

公用事业行业2025年中期投资策略

火电盈利分化，红利价值恒在

西南证券研究院
公用事业&环保研究团队
2025年7月

核心观点

回顾2025上半年，伴随秦皇岛煤价从年初765元/吨下降至当前621元/吨，火电企业燃料成本下降，和电量、电价端下滑实现对冲，火电板块盈利空间逐渐凸显，自1月下旬至今，火电板块股价已修复11%。展望2025年，火电在电量、电价、成本三个核心要素上都有望出现积极因素，显现成长属性；水核板块经营稳健，现金流充裕，高股息价值仍在；结合国内电改进一步深化，板块有望出现多元投资机会。

- ❑ **火电：2025年展望火电综合电价相对平稳，动力煤煤价中枢同比向下，行业单位盈利进一步修复，火电发电量同比持平向上，行业利润进一步提升。** 预计2025年煤价中枢维持低位不变，短期或有波动，对冲电量、电价端下滑影响；建议关注电价下滑幅度较小、长协煤比例较低的火电企业。
- ❑ **水电：低利率背景下，高股息价值吸引增量资金。** 2017-2024年长江电力股息率保持在3.2%~4.4%，仍具有较高吸引力，此外，澜沧江及雅砻江装机弹性较大，装机增长带来的成长性仍值得期待。
- ❑ **核电：重启后的新项目将开始陆续投运，核电企业未来成长确定，现金流稳定带来长期持有回报。** 截至2024年末，中国核电在建机组/核准待建机组2064万千瓦，中国广核在建机组/待建机组1900万千瓦。
- ❑ **绿电：装机开发恢复正常，多重因素影响绿电投资价值。** 2025年，电改进一步深化，随着136号文细则逐渐出台，绿电将全面入市，短期内绿电业绩受平均电价下滑拖累，在电改、绿电溢价、国补问题等几个因素同时影响下，中长期趋势看，电价向下，发电量提升，绿电企业投资价值显出差异性。
- ❑ **垃圾焚烧：分红比例有望提升，布局出海凸显成长性。** 2024年垃圾焚烧板块经营性现金流净额为151亿元，同比增长18%，自由现金流量151亿元，同比提升18%，行业已进入成熟期，分红比例有望提升；此外，部分企业在“一带一路”沿线国家形成差异化竞争优势，海外布局已落地多个标杆项目，收入版图进一步扩张。
- ❑ **重点推荐个股：**近期电力板块关注度持续提升，建议重点关注华能国际（600011.SH）、华电国际（600027.SH）、国电电力（600795.SH）、三峰环境（601827.SH）等。

风险提示：产业建设不及预期、煤价上升风险、组件价格不及预期、风光等绿电新增装机不及预期、来水不及预期、政策推进不及预期风险等。

目录



2025H1行业回顾



2025H2投资策略



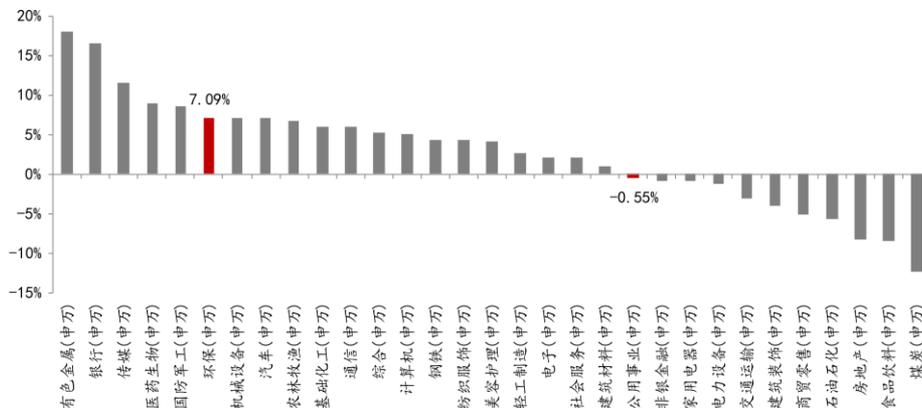
2025年重点推荐投资标的

2025H1行业回顾：优质红利资产，防守能力显著

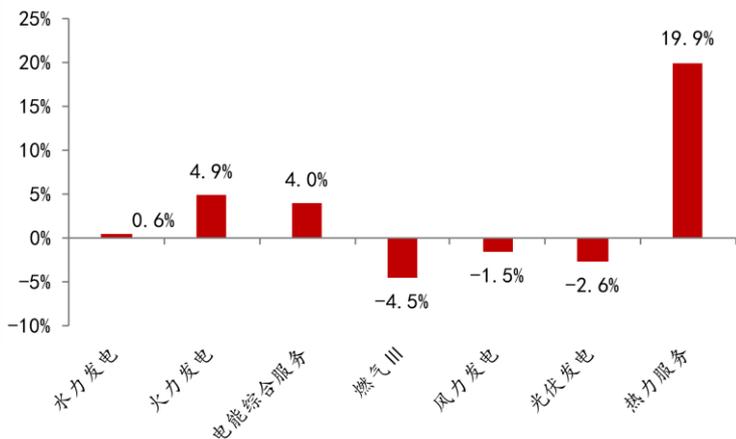
公用事业指数相对沪深300走势



各板块涨跌幅相对沪深300表现



公用事业子板块涨跌幅对比

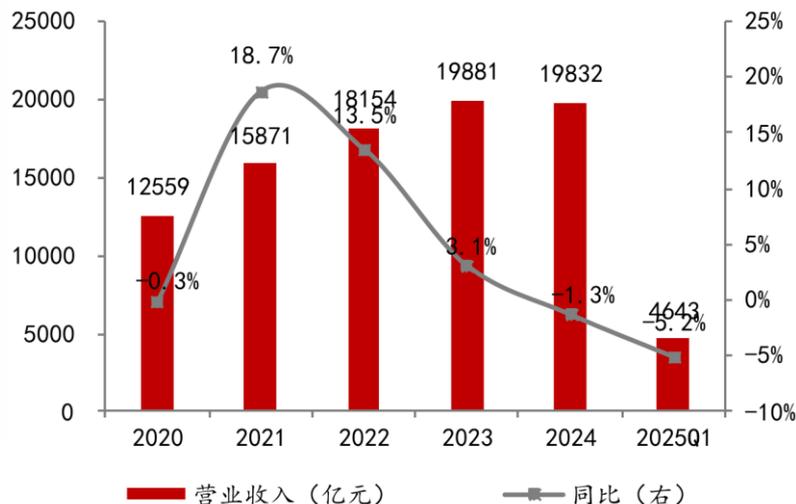


- ❑ 相对沪深300，2025H1截至6月30日申万公用事业板块下跌0.55%。
- ❑ 各板块横向对比看，申万公用事业板块在所有申万一级行业中相对排名21/32。
- ❑ 从细分板块看，2025H1截至6月30日水力发电、火力发电、电能综合服务、燃气、风力发电、光伏发电以及热力服务板块分别+0.6%、+4.9%、+4.0%、-4.5%、-1.5%、-2.6%和+19.9%。

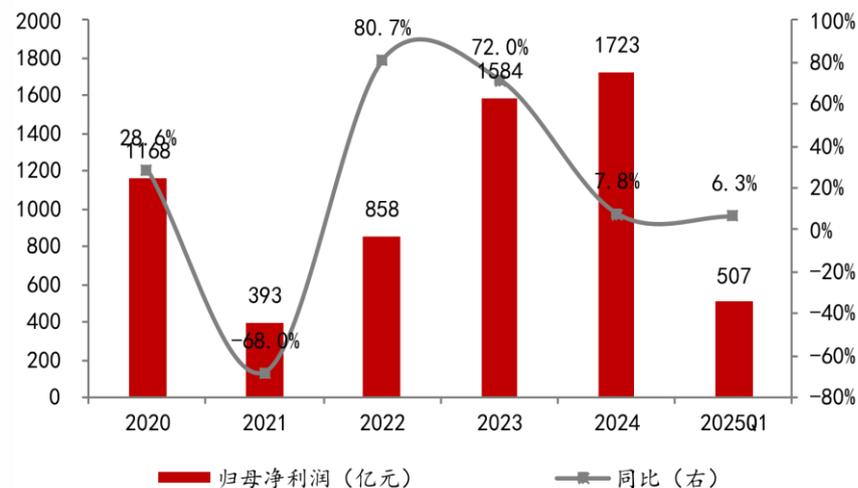
2025H1行业回顾：优质红利资产，防守能力显著

- 25Q1电力板块业绩实现小幅增长。2024年，公用事业电力板块实现营业收入19832亿元，同比下降1.3%，实现归母净利润1723亿元，同比增长7.8%；2025Q1公用事业电力板块实现营业收入4643亿元，同比下降5.2%，实现归母净利润507亿元，同比增长6.3%。

