



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：李蓉（执业 S1130525040001）

lirong@gjzq.com.cn

分析师：唐执敬（执业 S1130525020002）

tangzhijing@gjzq.com.cn

分析师：张君昊（执业 S1130524070001）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

参考海外经验，英国容量市场规则是如何设计的？

行情回顾：

- 本周（7.07-7.11）上证综指上涨 1.09%，创业板指上涨 2.36%。碳中和板块上涨 3.52%，环保板块上涨 3.07%，公用事业板块上涨 1.28%，煤炭板块下跌 0.82%。

每周专题：

- 英国容量市场拍卖如何确定目标容量？为了平衡经济性和可靠性目标，英国容量市场根据电力用户的失负荷价值和系统可靠性供应的新建机组成本计算系统可靠性目标。电力调度机构根据系统可靠性目标，采用 Least Worst Regret 模型计算出拍卖目标容量，并基于此构建容量需求曲线。
- 参与拍卖的“有效容量”是如何确定的？所谓有效容量，即根据各类发电技术的具体可用性对供电能力进行调整后的装机容量。英国容量市场采用增量等效可靠容量法（Incremental Equivalent Firm Capacity）计算各类电源的有效容量系数。根据该方法，新能源自 19/20 年开始参与容量市场拍卖以来，海上风电有效容量系数呈下行趋势，主因随着海上风电渗透率的提升，新增装机对系统压力事件下的平均贡献率下降；而光伏有效容量系数提升，主因短时储能容量的增加使得系统压力事件向更早开始、持续时间更长的时段分布。

行业要闻：

- 7 月 11 日，国家发改委、国家能源局联合发布的《关于跨电网经营区常态化电力交易机制方案的复函》指出，原则同意国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司报送的《跨电网经营区常态化电力交易机制方案》，要进一步深化合作，充分发挥跨电网经营区常态化交易机制作用，促进电力市场互联互通，提升网间通道利用效率，强化各层次市场的衔接协同，保障全国统一电力市场体系高效运行。
- 7 月 10 日，海南省发改委发布《关于海南省深化新能源上网电价市场化改革的实施方案（征求意见稿）》。方案指出，坚决纠正不当干预电力市场行为，不得向新能源不合理分摊费用，不得将配置储能作为新建新能源项目核准、并网、上网等的前置条件，对 2025 年 6 月 1 日前已并网的新能源存量项目，继续执行省配置储能政策。享有财政补贴的新能源项目，全生命周期合理利用小时数内的补贴标准按照原有规定执行。
- 7 月 8 日，国家发改委、工信部、国家能源局联合发布的《关于开展零碳园区建设的通知》指出，有计划、分步骤推进各类园区低碳化零碳化改造的八项重点任务，即：加快园区用能结构转型；大力推进园区节能降碳；调整优化园区产业结构；强化园区资源节约集约；完善升级园区基础设施；加强先进适用技术应用；提升园区碳管理能力；支持园区加强改革创新。

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.....	12
5. 上市公司动态.....	12
6. 投资建议.....	13
7. 风险提示.....	15

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: 最佳系统可靠性水平示意图	7
图表 13: 英国系统可靠性目标测算示例	7
图表 14: 英国容量市场拍卖需求曲线示意图	8
图表 15: 英国容量市场可再生能源有效容量系数变化情况	8
图表 16: 欧洲 ARA 港、纽卡斯尔 NEWC 动力煤现货价	9
图表 17: 广州港印尼煤库提价: Q5500	9
图表 18: 山东滕州动力煤坑口价、秦皇岛动力煤坑口价: Q5500	10
图表 19: 北方港煤炭合计库存 (万吨)	10



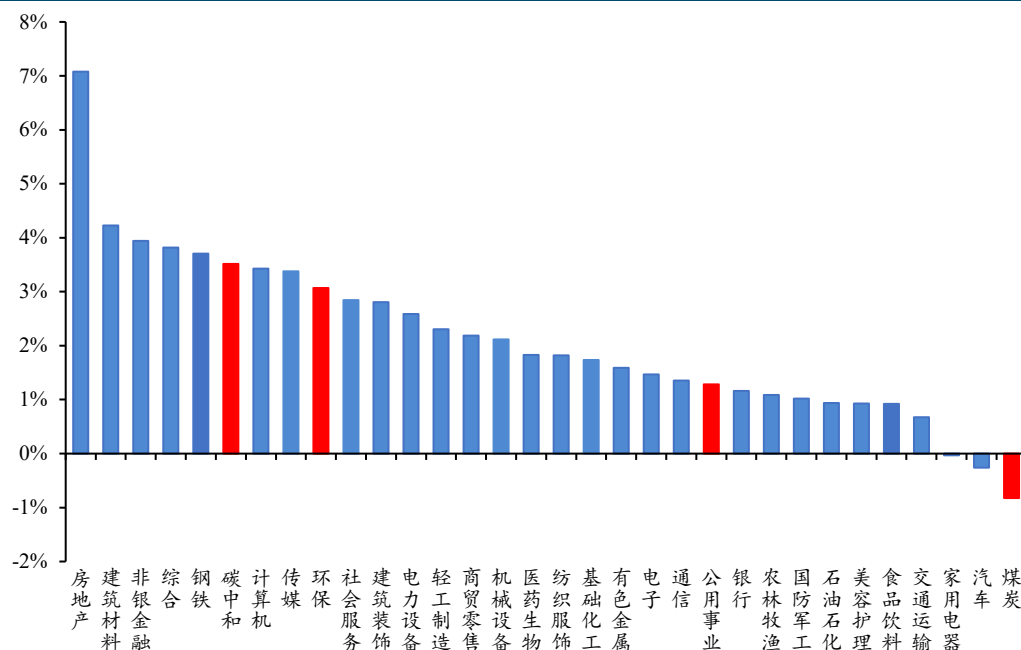
图表 20: ICE 英国天然气价	11
图表 21: 美国 Henry Hub 天然气价	11
图表 22: 欧洲 TTF 天然气价	11
图表 23: 国内 LNG 到岸价	11
图表 24: 全国碳交易市场交易情况 (元/吨)	11
图表 25: 分地区碳交易市场交易情况	11
图表 26: 上市公司股权质押公告	12
图表 27: 上市公司大股东增减持公告	12
图表 28: 上市公司未来 3 月限售股解禁公告	13



