



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

下半年火电发电量增速如何展望？

行情回顾：

- 本周（9.1-9.5）上证综指下降 1.18%，创业板指上涨 2.35%。碳中和板块下降 1.42%，公用事业板块上涨 1.16%，环保板块上涨 0.23%，煤炭板块上涨 0.66%。

每周专题：

- 火电领域，据统计 2023 年新开工煤电项目合计装机容量达约 88GW；按照平均 2~3 年建设周期计算，预计 25 年新增煤电机组有望达到 65GW，且预计 2025 全年火电新增装机将不低于 80GW，1-7 月已累计新增约 42GW。同时，1-7M25 火电电源工程投资完成额较过去 2 年同期显著提升，同期新增装机容量约 30GW（电源工程投资完成额按照项目进度核算，需完成 168 小时试运行、正式投产后才计入新增装机）。
- 新能源领域，1-7M25 风电+光伏电源工程累计投资完成额较去年同期下降 15.2%，但新能源新增装机量较去年同期翻倍；1H25 全国累计新增风电 51.9GW、光伏 213.4GW，同比提升 105%。一方面受“136 号文”推动新能源发电量全面入市的影响，1-7M25 新能源电源工程投资额相比过去 2 年同期有所放缓；另一方面也因大型集中式项目建设周期较长、“136 号文”发布后可抢装空间有限。此外，受“136 号文”以今年 5 月 31 日为项目新老划断时间节点的影响，上半年投产的新能源装机量显著高于历史同期，1H25 投产的新机组将于下半年开始贡献发电增量，常规能源发电空间将受到进一步挤压。
- 电量供需方面，据中国银行等研究及测算，2025 年下半年面临较多不确定性，预计第三季度、第四季度 GDP 分别增长 5%、4.6% 左右。不同电力消费弹性系数下，3Q25、4Q25 的用电量、火电发电量及火电利用小时等呈现不同预期，火电利用小时同比有所波动，叠加新能源发电增量等因素，常规能源发电空间将受影响。预计 3Q25 火电发电量总体正增长，而 4Q25 火电电量增速或再次转负。

行业要闻：

- 近日，中国能建江苏电建三公司与中核华辰组成联合体，以 42.25 亿元中标江苏徐圩核能供热厂一期常规岛施工项目。该项目是全球首个三代与四代核电双堆耦合示范工程，用自主技术，建成后可供汽供电，每年减标煤 726 万吨、减排二氧化碳 1960 万吨。
- 9 月 4 日，四川省发改委发布《四川省深化新能源上网电价市场化改革实施方案（征求意见稿）》（9 月 10 日截止意见），明确新能源上网电量原则上全进电力市场、电价由交易形成，2025-2026 年增量项目竞价区间 0.2-0.4012 元/kWh、执行期 12 年，同时区分存量与增量项目，细化机制电量、电价及执行规则。

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: 1-7M25 火电电源工程投资完成额较过去 2 年明显增长 (亿元)	7
图表 13: 市场煤价回落+容量电价机制出台, 4Q23 迎来煤电项目开工潮	7
图表 14: 1-7M25 新能源电源工程投资完成额较过去 2 年回落 (亿元)	7
图表 15: 5M25 新能源新增装机量大增, 6-7M25 显著回落 (万千瓦)	7
图表 16: 2025 年下半年电量供需平衡表	8
图表 17: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价	8
图表 18: 广州港印尼煤库提价: Q5500	9
图表 19: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500	9
图表 20: 北方港煤炭合计库存 (万吨) (更新至 8.29cc)	10



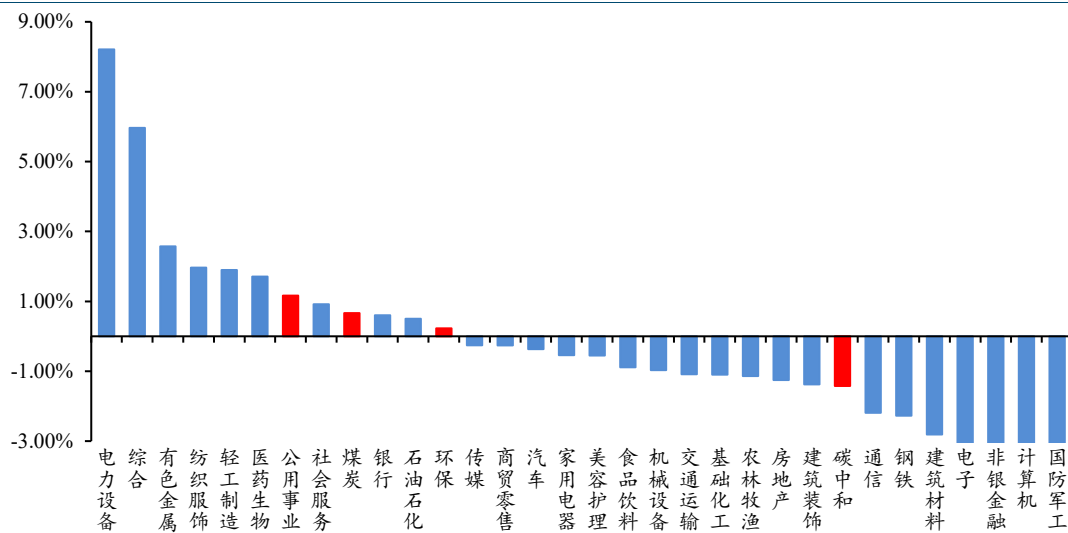
图表 21: ICE 英国天然气价	10
图表 22: 美国 Henry Hub 天然气价	10
图表 23: 欧洲 TTF 天然气价	11
图表 24: 国内 LNG 到岸价	11
图表 25: 全国碳交易市场交易情况 (元/吨)	11
图表 26: 分地区碳交易市场交易情况	11
图表 27: 上市公司股权质押公告	12
图表 28: 上市公司大股东增减持公告	12
图表 29: 上市公司未来 3 月限售股解禁公告	13



