



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：张君昊（执业 S1130524070001） 分析师：唐执敬（执业 S1130525020002） 分析师：汪知瑶（执业 S1130525080004）
zhangjunhao1@gjzq.com.cn tangzhijing@gjzq.com.cn wangzhiyao@gjzq.com.cn

美国 LNG 产能上线时间为何一再推迟？

行情回顾：

- 本周（8.11-8.15）上证综指上涨 1.70%，创业板指上涨 8.58%。碳中和板块上涨 3.15%，环保板块上涨 1.79%，公用事业板块下跌 0.55%，煤炭板块下跌 0.69%。

每周专题：

- 随着公共卫生事件影响逐步淡去，市场原本期待美国 LNG 产能能够快速释放。然而事实却是项目投产时间的一再延迟。以 Venture Global 旗下 LNG 项目 Calcasieu Pass 为切入点，简析美国 LNG 产能上线时间一再延迟的原因有以下三点：
 - ①Venture Global 公司在应对其与一些长期客户之间的合同纠纷时所反复强调的不可抗力因素，即两次飓风和公共卫生事件影响，以及动力岛余热锅炉的技术问题。
 - ②Calcasieu Pass 属于绿地项目，并且采用了首创的中型模块化设计建造模式，导致项目调试周期延长。
 - ③Calcasieu Pass 项目投产时正值俄乌冲突后的国际天然气价高峰，而公司试运行期间生产的货物不需要执行长期合同，仅在公司正式向下游客户宣布项目进入商业运营后才需要执行长期合同。

行业要闻：

- 2025 年第 29 期中国电煤采购价格指数（CECI）周报显示，受高温天气、电厂耗煤增长、主产地降雨及库存下降等影响，电煤供需持续紧张，现货价格加速上涨，短期仍有上行空间。尽管供应有望恢复，但市场情绪和结构性矛盾将继续支撑煤价，建议电力企业优化采购和库存策略以确保供电安全。
- 国家电投 2025 年上半年通过推进“一分钱”提质增效专项，实现度电成本同比下降超 1.2 分钱，新能源和煤电成本明显下降。专项工作围绕要素挖潜、产业提质、市场营销、投资管控等方面，形成全生命周期成本控制体系，为完成全年经营目标提供支撑。
- 广西电力交易中心发布非现货环境下 3.0 版结算细则，明确中长期合约和偏差电量的结算规则，新能源正偏差电量基准价取燃煤最低燃料成本价与市场均价孰低，差错电量处理原则上按当月损益单价计算，用户侧仅对电能量及市场损益部分进行退补，不调整绿证结算，差错电量原则上追溯期不超 12 个月，确保交易公平和稳定。

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，如皖能电力、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.....	12
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: 美国在运 LNG 项目从正式开工到运出第一船货物的时间 (天)	7
图表 13: 截至 2023 年 9 月, 美国在运 LNG 项目试运行时间 (天)	7
图表 14: 5M25 正式进入商业运行后, Calcasieu Pass 终端出口 LNG 货物价格显著下降.....	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)	10
图表 19: ICE 英国天然气价.....	10
图表 20: 美国 Henry Hub 天然气价	10



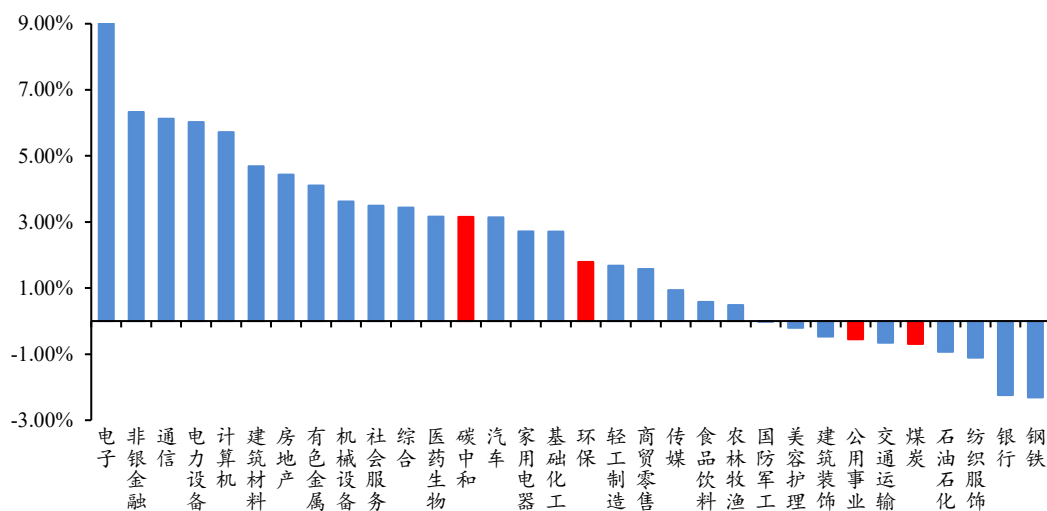
图表 21: 欧洲 TTF 天然气价	11
图表 22: 国内 LNG 到岸价	11
图表 23: 全国碳交易市场交易情况 (元/吨)	11
图表 24: 分地区碳交易市场交易情况	11
图表 25: 上市公司股权质押公告	12
图表 26: 上市公司大股东增减持公告	12
图表 27: 上市公司未来 3 月限售股解禁公告	12



