

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

山高控股 (00412.HK)

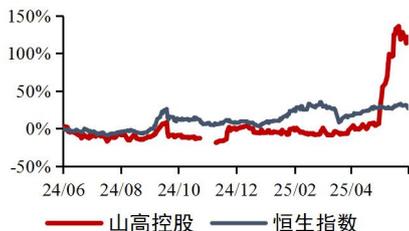
增持-B(首次)

“新能源+新基建”双赛道耐心资本，打造电算一体化生态典范

2025年6月20日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2025年6月19日

收盘价（港元）：	13.82
总股本（亿股）：	60.19
流通股本（亿股）：	60.19
流通市值（亿港元）：	831.89

资料来源：最闻

基础数据：2024年12月31日

每股净资产（元）：	1.02
每股资本公积（元）：	0.66
每股未分配利润（元）：	0.45

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

刘聪颖

执业登记编码：S0760524110002

邮箱：liucongying@sxzq.com

投资要点：

➤ 算力电力协同是绿色算力发展的必然选择和进阶路径。据国家能源局数据，2024年我国可再生能源新增装机同比增加23%，占电力新增装机的86%；发电量同比增加19%，占全部发电量的35%；未来新型电力系统中可再生能源供电占比预计将超过70%，随着新能源逐渐成为供能主体，新能源发电消纳问题的严峻性日益凸显。随着人工智能的快速发展，全球算力规模持续高速增长；据中国信通院数据，2023年全球计算设备算力总规模增速达54%，预计未来五年全球算力规模仍将以超过50%的速度增长，2023年我国数据中心用电量同比增加15.4%，高于同期全社会用电量增速5.8%，算力用电占全社会用电量比例持续上升。算力产业用能的快速增长和新型电力系统的转型需求使得算力电力协同成为关键发展趋势，这种融合不仅体现在技术层面，更将重构产业生态，最终构建一个高效、绿色、智能的能源与数字经济融合发展新范式。

➤ “新能源+新基建”赛道成型，投后持续赋能优化与协同。山高控股自2021年开始从类金融投资向产业投资控股转型，先后认购山高新能源56.97%股权与世纪互联42.12%股权，通过协同赋能与资产盘活，目前“新能源+新基建”赛道已经成型。截至2024年12月31日，公司新兴产业投资资产规模约520.1亿元，占资产总规模的78.6%。除资金与资源赋能外，公司积极推动体系内产业板块间的深度融合协作，乌兰察布绿色GW级AIDC超级智算旗舰基地是首个“源网荷储一体化”项目，在算力中心、绿色直流、虚拟电厂、新型电力系统等多个领域创新协同，已获批200MW风力发电、100MW光伏发电以及配套建设的45MW/180MWh储能设施，全面建成后将实现融合开发、就近消纳、降低成本、提高效率等多重收益。

➤ 专注挖掘电算科技产业细分赛道投资机会，构建“AI算力+数据资产+场景应用”数字经济生态圈。公司围绕新能源、新基建等国家重点支持行业及山东高速集团主业产业链上的战略新兴产业，逐步形成具有互补性、嵌入性、互惠性的山高控股生态圈，促进电算科技战略布局落地。未来，公司将充分发挥新能源与数据中心双赛道布局的优势，通过股债联动及一二级市场联动等多元资本运作方式，综合标的资产的安全性、盈利性、流动性及协同性进行最优配置，以专注化投资夯实公司电算科技产业增量投资收益，同时争取中短期战略性投资收益最大化。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 1.18/2.61/4.92 亿元，分别同比增加 118.5%/121.9%/88.2%，EPS 分别为 0.02/0.04/0.08 元，对应 2025 年 6 月 17 日收盘价 12.19 元(13.34 港元)，PB 为 11.9/11.5/10.9 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。

**风险提示：**新能源补贴退出后收益下降风险；光伏产能出清节奏不及预期风险；数据中心产能消化不及时风险；数据中心行业竞争加剧风险；IDC 上架率不及预期风险；政策支持力度减弱风险等。

**财务数据与估值：**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,011	5,581	6,130	6,823	7,677
YoY(%)	33.8	11.4	9.8	11.3	12.5
归母净利润(百万元)	14	54	118	261	492
YoY(%)	-	294.1	118.5	121.9	88.2
毛利率(%)	44.7	47.2	47.7	48.2	48.8
EPS(摊薄/元)	0.00	0.01	0.02	0.04	0.08
ROE(%)	0.2	0.9	1.9	4.1	7.3
P/B(倍)	-	12.0	11.9	11.5	10.9
净利率(%)	9.9	12.4	14.0	17.3	21.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 高效协同释放乘数效应，成功完成战略转型.....	7
1.1 “新能源+新基建”双轮驱动，构筑产业护城河.....	7
1.2 战略转型取得显著成效，营收与利润双增长.....	8
2. “绿电+算力”的融合正重绘数字经济的能源底色.....	10
2.1 新能源全面入市参与电力交易，绿电市场预计迎来爆发式增长.....	10
2.2 AI 驱动 IDC 建设加速，算力用能急速增长.....	13
2.3 算力电力协同发展是算力产业低碳转型的迫切需求.....	16
3. 逐步形成电算产业生态圈，协同发展增量空间可期.....	19
3.1 作为耐心资本投资山高新能源，投后完成资产盘整.....	19
3.2 战略赋能世纪互联，新增订单释放增长信号.....	23
3.3 牵头体系内企业协同，打造独具山高特色的电算科技产业生态.....	26
4. 盈利预测与投资建议.....	29
5. 风险提示.....	32



## 图表目录

图 1: 产业投资为山高控股目前主要业务.....	7
图 2: 山高控股已成功实现“绿电+算力”产业链的垂直整合.....	7
图 3: 2024 年山高控股营收同比增加 11.38%.....	8
图 4: 2024 年山高控股实现归母净利润 0.54 亿元.....	8
图 5: 2024 年山高控股毛利润同比增加 17.63%.....	9
图 6: 2024 年山高控股毛利率为 47%.....	9
图 7: 2024 年山高控股管理费用率为 11.67%.....	9
图 8: 2024 年山高控股财务费用率为 32.12%.....	9
图 9: 我国各类可再生能源发电装机容量占比逐年提升.....	10
图 10: 新能源市场化交易情况(单位: 亿千瓦时).....	11
图 11: 绿电绿证交易完成情况.....	11
图 12: 2024 年山西省上网电量结算均价.....	12
图 13: 2024 年山东省各类型电量交易均价.....	12
图 14: 2023 年全球算力总规模增速达 54%.....	13
图 15: 2023 年我国算力中心机架总规模同比+24%.....	13
图 16: 我国算力规模稳定增长.....	14
图 17: 智能算力占比持续提升.....	14
图 18: 通用算力应用分布情况.....	15
图 19: 智能算力应用分布情况.....	15
图 20: 中国传统 IDC 业务市场规模及预测(单位: 亿元).....	15
图 21: 我国算力中心用电需求预测.....	16



图 22: 全国数据中心用电量占比.....	16
图 23: 算力电力协同发展体系.....	17
图 24: 算力与电力的协同程度持续深化.....	18
图 25: 山高新能源持有及运营的主要项目.....	19
图 26: 2024 年山高新能源实现营收 44.23 亿元.....	23
图 27: 2024 年山高新能源实现净利润 4.63 亿元.....	23
图 28: 世纪互联采用“基地型+城市型”双引擎驱动业务模式.....	23
图 29: 世纪互联形成了规模化的数据中心产业集群.....	24
图 30: 世纪互联 2024 年营收同比增加 11%.....	25
图 31: 2024 年世纪互联实现扭亏为盈.....	25
图 32: 基地型 IDC 上架容量同比增加 134MW.....	25
图 33: 城市型 IDC 自建机柜数同比增加 212 个.....	25
图 34: 世纪互联基地型 IDC 业务增长规划.....	26
图 35: 乌兰察布绿色 GW 级 AIDC 超级智算旗舰基地.....	27
图 36: 山高控股致力于打造“AI 算力+数据资产+场景应用”的数字经济生态圈.....	28
表 1: 各省（市、地区）主要电力市场建设情况.....	12
表 2: 山西省第二批驭风行动助力乡村振兴试点项目.....	20
表 3: 山高新能源持有 53 座集中式光伏电站（截至 2024 年底）.....	21
表 4: 山高新能源持有并已投运 19 个风力发电站（截至 2024 年底）.....	21
表 5: 2024 年山高新能源实现清洁供暖面积 3532 万平方米.....	22
表 6: 预计山高新能源 2025-2027 年营收分别同比增加 9.8%、11.7%、13.2%.....	29
表 7: 预计 2025-2027 年世纪互联净利润同比增速在 20%左右.....	30

表 8: 可比公司估值..... 31

## 1. 高效协同释放乘数效应，成功完成战略转型

### 1.1 “新能源+新基建”双轮驱动，构筑产业护城河

山东高速集团唯一境外产业平台，完成产业投资战略转型。山高控股集团是山东高速集团旗下唯一的境外投融资和新兴产业控股平台，主营业务自 2021 年开始从类金融投资向产业投资控股转型。山东高速集团有限公司是山东省国资委出资人责任的国有独资大型企业集团，作为控股股东持有公司 43.44% 的股份。

图 1：产业投资为山高控股目前主要业务



资料来源：山高控股 2024 年报，山西证券研究所

初步构建“绿电+算力”的产业生态体系。在全球能源革命与人工智能融合加速的产业拐点，公司创新实施战略转型，聚焦新能源、新基建等战略新兴产业赛道。目前，公司控股山高新能源（股权比例为 56.97%），是山高环能的单一大股东，并拥有美股上市公司世纪互联 42% 的股份，“能源+算力”产业布局的主线已清晰构筑并趋于成熟。