1. 行情回顾

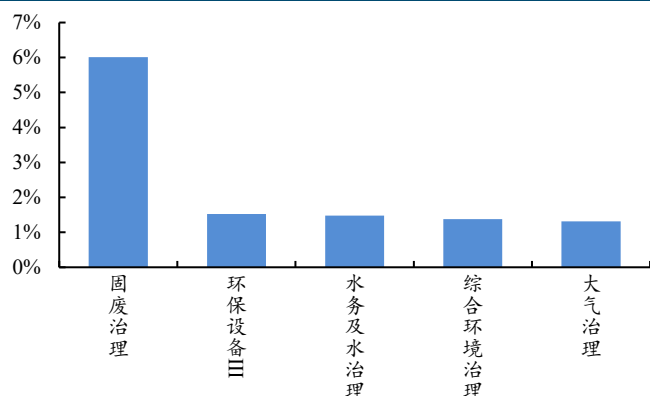
- 本周（7.07-7.11）上证综指上涨 1.09%，创业板指上涨 2.36%。碳中和板块上涨 3.52%，环保板块上涨 3.07%，公用事业板块上涨 1.28%，煤炭板块下跌 0.82%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看，各板块皆上涨：光伏发电上涨 7.39%，涨幅最大；核力发电上涨 0.19%，涨幅最小。水力发电上涨 0.46%，燃气Ⅲ上涨 0.91%，热力服务上涨 5.49%，火力发电上涨 1.83%，风力发电上涨 0.83%，电能综合服务上涨 1.25%，其他能源发电上涨 3.29%。从环保子板块涨跌幅情况来看，各板块皆上涨：固废治理上涨 6.01%，涨幅最大；大气治理上涨 1.31%，涨幅最小。水务及水治理上涨 1.48%，综合环境治理上涨 1.38%，环保设备Ⅲ上涨 1.52%。

图表1：本周板块涨跌幅



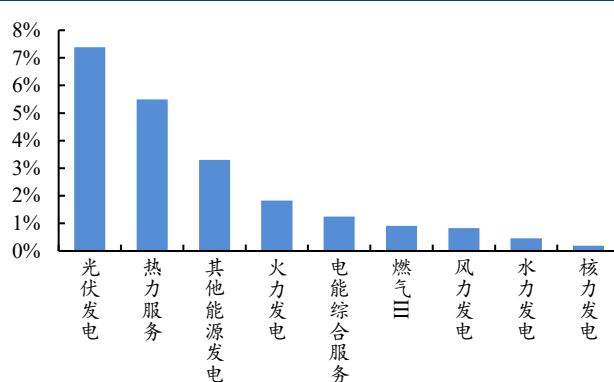
来源：iFind，国金证券研究所

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



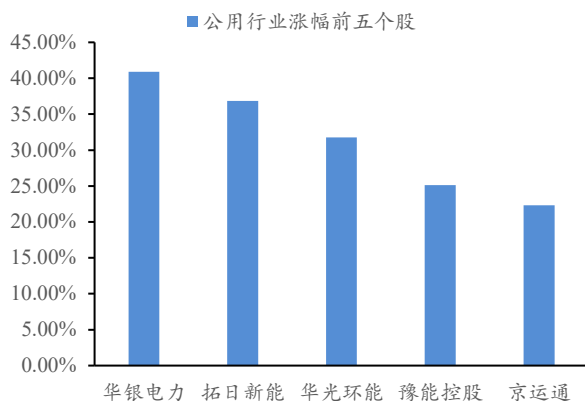
来源：iFind，国金证券研究所

- 公用事业涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——华银电力、拓日新能、华光环能、豫能控股、京运通；跌幅前五个股——浙能电力、协鑫能科、金房能源、华能国际、国电电力。
- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——惠城环保、久吾高科、华宏科技、德林海、华新环保；跌幅前五个股——飞南资源、雪迪龙、深水海纳、武汉天源、盈峰环境。

