



公用事业及环保产业行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

公共事业与环保组

分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

tangzhijing@gjzq.com.cn

26 年容量补偿比例有望升级，优化火电收入结构

行情回顾：

- 本周（9.15-9.19）上证综指下降 1.30%，创业板指上涨 2.34%。碳中和板块下降 0.30%，公用事业板块下降 2.29%，环保板块下降 1.15%，煤炭板块上升 3.26%。

每周专题：

- 近 3 年火电交易上半年博弈煤价、下半年博弈电价。当前年内煤价低点已现，7 月以来 Q5500 动力煤港价已累计上涨近 100 元/吨。3Q25 火电电量增速转正但煤价上行或挤压度电利润，需重点关注 2026 年各地电量电价签约情况。
- 电量电价下行趋势难扭转，容量补偿比例提升改善火电电价结构。新能源装机大增等因素推动电力供需进入“电量宽松、电力区域性/时段性偏紧”的新周期。容量电价提升改善火电电价结构，多元化收入增强火电收益保障
- 根据国家能源局《关于发布 2023 年煤电规划建设风险预警的通知》，投资回报率分红、橙、绿三色预警，并明确资本金测算方法：低于当期中长期国债利率的为红色预警；在当期中长期国债利率至一般项目收益率（电力项目通常为 8%）之间的为橙色预警；高于一般项目收益率的为绿色。
- 假设单位千瓦动态投资 3500 元、年利用小时 5000 小时等，8%资本金回报率下，单一制电价合理度电毛差约 0.094 元/kWh；容量补偿 100 元/KW·年时，点火价差要求降至 0.074 元 /kWh；补偿提至 165 元/KW·年，进一步降至 0.064 元/kWh。新机组因优势有望达回收目标，且容量补偿比例提升将进一步优化电价结构。

行业要闻：

- 9 月 18 日，中国电建党委书记、董事长丁焰章与深圳市委副书记、市长覃伟中会谈，双方见证战略合作协议签署。协议旨在构建全方位合作关系，将围绕总部经济、清洁能源等领域开展合作，实现互利共赢。
- 9 月 16 日，四川启动现货试运行中长期衔接交易，进入“分时段组织、D-2 连续开市”新模式，实现“两个全覆盖”。新模式下，市场主体可灵活调整中长期合约，适配清洁能源发电波动，后续四川能源监管办将完善衔接机制，助力全国统一电力市场。
- 9 月 17 日，南网储能梅州抽蓄电站二期 7 号机组完成发电工况 100% 甩负荷试验，调试获重要突破。甩负荷是检验机组关键设备的关键测试，试验历时 4 天过四负荷点，结果远优于国标。指挥部提前策划保障顺利，后续将开展其他试验，力争年底投产。

投资建议：

- 火电板块：我们建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如申能股份、华电国际。水电：建议关注水电运营商龙头长江电力。新能源发电：建议关注新能源龙头龙源电力（H）。核电：建议关注电价市场化占比提升背景下，核电龙头企业中国核电。

风险提示：

- 电力板块：新增装机容量不及预期；下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期；电力市场化进度不及预期；煤价维持高位影响火电企业盈利；补贴退坡影响新能源发电企业盈利等。
- 环保板块：环境治理政策释放不及预期等。



内容目录

1. 行情回顾.....	4
2. 每周专题.....	6
3. 行业数据跟踪.....	8
3.1 煤炭价格跟踪.....	8
3.2 天然气价格跟踪.....	10
3.3 碳市场跟踪.....	11
4. 行业要闻.....	11
5. 上市公司动态.....	12
6. 投资建议.....	13
7. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 本周板块涨跌幅	4
图表 2: 本周环保行业细分板块涨跌幅	4
图表 3: 本周公用行业细分板块涨跌幅	4
图表 4: 本周公用行业涨幅前五个股	5
图表 5: 本周公用行业跌幅前五个股	5
图表 6: 本周环保行业涨幅前五个股	5
图表 7: 本周环保行业跌幅前五个股	5
图表 8: 本周煤炭行业涨幅前五个股	5
图表 9: 本周煤炭行业跌幅前五个股	5
图表 10: 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况	6
图表 11: 碳中和上、中、下游板块风险溢价情况	6
图表 12: 关键指标假设	7
图表 13: 8%合理项目收益率反推煤电合理度电点火价差	8
图表 14: 容量补偿比例提升将进一步改善电价结构	8
图表 15: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价	8
图表 16: 广州港印尼煤库提价: Q5500	9
图表 17: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500	9
图表 18: 北方港煤炭合计库存(万吨)(更新至 9.12cc)	10
图表 19: ICE 英国天然气价.....	10
图表 20: 美国 Henry Hub 天然气价	10