图 2：山高控股已成功实现“绿电+算力”产业链的垂直整合



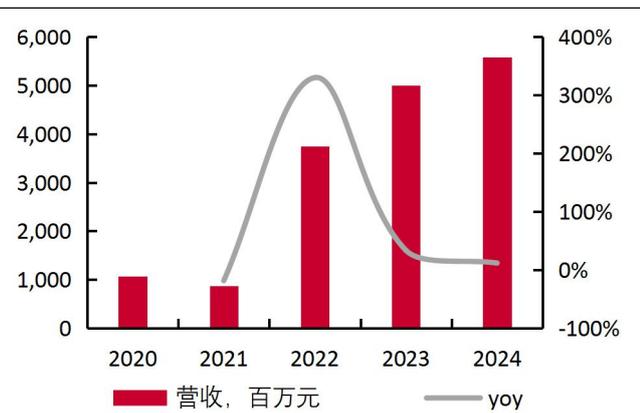
资料来源：山高控股官网，山西证券研究所整理

**管理提升，构筑可持续发展动力。**2024 年公司坚定不移的推进管理及防控体系的优化工作，持续优化调整组织管理基础体系，强化管理和管控能力，确保公司各项工作顺利推进。在基础管理方面，公司积极对标同业优秀企业，深入剖析自身在管理方面存在的问题和短板，推动公司管理规范水平显著提升。在控股企业投后管理方面，全面梳理控股子公司管理现状，制定差异化管控实施方案，涵盖了治理结构、决策机制、战略规划、投资管理和国有资产管理等多个关键环节，助力提升控股企业的整体运营水平和市场竞争力。2024 年初，山高控股被纳入恒生综合指数成分股行列，不仅标志着公司已满足港股通的纳入资格，更是资本市场及恒指公司对山高控股战略转型成效、财务表现及长期投资价值的高度认可。

## 1.2 战略转型取得显著成效，营收与利润双增长

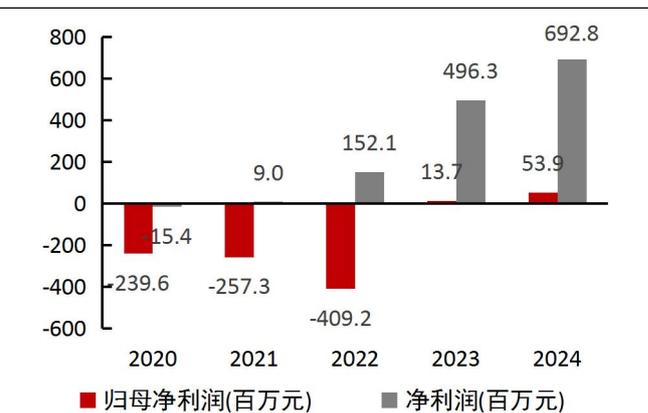
**整体发展态势积极向好，产业投资占据主导。**2024 年，公司持续优化自身业务布局与资产配置结构，在产业融合方面所构建的良性循环发展模式日益成熟，被投资企业已进入良性发展的快车道，展现出强劲的增长潜力和市场竞争力。截至 2024 年 12 月 31 日，公司资产规模总额约为 661.7 亿元，其中新兴产业投资资产规模约为 520.1 亿元，占资产总体规模的 78.60%。2024 年公司实现营收 55.8 亿元，同比增加 11.38%，实现归母净利润 5391 万元。

图 3：2024 年山高控股营收同比增加 11.38%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：2024 年山高控股实现归母净利润 0.54 亿元

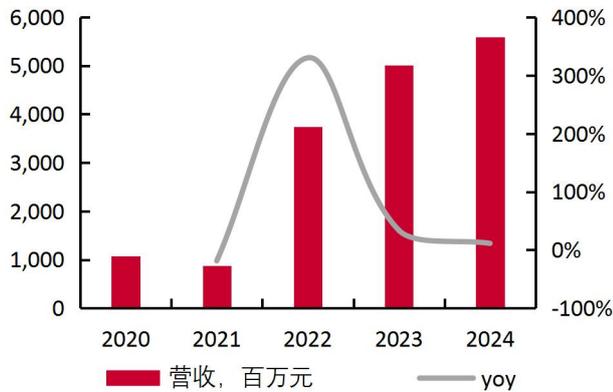


资料来源：Wind，山西证券研究所

**持续降本增效，毛利率同比增加。**公司在多个方面推进降本措施，降低新能源项目工程施工成本、融资成本、税费成本和人工成本等费用，为公司的可持续发展提供了有力的财务支持。2024 年公司毛利润约为 26.36 亿元，同比增加 17.63%，毛利率约为 47%。



图 5：2024 年山高控股毛利润同比增加 17.63%



资料来源：Wind，山西证券研究所

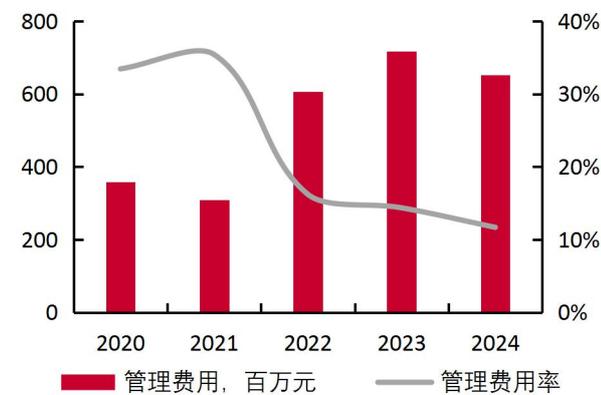
图 6：2024 年山高控股毛利率为 47%



资料来源：Wind，山西证券研究所

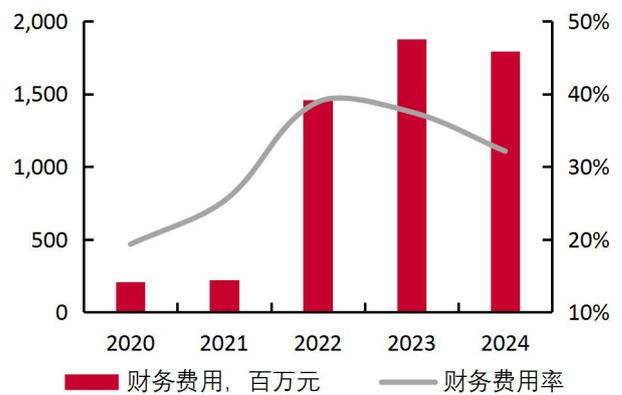
管理费用与财务费用均稳中有降。2024 年公司管理费用为 6.51 亿元，管理费用率为 11.67%，同比减少 2.65pct；公司财务费用为 17.93 亿元，财务费用率为 32.12%，同比减少 5.28pct。

图 7：2024 年山高控股管理费用率为 11.67%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：2024 年山高控股财务费用率为 32.12%



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. “绿电+算力”的融合正重绘数字经济的能源底色

### 2.1 新能源全面入市参与电力交易，绿电市场预计迎来爆发式增长

可再生能源装机量实现新的突破，发电量稳步迈上新台阶。绿电是指符合国家有关政策要求的风电、光伏、水电等可再生能源发电项目所生产的全部电量，由于在生产电力的过程中，其二氧化碳排放量为零或趋近于零，故称为绿电。2024年，中国可再生能源新增装机3.73亿千瓦，同比增加23%，占电力新增装机的86%；发电量达到3.46万亿千瓦时，同比增加19%，约占全部发电量的35%。2025年一季度，全国可再生能源新增装机量7675万千瓦，同比增加21%，约占新增装机的90%，风电光伏发电合计装机历史性超过火电装机；发电量达到8160亿千瓦时，同比增加18.7%，约占全部发电量的35.9%。

图9：我国各类可再生能源发电装机容量占比逐年提升

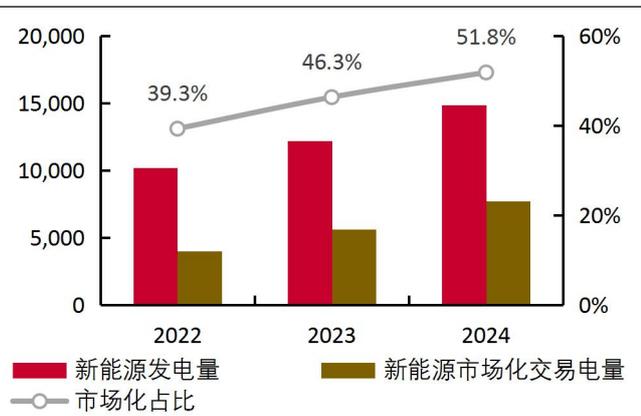


资料来源：水利水电规划设计总院，《中国可再生能源发展报告2024年度》，山西证券研究所

新能源参与市场机制不断完善，绿电处于政策红利释放期。随着新能源的大规模快速发展，原有新能源保量保价政策已失去落实基础，推动新能源参与电力市场是保障新能源高效利用、健康发展的重要措施。2021年，发改委和国家能源局联合发布《绿色电力交易试点工作方案》，绿电交易试点启动；2022年，发改委和工信部等部门制定《促进绿色消费实施方案》，鼓励消费绿色电力；2023年，发改委、财政部、国家能源局发布《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》，对绿证的核发范围、方式、法律地位等做出了完善；2024年，发改委等部门发布《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接，大力

