

新能股份 (000595): 宁夏国资入主, 绿电 转型焕发新生

首次覆盖报告

报告摘要

◆ 宁夏国资入主, 借资产置换实现绿电转型, 业绩实现扭亏

1996 年公司于深交所上市, 主要为轴承制造与销售。2006 年以来公司控股股东几度易主。自 2020 年 12 月起, 宁夏回族自治区人民政府成为公司实际控制人。经过宁夏国资体系内部股权变更, 宁夏唯一的区属国有能源企业宁夏电投在 2026 年 4 月成为公司控股股东。

2025 年 7 月通过重大资产重组, 公司置入宁夏电投持有的宁夏电投新能源有限公司的 100% 股权 (交易价格 8.1 亿元), 置出轴承业务相关资产。交易完成后, 公司的主营业务由轴承资产销售变更为风电、光伏及储能电站的投资开发和运营管理。借资产置换, 公司不仅转型绿电运营, 而且扭转连年亏损局面。2025 年公司实现营收 6.65 亿元、归母净利润 0.83 亿元。公司在 2026 年 7 月实现摘帽, 并将股票简称由宝塔实业更改为新能股份。

◆ 积极扩建风光新能源电站, 托管宁夏国资体系旗下新能源资产

截至 2025 年底, 公司持有 24.9 万千瓦风电资产、257.2 万千瓦光伏资产、300MW/600MWh 储能电站, 发电和储能场站均位于宁夏境内, 主要客户为国家电网宁夏。同时, 为避免同业竞争, 宁国运、宁夏电投将旗下的新能源电站转交给公司进行股权托管。

2026 年公司计划继续推进多个大型新能源场站的建设, 计划投资金额约 17.5 亿元。截至 2026 年 7 月, 公司 (含托管) 在建风光储项目合计 318 万千瓦, 配套储能 960MW/1920MWh, 项目计划在 2026 年至 2027 年分批并网投运, 届时公司总装机规模 (含托管) 将突破 1000 万千瓦。

◆ “宁电入湘” 等外送通道和 “算电协同” 战略落地, 为宁夏绿电消纳 打开新空间

宁夏风光资源丰富, 新能源装机和发电量近十年稳步增长, 2025 年省内新能源发电量占比达到 25.4%。宁夏是西电东送重要的送端, 2025 年发电量和用电量的差值达到 1044 亿千瓦时, 位居全国第五。“宁电入湘” 于 2025

投资评级

买入
首次评级

2026 年 07 月 28 日

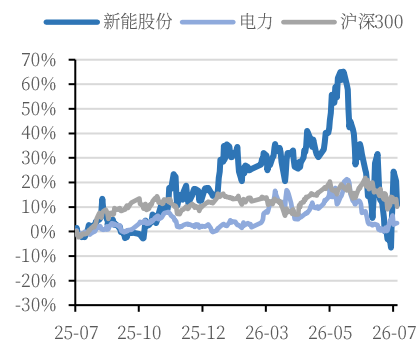
收盘价(元): 5.41

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	1,138.66
总市值(百万)	6,160.13
流通股本(百万股)	1,138.66
流通市值(百万)	6,160.13
12 月最高/最低价(元)	8.20/4.30
资产负债率(%)	89.51
每股净资产(元)	0.43
市盈率(TTM)	64.80
市净率(PB)	12.73
净资产收益率(%)	0.41

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

王卓亚 分析师
SAC 执业证书: S0640523110001
联系电话:
邮箱: wangzybj@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

年投产，主要向湖南输送新能源电力。湖南省 2025 年的用电缺口达 554 亿千瓦时，排在全国第八。此外，宁夏正在推动第四回直流输电工程建设，加快布局与西北省份间的电力互济工程。外送电价通常不低于区内交易电价，为宁夏新曾的新能源发电项目，提供更广阔的消纳市场。

作为“东数西算”八大枢纽节点之一，宁夏枢纽（中卫数据中心集群）稳居全国十大智算集群前三。“算电协同”相关政策和战略，要求国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。2026 年 5 月全国首个大规模“算电协同”绿电直连项目——中国大唐中卫云基地 50 万千瓦光伏电站在宁夏中卫正式投运。作为“东数西算”和“算电协同”战略落地的重要节点，宁夏枢纽的绿电直连应用前景广阔，也为宁夏地区的绿电消纳打开新的消纳场景。

投资建议：

公司装机规模和发电量有望持续增长。随着宁夏外送通道的不断完善，叠加“东数西算”重要节点宁夏枢纽的区位优势，以及“算电协同”战略的稳步推进，公司综合电价有望提升。预计 2026/2027/2028 年公司归母净利润分别为 1.1/3.4/8.0 亿元，EPS 分别为 0.1/0.3/0.7 元/股，对应最新收盘价（7 月 28 日）的 PE 分别为 56.6/18.2/7.8 倍。

风险提示：

新电站项目投产不及预期，外送通道建设进度不及预期，新能源项目补贴回收进度不及预期，绿电直连等业务开拓进展不及预期，风光资源扰动影响

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	236.98	665.45	1278.65	1914.12	3043.74
增长率（%）	-20.46%	180.81%	92.15%	49.70%	59.01%
归母净利润（百万元）	-167.04	83.32	108.82	339.14	795.35
增长率（%）	-3.02%	149.88%	30.60%	211.66%	134.52%
毛利率（%）	1.28%	26.23%	33.49%	34.32%	35.68%
每股收益	-0.15	0.07	0.10	0.30	0.70
市盈率 PE	-36.88	73.93	56.61	18.16	7.75
市净率 PB	19.43	12.84	10.46	6.64	3.57
净资产收益率 ROE（%）	-52.70%	17.36%	18.48%	36.55%	46.15%

资料来源：中航证券研究所

正文目录

一、 宁夏国资控股，借资产置换完成绿电转型.....	5
（一） 宁夏国资入主完成控股	5
（二） 通过资产置换步入新能源发电运营领域.....	6
（三） 通过资产置换剥离亏损业务，成功实现摘帽.....	8
二、 宁夏绿电外送和“算电协同”，有望打开增长新空间.....	9
（一） 宁夏新能源发展迅速，外送通道打开新空间.....	9
（二） “算电协同”为绿电消纳带来新机遇.....	12
三、 盈利预测.....	14
四、 风险提示.....	15