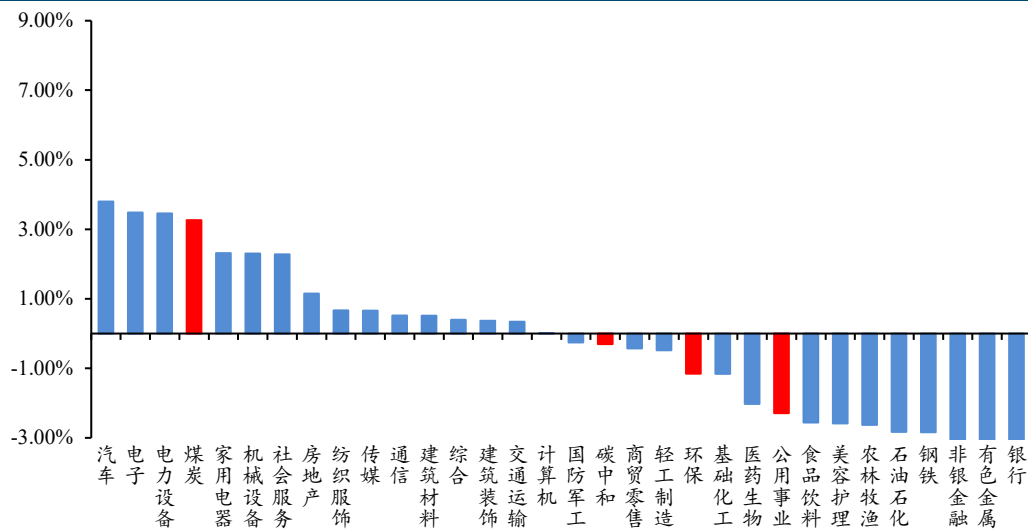
图表 21: 欧洲 TTF 天然气价	11
图表 22: 国内 LNG 到岸价	11
图表 23: 全国碳交易市场交易情况 (元/吨)	11
图表 24: 分地区碳交易市场交易情况	11
图表 25: 上市公司股权质押公告	12
图表 26: 上市公司大股东增减持公告	12
图表 27: 上市公司未来 3 月限售股解禁公告	12



1. 行情回顾

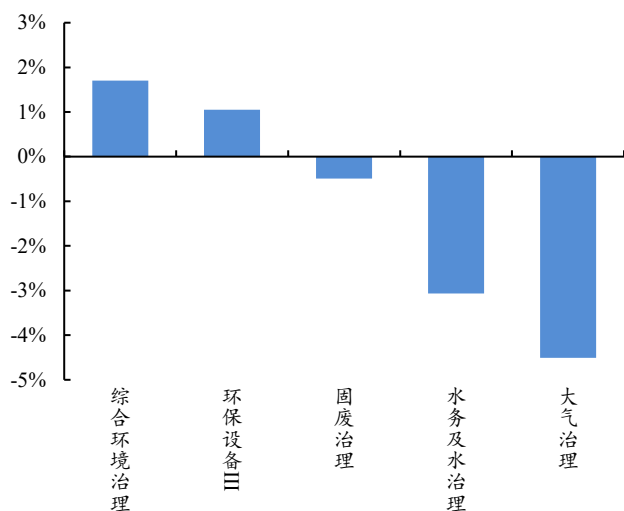
- 本周(9.15-9.19)上证综指下降1.30%，创业板指上涨2.34%。碳中和板块下降0.30%，公用事业板块下降2.29%，环保板块下降1.15%，煤炭板块上升3.26%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看，大部分板块呈下降趋势，除其他能源发电上涨8.49%，热力服务上涨2.44%，燃气III上涨0.69%；火力发电下降3.91%，跌幅最大；电能综合服务下降1.18%，跌幅最小。光伏发电下降1.32%，风力发电下降2.07%，水力发电下降2.71%，核力发电下降2.82%；从环保子板块涨跌幅情况来看，跌幅较大，涨幅较小：大气治理下跌4.51%，跌幅最大；固废治理下跌0.49%，水务及水治理下降3.07%；综合环境指数上涨1.70%，环保设备III上涨1.05%。

图表1：本周板块涨跌幅



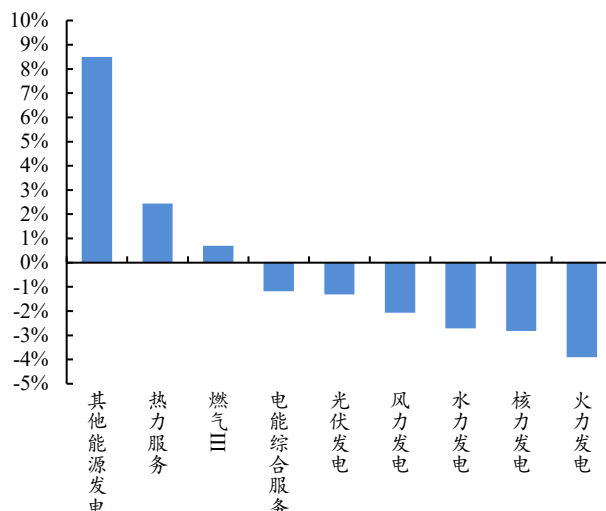
来源：iFind，国金证券研究所

图表2：本周环保行业细分板块涨跌幅



来源：iFind，国金证券研究所

图表3：本周公用行业细分板块涨跌幅

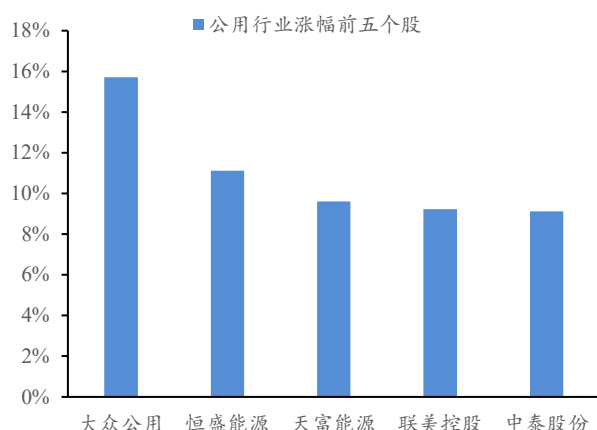


来源：iFind，国金证券研究所

- 公用事业涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——大众公用、恒盛能源、天富能源、联美控股、中泰股份；跌幅前五个股——上海电力、晓程科技、聆达股份、晶科科技、建投能源。
- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——福龙马、玉禾田、恒合股份、新安洁、聚光科技；跌幅前五个股——远达环保、久吾高科、中持股份、上海洗霸、先河环保。
- 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——永泰能源、潞安环能、华阳股份、晋控煤业、山西焦煤；跌幅前五个股——金能科技、安源煤业、开滦股份、安泰集团、ST 大洲。