公用事业电力板块整体营收及同比增速



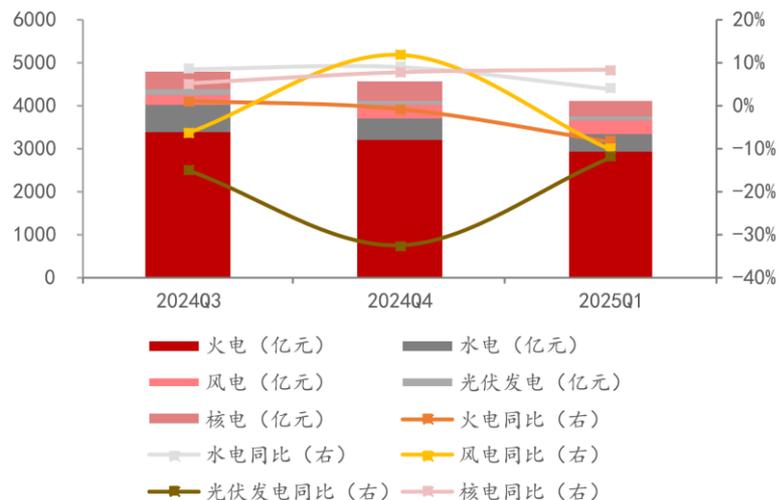
公用事业电力板块整体归母净利及同比增速



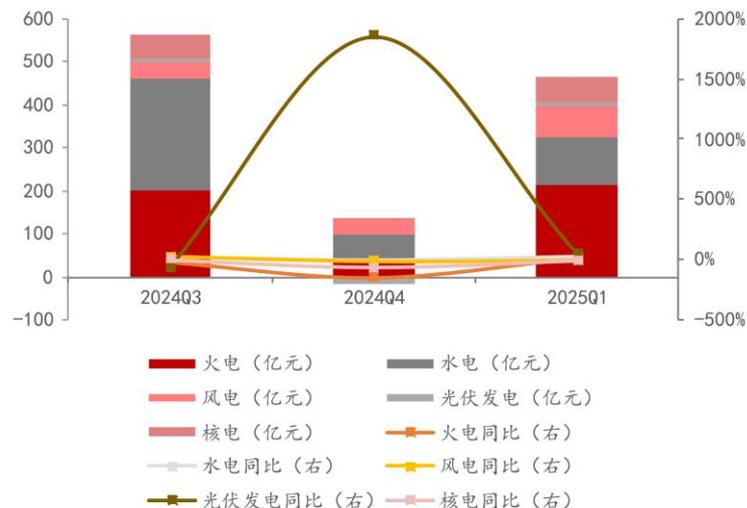
2025H1行业回顾：优质红利资产，防守能力显著

- 煤价下行对冲电价电量影响，火电业绩实现正增长。2025Q1火电实现营收2931亿元（同比-8.2%），归母净利212亿元（同比+7.8%）。
- 来水改善驱动水电业绩增长。2025Q1水电实现营收418亿元（同比+4.0%），归母净利113亿元（同比+23.7%）。
- 风电、核电业绩承压，光伏业绩修复。2025Q1风电板块实现营收303亿元（同比-10.1%），归母净利72.0亿元（同比-6.8%）；2025Q1光伏发电板块实现营收80.5亿元（同比-11.9%），归母净利5.4亿元（同比+54.6%）；2025Q1核电板块营业收入为403.01亿元，同比+8.4%；归母净利润61.63亿元，同比-7.5%，主要受计提增值税返还对应所得税费用影响。

电力板块各电源营收及同比增速



电力板块各电源归母净利润及同比增速



目录



2025H1行业回顾



2025H2行业投资策略



2025年重点推荐投资标的

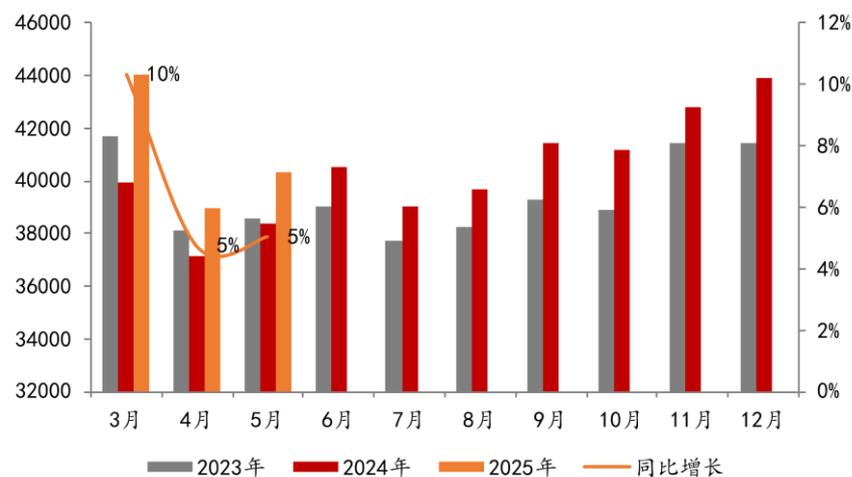
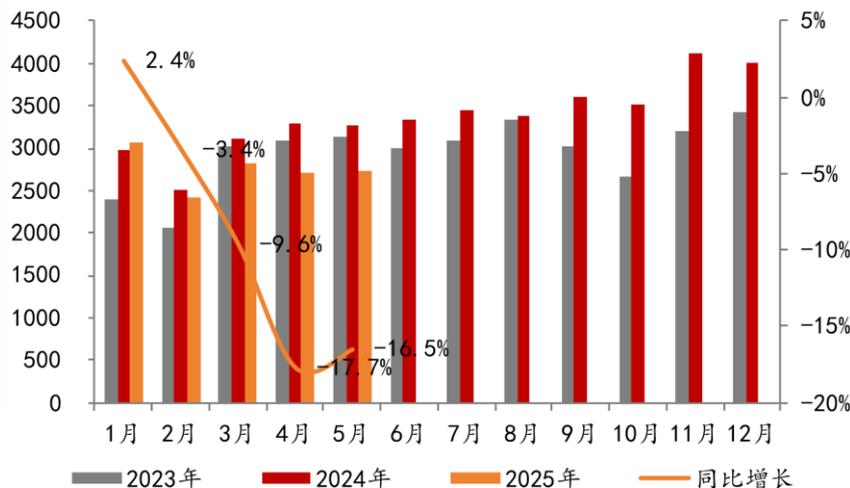
2.1 火电：2025H1煤炭回顾：供需失衡，价格回落

供给充足：原煤产量同比增长，进口动力煤降幅扩大

- **原煤产量同比增长。**2025年1-5月全国原煤产量19.9亿吨，累计同比增长6.0%，其中山西、陕西、内蒙、新疆累计同比增长13.6%、3.1%、0.9%、9.8%，原煤产量增幅较大主因2024年同期山西受安监影响产量降幅较大导致低基数影响。
- **进口煤与内贸煤价格倒挂，进口动力煤量降幅扩大。**根据海关总署数据，2025年1-5月国内进口动力煤1.4亿吨，同比下滑9.4%，其中2-5月跌幅分别为3.4%/9.6%/17.7%/16.5%，降幅逐渐扩大。3月起，印尼煤炭采取HBA的定价机制，推升进口成本，于此同时国内内贸煤价格大幅下滑，导致价格倒挂。

2023-2025年动力煤月度进口量及增速（万吨）

2023-2025年原煤月度产量及增速（万吨）

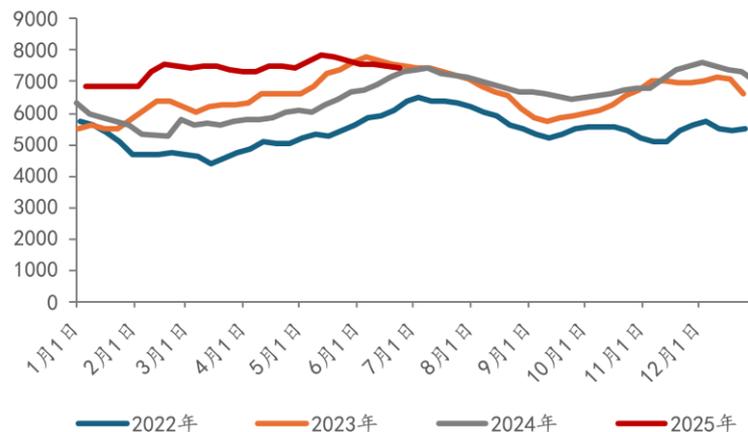


2.1 火电：2025H1煤炭回顾：供需失衡，价格回落

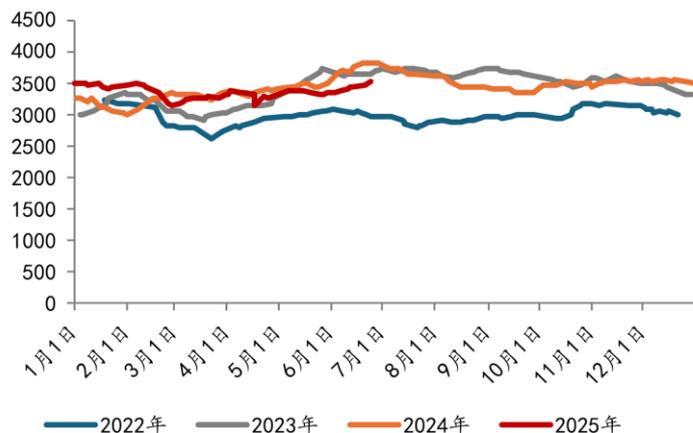
港口库存持续处于高位，电厂库存充足

□ 2025H1港口库存维持高位，电厂库存充足。2025H1CCTD主流港口全年平均库存达7394万吨，较24/23年同比分别+20.8%/+11.8%，全年港口库存水平持续高位；电厂方面，2025H1年南方电厂平均库存达3357万吨，较24/23年同比分别-0.8%/+1.8%；煤炭重点企业库存天数为24.0天，较24/23年同比分别+1.7/+4.6天。

