

2025 年 05 月 12 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

邹佩轩

SAC: S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

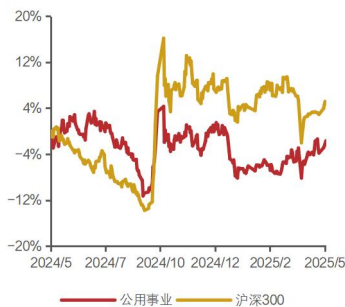
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



杠铃策略延续 建议增配公用事业板块

——大能源行业 2025 年第 19 周周报（20250511）

投资要点：

- **A 股财报画像的推演：杠铃策略延续**
- 从 2024 年年报来看，A 股市场强预期、弱现实背景并未改变，从 2021 年下半年开始（也正是沪深 300 阶段性见顶回落的时间点），A 股市场预期与现实的落差即开始加剧，最近两年愈发突出。回顾历年所在时点对当年归母净利润的 wind 一致预期全 A 样本加总数据，年初高开与逐季下修形成鲜明反差，而最终业绩又低于已然下修后的预期。
- 2024 年 A 股实际归母净利润达到年初预期的 79%，较 2023 年的 77%略有好转，但是仍处于历史低位。换言之，对于个股而言，只要最终业绩达到年初预期的八成就算超预期了。我们认为这是近年来红利资产持续上涨的根本原因，业绩稳定性权重胜过业绩向上弹性。
- 从金融学理论看红利行情的本质：对宏观经济本身无谓多空，而是对波动性的重新定价，从而享受了折现率收窄的利好，而折现率下降不完全来自于无风险利率下降。红利资产由于特殊的商业模式或产业链地位，业绩与宏观经济的相关程度较低，很大程度上免疫了市场整体风险溢价的扩张，从而充分受益于无风险利率收窄以及机会成本下降。
- 结合 2024 年年报与 2025 年一季报勾勒出的全 A 样本画像来看，尤其是资产负债表相关指标体现出的压力来看，我们认为预期与现实可能仍存在裂缝。但是从具体个股来看，极少部分优质公司关键指标仍能实现逆势增长，或为 A 股市场未来一点时间的焦点。但是从更大的胜率来看，空间叙事虽然更能吸引市场注意力，但是稳定性叙事或更能“简单”地跑赢市场。因此，在上述背景下，我们分析未来相当长一段时间内，A 股市场仍然是杠铃策略占优，建议增配仍然持续低配的水电等公用事业板块。
- **电力：区域火电公司业绩兑现度高 136 号文利好存量绿电资产**
- **火电：区域公司业绩兑现度高 看好二季度煤价弹性释放。**从业绩兑现角度看，1）主流火电运营商业绩兑现度持续提升，或反映其经营质量持续提升。2）区域性火电公司业绩可预测性高于全国性火电，或反映我国多省不同区域经营要素的差别，单个省份的研究跟踪难度低于全国。根据鄂尔多斯煤炭网，当前煤炭库存仍然相对充裕，预计在用煤旺季到来前（5 月下旬），煤价或将持续下跌。叠加电厂煤炭库存周期，预计 3-5 月采购的低价煤将在二季度释放利润。
- **绿电：136 号文利好存量资产 看好风电运营商长期价值。**山东省发布全国首份省级 136 号文配套细则，样板意义非凡，整体而言，山东省的细则为存量新能源提供了强有力的保障。1）明确存量项目机制电价为燃煤标杆电价（0.3949 元/千瓦时，含税），且不参与其他差价结算；2）2025 年增量项目竞价充足率不低于 125%，即申报电量中标机制电量不超过 80%。
- **投资分析意见：**站在当前时点，我们提供三条选股思路，1）国企改革下的资产整合，建议关注低资产证券化率的国家电投集团及旗下上市平台。2）在宏观干扰下，建议优选抗风险能力较强的水电资产，以及受益于煤价下降逻辑的低估值优质火电资产。3）尽管 136 号文主导下的新能源入市仍旧面临不确定性，但考虑到双碳战略为我国能源发展坚定不移的主线，建议优选低估值的优质风电运营商。**重点推荐：**1）水电：国投电力、长江电力、川投能源；2）风电：龙源电力（H）、新天绿色能源、大唐新能源、中广核新能源；3）火电：皖能电力、上海电力、华润电力、华电国际、申能股份。建议关注：远达环保、建投能源、华电国际（H）、华能国际（H）、新天绿能。
- **风险提示：**电力体制改革低于预期，煤价下跌低于预期，电量电价存在波动风险。

内容目录

1. A股财报画像的推演：杠铃策略延续	5
2. 电力：区域火电公司业绩兑现度高 136号文利好存量绿电资产	10
2.1. 火电：区域公司业绩兑现度高 看好二季度煤价弹性释放	10
2.2. 绿电：136号文利好存量资产 看好风电运营商长期价值	11
3. 定期数据更新	13
4. 重点公司估值表	16
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 历年全体 A 股 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况 (逐季对当年利润的预测, 亿元)	5
图表 2: 全 A 样本 (应收款项周转率对数与毛利率) 中位数历史走势情况 (年度数据) 6	
图表 3: 全 A 样本 (应收款项周转率对数与毛利率) 中位数历史走势情况 (一季度数据)	6
图表 4: 全 A 样本 (固定+无形资产周转率对数) 中位数历史走势情况 (年度数据)	7
图表 5: 全 A 样本 (固定+无形资产周转率对数) 中位数历史走势情况 (一季度数据) 7	
图表 6: 大部分行业的供需曲线 (规模优势)	8
图表 7: 电力行业的供需曲线 (资源禀赋决定)	8
图表 8: 长江电力历年 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况 (亿元)	8
图表 9: 华能水电历年 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况 (亿元)	9
图表 10: 皖能电力历年 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况 (亿元)	9
图表 11: 2023 年初至今秦皇岛 5500 大卡动力末煤平仓价 (元/吨)	10
图表 12: 龙源电力 (H) 历年 PB (MRQ) Band	12
图表 13: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)	13
图表 14: 北方 8 港库存 (万吨)	13
图表 15: 三峡入库流量 (立方米/秒)	14
图表 16: 三峡出库流量 (立方米/秒)	14
图表 17: 多晶硅致密料价格 (元/kg)	14
图表 18: 双面双玻组件 (元/W)	14
图表 19: 现货市场周度数据 2025/4/28-2025/5/4 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基准价)	15
图表 20: 新能源现货市场周度数据 2025/4/28-2025/5/4 (元/兆瓦时)	15
图表 21: 中国液化天然气出厂价格指数 (元/吨)	15
图表 22: 中国液化天然气到岸价 (美元/百万英热单位)	15
图表 23: 全球主要市场 LNG 价格指数	16
图表 24: 电力重点公司估值表 (元, 元/股)	16
图表 25: 重点环保公司估值表 (元, 元/股)	17
图表 26: 燃气重点公司估值表 (元, 元/股)	18

图表 27: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)	18
-----------------------------------	----

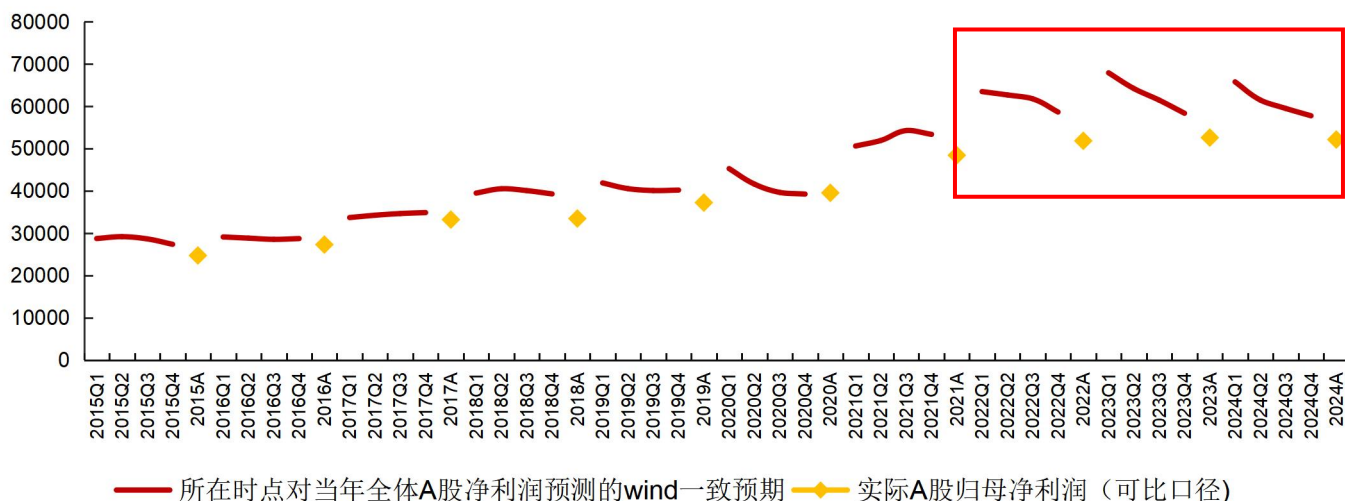
图表 28: 风电设备重点公司估值表 (元, 元/股)	19
-----------------------------------	----

