别为34.3亿元、36.9亿元、38.4亿元、48.9亿元, 同比增速分别为2.4%、7.6%、4.1%、27.4%, 公司归母净利润分别为6.3亿元、9.2亿元、10.1亿元、8.0亿元。公司营业收入随着投运电站体量增长, 归母净利润短期承压, 主要是由于2025年6月后国内新能源全面市场化交易, 导致电价同比下滑明显。

图7：公司近几年营业收入保持稳定增长（亿元）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8：2025年公司归母净利润有所承压（亿元）

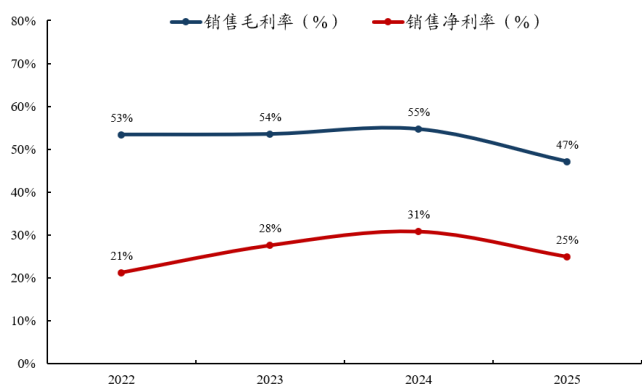


资料来源：Wind，诚通证券研究所

公司盈利水平较高，2025年略有下滑。光伏、风能发电资产通过自然资源产生电量，营业成本主要以设备折旧、运维、人工等运营成本，因此报表端毛利率及净利率水平较高。2022年至2025年公司销售毛利率分别为53%、54%、55%、47%，销售净利率分别为21%、28%、31%、25%。2025年受到电价下降影响，公司毛利率、净利率承压明显，分别同比下降8pcts、下降6pcts。

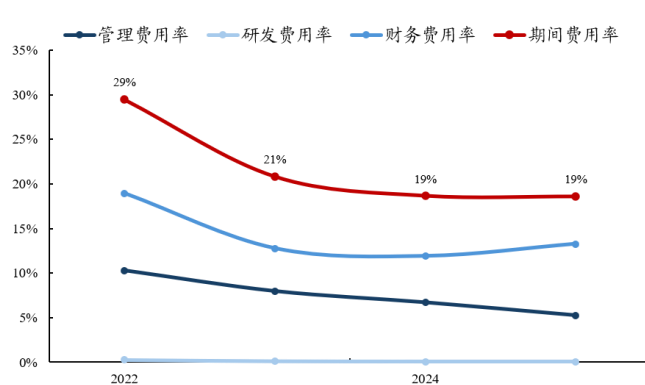
公司期间费用率优化显著。公司期间费用率自2022年以来持续下降，2022年至2025年期间费用率分别为29%、21%、19%、19%，2023年期间费用率下降8pcts，主要得益于财务费用率的改善（同比下降6pcts），管理费用率近几年持续降低。

图9：2022年以来公司盈利水平维持较高水平



资料来源：Wind，诚通证券研究所

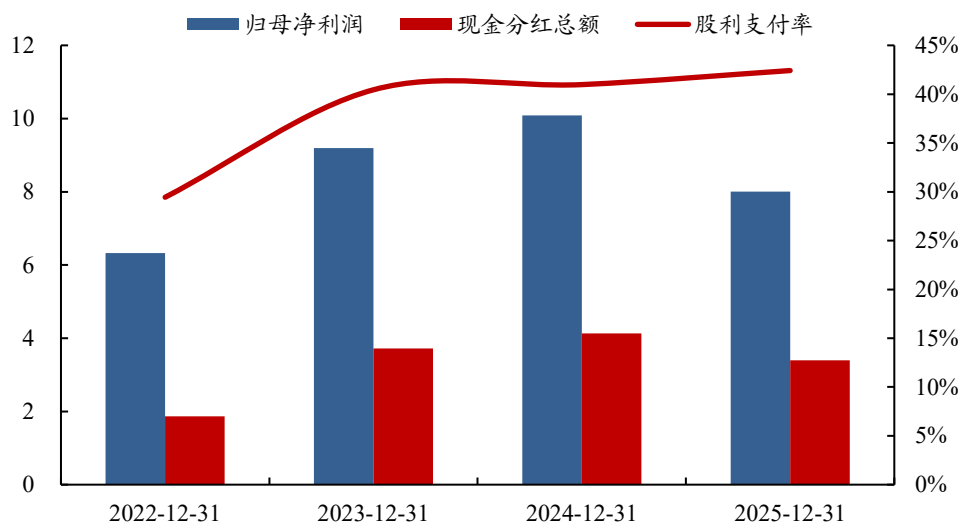
图10：2022年以来公司期间费用率改善明显



资料来源：Wind，诚通证券研究所

公司重视股东回报，近几年股利支付率保持较高水平。公司分红政策持续性、稳定性较好，2022年至2025年股利支付比例分别为29%、40%、41%、42%，近几年基本维持在40%以上的较高水平。截至2025年底，公司实现连续十年实施现金分红，累计分红27.90亿元，超过资本市场融资金额18亿元。2025年4月，公司发布《未来三年（2025-2027年）股东回报规划》，承诺以现金方式累计分配的利润不少于未来三年实现的年均可分配利润的30%。

图11: 主业变更为新能源运营以来, 公司保持较高的股利支付率(亿元, %)



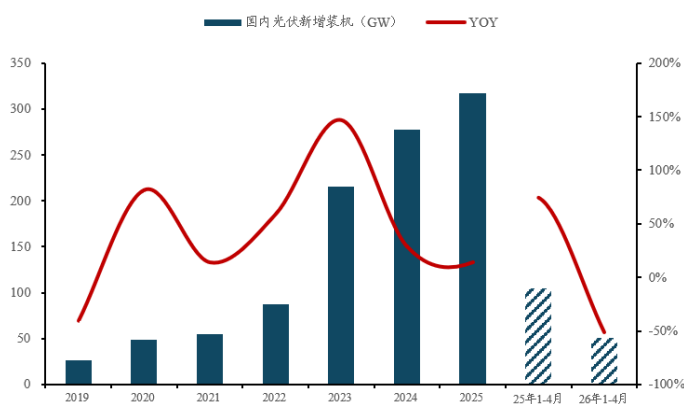
资料来源: Wind, 诚通证券研究所。

2、 新能源行业短期承压, 中长期增长态势不改

2.1、 全面入市政策出台后, 国内新能源行业阶段性承压

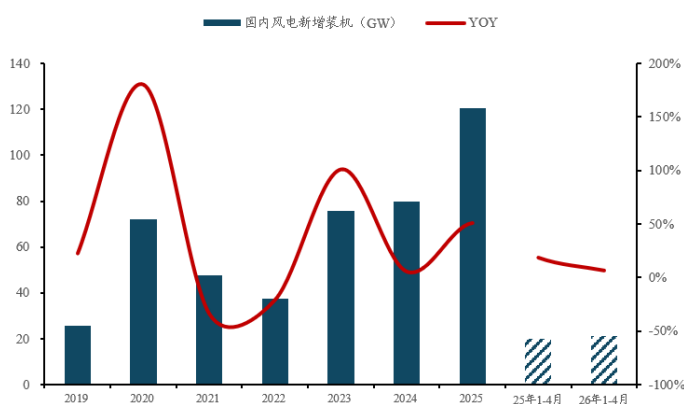
2020年以来, 国内新能源发展进入爆发阶段, 近年来消纳压力开始显现, 新增装机边际放缓, 行业进入调整阶段。2019年至2023年, 国内新能源发展迎来爆发式增长, 其中光伏、风电的年度新增装机规模从2019年的27GW、26GW, 分别增长至2023年的216GW、76GW, 复合增速分别达到69%、31%。2024年以后, 随着国内新能源存量规模持续增长, 电网调度消纳压力增长, 开始制约新能源装机的快速扩张, 国内新能源行业进入调整阶段。2025年的新能源全面入市交易政策出台以后, 国内光伏、风电新增装机规模出现明显下滑, 2026年1-4月, 光伏和风电的新增装机分别为51GW、21GW, 分别同比-51%、+6%。