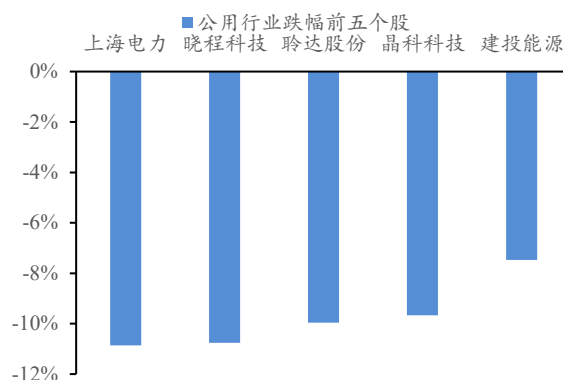


图表4：本周公用行业涨幅前五个股



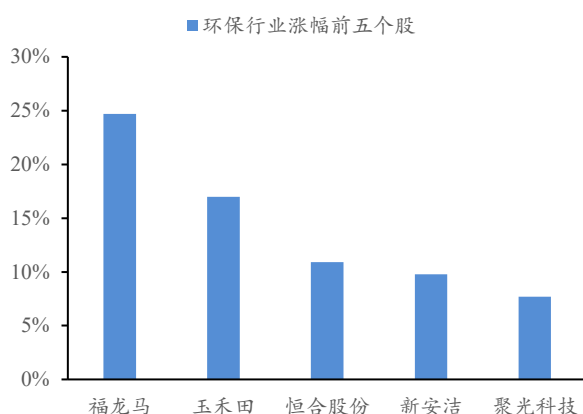
来源：iFind，国金证券研究所

图表5：本周公用行业跌幅前五个股



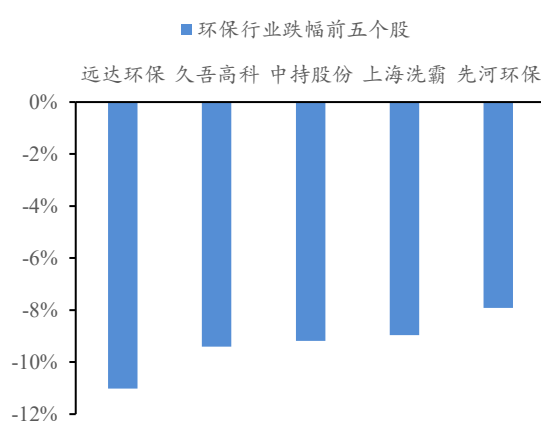
来源：iFind，国金证券研究所

图表6：本周环保行业涨幅前五个股



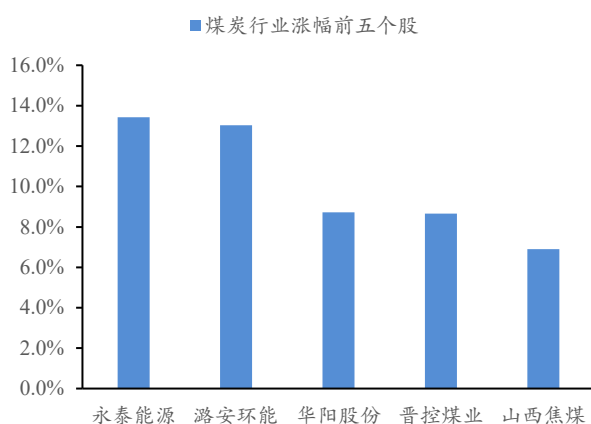
来源：iFind，国金证券研究所

图表7：本周环保行业跌幅前五个股



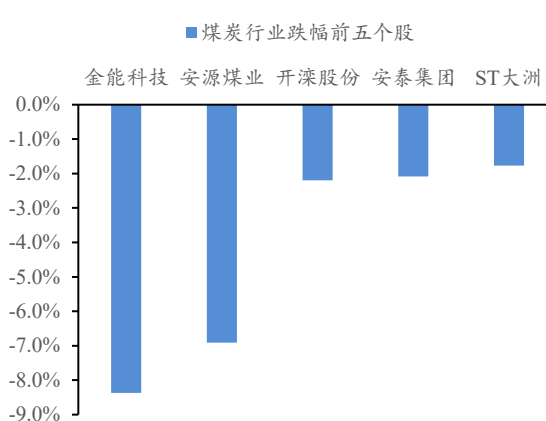
来源：iFind，国金证券研究所

图表8：本周煤炭行业涨幅前五个股



来源：iFind，国金证券研究所

图表9：本周煤炭行业跌幅前五个股

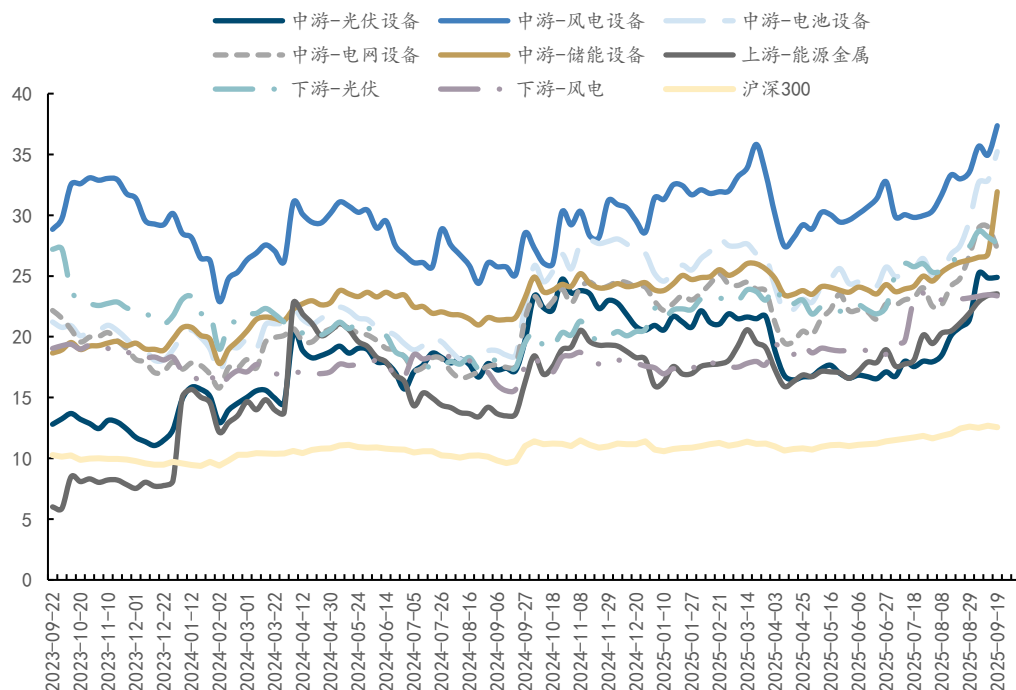


来源：iFind，国金证券研究所

- 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况：截至 2025 年 9 月 19 日，沪深 300 估值为 12.56 倍（TTM 