

# 新筑股份 (002480.SZ)

——重组焕新聚焦清洁能源，风光水协同“稳盘 + 增长”双轮驱动，业绩弹性凸显



刘浩 分析师  
Email:liuhao3@lcjq.com  
证书:S1320523080001



杜彤彤 研究助理  
Email:dutongtong@lcjq.com

## 投资要点：

**本次资产重组目的：**新筑股份拟通过本次重组，战略性退出亏损的磁浮与桥梁功能部件业务，同时注入蜀道清洁能源的优质资产，未来专注于清洁能源发电领域。公司背靠蜀道集团，有望受益于集团的能源投资开发能力。

**新筑股份业务增长点：**新筑股份作为蜀道集团旗下聚焦“风光水”等清洁能源发电的核心平台，未来业务的高增，一方面是来自于四川电力市场基本面变化，另一方面则是基于“疆电入川”这一国家级跨省输电项目的战略布局。

**水电业务：**是公司稳健经营的基本盘，核心投资逻辑在于长期稳定的现金流贡献与低风险盈利特性。一方面，四川作为全国水电资源第一大省，水电占全省电力供应比重超70%，公司依托控股股东蜀道集团的资源整合能力，卡位金沙江、雅砻江等优质水电流域，布局的电站具备“资源禀赋优、发电效率高、运营成本低”的核心优势；另一方面，水电作为基荷电源，享受优先上网政策与稳定的燃煤基准价结算机制，不受新能源出力波动影响，能够持续产生可预期的现金流，为公司分红提供坚实支撑。

**光伏业务：**是公司未来营收与利润增长的主要驱动力。“十五五”四川省规划的新增装机量是新能源增长的核心。“疆电入川”的战略政策落地，为公司打开了跨区域资源配置空间。新疆优秀的资源禀赋，与四川巨大的用电需求形成精准匹配，通道建成后消纳无忧且盈利空间明确。从自身优势看，公司依托省属国企背景，在光伏项目拿地、指标获取、电网接入等方面具备天然便利，叠加产业链技术迭代所带来的度电成本持续下降，未来光伏业务将实现“规模扩张 + 成本优化”的双重增长，成为营收与利润的核心贡献板块。

**风电业务：**“交能融合”模式下资源的盘活与效率的提升，是公司差异化竞争的关键抓手。公司在手风电开发指标充裕，并且可以通过资源置换将存量指标落地于川西北、川西南等优质风资源区域，大幅提升项目发电效率与盈利能力。风电出力时段与水电形成互补，优化公司整体电力供应结构，增强对电网的议价能力。“交能融合”模式下的项目开发效率优势，让风电业务能够快速兑现收益，成为光伏业务之外的重要增长补充。

**投资评级：买入（首次）**

## 股票信息

总股本(百万股)	769.17
流通 A 股/B 股(百万股)	767.72/0.00
资产负债率(%)	84.15
每股净资产(元)	1.25
市净率(倍)	5.02
净资产收益率(加权)	-4.26

12个月内最高/最低价 7.91/4.44

注：数据更新日期截止 2025 年 12 月 29 日

## 市场表现



## 相关报告

**投资建议:** 三大业务板块形成水电稳现金流、光伏提增长弹性、风电强协同增效的闭环布局，契合四川能源结构优化与“双碳”战略方向的同时，充分发挥蜀道集团的资源、政策、资金优势，长期投资价值兼具确定性与成长性。公司 2025~2027 年的归母净利润分别为 0.29、2.56、4.92 亿元，同比增长-107.2%、+763.8%、+92.1%，对应 PE 分别为 153.83X、17.81X、9.27X，PB 分别为 0.80X、0.77X、0.71X。考虑公司未来新增装机量大具备较大修复弹性，有望带来业绩增量，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**风险提示:** 监管审批超期风险、利用小时数不及预期风险、电价政策变动风险。

#### 主要财务数据及预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(万元)	250,942	248,316	147,357	242,824	297,847
(+/-)YoY(%)	52.1%	-1.0%	-40.7%	64.8%	22.7%
净利润(万元)	<b>-34,240</b>	<b>-40,915</b>	2,965	25,612	49,210
(+/-)YoY(%)	39.5%	-19.5%	107.2%	763.8%	92.1%
全面摊薄 EPS(元)	<b>-0.45</b>	<b>-0.53</b>	0.04	0.33	0.64
毛利率(%)	25.7%	25.9%	61.1%	45.0%	45.6%
净资产收益率(%)	-24.1%	-40.1%	0.5%	4.3%	7.7%

资料来源：公司年报(2023-2024)

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 收购集团清洁能源资产，主业聚焦.....	5
1.1 公司剥离亏损资产，注入优质清洁能源资产 .....	5
1.2 蜀道清洁能源的核心优势 .....	7
1.3 本次重组将提升公司的盈利能力.....	8
2. 新筑股份的历史性机遇.....	10
2.1 四川省电力市场供需：从“弃水限电”到“双缺”.....	10
2.1.1 电源结构失衡：水电独大与新能源追赶 .....	11
2.1.2 川渝一体化加剧缺口：新能源补齐空缺 .....	11
2.2 疆电入川：16.5GW 大基地战略 .....	12
2.2.1 新筑股份的独特优势：省属平台的资源卡位 .....	13
2.2.2 增长逻辑：从正常红利到业绩兑现的三级跳 .....	13
3. 水电：现金流压舱石与风险对冲核心 .....	14
3.1 四川省水资源丰富，且电力需求空间大 .....	14
3.2 蜀道清洁能源：参股水电项目投运将为业绩增长提供新动力 .....	15
4. 光伏：增长确定性强的核心盈利引擎 .....	17
4.1 蜀道清洁能源：“绿色发展、创新驱动”战略 .....	17
4.1.1 毛尔盖光伏项目：“水光互补”高海拔地区新能源开发典范 .....	18
4.1.2 吐鲁番恒晟光伏项目：“光热+光伏”一体化 .....	19
4.1.3 募配项目：道孚+阿坝县光伏项目 .....	20
4.2 晨天新能源光伏装机 .....	21
5. 风电：交能融合赋能新增业务协同发展 .....	21
5.1 新疆若羌：“疆电入川”战略重点项目 .....	22
5.2 募配项目：新疆哈密 20 万千瓦风电项目 .....	23
5.3 蜀道“交能融合”置换优质风光资源 .....	24
6. 盈利预测和投资建议 .....	25
6.1 关键业务核心假设 .....	25
6.1.1 水电 .....	25
6.1.2 光伏 .....	26
6.1.3 风电 .....	26
6.2 盈利预测及投资建议 .....	27
7. 风险提示 .....	27

## 图表目录

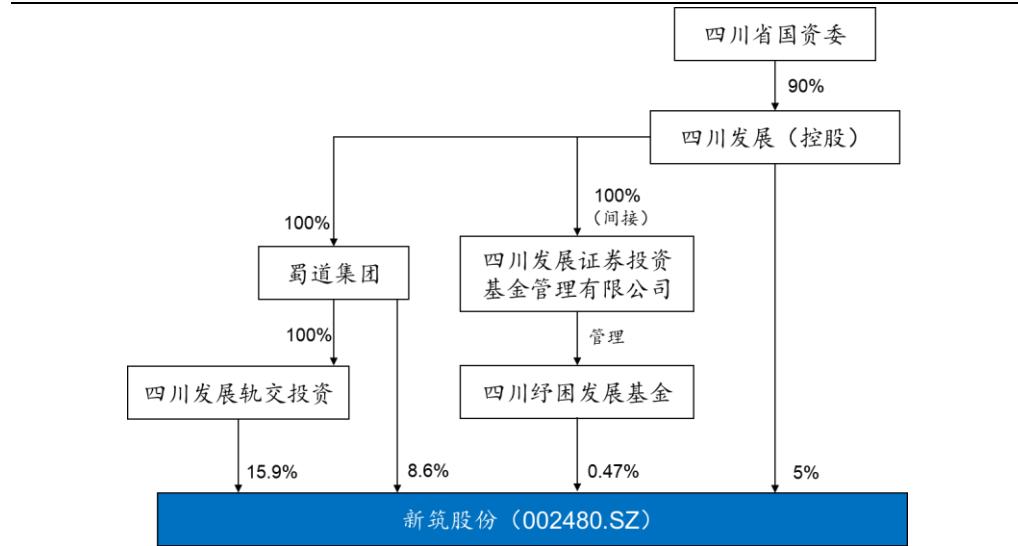
图 1 新筑股份股权结构 (截至 2025 年 6 月) .....	5
图 2 公司 2020 年-2025 年 H1 营业收入构成 (亿元) .....	6
图 3 公司 2020 年-2025 年 H1 各业务毛利率 .....	6
图 4 重组前后公司股权结构变动 .....	6
图 5 公司收购蜀道清洁能源后，权益装机容量将增至 502.98 万千瓦 (万千瓦) .....	7
图 6 蜀道清洁能源 2024 年净利润扭亏为盈 (亿元) .....	7
图 7 蜀道清洁能源新增装机将进入快速增长阶段 (万千瓦) .....	10
图 8 2020-2025 年全社会用电量与最高用电负荷呈现持续双增长 .....	11
图 9 清洁能源装机总装机量 (万千瓦) .....	11
图 10 四川省新能源企业营收贡献量 .....	11
图 11 四川省清洁能源地图 .....	12
图 12 “疆电入川”项目中新筑股份分得量 (万千瓦) .....	13
图 13 全国每月水电发电量及增速 (亿千瓦时) .....	15
图 14 蜀道清洁能源在运水电项目权益装机预测 (万千瓦) .....	16
图 15 蜀道清洁能源控股水电项目营业收入预计 (亿元) .....	17
图 16 蜀道清洁能源水电项目归母净利润预计 (亿元) .....	17
图 17 岌天新能源总装机量及毛利率预测 .....	21
图 18 岌天新能源总营收预测 .....	21
图 19 风电项目总装机量 .....	22
图 20 风电项目总营收及净利润 .....	22
图 21 新疆若羌 100 万千瓦行业示范项目 .....	23
图 22 四川省风能资源富集区 .....	25
图 23 凉山“三带多区”开发格局 .....	25
 表 1 公司拟购入蜀道清洁能源 60% 股份 (万元) .....	9
表 2 募集配套资金安排 (万元) .....	9
表 3 本次交易对公司主要财务指标的影响 .....	9
表 4 蜀道清洁能源控股水电项目 .....	15
表 5 蜀道清洁能源参股水电项目 .....	16
表 6 蜀道清洁能源控股水电项目上网电价 .....	16
表 7 蜀道清洁集团光伏项目装机 .....	18
表 8 蜀道清洁能源持股毛尔盖公司 50.10% 股份 .....	19
表 9 吐鲁番恒晟项目具体数据 .....	20
表 10 募配光伏项目 .....	21
表 11 募配风电项目 .....	23
表 12 凉山州“三带多区”格局 .....	24
表 13 水电项目汇总 .....	26
表 14 光伏项目汇总 .....	26
表 15 风电项目概览 .....	26
表 16 可比公司 .....	27

## 1. 收购集团清洁能源资产，主业聚焦

### 1.1 公司剥离亏损资产，注入优质清洁能源资产

成都市新筑路桥机械股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2001 年，2018 年，公司由民营控股转为混合所有制上市公司，四川发展（控股）有限责任公司成为公司控股股东；2025 年 5 月，四川省为优化国有经济布局、推动轨道板块专业化整合，将四川发展所持股份无偿划转至蜀道投资集团有限责任公司（以下简称“蜀道集团”），蜀道集团成为公司控股股东。公司实际控制人为四川省国资委。

图1 新筑股份股权结构（截至 2025 年 6 月）

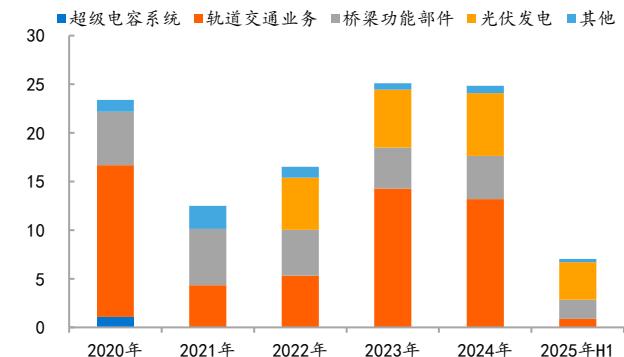


资料来源：公司公告，联储证券研究院

**背靠蜀道集团，有望受益于集团的能源投资开发能力。**蜀道集团深耕四川领域，作为四川省最大的省属国企之一，业务涵盖交通基础设施和能源等板块，在能源投资开发方面具备资源优势。蜀道集团旗下共有五家上市公司，分别是宏达股份（600331.SH）、四川路桥（600039.SH）、四川成渝（601107.SH）、蜀道装备（300540.SZ）和新筑股份（002480.SZ）。重组前，新筑股份与控股股东蜀道集团及其关联方在光伏发电、桥梁构件领域存在一定同业竞争问题，本次重组正是在这一背景下展开，被视作四川国企优化布局、解决同业竞争的具体举措。