1. 行情回顾

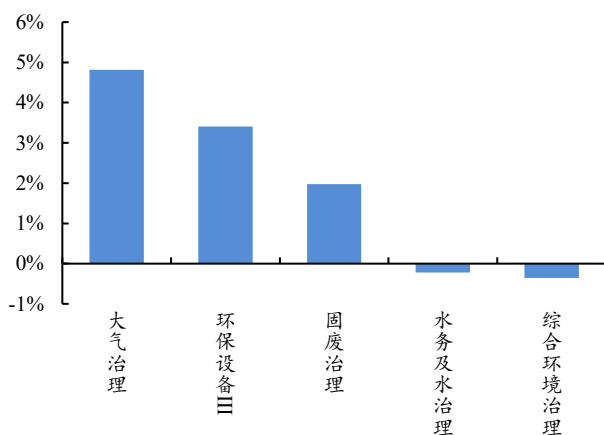
- 本周(8.11-8.15)上证综指上涨1.70%，创业板指上涨8.58%。碳中和板块上涨3.15%，环保板块上涨1.79%，公用事业板块下跌0.55%，煤炭板块下跌0.69%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看，各板块有涨有跌：风力发电上涨3.50%，涨幅最大；核力发电上涨1.18%，涨幅最小。水力发电下跌2.53%，跌幅最大；光伏发电下跌0.30%，跌幅最小。燃气Ⅲ上涨2.01%；其他能源发电下跌0.33%，电能综合服务下跌0.96%，火力发电下跌1.21%，热力服务下跌1.65%。从环保子板块涨跌幅情况来看，各板块有涨有跌：大气治理上涨4.82%，涨幅最大；固废治理上涨1.97%，涨幅最小。环保设备Ⅲ上涨3.40%。综合环境治理下跌0.35%，跌幅最大；水务及水治理下跌0.22%，跌幅最小。

图表1：本周板块涨跌幅

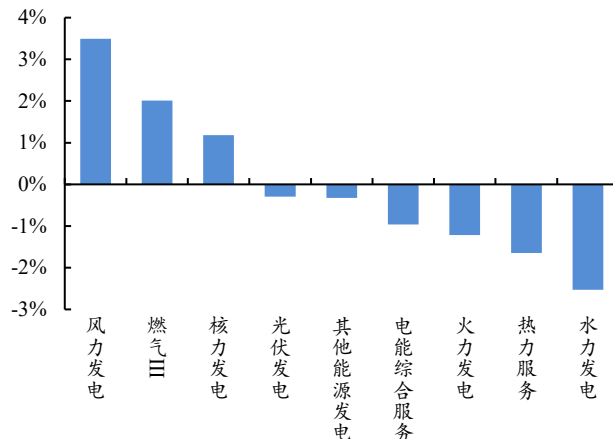


来源：iFind，国金证券研究所

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



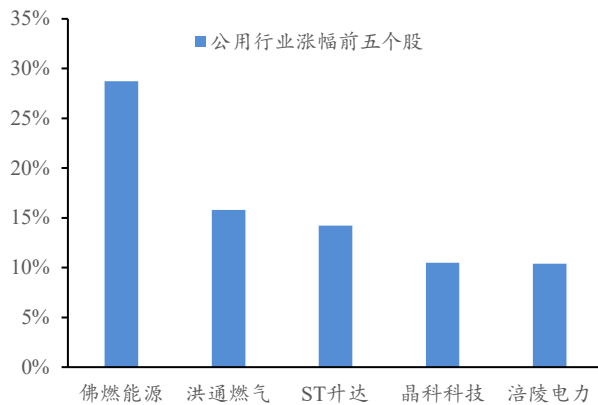
来源：iFind，国金证券研究所

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——佛燃能源、洪通燃气、ST 升达、晶科科技、涪陵电力；跌幅前五个股——华银电力、乐山电力、惠天热电、金山股份、华能国际。
- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——玉禾田、艾布鲁、华控赛格、惠城环保、福龙马；跌幅前五个股——大地海洋、中航泰达、金科环境、力源科技、中兰环保。
- 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——金能科技、淮北矿业、山煤国际、昊华能源、开滦股份；跌幅前五个股——ST 大洲、陕西黑猫、安泰集团、兖矿能源、盘江股份。

