

川能动力 (000155.SZ)

优于大市

区域优质新能源发电运营商，锂矿达产+算电融合打开成长空间

核心观点

公司是四川省属国有控股新能源核心平台。川能动力成立于1997年，前身为川化股份，2000年于深交所上市，最初主营化肥、化工产品生产销售。2016年四川能投集团成为控股股东后，公司启动战略转型，2017年收购川能风电逐步剥离传统化工业务，后续陆续布局锂矿等锂电资产，形成“新能源发电+锂电”双轮驱动的业务格局，聚焦绿色能源核心产业发展。

新能源发电：风电资产质地优异，未来装机仍存翻倍空间。截至2025年末，公司拥有已建成新能源装机1.39GW（风电1.37GW，光伏0.2GW），集中在凉山州会东县、美姑县等高海拔风资源禀赋区域，年均发电小时数超3000小时，高于行业平均水平。公司在建风光项目约1.6GW，预计2026-2028年起陆续建成投产，未来三年装机规模有望翻倍，贡献额外业绩增量。

环保：贡献稳定业绩与现金流。公司环保业务以垃圾焚烧发电和环卫一体化为核心，运营主体为子公司川能环保，在四川、河南、内蒙古等省份拥有垃圾发电产能6800吨/日，为公司贡献稳定业绩与现金流。

锂电：锂矿投产打开全新成长空间。公司拥有李家沟锂矿采选项目，并已于2025年8月底基本达到设计产能，年产原矿105万吨、精矿约18万吨。锂盐端已形成4.5万吨/年产能，其中鼎盛锂业1.5万吨已投产，德阿锂业3万吨项目于2025年7月产出合格电池级碳酸锂产品。公司控股股东旗下川能资本持有李家沟北锂矿探矿权。未来，公司也将积极参与甘孜州、阿坝州等锂矿资源，持续跟踪省内拟招拍挂锂矿资源进展，加快省内锂矿资源获取。

为什么我们在当前时点看好川能动力？1) 储能装机高增带动锂需求增长：全球电化学储能装机持续高增，锂电池作为核心储能载体需求刚性扩张，李家沟锂矿达产及锂盐产能逐步释放，将充分受益于储能行业景气度提升，业绩弹性显著。**2) 算电融合概念催化：**四川省大力推进算电融合战略，公司作为凉山州绿电核心供给方为算力中心提供稳定绿电与储能保障，政策红利与场景落地双重驱动，打开长期成长天花板。

盈利预测与估值：我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为11.34/13.99/16.31亿元，同比+126%/23%/17%，对应PE=26/21/18x。通过多角度估值，预计公司合理估值在20.22-20.65元之间，较2026.4.15收盘股价有26.4%-29.2%的溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：锂价波动风险、电价下行风险；新能源消纳风险；项目产能爬坡不及预期风险。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,055	3,600	5,152	6,362	7,217
(+/-%)	-7.8%	17.8%	43.1%	23.5%	13.4%
归母净利润(百万元)	727	502	1134	1399	1631
(+/-%)	-8.8%	-30.9%	125.8%	23.3%	16.6%
每股收益(元)	0.39	0.27	0.61	0.76	0.88
EBIT Margin	37.1%	29.4%	41.3%	42.2%	42.8%
净资产收益率(ROE)	7.1%	4.8%	10.0%	11.7%	12.7%
市盈率(PE)	40.6	58.7	26.0	21.1	18.1
EV/EBITDA	23.7	24.3	12.8	10.6	9.3
市净率(PB)	2.87	2.82	2.61	2.46	2.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

公用事业·电力

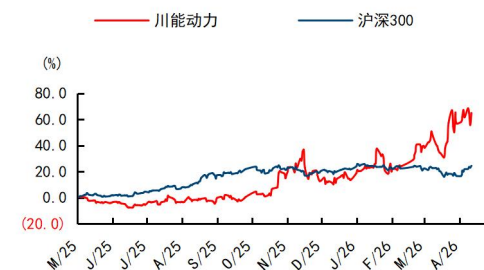
证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002
证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001

证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值 20.22 - 20.65 元
收盘价 16.94 元
总市值/流通市值 31274/31274 百万元
52周最高价/最低价 18.20/9.56 元
近3个月日均成交额 1018.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

川能动力：聚焦新能源+锂电双赛道	5
历史沿革：从“川化”到“川能”的重生之路	5
股权结构：四川省国资委实控，治理结构完善	5
财务分析：业务结构调整收入波动较大，且存在一定季节性	6
新能源发电：项目质地优异，装机存翻倍空间	10
公司新能源装机主要位于四川省	10
核心盈利因子 1：区域资源禀赋优异，利用小时数行业领先	11
核心盈利因子 2：约七成项目进入国补名录，对电价形成支撑	15
环保：垃圾发电与环卫协同，筑牢业绩基本盘	17
聚焦区域，构建“发电+环卫”一体化模式	17
竞争优势：区域布局完善+协同效应显著+国企信用背书	18
锂电：构建“锂矿采选-锂盐生产”垂直一体化格局	18
锂矿端：李家沟锂矿是亚洲最大的单体锂辉石矿	18
锂盐端：控股鼎盛锂业&德阿锂业，4.5 万吨/年产能投运	21
为什么我们在当前时点看好川能动力？	22
储能装机高增带动锂需求增长，李家沟投产业绩弹性可期	22
算电融合概念催化	25
盈利预测	27
假设前提	27
未来 3 年业绩预测	28
估值与投资建议	29
绝对估值：20.65 元	29
绝对估值的敏感性分析	30
相对法估值：20.22 元	30
投资建议	31
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 川能动力历史大事沿革	5
图 2: 川能动力股权结构及各个业务板块架构（截至 2025 年 12 月 31 日）	6
图 3: 2018 年-2025 年川能动力收入情况	7
图 4: 2018 年-2025 年川能动力归母净利润情况	7
图 5: 2022 年-2025 年川能动力分季度营业收入情况	7
图 6: 2022 年-2025 年川能动力分季度归母净利情况	7
图 7: 2018 年-2025 年公司各板块收入占比情况（单位：%）	8
图 8: 2018 年-2025 年公司各板块毛利率情况（单位：%）	8
图 9: 2018 年-2025 年公司利润率情况	8
图 10: 2018 年-2025 年公司费用率情况（单位：%）	8
图 11: 2021 年-2025 年公司资产负债率情况	9
图 12: 2021 年-2025 年公司流动比率与速动比率情况	9
图 13: 2021 年-2025 年公司应收账款余额情况	9
图 14: 2021 年-2025 年公司应收账款周转率情况	9
图 15: 2021-2025 年公司现金流和资本开支情况	10
图 16: 近年来公司分红情况	10
图 17: 2018-2025 年川能风电收入利润情况	11
图 18: 2018-2025 年川能风电利润率情况	11
图 19: 川能动力风电项目利用小时数及同行业上市公司情况对比	12
图 20: 2019-2024 四川省电力装机结构情况（单位：万千瓦）	12
图 21: 2014-2025 年四川省发电量、用电量情况	12
图 22: 2014-2023 年四川省全口径外送电量及占全省发电量比例情况	13
图 23: 2024-2025 年全国各个省份弃风率情况	14
图 24: 凉山彝族自治州年平均风速情况	14
图 25: 川能动力风电项目上网电价（元/千瓦时，含税）及同行业上市公司情况对比	16
图 26: 2021 年-2025 年川能环保营业收入情况	18
图 27: 2021-2025 年川能环保净利润情况	18
图 28: 全球不同类型锂矿分布图	19
图 29: 中国锂矿资源分布图	19
图 30: 2022 年-2025 年能投锂业收入及利润情况	21
图 31: 2023 年-2025 年公司锂精矿产销及库存量情况	21
图 32: 2022 年-2025 年鼎盛锂业收入及利润情况	21
图 33: 2023 年-2025 年公司锂盐产销及库存量情况	21
图 34: 2022-2025 中国新型储能装机情况（单位：万千瓦）	22
图 35: 2019 年-2025 年中国动力电池装车情况（单位：兆瓦时）	22
图 36: 2010 年-2025 年中国新能源汽车销量情况（单位：辆）	22
图 37: 2017 年至今川能动力总市值（亿元）和碳酸锂（电池级，99.5%，国产）价格（元/吨）走势情况	23

图 38: 数据中心正逐步向智算数据中心发展	25
图 39: 不同时代数据中心机柜典型功率	25
图 40: 川能动力分部估值测算	31
表 1: 川能动力已投产新能源发电项目一览	10
表 2: 川能动力在建新能源发电项目一览	11
表 3: 川电外送主要电站与通道对应表	13
表 4: 2021 年年度全国风电场生产运行指标四川区域优胜风场情况	15
表 5: 不同时期陆上风电标杆电价情况	15
表 6: 四川省“136 号文”竞价结果	16
表 7: 公司垃圾焚烧发电项目一览	17
表 8: 近年来川能环保垃圾发电业务运营情况	17
表 9: 四川锂矿项目情况梳理	20
表 10: 锂精矿 100%自给情境下川能动力锂盐板块业绩测算	24
表 11: 锂价（万元/吨）与锂盐产能利用率对项目利润影响的敏感性测试	25
表 12: 国家层面支持算电融合政策梳理	26
表 13: 各地方政府支持电算融合政策梳理	26
表 14: 新能源发电业务核心参数假设	27
表 15: 环卫&垃圾焚烧发电业务核心参数假设	28
表 16: 川能动力业务拆分	28
表 17: 未来 3 年盈利预测表（单位：百万）	29
表 18: 公司盈利预测假设条件（%）	29
表 19: 资本成本假设	29
表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	30

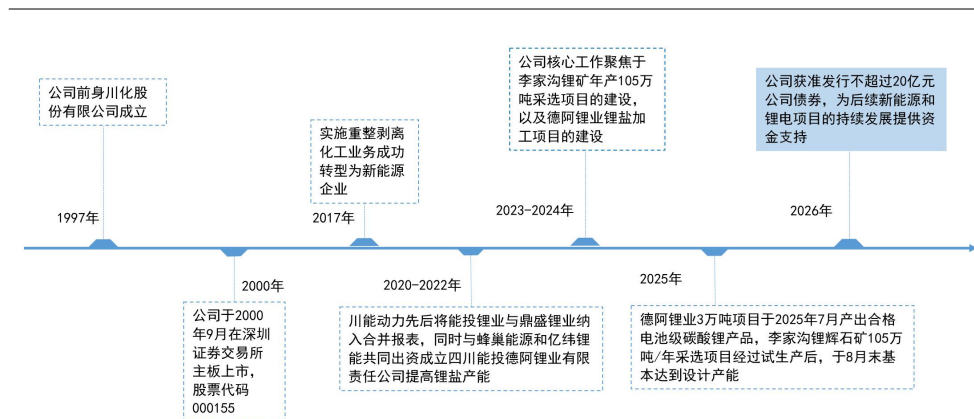
川能动力：聚焦新能源+锂电双赛道

历史沿革：从“川化”到“川能”的重生之路

四川省新能源动力股份有限公司（股票代码：000155.SZ）成立于1997年10月20日，前身为川化股份，由川化集团作为独家发起人发起设立，初始注册资本3.4亿元，主营业务聚焦化学肥料、基本化学原料等化工产品的生产与销售，2000年9月26日在深圳证券交易所挂牌上市。

公司发展历程核心分为三个阶段：第一阶段（1997-2015年），以化工业务为核心，经历股权分置改革、国有股权划转等多次股权调整，控股股东逐步变更为四川化工控股（集团）有限责任公司；第二阶段（2016-2018年），进入重整转型期，2016年通过重整计划完成股份转增，四川省能源投资集团有限责任公司成为控股股东，公司开始逐步剥离化工业务，布局新能源领域；第三阶段（2019年至今），转型提速，通过重大资产重组聚焦绿色能源产业，形成“新能源发电+锂电产业链”双主业格局，2021年发行股份购买资产后，控股股东持股比例进一步提升，2022年控股股东四川能投实施增持计划，巩固控股权，当前公司已发展成为四川省属国有控股的优质新能源发电运营商，同时依托李家沟锂矿布局锂电业务，打开长期成长空间。

图1：川能动力历史大事沿革



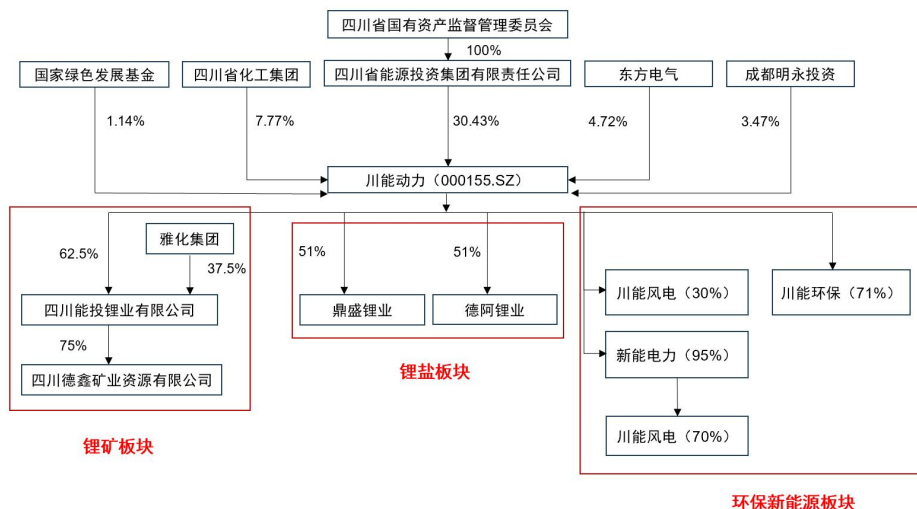
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：四川省国资委实控，治理结构完善

公司实控人为四川省国资委。截至2025年12月31日，公司控股股东四川省能源投资集团有限责任公司持有公司30.43%的股权，第二大股东四川化工集团持有公司7.77%的股权。2024年11月30日，公司控股股东四川省能源投资集团有限责任公司与四川省投资集团有限责任公司拟通过新设合并方式，共同设立四川能源发展集团，待能投集团直接持有的公司股份完成中国证券登记结算有限责任公司的登记过户程序和相关工商变更登记手续，四川能源发展集团将成为川能动力的控股股东（截至2026年3月26日，登记变更尚未完成）。