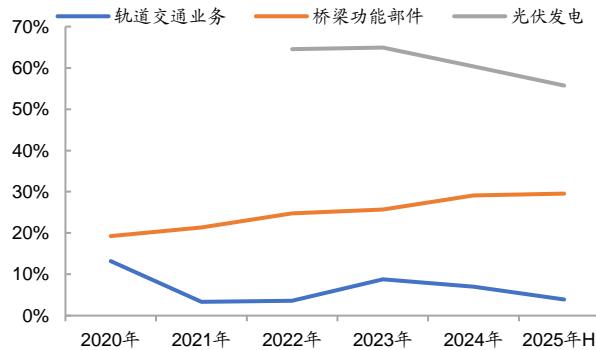
**2022 年 8 月，公司通过收购晟天新能源正式进入新能源发电产业。**当前公司的主营业务为轨道交通业务、桥梁功能部件和光伏发电，为 2025 年上半年的总营业收入分别贡献 13%、28% 和 55%，同比 -85%、+1% 和 +18%。据公司财报，2024 年完成上网电量 12.69 亿千瓦时，较上年同期增长 34%；截至 2024 年末，公司控股光伏装机容量 195.85 万千瓦（含在建），同比增长 55%。

图2 公司 2020 年-2025 年 H1 营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，联储证券研究院

图3 公司 2020 年-2025 年 H1 各业务毛利率



资料来源：公司公告，联储证券研究院

2025 年 6 月公告拟收购蜀道清洁能源 60% 股权，收购完成后公司权益装机容量将增至 502.98 万千瓦。公司拟通过本次重大资产重组，战略性退出磁浮与桥梁功能部件业务，收购四川蜀道清洁能源集团有限公司 60% 股权，未来将专注于清洁能源发电业务领域，形成“水风光储”一体化布局。根据资产收购公告，本次收购资产权益装机规模 401.92 万千瓦，其中水电 187.75 万千瓦，风电 60 万千瓦，光伏 154.17 万千瓦，交易完成后，将显著提高公司权益装机规模至 502.98 万千瓦。

图4 重组前后公司股权结构变动

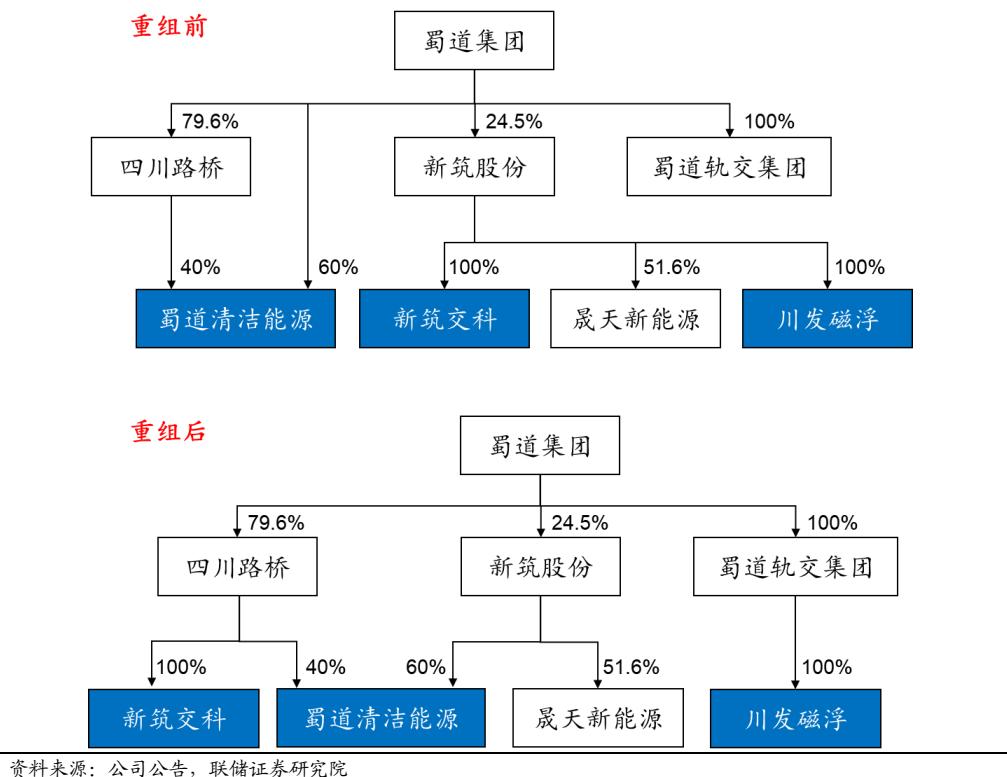
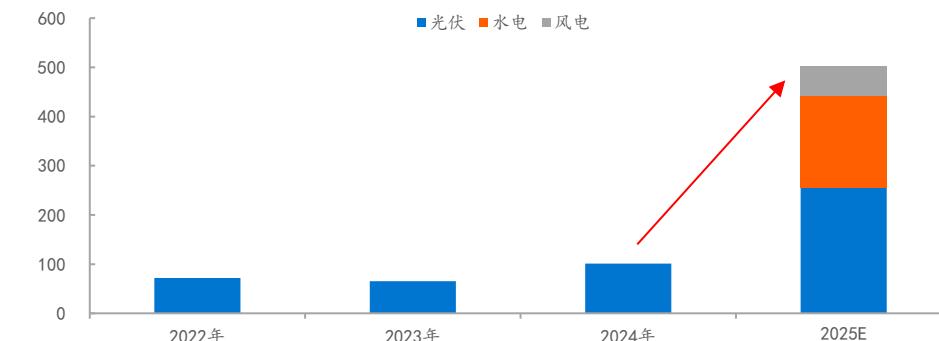


图5 公司收购蜀道清洁能源后，权益装机容量将增至 502.98 万千瓦（万千瓦）



资料来源：公司公告，联储证券研究院

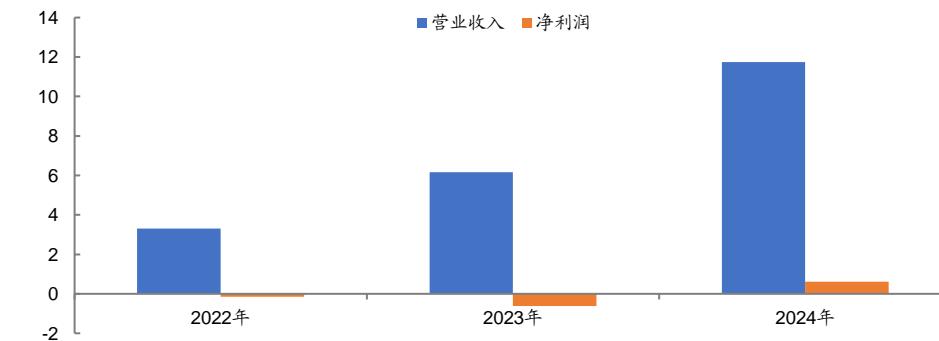
## 1.2 蜀道清洁能源的核心优势

蜀道清洁能源已形成全产业链布局，水风光协同发展。蜀道清洁能源是为满足四川省政府推动绿色低碳转型的战略需求而成立的，是其母公司蜀道集团为构建“交通+能源”产业新生态而重点打造的战略实施主体。蜀道清洁能源的业务已形成全产业链布局，涵盖了水电、风电、光伏等清洁能源项目的投资、建设与运营。在 2025 年 5 月蜀道集团成为新筑股份控股股东之前，蜀道清洁能源是蜀道集团旗下唯一的清洁能源发电业务平台。

截至 2024 年底，蜀道清洁能源在运+在建权益发电装机规模达 1050 万千瓦，其中已投运控股装机容量 350 万千瓦，项目布局覆盖四川省及西北地区。水电方面，毛尔盖 42.6 万千瓦水电站+42 万千瓦光伏项目采用前沿的“水光互补”智能调控技术，通过水光联合调控一体化运营，成为四川省探索水光深度协同的标杆工程。光伏方面，吐鲁番 100 万千瓦光伏光热一体化项目通过为光热系统增加电熔盐锅炉，将中午弃电及部分低谷电量转化为蓄热量，在高峰时段通过光热的汽轮机发出高价电，在有效减少光伏弃电同时提高了抗风险能力。风电方面，若羌县 100 万千瓦风电项目，年发电量 26.7 亿千瓦时。

从财务表现来看，蜀道清洁能源正处于快速成长阶段。蜀道清洁能源自 2022 年成立以来营业收入稳定增长，并于 2024 年营业收入增至 11.74 亿元，净利润扭亏为盈，达到 0.62 万元。截至 2024 年底，蜀道清洁能源总资产规模接近百亿，净资产约 98.34 亿元。虽然蜀道清洁能源在成立之初存在一定亏损，到 2024 年已实现盈利，显示出其清洁能源项目逐步进入产出期。

图6 蜀道清洁能源 2024 年净利润扭亏为盈（亿元）



资料来源：四川路桥公司公告，联储证券研究院

蜀道清洁能源作为公司拟置入的核心资产，其核心竞争优势体现在专业团队、资源获取与成本控制、市场化售电能力及强大的产业协同效应等多个维度，构筑了差异化的护城河。

**其一，团队专业背景深厚，覆盖能源项目全流程。**蜀道清洁能源管理层及中层团队主要来自“五大六小”发电集团、国家电网、西南电力设计院、四川电力设计院及东方电气等能源领域头部机构，在项目开发、投资、建设、运营等全环节具备丰富的实践经验，为项目高效落地与稳健运营提供了坚实的人才保障。

**其二，资源获取能力突出，具备显著度电成本优势。**蜀道清洁能源集团依托“世界500强蜀道集团+四川本土龙头国企”的股东资源和平台优势，在资源获取效率、项目落地成本上形成“降维优势”，尤其是四川省内三州一市，这种优势具体体现在项目公司获得资源指标和后续开发中一部分隐形成本，由集团内部协同消化，使得项目整体造价成本较同类低于约10%-15%，直接转化为持续的度电成本竞争力。

**其三，售电能力与市场协同优势明显，消纳保障性强。**蜀道清洁能源“发售一体”的商业模式区别于传统发电企业，市场化售电能力已成为其核心竞争力。2025年，蜀道清洁能源于四川省内实际售电能力可达80-100亿度，凸显其强大的渠道能力。市场拓展体现为内外协同。内部协同方面，蜀道集团自身年用电需求达26亿度，为公司提供了稳定的基础消纳市场；外部协同方面，公司通过售电业务反向整合上游资源模式创新。

**其四，产业应用场景深度融合，打造高回报增长极。**蜀道清洁能源与蜀道集团的交通、矿业板块形成深度协同，激活优质场景资源。蜀道清洁能源可依托蜀道集团在交通基础设施领域的资源，通过建设分布式光伏等方法发展清洁能源产业，实现“交通+能源”融合；亦与蜀道集团持有的多龙铜矿等项目协同，为高载能矿场提供清洁能源解决方案，进一步拓展了绿色电力的消纳场景，增强业务的稳定性和延伸性，实现“新能源+矿山”模式。

公司收购蜀道清洁能源后，可通过资产证券化与收益反哺机制，实现与蜀道集团主业的深度财务协同。清洁能源板块能够产生稳定的现金流，可通过高分红政策直接反哺蜀道集团，尤其是为交通主业及下属路公司提供重要的资金补充，有效缓解传统基建领域的投资回收压力，形成“以绿电哺基建”的内部资金生态。

同时，注入上市公司平台，有利于蜀道清洁能源的后续资本金需求，在资本市场上形成良性的资金循环。对于蜀道清洁能源而言，对接资本市场后，其后续大规模发展所面临的资本金需求，将能够通过上市公司的再融资、发行绿色债券等多元化渠道予以高效满足。这意味着，集团内部的利润反馈与外部市场的资本注入得以结合，从而构建一个更加强大的“业务产生现金流-分红支持主业-资本市场融资支持业务扩张”的闭环。这一良性资金循环不仅能加速清洁能源板块自身的规模增长，也将全面提升蜀道集团整体资产的运营效率与估值水平。

