

盘活存量土地，业务增长可期助力公司减亏

——新能泰山(000720)深度报告

投资要点

➤ 盘活存量土地，转型供应链与综合资产运营

山东新能泰山发电股份有限公司（以下简称“新能泰山”或“公司”）成立于1994年，1997年在深圳证券交易所上市。中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）为公司实际控制人。公司控股股东华能能源交通产业控股有限公司（以下简称“华能能源交通公司”）以公司作为中国华能集团有限公司存量土地利用与盘活工作的平台，将充分结合华能集团现有土地资产及项目的实际情况，适时采取资产注入、委托管理、合作开发、设立基金投资运营等多种合法合规的方式运作。公司全面贯彻落实国资委深化国企改革“1+N”文件体系和国企改革“双百行动”工作方案，紧紧围绕华能集团“领跑中国电力、争创世界一流”的战略愿景，坚持党的领导，秉持市场思维，不断推进公司深化改革，全力推动公司向国内具备核心竞争力的智慧供应链集成服务商和一流的物业资产管理、产业园运营商转型。目前公司已经形成“以产业园开发、综合资产运营及供应链为主业，电线电缆作为供应链商品之一，为公司供应链业务提供支撑，形成协同发展效应”的业务布局。

➤ 政策扶持不断强化，产业园业务有望深度受益

自2003年以来，我国接连出台多个监管文件与行业政策推动产业园行业的发展。2022年11月，科技部发布了《“十四五”国家高新技术产业开发区发展规划》，规划中提出目标，即到“十四五”规划期末，国家高新区的数量将增至大约220家，国家级高新区的园区生产总值占全国比重从2020年的13.3%增长至15%。今年以来，中央经济工作会议及政府工作报告多次释放积极信号，房地产政策有望继续发力。当前产业园行业转向多元化经营，增值服务及产业投资业务逐渐增加。公司产业园业务以产业园开发为主，经营模式丰富多样，主要为自主开发、运营、销售。目前，公司产业园项目建设用地总建筑面积为28.22万 m^2 ，剩余可开发建筑面积为17.83万 m^2 ，未开发率达63.18%。此外，公司江山汇金C座和江山汇金D座的平均出租率分别为60.95%和65.14%，据江苏房地产金融发布数据，2024年第三季度南京市办公楼平均出租率为75.8%。随着后续公司围绕“国际能源先行区”总体产业定位，形成配套产业图谱，梳理目标客户清单，以营销圈层活动为主线，以主动搜寻上门招商为日常动作，结合多方渠道的信息投递，公司产业园业务和出租率有望提升。

➤ 电缆行业规模增长迅速，公司电缆业务有望受益

电线电缆应用广泛，电力领域国网网“十四五”投资额环增，特高压建设带动电缆需求；新能源领域风光车高速增长，电缆应用场景愈加丰富；城市化进程不断加速，轨道交通规模逐年扩大。预计未来电线电缆行业市场规模将持续增长。公司控股子公司曲阜电缆是公司电缆业务的生产主体，曲阜电缆属于国家级高新技术企业，具备产品优势、工艺优势和渠道优势。曲阜电缆被山东省科学技术厅等部门授予高新技术企业称号，通信电缆、电力电缆先后被评为山东名牌产品。公司先后引进了奥地利光纤光缆生产线、美国DCM公司通信电缆综合测试仪等具有世界先进水平的生产和检测设备，工艺装备居国内行业领先水平。依靠先进齐全的生产检测设备、日臻完善的质量保证模式、稳定可靠的产品性能的基础上，曲阜电缆公司积极开发国内外市场，建立了遍布全国的营销网络。目前产品已销往全国近三十个省市，广泛服务于电力、电信、广电、煤炭、铁路等行业。电缆行业规模迅速增长的背景下，公司电缆业务有望持续受益。

➤ 盈利预测

我们预测新能泰山2024-2025年营业收入分别为11.75/12.91亿元，对应营业收入增长率分别为-19.34%/9.87%；归母净利润分别为-0.57/-0.16亿元，逐年减亏，对应归母净利润增长率分别为13.14%/71.72%。展望未来，公司将按照既定的转型发展方向，积极关注能源电力行业转型发展带来的机遇，继续积极推进供应链资产整合有关工作，不断寻求公司新的增长点。

➤ 风险提示

房地产行业供需关系改善不及预期的风险、电线电缆行业市场竞争加剧的风险、铜材价格大幅波动的风险。

投资评级：增持(首次)

分析师：褚聪聪

执业登记编号：A0190523050005

chucongcong@yd.com.cn

基本数据

前收盘价：3.45元

总股本：12.57亿

总市值：43.35亿

目录

一、盘活存量土地，转型供应链与综合资产运营	4
1.华能集团控股公司，踔厉奋发三十载	4
2.借力国企改革东风，转型供应链与综合资产运营	5
3.归母净利润同比减亏，资产负债率相对稳健	6
二、政策扶持不断强化，产业园业务有望深度受益	8
1.产业园政策支持持续增强，业务场景逐渐增加	8
2.多元发展加深产业链厚度，产业园业务和招商出租率有望提升	11
三、电缆行业规模增长迅速，公司电缆业务有望受益	13
1.多场景应用带动电缆需求，电缆行业规模增长迅速	13
2.电缆业务营收稳定，毛利率显著改善	17
四、盈利预测	18
五、风险提示	20

图表目录

图 1：新能泰山发展历程	4
图 2：新能泰山股权结构情况	5
图 3：公司业务布局图	6
图 4：公司营业收入及增速(亿元)	6
图 5：公司归母净利润及增速(亿元)	6
图 6：公司毛利率和净利率情况	7
图 7：公司费用率情况	7
图 8：公司资产负债率较同行业公司低	7
图 9：电缆示意图	13
图 10：中国电线电缆细分市场结构	13
图 11：2022-2027 年中国电线电缆行业规模以上企业销售收入预测(万亿元)	14
图 12：全国特高压累计线路长度和输送电量情况	14
图 13：2025 年特高压骨干网架示意图	15
图 14：2013-2023 年我国光伏发展情况	15
图 15：2013-2023 年我国风电发展情况	16
图 16：2013-2023 年我国新能源汽车销量及公共充电桩保有量发展情况	16
图 17：2011-2023 年我国城市轨道交通运营线路长度(公里)	17
图 18：公司电缆业务营业收入情况(亿元)	17
表 1：产业园区发展的四个阶段	8
表 2：部分产业园政策	9

表 3: 产业园运营模式.....	11
表 4: 公司产业园业务项目介绍	11
表 5: 公司累计土地储备情况(万 m ²)	12
表 6: 公司主要项目出租情况(m ²).....	12
表 7: 新能泰山 2023-2025 年分业务营收拆分(亿元).....	18
表 8: 新能泰山 2023-2025 年财务和估值数据摘要(亿元).....	19
表 9: 预测报表摘要	21

一、盘活存量土地，转型供应链与综合资产运营

1. 华能集团控股公司，踔厉奋发三十载

山东新能泰山发电股份有限公司成立于 1994 年，1997 年在深圳证券交易所上市。2016 年初，华能能源交通产业控股有限公司成为公司第一大股东。近几年，公司顺利完成重大资产重组、电力煤炭资产剥离等一系列资本运作，有效降低了经营负担，实现了转型升级。

