

2025 年 06 月 03 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

戴映忻

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

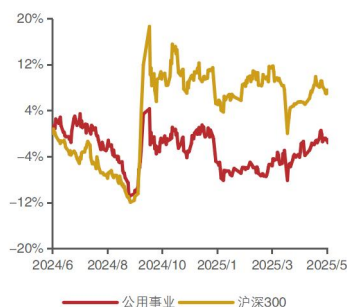
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



绿电直连政策出台 关注绿电、垃圾焚烧发电

——大能源行业 2025 年第 22 周周报（20250602）

投资要点：

- **事件：**国家发改委、能源局发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》（以下简称《通知》）。
- **绿电直连有助于绿电经济性和环境价值体现。**本次政策针对对单一用户的绿电供给模式，带来 2 个明显的好处：（1）可以有效降低企业的用电成本；（2）对于企业碳排放认定有很大帮助（特别是出口型企业）。我国东南沿海出口型企业密集，绿电是该地区重要的新能源资源，随着直供模式推广**有望带动海上风电产业快速发展**。
- **明确绿电直供在现货连续运行区域可反送电网，提高绿电直供模式经济性。**以往源网荷储一体化项目为了降低公共电网调峰压力，通常对自用电比例都有较高要求且不允许反送电网。《通知》在要求自用电比例不低于 30% 的基础上，允许现货市场连续运行地区可采取整体自发自用为主，余电上网为辅的模式（即允许反送），这对提高绿电直供模式的经济性和可行性将带来较大帮助。
- **合理缴纳相关费用且不得减免。**绿电直供项目应按相关规定缴纳输配电费、系统运行费用、政策性交叉补贴、政府性基金及附加等费用，各地不得违反国家规定减免有关费用。我们认为此项对于绿电直供项目经济性并无明显影响，只是作为规范化。**直供项目的经济性主要取决于自用电比例、直供线路的成本。**
- 此前我们在报告《IDC 供电模式梳理：算力与电力协同，商业模式变革带来价值重估》中曾梳理算电协同的多种实质性探索模式，且明确提出“**隔墙售电政策放松或是本轮产业趋势的重点突破口**”，此次政策的出台或为新能源/生物质发电直供用户提供政策支持。
- **我们认为，本次产业趋势是多方合力推动带来的结果：**1）国际碳减排认证更为严格，以电池法案为代表的欧盟政策只认可“绿电直连”；2）国内能耗指标持续收紧，高耗能企业强制消纳绿电，其背后是经济结构转型、国际气候承诺；3）下游高耗能/高耗电企业降成本诉求强烈；4）西部省份新能源消纳压力较大，探索微电网/源网荷储是缓解消纳压力的必须路径；5）部分垃圾焚烧发电项目面临补贴到期，亟需拓展其他业务提高项目回报。
- 此前在上述多方合力推动下，部分省市已经开展绿电直供试点（例如江苏），部分示范性项目已经动工（例如浦东黎明项目），但均带有试点、示范性质。**本次政策的出台，将绿电/生物质发电（尤其是垃圾焚烧发电）直供用户的商业模式从政策上给予肯定，未来项目进展与落地或有望加快。**
- **投资分析意见：**
- **（1）绿电运营：**对于绿电企业而言，直供用户端意味着用电量需求长期稳定，有望签署带有固定电价性质的多年期长协，保障项目盈利性和稳定性优于其他企业，推荐**韶能股份、银星能源**，建议关注**山高新能源、金开新能**；
- **（2）垃圾焚烧发电：商业模式从 ToG 到 ToB，有望为企业带来价值重估。**一直以来，应收账款拖欠是影响垃圾焚烧发电企业现金流的核心因素。垃圾焚烧发电企业应收账款主要来源于国补、省补、垃圾处理费拖欠，严重拖累公司的现金流。若垃圾焚烧发电企业为 IDC 供电+供冷，在盈利提高的同时，企业现金流有望得到好转，降低减值风险，有望为企业带来价值重估。推荐**永兴股份、瀚蓝环境**，建议关注**军信股份、旺能环境**。
- **（3）电力设备方向：**绿电直供业务已明确直供线路由非电网企业建设，近期国家以及各地相关政策频出，更大概念上的源网荷储一体化项目进展有望加快，从而使得用户侧商业模式更加丰富，电力交易、虚拟电厂、微电网等方向值得关注。此外，类似业务模式主要还是为了提高绿电底层需求，有利于新能源设备行业长期稳定发展，海上风电作为沿海重要的新能源资源发展有望提速。推荐**金风科技（H）、国能日新、东方电缆**，建议关注**朗新集团、特锐德、四方股份、东方电子**等。
- **风险提示：**政策推进不及预期，电力设备竞争加剧，外部因素影响海风进度

