

2025 年 03 月 24 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

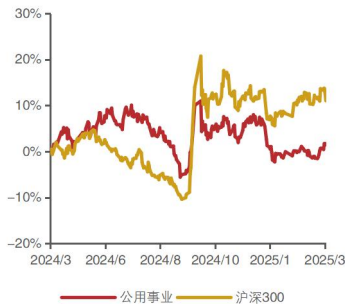
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



公用事业一季度前瞻 GTC 大会召开

——大能源 2025 年第 12 周周报（20250323）

投资要点：

➤ 公用事业 2025 年一季度业绩前瞻：火电点火价差扩大 水电绿电区域分化

火电：受益于煤价加速下跌，预计一季度点火价差扩大。秦皇岛港口 5500 大卡动力煤价从 2024 年 10 月中旬开启下跌之路，从 855 元/吨下跌至年底的 765 元/吨，下跌 90 元/吨，导致 2025 年全国多省年度长协电价签订不及预期。但 2025 年开年以来，受暖冬以及复工不及预期等因素影响，煤价持续下跌至目前的 680 元/吨上下，去年一季度秦皇岛港口 5500 大卡煤价均价 902 元/吨左右，预计 2025 年一季度火电运营商点火价差扩大。根据中国气象局，今年 1 月冬季整体气温偏高，为 1961 年以来历史同期第三高，预计一季度火电利用小时数并不乐观。

水电：一季度来水不佳但持续好转，大水电蓄水维护电量数据。根据中国气象局，2025 年 1-2 月整体降雨较常年平均仍然大幅偏少，分别偏少 81%（为 1961 年以来历史同期第二少）、30%，预计 3 月降雨将达到常年平均水平，来水持续修复。考虑到一季度为枯水期，整体电量占全年电量占比不高，并且 2024 年主流大型水库蓄水较好，预计一季度大水电电量可以期待。而小水电方面，根据公司公告，湖北能源 1-2 月水电电量同比下降 59%。预计不同水电公司一季度利润可能出现分化。核电业绩整体平稳，其中中国广核业绩受广东电价下滑影响。

绿电：2025 年加速入市，区域来风分化。2024 年下半年至今，各省为完成十四五新能源入市以及全国统一电力市场目标，加速电力现货市场铺开，并同步持续推动存量新能源入市。结合新能源特性、一季度用电量增速、入市进展以及现货推广，预计一季度新能源电价承压。根据龙源电力、大唐新能源以及中广核新能源电量公告，1-2 月华东区域风况不佳。预计 2025-2026 年为新能源加速入市以及电价预期较为混乱之年，短期判断新能源业绩不够明朗。但 136 号文件中明确建立可持续发展的新能源价格结算机制，国家方向明确，新能源回报率确定性有望提升。

我们预计公用事业行业中电公司 2025 年一季报业绩情况见正文。

投资分析意见：在双碳战略下的能源转向与新型电力系统建设中，在全国电力供需格局由紧张转向宽松的过程中，我们认为，从商业模式上，优选享有资源禀赋优势的低成本电源，即水电与风电。在火电逐步由基础电源转为调节性电源、新能源建设高峰下降过程中，关注有分红能力的公司。**重点关注：**1) 水电：长江电力；2) 风电：龙源电力（H）、新天绿色能源（A+H）、大唐新能源、中广核新能源；3) 火电：华润电力、华电国际（H）、华能国际（H）、申能股份、皖能电力。

➤ 电力设备：GTC 大会召开，关注数据中心电源设备中长期机遇

GTC 大会（2025）于北京时间 3 月 19 日召开，硬件层面：英伟达 CEO 黄仁勋宣布 Blackwell Ultra 芯片将于 2025 年下半年实现量产，且将于 2026 年推出下一代芯片平台 Vera Rubin、2027 年推出 Rubin Ultra 芯片产品。同时，本次 GTC 大会推出 Blackwell Ultra NVL72 机柜。

功耗方面，单颗芯片功率继续提升。Blackwell Ultra 芯片功耗预计将达到 1.4kW，较 GTC（2024）大会发布的 B200 芯片的 1.2kW 提升 200W，而 Rubin 系列芯片功耗则预计进一步提升至 1.8kW 及以上。

单个数据中心总功率规模呈上升趋势。根据科智咨询，2015-2022 年主要智算中心 GPU 集群规模在千卡级别，对应功率规模小于 1MW；2022-2023 大模型训练需求推动智算中心迈入万卡规模，对应功率规模达到数十 MW；2024 年及之后，单一基地部署 5-10 万卡集群，功率规模上升至数百 MW 规模。例如：特斯拉/xAI 搭建于 2024 年 7 月搭建 10 万卡超级集群，国内字节跳动也搭建了 12288 卡集群。

从系统架构的角度来看，随着算力中心功率规模不断提升，供配电系统亦需要同步升级。不间断电源、备用电源、服务器电源、超级电容/电池备份单元等方向的设备供应商有望受益于算力需求增长导致的基础设施规模提升。