1. 行情回顾

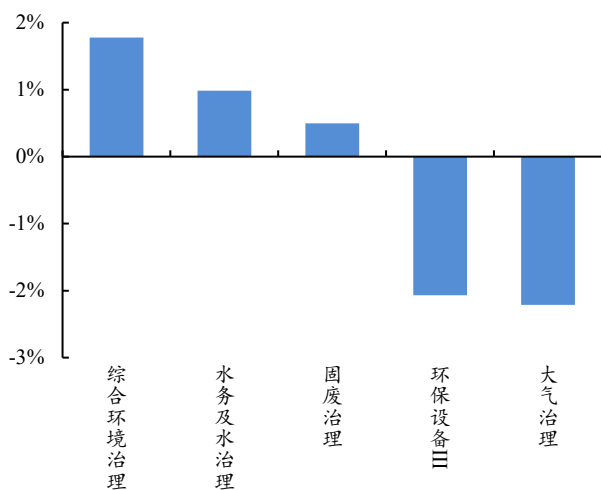
- 本周(9.1-9.5)上证综指下降 1.18%，创业板指下降 2.35%，碳中和板块下降 1.42%，公用事业板块上涨 1.16%，环保板块上涨 0.23%，煤炭板块上涨 0.66%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看，大部分板块呈上涨趋势：光伏发电上涨 5.12%，涨幅最大；其他能源发电上涨 0.16%，涨幅最小。火力发电上涨 4.13%，风力发电上涨 1.92%；电能综合服务上涨 0.56%，水力发电上涨 0.27%；核力发电下降 3.08%，跌幅最大；燃气 III 下降 0.25%，热力服务下降 0.29%；从环保子板块涨跌幅情况来看，涨幅较小，跌幅较大：大气治理下降 2.21%，跌幅最大；环保设备 III 下降 2.07%；综合环境治理上涨 1.78%，水务及水治理上涨 0.98%，固废治理上涨 0.50%。

图表1：本周板块涨跌幅

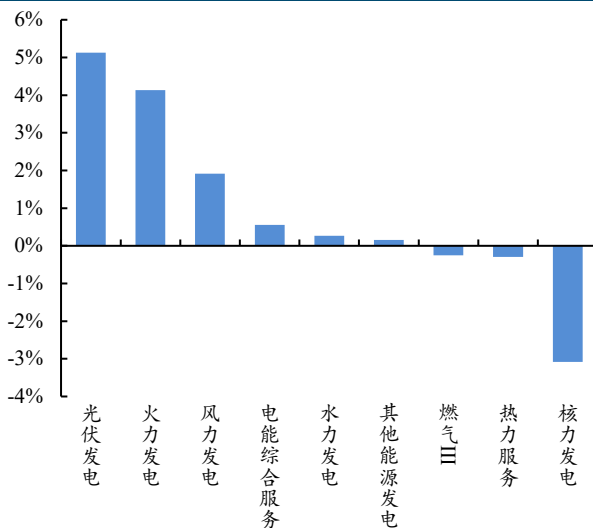


来源：iFind，国金证券研究所

图表2：本周环保行业细分板块涨跌幅



图表3：本周公用行业细分板块涨跌幅



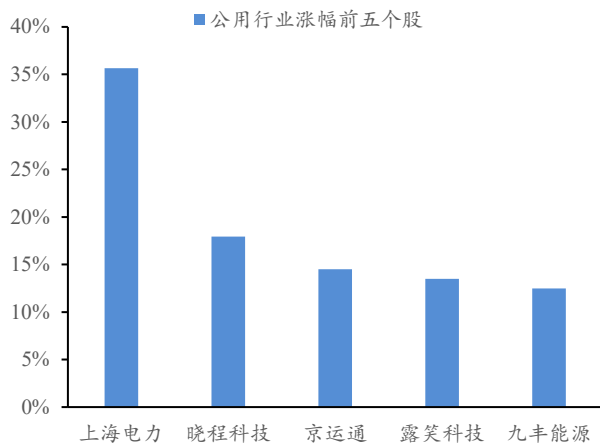
来源：iFind，国金证券研究所

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——上海电力、晓程科技、京运通、露笑科技、九丰能源；跌幅前五个股——华银电力、兆新股份、广安爱众、ST 升达、中国广核。
- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——中持股份、上海洗霸、浙富控股、中环环保、海峡环保；跌幅前五个股——德创环保、深水海纳、路德环境、金科环境、华宏科技。
- 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——电投能源、云煤能源、开滦股份、盘江股份、潞安环能；跌幅前五个股——淮北矿业、金能科技、晋控煤业、冀中能源、云维股份。