图12: 近几年国内光伏新增装机情况 (GW)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图13: 近几年国内风电新增装机情况 (GW)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

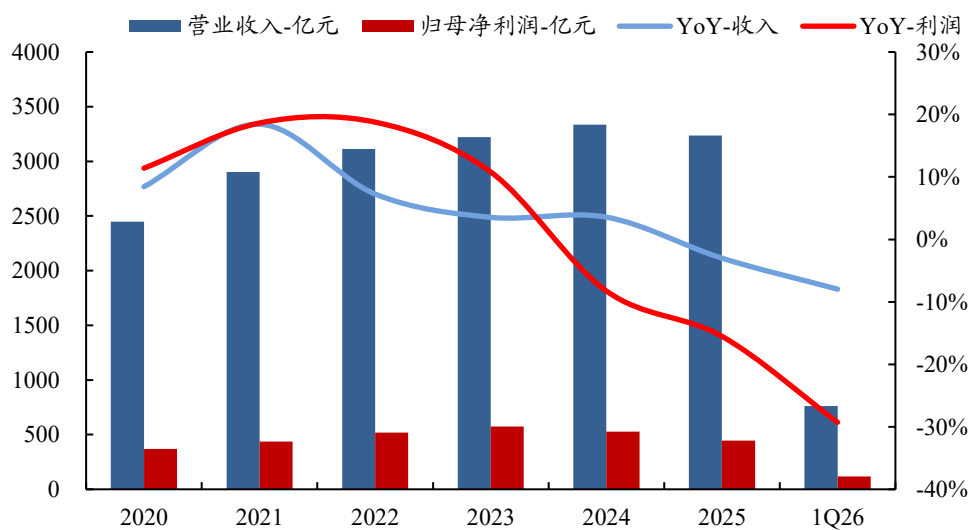
2025年国内新能源进入全面市场化交易时代, 新能源上网电价承压明显。2025年2月9日, 国家发改委、国家能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》(以下简称《通知》, “136号文”)。《通知》主要内

容包括三个方面：1、推动新能源上网电价全面由市场形成；2、建立支持新能源可持续发展的价格结算机制；3、区分存量和增量项目分类施策。《通知》规定存量项目和增量项目以2025年6月1日为节点划分，对于2025年6月1日以前投产的存量项目，将通过差价结算，实现电价等与现行政策妥善衔接，对于2025年6月1日及以后投产的增量项目，纳入机制的电量规模根据国家明确的各地新能源发展目标完成情况等动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定。

短期来看，全面入市交易后，新能源电站上网电价下滑明显，企业利润面临较大的业绩压力。2026年1季度，A股其他发电（中信三级行业）的22家公司共实现营业收入761亿元，同比增速为-8%，归母净利润118亿元，同比增速为-29%。收入端下滑主要系2025年上半年全面入市政策出台后引发抢装导致的高基数，利润段下滑则主要是电价下降影响。

长期来看，全面入市为行业发展的大势所趋，将为行业长期发展打下坚实基础。近年来，国内风电、光伏行业取得跨越式发展，由于风力和光伏发电具有随机性、波动性、间歇性的特点，电网在消纳能力和稳定性方面面临着更为严峻的考验。新能源入市交易后，将公平承担电力系统调节成本，各类电源在电力系统中的价值将得到更充分体现，更好引导新能源与调节电源、电网协调发展，助力构建更加高效协同的新型电力系统，从而为新能源行业长期发展奠定坚实基础。

图14：近年来A股新能源运营板块收入利润承压明显



资料来源：Wind，诚通证券研究所。

2.2、能源转型是必由之路，绿证机制有望提升绿电资产价值

能源转型是一项长期的国家战略，短期行业波动不改变长期趋势，相关政策持续出台，共同推动新能源行业持续增长。2020年“双碳”目标的提出，标志着国内新能源行业迎来高速增长阶段，随后几年政策对风电、光伏发展的支持方向始终明确且不断强化。2021年中共中央、国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，逐渐构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系。2022年的《“十四五”现代能源体系规划》中，提出加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目建设。国内风光大基地建设开启。2026年3月，“十五五”规划纲要编制完成，提出加快推进新增用电量由新增清洁能源电量覆盖，主要目标包括清洁低碳安全高效的新型能源体系初步建成。提出加力建设新型能源基础设施。

表2: 能源转型的相关政策持续出台, 国内新能源行业长期稳定增长

时间	能源转型相关的政策/目标	核心内容
2020年9月	“双碳”目标的提出	中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值、努力争取2060年前实现碳中和。
2021年2月	《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》	源网荷储一体化和多能互补发展。
2021年9月	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	碳达峰碳中和“1+N”政策体系。
2021年10月	《2030年前碳达峰行动方案》	提出在“十五五”期间, 清洁低碳安全高效的能源体系初步建立。
2021年3月	“十四五”规划	提出构建现代能源体系, 建设一批多能互补的清洁能源基地。
2022年1月	《“十四五”现代能源体系规划》	提出加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地项目建设。国内风光大基地建设开启。
2024年8月	《中国的能源转型》白皮书	介绍十年来中国能源转型取得的历史性成就。
2025年11月	《碳达峰碳中和的中国行动》白皮书	介绍五年来中国推进碳达峰碳中和取得的重大成就, 分享中国碳达峰碳中和工作的行动做法和实践经验。
2026年3月	“十五五”规划纲要	主要目标包括清洁低碳安全高效的新型能源体系初步建成。提出加力建设新型能源基础设施。

资料来源: 公司公告, Wind, 诚通证券研究所

国内绿证制度建设持续完善, 后续有望成为绿电资产价值提升的重要支撑。绿证制度把新能源发电“电能量价值”之外的“环境价值”标准化、资产化, 并以制度保障与市场机制托底, 改善新能源资产的收益结构、现金流节奏与资产价值。在电价全面市场化、负电价与波动加剧的背景下, 绿证成为新能源资产的第二条稳定收益来源与资产价值锚点。绿证制度是协同可再生能源消纳责任权重、电力市场与碳市场, 推动新能源行业从规模导向走向高质量的重要组成部分。绿证制度能够将绿电资产的环境价值从隐性变为显性, 从概念变为可计价的价格, 是在电价市场化大背景下, 新能源行业发展的重要支撑。