图 1：新能泰山发展历程



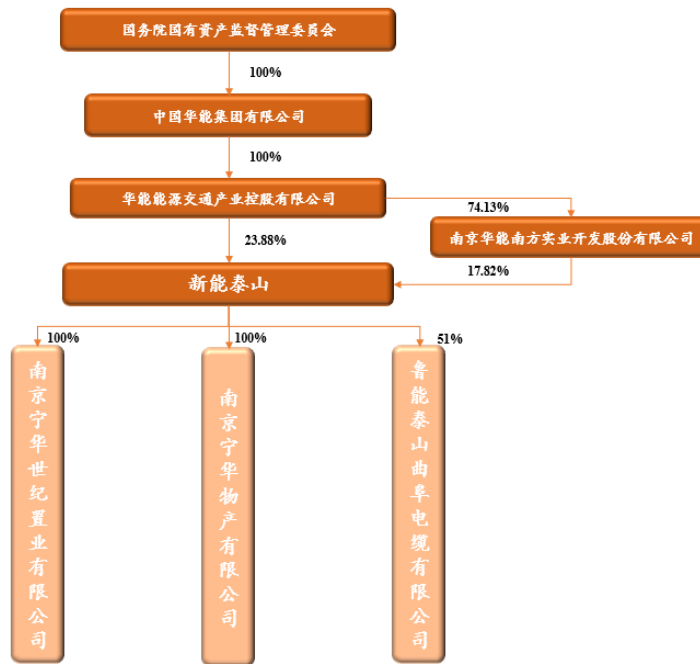
资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

新能泰山的控股股东为华能能源交通产业控股有限公司，实际控制人为华能集团。公司控股股东华能能源交通产业控股有限公司以公司作为中国华能集团有限公司存量土地利用与盘活工作的平台，将充分结合华能集团现有土地资产及项目的实际情况，适时采取资产注入、委托管理、合作开发、设立基金投资运营等多种合法合规的方式运作。在股权结构方面，公司通过资本运作，有效降低了经营负担，实现了转型升级、轻装上阵，目前拥有宁华世纪公司、宁华物产公司两家全资子公司，控股曲阜电缆公司。

- **南京宁华世纪置业有限公司**：成立于 2013 年 6 月，主营房地产开发、房产销售、商业运营管理、酒店管理及物业管理。公司目前正在建设位于南京鼓楼滨江商务区的江山汇项目。该项目规划用地面积 16 万平方米，总建筑面积逾 65 万平方米，聚合了高端住宅、公寓、办公、商业、酒店和城市观江平台六大功能，致力打造南京滨江板块最璀璨的城市综合体，成就南京城市新名片。
- **南京宁华物产有限公司**：成立于 1998 年，主要从事资产项目的开发、运营及管理，以自有物业江山汇金项目为依托，坚持高水准、高质量管理，不断完善专业化、标准化的物业服务体系。目前公司运营近 13 万平方米商业资产，提供客服、设备、安保、绿化等一系列专业服务。宁华物产公司拥有一套成熟的资产运营管理体系，先后成功运营了江山汇办公楼项目、鑫桥市场等多个资产项目，公司总体战略定位于以资产运营和物业管理服务为双核，以发展楼宇经济、总部经济为重点的服务运营商。

- **鲁能泰山曲阜电缆有限公司:**是由山东新能泰山发电股份有限公司与山东鲁强电缆(集团)股份有限公司于1998年6月合资组建的股份制企业,属于国家级高新技术企业。曲阜电缆主要从事电线电缆、光纤光缆、电力光缆等产品的研发、制造与销售,拥有生产经营场所两处,占地面积13余万平方米,具备齐全的电线电缆专用生产、检查设备及仪器,具备年产值15亿元的生产能力,形成了规模化、集约化的发展格局。

图 2: 新能泰山股权结构情况



资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

2. 借力国企改革东风, 转型供应链与综合资产运营

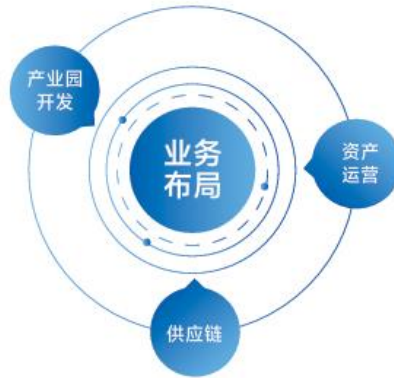
国企改革正当时, 公司积极响应国资委号召, 转型供应链与综合资产运营。2023年, 在巩固深化国企改革三年行动成果的基础上, 我国乘势而上启动实施国有企业改革深化提升行动, 为促进国有企业高质量发展注入强大动力。2024年是国有企业改革深化提升行动落地实施的关键之年, 也是承上启下的攻坚之年。公司全面贯彻落实国资委深化国企改革“1+N”文件体系和国企改革“双百行动”工作方案。紧紧围绕华能集团“领跑中国电力、争创世界一流”的战略愿景。坚持党的领导, 秉持市场思维, 不断推进公司深化改革, 全力推动公司向国内具备核心竞争力的智慧供应链集成服务商和一流的物业资产管理、产业园运营商转型。

目前公司已经形成“以产业园开发、综合资产运营及供应链为主业, 电线电缆作为供应链商品之一, 为公司供应链业务提供支撑, 形成协同发展效应”的业务布局。

- **产业园业务:** 以产业园开发为主, 经营模式主要为自主开发、运营、销售。

- **资产运营业务**：主要通过全资子公司宁华物产开展，公司凭借专业化资产管理经验，逐步探索实施“一体化资产运营”和“一站式物业服务”的业务运营结构，稳步有序开展实物资产盘活与运营管理业务，实现资产价值最大化。
- **供应链业务**：公司拟打造以互联网交易平台为引擎、智慧物流平台为基石、智慧供应链平台为支撑的现代供应链综合服务体系。电线电缆作为供应链商品之一，为公司供应链业务提供支撑，形成协同发展效应。

图 3：公司业务布局图



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

3. 归母净利润同比减亏，资产负债率相对稳健

2024H1 归母净利润同比减亏。2024 年上半年，公司实现营业收入 4.63 亿元，同比下降 48.26%；实现归母净利润-0.35 亿元，进一步减亏。主要系公司产业园业务建设项目仍处于持续投入期，加之公司自 2023 年第三季度起停止供应链业务中与华能集团智慧供应链建设方向无关的业务，电缆业务、租赁及物业服务业务毛利率较低。

图 4：公司营业收入及增速(亿元)

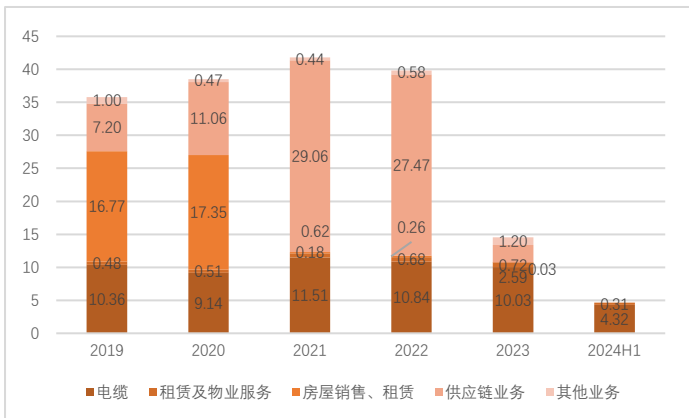
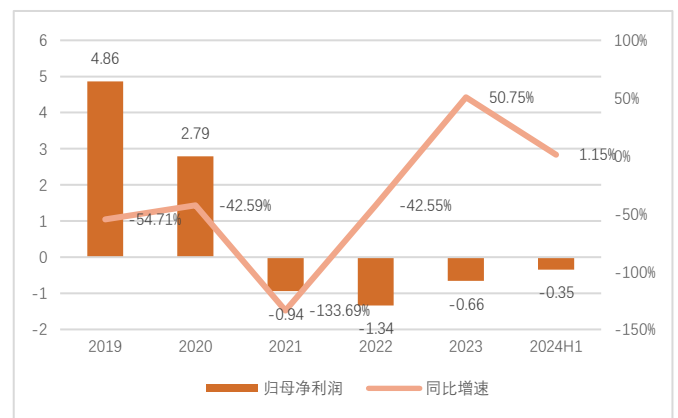