1. A 股财报画像的推演：杠铃策略延续

从 2024 年年报来看，A 股市场强预期、弱现实背景并未改变，从 2021 年下半年开始（也正是沪深 300 阶段性见顶回落的时间点），A 股市场预期与现实的落差即开始加剧，最近两年愈发突出。回顾历年所在时点对当年归母净利润的 wind 一致预期全 A 样本加总数据，年初高开与逐季下修形成鲜明反差，而最终业绩又低于已然下修后的预期。

2024 年 A 股实际归母净利润达到年初预期的 79%，较 2023 年的 77% 略有好转，但是仍处于历史低位。换言之，对于个股而言，只要最终业绩达到年初预期的八成就算超预期了。我们认为这是近年来红利资产持续上涨的根本原因，业绩稳定性权重胜过业绩向上弹性。

图表 1：历年全体 A 股 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况（逐季对当年利润的预测，亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

不仅如此，在一些反映底层竞争力的指标中，全 A 样本中位数仍有待企稳。

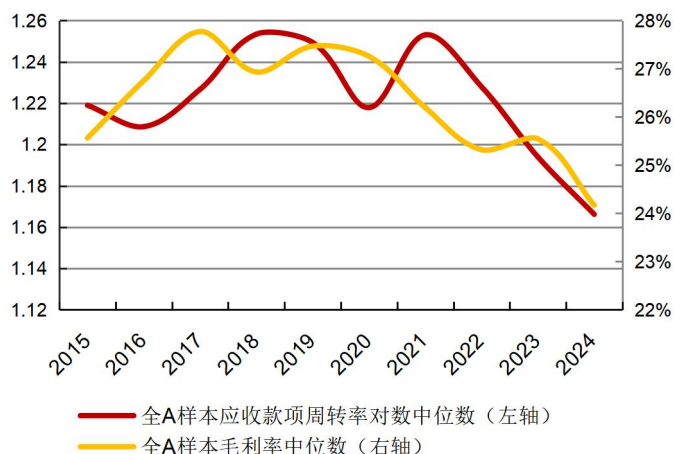
资产负债表是三张报表的真正核心。利润表和现金流量表都是某个时间段的流量表，而资产负债表是唯一的存量表，利润表的“结论”净利润要结转到资产负债表的未分配利润上，现金流量表的“结论”要结转到货币资金余额上。因此，某种程度上，可以认为利润表是资产负债表中未分配利润净增加值的展开，现金流量表是货币资金净增加值的展开，两者甚至和固定资产明细表、应收账款明细表是平级关系，因此应该给予周转率指标更高的权重。

应收账款周转率=营业收入/应收账款，通常大于 1，因此如果通过虚增应收账款来虚增营业收入，分子分母同时增加相同的值，应收账款周转率大概率下降。应收账款周转率下降意味着企业在产业链上的竞争力减弱。

但是营业成本很难随营业收入等比例虚增（折旧源于历史成本，员工工资需要和社保数据对应），如果通过虚增应收账款来虚增营业收入，毛利率可能上升，意味着企业议价权提高，与应收账款周转率指向不一致。

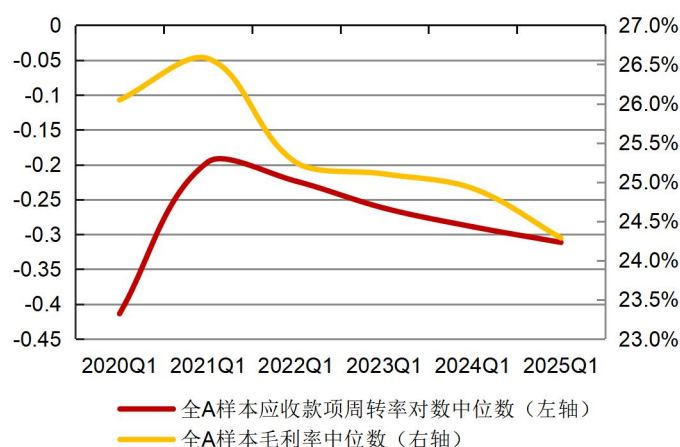
因此，检验应收账款周转率和毛利率走势一致性，是重要的报表质量验证方法。从全 A 样本中位数走势来看，应收款项周转率对数与毛利率趋势整体趋同，说明 A 股市场整体报表逻辑一致性具备保障，但是该指标从 2021 年开始持续下滑，最新数据仍有待企稳。

图表 2：全 A 样本（应收款项周转率对数与毛利率）中位数历史走势情况（年度数据）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：全 A 样本（应收款项周转率对数与毛利率）中位数历史走势情况（一季度数据）



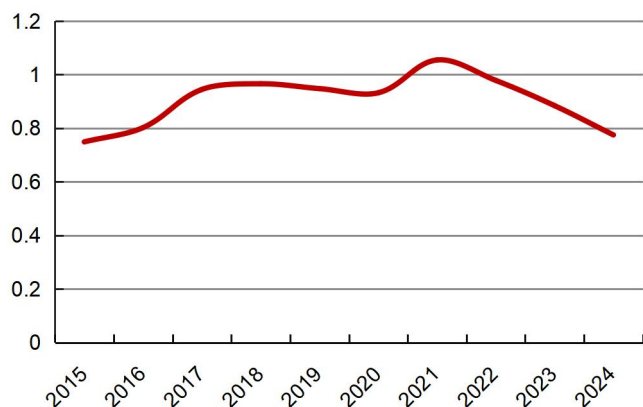
资料来源：wind，华源证券研究所

营业收入/（固定资产+无形资产）表征公司的再投资质量。影响因素包括单位产能造价、产能利用率、产品单价，一方面反映再投资质量，同时可以反映跑冒滴漏程度。

如果上市公司采用了完整的“三步循环法”财务舞弊，一般会将虚增的利润（或者跑冒滴漏）变成了固定资产、无形资产等长期资产，再通过未来折旧或者减值消化，由于资产负债表是累积式的，周转率指标会发生趋势性下降。

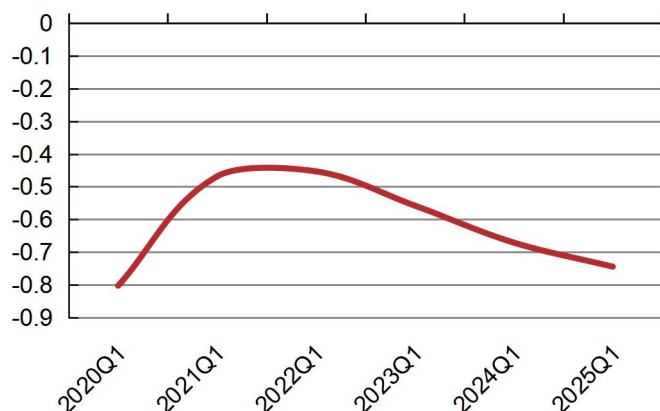
无论是哪种情况，固定资产+无形资产周转率下降，尤其是单个公司在全 A 样本中的分位数下降，都代表存量资产以及再投资质量下降，是重大的负面指标；反之则意味着资产利用效率、产业竞争力实打实改善。从全 A 样本中位数走势来看，该指标从 2021 年开始持续下滑，最新数据仍有待企稳。

图表4：全A样本（固定+无形资产周转率对数）中位数历史走势情况（年度数据）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表5：全A样本（固定+无形资产周转率对数）中位数历史走势情况（一季度数据）