图表目录

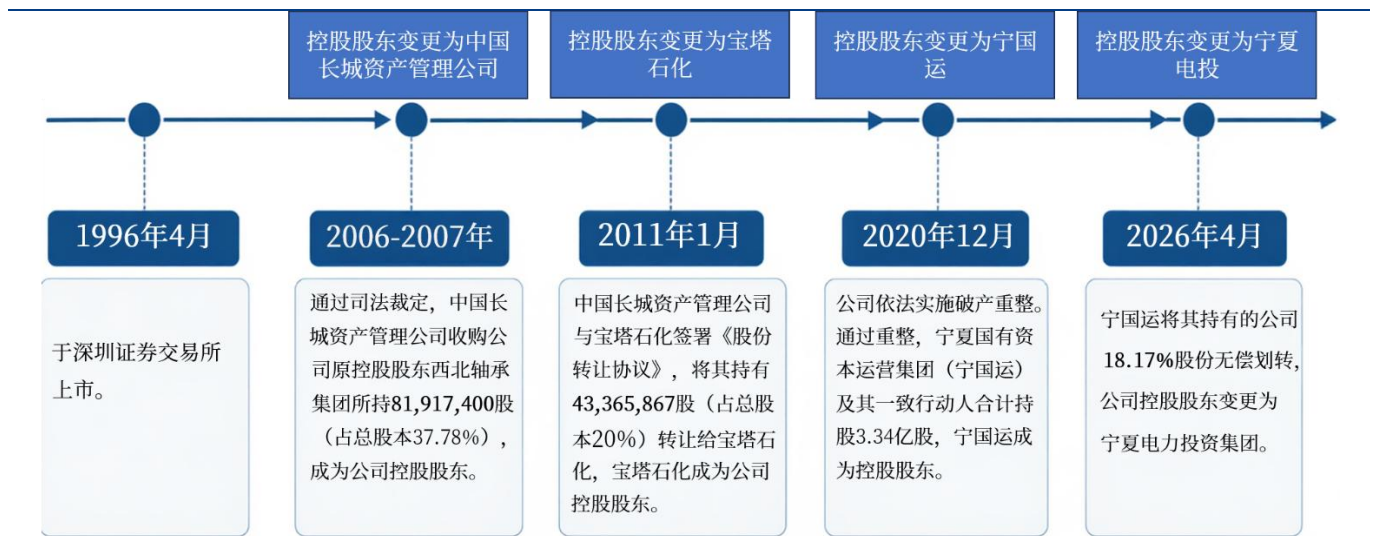
图 1 公司历史沿革与控股股东变化.....	5
图 2 前五大股东持股明细	6
图 3 资产置换情况	6
图 4 资产置换完成后，公司主要生产经营信息	7
图 5 公司托管电站项目	7
图 6 2026 年公司新能源、储能电站等投资计划.....	8
图 7 营业收入和增速	9
图 8 归母净利润和增速	9
图 9 期间费用率.....	9
图 10 毛利率和净利率	9
图 11 宁夏电力装机容量和新能源占比.....	10
图 12 宁夏电力发电量和新能源发电量占比	10
图 13 2025 年全国各省市的新能源发电量和发电占比	10
图 14 2025 年全国各省市的新能源发电装机容量和装机占比.....	11
图 15 2025 年全国各省市的发电量与用电量差值情况（亿千瓦时）	11
图 16 “东数西算”八大算力枢纽.....	12
图 17 “算电协同”和“东数西算”相关政策	14
图 18 主营业务收入拆分与预测（百万元）	15

一、宁夏国资控股，借资产置换完成绿电转型

（一）宁夏国资入主完成控股

公司历史上经历过多次股权变动，控股股东几度易主。1996 年公司于深交所上市，主业为轴承制造、销售。2006 年~2007 年中国长城资产管理公司通过收购成为公司的控股股东。2011 年 1 月民营企业宝塔石化与中国长城资产管理公司签署股份转让协议，继而成为公司控股股东。2020 年 12 月公司依法实施破产重组，宁夏国有资本运营集团（宁国运）成为控股股东。宁国运是由宁夏回族自治区人民政府批准设立的国有独资公司。2026 年 4 月经过宁国运的股份无偿划转，宁夏电力投资集团（宁夏电投）成为公司控股股东。历经多轮股权变动，截至目前公司实际控制人为宁夏回族自治区人民政府。2026 年公司名称由“宝塔实业股份有限公司”（证券简称：宝塔实业）变更为“宁夏国运新能源股份有限公司”（证券简称：新能股份）。

图1 公司历史沿革与控股股东变化



资料来源：公司公告，中航证券研究所

公司第一大股东为宁夏电投，持股比例为 18.8%。宁夏电投为宁夏唯一的区属国有能源企业，经营的发电供热业务在宁夏区域内处于垄断地位。第二大股东为宝塔石化，持股比例为 17.4%。第三大股东为宁国运，持股比例为 11.2%。宁国运为宁夏电投的控股股东，总计持股比例 100%。作为宁夏电投和宁国运的实际控制人，宁夏回族自治区人民政府间接持有至少约 30% 的公司股份。

图2 前五大股东持股明细

股东	持股比例
宁夏电力投资集团有限公司（宁夏电投）	18.83%
宝塔石化集团有限公司	17.43%
宁夏国有资本运营集团有限责任公司（宁国运）	11.16%
宁夏优势西证新能源合伙企业（有限合伙）	3.51%
江苏东方宏达电力发展有限公司	1.76%
前五大股东合计	52.69%

资料来源：wind，中航证券研究所

（二）通过资产置换步入新能源发电运营领域

2025 年 6 月公司与交易对方宁夏电投正式签署《重大资产置换及支付现金购买资产协议》，确定最终交易方案。2025 年 7 月 11 日，公司召开股东大会审议通过重组方案，同日作为资产交割日，置出、置入资产完成交割。交易方式为资产置换+现金支付。置入资产与置出资产交易价格的差额，由公司向宁夏电投支付 34,123 万元填平。经过此次资产置换，公司主营业务由轴承、船舶电器的生产与销售，变更为光伏发电、风力发电及储能电站项目的投资开发和运营管理，以及船舶电器的生产与销售。