公司治理结构完善，依托控股股东四川能投的资源整合能力，在新能源项目获取、锂电资源开发、政策对接等方面具备天然优势，形成了“国企背书+市场化运作”的良性发展模式，有效保障公司战略的稳步落地。

图2：川能动力股权结构及各个业务板块架构（截至 2025 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：业务结构调整收入波动较大，且存在一定季节性

业务结构调整导致公司近年来收入波动较大。自 2017 年重组以来，公司逐年压缩新能源综合服务业务，该业务主要为化工及机电物资购销，盈利能力较差，2022 年公司彻底终止贸易业务。2022 年公司实现归母净利润 7.1 亿元，同比增长 109%，主要系锂盐、锂矿（基建矿）产品销售价格、销售量较上年同期均有较大幅度增长所致。2023-2024 年锂价进入下行周期，公司锂矿锂盐产能尚未完全释放，对盈利影响相对有限，新能源与垃圾发电业务的收入增长较为稳健使得公司的归母净利润仍维持在 7-8 亿元区间。

2025 年公司业绩增收不增利情况显著。2025 年公司实现收入 36 亿元，同比增长 17.83%，主要系锂电业务产能释放、锂产品市场价格回升所致；同期公司实现归母净利润 5.02 亿元，同比下降 30.87%，业绩承压的原因主要有以下两点：1）是因电网改造等因素送出受限、部分风电项目配合国网停电检修等原因导致 2025 年度结算电量减少；二是电力市场化改革导致结算电价同比下降（平均上网电价同比下滑 4 分钱至 0.43 元/千瓦时）。

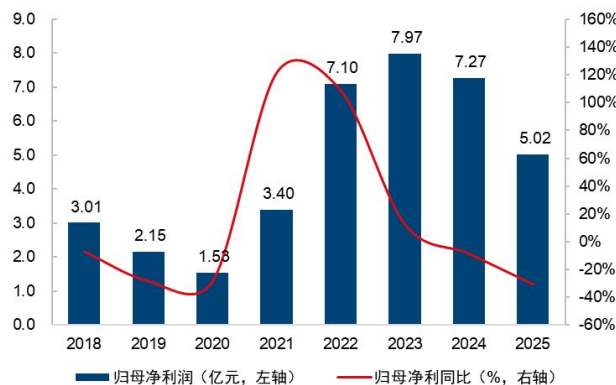
公司的业绩存在一定季节性。近年来，公司的收入利润呈现明显的季节性，第一季度和第四季度明显高于第二季度和第三季度，主要原因是公司项目大多位于川西地区，风电业务收入受季节性影响明显（大风季为每年 11 月至次年 4 月，小风季为每年 5 月至 10 月）。

图3：2018年-2025年川能动力收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2018年-2025年川能动力归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2022年-2025年川能动力分季度营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2022年-2025年川能动力分季度归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从收入结构看，公司业务呈现从传统贸易/电力主导向“绿电+锂电”双轮驱动的显著转型特征，2025年业务结构与盈利属性发生重构：

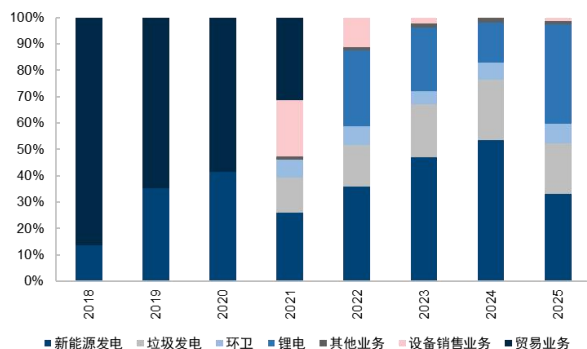
传统贸易业务：收入从2018年36.97亿元大幅收缩，2020年后基本清零，彻底剥离低毛利、重资产的传统贸易属性，业务结构持续优化。

新能源发电业务：2018-2023年新能源发电板块收入规模持续扩张，2023年峰值达到16.38亿元，2025年小幅回落至12.11亿元，核心源于当年电网改造限电、项目检修导致发电量同比下滑叠加电力市场化改革致电价下行。

锂电板块：收入呈“先抑后扬”爆发式增长，2022年达到10亿元级规模，2024年受行业周期影响降至4.61亿元，2025年同比激增197.10%至13.69亿元，首次超越绿电成为第一大收入来源；但板块毛利率波动剧烈，2022年锂价高位时曾达51.52%，2024年陷入亏损（-0.18%），2025年回升至30.54%，伴随李家沟锂矿达产、锂盐产业链贯通，盈利弹性显著释放。

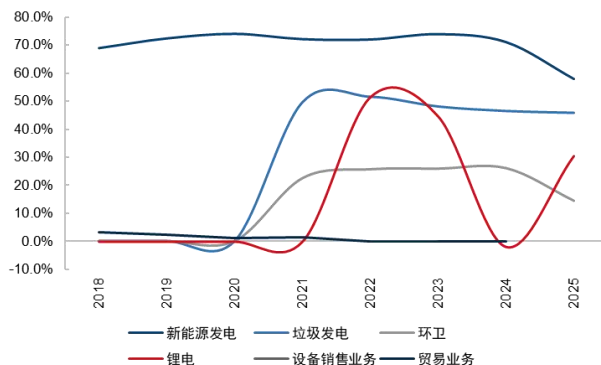
环保板块：近年来公司垃圾发电收入稳定在6-7亿元区间，毛利率稳定在45%-49%区间，是业绩的重要补充；设备销售业务收入自2021年起快速萎缩，2025年仅0.47亿元，逐步退出核心业务序列。

图7：2018年-2025年公司各板块收入占比情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2018年-2025年公司各板块毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

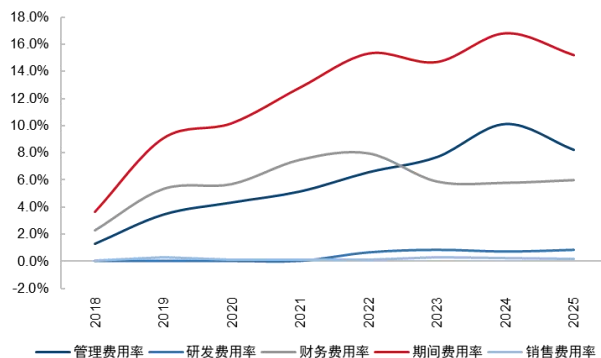
近年来公司利润率、费用率先升后降。随着高毛利率的新能源发电与垃圾发电业务占公司收入比例的不断提升，公司的利润率也相应上升。由于电网是公司的主要客户，业务特点决定销售和研发费用较低，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。近年来公司新能源发电项目、锂电项目建设持续推进，公司的总费用呈现逐年上升趋势，但由于收入增长迅速使得2025年公司的期间费用率有所下降，具体来看，2025年公司销售费用率为0.17%，管理费用率为9.03%，研发费用率为0.82%，财务费用率为5.98%，同比变动-0.04/-1.77/0.02/0.11pct。

图9：2018年-2025年公司利润率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：2018年-2025年公司费用率情况（单位：%）

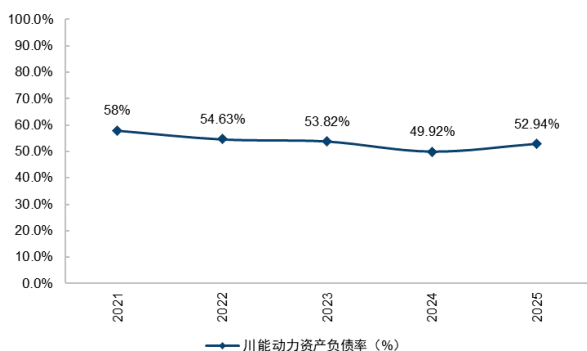


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率健康，财务杠杆可控。2021-2025年，川能动力资本结构持续优化，长短期偿债能力均保持健康稳健，财务抗风险能力显著提升。从长期偿债维度看，公司资产负债率呈现“持续下行、小幅回升”的走势，由2021年的58%稳步降至2024年的49.92%，2025年受业务扩张（锂电产能建设、绿电项目投资）影响小幅回升至52.94%，整体杠杆水平较2021年累计下降超5个百分点，体现出公司持续降杠杆、优化资本结构的明确成效，长期偿债压力持续缓释；当前52.94%的资产负债率在新能源发电+锂电的重资产行业中处于合理区间，既为业务扩张提供了适度的资金杠杆，也未过度加杠杆，财务安全性充足。从短期偿债维度看，公司流动比率与速动比率走势高度重合（反映存货占流动资产比例极低，流动资产以高流动性的货币资金等速动资产为主），2021-2022年小幅回落后，2023年起进入持续上行通道，2025年双双提升至2.6附近，短期流动性充裕，短期偿债能

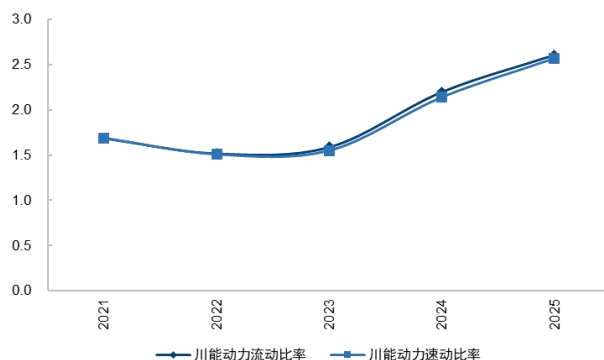
力强。整体来看，伴随公司完成从低毛利贸易业务向高盈利绿电+高弹性锂电的战略转型，现金流质量持续改善，资本结构持续优化，为后续锂电产能释放、绿电项目扩张奠定了坚实的财务基础。

图11：2021年-2025年公司资产负债率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：2021年-2025年公司流动比率与速动比率情况

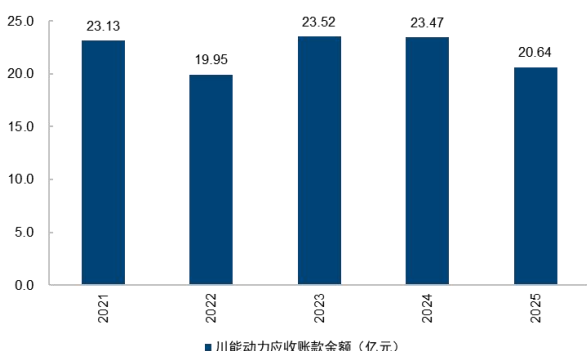


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

应收账款余额绝对值&周转天数双降。公司应收账款余额在2021-2023年维持在23-24亿元的高位区间，2024年小幅回落至23.47亿元，2025年进一步降至20.64亿元，这一变化背后是公司贸易业务出清、绿电与锂电业务收入结构优化和新能源补贴欠款下发的共同结果，推动应收款规模良性回落。2025年公司的应收账款周转天数亦从276.9天下降至220.59天。

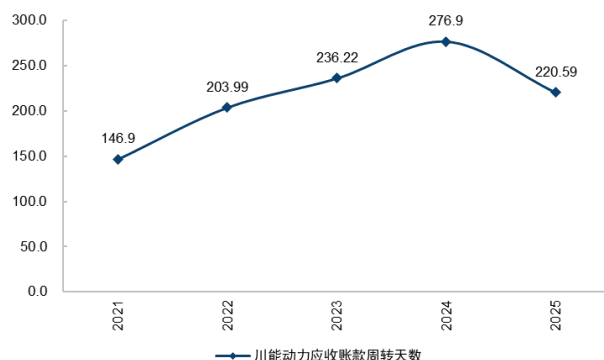
经营活动现金流稳健，保持较高分红率。近年来公司的经营活动现金流净额维持在15亿元左右，2025年提升至23.03亿元，为风电和锂矿项目的建设提供了一定资金支撑，但仍不足以完全覆盖相关的资本开支。2024年和2025年公司的分红总额分别为2.95亿元和3.14亿元，对应的股利支付率分别为40.64%和62.55%，体现出公司对于股东回报的重视。

图13：2021年-2025年公司应收账款余额情况



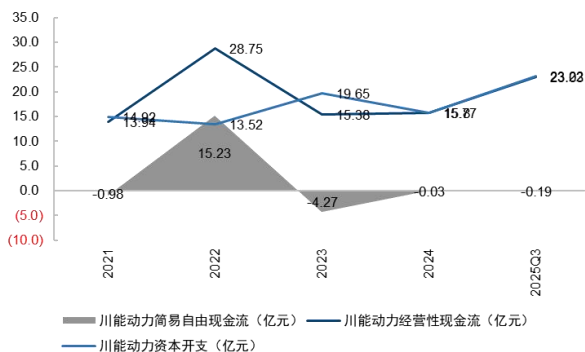
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：2021年-2025年公司应收账款周转率情况



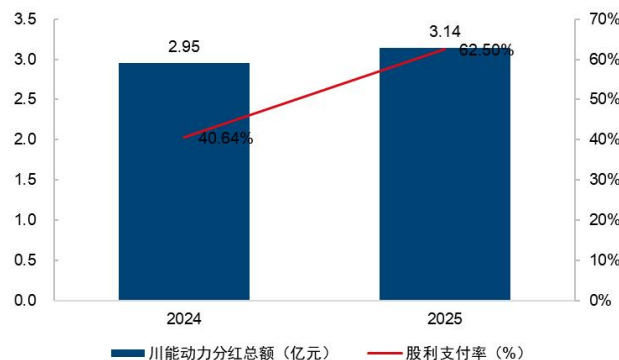
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 2021-2025 年公司现金流和资本开支情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 近年来公司分红情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新能源发电：项目质地优异，装机存翻倍空间

公司新能源装机主要位于四川省

公司风电光伏装机和发电规模持续快速增长，后续储备资源丰富。公司风电、光伏项目覆盖四川省凉山州会东、美姑、雷波和攀枝花市盐边等地，已投产及在建项目装机量总计 337 万千瓦，其中已投产装机约 138.98 万千瓦、其中风电装机容量为 136.6 万千瓦、光伏装机容量为 2.39 万千瓦。在建装机 167.8 万千瓦、已获取指标即将开工建设装机 30 万千瓦，公司投产及在建项目规模也稳居川内新能源企业前列。此外，公司在省内外还储备有大量优质风电、光伏资源待开发建设，其中省内储备项目预计超 310 万千瓦，项目开发有序推进，发展潜力较大。未来公司将立足四川，并积极拓展西南、三北地区优质风电光伏资源，同时依据“多能互补”政策将配置获取更多的新能源资源。