表3: 国内绿证制度相关政策持续出台, 逐渐完善

年份/时间	政策名称	核心内容
2017年2月	《关于试行可再生能源绿色电力证书核发及自愿认购交易制度的通知》	在全国范围内试行可再生能源绿色电力证书核发和自愿认购。
2019年1月	《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》	鼓励平价上网项目和低价上网项目通过绿证交易获得合理收益补偿。
2019年5月	《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》	自愿认购可再生能源绿色电力证书, 绿证对应的可再生能源电量等量记为消纳量。
2021年8月	《关于绿色电力交易试点工作方案的复函》	推动绿色电力交易试点工作。
2023年8月	《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知》	做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作, 促进可再生能源电力消费, 保障可再生能源电力消纳。

2024年1月	《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》	加强绿证交易与能耗双控、碳排放管理等政策有效衔接，激发绿证需求潜力，夯实绿证核发交易基础，拓展绿证应用场景，加强国内国际绿证互认。
2024年8月	《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则》	明确绿证核发和交易规则
2024年8月	《关于做好可再生能源绿色电力证书与自愿减排市场衔接工作的通知》	推动可再生能源绿色电力证书与全国温室气体自愿减排交易市场有效衔接。
2025年3月	《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》	加快建立绿色能源消费促进机制，推动绿证市场高质量发展，进一步提升全社会绿色电力消费水平。
2025年11月	《可再生能源绿色电力证书管理实施细则（试行）》	进一步加强和规范绿证相关管理工作。

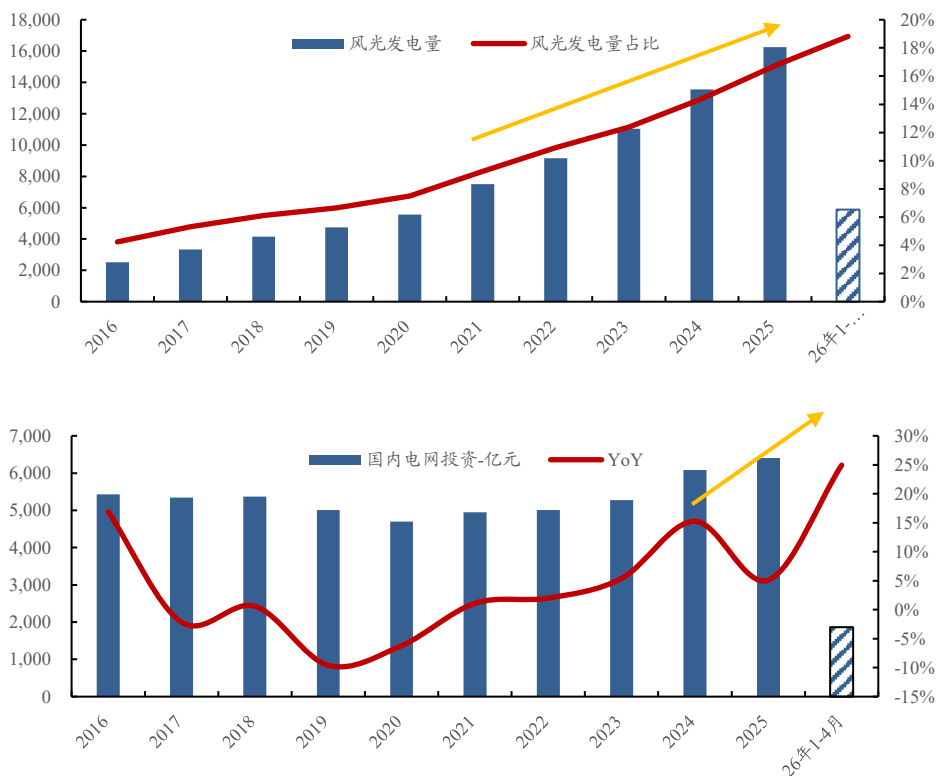
资料来源：公司公告，Wind，诚通证券研究所

2.3、新型电力系统的一体两面：电网和储能持续建设，打开新能源装机的远期增长空间

新型电力系统的建设需要新能源电源与电网储能的协同发展。高比例的新能源供给消纳是新型电力系统的目标，风光发电为主的新能源电源具有随机性、波动性和不可预测性的特点，这就对电网的调度消纳承接能力提出了更高的要求。2020年以来，国内的新能源电源侧建设率先快速增长，电网及储能相对滞后，因此近几年国内新能源消纳压力持续增加，限制了新能源装机的增长节奏。2024年以来，国内电网建设提速明显，2025年储能行业迎来爆发增长，将打开国内新能源装机的远端增长空间。

电网方面，2024年国内电网建设进入新一轮上行周期。根据中电联的数据，2024年、2025年、2026年1至4月国内电网基本建设投资完成额分别为6,083亿元、6,395亿元、1,865亿元，同比增速分别为15%、5%、25%，相较于2021至2023年5%以内的增速提升明显。2024年3月，国家发改委印发《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，提出配电网高质量发展的2025年、2030年目标，其中提到建设具备500GW左右分布式光伏、1200万台左右充电桩接入能力，中长期满足分布式电源、新型储能及新业态发展需求，支撑高质量充电基础设施体系建设，推动非化石能源消费目标实现。2024年7月，国家能源局国家印发《关于做好新能源消纳工作，保障新能源高质量发展的通知》，强调了电网投资对新能源消纳工作的重要性，提出加快配套项目建设。2025年11月，国家发改委、国家能源局印发《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》，提出试点试验高比例新能源特高压柔性直流输电、大容量高电压海上柔性直流海缆输电技术以及多端直流孤岛运行技术。提升新能源基地电源汇集及弱送端系统稳定运行技术水平，后续国内特高压直流及柔直技术应用数量有望增加。

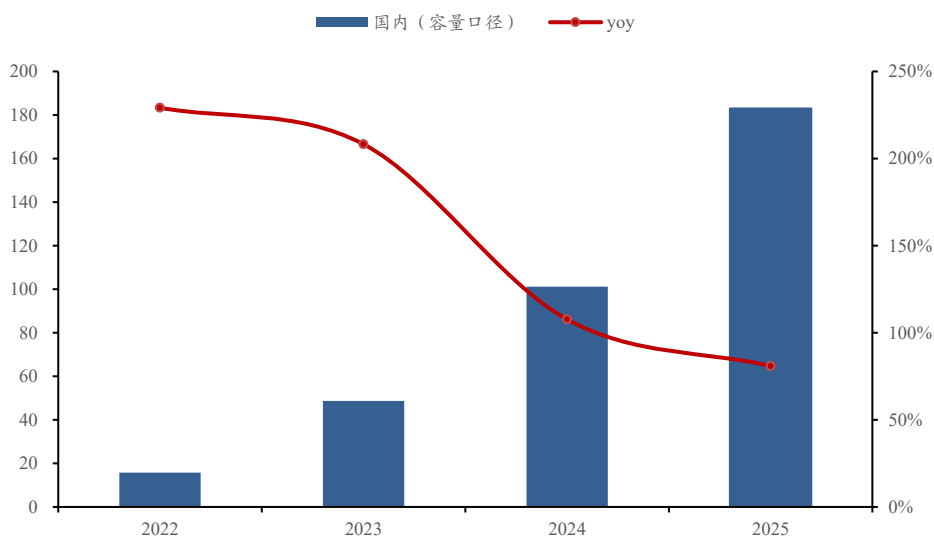
图15: 近年来, 国内电网投资额进入新一轮上涨周期(亿元)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所。