整体法，剔除负值），中游-光伏设备、中游-风电设备、中游-电池设备、中游-电网设备、中游-储能设备板块 PE 估值分别为 24.89、37.36、35.23、27.27、31.93，上游能源金属板块 PE 估值为 23.53，下游光伏运营板块、风电运营板块 PE 估值分别为 27.70、23.37；对应沪深 300 的估值溢价率分别为 0.96、1.95、1.78、1.15、1.52、0.86、1.18、0.84。

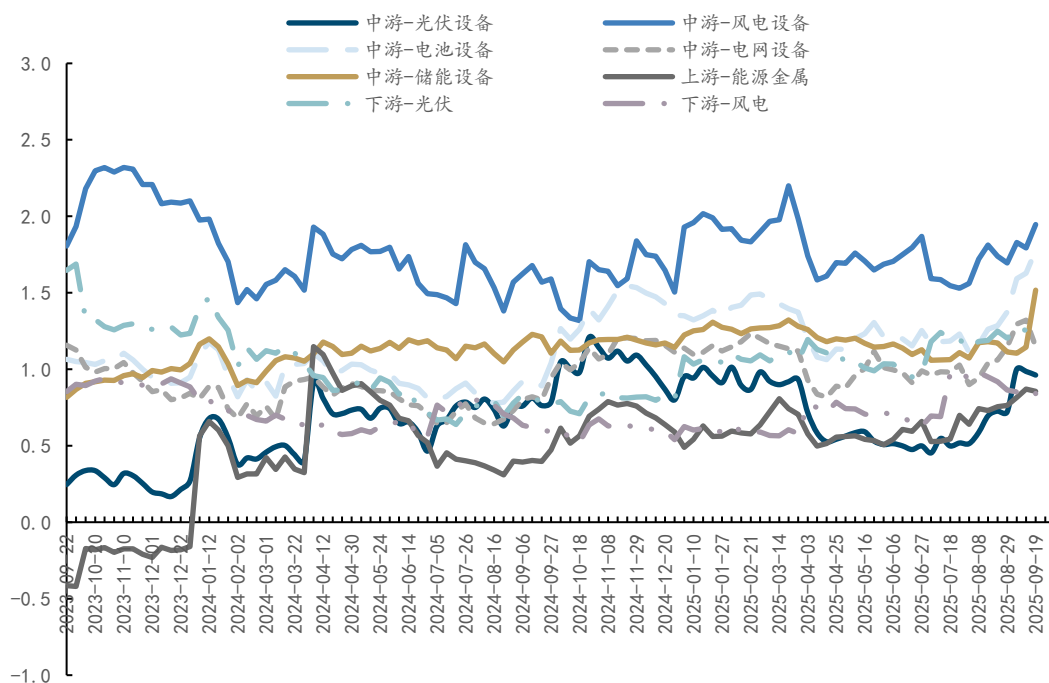


图表10: 碳中和上、中、下游板块PE估值情况



来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 碳中和上、中、下游板块风险溢价情况



来源: iFind, 国金证券研究所. 注: 风险溢价=板块PE估值/沪深300指数-1

2. 每周专题

- 近3年, 火电交易节奏通常呈现上半年博弈煤价、下半年博弈电价的特征。当前时点年内市场煤价低点已经出现, 并且在夏季高温、产地多雨和超产监管政策出台等多重



因素影响下，7月以来 Q5500 动力煤港口价已累计上涨近 100 元/吨。虽然 3Q25 火电电量增速转正，但煤价上行或挤压度电利润，关注重点转向 26 年各地电量电价签约情况。

