

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	3.60
总股本/流通股本(亿股)	52.19 / 48.97
总市值/流通市值(亿元)	188 / 176
52周内最高/最低价	4.47 / 2.70
资产负债率(%)	53.4%
市盈率	18.95
第一大股东	桐庐源桐实业有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaiibo@cnpsec.com

浙富控股(002266)

充分受益抽蓄和核电行业景气度，危废资源化业务有望受益 8 部门三年专项行动

● 投资要点

公司是中国三大水电设备制造商之一和最大的民营清洁能源装备制造企业、国内最大的危废环保处理的上市企业、“华龙一号”核反应堆控制棒驱动机构及四代核电快堆核主泵供应商。

从生产小型水电设备的“三产公司”起家，扎根实业，2020 年进入危废处置和资源化领域，稳健的现金流为水电设备和核电设备业务提供了研发强度支持，2024 年研发费用 9.4 亿元（2019 年为 0.5 亿元），水电设备 700-800m 水头水轮机、高功率抽蓄机组等等均可制造，同时核电设备业务已承接和交付了国内外 17 座“华龙一号”核电机组的控制棒驱动机构设备合同。

● 抽蓄和核电行业景气度持续提升，雅下工程提供额外增量

从新型电力系统整体的角度来看抽蓄和核电。1) 1W 抽蓄可支持 3-5W 新能源消纳，同时抽蓄是一种经过时间验证的成熟的大规模长时储能方式，2022 年全国新核准抽蓄电站 48 座，核准总装机规模 6890 万千瓦，年度核准规模超过之前 50 年投产总规模。截至 2024 年底，核准在建的抽蓄电站规模 2 亿千瓦。2) 全球核电复苏，核电是清洁的基荷电力，《三倍核能宣言》得到进一步支持，核能投资需要达到 1500 亿美元，2023 年为 650 亿美元。

从逆周期调节和扶贫角度看，抽蓄、核电和大型水电（雅下工程）均具有此作用，因此建设景气度有望进一步提升。

● 8 部门联合开展全国非法倾倒处置固体废物专项整治行动

2025 年 6 月 25 日，经国务院同意，生态环境部、最高法、最高检等 8 部门联合启动全国非法倾倒处置固体废物专项整治行动，计划用 3 年左右时间，在全国范围内开展集中整治，遏制非法转移倾倒处置固体废物高发态势。

危废产生量持续增加，同时行业集中度提升。2022-2024 年危废产生量 CAGR 为 14.0%；2022 和 2023 年持有危废经营许可证的单位分别为 0.6、0.36 万家。

公司的第二大股东在金昌持续开拓，有利于公司的原材料供应。浙江工企在 2025 年 3 月与金昌市政府达成战略意向，计划在铂族金属精深加工领域开展合作，同时，甘肃叶林位于中国镍都——甘肃金昌市，其地同时还伴生铂、钨、钼等近 20 种有价值元素。

● 盈利预测与评级

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 216.1/223.7/232.0 亿元，归母净利润分别为 12.7/15.9/20.1 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 25.7%，以当前总股本 52.2 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.24/0.30/0.38

元。公司 2025 年 8 月 26 日股价对 2025-2027 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 15/12/10 倍。参考可比公司估值，考虑到公司的设备板块充分受益抽蓄和核电景气度提升，叠加雅下水电站的开工建设，同时危废回收资源化业务盈利有望迎来改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

抽蓄、核电行业投资不及预期的风险；雅下工程的建设速度不及预期的风险；原材料价格的波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20912	21609	22374	23204
增长率(%)	10.35	3.33	3.54	3.71
EBITDA（百万元）	1712.26	2155.81	2584.51	3085.60
归属母公司净利润（百万元）	971.49	1269.34	1589.70	2006.34
增长率(%)	-5.28	30.66	25.24	26.21
EPS（元/股）	0.19	0.24	0.30	0.38
市盈率（P/E）	19.88	15.21	12.15	9.63
市净率（P/B）	1.71	1.58	1.45	1.30
EV/EBITDA	9.27	9.08	6.86	5.10

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	水电设备起家，扎根实业，产业报国.....	6
1.1	从小型水电设备制造商成长为大型水电、核电设备和危废处置的综合集团.....	6
1.2	清洁装备业务盈利持续提升，危废处置行业盈利有望提升.....	8
1.3	产品技术持续升级，订单持续增长.....	11
2	从新型电力系统安全角度分析水电（抽蓄）和核能产业的景气度.....	13
2.1	全球风光发电占比进入 15%时代（新型电力系统的不可三角愈发凸显）.....	13
2.2	抽蓄是电网安全+新能源消纳的有效途径之一.....	15
2.3	核电是低碳基荷电力的有效选择.....	16
2.4	大型水电、抽蓄、核电都具有逆周期调节属性.....	18
3	如何看待危废处置+资源回收产业？.....	19
3.1	8 部门开展 3 年行动遏制非法转移倾倒处置固体废物高发态势.....	19
3.2	公司聚焦危废深度资源化，有望依靠“小金属”提升盈利.....	21
4	盈利预测与投资评级.....	23
4.1	核心假设.....	23
4.2	主要财务数据预测.....	24
4.3	估值与评级.....	24
5	风险因素.....	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司的多元化和国际化历程.....	7
图表 3: 公司主要产品和服务.....	7
图表 4: 公司的股权结构及业务布局（截止 2025 年 7 月 25 日）.....	8
图表 5: 公司营收及增速.....	8
图表 6: 公司归母净利润及增速.....	8
图表 7: 公司期间费用率（%）.....	9
图表 8: 公司盈利能力（%）.....	9
图表 9: 公司分业务营收占比（%）.....	9
图表 10: 公司分业务历年毛利（百万元）.....	9
图表 11: 公司分业务毛利占比（%）.....	10
图表 12: 公司分业务毛利率（%）.....	10
图表 13: 浙富水电经营情况（亿元）.....	10
图表 14: 华都核电经营情况（亿元）.....	10
图表 15: 公司存货周转率.....	10
图表 16: 公司应收账款周转率.....	10
图表 17: 公司负债率.....	11
图表 18: 公司经营活动现金净流量.....	11
图表 19: 公司研发投入情况.....	11
图表 20: 公司研发人员数量及占比.....	11
图表 21: 公司在水电和核电设备方面的研发情况.....	12
图表 22: 公司 2022-2024 年中标情况（万元）.....	13
图表 23: 新签水电合同及增速（亿元）.....	13
图表 24: 新签核电订单情况（亿元）.....	13
图表 25: 2010-2024 年全球、中美欧及越南的风光发电量占比清理.....	14
图表 26: 2025 年全球大停电事件.....	14
图表 27: 电力系统目前常见调节手段对比.....	15
图表 28: 中国抽蓄近年的核准情况.....	15
图表 29: 2024 年全球发电比例.....	16
图表 30: 2024 年中国发电比例.....	16
图表 31: 2017-2024 年全球新建核电站的设计国.....	17
图表 32: 欧盟、美国、印度、越南的核电政策.....	17
图表 33: 中国历年核电核准情况（台）.....	18
图表 34: 中国历年水电新增装机容量（含抽蓄）.....	18
图表 35: 抽水蓄能运营装机容量及预测.....	18

图表 36: 抽水蓄能工程施工实际平均工期统计表	19
图表 37: 2023 年全国 31 省（区、市）危险废物产生量（基于 313 个城市）	20
图表 38: 2023 年全国各城市危险废物产生量（基于 313 个城市）	20
图表 39: 2024 年各省份和新疆生产建设兵团危废利用处置情况	20
图表 40: 2022-2024 年中国的危废处置情况	20
图表 41: 资源化产品和危废处置费的营收情况（亿元）	21
图表 42: 资源化产品和危废处置费的毛利率（%）	21
图表 43: 公司的危废资源化业务	21
图表 44: 公司 2020-2024 年重大关联交易	22
图表 45: 伦敦战略金属市场铂、钨、铑、铱的现货价（美元/g）	22
图表 46: 公司 2020-2024 年深度资源化的产销量	23
图表 47: 分业务假设（百万元）	24
图表 48: 估值与评级（收盘价和 EPS 单位：元/股）	25

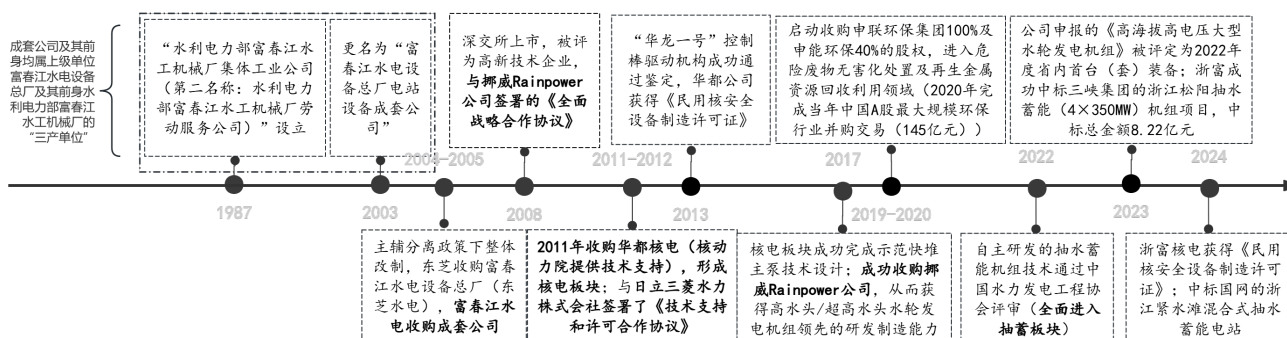
1 水电设备起家，扎根实业，产业报国

1.1 从小型水电设备制造商成长为大型水电、核电设备和危废处置的综合集团

公司是中国三大水电设备制造商之一和最大的民营清洁能源装备制造企业、国内最大的危废环保处理的上市企业、“华龙一号”核反应堆控制棒驱动机构及四代核电快堆核主泵供应商。公司起源于1987年的水利电力部富春江水工机械厂集体工业公司（“三产单位”），2003年更名为“成套公司”，2004-2005年主辅分离下整体改制，东芝收购富春江水电设备总厂（东芝水电），富春江水电收购成套公司（2006年之前主要生产小型水电设备），2008年深交所上市，2011年收购华都核电进入核电板块，2013年“华龙一号”控制棒驱动机构成功通过鉴定，2017年完成示范快堆主泵技术设计，成功收购挪威Rainpower公司，获得高水头/超高水头水轮发电机组领先的研制能力，2019年启动收购申联集团等，进入危废处置和金属回收利用领域，2022年自主研发的抽水蓄能机组技术通过中国水力发电工程协会评审（全面进入抽蓄行业），2023和2024年分别中标浙江松阳抽水蓄能项目。

公司水电设备业务的技术提升来自2个方面，技术引进和自研，公司的环保业务的稳健的现金流为水电、核电设备（已承接和交付了国内外17座“华龙一号”核电机组的控制棒驱动机构设备合同）提供了必要的研发强度。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书、公司官网、公司2010-2024年年报，中邮证券研究所