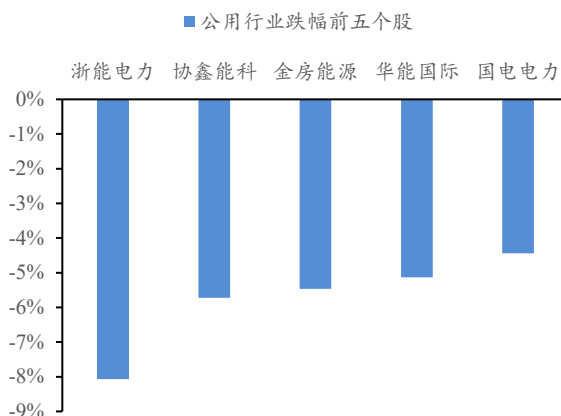


■ 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——美锦能源、安泰集团、陕西黑猫、大有能源、山西焦化；跌幅前五个股——昊华能源、中国神华、电投能源、陕西煤业、兖矿能源。

图表4：本周公用行业涨幅前五个股



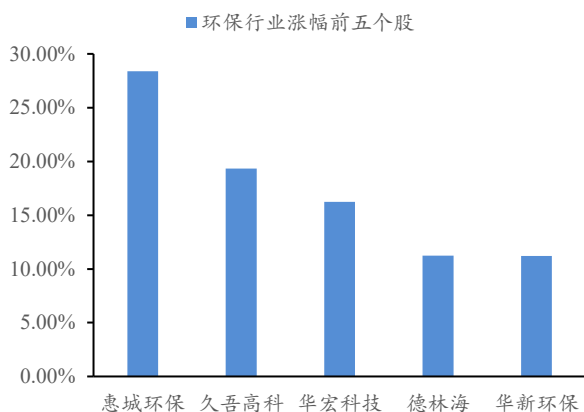
图表5：本周公用行业跌幅前五个股



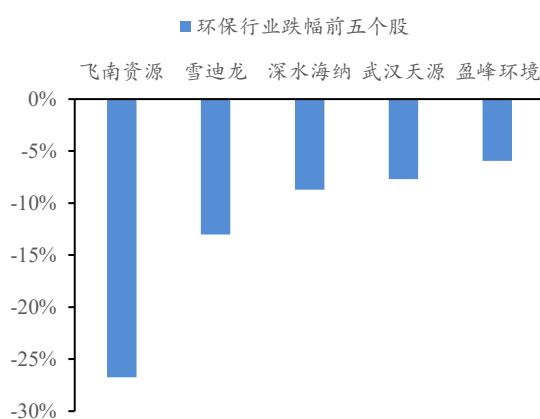
来源：iFind，国金证券研究所

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



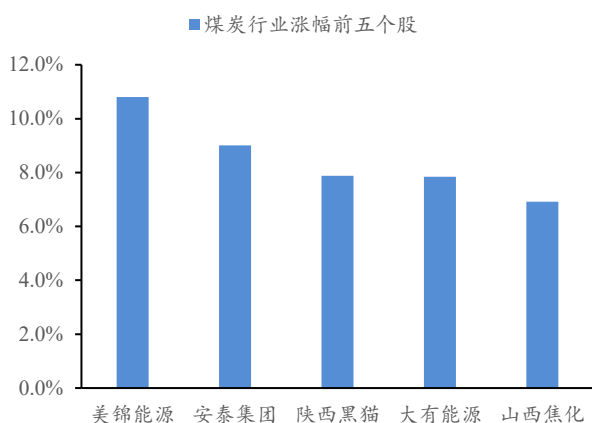
图表7：本周环保行业跌幅前五个股



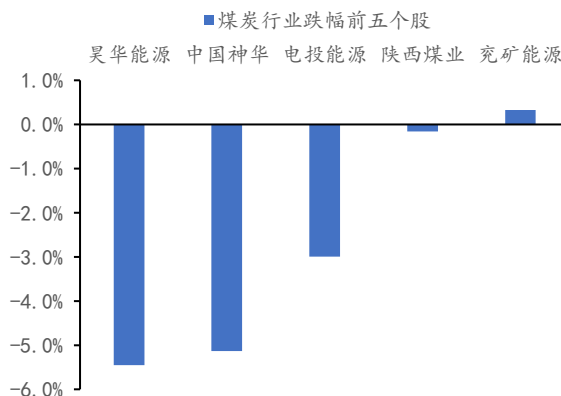
来源：iFind，国金证券研究所

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



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

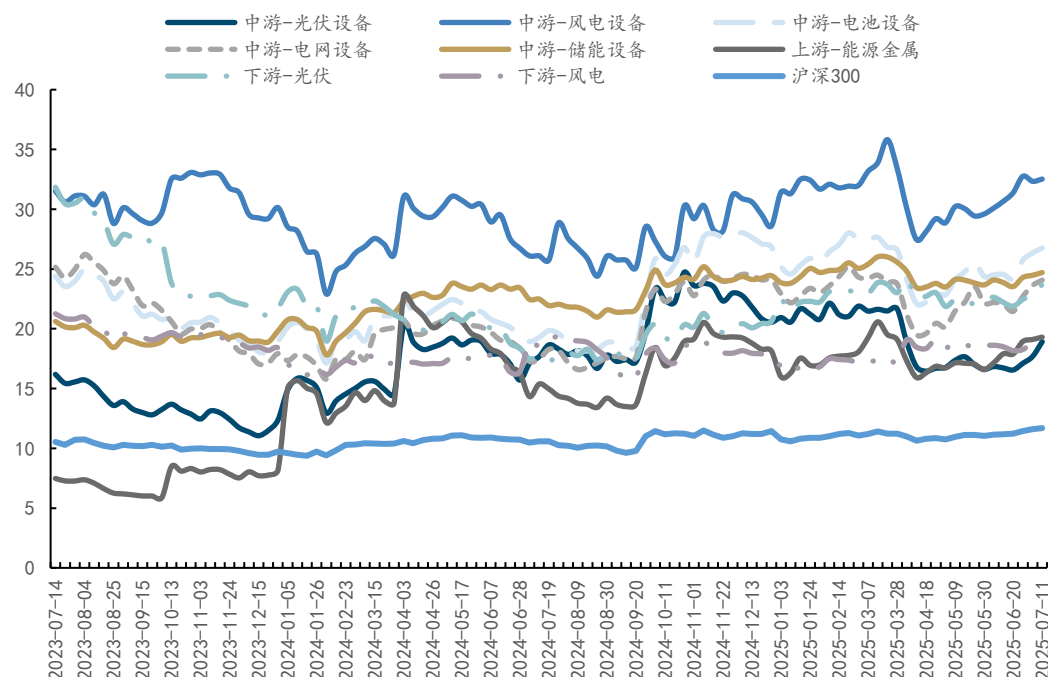
来源：iFind，国金证券研究所