公司在建项目建设有序推进。其中：①在建的 6 个风电项目路面全部铺筑完成，风机基础浇筑完成率 87%。②在建 1 个光伏项目（装机规模 80 万千瓦），道路路面铺筑已完成 66%，根桩基施工完成率 24%。③待建 1 个光伏项目（装机规模 30 万千瓦），已取得四川省发改委备案，目前已完成本体工程初步设计招标、地灾及压覆矿专题，其余专题要件正加紧办理中。

表1: 川能动力已投产新能源发电项目一览

项目名称	装机容量 (万千瓦)	补贴电价 (元/千瓦时)	并网时间	补贴预计到期时间
拉马风电场	4.95	0.2088	2014/8/31	2027
鲁南风电场	4.95	0.2088	2014/9/2	2026
鲁北风电场	4.95	0.2088	2016/12/7	2028
绿荫塘风电场	7.75	0.2088	2017/12/3	2029
雪山风电场	8.5	0.2088	2018/10/13	2028
堵格一期风电场	10	0.1988	2020/9/24	2030
淌塘一期风电场	12.48	0.115	2021/10/30	2031
井叶特西风电场	16.8	0.2088	2020/12/15	2033
沙马乃托一期风电场	5	无	2021/10/1	
大面山一期风电场	4.6	0.2088	2016/1/14	2035
大面山二期风电场	10	0.2088	2018/1/12	2032
大面山三期风电场	2.2	0.2088	2020/3/8	2036
会东小街一期	16	无	2023	
会东淌塘二期	12	无	2024	
雷波拉咪北	7.2	无	2024	
堵格二期	9.79	无	2025	
风电合计	137			

金安农风光互补发电项目	2	0.4668	2017/6/29	2034
红山光伏发电项目	0.2	0.5488	2015/7/11	
攀枝花水电屋顶光伏项目	0.02	0.42	2017/6/30	
集控屋顶光伏项目	0.02	无	2017/6/30	
攀枝花分布式光伏项目	0.15	无	2023	
光伏合计	2.39			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

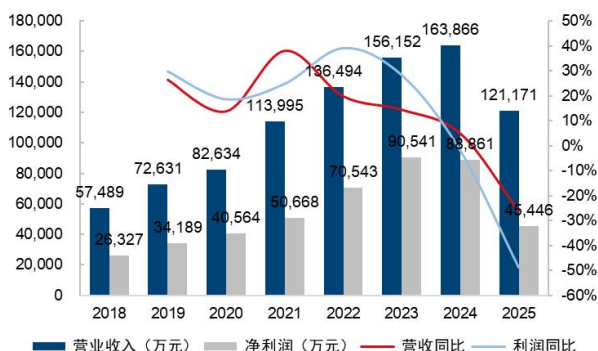
表2：川能动力在建新能源发电项目一览

在建项目名称	预计总投资	已投资	2025 年计划投资额	2026 年计划投资额	预计投运时间
理塘 3#地块高城光伏项目（80 万千瓦）	36.78	3.26	6	20	2027.7
沙马乃托二期风电场（23 万千瓦）	15.12	3.22	3.28	8.4	2026.9
四季吉二期风电场（5 万千瓦）	3.43	0.48	0.72	2.61	2026.5
兴隆风电场（27 万千瓦）	13.97	3.18	1.68	3.94	2026.6
淌塘三期风电项目（17.23 万千瓦）	10.9	2.47	2.26	8.16	2026.6
小街二期风电项目（15.06 万千瓦）	9.03	1.7	1.93	7.05	2026.6
堵格二期风电项目（9.79 万千瓦）	5.99	1.26	1.59	4.36	2026.6
合计	95.22	15.57	17.46	54.52	—

资料来源：川能动力 2025 信用评级报告，国信证券经济研究所整理

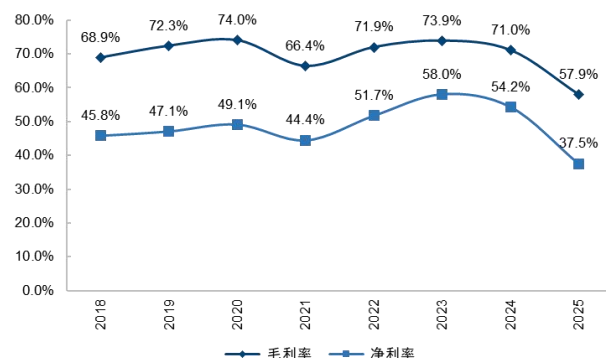
公司风电板块利润率高于行业平均水平。2024 年川能风电实现收入 16.39 亿元，净利润 8.89 亿元，毛利率 71%，净利率 54.2%，盈利能力突出。但 2025 年受发电量和上网电价下滑影响，川能风电的毛利率下降至 57.9%，净利率下滑至 37.5%，但盈利能力仍在行业中处于前列。下文我们从利用小时数和电价两个角度分析公司风电板块盈利能力行业领先的原因。

图17：2018–2025 年川能风电收入利润情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：2018–2025 年川能风电利润率情况



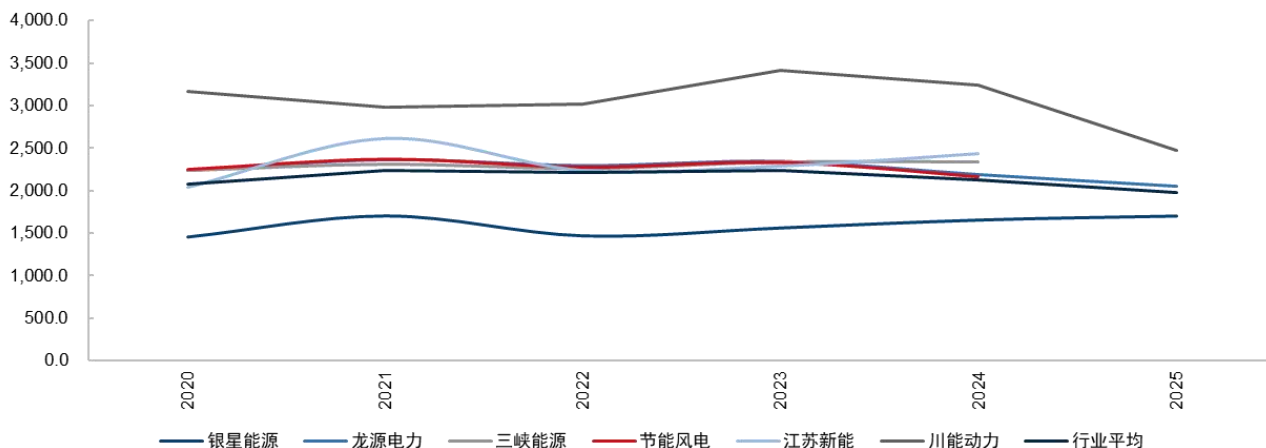
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心盈利因子 1：区域资源禀赋优异，利用小时数行业领先

公司风电项目利用小时数高于行业平均。公司在项目建设关键的微观选址、技术选型及运营管理方面能力突出，公司建成了四川首个高山风电项目、首个农风光互补发电项目，公司旗下风电场在中电联全国风电对标中连续 5 年被评为 5A 级风电场。过去 5 年公司风电项目的平均利用小时数大多高于 3000 小时（部分风电场年利用小时数达 4,000 小时），远超同行业平均水平。尽管 2025 年公司新能源发

电项目的平均利用小时数由 3240 小时下降至 2470 小时，但仍高于全国风电平均水平 491 小时。

图19: 川能动力风电项目利用小时数及同行业上市公司情况对比

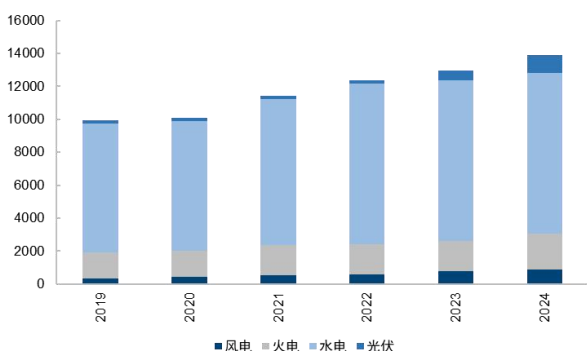


资料来源: 公司公告, 中电联, 国信证券经济研究所整理 (截至报告撰写日, 三峡能源、江苏新能和节能风电尚未披露 2025 年报)

从电源装机结构来看, 2024 年四川省火电、水电、风电及光伏装机容量分别为 2164、9770、890、1082 万千瓦, 水电装机全国第一。四川省能源资源丰富, 是能源建设、生产和消费大省, 在全国能源平衡和发展格局中具有重要地位。

从电力供需角度来看, 2025 年四川省用电量为 4117.32 亿千瓦时, 同比+2.9%; 发电量为 5088 亿千瓦时, 同比+0.7%。四川省作为全国的水电能源基地, 其水电外送华中和华东是国家“西电东送”战略的重要组成部分, 对优化全国电源结构至关重要。四川省全口径外送电量占全省发电量比例常年维持在 30%以上。

图20: 2019-2024 四川省电力装机结构情况 (单位: 万千瓦)



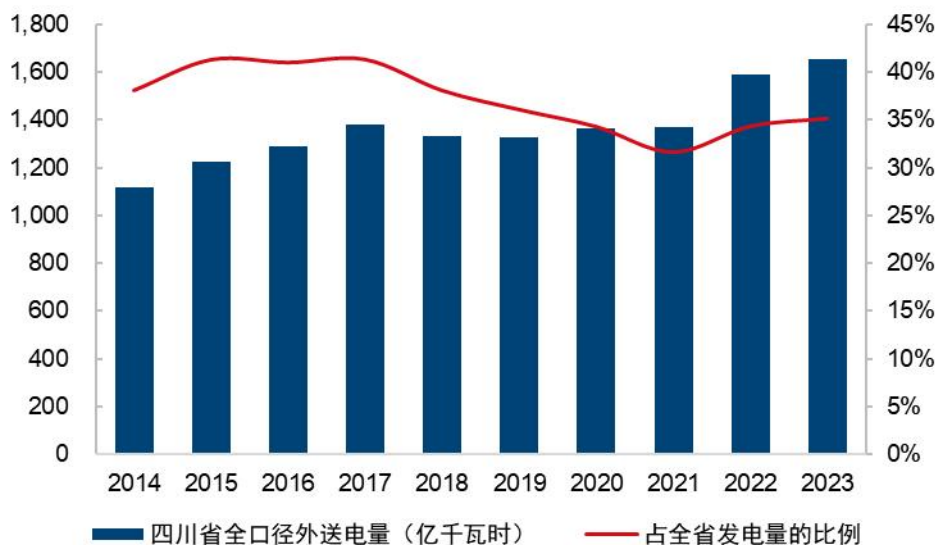
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图21: 2014-2025 年四川省发电量、用电量情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图22: 2014-2023 年四川省全口径外送电量及占全省发电量比例情况



资料来源：四川省政府官方网站，国信证券经济研究所整理

四川省依托“三江”水电基地与风光新能源富集优势，构建起全国规模最大、结构最完善的电力外输体系，成为“西电东送”核心战略枢纽。目前已建成 8 条特高压工程（含 7 条±800 千伏直流、1 条 1000 千伏交流），形成“八直十二交”跨区跨省输电网络，跨区外送能力达 6260 万千瓦、居全国首位，可高效连接华东、华中、西北、重庆、西藏等区域电网。以向家坝—上海、锦屏—苏南、白鹤滩—江苏/浙江、金—上—湖北等特高压直流为骨干，叠加川渝 1000 千伏特高压交流与攀西 500 千伏优化网架，实现水电、光伏、风电等清洁能源大规模、远距离、安全稳定外送，累计外送电量超 1.9 万亿千瓦时，有力支撑全国能源资源优化配置与绿色低碳转型。

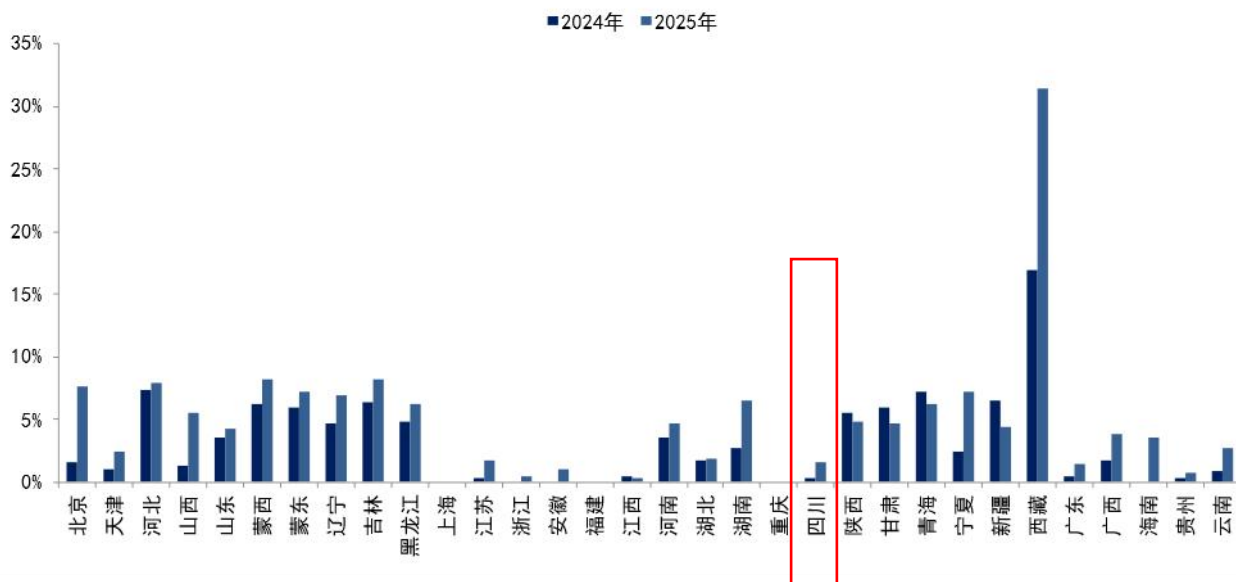
表3: 川电外送主要电站与通道对应表

流域	主要电站	装机容量(万千瓦)	外送/接入通道	线损率	输电价格(分/千瓦时)	规划年送电量(亿千瓦时)	投产时间
	白鹤滩水电站	1600	白鹤滩—江苏±800kV 特高压直流（建苏直流）	6%	8.36	600	2022 年 7 月
			白鹤滩—浙江±800kV 特高压直流（金塘直流）		8.14		
金沙江	溪洛渡水电站	1386	溪洛渡—浙西±800kV 特高压直流（宾金工程）	6.5%	4.54	300	2014 年
	向家坝水电站	640	向家坝—上海±800kV 特高压直流（复奉直流）	7%	5.71	320	2010 年
	锦官电机组	840	锦屏—苏南±800kV 特高压直流（锦苏直流）	7%	5.11	360	2012 年
雅砻江	杨房沟水电站	150	雅中—江西±800 千伏特高压直流（雅胡直流）	6%	6.85	400	2021 年 6 月