图 5：公司归母净利润及增速(亿元)



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

近两年，公司毛利率逐年上升，从2022年的1.2%上升至2024年上半年的8.4%。2024年上半年实现销售/管理/研发/财务费用率分别为4.0%/6.8%/0.2%/3.4%，受江山汇BD地块项目筹开费用增加，公司销售费用率增长较快。

图 6：公司毛利率和净利率情况

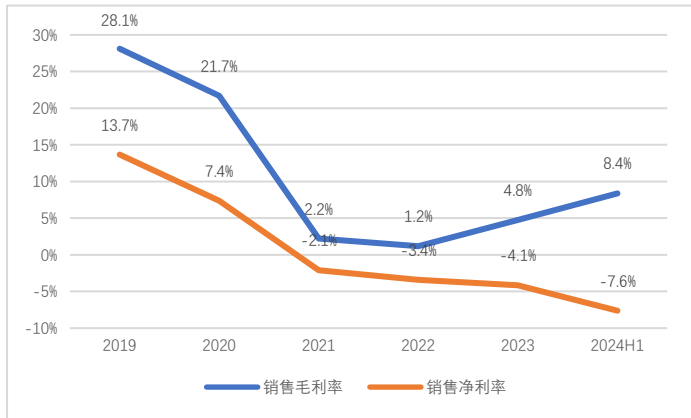
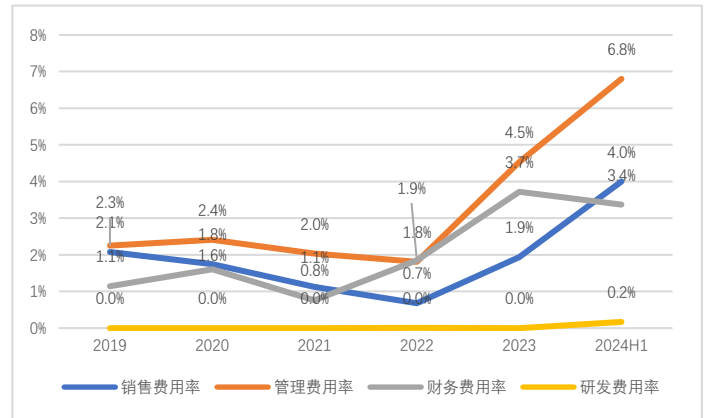


图 7：公司费用率情况

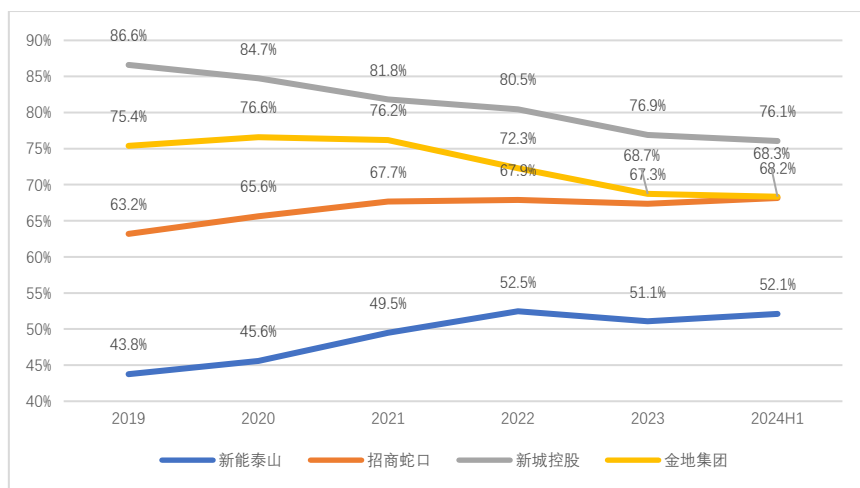


资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

新能泰山的资产负债率明显低于招商蛇口、新城控股和金地集团等同行业公司，显示出其财务结构相对更为稳健，负债水平较低。一方面得益于公司有效的成本控制和资金管理，通过优化运营效率、提升资产利用率等方式，减少了不必要的负债累积；另一方面，新能泰山可能也注重了长期债务结构的优化，通过合理调配短期与长期债务的比例，确保了资金链的稳定性和安全性，从而降低了整体财务风险。

图 8：公司资产负债率较同行业公司低



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

二、政策扶持不断强化，产业园业务有望深度受益

1. 产业园政策支持持续增强，业务场景逐渐增加

产业园发展历史悠久。产业园区作为经济发展的重要空间载体，自 20 世纪 70 年代开始在全球迅速发展。在中国，产业园区的发展历程尤为显著，已成为参与全球制造业价值链分工的重要载体、优化产业空间布局的有力措施和推动区域经济协调发展的强大力量。

中国的产业园区发展经历了几个明显的阶段：

- **初始发展阶段（1984-1991）**：这一时期，中国的产业园区主要依靠政策优惠和低成本优势吸引外资，以出口加工为主要特征，形成了一批以制造业为主的园区。
- **高速发展阶段（1992-2002）**：随着邓小平南巡讲话的推动，中国产业园区迎来了快速发展期，外资大量涌入，技术水平和产业规模都有了显著提升。
- **稳定发展阶段（2003-2008）**：这一时期，中国对产业园区进行了整顿和规范，推动了园区的产业结构优化和空间布局调整。
- **升级发展阶段（2009-至今）**：产业园区开始向高端化、智能化转型，注重创新驱动和产业升级，形成了以中关村、清华科技城、华夏幸福产业新城等为代表的科技驱动型园区。

目前，中国的产业园区正处在 4.0 时代，这一阶段的园区以创新驱动为特点，致力于企业孵化、股权投资、创业、产业投资等方向，通过打造创新型园区，实现园区产业高端化、品质化。同时，园区开始从单一生产型的园区，逐渐发展成为集生产与生活于一体的新型园区，推动了产业园的城市化进程，园区经济与城区经济逐渐走向融合。

表 1：产业园区发展的四个阶段

园区阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
时间范围	1978-1991	1992-2000	2001-2008	2009 至今
主要事件	改革开放，开放经济特区，创建工业开发区。	邓小平南巡讲话，高新技术开发区兴起。	加入 WTO，世界工厂形成，国际竞争加剧。	积极推进城镇化，实施创新驱动发展战略。
代表项目	蛇口工业园	深圳科技工业园	大连软件园	固安产业新城
案例特点	初期依托特殊政策和香港出口加工基地转移的时机发展成以外资(港资)企业为主的低端制造业加工基地。	依托中科院系统科研与开发优势，开拓发展高新技术产业，打造成为生产、科研、教育于一体的综合基地。	依靠其内生动力和技术创新实现产业升级，打造结构和功能复合化、立体化的产业园区，城市发展更加注重人的感受。	复合规划各大功能区域，使得各区域之间混合生长、协同发展，让生产和生活有机结合，形成一个现代化的产业新城。