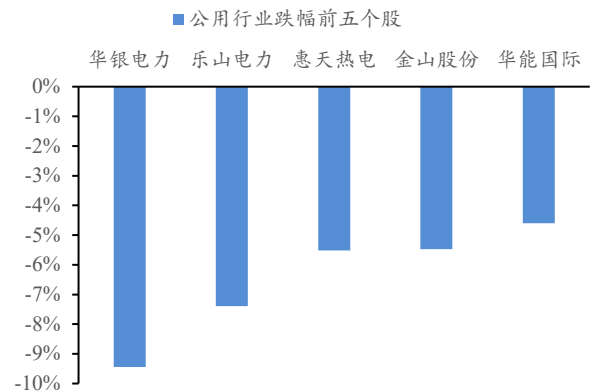


图表4：本周公用行业涨幅前五个股



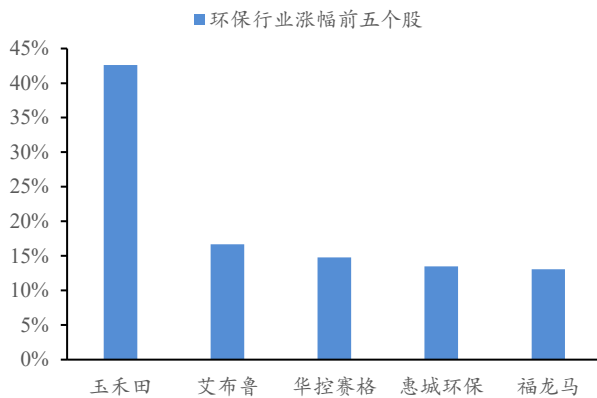
来源：iFind，国金证券研究所

图表5：本周公用行业跌幅前五个股



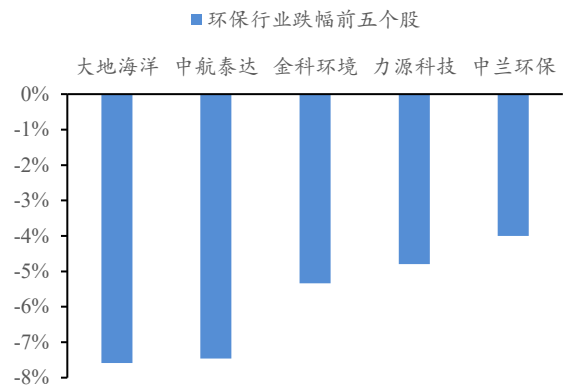
来源：iFind，国金证券研究所

图表6：本周环保行业涨幅前五个股



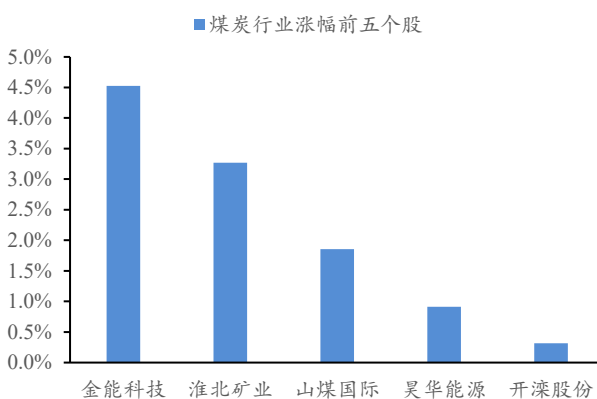
来源：iFind，国金证券研究所

图表7：本周环保行业跌幅前五个股



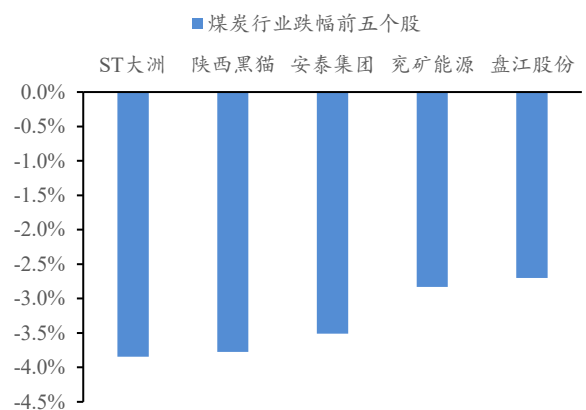
来源：iFind，国金证券研究所

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

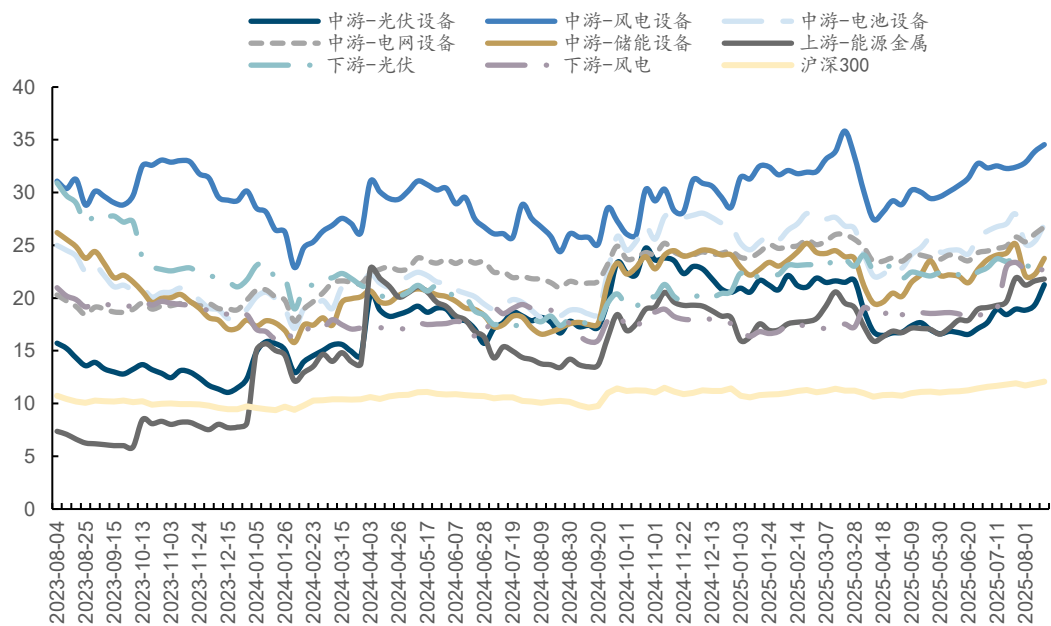


来源：iFind，国金证券研究所

- 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况：截至 2025 年 8 月 15 日，沪深 300 估值为 12.08 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 21.26、34.54、26.96、26.73、23.76，上游能源金属板块 PE 估值为 21.80，下游光伏运营板块、风电运营板块 PE 估值分别为 23.61、22.64；对应沪深 300 的估值溢价率分别为 0.79、1.90、1.27、1.25、1.00、0.83、0.99、0.90。