从战略层面看，此次重组不仅是对传统业务的告别，更是对公司未来发展方向的新定位。通过聚焦清洁能源领域，新筑股份有望摆脱传统制造业的周期性波动，抓住“双碳”目标下的政策红利，不仅解决了控股股东同业竞争问题，还有望从根本上改善经营状况并增强盈利能力。

### 1.3 本次重组将提升公司的盈利能力

**作价58.14亿元收购蜀道清洁能源60%股权，其中现金支付11.90亿元，股份支付46.24亿元。**根据资产收购公告，从交易方案来看，公司将通过向蜀道集团发行股份及支付现金购买其持有的蜀道清洁能源60%股权，其中支付现金对价11.90亿元，向蜀道集团以4.39元/股的价格定向增发10.53亿股，占本次发行股份购买资产后公司总股本

的 57.79%。此外，在发行股份购买资产成功实施的基础上，公司将向不超过 35 名符合条件的特定投资者发行股份募集不超过 28.00 亿元的配套资金用于哈密 20 万千瓦风电项目、阿坝县“光热+”一期 100 万千瓦项目和道孚 230 万光伏项目及费用支付（价格及数量当前均未定）。

**表1 公司拟购入蜀道清洁能源 60%股份（万元）**

交易对方	交易标的名称及 权益比例	交易方式			向该交易对方 支付的总对价	
		现金对价	股份对价	可转债对价		
蜀道集团	蜀道清洁能源 60%股权	119,000.00	462,352.18	-	-	581,352.18

资料来源：公司公告，联储证券研究院

**表2 募集配套资金安排（万元）**

项目名称	拟使用募集资金金额	使用金额占全部募集 配套资金金额的比例	
哈密 20 万千瓦风电项目	15,000.00	5.36%	
阿坝县“光热+”一期 100 万千瓦项目	50,000.00	17.86%	
道孚县亚日二期 50 万千瓦光 伏项目	35,000.00	12.50%	
道孚 230 万 光伏项目	道孚县格哈普一期 50 万千瓦 光伏项目	35,000.00	12.50%
	道孚县龚吕二期 130 万千瓦 光伏项目	141,000.00	50.36%
	支付中介机构费用和相关税费等费用	4,000.00	1.43%
	合计	280,000.00	100.00%

资料来源：公司公告，联储证券研究院

在不考虑募集配套资金的情况下，本次重组将提升公司的盈利能力。根据上市公司财务报告及《备考审阅报告》，在不考虑募集配套资金的情况下，本次重组将提升上市公司的资产规模和盈利能力，收窄亏损规模和资产负债率，提高股东回报。本次重组完成后，2025 年 1-5 月上市公司营业收入将提升 25%，归母净利润和基本每股收益亏损分别缩窄 38% 和 71%。

**表3 本次交易对公司主要财务指标的影响**

项目	2025 年 5 月 31 日/2025 年 1-5 月			2024 年 12 月 31 日/2024 年度		
	交易前	交易后	变动	交易前	交易后	变动
总资产	1,430,291.53	4,404,492.53	207.94%	1,488,530.78	4,242,750.53	185.03%
营业收入	60,797.57	75,997.16	25.00%	248,315.66	275,124.99	10.80%
归母净利润	-5,559.06	-5,559.06	-5,559.06	-5,559.06	-5,559.06	8,824.41
资产负债率	84.58%	84.58%	84.58%	84.58%	84.58%	-9.97%
基本每股收益 (元/股)	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	0.36

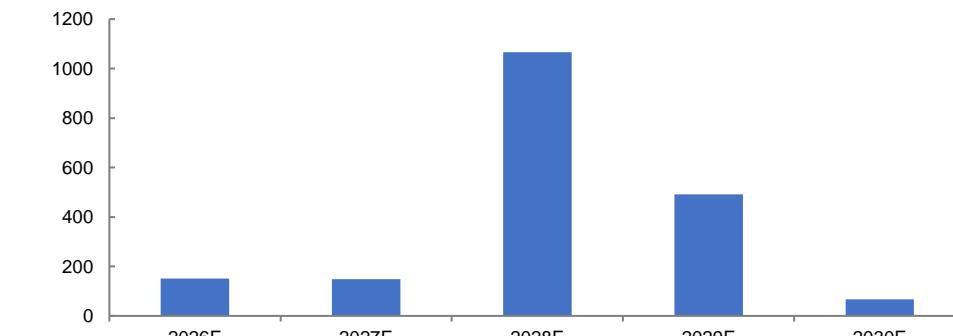
资料来源：公司公告，联储证券研究院

注入蜀道清洁能源后，公司将形成“水风光储”一体化布局。重组完成后，新筑股份将退出磁浮与桥梁功能部件业务，专注清洁能源发电业务，成为集水电、风电、光伏为一体的综合性能能源电力上市公司。注入蜀道清洁能源 60% 股权后，公司总权益装机容量将达到 502.98 万千瓦，同比增长 398%，其中水电、风电和光伏权益装机容量分别增长 187.75 万千瓦、60 万千瓦和 154.17 万千瓦。

预计蜀道清洁能源新增装机将进入快速增长阶段，且呈现阶段性特征。2026 年与 2027 年新增装机较为平稳，预计分别新增 151 万千瓦和 149 万千瓦；但 2028 年，将受

得益于特高压项目和“疆电入川”投运，新增装机预计大幅跃升至 1066 万千瓦。2027 年相关特高压线路的投运，将为电力外送打通关键通道；与之相配套的是，规划于 2028 年开始投运的“疆电入川”，将进一步优化区域电力供需格局，为大规模清洁能源并网消纳提供坚实基础。

图7 蜀道清洁能源新增装机将进入快速增长阶段（万千瓦）



资料来源：公司公告，联储证券研究院

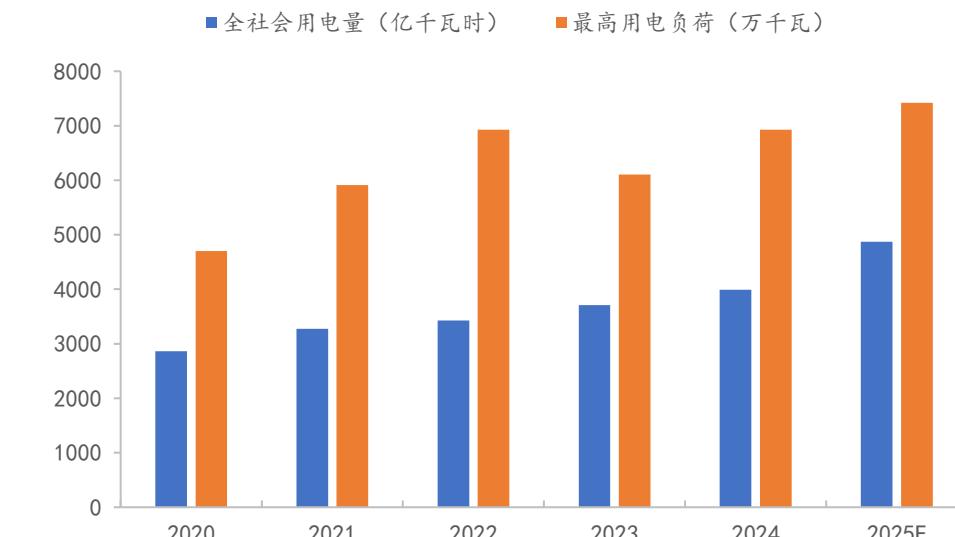
## 2. 新筑股份的历史性机遇

四川电力市场经历从“弃水过剩”到“供需紧平衡”再到“结构性缺口”的转变，电力保供压力的持续攀升与能源结构转型的迫切需求，为省内清洁能源企业带来了历史性发展机遇。新筑股份作为蜀道集团旗下聚焦“风光水”等清洁能源发电的核心平台，未来业务的高增，一方面是来自于四川电力市场的基本面变化，另一方面则是基于“疆电入川”这一国家级跨省输电项目的战略布局。

### 2.1 四川省电力市场供需：从“弃水限电”到“双缺”

2020 年是四川电力格局的分水岭。四川作为“西电东送”核心基地，2015-2016 年弃水电量年均超 100 亿千瓦时。四川省全社会用电量，从 2015 年的 2459 亿千瓦时增至 2025 年的 4500 亿千瓦时，年均复合增长率达 7.9%，其中 2024 年用电量 3999.69 亿千瓦时，2025 年预计突破 4500 亿千瓦时；最高用电负荷从 2015 年的 3890 万千瓦跃升至 2025 年的 7419 万千瓦，十年间增长 90.7%，其中 2024 年负荷 6929 万千瓦，预计 2025 年因持续高温将会再创用电负荷新高。负荷电量的快速增长使得四川省能源发展由电力电量“紧平衡”向“双缺”、由“能源输出”向“送受并存”、由“水电为主”向“水风光一体”转变。

图8 2020-2025年全社会用电量与最高用电负荷呈现持续双增长



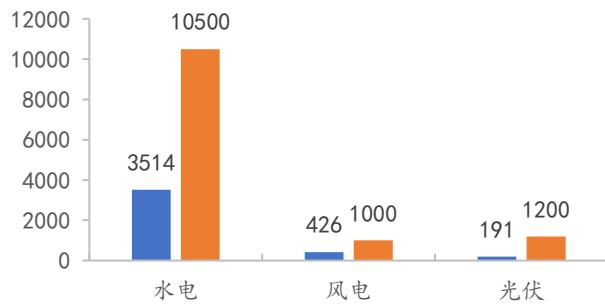
资料来源：四川省统计局，联储证券研究院

### 2.1.1 电源结构失衡：水电独大与新能源追赶

四川省未来新能源装机规模的提升，核心驱动力源于电源结构失衡的现实压力与“十五五”规划的明确需求。一方面，四川电力系统长期存在能源结构单一问题，水电占比长期维持70%以上，风光等新能源合计占比仅14%左右，而承担顶峰兜底功能的火电占比不足18%，这种“一电独大”的结构导致电力供应稳定性不足。2025年迎峰度夏期间，受极端天气影响水电出力降至3800万千瓦，全省不得不通过外购265亿千瓦时电力来填补供需缺口，进一步凸显了优化电源结构的紧迫性。另一方面，根据“十五五”规划部署，四川需在2030年前新增9000万千瓦电力装机，其中光伏装机将从当前约1100万千瓦增至6300万千瓦，风电从890万千瓦增至2100万千瓦，新能源作为增量核心，将与水电共同构建“双主体”电源格局，助力破解电力供需矛盾并落实碳达峰目标。截至2024年，四川省新能源产业链实现营业收入约2350亿元，其中光伏1950亿元，风电250亿元，氢能150亿元。