内容目录

1. 电力：绿电直连政策出台 关注绿电、垃圾焚烧发电	4
1.1. 政策解读：明确项目类型、项目方式、费用缴纳等	4
1.2. 有助于绿电经济性和环境价值体现	5
1.3. 绿电直供政策取得实质性突破 关注绿电、垃圾焚烧发电	6
2. 定期数据更新	8
3. 重点公司估值表	11
4. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 《通知》与典型地方源网荷储一体化规定对比(广西为例)	6
图表 2: 秦皇岛 5500 大卡煤炭(元/吨)	8
图表 3: 环渤海港煤炭库存(万吨)	8
图表 4: 三峡入库流量(立方米/秒)	8
图表 5: 三峡出库流量(立方米/秒)	8
图表 6: 多晶硅致密料价格(元/kg)	8
图表 7: 双面双玻组件(元/W)	8
图表 8: 现货市场周度数据 2025/5/19-2025/5/25 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基准价)	9
图表 9: 新能源现货市场周度数据 2025/5/19-2025/5/25 (元/兆瓦时)	9
图表 10: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)	9
图表 11: 中国液化天然气到岸价(美元/百万英热单位)	9
图表 12: 全球主要市场 LNG 价格指数	10
图表 13: 电力重点公司估值表(元, 元/股)	11
图表 14: 环保重点公司估值表(元, 元/股)	12
图表 15: 燃气重点公司估值表(元, 元/股)	12
图表 16: 电力设备重点公司估值表(元, 元/股)	13
图表 17: 风电设备重点公司估值表(元, 元/股)	14

1. 电力：绿电直连政策出台 关注绿电、垃圾焚烧发电

1.1. 政策解读：明确项目类型、项目方式、费用缴纳等

事件：本周，国家发改委、能源局发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》（以下简称《通知》），其主要内容如下：

1) 文件要求规范项目建设，明确：新增负荷可配套建设新能源项目。存量负荷在已有燃煤燃气自备电厂足额清缴可再生能源发展基金的前提下开展绿电直连，通过压减自备电厂出力，实现清洁能源替代。有降碳刚性需求的出口外向型企业利用周边新能源资源探索开展存量负荷绿电直连。支持尚未开展电网接入工程建设或因新能源消纳受限等原因无法并网的新能源项目，在履行相应变更手续后开展绿电直连。（注：未加粗部分为文件原文）

评论：此次文件明确四类项目可以参与绿电直供项目，分别为：新增负荷可配套建设新能源项目（我们判断或指新增负荷配套新建新能源项目）；存量负荷倾向于出口外向型企业；有自备电厂的存量负荷需要足额清缴可再生能源发展基金；尚未开展电网接入工程建设或因新能源消纳受限等原因无法并网的新能源项目。

2) 允许源荷不是同一主体，但要求二者有一定的绑定关系。文件明确：项目电源可由负荷投资，也可由发电企业或双方成立的合资公司投资，直连专线原则上应由负荷、电源主体投资。项目电源和负荷不是同一投资主体的，应签订多年期购电协议或合同能源管理协议。（注：未加粗部分为文件原文）

评论：此次文件允许源荷不是同一主体，但对于不是同一投资主体的，要求签订多年期购电协议，有助于分工建设，具有推广价值。

3) 允许项目作为整体参与市场。文件明确：并网型绿电直连项目享有平等的市场地位，按照《电力市场注册基本规则》进行注册，原则上应作为整体参与电力市场交易，根据市场交易结果安排生产，并按照与公共电网的交换功率进行结算。项目负荷不得由电网企业代理购电。项目电源和负荷不是同一投资主体的，也可分别注册，以聚合形式参与电力市场交易。（注：未加粗部分为文件原文）

评论：本次文件允许绿电直供作为整体项目与电力市场进行电能量交换（包括买电和卖电），原则上要求项目作为整体参与市场交易，对于源荷非同一投资主体的项目，则采取聚合形式参与，未来绿电直连项目将成为虚拟电厂或其中重要的调节资源。

4) 规定合理费用缴纳。文件明确：合理缴纳相关费用，绿电直连项目应按国务院价格、财政主管部门相关规定缴纳输配电费、系统运行费用、政策性交叉补贴、政府性基金及附加等费用。（注：未加粗部分为文件原文）

评论：目前文件尚未明确相关费用如何确定，预计后续将有配套细则进一步明确，但我们认为绿电直供部分电量对应的输电成本有望显著低于公共电网部分（因为直供绿电通常距离负荷较近）。

1.2. 有助于绿电经济性和环境价值体现

本次出台的文件仅对向单一用户绿电供给模式进行了规定，单一用户绿电供给模式可以看做源网荷储一体化模式的一个变种，其特点是通过专用电力线路向单一用户供电，特点是电量可清晰物理溯源。我国上次国家级源网荷储相关文件是 2021 年发布的《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》（发改能源规[2021]280 号），文件并未对细节做具体规定，因此后续多地在此基础上分别出台细则。但实际上受各种因素影响，推进情况不及预期。本政策对其中多个关键点做出了明确规定，有助于绿电经济性和环境价值体现。

一、本次政策针对对单一用户的绿电供给模式 开放符合条件的存量负荷

这带来 2 个明显的好处：（1）由于政策规定专用线路原则上由负荷、电源主体投资（即不由公共电网运营商投资），绿电直供部分电量对应的输电成本有望显著低于公共电网部分（因为直供绿电通常距离负荷较近），**可以有效降低企业的用电成本**；（2）由于电量可清晰溯源，直供绿电在绝大多数规则下都将被认定是接近 0 碳排放，**对于企业碳排放认定有很大帮助**（特别是出口型企业）。我国东南沿海出口型企业密集，绿电是该地区重要的新能源资源，随着直供模式推广有望带动海上风电产业快速发展。此外，此前各地源网荷储一体化项目多针对新增负荷，《通知》明确“有降碳刚性需求的出口外向型企业利用周边新能源资源探索开展存量负荷绿电直连”，存量负荷开放绿电直连甚至源网荷储值得展望。