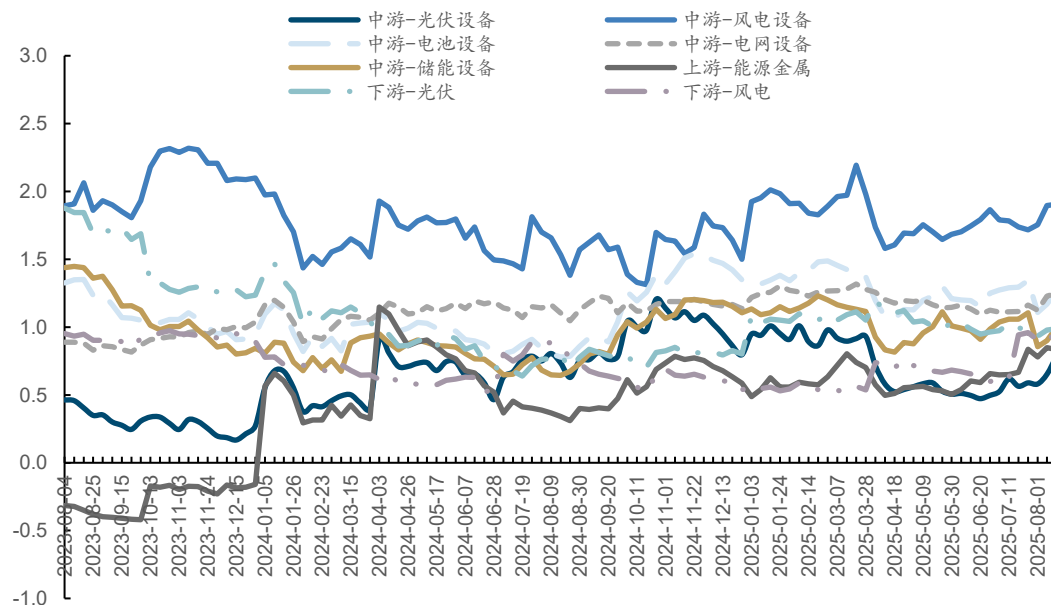


图表10：碳中和上、中、下游板块PE估值情况



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

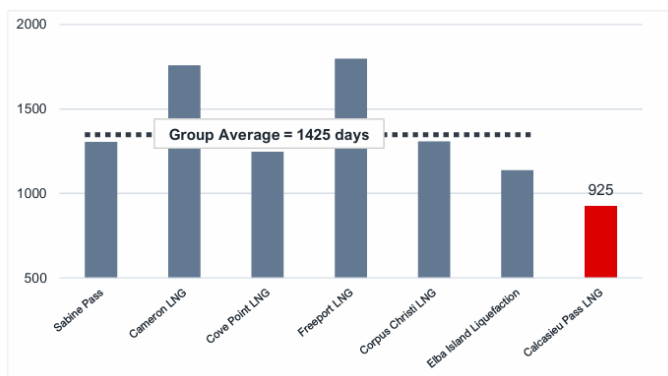
- 随着公共卫生事件影响逐步淡去，市场原本期待美国 LNG 产能能够快速释放。然而事实却是项目投产时间的一再延迟。本周专题将以 Venture Global 旗下 LNG 项目 Calcasieu Pass 为切入点，简析美国 LNG 产能上线时间一再延迟的原因。
- Calcasieu Pass 项目设计液化产能 1000 万吨/年，由 18 座年产能 120 万吨的模块化小型液化装置组成。该项目于 2019 年 8 月达成最终投资决定（FID），于 2022 年 9 月全面建成投产，预期于 2022 年开始商业运营，但公司直到 2025 年才向其长期客户宣布从 4 月 15 日起开始商业运营。总结导致该项目商业运营时间推迟的各项因素，我们认为主要有以下 3 个因素：



- 一是 Venture Global 公司在应对其与一些长期客户之间的合同纠纷时所反复强调的不可抗力因素，即两次飓风和公共卫生事件影响，以及动力岛余热锅炉的技术问题。根据公司的注册声明，2023 年 3 月 28 日，公司向 FERC 提交了一份关于机组调试、已发现的若干可靠性问题以及必要维修更换工作的进展报告。报告中说明，公司需要对动力岛系统的余热锅炉（HRSG）开展重大整改——设备制造商通用电气公司在制造工艺上作出变更，导致调试期间出现了严重的泄漏问题。公司气体预处理装置一直未能达到预期性能且无法通过规定的性能测试，同样需要整改。
- 二是 Calcasieu Pass 属于绿地项目，并且采用了首创的中型模块化设计建造模式，导致项目调试周期延长。绿地项目即新建项目，是区别于棕地项目（扩建项目）的概念。由于需要从零开始建设港口、道路、电力、水处理等基础设施，而这类基础设施建设所需要的技术工人、油气开采、炼化和电厂建设等其他大型能源项目高度重合，又恰逢 AI 高速发展带来用电需求增长、电力基础设施投资景气，导致 LNG 绿地项目面临用工紧张的问题。