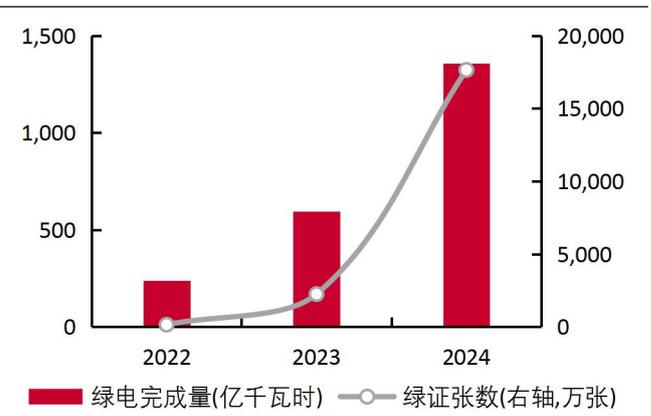
促进非化石能源消费的通知》，将绿证交易纳入地方能耗考核，企业通过出售绿证可获得溢价收益；2025年2月，发改委与国家能源局联合发布《深化新能源上网电价市场化改革，促进新能源高质量发展的通知》，推动新能源上网电量参与市场交易，上网电价全面由市场形成；2025年4月，国家能源局发布《中国绿色电力证书发展报告（2024）》，对2024年绿证核发交易、应用场景拓展、国际互认等方面的主要进展和成效进行了系统分析。据国家能源局数据，2025年一季度共核发绿证6.62亿个，其中3月份核发绿证1.74亿个，同比增加9.39倍；绿证核发量激增说明我国绿电生产规模迅猛扩张，一季度华北区域跨区跨省绿电交易电量达295.1亿千瓦时，同比增加73%，华东区域跨区跨省绿电交易电量达38.55亿千瓦时，同比增加67.83%。

图 10：新能源市场化交易情况(单位：亿千瓦时)



资料来源：北京电力交易中心，《2024年电力市场年报》，山西证券研究所

图 11：绿电绿证交易完成情况



资料来源：北京电力交易中心，《2024年电力市场年报》，山西证券研究所

绿电交易成交电价普遍高于当地中长期市场均价。绿电交易机制分为直接交易或向电网企业购买两种方式，绿电价格由电能量价格和环境溢价两部分构成；电能量价格是绿色电力的生产运营成本，通常执行燃煤基准价；环境溢价是绿色电力的环境属性价值，根据市场供求关系、政策补贴、环境成本等多种因素确定，反映了绿电的环境价值，是绿电价格中高于普通电价的部分。据北京电力交易中心数据，绿电交易成交电价普遍高于当地中长期市场均价，溢价幅度为20.53-105.52元/MWh；宁夏、福建、重庆、天津、上海、浙江、江西七省成交价格均高于当地燃煤基准价上浮20%后的水平。2024年，山西省绿电交易成交电量76.59亿千瓦时，是2023年的3.2倍，绿电月结算均价均处于350元/MWh之上，高于现货机组上网电量结算均价348.07元/MWh；山东中长期市场交易均价为367.14元/MWh，绿电交易均价为413.50元/MWh左右，波动较小，绿色环境权益溢价约为22.4元/MWh。

图 12：2024 年山西省上网电量结算均价



资料来源：颉合科技，山西证券研究所

图 13：2024 年山东省各类型电量交易均价



资料来源：颉合科技，山西证券研究所

预计新能源参与市场比例将持续扩大。在新型电力系统下，随着新能源逐步成为装机、电量主体，电力商品的价值较以往出现细分，由以电能量价值为主，逐步向电能量价值、可靠性价值、灵活性价值以及绿色环境价值等多维价值体系转变。中国绿电市场已经取得显著成效，未来，随着政策支持和市场机制的不断完善，绿电市场将持续健康发展。

表 1：各省（市、地区）主要电力市场建设情况

	电能量市场	辅助服务市场	容量机制	新能源入市情况	绿电交易情况
广东	中长期市场+正式运行的现货市场	省级调频、区域调频、备用	气电、煤电均以 100 元/kW/年进行补偿	分配基数电量，基数电量以外参与电能量市场	省内新能源自主选择绿电或常规中长期交易，新增绿电事后交易
山西	中长期市场+正式运行的现货市场	省级调频、正备用、区域调峰	煤电以 100 元/kW/年进行补偿，正在建立补偿价格动态调整机制	分配基数电量，基数电量以外参与电能量市场	作为供端以省间绿电外送为主，省内绿电交易由无补贴新能源参加，提出绿证偏差处理机制
甘肃	中长期市场+正式运行的现货市场	省级调峰容量、调频、需求响应	煤电以 100 元/kW/年进行补偿	所有新能源均参与现货市场，特殊项目仅参与出清不参与结算	多年期省间交易快速增长
蒙西	中长期市场+结算试运行的现货市场	省级调频、备用	煤电以 100 元/kW/年进行补偿；示范独立储能以 0.35 元/kWh 的标准最多补偿 10 年	除特殊项目外，新能源均参与电能量市场	推动新能源中长期交易全部转入绿电交易
浙江	中长期市场+结算试运行的现货市场	省级调频、区域调峰、备用	煤电以 100 元/kW/年进行补偿，存量非分布式气电机组有容量补偿	(2025 年)集中式项目 90%电量分配政府授权合约，其余电量直接参与现货市场	省内推动分布式新能源聚合参与绿电交易

江苏	中长期市场+结算试运行的现货市场	省级调频、区域调峰、备用	煤电以 100 元/kW/年进行补偿	(2025 年)风光项目分别保购 800h 和 400h, 其余电量参与电能量市场	省内推动分布式项目参与绿电交易, 省间作为受端引入西北地区绿电, 提供用户侧绿电消费补贴
上海	中长期市场+结算试运行的现货市场	区域调峰、备用	煤电以 100 元/kW/年进行补偿; 气电调峰和热电联产机组有容量补偿	高比例保购, 自愿参与电能量市场	作为受端以省间交易为主, 衔接绿电交易与地方碳市场履约核算
北京	中长期市场	区域调峰、(京津唐电网)调频	煤电以 100 元/kW/年进行补偿	高比例保购, 自愿参与电能量市场	作为受端以省间绿电交易为主, 为参与绿电交易的用户提供补贴, 衔接绿电交易与碳市场履约核算

资料来源:《中国省级绿色电力市场建设: 现状与展望》, 山西证券研究所

## 2.2 AI 驱动 IDC 建设加速, 算力用能急速增长

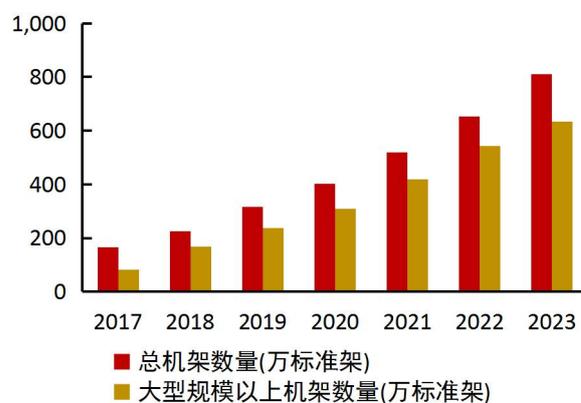
全球算力规模持续高速增长, 数据中心是数字经济的“发动机”。数字产业化、产业数字化已成为世界各国提高经济发展效率和韧性的重要手段, 算力是数字时代的核心生产力, 从算力基础设施的角度来看, 主要包括数据中心、智算中心、超算中心等设施。据 CAICT 数据, 2023 年全球计算设备算力总规模为 1397 EFlops, 增速达 54%, 预计未来五年仍将以超过 50% 的速度增长, 2030 年将超过 16 ZFlops。数据中心作为人工智能、云计算等新一代信息通信技术的重要载体, 已经成为新型数字基础设施的算力底座; 截至 2023 年底, 我国在算力中心机架总规模达到 810 万标准机架, 同比增加 24.2%, 算力总规模超过 230 EFlops, 居全球第二。

图 14: 2023 年全球算力总规模增速达 54%



资料来源: CAICT, 山西证券研究所

图 15: 2023 年我国算力中心机架总规模同比+24%



资料来源: CAICT,《中国算力发展报告(2024 年)》, 华彩算力, 山西证券研究所

AI 计算算力成为数据中心发展的最大驱动力，数据中心加速向智算中心升级发展。随着 AIGC 时代开启，人工智能大模型蓬勃发展，我国智能算力需求激增，且将在未来保持高速增长态势。据 CAICT 数据，2023 年我国计算设备算力总规模达到 435 EFlops（FP32），同比增加 44%；其中，基础算力规模为 140.4 EFlops（FP32），同比增加 17%，在我国算力占比为 32.2%；智能算力规模为 289.4 EFlops（换算为 FP32），同比增加 62%，在我国算力占比达 66.5%，成为算力增长最重要的组成部分；超算算力规模为 5.1 EFlops（换算为 FP32），连续三年增速超过 30%。

图 16：我国算力规模稳定增长



资料来源：CAICT，山西证券研究所

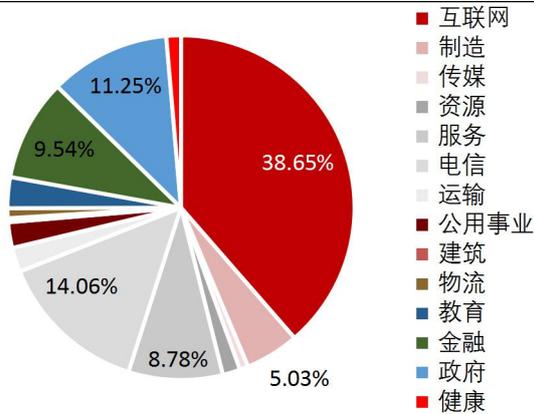
图 17：智能算力占比持续提升



资料来源：CAICT，山西证券研究所

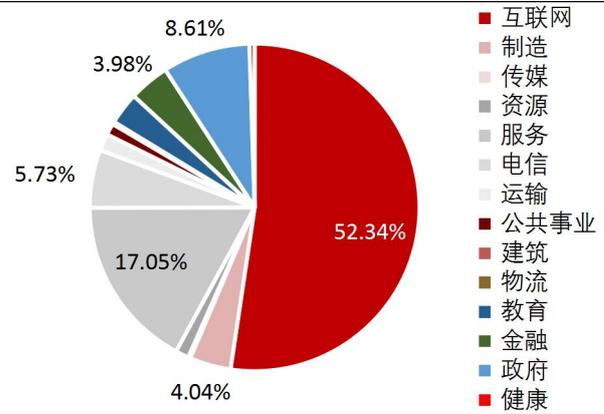
互联网行业是算力需求最大的行业，IDC 需求预计持续增长。根据所有性质或服务对象不同，数据中心可以分为 IDC（互联网数据中心）、EDC（企业数据中心）以及 NSC（国家超级计算中心），IDC 是电信业务经营者利用已有的互联网通信线路、宽带资源，建立标准化的电信专业级机房环境，通过互联网向客户提供服务器托管、租用以及相关增值等方面的全方位服务。据《先进算力暨算力发展指数蓝皮书（2024 年）》数据，互联网行业在通用算力领域占据 38.6% 的份额，在智能算力领域占据 52% 的份额，在智能计算中心的投资建设中占据重要地位。近年来，在全球数字化转型的背景下，2025 年《政府工作报告》明确提出“加快数字中国建设，数字经济核心产业增加值占 GDP 比重达到 10% 左右”，各行业在算力领域的投资都将快速增长，AI 和 IDC 协同发展迈上新台阶。IDC 是算力的物理承载，作为各类数字技术应用的物理底座，正成为全球科技巨头布局的重点，微软、亚马逊 AWS、谷歌云等均在不断扩展数据中心网络，提升计算能力以满足日益增长的数据需求。