水电设备行业具有周期性特点，因此寻找第二增长曲线是必须的，但公司的多元化和国际化之路并非一帆风顺。

1. 多元化方面：2011年公司进入特种电机和核电业务，但由于2012年福岛核电站事件和中小水电业务竞争激烈，新业务短期无法提供助力；2013年开始进入石油开发（加拿大地区）以及互联网+传媒领域，2014年由梦响强音总经理王磊担任公司总经理（2015年离职），其中，加拿大石油主要是油砂，开采成本相对较高，业绩主要受当地石油价格影响，互联网和传媒领域和设备主业无协同，后续主要是参股。2014年进入节能领域，和传统业务的水泵、电机业务可以协同，由于环保政策收紧，上游客户减少，2017年退出该领域。2015年进入互联网金融行业，2016年退出。2020年公司是从小机械加工的废料回收角度切入环保危废行业，提供了稳定的现金流，支持了设备业务的研发强度。

2. 国际化：1) 直接出海，2011年设立浙富水电国际，2014年取得乌干达、老挝和土耳其3个国家订单；2) 借船出海，与中电建等合作，带动了公司产品在老挝、塔吉克斯坦、阿根廷等国家的应用；3) 2016年投资印尼巴丹图鲁河项目（印尼的“三峡工程”），获得相应订单。

图表2: 公司的多元化和国际化历程

多元化领域	具体举措	多元化的成效
特种电机	2011 年收购临海电机，2021 年转让	和中小水电业务协同，但行业竞争激烈
核电设备	2011 年收购华都核电	核电是未来基荷电源的有效形式，2012 年福岛事件对核电业务造成一定影响，2014 年获得国内国外两个控制棒驱动机构订单
石油天然气开采	2013 年设立 AscenSun Oil and Gas Ltd.，收购加拿大阿尔伯特省油气田资产	2016-2018 年单桶成本为 248、272、322 元（还取决于美加输油管道的建设）
互联网领域	2013 年 7.6 亿收购二三四五 38%股权，2019 年开始逐步转让	对互联网领域的初步布局
传媒领域	2014 年收购梦响强音 40%股权，2015 年出售梦响强音 40%股权，以 3 亿元投资入股灿星文化 6.0698%的股权	2014 年由梦响强音总经理王磊担任公司总经理，2015 年离职
节能领域	2014 年收购西安格睿，2017 年转让	可以和临海电机等形成协同（提供水泵、电机等产品）
互联网汽车金融	2015 年设立杭州车猫，2016 年转让	
危废处置和金属回收	2020 年收购申联环保集团等	公司是从机械加工的废料回收角度切入环保危废行业，提供了稳定的现金流，支持了设备业务的研发强度
出海与国际化	具体举措	出海成效
直接出海	2011 年设立浙富水电国际，2014 年取得乌干达、老挝和土耳其 3 个国家订单	
借船出海	与中国电力建设股份有限公司等合作	带动了公司产品在老挝、塔吉克斯坦、阿根廷等国家的应用
投资水电站	2016 年浙富水电国际改为亚洲清洁能源，2016 年以现金收购 DHN 9.55%并实现间接持有 NSHE 51%股权，取得印尼巴丹图鲁河流域上的水电站项目（印尼的“三峡项目”），2021 年出售该项目股权	获得相应水电站设备订单

资料来源：公司 2010-2021 年年报，2017-2018 年年报问询函，中国电建，中邮证券研究所

公司目前主要产品和服务是大中型水轮发电机组的研制、核控制棒、危废处置和资源化。

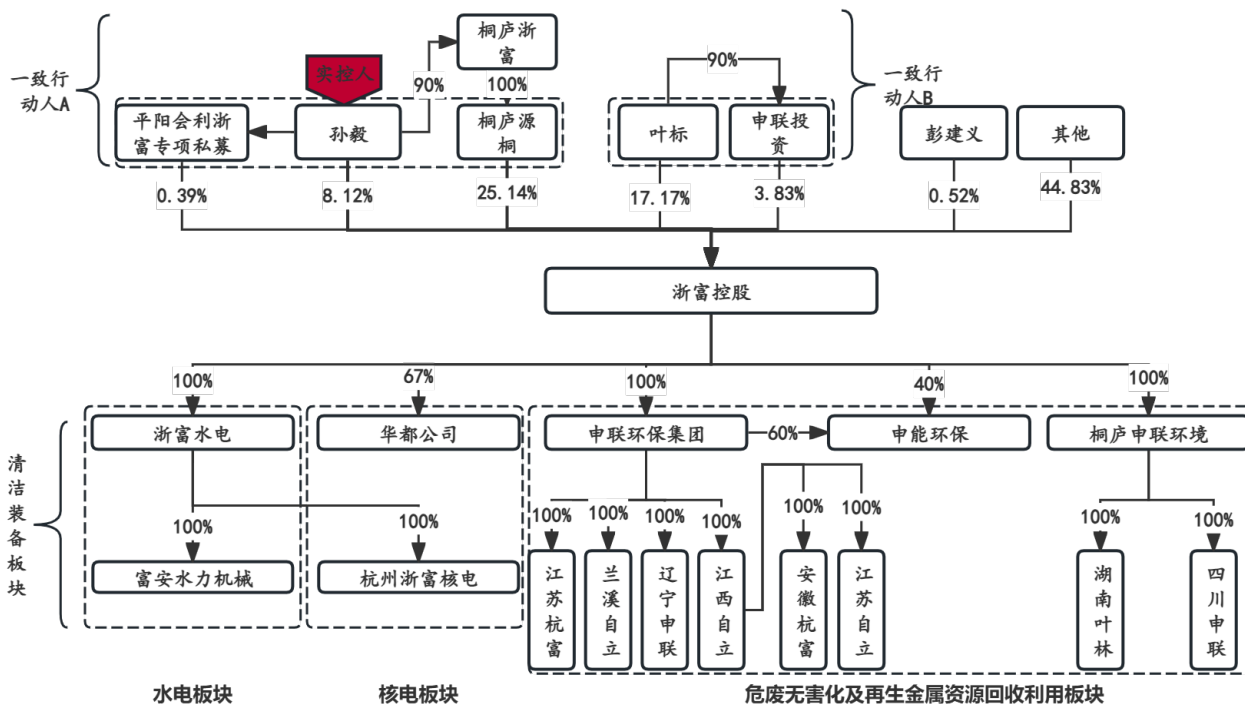
图表3：公司主要产品和服务



资料来源：公司 2024 年 ESG 报告，中邮证券研究所

截至 2025 年 7 月 25 日，公司控股股东是桐庐源桐，持股 25.14%，实际控制人是孙毅，桐庐源桐及平阳会利浙富专项私募是其一致行动人，三者合计持有股份 33.65%。

图表4：公司的股权结构及业务布局（截止 2025 年 7 月 25 日）

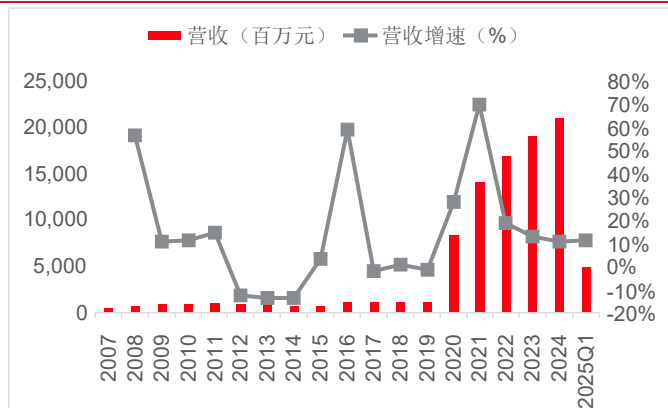


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 清洁装备业务盈利持续提升，危废处置行业盈利有望提升

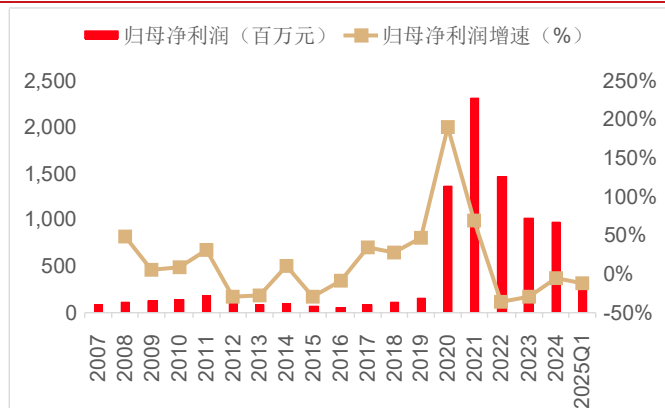
业绩短期有所下滑，主要受危废处置行业竞争加剧。2024 年公司营收和归母净利润分别为 209.1、9.7 亿元，同比分别+10.3%、-5.3%；2025Q1 公司营收 49.4 亿元，同环比分别为 +10.9%/ -12.7%，归母净利润 2.7 亿元，同环比分别为 -12.7%/ +38.3%，主要危废处置行业产能过剩，竞争加剧导致盈利承压。

图表5：公司营收及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：公司归母净利润及增速

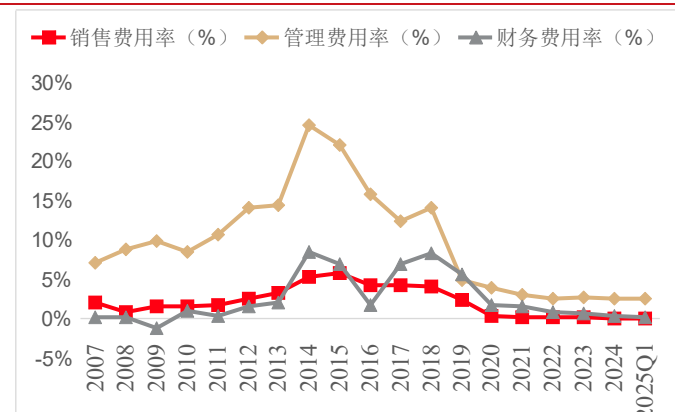


资料来源：iFind，中邮证券研究所

期间费用率稳定。2025Q1 公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.1%、2.6%、0.2%、3.7%，同比分别-0.1、-0.1、-0.3、-0.9pct。

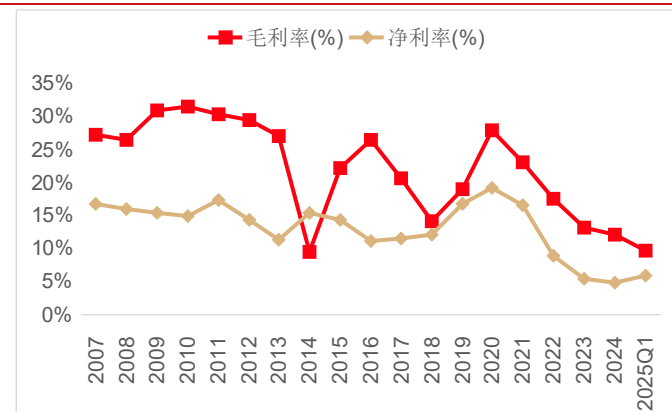
盈利能力有望提升。2025Q1 公司毛利率和净利率分别为 9.6%和 5.8%，同比分别+0.8、-1.2pcts。