资料来源：wind，华源证券研究所

从金融学理论看红利行情的本质：对宏观经济本身无谓多空，而是对波动性的重新定价，从而享受了折现率收窄的利好，而折现率下降不完全来自于无风险利率下降。

威廉夏普的 CAPM 模型给出了个股折现率的定量表达，在均衡状态下，个股折现率由无风险利率 r_f 、市场平均预期回报 r_M 、市场波动率 σ_M^2 以及个股基本面与宏观经济的协方差 $\sigma_{i,M}$ 共同决定。不同资产的折现率不同，归根结底是基本面与宏观经济的协方差 $\sigma_{i,M}$ 不同。

$$r_i = r_f + \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} \cdot (r_M - r_f)$$

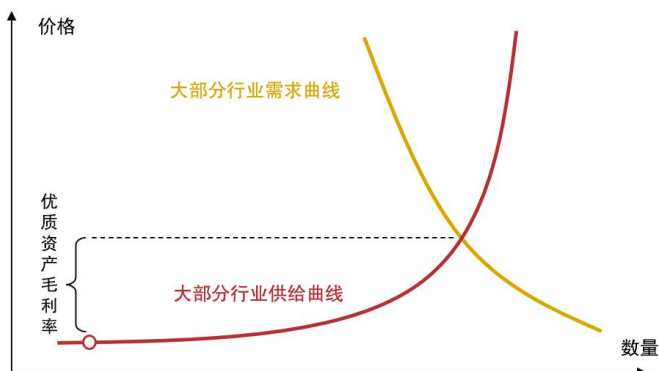
红利资产由于特殊的商业模式或产业链地位，业绩与宏观经济的相关程度较低，很大程度上免疫了市场整体风险溢价的扩张，从而充分受益于无风险利率收窄以及机会成本下降。因此，红利资产上涨的本质是对波动性的重新定价，即低协方差属性的重估，而非高股息。恰恰相反，股息率高的公司往往隐含业绩不稳定（高协方差）的预期，单纯按照股息率筛选出的标的，股价走势并不理想。

以水电为例，其低协方差属性并非是简单的“护城河”概念，超强稳定性还要归功于电力行业特殊的行业成本曲线。

行业成本曲线陡峭是低成本公司获得超额收益的必要条件，但是对于大部分行业，规模优势导致了低成本供给是多数，高成本供给是少数，即行业成本曲线向上弯曲（二阶导为正），一方面少数很难为多数提供支撑，另一方面出清价格受需求曲线的位置影响极大。

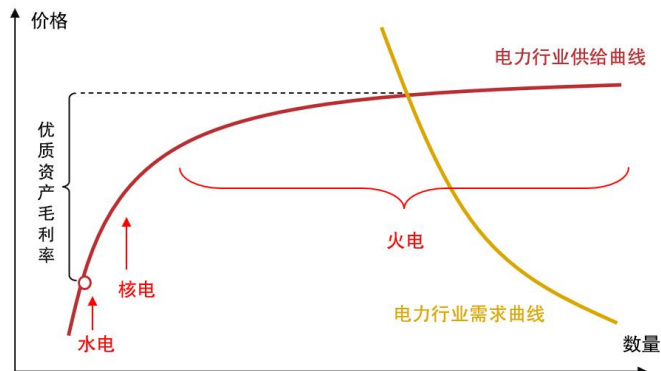
电力行业则不然，决定成本高低的更多是电源类型本身的发电原理，由此导致了多数高成本供给（火电）与少数低成本供给（水电）的组合，行业成本曲线单调递增但向下弯曲（二阶导为负），使得行业需求量以及出清价格，对水电的发电量和毛利率影响都很小。

图表 6：大部分行业的供需曲线（规模优势）



资料来源：华源证券研究所

图表 7：电力行业的供需曲线（资源禀赋决定）

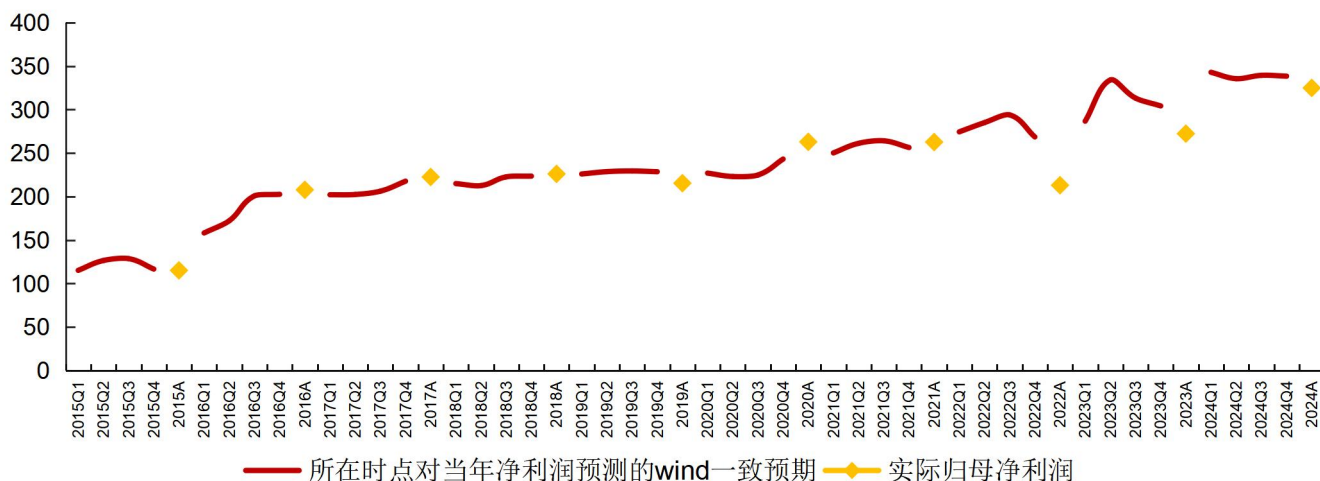


资料来源：wind，华源证券研究所

从 DCF 模型来看，“超预期”包括分子端业绩超预期增长或分母端风险超预期下降，对于水电，股价上涨大部分时候都来自风险的超预期下降。长江电力溪向电站注入后，上下游电站“四库联调”大幅提升了业绩的可预测性，我们认为这是估值提升的核心原因

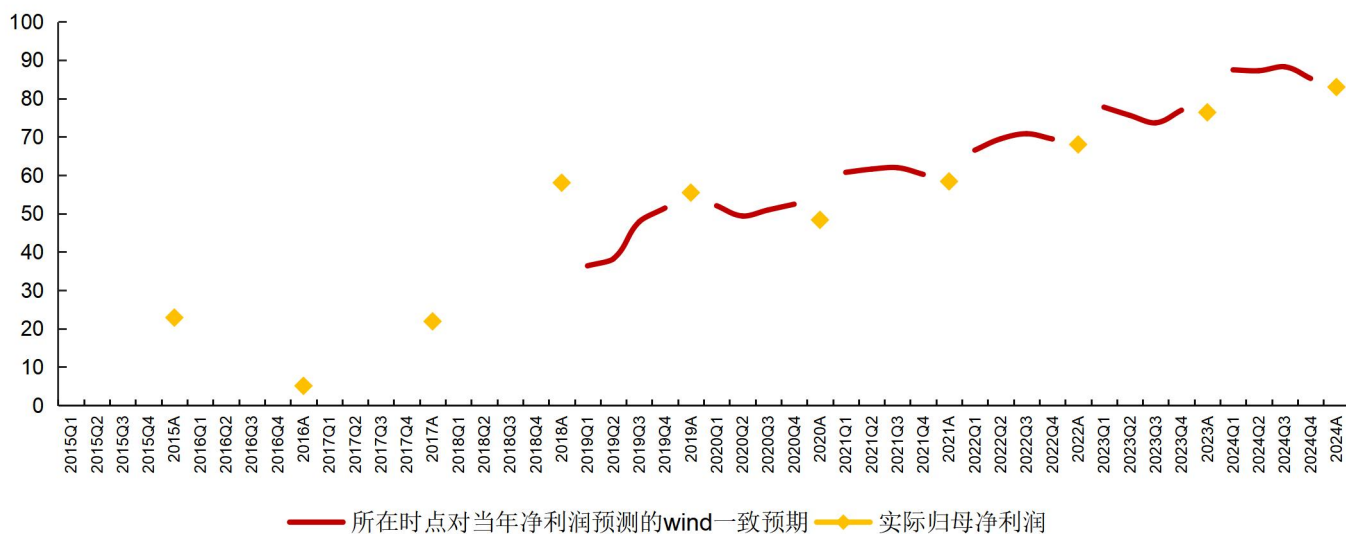
长江电力、华能水电盈利预测准确性极高。其中，长江电力 2022、2023 两年低于预期主要系长江流域来水严重偏枯，而当时又恰逢新电站投产，来水偏枯导致新电站蓄水不足，系特殊原因，不影响长期价值，因此市场对业绩低于预期反应较小。