二、明确绿电直供在现货连续运行区域可反送

以往源网荷储一体化项目为了降低公共电网调峰压力，通常对自用电比例都有较高要求且不允许反送电网：以广西为例，要求自用电比例不低于 20%（不低于 50%的列为重点项目）、新能源综合利用率不低于 95%且不允许反送电网。然而高自用电比例、高新能源综合利用率和不允许反送，三者实际上很难同时完成，除非大规模配置储能，而这又会大幅提高用电成本。因此《通知》在要求自用电比例不低于 30%的基础上，**允许现货市场连续运行地区可采取整体自发自用为主，余电上网为辅的模式（即允许反送）**，这对提高绿电直供模式的经济性和可行性将带来较大帮助。

三、合理缴纳相关费用且不得减免

《通知》规定，绿电直供项目应按国务院价格、财政主管部门相关规定缴纳输配电费、系统运行费用、政策性交叉补贴、政府性基金及附加等费用，各地不得违反国家规定减免有关费用。我们认为此项对于绿电直供项目经济性并无明显影响，只是作为规范化。因为输配电费通常明显高于其它几项，**直供项目的经济性主要取决于自用电比例、直供线路的成本**。例如：新疆地区 110kV 用户，输配电价为 0.0815 元/kWh，假设自用电比例 35%、专用线路成本 0.03 元/kWh（新疆地广人稀，近距离直供线路成本优势明显），则采用绿电直供模式将

降低用电成本 1.8 分/kWh（尚未考虑绿电相比于公用电源的成本优势）。如果自用电比例进一步提高成本优势将更加明显。

图表 1：《通知》与典型地方源网荷储一体化规定对比（广西为例）

项目	《通知》主要规定	《广西电力源网荷储一体化发展试点建设实施意见》规定
适用电源	风电、太阳能发电、生物质发电	主要为新能源
适用负荷	（1）新增负荷；（2）存量负荷在已有燃煤燃气自备电厂足额清缴可再生能源发展基金的前提下开展绿电直连，通过压减自备电厂出力，实现清洁能源替代；（3）有降碳刚性需求的出口外向型企业利用周边新能源资源探索开展存量负荷绿电直连	（1）负荷应符合国家和自治区产业政策 （2）新增符合年累计用电量不低于 2 亿千瓦时
绿电直连项目主责单位	原则上由负荷作为主责单位	
投资主体	（1）电源：负荷投资，也可由发电企业或双方成立合资企业投资 （2）直连线路：负荷、电源主体投资	（1）源网荷储业主原则上为同一投资主体
运行模式	（1）现货市场连续运行地区：自发自用为主，余电上网为辅 （2）现货市场未连续运行地区：不允许反送电网	（1）原则上不向公用电网反送电 （2）若要向公用电网反送电须在电力市场购买调节能力或储能服务
电量规定	（1）新能源自发自用电量占总发电量比例不低于 60% （2）新能源自发自用电量占总用电比例不低于 30%，2030 年前不低于 35% （3）上网电量占总可用发电量比例上限一般不超过 20%	（1）新能源电量占比不低于总用电量 20%，不低于 50%的列为发展重点 （2）新能源综合利用率不低于 95%
储能配置	并网型绿电直连项目应通过合理配置储能挖掘负荷灵活调节潜力等方式，充分提升项目灵活性调节能力，尽可能减小系统调节压力	（1）风光储能配置不低于自治区储能配置要求 （2）储能设施及可调节电源、可中断负荷等总的调节能力应不低于整体最高用电负荷的 20%
相关费用	按规定缴纳输配电费、系统运行费用、政策性交叉补贴、政府性基金及附加等费用	按规定向用户收取政府性基金及附加

资料来源：国家发改委，广西发改委，华源证券研究所

1.3. 绿电直供政策取得实质性突破 关注绿电、垃圾焚烧发电

此前我们在报告《IDC 供电模式梳理：算力与电力协同，商业模式变革带来价值重估》中曾梳理算电协同的多种实质性探索模式，且明确提出“隔墙售电政策放松或是本轮产业趋势的重点突破口”，此次政策的出台或为新能源/生物质发电直供用户提供政策支撑。（注：绿电直供和隔墙售电政策存在概念交叉）

我们认为，本次产业趋势是多方合力推动带来的结果：

- 1) 国际碳减排认证更为严格，以电池法案为代表的欧盟政策只认可“绿电直连”（实际上，这也是 2025 年年初江苏率先开启绿电直供试点的重点原因）；
- 2) 国内能耗指标持续收紧，高耗能企业强制消纳绿电，其背后是经济结构转型、国际气候承诺；
- 3) 下游高耗能/高耗电企业降成本诉求强烈；

4) 西部省份新能源消纳压力较大，探索微电网/源网荷储是缓解消纳压力的必须路径；

5) 部分垃圾焚烧发电项目面临补贴到期，亟需拓展其他业务提高项目回报。

此前在上述多方合力推动下，部分省市已经开展绿电直供试点（例如江苏），部分示范性项目已经动工（例如浦东黎明项目），但均带有试点、示范性质。本次政策的出台，将绿电/生物质发电直供用户的商业模式从政策上给予肯定，未来项目进展与落地或有望加快。