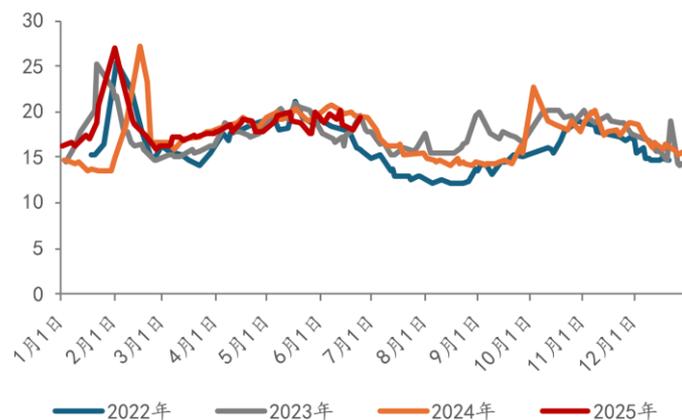
2022-2025年CCTD主流港口库存情况（万吨）



2022-2025年南方电厂库存情况（万吨）



2022-2025年发电企业库存天数（天）

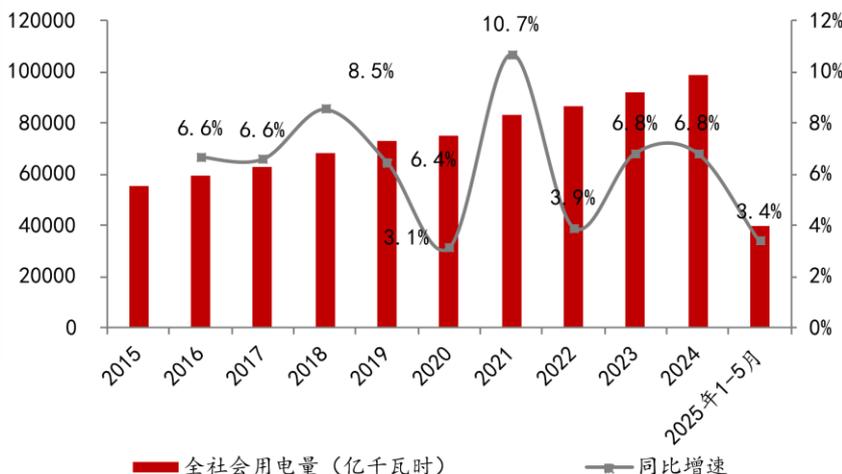


2.1 火电：2025H1煤炭回顾：供需失衡，价格回落

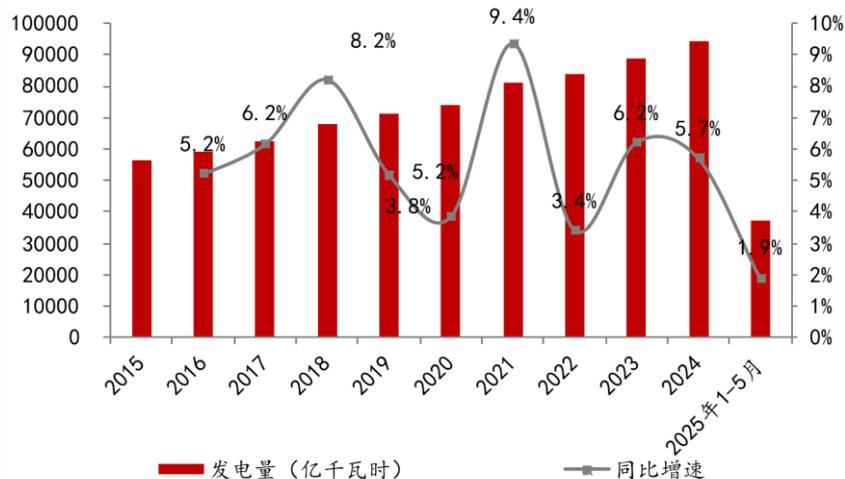
上半年电煤需求偏弱

- **用电需求增速逐渐抬升。**根据国家能源局，1-5月，全社会用电量累计39665亿千瓦时，同比增长3.4%，增幅放缓；5月全社会用电量8096亿千瓦时，同比增长4.4%，增幅逐渐抬升。
- **火电出力由降转增。**1—5月，规上工业发电量37266亿千瓦时，同比增长0.3%，5月规上工业发电量7378亿千瓦时，同比增长0.5%，分品种看，5月份，规上工业火电由降转增，水电降幅扩大，核电、风电、太阳能发电增速放缓。其中，规上工业火电同比增长1.2%，4月份为下降2.3%；规上工业水电下降14.3%，降幅比4月份扩大7.8个百分点；规上工业核电增长6.7%，增速比4月份放缓5.7个百分点；规上工业风电增长11.0%，增速比4月份放缓1.7个百分点；规上工业太阳能发电增长7.3%，增速比4月份放缓9.4个百分点。

2015-2025年全社会用电量及增速



2015-2025年全社会发电量及增速

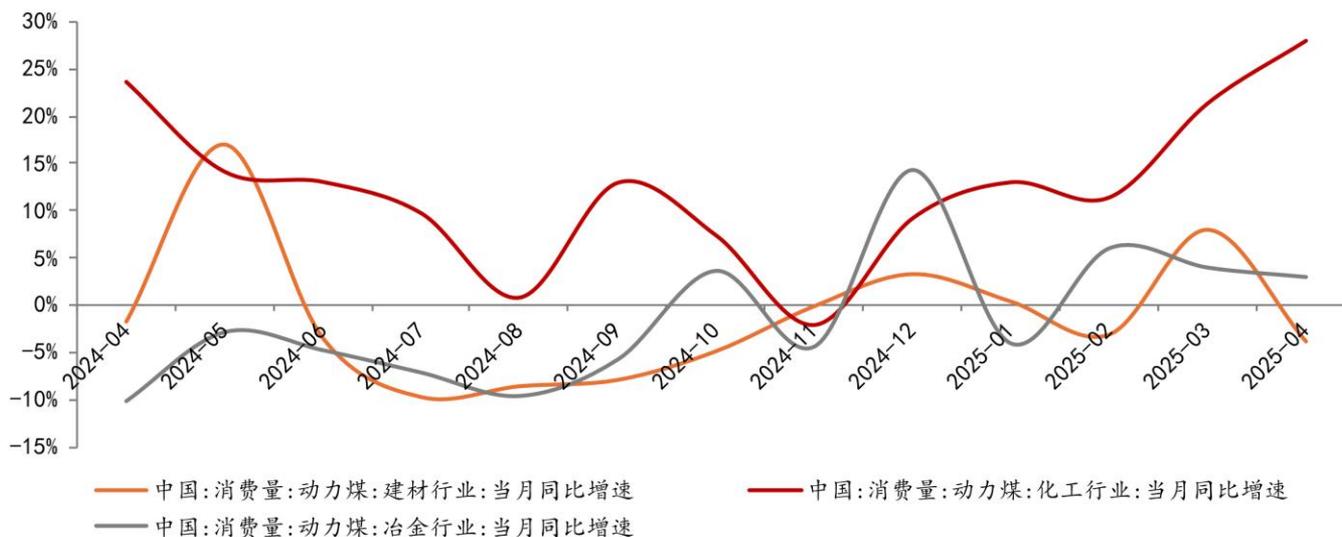


2.1 火电： 2025H1煤炭回顾： 供需失衡， 价格回落

非电需求分化：

- 建材、冶金需求较弱，化工需求改善。受益于煤化工行业的产能建设，化工用煤需求持续增长，2025年1-5月，化工行业动力煤消费量达1.37亿吨，较24/23年同比分别+19.8%/+51.5%，建材、冶金行业由于房地产行业复苏较弱，用煤需求同比较弱。

2024-2025年动力煤分行业消费量同比增速

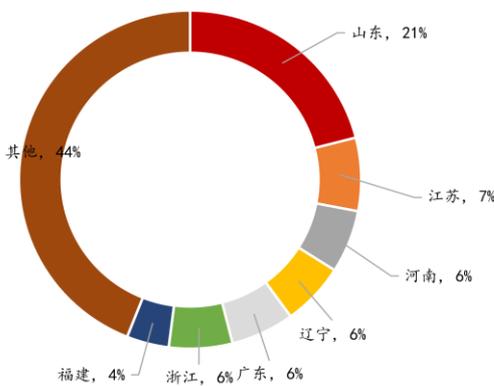


2.1 火电：关注电价 α 及市场煤敞口

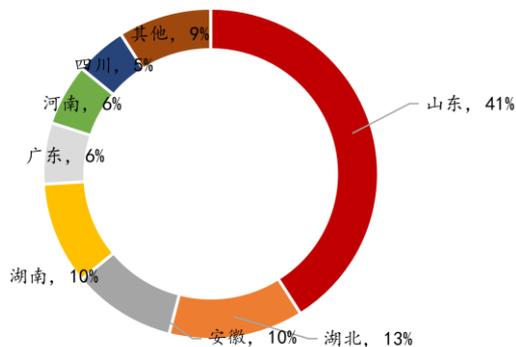
当前市场煤价下降至610-630元/吨，火电全年业绩预计呈分化状态，建议关注电价下调幅度较小区域及市场煤敞口较高的企业。