储能方面, 受电力需求稳步增长、新能源快速发展及有力政策支持等多重因素驱动, 近几年国内储能呈现快速增长态势。根据国家能源局的数据, 截至2025年底, 全国已建成投运新型储能项目累计装机规模达1.36亿千瓦/3.51亿千瓦时, 2025年新增装机0.62亿千瓦/1.86亿千瓦时, 同比增长分别为47%、81%。国内新型装机主要集中在新疆、内蒙古、云南、河北、山东等省区, 新增装机分别为1023万千瓦、1003万千瓦、613万千瓦、569万千瓦、404万千瓦。累计装机规模排名前三的省份分别为: 内蒙古(2026万千瓦), 新疆(1880万千瓦), 山东(1121万千瓦)。2026年, 国内储能行业景气持续上行。根据CNESA数据, 2026年1月, 国内新型储能项目累计装机规模共计3.78GW/10.90GWh, 同比+62%/+106%, 1月新增装机规模同比增速超60%, 国内行业储能景气度延续。

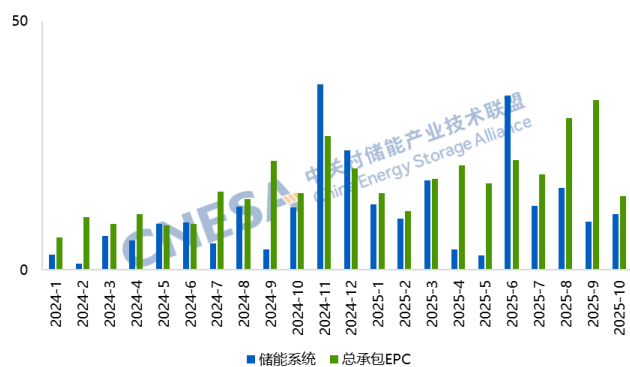
图16: 2025年国内新型储能建设呈现爆发式增长



资料来源：国家能源局，诚通证券研究所

从行业景气度的领先指标来看，2025年国内储能招标市场大幅增长，支撑2026行业景气持续上行。2025年3月以后，国内储能总包EPC开始起量，6月以后国内储能建设开始加速。2025年10月，国内储能系统招标规模2.9GW/11.2GWh，同比增速为-21.0%/-11.3%，EPC(含PC)招标规模达5.1GW/14.2GWh，同比增速为-11.3%/-7.8%。根据CNESA的数据，2025年储能系统（不含集采/框采）中标规模为121.5GWh，同比增长140%，EPC中标规模为206.3GWh，同比增长126%。

图17: 2025年国内新型储能系统招标及EPC招标量持续上行（GWh）



资料来源：CNESA，诚通证券研究所

图18: 2025年国内新型储能招标量实现翻倍增长（GWh）



资料来源：CNESA，诚通证券研究所

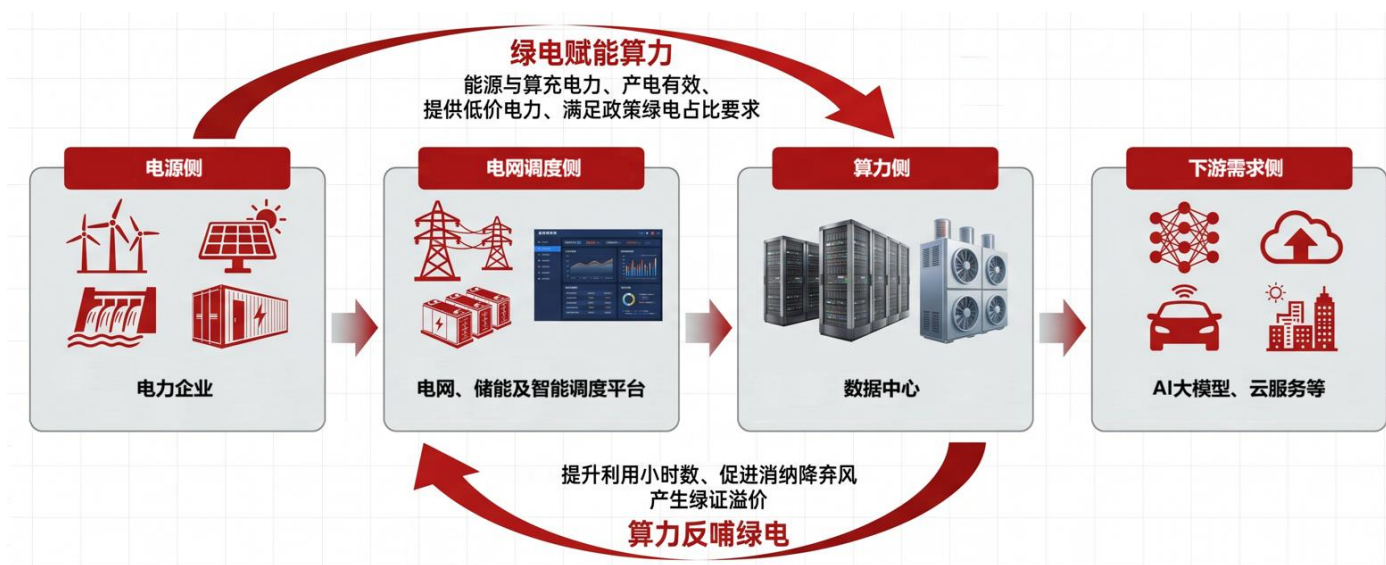
3、算电协同助力新能源资产提质增效，绿电资产价值有望重估

3.1、算电协同：算力与电力行业的双向赋能

算电协同是算力行业与电力行业的双向赋能。算电协同的模式是通过数字化技术、信息网络等手段，促进算力基础设施与电力系统深度融合，推动资源动态匹配与优化配置的新基建工程，实现“以电强算、以算促电”的良性循环，实现比特与瓦特的协同

运行。算电协同在促进算力基础设施绿色发展的同时，能够提升新能源消纳能力，是推动数字经济与能源体系深度融合的重要路径。

图19: 算电协同能够实现电力行业与算力行业的双向赋能



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

近年来，随着“东数西算”工程的建设，算电协同逐渐从概念上升为国家战略。2022年，“东数西算”工程开始建设，产业界开始关注算力与电力行业的协同配套。2023年，发改委等部门印发《于深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》，其中提到算力和绿色电力协同建设，截至2025年底算力电力双向协同机制初步形成。算电协同政策逐渐开始完成顶层设计。2024年，发改委等部门陆续印发《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》、《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027年）》，算电协同试点项目开始建设。2026年3月，政府工作报告将“算电协同”纳入新基建工程重点推进。

表4: 近年来，算电协同逐渐上升到国家战略层面

时间	政策文件	关键内容
2023年12月	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	提出到2025年底算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过80%。支持国家枢纽节点地区利用“源网荷储”等新型电力系统模式。
2024年7月	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	到2025年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心电能利用效率降至1.25以内，国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率不得高于1.2。 。鼓励数据中心通过参与绿电绿证交易等方式提高可再生能源利用率。鼓励有关地区探索开展数据中心绿电直供。
2024年7月	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027年）》	提出实施一批算电协同项目，探索新能源就近供电、聚合交易、就地消纳的“绿电聚合供应”模式。 ，提升算力与电力协同运行水平，提高数据中心绿电占比，降低电网保障容量需求。探索光热发电与风电、光伏发电联营的绿电稳定供应模式。