资料来源：中指研究院，源达信息证券研究所

政策扶持不断强化，十四五规划国家高新区产值占比再度提高。自 2003 年以来，我国接连出台多个监管文件与行业政策推动产业园行业的发展。2014 年 11 月，国务院办公厅推出了《关于促进国家级经济技术开发区转型升级创新发展的若干意见》，旨在将国家级经济技术开发区打造成改革试验区和创新发展的先锋，探索开发区的转型升级和创新之路。2017 年，国家开始倡导建设小型和微型企业创业基地与孵化基地，为这些企业提供必要的生产经营场所和服务支持。2022 年 11 月，科技部发布了《“十四五”国家高新技术产业开发区发展规划》，规划中提出目标，即到“十四五”规划期末，国家高新区的数量将增至大约 220 家，国家级高新区的园区生产总值占全国比重从 2020 年的 13.3% 增长至 15%。

今年以来，中央经济工作会议及政府工作报告多次释放积极信号，房地产政策有望继续发力。2024 年政府工作报告提出，稳妥有序处置风险隐患，完善重大风险处置统筹协调机制，牢牢守住不发生系统性风险的底线；优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持。健全风险防控长效机制，适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式；完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。4 月 30 日，中央政治局会议强调“要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益”，并首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。6 月 7 日，国务院常务会议再提“去库存”，提出“对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进”，为市场释放了更加积极的信号。9 月 26 日，中央政治局会议关于土地提出严控增量、优化存量、提高质量的要求。

表 2：部分产业园政策

时间	主要政策	核心内容
2003/7	《国务院办公厅关于暂停审批各类开发区的紧急通知》	暂停审批新设立和扩建各类开发区，包括经济技术开发区、高新技术产业开发区、旅游度假区、商贸开发区、工业园、创业园、软件园、环保产业园和物流产业园等各级各类开发区。国家级开发区确需扩建的，须报国务院审批。
2007/4	国家发展改革委同国土资源部、建设部上报国务院《全国各类开发区清理整顿工作总结报告》	《报告》指出国家只保留三类开发区，即综合性经济开发区、高新技术产业区和特色产业园区。在每个县、县级市和城市远郊区原则上只保留一家开发区。
2012/10	商务部发布《国家级经济技术开发区和边境经济合作区“十二五”发展规划（2011-2015 年）》	《规划》指出，东部沿海地区的国家级开发区要率先转变经济发展方式，坚持高端发展的战略取向，进一步提高对外开放水平，着力提升科技创新能力，着力发展战略性新兴产业，打造若干规模和水平居世界前列的先进制造业基地，建设一批主体功能突出、辐射带动能力强的现代服务业集聚区。

2014/11	国务院办公厅颁发《国务院办公厅关于促进国家级经济技术开发区转型升级创新发展的若干意见》	以国家级经济技术开发区为试验田、排头兵，对开发区转型升级、创新发展进行探索。
2016/12	国务院印发《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	鼓励战略性新兴产业向国家级新区等重点功能平台集聚。推动签署落实政府间新兴产业和创新领域合作协议，建设双边特色产业国际合作园区，引导龙头企业到海外建设境外合作园区。
2017/2	国务院发布《国务院办公厅关于促进开发区改革和创新发展的若干意见》	《意见》指出要强化开发区精简高效的管理特色，创新开发区运营模式，以改革创新激发新时期开发区发展的动力和活力。
2017/9	第十二届全国人民代表大会常务委 员会通过《中华人民共和国中小企业促进法》	国家鼓励建设和创办小型微型企业创业基地、孵化基地，为小型微型企业提供生产经营场地和服务。
2019/5	国务院发布《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》	《意见》指出着力推进国家级经开区开放创新、科技创新、制度创新，提升对外合作水平、提升经济发展质量，打造改革开放新高地。
2022/11	科技部发布《“十四五”国家高新技术产业开发区发展规划》	到“十四五”末，国家高新区数量达到 220 家左右，实现东部大部分地级市和中西部重要地级市基本覆盖。“十四五”国家高新区发展预期性目标中，到 2025 年，园区生产总值占全国的比重由 2020 年的 13.3% 提升至 15%。
2022/12	自然资源部、国务院国资委印发《关于推进国有企业盘活利用存量土地有关问题的通知》（自然资发〔2022〕205 号）	《通知》提出了积极稳妥推进国有企业存量土地资产更名和处置、鼓励国有企业以多种方式盘活利用存量土地、妥善处理各类涉地历史遗留问题、建立健全工作协同机制等政策措施。

资料来源：中国政府网，源达信息证券研究所

产业园转向多元化经营，增值服务及产业投资业务逐渐增加。传统的产业园区主要依赖于土地租赁和物业销售作为其主要的收入来源，但随着市场竞争的加剧和企业需求的多样化，这种单一的盈利模式已经不再适应时代的发展。因此，许多产业园区开始转向多元化经营，以寻求更广阔的收入来源和更强的市场竞争力。首先，增值服务在产业园区的运营中扮演着越来越重要的角色。这些服务可能包括但不限于：为入驻企业提供市场分析、管理咨询、财务顾问、技术支持、人才培养、法律咨询等专业服务。通过这些服务，园区不仅可以帮助企业解决实际问题，还能增加企业对园区的依赖度和忠诚度，从而提高园区的整体吸引力和竞争力。其次，产业投资成为产业园区运营的另一个重要方向。许多园区开始设立自己的投资基金或与外部投资机构合作，对有潜力的入驻企业进行股权投资。这样既可以在企业成长过程中获得投资回报，又可以促进园区内产业的升级和创新，形成良性的产业生态。

表 3：产业园运营模式

业务类型	收益来源	内容
项目开发及运营	物业出售	园区内可售业态（包括商业、办公等业态）的销售收入。
	物业出租	工业厂房、办公楼、商业楼等持有业态的租金收入。
	物业管理	向租户收取物业管理费、水电费、停车费等基本服务费用。
	土地增值	土地增值收益和一级开发土地的转让收益。
	公募 REITs	委托证券公司等专业机构，盘活存量资产，以设立专项资产管理计划等形式，通过二级市场以特定价格进行募资，获得股权出让收益。
增值服务	融资服务	为企业引入战略投资者，或者提供上市辅导，又或者提供贷款担保等。
	技术服务	可以为企业通过技术和管理的平台取得收入，如公共技术平台等。
	专业服务	向入园企业提供工商咨询、人力资源、法律等专业服务，获取咨询性、服务性收入。
	生活服务	通过餐饮、娱乐、购物、医药等生活配套服务。
产业投资	股权投资	园区建立或控股专业型的产业投资机构，开展项目投资；或者利用孵化器对进驻的高成长性企业开展股权投资，促进企业成长并获取长期收益。
	投资基金	布局投资基金，通过投资基金专业化投资，获取投资收益。

资料来源：源达信息证券研究所

2.多元发展加深产业链厚度，产业园业务和招商出租率有望提升

公司产业园业务以产业园开发为主，经营模式丰富多样，主要为自主开发、运营、销售。公司产业园业务目前主要有南京的江山汇项目和江山汇金项目以及重庆项目。江山汇项目：由体系内原工业用地升级改造的产业园项目，是鼓楼区重点项目，被作为全市重点功能板块进行打造。江山汇金 D 座项目：位于南京市鼓楼区燕江路 201 号，该项目可供出售写字楼主要用于对外招商租赁。重庆项目：公司作为有限合伙人参与设立了重庆华渝股权投资基金合伙企业（有限合伙），该基金用于在重庆市设立项目公司，盘活华能集团下属的华能重庆珞璜发电有限责任公司的土地，该项目在 2023 年取得商品房预售许可证，且产品高效去化，目前，项目住宅产品持续高效去化，办公楼宇产品已对接引入多家企业。