图表7：公司期间费用率（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

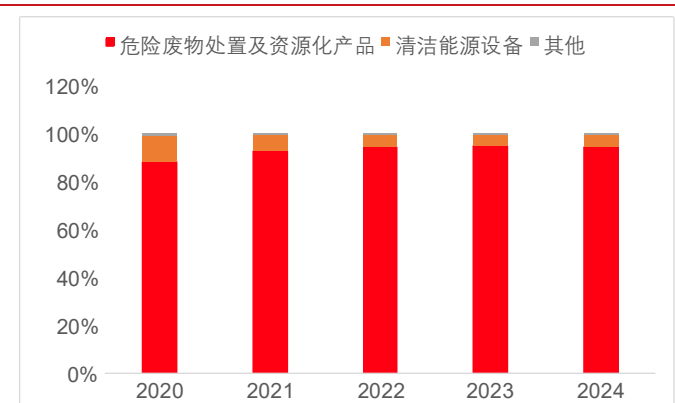
图表8：公司盈利能力（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

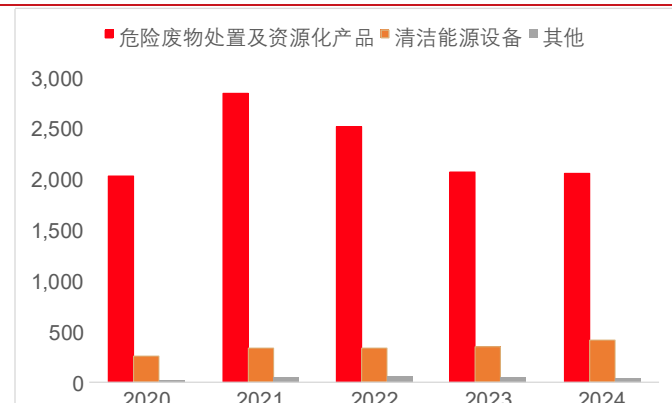
产品营收端：危废处置及资源化业务是公司的营收主力，2024 年该业务营收占比为 94.6%。

图表9：公司分业务营收占比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

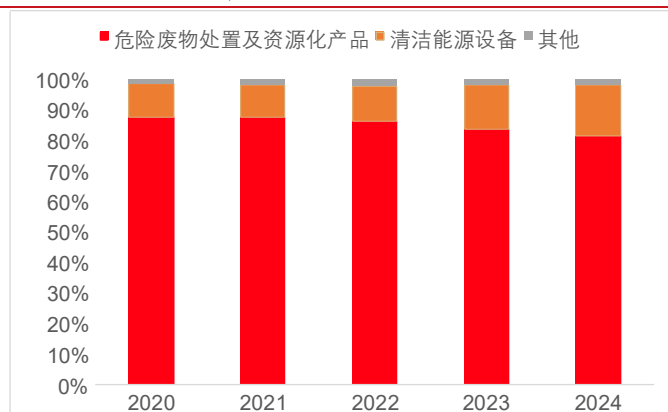
图表10：公司分业务历年毛利（百万元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

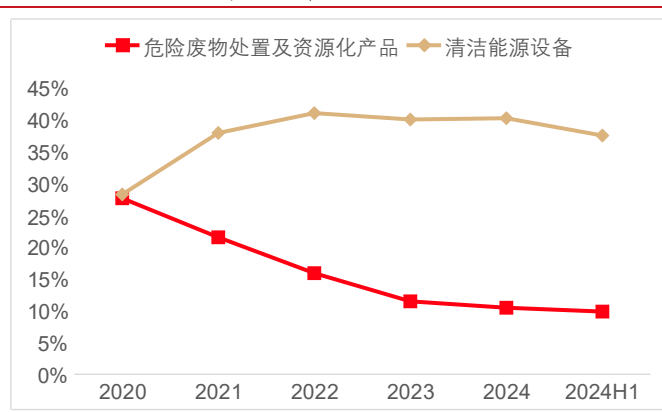
产品盈利端：危废处置及资源化业务是毛利主体，但清洁能源设备板块毛利率持续提升，其毛利占比逐步提升，2024 年危废处置及资源化业务和清洁能源设备业务的毛利占比分别为 81.5%、16.8%，2024 年危废处置及资源化和清洁能源设备业务的毛利率分别为 10.4%、40.1%。

图表11：公司分业务毛利占比（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

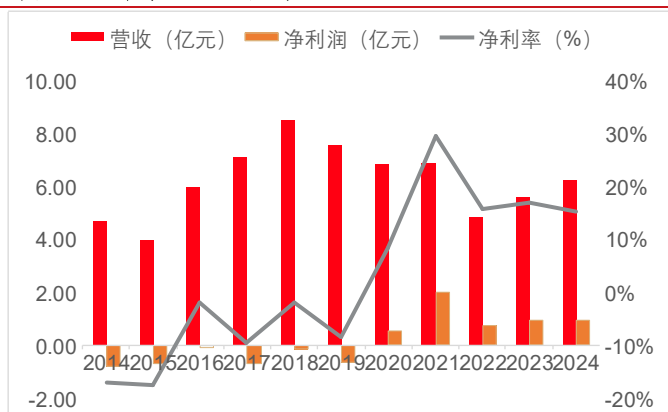
图表12：公司分业务毛利率（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

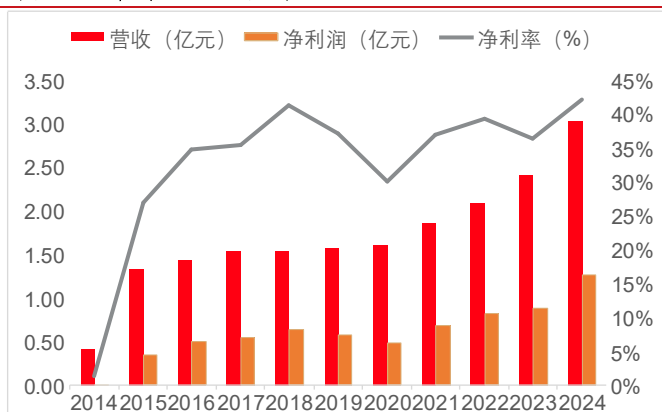
浙富水电的盈利能力提升，华都核电的营收稳步提升，且净利率维持高水平。2024 年浙富水电和华都核电的净利率分别为 15.1%和 42.1%。

图表13：浙富水电经营情况（亿元）



资料来源：公司 2014-2024 年年报，中邮证券研究所

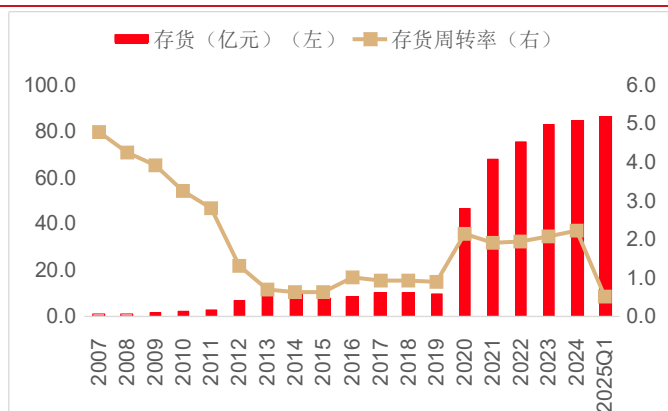
图表14：华都核电经营情况（亿元）



资料来源：公司 2014-2024 年年报，中邮证券研究所

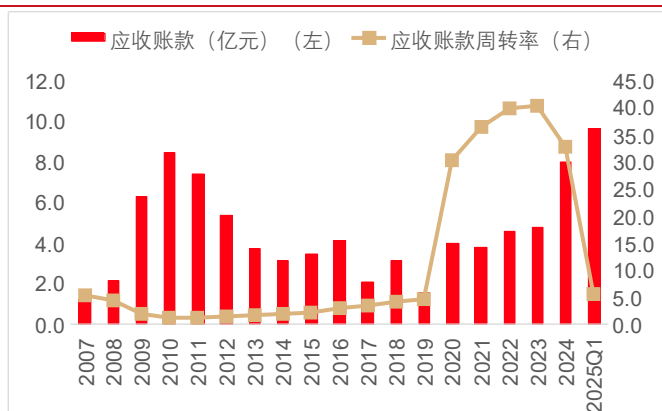
存货周转率与应收账款周转整体稳定。存货方面，2025Q1 公司存货规模为 86.0 亿，同比增长 1.0%；应收账款方面，2024 年公司应收账款 9.7 亿，同比增长 40.0%。

图表15：公司存货周转率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：公司应收账款周转率

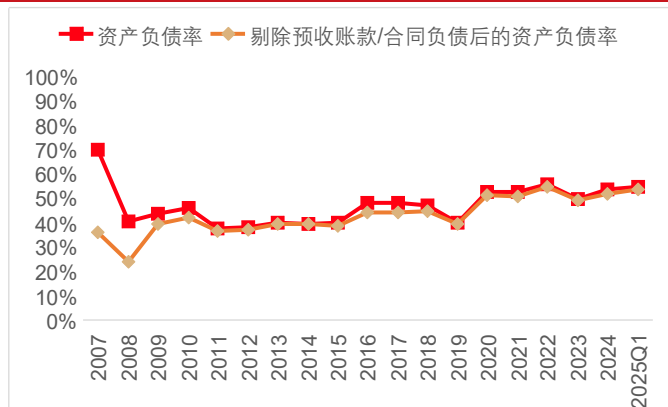


资料来源：iFind，中邮证券研究所

低资产负债率有助于公司长期稳健经营。截至 2025Q1，公司资产负债率为 54.6%，剔除预收账款/合同负债后的资产负债率为 53.4%，整体财务风险处于较低水平。

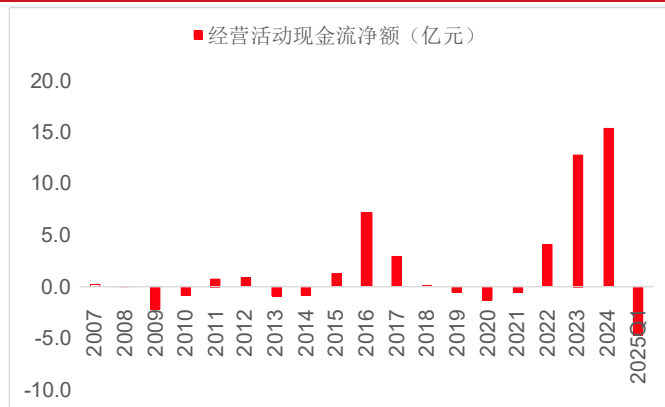
2025Q1，公司经营活动现金净流量为-4.7 亿元，去年同期为-2.4 亿元，主要系套期保值业务保证金同比增加等综合影响所致。