2025年1月	《国家数据基础设施建设指引》	推进算力与绿色电力融合。把绿色电力转换成绿色算力，积极推进风光绿电资源消纳，探索绿电直供新模式，有序开展绿电、绿证交易。
2025年3月	《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》	加快提升数据中心等重点用能单位和行业的绿电消费比例。提出国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在80%基础上进一步提升。
2025年5月	《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》	建立绿电直连制度框架，明晰规划建设、交易与价格机制。
2026年3月	《政府工作报告》	将“算电协同”纳入新基建，提出实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程，加强全国一体化算力监测调度，支持公共云发展。

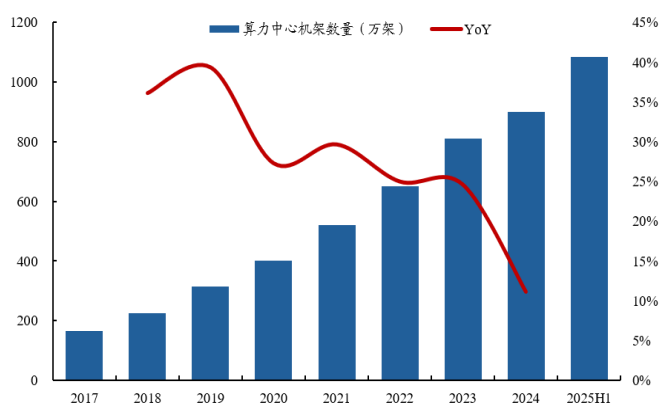
资料来源：国务院、发改委、国家能源局网站，诚通证券研究所

3.2、算力侧：算力中心建设维持高景气，带动配套绿电需求增长

数据中心行业长期高速增长需要优质、具备经济性的电力资源提供保障。算力侧方面，近年来全球人工智能技术持续取得突破，算力需求爆发式增长，数据中心建设维持高景气。数据中心的运营成本中，电力成本是最大项，占比普遍在30%-40%以上，电力资源是数据中心行业发展的重要约束。

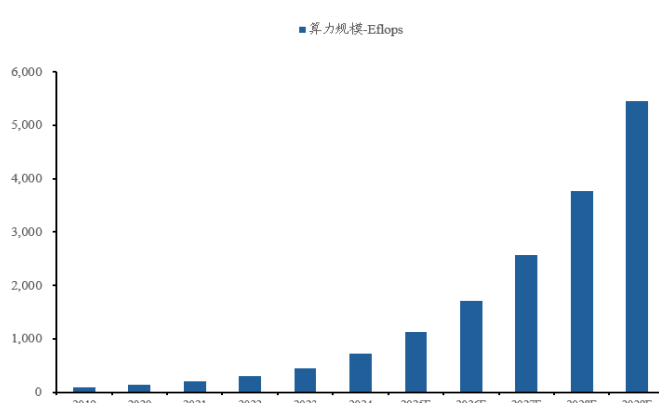
国内以智能计算中心为主要增量的算力基础设施加快部署。根据中国信通院的数据，截至2025年6月底，我国投运的算力中心机架总量达到1085万标准机架，是2020年底的401万标准机架的2.7倍，国内计算设备算力总规模达到962 EFlops，占全球比重为21%，增速为73%，其中智能算力增速为96%，占全球总算力比重超过80%。算力基础设施建设已上升至国家战略层面，预计未来几年国内的算力中心建设将保持长期高景气，预计在2029年将达到5457 EFlops，是2020年底的7.5倍。

图20：国内算力中心机架数量持续增长（万标准机架）



资料来源：中国信息通信研究院，诚通证券研究所

图21：国内算力规模有望维持长期高景气（EFlops）



资料来源：中国信息通信研究院，灼识咨询，诚通证券研究所

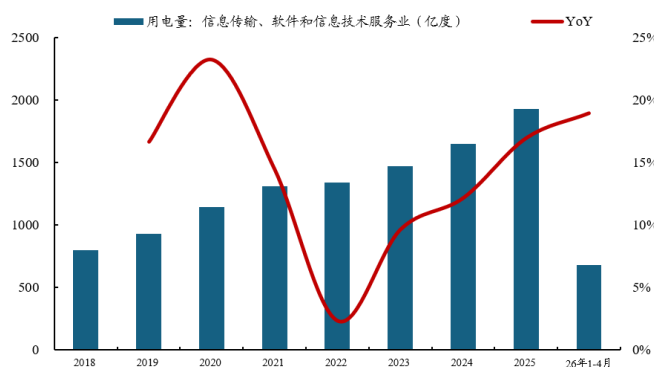
3.3、电力侧：解决消纳，提升项目收益率，装机规模持续增长

算力中心相关的用电需求在全行业用电的占比增长明显，算力配套电力需求持续增长。根据统计局的数据，2025年算力中心所在行业（信息传输、软件和信息技术服务业）的用电量为1933亿度，同比增速为+17%，2026年1-4月用电量为678亿度，

同比增速为+19%，算力中心用电需求呈现高速增长态势。2025年算力中心用电量占全行业用电需求比重为2.2%，同比提升0.2pcts，2026年1-4月为2.4pcts，提升节奏明显加快。

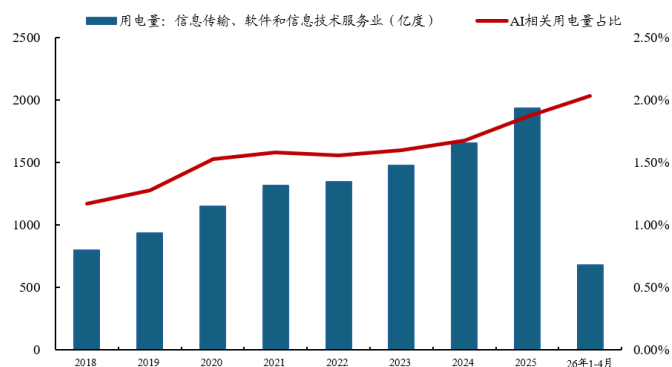
除了用电规模增长以外，算力中心对绿电的需求较为刚性，利好绿电消纳。2024年7月，发改委等部门印发《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，要求到2025年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心电能利用效率降至1.25以内，国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率不得高于1.2。鼓励数据中心通过参与绿电绿证交易等方式提高可再生能源利用率。鼓励有关地区探索开展数据中心绿电直供。2025年3月，发改委等部门印发《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》，明确绿证强制消费要求，提出国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在80%基础上进一步提升。

图22: 国内算力中心用电量持续增长(亿度)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

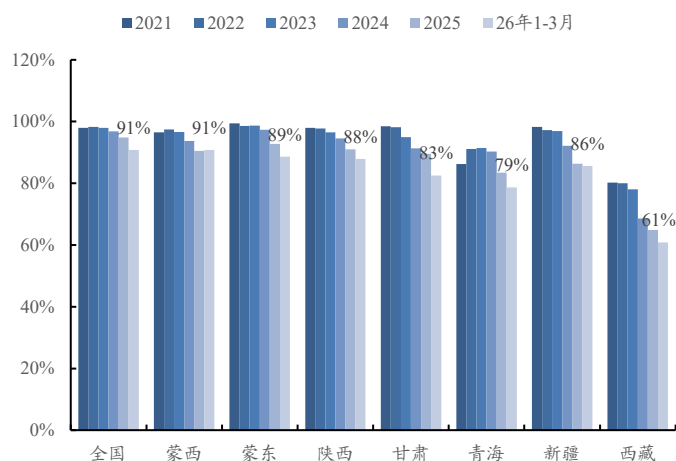
图23: 国内算力中心用电量占比提升明显(亿度)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