表 4：公司产业园业务项目介绍

项目名称	运营主体	地址	项目介绍
------	------	----	------

江山汇项目	宁华世纪	南京市鼓楼滨江板块核心商务区	江山汇项目北临长江，东接幕府山风景区，拥有独一无二的江山资源。地处滨江地带，俯瞰5公里幕燕滨江风光带，坐拥金陵四十八景之六景，历史与人文在此汇聚。项目同时位于南京古城中轴的北起点，与地铁3号线无缝对接，与地铁7号线距离约1.2公里，便捷交通，通达全城。江山汇是集商业、办公、公寓、酒店、住宅于一体的城市产业园综合体项目，同时还将建设一座大型观江平台，未来将是鼓楼滨江的城市地标。
江山汇金项目	宁华物产	南京市鼓楼区燕江路201号	江山汇金项目可供出售写字楼主要用于对外招商租赁。
重庆项目	重庆华渝	华能重庆珞璜发电有限责任公司的土地	2021年，该项目用地经过公开招拍挂成功完成摘牌获取。2023年，该项目取得商品房预售许可证，且产品高效去化。目前，项目住宅产品持续高效去化，办公楼宇产品已对接引入多家企业。

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

目前，公司产业园项目建设用地总建筑面积为28.22万m²，剩余可开发建筑面积为17.83万m²，未开发率达63.18%。

表5：公司累计土地储备情况(万m²)

项目	总占地面积	总建筑面积	剩余可开发建筑面积
江山汇C地块	2.75	6.87	0
江山汇B地块	2.03	14.60	14.60
江山汇D地块	0.81	3.23	3.23
江山汇金D座	1.10	3.52	0
总计	6.69	28.22	17.83

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司招商出租率有望提升。目前，公司江山汇金C座和江山汇金D座的平均出租率分别为60.95%和65.14%，据江苏房地产金融发布数据，2024年第三季度南京市办公楼平均出租率为75.8%。随着后续公司围绕“国际能源先行区”总体产业定位，形成配套产业图谱，梳理目标客户清单，以营销圈层活动为主线，以主动搜寻上门招商为日常动作，结合多方渠道的信息投递，公司出租率有望提升。

表6：公司主要项目出租情况(m²)

项目名称	所在位置	项目形态	权益比例	可出租面积	累计已出租面积	平均出租率

江山汇金 C 座	南京市鼓楼区燕江路 201 号	办公	100%	10,858.92	6,618.52	60.95%
江山汇金 D 座	南京市鼓楼区燕江路 201 号	办公	100%	6,690.43	4,358.02	65.14%
鑫桥市场	南京市鼓楼区建宁路 14 号	批发市场	100%	28,091.36	25,138.96	89.49%
汉中路房产	南京市鼓楼区汉中路 13 号地下室	商业	100%	143.08	143.08	100.00%

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

三、电缆行业规模增长迅速，公司电缆业务有望受益

1. 多场景应用带动电缆需求，电缆行业规模增长迅速

电线电缆是以传输电能或磁能、传递信息、实现电磁能转换的线材产品。电线与电缆并无严格定义和区分，通常将直径较粗、结构复杂、由多条缆芯粘合、扭曲或编织形成的产品称为电缆，反之称为电线。电缆的基本结构由导体、绝缘、护层等三部分组成。

电线电缆应用广泛。按用途可分为裸电线、绕组线、通信电缆和通信光缆、电力电缆、电气装备用电线电缆五大类，其中，电力电缆应用范围最为广泛，市场规模占比最大，高达 39%；电气装备电缆市场规模占比为 22%，裸电线（导线）、绕组线、通信电缆、附件的占比分别为 15%、13%、8%、3%。

图 9：电缆示意图

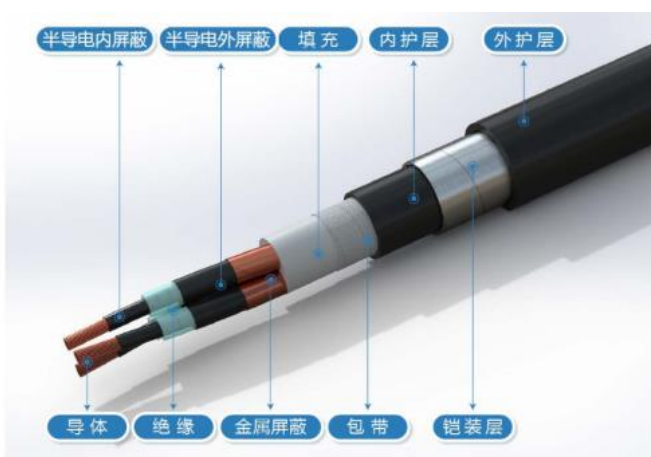
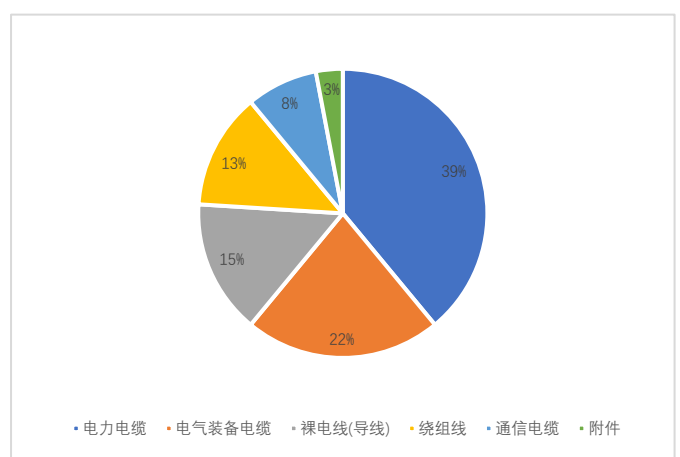


图 10：中国电线电缆细分市场结构



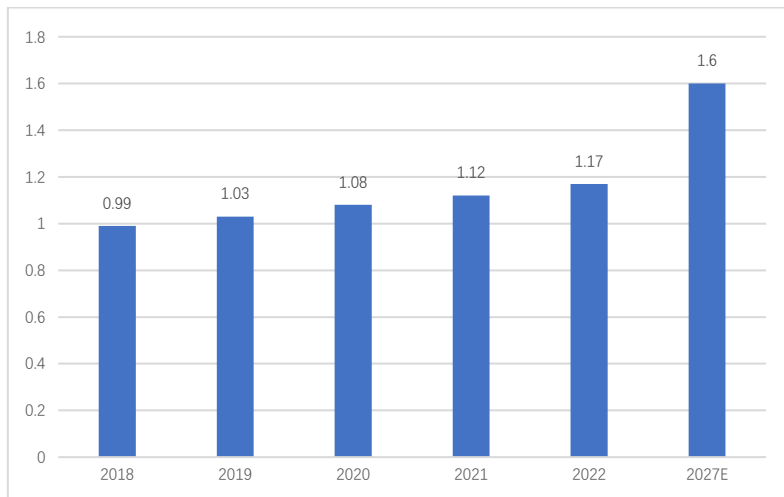
资料来源：华通线缆招股书，源达信息证券研究所

资料来源：华菱线缆募集说明书，源达信息证券研究所

电缆行业规模增长迅速，产销规模位居世界第一。中国经济持续高速增长，特别是电网改造、特高压等大型工程相继投入升级、建设，为电线电缆行业发展提供了巨大的市场空间，

电线电缆行业已经成为我国国民经济中的第二大配套产业，年销售收入规模达万亿以上。根据东方电缆 2023 年年报披露，我国电线电缆生产企业数量有 10,000 余家，其中规模以上（年产值 2,000 万元以上）企业数量有 4,000 余家，产销规模已位居世界第一。数据显示，2022 电线电缆行业市场规模达 1.17 万亿元，预计到 2027 年，中国电线电缆行业规模上企业销售收入接近 1.6 万亿元，CAGR 为 6.46%。