■ 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况：截至 2025 年 7 月 11 日，沪深 300 估值为 11.69 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 18.92、32.52、26.75、24.07、24.70，上游能源金属板块 PE 估值为 19.30，下游光伏运营板块、风电运营板块 PE 估值分别为 23.71、18.94；对应沪深 300 的估值溢价率分别为 0.62、1.78、1.29、



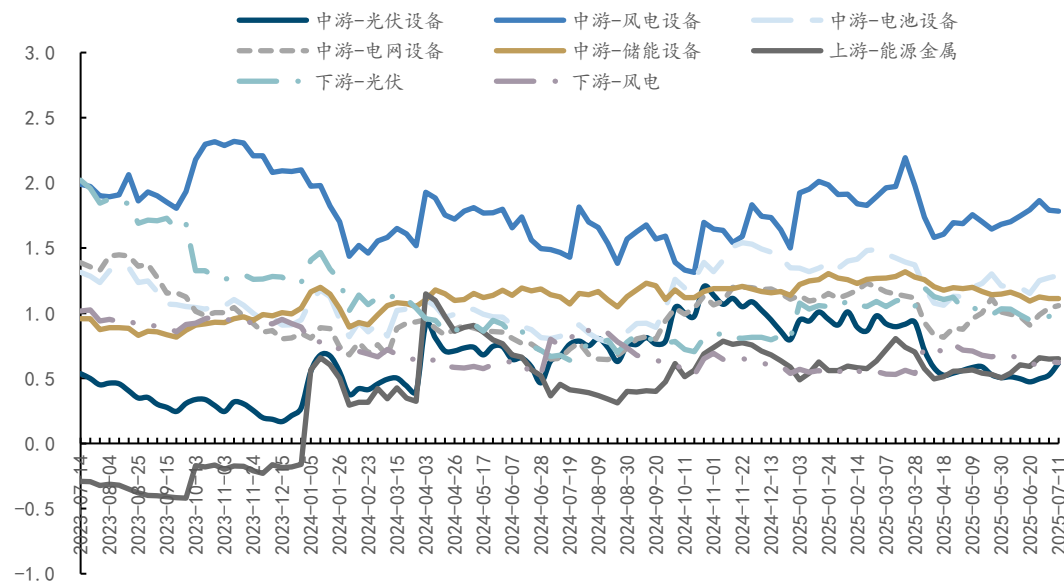
1.06、1.11、0.65、1.03、0.62。

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

- 英国容量市场机制出台的背景是退煤退核计划下有效容量供应减少与电力负荷需求刚性增长的矛盾。英国容量市场机制的构想于2011年提出，当时政策制定者所面临的情况是：随着老旧燃煤发电机组和核电机组陆续关闭，预计2011-2021年间英国发电能力将减少约25%；然而，预计到2050年，英国电力负荷需求将增加30%~60%。同时，随着能源清洁化转型，间歇性的新能源渗透率提升使得电力系统对具备可靠性和调度灵活性的容量备用需求提升。然而新能源低边际成本的特性将导致传统化石能源机组无法通过电能量市场回收合理回报，进而导致存量机组提前退出、接续机组投



资积极性不足。因此，为了保障电力系统的中长期可靠性和经济性，英国于 2014 年建立了容量市场机制，通过容量市场拍卖价格引导电源投资，平抑发电机组投资的周期性波动。