图表 8：长江电力历年 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：华能水电历年 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况（亿元）

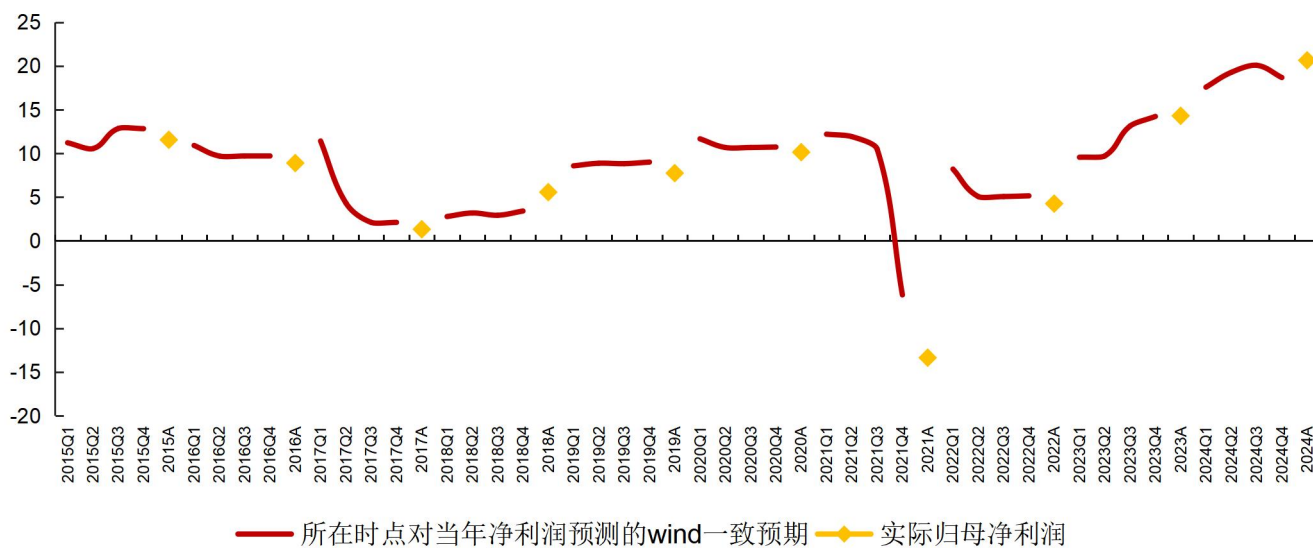


资料来源：Wind，华源证券研究所

与水电相比，火电盈利能力受煤价、电价、利用小时数等多重因素影响，叠加双碳背景下，上大压小以及提前退役带来的频繁减值，火电盈利预测准确性一般，业绩兑现度不高。但是部分资产质地较好、供需格局趋紧的区域性公司，仍能实现较高的业绩兑现度。

以皖能电力为例，2023 年以来盈利预测逐级上修，且最终业绩高于预期，与全国性龙头形成鲜明对比，股价也因此获得较大超额收益。

图表 10：皖能电力历年 wind 一致预期盈利预测以及当年实际业绩情况（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资策略：结合 2024 年年报与 2025 年一季报勾勒出的全 A 样本画像来看，尤其是资产负债表相关指标体现出的压力来看，我们认为预期与现实可能仍存在裂缝。但是从具体个股

来看，极少部分优质公司关键指标仍能实现逆势增长，或为 A 股市场未来一段时间的焦点。但是从更大的胜率来看，空间叙事虽然更能吸引市场注意力，但是稳定性叙事或更能“简单”地跑赢市场。因此，在上述背景下，我们分析未来相当长一段时间内，A 股市场仍然是杠铃策略占优，建议增配仍然持续低配的水电等公用事业板块。

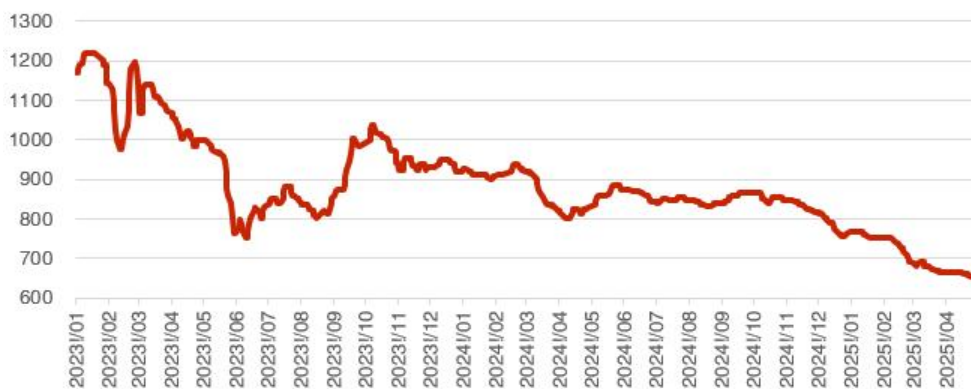
2. 电力：区域火电公司业绩兑现度高 136 号文利好存量绿电资产

2.1. 火电：区域公司业绩兑现度高 看好二季度煤价弹性释放

2024 年及 2025 年一季度，受益于煤价下行，火电运营商度电利润持续修复，各项经营数据、财务指标持续改善。但在一年一度的电价大考中，区域间电价与盈利修复情况再次分化。展望未来，上半年仍然建议关注煤价趋势与区域用电量形势。在宏观干扰下，或许给火电行业带来更多的不确定性与机遇。我们在第十八周周报《大能源行业 2024 年报及 2025 一季报回顾》中进行了详细分析，在此不再赘述。

从业绩改善程度看，北方机组盈利改善更大，代表性火电为大唐发电、建投能源与京能电力，我们分析，一方面系 2023 年/2024 年一季度业绩低基数影响，另一方面与煤价持续下跌并跌破长协价有关。北方煤电机组临近煤源，尤其是内蒙古、山西、陕西等地，煤电机组与当地或周边煤炭企业签署点对点长协，由于距离更近，其到厂煤价低于港口现货煤 770 元/吨的长协价上限。

图表 11：2023 年初至今秦皇岛 5500 大卡动力末煤平仓价（元/吨）



季度均值	q1	q2	q3	q4	年度均值
2023	1129	914	866	958	967
2024	902	848	848	825	856
2025	721				
2023~2024变动	-227	-66	-18	-133	-111
2024~2025变动	-181				

资料来源：Wind，华源证券研究所

故此,在 2023-2024 年秦皇岛港口 5500 大卡动力末煤价格维持在 770 元/吨以上的期间,北方煤电机组到厂煤价的弹性不及东南沿海城市煤电机组。而 2024 年 12 月下旬,秦皇岛港口 5500 大卡动力末煤价格跌破 770 元/吨,并在去年 12 月底至今年 5 月,价格持续下跌到目前的 630 元/吨。使得电厂在 2024 年底与 2025 年初于煤企谈长协煤合约的时候更具议价权(当然这背后都是煤炭阶段性供大于求的表现)。

从煤价弹性看,由于北方煤电机组到厂煤价绝对值低于东南沿海机组,单位煤价下降绝对值带来的煤价下降幅度上,北方更具弹性。同时,由于过去几年高煤价阶段以及 2024 年北方煤电机组盈利并不充裕,2025 年北方区域电价维持较高水平,电价韧性有望带来 2025 年火电盈利能力大幅改善。

展望二季度,根据鄂尔多斯煤炭网,当前煤炭库存仍然相对充裕,预计在用煤旺季到来前(5 月下旬),煤价或将持续下跌。叠加电厂煤炭库存周期,预计 3-5 月采购的低价煤将在二季度释放利润。