图 11：2022-2027 年中国电线电缆行业规模上企业销售收入预测(万亿元)



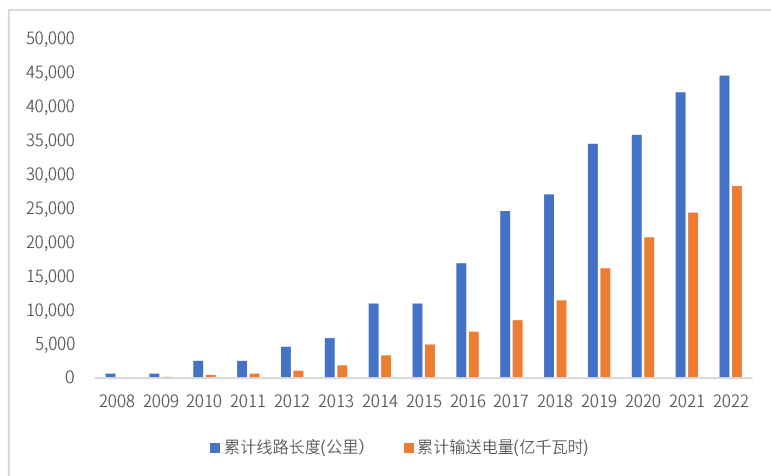
资料来源：华菱线缆募集说明书，前瞻产业研究院，源达信息证券研究所

预计未来电线电缆行业市场规模将持续增长。

● **电力领域：国网南网“十四五”投资额环增，特高压建设带动电缆需求**

近年来电网的投资持续保持在较高水平。2012-2023 年，国家电网和南方电网两大电网每年的电网合计投资额维持在 3,500 亿元以上，2021 年投资额已超过 5,000 亿元。因电网投资的规模及增速保持较高的水平，我国电力电缆行业将存在持续稳定的需求。

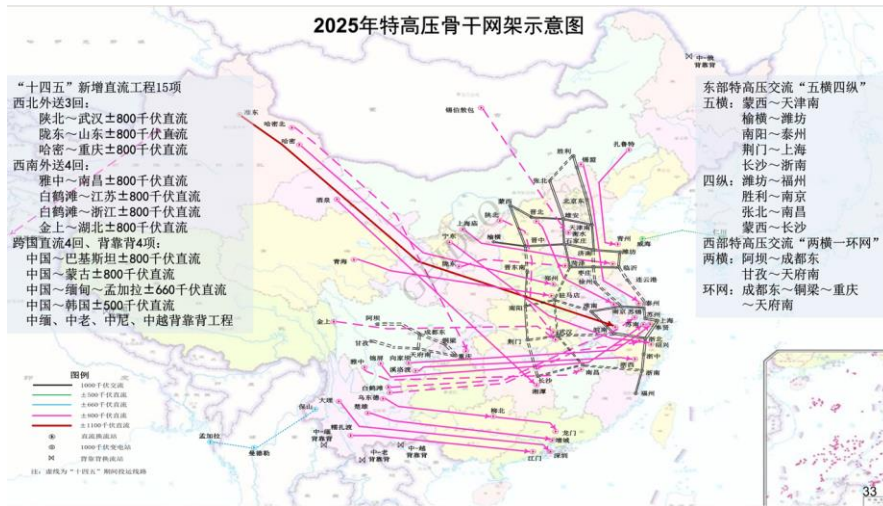
图 12：全国特高压累计线路长度和输送电量情况



资料来源：国家电网，源达信息证券研究所

“十四五”期间国网特高压计划投资 3800 亿元，24-25 年产业有望迎来建设高峰。“十四五”期间，国家电网规划建设特高压工程“24 交 14 直”，涉及线路 3 万余公里，变电换流容量 3.4 亿千伏安，总投资 3800 亿元。截至目前，明确规划的线路中仍有“一交四直”尚未开工，我们认为五条线路有望在 24 年加速开工并在“十四五”期间实现投运，24-25 年产业有望迎来建设高峰，特高压行业有望进入投资兑现期。

图 13：2025 年特高压骨干网架示意图



资料来源：《中国“十四五”电力发展规划研究》，源达信息证券研究所

● 新能源领域：风光车高速增长，电缆应用场景愈加丰富

近年来，我国光伏行业高速发展，大量光伏项目带动了光伏专用电缆及常规电缆的大幅增加。2013-2023 年，光伏装机容量由 1,942 万千瓦上升至 60,949 万千瓦，年均复合增长率为 41.15%；光伏发电量由 90 亿千瓦时上升至 5,842 亿千瓦时，年均复合增长率为 51.79%。

图 14：2013-2023 年我国光伏发展情况



资料来源：华菱线缆募集说明书，源达信息证券研究所

随着我国对风力等清洁能源的大力开发，风电在电力行业中的地位稳步提高。2012-2023 年，风力装机容量由 6,062 万千瓦上升至 44,134 万千瓦，年均复合增长率 19.78%；风力发电量由 1,030 亿千瓦时上升至 8,091 亿千瓦时，年均复合增长率为 20.61%。

图 15：2013-2023 年我国风电发展情况

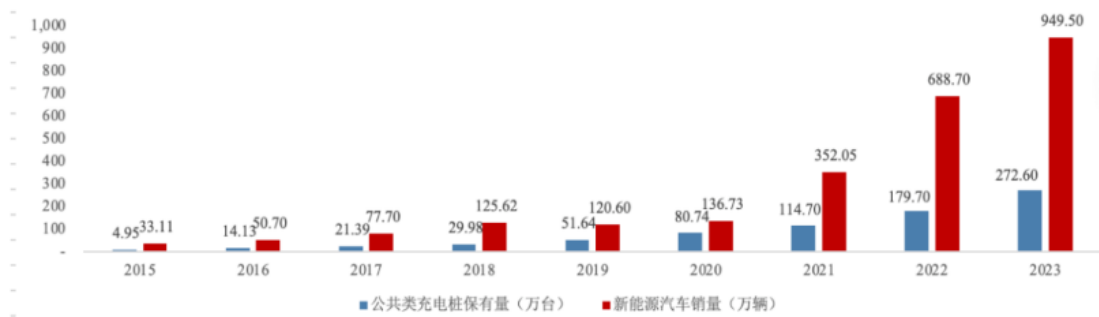


资料来源：华菱线缆募集说明书，源达信息证券研究所

近年来，发展电动汽车作为国家战略，政府部门推出了一系列促进车辆、基础设施发展的政策，极大地促进了电动汽车、充电基础设施的发展。目前我国是全球最大、增长最快的新能源汽车市场，新能源汽车销量从 2012 年的 1.3 万辆迅速增长到 2023 年的 949.5 万辆，年均复合增长率为 82.11%。未来我国新能源汽车产业在节能环保的大背景下，将继续保持较快的发展速度。

随着新能源汽车销量的高速增长，充电桩作为新能源汽车的配套，需求也日益增长。目前充电桩的建设已经明显落后于新能源汽车发展的步伐，充电桩的建设缺口已经成为新能源汽车发展的主要瓶颈。全国公共类充电桩数量由 2015 年的 4.95 万台增至 2022 年的 179.70 万台。截至 2023 年底，全国公共充电桩和私人充电桩总计保有量为 859.6 万台，新能源汽车保有量为 2,041 万辆，车桩比约为 2.37:1，未来充电桩还有较大的发展空间。