图3 资产置换情况

资产置换	标的物	交易价格（万元）	承接方
公司置入资产	宁夏电投持有的宁夏电投新能源有限公司 100%股权	80,927	由宁夏电投置出资产，由公司置入资产。
公司置出资产	除保留资产（货币资金、部分长期股权投资、其他权益工具投资、无形资产等）以外的全部资产负债，主要包括轴承业务相关的资产、负债及子公司股权。	46,804	由公司置出资产，由宁夏电投的全资子公司宁夏金天制造有限公司置入资产。

资料来源：公司公告，中航证券研究所

截至 2025 年底，公司持有的新能源总装机达到 282.03 万千瓦，包括 24.85 万千瓦风电资产、257.18 万千瓦光伏资产，以及 300MW/600MWh 储能电站。公司的发电和储能场站均位于宁夏境内，主要客户为国家电网宁夏。2025 年公司所属电站完成发电量 21.65 亿千瓦时，同比增长 106.58%；完成上网电量 20.85 亿千瓦时，同比增长 108.92%。其中，参与市场交易电量 19.63 亿千瓦时，占总上网电量的 94.15%。

图4 资产置换完成后，公司主要生产经营信息

项目	2025 年	2024 年
总装机容量（万千瓦）	282.03	67.85
新投产机组的装机容量（万千瓦）	214.18	10
核准项目的计划装机容量（万千瓦）	214.18	10
在建项目的计划装机容量（万千瓦）	8.7	214.18
发电量（亿千瓦时）	21.65	10.48
上网电量或售电量（亿千瓦时）	20.85	9.98
平均上网电价或售电价（元 / 亿千瓦时，含税）	21,232,000	26,619,274
发电厂平均用电率（%）	2.94%	3.29%
发电厂利用小时数（小时）	1,471	1,545

资料来源：公司公告，中航证券研究所

2025 年 8 月公司股东宁国运、宁夏电投，先后于 2025 年 8 月、2026 年 4 月发布《关于避免同业竞争的承诺》，将旗下的新能源电站转交给公司进行股权托管。公司按项目固定收取 100 万元/年的托管费。

图5 公司托管电站项目

序号	托管标的公司	托管股权比例	委托方	拥有项目	项目规模（万千瓦）	托管费（万元/年）	托管起始日	托管终止日
1	宁国运浩能新能源（盐池县）有限公司	51%	宁夏国有资本运营集团有限责任公司（宁国运）	宁国运盐池惠安堡 85 万千瓦光伏复合项目	85	100	2025-08-11	2031-08-11
2	宁国运新能源（中宁）有限公司	51%	宁夏国有资本运营集团有限责任公司（宁国运）	宁国运中宁徐套 100 万千瓦风光同场复合项目	100	100	2025-08-11	2031-08-11
3	宁夏电投盐池新能源有限公司	100%	宁夏电力投资集团有限公司（电投集团）	1. 宁夏电投盐池惠安堡 750MW 风光同场项目（300MW 风电+450MW 光伏）； 2. 太阳山风电场宁夏电投三期 100MW 工程项目； 3. 宁国运盐池高沙窝 28 万千瓦风电项目	113	100	2025-08-11	2031-08-11
4	宁夏电投永利（中卫）新能源有限公司	100%	宁夏电投永利能源有限公司（电投永利）	300 万千瓦光伏基地项目	300	100	2025-08-11	2031-08-11
5	宁国运瑞源新能源（灵武市）有限公司	51%	宁夏电力投资集团有限公司（宁夏电投）	宁国运灵武二期 100 万千瓦光伏复合项目	100	100	2026-04-16 (董事会审议通过)	最长期限 6 年 (注入上市公司或解决同业竞争)

资料来源：公司公告，中航证券研究所

2026 年公司固定资产类计划总投资 17.5 亿元，股权计划投资 1.6 亿元，投资所需资金来源为公司自筹及金融机构融资。截至 2026 年 7 月，公司（含托管）在建风光储项目合计 318 万千瓦，配套储能 960MW/1920MWh，项目预计 2026 年至 2027 年分批并网投运，届时公司总装机规模（含托管）将突破 1000 万千瓦。大股东宁国运后续新增风光指标、新型储能等新能源项目将优先注入公司，形成“投产一批、在建一批、储备一批、谋划一批”的长效项目储备库，持续为公司输送优质资产，打开长期扩容通道，未来增长空间充足。

图6 2026 年公司新能源、储能电站等投资计划

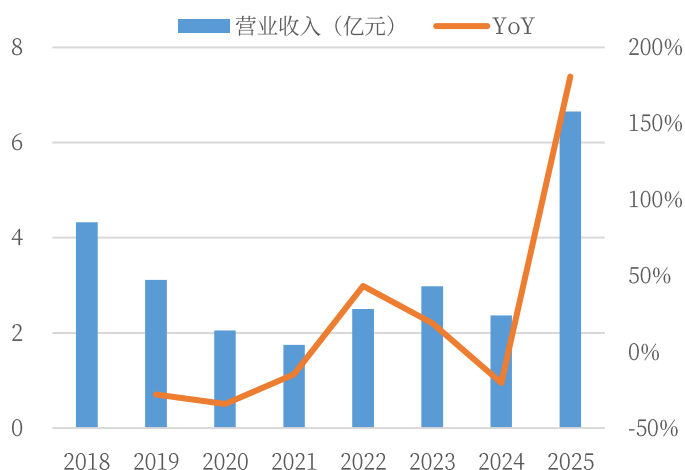
序号	项目名称	项目性质	项目总投资 (万元)	2026 年计划 固投金额 (万元)	2026 年计划 股权投资 (万元)
1	宁国运盐池高沙窝 92 万千瓦光伏复合项目	续建	260000	23368	
2	宁国运灵武 100 万千瓦光伏复合项目	续建	250000	41924	
3	青龙山 200MW/400MWh 新能源共享储能电站示范项目二期 100MW/200MWh 工程	续建	14690	735	
4	宁国运盐池高沙窝 320MW/640MWh 储能电站项目	续建	39040	35100	3100
5	宁国运灵武马家滩 240MW/480MWh 储能电站项目	续建	33229	24888	1540
6	宁夏电投中卫迎水桥 350 兆瓦风光同场项目	续建	123596	26661	8383
7	宁国运中卫迎水桥 80MW/160MWh 储能电站项目	续建	14232	12097	3397
8	宁国运盐池高沙窝长关 330kV 变电站分布式调相机建设项目	新建	13800	3700	
9	宁国运灵武马家滩 330kV 变电站分布式调相机建设项目	新建	13800	3700	
10	宁国运盐池区域中心集控子站项目	新建	550	523	
11	太阳山区域 7 项技改项目	技改	965	965	
12	机电与电磁暂态建模项目	技改	990	990	
合计			764892	174650	16420