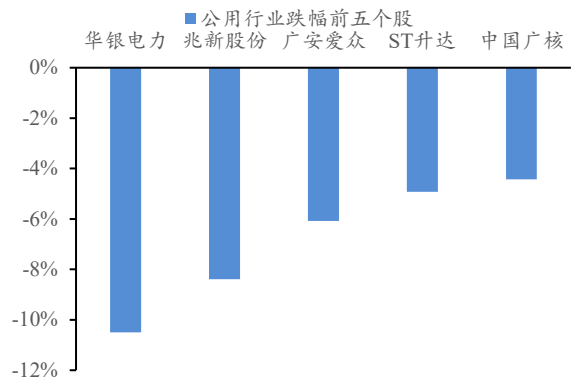


图表4：本周公用行业涨幅前五个股



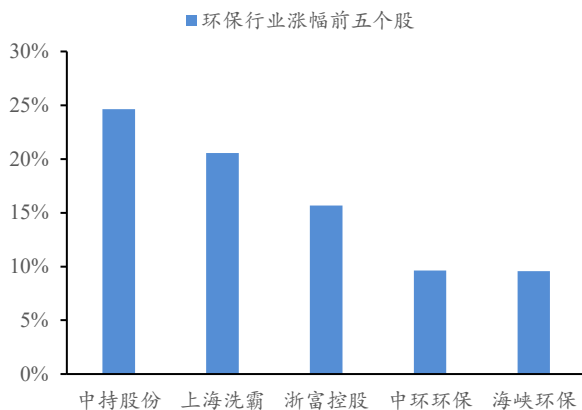
来源：iFind，国金证券研究所

图表5：本周公用行业跌幅前五个股



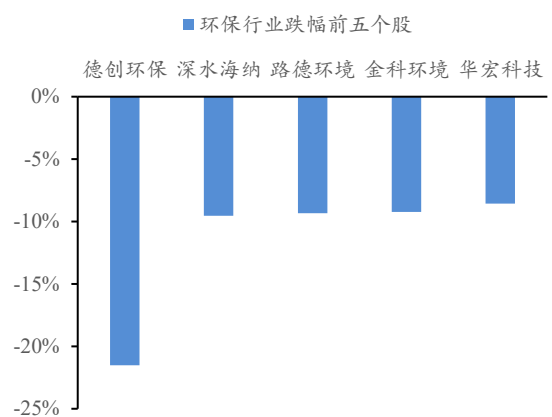
来源：iFind，国金证券研究所

图表6：本周环保行业涨幅前五个股



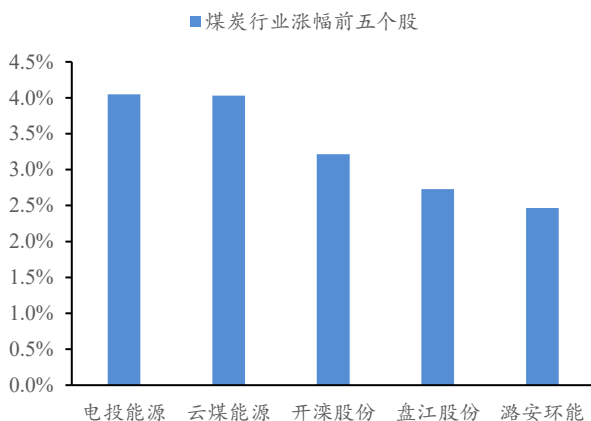
来源：iFind，国金证券研究所

图表7：本周环保行业跌幅前五个股



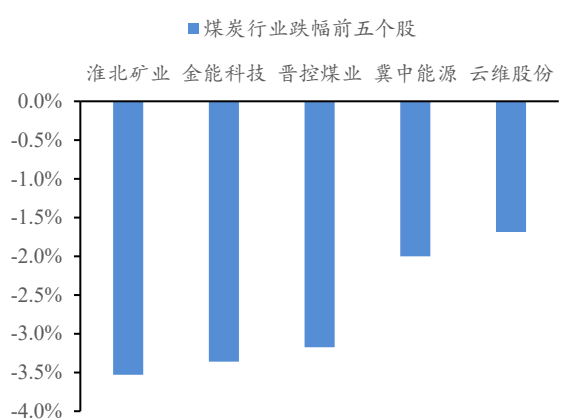
来源：iFind，国金证券研究所

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

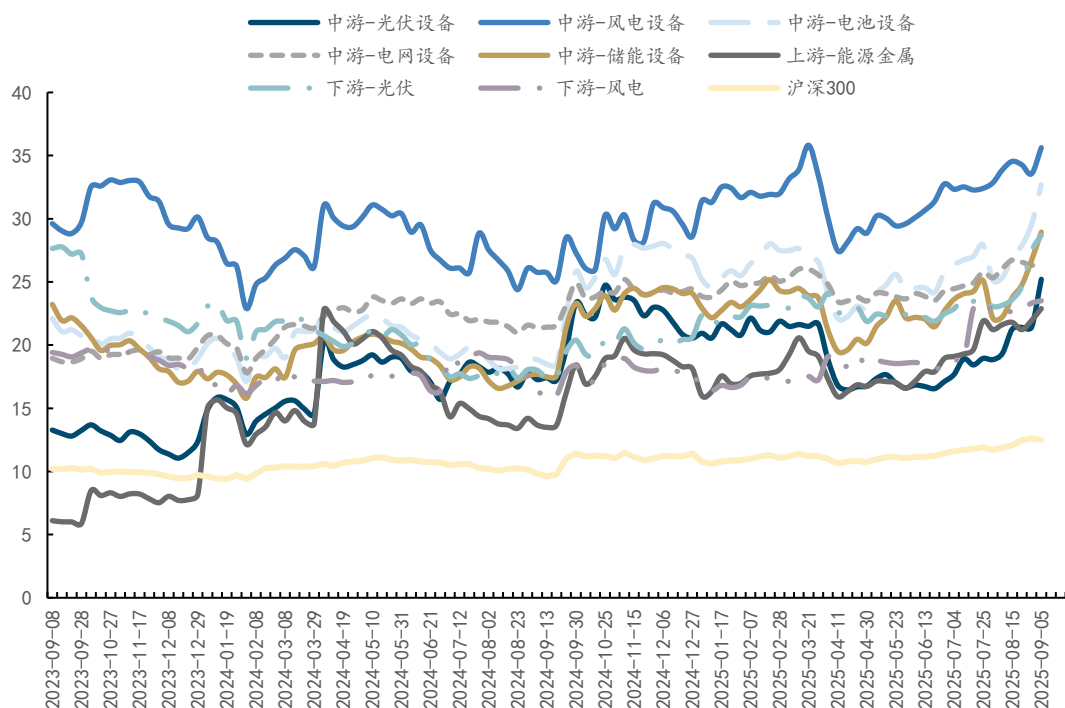


来源：iFind，国金证券研究所

- 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况：截至 2025 年 9 月 5 日，沪深 300 估值为 12.51 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 25.21、35.63、32.69、26.55、28.94，上游能源金属板块 PE 估值为 22.89，下游光伏运营板块、风电运营板块 PE 估值分别为 28.69、23.51；对应沪深 300 的估值溢价率分别为 1.00、1.83、1.59、1.11、1.30 0.82、1.28、0.86。