- 25年长协电价普遍下滑，区域分化明显。从相较燃煤基准价的幅度来看，广东较基准价下浮13.5%（24年为上浮2.8%）；江苏较基准价上浮5.5%（24年上浮15.8%）；安徽较基准价上浮7.4%（24年上浮13.5%）；北京较基准价上浮11.3%；天津较基准价上浮18.6%，中部及北方地区电价下降幅度较小。
- 当前市场煤价格与长协煤价格形成倒挂。截至2025年6月30日，秦皇岛平仓价为621元/吨，较年初价格下滑19.0%，低于长协煤价格，煤炭长协比例较低的企业可以通过采购现货市场煤降低燃料成本。

华能国际煤电装机分布

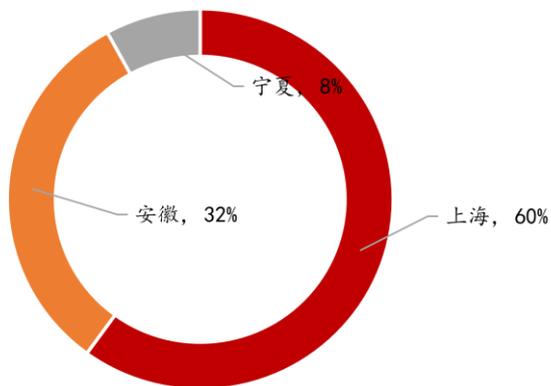


华电国际煤电装机分布

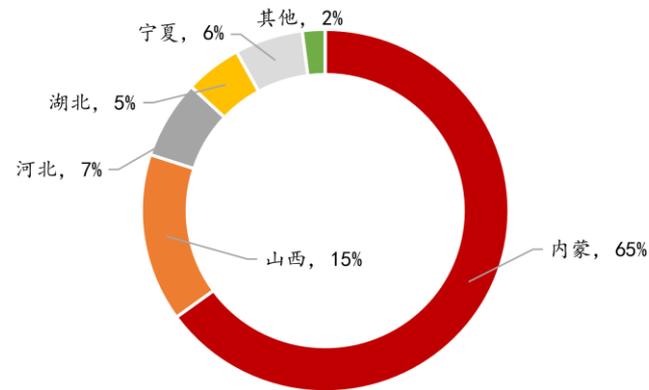


2.1 火电：关注电价 α 及市场煤敞口

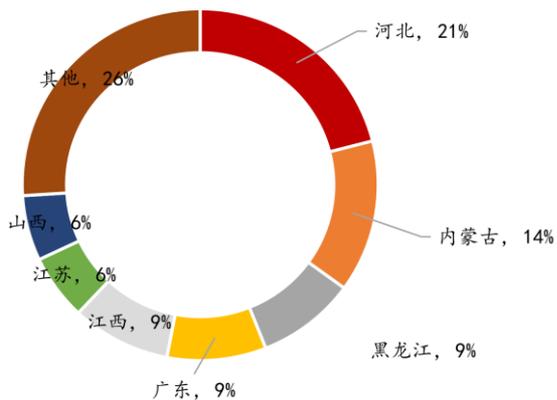
申能股份煤电装机分布



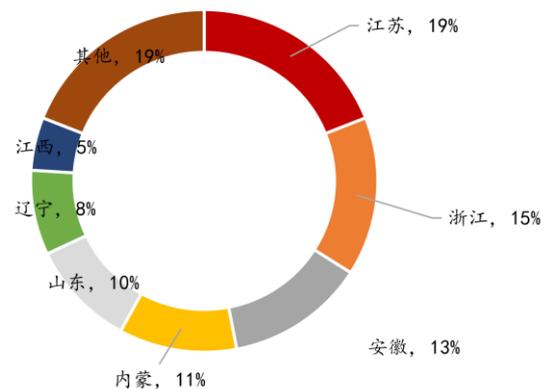
京能电力装机分布



大唐发电煤电装机分布



国电电力煤电装机分布

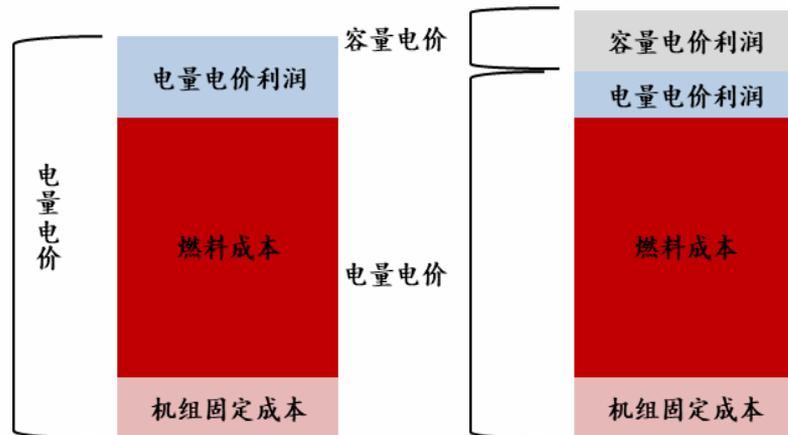


2.1 火电：火电价值重估

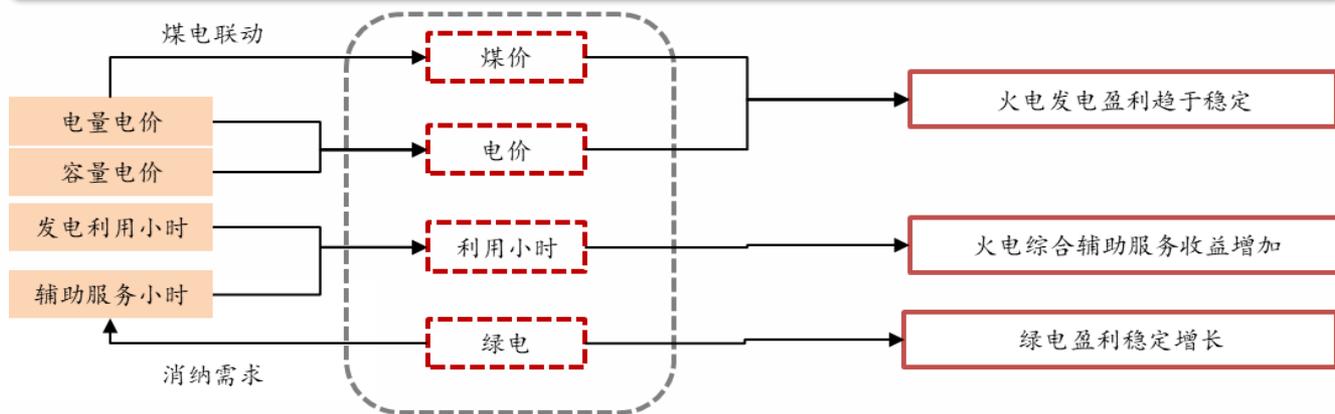
容量电价及辅助服务收入带动火电盈利稳定

- 收入端稳定性提升，火电价值重估。2024年1月1日起煤电容量电价机制实施，过去市场将火电视为与煤价挂钩的周期股，ROE和归母净利润受煤电周期影响波动较大，容量电价改善火电利润结构，保障部分稳定利润。
- 辅助服务收入推进，火电灵活性价值被挖掘。伴随新能源装机增长，辅助服务需求提升，未来火电作为灵活调节型电源，尽管发电利用小时呈下滑趋势，但辅助服务小时有望持续增长，带动火电收入由发电收益转向辅助服务收益，盈利稳定性得到提升。

容量电价对火电利润变革影响



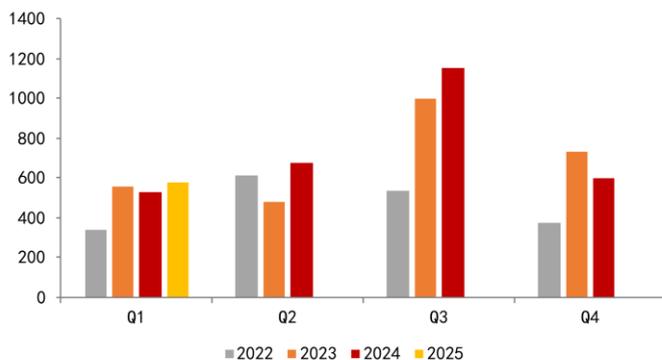
火电四大影响因素



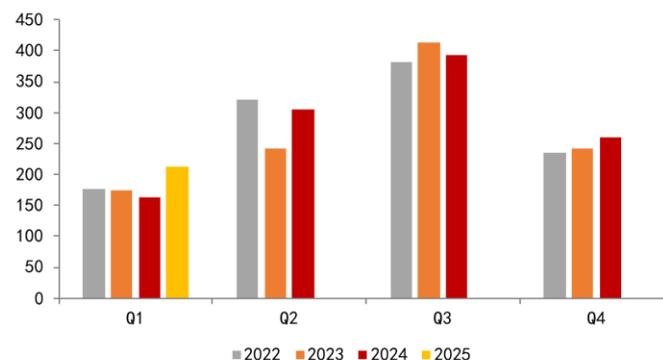
2.2 水电：Q1来水偏丰

□ **Q1来水偏丰。**受来水充沛影响，据长江电力公告，2025年Q1乌东德水库来水总量约167.05亿立方米，同比偏丰12.50%；三峡水库来水总量约555.19亿立方米，同比偏丰11.56%；