资料来源：公司公告，中航证券研究所

（三）通过资产置换剥离亏损业务，成功实现摘帽

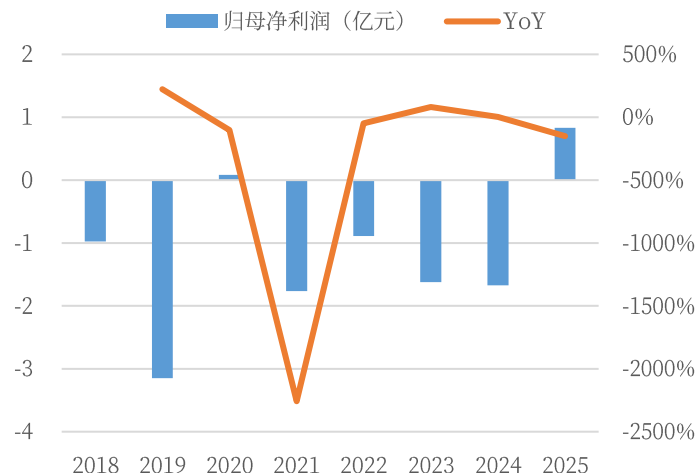
2021 年~2024 年公司持续亏损，且营收处于 1.8 亿元~3 亿元之间。2025 年 4 月发布《关于公司股票交易被实施退市风险警示暨股票停复牌的公告》，公司股票简称由“宝塔实业”变更为“*ST 宝实”。公司在 2025 年 7 月完成重大资产置换，通过置出持续亏损的轴承业务，置入盈利能力较强的新能源业务，从根本上改变公司的盈利能力。2025 年公司营收为 6.65 亿元，归母净利润为 0.83 亿元。2026 年 7 月公司发布《关于公司股票交易撤销退市风险警示暨停复牌的公告》，公司股票简称由“*ST 宝实”变更为“宝塔实业”，并于同一月份将公司股票简称改为新能股份，同时维持股票代码 000595.SZ 不变。