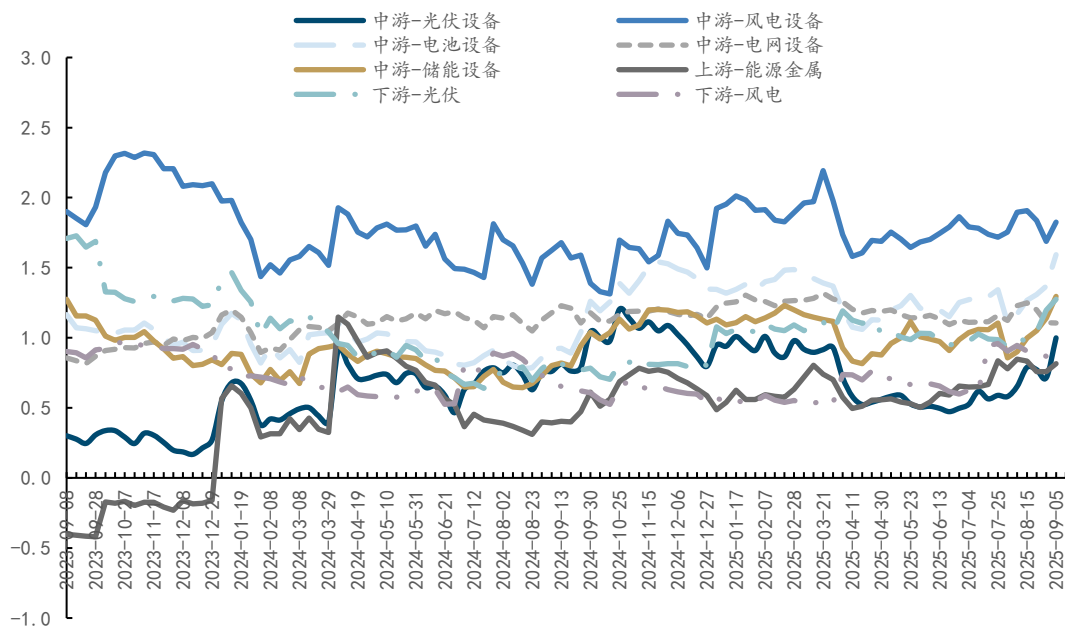


图表10: 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况



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

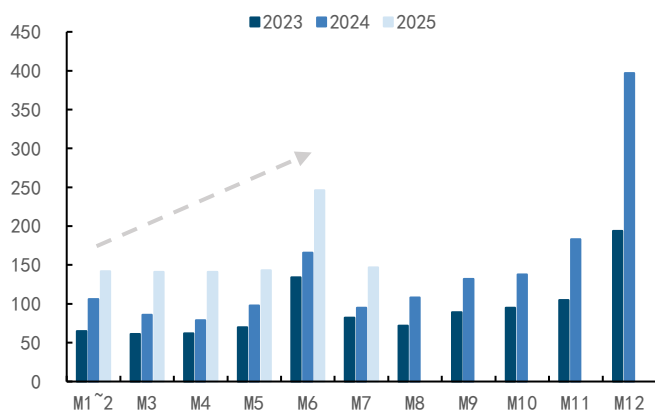
- 据我们统计的火电项目开工信息, 2023 年新开工煤电项目合计装机容量达约 88GW。2022 年, 国家有关部门提出煤电“3 个 8000 万”目标, 即“2022、2023 年煤电各开工 8000 万千瓦、两年投产 8000 万千瓦”, 但 22 年实际开工不及预期。在容量电价机制出台和煤价下行带来业绩改善等多重因素影响下, 23 年煤电项目开工量显著提升。按照平均 2~3 年建设周期计算, 预计 25 年新增煤电机组有望达到 65GW。另外, 据我们不完全统计, 1H25 已投产气电机组装机容量已超 10GW。综上, 预计 2025 全年



火电新增装机将不低于 80GW。1-7 月已累计新增约 42GW 火电装机。

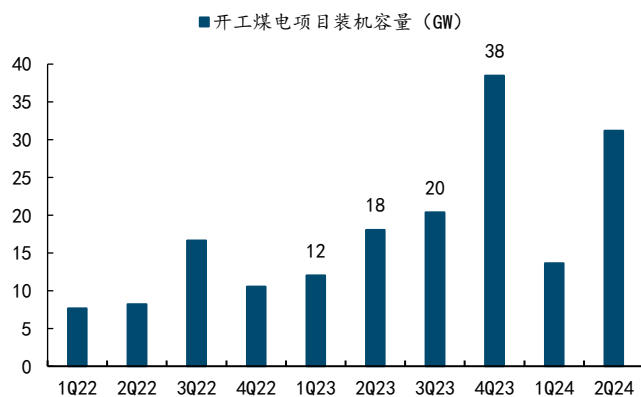