投资分析建议：随着 AI 下游应用场景拓展及在更大范围内普及，算力需求增长有望带动智算中心建设规模持续扩张，契合功率大型化趋势的电源设备技术及相关供应商有望受益。1) 不间断电源 UPS/HVDC：建议关注中恒电气、禾望电气、科华数据等；2) 备用电源：建议关注科泰电源、潍柴重机、泰豪科技等；3) 服务器电源：建议关注麦格米特、欧陆通；4) 超级电容/电池备份单元（BBU）：建议关注蔚蓝锂芯、盛弘股份等。

➤ 风险提示：电价波动风险，智算中心建设规模及节奏不及预期，供应链安全风险

内容目录

1. 公用事业一季报前瞻：火电点火价差扩大 水电绿电区域分化	4
2. GTC 大会召开,关注数据中心电源设备中长期机遇	6
3. 风险提示	8

图表目录

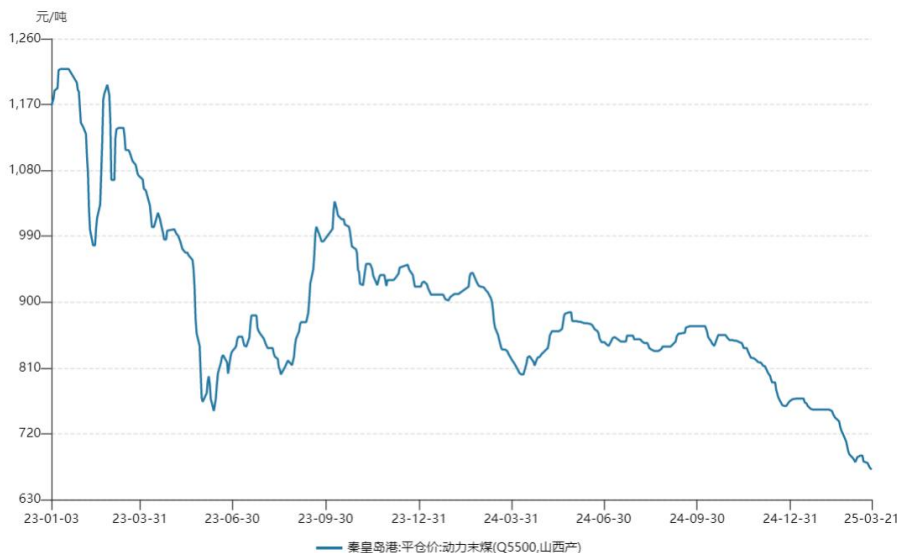
图表 1: 秦皇岛动力末煤 (Q5500) 2023 年 1 月至今煤价	4
图表 2: 公用事业重点公司 2025Q1 业绩前瞻 (归母净利润, 亿元)	5
图表 3: Blackwell Ultra NVL72	6
图表 4: Vera Rubin NVL144	6
图表 5: 英伟达机架功率规模预测	6
图表 6: 基地型智算中心规模变迁	7
图表 7: AIDC 电力输送过程示意	7

1. 公用事业一季报前瞻：火电点火价差扩大 水电绿电区域分化

火电：受益于煤价加速下跌，预计一季度点火价差扩大

秦皇岛港口 5500 大卡动力煤价从 2024 年 10 月中旬开启下跌之路，从 855 元/吨下跌至年底的 765 元/吨，下跌 90 元/吨，导致 2025 年全国多省年度长协电价签订不及预期。但 2025 年开年以来，受暖冬以及复工不及预期等因素，煤价持续下跌至目前的 680 元/吨上下，去年一季度秦皇岛港口 5500 大卡煤价均价 902 元/吨左右，预计 2025 年一季度火电运营商点火价差扩大。根据中国气象局，今年 1 月冬季整体气温偏高，为 1961 年以来历史同期第三高，预计一季度火电利用小时数并不乐观。

图表 1：秦皇岛动力末煤（Q5500）2023 年 1 月至今煤价



资料来源：wind，华源证券研究所

水电：一季度来水不佳但持续好转，大水电蓄水维护电量数据

根据中国气象局，2025 年 1-2 月整体降雨较常年平均仍然大幅偏少，分别偏少 81%（为 1961 年以来历史同期第二少）、30%，预计 3 月降雨将达到常年平均水平，来水持续修复。考虑到一季度为枯水期，整体电量占全年电量占比不高，并且 2024 年主流大型水库蓄水较好，预计一季度大水电电量可以期待。而小水电方面，根据公司公告，湖北能源 1-2 月水电电量同比下降 59%。预计不同水电公司一季度利润可能出现分化。

核电业绩整体平稳，其中中国广核业绩受广东电价下滑影响。

绿电：2025 年加速入市，区域来风分化

2024 年下半年至今，各省为完成十四五新能源入市以及全国统一电力市场目标，加速电力现货市场铺开，并同步持续推动存量新能源入市。结合新能源特性、一季度用电量增速、