图7 营业收入和增速



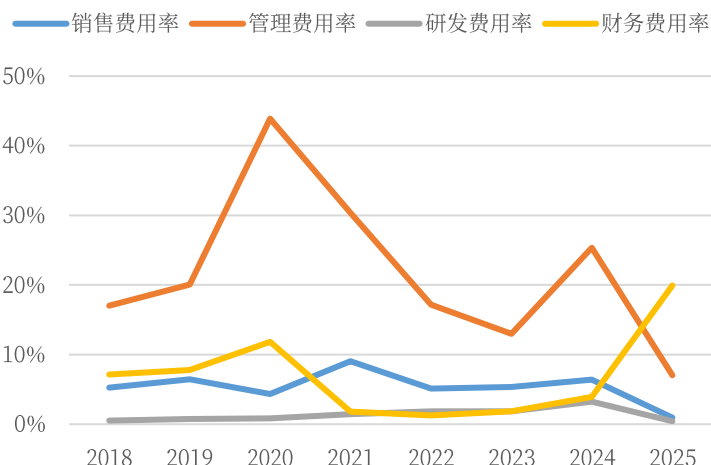
资料来源：iFind，中航证券研究所

图8 归母净利润和增速



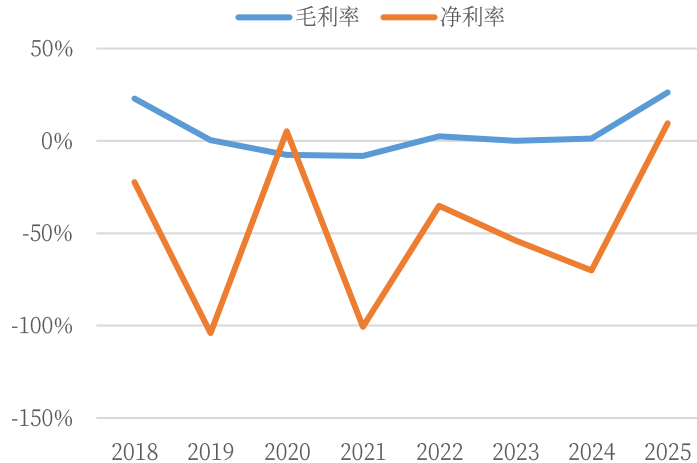
资料来源：iFind，中航证券研究所

图9 期间费用率



资料来源：iFind，中航证券研究所

图10 毛利率和净利率



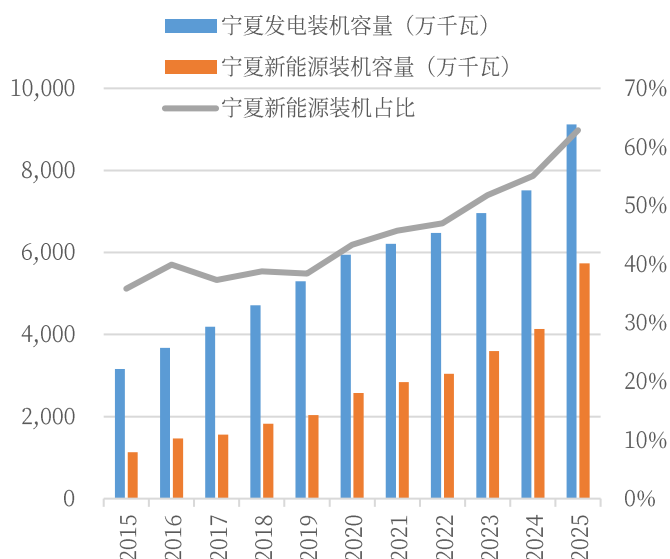
资料来源：iFind，中航证券研究所

二、宁夏绿电外送和“算电协同”，有望打开增长新空间

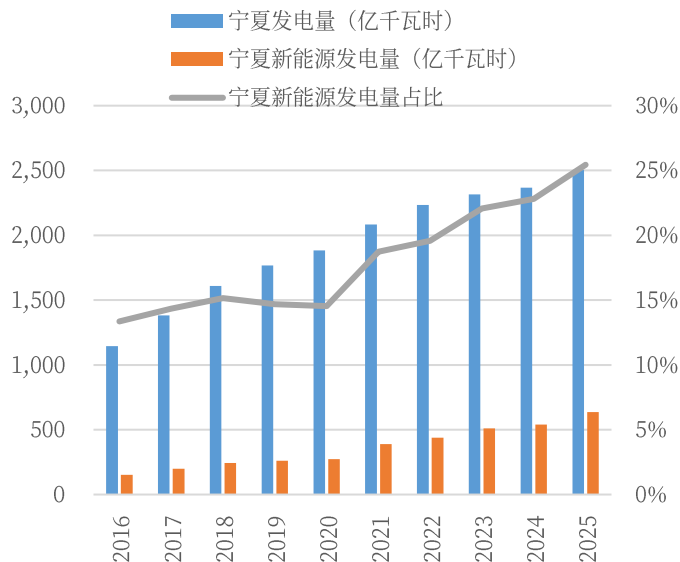
（一）宁夏新能源发展迅速，外送通道打开新空间

宁夏作为全国首个国家新能源综合示范区，荒漠土地资源充裕、光照风力条件优越，风光发电利用效率高。近十年来，宁夏发电装机容量稳步增长，新能源装机占比则稳步提升。截至2025年底，宁夏新能源装机量达到57.3GW，占全省电力装机的比重为62.9%。同时期，宁夏电力发电量实现稳步增长，其中新能源发电量占比逐年增高。截至2025年底，宁夏新能源发电量达637亿千瓦时，占全省发电量的比重达25.4%。

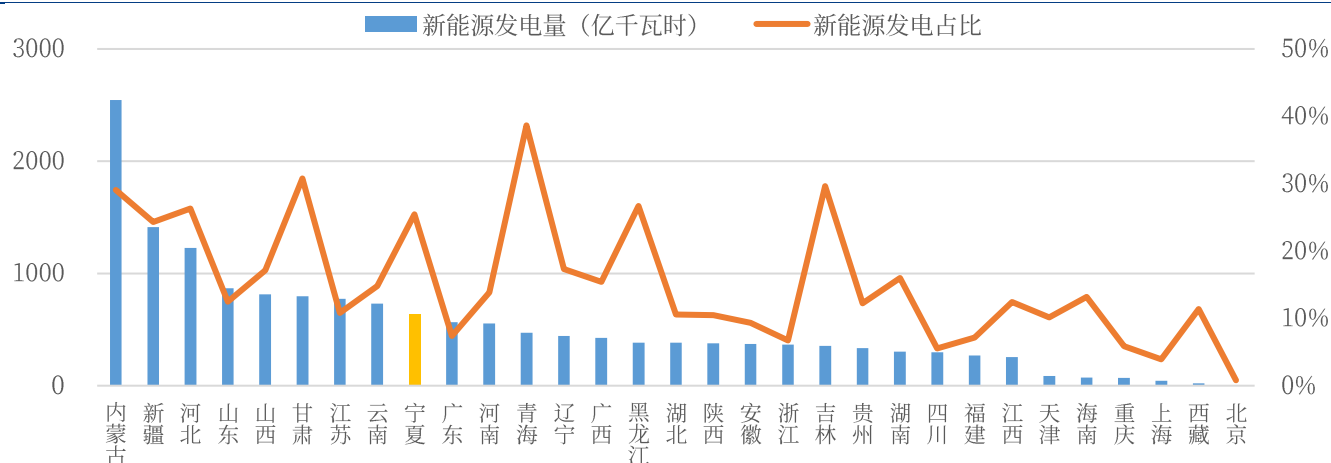
全国层面来看，截至 2025 年宁夏新能源发电量排在全国第九，新能源发电的省内占比排全国第七。截至 2025 年宁夏新能源装机量排在全国第十六，新能源装机的省内占比排在全国第五。