图表17：公司负债率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

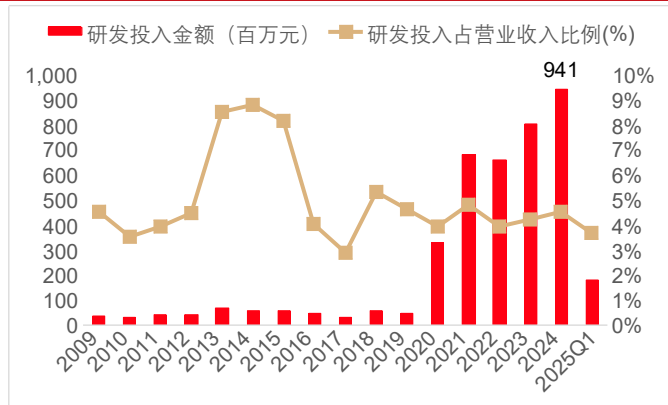
图表18：公司经营活动现金净流量



资料来源：iFind，中邮证券研究所

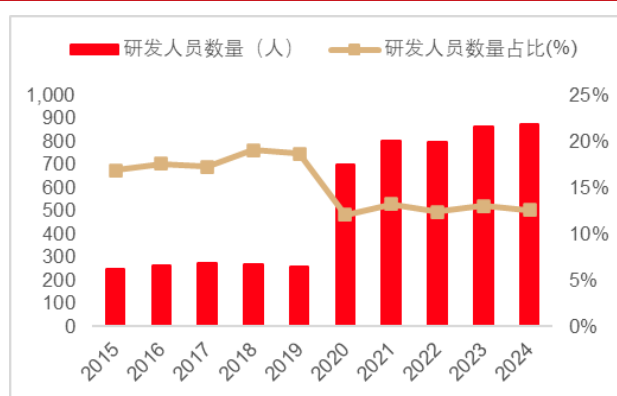
公司持续进行研发投入，以研发驱动创新。公司 2009-2024 年研发投入 CAGR 为 23.9%，2015-2024 年研发人员数量占员工比例超 12%。从 2020 年开始，公司的研发投入大幅提升，2024 年研发投入 941 万元；2025Q1 研发投入为 1.8 亿，研发投入占营收比为 3.7%，持续的研发投入和稳定的研发团队有助于公司保持核心技术优势。

图表19：公司研发投入情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表20：公司研发人员数量及占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 产品技术持续升级，订单持续增长

公司持续提升设备技术能力，技术指标的提升有助于增强订单的获取能力。在水电设备方面，主要进一步提升抽蓄设备的关键零件技术和 700~800m 冲击式水轮机（可用于高落差的西藏地区水电）；核电方面，进一步升级控制棒驱动机构。

在核电领域中，华都公司具有各种类型核反应堆及大型商用核电站所需控制棒驱动机构的研制与批产能力，已承接和交付了国内外 17 座“华龙一号”核电机组的控制棒驱动机构设备合同，成为引领行业技术发展的先行者；同时还承担了新一代钠冷快堆、钍基熔盐堆、浮动

堆、各类军堆所需控制棒驱动机构的研制与生产任务，是目前国内研制控制棒驱动机构种类最多的企业。

图表21：公司在水电和核电设备方面的研发情况

主要研发项目名称	项目进展	拟达到的目标
700~800m 冲击式转轮研发	已结束	掌握 700~800m 冲击式水轮机的水力设计开发技术，研发出水力性能较为优良的冲击式水轮机模型。
双向旋转可倾瓦推力轴承研究开发	进行中	掌握双向旋转推力轴承支撑方式的选择，双向旋转推力轴承的计算与开发，双向旋转推力轴承的相关实验等。
14 极 4 支路新型绕组接线方式的试验研究	已结束	通过研制等效电磁试验样机及试验平台，并对试验样机的电势差、谐波含量、支路环流、振动等进行测量分析，达到验证该新型接线方式正确性和工程可实施性的目的。
混流式水轮机压力脉动的抑制装置	已结束	解决混流式水轮机压力脉动影响机组稳定运行的问题，从而扩大混流式水轮发电机组的稳定运行区，甚至扩大到 0-100%出力范围。
抽水蓄能电站进水球阀设计研究	已结束	掌握目前主流的大小瓣分瓣阀体和整体焊接阀体两种进水球阀结构，攻克整体焊接结构的分瓣焊缝、焊接变形控制以及金加工形位公差控制等设计研究难题，满足不同客户对不同球阀结构的要求。
进水球阀控制系统	已结束	在进水球阀控制系统的设计和制造方面进行深入研究，掌握关键技术，提供运行可靠、性能优良、功能完备、性价比较高的进水阀控制系统技术方案。
350MW 抽水蓄能转子磁极研发	已结束	通过对抽蓄磁极的研发和制造，积累技术经验，完善工艺路线以及工装模具的设计，使之广泛应用于大容量、高水头、高转速的抽水蓄能机组上。
低水头大流量水泵及水轮发电机组关键技术-低水头大容量水泵水轮发电机组关键技术及应用	进行中	完成抽水蓄能机组、生态环保型水轮发电机组、水泵机组的研发，握关键技术，主要技术指标满足预期要求，使得研发机组具备优良、稳定的性能。促进高级专业人才的培育工作，其中包括高级工程师、博士后、博士生、专业技术转移人员等人才。
发电电动机通风模型试验研究	进行中	掌握抽水蓄能发电电动机通风模型试验关键技术，通过通风模型试验验证通风结构设计的合理性，通过测量得到在发电及电动工况下的总风量、各部分的风量分配、通风损耗，并与计算数据相比较，为真机的通风优化设计提供参考。
发电电动机定子线棒试验研究	进行中	开发国内抽水蓄能机组额定电压等级最高的线棒绝缘系统，使线棒各项性能指标达到优等品标准。开发 18- 20kV 等级抽水蓄能机组定子绕组端部防晕系统，使线棒端部电位梯度分布均匀，保证机组长期运行无明显电晕放电情况。研制适合高水头（高扬程）、高转速、大容量抽水蓄能电站机组的技术性能优异的定子线棒。
三叶片灯泡贯流式水轮机的增叶片数改造研制	已结束	研制灯泡贯流式机组增容改造的新方案，将原 3 叶片转轮的灯泡贯流式水轮机通过增叶片数的改造方式，在仅需更换转轮这一关键部件及相关少量部件的条件下，达到机组增容改造目的。
海南昌江核电工程项目 3、4 号机组（华龙一号）控制棒驱动机构设备	已完成	掌握一体化密封壳关键部件制造技术、批量化耐高温线圈生产
示范快堆 2 号机组一体化扩散型氦计	已完成	取样管路结构强度显著提高，密封泄漏率不大于 1x10 ⁻⁷ Pa.m ³ /s
池式供热堆控制棒驱动机构工程样机研制	进行中	掌握新型驱动机构的结构设计、制造及试验技术

资料来源：2024 年公告，中邮证券研究所

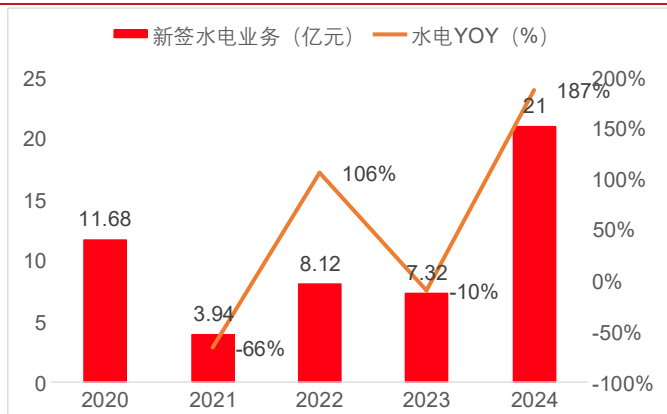
订单持续增长。公司在抽蓄方面订单持续突破，2022-2024 年，分别中标浙江富阳 80MW、浙江松阳 1400MW、浙江紧水滩 297MW 项目，2022-2024 年新签水电和核电订单合计分别为 10.7、19.6、25.2 亿元。

图表22：公司 2022-2024 年中标情况（万元）

招标项目	中标容量 (MW)	中标金额 (万元)
重庆乌江白马航电枢纽工程水轮机及其附属设备采购(第二次)招标项目	489	36390
国网 2024 年新增第十五批采购电源项目新增第二次物资招标（浙江紧水滩混合式抽蓄电站）	297	59506
湖南省资水金塘冲水库枢纽工程水轮发电机组及其附属设备	200	26501
四川雅砻江牙根一级水电站水轮发电机组及其附属设备	300	34681
几内亚阿玛利亚水电站水轮发电机组及其附属设备	300	22300
浙江松阳、安徽石台、甘肃张掖抽水蓄能电站机组及其辅助设备采购(第五、第六标段)项目	1400	82200
株洲航电(空洲水电站)扩机工程灯泡贯流式水轮发电机组及其附属设备		7980
重庆乌江白马航电枢纽工程水轮发电机组及其附属设备成套采购包二招标项目	533.4	23790
福建漳州核电厂 3、4 号机组、三门核电项目 5、6、号机组、金电项目 1、2 号机组、江苏绿能项目		102591
第 001 标段新疆公司开都河公司霍尔古吐水电站水轮发电机组及其附属设备		15300
第 001 标段大渡河枕头坝二级水电站水轮发电机组及其附属设备		36732
中核清洁能源供暖项目池内构件采购项目		11458
第 001 标段四川公司阿水公司绰斯甲水电站水轮发电机组及其附属设备		13478
杭州富阳永安 80MW 抽水蓄能电站水轮发电机组及其附属设备	80	5788

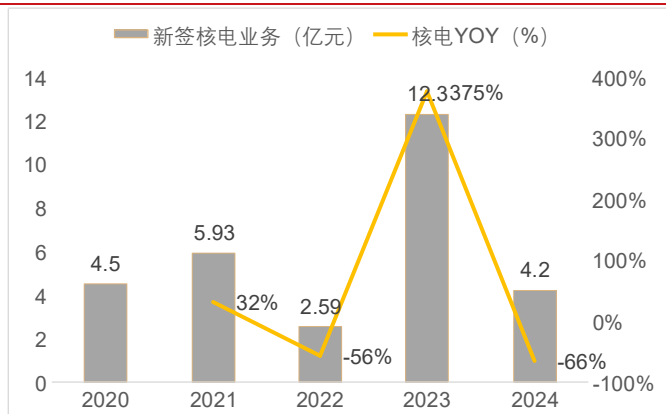
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表23：新签水电合同及增速（亿元）



资料来源：公司 2020-2024 年年报，中邮证券研究所

图表24：新签核电订单情况（亿元）



资料来源：公司 2020-2024 年年报，中邮证券研究所

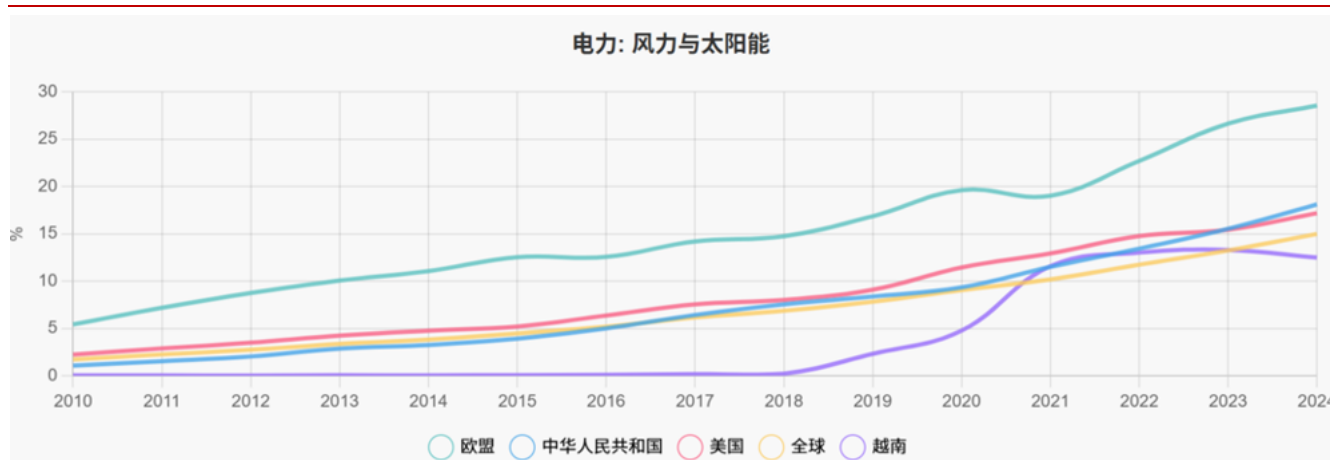
2 从新型电力系统安全角度分析水电（抽蓄）和核能产业的景气度

2.1 全球风光发电占比进入 15%时代（新型电力系统的不可三角愈发凸显）

全球进入风光发电量占比 15%时代，中国的能源转型速度持续加快。2024 年全球、中国、美国、欧盟、越南的风光发电量占比分别为 15.0%、18.1%、17.2%、28.6%、12.5%。