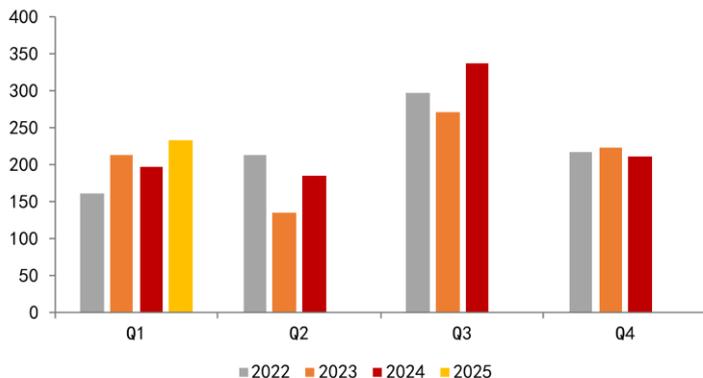
长江电力发电量（亿千瓦时）



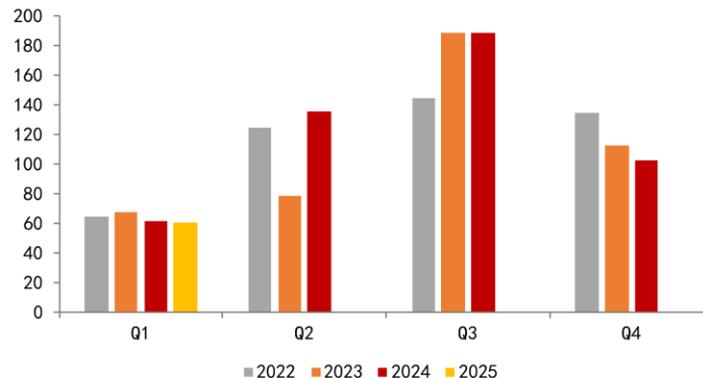
华能水电发电量（亿千瓦时）



雅砻江水电发电量（亿千瓦时）



大渡河公司发电量（亿千瓦时）



2.2 水电：澜沧江、雅砻江装机弹性相对大

- 在建装机超2500万千瓦，主要分布于澜沧江和雅砻江。各大流域在建水电站合计超过2500万千瓦，其中，澜沧江/雅砻江/大渡河/金沙江分别在建832/777/352/621万千瓦，随着水电站陆续投产，水电企业业绩弹性渐显。

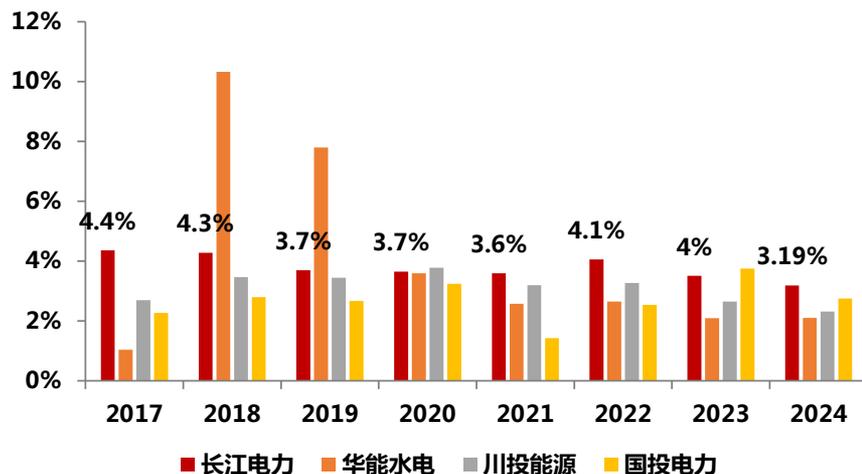
主要流域在建水电站

所在流域	装机规模（万千瓦）	在建水电站	预计投产时间
澜沧江	140	托巴水电站	2025
	260	如美水电站	2035
	72	邦多水电站	2035
	210	古学水电站	2035
	150	班达水电站	2035
雅砻江	240	孟底沟水电站	2030
	102	卡拉水电站	2029
	240	牙根二级水电站	-
	165	楞古水电站	-
	30	牙根一级水电站	-
大渡河	86	金川水电站项目	2025
	30	枕头坝二级水电站	2025
	36	大渡河沙坪一级水电站	2025
金沙江	39	银江水电站	2025
	224	叶巴滩水电站	2025
	200	拉哇水电站	2026
	75	巴塘水电站	2025
	82.6	昌波水电站	2029
总计	2582	-	-

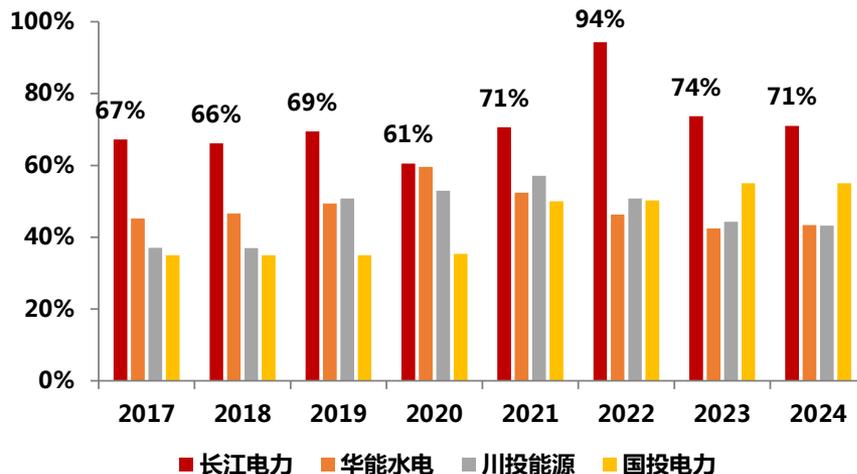
2.2 水电：红利资产+现金流充裕

- 水电企业盈利稳定，股息率高。水电项目资本投入主要集中在前期，成本主要包括折旧、财务费用等。2017-2024年长江电力股息率保持在3.2%~4.4%。
- 我国水电公司普遍具有较高的分红比例。高盈利、充沛现金流及低运营支出使得我国水电公司具有较高的分红比例。长江电力承诺2016-2020年分红金额不低于0.65元/股，2021-2025年分红比例不低于70%。

2017-2024年重点水电公司股息率



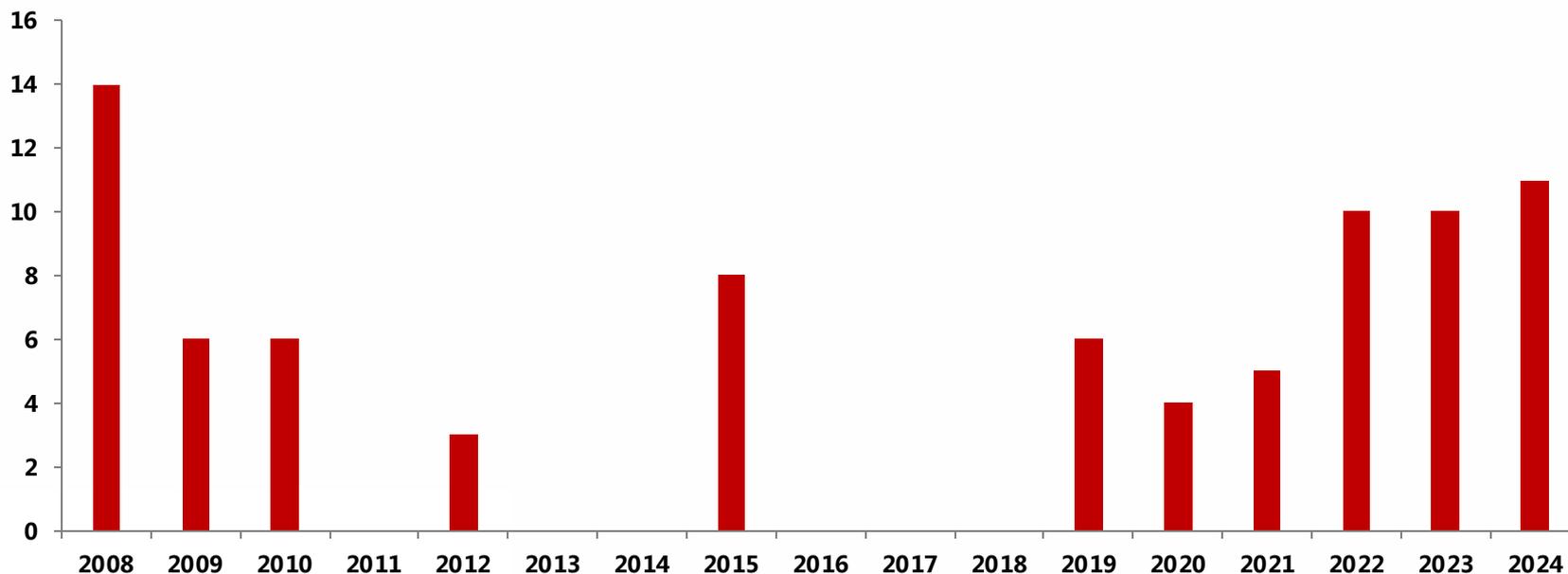
2017-2024年重点水电公司分红比例



2.3 核电：审批加快，装机容量增长稳定

- 2024年核电核准11台机组，审批提速。2024年8月国务院核准5个核电项目总计11台机组，数量创下历史新高，中央文件也自2011年以来首次用“加快”来描述核电建设。“十四五”期间我国核电核准稳步推进，2021至2024年核准机组数量分别为5/10/10/11台，根据《“十四五”现代能源体系规划》，2025年目标核电运行装机容量达到70GW，核电迈入确定性成长期。