图11 宁夏电力装机容量和新能源占比


资料来源：iFind，中航证券研究所

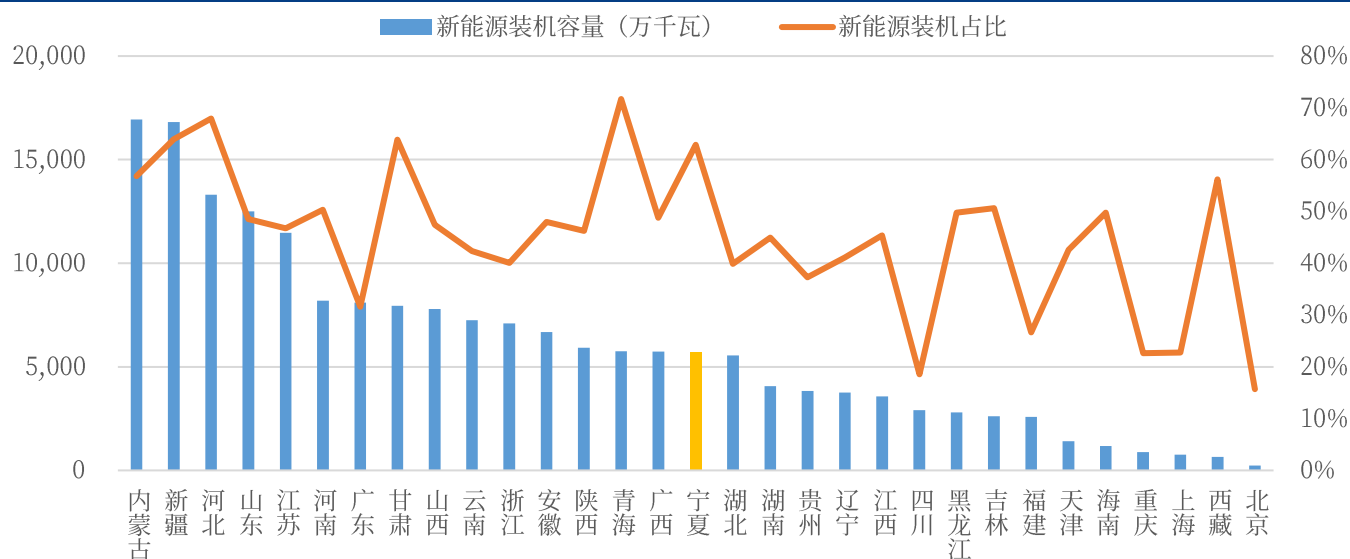
图12 宁夏电力发电量和新能源发电量占比


资料来源：iFind，中航证券研究所

图13 2025年全国各省市的新能源发电量和发电占比


资料来源：iFind，中航证券研究所

图14 2025年全国各省市的新能源发电装机容量和装机占比

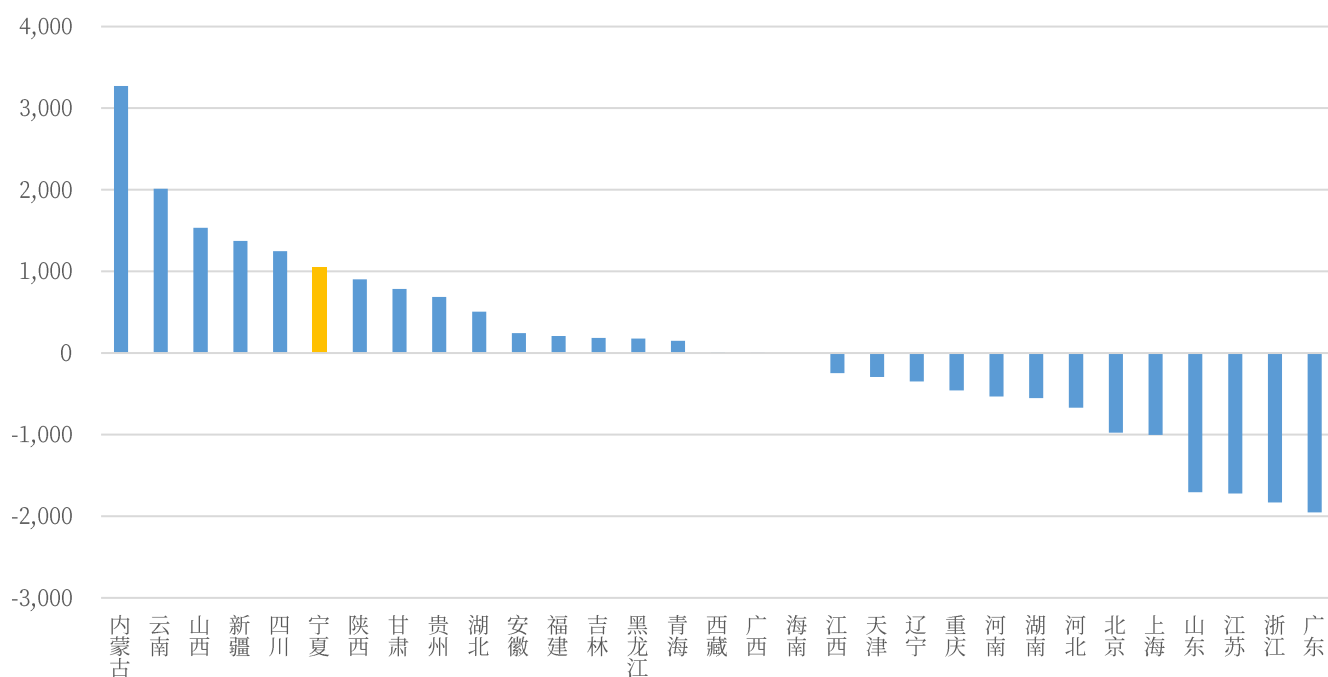


资料来源：iFind，中航证券研究所

2025年全国有17个省市的发电量大于用电量，主要分布于西北部地区，发电量与用电量差额排名前三的省市分别是内蒙古、云南、山西，分别有3273、2014、1536亿千瓦时的发电盈余。2025年宁夏发电量与用电量的差值为1044亿千瓦时，排在全国第五。

2025年全国有14个省市的发电量小于用电量，主要分布于沿海地区，用电量与发电量差额排名前三的省市分别是广东、浙江、江苏，分别有1951、1830、1720亿千瓦时的用电缺口。

图15 2025年全国各省市的发电量与用电量差值情况（亿千瓦时）



资料来源：iFind，中航证券研究所

宁夏是“西电东送”的重要送端，已建成银东直流、灵绍直流等外送通道。2025年宁夏第三条直流外送通道“宁电入湘”工程建成投运，是中国第一条以开发沙漠光伏大基地、输送新能源为主的特高压输电通道。该工程旨在将宁夏回族自治区的“沙戈荒”新能源电力（以风电、光伏为主）向湖南省输送。2025年湖南省的用电缺口达554亿千瓦时，排在全国第八。

“宁电入湘”工程建成后，将进一步打开宁夏新能源电力的外送空间，省间外送电价通常不低于区内交易电价，为宁夏新增的新能源发电项目，提供更广阔的消纳市场。

宁夏正在推动第四回直流输电工程建设，加快布局与西北省份间的电力互济工程，到2030年跨省区交直流输电能力提升约40%、外送电量新能源占比超35%。

（二）“算电协同”为绿电消纳带来新机遇

“十四五”期间“东数西算”工程启动，截至目前已形成8个枢纽节点和10个数据中心集群，覆盖东、中、西14个省份。“十四五”以来，我国算力总规模年均增速近30%，算力产业呈蓬勃向上的发展态势。

截至2025年8月，包括贵州在内的八大国家枢纽节点集聚60%以上新增算力，智算规模达62万P flops，约占全国总量的80%。如今我国算力总规模、智能算力规模都位列全球第二。

宁夏枢纽（中卫数据中心集群）稳居全国十大智算集群前三，2025年底算力规模达13万P，智算算卡18.6万张，全年实现数据中心产业园区落地数量等“六个翻番”，中金数据集团400亿元重大项目顺利推进，建成多城市直达链路，20多个大模型落地训练，打造209个“人工智能+”应用场景。