在“能源不可能三角”的第一性原理下，如果目标是清洁+安全的电力，那么电力价格可能面临“上涨压力”。根据国网能源研究院的《2023 年中国电源发展分析报告》和国网重庆电力公司等《新型电力系统 100 问》，“国内外普遍研究表明，新能源电量渗透率超过 15% 以后，系统成本将进入快速上涨的临界点”。

图表25：2010-2024 年全球、中美欧及越南的风光发电量占比清理



资料来源：lowcarbon，中邮证券研究所

2025 年智利和西班牙等国家发生大规模停电，高比例的新能源+低比例运营模式对电网安全形成持续的压力。

1) 供给和需求天然错配。从常识出发，新能源风光水发电资源丰富的地区，一般是不宜居，基础设施一般也相对落后，即电力供给将大于需求，中国亦是如此，西部地区具有丰富的风光资源，但负荷需求主要在东部沿海地区。

2) 转型下，电网必然走向深度互联化。风光资源的供需错配矛盾必然需要建设互联的大电网，风光发电的不确定性叠加需求的不确定加大（终端电气化程度加大），电网的安全压力不断提升。

3) 互联电网+高比例新能源情境下，可能对电网事故有放大作用。风光发电设备和终端电气都属于电力电子产品，其灵敏度高；传统的继电保护是基于同步发电机为基础的电力系统，其对深度互联电网+高比例新能源的场景应用存在一定的不确定性，一旦发生事故，若电网强度不足，可能由于高灵敏度的新能源发电和互联电网造成更快和更大规模的电力安全事故。

图表26：2025 年全球大停电事件

事件	影响	原因
20250225 智利大停电	影响 98% 以上人口，超过 1900 万人受到停电影响	智利北部地区“输电线路断联”（问题通讯模块被再次启用），南北成为 2 个电力孤岛
20250428 西班牙葡萄牙大停电	5500 万人受影响	截止 6 月 19 日，根据最新的政府事故调查报告，原因是电压骤升连锁反应和控制系统缺陷，不是网络攻击，随后电网公司发布报告，电力公司发布紧急声明，均认为自身无责，目前具体责任划分依然还在调查中

资料来源：《智利大停电-故障分析检讨报告》（智利国家电力调度中心），澎湃新闻，视知产研院，中国能源报，北极星输配电网，中邮证券研究所

备注：时间均为当地时间

2.2 抽蓄是电网安全+新能源消纳的有效途径之一

系统层面——1W 抽蓄能支撑 3-5W 新能源装机。根据水电总院院长李昇《我国抽水蓄能已实现全面国产化 装备制造技术不断突破》，发展 1 亿千瓦抽水蓄能可带动 3~5 亿千瓦新能源开发。抽蓄、燃煤、燃机、新型储能实际上是属于同一生态位的竞争，我们认为安全性是第一原则，抽蓄是一种经过时间验证的成熟的大规模长时储能方式。

图表27：电力系统目前常见调节手段对比

调节手段	煤电灵活性改造	需求侧响应	抽水蓄能	电化学储能（以锂电池为例）
技术特征	①技术成熟，已普遍应用； ②提升存量机组调峰深度，理想提升幅度约 10% ~ 20%； ③低功率运行时对机组其余调节性能的影响（一次调频和 PSS）需关注；④和煤电开机规模直接相关，在春秋季节煤电小开机方式下其释放能力有限	①目前应用程度较低； ②在市场机制健全和新型信息化水平提升后可进一步发挥作用；③通过优化低谷负荷率来缓解调峰困难	①技术成熟，已有大规模应用； ②运行年限久，一般为 40 年；③容量大，连续运行时间长，一般可达 6h； ④调峰能力强，可实现 200% 调峰能力；⑤对电网有转动惯量支撑	①目前应用程度不高，储能安全、技术标准问题需重视，大规模集中调控的模式待研究；②容量小，连续运行时间较短，目前大多数集中在 2 ~ 4h，但效果高响应速度快；③调峰能力强，可实现 200% 调峰能力；④通过技术改进可实现对电网虚拟惯量支撑
场地要求	场地无需求	场地无需求	对场地要求高，选址受水资源条件限制，后续开发难度加剧	对场地要求较低，可分散布置，可直接改变负荷特性
建设周期	周期短	周期短	周期长，短期内无法满足需求	对场地要求较低，可分散布置，可直接改变负荷特性
应用场景	保留原煤电机组各类应用场景	削峰填谷	应用场景多，除削峰填谷外，还可承担备用、调频、调相、黑启动等服务	应用场景多，除削峰填谷之外，主要可承担调频备用等服务

资料来源：《适应新型电力系统的新型调节资源体系建设》（鲁刚等），中邮证券研究所

2022 年全国新核准抽水蓄电站 48 座，核准总装机规模 6890 万千瓦，年度核准规模超过之前 50 年投产总规模。截至 2024 年底，核准在建的抽水蓄电站规模 2 亿千瓦。

根据《抽水蓄能产业发展报告 2024 年度》，2024 年对中小型抽水蓄电站选点规划完成，97 个规划推荐站点，总装机容量 2643 万千瓦，一般施工工期 3-4 年。

图表28：中国抽蓄近年的核准情况

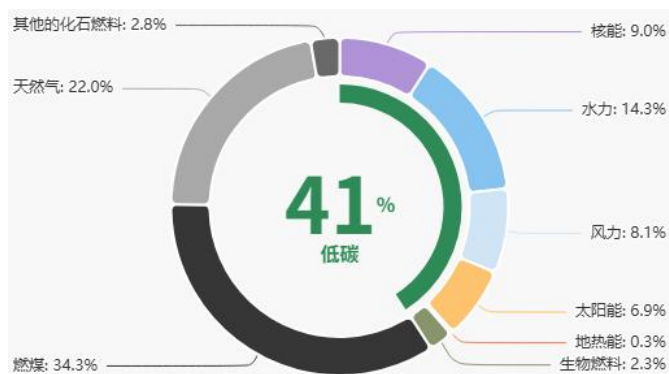
抽水蓄能前期工作		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E
个	预可行性研究			139	90	21	
亿千瓦	总装机容量			1.77	1.33	0.293	
个	可研三大专题			74			
亿千瓦	总装机容量			0.97			
个	可行性研究			35	77	32	
亿千瓦	总装机容量			0.49	1	0.41	
项目核准情况							
	新增核准电站（座）		11	48	49	23	
万千瓦	装机容量		1380	6889.6	6342	3090	4000-5000
万千瓦/座	单站容量		125	144	129	134	
	核准在建电站（座）			98	134	151	
亿千瓦	装机容量			1.21	1.79	2	

资料来源：《抽水蓄能产业发展报告 2021-2024 年度》（水电总院和抽蓄行业分会），中邮证券研究所

2.3 核电是低碳基荷电力的有效选择

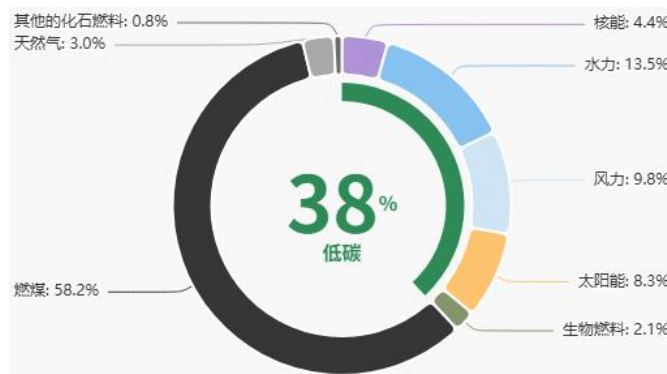
和全球相比，中国的核电发电占比偏低。2024 年，全球和中国核电发电占比分别为 9.0%、4.4%。根据舒印彪院士在 2024 年春季核能可持续发展国际论坛的观点，在 2030 年，核电发电占比超过 8%，2050 年占比超过 17%。

图表29：2024 年全球发电比例



资料来源：lowcarbon，中邮证券研究所

图表30：2024 年中国发电比例



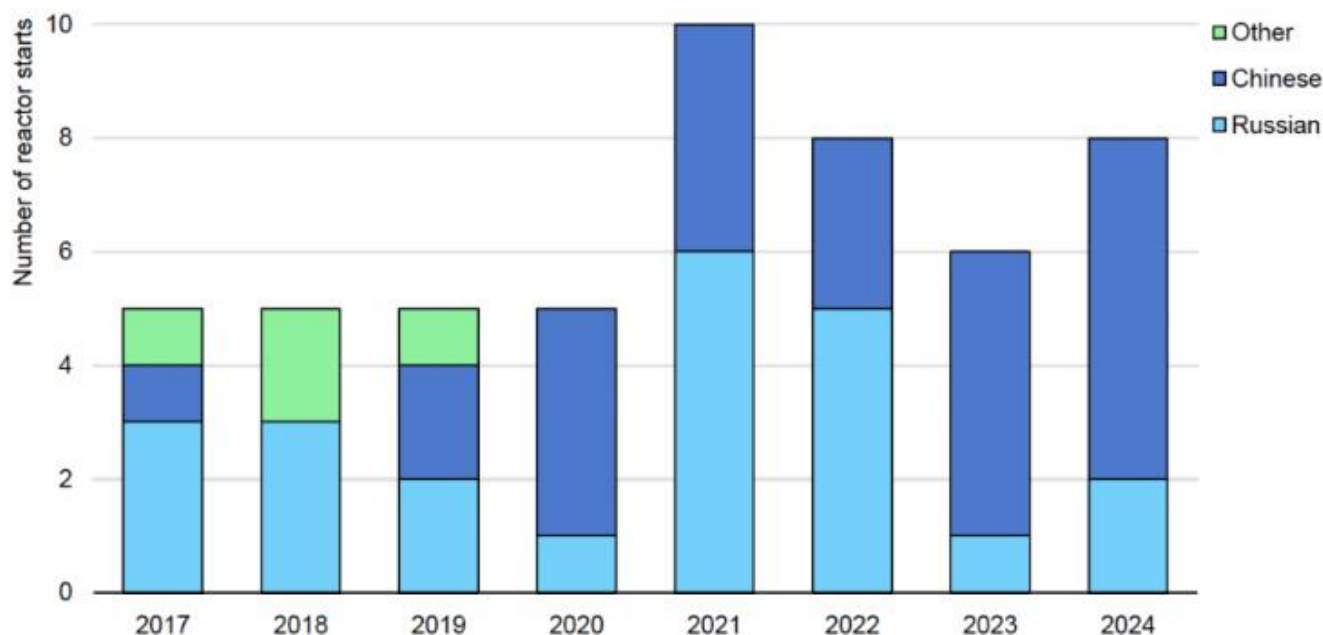
资料来源：lowcarbon，中邮证券研究所

全球核电在复兴。根据 IEA 的《通往核能新时代的道路》(2025 年 1 月 16 日)，目前有 40 多个国家支持扩大核能利用，当前有 63 台核电机组在建，总装机容量超过 70GW，是 1990 年以来的最高水平之一，2023 年，全球核能投资(包括新建核电站和现有机组的延寿)达到约 650 亿美元，较 10 年前几乎翻倍(其中：延长运行 20-30 年的改造投资，仅需新建机组约 50% 的资本投入)。