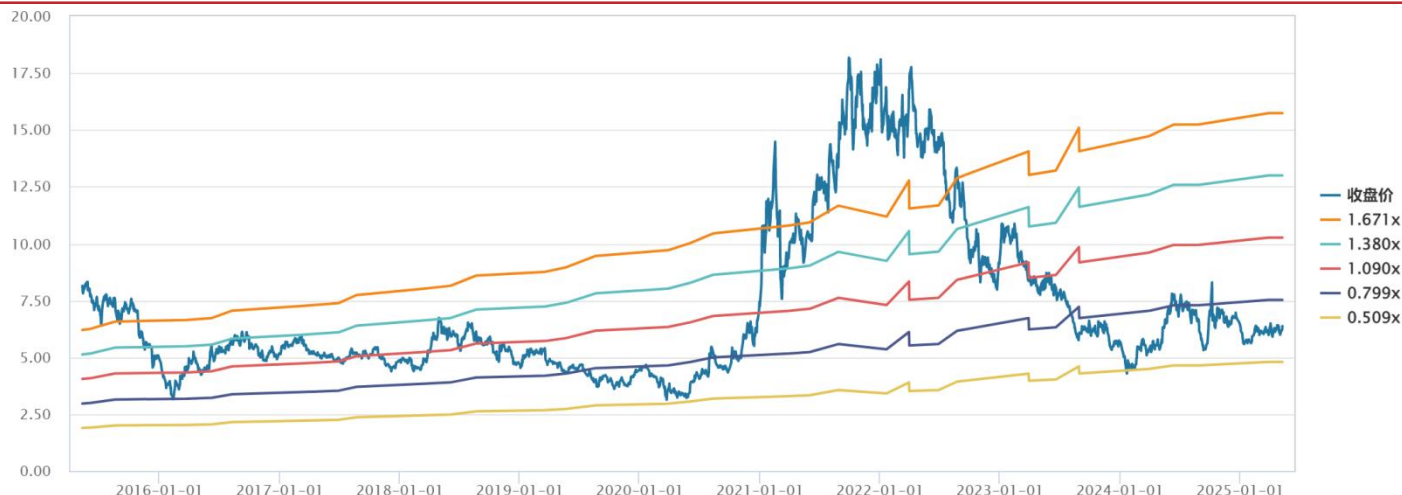
从业绩兑现度看,我们总结以下两点,1)主流火电运营商业绩兑现度持续提升,尤其是全国性火电(华能国际、大唐发电)业绩预测准确度,或可反映其经营质量持续提升;但从区域火电(皖能电力、建投能源)业绩可预测度看,仍呈现周期性,尤其是在经营业绩上行期,或持续超预期;2)区域性火电业绩可预测性高于全国性火电龙头,或反映我国多省不同区域经营要素的差别,单个省份的研究跟踪难度低于全国。

2.2. 绿电：136 号文利好存量资产 看好风电运营商长期价值

在经历波澜壮阔得 2020-2021 年双碳行情后,受新增装机超预期、特高压及电网建设不及预期、电价机制建设仍有完备空间等影响,以龙源电力(H)为代表性的新能源运营商标的自 2022 年初起进入持续低迷期。我们在第十八周周报《大能源行业 2024 年报及 2025 一季报回顾》中分析,2024 年及 2025 年一季度,新能源运营商经营业绩一方面受到风况不佳影响,另一方面仍然承担弃电与入市后电价下滑的压力。

诚然,当前新能源仍然面临入市带来的电价下滑压力以及补贴拖欠带来的现金流压力。但我们认为 136 号文进一步明确发挥新能源的“市场力”,或许短期在电力供给局部过剩、新能源上网电价机制有待完善的过程中,新能源电价迎来短期阵痛。但在“有涨有跌”的市场中,也正是优胜劣汰后,“可持续发展”的回报率要求下,新能源运营商或更加理性对待。

图表 12：龙源电力（H）历年 PB（MRQ）Band



资料来源：Wind，华源证券研究所

山东省发布全国首份省级 136 号文配套细则，样板意义非凡。5 月 7 日，山东省发改委引发《山东省新能源上网电价市场化改革实施方案（征求意见稿）》（下称《方案》）及《新能源机制电价竞价实施细则（征求意见稿）》。为今年 2 月国家发改委、国家能源局联合发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》（简称 136 号文）后的首个地方性细则，作为全国首份文件，其代表性、样板性意义重大，由于篇幅限制，我们在此简要分析，将会在后续报告中进行详细要点分析。**整体而言，山东省的细则为存量新能源提供了强有力的保障。**

要点一：明确存量项目机制电价为燃煤标杆电价，且不参与其他差价结算

136 号文明确新能源入市需要新老划断，并以 2025 年 5 月 31 日为节点，虽然 136 号文明确存量项目按照现有机制（老办法）上网，但各省如何制定细则，仍然是市场的担忧点。

从电价角度看，山东省对于存量项目的保护力度较强。山东省方案中明确，2025 年 5 月 31 日之前投产的存量新能源的机制电价统一为 0.3949 元/千瓦时（含税），即为当地燃煤标杆电价，此为 136 号文机制电价上限。并且现阶段，机制电量不再开展其他形式的差价结算。从电量角度看，方案明确存量项目单个项目机制电量上限参考外省新能源非市场化率，适度优化。虽然山东省新能源已经全电量入市，2024 年及之前投产的项目仍有 90% 的电量受到保护。预计机制电量比例将参考存量项目受保护比例。另外存量项目的机制电价执行期限按照全生命周期合理利用小时数剩余小时数执行。

要点二：2025 年增量项目竞价充足率不低于 125%，即中标率不高于 80%

山东省方案明确，增量项目的机制电价由竞价形成，与 136 号文表述一致；增量项目的机制电量与执行期限由省发改委等相关单位决定，其中 2025 年增量项目的机制电量的申报充足率不低于 125%，其中申报充足率=该类型竞价主体申报电量/该类型竞价电量总规模，即申报电量中标机制电量不超过 80%（=1/125%）。机制电量或许每年充足率不同，成为当地各类新能源电源发展的风向标。

值得注意的是，山东省虽为全国新能源大省，并且其现货市场已经转正，但其对于新能源上网的电价结算政策较为友好。虽然山东省的细则具备样板性，但各省细则还需参考各省真实电力供需、经济发展、新能源发展需求等情况制定。

我们在 2025 年年度策略报告中明确，在新能源内部，风电运营商具备更高的投资价值。从市场的角度考虑，风电在出力以及经营周期上均优于光伏，拥有更高的壁垒与更低的全社会综合成本，并且在市场化竞争中，光伏的最低回报率要求有望为风电回报率提供支撑。故此，我们看好市场化竞争下风电运营商的效益，并且在 136 号文对于存量项目的保护入市下，认为以风电发展为主的新能源运营商值得关注，尤其是港股低估值标的。

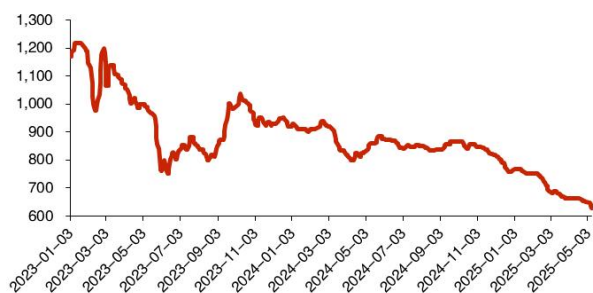
投资分析意见：站在当前时点，我们提供三条选股思路，1）国企改革下的资产整合，建议关注低资产证券化率的国家电投集团及旗下上市平台。2）在宏观干扰下，建议优选抗风险能力较强的水电资产，以及受益于煤价下降逻辑的低估值优质火电资产。3）尽管 136 号文主导下的新能源入市仍旧面临不确定性，但考虑到双碳战略为我国能源发展坚定不移的主线，建议优选低估值的优质风电运营商。

重点推荐：1）水电：国投电力、长江电力、川投能源；2）风电：龙源电力（H）、新天绿色能源、大唐新能源、中广核新能源；3）火电：皖能电力、上海电力、华润电力、华电国际、申能股份。

建议关注：远达环保、建投能源、华电国际（H）、华能国际（H）、新天绿能。

3. 定期数据更新

图表 13：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



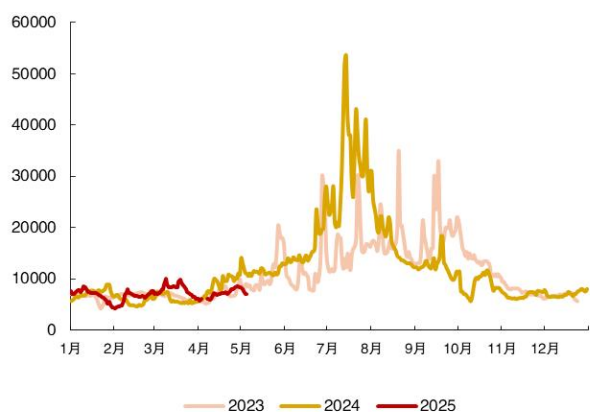
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 14：北方 8 港库存（万吨）