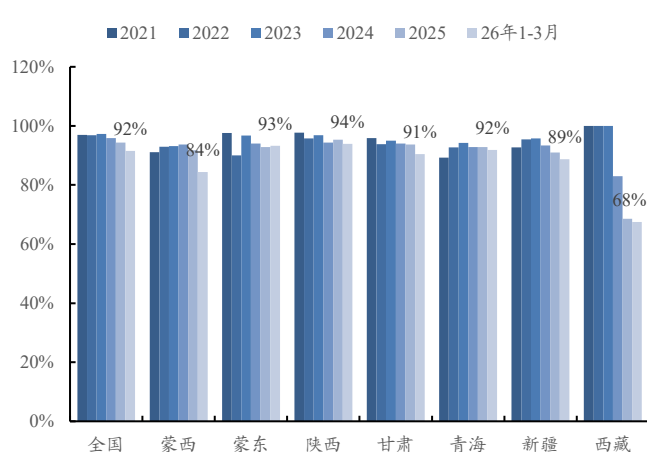
2024年以来，国内风光发电消纳承压明显，算力中心有望成为绿电消纳的重要支撑。由于国内风光资源主要集中在三北地区，与国内用电负荷中心集中在东部地区存在区域错配，导致2024年后三北省区的新能源发电消纳压力持续增加。根据电力行业规划研究与监测预警中心的数据，2023至2025年全国光伏发电利用率分别为98%、97%、95%，2026年前3个月为91%，相较2023年全年水平下降7pcts。2023年至2025年全国风电利用率分别为97%、96%、94%，2026年前3个月为92%，相较2023年全年水平下降5pcts。2026年前3个月，全光伏、风电利用率低于95%的省区数据分别达到15个、18个。

图24: 2024年以来国内光伏利用率下降明显



资料来源: 电力行业规划研究与监测预警中心, 诚通证券研究所

图25: 2024年以来国内风电利用率下降明显



资料来源: 电力行业规划研究与监测预警中心, 诚通证券研究所

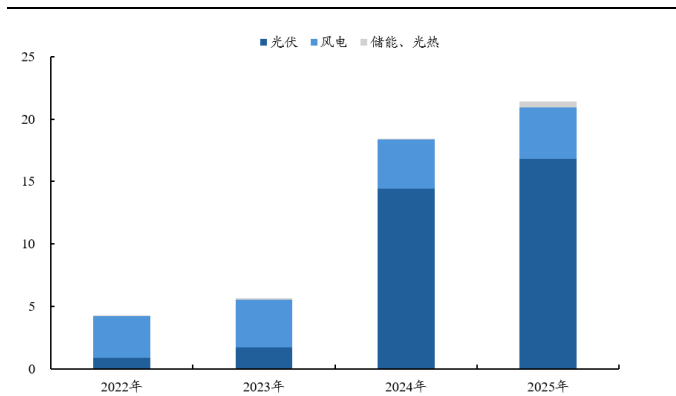
4、绿发电力: 战略重心转向风电储能, 积极拓展“新能源+”融合发展模式

4.1、近年来公司装机规模持续增长, 短期上网电价水平明显承压

近年来, 公司在运装机规模快速增长, 主要得益于近几年公司光伏电站新增规模持续增长。2022年末至2025年末, 公司在运装机规模分别为4.3GW、5.6GW、18.5GW、21.4GW, 其中2024年增长规模较大, 当年新增装机12.8GW。

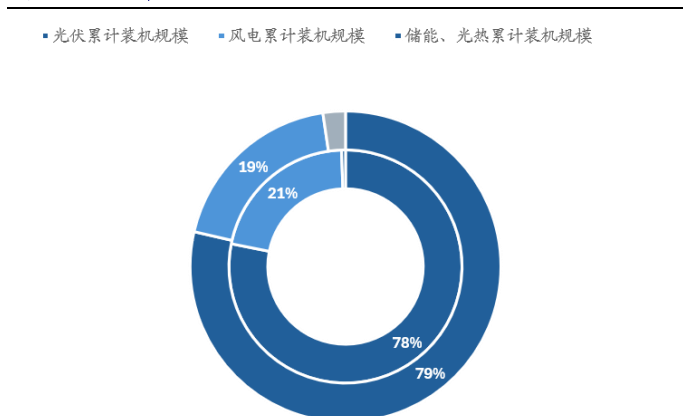
累计装机结构上, 公司目前主要以光伏电站为主, 风电为辅。截至2025年底, 公司光伏、风电、储能及光热累计在运规模分别为16.8GW、4.1GW、0.5GW, 光伏电站规模占比达到79%。

图26: 2024年以来公司在运装机规模快速增长 (GW)



资料来源: 公司公告, Wind, 诚通证券研究所

图27: 公司目前主要以光伏为主 (外圈为2025年、内圈为2024年)

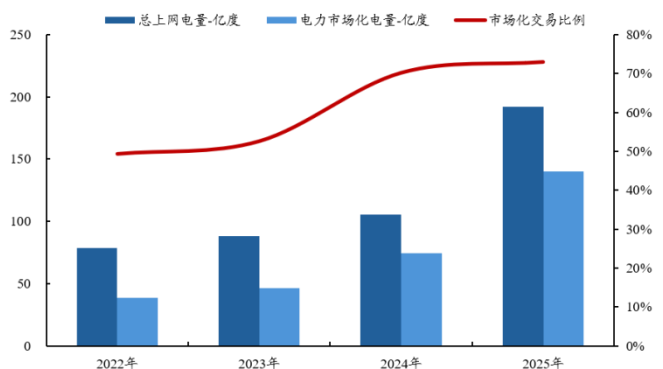


资料来源: 公司公告, Wind, 诚通证券研究所

公司发电量随着装机规模增长提升明显, 市场化交易电量比例维持高位, 2025年以来电价承压明显。2022年至2025年以来, 公司上网电量分别81.7亿度、90.7亿度、108.7亿度、197.6亿度, 同比提升明显。其中市场化交易电量分别为38.8亿度、46.2亿度、74.1亿度、140.3亿度, 占上网电量比例分别为49%、53%、70%、73%, 维持

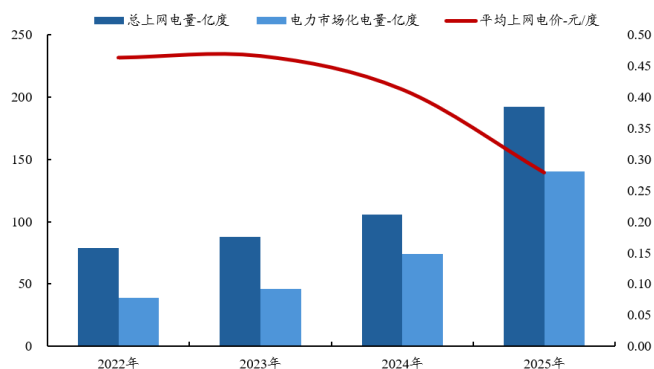
较高的水平。2025年136号文出台以来，公司上网电价水平承压明显，0.46元/度、0.47元/度、0.41元/度、0.28元/度，2025年平均上网电价下降0.13元/度。