资料来源：四川省政府官方网站，国信证券经济研究所整理

良好的电力消纳使得四川省成为全国弃风率最低的省份之一。根据全国新能源消纳监测预警中心统计的数据,2024 年和 2025 年风电利用率分别为 99.6%和 98.4%,处于全国各省份的第一梯队。

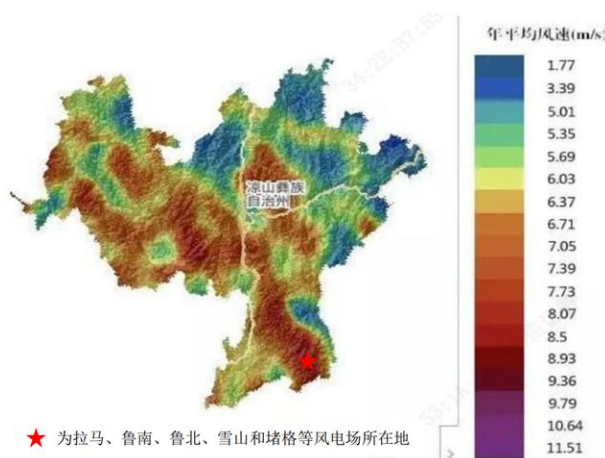
图23: 2024-2025 年全国各个省份弃风率情况



资料来源: 全国新能源消纳监测预警中心, 国信证券经济研究所整理

川能风电项目位于四川省最优质的风能区域之一。川能风电风电场主要集中在凉山州, 凉山州地处四川省西南部, 风资源量大、开发条件好, 是四川省最优质的风能区域之一; 攀枝花市山地分布广泛、地貌类型复杂, 地处亚热带湿润季风气候区域, 在大气环流的作用下形成了全市气候区域性差异大、立体气候明显、气候类型多、气象要素的时空分布复杂的特点, 因而其南部部分区域亦存在丰富的风能资源。凉山州地区大部分地区年平均风速达 6~7 米/秒, 与全国风力资源优越的省份 (内蒙古、吉林、黑龙江等) 的年平均风速接近, 风资源禀赋良好。

图24: 凉山彝族自治州年平均风速情况



资料来源: 北极星电力网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 2021 年年度全国风电场生产运行指标四川区域优胜风场情况

序号	所属公司	风电场名称	年利用小时数 (小时)	风电机组利用率 (%)	总分	评级
1	四川省能投风电开发有限公司	堵格风电场	3776.1	99.74	113.95	5A
2	四川省能投风电开发有限公司	雪山风电场	3669.51	99.61	113.03	5A
3	广州发展新能源股份有限公司	美姑黄茅埂风电场	3565.85	99.61	111.87	4A
4	华能新能源股份有限公司	华能宁南一期(梁子乡)风电场	3667.8	99.1	111.71	4A
5	华能新能源股份有限公司	华能宁南二期(绿荫塘)风电场	3485.02	99.24	110.39	4A
6	四川华电新能源有限公司	青天铺风电场	3225	99.77	109.48	4A
7	华能新能源股份有限公司	华能会理二期(长海子)风电场	3446.41	99.18	109.22	3A
8	中国大唐集团四川分公司	海口风电场	3108.87	99.74	108.04	3A
9	四川省能投风电开发有限公司	绿荫塘风电场	3266.74	98.86	107.77	3A
10	四川省能投风电开发有限公司	鲁北风电场	3171.08	99.23	107.67	3A
11	四川省能投风电开发有限公司	井叶特西风电场	3008.16	99.57	106.94	3A

资料来源: 中国电力企业联合会科技开发服务中心, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核心盈利因子 2: 约七成项目进入国补名录, 对电价形成支撑

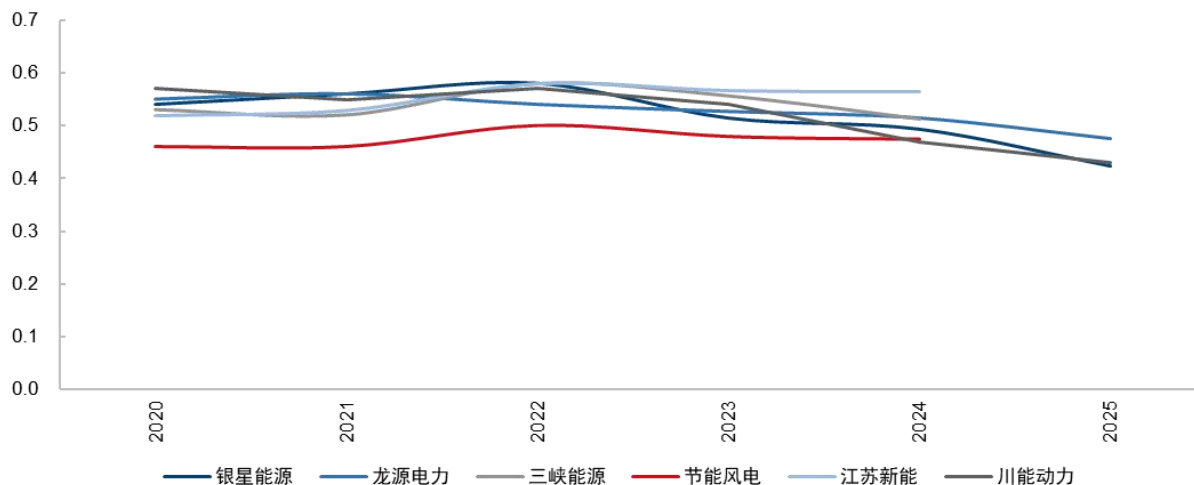
川能风电平均上网电价高于行业平均。四川省整体的风能资源相对其他省份并不突出, 处于 IV 类资源区。国家针对各类资源区制定的电力价格不同, 其中四川省所在的 IV 类资源区的风电价格最高。同时, 同时公司项目核准时间普遍较早, 其适用较高的核准电价, 使得平均电价总体高于同行业上市公司平均值。

表5: 不同时期陆上风电标杆电价情况

适用核准时间节点	适用建设时间节点	I 类资源区	II 类资源区	III 类资源区	IV 类资源区	相关文件
2009 年 8 月后	-	0.51	0.54	0.58	0.61	《关于完善风力发电上网电价政策的通知》(发改价格[2009]1906 号)
2015 年后	-	0.49	0.52	0.56	0.61	《关于适当调整陆上风电标杆上网电价的通知》(发改价格[2014]3008 号)
2015 年前	2016 年后投运	-	-	-	-	同上
2016 年后	-	0.47	0.5	0.54	0.6	《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》(发改价格[2015]3044 号)
2016 年前	2017 年底前仍未开工	0.47	0.5	0.54	0.6	同上
2018 年后	-	0.4	0.45	0.49	0.57	《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》(发改价格[2016]2729 号)
2018 年前	2019 年底前仍未开工	0.4	0.45	0.49	0.57	同上
2019 年 7 月后	-	0.34	0.39	0.43	0.52	《关于完善风电上网电价政策的通知》(发改价格[2019]882 号)
2020 年后	-	0.29	0.34	0.38	0.47	同上
2018 年前	2020 年底前仍未完成并网	-	-	-	-	全部实现平价上网, 国家不再补贴
2019 年初至 2020 年底	2021 年底前仍未完成并网	-	-	-	-	全部实现平价上网, 国家不再补贴
2021 年后	-	-	-	-	-	全部实现平价上网, 国家不再补贴

资料来源: 国家发改委官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 川能动力风电项目上网电价（元/千瓦时，含税）及同行业上市公司情况对比



资料来源：公司公告，中电联，国信证券经济研究所整理（截至报告撰写日，三峡能源、江苏新能和节能风电尚未披露 2025 年报）

公司共有 89.40 万千瓦装机纳入可再生能源补贴名录，占全部装机的 68%。尽管可再生能源补贴收入可对电价水平形成一定支撑，但随着平价上网机组并网投产以及市场化竞价加剧，公司新能源平均上网电价由 2020 年的 0.57 元/千瓦时下降至 2025 年的 0.43 元/千瓦时。

四川省内电力市场竞争程度或将进一步加剧，未来上网电价或面临下行压力。依据 2025 年 12 月发布的《四川 2026 年电力市场交易总体方案》，预计 2026 年省内电力市场交易规模约 2300 亿千瓦时，较 25 年市场化结算预估略微上涨。原有年度、月度、月内（不含滚动交易）限价保持不变，即①丰水期：0-211.43，②平水期：0-333.84，③枯水期：0-415.63，但滚动交易价格限制有所放宽：全年各月均为 0-481.44 元/兆瓦时，四川省内电力市场竞争程度或将进一步加剧，未来公司上网电价或面临下行压力。

2025 年 11 月 6 日，四川省发展和改革委员会四川省能源局发布《关于 2025-2026 年度增量新能源项目机制电量电价竞价等有关事项的通知》。内容指出，本次竞价主体范围为 2025 年 6 月 1 日-2026 年 12 月 31 日投产的风电、光伏项目（含集中式风电、光伏，分布式光伏，分散式风电），组织一批次竞价。按风电、光伏 2 类分别组织竞价、出清。机制电量竞价规模。风电项目机制电量竞价规模为 8.8 亿千瓦时，光伏项目机制电量竞价规模为 41.4 亿千瓦时。项目申报电量上限。单个新能源项目申报机制电量规模不高于其发电能力的 80%。竞价上限为 0.4012 元/千瓦时，竞价下限为 0.2 元/千瓦时，机制电价执行期限为 12 年。

2025 年 12 月 12 日，国网新能源云公示四川省机制电价竞价结果。2026 年按光伏竞价项目竞价出清结果：机制电量规模 4140000.000 兆瓦时，机制电价水平 372.997 元/兆瓦时，项目 13980 个。2026 年按风电竞价项目竞价出清结果：机制电量规模 880000.000 兆瓦时，机制电价水平 393.000 元/兆瓦时，项目 16 个。

表6: 四川省“136 号文”竞价结果

项目类型	竞价年度	机制电量规模	出清电价（元/千瓦时）	竞价上下限（元/千瓦时）	执行期限	申报限制
光伏	2025-2026	41.4 亿千瓦时	0.372997（约 0.373）	上限 0.4012，下限 0.2	12 年	单个项目申报不高于发电能力的 80%
风电	2025-2026	8.8 亿千瓦时	0.393	上限 0.4012，下限 0.2	12 年	单个项目申报不高于发电能力的 80%

资料来源：四川省发改委官网，国信证券经济研究所整理

环保：垃圾发电与环卫协同，筑牢业绩基本盘

聚焦区域，构建“发电+环卫”一体化模式

公司垃圾焚烧发电主要以 BOT 模式从事生活垃圾焚烧发电项目的投资运营业务，在特许经营期间（通常为 25 至 30 年）根据相关协议向政府提供垃圾处理服务并收取服务费，运营管理垃圾焚烧发电厂向电网销售电力实现电费收入。截至报告期末，公司已投运垃圾焚烧发电装机规模 15.65 万千瓦，垃圾处理能力 248.2 万吨/年，系四川省最大的垃圾处理综合服务商，项目主要位于四川雅安、遂宁、广安、射洪、泸州、自贡及河南长垣、内蒙古巴彦淖尔等地。2025 年垃圾焚烧发电业务累计处理生活垃圾 250.02 万吨、实现发电量 10.51 亿千瓦时、售电量 9.01 亿千瓦时，分别同比下降 2.81%、1.22%、0.66%。

公司城市环卫一体化业务主要通过投标等市场化方式获取，为地方政府提供垃圾清扫与收集、垃圾清运、绿化带养护、河湖整治工程等环卫服务，并收取服务费。报告期内报告期内环卫作业清扫面积 2,707 万㎡，清运垃圾 49.60 万吨，中标 17 个项目。全年川能环保实现营业收入 10.14 亿元，实现利润总额 1.74 亿元，分别同比增长 6.35%、27.5%。

表7：公司垃圾焚烧发电项目一览

项目名称	状态	装机容量 (MW)	垃圾处理规模 (吨/日)	项目坐落	垃圾处置费 (元/吨)	特许经营期 (年)
遂宁	投产	15	800	四川遂宁	78	30
长垣一期	投产	15	600	河南长垣	75	30
长垣二期	投产	7.5	300	河南长垣	75	30
雅安一期	投产	7.5	400	四川雅安	60	30
雅安二期	投产	7.5	300	四川雅安	60	30
广安一期	投产	12	600	四川广安	78	30
广安二期	投产	6	300	四川广安	78	30
自贡二期	投产	35	1,500	四川自贡	75	28
射洪	投产	18	700	四川遂宁	80	30
古叙	投产	15	600	四川泸州	70	30
巴彦淖尔	投产	18	700	内蒙古巴彦淖尔	-	30
合计	-	156.5	6,800	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8：近年来川能环保垃圾发电业务运营情况