对于新能源企业而言，直供用户端意味着用电量需求长期稳定，有望签署带有固定电价性质的多年期长协，保障项目盈利性和稳定性优于其他企业。文件明确“项目电源和负荷不是同一投资主体的，应签订多年期购电协议或合同能源管理协议”，多年期购电协议保障电价长期稳定，推荐**韶能股份、银星能源**，建议关注**龙净环保、山高新能源、金开新能**；

对于垃圾焚烧发电企业而言，新增项目或尚未开展电网接入的项目开展电量直供更为容易，存量项目或仍以“浦东黎明”模式开展。根据 1.1 中对于绿电直供项目模式的分析，仅有四类项目可以参与绿电直供项目，分别为：1) 新增负荷可配套建设新能源项目（我们判断或指新增负荷配套新建新能源项目）；2) 存量负荷倾向于出口外向型企业；3) 有自备电厂的存量负荷需要足额清缴可再生能源发展基金；4) 尚未开展电网接入工程建设或因新能源消纳受限等原因无法并网的新能源项目。我们分析，存量垃圾焚烧发电企业均不属于上述类别，或仍以“浦东黎明”模式开展，新增垃圾焚烧发电项目可以满足类别 1 或类别 4。（注：浦东环保模式指的是上海浦东黎明项目，该项目垃圾焚烧发电和数据中心投资主体为同一主体）

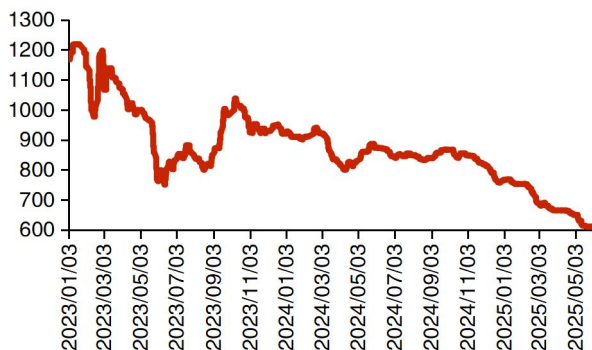
另外，我们分析，文件更为突破性的地方在于明确相关费用的计算和缴纳，即“绿电直连项目应缴纳输配电费、系统运行费用、政策性交叉补贴、政府性基金及附加等费用”，为后续存量垃圾焚烧发电项目直供负荷奠定基础。

一直以来，应收账款拖欠是影响垃圾焚烧发电企业现金流的核心因素。垃圾焚烧发电企业应收账款主要来源于国补、省补、垃圾处理费拖欠，严重拖累公司的现金流。若垃圾焚烧发电企业为 IDC 供电，在盈利提高的同时，企业现金流有望得到好转，降低减值风险，有望为企业带来价值重估，推荐**永兴股份、瀚蓝环境**，建议关注**军信股份、旺能环境**。

电力设备方向：绿电直供业务已明确直供线路由非电网企业建设，近期国家以及各地相关政策频出，更大概念上的源网荷储一体化项目进展有望加快，从而使得用户侧商业模式更加丰富，电力交易、虚拟电厂、微电网等方向值得关注。此外，类似业务模式主要还是为了提高绿电底层需求，有利于新能源设备行业长期稳定发展，海上风电作为沿海重要的新能源资源发展有望提速。推荐**金风科技（H）、国能日新、东方电缆**，建议关注**朗新集团、特锐德、四方股份、东方电子**等。

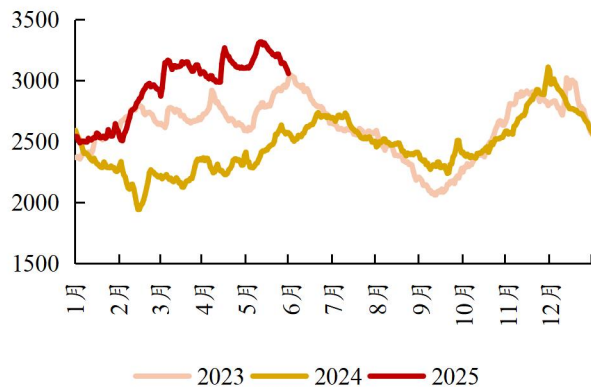
2. 定期数据更新

图表 2：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



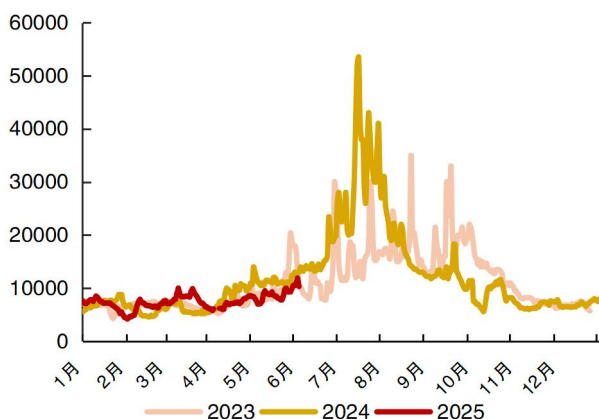
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：环渤海港煤炭库存（万吨）



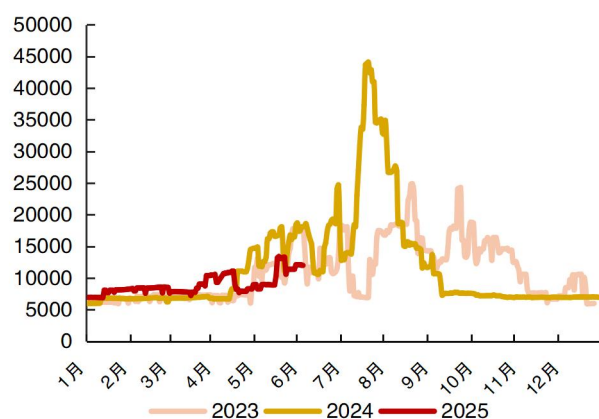
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：三峡入库流量(立方米/秒)