2008-2024年核准核电机组数量（台）



2.3 核电：审批加快，装机容量增长稳定

- **双寡头格局，成长性确定。**截至2024年末，中国核电在运核电机组装机容量2375万千瓦，在建机组/核准待建机组2064万千瓦，中国广核在运核电机组装机容量3176万千瓦(含联营)，在建机组/待建机组1900万千瓦。

中国核电在建装机投产规划

投产时间	项目名称	技术类型	开工时间	机组容量 (万千瓦)
2025	漳州2号	华龙一号	2020年9月	121
2026	田湾7号	WER-1200	2021年5月	127
	海南小堆	玲龙一号	2021年7月	13
2027	徐大堡3号	WER-1200	2021年7月	127
	田湾8号	WER-1200	2022年2月	127
	三门3号	CAP1000	2022年6月	125
	三门4号	CAP1000	2023年3月	125
	徐大堡4号	WER-1200	2022年8月	127
2028	徐大堡1号	CAP1000	2023年11月	129
2029	漳州3号	华龙一号	2024年2月	121
2030 及以后	金七门1号	华龙一号	2024年2月	121
	金七门2号	华龙一号	2024年2月	121
	徐大堡2号	CAP1000	2024年7月	129
	漳州4号	华龙一号	2024年9月	121
	徐圩1号	华龙一号	-	121
	徐圩2号	华龙一号	-	121
	徐圩高温冷气堆	华龙一号	-	66

中国广核在建装机投产规划

投产时间	项目名称	技术类型	开工时间	机组容量 (万千瓦)
2025	惠州1号	华龙一号	2019年12月	120
2026	惠州2号	华龙一号	2020年10月	120
	苍南1号	华龙一号	2020年12月	100
2027	陆丰5号	华龙一号	2022年9月	120
	苍南2号	华龙一号	2021年12月	100
2028	陆丰6号	华龙一号	2023年8月	120
2029 及以后	惠州3号	华龙一号	-	121
	惠州4号	华龙一号	-	121
	宁德5号	华龙一号	2024年7月	121
	宁德6号	华龙一号	-	121
	陆丰1号	CAP1000	-	125
	陆丰2号	CAP1000	-	125
	招远1号	华龙一号	-	121
	招远2号	华龙一号	-	121
	苍南3号	华龙一号	-	122
	苍南4号	华龙一号	-	122

2.3 核电：入市规模扩大，电价相对稳定

□ 核电市场化比例上升，电价相对稳定。自2019年以来，核电市场化比例快速提升。2025年广东、江苏市场化交易电力进一步提升，短期电价存在下行压力，考虑到各地对市场化交易电价存在回收机制，最终执行电价接近核准电价，核电电价相对稳定。

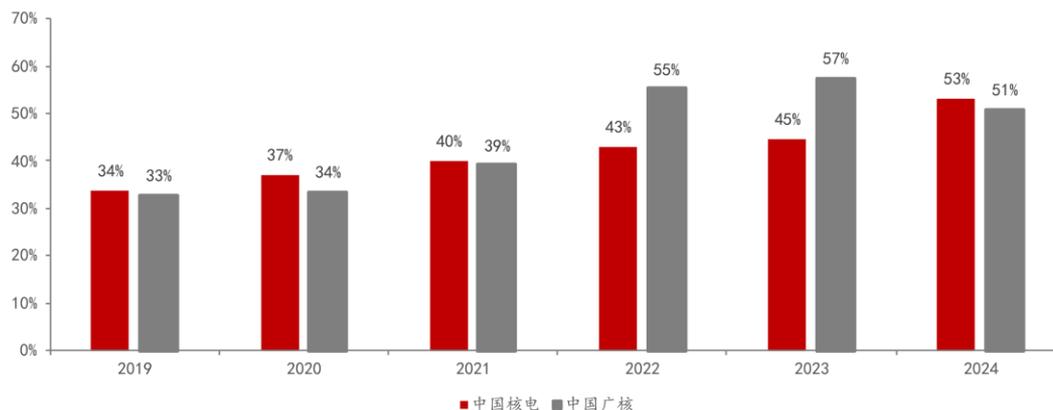
✓ 广东省

- ① 市场化交易：2025年岭澳、阳江核电年度市场化电量约273亿千瓦时（上年同期195亿千瓦时）
- ② 变动补偿机制：当年月中长期市场交易均价低于市场参考价时，核电机组按照核定上网电价、年月中长期市场交易均价中的较大值与市场参考价之差乘以0.85执行变动成本补偿机制。

✓ 江苏省

- ① 核电机组全年市场交易电量300亿千瓦时左右（上年同期270亿千瓦时）

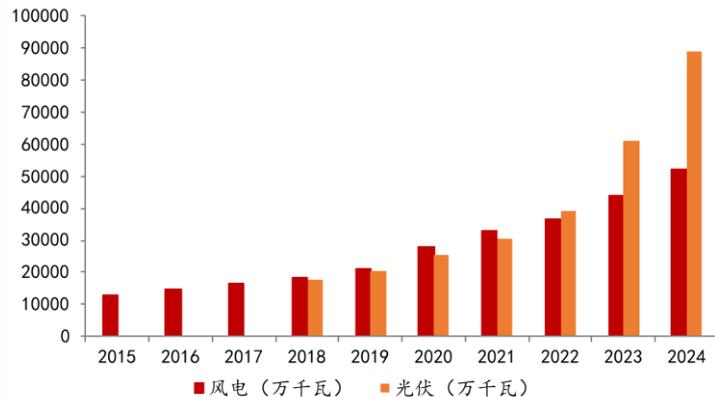
2019-2024年核电公司市场化交易比例逐年提升



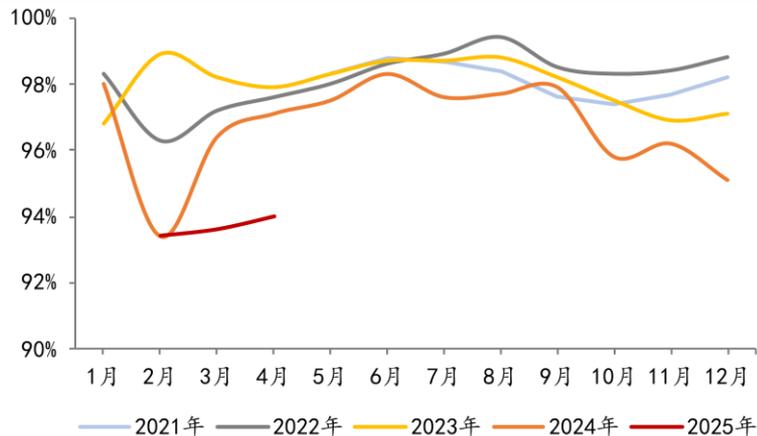
2.4 风光：装机增速维持高水平

□ 截至2024年底，风光装机容量合计达14.1亿千瓦。2024年风光装机维持加速增长态势，风电/光伏累计同比增速分别为+18%/+45%；根据全国新能源消纳检测预警中心数据，2024年全国新能源消纳问题加剧，1-12月风电/光伏利用率分别为95.9%/96.8%，装机高速增长凸显了风光消纳问题。