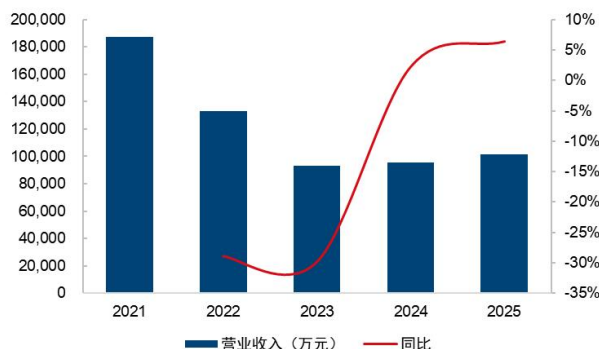
指标	2022	2023	2024	2025
垃圾处理能力 (吨/日)	6,800	6,800	6,800	6,800
垃圾处理量 (万吨)	221.12	253.63	257.24	250.02
垃圾处理产能利用率 (%)	89.09	102.19	103.64	100.73
垃圾处理收入 (亿元)	1.63	1.89	1.84	-
已投运装机容量 (万千瓦)	15.65	15.65	15.65	15.65
发电量 (亿千瓦时)	9.1	10.25	10.64	10.51
上网电量 (亿千瓦时)	8	8.74	9.07	9.01
平均上网电价 (元/千瓦时, 含税)	0.6	0.6	0.57	0.57

资料来源：川能动力信用评级报告，国信证券经济研究所整理（2025 年末披露垃圾处理费收入情况）

装备收入下降影响业绩。近年来川能环保的收入利润呈现下降趋势，收入由 2021

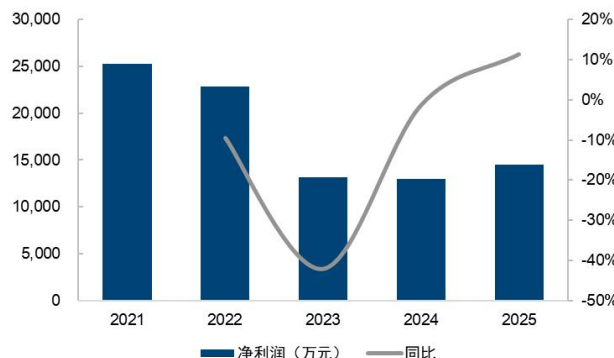
年的 18.72 亿元下降至 2025 年的 10.14 亿元,净利润由 2021 年的 2.52 亿元下降至 2025 年的 1.45 亿元,主要系装备收入下降所致。2023-2025 年公司环卫+垃圾发电贡献收入稳定在 9-10 亿元区间,净利润稳定在 1.3-1.5 亿元左右。

图26: 2021 年-2025 年川能环保营业收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 2021-2025 年川能环保净利润情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

竞争优势: 区域布局完善+协同效应显著+国企信用背书

我们认为公司的环保业务拥有以下四点竞争优势:

- 1) 区域布局优势。**公司环保业务聚焦四川省内,深耕区域市场,垃圾发电项目和环卫服务覆盖省内多个区域,具备稳定的客户资源和垃圾来源,区域市场占有率逐步提升,形成了一定的区域壁垒,竞争对手难以快速切入。
- 2) 业务协同优势。**公司构建“垃圾发电+环卫服务”一体化运营模式,环卫服务为垃圾发电项目提供稳定的垃圾供应,降低了垃圾采购成本;垃圾发电项目实现垃圾的资源化利用,提升了环卫服务的附加值,形成了“上下游联动、优势互补”的协同效应,提升了整体运营效率和盈利能力。
- 3) 国企信用背书优势。**作为省属国企,公司在环保项目招投标、政府合作等方面具备天然优势,能够优先获取优质的垃圾发电和环卫服务项目,同时具备较强的履约能力,得到地方政府和客户的认可,为业务拓展提供了有力支撑。
- 4) 运营经验丰富。**公司在垃圾发电领域拥有多年的运营经验,具备成熟的技术和管理体系,能够有效控制运营成本,提升发电效率;同时,环卫服务业务逐步积累经验,运营规范化水平不断提升,进一步增强了业务的竞争力。

锂电: 构建“锂矿采选-锂盐生产”垂直一体化格局

锂矿端: 李家沟锂矿是亚洲最大的单体锂辉石矿

国外锂资源目前供应主要来源于澳洲、南美、非洲。澳洲锂辉石是全球锂资源供应主要增量之一,是全球最容易开发的锂辉石资源,当地矿业发达、法律法规齐全、基础设施良好,但是澳洲存在劳动力和设备短缺的问题,新产能或复产产能投产及爬坡速度往往存在低于预期的可能性。南美盐湖资源储量丰富且品质高,但存

在环评审批、高海拔、淡水资源、配套基建等多种因素的限制，需要大规模的资本开支、成熟的技术水平和项目团队支持，进度也不及预期。非洲拥有丰富的锂辉石和透锂长石资源，矿石品位高，近年开发速度较快，但透锂长石类采选及冶炼收率更低且生产成本更高，产出的小部分锂云母将在库存堆积，生产成本较高。

国内方面，锂资源种类丰富，近年来锂资源项目技术发展和投资力度较大。分种类来看，盐湖锂主要位于青海、西藏，青海盐湖受益于前期钾肥开发的投入，配套基建相对完善，已投项目逐步达产，而西藏盐湖虽然锂浓度更高且多为地表，但地形地貌复杂、温度低、能源等基建薄弱，存在前期资本开支更大、整体开发进程较慢、不确定性高的挑战。锂云母方面，原矿品位低，生产过程中会产生大量的长石粉和锂渣，相关环保问题可能干扰产能释放的过程。

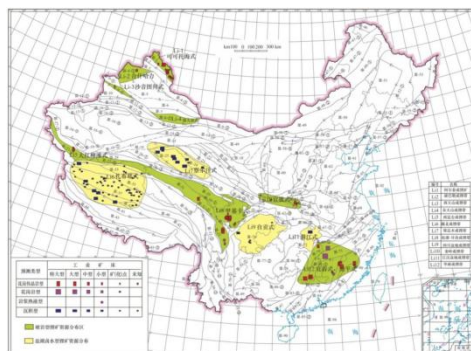
相比而言，四川省锂矿资源禀赋好及可投资性高。国内锂辉石资源主要集中于四川，且矿石品位较高，平均品位约 1.30%–1.42%，与全球最重要的锂原材料供应地澳洲锂辉石矿品位相当。此外，四川省的锂矿资源还伴生或共生有多种有益组分，具备较高的综合利用价值。然而，四川省锂矿资源总体开发利用程度不高，且主要集中在甘孜甲基卡矿区和阿坝可尔因矿区，地处少数民族地区和高原地区，自然条件恶劣、生态脆弱、环保要求严格以及开发难度较大的挑战。目前四川锂矿实现投产项目并不多，因此，加快四川锂资源的开发建设对于促进国内锂电产业的持续发展具有至关重要的意义。

图28：全球不同类型锂矿分布图



资料来源：泛地能源咨询中心，国信证券经济研究所整理

图29：中国锂矿资源分布图



资料来源：泛地能源咨询中心，国信证券经济研究所整理

公司拥有的李家沟锂矿是亚洲最大的单体锂辉石矿。上游锂矿资源的开采及销售主体为四川能投锂业有限公司，其控制的德鑫矿业拥有的四川省阿坝州李家沟锂辉石矿为亚洲最大单体锂辉石矿，属于我国少有的储量巨大、品位优良、矿石加工选冶性能良好，资源综合利用价值高的稀有金属锂矿。李家沟锂辉石矿已经勘探查明矿石储量为 3,881.2 万吨，平均品位 1.30%，氧化锂（Li₂O）储量 50.22 万吨，并伴生钽、铌、铍和锡矿等稀有金属。该项目规划采选原矿产能 105 万吨/年，采矿生产能力 4,200 吨/天，预计投产后年产锂精粉约 18 万吨、钽铌精矿 51.18 吨，锡石精矿 472.5 吨，采矿权有效期 30 年，矿山服务年限预计为 38 年。此外，公司控股股东四川能投已于 2023 年 8 月 11 日以 10.1 亿元的价格（相较于 57 万元的起拍价高出 1771 倍）获取李家沟北锂矿资源探矿权，目前正处于勘探阶段。

表9: 四川锂矿项目情况梳理

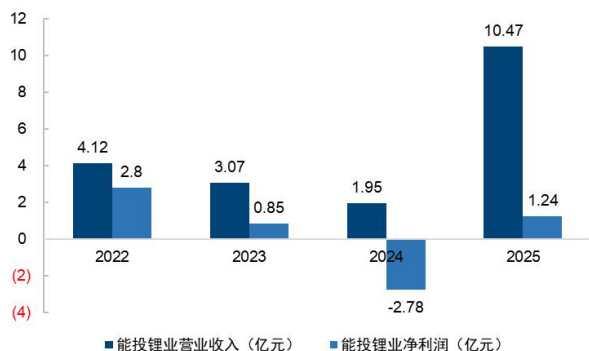
项目	矿权持有人	控股公司	矿石资源量（万吨）	平均品位	氧化锂资源量（万吨）	状态	原矿生产规模（万吨/年）	精矿产能（万吨/年）
甲基卡 134 号脉	甘孜州融达锂业有限公司	融捷股份	2899.5	1.42	45.5	在产	105	7-8
措拉锂矿	四川天齐成合锂业有限公司	天齐锂业	1971.4	1.3	25.57	选厂在建	120	-
业隆沟	金川奥伊诺矿业有限公司	盛新锂能	1269.5	1.34	16.95	在产	40.5	7.5
木绒	雅江县惠绒矿业有限公司	盛新锂能	6109.5	1.62	98.96	在建	300	7（LCE）
李家沟	四川德鑫矿业资源有限公司	川能动力/雅化集团	3881.2	1.3	50.22	在产	105	18
党坝乡	马尔康金鑫矿业有限公司	国城矿业	5112.4	1.33	68.07	原矿在产	100	17.45
德扯弄巴	雅江县斯诺威矿业发展有限公司	宁德时代	2492.4	1.18	29.32	停产	-	-
加达	大中矿业股份有限公司	大中矿业	2967-4716	1.26	37-60	在建	-	-

资料来源：公司公告，Mysteel，国信证券经济研究所整理

截至 2025 年末李家沟项目已实现满负荷运行。2022 年-2023 年公司全力推进李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目建设，同时开展部分基建出矿（即井巷工程掘进中产生的副产矿）的销售。2024 年项目已取得安全生产许可证，尾矿库已完成竣工验收，已生产出合格锂精矿，全年生产锂精矿 4.85 万吨，其中自产锂精矿 1.4 万吨，委托加工 3.45 万吨。2025 年 9 月顺利实现采、选、尾系统全面满负荷运行，已实现达产达标（设计产能为原矿产量 105 万吨/年、锂精矿 18 万吨/年），产能规模位于锂矿企业前列。2025 年全年实现原矿产量 100.11 万吨、销量 14.29 万吨；锂精矿产量 12.68 万吨、销量 14.46 万吨，较上年同期大幅增长。

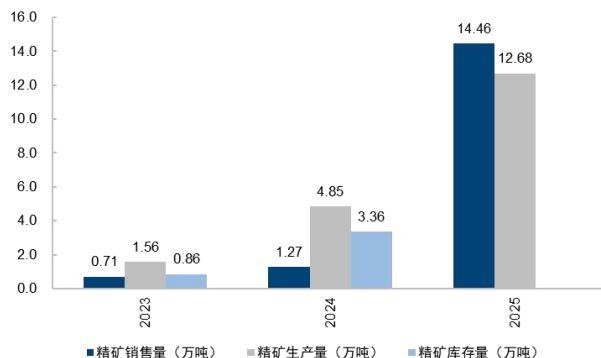
2025 年子公司能投锂业营业收入暴涨，利润实现大幅扭亏。尽管 2022-2023 年锂价处于高位，但受限项目尚未投产，子公司能投锂业仅能销售部分副产矿，收入利润低位徘徊。2024 年项目取得安全许可证产出合格锂精矿后，锂价进入周期低点，能投锂业计提大额存货叠加准备使得当年亏损 2.78 亿元。2025 年，随着公司产能释放、锂矿市场价格回升，能投锂业实现营业收入 10.47 亿元，同比增长 437%；实现净利润 1.24 亿元同比大幅扭亏。

图30: 2022 年-2025 年能投锂业收入及利润情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 2023 年-2025 年公司锂精矿产销及库存量情况



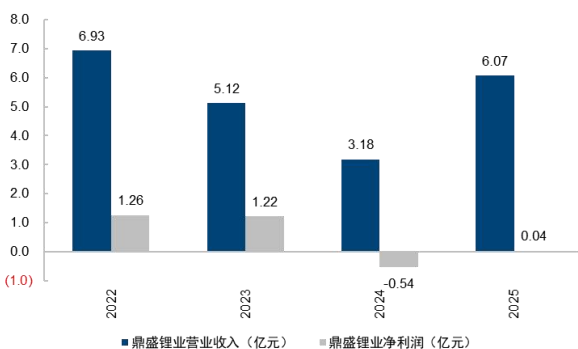
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

锂盐端：控股鼎盛锂业&德阿锂业，4.5 万吨/年产能投运

川能动力控股鼎盛锂业、德阿锂业两家公司，拥有锂盐产能 4.5 万吨/年。鼎盛锂业成立于 2016 年 8 月，由四川能投集团等主体发起设立，初始注册资本 2.92 亿元，2021 年纳入上市公司合并报表范围（持股 51%）。截至 2025 年末，鼎盛锂业总产能 1.5 万吨/年，包含 1 万吨/年电池级碳酸锂和 0.5 万吨/年电池级氢氧化锂，已全面投产并稳定运行。德阿锂业成立于 2022 年 8 月，是川能动力联合亿纬锂能、蜂巢能源共同打造的高端锂盐生产平台，川能动力为控股股东持股 51%，亿纬锂能、蜂巢能源为战略股东，绑定下游头部电池企业，实现“资源-冶炼-应用”全产业链协同。总投资 14.9 亿元，占地 288.6 亩，建设 3 万吨/年锂盐产能，包含 1 条 1.5 万吨/年碳酸锂生产线和 1 条 1.5 万吨/年氢氧化锂生产线，支持产能柔性调配，可根据市场需求灵活调整产品结构。