《三倍核能宣言》得到进一步支持。2023 年 COP28 (联合国气候变化大会) 22 国家宣布，2050 年核电装机容量是 2020 年的 3 倍；在 COP29 期间，新增 6 个国家签署该宣言；在 CERAWeek 2025 期间，多家大型企业首次联合发起了一项开创性的跨行业承诺(核能领域以外的主要企业首次联合公开支持核电)，包括 Google、Amazon、Meta 和 Dow、14 家全球主要银行和金融机构、140 家核能行业企业。根据国际原子能机构 IAEA 的《气候变化与核能(2024 年)》，要实现 COP28 的三倍核能目标，全球核能投资额将超过 1500 亿美元。

中国和俄罗斯正成为全球核能发展的主要驱动力。2017-2024 年，全球新建的 52 座核反应堆中，48 座分别由中国(25 座)或俄罗斯(23 座)设计。中国的核电建设速度领先全球，预计到 2030 年，中国的核电装机容量将超过美国和欧洲，成为全球最大核能国家。

图表31：2017-2024 年全球新建核电站的设计国



资料来源：《通往核能新时代的道路》IEA，中邮证券研究所

发达地区和新市场国家均加强核电的发展。2005 年，欧盟发布《核能示范计划》第八版草案，自 2017 年以来首次调整核能战略，2050 年为核电建设投资 2770 亿美元，为现有核电厂延寿投资 415 亿美元；印度在 2025 年的繁荣印度 2047 愿景中，2047 年核电装机目标 100GW，并在 2025 年批准 10 台机组。

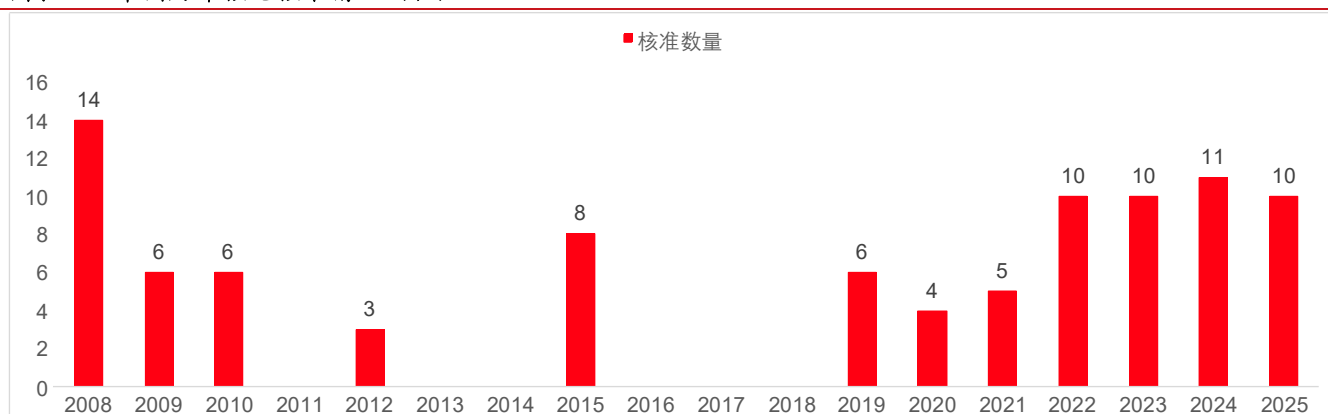
图表32：欧盟、美国、印度、越南的核电政策

地区	时间	文件	主要内容
欧盟	2025 年 6 月 13 日	《核能示范计划》第八版草案	2040 年核电装机 120GW，2050 年前投资 2770 亿美元，现有核电厂延寿需要投资 415 亿美元，欧盟自 2017 年以来首次调整
美国	2024 年 7 月	《加速部署多功能先进核能以促进清洁能源法案	核管会职能改编为双重使命，明确“促进发展”，加速先进堆首堆建设
印度	2025 年 5 月	繁荣印度 2047 愿景	2047 年核电装机容量 100GW 目标，2025 年批准了 10 台机组
越南	2015 年 4 月	《电力发展规划第八版》PDP8 修订方案	2024 年 11 月批准重启宁顺核电项目，2030 年核电装机目标 2.4-6GW

资料来源：中国能源研究会核能专委会，中国核工业，B&Company，水电总院国际部，中邮证券研究所

中国核电核准进入快速增长期。中国自主三代核电技术“华龙一号”2020 年 11 月正式并网，2021 年 1 月投入商业运行，2021 年 5 月海外首堆-巴基斯坦卡拉奇 2 号机组投入商业运行（公司提供控制棒驱动机构）。从 2022-2025 年 7 月核准分别为 10、10、11、10 台。

图表33：中国历年核电核准情况（台）



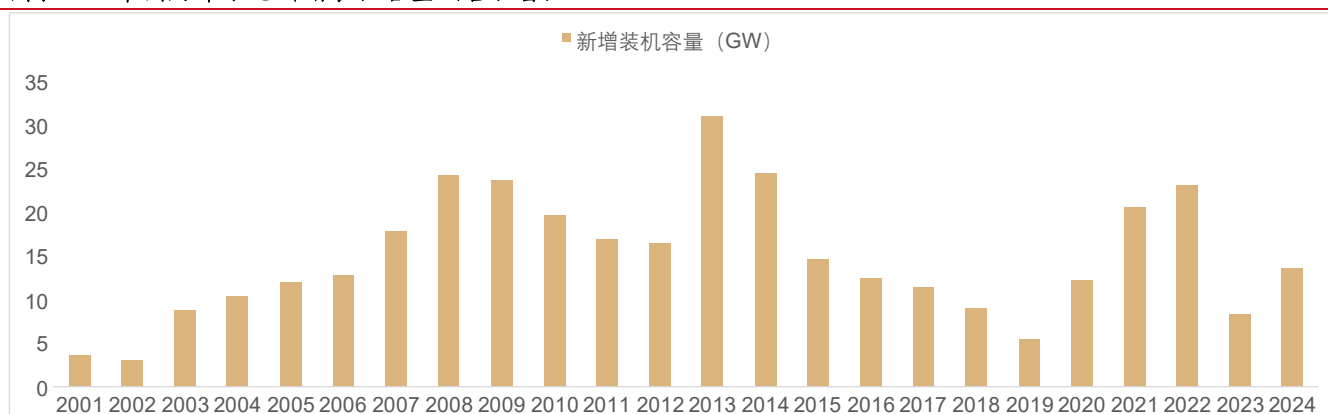
资料来源：中国政府网，国家发改委，人民网，立鼎产业研究网，中邮证券研究所

备注：2025 年数据截至 7 月底

2.4 大型水电、抽蓄、核电都具有逆周期调节属性

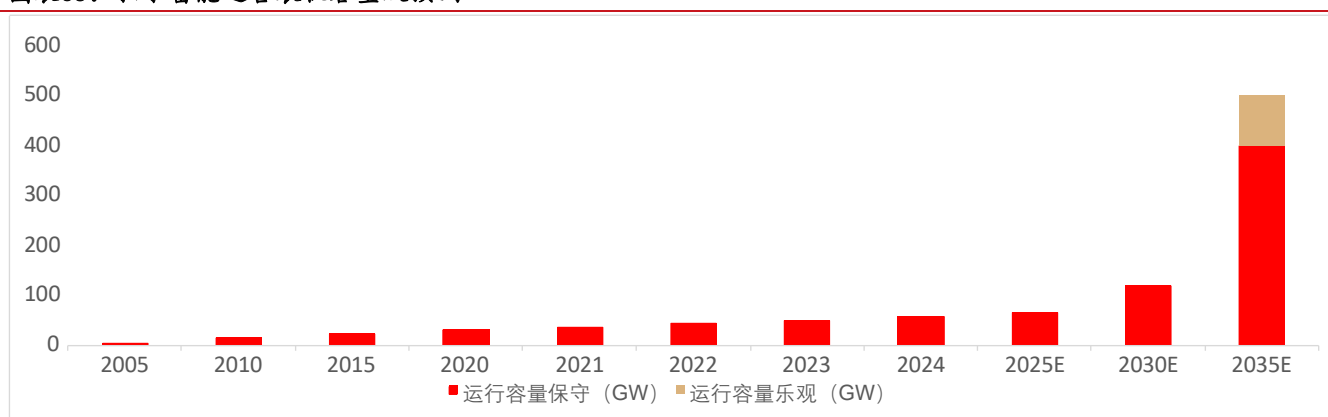
水电资源的开发一般先易后难，水电装机容量的增长主要依靠抽蓄的带动。

图表34：中国历年水电新增装机容量（含抽蓄）



资料来源：中电联，中邮证券研究所

图表35：抽水蓄能运营装机容量及预测



资料来源：《抽水蓄能产业发展报告 2021-2024 年度》（水电总院和抽蓄行业分会），《抽水蓄能高质量发展》（抽水蓄能高质量发展编写组 2025 年 1 月，中邮证券研究所）

大型基建周期长，投资强度大。大型抽蓄电站的主体工程施工工期需要 59/62 个月（四台机/六台机）；根据 IEA 的《通往核能新时代的道路》，传统核电站的建设周期通常超过 7-10 年；雅鲁藏布江下游水电工程（以下简称雅下工程）的建设周期 10 年。以中国 2024 年抽蓄电站的静态投资水平测算，1GW 的抽蓄电站的静态投资规模为 57.7 亿元；根据 2024 年中国核准 11 台核电机组总投资额超 2000 亿元；雅下工程总投资额 1.2 万亿元。

大型基建项目具有逆周期调节和扶贫的双重作用。以抽蓄电站为例，抽蓄电站开发点需要高度差，一般而言，基础设施相对不完善，抽蓄电站的发展能够有效促进当地基础设施提升和助力乡村振兴。同理，核电项目一般远离市区，雅下工程在西藏地区。

图表36：抽水蓄能工程施工实际平均工期统计表

装机	工程施工阶段					
	主体工程 准备期(月)	主体工程施工期				完建期 (月)
		地下厂房 开挖(月)	首台机混凝土 浇筑(月)	首台机组 安装(月)	首台机组调试、试 运行(月)	
四台机	6	26	16	13	4	9
六台机		29				15
主体工程施工期：59/62 个月(四台机/六台机)						
主体工程施工期+完建期：68/77 个月(四台机/六台机)						
工程施工阶段工期(总工期):74/83 个月(四台机/六台机)						