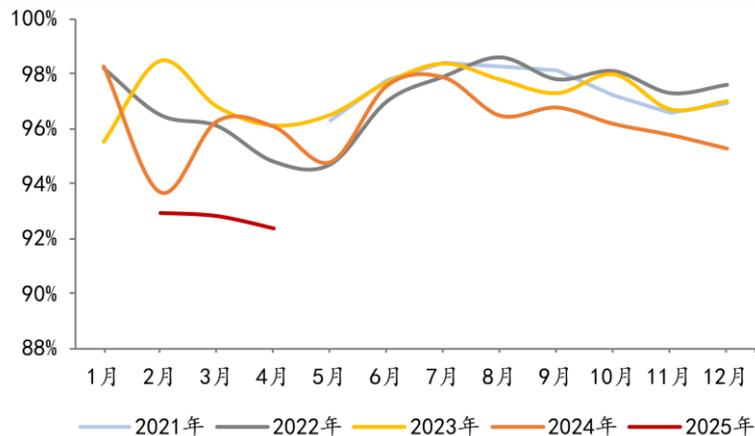
2015-2024年风光累计装机容量



2021-2025年4月光伏利用率



2021-2025年4月风电利用率



2.4 风光：136号文推动新能源全面入市

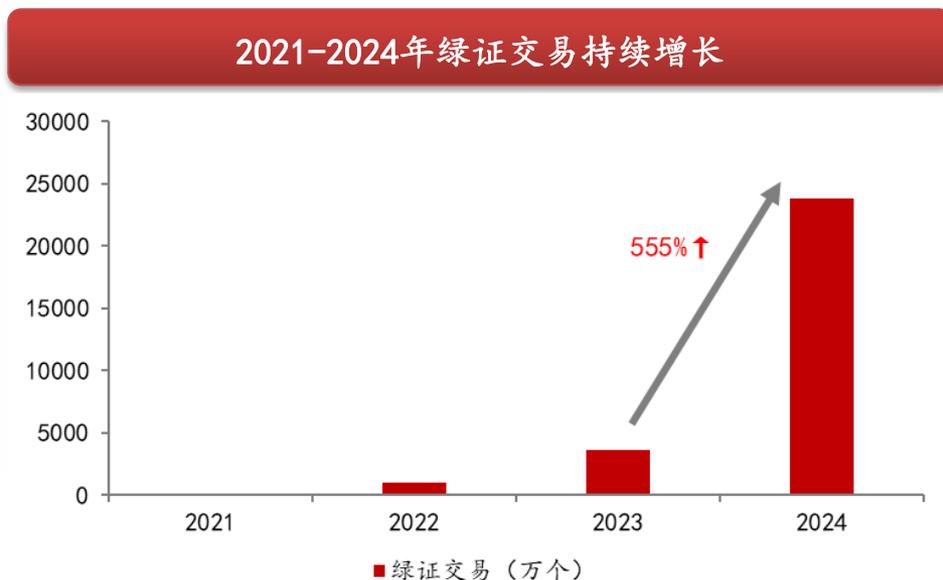
- **136号文推动新能源全面入市。**2025年1月，国家发展改革委、国家能源局发布的《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（136号文），按照价格市场形成、责任公平承担、区分存量增量、政策统筹协调的总体思路推动新能源上网电量全面进入电力市场，通过市场交易形成价格。文件提出要完善现货和中长期市场机制，同时建立新能源可持续发展价格结算机制，对存量项目，其电量、电价等与现行政策衔接，增量项目的电量规模按国家要求确定，机制电价通过竞价形成。136号文以2025年6月1日为节点划分存量和增量项目，导致今年6月之前我国出现抢装潮。截至2025年5月底，新增新能源装机规模已经达到2.44亿千瓦，同比增长146.8%。

136号文存量项目和增量项目对比

	存量项目	增量项目
时间划分	2025年6月1日以前投产	2025年6月1日及以后投产
电量规模	由各地妥善衔接现行具有保障性质的相关电量规模政策。新能源项目在规模范围内，每年可自主确定执行机制的电量比例，但不得高于上一年	每年新增纳入机制的电量规模，由各地根据国家下达的年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等因素确定。超出消纳责任权重的，次年纳入机制的电量规模可适当减少；未完成的，次年纳入机制的电量规模可适当增加。通知实施后第一年新增纳入机制的电量占当地增量项目新能源上网电量的比例，要与现有新能源价格非市场化比例适当衔接、避免过度波动。单个项目申请纳入机制的电量，可适当低于其全部发电量
机制电价	按现行价格政策执行，且不高于当地煤电基准价	由各地每年组织已投产和未来12个月内投产、且未纳入过机制执行范围的项目自愿参与竞价形成，初期对成本差异大的可按技术类型分类组织。竞价时按报价从低到高确定入选项目，机制电价原则上按入选项目最高报价确定，但不得高于竞价上限。竞价上限由省级价格主管部门考虑多种因素确定，初期可考虑成本因素、避免无序竞争等设定竞价下限
执行期限	按照现行相关政策保障期限确定。光热发电项目、已开展竞争性配置的海上风电项目，按照各地现行政策执行	按照同类项目回收初始投资的平均期限确定，起始时间按项目申报的投产时间确定，入选时已投产的项目按入选时间确定

2.4 风光：现货电价承压，绿证赋予环境溢价

- **保障性收购小时下降，大规模入市电价承压。**根据陕西发改委，2025年光伏各项目保障收购小时数为293小时（2024年同期350小时）；根据四川发改委，2025年风电项目利用小时暂按400小时（枯水期220小时、丰水期180小时）确定，光伏项目利用小时暂按300小时（枯水期170小时、丰水期130小时）确定，对比2024年风、光保障收购小时数总体下降了50%，保障性收购小时下降意味着未来新能源参与电力市场比例将逐步提高，电价面临短期承压。
- **绿证赋予环境溢价。**根据2024年8月发布的《关于2024年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》，将电解铝行业企业绿色电力消费比例完成情况以绿证核算，各省（市）可再生能源电力消纳责任权重完成情况虽以实际消纳的物理量核算，但对于未完成的情况，会促使各地区通过绿证交易等方式来补充可再生能源电力的消纳量，以达到考核要求，直接促进了绿证需求。



2.4 风光：第三批国补项目发布，企业现金流有望改善

- 国补欠款有望下发，风光企业现金流改善。为加强可再生能源发电补贴资金使用管理，发改委、财政部、国家能源局自2022年3月起在全国范围内开展可再生能源发电补贴自查核查工作。2025年3月21日，新能源云平台发布了2025年第三批可再生能源发电补贴项目清单，此次纳入清单的项目共50个，核准/备案容量1592.46兆瓦，同时还有17个项目进行了变更。根据2025年一季报，大多数风光企业应收账款/市值比例高达30%以上。

绿电企业应收账款情况

代码	简称	公司属性	总市值(亿元)	应收账款(亿元)	应收账款/市值
600821.SH	金开新能	地方国有企业	109	77	70%
000591.SZ	太阳能	中央国有企业	172	136	79%
601778.SH	晶科科技	民营企业	106	67	63%
000862.SZ	银星能源	中央国有企业	51	27	53%
600032.SH	浙江新能	地方国有企业	183	90	49%
601619.SH	嘉泽新能	民营企业	88	37	42%
601016.SH	节能风电	中央国有企业	189	81	43%
603693.SH	江苏新能	地方国有企业	127	33	26%
000537.SZ	中绿电	中央国有企业	173	66	38%
600905.SH	三峡能源	中央国有企业	1,222	477	39%
001258.SZ	立新能源	地方国有企业	69	21	30%
601222.SH	林洋能源	民营企业	117	43	37%
600956.SH	新天绿能	地方国有企业	255	78	30%
600163.SH	中闽能源	地方国有企业	99	33	33%
600483.SH	福能股份	地方国有企业	272	60	22%
002053.SZ	云南能投	地方国有企业	102	17	17%
300317.SZ	珈伟新能	地方国有企业	35	5	15%
000155.SZ	川能动力	地方国有企业	181	27	15%
603105.SH	芯能科技	民营企业	41	3	8%

注：应收账款为2025年一季报数据，市值为截至2025年7月1日数据

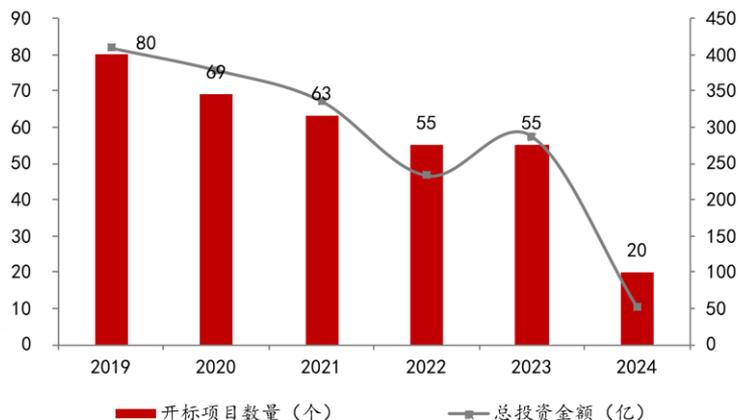
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

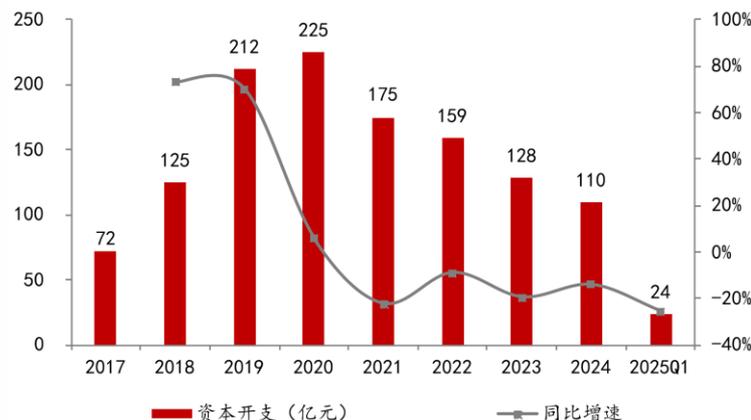
2.5 垃圾焚烧：行业进入成熟期，分红比例有望提升

- ❑ 项目开标数量大幅缩水。从开标数量上看，2024年开标的项目数量仅20个，约占往年的三分之一；从项目投资金额来看，2024年累计投资约52.6亿元，较2023年287.7亿投资额，市场份额缩水约80%；
- ❑ 垃圾焚烧板块资本开支同步下降。自2022年开始，垃圾焚烧板块资本开支呈逐年下降趋势，2024年垃圾焚烧板块资本开支为109.7亿元，同比下滑14%，25Q1资本开支达23.8亿元，同比下滑26%，预计随着国内垃圾焚烧项目开标数量减少，板块资本开支同步下降。