图9 清洁能源装机总装机量（万千瓦）

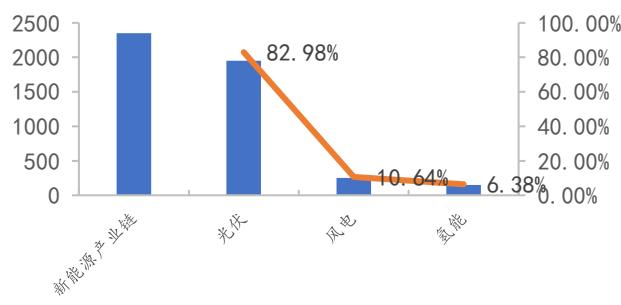
■2020年 ■2025E



资料来源：四川省人民政府网，联储证券研究院

图10 四川省新能源企业营收贡献量

■营收（亿元） ■占比



资料来源：四川省人民政府网，联储证券研究院

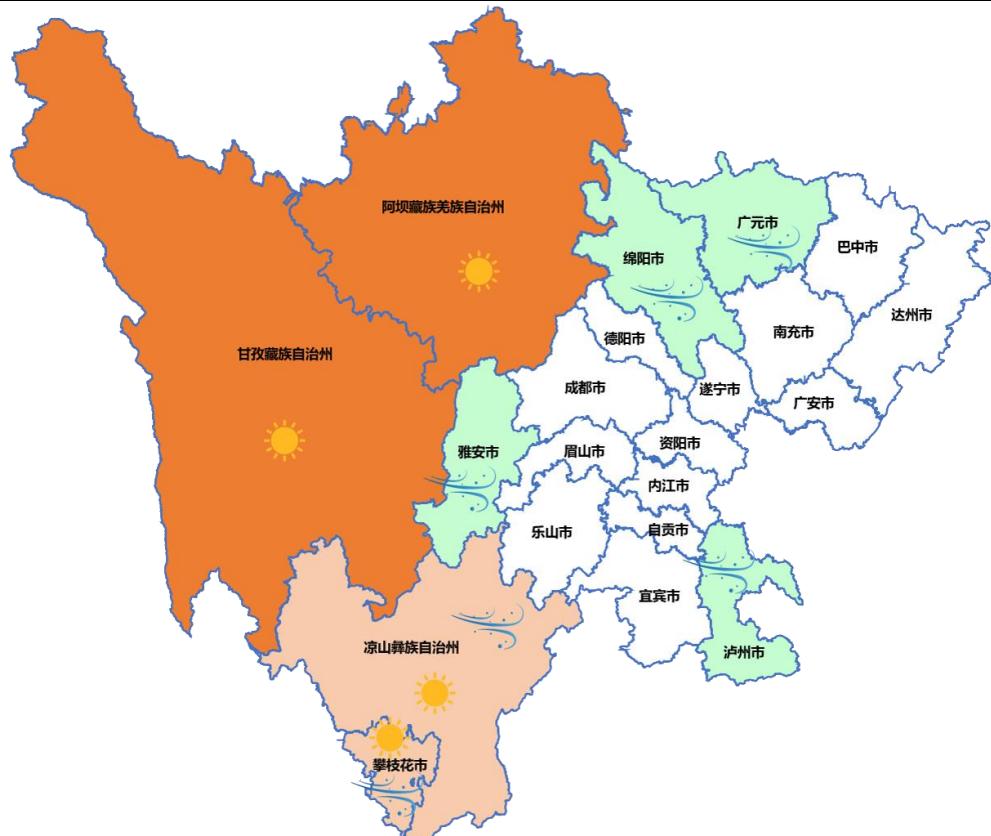
### 2.1.2 川渝一体化加剧缺口：新能源补齐空缺

2027年川渝电力市场一体化后，重庆作为工业重镇，2025年用电量预计达2000亿

千瓦时。重庆本地电源仅能满足 40%需求，其余 60%需从四川购入，而四川自身已从能源输出转为送受并存，这将加剧区域供需矛盾。为解决这一供需矛盾，四川省能源局明确将“疆电入川”、“陇电入川”列为省级战略，通过特高压通道构建“省外电+本地风光”的多能互补体系。

四川清洁能源市场潜力巨大，拥有突出的清洁能源禀赋，水能、风能、太阳能等资源品种齐全，风能、太阳能资源技术可开发量超过 7.58 亿千瓦。全省风能资源技术可开发量达 1.15 亿千瓦，主要集中在凉山、攀枝花地区，广元、绵阳、泸州、雅安等盆地周边山区也有零星分布。全省太阳能资源技术可开发量达 6.43 亿千瓦，主要集中在川西高原的阿坝州、甘孜州、凉山州和攀枝花市等“三州一市”地区。同时重大机遇在川叠加，习近平总书记在四川考察时强调，四川是我国发展的战略腹地，在国家发展大局特别是实施西部大开发战略中具有独特而重要的地位。要高质量对接东部沿海地区产业新布局。要科学规划建设新型能源体系，促进水风光氢天然气等多能互补发展。

图11 四川省清洁能源地图

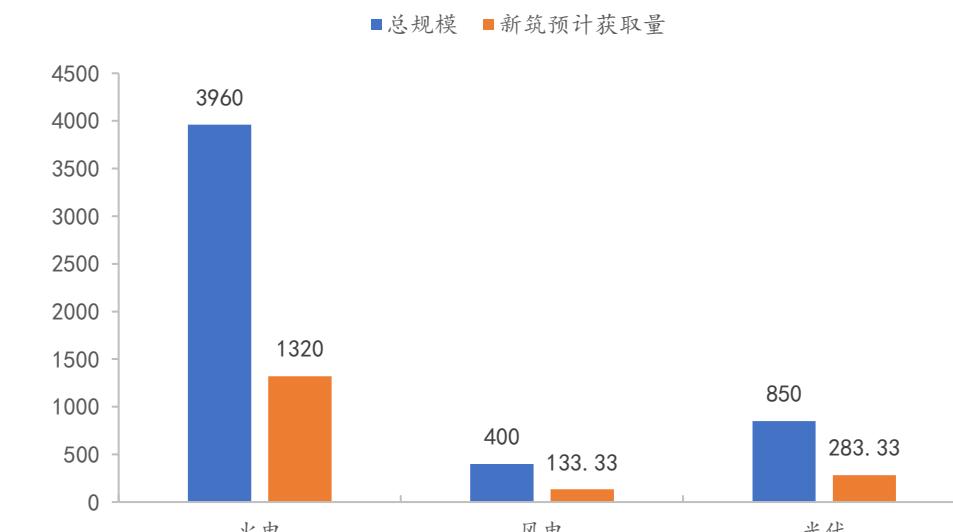


资料来源：四川省气象局，联储证券研究院

## 2.2 疆电入川：16.5GW 大基地战略

疆电入川作为国家“西电东送”北通道核心项目，总装机 **16.5GW**，其中火电 **3.96GW**、风电 **0.4GW**、光伏 **0.85GW**，配套 **250 万千瓦/2 小时** 电化学储能，是国内首个“风光火储”一体化特高压项目。项目执行“保量保价”机制，电价锁定 0.35 元/千瓦时，较四川现货市场价格低 40%，预计未来运营期内保障年供电量超 800 亿千瓦时。从项目结构来看，由四川侧牵头，蜀道清洁能源参与配套电源的开发、三峡集团为主导方，负责配套电源项目的建设、重庆能源发展集团参与，重庆将分得 50% 电量，缓解川渝两地用电竞争。特高压配套方面，项目将接入阿坝-成都东、甘孜、攀西三大特高压通道，输电容量达 800 万千瓦，2027 年投运后可满足四川 12% 的用电需求。

图12 “疆电入川”项目中新筑股份分得量（万千瓦）



资料来源：公司公告，联储证券研究院

**疆电入川项目的战略意义不仅在于填补川渝电力缺口，更在于“保价保量”的优质属性，预计满发电后将为新筑股份贡献18.6亿元营收。**“疆电入川”“陇电入川”是电力市场一体化与未来全国统一电力大市场建设的纽带工程。从区域层面看，川渝电量互济、电价趋同提供电力支撑，是区域电力市场一体化的基础；从全国层面看，依托四川水电调节优势，破解西部新能源外送难题，衔接资源中心与负荷中心，适配节点电价等市场化机制，是全国统一电力市场“西电东送”战略落地的关键路径。当前建设重点从“资源中心”转向“负荷中心”的转变，不再是单纯的“资源外送”，而是深度契合全国统一市场“打破地域分割，实现电力资源在全国范围内随负荷流动”的核心要求，推动电力从“按资源布局”向“按负荷布局”转型。

### 2.2.1 新筑股份的独特优势：省属平台的资源卡位

作为蜀道集团旗下唯一清洁能源平台，新筑股份在“疆电入川”中占据不可替代地位。其一是资源储备充沛，在手4000万千瓦指标中，1050万千瓦已列入建设计划，2028-2030年将新增1066万千瓦装机，控股装机从300万千瓦跃升至2000万千瓦级；其二是依托“交通+能源”模式，背靠蜀道集团100条高速公路资源，并沿路开发分布式光伏项目，成本较传统地面电站低15%；其三是政策背书，四川省“三资改革”明确将新筑股份作为能源资产证券化平台，注入的蜀道清洁能源集团拥有3000万千瓦资源储备，规模居省内第一。

### 2.2.2 增长逻辑：从正常红利到业绩兑现的三级跳

从“疆电入川”到电力市场一体化，再到全国统一电力大市场的整体布局，将为新筑股份实现业绩三级跳。

**短期来看**，特高压投产释放产能2026年新增151万千瓦风光项目并网，2027年阿坝特高压投运后，新筑股份在“三州一市”的1050万千瓦项目将逐步达产。以甘孜州光伏项目为例，度电成本0.28元，较四川火电标杆电价低0.12元，年贡献利润超12亿元。

**中期来看**，从2028年开始疆电入川主导增长。2028年疆电入川项目全面投产后，新筑股份将获得1737万千瓦权益装机，按0.12元/千瓦时净利率测算，年利润增量达208万元。叠加由53条高速发电量15亿千瓦时带来的省内分布式光伏装机，业绩进入

爆发期。

**长期来看，多能互补与模式创新公司已布局彭州电化学储能、东部新区压缩空气储能等省级示范项目，探索“新能源+交通”“新能源+矿山”模式。随着钙钛矿技术突破，到2030年后成本有望降至约0.5元/瓦，届时公司光伏项目盈利空间有望再提升30%。**

### 3. 水电：现金流压舱石与风险对冲核心

水电业务是新筑股份合并蜀道清洁能源后稳健经营的核心压舱石，核心亮点在于兼具高确定性与低风险性的盈利特性，能够为公司提供长期稳定的现金流支撑。依托控股股东蜀道集团强大的资源整合能力，公司精准卡位金沙江、雅砻江等四川优质水电流域，布局的电站天然具备“资源禀赋优、发电效率高、运营成本低”的核心优势；同时，作为基荷电源，水电享受优先上网政策与稳定的燃煤基准价结算机制，规避新能源出力波动带来的盈利不确定性，不仅能为公司分红提供坚实保障，更能为光伏、风电等重资产新能源项目的投资建设注入稳定资金，有效对冲行业周期与政策变动风险，筑牢公司长期发展的财务根基。

新筑股份收购蜀道清洁能源 60%股份。蜀道清洁能源水电业务控股装机容量 59.40 万千瓦，参股装机容量 280.66 万千瓦。控股项目已全部投运，参股项目在建装机容量 253.36 万千瓦，其中叶巴滩水电站、拉哇水电站和双江口水电站占 127.14 万千瓦，预计 2025 年底-2026 年投运，将为蜀道清洁能源 2026 年业绩增长提供新动力。预计 2025 年-2028 年，蜀道清洁能源水电业务总营收分别为 4.35 亿元、4.64 亿元、4.69 亿元和 4.80 亿元，考虑到参股项目，水电业务将贡献净利润 1.42 亿元、4.26 亿元、4.77 亿元和 5.66 亿元。

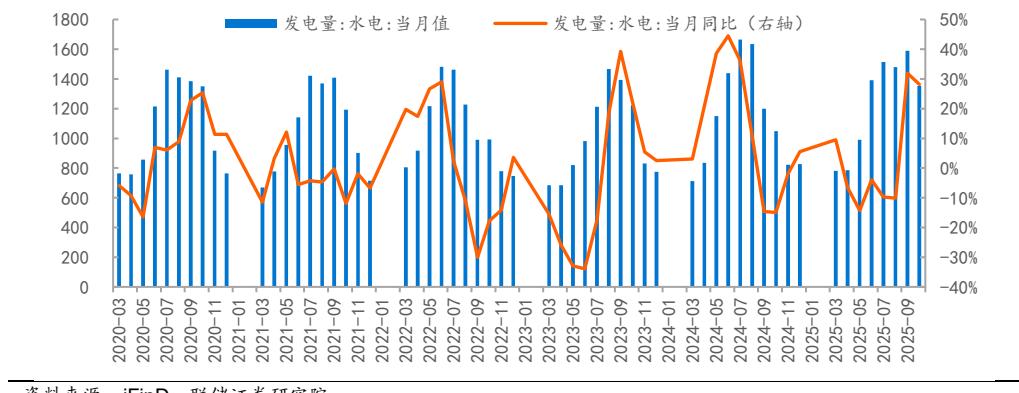
#### 3.1 四川省水资源丰富，且电力需求空间大

**水力发电在我国国家能源安全中发挥着基石作用。**水力发电原理是利用自然水位差驱动水轮发电机组发电，过程中不消耗水资源，也无污染物排放。与易受国际市场和地缘政治影响的油气能源不同，水电立足于国内丰富的水能资源，自主可控性强。水力发电虽然初始投资较高，但运行成本低、客户需求稳定、收益回报可靠，盈利模式稳健可靠，在我国多元复合的能源战略布局中始终占据不可或缺的基石地位。

**水力发电响应速度快，维护现代电网的安全稳定运行。**水力发电不仅能提供规模稳定、持续可靠的基本负荷电力，更具备卓越的灵活调节能力，特别是具备大型调节水库的梯级水电站，其启停速度与功率调节速度远超风电和光伏等间歇性电源。当电网出现故障或负荷骤增时，水电可以在毫秒至分钟级迅速响应电网的调峰、调频及紧急备用需求，从而增强电网的抗风险能力，维护整个电力系统的安全稳定运行。