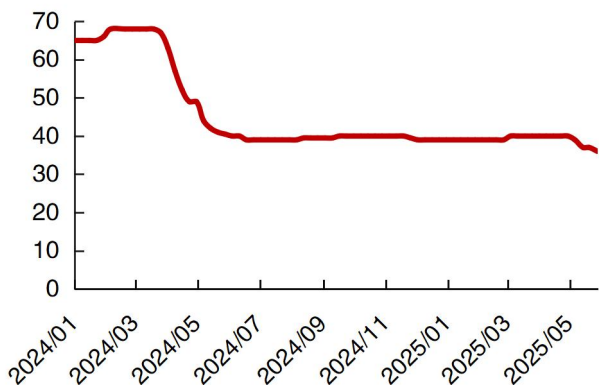
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：三峡出库流量(立方米/秒)



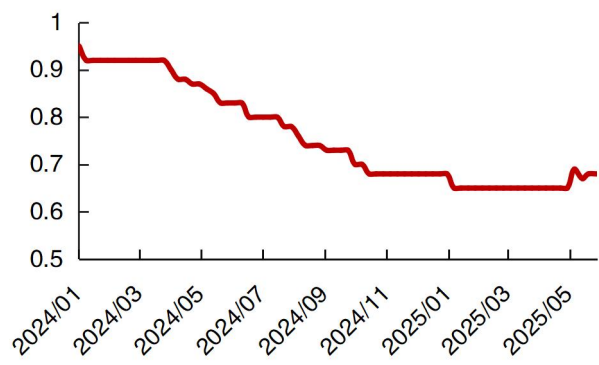
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：多晶硅致密料价格（元/kg）



资料来源：infolink，华源证券研究所

图表 7：双面双玻组件(元/W)



资料来源：infolink，华源证券研究所

注：2025 年 5 月 7 日起改为 topcon 型组件价格

图表 8：现货市场周度数据 2025/5/19-2025/5/25（元/兆瓦时，下图虚线为燃煤发电基准价）



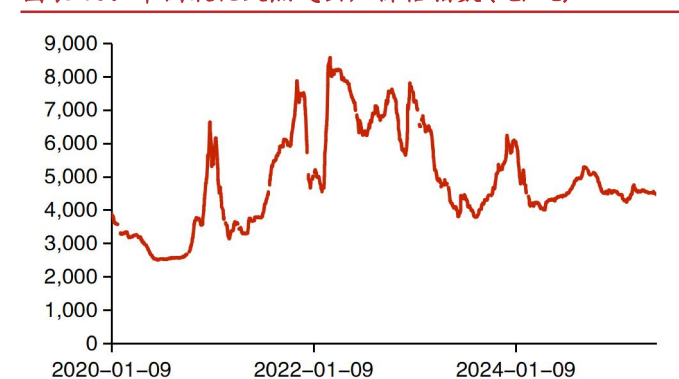
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 9：新能源现货市场周度数据 2025/5/19-2025/5/25（元/兆瓦时）

价区	周均价	光伏均价	光伏同比	光伏环比	风电均价	风电同比	风电环比	年均价	光伏年均价	风电年均价	燃煤发电基准价
山西	360.99	124.94	-55.81%	74.18%	305.64	-20.32%	22.65%	268.29	83.93	221.13	332.00
山东	295.67	64.53	-70.31%	149.83%	325.61	-4.68%	20.42%	247.88	60.06	254.50	394.90
甘肃	252.06	135.77	108.38%	-33.57%	252.75	139.35%	-6.87%	295.92	116.94	269.39	307.80
蒙西	280.11	164.83	-64.72%	237.64%	200.77	-57.28%	52.48%	266.08	103.28	180.97	282.90
湖北	374.06	267.64		12.10%	356.06		8.25%	328.08	190.03	322.56	416.10
浙江	312.08	285.55		78.38%	295.66		6.40%	298.70	220.55	295.77	415.30
安徽	355.43	244.72		26.99%	358.51		5.51%	276.17	160.11	283.32	384.40
陕西	279.61	133.42		35851.00%	182.18		5.56%	254.90	101.02	237.46	354.50

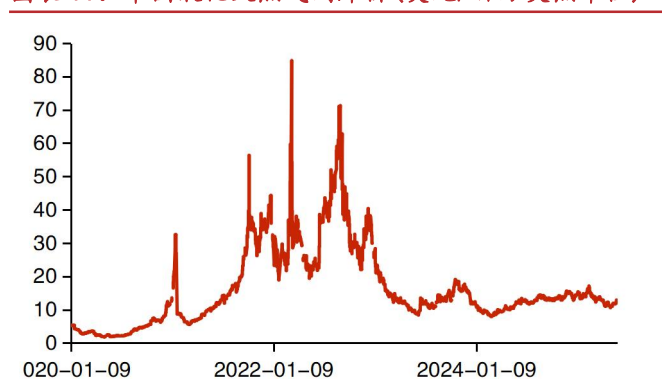
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 10：中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)