- 1-7M25 火电电源工程投资完成额较过去 2 年同期显著提升, 同期新增装机容量约 30GW。节奏不符或因电源工程投资完成额按照项目进度核算, 但需要完成 168 小时试运行、正式投产后才计入新增装机。

图表 12: 1-7M25 火电电源工程投资完成额较过去 2 年明显增长 (亿元)



来源: iFind、国金证券研究所

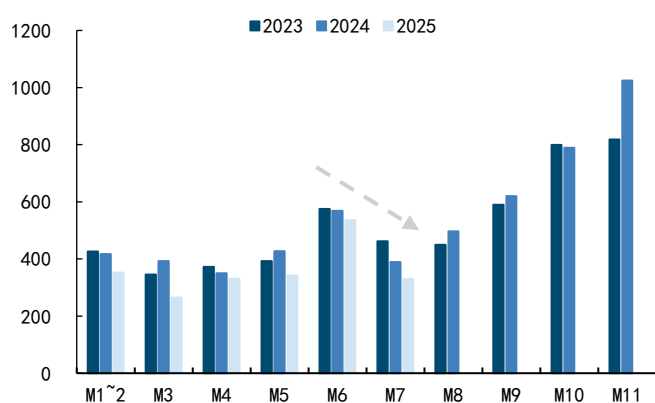
图表 13: 市场煤价回落+容量电价机制出台, 4Q23 迎来煤电项目开工潮



来源: 北极星、国金证券研究所等

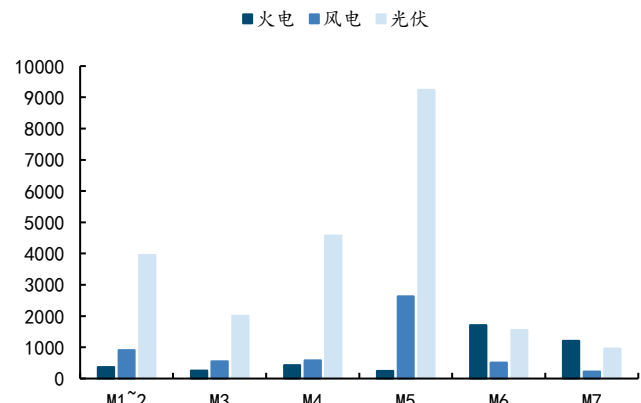
- 1-7M25 风电+光伏电源工程累计投资完成额较去年同期下降 15.2%, 而新能源新增装机量较去年同期翻倍。一方面, 受到“136 号文”推动新能源发电量全面入市的影响, 1-7M25 新能源电源工程投资额相比过去 2 年同期有所放缓; 另外, 也因为大型集中式项目建设周期较长、“136 号文”发布后可抢装空间有限。新增装机方面, 1H25 全国累计新增风电 51.9GW、光伏 213.4GW, 同比提升 105%。新能源装机年内投产通常呈前高后低的节奏, 多数新增装机集中在年底投产; 而“136 号文”以今年 5 月 31 日为项目新老划断时间节点, 导致上半年投产的新能源装机量显著高于历史同期。1H25 投产的新机组将于下半年开始贡献发电增量, 常规能源发电空间将受到进一步挤压。