入市进展以及现货推广，预计一季度新能源电价承压。根据龙源电力、大唐新能源以及中广核新能源电量公告，1-2 月华东区域风况不佳。预计 2025-2026 年为新能源加速入市以及电价预期较为混乱之年，短期判断新能源业绩不够明朗。但 136 号文件中明确建立可持续发展的新能源价格结算机制，国家方向明确，新能源回报率确定性有望提升。

我们预计公用事业行业中电公司 2025 年一季报业绩情况如下。

图表 2：公用事业重点公司 2025Q1 业绩前瞻（归母净利润，亿元）

板块	代码	简称	2023Q1	2024Q1	2025Q1E	yoy	2023A	2024E	yoy
火电	600011.SH	华能国际	22.50	45.96	50.0	8.8%	83.57	100.0	19.7%
	600027.SH	华电国际	0.00	18.62	21.5	15.5%	46.01	60.0	30.4%
	600795.SH	国电电力	9.64	17.85	19.0	6.5%	56.09	97.0	72.9%
	000883.SZ	湖北能源	3.11	7.80	5.5	-29.5%	17.49	22.6	29.3%
	600863.SH	内蒙华电	8.63	8.88	10.5	18.2%	20.05	25.5	27.2%
	000543.SZ	皖能电力	1.26	4.53	4.3	-5.0%	14.30	21.0	46.9%
	600483.SH	福能股份	5.32	5.26	6.0	14.0%	26.23	28.0	6.7%
	600021.SH	上海电力	3.35	6.34	6.8	7.3%	15.93	20.0	25.6%
	600642.SH	申能股份	7.34	11.59	13.0	12.1%	34.59	39.0	12.8%
新能源	0916.HK	龙源电力	24.18	24.82	28.0	12.8%	63.55	70.0	10.1%
	0956.HK	新天绿色能源	8.40	8.32	8.6	3.4%	22.07	21.7	-1.7%
	1798.HK	大唐新能源	11.35	10.69	11.3	5.7%	27.53	24.0	-12.8%
	600905.SH	三峡能源	24.34	24.22	25.0	3.2%	71.81	70.0	-2.5%
	600163.SH	中闽能源	2.73	2.13	2.6	22.2%	6.78	7.2	6.1%
	601619.SH	嘉泽新能	2.46	1.97	2.0	1.5%	8.03	6.8	-15.3%
	601778.SH	晶科科技	0.24	-0.99	0.3	扭亏	3.83	4.0	4.3%
核电	600310.SH	广西能源	0.33	-0.57	-0.5	-	0.02	2.5	14998.3%
	601985.SH	中国核电	30.23	30.59	32.0	4.6%	106.24	100.0	-5.9%
	003816.SZ	中国广核	34.86	36.04	34.0	-5.7%	107.25	116.0	8.2%
	600900.SH	长江电力	36.13	39.67	45.0	13.4%	272.39	325.2	19.4%
水电	600886.SH	国投电力	16.14	20.35	24.0	17.9%	67.05	74.0	10.4%
	600674.SH	川投能源	11.36	12.73	17.7	39.3%	44.00	48.0	9.1%
	600236.SH	桂冠电力	2.94	4.30	5.0	16.3%	12.26	23.0	87.6%
	002039.SZ	黔源电力	-0.16	0.12	0.16	38.4%	2.65	2.1	-20.7%
燃气	601139.SH	深圳燃气	2.58	2.76	2.8	1.6%	14.40	14.6	1.2%
	603689.SH	皖天然气	1.05	1.07	1.1	3.1%	3.44	3.5	1.5%
综合能源	600509.SH	天富能源	1.28	1.47	1.8	22.4%	4.31	4.8	11.4%
	603071.SH	物产环能	3.08	2.39	2.1	-11.5%	10.59	7.8	-26.1%

资料来源：Wind，华源证券研究所

投资分析意见：在双碳战略下的能源转向与新型电力系统建设中，在全国电力供需格局由紧张转向宽松的过程中，我们认为，从商业模式上，优选享有资源禀赋优势的低成本电源，即水电与风电。在火电逐步由基础电源转为调节性电源、新能源建设高峰下降过程中，关注有分红能力的公司。重点关注：1）水电：长江电力；2）风电：龙源电力（H）、新天绿色能源（A+H）、大唐新能源、中广核新能源；3）火电：华润电力、华电国际（H）、华能国际（H）、申能股份、皖能电力。

2. GTC 大会召开, 关注数据中心电源设备中长期机遇

GTC 大会 (2025) 于北京时间 3 月 19 日召开, 算力芯片、Physical AI、Agentic AI 等话题受到广泛关注。**硬件层面:** 英伟达 CEO 黄仁勋宣布 Blackwell Ultra 芯片将于 2025 年下半年实现量产, 且将于 2026 年推出下一代芯片平台 Vera Rubin、2027 年推出 Rubin Ultra 芯片产品; 此外, 本次 GTC 大会推出 Blackwell Ultra NVL72 机柜。本节立足数据中心发展情况, 梳理相关电源设备受益方向。