图28：公司市场化交易电量比例保持高位（亿度）



资料来源：公司公告，Wind，诚通证券研究所

图29：公司上网电价短期承压明显（亿度、元/度）



资料来源：公司公告，Wind，诚通证券研究所

4.2、装机结构上转向风电、储能，区域上转向东部省区，提升新增项目收益率

2024年，为应对优质风光资源竞争日趋激烈、新能源项目质量和投资收益水平波动的影响，公司积极实施由光伏向风电储能转移，由西北向中东部转移的“两个转移”战略，提升新增项目的收益率确定性。2025年公司公司新能源项目建设指标共63万千瓦，其中风电410万千瓦、储能120万千瓦，占比分别为64%、19%。风电储能合计占比为83%，相较2022至2024年提升比例明显。

2025年以来，多个省区出台政策，国内储能项目收益率提升明显。136号文出台后，国内电力现货市场的日内价格波动拉大，带来储能系统的套利收益增加，同时部分省份出台容量电价/补偿等刺激政策，给予储能项目额外的收益，国内独立储能项目IRR明显提升，带动装机量大幅上行。储能项目的收益主要来自三个方面：

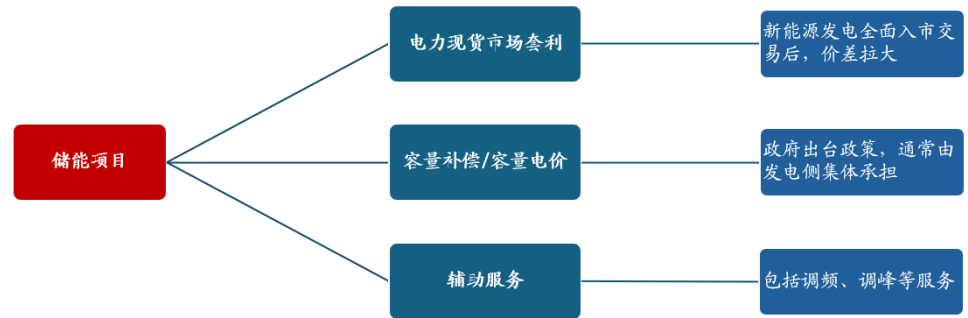
（1）电力现货市场套利：通过参与电力现货市场交易，赚取电力价格价差实现收益。此前仅少数省区运行，随着136号文落地，多数省区已进入连续结算，后续逐步正式运行电力现货市场。

（2）容量补偿、容量电价：目前部分省区根据自身情况，出台了不同力度的容量补偿/电价政策，包含和充放电量相挂钩的容量补偿（即需要充放电才能获取补偿），以及仅与项目容量（功率）挂钩的容量电价（根据项目功率及折算系数决定补偿）。

（3）辅助服务市场：目前主要集中在调峰、调频两类服务，逐步向备用、一次调频、黑启动等其他服务扩展。

目前已有多个省区推出了容量补偿或容量电价政策。内蒙、新疆等西北地区，由于新能源发电占比较高，且当地工业用电需求相对有限，需要独立储能补强当地电网的承接能力，因此出台的储能容量电价政策以实际充放电量挂钩，对项目IRR提升明显。山东、河北等中东部地区，新能源占比高的同时，当地工业用电需求量大，日内电价峰谷价差能够为储能项目提供一定收益，因此出台的储能容量电价政策以项目功率挂钩，为项目IRR提供基础保障。

图30: 国内储能项目的主要盈利方式



资料来源：诚通证券研究所

4.3、公司具有多能互补、储能配套优势，具备算电协同方面开拓潜力

公司在绿电、储能行业开发经验丰富，集团资源协同效应明显，在头部客户资源积累、跨区资源与指标储备、资金与治理保障方面优势明显，公司具备算电协同方面开拓潜力。公司业务广泛布局国内新疆、青海、甘肃、内蒙古、江苏等多个资源富集省份，开发建设海上风电、陆上风电、光伏发电和光热发电等新能源项目，形成海陆齐发、风光并举、多能互补的业务布局。运营电站涵盖海上风电、陆上风电、光伏发电、光热发电、储能等多种业态，有丰富的项目开发、工程建设、生产经营经验。公司能够为算力中心就近获取稳定绿电提供源头保障。

公司积极论证“新能源+”融合发展模式，明确算电协同是“新能源+”融合发展的重要场景，并积极与相关数据中心企业开展对接沟通。随着136号文的出台落地，融合性、集成式发展已成为新能源未来发展的主要方向。自2025年以来，公司开始研究论证“新能源+”融合发展模式，并持续丰富融合发展场景。除与股东方的酒店文旅等产业协同发展外，包括数据中心在内的高耗能企业也是公司需要重点协同的对象。在算电协同方面，公司优先评估项目的投资收益，同时考虑长期战略价值和协同赋能效应。

公司具备多能互补等源网荷储一体化项目建设经验，为公司拓展算电协同业务提供技术保障。公司投资建设的“海西州多能互补集成优化国家示范工程”项目，采用“新能源+”模式，以光伏、光热、风电为主要开发电源，以光热储能系统、蓄电池储能电站为调节电源，多种电力组合，有效解决风电和光伏不稳定、不可调的缺陷，解决用电高峰期和低谷期电力输出的不平衡问题，建成了国际领先的“风、光、热、蓄、调、荷”于一体的多能互补、智能调度的纯清洁能源综合利用创新基地。

图31: 中国绿发金塔多能互补基地项目完成并网发电



资料来源: 中国绿发官方网站, 诚通证券研究所

5、投资建议: 公司充分受益全球锂电池需求增长

5.1、关键假设及盈利预测

绿发电力主营业务主要由光伏电站、风力发电场、储能项目运营构成:

(1) 光伏电站: 公司光伏电站累计装机规模预计保持稳定, 上网电价降幅收窄, 发电利用小时数预计保持稳定;

(2) 风力发电场: 公司 2025 年新增风电开发指标 410 万千瓦, 预计将在未来三年逐渐建设投产, 风电累计装机规模保持稳定增长, 上网电价和利用小时数预计保持相对稳定;

(3) 储能项目: 公司 2025 年新增风电开发指标 120 万千瓦, 预计将在未来三年逐渐建设投产。截至 2025 年底, 公司储能和光热项目累计装机规模 60 万千瓦, 预计公司储能装机规模将快速增长;

基于以上的假设, 我们预计公司 2026 至 2028 年分别实现营业收入 53.7 亿元、63.2 亿元、76.1 亿元, 同比增速分别约为 9.7%、17.7%、20.5%, 分别实现归母净利润 5.6 亿元、6.8 亿元、8.9 亿元, 同比增速分别约为 -30.6%、23.0%、29.8%。

5.2、可比公司估值表

公司主要核心利润来源是锂电正极材料, 我们选取华电新能、龙源电力、三峡能源、节能风电、太阳能作为可比公司, 根据 2026 年 6 月 22 日的收盘价及 Wind 一致预期计算, 5 家公司 2026、2027、2028 年的平均 PE 分别为 32X、28X、26X, 绿发电力估值水平低于行业平均值。

表5: 可比公司的 PE 比较

代码	公司名称	收盘价		市值			EPS			PE	
		元/股	亿元	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E		
600930.SH	华电新能	5.28	2,203	0.16	0.17	0.18	33	31	30		
001289.SZ	龙源电力	16.59	1,387	0.56	0.63	0.71	30	26	23		