- 英国容量市场采用集中拍卖的方式，拍卖标的物为容量交付年系统所需的有效容量。英国容量市场是一个技术中立的市场，除已有差价合约、小规模发电的固定电价制度和可再生能源义务容量外，其他各类电源容量都有资格参与拍卖，参与拍卖的是“降额因子”（De-rating factors）调整后“降额容量”（De-rated capacity）¹。
- 英国容量市场分为一级市场和二级市场。一级市场拍卖先于交付年 4 年开展，满足绝大部分的容量交易。存量发电机组通常默认得到有效期 1 年的容量合同，技术改造电站可获得有效期 3 年的容量合同，而新建机组最高可获得有效期 15 年的容量合同。二级市场拍卖则于交付年前 1 年开展，容量供应方可以根据需求预测的变化，在二级市场中对容量供应进行调整。二级市场中，容量交易可以物理交易，也可以是金融交易。容量中标后将由英国国家电网公司代表售电公司进行收购，按照拍卖出清价格向容量提供者支付容量补偿；而中标的容量需保障在系统需要时能提供电能，否则将面临处罚。
- 英国容量市场拍卖的目标容量是如何确定的？

第一步：计算失负荷价值（Value of Lost Load，简称 VoLL）。英国能源和气候变化部面向居民用户和中小企业，针对一天中不同时段和一年中不同季节、不同时长停电（1 分钟至 24 小时）的支付意愿或接受补偿意愿开展调研。考虑到停电影响范围，并假设大工商业用户具备作为需求侧响应资源参与容量市场，或根据现货市场价格曲线调节用电负荷的能力，英国仅采用冬季高峰时段数据求取居民部门和中小企业的加权平均失负荷价值。

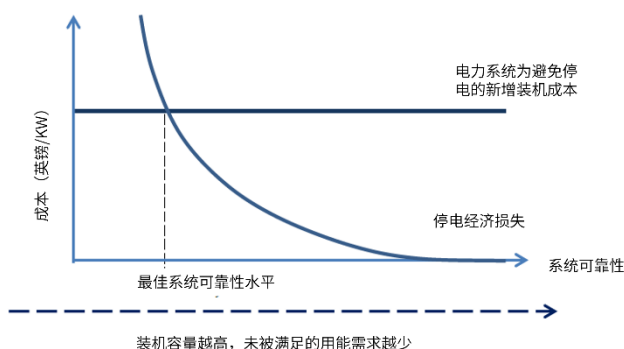
第二步：计算新建机组成本（Cost of New Entry，简称 CONE），即最便宜的峰荷机组全生命周期固定成本的净现值。

第三步：计算用失负荷概率（Loss of Load Expectation，简称 LOLE）衡量的系统可靠性目标。为了平衡经济性和可靠性目标，英国容量市场根据电力用户的失负荷价值和系统可靠性供应的净新建机组成本计算系统可靠性目标，计算公式为：

$$LOLE = CONE / VoLL.$$

失负荷概率的单位为小时/年，代表了统计学意义上一年中电力系统有效容量供应无法满足电力需求的时间，并不等同于一年中实际上可能停电的时长。

图表12：最佳系统可靠性水平示意图



图表13：英国系统可靠性目标测算示例

失负荷概率（小时/年）		新建机组成本（英镑/KW）		
		低成本假设	中性假设	高成本假设
失负荷价值 （英镑 /MWh）	35,490	0.90	1.33	1.87
	16,940	1.88	2.78	3.91
	10,290	3.10	4.59	6.43

来源：英国能源和气候变化部、国金证券研究所

来源：英国能源和气候变化部、国金证券研究所

第四步：根据目标失负荷概率，计算容量市场的拍卖目标容量。电力调度机构将考虑每一种能够满足系统可靠性目标的有效容量组合，并评估该有效容量组合的其他潜在可靠性供应结果，从而找出该组合下有效容量供应不足或过剩所造成的最高系统成本，并从中选出供需错配情况下最高系统成本最低的有效容量组合，以此作为目标拍卖容量。

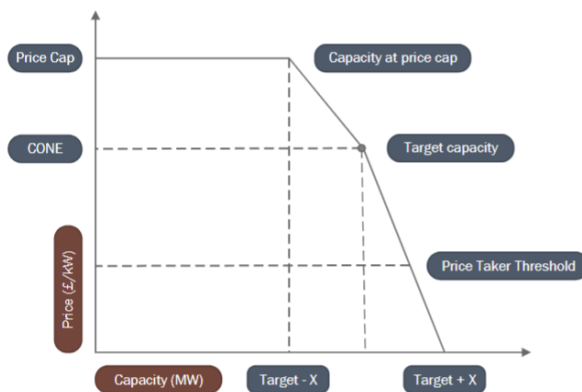
第五步：构建容量拍卖需求曲线。英国容量市场拍卖采用降式时钟机制，即当价格降至投标人愿意承担的水平以下时可以选择退出拍卖。价格上限设置为 75 英镑/(KW·年)，存量

¹ 考虑到“降额因子”和“降额容量”实质上等同于我国电力市场中的“有效容量系数”和“有效容量”，为避免混淆，后文中统一用“有效容量系数”和“有效容量”表示。



机组默认为“价格接受者”，意味着只有在报价低于 25 英镑/(千瓦·年)时才可选择退出拍卖；技术改造和新建机组为“价格制定者”，可以在限价以内自由报价。容量需求曲线是一条向下倾斜的曲线，与目标值(“X”)的偏差决定了曲线的斜率。