图表 3: Blackwell Ultra NVL72



资料来源: GTC 大会, 华源证券研究所

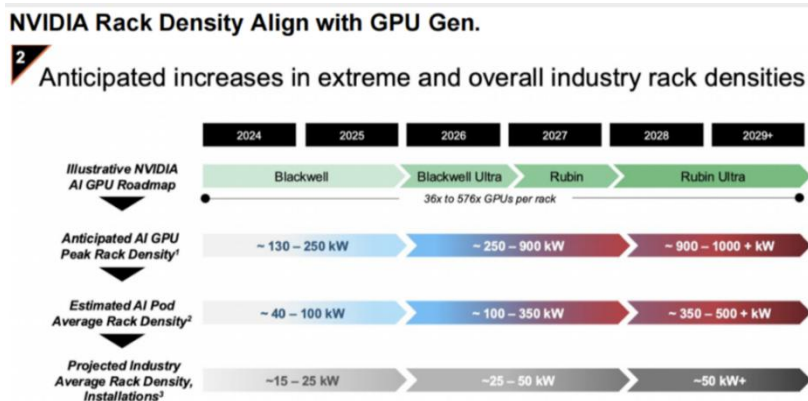
图表 4: Vera Rubin NVL144



资料来源: GTC, 华源证券研究所

功耗方面, 单颗芯片功率继续提升; 未来单机柜功率规模有望持续增长。1) Blackwell Ultra 芯片功耗预计将达到 1.4kW, 较 GTC (2024) 大会发布的 B200 芯片的 1.2kW 提升 200W, 而 Rubin 系列功耗则预计进一步提升至 1.8kW。2) 而搭载了 72 颗 Blackwell Ultra GPU 和 36 颗 Grace CPU 的 Blackwell Ultra NVL72 机柜, 共由 18 个计算托盘构成, 即每个计算托盘包含 4 颗 Blackwell Ultra GPU+2 颗 Grace CPU。而根据维谛白皮书, 随着英伟达 Rubin Ultra 芯片的应用, AI 单机柜平均功率密度将提升至 350~500+kW, 较当前水平进一步提升。

图表 5: 英伟达机架功率规模预测



资料来源: 维谛投资者日演示材料 (维谛官网), 华源证券研究所

单个数据中心总功率规模呈上升趋势。在算力需求增长的智算时代，在经济性、运行安全、运行效率等多重约束下，算力规模的扩张一方面需要单卡算力的不断提升，另一方面也依赖于智算集群服务器部署规模的不断提升，双重作用下数据中心功率规模亦呈增长趋势。根据科智咨询，2015–2022 年主要智算中心 GPU 集群规模在千卡级别，对应功率规模小于 1MW；2022–2023 年大模型训练需求推动智算中心迈入万卡规模，对应功率规模达到数十 MW；2024 年及之后，单一基地部署 5–10 万卡集群，功率规模上升至数百 MW 规模。例如：特斯拉/xAI 于 2024 年 7 月搭建 10 万卡超级集群，国内字节跳动也搭建了 12288 卡集群。

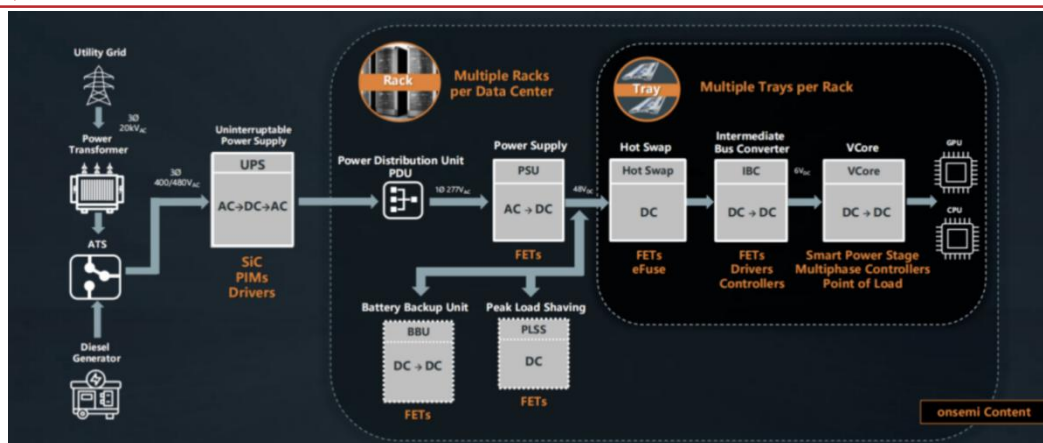
图表 6：基地型智算中心规模变迁

时间轴	2015–2022	2022–2023	2024–
主要需求	AI 及大数据平台	大模型训练资源池	超大规模大模型训练资源池
IT 部署规模	千卡以内集群	千卡至万卡集群	10 万 GPU 卡集群
智算中心基地规模	<1MW	1–30MW	200MW