**四川省丰富的水资源禀赋，是其水电行业发展的核心优势与保障。**四川省作为全国水电资源最集中的区域之一，水电装机容量占全国总量的 15%以上，省内发电装机结构中水电占比高达 70.95%，区域资源禀赋为水电行业发展提供了显著红利。从行业增长数据来看，2024 年全国水电发电量达 1.43 万亿千瓦时，同比增长 10.87%；2025 年 1-10 月份延续增长态势，发电量 1.13 万亿千瓦时，同比增长 1.90%，其中 10 月单月发电量 1351 亿千瓦时，同比增长 28.2%，显示水电行业需求空间持续扩大。

图13 全国每月水电发电量及增速(亿千瓦时)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

### 3.2 蜀道清洁能源：参股水电项目投运将为业绩增长提供新动力

为提升注入上市公司资产整体质量，蜀道清洁能源拟将其持有的路桥城乡 51% 股权、黑水天源 100% 股权、鑫巴河 78% 股权，蜀道清洁能源全资子公司铁能电力持有的汉源铁能 100% 股权、丹巴富能 100% 股权、彭州铁能 80% 股权、环交所 40% 股权，转让给蜀道集团控制的天府特资（四川）投资管理有限公司。上述拟转让资产主要是非主业、经营业绩欠佳或存在较大合规性瑕疵的资产，不在本次交易资产范围内。以下内容均不考虑未纳入本次交易范围的“拟剥离资产”。

蜀道清洁能源控股水电项目总装机容量为 59.40 万千瓦，全部位于四川省内。截至 2025 年 5 月末，蜀道清洁能源控股水电公司为巴郎河水电公司和毛尔盖水电公司，控股装机容量为 59.40 万千瓦，全部为四川省内资产。巴郎河公司运营巴郎口水电站和华山沟水电站，系巴郎河流域梯级电站的第一级、第二级电站，总装机容量 16.80 万千瓦；蜀道清洁能源于 2023 年收购毛尔盖公司，为黑水河干流水电规划“二库五级”开发方案的第 III 梯级电站，总装机容量 42.60 万千瓦。

表4 蜀道清洁能源控股水电项目

项目名称	总装机容量 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	持股比例	投产日期
巴郎口水电站项目	9.60	6.24	65.00%	2009 年 12 月
华山沟水电站项目	7.20	4.68	65.00%	2011 年 12 月至 2012 年 1 月
毛尔盖水电站项目	42.60	21.34	50.10%	2011 年 10 月、2012 年 5 月、2012 年 4 月、2012 年 12 月分批投产
<b>控股水电小计</b>		<b>59.40</b>	<b>32.26</b>	

资料来源：公司公告，联储证券研究院

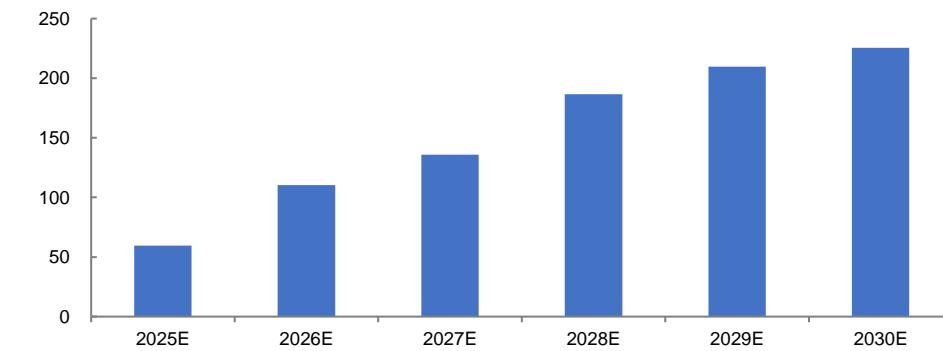
蜀道清洁能源参股水电项目权益装机容量为 288.66 万千瓦。截至 2025 年 5 月末，蜀道清洁能源持有金沙江上游川藏段 7 级水电站 14% 股权、旭龙水电站 24% 股权、奔子栏水电站 11% 股权和大渡河流域双江口水电站 34% 股权，权益装机容量 280.66 万千瓦。其中，金沙江上游的叶巴滩水电站及拉哇水电站、大渡河上段的双江口水电站预计 2025 年底 -2026 年投运，将为蜀道清洁能源的业绩增长提供新动力。

表5 蜀道清洁能源参股水电项目

项目公司	项目名称	总装机规模(万千瓦)	权益装机(万千瓦)	权益比例	投运日期
华电金沙江上游水电开发有限公司	苏洼龙水电站	120.00	16.80	14.00%	2022年7月
	巴塘水电站	75.00	10.50		2025年5-7月
	叶巴滩水电站	224.00	31.36		预计2025年底-2026年
	拉哇水电站	200.00	28.00		预计2025年底-2026年
	昌波水电站	82.60	11.56		预计2030年
	波罗水电站	96.00	13.44		预计2033年-2034年
	岗托水电站	120.00	16.80		预计2035年
国家能源集团金沙江旭龙水电有限公司	旭龙水电站	240.00	57.12	23.80%	预计2029年
国家能源集团金沙江奔子栏水电有限公司	奔子栏水电站	260.00	27.30	10.50%	预计2033年
四川大渡河双江口水电开发有限公司	双江口水电站	200.00	67.78	33.89%	预计2025年12月-2026年
<b>参股水电小计</b>		<b>1617.60</b>	<b>280.66</b>		

资料来源：公司公告，联储证券研究院

图14 蜀道清洁能源在运水电项目权益装机预测(万千瓦)



资料来源：公司公告，联储证券研究院

蜀道清洁能源控股水电项目电价分为保障性收购标杆上网电价和市场交易电价。2023年至2025年5月末，对于优先电量，蜀道清洁能源已运营各控股水电项目在利用小时数内根据各自核定的标杆电价按照水期浮动，平水期参考标杆电价，丰水期为标杆电价下浮24%，枯水期为标杆电价上浮24.5%。

表6 蜀道清洁能源控股水电项目上网电价

项目名称	水期	保障性收购标杆上网电价	市场交易电价	核准/备案文号
巴郎口水电站项目	枯水期	0.3464元/千瓦时	年度、月度合同 约定电价	川发改价格〔2019〕257号
	平水期	0.2782元/千瓦时		
	丰水期	0.2114元/千瓦时		
华山沟水电站项目	枯水期	0.3644元/千瓦时	年度、月度合同 约定电价	川发改价格〔2019〕257号
	平水期	0.2927元/千瓦时		
	丰水期	0.2225元/千瓦时		
毛尔盖水电站项目	枯水期	0.3848元/千瓦时	年度、月度合同 约定电价	川发改价格〔2019〕257号
	平水期	0.3091元/千瓦时		
	丰水期	0.2349元/千瓦时		

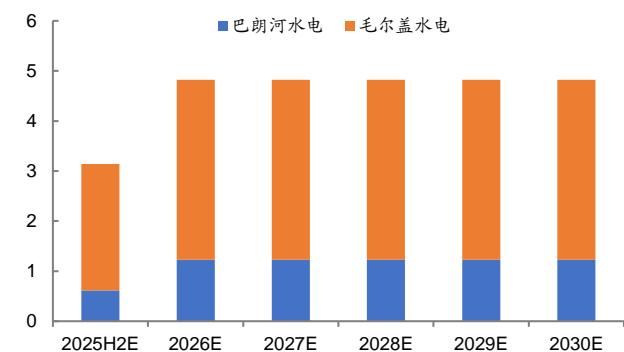
注：2019年前四川地区已投产运行的项目均按照川发改价格〔2019〕257号文调整了标杆电价。

资料来源：公司公告，联储证券研究院

预计2025年6-12月，蜀道清洁能源控股水电项目营业收入达到3.14亿元；考虑

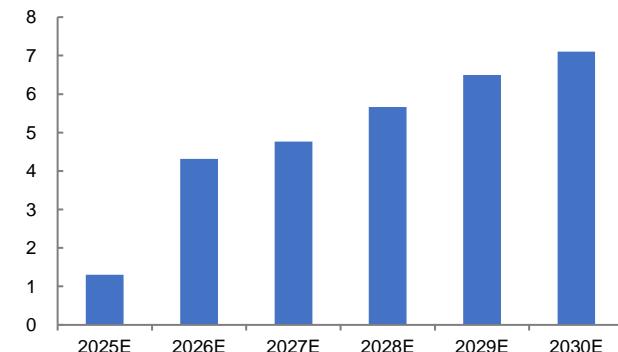
到参股项目，预计 2025 年净利润将达到 1.30 亿元。2026 年，蜀道清洁能源参股的金沙江上游叶巴滩水电站及拉哇水电站和大渡河上段双江口水电站将投运，有望为净利润带来一定提升。

图15 蜀道清洁能源控股水电项目营业收入预计（亿元）



资料来源：公司公告，联储证券研究院

图16 蜀道清洁能源水电项目归母净利润预计（亿元）



资料来源：公司公告，联储证券研究院

蜀道集团正积极构建“水风光氢储”多能互补的新型能源体系。“水光互补”是一种通过水电站的调节能力来平滑光伏发电出力波动的系统运行方式，从而解决光伏发电出力不平稳的问题，提高电网的稳定性。光伏发电受昼夜影响，波动性强、随机性大，大规模光伏发电集中接入电网，将不利于电网的安全稳定运行。“水光互补”电站利用水电站的库容带来的调节性能以及水电机组快速启停的特性，平抑光伏出力的随机波动，最终向电网输出平滑、稳定的清洁电力，提升电网对于大规模风光的接纳能力。

## 4. 光伏：增长确定性强的核心盈利引擎

光伏业务是新筑股份未来营收与利润增长的核心引擎，亮点聚焦于政策红利与自身优势叠加下的高增长确定性。一方面，四川“十五五”规划明确新能源为新增装机核心，其中光伏装机需从当前约 1100 万千瓦跃升至 6300 万千瓦，叠加“疆电入川”战略落地，新疆优质光照资源与四川巨大用电需求形成精准匹配，为公司打开跨区域规模扩张空间，解决消纳顾虑并锁定明确盈利空间；另一方面，依托省属国企背景，公司在光伏项目拿地、开发指标获取、电网接入等关键环节具备天然便利，叠加光伏产业链技术迭代带来的度电成本持续下降，未来将实现“规模快速扩张 + 成本持续优化”的双重增长，稳步成长为公司营收与利润的核心贡献板块。

截至 2025 年 6 月，公司在运光伏装机 273.69 万千瓦，其中 160.5 万千瓦来自于新筑控股 51.6% 的晟天新能源，113.19 万千瓦来自于拟收购 60% 股份的蜀道清洁能源。晟天新能源在建装机及待开工装机在项目拿地及售电方面将在 136 号文的规则下，进行完全市场化竞争。蜀道清洁能源在建装机及待开工项目，则相对晟天新能源更具优势，在项目拿地环节，在“交能融合”由蜀道集团建设高速公路所带来的置换沿途优质风光资源开发的指标，蜀道集团将得到的指标分给子公司蜀道清洁能源建设完成，降低拿地成本。同时在建、待开工项目科技含量高，部分项目为“水光互补”、“光热互补”、“风光互补”，售电端严格遵照 136 号文的指引，但从成本及利用小时数等方面进行差价补齐，综合评定下来，未来蜀道清洁能源光伏发电的价格大概率会与当前水电价格持平，市场化竞价对蜀道清洁能源的影响较小。预计 2025 年-2028 年营收分别为 8.73 亿、15.28 亿、22.57 亿、50.49 亿元。

### 4.1 蜀道清洁能源：“绿色发展、创新驱动”战略

蜀道清洁能源光伏业务控股装机 172 万千瓦，在建装机 78.46 万千瓦，待开工装机 899.23 万千瓦。其中盐源白乌光伏二期、三期、凉山会东彝乡光伏、毛尔盖光伏项目于

2025年5月31日前并网，并享受保障性收购标杆上网电价0.4012元/千瓦时，吐鲁番恒晟项目0.262元/千瓦时。其余在建项目均通过市场交易形成价格，在“水光互补”、“光热互补”、“风光互补”等创新技术的驱动下及“交能融合”拿地成本优势下综合测算，预计光伏电价将下滑至与水电价格持平。