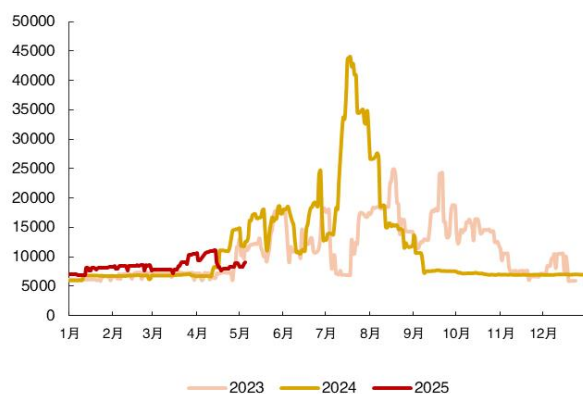
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15: 三峡入库流量(立方米/秒)



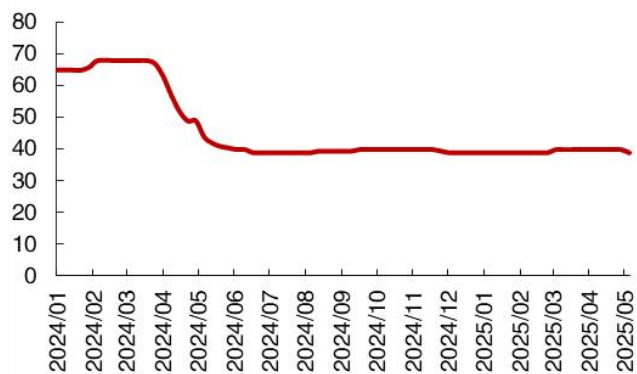
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 16: 三峡出库流量(立方米/秒)



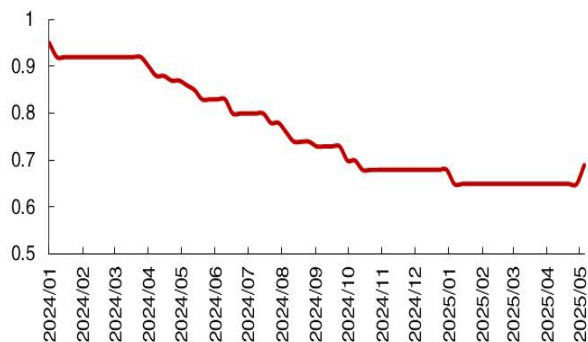
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 17: 多晶硅致密料价格(元/kg)



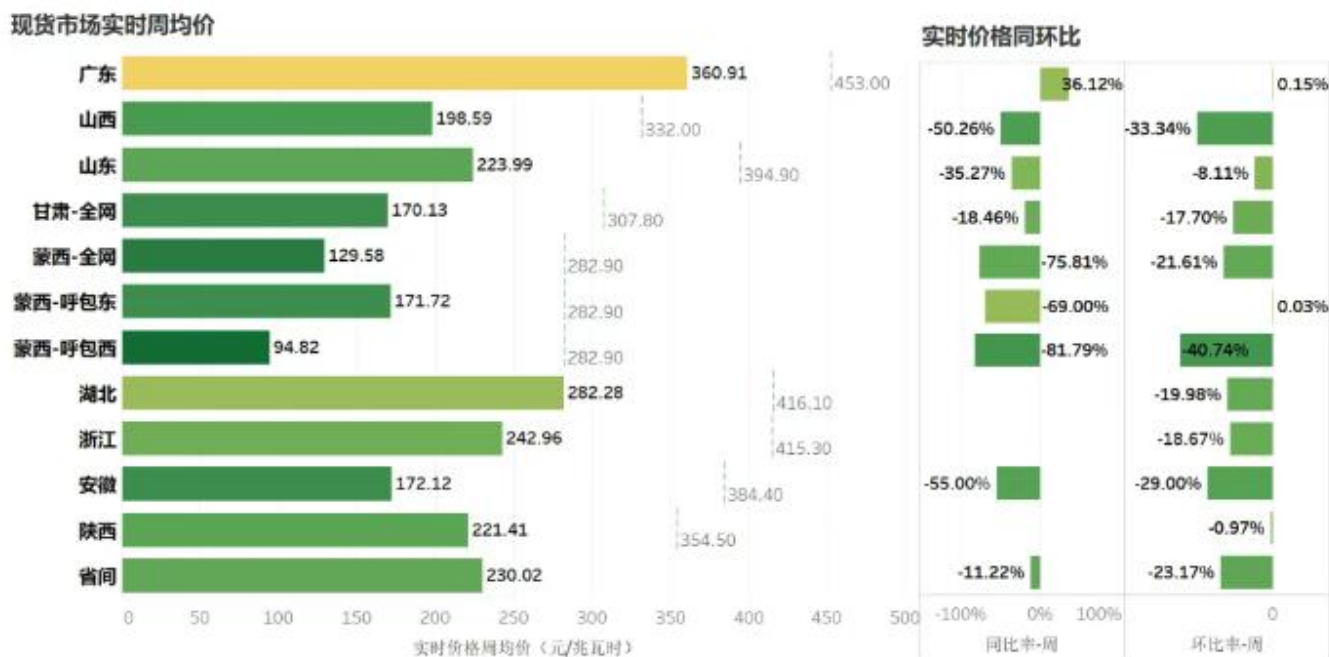
资料来源: infolink, 华源证券研究所

图表 18: 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 19：现货市场周度数据 2025/4/28-2025/5/4（元/兆瓦时，下图虚线为燃煤发电基准价）



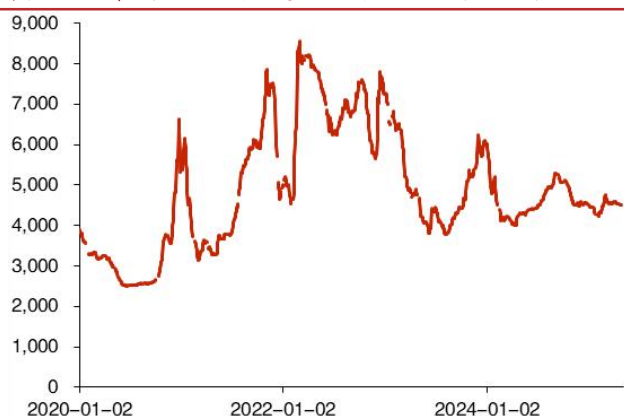
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 20：新能源现货市场周度数据 2025/4/28-2025/5/4（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
山西	198.59	48.04	-80.59%	-44.03%	209.39	-42.06%	-22.18%	261.41	80.50	215.15	332.00
山东	223.99	-13.95	-85.35%	-174.98%	275.89	-17.02%	8.41%	244.33	58.00	244.76	394.90
甘肃	170.13	59.02	-25.28%	-29.14%	155.99	15.81%	-19.92%	301.83	109.17	271.36	307.80
蒙西	133.27	61.87	-85.18%	159.52%	85.83	-82.67%	-9.85%	273.02	103.38	185.61	282.90
湖北	282.28	112.97	-	-44.65%	302.94	-	-15.03%	326.66	183.60	321.27	416.10
浙江	242.96	164.38	-	-26.97%	262.02	-	-13.61%	300.98	226.79	295.9	415.30
安徽	172.12	72.28	-	-46.73%	216.23	-	-12.64%	270.85	154.10	273.85	384.40
陕西	221.41	68.71	-	-41.67%	244.03	-	6.69%	262.43	99.34	243.56	354.50

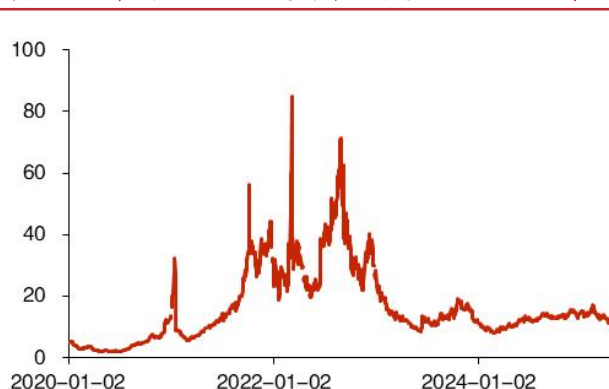
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 21：中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)