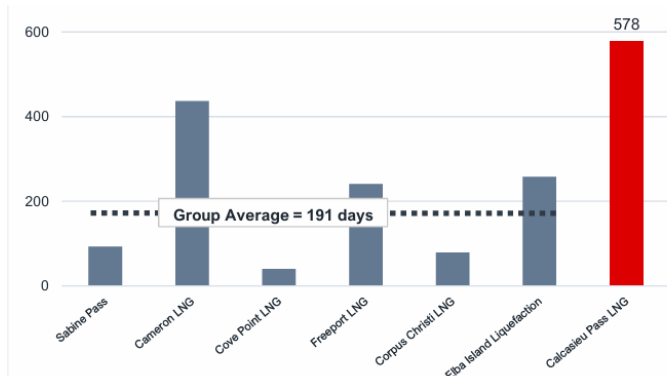
另外，公司在 Calcasieu Pass 上采用了首创的中型模块化设计建造模式。这种模式的优点在于通过“一次设计，多次建造”提升项目经验的可复制性，并且直接在工厂预制模块，显著降低现场劳动力需求和工期。考虑到美国 LNG 设施集中布局在墨西哥湾地区，该模式有助于减少飓风等天气事件带来的项目施工工期的不确定性。实际上，Calcasieu Pass 设施在 FID 后不满 3 年便已经开始生产，说明这种建造模式的创新在缩短施工工期方面成效显著。但与拥有数量更少、规模更大的传统 LNG 设施相比，该模式需要分阶段依次调试场内设施，拉长了试运行时间。通常情况下，传统 LNG 项目的试运行周期为 6 个月，而 Calcasieu Pass 设施的试运行周期长达两年半。根据路透社消息，公司 CEO 预计 Plaquemines 项目也会经历类似的试运行周期。

图表12：美国在运 LNG 项目从正式开工到运出第一船货物的时间（天）



来源：ieefa、国金证券研究所

图表13：截至 2023 年 9 月，美国在运 LNG 项目试运行时间（天）

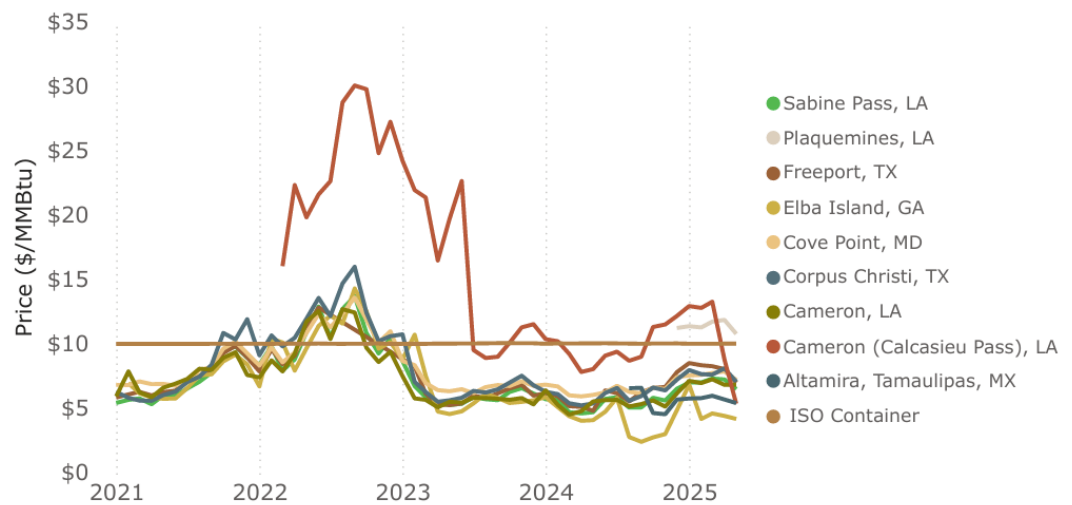


来源：ieefa、国金证券研究所

- 三是 Calcasieu Pass 项目投产时正值俄乌冲突后的国际天然气价高峰，而公司试运行期间生产的货物不需要执行长期合同，仅在公司正式向下游客户宣布项目进入商业运营后才需要执行长期合同。截至 3Q24，该项目已成功装载并售出 342 船试运行期 LNG 货物，扣除天然气采购及运输等主要成本后，净收入达约 142 亿美元。与之相对，由于该项目的长期合同主要在 2016~2018 年低气价周期签订，因此长期购销协议中约定的固定液化费较低。作为参考，2021 年中石化与 Venture Global 签订的 20 年长约合同量合计 400 万吨/年，其中 120 万吨采用 FOB 交付模式，对应固定液化费为 \$1.80/MMBtu；另外 280 万吨采用 DES 交付模式，合同价格公式为 120%亨利港气价+固定液化费 \$3.85/MMBtu。此外，Calcasieu Pass 项目总投资额达约 100 亿美元，对应单吨投资成本达约 1000 美元/tpa。根据牛津能源研究院的报告，西非一单吨投资成本相近的 LNG 项目液化费达约 \$3.79/MMBtu。这说明执行长期合同不仅将显著降低套利空间，甚至有可能出现固定液化费无法完全覆盖项目投资成本的问题。因此，在经济效益层面，公司不具备任何加快推进试运行的动力。