图表 14: 1-7M25 新能源电源工程投资完成额较过去 2 年回落 (亿元)



来源: iFind、国金证券研究所

图表 15: 5M25 新能源新增装机量大增, 6-7M25 显著回落 (万千瓦)



来源: 国家能源局、国金证券研究所

- 根据中国银行 7 月发布的研究报告, 2H25 中国经济运行面临的不确定性、不稳定性因素仍然较多。预计第三季度、第四季度 GDP 分别增长 5%、4.6% 左右。乐观、中性、悲观情境下, 假设电力消费弹性系数分别为 1.1/1.0/0.9, 测算 3Q25、4Q25 用电需求如图表 16 所示。
- 假设期初装机容量全额参与生产, 期内新增的装机容量暂不贡献发电增量, 参考 24 年同期可再生能源利用小时数, 另考虑到今年汛期来水同比偏枯, 假设水电利用小时数同比-15%; 考虑到“136 号文”新老划断的政策或导致部分未完全并网的新能源项



目虚报容量以及系统消纳压力渐增，假设风/光利用小时数同比-5%。综上，预计 3Q25 火电发电量总体正增长，而 4Q25 火电电量增速或再次转负。

图表16：2025 年下半年电量供需平衡表

	GDP 增速	电力消费 弹性系数	用电 增速	去年同期用电量 (亿千瓦时)	2025E 用电量 (亿度)	火电发电量 (亿度)	YOY- 发电量	火电利用小时 (小时)	YOY- 利用小时
3Q25E		1.1	5.5%		29033	17823.94	2.5%	1209	0.2%
	5.0%	1.0	5.0%	27519	28895	17686.34	1.7%	1199	-0.5%
		0.9	4.5%		28757	17548.75	0.9%	1190	-1.3%
4Q25E		1.1	5.1%		25663	15789.77	-1.3%	1049	-4.2%
	4.6%	1.0	4.6%	24427	25551	15677.41	-2.0%	1042	-4.8%
		0.9	4.1%		25438	15565.04	-2.7%	1035	-5.5%

来源：iFind、中国银行、国网能源院、国金证券研究所等

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 (09.05) 最新报价为 94.40 美元/吨，环比下跌 4.93%；纽卡斯尔 NEWC 动力煤 FOB 离岸价 (09.05) 最新报价为 108.05 美元/吨，环比下跌 1.09%。
- 广州港印尼煤 (Q5500) 本周库提价 (09.05) 最新报价为 708.50 元/吨，环比下跌 0.69%。
- 山东滕州动力煤 (Q5500) 本周坑口价 (09.05) 最新报价为 665.00 元/吨，环比下跌 0.75%；秦皇岛动力煤平仓价 (09.05) 最新报价为 681.00 元/吨，环比下跌 1.59%。
- 北方港煤炭合计最新库存 (08.29) 2304 万吨，本周暂未更新。

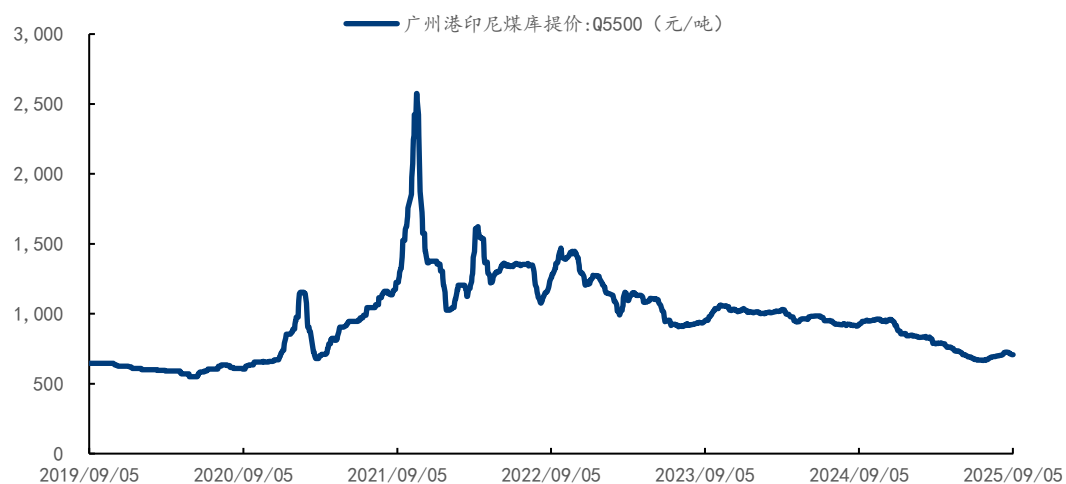
图表17：欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价