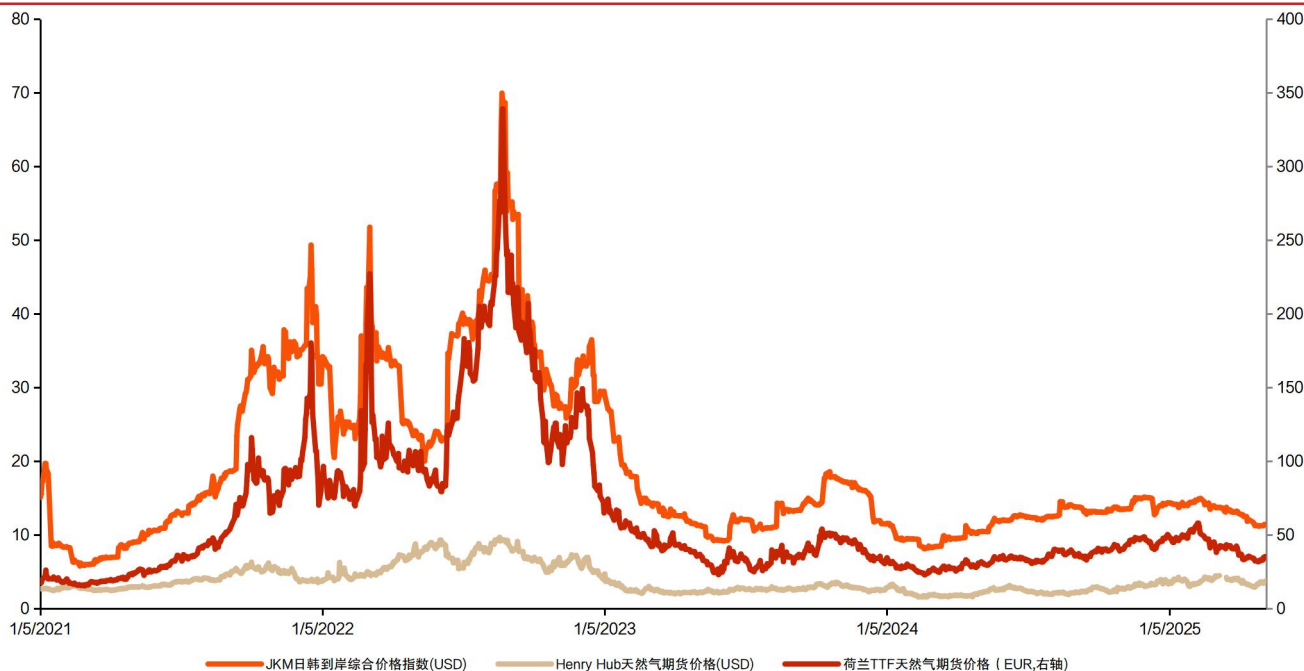
资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。

图表 22：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 23：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。

4. 重点公司估值表

图表 24：电力重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价 2025/5/9	25E	EPS 26E	27E	25E	PE 26E	27E	PB (lf)
火电转型	600011.SH	华能国际	增持	7.45	0.70	0.75	0.80	10.6	9.9	9.3	1.9
	600027.SH	华电国际	买入	5.87	0.64	0.70	0.76	9.2	8.4	7.7	1.4
	601991.SH	大唐发电	增持	3.30	0.27	0.29	0.32	12.2	11.4	10.3	1.9
	2380.HK	中国电力	买入	2.88	0.31	0.34	0.37	9.3	8.5	7.8	0.6
	0836.HK	华润电力	买入	19.30	2.95	3.06	3.21	6.5	6.3	6.0	1.0
	600795.SH	国电电力	增持	4.59	0.36	0.40	0.41	12.8	11.5	11.2	1.4
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.66	0.33	0.37	-	14.0	12.5	-	0.9
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.08	0.38	0.40	0.41	10.7	10.2	10.0	1.5
	000539.SZ	粤电力 A	-	4.39	0.14	0.21	0.28	30.3	20.8	15.5	1.0
	000543.SZ	皖能电力	买入	7.53	0.97	1.07	1.14	7.8	7.0	6.6	1.1
	600483.SH	福能股份	买入	9.75	0.99	1.01	1.08	9.8	9.7	9.0	1.0
	600021.SH	上海电力	买入	9.15	0.87	0.96	1.09	10.5	9.5	8.4	1.3
	600578.SH	京能电力	-	4.37	0.61	0.67	0.76	7.2	6.5	5.8	1.3
	000600.SZ	建投能源	-	6.68	0.50	0.58	0.62	13.4	11.6	10.8	1.1
	600098.SH	广州发展	-	6.51	0.54	0.61	0.68	12.0	10.7	9.6	0.9
	000690.SZ	宝新能源	-	4.44	0.42	0.59	0.63	10.5	7.6	7.0	0.8
	600642.SH	申能股份	买入	9.15	0.84	0.88	0.91	10.9	10.4	10.0	1.2

	600023.SH	浙能电力	-	5.31	0.51	0.55	0.58	10.5	9.6	9.2	1.0
	0916.HK	龙源电力	买入	5.90	0.86	0.91	0.98	6.9	6.5	6.0	0.7
	0956.HK	新天绿色能源	买入	4.04	0.65	0.67	0.73	6.2	6.0	5.5	0.7
	1798.HK	大唐新能源	买入	2.02	0.35	0.37	0.38	5.8	5.5	5.3	0.7
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.14	0.43	0.46	0.49	5.0	4.6	4.4	0.8
新能源	600905.SH	三峡能源	增持	4.30	0.25	0.27	0.30	17.4	16.1	14.5	1.4
	600163.SH	中闽能源	买入	5.57	0.39	0.44	0.48	14.3	12.7	11.6	1.5
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.85	0.28	0.34	0.43	13.8	11.4	9.0	1.4
	601778.SH	晶科科技	增持	2.69	0.15	0.17	0.18	17.9	16.0	14.7	0.6
	000862.SZ	银星能源	增持	5.72	0.17	0.19	0.21	33.6	30.1	27.2	1.2
	600310.SH	广西能源	买入	4.44	0.05	0.09	0.13	88.8	49.3	34.2	2.3
核电	601985.SH	中国核电	买入	9.37	0.49	0.51	0.55	19.1	18.4	17.0	1.7
	003816.SZ	中国广核	买入	3.57	0.21	0.22	0.24	17.0	16.2	14.9	1.5
水电	600900.SH	长江电力	买入	29.55	1.40	1.44	1.49	21.1	20.5	19.8	3.4
	600025.SH	华能水电	买入	9.80	0.49	0.50	0.52	20.0	19.6	18.8	2.9
	600886.SH	国投电力	买入	15.30	0.89	0.94	0.96	17.2	16.3	15.9	1.9
	600674.SH	川投能源	买入	17.23	1.03	1.09	1.12	16.7	15.8	15.4	1.9
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.36	0.34	0.36	0.37	19.0	17.8	17.0	3.0
	002039.SZ	黔源电力	买入	16.11	0.96	1.06	1.12	16.8	15.2	14.4	1.7
综合能源服务	003035.SZ	南网能源	-	4.45	0.14	0.17	0.19	31.7	26.7	22.8	2.5
	600116.SH	三峡水利	-	7.00	0.27	0.32	0.36	25.9	21.8	19.6	1.2
	600509.SH	天富能源	买入	6.96	-	-	-	-	-	-	1.3

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 25: 重点环保公司估值表 (元, 元/股)

板块	代码	简称	评级	收盘价		EPS			PE			PB (If)
				2025/5/9	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
水务	0855.HK	中国水务		5.81	0.90	0.85	0.88	6.5	6.8	1.0	0.7	
	0371.HK	北控水务集团		2.23	0.16	0.17	0.18	14.0	13.3	0.9	0.8	
	0270.HK	粤海投资		6.16	0.66	0.68	0.70	9.3	9.1	1.0	1.0	
	000598.SZ	兴蓉环境		7.22	0.74	0.81	0.88	9.8	8.9	0.8	1.1	
	601158.SH	重庆水务		4.88	0.18	0.18	0.19	27.7	26.6	0.9	1.4	
	600461.SH	洪城环境		9.60	0.98	1.03	1.08	9.8	9.3	0.9	1.3	
固废	0257.HK	光大环境	买入	3.65	0.57	0.60	0.64	6.4	6.1	0.9	0.5	
	301109.SZ	军信股份		21.30	1.33	1.43	1.54	16.0	14.9	0.9	1.5	
	601330.SH	绿色动力		7.14	0.49	0.52	0.55	14.6	13.6	0.9	1.2	
	600323.SH	瀚蓝环境		23.74	2.17	2.34	2.43	10.9	10.2	0.9	1.4	
	000885.SZ	城发环境		13.97	1.87	1.97	2.09	7.5	7.1	0.9	1.0	
	002034.SZ	旺能环境		17.55	1.53	1.64	1.76	11.5	10.7	0.9	1.1	
	601827.SH	三峰环境		8.34	0.76	0.82	0.85	10.9	10.2	0.9	1.2	