**表7 蜀道清洁集团光伏项目装机**

项目	单位	2025年6-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
<b>一、毛尔盖光伏(50.1%)</b>							
装机容量	万 kw	41.59	41.59	41.59	41.59	41.59	41.59
<b>二、吐鲁番恒晟(100%)</b>							
装机容量	万 kw	36	100	100	100	100	100
<b>三、盐源白乌(54%)</b>							
一期装机容量	万 kw	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
二期装机容量	万 kw	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
<b>四、凉山会东彝乡(100%)</b>							
装机容量	万 kw	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97	19.97
<b>五、蜀兴公司分布式(53.42%)</b>							
装机容量	万 kw	3.26	5.06	5.06	5.06	5.06	5.06
<b>六、攀枝花盐边工商业分布式(90%)</b>							
装机容量	万 kw	2.37	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>七、盐源耗牛坪(100%)</b>							
装机容量	万 kw	0	30	68	68	68	68
<b>八、金沙江上游川藏段四川侧水光互补(10%)</b>							
装机容量	万 kw	0	0	50	250	350	350
<b>九、阿坝县“光热”一期(100%)</b>							
光伏-装机容量	万 kw	0	0	20	90	90	90
光热-装机容量	万 kw	0	0	5	10	10	10
<b>十、道孚230万光伏项目(100%)</b>							
亚日二期-装机容量	万 kw	0	0	10	30	50	50
格哈普一期-装机容量	万 kw	0	0	10	30	50	50
龚吕二期	万 kw	0	0	20	60	100	130
<b>十一、凉山90.9的风光互补项目(100%)</b>							
装机容量	万 kw	0	0	0	30	50	50
<b>十二、黑水龙纹谭(100%)</b>							
装机容量	万 kw	0	0	10	25	25	25
<b>十三、疆电入川(850/3=283.33)</b>							
装机容量	万 kw	0	0	0	198	283.33	283.33
<b>总装机容量</b>	万 kw	<b>113.19</b>	<b>212.02</b>	<b>370.02</b>	<b>963.02</b>	<b>1,248.35</b>	<b>1,278.35</b>
<b>权益装机容量</b>	万 kw	<b>85.31</b>	<b>182.93</b>	<b>295.83</b>	<b>708.59</b>	<b>903.88</b>	<b>933.88</b>

数据来源：公司公告，联储证券研究院

#### 4.1.1 毛尔盖光伏项目：“水光互补”高海拔地区新能源开发典范

毛尔盖 41.59 万千瓦水光互补项目，是高海拔地区新能源开发能源互补典范项目。蜀道清洁能源持股毛尔盖公司 50.10% 股权，权益装机量 20.58 万千瓦。项目分为热窝 188.8MW 和格窝 230.72MW 两个光伏场区，总投资约 19.63 亿元。采用创新“水光互补”模式，与已投运的 42.6 万千瓦毛尔盖水电站形成“水光一体”系统，总装机达 84.6 万千瓦。通过“日间光伏发电+夜间水电调峰”智能调控，实现清洁能源互补互济。2025 年 3 月

实现全容量并网发电，满发电后年均贡献营收约 1.91 亿元。

项目设备利用小时数约为 1836 小时，预计发电 7.71 亿千瓦时，显著高于 2024 年全国光伏平均利用小时数 1142 小时。数据差异的主要原因一个是来自于光照资源优势，项目位于热窝村山巅的光伏场区，当地年最佳斜面总辐照量可达 1733.9 千瓦时/平方米，显著高于全国平均的 1511.8 千瓦时/平方米。从整体来看，全国光伏利用小时数呈现“西高东低”特征。另一个原因是消纳条件优化，通过高压通道外送，项目弃光率控制在 5% 以下，利用率提升至 95% 以上。

**表8 蜀道清洁能源持股毛尔盖公司 50.10%股份**

项目	单位	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
标称定容量	万 kw	41.59	41.59	41.59	41.59	41.59	41.59
设备利用小时数	小时	812.21	1,853.05	1,844.72	1,836.42	1,828.16	1,819.93
实际发电量	万 kwh	34,112.84	77,828.51	77,478.28	77,129.63	76,782.54	76,437.02
综合厂用电率	%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
满发售电量	万 kwh	34,037.79	77,657.29	77,307.83	76,959.94	76,613.62	76,268.86
弃电率	%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
售电量	万 kwh	33,357.04	76,104.14	75,761.67	75,420.75	75,081.35	74,743.48
一优先电量	万 kwh	2,100.00	12,600.00	12,600.00	12,600.00	12,600.00	12,600.00
一市场电量	万 kwh	31,257.03	63,504.14	63,161.67	62,820.74	62,481.35	62,143.48
电价							
一优先电量电价	元/kwh	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
一市场电量电价	元/kwh	0.21	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
售电收入							
一优先电量收入	万元	745.59	4,473.56	4,473.56	4,473.56	4,473.56	4,473.56
一市场电量收入	万元	6,545.22	14,821.87	14,741.93	14,662.36	14,583.15	14,504.29
总营业收入	万元	7,290.82	19,295.42	19,215.49	19,135.92	19,056.70	18,977.85
总营业成本	万元	6,867.71	9,866.28	10,056.30	10,055.55	10,054.75	10,053.96
总营业利润	万元	-1,574.13	5,900.78	5,905.21	5,975.19	6,077.24	6,183.21
所得税	万元	-236.12	885.12	885.78	896.28	911.59	927.48
净利润	万元	-1,338.01	5,015.66	5,019.43	5,078.91	5,165.65	5,255.73
度电成本	元/kwh		0.1296	0.1327	0.1333	0.1339	0.1345
权益装机量	万 kw	20.58	20.58	20.58	20.58	20.58	20.58
权益营收	万元	3,652.70	9,667.01	9,626.96	9,587.10	9,547.41	9,507.90
归母净利润	万元	-670.34	2,512.85	2,514.73	2,544.53	2,587.99	2,633.12

数据来源：公司公告，联储证券研究院

#### 4.1.2 吐鲁番恒晟光伏项目：“光热+光伏”一体化

**吐鲁番恒晟 100 万千瓦光伏项目，是国内首批光热+光伏一体化示范项目。蜀道清洁能源间接 100% 持股恒晟电力。该项目中光伏部分 90 万千瓦，通过 192 个发电方阵、24 条集电线路接入 220kV 升压站。光热部分 10 万千瓦，采用熔盐塔式技术，配置 12 小时储热系统，吸热塔高 190 米，镜场面积 52.48 万平方米，总投资约 55-61 亿元。该项目首创“光热储能+光伏”一体化模式，突破光伏发电时空限制，光热电站可在夜间或阴天持续发电 12 小时。作为蜀道集团在新疆的能源战略支点，项目深度融合吐鲁番“火洲”丰富的太阳能资源与先进能源技术，为我国新能源产业发展提供“光热+光伏”的创新模式。满发电后年均贡献营收约 3.84 亿元。**

表9 吐鲁番恒晟项目具体数据

项目	单位	2025年6-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
装机容量	万 kw	36	100	100	100	100	100
设备利用小时数	小时	1,707.50	1,820.40	1,812.50	1,804.70	2,065.30	2,056.30
发电量	万 kwh	62,030	210,840	209,930	209,030	208,120	207,210
厂用电率	%	0.89%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
站上电量	万 kwh	61,470	209,240	208,340	207,440	206,530	205,630
结算电量	万 kwh	61,470	182,040	181,250	180,470	206,530	205,630
单价	元/kwh	0.15432	0.20885	0.20885	0.20885	0.20885	0.20885
电费收入	万元	9,486.70	38,018.73	37,854.89	37,691.04	43,134.69	42,946.35
其他收入							
CCER 项目交易收入	万元	0	481.53	722.29	722.29	722.29	722.29
成本							
折旧	万元	3,361.91	19,403.83	19,403.83	19,403.83	19,403.83	19,403.83
摊销	万元	2.53	15.10	15.10	15.10	15.10	15.10
委托运维	万元	374.83	2,768.87	2,768.87	2,768.87	2,042.20	2,042.20
职工薪酬	万元	22.12	274.34	362.83	362.83	362.83	362.83
保险费	万元	-	283.02	283.02	283.02	283.02	283.02
水费	万元	-	55.14	55.14	55.14	55.14	55.14
厂用电费	万元	88.50	265.49	265.49	265.49	265.49	265.49
营业成本	万元	3,849.89	23,065.79	23,154.28	23,154.28	22,427.61	22,427.61
度电成本	元/kwh	0.0626	0.1267	0.1277	0.1283	0.1086	0.1091
营业收入	万元	9,486.70	38,500.26	38,577.18	38,413.33	43,856.98	43,668.64
营业利润	万元	5,636.81	15,434.47	15,422.90	15,259.05	21,429.37	21,241.03
所得税	万元	0	0	0	1,907.38	2,678.67	2,655.13
净利润	万元	5,636.81	15,434.47	15,422.90	13,351.67	18,750.70	18,585.90

数据来源：公司公告，联储证券研究院

#### 4.1.3 募配项目：道孚+阿坝县光伏项目

公司将向不超过 35 名符合条件的投资者增发募集不超过 28 亿元，其中 26.1 亿元将用于光伏项目的建设。项目满发电后预计每年贡献营收 14.76 亿元。

阿坝县“光热+”一期 100 万千瓦项目拟用 5 亿元，项目税后资本金财务内部收益率为 5.99%。拟装机光热+光伏发电工程 200 万千瓦，同步建设阿坝县清洁能源集中供暖站工程。其中，一期建设 10 万千瓦光热发电工程，90 万千瓦光伏发电工程；二期建设 10 万千瓦光热发电工程，90 万千瓦光伏发电工程。同步实施清洁能源集中供暖站工程。其中二期项目根据电网接入条件适时上报实施方案，待相关部门同意后开发。本次募集资金拟用于一期项目。

道孚 230 万光伏项目拟用 21.1 亿元。其中 3.5 亿元用于道孚县亚日二期 50 万千瓦光伏项目，项目税后资本金财务内部收益率为 10.83%。3.5 亿元用于道孚县格哈普一期 50 万千瓦光伏项目，项目税后资本金财务内部收益率为 10.61%。14.1 亿元用于道孚县龚吕二期 130 万千瓦光伏项目，项目税后资本金财务内部收益率为 10.51%。

表10 募配光伏项目

募集配套资金金额	发行股份	不超过 280,000 万元	
发行对象	发行股份	不超过 35 名特定对象	
募集配套资金用途	项目名称	拟使用募集资金金额	金额占比
阿坝县“光热+”一期 100 万千瓦项目		50,000	17.86%
道孚 230 万光伏项目	道孚县亚日二期 50 万千瓦光伏项目 道孚县格哈普一期 50 万千瓦光伏项目 道孚县龚吕二期 130 万千瓦光伏项目	35,000 35,000 141,000	12.50% 12.50% 50.36%

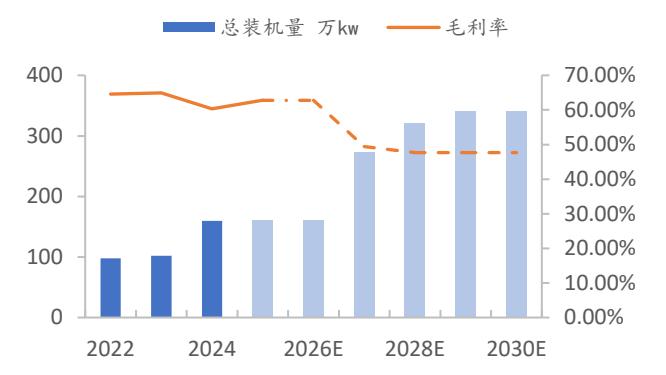
数据来源：公司公告，联储证券研究院

## 4.2 岌天新能源光伏装机

截至 2025 年 6 月末，岷天新能源已在全国投资建设 22 座光伏电站，总装机规模 1,958.52 万千瓦，其中在运项目 124.50 万千瓦，在建项目 71.35 万千瓦。在手的三个项目，雅江 50 万千瓦项目正稳步推进转商运进程、新龙县色戈 20 万千瓦供电保障光伏储能项目取得接入系统批复、正斗 40 万千瓦“1+N”光伏项目采招工作正在有序开展。岷天新能源 2022 年、2023 年、2024 年累计实现净利润 35,886.01 万元，未完成业绩承诺，故四川发展（控股）以现金形式补偿 1,231.45 万元。