图 16：2013-2023 年我国新能源汽车销量及公共充电桩保有量发展情况

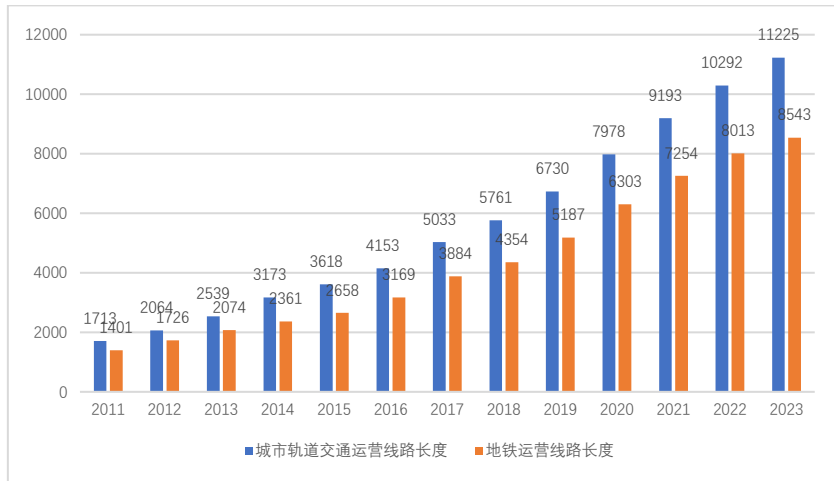


资料来源：华菱线缆募集说明书，源达信息证券研究所

● 轨道交通领域：城市化进程不断加速，轨道交通规模逐年扩大

随着我国城市化进程的不断推进，基于城市轨道交通具备运输量大、安全性高、速度越来越快等优势，我国轨道交通建设力度不断加大。根据中国城市轨道交通协会统计数据，截至 2023 年底，中国内地累计有 59 个城市投运城轨交通线路达 11224.54 公里，2011-2023 年间 CAGR 达 16.96%，其中地铁运营线路长度为 8543.11 公里，占 76.11%。

图 17：2011-2023 年我国城市轨道交通运营线路长度(公里)

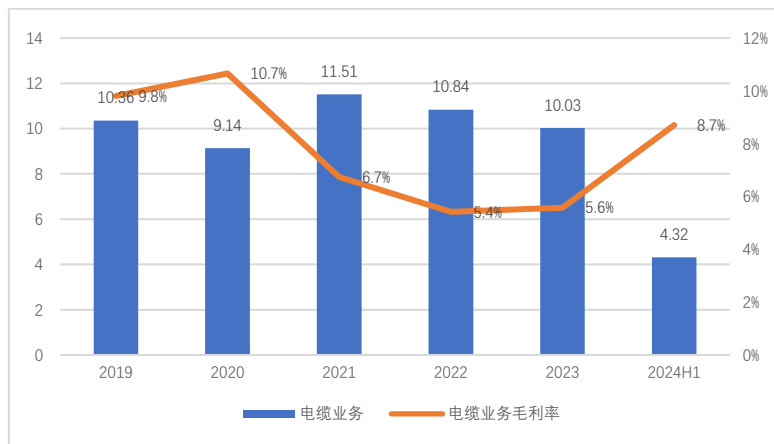


资料来源：中国城市轨道交通协会各年《中国内地城规交通线路概况》，源达信息证券研究所

2. 电缆业务营收稳定，毛利率显著改善

公司电缆业务营业收入保持稳定，除 2020 年外，近五年电缆业务收入均超过 10 亿元。公司控股子公司曲阜电缆是公司电缆业务的生产主体。曲阜电缆始终坚持“市场领先、精细管理”的治企方针，根据市场变化，积极应对，抢抓机遇，不断开拓新市场，强化沟通，努力提升高附加值产品销售规模，全面提高生产运营质量，取得了较好的成效。2024 年上半年，公司电缆业务毛利率显著改善，从 2023 年的 5.6% 提升至 2024 年上半年的 8.7%。

图 18：公司电缆业务营业收入情况(亿元)



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

曲阜电缆属于国家级高新技术企业，具备产品优势、工艺优势和渠道优势。1) 曲阜电缆现拥有省级技术中心和省级示范工程技术中心各 1 处，市级重点实验室 1 处，累计获授权专利 42 项，其中有效实用新型专利 10 项，发明专利 2 项。被山东省科学技术厅等部门授予高新技术企业称号，通信电缆、电力电缆先后被评为山东名牌产品。2) 公司先后引进了奥地利光纤光缆生产线、美国 DCM 公司通信电缆综合测试仪等具有世界先进水平的生产和检

测设备，工艺装备居国内行业领先水平。3) 依靠先进齐全的生产检测设备、日臻完善的质量保证模式、稳定可靠的产品性能的基础上，曲阜电缆公司积极开发国内外市场，建立了遍布全国的市场营销网络。目前产品已销往全国近三十个省市，广泛服务于电力、电信、广电、煤炭、铁路等行业，具有较高的市场占有率和良好的市场信誉。

四、盈利预测

核心假设 1：电线电缆应用广泛，电力领域国网南网“十四五”投资额环增，特高压建设带动电缆需求；新能源领域风光车高速增长，电缆应用场景愈加丰富；城市化进程不断加速，轨道交通规模逐年扩大。预计未来电线电缆行业市场规模将持续增长。我们预计 2024-2025 年公司电缆业务将实现收入增速 9.5%/10.0%，预计 24-25 年毛利率可达 8.0%/9.0%。

核心假设 2：公司围绕“国际能源先行区”总体产业定位，形成配套产业图谱，梳理目标客户清单，以营销圈层活动为主线，以主动搜寻上门招商为日常动作，结合多方渠道的信息投递，公司出租率有望提升。我们预计 2024-2025 年公司租赁及物业服务将实现收入增速 7.0%/8.0%，预计 24-25 年毛利率可达 5.0%/8.0%。

展望未来，公司将按照既定的转型发展方向，积极关注能源电力行业转型发展带来的机遇，继续积极推进供应链资产整合有关工作，不断寻求公司新的增长点。

表 7：新能泰山 2023-2025 年分业务营收拆分(亿元)

	2022	2023	2024E	2025E
合计				
营业收入	39.84	14.57	11.75	12.91
YOY	-4.7%	-63.4%	-19.3%	9.9%
营业成本	39.37	13.87	10.83	11.75
毛利	0.47	0.69	0.92	1.15
毛利率	1.2%	4.8%	7.8%	8.9%
电缆				
营业收入	10.84	10.03	10.98	12.08
YOY	-5.8%	-7.5%	9.5%	10.0%
营业成本	10.25	9.47	10.10	10.99
毛利	0.59	0.56	0.88	1.09
毛利率	5.42%	5.58%	8.0%	9.0%
租赁及物业服务				

营业收入	0.68	0.72	0.77	0.83
YOY	10.3%	5.0%	7.0%	8.0%
营业成本	1.04	0.69	0.73	0.76
毛利	-0.36	0.03	0.04	0.07
毛利率	-52.3%	3.9%	5.0%	8.0%

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

表 8：新能泰山 2023-2025 年财务和估值数据摘要(亿元)