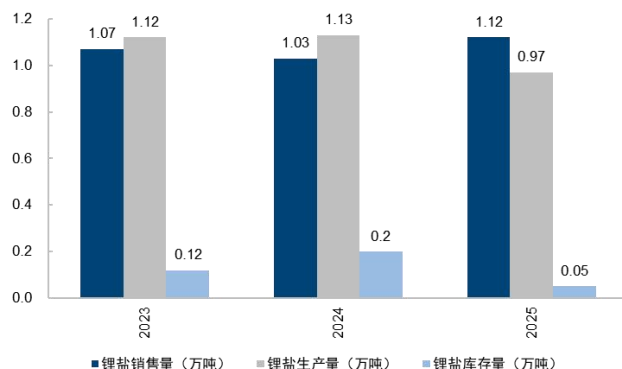
德阿锂业投产有望贡献业绩新增量。2022 年锂价处于周期高点时，鼎盛锂业以代加工和自产相结合共生产锂盐产品 8731.54 吨，当年实现 6.93 亿收入和 1.26 亿净利润；2023 年及 2024 年鼎盛锂业的锂盐产量与销量均在 1 万吨以上，但随着锂价的下降，鼎盛锂业的业绩也有所下滑。2025 年德阿锂业新建 3 万吨/年锂盐项目碳酸锂生产线全面进入试生产阶段，并于 2025 年 7 月成功调试并产出合格电池级锂盐产品，于 2025 年 10 月碳酸锂生产线达产，未来有望贡献业绩增量。

图32: 2022 年-2025 年鼎盛锂业收入及利润情况



资料来源: 各地发改委官方网站, 国信证券经济研究所整理

图33: 2023 年-2025 年公司锂盐产销及库存量情况



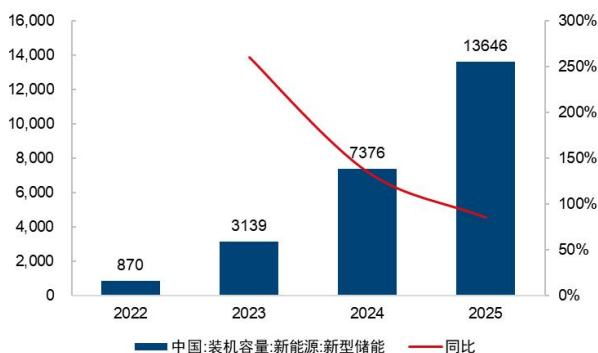
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

为什么我们在当前时点看好川能动力？

储能装机高增带动锂需求增长，李家沟投产业绩弹性可期

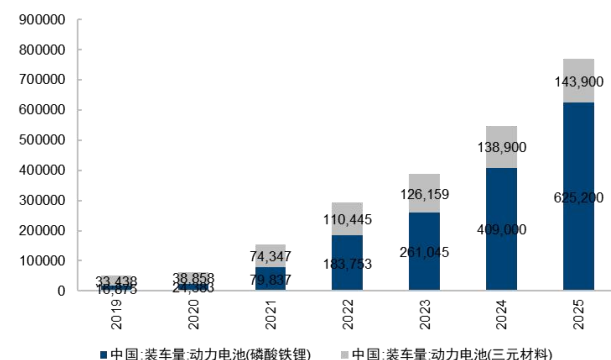
锂电行业长期发展逻辑清晰，全球新能源汽车与储能行业的持续增长，带动锂资源需求稳步提升，为公司锂电业务提供了广阔的市场空间。新能源汽车方面，国内新能源汽车销售表现亮眼，据汽车工业协会发布的数据，2025 年 1-12 月国内新能源汽车销售 1649.03 万辆，同比增长 28.2%。动力电池方面，根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2025 年 1-12 月，国内动力电池累计装车量 769.7GWh，累计同比增长 40.4%。其中三元电池累计装车量 144.1GWh，占总装车量 18.7%，累计同比增长 3.7%；磷酸铁锂电池累计装车量 625.3GWh，占总装车量 81.2%，累计同比增长 52.9%。储能方面，根据国家能源局发布数据，2025 年，新型储能保持快速发展态势，截至 2025 年底，全国已建成投运新型储能装机规模达到 1.36 亿千瓦/3.51 亿千瓦时，与“十三五”末相比增长超 40 倍，实现跨越式发展。平均储能时长 2.58 小时，相较于 2024 年底增加 0.30 小时。

图34：2022-2025 中国新型储能装机情况（单位：万千瓦）



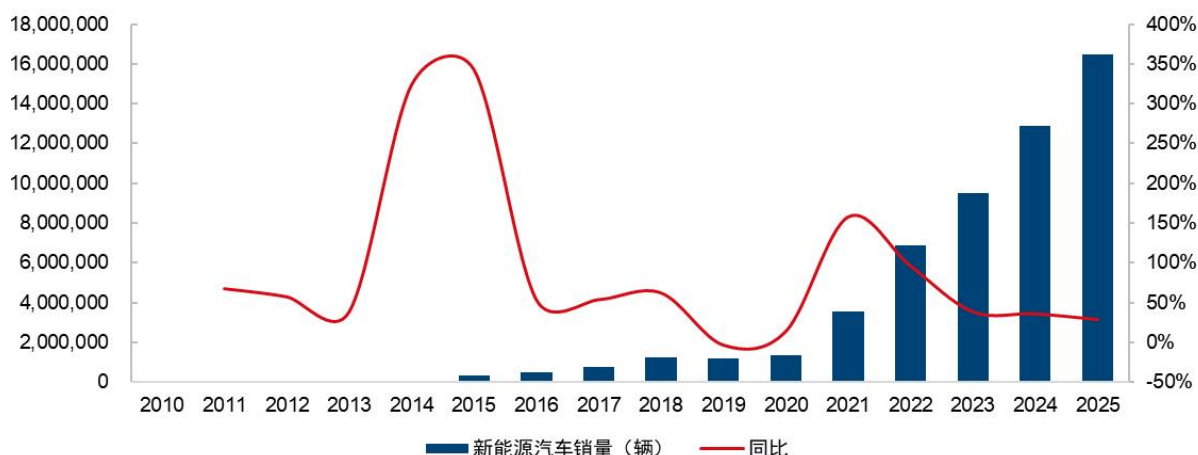
资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图35：2019 年-2025 年中国动力电池装车情况（单位：兆瓦时）



资料来源：动力电池产业创新联盟，国信证券经济研究所整理

图36：2010 年-2025 年中国新能源汽车销量情况（单位：辆）



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

过去几年碳酸锂价格呈现典型的强周期波动，核心由供需错配、产能周期、库存与产业政策共同驱动：

2020—2022 年超级上涨：新能源汽车与储能需求爆发式增长，而锂资源开发周期长、供给释放滞后，叠加产业链囤货惜售，价格从低位一路飙升至历史峰值。

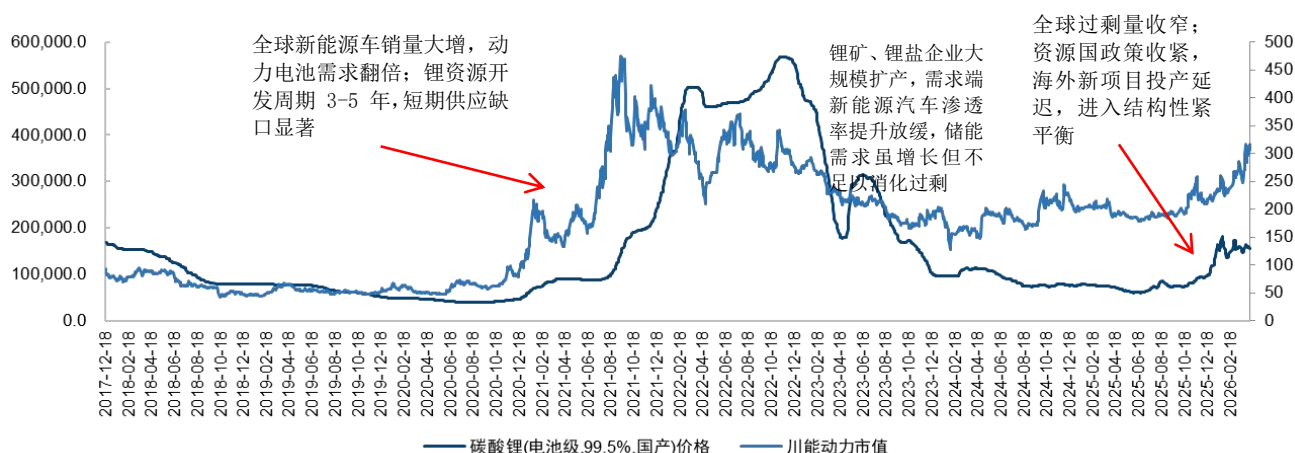
2023 年快速暴跌：高价刺激全球锂矿、盐湖、锂盐产能集中投产，供给增速远超需求增速；叠加下游去库存、新能源车增速放缓，价格大幅回落。

2024 年探底磨底：行业供需全面过剩，高成本产能持续出清，价格跌至成本线附近震荡，市场进入深度去库阶段。

2025—2026 年初企稳反弹：部分高成本产能减产、海外资源国政策收紧限制出口，叠加储能需求持续放量，供需过剩收窄，价格触底回升。

展望 2026 全年：我们认为碳酸锂价格大概率告别此前深度过剩的低位区间，整体呈现中枢上移、震荡回升的走势。一方面，经过前几年的产能集中释放，行业新增供给增速明显放缓，叠加海外资源国政策收紧、部分高成本产能出清，供应端约束有所增强；另一方面，新能源汽车需求保持稳健，储能领域持续放量，整体需求仍有支撑，供需格局从过剩逐步向紧平衡靠拢。同时，产业链库存处于相对合理水平，投机与囤货行为趋于理性，价格难再出现此前暴涨暴跌的极端行情，整体以温和回升、区间震荡为主，核心由供需再平衡节奏主导。

图37：2017 年至今川能动力总市值（亿元）和碳酸锂（电池级，99.5% 国产）价格（元/吨）走势情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（截至 2026. 4. 15）

为测算李家沟锂矿投产对上市公司盈利能力的影响，我们做出以下假设：

1. 假设李家沟项目生产的锂精矿全部用做鼎盛锂业与德阿锂业生产锂盐的原材料，即锂精矿不外销，德阿锂业与鼎盛锂业亦不外采锂精矿。
2. 原矿产能：2025-2028 年维持 105 万吨/年的设计产能不变；产能利用率：2025 年为 95.3%，2026 年起提升至 100%并保持满产，对应原矿产量 2025 年 100.11 万吨，2026-2028 年稳定在 105 万吨。
2. 精矿产能：2025-2028 年维持 18 万吨/年的设计产能不变；产能利用率：逐年爬坡提升，2025 年 70.4%、2026 年 75%、2027 年 80%、2028 年 85%；自产精矿产量：随利用率提升同步增长，2025 年 12.68 万吨、2026 年 14 万吨、2027 年 14 万吨、2028 年 15 万吨；单吨锂盐耗精比：假设工艺优化，2025-2026 年为 8，

2027-2028 年下降至 7，降低单位锂盐的精矿消耗。

3. 锂盐产能：2025-2028 年维持 4.5 万吨/年的设计产能不变；产能利用率：持续爬坡释放，2025 年 24.9%、2026 年 38%、2027 年 46%、2028 年 49%；锂盐产量：随产能利用率提升增长，2025 年 1.12 万吨、2026 年 1.69 万吨、2027 年 2.06 万吨、2028 年 2.19 万吨。

4. 锂盐销售单价：假设锂价进入上行周期，2025 年 7.5 万元/吨（行业低位），2026 年大幅回升至 15 万元/吨，2027 年 16 万元/吨、2028 年 17 万元/吨，逐年上涨；增值税率：2025-2028 年全程维持 13%不变。

5. 单位精矿成本：2025-2026 年 3.2 万元/吨，2027-2028 年因耗精比优化降至 2.8 万元/吨。

6. 单位折旧成本：随产量规模摊薄，逐年下降，2025 年 1.5 万元/吨、2026 年 1.02 万元/吨、2027 年 0.83 万元/吨、2028 年 0.79 万元/吨；

7. 单位辅料、能源、人工成本：假设全程维持稳定，分别为 1.2 万元/吨、0.9 万元/吨、0.4 万元/吨。

8. 单位锂盐总成本：逐年下降，2025 年 7.2 万元/吨、2026 年 6.72 万元/吨、2027 年 6.13 万元/吨、2028 年 6.09 万元/吨。

9. 川能动力对鼎盛锂业与德阿锂业的持股比例：2025-2028 年维持 51%不变；企业所得税率：全程维持 15%不变。

盈利预测：2025 年因锂价低位、产能爬坡处于亏损状态，2026 年起随锂价回升、产量爬坡、成本下降实现扭亏为盈，归母净利润持续增长。**按上述假设计算，李家沟锂矿投产后对 2026-2028 年上市公司的业绩增量贡献分别为 4.80、7.16 和 8.49 亿元，分别占川能动力 2025 年归母净利润（5.02 亿）的 96%/143%/169%。**

表10：锂精矿 100%自给情境下川能动力锂盐板块业绩测算

	单位	2025	2026E	2027E	2028E
核心参数（假设值）					
原矿产能	万吨/年	105	105	105	105
产能利用率	%	95.3%	100%	100%	100%
精矿产能	万吨/年	18	18	18	18
产能利用率	%	70.4%	75%	80%	85%
原矿产量	万吨	100.11	105	105	105
自产精矿产量	万吨	12.68	14	14	15
单吨锂盐耗精矿比	/	8	8	7	7
锂盐产能	万吨/年	4.5	4.5	4.5	4.5
产能利用率	%	24.9%	38%	46%	49%
锂盐产量	万吨	1.12	1.69	2.06	2.19
锂盐单价	吨/万元	7.50	15.00	16.00	17.00
增值税率	%	13%	13%	13%	13%
营业收入	万元	74,378	224,004	291,277	328,824
同比	%		201.2%	30.0%	12.9%
营业总成本	万元	81,007	113,354	126,195	133,010
单位锂盐精矿成本	万元/吨	3.2	3.2	2.8	2.8
单位折旧成本	万元/吨	1.5	1.02	0.83	0.79
单位辅料成本	万元/吨	1.2	1.2	1.2	1.2
单位能源成本	万元/吨	0.9	0.9	0.9	0.9
单位人工成本	万元/吨	0.4	0.4	0.4	0.4
单位锂盐总成本	万元/吨	7.2	6.72	6.13	6.09

净利润	万元	-6,628	110,650	165,082	195,815
川能动力持股比例	%	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%
所得税率	%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
归母净利润	万元	-3,380	47,967	71,563	84,886