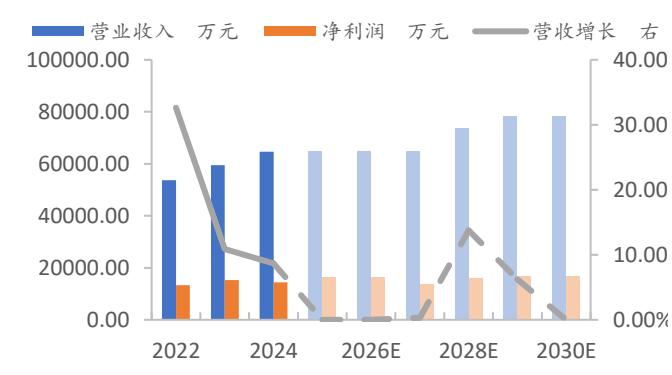
预计 2025 年-2028 年，总装机量分别为 160.5 万千瓦、160.5 万千瓦、273.5 万千瓦、321.85 万千瓦。对应营收 6.47 亿元、6.47 亿元、6.49 亿元、7.38 亿元。毛利率分别为 63%、63%、49%、48%。毛利率下降的主要原因是 136 号文实施后，新能源上网电量全面进入电力市场、通过市场交易形成价格，导致电价下降所致。

图17 岌天新能源总装机量及毛利率预测



资料来源：公司年报，联储证券研究院

图18 岌天新能源总营收预测



资料来源：公司年报，联储证券研究院

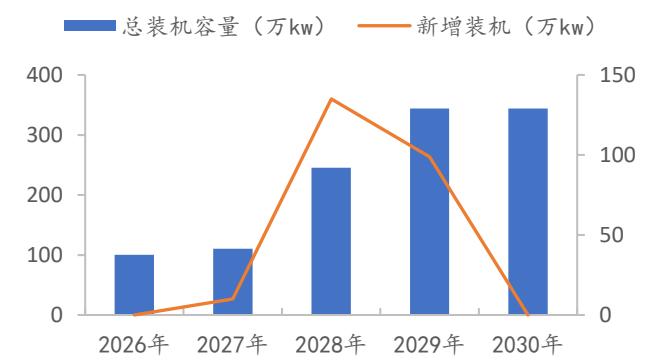
## 5. 风电：交能融合赋能新增业务协同发展

风电业务是新筑股份通过收购控股股东蜀道集团旗下蜀道清洁能源 60% 股权所新增的核心业务。业务的核心亮点在于“交能融合”模式下的差异化竞争优势与资源高效盘活价值，是光伏业务之外的重要增长补充。风电业务依托蜀道集团交通基础设施龙头优势，公司可将风电项目与高速沿线、交通场站等海量闲置交通资产深度融合布局，大幅降低土地占用成本与建设运维成本；同时，公司在手风电开发指标充裕，通过资源置换可将存量指标落地于川西北、川西南等优质风资源区域，显著提升项目发电效率与盈利能力。并且风电出力时段与水电形成精准互补，能够优化公司整体电力供应结构，增

强对电网的议价能力，而“交能融合”模式带来的高效开发优势，可推动风电业务快速兑现收益，实现既有资源价值最大化，进一步完善公司新能源业务的增长矩阵。

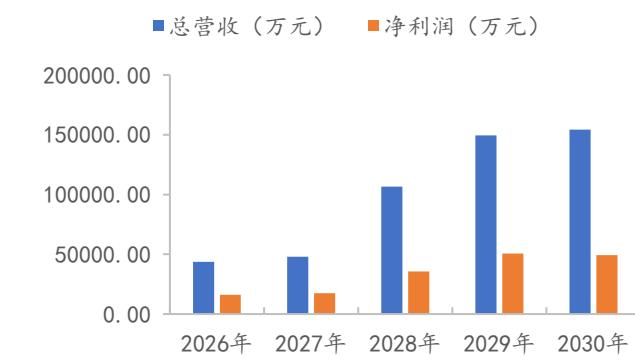
公司风电在手项目总装机容量 344 万千瓦，分别为：①新疆若羌 100.23 万千瓦，该项目已于 2024 年底及 2025 年 3 月分批投产，目前正处于调试阶段；②四川凉山 90.9 万千瓦，该项目当前已完成法人优选；③新疆哈密 20 万千瓦，该项目为募配项目，拟募配 1.5 亿元；④疆电入川中 400 万千瓦风电项目，该项目计划由新筑、三峡、及重庆能源发展集团共同建设完成。2025 年-2028 年，总营收分别为 1.65 亿、4.35 亿、4.79 亿、19.66 亿，贡献净利润 0.89 亿、1.61 亿、1.75 亿、3.56 亿。

图19 风电项目总装机量



资料来源：公司公告，联储证券研究院

图20 风电项目总营收及净利润



资料来源：公司公告，联储证券研究院

## 5.1 新疆若羌：“疆电入川”战略重点项目

**新疆若羌项目是蜀道清洁能源集团“疆电入川”战略重点项目。**该项目开创了“省属能源平台+地方政府+央企技术”的合作模式，以及“大型化机组选型、高比例储能配置、智能化运维体系”三大特点，为国内高海拔风电项目提供了可复制经验。

该项目资源禀赋优秀，位于新疆若羌县境内的罗布庄风区一带，平均风速 7.2m/s，风功率密度等级达 3 级，年发电量 26.7 亿千瓦时，年等效满负荷小时数 2751 小时，显著高于全国风电平均水平的 2200 小时。2023 年 10 月正式开工建设。施工内容包括 42 台单机容量 7.15 兆瓦，48 台单机容量 6.25 兆瓦，60 台单机容量 6.7 兆瓦的风力发电机组以及 2 座 220 千伏升压站，以 2 回 220 千伏送出线路接入若羌 750 千伏变电站。项目分两期建设：一期 50 万千瓦于 2024 年 12 月并网，二期 50 万千瓦于 2025 年 12 月并网，从开工到全容量投运仅用时 26 个月，创下新疆高海拔风电项目建设最快纪录，同时也是目前若羌县祁曼风区已投运的最大单体风电项目。

**新疆若羌项目为西部大开发鼓励类产业项目，享受税收优惠，年均贡献营收 4.36 亿元。**按照《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》，自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税。同时该项目满足《公共基础设施项目企业所得税优惠目录》，自 2025 年起享受企业所得税“三免三减半”。当企业同时符合“三免三减半”和西部大开发优惠条件时，优先适用“三免三减半”，既免税期内税率为 0，减半期内实际税率 12.5%，均低于 15%；当“三免三减半”期满，可继续适用 15% 的西部大开发税率，长期降低税负。

图21 新疆若羌 100 万千瓦行业示范项目



资料来源：若羌县人民政府，联储证券研究院

## 5.2 募配项目：新疆哈密 20 万千瓦风电项目

公司将向不超过 35 名符合条件的投资者增发募集不超过 28 亿元，其中 1.5 亿元将用于新疆哈密 20 万千瓦风电项目。预计该项目税后资本金财务内部收益率为 9.48%。预计该项目于 2027 年试运行，2028 年满产投运，每年贡献营收 3,216 万元。该项目拟安装 28 台单机容量为 7150kW 型风力发电机组，总装机容量为 20 万 kW，配套储能系统共配置 20MW/40MWh 储能电站，规划新建 1 座监控中心。

该项目为“疆电入川”项目，资源禀赋好，电价受政策托底。为强化能源互济共保，进一步扩大“疆电入川”“疆煤入川”规模，深化清洁能源开发利用合作，共同建设国家重要能源保障基地，该项目拟采取上网电价平价项目 0.262 元/千瓦时。

表11 募配风电项目

募集配套资金金额	发行股份	不超过 280,000 万元
发行对象	发行股份	不超过 35 名特定对象
募集配套资金用途	项目名称	拟使用募集资金金额 金额占比
	哈密 20 万千瓦风电项目	15,000 万元 5.36%

数据来源：公司公告，联储证券研究院

在项目审批备案方面，该项目 2024 年 11 月 30 日已取得哈密市发展和改革委员会出具的《新疆维吾尔自治区投资项目备案证》备案证号：2411201208652200000081，2025 年 1 月 9 日取得哈密市自然资源局出具的《建设项目用地预审与选址意见书》用字第 650500202500002 号。2025 年 1 月 9 日已取得哈密市自然资源局出具的《建设项目用地预审与选址意见书》用字第 650500202500002 号。2025 年 6 月 17 日取得哈密市生态环境局出具的《关于新疆中和合众新材料有限公司 20 万千瓦新能源项目环境影响报告表的批复》哈市环审〔2025〕76 号。

### 5.3 蜀道“交能融合”置换优质风光资源

蜀道集团通过“交能融合”创新模式，实现了高速公路建设与风光资源开发的良性置换，形成了“建设高速路，收获清洁能源”的可持续发展路径。四川省政府2022年7月发布《关于深化高速公路市场化改革的指导意见》川办发〔2022〕58号，明确支持“将矿产、光伏、旅游等资源开发与高速公路建设打捆招商、一体实施”。蜀道清洁能源通过蜀道集团投资建设高速公路，将沿线风光资源开发权移交给蜀道清洁能源，无需额外征地，实现“零土地成本+内生消纳闭环”。

公司目前高速配套在手“风光”项目接近4000万千瓦，其中凉山州690万千瓦，包含已完成法人优选的90万千瓦；攀枝花200万千瓦，预计明年兑现；甘孜州800万千瓦，包含已兑现的230万千瓦光伏项目，阿坝州2000万千瓦。凉山州风资源项目已陆续进行开发中，其中凉山90.0万千瓦项目已完成法人优选，预计于2026年二季度开工。甘孜州及阿坝州风电项目预计明年会释放示范性项目。“疆电入川”项目中的风电预计新筑股份将能拿到约133万千瓦，并于2028年开始投运。2028年-2030年在手及拟开发项目累计装机125万千瓦、224万千瓦、224万千瓦。

凉山州作为四川省风能资源核心富集区，技术可开发量达2200万千瓦，占全省理论可开发量的45%以上，稳居全省首位，是西南地区重要的清洁能源基地和四川风电开发主战场。截至2025年7月，凉山州风电装机已达675万千瓦，光伏415万千瓦，新能源总装机突破1090万千瓦，位列全省第一。资源空间分布呈现“三带多区”格局，会东、宁南、盐源构成核心富集带，100米高度年平均风速6-8m/s，风功率密度 $\geq 258W/m^2$ ，开发价值极高。

表12 凉山州“三带多区”格局

区域类型	分布范围	风速特点	开发价值
核心富集带	会东、宁南、盐源县	年平均风速6-8m/s, 风功率密度 $\geq 258W/m^2$	极高, 优先开发
次级可利用带	安宁河沿线(德昌、西昌)、喜德、普格	年平均风速5-6m/s	高, 重点开发
季节性开发带	盐源、普格、喜德部分平坝、山口	冬春季风速 $\geq 6m/s$	中, 季节性开发
贫乏区	雷波、金阳、木里大部分地区	年平均风速 $<4m/s$ , 静风频率 $>50\%$	低, 不宜大规模开发

数据来源：凉山气象局，联储证券研究院

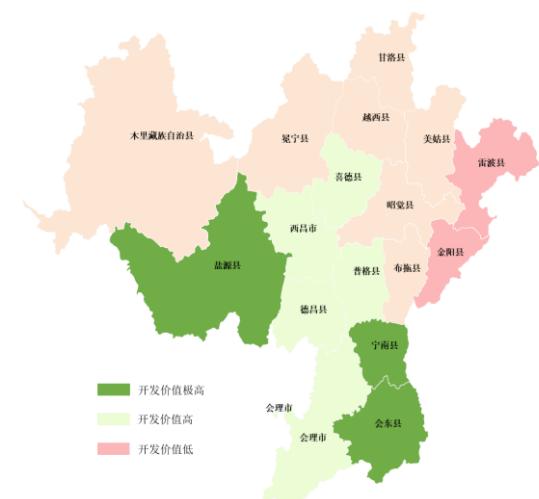
重点开发区域中，会东县作为“四川风电第一县”，技术可开发量超130万千瓦，已建成9座风电场，总装机81.58万千瓦；盐源县则打造了全国最大整县高海拔风电基地，12个项目总装机108.9万千瓦，平均海拔超3500米，是世界上海拔最高的大规模风电基地之一。蜀道集团风资源主要集中在会东、盐源风资源富集地带。

图22 四川省风能资源富集区



资料来源：凉山气象局，联储证券研究院

图23 凉山“三带多区”开发格局



资料来源：凉山气象局，联储证券研究院

当前凉山州风电开发已形成规模化产业集群，累计建成 51 座风电场，在建 9 座，总装机 85.63 万千瓦，“十四五”期间还有 32 个项目，总装机超 321 万千瓦核准待建。按照发展规划，凉山州将加快推进西昌牦牛山、会理小箐村等重点项目，目标到 2026 年新增风电装机 115.6 万千瓦，累计装机突破 790 万千瓦，全力打造“全国重要清洁能源基地”和“中国清洁能源之都”。未来将进一步构建风电、光伏、水电“风光水储”一体化可再生能源综合开发体系，依托资源禀赋与技术创新，持续释放绿色能源潜力，为区域经济转型与国家“双碳”目标实现提供重要支撑。