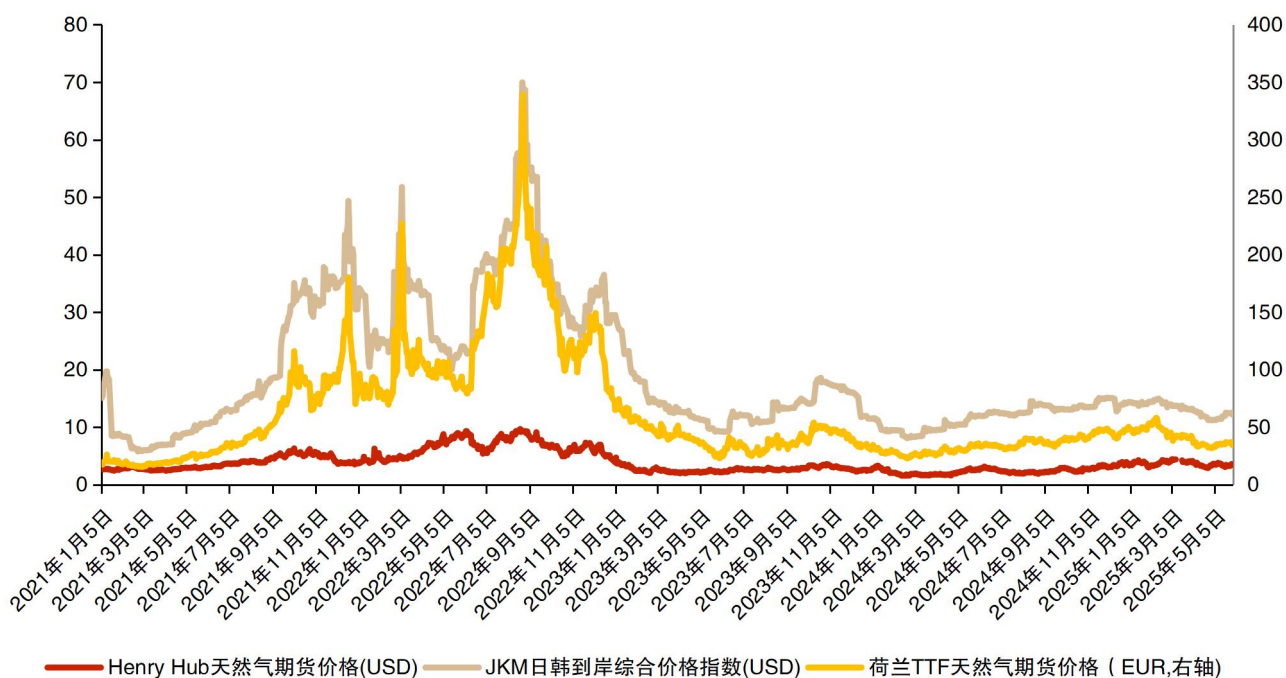
资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。

图表 11：中国液化天然气到岸价(美元/百万英热单位)



资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。

图表 12：全球主要市场 LNG 价格指数



资料来源：investing，华源证券研究所。注：周度更新。

3. 重点公司估值表

图表 13：电力重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价	EPS			PE			PB (If)
				2025/5/30	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
火电转型	600011.SH	华能国际	增持	7.23	0.70	0.75	0.80	10	10	9	1.8
	600027.SH	华电国际	买入	5.85	0.64	0.70	0.76	9	8	8	1.4
	601991.SH	大唐发电	增持	3.19	0.35	0.36	0.37	9	9	9	1.8
	2380.HK	中国电力	买入	2.96	0.31	0.34	0.37	10	9	8	0.7
	0836.HK	华润电力	买入	20.40	2.95	3.06	3.21	7	7	6	1.1
	600795.SH	国电电力	增持	4.57	0.38	0.43	0.44	12	11	10	1.4
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.65	0.34	0.39	0.38	14	12	-	0.9
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.04	0.38	0.40	0.41	11	10	10	1.5
	000539.SZ	粤电力 A	-	5.20	0.14	0.21	0.28	36	25	18	1.2
	000543.SZ	皖能电力	买入	7.38	0.97	1.07	1.14	8	7	6	1.0
	600483.SH	福能股份	买入	9.81	0.99	1.01	1.08	10	10	9	1.0
	600021.SH	上海电力	买入	8.85	0.87	0.96	1.09	10	9	8	1.3
	600578.SH	京能电力	-	4.36	0.61	0.67	0.76	7	7	6	1.3
	000600.SZ	建投能源	-	6.79	0.50	0.58	0.62	14	12	11	1.1
	600098.SH	广州发展	-	6.59	0.54	0.61	0.68	12	11	10	0.9
	000690.SZ	宝新能源	-	4.30	0.42	0.59	0.63	10	7	7	0.8
	600642.SH	申能股份	买入	8.98	0.83	0.87	0.89	11	10	10	1.2
	600023.SH	浙能电力	-	5.35	0.51	0.56	0.58	10	10	9	1.0
新能源	0916.HK	龙源电力	买入	6.03	0.81	0.86	0.93	7	7	6	0.7
	0956.HK	新天绿色能源	买入	3.93	0.65	0.67	0.73	6	6	5	0.7
	1798.HK	大唐新能源	买入	2.09	0.35	0.37	0.38	6	6	6	0.8
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.20	-	-	-	-	-	-	0.8
	600905.SH	三峡能源	增持	4.29	0.25	0.27	0.29	17	16	15	1.4
	600163.SH	中闽能源	买入	5.33	0.39	0.44	0.48	14	12	11	1.4
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.52	0.28	0.34	0.43	13	10	8	1.3
	601778.SH	晶科科技	增持	2.61	0.15	0.17	0.18	17	16	14	0.6
	000862.SZ	银星能源	增持	5.49	0.17	0.19	0.21	32	29	26	1.2
	600310.SH	广西能源	买入	4.21	0.05	0.09	0.13	84	47	32	2.2
核电	601985.SH	中国核电	买入	9.58	0.49	0.51	0.55	20	19	17	1.7
	003816.SZ	中国广核	买入	3.67	0.21	0.22	0.24	17	17	15	1.5
水电	600900.SH	长江电力	买入	30.20	1.40	1.44	1.49	22	21	20	3.4
	600025.SH	华能水电	买入	10.07	0.49	0.50	0.52	21	20	19	3.0
	600886.SH	国投电力	买入	15.66	0.89	0.94	0.96	18	17	16	1.9
	600674.SH	川投能源	买入	16.85	1.03	1.09	1.12	16	15	15	1.9
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.47	0.33	0.34	0.35	20	19	18	3.0
	002039.SZ	黔源电力	买入	15.89	0.97	1.06	1.11	16	15	14	1.7
综合能源服务	003035.SZ	南网能源	-	4.96	0.14	0.17	0.19	35	30	25	2.8