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

表11: 锂价（万元/吨）与锂盐产能利用率对项目利润影响的敏感性测试

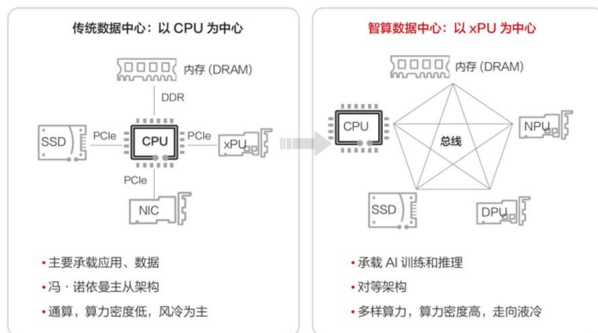
锂盐单价 \ 产能利用率	28% (-10pct)	33% (-5pct)	38% (基准)	43% (+5pct)	48% (+10pct)
12.00 (-20%)	-1,266	6,884	15,034	23,184	31,333
13.50 (-10%)	13,043	22,172	31,500	40,828	50,157
15.00 (基准)	27,353	37,660	47,967	58,273	68,580
16.50 (+10%)	41,662	53,147	64,433	75,719	87,004
18.00 (+20%)	55,971	68,635	80,900	93,164	105,428

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

算电融合概念催化

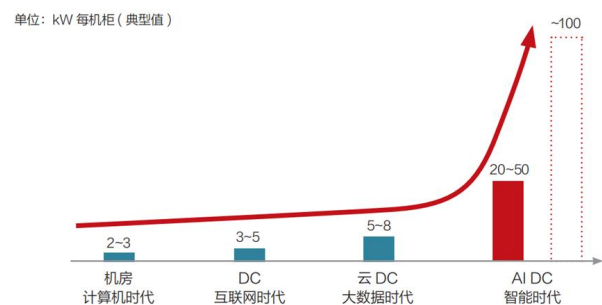
智算中心功率密度增加，能耗、碳排放引发关注。智算中心承载 AI 模型训练及推理，以 xPU 为中心，技术架构采用全互联对等架构，满足处理人工智能大模型训练的大量矩阵运算需求；智算中心单机柜功率密度一般在 20~100 千瓦之间，散热主要采用液冷/风液混合的技术。智算中心算力密度增长导致功率密度显著增加，单个数据中心功率达 200MW 乃至 500MW 以上，给智算中心的散热、供电及布局等带来挑战，尤其是当前国内实施能耗、碳排放控制政策背景下，智算中心能耗指标以及如何实现绿色低碳发展是其建设过程中面临的挑战。

图38: 数据中心正逐步向智算数据中心发展



资料来源：华为《AI DC 白皮书》，国信证券经济研究所整理

图39: 不同时代数据中心机柜典型功率



资料来源：华为《AI DC 白皮书》，国信证券经济研究所整理

绿电在能耗使用、降低碳排放以及降低成本等方面与数据中心发展需求较为适配。从能耗使用情况来看，数据中心能耗水平较高，而各地加快建设数据中心，将导致各地能耗增长。根据国家发改委、国家统计局、国家能源局于 2022 年 11 月发布的《关于进一步做好新增可再生能源消费不纳入能源消费总量控制有关工作的通知》，新增可再生能源电力消费量不纳入能源消费总量控制，通过增加可再生能源消费量降低能耗，有助于各地更好地完成能耗控制目标。从碳排放来看，数据中心碳排放主要为间接碳排放，而从不同电源的碳足迹因子来看，水电、风电、光伏等可再生能源碳足迹因子显著低于煤电、气电等电源，通过使用可再生能源，满足国家政策对于数据中心绿电消纳的要求，有助于数据中心降低碳排放。从电价水平来看，相较于煤电，风电、光伏、水电的电价水平较低，使用可再生

能源可在一定程度上降低数据中心的用能成本,增强数据中心运营企业的竞争力。

近年来,国家及地方层面密集出台多项政策,支持算电融合。2021 年底国务院印发《“十四五” 数字经济发展规划》,提出推动数据中心与绿色能源融合发展,为算电协同奠定政策基础。2023 年 12 月国家发改委、国家数据局等五部门联合发布《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》,首次明确提出算力与电力一体化融合,强调统筹算力和绿色电力协同建设,促进绿电消纳和数据中心节能降耗,建设一体化数据中心集群,助力新型能源体系构建。2025 年 9 月国家发改委、国家能源局印发《关于推进“人工智能+”能源高质量发展的实施意见》,明确以智能算力与电力协同发展为必要支撑,目标到 2030 年建立绿色、经济、安全、高效的算力用能模式。2026 年 3 月 5 日:“算电协同”首次写入国务院政府工作报告,被列为“十五五”开局之年国家级新基建工程,与超大规模智算集群并列,明确要求加强全国一体化算力监测调度,支持公共云发展。

表 12: 国家层面支持算电融合政策梳理

发布时间	发文单位	政策文件名称	核心支持要点
2021 年	国务院	《“十四五” 数字经济发展规划》	推动数据中心与绿色能源融合发展，引导算力设施节能降碳，为算电融合奠定顶层基础
2023 年 12 月	国家发改委、国家数据局等五部门	《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》	首次明确算力与电力一体化融合，统筹算力与绿色电力协同建设，推动数据中心集群绿电消纳
2024 年	国家发改委、国家能源局	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	创新算力电力协同调度机制，将算力负荷作为灵活性资源，提升电力系统适配算力发展能力
2024 年	工信部等部门	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	推进算电协同布局，鼓励智算、超算中心优先使用绿电，提升算力设施能源利用效率
2025 年	国家发改委、国家能源局	《关于推进 “人工智能 +” 能源高质量构建算力用能绿色高效模式，推动算力负荷参与电力需求侧响应的实施意见》	将算力中心纳入电力可调度资源体系，完善算电协同运行机制，支撑新型电力系统建设
2025 年	国家能源局	算力负荷调度相关配套细则	将算力中心纳入电力可调度资源体系，完善算电协同运行机制，支撑新型电力系统建设
2026 年 3 月	国务院	2026 年政府工作报告	将算电协同列为新基建重点工程，强化全国一体化算力与电力统筹调度
2026 年 3 月	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	明确推动绿色电力与算力协同布局，将算电融合纳入国家中长期数字经济与能源转型战略

资料来源:国务院、全国人大、国家发改委、国家能源局、工信部官网,国信证券经济研究所整理

表 13: 各地方政府支持电算融合政策梳理

地区	政策文件	主要内容
宁夏	《“东数西算”工程宁夏枢纽建设实施方案(2025—2027 年)》	到 2027 年,数据中心标准机架达到 80 万架,算力规模达到 80 万 Pfl ops(按 FP16 计算),智算占比达到 80%以上,PUE 值稳定在 1.2,新建数据中心绿电占比达到 100%。支持数据中心集群与新能源基地协同建设,打造绿色低碳数据中心,统筹推进绿电园区和源网荷储项目建设,试点开展就近供电、聚合交易、就近消纳,探索建设微电网、绿电直供,鼓励开展分布式能源参与绿电交易,为数据中心集群低碳发展提供绿色电力、合理电价、安全可靠电网保障,形成有弹性、有竞争优势的电力保障模式。
四川	《四川省算力基础设施高质量发展行动方案(2024—2027 年)》	到 2027 年,布局合理、算网融合、算电协同、算用相长的全省算力一体化协同发展格局初步构建,以通用算力、智能算力、超级算力为核心的多元算力供给体系进一步完善,存算网一体化加速发展,算力绿色低碳、自主可控水平大幅提升。计算力方面,算力总规模达到 40EFLOPS,其中智能算力占比不低于 60%,大规模智能计算中心达到 15 个左右,数据中心平均 PUE 降低到 1.3 以下。加强数据中心集群建设规划与新能源发展规划、电网建设规划的衔接,支持在省内“三州”电力送出断面受限且具备稳定调节能力区域,按照绿电直供、源网荷储一体化模式布局绿色算力中心,促进可再生能源就近消纳,推动我省绿色电力优势与智能算力集群融合发展,助力民族地区资源优势转化为经济发展优势。
河南	《河南省算力基础设施发展规划(2024—2026 年)》	到 2026 年年底,形成布局合理、绿色低碳、高效集约、安全可靠的算力基础设施发展格局,全省算力基础设施标准机架数达到 35 万架,平均利用率达到 70%以上,算力规模超 120EFlops,智算、超算等高性能算力占比超过 90%,形成 10 个以上算力规模达到 E 级的大型算力中心。统筹算力中心发展需求和新能源资源禀赋,积极推动算电协同和多能互补发展,提升电力与算力协调输送能力。科学整合源网荷储资源,统筹布局算力、电力基础设施,推动算力中心积极开展源网荷储一体化,就地就近开发利用光伏发电、风电、生物质等新能源,建设绿电专变、绿电专线,合理配置储能设施,加强余热利用,降低综合用能成本,打造新能源就近供电、聚合交易、就地消纳的“绿电聚合供应”新模式。
吉林	《关于促进吉林省新能源产业加快发展若干措施的通知》	大力发展算力和绿色电力“双力一体化”产业。支持采用“绿电+消纳”发展模式,推动建设“双力一体化”项目。鼓励各市(州)政府结合自身实际,出台相关支持政策。
青海	《青海省促进绿色算力产业发展若干措施》	绿电保障。依托青海清洁能源资源优势,绿色算力产业用电实现 80%以上绿电用能保障。实行双(多)回路供电,提供安全可靠稳定的电力供应。

		绿电价格。对绿色算力企业执行青海省绿电价格，并长期保持绿色算力企业用电价格处于全国较低水平。绿电溯源。为绿色算力产业提供绿电溯源服务，确保每一度电可追溯。支持绿色算力企业参与绿电、绿证交易，为企业参与碳排放市场交易提供技术支持。 创新电力算力协同机制，开展算力电力联合调度协同试点，在绿色算力产业领域按照“以荷定源”的原则，支持鼓励“沙戈荒”大基地项目与绿色算力产业项目协同开发。 对新建大型及以上智算中心，2024 年底前建成投运或 2024 年内备案并于一年内建成投运，算力规模不低于 500PFlops（FP16），每 500PFlops 支持 40 万千瓦市场化并网光伏或相当规模风电，所发电量并网消纳。对乌鲁木齐、克拉玛依等云计算基地（园区）实施绿色低碳智能化改造，绿电使用占比不低于 50%、2024 年底前算力规模不低于 500PFlops（FP16），每 500PFlops 支持园区 30 万千瓦市场化并网光伏或相当规模风电，所发电量并网消纳。 鼓励算力设施运营机构参与省内电力交易，鼓励和支持绿色智能计算产业相关企业用电大户与大型新能源发电企业对接合作，签订长期合作协议，支持“绿色产业用绿电”“绿电优价支持绿色产业”。支持绿色智能计算产业相关企业、项目所在园区开发建设分布式光伏等新能源和用户侧储能，充分挖掘利用新能源，降低其用电成本。支持省内算力基础设施因地制宜配置储能设施，提升电力自平衡能力，对配套建设储能规模在 500 千瓦时以上储能设施的，按不超过项目投资金额的 10%给予补助，最高不超过 1000 万元。支持长株潭、郴州东江湖等省内重点算力集群（园区）实施绿色低碳智能化改造。
新疆	《关于进一步发挥风光资源优势促进特色产业高质量发展政策措施的通知》	
湖南	《湖南省促进绿色智能计算产业高质量发展若干政策措施》	

资料来源：各地方政府官方网站，国信证券经济研究所整理

省内政策明确支持在公司风场所在地建设算电融合项目。2025 年 5 月，四川省发改委等联合印发《关于支持加快算电融合发展的实施意见》，拟进一步发挥四川省清洁能源资源优势，引导算力和绿色电力项目协同发展。《意见》明确表示将推动算电融合项目。在攀枝花、阿坝、甘孜、凉山地区支持建设万卡集群算电融合项目；在雅安新增提高绿电供应比例的智算中心等。2025 年 12 月上海武桐树高新技术有限公司与四川省天府云数据科技有限责任公司正式签署战略合作协议，总投资规模近 600 亿元。双方将围绕国家“东数西算”“算电融合”战略，共同推进四川能源集团算电融合项目，依托凉山州绿色电力资源与四川数据集团的平台能力，构建“前店后厂”协同模式，打造全国领先的绿色算力枢纽与人工智能产业高地。项目总体规划建设 10 万卡算力集群，配套 1GW 新能源装机，分三期实施，总投资将近 600 亿元。第一期预计建设 2 万卡算力集群，将于 2027 年上半年整体投入运营，集群将重点服务于 AI+教育、AI+医疗、AI+新材料、AI+融媒体、AI+能源等创新应用场景。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

新能源发电业务：我们假设 2026-2028 年公司新能源发电的总装机为 1700/2300/3000MW，利用小时数为 2800/2700/2600 小时，发电量为 47.6/62.1/78.0 亿千瓦时，厂用电率为 2.93%/2.96%/2.77%，平均上网电价（含税）为 0.40/0.39/0.37 元/千瓦时。预计 2026-2028 年公司新能源发电板块的收入为 18.48/23.50/28.06 亿元，同比增长 52.5%/27.2%/19.4%，毛利率 56%/55%/55%。

表 14：新能源发电业务核心参数假设

	单位	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总装机	MW	1,106	1,298	1,390	1,700	2,300	3,000
利用小时	小时	3,074	3,094	2,470	2,800	2,700	2,600
发电量	亿千瓦时	33.99	40.15	32.02	47.60	62.10	78.00
厂用电率	%	2.85%	2.62%	2.81%	2.93%	2.96%	2.77%
上网电量	亿千瓦时	33.02	39.10	31.12	46.21	60.26	75.84
平均电价(含税)	元/千瓦时	0.534	0.474	0.440	0.400	0.390	0.370

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

垃圾发电&环卫业务：我们假设 2026–2028 年公司垃圾焚烧发电的总装机维持 15.65MW 不变，垃圾处理量为 252.52/255.05/257.60 万吨，利用小时数为 6900/7000/7000 小时，发电量为 10.80/10.96/10.96 亿千瓦时，厂用电率为 14%/14%/14%，平均上网电价（含税）保持 0.54 元/千瓦时不变。预计 2026–2028 年公司垃圾焚烧发电业务的收入为 7.08/7.17/7.21 亿元，同比增长 2.2%/1.3%/0.6%，毛利率为 46.0%/46.0%/46.0%。预计 2026–2028 年公司环卫业务的收入为 3.06/3.30/3.47 亿元，同比增长 10%/8%/6%，毛利率为 14.5%/14.5%/14.5%。