来源：iFind，国金证券研究所



图表18: 广州港印尼煤库提价: Q5500



来源: iFind, 国金证券研究所

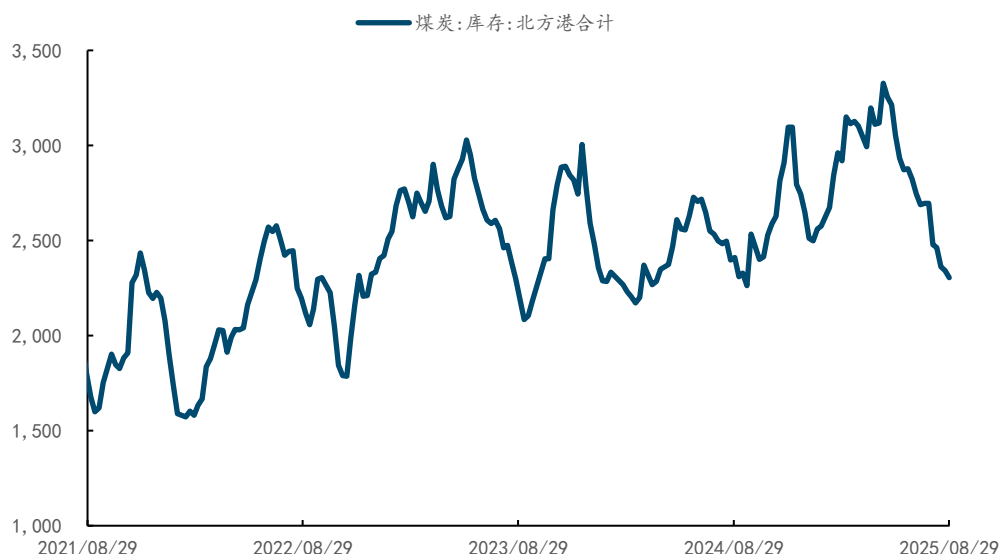
图表19: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500



来源: iFind, 国金证券研究所



图表20: 北方港煤炭合计库存(万吨) (更新至 8.29cc)



来源: iFind, 国金证券研究所

3.2 天然气价格跟踪

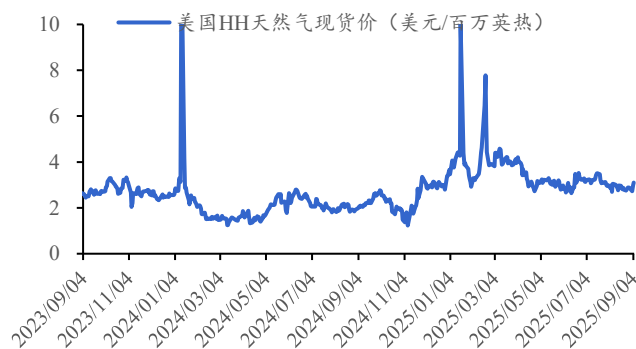
- ICE 英国天然气价 9 月 4 日报价为 79.62 便士/色姆, 周环比上涨 0.29 便士/色姆, 涨幅 0.37%。
- 美国 Henry Hub 天然气现货价 9 月 4 日报价为 3.10 美元/百万英热, 周环比上涨 0.37 美元/百万英热, 涨幅 13.58%。
- 欧洲 TTF 天然气价格 9 月 4 日报价为 10.87 美元/百万英热, 周环比下跌 0.05 美元/百万英热, 跌幅 0.47%。
- 全国 LNG 到岸价格 9 月 4 日报价为 11.37 美元/百万英热, 周环比上涨 0.22 美元/百万英热, 涨幅 2.00%。

图表21: ICE 英国天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表22: 美国 Henry Hub 天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所



图表23: 欧洲 TTF 天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表24: 国内 LNG 到岸价



来源: iFind, 国金证券研究所

3.3 碳市场跟踪

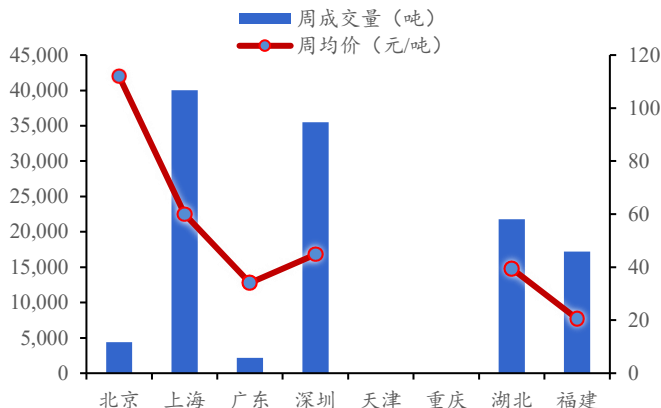
- 本周, 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 9 月 5 日最新报价 66.18 元/吨, 环比下跌 3.23 元/吨, 跌幅 4.65%。
- 本周上海碳排放权交易市场成交量最高, 为 40,038.00 吨。碳排放平均成交价方面, 成交均价最高的为北京市场的 111.94 元/吨。

图表25: 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26: 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