## 6. 盈利预测和投资建议

## 6.1 关键业务核心假设

公司作为四川省的综合电力运营商，其核心业务涵盖水电、光伏、风电三大电力品种，我们对核心业务盈利预测关键假设如下。

### 6.1.1 水电

2025-2028 年水电权益装机容量分别为 35.74 万千瓦、66.25 万千瓦、81.51 万千瓦、112.02 万千瓦。根据公司发布的《资产出售、发行股份及支付现金购买资产报告书（草案）》中所披露的巴郎口水电站、华山沟水电站及毛尔盖水电站的相关数据，并综合考察其合理性后，假设水电项目平均设备利用小时数为 3850 小时，平均上网电价约为 0.21 元/千瓦时。

**表13 水电项目汇总**

	单位	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
总装机量	万 kw	35.74	66.25	81.51	112.02	125.73	135.36
YoY			85.38%	23.03%	37.44%	12.24%	7.66%
总营收	万元	43,488.47	46,436.78	46,924.96	48,064.04	48,210.49	48,210.49
YoY			6.78%	1.05%	2.43%	0.30%	0.00%
总利润	万元	8,535.07	25,572.36	28,612.73	33,977.50	38,952.79	42,620.78
YoY			199.62%	11.89%	18.75%	14.64%	9.42%

数据来源：公司公告，联储证券研究院

### 6.1.2 光伏

2025-2028 年光伏装机容量为 134 万千瓦、193 万千瓦、319 万千瓦、591 万千瓦。其中晟天能源光伏项目按照历年已有数据进行推测，平均上网电价约为 0.291 元/千瓦时，平均利用小时数约为 1325 小时。蜀道清洁能源光伏项目则根据独立财务顾问报告公布的毛尔盖光伏项目及吐鲁番光伏项目数据，并综合考察其合理性后，按照区域划分进行推测。四川省项目平均上网电价约为 0.295 元/千瓦时，平均利用小时数为 1836 小时。新疆地区项目平均上网电价约为 0.209 元/千瓦时，平均利用小时数为 1877 小时。

**表14 光伏项目汇总**

	单位	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
总装机量	万 kw	134.01	192.57	318.62	591.23	718.72	736.72
YoY			43.71%	65.45%	85.56%	21.56%	2.50%
总营收	万元	65,116.45	108,611.91	161,017.98	354,444.45	450,510.81	462,222.70
YoY			49.79%	40.10%	107.18%	25.71%	2.45%
总利润	万元	14,629.30	23,865.82	32,228.69	62,412.21	80,552.46	82,632.74
YoY			63.14%	35.04%	93.65%	29.07%	2.58%

数据来源：公司公告，联储证券研究院

### 6.1.3 风电

2025-2028 年风电装机容量为 60 万千瓦、60 万千瓦、66 万千瓦、147 万千瓦。根据独立财务顾问报告公布的新疆若羌项目数据，并综合考察其合理性后进行推测，因凉山州项目风资源优质，因此数据可以新疆地区做类比，综合折算下来，平均电价为 0.204 元/千瓦时，平均利用小时数为 2669 小时。

**表15 风电项目概览**

	单位	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
总装机量	万 kw	60.14	60.14	66.14	147.14	206.48	206.48
YoY			0.00%	9.98%	122.47%	40.33%	0.00%
总营收	万元	43563.04	43563.04	47909.35	106584.50	149569.48	154243.54
YoY			0.00%	9.98%	122.47%	40.33%	3.13%
总利润	万元	9,671.64	9,671.64	10,515.97	21,344.70	30,440.75	29,619.26
YoY			0.00%	8.73%	102.97%	42.62%	-2.70%

数据来源：公司公告，联储证券研究院

## 6.2 盈利预测及投资建议

新筑股份背靠四川省最大的省属国企蜀道集团，重组完成后公司通过剥离轨交、桥梁亏损业务，注入优质清洁能源资产，遵照国家发展规划，稳步向质量更优的路上迈进。我们认为公司在手指标充裕且优质，在手资源超 3400 万千瓦，超过五大六小央企总和，其中“三州一市”优质风光资源占比 70%，为公司的长期发展打下良好根基。在政策协同上，作为“疆电入川”牵头方，深度参与四川省电力交易规则制定，公司未来业绩成长确定性强。伴随行业未来需求增长及整体盈利的筑底修复，公司有望迎来业绩及估值的双重增长。

选取行业内具有代表性的上市公司作为可比公司，2025-2027E 行业平均 PE 为 16.56X、14.60X、13.42X。我们预计公司 2025~2027 年的归母净利润分别为 0.29、2.56、4.92 亿元，同比增长-107.2%、+763.8%、+92.1%，对应 PE 分别为 153.83X、17.81X、9.27X，PB 分别为 0.80X、0.77X、0.71X。当前公司已经处于较底部位置，考虑公司未来新增装机量大具备较大修复弹性，有望带来业绩增量，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表16 可比公司

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			PB	
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002480.SZ	新筑股份	5.93	45.61	-0.53	0.04	0.33	0.64	-9.7	153.83	17.81	9.27	4.73
600032.SH	浙江新能	7.32	176.02	0.24	0.55	0.6	0.65	31.41	13.38	12.2	11.2	1.36
002039.SZ	黔源电力	18.48	79.01	0.51	1.03	1.08	1.19	29.90	17.59	16.81	15.17	1.82
600886.SH	国投电力	13.61	1,089.41	0.87	0.81	0.91	0.99	18.65	18.7	14.8	13.88	1.64

数据来源：iFinD，联储证券研究院

## 7. 风险提示

- 监管审批超期风险，当前已获四川省国资委原则性批复，还需通过证监会并购重组委审核、反垄断审查等多重程序。可能导致审批周期延长，触发业绩承诺期调整。
- 利用小时数不及预期风险，丰水期弃水与枯水期外购电矛盾突出，部分水电站实际利用小时数低于设计值；受弃风及风机故障停机影响，风电实际利用小时数低于设计值；受雾霾、沙尘天气及组件衰退影响，实际利用小时数低于预期。
- 电价政策变动风险，新能源标杆上网电价退坡、绿电交易价格波动可能影响项目现金流。

## 财务报表分析和预测表

资产负债表		单位: 万元					现金流量表		单位: 万元				
会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产		531,877	610,702	1,677,579	2,262,358	2,570,902	经营活动现金流		122,720	9,835	326,707	494,657	307,343
货币资金		192,114	122,981	1,354,807	1,752,068	1,966,645	净利润		-25,533	-34,063	6,049	31,402	57,826
应收及预付		171,918	239,227	28,243	49,662	59,165	折旧摊销		37,091	40,058	60,159	73,647	84,211
存货		59,945	26,444	20,087	44,961	52,521	营运资金变动		64,557	-52,712	205,277	325,597	101,653
其他流动资产		107,900	222,051	274,441	415,667	492,571	其它		46,604	56,552	55,222	64,010	63,653
非流动资产		812,736	877,829	1,939,494	1,958,943	1,963,570	投资活动现金流		-96,115	-114,012	-1,132,712	-82,758	-76,137
长期股权投资		32,209	29,499	29,499	29,499	29,499	资本支出		-96,122	-83,504	-1,125,119	-111,824	-105,565
固定资产		512,897	677,659	1,002,018	1,200,146	1,326,161	投资变动		0	-9,192	495	0	0
在建工程		124,606	27,261	755,681	583,552	466,710	其他		7	-21,316	-8,088	29,066	29,427
无形资产		67,152	74,391	70,561	66,730	62,899	筹资活动现金流		42,473	40,363	2,037,183	-14,638	-16,628
其他长期资产		75,872	69,019	81,734	79,017	78,300	银行借款		76,548	96,716	1,562,330	60,000	60,000
资产总计		1,344,612	1,488,531	3,617,073	4,221,302	4,534,472	股权融资		0	4,000	462,352	0	0
流动负债		549,843	733,252	785,222	1,308,048	1,513,393	其他		-34,075	-60,354	12,500	-74,638	-76,628
短期借款		61,063	71,628	87,060	97,060	107,060	现金净增加额		69,063	-63,968	1,231,826	397,261	214,577
应付及预收		263,383	319,474	358,138	834,027	1,012,822	期初现金余额		105,872	174,935	110,967	1,342,794	1,740,055
其他流动负债		225,397	342,150	340,023	376,961	393,510	期末现金余额		174,935	110,967	1,342,794	1,740,055	1,954,632
非流动负债		537,188	530,140	2,137,926	2,187,926	2,237,926							
长期借款		375,893	462,044	2,008,943	2,058,943	2,108,943							
应付债券		0	0	0	0	0							
其他非流动负债		161,294	68,095	128,983	128,983	128,983							
负债合计		1,087,030	1,263,391	2,923,148	3,495,974	3,751,319							
股本		76,917	76,917	182,236	182,236	182,236							
资本公积		171,108	172,547	529,580	529,580	529,580							
留存收益		-104,547	-145,462	-141,848	-116,236	-67,027							
归属母公司股东权益		142,268	101,921	567,623	593,235	642,445							
少数股东权益		115,314	123,218	126,302	132,092	140,709							
负债和股东权益		1,344,612	1,488,531	3,617,073	4,221,302	4,534,472							

利润表		单位: 万元					主要财务比率						
会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入		250,942	248,316	147,357	242,824	297,847	<b>成长能力</b>						
营业成本		186,535	183,904	57,302	133,444	162,052	营业收入增长		52.1%	-1.0%	-40.7%	64.8%	22.7%
营业税金及附加		2,851	2,694	1,621	2,671	3,276	营业利润增长		55.7%	-45.0%	127.5%	419.2%	84.1%
销售费用		5,454	5,702	2,210	3,642	4,468	归母净利润增长		39.5%	-19.5%	107.2%	763.8%	92.1%
管理费用		22,849	22,696	17,683	19,426	17,871	<b>盈利能力</b>						
研发费用		8,356	9,457	7,368	4,856	4,468	毛利率		25.7%	25.9%	61.1%	45.0%	45.6%
财务费用		32,688	33,859	43,676	47,542	41,586	净利率		-13.6%	-16.5%	2.0%	10.5%	16.5%
资产减值损失		-10,378	-9,701	-17,536	-18,438	-16,452	ROE		-24.1%	-40.1%	0.5%	4.3%	7.7%
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	ROIC		2.3%	1.3%	1.3%	2.2%	2.8%
投资净收益		-1,479	-3,185	8,105	29,066	29,427	<b>偿债能力</b>						
营业利润		-20,241	-29,357	8,065	41,870	77,101	资产负债率		80.8%	84.9%	80.8%	82.8%	82.7%
营业外收支		309	576	0	0	0	净负债比率		172.0%	276.8%	138.4%	85.9%	59.8%
利润总额		-19,932	-28,781	8,065	41,870	77,101	流动比率		0.97	0.83	2.14	1.73	1.70
所得税		5,601	5,282	2,016	10,467	19,275	速动比率		0.70	0.53	1.77	1.38	1.34
净利润		-25,533	-34,063	6,049	31,402	57,826	<b>营运能力</b>						
少数股东损益		8,707	6,851	3,084	5,791	8,616	总资产周转率		0.20	0.18	0.06	0.06	0.07
归属母公司净利润		-34,240	-40,915	2,965	25,612	49,210	应收账款周转率		1.55	1.22	1.13	7.86	6.96
EBITDA		53,304	50,375	111,901	163,059	202,899	存货周转率		3.54	4.26	2.46	4.10	3.32
EPS (元)		-0.45	-0.53	0.04	0.33	0.64	<b>每股指标(元)</b>						
							每股收益		-0.45	-0.53	0.04	0.33	0.64
							每股经营现金流		1.60	0.13	4.25	6.43	4.00
							每股净资产		1.85	1.33	7.38	7.71	8.35
							<b>估值比率</b>						
							P/E		—	—	153.83	17.81	9.27
							P/B		3.21	4.48	0.80	0.77	0.71
							EV/EBITDA		15.61	20.25	12.66	6.62	4.56

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 12 月 18 日

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F  
邮编：266100

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院 13 号楼 B 座 14 层  
邮编：100029

#### 上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层  
邮编：200135

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F  
邮编：518000