资料来源：科智咨询，华源证券研究所

从系统架构的角度来看，随着算力中心功率规模不断提升，供配电系统亦需要同步升级。**一方面：**在机柜及数据中心物理空间有限的情况下，以及系统冗余设计准则下，相关电源设备朝着高功率方向发展。**另一方面：**和过去传统算力中心不同，智算中心对业务连续型要求高，供电系统平稳运行直接关系到智算中心运行安全及响应效率。从数据中心供配电系统构成来看，不间断电源、备用电源、服务器电源、超级 BBU 等方向的设备供应商有望受益于算力需求增长导致的基础设施规模提升。其中：

图表 7：AIDC 电力输送过程示意



资料来源：安森美（onsemi），电子工程世界（eeworld），华源证券研究所

1) 不间断电源：电子信息系统运行时，允许断电持续时间是 0 ~ 10ms，当断电时间超过 10ms 时，电子信息系统将中断运行，数据和信息丢失。不间断电源主要用于确保供电电源的连续性，按照输出电流可分为交流 UPS、直流 UPS、直流 HVDC 等。算力中心 IT 设备功率规模持续提升趋势下，HVDC 较 UPS 更便于提高电压、降低热损，未来渗透率有望提升。

2) 备用电源: 当算力中心主电源即市电电源发生故障时, 系统自动检测并通过断路器的联动操作切换到备用电源(主流为柴油发电机组, 数据中心用柴发电机组一般为 1.8~2MW), 确保设备连续供电。大功率柴发电机组产能扩张需要一定时间窗口, 相关供应商有望受益于需求侧推动的涨价利润弹性。

3) 服务器电源: 用于电能转换与分配, 在完成 AC/DC 转换的同时, 负责将市电电压转化为内部器件所需的多种电压输出。系统冗余设计原则下, 一般按照 2N 配置。标准机柜体积不变情况下, 为匹配未来服务器功率提升趋势及 2N 数量配置要求, 单个 PSU 功率与价值量亦有望提升。

4) 超级电容/电池备份单元(BBU): 超级电容具备毫秒级响应能力, 而智算中心的训练及推理业务导致总体负载具有明显的峰谷特征, 超级电容具备瞬时释放大功率能力, 可起到削峰填谷及断电时瞬时备用的作用。电池备份单元(BBU)则具有秒级响应能力, 可提供服务器断电后数分钟内的备用电源支持。

投资分析建议: 随着 AI 下游应用场景拓展及在更大范围内普及, 算力需求增长有望带动智算中心建设规模持续扩张, 契合功率大型化趋势的电源设备技术及相关供应商有望受益。1) 不间断电源 UPS/HVDC: 建议关注**中恒电气**、**禾望电气**、**科华数据**等; 2) 备用电源: 建议关注**科泰电源**、**潍柴重机**、**泰豪科技**等; 3) 服务器电源: 建议关注**麦格米特**、**欧陆通**; 4) 超级电容/电池备份单元(BBU): 建议关注**蔚蓝锂芯**、**盛弘股份**等。

3. 风险提示

- 1) 电价波动风险:** 现货市场推进下电价存在不确定性。
- 2) 智算中心建设规模及节奏不及预期:** 智算中心项目投资规模较大, 若建设规模及节奏不及预期, 将影响上游设备需求释放节奏;
- 3) 供应链安全风险:** 算力建设需要芯片等关键设备供应支持, 尤其是高端芯片方面目前仍依赖进口, 国际政治/经贸问题或带来供应链安全风险, 进而影响下游投资节奏;

附表 1: 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 (lf)
				2025/3/21	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		