- 电量电价下行趋势难扭转,容量补偿比例提升改善火电电价结构。受新能源装机大增、新能源全面入市、火电机组集中投产、容量电价提升等因素影响,我国电力供需进入“电量宽松、电力区域性/时段性偏紧”的新周期。而容量电价提升也进一步改善了火电电价结构,收入来源多元化将增强火电企业的收益保障能力。
- 根据国家能源局《关于发布 2023 年煤电规划建设风险预警的通知》,煤电规划建设风险预警的指标体系分为煤电装机充裕度预警指标、资源约束指标、煤电建设经济性预警指标。经济性预警指标方面,投资回报率低于当期中长期国债利率的为红色预警;投资回报率在当期中长期国债利率至一般项目收益率(电力项目通常为 8%)之间的为橙色预警;投资回报率高于一般项目收益率的为绿色,并公布了相应的煤电项目资本金测算投资回报率测算方法:

$$[(\text{煤电上网电价}-\text{入炉标煤单价}\times\text{供电煤耗}/10^6)\times\text{年利用小时数}/\text{单位千瓦动态投资}-(\text{折旧率}+\text{贷款比例}\times\text{贷款利率}+\text{经营成本率})]/\text{资本金比例}$$
- 从资本金回报率计算公式可以看出,单一制电价下依靠发电获得的点火价差收益应当完全覆盖包括折旧成本、融资成本和经营成本在内的固定成本。参考《浙能六横电厂二期工程竣工环境保护验收监测报告》,假设单位千瓦动态投资成本约 3500 元/KW,平均利用小时数约 5000 小时,供电煤耗为 254.25g/kWh;平均折旧年限取 20 年,按照直线折旧法计算折旧率约为 5%。根据指引,经营成本率取 2.5%为基准,初步测算典型煤电项目投资回报率;而后,将初算的投资回报率代入计算式:经营成本率'= $0.0737\times\text{初算的项目投资回报率}+0.0118$,进而得到适用于具体项目的经营成本率建议取值。

图表12: 关键指标假设

单位千瓦动态投资 (元/KW)	3500
年利用小时 (小时)	5000
折旧率	5%
资本金比例	20%
贷款利率	3%
经营成本率	4.38%
发电煤耗 (g/kWh)	254.25
预计标煤价 (元/吨)	930.44
单一制电价合理度电毛差 (元/kWh)	0.094

来源:《关于发布 2023 年煤电规划建设风险预警的通知》、《浙能六横电厂二期工程竣工环境保护验收监测报告》、国金证券研究所

- 基于以上假设,考虑到近 3 年加权平均 5500 大卡电煤价格指数,8%项目资本金回报率要求单一制电价下合理度电毛差需达约 0.094 元/kWh。然而,当容量补偿政策出台后,100 元/KW·年的补偿标准相当于从点火价差收入中单独拆分出约 2.9%的收益率用于覆盖固定成本;此时,8%收益率对应的点火价差要求下降至 0.074 元/kWh。若容量补偿标准提升至 165 元/KW·年,则 8%收益率对应的点火价差要求将进一步下降至约 0.064 元/kWh。换言之,折旧尚未到期的机组仍需要点火价差收入以覆盖平均成本,其中新机组以其容量大、技术新、煤耗低等特征有望实现回收目标点火价差。

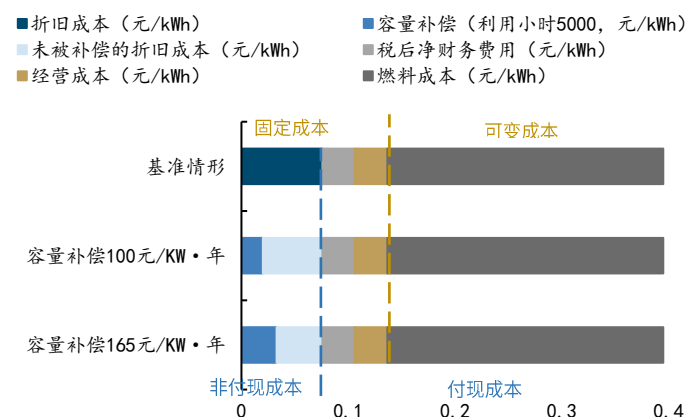


图表13: 8%合理项目收益率反推煤电合理度电点火价差

	单一制电价	两部制电价	
煤电容量电价 (元/KW/年)	0	100	165
容量价值回报率	0.00%	2.86%	4.71%
合理度电毛差 (元/kWh)	0.094	0.074	0.064
电量价值回报率	13.38%	10.52%	8.66%
固定成本率	11.78%		
资本金比例	20%		
资本金收益率	8%		

来源:《关于发布 2023 年煤电规划建设风险预警的通知》、国金证券研究所

图表14: 容量补偿比例提升将进一步改善电价结构



来源:《关于发布 2023 年煤电规划建设风险预警的通知》、国金证券研究所

3. 行业数据跟踪

3.1 煤炭价格跟踪

- 欧洲 ARA 港动力本周 FOB 离岸价 (09.19) 最新报价为 92.00 美元/吨, 环比下跌 2.85%; 纽卡斯尔 NEWC 动力煤 FOB 离岸价 (09.19) 最新报价为 103.10 美元/吨, 环比下跌 4.18%。
- 广州港印尼煤 (Q5500) 本周库提价 (09.19) 最新报价为 728.01 元/吨, 环比上涨 2.32%。
- 山东滕州动力煤 (Q5500) 本周坑口价 (09.19) 最新报价为 670.00 元/吨, 环比上涨 0.75%; 秦皇岛动力煤平仓价 (09.19) 最新报价为 699.00 元/吨, 环比下跌 3.10%。
- 北方港煤炭合计最新库存 (09.12) 2270 万吨, 本周暂未更新。