图16 “东数西算”八大算力枢纽

枢纽节点	2025年规模	亮点	特色成果
京津冀枢纽	截至2025年，建成投运数据中心项目48个；标准机架78万台；智能算力25.55万P（半精度FP16），通用算力1.75P，超级算力37P	京津冀算力网络核心支点	张家口位居全国城市算力分指数第二位；张家口算力中心主体完工，成为北京1小时可达的首个超大规模智算中心
长三角枢纽	芜湖数据中心集群智算规模超3.5万P；长三角生态绿色一体化发展示范区数据中心集群未查到公开数据	芜湖打造智算之城	"1+4"算力平台启动互联互通；芜湖"算立方"成立3个多月，对接各类智算企业60家，入驻24家
粤港澳大湾区枢纽	共形成12万标准机架承载能力；可承载18万P算力规模，智能算力已上架1.6万P	华南地区算力中心，服务湾区、连接全国	引进22个项目，总投资621亿元，规划建设54.6万标准机架；网络级别提升至国家级骨干网络枢纽节点

成渝枢纽	四川省智能算力规模达 2.54 万 P，重庆未查到公开数据	推进“疆算入渝”工程，迭代国家（西部）算力调度平台	成渝双城算力协同机制建立；西部(重庆)科学城先进数据中心：芯片、操作系统、IaaS、PaaS 层等采用国产自主可控产品
内蒙古枢纽	截至 2025 年底，算力规模达到 23.7 万 P	世界级“算谷”，全国绿色算力保障基地	和林格尔新区绿色算力发展指数连续两年位列全国第一；集群内数据中心绿电占比达 86%，全国领先
贵州枢纽	2025 年，贵州省在建及投运的数据中心达 50 个；全省算力总规模突破 15 万 P，较 2024 年增长近 2 倍；智算占比超 90%	全国算力规模最大、智算能力最强的区域之一	贵安算力总规模超 100EFlops，智算占比超 98%；贵安新区 3 个数据中心入选“2025 年度国家绿色数据中心”名单
甘肃枢纽	截至 2025 年 12 月，智算规模达 11.4 万 P；建成投运 11 个智算中心，标准机架近 10 万架	全国算力增速最快、增量最大的标杆集群之一	签约数字经济企业 1522 户，落地超 500 户，包含金山云、百度、燧原、阿里巴巴、Kimi、智谱清言、DeepSeek 等头部企业，构建全链闭环 AI 产业生态；八大枢纽中算力增速最快、增量最大、智算占比最高、消纳最充分的标杆集群之一
宁夏枢纽	截至 2025 年底，算力规模达 13 万 P；智算算卡 18.6 万张	全国十大智算集群前三，“存储+智算+灾备”全链条布局	2025 年数据中心产业园区落地数量、灾备中心、算力投资、标准机架、智算算卡、智算规模实现“六个翻番”；20 多个大模型在宁夏落地训练，打造 209 个“人工智能+”应用场景

资料来源：通信产业网，中航证券研究所

2023 年 12 月《关于深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》提出，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。2026 年 4 月《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》提出，提升清洁能源与算力设施的互动能力，推动算力设施绿色低碳转型，并为之构建绿电供给、高效用能、碳排放管控协同的全链条绿色低碳发展体系。算力中心与绿电应用深度绑定，绿电直连成为“算电协同”直接的应用场景。一方面结合全国丰富的风光资源来应对算力中心的能源瓶颈、低碳用电问题。另一方面，在现有并网资源紧缺的背景下，为相对过剩的风光电站提供新的消纳途径。

2026 年 5 月全国首个大规模“算电协同”绿电直供项目——中国大唐中卫云基地 50 万千瓦光伏电站在宁夏中卫正式投运。待项目完成后，整体项目年发电量可满足中卫云基地数据中心 22.9 亿千瓦时用电需求。随着一期项目的全面运营，后续二期项目的接续建设，中卫市将形成规模达 460 万千瓦的全国首个大规模“算电协同”绿电供应项目，为国家“东数西算”工程和算电协同国家战略落地提供坚实支撑。

图17 “算电协同”和“东数西算”相关政策

时间	发文机构	政策文件	主要内容
2023年12月	国家发展改革委等部门	《关于深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》	到 2025 年底，普惠易用、绿色安全的综合算力基础设施体系初步成型，东西部算力协同调度机制逐步完善，通用算力、智能算力、超级算力等多元算力加速集聚，国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的 60% 以上，国家枢纽节点算力资源使用率显著超过全国平均水平。1ms 时延城市算力网、5ms 时延区域算力网、20ms 时延跨国家枢纽节点算力网在示范区域内初步实现。算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。用户使用各类算力的易用性明显提高、成本明显降低，国家枢纽节点间网络传输费用大幅降低。算力网关键核心技术基本实现安全可靠，以网络化、普惠化、绿色化为特征的算力网高质量发展格局逐步形成。
2024年7月	国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、国家数据局	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	将新建及改扩建数据中心可再生能源利用目标和方案作为节能审查重要内容，逐年提升新建数据中心项目可再生能源利用率。在具备稳定支撑电源和灵活调节能力的基础上，引导新建数据中心与可再生能源发电等协同布局，提升用电负荷调节匹配能力。鼓励数据中心通过参与绿电绿证交易等方式提高可再生能源利用率。鼓励有关地区探索开展数据中心绿电直供。到 2025 年底，算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。
2026年4月	国家发展改革委、国家能源局、工信部、国家数据局	《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》	到 2027 年，支撑人工智能创新发展的安全、绿色、经济的能源保障体系初步构建，清洁能源与算力设施互动能力显著提升。到 2030 年，人工智能算力设施的清洁能源供给保障能力、能源领域人工智能专用技术研发和应用达到世界领先水平，人工智能与能源双向赋能取得明显成效。具体包括保障算力设施安全可靠的能源供给，推动算力设施绿色低碳转型，促进算力电力高效经济协同，开放能源领域人工智能高价值应用场景，挖掘能源领域数据价值，强化能源领域人工智能模型创新，构建人工智能与能源协同发展生态等。
2026年5月	国家发展改革委、国家能源局	《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》	有绿色电力消费需求的用户（包括有绿色电力消费比例要求的企业、重点用能和碳排放企业、有降碳需求的出口外向型企业及其上下游企业等）可利用周边新能源资源探索开展多用户绿电直连；工业园区、零碳园区、增量配电网等的全部或部分负荷可就近接入新能源，组成多用户绿电直连项目。优先支持算力设施、绿色氢氨醇等新兴产业和未来产业开展绿电直连。