图表14: 5M25 正式进入商业运行后, Calcasieu Pass 终端出口 LNG 货物价格显著下降



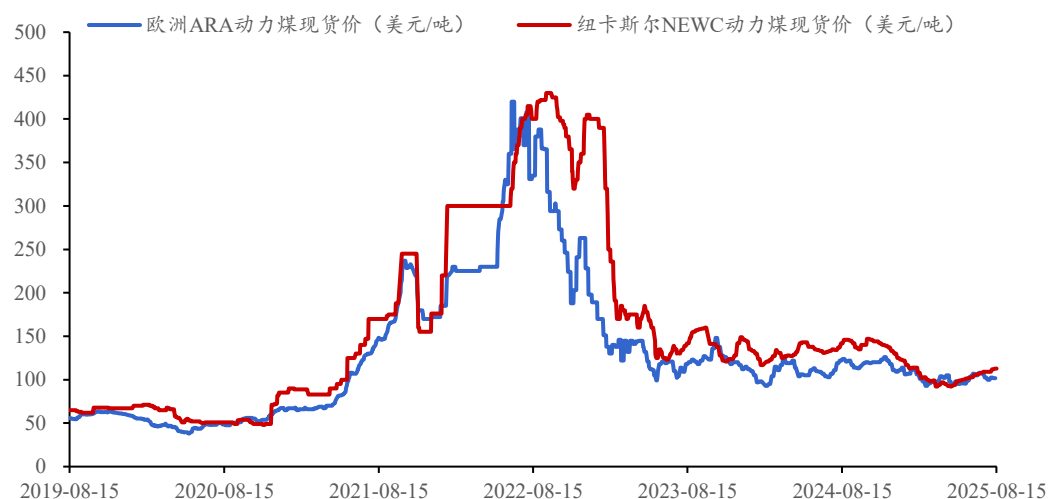
来源: DOE、国金证券研究所

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 (08.15) 最新报价为 101.70 美元/吨, 环比下跌 0.01%; 纽卡斯尔 NEWC 动力煤 FOB 离岸价 (08.15) 最新报价为 112.90 美元/吨, 环比上涨 0.01%。
- 广州港印尼煤 (Q5500) 本周库提价 (08.15) 最新报价为 723.86 元/吨, 环比上涨 3.06%。
- 山东滕州动力煤 (Q5500) 本周坑口价 (08.15) 最新报价为 670.00 元/吨, 环比持平; 秦皇岛动力煤平仓价 (08.15) 最新报价为 695.00 元/吨, 环比上涨 2.51%。
- 北方港煤炭合计最新库存 (08.15) 2362 万吨, 环比下降 4.10%。

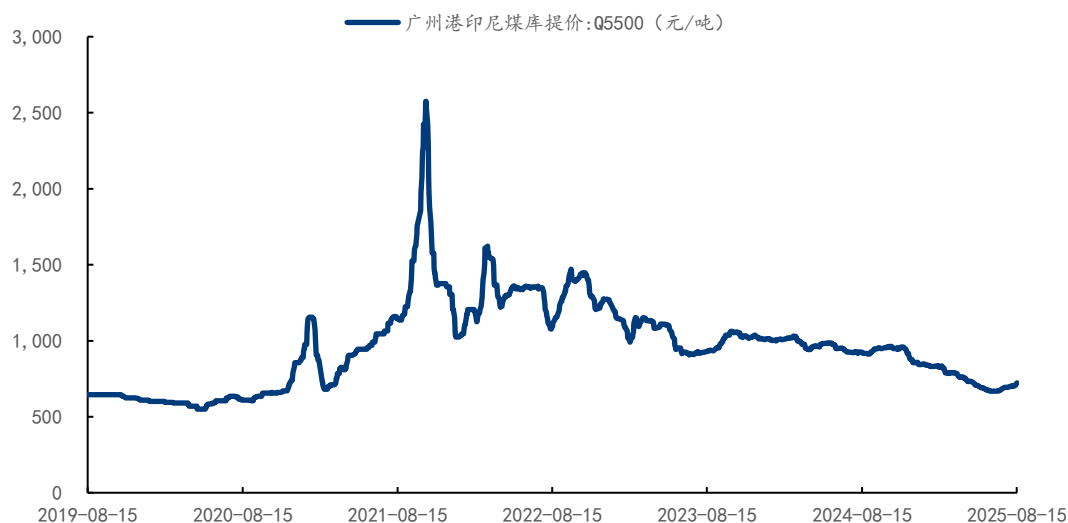
图表15: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价