图表15: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价



来源: iFind, 国金证券研究所



图表16: 广州港印尼煤库提价: Q5500



来源: iFind, 国金证券研究所

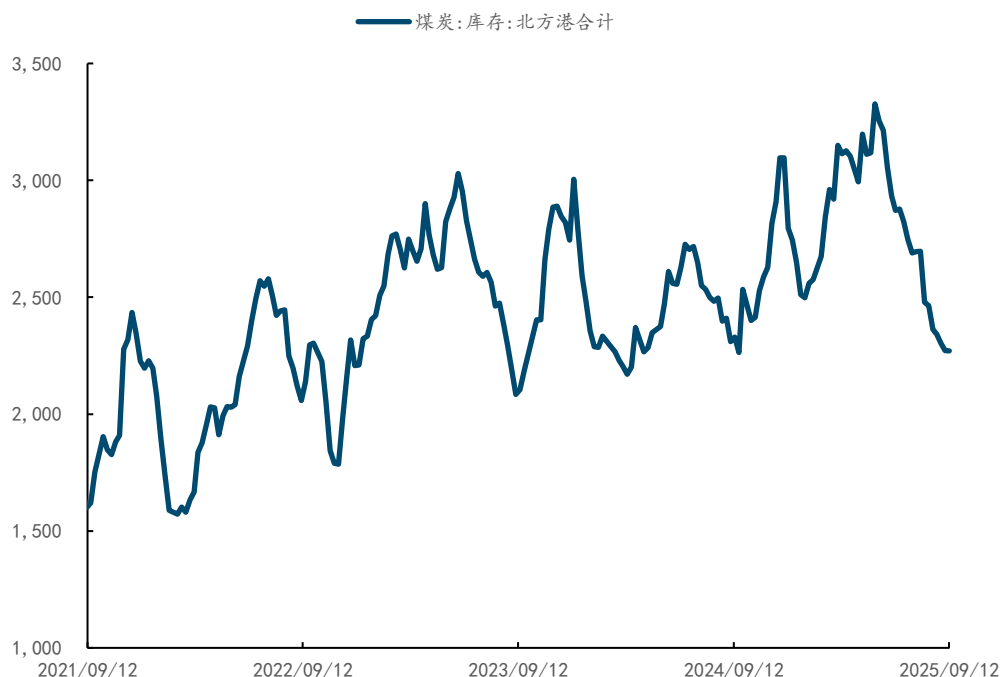
图表17: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500



来源: iFind, 国金证券研究所



图表18: 北方港煤炭合计库存(万吨) (更新至9.12cc)



来源: iFind, 国金证券研究所

3.2 天然气价格跟踪

- ICE 英国天然气价 9 月 18 日报价为 81.47 便士/色姆, 周环比上升 3.12 便士/色姆, 涨幅 3.98%。
- 美国 Henry Hub 天然气现货价 9 月 18 日报价为 3.08 美元/百万英热, 周环比上涨 0.10 美元/百万英热, 涨幅 3.36%。
- 欧洲 TTF 天然气价格 9 月 18 日报价为 11.22 美元/百万英热, 周环比上涨 0.24 美元/百万英热, 涨幅 2.23%。
- 全国 LNG 到岸价格 9 月 18 日报价为 11.58 美元/百万英热, 周环比上涨 0.32 美元/百万英热, 涨幅 2.82%。

图表19: ICE 英国天然气价



图表20: 美国 Henry Hub 天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所



图表21：欧洲 TTF 天然气价



来源：iFind，国金证券研究所

图表22：国内 LNG 到岸价

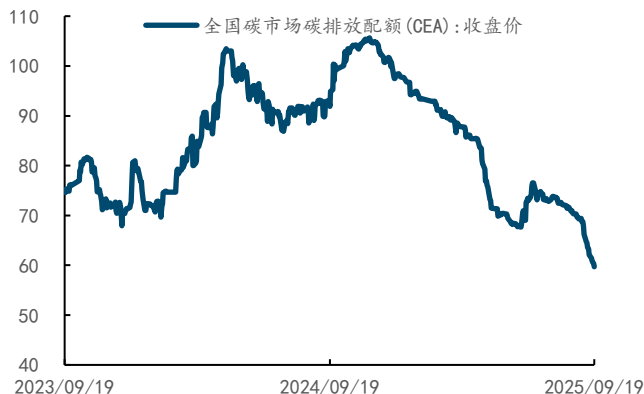


来源：iFind，国金证券研究所

3.3 碳市场跟踪

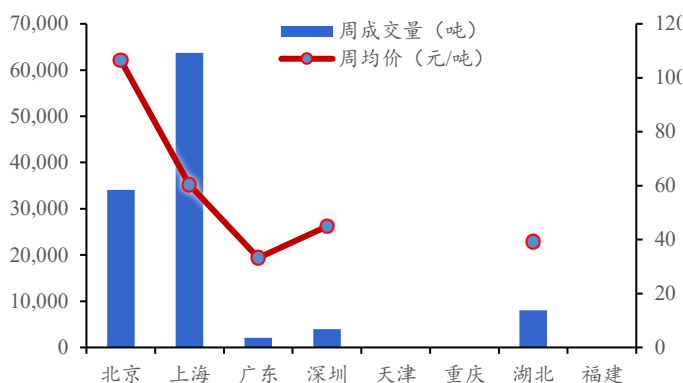
- 本周，全国碳市场碳排放配额（CEA）9月19日最新报价 59.68 元/吨，环比下跌 1.74 元/吨，跌幅 2.83%。
- 本周上海碳排放权交易市场成交量最高，为 63,691.00 吨。碳排放平均成交价方面，成交均价最高的为北京市场的 106.47 元/吨。