火电转型	600011.SH	华能国际	增持	6.93	0.35	0.53	0.63	0.7	20	13	11	10	1.87
	600027.SH	华电国际	增持	5.50	0.35	0.48	0.58	0.63	16	11	9	9	1.38
	601991.SH	大唐发电	增持	2.98	-0.02	0.16	0.21	0.26	-	19	14	11	1.79
	2380.HK	中国电力	买入	2.77	0.22	0.27	0.46	0.52	13	10	6	5	0.62
	0836.HK	华润电力	买入	18.88	2.29	2.75	3.34	3.8	8	7	6	5	0.99
	600795.SH	国电电力	增持	4.34	0.31	0.51	0.37	0.39	14	9	12	11	1.39
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.80	0.27	0.48	0.53	0.59	18	10	9	8	0.91
	600863.SH	内蒙华电	买入	3.98	0.29	0.38	0.43	0.46	14	10	9	9	1.56
	000539.SZ	粤电力 A		4.75	0.19	0.28	0.38	0.47	25	17	12	10	1.06
	000543.SZ	皖能电力	买入	7.42	0.63	0.94	1.05	1.11	12	8	7	7	1.09
	600483.SH	福能股份	买入	9.17	1.03	1.08	1.14	1.25	9	8	8	7	1.05
	600021.SH	上海电力	买入	9.27	0.50	0.82	0.92	1.09	19	11	10	9	1.31
	600578.SH	京能电力		3.47	0.11	0.25	0.29	0.35	32	14	12	10	1.07
	600098.SH	广州发展		6.38	0.47	0.51	0.58	0.65	14	12	11	10	0.84
	000690.SZ	宝新能源		4.19	0.41	0.41	0.54	0.73	10	10	8	6	0.75
	600642.SH	申能股份	买入	8.71	0.71	0.82	0.86	0.97	12	11	10	9	1.22
	600023.SH	浙能电力		5.64	0.49	0.58	0.63	0.69	12	10	9	8	1.05
新能源	0916.HK	龙源电力	买入	5.65	0.74	0.81	0.91	0.98	8	7	6	6	0.66
	0956.HK	新天绿色能源	买入	3.53	0.52	0.54	0.65	0.74	7	7	5	5	0.67
	1798.HK	大唐新能源	买入	2.05	0.31	0.30	0.31	0.34	7	7	7	6	0.77
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.23	0.44	0.45	0.48	0.5	5	5	5	4	0.82
	600905.SH	三峡能源	增持	4.26	0.25	0.24	0.25	0.26	17	18	17	16	1.42
	600163.SH	中闽能源	买入	5.30	0.36	0.36	0.37	0.4	15	15	14	13	1.54
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.83	0.33	0.30	0.37	0.43	12	13	10	9	1.38
	601778.SH	晶科科技	增持	2.88	0.11	0.14	0.21	0.21	26	21	14	14	0.67
	000862.SZ	银星能源	增持	5.32	0.20	0.27	0.34	0.42	26	20	16	13	1.12
核电	600310.SH	广西能源	买入	4.58	0.00	0.13	0.27	0.43	-	35	17	11	1.98
	601985.SH	中国核电	买入	9.40	0.55	0.56	0.59	0.61	17	17	16	15	1.77
	003816.SZ	中国广核	买入	3.65	0.21	0.24	0.25	0.26	17	15	15	14	1.56
水电	600900.SH	长江电力	买入	27.40	1.11	1.33	1.46	1.53	25	21	19	18	3.25
	600025.SH	华能水电	买入	8.78	0.40	0.47	0.51	0.53	22	19	17	17	2.73
	600886.SH	国投电力	买入	14.41	0.88	1.00	1.12	1.2	16	14	13	12	1.82
	600674.SH	川投能源	买入	15.51	0.99	1.05	1.11	1.15	16	15	14	13	1.80
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.47	0.14	0.28	0.38	0.39	45	23	17	17	3.13
	002039.SZ	黔源电力	买入	16.05	0.62	0.71	1.19	1.26	26	23	13	13	1.75
综合能源服务	003035.SZ	南网能源		4.34	0.08	-0.02	0.14	0.18	54	(289)	32	25	2.40
	600116.SH	三峡水利		6.81	0.27	0.31	0.41	0.48	25	22	17	14	1.17
	600509.SH	天富能源	买入	6.57	0.34	0.44	0.54	0.61	19	15	12	11	1.18

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 1.1; (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。