资料来源：政府官网，中航证券研究所

三、盈利预测

公司收入和盈利增长的驱动力来源于自身装机规模的和发电量的扩张，以及综合电价的提升。综合电价提升空间主要受到外送电比例，以及“算电协同”等背景下的绿电直连项目的开拓进展的影响。公司作为宁夏国资背景的新能源发电运营商，发电站均位于宁夏境内，而且正在积极投资和储备新的风光电站项目。在宁夏外送通道稳步运营和扩容，绿电直连等项目开拓顺利的背景下，随着公司新能源新增装机规模扩张，业绩潜力有望得到释放。

图18 主营业务收入拆分与预测（百万元）

业务板块	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
发电业务（百万元）	439	990	1578	2630
yoy		125.6%	59.3%	66.7%
发电业务毛利率	32.6%	36.0%	36.0%	37.0%
储能业务（百万元）	90	233	281	359
yoy		160.0%	20.5%	27.7%
储能业务毛利率	30.0%	30.0%	31.0%	31.0%
总营收（百万元）	665	1279	1914	3044
yoy		92.1%	49.7%	59.0%
毛利率	26.2%	33.5%	34.3%	35.7%

资料来源：iFind，中航证券研究所

四、风险提示

- 1) **新电站项目投产不及预期**：新电站项目投产和并网进度不及预期，会影响公司整体收入和盈利扩张的进度。
- 2) **外送通道建设进度不及预期**：外送通道容量扩张进度不及预期，将影响宁夏新能源外送电量规模。新能源外送电价相对较高，外送规模增长不及预期将影响整体电价收入。
- 3) **新能源项目补贴回收进度不及预期**：公司新能源电站中，存在有补贴的电站项目。若新能源补贴回收进度不及预期，或将造成损失计提。
- 4) **绿电直连等业务开拓进展不及预期**：“算电协同”下的绿电直连为新能源电站带来稳定优质的负荷，预计能有效提高电价收益。若相关业务进展不及预期，或将影响业绩增长。
- 5) **风光资源扰动影响**：风光资源的强弱波动会直接影响新能源电站出力情况，进而影响上网电量和发电收入。

财务报表与财务指标
利润表(百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	665.45	1278.65	1914.12	3043.74
营业成本	490.88	850.48	1257.24	1957.79
税金及附加	21.23	17.56	26.29	41.81
销售费用	6.30	12.79	19.14	30.44
管理费用	46.78	25.57	38.28	60.87
研发费用	2.86	12.79	19.14	30.44
财务费用	132.61	289.64	264.00	197.54
资产减值损失	-10.80	-12.79	-19.14	-30.44
信用减值损失	-7.56	-0.54	-0.82	-1.30
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	0.17	0.37	0.37	0.37
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	108.21	36.53	36.53	36.53
其他收益	17.31	7.85	7.85	7.85
营业利润	72.12	101.24	314.82	737.86
营业外收入	0.14	1.63	1.63	1.63
营业外支出	2.13	1.96	1.96	1.96
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.13	100.90	314.48	737.53
所得税	6.57	2.78	8.68	20.35
净利润	63.56	98.12	305.80	717.18
少数股东损益	-19.76	-10.70	-33.33	-78.18
归属母公司股东净利润	83.32	108.82	339.14	795.35
EBITDA	533.18	1930.79	2298.16	2736.55
NOPLAT	44.94	344.56	527.31	874.07
EPS (元)	0.07	0.10	0.30	0.70

资产负债表(百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1308.83	127.86	191.41	304.37
应收票据及账款	535.46	1106.80	1656.86	2634.66
预付账款	6.66	30.63	45.85	72.91
其他应收款	15.89	18.50	27.70	44.04
存货	30.21	395.41	584.53	910.23
其他流动资产	556.17	532.87	797.69	1268.45
流动资产总计	2453.21	2212.07	3304.05	5234.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7679.95	7043.19	6477.00	5205.77
在建工程	132.39	983.57	338.26	316.19
无形资产	31.23	23.05	14.88	6.70
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8.72	8.72	8.72	8.72
非流动资产合计	7852.29	8058.54	6838.85	5537.38
资产总计	10305.50	10270.61	10142.91	10772.06
短期借款	2388.96	3320.92	3128.39	2636.39
应付票据及账款	1013.79	741.79	1096.56	1707.57
其他流动负债	1073.17	1004.45	1485.60	2315.38
流动负债合计	4475.92	5067.15	5710.56	6659.35
长期借款	3825.23	3100.99	2024.08	987.26
其他非流动负债	914.19	914.19	914.19	914.19
非流动负债合计	4739.42	4015.18	2938.27	1901.46
负债合计	9215.34	9082.33	8648.83	8560.81
股本	1138.66	1138.66	1138.66	1138.66
资本公积	566.53	566.53	566.53	566.53
留存收益	-1225.26	-1116.45	-777.31	18.04
归属母公司权益	479.92	588.73	927.87	1723.22
少数股东权益	610.24	599.54	566.21	488.03
股东权益合计	1090.16	1188.28	1494.08	2211.25
负债和股东权益合计	10305.50	10270.61	10142.91	10772.06

现金流量表(百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	628.14	611.77	2061.31	2303.63
投资	3406.09	1746.50	500.00	500.00
资本性支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-800.01	35.68	35.68	35.68
投资活动现金流净额	-4206.10	-1710.82	-464.32	-464.32
债权融资	2088.96	931.96	-192.53	-492.00
股权融资	3824.85	-724.24	-1076.92	-1036.81
银行贷款增加(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-128.42	0.00	0.00	0.00
其他	-1448.03	-289.64	-264.00	-197.54
筹资活动现金流净额	4337.36	-81.91	-1533.44	-1726.35
现金净流量	759.40	-1180.96	63.55	112.96

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
P/E	73.93	56.61	18.16	7.75
P/S	9.26	4.82	3.22	2.02
P/B	12.84	10.46	6.64	3.57
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	58.93	33.75	20.53	10.99
EV/EBITDA	22.41	6.83	5.17	3.75
ROE	17.36%	18.48%	36.55%	46.15%
ROIC	6.96%	5.68%	6.93%	13.15%

资料来源：中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637