600116.SH	三峡水利	-	6.85	0.28	0.33	0.36	24	21	19	1.2
600509.SH	天富能源	买入	6.38	0.45	0.51	0.60	14	12	11	1.1

资料来源：wind，华源证券研究所。注：（1）华润电力采用港币，其他公司采用人民币。人民币/港币汇率取值为 1.08；（2）所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期。

图表 14：环保重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价	EPS			PE			PB (If)
				2025/5/30	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
水务	0855.HK	中国水务		6.11	0.90	0.85	0.88	7	7	7	0.7
	0371.HK	北控水务集团		2.39	0.16	0.17	0.18	15	14	14	0.9
	0270.HK	粤海投资		6.38	0.66	0.68	0.70	10	9	9	1.0
	000598.SZ	兴蓉环境		7.31	0.74	0.81	0.88	10	9	8	1.2
	601158.SH	重庆水务		4.81	0.18	0.18	0.19	27	26	25	1.4
	600461.SH	洪城环境		9.57	0.98	1.03	1.08	10	9	9	1.3
固废	0257.HK	光大环境	买入	3.89	0.57	0.60	0.64	7	6	6	0.5
	301109.SZ	军信股份		20.78	1.33	1.43	1.53	16	15	14	1.5
	601330.SH	绿色动力		7.38	0.49	0.52	0.55	15	14	13	1.3
	600323.SH	瀚蓝环境		24.86	2.17	2.33	2.44	11	11	10	1.5
	000885.SZ	城发环境		14.07	1.88	1.99	2.11	7	7	7	1.0
	002034.SZ	旺能环境		17.41	1.53	1.64	1.76	11	11	10	1.1
	601827.SH	三峰环境		8.58	0.75	0.80	0.85	11	11	10	1.2
	603568.SH	伟明环保		19.50	1.90	2.24	2.53	10	9	8	2.4
	603588.SH	高能环境		5.66	0.43	0.51	0.61	13	11	9	0.9
	000035.SZ	中国天楹		4.36	0.12	0.13	—	37	33		1.0
	601033.SH	永兴股份	买入	16.85	1.02	1.14	1.26	17	15	13	1.5
	301175.SZ	中科环保	增持	5.21	0.27	0.33	0.38	19	16	14	2.2
601200.SH	上海环境		8.02	0.45	0.47	0.49	18	17	16	1.0	
环保设备	603686.SH	福龙马		17.80	0.43	0.49	0.56	41	36	32	2.2
	688480.SH	赛恩斯		33.99	2.05	2.51	3.04	17	14	11	3.0
碳减排	603822.SH	嘉澳环保		48.85	3.18	4.66	—	15	10		6.6
	688196.SH	卓越新能		41.99	3.20	4.55	5.70	13	9	7	1.8
	000803.SZ	山高环能		5.70	0.24	0.32	0.38	24	18	15	1.8

资料来源：wind，华源证券研究所。注：1）光大环境、粤海投资、中国水务以港元为单位；其余均以元为单位。人民币/港币汇率取值为 1.08。2）所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

图表 15：燃气重点公司估值表（元，元/股）

代码	简称	评级	收盘价		EPS			PE			PB
			2025/5/30	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
0003.HK	香港中华煤气		6.90	0.34	0.36	0.36	20	19	19	2.24	
0384.HK	中国燃气		7.16	0.70	0.78	0.86	10	9	8	0.68	
1083.HK	港华智慧能源		3.59	0.49	0.52	0.55	7	7	7	0.53	