附表 2: 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 (lf)
				2025/3/21	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
水务	0855.HK	中国水务		6.24	1.14	0.85	0.93	0.92	5.5	7.3	6.7	6.8	0.75		
	0371.HK	北控水务集团		2.10	0.18	0.20	0.22	0.24	11.5	10.7	9.7	8.9	0.74		
	0270.HK	粤海投资		6.14	0.48	0.59	0.63	0.66	12.9	10.4	9.7	9.4	0.93		
	000598.SZ	兴蓉环境		6.74	0.62	0.67	0.84		10.9	10.1	8.0		1.11		
	601158.SH	重庆水务		4.85	0.23	0.18	0.19	0.20	21.1	27.6	25.9	24.8	1.37		
	600461.SH	洪城环境		8.82	0.99	0.90	0.95	1.00	8.9	9.8	9.3	8.8	1.26		
	600008.SH	首创环保		3.11	0.22	0.48	0.26	0.28	14.2	6.5	12.1	11.3	1.06		
	000685.SZ	中山公用		9.02	0.66	0.85	0.99	1.12	13.7	10.6	9.1	8.1	0.80		
	301127.SZ	天源环保		17.80	0.69	0.57	1.01	1.17	25.8	31.2	17.6	15.2	3.67		
	688156.SH	路德环境		13.14	0.28	(0.57)	0.44	0.79	46.9	-23.1	30.0	16.7	1.59		
	688466.SH	金科环境		16.80	0.58	0.58	1.21	1.50	29.0	29.0	13.9	11.2	1.90		
	0257.HK	光大环境	买入	3.43	0.72	0.67	0.70	0.73	4.8	5.1	4.9	4.7	0.42		
	0586.HK	海螺创业		7.15	1.36				5.3				0.27		
	301109.SZ	军信股份		21.02	1.25	0.94	1.33	1.43	16.8	22.4	15.8	14.7	1.59		
	601330.SH	绿色动力		6.58	0.45	0.46	0.50	0.55	14.6	14.3	13.1	12.1	1.18		
固废	600323.SH	瀚蓝环境		22.58	1.75	2.06	2.20	2.39	12.9	11.0	10.3	9.4	1.40		
	000885.SZ	城发环境		13.14	1.67	1.65	1.78	1.90	7.8	8.0	7.4	6.9	1.03		
	002034.SZ	旺能环境		19.30	1.40	1.48	1.66	1.77	13.8	13.1	11.6	10.9	1.26		
	002266.SZ	浙富控股		3.41	0.19	0.17	0.19	0.26	17.9	19.6	17.7	13.1	1.59		
	601827.SH	三峰环境		8.46	0.69	0.76	0.83	0.90	12.3	11.2	10.2	9.4	1.28		
	603568.SH	伟明环保		21.61	1.21	1.62	2.05	2.50	17.9	13.3	10.6	8.6	2.93		
	603588.SH	高能环境		6.22	0.33	0.32	0.62	0.61	18.8	19.7	10.1	10.2	1.05		
	000035.SZ	中国天楹		4.98	0.14	0.32	0.67	0.80	35.6	15.4	7.4	6.3	1.15		
	601033.SH	永兴股份		14.96	0.98	0.87	1.01	1.14	15.3	17.2	14.9	13.2	1.30		
	301175.SZ	中科环保	增持	5.60	0.18	0.22	0.26	0.31	31.1	25.5	21.5	18.1	2.30		
	601200.SH	上海环境		8.36	0.49	0.43			17.2				1.01		
	603686.SH	福龙马		13.97	0.56	0.37	0.51	0.63	24.9	37.4	27.6	22.2	1.75		
	688480.SH	赛恩斯		33.67	0.95	2.01	2.40	2.93	35.4	16.8	14.0	11.5	2.97		
	603822.SH	嘉澳环保		60.09	0.03	(1.90)	3.18	4.66	2225.6	-31.6	18.9	12.9	5.17		
	碳减排	688196.SH	卓越新能		42.19	0.66	1.31	2.55	3.82	63.9	32.2	16.6	11.0	1.81	
000803.SZ		山高环能		5.82	0.02	0.02	0.18	0.26	291.0	274.5	33.0	22.3	1.95		

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

附表 3: 燃气重点公司估值表 (元, 元/股)

代码	简称	评级	收盘价	EPS				PE				PB
			2025/3/21	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
0003.HK	香港中华煤气		6.61	0.33	0.28	0.36	0.37	20.3	23.3	18.4	17.6	2.02
0384.HK	中国燃气		7.13	0.59	0.53	0.72	0.80	12.1	13.3	10.0	8.9	0.64
1083.HK	港华智慧能源		3.49	0.42	0.44	0.44	0.49	8.3	8.0	7.9	7.1	0.48

2688.HK	新奥能源		59.45	6.67	6.17	7.39	8.15	8.9	9.6	8.0	7.3	1.25
0135.HK	昆仑能源		8.14	0.72	0.71	0.85	0.91	11.2	11.5	9.6	8.9	0.96
1193.HK	华润燃气	买入	28.55	2.30	2.40	2.67	2.92	12.4	11.9	10.7	9.8	1.46
603689.SH	皖天然气	买入	8.72	0.72	0.77	0.91	1.05	12.1	11.3	9.6	8.3	1.29
601139.SH	深圳燃气	买入	6.70	0.50	0.51	0.57	0.63	13.4	13.1	11.8	10.6	1.25
605368.SH	蓝天燃气		10.65	0.88	0.82	0.94	0.96	12.1	13.0	11.4	11.1	2.11
002911.SZ	佛燃能源		11.12	0.83	0.61	0.89	1.00	13.4	18.2	12.5	11.2	3.40
600803.SH	新奥股份		19.65	2.30	1.87	2.32	2.63	8.5	10.5	8.5	7.5	2.77
603393.SH	新天然气		29.79	2.47	3.07	4.04	4.75	12.1	9.7	7.4	6.3	1.52
600256.SH	广汇能源		6.50	0.80	0.61	0.95	1.12	8.2	10.7	6.9	5.8	1.52
605090.SH	九丰能源		26.08	2.11	2.61	3.07	3.50	12.4	10.0	8.5	7.4	1.87

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。盈利预测来自wind一致预期，预计股息率假设各公司分红率维持2023年水平。