	603568.SH	伟明环保		19.50	1.90	2.24	2.53	10.3	8.7	0.8	2.4
	603588.SH	高能环境		5.54	0.43	0.51	0.61	12.9	10.8	0.7	0.9
	000035.SZ	中国天楹		4.42	0.39	0.46	-	11.2	9.5	-	1.0
	601033.SH	永兴股份	买入	14.99	1.02	1.14	1.26	14.7	13.1	0.8	1.3
	301175.SZ	中科环保	增持	5.28	0.27	0.32	0.36	19.8	16.6	0.7	2.1
	601200.SH	上海环境		7.89	0.45	0.47	0.49	17.6	16.8	0.9	0.9
环保设备	603686.SH	福龙马		13.09	0.45	0.52	0.55	29.2	25.0	0.8	1.6
	688480.SH	赛恩斯		33.42	2.12	2.62	3.01	15.8	12.8	0.7	2.9
碳减排	603822.SH	嘉澳环保		53.19	3.18	4.66	-	16.7	11.4	-	7.2
	688196.SH	卓越新能		40.37	3.20	4.55	5.70	12.6	8.9	0.6	1.7
	000803.SZ	山高环能		5.61	0.24	0.31	0.37	23.2	18.0	0.7	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 26: 燃气重点公司估值表 (元, 元/股)

代码	简称	评级	收盘价		EPS			PE			PB
			2025/5/9	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
0003.HK	香港中华煤气		7.10	0.34	0.36	0.36	20.6	19.7	19.6	2.31	
0384.HK	中国燃气		7.08	0.71	0.80	0.86	10.0	8.9	8.2	0.68	
1083.HK	港华智慧能源		3.46	0.49	0.52	0.55	7.0	6.6	6.3	0.51	
2688.HK	新奥能源		61.90	6.81	7.35	7.64	9.1	8.4	8.1	1.44	
0135.HK	昆仑能源		7.54	0.82	0.88	0.93	9.2	8.6	8.1	0.93	
1193.HK	华润燃气	买入	22.05	2.04	2.38	2.67	10.8	9.3	8.3	1.24	
603689.SH	皖天然气	买入	8.62	0.75	0.86	0.95	11.5	10.0	9.1	1.26	
601139.SH	深圳燃气	买入	6.44	0.54	0.60	0.71	11.9	10.7	9.1	1.19	
605368.SH	蓝天燃气		10.43	0.81	0.83	0.85	12.9	12.5	12.2	2.20	
002911.SZ	佛燃能源		10.18	0.80	0.87	0.96	12.7	11.6	10.7	3.11	
600803.SH	新奥股份		19.62	1.83	2.06	2.33	10.7	9.5	8.4	2.46	
603393.SH	新天然气		28.12	3.75	4.25	4.73	7.5	6.6	5.9	1.40	
600256.SH	广汇能源		5.78	0.62	0.72	0.73	9.3	8.1	7.9	1.38	
605090.SH	九丰能源		25.22	2.84	3.27	3.67	8.9	7.7	6.9	1.68	

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 27: 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(If)
				2025/5/9	25E	26E	27E	25E	26E	27E		
电力信息化	600131.SH	国网信通		18.36	0.83	0.98	1.12	22.1	18.7	16.4	3.2	
	000682.SZ	东方电子		9.74	0.63	0.76	0.91	15.6	12.8	10.7	2.5	
	002322.SZ	理工能科	买入	12.78	0.93	1.12	1.26	13.7	11.4	10.1	1.6	
	300682.SZ	朗新集团		13.95	0.45	0.57	0.63	30.9	24.4	22.0	2.2	
	301162.SZ	国能日新	增持	62.95	1.43	1.74	2.47	44.0	36.2	25.5	5.4	

发电设备	600875.SH	东方电气	买入	16.34	1.29	1.52	1.62	12.7	10.8	10.1	1.3
	601727.SH	上海电气		7.36	0.09	0.17	0.21	83.6	42.3	35.4	2.1
	1133.HK	哈尔滨电气		5.17	-	-	-				0.7
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	21.80	1.45	1.76	2.09	15.0	12.4	10.4	1.9
	600406.SH	国电南瑞		22.89	1.05	1.18	1.30	21.7	19.4	17.6	3.7
	002028.SZ	思源电气		70.50	3.35	4.15	5.09	21.1	17.0	13.8	4.3
	600312.SH	平高电气		16.67	1.06	1.26	1.41	15.7	13.2	11.9	2.1
	601179.SH	中国西电		6.31	0.32	0.40	0.47	19.6	15.7	13.4	1.4
	002270.SZ	华明装备	买入	15.54	0.79	0.90	0.99	19.7	17.3	15.7	4.2
	688676.SH	金盘科技		32.21	1.75	2.28	2.83	18.4	14.1	11.4	3.2
	688190.SH	云路股份	买入	97.00	3.46	4.01	4.69	28.0	24.2	20.7	4.5
	301291.SZ	明阳电气		43.31	2.75	3.40	4.20	15.8	12.7	10.3	2.8
	300001.SZ	特锐德		23.18	1.16	1.53	1.99	20.0	15.2	11.7	3.2
	603556.SH	海兴电力		27.01	2.52	2.93	3.28	10.7	9.2	8.2	1.8
氢能及储能	688248.SH	南网科技		29.18	0.92	1.24	1.53	31.6	23.5	19.1	5.4
	688411.SH	海博思创		71.99	4.85	6.45	7.76	14.8	11.2	9.3	3.2
	600475.SH	华光环能	买入	9.66	0.77	0.89	0.94	12.5	10.9	10.3	1.0

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 28: 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)
				2025/5/9	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
风电整机	2208.HK	金风科技	买入	5.98	0.61	0.79	0.92	9.8	7.6	6.5	0.6
	002202.SZ	金风科技		9.16	0.67	0.82	0.91	13.8	11.1	10.1	1.0
	688349.SH	三一重能		23.83	1.91	2.29	2.51	12.5	10.4	9.5	2.2
	601615.SH	明阳智能		10.47	1.02	1.36	1.58	10.2	7.7	6.6	0.9
	300772.SZ	运达股份		10.97	0.91	1.22	1.46	12.1	9.0	7.5	1.3
海缆	603606.SH	东方电缆	买入	52.29	2.46	3.02	3.93	21.3	17.3	13.3	4.9
	600522.SH	中天科技		13.94	1.10	1.29	1.46	12.7	10.8	9.5	1.3
	600487.SH	亨通光电		15.69	1.35	1.57	1.81	11.6	10.0	8.7	1.3
	600973.SH	宝胜股份		4.81	0.07	0.09	-	71.7	51.1	-	1.9
管桩	002531.SZ	天顺风能		6.54	0.44	0.63	0.73	14.7	10.5	8.9	1.3
	300129.SZ	泰胜风能		6.59	0.38	0.51	0.60	17.4	12.8	10.9	1.4
	002487.SZ	大金重工		28.27	1.36	1.87	2.44	20.7	15.1	11.6	2.4
	301155.SZ	海力风电		63.47	3.39	4.48	5.54	18.7	14.2	11.5	2.5
叶片	002080.SZ	中材科技		14.57	0.95	1.16	1.36	15.4	12.6	10.7	1.3
	600458.SH	时代新材		11.73	0.90	1.11	-	13.0	10.6	-	1.5
其他零部件	300443.SZ	金雷股份		20.20	1.33	1.76	2.10	15.2	11.5	9.6	1.1
	603218.SH	日月股份		12.37	0.75	0.87	0.95	16.4	14.3	13.0	1.2
	688186.SH	广大特材		25.88	1.40	1.77	2.23	18.4	14.6	11.6	1.7
	300850.SZ	新强联		29.65	1.26	1.52	1.94	23.6	19.5	15.3	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

5. 风险提示

- 1) 电力体制改革低于预期: 电力行业健康发展与电力体制改革息息相关, 一旦进展低于预期可能影响部分公司业绩表现;
- 2) 煤价下跌低于预期: 煤价受多种因素影响, 下跌超预期可能影响煤炭公司收入。
- 3) 电量、电价等存在波动风险

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。