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

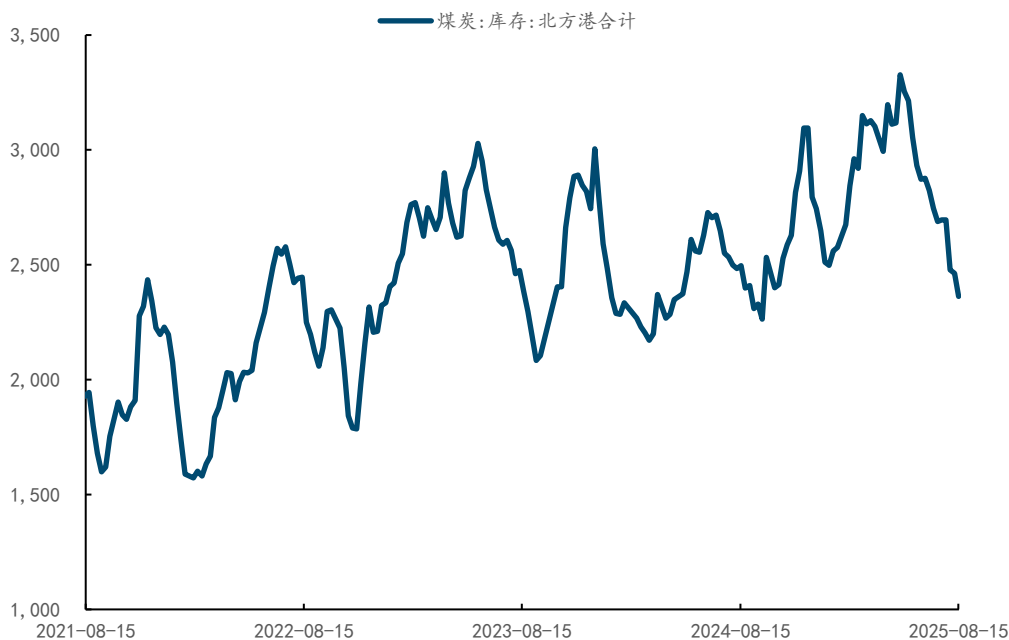
图表17: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500



来源: iFind, 国金证券研究所



图表18: 北方港煤炭合计库存 (万吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

3.2 天然气价格跟踪

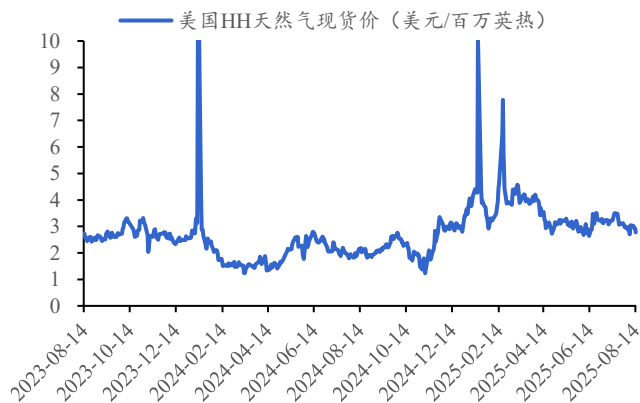
- ICE 英国天然气价 8 月 14 日报价为 79.39 便士/色姆, 周环比下跌 1.72 便士/色姆, 跌幅 2.12%。
- 美国 Henry Hub 天然气现货价 8 月 14 日报价为 2.77 美元/百万英热, 周环比下跌 0.28 美元/百万英热, 跌幅 9.03%。
- 欧洲 TTF 天然气价格 8 月 14 日报价为 10.85 美元/百万英热, 周环比下跌 0.15 美元/百万英热, 跌幅 1.34%。
- 全国 LNG 到岸价格 8 月 14 日报价为 11.41 美元/百万英热, 周环比下跌 0.44 美元/百万英热, 跌幅 3.75%。

图表19: ICE 英国天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表20: 美国 Henry Hub 天然气价



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

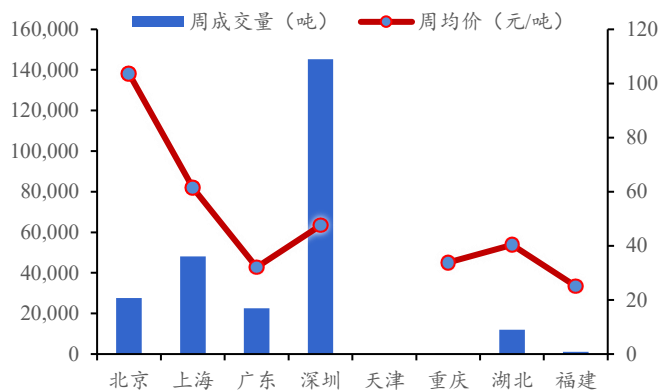
- 本周，全国碳市场碳排放配额（CEA）8月15日最新报价71.57元/吨，环比下跌0.55元/吨，跌幅0.76%。
- 本周深圳碳排放权交易市场成交量最高，为145,234吨。碳排放平均成交价方面，成交均价最高的为北京市场的103.64元/吨。