资料来源：《抽水蓄能高质量发展》（抽水蓄能高质量发展编写组 2025 年 1 月），中邮证券研究所

3 如何看待危废处置+资源回收产业？

3.1 8 部门开展 3 年行动遏制非法转移倾倒处置固体废物高发态势

固废非常容易成为“公地悲剧”，尤其是行政交界区、无人区等。根据 2025 年 1 月的焦点访谈《执法亮剑，斩断“固废”跨区域违法倾倒链》，全国各地异地非法转移倾倒固废现象频发，尤其是省际、市际毗邻区域成为非法倾倒重灾区。

全国非法倾倒处置固体废物专项整治行动启动。2025 年 6 月 25 日，经国务院同意，生态环境部、最高法、最高检等 8 部门联合启动全国非法倾倒处置固体废物专项整治行动，计划用 3 年左右时间，在全国范围内开展集中整治，**遏制非法转移倾倒处置固体废物高发态势**。行动以非法倾倒填埋**危险废物、工业固体废物、建筑垃圾**，以及非法拆解处置报废机动车、废弃电器电子产品、退役新能源设备、**退役动力电池**等为重点。

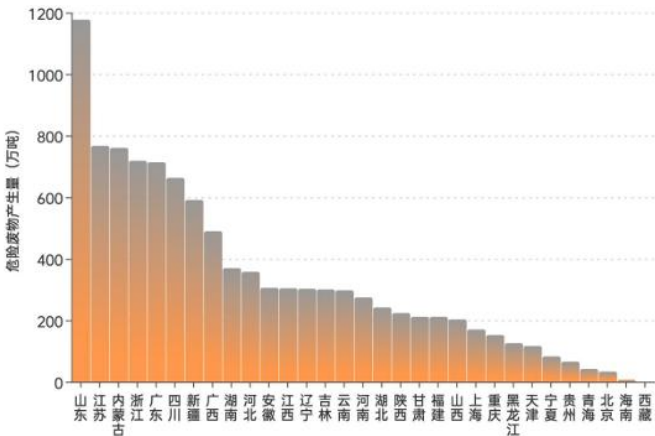
环境信息的披露持续透明化。生态环境部于 2024 年 1 月印发《固体废物污染环境防治信息发布指南》，2024 年，各地陆续依法发布了 2023 年度固体废物污染环境防治信息。

危废主要产生的省份比较集中。根据《全国固体废物污染环境防治信息发布情况研究报告（2024 年）》，2023 年，基于 313 个城市统计的数据，危险废物产生量为 10281.2 万吨；基于 288 个城市统计的数据，综合利用量 6691.2 万吨；基于 237 个城市统计的数据，处置量 3284.5 万

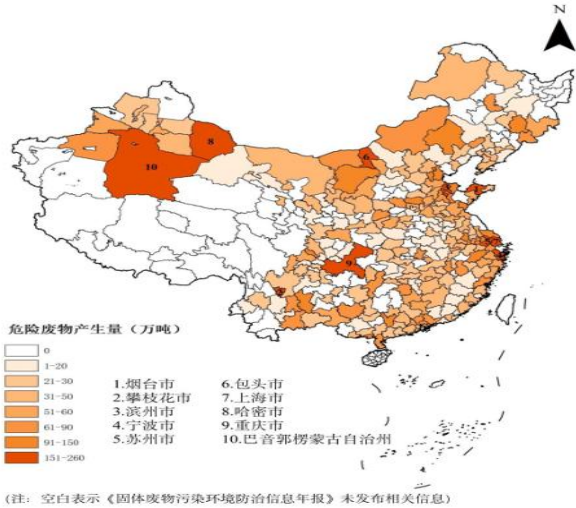
吨,前10个城市综合利用量和处置量占全国综合利用量和处置总量的比例分别为21.1%、24.4%;山东、江苏、内蒙古、浙江和广东的危废产生量占全国产生总量的40.2%。

产能实际利用率偏低。基于241个城市统计的数据,核准收集、利用、处置、贮存能力达到20407.6万吨/年;基于201个城市统计的数据,实际收集、利用、处置、贮存量为4592.4万吨。

图表37: 2023年全国31省(区、市)危险废物产生量(基于313个城市)



图表38: 2023年全国各城市危险废物产生量(基于313个城市)

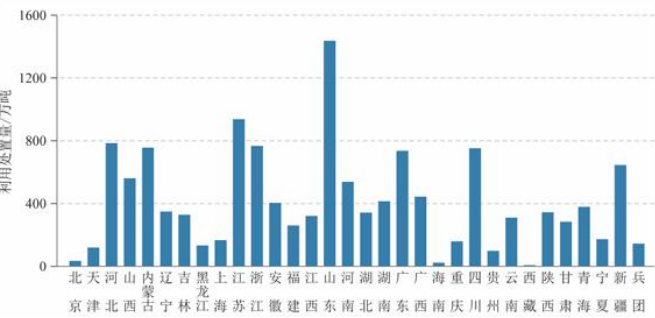


资料来源:《全国固体废物污染环境防治信息发布情况研究报告(2024年)》,中邮证券研究所

资料来源:《全国固体废物污染环境防治信息发布情况研究报告(2024年)》,中邮证券研究所

危废产生量持续增加,同时行业集中度提升。2022-2024年危废产生量CAGR为14.0%;2022和2023年持有危废经营许可证的单位分别为0.6、0.36万家。

图表39: 2024年各省份和新疆生产建设兵团危废利用处置情况



图表40: 2022-2024年中国的危废处置情况

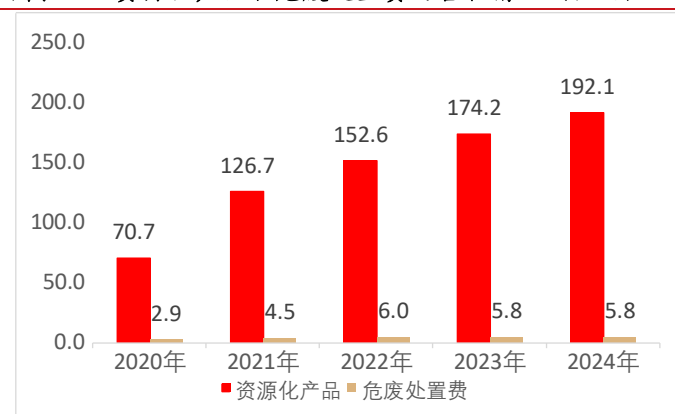
年份	2022	2023	2024
10吨及以上产生量的单位(万家)	6.0	7.7	
危废产生量(亿吨)	1	1.1	1.3
危废处置利用量(亿吨)			1.3
危废利用量(亿吨)			0.8
危废处置量(亿吨)			0.5
危废集中利用处置能力(亿吨)	1.8	2.1	
持有危废经营许可证单位(万家)	0.6	0.36	

资料来源:2024中国生态环境状况公报,中邮证券研究所

资料来源:2022-2024中国生态环境状况公报,中邮证券研究所

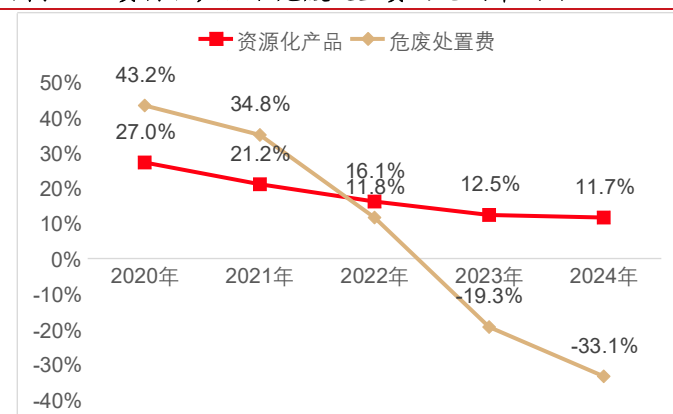
随着8部门的3年转项行动、产业集中度提升和公司的资源深化程度进一步提升,我们预计危废处置费和资源化产品的毛利率均得到改善。

图表41：资源化产品和危废处置费的营收情况（亿元）



资料来源：公司 2020-2024 年年报，中邮证券研究所

图表42：资源化产品和危废处置费的毛利率（%）



资料来源：公司 2020-2024 年年报，中邮证券研究所

3.2 公司聚焦危废深度资源化，有望依靠“小金属”提升盈利

公司是从机加工的废料回收角度切入危废处置和回收行业，因此公司的核心聚焦在危废的深度资源化，持续的研发投入使公司的金属回收品类和危废处置类别均得到持续提升。

图表43：公司的危废资源化业务



资料来源：公司 2024 年年报，中邮证券研究所

备注：根据《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》，固废分为普通固废与危险固废，普通固废又包括工业固废、生活垃圾、建筑垃圾、农业固废。

公司的第二大股东在金昌持续开拓，有利于公司的原材料供应。浙江工企在 2025 年 3 月与金昌市政府达成战略意向，计划在铂族金属精深加工领域开展合作，同时，甘肃叶林位于中国镍都——甘肃金昌市，其地同时还伴生铂、钯、铑等近 20 种有价元素，市属国企金川集团是中国“铂族金属提炼中心”、亚洲最大的矿产铂族金属生产商，也是西北地区最大的黄金、白银生产基地。

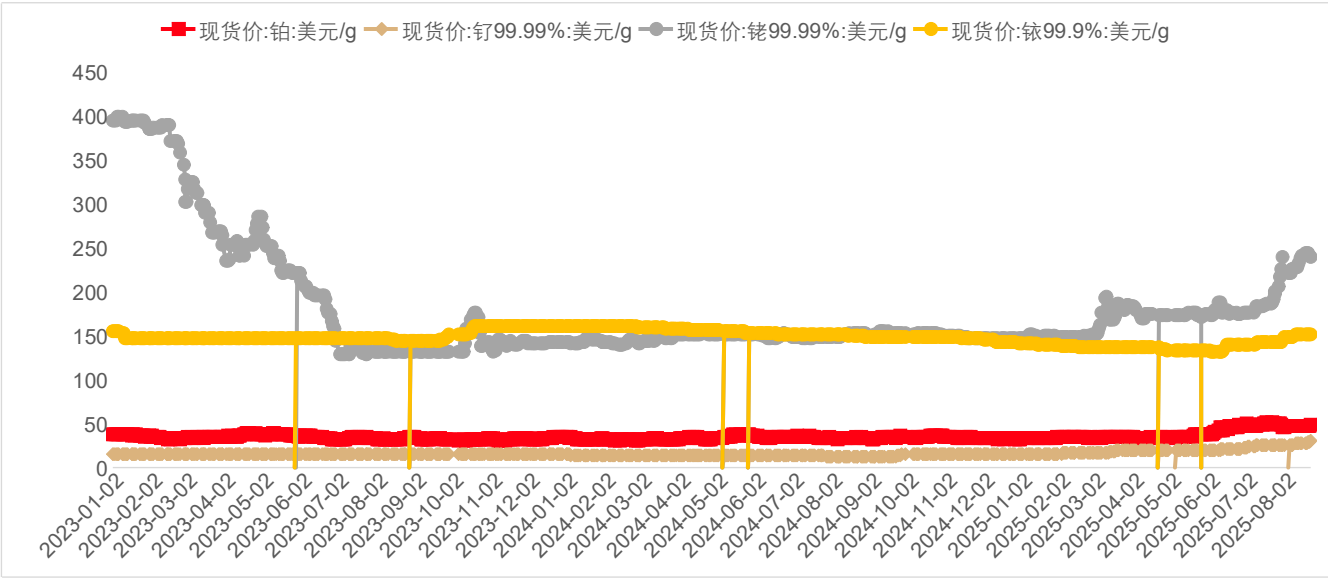
图表44：公司 2020-2024 年重大关联交易

2022 年关联交易	关联交易方	关联交易金额（万元）	占同类交易金额的比例	获批的交易额度（万元）
广东自立	叶标实际控制的企业	2,886	0.21%	
甘肃叶林	叶标实际控制的企业	37,437	2.69%	48,000
浙江工企	叶标具有重大影响的企业	121,507	8.74%	
2023 年关联交易	关联交易方	关联交易金额（万元）	占同类交易金额的比例	获批的交易额度（万元）
甘肃叶林	甘肃叶林公司	204,504	12.49%	200,000
浙江工企	浙江工企公司	24,132	1.47%	48,000
2024 年关联交易	关联交易方	关联交易金额（万元）	占同类交易金额的比例	获批的交易额度（万元）
甘肃叶林	叶标实际控制的企业	181,022	10.94%	150,000
浙江工企	叶标实际控制的企业	19,885	1.20%	48,000
环能金属	合营企业	5,286	0.32%	20,000