2688.HK	新奥能源		62.70	6.90	7.44	7.74	9	8	8	1.46
0135.HK	昆仑能源		7.85	0.83	0.89	0.95	9	9	8	0.97
1193.HK	华润燃气	买入	20.90	2.04	2.38	2.67	10	9	8	1.17
603689.SH	皖天然气	买入	8.35	0.75	0.86	0.95	11	10	9	1.29
601139.SH	深圳燃气	买入	6.42	0.54	0.60	0.71	12	11	9	1.19
605368.SH	蓝天燃气		9.95	0.82	0.84	0.86	12	12	12	2.10
002911.SZ	佛燃能源		10.26	0.81	0.88	0.96	13	12	11	3.14
600803.SH	新奥股份		18.96	1.85	2.09	2.35	10	9	8	2.38
603393.SH	新天然气		29.70	3.69	4.14	4.79	8	7	6	1.48
600256.SH	广汇能源		5.93	0.62	0.71	0.75	9	8	8	1.42
605090.SH	九丰能源		27.23	2.87	3.30	3.70	9	8	7	1.82

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 港股收盘价及 eps 均以港元为单位; A 股收盘价及 eps 均以元为单位。所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期。

图表 16: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)

板块	代码	简称	评级	收盘价	EPS			PE			PB (lf)
				2025/5/30	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
电力信息化	600131.SH	国网信通		18.05	0.83	0.98	1.12	22	18	16	3.2
	000682.SZ	东方电子		9.22	0.63	0.76	0.91	15	12	10	2.4
	002322.SZ	理工能科	买入	12.05	0.93	1.12	1.26	13	11	10	1.6
	300682.SZ	朗新集团		17.18	0.43	0.55	0.68	40	31	25	2.7
	301162.SZ	国能日新	买入	47.07	1.43	1.74	2.47	33	27	19	5.0
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	15.96	1.28	1.53	1.69	12	10	9	1.2
	601727.SH	上海电气		7.44	0.09	0.17	0.21	85	43	36	2.2
	1133.HK	哈尔滨电气		5.23	-	-	-				0.7
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	21.27	1.45	1.76	2.09	15	12	10	1.9
	600406.SH	国电南瑞		22.19	1.05	1.18	1.30	21	19	17	3.6
	002028.SZ	思源电气		72.03	3.35	4.16	5.10	21	17	14	4.4
	600312.SH	平高电气		15.35	1.06	1.26	1.40	14	12	11	1.9
	601179.SH	中国西电		6.23	0.32	0.40	0.46	19	16	13	1.4
	002270.SZ	华明装备	买入	15.25	0.79	0.90	0.99	19	17	15	4.1
	688676.SH	金盘科技		31.10	1.73	2.26	2.82	18	14	11	3.3
	688190.SH	云路股份	买入	82.90	3.46	4.01	4.69	24	21	18	3.8
	301291.SZ	明阳电气		37.80	2.75	3.42	4.21	14	11	9	2.5
	300001.SZ	特锐德		22.16	1.17	1.54	1.99	19	14	11	3.1
氢能及储能	603556.SH	海兴电力		26.97	2.46	2.89	3.24	11	9	8	1.8
	688248.SH	南网科技		29.12	0.86	1.16	1.52	34	25	19	5.4
	688411.SH	海博思创		69.35	4.83	6.41	7.56	14	11	9	3.1
	600475.SH	华光环能	买入	10.48	0.77	0.89	0.94	14	12	11	1.1

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 1) 哈尔滨电气以港元为单位; 其余均以元为单位。2) 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

图表 17：风电设备重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价	EPS			PE			PB (lf)
				2025/5/30	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
风电整机	2208.HK	金风科技	买入	6.08	0.61	0.79	0.92	10	8	7	0.6
	002202.SZ	金风科技		9.25	0.65	0.81	0.91	14	11	10	1.1
	688349.SH	三一重能		23.48	1.81	2.21	2.53	13	11	9	2.1
	601615.SH	明阳智能		10.05	0.94	1.22	1.53	11	8	7	0.9
	300772.SZ	运达股份		10.57	0.91	1.22	1.46	12	9	7	1.3
海缆	603606.SH	东方电缆	买入	47.71	2.46	3.02	3.93	19	16	12	4.7
	600522.SH	中天科技		13.31	1.09	1.28	1.45	12	10	9	1.3
	600487.SH	亨通光电		15.00	1.34	1.57	1.81	11	10	8	1.3
	600973.SH	宝胜股份		4.91	0.07	0.09	-	73	52	-	1.9
管桩	002531.SZ	天顺风能		6.62	0.41	0.59	0.76	16	11	9	1.3
	300129.SZ	泰胜风能		6.88	0.36	0.48	0.60	19	14	11	1.4
	002487.SZ	大金重工		27.40	1.40	1.91	2.45	20	14	11	2.3
	301155.SZ	海力风电		63.16	3.28	4.38	5.45	19	14	12	2.5
叶片	002080.SZ	中材科技		16.83	0.95	1.17	1.38	18	14	12	1.5
	600458.SH	时代新材		11.44	0.85	1.07	-	13	11	-	1.5
其他零部件	300443.SZ	金雷股份		18.93	1.31	1.75	2.11	14	11	9	1.0
	603218.SH	日月股份		11.64	0.78	0.89	0.99	15	13	12	1.2
	688186.SH	广大特材		25.81	1.40	1.77	2.23	18	15	12	1.7
	300850.SZ	新强联		31.10	1.25	1.56	1.90	25	20	16	2.1

资料来源：wind，华源证券研究所。注：1）金风科技（H）以港元为单位；其余均以元为单位。2）所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为wind机构一致预期

4. 风险提示

- 1）政策推进不及预期
- 2）电力设备竞争加剧
- 3）外部因素影响海风进度

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。