图 18：通用算力应用分布情况



资料来源：《先进计算暨算力发展指数蓝皮书（2024年）》，CAICT，山西证券研究所

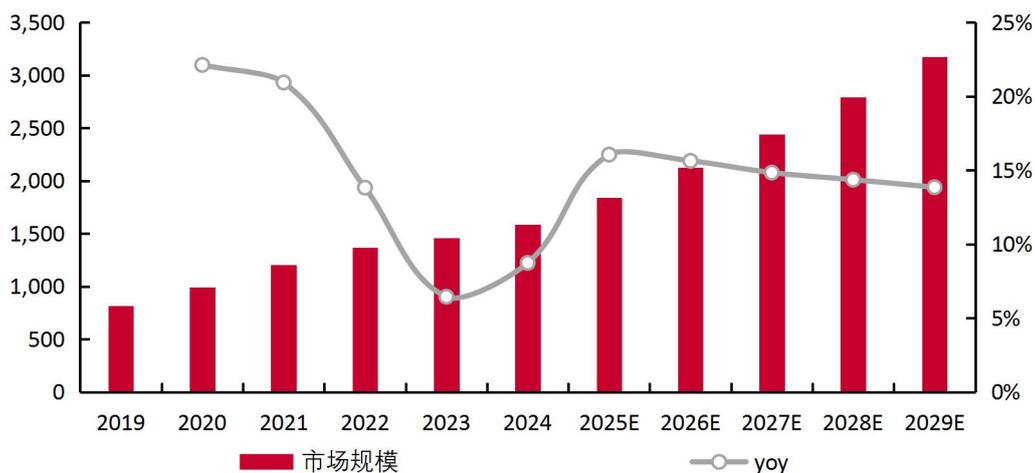
图 19：智能算力应用分布情况



资料来源：《先进计算暨算力发展指数蓝皮书（2024年）》，CAICT，山西证券研究所

中国 IDC 市场呈现回暖态势，预计将开启新一轮扩张周期。在头部互联网企业规模化采购及人工智能驱动的智能算力需求推动下，IDC 市场增速出现一定反弹，根据科智咨询数据，2024 年中国传统 IDC 业务市场规模为 1583 亿元，同比增加 8.7%；伴随着人工智能驱动下的智算算力需求激增，预计未来五年中国传统 IDC 业务市场规模复合增长率为 14.9%，到 2029 年达到 3175 亿元。

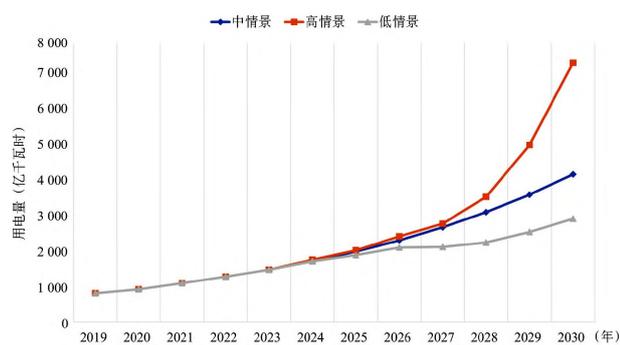
图 20：中国传统 IDC 业务市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：科智咨询，IDC 圈，山西证券研究所（注：中国传统 IDC 业务市场规模统计口径为中国 IDC 服务商传统 IDC 业务收入（含机柜租赁、带宽及增值服务收入））

算力中心用电增速远高于全社会用电量增速，算力的低碳化发展离不开绿电支撑。近年来，随着人工智能的快速发展，大模型训练所需的数据量与参数规模正呈现指数级增长态势，算力用能急剧增长，数据中心总耗电量在 ICT 行业占比超过 80%。据 CAICT 测算，2023 年全国数据中心用电量为 1500 亿千瓦时，同比增加 15.4%，同期全社会用电量增速为 6.8%；算力中心用电量占全社会总用电量比例为 1.6%，虽然目前所占比例不大，但其快速增长的趋势不容忽视。应用绿电是算力企业低碳转型的关键，众多 IDC 企业已相继发布其“碳中和”目标，承诺将于 2030 年实现可再生能源电力的使用；同时，发改委、国家能源局、工信部等五部门联合发布《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》，明确将数据中心纳入重点节能降碳领域，到 2025 年底，要实现 60%以上新增算力在国家枢纽节点集聚，新建大型数据中心使用绿电占比超过 80%。

图 21：我国算力中心用电需求预测



资料来源：《算力电力协同发展内涵与关键举措研究》，山西证券研究所

图 22：全国数据中心用电量占比

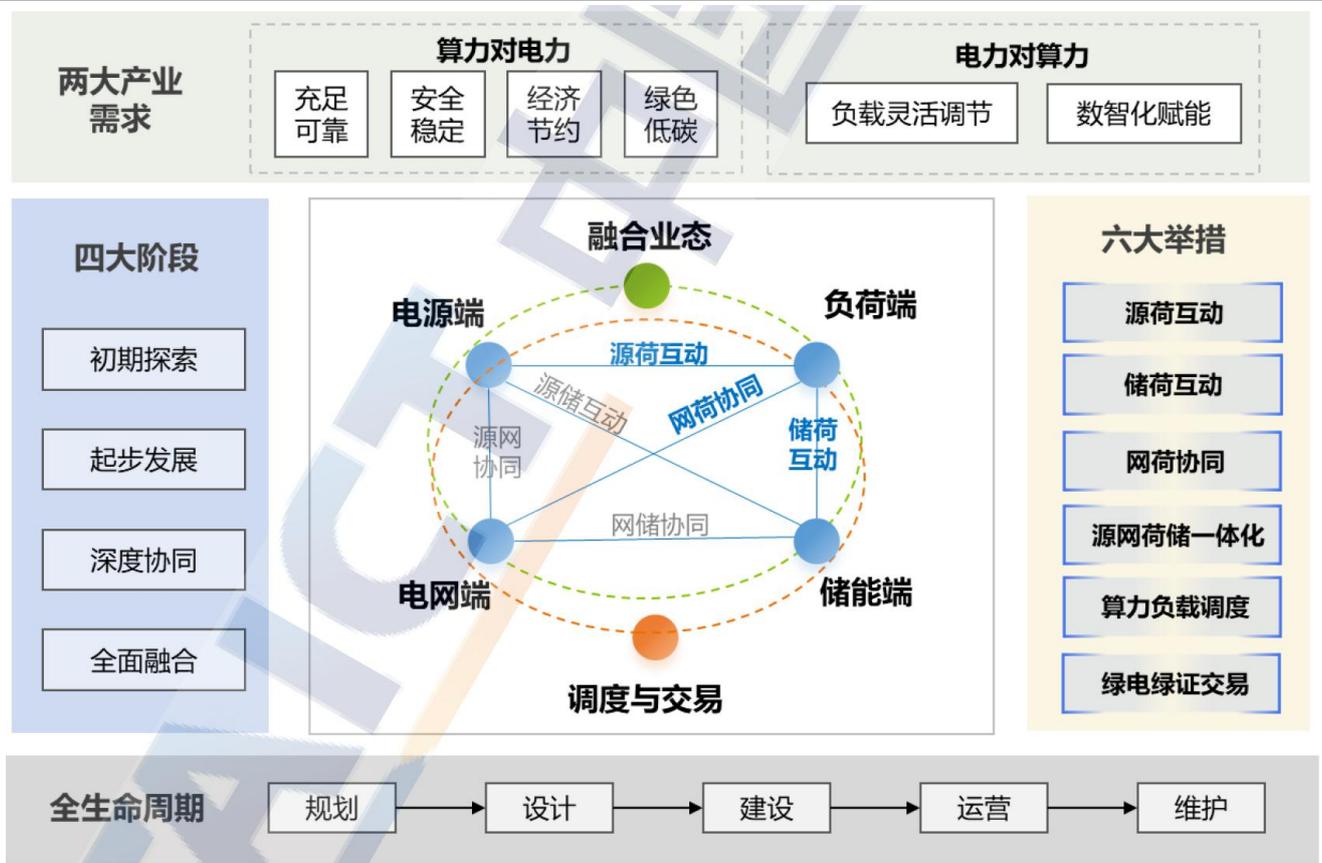


资料来源：国家能源局，CAICT，数字经济发展，山西证券研究所

### 2.3 算力电力协同发展是算力产业低碳转型的迫切需求

算力电力协同是绿色算力发展的必然选择和进阶路径。算力电力协同是以新型电力系统为支撑，以算力基础设施高质量发展和全国一体化算力网建设为指引，综合考虑全要素和全生命周期，深化智能调度、源网荷储、新型供电与备电、绿电聚合供应等技术与创新，使算力与电力两大生产力在产业规划、生产运营、资源调度、市场体系等层面实现全局优化。