图表23：全国碳交易市场交易情况（元/吨）



来源：iFind，国金证券研究所

图表24：分地区碳交易市场交易情况



来源：iFind，国金证券研究所

4. 行业要闻

■ 中国电建与深圳市签署战略合作协议

9月18日，中国电建董事长丁焰章与深圳市长覃伟中会谈并见证战略合作协议签署。丁焰章称深圳是电建重点布局区域，愿发挥企业优势助力深圳发展。覃伟中欢迎电建，希望深化多领域合作。根据协议，双方将以“政企互动、优势互补”为原则，在总部经济、轨道交通、生态环境、清洁能源等方面开展合作，为深圳高质量发展和国家重大战略实施贡献力量。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250919/1461766.shtml>

■ 四川电力中长期市场正式进入现货衔接新模式

9月16日，四川正式启动现货试运行中长期衔接交易，于D-2日开展D至D+2日每日24个时段交易，标志其电力中长期市场进入“分时段组织、D-2连续开市”衔接现货的新模式。此举实现省内中长期市场时间颗粒度与现货市场衔接，及“两个全覆盖”，提升市场连续运营水平。新模式下，发电企业、售电公司等可通过双边或集中交易，调整合约以贴合实际运行，适配清洁能源波动。后续，四川能源监管办将推进现货市场建设，完善衔接机制，助力全国统一电力市场。



<https://news.bjx.com.cn/html/20250919/1461972.shtml>

■ 南网储能梅州抽水蓄能电站二期 7 号机组通过发电工况 100%甩负荷试验

9 月 17 日，南网储能梅州抽水蓄能电站二期 7 号机组，成功完成发电工况 100%甩负荷试验，标志机组调试取得重要突破，为投产奠定基础。甩负荷模拟电网断电，是检验机组关键设备、保障安全运行的“大考”。试验历时 4 天，完成四负荷点测试，结果远优于国标，体现“梅蓄质量”。为保试验顺利，指挥部组织参建方提前策划、借鉴经验。接下来机组将进行抽水方向、涉网试验，力争年底前投产。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250919/1461848.shtml>

5. 上市公司动态

图表25：上市公司股权质押公告

名称	股东名称	质押方	质押股数 (万股)	质押起始日期	质押截止日期
永清环保	湖南永清环境科技产业集团 有限公司	北京银行股份有限公司 长沙分行	3,500.00	2025-09-16	2027-07-22
百川能源	廊坊百川资产管理有限公司	沧州银行股份有限公司	1,500.00	2025-09-18	--
百川能源	王东海	沧州银行股份有限公司	1,000.00	2025-09-18	--
福鞍股份	中科(辽宁)实业有限公司	柳剑杰	350.00	2025-09-16	2026-09-14
京能热力	赵一波	南京银行股份有限公司 北京分行	235.00	2025-09-15	2028-09-04

来源：iFind，国金证券研究所

图表26：上市公司大股东增减持公告

名称	变动 次数	涉及股东 人数	总变动 方向	净买入股份 数合计(万 股)	增减仓参考市值 (万元)	占总股本比 重(%)	总股本(万 股)
立新能源	1	1	减持	-636	-4,425	-10.58%	6,007.60
楚环科技	2	1	减持	0	-6	0.00%	8,037
百通能源	2	1	减持	-4	-50	-0.01%	46,090
严牌股份	1	1	增持	160	1,681	0.71%	22,588
伟明环保	2	1	减持	-431	-8,401	-0.25%	170,456

来源：iFind，国金证券研究所

图表27：上市公司未来 3 月限售股解禁公告

简称	解禁日期	解禁数量(万股)	变动后总股本 (万股)	变动后流通 A 股 (万股)	占比(%)
广州发展	2025-09-22	711.50	350,630.69	350,586.50	99.99
军信股份	2025-10-13	43,050.00	78,910.08	63,583.58	80.58
嘉戎技术	2025-10-21	7,683.20	11,649.71	11,649.71	100.00
*ST 清研	2025-10-22	6,091.71	10,801.00	10,801.00	100.00
美能能源	2025-10-31	17,608.73	24,263.86	24,151.74	99.54
菲达环保	2025-11-17	15,231.71	88,970.31	87,300.71	98.12
美埃科技	2025-11-18	8,341.44	13,440.00	13,440.00	100.00
赛恩斯	2025-11-25	3,148.00	9,532.62	9,532.62	100.00
水发燃气	2025-11-28	7,552.63	45,907.09	45,907.09	100.00
新奥股份	2025-12-03	15.19	309,708.76	307,651.95	99.34



福鞍股份	2025-12-05	664.00	32,042.63	32,036.63	99.98
军信股份	2025-12-17	719.61	78,910.08	64,303.19	81.49

来源：iFind，国金证券研究所

6. 投资建议

■ 火电板块：

高温推升用电需求，现货煤价上涨但影响总体可控，建议关注：资产所在地区电力供需偏紧、市场竞争格局较好，资产价值有望重估的龙头企业的皖能电力、华电国际。

■ 清洁能源——水电板块：

建议关注电价稳定+地区性供需紧张+长端利率持续下行逻辑下的水电运营商长江电力。

■ 清洁能源——核电板块：

建议关注连续投产期将至、电量增长+电价稳定+长期高分红能力有望提升逻辑下的核电运营商中国核电。

■ 新能源——风、光发电板块：

建议关注风电龙头运营商龙源电力（H）。

■ 环保板块：

建议关注城市综合运营管理服务商龙头企业玉禾田。

■ 行业景气度更新：

✓ 煤炭：高景气维持。供给侧，8月受降雨天气影响和9月初重大活动筹备，安全、环保、超产核查持续影响下，部分主产区煤矿生产受限、港口调入量持续偏低，北港库存降至年内低点。需求侧，8月高温推升电厂日耗叠加供应受阻，上旬涨势加速；中下旬终端电厂日耗转淡预期渐浓，贸易商出货意愿增强，叠加坑口降价、港口库存成本支撑减弱，推动月底煤价走低。非电行业进入“金九银十”需求释放情况较好，产地煤矿拉运情况较好，港口发运倒挂导致货源补充不足，叠加节前补库需求释放，推动煤价再度上行。