图表14：英国容量市场拍卖需求曲线示意图

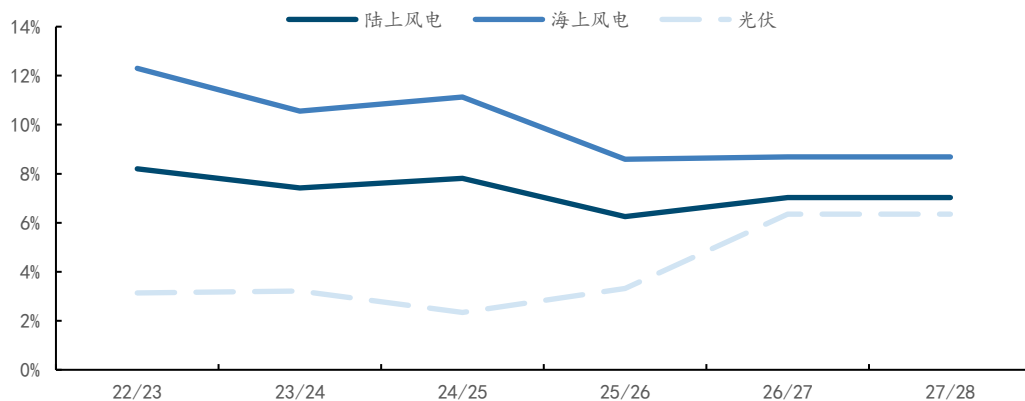


来源：Ofgem、国金证券研究所

■ 参与拍卖的“有效容量”是如何确定的？

所谓有效容量，即根据各类发电技术的具体可用性对供电能力进行调整后的装机容量，反映了用电高峰时段某种电源类型技术上可投入发电的比例。英国容量市场采用增量等效可靠容量法（Incremental Equivalent Firm Capacity）计算各类电源的有效容量系数，即“考虑该电源类型的渗透率，在维持系统可靠性不变的情况下，新增机组能够替代多少完全可靠容量”。根据该方法，新能源自 19/20 年开始参与容量市场拍卖以来的有效容量系数如图表 15 所示。海上风电有效容量系数呈下行趋势，主因随着海上风电渗透率的提升，风电在所有风速条件下出力的相关性提升，导致新增风电装机对系统压力事件下的平均贡献率下降。而光伏有效容量系数提升，主因短时储能容量的增加使得系统压力事件向更早开始、持续时间更长的时段分布。

图表15：英国容量市场可再生能源有效容量系数变化情况



来源：Ofgem、国金证券研究所

3. 行业数据跟踪

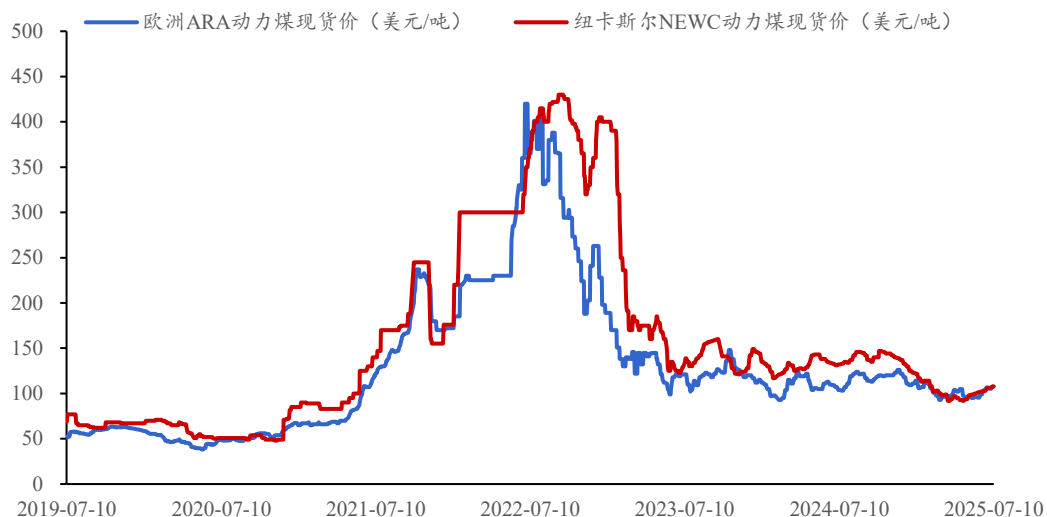
3.1 煤炭价格跟踪

- 欧洲 ARA 港动力本周 FOB 离岸价 (07.10) 最新报价为 107.90 美元/吨，环比上涨 2.66%；纽卡斯尔 NEWC 动力煤 FOB 离岸价 (07.10) 最新报价为 107.80 美元/吨，环比上涨 1.32%。
- 广州港印尼煤 (Q5500) 本周库提价 (07.10) 最新报价为 682.84 元/吨，环比上涨 1.71%。



- 山东滕州动力煤(Q5500)本周坑口价(07.10)最新报价为 635.00 元/吨,与上周持平;秦皇岛动力煤平仓价(07.10)最新报价为 622.00 元/吨,环比上涨 0.97%。
- 北方港煤炭合计库存未更新。