图 23：算力电力协同发展体系



资料来源：CAICT，数字经济发展，山西证券研究所

算力电力协同发展包含算力体系和电力体系两大关键要素，算力体系关键主体包含算力供给方和算网运营方，电力体系主要包括发电方、电网方和储能方。算力供给方是算力资源的拥有者，是电力需求的主要来源之一；算网运营方是算力传输基础设施的提供者和运营者；发电方是绿色电力的主要供应者；电网方是电力传输基础设施的提供者和运营者；储能方是电力系统的灵活调节者。

算力电力协同是一个由探索到成熟、由初级到高级、由协同到融合的渐进发展过程，在这一演进过程中，算力与电力的合作愈发紧密。在初期探索阶段，尚未明确提出算力电力协同的概念，但两个体系已在多个领域展开了合作，为未来的协同发展奠定了基础；2023 年国家政策首次提及“算力电力协同”，将创新算力电力协同机制列为重点任务；到深度协同阶段，算力电力协同产业链基本建成，协同机制不断完善；到全面融合阶段，清洁能源广泛融入算电协同体系，算力与能源全面融合。

图 24：算力与电力的协同程度持续深化



资料来源：CAICT，数字经济发展，山西证券研究所

算力电力协同正以前所未有的态势发展。数字经济发展与新型电力系统建设为算力电力协同发展带来了新的机遇，算力与电力产业升级激发了新需求，政策层面的支持不断释放新红利。算力电力协同已成为行业发展的共识，涉及电源端、电网端、储能端和算力中心负荷端四个主体，在基础设施层面，通过各主体间的两两协同与互动，有助于进一步构建网荷储一体化的创新模式；在调度层面，通过算力负载的灵活调节能够有效优化电力资源配置；在市场层面，依托绿电绿证交易机制提升可再生能源的利用率。

### 3. 逐步形成电算产业生态圈，协同发展增量空间可期

#### 3.1 作为耐心资本投资山高新能源，投后完成资产盘整

加大对山高新能源持股比例，巩固公司在新能源市场中的行业地位。2022年5月，公司出资46.85亿港元认购北控清洁能源（后更名为山高新能源）43.45%股份成为其控股股东，切入新能源赛道，2024年12月，进一步增持至56.97%，极大的增强了公司对山高新能源的控制力。山高新能源主要从事光伏发电、风力发电及清洁供暖业务，是除电力央企外少有的全业态新能源投资运营商，有强劲基本面及长期布局发展潜力。

图 25：山高新能源持有及运营的主要项目



资料来源：山高新能源 2024 年年报，山西证券研究所

积极拓展山东省内新能源市场，首次获得驭风项目指标。2024年，山高新能源共获取新能源开发指标超4GW，同比增加300+%，是山高新能源历史上获取项目指标规模最大的一年。在山东省，2023年获得风电项目指标超过380MW，2024年获得风电项目指标超过550MW，两年已获取风电指标近1GW，超过山东省存量装机规模的五分之一；其中，在“十四五”第二批集中式陆上风电项目中获得375MW风电指标和175MW分布式风电指标。在山西省，合计取得350MW光伏及风电指标，其中包含山西“第二批驭风行动助力乡村振兴试点项目”获批指标，实现了自2024年3月发改委组织开展“千乡万村驭风行动”以来首个驭风项目突破。同时，山高新能源积极拓展大湾区及周边地区、河西走廊、新疆维吾尔自治区等国家规划清洁能源重点省份和一体化优势区域，在新疆维吾尔自治区、广西壮族自治区、甘肃省等省份实现指标零的突破，成功获取新疆维吾尔自治区1GW风电、广西壮族自治区400MW风电、甘肃省50MW风电等项目指标。

表2：山西省第二批驭风行动助力乡村振兴试点项目

市	县	项目名称	项目单位	容量 (万千瓦)
临汾市	吉县	海南祥风荣安科技有限公司吉县驭风行动助力乡村振兴50兆瓦风电项目	海南祥风荣安科技有限公司	5
大同市	灵丘县	大唐灵丘县驭风行动50MW分散式风力发电项目	大唐山西恒山风电有限公司	5
忻州市	静乐县	静乐县驭风行动50MW分散式风电项目	央创（静乐）新能源有限公司	5
忻州市	代县	上海晶纾风力发电有限公司“驭风行动50MW分散式风电项目	上海晶纾风力发电有限公司	5
忻州市	神池县	神池县夏初20MW驭风行动风电项目	北京夏初科技集团有限公司	2
忻州市	神池县	神池县驭风行动助力乡村振兴工程箕君15MW风电项目	北京箕君新能源有限责任公司	1.5
忻州市	神池县	神池县中能建15MW驭风行动风电项目	中国能源建设集团投资有限公司	1.5
朔州市	平鲁区	平鲁区山高新能源集团平鲁区双碾乡50MW驭风行动助力乡村振兴风电发电项目	山高新能源集团有限公司	5
运城市	绛县	绛县50MW“驭风行动助力乡村振兴”风电项目	山西威顿新能源有限公司	5

资料来源：山西省能源局，山西证券研究所

山高新能源在光伏发电领域的规模进一步扩大。截至2024年底，山高新能源共持有53座集中式光伏电站，覆盖区域包含中国13个省、2个自治区、1个直辖市以及澳大利亚南澳Whyalla，这些光伏电站的总并网容量约为2.6GW，较2023年的2.5GW有所增加；加权平

均利用小时数为 1140 小时，加权平均利用率为 89.29%，较 2023 年的 93.19%略有下降。山高新能源持有或管理且已运营的分布式光伏电站的总装机容量约 920 MW，较 2023 年的 800 MW 有所增加，主要分布于发改委划分的 III 类光伏资源区。

表 3：山高新能源持有 53 座集中式光伏电站（截至 2024 年底）

位置	光伏资源区	电站数目	容量(MW)	发电量(GWh)
河北	II/III	18	678	846.01
河南	III	3	264	274.02
山东	III	5	243	295.93
贵州	III	4	189	191.55
安徽	III	5	194	211.56
陕西	II	2	161	162.02
江西	III	3	125	124.63
江苏	III	2	183	238.36
宁夏	I	1	100	124.31
湖北	III	3	70	69.05
吉林	II	1	31	40.58
西藏	III	1	30	26.91
天津	II	1	32	43.79
云南	II	1	22	30.12
山西	III	2	139	88.89
广东	III	1	135	135.42
<b>中国小计</b>	-	<b>53</b>	<b>2596</b>	<b>2903.13</b>
南澳 Whyalla	-	1	6	4.60
<b>合计</b>	-	<b>54</b>	<b>2602</b>	<b>2907.73</b>

资料来源：山高新能源 2024 年年报，山西证券研究所

山高新能源风力发电项目整体规模较为稳定。截至 2024 年底，山高新能源持有并已经投运 19 个风力发电站，覆盖中国 4 个省及 2 个自治区，总并网容量约 1.18 GW；其中，14 个属于发改委划分的 IV 类风力资源区，5 个属于发改委划分的 I 类资源区。风力发电站项目平均利用小时数为 2611 小时，加权平均利用率为 95.44%，较 2023 年的 96.61%略有下降。

表 4：山高新能源持有并已投运 19 个风力发电站（截至 2024 年底）

位置	风力资源区	电站数目	容量(MW)	发电量(GWh)
河南	IV	8	372	841.04
山东	IV	3	234	481.57
内蒙	I	4	119	382.13

河北	IV	2	301	743.35
山西	IV	1	50	115.40
新疆	I	1	100	191.42
<b>合计</b>	-	<b>19</b>	<b>1176</b>	<b>2754.90</b>

资料来源：山高新能源 2024 年年报，山西证券研究所

山高新能源清洁供暖服务增长良好。截至 2024 年底，山高新能源及其合营企业持有或管理了 12 个已营运的清洁能源供暖项目，分布在河南、山西、陕西、宁夏、辽宁等省份及自治区，利用天然气、电力、地热能、生物质能、光伏发电、工业余热能源、清洁化燃煤（超低排放）能源、江水源等多种清洁能源；实际清洁供暖面积合计达到 3532 万平方米，同比增加 4%；清洁供暖服务使用者数量约 21 万户，同比增加 6.4%。

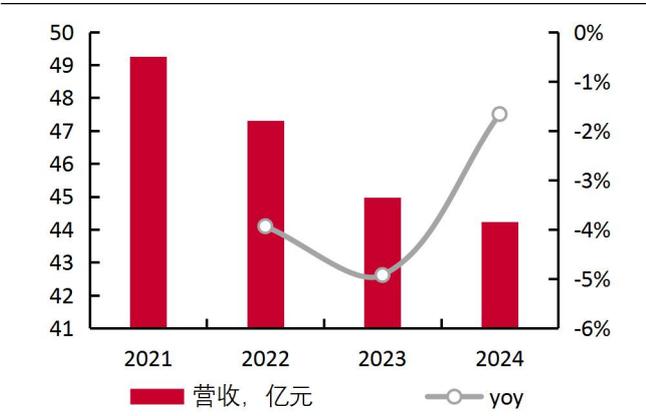
表 5：2024 年山高新能源实现清洁供暖面积 3532 万平方米

位置	实际清洁供暖面积			清洁供暖服务户数		
	2024(万平方米)	2023(万平方米)	yoy	2024(万户)	2023(万户)	yoy
东北	1486	1490	-0.2%	4.54	4.39	3.3%
华北	1069	1026	4.2%	8.83	8.60	2.6%
西北	656	660	-0.6%	5.38	5.22	3.0%
华东与华中	321	219	46.5%	2.37	1.63	45.5%
<b>合计</b>	<b>3532</b>	<b>3395</b>	<b>4.0%</b>	<b>21.11</b>	<b>19.85</b>	<b>6.4%</b>