附表4：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)
				2025/3/21	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
电力信息化	600131.SH	国网信通		19.47	0.69	0.76	0.91	1.04	28	26	21	19	3.67	
	000682.SZ	东方电子		10.16	0.40	0.50	0.61	0.74	25	20	17	14	2.81	
	002322.SZ	理工能科	买入	14.34	0.65	0.79	1.13	1.37	22	18	13	10	1.87	
	300682.SZ	朗新集团		13.24	0.56	0.52	0.63	0.77	24	25	21	17	1.89	
	301162.SZ	国能日新	增持	47.48	0.85	0.95	1.31	1.63	56	50	36	29	4.22	
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	15.15	1.14	1.15	1.56	1.75	13	13	10	9	1.23	
	601727.SH	上海电气		7.94	0.02	0.04	2.56	2.75	441	184	3	3	2.31	
	1133.HK	哈尔滨电气		4.06	0.35	0.51	0.77	0.90	12	8	5	5	0.58	
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	25.13	1.00	1.18	1.55	1.72	25	21	16	15	2.31	
	600406.SH	国电南瑞		22.15	0.90	0.99	1.12	1.27	25	22	20	17	3.96	
	002028.SZ	思源电气		71.74	2.02	2.66	3.33	4.08	36	27	22	18	4.48	
	600312.SH	平高电气		16.42	0.60	0.89	1.13	1.34	27	18	15	12	2.20	
	601179.SH	中国西电		6.66	0.17	0.24	0.35	0.44	39	28	19	15	1.58	
	002270.SZ	华明装备	买入	15.53	0.61	2.75	0.86	0.98	25	6	18	16	4.58	
	688676.SH	金盘科技		42.78	1.18	1.26	1.89	2.39	36	34	23	18	4.40	
	688190.SH	云路股份	买入	112.94	2.77	3.08	3.51	4.19	41	37	32	27	5.41	
	301291.SZ	明阳电气		47.10	1.82	2.08	2.71	3.35	26	23	17	14	3.31	
	300001.SZ	特锐德		25.19	0.48	0.77	1.07	1.38	52	33	24	18	3.85	
603556.SH	海兴电力		32.91	2.02	2.45	2.96	3.57	16	13	11	9	2.34		
氢能及储能	688248.SH	南网科技		31.91	0.50	0.77	1.11	1.50	64	42	29	21	6.03	
	688411.SH	海博思创		82.22	4.34	3.40	4.83	6.64	19	24	17	12	4.10	
	600475.SH	华光环能	买入	9.17	0.79	0.90	1.01	1.08	12	10	9	8	1.04	

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

附表 5：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)
				2025/3/21	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
风电整机	2208.HK	金风科技	买入	5.79	0.32	0.41	0.60	0.77	18	14	10	8	0.60	
	002202.SZ	金风科技		9.67	0.32	0.58	0.73	0.87	30	17	13	11	1.11	
	688349.SH	三一重能		29.29	1.68	1.54	2.08	2.45	17	19	14	12	2.61	
	601615.SH	明阳智能		12.05	0.16	0.46	1.18	1.55	75	26	10	8	1.01	
	300772.SZ	运达股份		13.23	0.60	0.58	0.96	1.30	22	23	14	10	1.69	
海缆	603606.SH	东方电缆	买入	50.79	1.45	174	2.56	3.18	35	29	20	16	5.05	
	600522.SH	中天科技		15.77	0.91	0.98	1.22	1.42	17	16	13	11	1.54	
	600487.SH	亨通光电		17.59	0.87	1.14	1.39	1.62	20	15	13	11	1.53	
	600973.SH	宝胜股份		5.25	0.02	-0.22	0.07	0.09	263	-24	78	56	2.11	
管桩	002531.SZ	天顺风能		7.86	0.44	0.13	0.70	0.92	18	63	11	9	1.56	
	300129.SZ	泰胜风能		7.83	0.31	0.43	0.64	0.90	25	18	12	9	1.66	
	002487.SZ	大金重工		23.56	0.67	0.75	1.25	1.81	35	31	19	13	2.12	
	301155.SZ	海力风电		67.38	-0.41	0.62	3.52	4.56	-164	109	19	15	2.68	
叶片	002080.SZ	中材科技		15.23	1.33	0.53	0.87	1.10	11	29	18	14	1.38	
	600458.SH	时代新材		14.04	0.48	0.58	0.88	1.08	29	24	16	13	1.93	
其他零部件	300443.SZ	金雷股份		23.19	1.40	0.91	1.60	2.18	17	26	15	11	1.23	
	603218.SH	日月股份		13.34	0.47	0.62	0.79	0.92	28	21	17	15	1.37	
	688186.SH	广大特材		23.70	0.51	0.56	1.18	1.54	46	42	20	15	1.51	
	300850.SZ	新强联		28.76	1.12	0.07	1.14	1.42	26	404	25	20	2.13	

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

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。