图表16: 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17: 广州港印尼煤库提价: Q5500



来源: iFind, 国金证券研究所



图表18: 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19: 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 英国天然气价格上涨, ICE 英国天然气价 7 月 10 日报价为 83.99 便士/色姆, 周环比上涨 3.72 便士/色姆, 涨幅 4.63%。
- 美国 Henry Hub 天然气现货价 7 月 10 日报价为 3.11 美元/百万英热, 周环比下跌 0.11 美元/百万英热, 跌幅 3.42%。
- 欧洲 TTF 天然气价格 7 月 10 日报价为 11.81 美元/百万英热, 周环比上涨 0.48 美元/百万英热, 涨幅 4.24%。
- 全国 LNG 到岸价格 7 月 10 日报价为 12.94 美元/百万英热, 周环比上涨 0.47 美元/百万英热, 涨幅 3.77%。

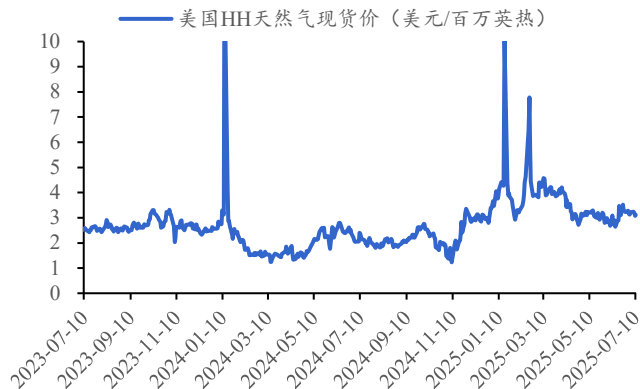


图表20: ICE 英国天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表21: 美国 Henry Hub 天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表22: 欧洲 TTF 天然气价



来源: iFind, 国金证券研究所

图表23: 国内 LNG 到岸价



来源: iFind, 国金证券研究所

3.3 碳市场跟踪

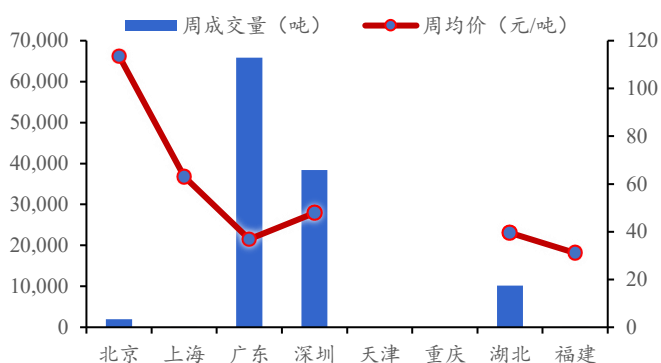
- 本周, 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 7 月 04 日最新报价 74.30 元/吨, 环比上涨 0.22 元/吨, 涨幅 0.30%。
- 本周广东碳排放权交易市场成交量最高, 为 65,813 吨。碳排放平均成交价方面, 成交均价最高的为北京市场的 113.60 元/吨。

图表24: 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25: 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

- 7月11日，国家发改委、国家能源局联合发布的《关于跨电网经营区常态化电力交易机制方案的复函》指出，原则同意国家电网有限公司、中国南方电网有限责任公司报送的《跨电网经营区常态化电力交易机制方案》，要进一步深化合作，充分发挥跨电网经营区常态化交易机制作用，促进电力市场互联互通，提升网间通道利用效率，强化各层次市场的衔接协同，保障全国统一电力市场体系高效运行。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250711/1450760.shtml>

- 7月10日，海南省发改委发布《关于海南省深化新能源上网电价市场化改革的实施方案（征求意见稿）》。方案指出，坚决纠正不当干预电力市场行为，不得向新能源不合理分摊费用，不得将配置储能作为新建新能源项目核准、并网、上网等的前置条件，对2025年6月1日前已并网的新能源存量项目，继续执行省配置储能政策。享有财政补贴的新能源项目，全生命周期合理利用小时数内的补贴标准按照原有规定执行。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250710/1450471.shtml>

- 7月8日，国家发改委、工信部、国家能源局联合发布的《关于开展零碳园区建设的通知》指出，有计划、分步骤推进各类园区低碳化零碳化改造的八项重点任务，即：加快园区用能结构转型；大力推进园区节能降碳；调整优化园区产业结构；强化园区资源节约集约；完善升级园区基础设施；加强先进适用技术应用；提升园区能碳管理能力；支持园区加强改革创新。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250708/1450090.shtml>

5. 上市公司动态

图表26：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
侨银股份	郭倍华	中泰证券(上海)资产管理 有限公司	1,751.00	2025-07-08	2026-07-08
永清环保	湖南永清环境科技产业集团 有限公司	渤海银行股份有限公司 长沙分行	1,331.00	2025-07-08	2026-07-06
永清环保	湖南永清环境科技产业集团 有限公司	渤海银行股份有限公司 长沙分行	484.00	2025-07-08	2026-07-06
亨通股份	亨通集团有限公司	中国农业银行股份有限 公司苏州长三角一体化 示范区分行	27,029.83	2025-07-07	—
联美控股	联美集团有限公司	中国银河证券股份有限 公司	15,120.00	2025-07-03	2026-07-02