资料来源：山高新能源 2024 年年报，山西证券研究所

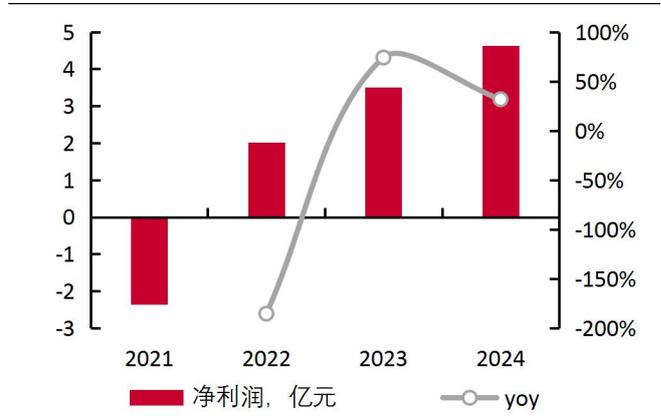
山高新能源 2024 年净利润同比增加 31.8%。2024 年，公司通过增持山高新能源的股权，进一步强化了自身在新能源行业的战略地位，为未来的市场拓展与产业协同奠定了坚实基础。2024 年，山高新能源实现营收 44.23 亿元，同比减少 1.7%；其中，光伏发电业务实现营收 24.87 亿元，同比减少 8.5%，毛利率为 52.7%；风电业务实现营收 11.87 亿元，同比增加 24.2%，毛利率为 53.8%；电力委托经营服务实现营收 0.47 亿元，同比减少 56.7%，毛利率为 10.2%；建造及相关服务实现营收 1.25 亿元，同比增加 0.9%，毛利率为 14.0%；提供清洁供暖服务实现营收 5.77 亿元，同比减少 0.8%，毛利率为 8.8%。利润方面，2024 年山高新能源实现毛利润额 20.21 亿元，同比减少 7.5%，综合毛利率为 46%；实现净利润 4.63 亿元，同比增加 31.8%。

图 26：2024 年山高新能源实现营收 44.23 亿元



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：2024 年山高新能源实现净利润 4.63 亿元



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.2 战略赋能世纪互联，新增订单释放增长信号

参与世纪互联重大决策，帮助世纪互联实现扭亏为盈。世纪互联成立于 1996 年，深耕数据中心行业近 30 年，是中国 IDC 市场上唯一以“超大规模 IDC 定制+新一代 IDC 零售”双引擎同步发展的 IDC 头部企业；2023 年 12 月，公司以 2.99 亿美元认购世纪互联 42.12% 股份成为第一大股东，向世纪互联派出董事及高管，帮世纪互联摆脱了流动性承压、业绩增长趋势不明确的困境。截至 2024 年 12 月 31 日，世纪互联的股价为 4.74 美元/ADS，较公司入股价增长约 71.85%，投资浮盈约 2.15 亿美元。

图 28：世纪互联采用“基地型+城市型”双引擎驱动业务模式



资料来源：Wind，世纪互联 2024 年业绩交流演示材料，山西证券研究所

世纪互联是科创型数字新基建龙头企业，形成了稳定、庞大、全连接的数字化核心底座。世纪互联致力于为客户提供业界领先的数据中心、智算中心（AIDC）、网络以及基于数据中心

的云计算交换连接、混合交付等云计算综合服务及解决方案，打造具有核心技术、超大规模运营能力、高附加值的数字基础设施运营平台。世纪互联在全国三十多个城市运营超过 50 座数据中心，基地型业务运营容量超过 480 MW，城市型业务运营机柜数超过 5.2 万个，在京津冀、长三角、粤港澳等区域构建了规模化的数据中心产业集群。此外，作为微软的战略合作伙伴，世纪互联蓝云在国内运营国际水准的 Microsoft Azure、Microsoft 365、Dynamics 365 和 Power Platform 等云服务及相关云应用解决方案。

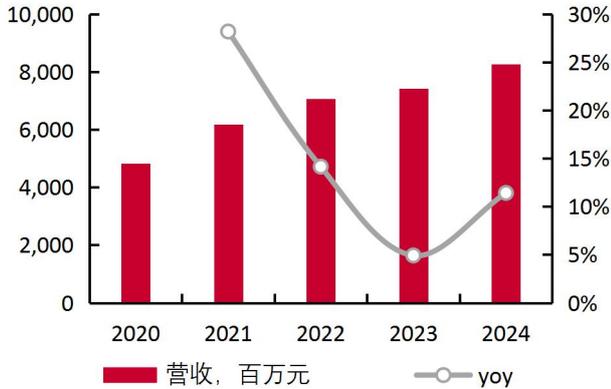
图 29：世纪互联形成了规模化的数据中心产业集群



资料来源：世纪互联官网，山西证券研究所

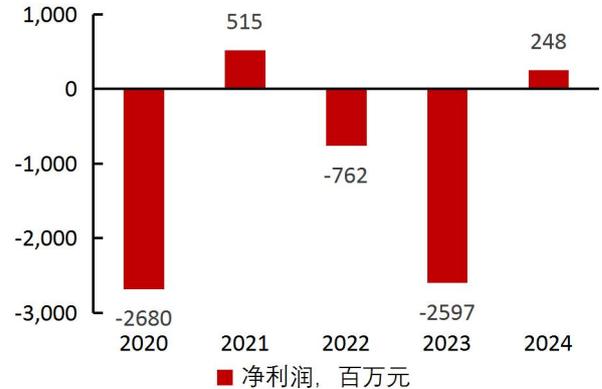
世纪互联全年业绩超预期，财务与运营数据均保持强劲增长。2024 年世纪互联实现营收 82.6 亿元，同比增加 11%；其中，单四季度实现营收 22.5 亿元，同比增加 18.3%。分业务来看，IDC 业务实现营收 57.8 亿元，同比增加 16.1%；其中，基地型 IDC 实现营收 19.5 亿元，同比增加 90.4%；城市型 IDC 实现营收 38.3 亿元，同比略微减少 3.1%。经调整的现金毛利润为 33.4 亿元，同比增加 12.1%；毛利率为 40.4%，较 2023 年的 40.2% 微增；净利润为 2.48 亿元，同比增加 28.5 亿元，实现扭亏为盈。

图 30：世纪互联 2024 年营收同比增加 11%



资料来源：Wind，山西证券研究所

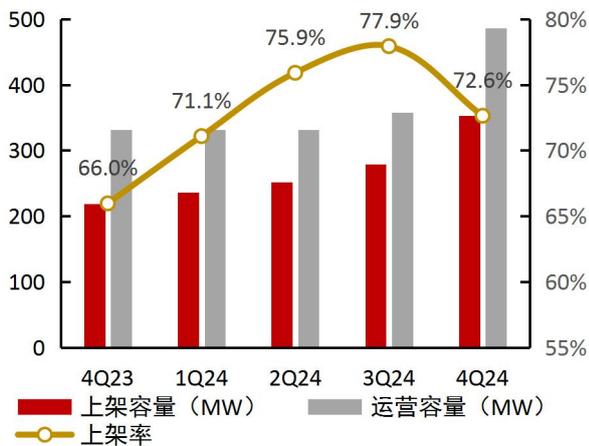
图 31：2024 年世纪互联实现扭亏为盈



资料来源：Wind，山西证券研究所

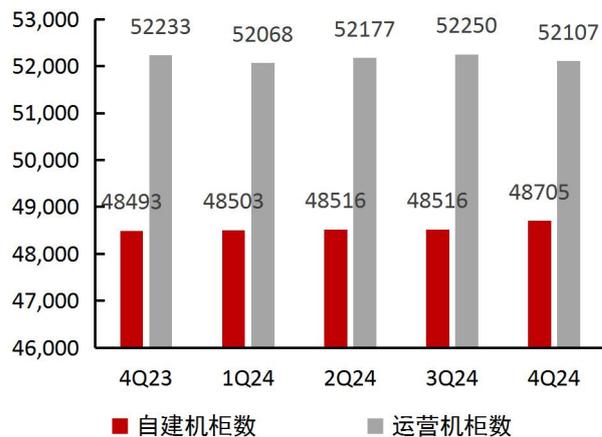
**基地型 IDC 业务 Q4 创历史新高，为核心增长引擎。**基地型 IDC 业务单四季度营收突破 6.65 亿元，同比增加 125.4%，创历史新高；截至 2024 年 12 月 31 日，基地型 IDC 营运容量为 486 MW，同比增加 153 MW，环比增加 127 MW，签约率为 98.7%；其中，Q4 上架容量为 353 MW，同比增加 134 MW，环比增加 74 MW。截至 2024 年 12 月 31 日，城市型 IDC 运营机柜数为 5.21 万个，同比减少 126 个，环比减少 143 个；自建机柜数为 4.87 万个，同比增加 212 个，环比增加 189 个；上架机柜数为 3.31 万个，同比减少 382 个，环比增加 118 个，上架率为 63.5%。2024 年 Q4，城市型机房单机柜 MRR 为 8794 元，同比增加 35 元，环比增加 6 元。