	2023	2024E	2025E
营业收入	14.57	11.75	12.91
增长率(%)	-63.44%	-19.34%	9.87%
归属母公司股东净利润	-0.66	-0.57	-0.16
增长率(%)	50.76%	13.14%	71.72%
每股收益 EPS(元)	-0.05	-0.05	-0.01
每股经营现金流(元)	-0.05	-0.13	-0.11
销售毛利率	4.76%	7.80%	8.94%
销售净利率	-4.14%	-4.62%	-1.19%
净资产收益率(ROE)	-2.64%	-2.35%	-0.67%
投入资本回报率(ROIC)	-0.35%	-0.37%	0.67%
市盈率(P/E)	-62.56	-74.00	-261.67
市净率(P/B)	1.65	1.74	1.75

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

五、风险提示

房地产行业供需关系改善不及预期的风险。若房地产行业市场供需关系改善不及预期，或使资产价格改善不及预期，可能会对公司产业园业务销售金额以及利润率造成影响。但随着近期多项房地产政策出台，后续房地产行业有望平稳健康发展。

电线电缆行业市场竞争加剧的风险。我国电线电缆行业企业数目众多，行业高度分散，市场集中度低。行业内规模以上企业约 4,000 家。目前，中低压电力电缆技术含量以及对设备投资的要求不高，相关市场竞争激烈，呈现集中趋势。此外，国外电线电缆生产厂商直接或通过联营、合资等间接方式进入国内市场，加剧了行业竞争，上述因素均使公司中低压产品面临市场激烈的竞争，公司面临一定程度的市场竞争风险。

铜材价格大幅波动的风险。电线电缆行业具有“料重工轻”的特点，其中铜材占公司主营业务成本在 80%以上，比例最大，铜材价格变动将引起公司产品销售价格、销售成本、毛利以及所需周转资金的变动。因此铜价波动对本公司营业收入和营业成本都会带来较大影响，原材料价格大幅波动加大了公司成本管理的难度，若风险控制能力不强，将对经营带来一定风险。

表 9: 预测报表摘要

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E
货币资金	2.9	2.8	1.3	1.2	1.3	营业收入	41.81	39.84	14.57	11.75	12.91
应收票据及账款	18.7	16.3	14.5	11.7	12.8	营业成本	40.88	39.37	13.87	10.83	11.75
预付账款	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	税金及附加	0.08	0.10	0.10	0.05	0.06
其他应收款	0.3	0.6	0.4	0.3	0.3	销售费用	0.47	0.27	0.28	0.41	0.32
存货	25.3	29.0	30.0	32.6	33.8	管理费用	0.85	0.72	0.66	0.70	0.58
其他流动资产	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	研发费用	0.00	0.01	0.00	0.02	0.03
流动资产总计	47.5	49.1	46.5	46.1	48.7	财务费用	0.32	0.74	0.54	0.44	0.51
长期股权投资	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1.9	0.9	0.8	0.7	0.7	信用减值损失	-0.06	-0.09	0.06	0.00	0.01
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00
无形资产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	投资收益	0.02	0.07	0.05	0.05	0.06
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00
其他非流动资产	5.0	5.0	4.8	4.7	4.7	资产处置收益	0.00	0.07	0.11	0.06	0.08
非流动资产合计	7.6	6.7	6.4	6.1	6.2	其他收益	0.02	0.00	0.06	0.03	0.03
资产总计	55.1	55.7	52.9	52.3	54.9	营业利润	-0.81	-1.31	-0.57	-0.57	-0.16
短期借款	16.5	18.1	13.1	13.8	14.7	营业外收入	0.06	0.01	0.01	0.02	0.01
应付票据及账款	5.2	7.2	5.4	4.2	4.6	营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
流动负债-其他	2.5	1.6	3.7	3.0	3.2	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	24.2	26.9	22.2	21.0	22.4	利润总额	-0.76	-1.31	-0.56	-0.54	-0.15
长期借款等	3.0	2.3	4.8	5.9	7.2	所得税	0.12	0.04	0.04	-0.00	-0.00
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	-0.87	-1.36	-0.60	-0.54	-0.15
非流动负债合计	3.1	2.3	4.8	6.0	7.3	少数股东损益	0.07	-0.02	0.06	0.03	0.01
负债合计	27.3	29.2	27.0	27.0	29.7	归属母公司股东净利润	-0.94	-1.34	-0.66	-0.57	-0.16
股本	12.9	12.9	12.6	12.6	12.6	EBITDA	-0.06	-0.03	0.42	0.15	0.62
资本公积	6.9	6.9	5.6	5.6	5.6	NOPLAT	-0.54	-0.68	-0.16	-0.16	0.29
留存收益	7.1	5.8	6.8	6.2	6.1	EPS(元)	-0.08	-0.11	-0.05	-0.05	-0.01
归属母公司权益	26.9	25.5	24.9	24.3	24.2						
少数股东权益	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	主要财务比率					
股东权益合计	27.8	26.5	25.9	25.3	25.2	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E
负债和股东权益合计	55.1	55.7	52.9	52.3	54.9	成长能力					
						营收增长率	8.5%	-4.7%	-63.4%	-19.3%	9.9%
						营业利润增长率	-119%	-61%	57%	0%	71%
现金流量表						EBIT 增长率	-109%	-31%	97%	-433%	433%
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	EBITDA 增长率	-101%	45%	1462%	-65%	320%
税后经营利润	-0.87	-1.36	-0.60	-0.70	-0.33	归母净利润增长率	-134%	-42%	51%	13%	72%
折旧与摊销	0.38	0.54	0.44	0.25	0.27	经营现金流增长率	-270%	104%	-322%	-174%	15%
财务费用	0.32	0.74	0.54	0.44	0.51	盈利能力					
投资损失	-0.02	-0.07	-0.05	-0.05	-0.06	毛利率	2.2%	1.2%	4.8%	7.8%	8.9%
营运资金变动	-7.56	0.14	-0.77	-1.62	-1.84	净利率	-2.1%	-3.4%	-4.1%	-4.6%	-1.2%
其他经营现金流	0.66	0.27	-0.14	0.10	0.10	营业利润率	-1.9%	-3.3%	-3.9%	-4.8%	-1.3%
经营性现金净流量	-7.10	0.26	-0.58	-1.58	-1.35	ROE	-3.5%	-5.2%	-2.6%	-2.4%	-0.7%
资本支出	0.26	0.10	0.05	0.00	0.30	ROA	-1.7%	-2.4%	-1.2%	-1.1%	-0.3%
长期投资	-1.90	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-1.4%	-1.5%	-0.4%	-0.4%	0.7%
其他投资现金流	0.23	0.02	0.05	0.07	0.10	估值倍数					
投资性现金净流量	-1.93	-0.08	0.00	0.07	-0.20	P/E	-44.9	-31.6	-64.3	-74.0	-261.7
短期借款	5.29	1.62	-5.03	0.72	0.84	P/S	1.01	1.06	2.91	3.60	3.28
长期借款	-0.36	-0.75	2.48	1.14	1.33	P/B	1.58	1.66	1.70	1.74	1.75
普通股增加	0.00	0.00	-0.33	0.00	0.00	股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资本公积增加	0.00	0.00	-1.29	0.00	0.00	EV/EBIT	-186.7	-147.9	-3468.4	-577.0	179.4
其他筹资现金流	-0.79	-1.07	3.01	-0.44	-0.51	EV/EBITDA	-1443.8	-2742	163.1	410.7	101.2
筹资性现金净流量	4.14	-0.20	-1.17	1.43	1.66	EV/NOPLAT	-150.9	-123.8	-437.0	-390.9	218.2
现金流量净额	-4.89	-0.03	-1.75	-0.08	0.12						

资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于沪深 300 指数表现+20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现-10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。