资料来源：公司 2020-2024 年年报，中邮证券研究所

公司的铂系金属产量持续增加。铂系金属包括钌、铑、钯、铱、铼、铂 6 种，公司 2020-2024 年铂的产量 CAGR 为 89.3%，2022 年资源化出钌、铑、铱；2024 年 8 月 22 日，伦敦战略金属市场铂、钌、铑、铱的现货价分别为 48.8、29.7、239.2、150.8 美元/g。

图表45：伦敦战略金属市场铂、钌、铑、铱的现货价（美元/g）



资料来源：iFind，商务部，中邮证券研究所

图表46：公司 2020–2024 年深度资源化的产销量

金属产品	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
产量					
电解铜 (t)	81995	128308	156500	179043	181536
黄金 (kg)	3134	3817	4474	4698	4830
白银 (kg)	92219	104330	104439	114936	107726
金属钯 (kg)	2014	2081	3655	3816	3567
粗制硫酸镍含镍 (t)	2787	2803	3920	5140	6506
电解锡 (t)	8175	6205	5206	7814	5216
电解锌 (t)	10481	10780	14497	17990	17641
粗铅含铅 (t)	7000	6236	6604	6948	5812
铂 (kg)	162	233	1060	1821	2086
铈 (t)	582	411	333	431	350
铋 (t)	125	112	105	125	103
铈 (kg)			61		51
钕 (kg)			75		25
铈 (kg)			9		11
合计 (t)	111243	154965	187279	217616	217281
销量					
电解铜 (t)	78155	130627	152,904.9	179,917.0	183,420.3
黄金 (kg)	2976	3905	4,528.9	4,510.1	4,969.3
白银 (kg)	91470	103312	100,859.5	110,117.1	113,775.3
金属钯 (kg)	1977911	1997	3,445.1	3,867.6	3,610.9
粗制硫酸镍含镍 (t)	2714	2670	4,031.8	5,171.7	6,460.0
电解锡 (t)	8037	6277	5,295.2	7,605.4	5,436.9
电解锌 (t)	10954	10744	14,494.9	17,498.3	17,161.2
粗铅含铅 (t)	6935	6232	6,638.5	6,850.8	5,949.8
铂 (kg)	162	0	1,207.7	1,627.5	2,358.4
铈 (t)	582	411	333.0	431.4	349.6
铋 (t)	125	112	104.5	125.0	102.9
铈 (kg)				61.4	51.2
钕 (kg)				75.3	25.4
铈 (kg)				9.4	10.8
合计 (t)	109575	157182	183913	217720	219005

资料来源：公司 2020–2024 年年报，中邮证券研究所

4 盈利预测与投资评级

4.1 核心假设

危废处置及资源化产品业务：考虑到国家 8 部门开展 3 年行动遏制非法转移倾倒处置固体废物高发态势，市场容量整体会有所提升，整体行业产能利用率改善，叠加公司聚焦深度资

源化，预计毛利率有所回升高。预计 2025-2027 收入分别 201.8、205.9、210.0 亿元，预计毛利率分别为 11.0%、11.8%、13.0%；

清洁能源设备业务：1) 水电设备业务：随着抽蓄行业的景气度持续提升，叠加雅下水电站工程，整体业务进入量价齐升阶段，我们预计 2025-2027 年营收增速为 30%、28%、26%；**2) 核电业务：**随着全球核电的复苏，一方面国内核准进入快速期，同时公司可以跟随华龙一号继续出海，并且公司积极研发，持续布局第四代核电技术，我们预计 2025-2027 年营收增速为 25%、23%、20%。预计 2025-2027 年，清洁能源设备毛利率分别为 40.2%、39.7%、39.5%。

费用率假设：随着公司管理优化，预计销售、管理费用率将逐步小幅下降，研发费用率略有下降，预计 2025-2027 年公司销售、管理、研发费用率分别为 0.1%、0.1%、0.1%；2.7%、2.7%、2.7%；4.4%、4.3%、4.2%。

图表47：分业务假设（百万元）

年份	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
危废处置及资源化						
收入	15860.86	18001.35	19787.86	20183.61	20587.29	20999.03
YOY	20.89%	13.50%	9.92%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	13339.55	15930.81	17735.82	17963.42	18157.99	18269.16
YOY	29.76%	19.43%	11.33%	1.28%	1.08%	0.61%
毛利	2521.31	2070.54	2052.04	2220.20	2429.30	2729.87
毛利率(%)	15.90%	11.50%	10.37%	11.00%	11.80%	13.00%
清洁能源装备						
收入	827.79	876.72	1,055.14	1356.57	1717.52	2136.19
YOY	-9.46%	5.91%	20.35%	28.57%	26.61%	24.38%
成本	487.90	526.15	631.77	811.80	1036.16	1292.31
YOY	-14.02%	7.84%	20.07%	28.50%	27.64%	24.72%
毛利	339.89	350.57	423.37	544.77	681.36	843.88
毛利率(%)	41.06%	39.99%	40.12%	40.20%	39.70%	39.50%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

4.2 主要财务数据预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 216.1/223.7/232.0 亿元，归母净利润分别为 12.7/15.9/20.1 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 25.7%，以当前总股本 52.2 亿股计算的摊薄 EPS 为 0.24/0.30/0.38 元。

4.3 估值与评级

公司 2025 年 8 月 26 日股价对 2025-2027 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 15/12/10 倍。我们选择东方电气、高能环境、润邦股份作为参考。参考可比公司估值，考虑到公司的设备板块充分受益抽蓄和核电景气度提升，叠加雅下水电站的开工建设，同时危废回收资源化业务盈利有望迎来改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表48：估值与评级（收盘价和 EPS 单位：元/股）

公司代码	公司名称	收盘价	EPS				净利润	PEG	PE				市值
		2025/8/26	24A	25E	26E	27E	CAGR		24A	25E	26E	27E	亿元
600875.SH	东方电气	20.36	0.94	1.49	1.54	1.69	14.00%	0.98	22	16	13	12	676
603588.SH	高能环境	7.18	0.32	0.60	0.58	0.67	18.11%	0.66	23	15	12	11	109
002483.SZ	润邦股份	7.07	0.55	0.57	0.67	0.82	26.09%	0.48	13	14	11	9	63
	平均值	11.54	0.60	0.89	0.93	1.06	19.40%	0.70	19	15	12	10	283
002266.SZ	浙富控股	3.70	0.19	0.24	0.30	0.38	25.72%	0.59	20	15	12	10	193

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

5 风险因素

- 1、抽蓄、核电行业投资不及预期的风险：若抽蓄和核电的行业投资无法匹配可再生能源的投资力度，则会影响公司的业绩。
- 2、雅下工程的建设速度不及预期的风险：雅下工程建设周期长，地处西藏，若整体建设的进度有所延缓，则会公司目标，最终影响公司的业绩。
- 3、原材料价格波动风险：若原材料价格剧烈波动，则会影响公司业绩。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	20912	21609	22374	23204	营业收入	10.3%	3.3%	3.5%	3.7%
营业成本	18394	18743	19148	19500	营业利润	9.4%	21.7%	25.9%	27.2%
税金及附加	120	131	135	139	归属于母公司净利润	-5.3%	30.7%	25.2%	26.2%
销售费用	32	30	29	28	获利能力				
管理费用	561	583	604	627	毛利率	12.0%	13.3%	14.4%	16.0%
研发费用	941	951	962	975	净利率	4.6%	5.9%	7.1%	8.6%
财务费用	93	130	144	133	ROE	8.6%	10.4%	11.9%	13.5%
资产减值损失	-85	-80	-80	-80	ROIC	6.8%	8.1%	9.7%	11.2%
营业利润	1095	1333	1679	2135	偿债能力				
营业外收入	6	6	6	6	资产负债率	53.4%	51.5%	49.0%	46.5%
营业外支出	12	10	10	10	流动比率	1.32	1.46	1.54	1.69
利润总额	1090	1329	1675	2131	营运能力				
所得税	82	33	48	75	应收账款周转率	32.65	29.04	31.64	31.24
净利润	1008	1296	1627	2056	存货周转率	2.20	2.15	2.12	2.15
归母净利润	971	1269	1590	2006	总资产周转率	0.89	0.86	0.86	0.84
每股收益(元)	0.19	0.24	0.30	0.38	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.19	0.24	0.30	0.38
货币资金	4484	4861	6197	8000	每股净资产	2.16	2.33	2.56	2.84
交易性金融资产	276	276	276	276	估值比率				
应收票据及应收账款	804	694	732	765	PE	19.88	15.21	12.15	9.63
预付款项	265	378	364	363	PB	1.71	1.58	1.45	1.30
存货	8425	9043	9023	9089	现金流量表				
流动资产合计	15722	16752	18113	20069	净利润	1008	1296	1627	2056
固定资产	4543	4841	4873	4709	折旧和摊销	564	697	766	822
在建工程	1155	783	560	426	营运资本变动	-230	-1767	281	23
无形资产	796	725	654	583	其他	198	196	214	218
非流动资产合计	8920	8847	8583	8213	经营活动现金流净额	1540	421	2888	3119
资产总计	24642	25599	26696	28282	资本开支	-817	-553	-502	-452
短期借款	2335	3135	3035	2935	其他	74	-46	17	2
应付票据及应付账款	7200	6161	6538	6738	投资活动现金流净额	-743	-599	-486	-450
其他流动负债	2391	2153	2168	2231	股权融资	5	0	0	0
流动负债合计	11925	11448	11741	11904	债务融资	-762	1050	-500	-200
其他	1238	1742	1342	1242	其他	751	-493	-566	-666
非流动负债合计	1238	1742	1342	1242	筹资活动现金流净额	-7	557	-1066	-866
负债合计	13163	13190	13082	13146	现金及现金等价物净增加额	786	377	1336	1803
股本	5219	5219	5219	5219					
资本公积金	3	3	3	3					
未分配利润	6496	7236	8164	9336					
少数股东权益	197	223	260	310					
其他	-437	-272	-34	267					
所有者权益合计	11479	12409	13613	15136					
负债和所有者权益总计	24642	25599	26696	28282					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048