图 32：基地型 IDC 上架容量同比增加 134MW



资料来源：Wind，世纪互联 2024 年业绩交流会演示材料，山西证券研究所

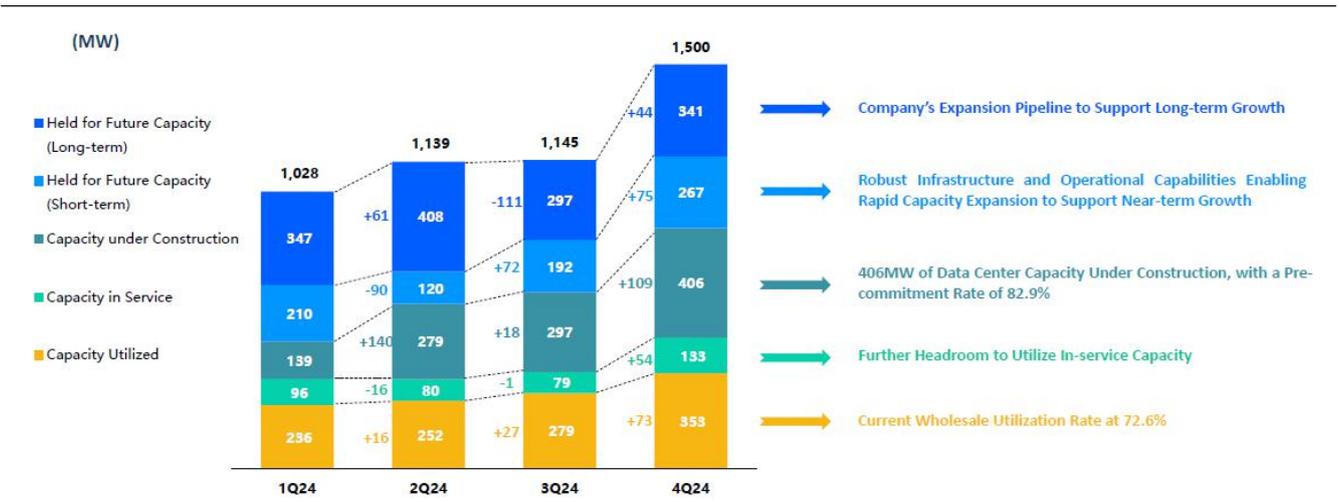
图 33：城市型 IDC 自建机柜数同比增加 212 个



资料来源：Wind，世纪互联 2024 年业绩交流会演示材料，山西证券研究所

多渠道开发大订单，2025 蓬勃可期。截至 2024 年 12 月 31 日，基地型 IDC 在建容量为 406 MW，预签约总容量为 337 MW，预签约率为 82.9%。世纪互联近期新签订单合计 252.5 MW，其中包含自建容量 188.5 MW 以及合资公司项目模式容量 64 MW，订单来自互联网、云计算和智能驾驶行业客户。世纪互联预计，2025 年预计实现营收 91-93 亿元，同比增加 10%-13%；计划交付总容量 400-450 MW，同比增加 161%-194%。

图 34：世纪互联基地型 IDC 业务增长规划



资料来源：Wind，世纪互联 2024 年业绩交流会演示材料，山西证券研究所

世纪互联的强劲增长印证了山高控股产业投资独到的战略眼光及产业协同能力。算力行业竞争格局在加速演变，领先的算力中心企业正通过资本注入、产能扩张和技术升级占据市场优势，而具备产业资源整合能力的企业将在算力生态链中扮演更重要的角色，国资背景企业的角色也愈发重要。山高控股作为国资背景的投资平台，凭借对算力产业的深刻洞察和前瞻布局，持续加码优质算力资源的布局，以更强的产业协同能力迎接行业新阶段的发展机遇。

### 3.3 牵头体系内企业协同，打造独具山高特色的电算科技产业生态

落地乌兰察布绿色 GW 级 AIDC 超级智算旗舰基地，打造电算一体化示范项目。2024 年，山高新能源联手世纪互联与内蒙古自治区乌兰察布市政府共同签署了大数据及新能源框架协议，山高新能源于发电侧提供稳定的绿电供应，世纪互联于消纳侧提供稳定的电力消纳，共同打造“绿色能源供给+算力基础设施”的源网荷储一体化能源综合体，形成“发电即用、用电即有、合理定价、互惠互利”的电力+算力生态闭环，全面建成后将实现融合开发、就近消纳、

降低成本、提高效率等多重收益，为公司的可持续发展带来新的活力。2024年10月，世纪互联打造的乌兰察布基地源网荷储一体化项目获批，包括200 MW 风力发电和100 MW 光伏发电，以及配套建设的45 MW/180 MWh 储能设施，为乌兰察布基地的绿电需求提供了长期稳定的保障，同时构成了国内少有的“绿电+算力”产业生态组合。

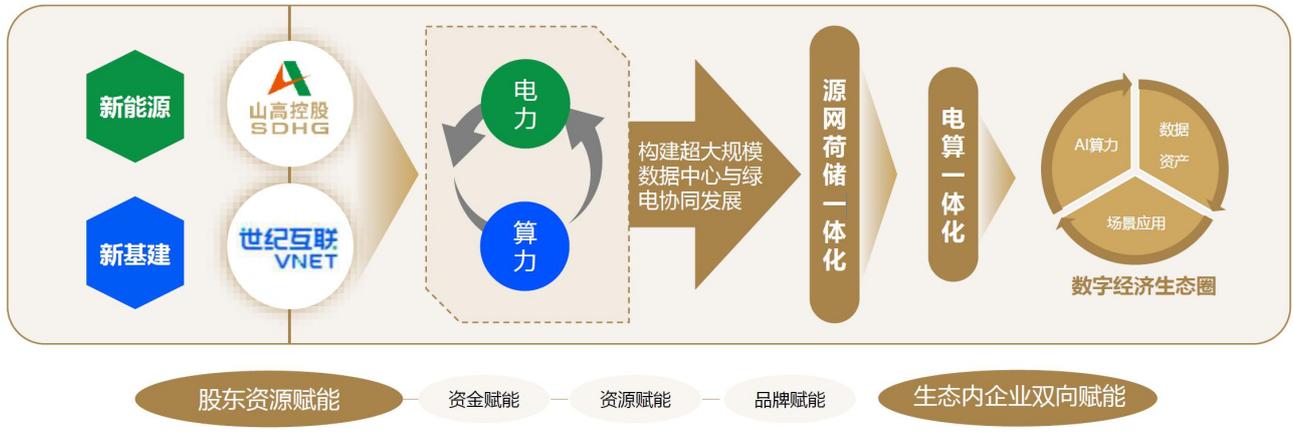
图 35：乌兰察布绿色 GW 级 AIDC 超级智算旗舰基地



资料来源：世纪互联官网，山西证券研究所

电算一体化为核心竞争力，打造“AI 算力+数据资产+场景应用”的数字经济生态圈。公司将结合短中长期战略发展目标，围绕电算科技产业，全面统筹优化各业务板块的资产配置；在多元资本运作策略方面，持续挖掘新能源、新基建行业横向、纵向产业投资机会，促进电算科技战略布局落地；在专业化产业经营策略方面，强化山高新能源和世纪互联产业协同，以股东丰富的金融资源和业务资源赋能（资金赋能助力融资结构改善，资源赋能助力项目开拓，品牌赋能助力企业形象提升），促进生态内企业的双向赋能，逐步形成具有互补性、嵌入性、互惠性的山高控股生态圈。

图 36：山高控股致力于打造“AI 算力+数据资产+场景应用”的数字经济生态圈



资料来源：山高控股演示材料，山西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

随着清洁能源革命和人工智能的突破，新能源和算力在背后支撑的重要性日益凸显，山高控股聚焦新能源（绿电）与新基建（算力）的产业协同，布局山高新能源和世纪互联，战略成效渐显。同时拥有绿电和算力两大板块的资源和服务能力为山高控股带来了可持续的核心竞争力，也构建了企业发展的护城河。

**山高新能源：**在山高控股的积极推动下，内蒙古乌兰察布源网荷储一体化项目正在积极建设中，其中，算力中心用电负荷 20.1 万千瓦，年用电量 14.4 亿千瓦时，新能源年发电量 8.6 亿千瓦时，实现新能源发电就地被算力中心消纳利用，项目建成后有望助力山高控股营收与利润稳健增长。随着山高控股的持续赋能，山高新能源电站并网容量利用率有望持续提升，随着电算协同逐步建成，平均电价有望企稳回升；预计 2025-2027 年山高新能源分别实现营收 48.56、54.23、61.36 亿元，同比增速分别为 9.8%、11.7%、13.2%，分别实现毛利润 22.49、25.49、29.27 亿元，同比增速分别为 11.2%、13.4%、14.8%。

表 6：预计山高新能源 2025-2027 年营收分别同比增加 9.8%、11.7%、13.2%

		2024	2025E	2026E	2027E
集中式光伏发电项目	总并网容量, MW	2562	2712	2912	3212
	平均利用小时数	1135	1200	1300	1400
	总发电容量, GWh	2908	3254	3786	4497
	平均电价, 元/kWh	0.67	0.67	0.68	0.69
	<b>营收, 百万元</b>	<b>1940</b>	<b>2180</b>	<b>2574</b>	<b>3103</b>
分布式光伏发电项目	<b>营收, 百万元</b>	<b>547</b>	<b>574</b>	<b>603</b>	<b>633</b>
光伏委托经营服务	<b>营收, 百万元</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
风力发电站项目	总并网容量, MW	1176	1226	1276	1326
	平均利用小时数	2343	2500	2600	2700
	总发电容量, GWh	2755	3065	3318	3580
	平均电价, 元/kWh	0.43	0.43	0.44	0.45
	<b>营收, 百万元</b>	<b>1187</b>	<b>1318</b>	<b>1460</b>	<b>1611</b>
风电委托经营服务	<b>营收, 百万元</b>	<b>34</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
提供清洁供暖服务	面积, 千平方米	35321	36289	36289	36289
	单价, 元/平方米	16.3	16.3	16.4	16.5
	<b>营收, 百万元</b>	<b>577</b>	<b>593</b>	<b>595</b>	<b>599</b>
建造及相关服务	<b>营收, 百万元</b>	<b>125.4</b>	<b>125.4</b>	<b>125.4</b>	<b>125.4</b>
<b>营收合计, 百万元</b>		<b>4423.2</b>	<b>4856.1</b>	<b>5422.6</b>	<b>6136.3</b>

yoy		-1.7%	9.8%	11.7%	13.2%
毛利率	光伏发电业务	52.7%	53.0%	53.0%	53.0%
	风电发电业务	53.8%	54.0%	54.0%	54.0%
	委托经营业务	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	提供清洁服务	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
	建造及相关服务	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
	综合	45.7%	46.3%	47.0%	47.7%
<b>毛利合计, 百万元</b>		<b>2021.4</b>	<b>2248.6</b>	<b>2549.2</b>	<b>2927.4</b>
yoy		-7.5%	11.2%	13.4%	14.8%