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

- 中电联发布：高温季电煤供需紧平衡，现货市场价格加速上涨

中国电煤采购价格指数（CECI）编制办公室发布的《CECI 指数分析周报》（2025 年第 29 期）显示，CECI 沿海指数中高热值煤种现货成交价较上期明显上涨。曹妃甸指数延续上涨态势，且涨幅扩大。受高温天气刺激下游电厂发电量和耗煤量增长、主产地强降雨影响供应，以及煤炭库存下降等多重因素影响，当前电煤供需紧平衡，现货市场价格持续上涨，且短期内价格仍有上行空间。尽管主产地供给或将逐步恢复，但市场情绪和结构性矛盾仍将支撑煤价坚挺，建议电力企业优化采购和库存策略以保障电力供应安全。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250812/1455403.shtml>

- 国家电投：上半年度电成本下降超 1.2 分，提质增效多维发力见实效

国家电投集团 2025 年上半年通过推进“一分钱”提质增效专项工作，实现度电成本同比下降超 1.2 分钱，新能源与煤电成本显著降低。该专项以高质量发展为主线、提升利润为目标、降低度电成本为核心，围绕要素挖潜、产业提质、市场营销与投资管控实施全生命周期成本领先战略，形成系统性降本增效“组合拳”，为全年经营目标和“均



衡增长战略”提供有力支撑。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250815/1456073.shtml>

- 广西电力交易中心发布《广西电力批发市场交易结算实施细则》（非现货环境下 3.0 版）

广西电力交易中心发布《广西电力批发市场交易结算实施细则》（非现货环境下 3.0 版）》，适用于非现货条件下的结算管理，涵盖结算流程、损益分配、退补与参数管理等内容。核心要点包括：中长期合约电量按合约价结算，偏差电量按对应时段偏差价格结算；核电、风电、光伏、储能企业的正偏差结算基准价，取燃煤企业中燃料成本最低价与市场均价孰低执行；差错电量处理原则上按当月损益单价计算，用户侧仅对电能量及市场损益部分进行退补，不调整绿证结算；差错电量追溯期不超过 12 个月，费用可滚动至次月结算，超期部分按电网代理购电价结算

<https://news.bjx.com.cn/html/20250722/1452205.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
大众公用	上海大众企业管理有限公司	上海浦东发展银行股份有限公司长宁支行	6,200.00	2025-08-13	2028-08-12
正和生态	张熠君	北京中财广角典当有限公司	490.00	2025-08-13	--
东望时代	东阳市新岭科技有限公司	浙江炳炳典当有限公司诸暨分公司	1,202.00	2025-06-12	2025-09-08
东望时代	东阳市新岭科技有限公司	云南国际信托有限公司	1,212.00	2025-08-01	2026-07-28
东望时代	东阳市新岭科技有限公司	云南国际信托有限公司	1,010.00	2025-07-30	2026-07-28

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)
洪通燃气	1	1	减持	-12	-204	-0.20%	6,007.60

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(%)
碧兴物联	2025-08-11	98.15	7,851.89	4,684.71	59.66
惠城环保	2025-08-14	108.22	19,713.10	15,762.90	79.96

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：加速向上。供给侧，产煤省经济发展诉求仍存、仅通过行业自律减少供应存在困难；但内贸煤价大幅调整后挤出部分成本竞争力处于劣势的国内外供应量，有望对港煤价形成一定支撑；且近期关于组织开展煤矿生产情况核查的通知若后续落实、有望在供给侧形成一定约束；此外，8月受降雨天气影响，部分主产区煤矿生产受限。需求侧，全社会库存持续处于高位，5-6月煤价持续探底，但后续随着夏季渐进，贸易商已有提前博弈电厂迎峰度夏趋势、港口已有去库趋势，7月煤价已呈现上涨趋势，8月涨势小幅加速，预计后续随着高温天气持续终端补库需求有望持续释放。

✓ 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，受欧洲冷冬消耗库存、俄气过境乌克兰管道协议到期停气、中东地缘冲突局势升级等影响，夏季补库需求对国际气价形成支撑。当前LNG到岸价相比国内气源价格不具备经济性，但或利好国内LNG生产企业和具备LNG长协资源国际贸易商。（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。

✓ 绿电运营景气度：稳健向上。新能源入市政策（136号文）落地后迎来“抢装潮”；6月光伏装机虽弱于预期，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6M25风电年内累计新增装机51.3GW，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5M25风电年内累计平均利用小时数952h，弱于去年。弃电率上升。（3）电价：现货省份山西、山东、甘肃、蒙西5月均出现新能源现货电价同比提升，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6M25光伏年内累计新增装机212.2GW，6月装机同比下滑。

（2）光照情况：至5M25光伏年内累计平均利用小时数460h，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年水电新增装机主要关注大渡河流域，3~4M25四川暂无新机组投产。（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。

✓ 环保-垃圾焚烧子板块景气度：稳健向上。生活垃圾处理需求稳定，新建设施减少后存量产能利用率逐步打满。预计未来3~6个月经营业绩平稳的同时自由现金流持续走阔。（1）产能利用情况：淡季部分公司设备检修期间产能利用率下降，年初检修影响消除、预计未来3~6个月龙头公司产能利用饱满。（2）应收账款：国补发放节奏放缓，应收占比扩大。预计未来3~6个月行业应收款周转维持当前水平。（3）装机容量：至5M25今年累计新增装机62万千瓦，装机增速显著放缓。预计未来3~6个月自由现金流继续走阔、分红能力继续提升。

✓ 核电运营景气度：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1~6M25维持同比高增。6月增速重回双位数。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