- 超 40 亿元! 全球首个三代核电和四代核电双堆耦合示范工程

近日, 中国能建江苏电建三公司与中核华辰建筑工程有限公司组成的联合体, 成功中标江苏徐圩核能供热厂一期工程常规岛施工项目, 中标金额达 42.2516 亿元。该项目位于江苏连云港徐圩新区, 是全球首个第三代核电压水堆与第四代核电高温气冷堆双堆耦合示范工程, 也是国内首个以供热供汽为主、兼顾供电的核动力发电厂。项目采用我国自主知识产权的“华龙一号”与高温气冷堆耦合技术, 将建设 2 台“华龙一号”机组、1 台高温气冷堆机组及配套蒸汽换热站, 中国能建江苏电建三公司负责 3 台常规岛厂房等建筑安装施工。项目建成后, 每年可为徐圩新区石化基地供工业蒸汽, 还能实现 115 亿千瓦时发电量, 每年可减少 726 万吨标煤消耗、1960 万吨二氧化碳排放, 为高耗能产业绿色转型提供支撑。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250905/1459401.shtml>

- 四川“136 号文”承接方案征求意见: 增量项目竞价区间 0.2-0.4012 元/kWh!

9 月 4 日, 四川省发改委发布《四川省深化新能源上网电价市场化改革实施方案(征求意见稿)》, 意见反馈截止 9 月 10 日, 核心是 2025 年底前实现新能源上



网电价全面市场化。方案明确新能源项目上网电量原则上全进电力市场，电价由交易形成，还建立“多电源参与”的电力现货市场，规定不同新能源项目参与方式及现货价格上下限依据。方案区分存量与增量项目：2025年6月1日前投产的存量项目，机制电价按0.4012元/kWh执行，执行期取剩余利用小时对应日期与投产满20年较早者；之后的增量项目2025-2026年竞价区间0.2-0.4012元/kWh，执行期12年。同时细化两类项目机制电量分解规则，且2026年起，配储存量新能源项目每月支持机制电量按12.5小时确定。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250905/1459531.shtml>

■ 中哈敲定多项大型能源协议！中核集团、中国石油、中国能建、三一集团参与

近日，哈萨克斯坦总统托卡耶夫在华出席上合组织峰会等活动期间，密集会晤中核集团、中国石油、中国能建、三一集团负责人，就核能（如哈第二座核电站）、油气加工（奇姆肯特炼油厂改造）、可再生能源（吉瓦风电项目）等合作敲定项目，肯定中哈能源合作成果。同期，哈能源部长阿肯热诺夫在北京与中国石油、中国华电等中方企业会谈，覆盖能源全产业链，达成图尔克斯坦州300兆瓦光伏等项目共识。此外，9月2日中哈企业家委员会会议上，双方签署70余项商业协议，总金额超150亿美元，涉及能源、基建等领域，彰显两国战略伙伴关系活力。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250904/1459361.shtml>

5. 上市公司动态

图表27：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	上海浦东发展银行股份 有限公司长沙分行	2,000.00	2025-09-02	2028-08-29
福鞍股份	福鞍控股有限公司	刘宇宁	660.00	2025-08-29	2025-11-28

来源：iFind，国金证券研究所

图表28：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)
楚环科技	1	1	减持	-2	-45	-0.03%	6,007.60
雪浪环境	1	1	减持	-83	-455	-0.25%	33,315
玉禾田	1	1	减持	-108	-3,035	-0.27%	39,859
中兰环保	1	1	减持	-158	-3,206	-1.58%	10,007
深水海纳	3	1	减持	-37	-654	-0.21%	17,728
福能股份	1	1	增持	569	5,513	0.20%	278,014
乐山电力	1	1	减持	-65	-768	-0.11%	57,832
长江电力	1	1	增持	4,115	115,584	0.17%	2,446,822
三峡能源	1	1	增持	2,269	9,612	0.08%	2,858,765
南网储能	1	1	增持	398	4,099	0.12%	319,601
三峰环境	1	1	增持	313	2,675	0.19%	167,193
蓝天燃气	1	1	减持	-29	-293	-0.04%	71,464

来源：iFind，国金证券研究所


图表29：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(%)
钱江生化	2025-09-05	200.00	86,658.58	31,147.79	35.94
胜通能源	2025-09-08	9,731.57	28,224.00	16,787.57	59.48
菲达环保	2025-09-08	906.40	88,970.31	72,069.01	81.00
南网储能	2025-09-08	208,690.42	319,600.58	319,600.58	100.00
新奥股份	2025-09-09	300.00	309,708.76	307,636.76	99.33
佛燃能源	2025-09-18	1,286.92	129,750.13	126,924.10	97.82
宇通重工	2025-09-18	94.87	53,330.43	52,819.80	99.04
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

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、光伏发电板块：

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。后续电煤需求季节性转淡，关注非电行业进入“金九银十”需求释放情况。
- ✓ 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，市场煤价自7月以来持续上涨至接近长协中枢，但后续伴随迎峰度夏渐入尾声，预计煤价上行压力总体可控。（2）电量：迎峰度夏旺季接近尾声，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。新能源入市政策（136 号文）落地后迎来“抢装潮”；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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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