表15：环卫&垃圾焚烧发电业务核心参数假设

	单位	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
垃圾处理量	万吨	253.63	257.24	250.02	252.52	255.05	257.60
垃圾处理单价	元/吨	79.43	93.45	105.25	105.25	105.25	105.25
总装机	MW	16	16	16	16	16	16
利用小时	小时	6,550	6,799	7,392	6,900	7,000	7,000
发电量	亿千瓦时	10.25	10.64	10.51	10.80	10.96	10.96
厂用电率	%	14.73%	14.76%	14.27%	14.33%	14.33%	14.08%
上网电量	亿千瓦时	8.74	9.07	9.01	9.25	9.39	9.41
平均电价(含税)	元/千瓦时	0.600	0.570	0.539	0.540	0.540	0.540

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算

锂电业务：该业务板块的核心参数假设及敏感性测试详见前文，预计 2026–2028 年锂电业务收入为 22.40/29.13/32.88 亿元，毛利率 55%/55%/55%。

表16：川能动力业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
新能源发电业务						
收入（万元）	156,083	163,763	121,171	184,830	235,017	280,609
增速	14%	5%	-26%	53%	27%	19%
毛利（万元）	115,289	116,321	70,129	103,505	129,260	154,335
毛利率	73.9%	71.0%	57.9%	56.0%	55.0%	55.0%
垃圾发电业务						
收入（万元）	66,554	69,789	69,274	70,787	71,693	72,089
增速	11%	5%	-1%	2%	1%	1%
毛利（万元）	31,983	32,409	31,717	32,562	32,979	33,161
毛利率	48.1%	46.4%	45.8%	46.0%	46.0%	46.0%
环卫业务						
收入（万元）	15,970	19,715	27,808	30,588	33,035	34,687
增速	-42%	23%	41%	10%	8%	5%
毛利（万元）	4,118	5,083	4,025	4,427	4,781	5,020
毛利率	25.8%	25.8%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
锂电业务						
收入（万元）	80,733	46,111	136,994	224,004	291,277	328,824
增速	-26%	-43%	197%	64%	30%	13%
毛利（万元）	36,068	-859	41,843	123,202	160,202	180,853
毛利率	44.7%	-1.9%	30.5%	55.0%	55.0%	55.0%
合计						
总营收（万元）	331,297	305,486	359,959	515,157	636,218	721,665
增速	-13%	-8%	18%	43%	23%	13%
毛利（万元）	190,198	152,973	149,511	264,612	328,190	374,401
毛利率	57.4%	50.1%	41.5%	51.4%	51.6%	51.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表17: 未来3年盈利预测表(单位: 百万)

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3600	5152	6362	7217
营业成本	2104	2505	3080	3473
销售费用	6	12	13	14
管理费用	325	356	398	428
研发费用	30	40	49	57
财务费用	215	253	252	244
营业利润	829	1874	2434	2846
利润总额	815	1874	2434	2846
归属于母公司净利润	502	1134	1399	1631
EPS	0.27	0.61	0.76	0.88
ROE	4.80%	10%	12%	13%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 预计未来3年营收 51.52/53.62/72.17 亿元, 同比+43.1%/23.5%/13.4%, 毛利率 51.4%/51.6%/51.9%, 毛利 26.46/32.82/37.44 亿元; 归母净利润 11.34/13.99/16.31 亿元, 同比+125.8%/23.3%/16.6%。

估值与投资建议

绝对估值: 20.65 元

输入条件: 基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况, 我们假定目标权益资本比为 74.39%, 2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.93, 无风险利率 2.0%, 风险溢价为 7%, 债务资本成本为 5.3%, 计算得出 WACC 值为 8.98%。

FCFF 估值结果: 在永续增长率为 2% 的假设条件下, 测算出川能动力对应每股权益价值为 20.65 元, 高于目前股价 29.2%。

表18: 公司盈利预测假设条件(%)

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	17.8%	43.1%	23.5%	13.4%
毛利率	41.5%	51.4%	51.6%	51.9%
管理费用/营业收入	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
销售费用/营业收入	0.17%	0.23%	0.20%	0.20%
营业税及附加/营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
所得税税率	18.8%	12.4%	12.4%	12.4%
股利分配比率	62.46%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

表19: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	12.35%
无风险利率	2.00%	Ka	8.51%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.21
公司股价(元)	15.99	Ke	10.47%
发行在外股数(百万)	1846	E/(D+E)	74.39%
股票市值(E, 百万元)	29520	D/(D+E)	25.61%
债务总额(D, 百万元)	10164	WACC	8.98%
Kd	5.3%	永续增长率(10年后)	2%

资料来源: 国信证券经济研究所假设(股价数据更新至 2026.4.15)

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 20 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.0%	8.5%	8.98%	9.5%	10.0%
永续增长率变化	3.5%	33.00	28.79	25.37	22.52	20.13
	3.0%	30.07	26.50	23.53	21.03	18.90
	2.5%	27.68	24.59	21.98	19.76	17.84
	2.0%	25.69	22.97	20.65	18.65	16.92
	1.5%	24.00	21.59	19.50	17.69	16.10
	1.0%	22.56	20.39	18.49	16.84	15.37
	0.5%	21.31	19.34	17.61	16.08	14.72

资料来源：国信证券经济研究所测算

相对法估值：20.22 元

我们采用分部估值法对川能动力进行估值：

新能源发电业务选取 A 股中的新能源发电龙头上市公司：龙源电力和华电新能作为可比公司。2026-2028 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 26/25/23X，考虑到公司风电项目质地优异、利用小时数高于行业平均，我们给予公司新能源发电业务 2026 年 30 倍 PE，对应市值 166 亿元。

环保业务选取 A 股中的区域环保龙头：上海环境和永兴股份作为可比公司。2026-2028 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 15/15/14X，参考可比公司估值，我们给予公司环保业务 2026 年 15 倍 PE，对应市值 15 亿元。

锂电业务选取 A 股中的锂矿龙头上市公司：赣锋锂业和中矿资源作为可比公司。2026-2028 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 27/16/14X，考虑到李家沟锂矿是亚洲最大的单体锂辉石矿具备一定稀缺性，我们给予公司锂电业务 2026 年 40 倍 PE，对应市值 192 亿元。

表 21: 可比公司估值表

公司简称	代码	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E		
川能动力	000155.SZ	15.99	295	0.27	0.61	0.76	0.88	59.22	26.21	21.04	18.17	4.84	0.21		优于 大市
可比公司															
龙源电力	001289.SZ	15.39	1287	0.54	0.59	0.64	0.69	28.43	26.27	23.95	22.29	6.11	2.94		无
华电新能	600930.SH	6.03	2515	0.18	0.23	0.24	0.00	33.50	25.78	25.28	-	-	1.51		无
绿电均值									26	25	23				
上海环境	601200.SH	8.09	109	0.45	0.47	0.48	0.49	18.06	17.40	16.92	16.48	5.28	5.26		无
永兴股份	601033.SH	14.91	134	0.96	1.09	1.19	1.27	15.53	13.72	12.53	11.71	8.08	1.19		无
环保均值									15	15	14				
赣锋锂业	002460.SZ	82.17	1723	0.80	3.09	3.86	4.87	102.7	26.56	21.27	16.87	3.71	0.21		无
中矿资源	002738.SZ	80.57	581	0.63	3.03	4.93	8.00	127.0	26.58	16.33	10.07	3.76	0.15		无
锂电均值									27	16	14				

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理注:可比公司取自 Wind 一致预期(股价数据更新至 2026.4.15,华电新能仅披露 25 年业绩快报)

图40: 川能动力分部估值测算

川能动力分部估值测算	单位	2026E	2027E	2028E
营业收入	万元	515,157	636,218	721,665
新能源发电	万元	184,830	235,017	280,609
锂电	万元	224,004	291,277	328,824
环保及其他	万元	106,323	109,924	112,231
毛利率	%	51.4%	51.6%	51.9%
新能源发电	%	56.0%	55.0%	55.0%
锂电	%	55.0%	55.0%	55.0%
环保及其他	%	14.3%	11.8%	10.5%
归母净利润	万元	113,445	139,876	163,088
新能源发电	万元	55,449	63,455	70,152
锂电	万元	47,967	71,563	84,886
环保及其他	万元	10,029	4,858	8,050
目标PE		33		
新能源发电		30		
锂电		40		
环保及其他		15		
目标市值/股价	亿元	373	20.22	
新能源发电	亿元	166		
锂电	亿元	192		
环保及其他	亿元	15		
当前市值/股价	亿元	295		
对应PE		26	21	18
股价空间	%	26.4%		

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所测算 (市值数据更新至 2026. 4. 15)

投资建议

我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 11.34/13.99/16.31 亿元, 同比 +126%/23%/17%, 对应 PE=26/21/18x。通过多角度估值, 预计公司合理估值在 20.22-20.65 元之间, 较 2026.4.15 收盘股价有 26.4%-29.2% 的溢价, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合得出公司的合理估值在 20.22-20.65 元之间, 但该估值是建立在相关假设前提基础上的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 (WACC) 的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定, 都融入了很多个人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本 (WACC) 对公司绝对估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 7%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低, 从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发

生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们采用分部估值的方法，选取了可比公司 2026 年 PE 的 wind 一致性预期做为相对估值的参考，在行业平均水平的基础上，最终给予公司新能源发电业务 30 倍 PE，环保业务 15 倍 PE，锂电业务 40 倍 PE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 51.4%/51.6%/51.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 在对公司的未来盈利预测中，我们设定了如装机规模、利用小时数、平均上网电价、厂用电率、产能利用率等很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断，若这些参数的假设与实际情况偏离，可能导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

锂价格波动风险：锂价受全球新能源汽车需求、产能投放等因素影响，若锂价持续低于预期，将直接影响锂电业务盈利能力。

电价波动风险：新能源发电市场化交易后，电价若出现大幅下降，也会对发电业务业绩造成压力。

项目进展不及预期风险：锂电项目产能爬坡、新能源装机建设可能受政策调整、供应链问题、自然灾害等因素影响，导致产能释放滞后于预期；李家沟锂矿的专项验收进度也可能影响产量兑现。

政策与监管风险：新能源发电、环保、锂电行业均受政策影响较大，若相关行业政策出现调整（如补贴退坡、环保标准提升、行业监管收紧等），可能对公司业务发展产生不利影响。

限电与消纳风险：四川省内限电因素可能持续影响公司新能源发电项目的上网电量，若电网基础设施建设滞后，新能源发电项目的消纳问题无法得到有效解决，将影响发电业务的盈利稳定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5493	7200	4881	4383	4478	营业收入	3055	3600	5152	6362	7217
应收款项	2664	2304	3857	4795	5154	营业成本	1525	2104	2505	3080	3473
存货净额	277	162	265	346	336	营业税金及附加	38	77	110	135	154
其他流动资产	482	489	681	904	987	销售费用	6	6	12	13	14
流动资产合计	9568	10607	10134	10878	11406	管理费用	330	325	356	398	428
固定资产	10356	11576	12412	13085	13751	研发费用	21	30	40	49	57
无形资产及其他	4525	4381	4207	4032	3858	财务费用	177	215	253	252	244
投资性房地产	574	1134	1134	1134	1134	投资收益	(1)	8	8	8	8
长期股权投资	202	196	191	185	179	资产减值及公允价值变动	(240)	(32)	(10)	(10)	(10)
资产总计	25225	27894	28078	29315	30329	其他收入	53	(18)	(40)	(49)	(57)
短期借款及交易性金融负债	1795	2061	500	300	200	营业利润	791	829	1874	2434	2846
应付款项	1907	1480	2218	2699	2800	营业外净收支	3	(14)	0	0	0
其他流动负债	650	527	740	911	957	利润总额	794	815	1874	2434	2846
流动负债合计	4351	4069	3458	3910	3958	所得税费用	68	153	231	301	352
长期借款及应付债券	8005	9894	9664	9434	9204	少数股东损益	(1)	159	508	734	863
其他长期负债	237	805	754	703	652	归属于母公司净利润	727	502	1134	1399	1631
长期负债合计	8242	10699	10418	10137	9856	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	12593	14767	13876	14046	13814	净利润	727	502	1134	1399	1631
少数股东权益	2355	2655	2909	3277	3708	资产减值准备	246	(172)	22	6	6
股东权益	10277	10472	11292	11992	12807	折旧摊销	640	768	1264	1439	1570
负债和股东权益总计	25225	27894	28078	29315	30329	公允价值变动损失	240	32	10	10	10
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	177	215	253	252	244
每股收益	0.39	0.27	0.61	0.76	0.88	营运资本变动	92	(246)	(925)	(635)	(330)
每股红利	0.16	0.17	0.17	0.38	0.44	其它	(247)	231	232	361	426
每股净资产	5.57	5.67	6.12	6.50	6.94	经营活动现金流	1698	1117	1737	2580	3313
ROIC	5.09%	3.60%	8%	10%	11%	资本开支	0	(1606)	(1957)	(1954)	(2078)
ROE	7.07%	4.80%	10%	12%	13%	其它投资现金流	(0)	201	0	0	0
毛利率	50%	42%	51%	52%	52%	投资活动现金流	12	(1399)	(1951)	(1948)	(2072)
EBIT Margin	37%	29%	41%	42%	43%	权益性融资	0	259	0	0	0
EBITDA Margin	58%	51%	66%	65%	65%	负债净变化	760	1889	(230)	(230)	(230)
收入增长	-8%	18%	43%	23%	13%	支付股利、利息	(295)	(314)	(314)	(699)	(815)
净利润增长率	-9%	-31%	126%	23%	17%	其它融资现金流	(734)	(1420)	(1561)	(200)	(100)
资产负债率	59%	62%	60%	59%	58%	融资活动现金流	194	1989	(2105)	(1129)	(1145)
股息率	1.0%	1.1%	1.1%	2.4%	2.8%	现金净变动	1904	1707	(2319)	(498)	95
P/E	40.6	58.7	26.0	21.1	18.1	货币资金的期初余额	3589	5493	7200	4881	4383
P/B	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3	货币资金的期末余额	5493	7200	4881	4383	4478
EV/EBITDA	23.7	24.3	12.8	10.6	9.3	企业自由现金流	0	(225)	248	1206	1872
						权益自由现金流	0	244	(1765)	555	1329

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032