来源：iFind，国金证券研究所

图表27：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)
韶能股份	1	1	减持	-1,048	-6,737	-0.97%	108,055
晋控电力	3	1	减持	-1,440	-4,690	-0.47%	307,694
吉电股份	1	1	增持	2,252	11,962	0.62%	362,727
百通能源	2	1	减持	-3	-31	-0.01%	46,090
黔源电力	1	1	增持	302	4,845	0.71%	42,756
南网能源	1	1	增持	1,234	5,876	0.33%	378,788



九洲集团	1	1	减持	-2	-16	0.00%	61,189
津膜科技	1	1	减持	-77	-554	-0.25%	30,207
内蒙华电	1	1	增持	1,257	5,123	0.19%	652,689
三峡能源	1	1	增持	7,425	31,864	0.26%	2,861,863
三峰环境	1	1	增持	125	1,058	0.08%	167,193
联合水务	2	1	减持	-390	-4,559	-0.92%	42,322
盛剑科技	1	1	减持	-121	-3,157	-0.81%	14,907

来源：iFind，国金证券研究所

图表28：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(%)
兆新股份	2025-07-14	48,600.71	198,612.54	195,109.35	98.24
武汉天源	2025-07-18	447.03	67,362.77	66,521.93	98.75
中能股份	2025-07-21	1,473.97	489,409.47	489,378.02	99.99
军信股份	2025-07-23	6,722.46	78,910.08	20,533.58	26.02
楚环科技	2025-07-25	5,099.38	8,037.35	7,955.10	98.98
立新能源	2025-07-28	46,462.10	93,333.33	93,333.04	100.00
建工修复	2025-07-28	6,568.72	15,673.66	15,673.66	100.00
上海电力	2025-07-28	19,957.94	281,674.36	281,674.36	100.00
中能股份	2025-07-28	25.84	489,409.47	489,403.86	100.00
碧兴物联	2025-08-11	98.15	7,851.89	4,684.71	59.66
新奥股份	2025-08-18	25,280.90	309,708.76	307,673.13	99.34
太阳能	2025-08-19	31,402.71	391,856.82	391,801.63	99.99
乐山电力	2025-08-20	3,992.02	57,832.08	57,832.08	100.00
胜通能源	2025-09-08	21,168.00	28,224.00	28,224.00	100.00
菲达环保	2025-09-08	928.40	88,970.31	72,091.01	81.03
南网储能	2025-09-08	208,690.42	319,600.58	319,600.58	100.00
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	53,060.43	52,819.80	99.55
广州发展	2025-09-22	755.69	350,630.69	350,630.69	100.00

来源：iFind，国金证券研究所

6. 投资建议

■ 火电板块：

2025年电力中长期交易结果陆续出炉，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：**拐点向上。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，叠加近期山西、内蒙古地区强降雨阶段性影响露天煤矿生产及运输作业，煤炭供应出现小幅收缩，有望对港口煤价形成一定支撑。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月上旬煤价已呈现小幅探涨趋势，预计后续随着高温天气持续、终端补库需求有望逐步释放，为夏季煤价上涨提供支撑。
- ✓ **火电：**高景气维持。(1) 煤价：6月底起迎峰度夏开启，预计7、8月煤价或呈旺季补库需求下的时段性、小幅上涨；进入7月后安全生产月 and 中央生态环境保护督察结束，产能充裕的背景下产低供应将逐步恢复，煤价上行压力总体可控。(2) 电量：据国家气候中心预测，7月除云南东部和广西大部气温较常年同期偏低0.5~1℃以外，全国其余地区气温接近常年同期到偏高。制冷负荷有望支撑用电需求增长，而新能源进入传统出力淡季，火电电量增速有望持续改善。(3) 电价：25年年度长协电价已锁定，而夏季高温推升用电需求，月度长协电价有望环比提升。
- ✓ **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，1~4M25天然气表观消费量同比-2.3%。(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”，存量项目收益率保护情况较好。综合判断预计未来3~6个月装机驱动下运营商业绩稳中有升。风电：(1) 装机容量：至5M25风电年内累计新增装机46.3GW，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5M25光伏年内累计新增装机197.9GW，受136号文“新老化断”政策影响出现超预期的“抢装潮”，136号文实施后即将开启第一批机制电价竞价、首批竞价结果预计仍然平稳，3~6个月内光伏仍有装机积极性。(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：**稳健向上。25年中长期电价同比下行，但全年发电量仍有不确定性；1H25累计发电量或同比基本持平，而枯期发电量同比表现优于平水期，或使电价结构性改善。(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：4、5M25受去年同期来水偏丰的高基数影响，水电发电量同比下降，但6月起环比有所改善。分地区看，西南地区长江中上游来水情况总体好于中下游。
- ✓ **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：1Q25淡季部分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4M25今年累计新增装机43万千瓦，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。市场化机组所在省份有别、电价长协签订有别，两核业绩预计分化。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1~4M25维持同比高增。基数原因5月增速回落至6.7%。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。5 月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。

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