600905.SH	三峡能源	4.07	1,164	0.14	0.15	0.17	30	26	24
601016.SH	节能风电	3.8	249	0.10	0.13	0.15	36	30	25
平均值							32	28	26
000537.SZ	绿发电力	8.09	166	0.27	0.33	0.43	30	24	19

资料来源：wind 一致预期，诚通证券研究所。注：可比公司 2026-2028EPS 来自 wind 一致盈利预期，绿发电力为本报告财务模型预测，以 2026 年 6 月 22 日收盘价计算。

5.3、投资建议

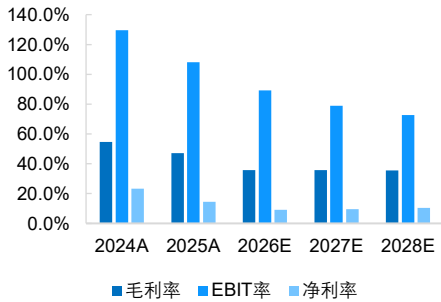
公司是国内优质综合绿色能源服务商，新增项目积极转向风电储能项目，同时积极开拓“新能源+”融合发展模式，具备算电协同方面开拓潜力。我们预计公司 2026 至 2028 年分别实现营业收入 53.7 亿元、63.2 亿元、76.1 亿元，同比增速分别约为 9.7%、17.7%、20.5%，分别实现归母净利润 5.6 亿元、6.8 亿元、8.9 亿元，同比增速分别约为-30.6%、23.0%、29.8%，对应目前市值 PE 分别为 30X、24X、19X，首次覆盖给予“推荐”评级。

5.4、风险提示

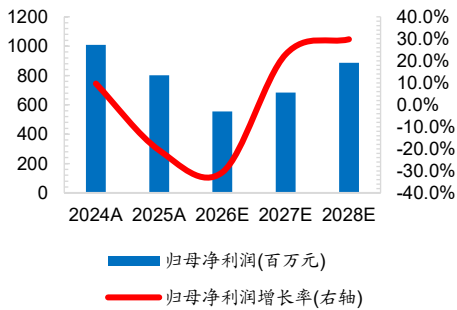
- (1) 国内风光发电上网电价不及预期；
- (2) 国内新能源发电消纳情况不及预期；
- (3) 风光储项目开发进度不及预期；
- (4) 政策风险：新能源、储能政策将显著影响项目收益率情况；
- (5) 原材料价格波动超预期：风机等设备直接材料占比较大，原材料价格波动将对项目收益率产生影响；
- (6) 新业务开拓进度不及预期。

6、附：财务预测摘要

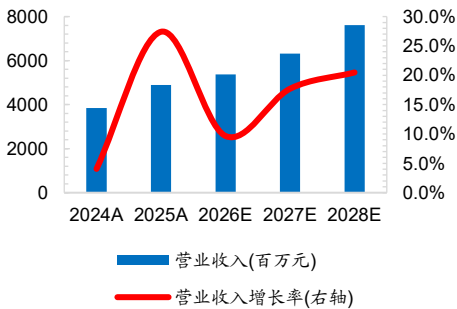
1、毛利率、EBIT率、净利率



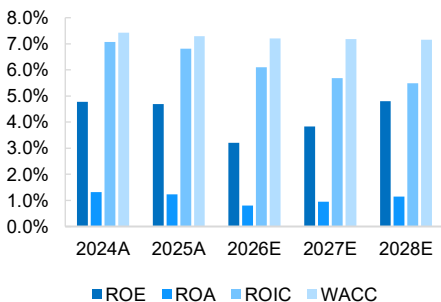
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3840	4893	5366	6316	7609
营业成本	1739	2588	3444	4061	4900
折旧和摊销	1323	1988	2898	3520	4325
营业税费	64	60	70	82	99
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	257	256	263	297	342
财务费用	457	649	718	794	844
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-11	-3	3	0	1
营业利润	1307	1408	964	1187	1540
利润总额	1338	1369	966	1190	1540
少数股东损益	175	419	299	368	477
归属母公司净利润	1009	801	556	683	887

资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	89367	99422	105891	111098	118365
流动资产	14127	14456	19036	16165	10658
货币资金	6611	7429	17651	14533	8976
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6251	5613	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	454	593	555	796	832
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	489	363	313	251	174
固定资产	24150	44588	50528	59261	70043
无形资产	435	453	476	556	600
总负债	64582	73385	79247	83713	89951
无息负债	5702	5964	1751	1640	2372
有息负债	58880	67421	77496	82072	87579
股东权益	24785	26037	26644	27385	28413
股本	2067	2067	2067	2067	2067
公积金	6055	6041	6041	6041	6041
未分配利润	10519	10810	10567	10345	10080
少数股东权益	5192	6198	6497	6865	7343

现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1800	4909	5884	4991	7195
净利润	1183	1220	855	1051	1364
折旧摊销	1323	1988	2898	3520	4325
净营运资金增加	769	-706	-1428	358	-682
其他	-1475	2406	3559	62	2188
投资活动产生现金流	-19563	-11228	-4771	-11581	-17078
净资本支出	21046	11395	1938	8139	12851
长期投资变化	-30	124	49	63	77
其他资产变化	1453	291	-2783	-3379	-4149
融资活动现金流	15252	7117	9109	3473	4327
股本变化	204	0	0	0	0
债务净变化	14765	8803	5862	4466	6239
无息负债变化	-169	263	-4213	-111	732
净现金流	-2511	798	10222	-3118	-5557

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.1	27.4	9.7	17.7	20.5
净利润增长率	16.2	3.1	-29.9	23.0	29.8
EBITDA 增长率	29.4	15.6	5.6	10.7	15.8
EBIT 增长率	39.7	6.3	-9.5	4.2	10.9
估值指标					
PE	20.5	16.8	30.1	24.5	18.8
PB	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.8	11.4	10.8	10.7	10.4
EV/EBIT	14.9	15.7	17.4	18.3	18.6
EV/NOPLAT	16.9	17.6	19.6	20.7	21.0
EV/Sales	19.3	17.0	15.5	14.4	13.5
EV/IC	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
盈利能力 (%)					
毛利率	54.7	47.1	35.8	35.7	35.6
EBITDA 率	163.9	148.7	143.2	134.7	129.5
EBIT 率	129.5	108.1	89.2	78.9	72.6
税前净利润率	34.0	28.8	18.0	18.8	20.2
税后净利润率 (归属母公司)	23.2	14.6	9.2	9.6	10.3
ROA	1.3	1.2	0.8	0.9	1.2
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.8	4.7	3.2	3.8	4.8
经营性 ROIC	7.1	6.8	6.1	5.7	5.5
偿债能力					
流动比率	1.9	1.0	1.0	0.7	0.4
速动比率	1.8	0.9	1.0	0.7	0.3
归属母公司权益/有息债务	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
有形资产/有息债务	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.49	0.39	0.27	0.33	0.43
每股红利	0.20	0.12	0.15	0.16	0.16
每股经营现金流	1.02	2.22	2.85	2.42	3.48
每股自由现金流 (FCFF)	-8.05	-0.59	3.20	-0.28	-1.43
每股净资产	9.48	9.60	9.75	9.93	10.20
每股销售收入	1.86	2.37	2.60	3.06	3.68

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通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。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>