资料来源: Wind, 山西证券研究所预测

**世纪互联:** 2025年5月20日,在港澳山东周活动上,山东高速集团与华为签署战略合作协议,加快推进交通基础设施数字化转型,山高控股作为山东高速集团旗下唯一拥有电算一体产业板块的公司,将承担起其次合作的主要责任,携手集团与华为携手开发“零碳智慧园区”,并在车路协同、智能驾驶大模型等智慧交通领域展开深度合作。山高控股电算一体的产业协同优势无疑将成为双方在车路协同 AI 大模型与算力服务、数据中心运营、清洁能源项目开发、新能源管理系统建设和交通通信生态建设等领域探索的重要支撑。根据世纪互联年报中签约订单情况,预计2025-2027年 Wholesale IDC 运营容量分别为 894 MW、1194 MW、1494 MW,假设 Wholesale IDC 与 Retail IDC 上架率及单价均稳定在 2024 年水平附近, Non-IDC 业务保持稳定,预计世纪互联 2025-2027 年营收分别为 93.57、106.51、120.94 亿元,同比增速分别为 13.3%、13.8%、13.5%;随着山高控股的持续赋能,世纪互联净利率有望提升,预计 2025-2027 年世纪互联分别实现净利润 2.90、3.51、4.23 亿元,同比增速分别为 16.8%、21.2%、20.4%。

表 7: 预计 2025-2027 年世纪互联净利润同比增速在 20%左右

		2024	2025E	2026E	2027E
Wholesale IDC	运营容量, MW	489	894	1194	1494
	上架率	73%	68%	70%	73%
	上架容量, MW	355	608	836	1091
	单价, 元/GW	5496	5500	5500	5500
	<b>营收, 百万元</b>	<b>1951</b>	<b>3344</b>	<b>4597</b>	<b>5998</b>
Retail IDC	运营机柜数, 万个	5.21	5.23	5.25	5.27
	上架率	64%	64%	65%	65%
	上架机柜数, 万个	3.31	3.35	3.39	3.43

	单机柜 MRR, 元	8794	8800	8800	8800
	营收, 百万元	3829	3535	3576	3618
Non-IDC	营收, 百万元	2478	2478	2478	2478
<b>营收合计, 百万元</b>		<b>8259</b>	<b>9357</b>	<b>10651</b>	<b>12094</b>
yoy		11.4%	13.3%	13.8%	13.5%
毛利率		22.2%	23.0%	25.0%	28.0%
净利率		3.0%	3.1%	3.3%	3.5%
<b>净利润, 百万元</b>		<b>248</b>	<b>290</b>	<b>351</b>	<b>423</b>
yoy		扭亏为盈	16.8%	21.2%	20.4%

资料来源: Wind, 山西证券研究所预测

山高控股营业收入主要来自控股子公司山高新能源, 世纪互联持续贡献投资收益。除山高新能源贡献营收部分外, 假设其他板块基本稳定并持续减亏与增加盈利(其中, 标准化投资业务与非标准化投资业务均在 2024 年扭亏为盈, 牌照金融业务亏损幅度减小), 预计山高控股 2025-2027 年分别实现营收 61.30/ 68.23/ 76.77 亿元, 同比增速分别为 9.83%/ 11.32%/ 12.51%; 预计实现归母净利润 1.18/ 2.61/ 4.92 亿元, 同比增速分别为 118.5%/ 121.9%/ 88.2%, 对应 EPS 为 0.02/ 0.04/ 0.08 元, 对应 2025 年 6 月 17 日收盘价 12.19 元(13.34 港元), PB 为 11.85/ 11.51/ 10.93 倍, 首次覆盖给予“增持-B”评级。

表 8: 可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价	BPS			PB		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603693.SH	江苏新能	13.75	7.98	8.50	9.17	1.72	1.62	1.50
001289.SZ	龙源电力	16.33	9.34	9.99	10.67	1.75	1.64	1.53
600956.SH	新天绿能	7.85	5.53	5.88	6.16	1.42	1.33	1.27
300442.SZ	润泽科技	42.92	7.08	8.42	10.03	6.06	5.10	4.28
603881.SH	数据港	24.32	4.68	4.88	5.06	5.20	4.98	4.81
300738.SZ	奥飞数据	19.30	3.85	4.39	4.67	5.01	4.40	4.13
平均		-	-	-	-	3.53	3.18	2.92
0412.HK	山高控股	12.19	1.03	1.06	1.12	11.85	11.51	10.93

资料来源: Wind, 山西证券研究所测算(注: 可比公司均使用 Wind 一致预期, 日期为 2025 年 6 月 17 日)

(注: 本文中历史财务数据汇率均采用当年财报截止日汇率, 2020-2023 年人民币兑港元期末汇率分别为 1.19、1.22、1.12、1.10。)

## 5. 风险提示

**新能源补贴退出后收益下降风险：**根据发改委发布的《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》，6月1日后投产的增量项目需全面进入电力市场交易，电价由供需关系决定，市场化竞争加剧可能带来收益下降的风险；

**光伏产能出清节奏不及预期风险：**若光伏产能出清持续不彻底，会影响行业利润持续低位，对盈利能力造成影响；

**数据中心产能消化不及时风险：**AI技术的迭代速度呈指数级增长，数据中心的开发建设天然存在滞后性，行业有一定的结构性供需矛盾，若出现时间维度的错配，则可能会面临盈利压力；

**数据中心行业竞争加剧风险：**如果行业竞争加剧或者发生供过于求的局面，行业开展价格战会对世纪互联的盈利能力造成影响；

**IDC上架率不及预期风险：**IDC是重资产行业，无论是前期数据中心工程建设、设备采购，还是日常运营管理，均需要大量的资金，若上架率不及预期，运营成本升高会影响世纪互联利润；

**政策支持力度减弱风险等：**IDC是政策敏感型行业，数据中心建设布局受土地、网络资源、电力及能耗指标等相关因素的影响，这些因素又与政府政策息息相关，若政策支持力度减弱，或影响数据中心盈利能力。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	24649	25166	25929	28709	32129
现金	5522	4823	613	682	768
应收票据及应收账款	11121	12166	14587	16238	18270
预付账款	3146	2075	3457	3848	4329
存货	65	45	94	103	115
其他流动资产	4795	6058	7179	7837	8647
<b>非流动资产</b>	41267	41008	37068	33175	29321
长期投资	7001	7142	7234	7372	7550
固定资产	21281	22135	18667	15199	11731
无形资产	3384	3265	2720	2176	1632
其他非流动资产	9600	8467	8447	8427	8407
<b>资产总计</b>	65916	66174	62998	61883	61450
<b>流动负债</b>	19120	20550	16234	13566	11206
短期借款	15368	17164	11003	7752	4699
应付票据及应付账款	1346	890	1917	2112	2351
其他流动负债	2406	2496	3314	3702	4156
<b>非流动负债</b>	29676	27866	27866	27866	27866
长期借款	26112	25876	25876	25876	25876
其他非流动负债	3565	1991	1991	1991	1991
<b>负债合计</b>	48796	48416	44100	41432	39072
少数股东权益	202	339	420	577	818
股本	5	5	5	5	5
资本公积	-914	-4	-4	-4	-4
留存收益	6444	6110	6192	6373	6715
归属母公司股东权益	5536	6111	6193	6374	6716
<b>负债和股东权益</b>	65916	66174	62360	60451	59250

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	3015	2690	3086	4209	3961
净利润	-319	164	7	189	640
折旧摊销	1573	1676	4032	4032	4032
财务费用	1874	1793	2176	2115	1931
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	0	0
其他经营现金流	-114	-942	-3129	-2127	-2641
<b>投资活动现金流</b>	-4071	-1693	759	851	851
<b>筹资活动现金流</b>	2359	-1974	-8055	-4991	-4727
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.00	0.01	0.02	0.04	0.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.45	0.60	0.79	0.75
每股净资产(最新摊薄)	-0.15	1.02	1.03	1.06	1.12

### 利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	5011	5581	6130	6823	7677
营业成本	2770	2945	3206	3532	3933
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3	4	4	4	5
管理费用	718	651	736	955	1075
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1874	1793	2176	2115	1931
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-492	248	0	0	0
投资净收益	-128	39	92	138	178
<b>营业利润</b>	-975	475	100	355	912
营业外收入	1526	320	870	976	976
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	551	795	970	1331	1888
所得税	55	102	112	153	219
<b>税后利润</b>	496	693	858	1179	1669
少数股东损益	202	339	420	577	818
非股东利润	280	300	320	340	360
<b>归母净利润</b>	14	54	118	261	492

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	33.8	11.4	9.8	11.3	12.5
营业利润(%)	-10.2	-148.7	-78.9	253.6	156.9
归属于母公司净利润(%)	-	294.1	118.5	121.9	88.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.7	47.2	47.7	48.2	48.8
净利率(%)	9.9	12.4	14.0	17.3	21.7
ROE(%)	0.2	0.9	1.9	4.1	7.3
ROIC(%)	2.7	3.3	3.6	4.0	4.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.0	73.2	70.0	67.0	63.6
流动比率	1.3	1.2	1.6	2.1	2.9
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.6	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应付账款周转率	3.7	6.3	3.2	3.2	3.3
<b>估值比率</b>					
P/B	-	12.0	11.9	11.5	10.9
EV/EBITDA	11.8	11.5	6.6	6.0	5.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