✓ 火电：略有承压。（1）煤价：近期有关部门组织开展煤矿生产情况核查或将约束供应端增量，伴随迎峰度夏渐入尾声，市场煤价自8月底以来的回调趋势终止且转而上升，或因产地非电需求释放情况较好、节前补库需求释放和进口煤供应受阻，后续预计煤价上行压力总体可控。（2）电量：迎峰度夏旺季收官，秋季即将进入可再生能源出力旺季暨用电需求淡季，叠加去年同去逆周期调节政策下的高基数，火电发电量增速将略有承压。（3）电价：25年年度长协电价已锁定，叠加容量电价机制托底，电价有望维持稳定。

✓ 城燃：持续承压。（1）购气成本：国内气源方面，三桶油2025天然气年度合同定价涨跌不一，总体平稳。国际气源方面，受欧洲夏季气温回落，国际地缘政治局势缓和等影响，8月LNG到岸价同比下降。省内天然气管道运输价格。发改委发文完善省内天然气管道运输价格机制，管输费下调有利于城燃企业降低采购成本。（2）用气需求：受宏观经济环境和国内替代能源（煤炭）价格大幅下行影响，天然气消费量暂承压，1H25天然气表观消费量同比-0.8%。（3）售气价格：居民顺价持续推进，而市场化程度较高的非居民气价或因工商业用气需求疲软而承压。

✓ 绿电：稳健向上。8月多家上市公司可再生能源补贴资金到账，到来现金流改善和估值修复；6、7月装机增速放缓，但有利于弃电率/电价企稳，综合判断预计未来3~6个月运营商业绩稳中有增。

风电：（1）装机容量：至7M25风电年内累计新增装机53.7GW，由于工期较长抢装难度较大，“十四五”收官年预计后续3~6个月装机继续高增、风电装机增量占比提升。

（2）来风情况：至7M25风电年内累计平均利用小时数1229h，弱于去年。部分地区风资源不佳+弃电率上升。（3）电价：现货省份7月湖北风光、甘肃光伏现货电价同比提升、山东风电价格同比基本持平，新能源市场化电量增多、预计后续3~6个月价格趋于平稳。

光伏：（1）装机容量：至7M25光伏年内累计新增装机223.25GW，6、7月装机增速明显放缓。（2）光照情况：至7M25光伏年内累计平均利用小时数678h，弃电率明显



上升。(3) 电价：抢装后预计后续 3~6 个月价格继续下行。

- ✓ 水电：略有承压。(1) 电价：25 年中长期电力交易结果已落地，电价同比下降致使收入略承压。(2) 新机组：25 年上市水电企业新增装机主要关注大渡河流域，8 月硬梁包水电站已全面投产。(3) 来水：25 年汛期降水呈现南北多、中间少的特征。高频数据来看，西南地区水电大省来水情况不及去年同期，发电量同比小幅下降。
- ✓ 核电：底部企稳。年度长协电价下降带来利润下行，全年业绩预期偏悲观。结合电量、月度长协电价等指标综合判断后续 3~6 个月行业将底部企稳。(1) 电量：年内漳州 1 号机组投运、福清 4 号机组小修完毕，电量端 1~7M25 维持同比高增。7 月维持高个位数增长。预计后续 3~6 个月电量增速可以维持、增速向上拐点关注 4Q25 漳州 2 号机组投运。(2) 电价：广东电价 1H25 月度交易价格总体呈现企稳态势，预计后续 3~6 个月的月度长协价有望平稳。(3) 天然铀成本：考虑燃料长协签订周期较长，成本变化为慢变量。天然铀价格同环比均有回落，预计后续 3~6 个月成本持平。

7. 风险提示

■ 电力板块：

- ✓ 新增装机容量不及预期。火电方面，发电侧出现电力供应过剩或导致已核准项目面临开工难问题。新能源方面，特高压建设进度、消纳考核、上游发电设备价格及施工资源供需关系均有可能影响新项目建设和投产进度。
- ✓ 下游需求景气度不及预期。用电需求与宏观经济发展增速正相关，经济偏弱复苏或导致用电需求增速低于预期、机组利用小时数下滑导致度电分摊的折旧成本上升，从而影响盈利。
- ✓ 电力市场化进度不及预期。现货市场交易电价上限远超中长期交易电价，现货市场试点推广进度不及预期将影响电厂平均售电价格。
- ✓ 煤价下行不及预期。火电成本结构中燃料成本占比较高，煤价维持高位将影响火电盈利。
- ✓ 电力市场化交易风险。新能源出力不可预测，参与市场化交易导致量价风险扩大，对新能源发电企业盈利造成不利影响。此外，煤价下行或带动燃煤交易电价下降，从而影响市场化交易电量的价格中枢。

■ 环保板块：

- ✓ 环保行业为典型的政策驱动型行业，不同板块间环境治理政策释放存在节奏差异，当期重点关注与要求解决的环境污染问题则对应子板块需求较好，相反其余子板块短期需求或不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究