2019-2024年垃圾焚烧发电项目开标数量



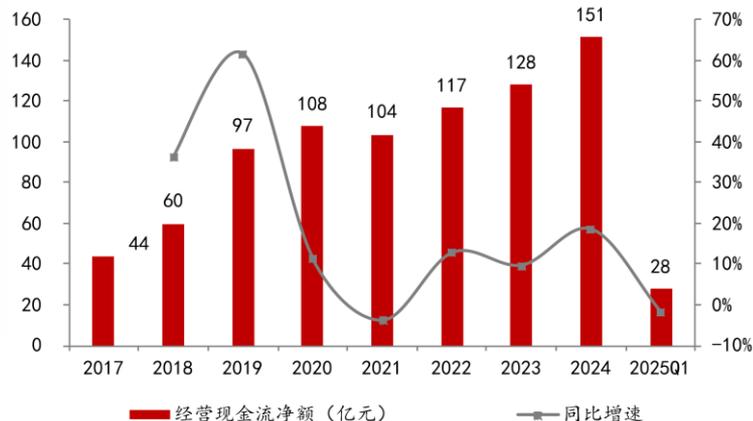
25Q1垃圾焚烧板块资本开支同比下滑26%



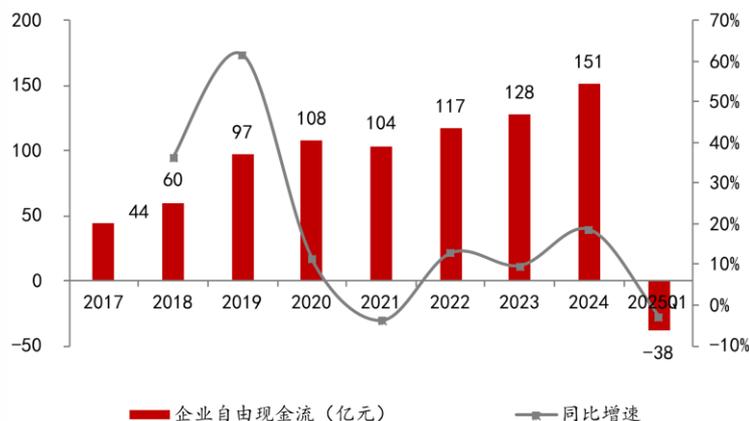
2.5 垃圾焚烧：行业进入成熟期，分红比例有望提升

- 板块现金流持续增厚。2024年垃圾焚烧板块经营性现金流净额为151亿元，同比增长18%，自由现金流量151亿元，同比提升18%，板块现金流持续增长。
- 部分公司明确长期分红规划。（1）绿色动力24年分红比例71.45%（同比+38.23pp），承诺24-26年分红比例不低于40%、45%、50%；（2）瀚蓝环境24年分红比例39.20%（+11.82pp），承诺24-26年每股派息增速不低于10%；（3）军信股份24年分红比例95%（+23pp），承诺分红比例不低于50%；（4）中科环保24年分红比例61.96%（+7.38pp），承诺24-28年分红比例不低于60%；（5）永兴股份24年分红比例65.81%（+2.12pp），承诺23-25年分红比例不低于60%。

2017-2025Q1垃圾焚烧板块经营现金流净额



2017-2025Q1垃圾焚烧板块自由现金流



2.5 垃圾焚烧：出海东南亚，收入版图扩大

- **垃圾焚烧出海取得突破。**中国垃圾焚烧企业正以“技术适配性 + 规模化投资 + 长周期运营”的组合策略，在“一带一路”沿线国家形成差异化竞争优势，海外布局已落地多个标杆项目。
- **中国天楹：**越南河内朔山项目，2017年获批，2023年3月正式投运，处理规模达4000吨/日，是目前东南亚地区规模最大的垃圾焚烧项目之一。截至目前，其海外项目在手产能已超9000吨/日。
 - **光大环境：**（1）越南芹苴项目：2018年投运，是越南首个现代化垃圾焚烧发电项目，处理规模400吨/日，年发电量超5800万kWh；（2）越南顺化项目：2024年竣工。
 - **军信股份：**重点开拓中亚市场，2024年7月签约吉尔吉斯比什凯克项目（特许经营期35年），2025年3月再签奥什项目框架协议，处理规模2000吨/日，特许经营期最长达35年，成为中国企业在中亚地区的重要布局。

简称	国家	项目名称	处理能力 (t/d)	总投资	状态	进度
光大环境	越南	芹苴项目	400	4700万美元	投运	2018年投运
	越南	顺化项目	500	7455万美元	投运	2024年4月6日竣工
	乌兹别克	乌兹别克纳曼干项目	3014	2.83亿美元	筹建	预计2025年初开工，2026年底投运
	乌兹别克	乌兹别克费尔干纳项目	-	2.83亿美元	筹建	预计2025年初开工，2026年底投运
军信股份	吉尔吉斯	比什凯克项目	3000 一期1000	一期总投资 9500万美元	在建	2024年7月24日 签署特许经营协议
	吉尔吉斯	奥什项目	2000		筹建	2025年3月3日 签署框架协议

2.5 垃圾焚烧：出海东南亚，收入版图扩大

简称	国家	项目名称	处理能力 (t/d)	总投资	状态	进度
中国天楹	越南	河内朔山项目	4000 一期1000	3.2亿美元	投运	2017年获批，2022年7月25日一期投运，2023年3月全部投运
	越南	富寿项目	1000 一期500	9000万美元	在建	2017年9月20日取得投资许可证
	越南	清化项目	1000 一期500	9000万美元	在建	2017年9月20日取得投资许可证
	越南	兴安项目	1000	-	筹建	2024年10月9日签署项目投资实施合作协议
	泰国	清迈项目	500-650	23亿泰铢	筹建	2024年11月20日签署合作协议和EPC框架协议

目录



2025H1行业回顾



2025H2行业投资策略



2025年重点推荐投资标的

华能国际（600011）：火电龙头转型，业务协同发展

□ 投资逻辑：

1) 容量电价背景下，盈利能力得到保障；2) 新能源高速发展打开成长空间，十四五风光装机目标55GW，20-25年CAGR达39%，装机增速、在建工程、度电利润等指标行业领先；3) 火电新能源协同效应显著，经营性现金流较为充沛，为新能源发展提供充足资本金，多能互补带来项目获取优势。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为116亿元、127亿元、134亿元，对应PE分别为9.4倍、8.6倍、8.1倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

煤价电价波动风险，新能源发展不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	245550.92	246816.14	249699.46	252441.79
营业收入增长率	-3.48%	0.52%	1.17%	1.10%
归母净利润（百万元）	10135.49	11598.66	12684.91	13437.81
净利润增长率	20.01%	14.44%	9.37%	5.94%
EPS（元）	0.65	0.74	0.81	0.86
P/E	10.7	9.4	8.6	8.1

股价表现



华电国际（600027）：火电修复弹性强，绿电持股收益高

□ 投资逻辑：

1) 华电集团旗下常规能源发电平台，23年至今公司实现归母净利润45亿元，业绩改善弹性大；2) 容量电价政策背景下，公司盈利能力不断提升；3) 华电新能筹划上市，公司所持31%股权测算价值有望超400亿，投资收益丰厚稳定。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为68.0亿元、71.1亿元、74.0亿元，对应PE分别为8.3倍、7.9倍、7.6倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

项目建设不及预期、项目运营成本上升等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	112993.98	125713.99	126178.55	128676.20
营业收入增长率	-3.57%	11.26%	0.37%	1.98%
归母净利润（百万元）	5702.67	6795.28	7105.41	7400.17
净利润增长率	26.11%	19.16%	4.56%	4.15%
EPS（元）	0.56	0.66	0.69	0.72
P/E	9.9	8.3	7.9	7.6

股价表现



国电电力（600795）：火电成本占优，水风光高速发展

□ 投资逻辑：

1) 背靠国家能源集团，充分利用产业协同效应，煤价优势明显；2) 新能源业务全面提速，“十四五”新能源规划新增装机35GW，21-25年风光装机CAGR高达55%，增速位居行业前列；3) 特高压时代水电消纳水平提高，叠加市场化电价上行趋势，公司水电板块盈利水平有望进一步提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为75.7亿元、87.7亿元、95.4亿元，对应PE分别为10.8倍、9.3倍、8.6倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

煤价波动风险，新能源发展或不及预期，水电投产或不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	179182.01	192196.87	198872.73	206976.20
营业收入增长率	-7.96%	7.26%	3.47%	4.07%
归母净利润（百万元）	9831.02	7569.17	8771.97	9542.33
净利润增长率	258.31%	-23.01%	15.89%	8.78%
EPS（元）	0.55	0.42	0.49	0.54
P/E	8.3	10.8	9.3	8.6

股价表现



三峰环境（601827）：主营业务稳健，海外订单突破

□ 投资逻辑：

1) 公司是国内垃圾焚烧行业的领军企业之一，公司尚有在建及筹建垃圾焚烧项目3个，设计处理能力合计1900吨/日；2) 垃圾焚烧设备龙头，出海加速，2024年公司共签署焚烧炉及成套设备供货合同9项，设计处理能力合计约6370吨/日，其中，成功签署印度佐达浦尔、泰国Chokchai、泰国Chiang Wang、越南北江、越南岘港等“一带一路”沿线国际市场项目供货合同，合同总金额超过8亿元；3) 内生分红能力提升，2024年分红比例达35%。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年归母净利润分别为12.6亿元、13.2亿元、14.1亿元，对应PE分别为10.3倍、9.8倍、9.2倍，维持“买入”评级。

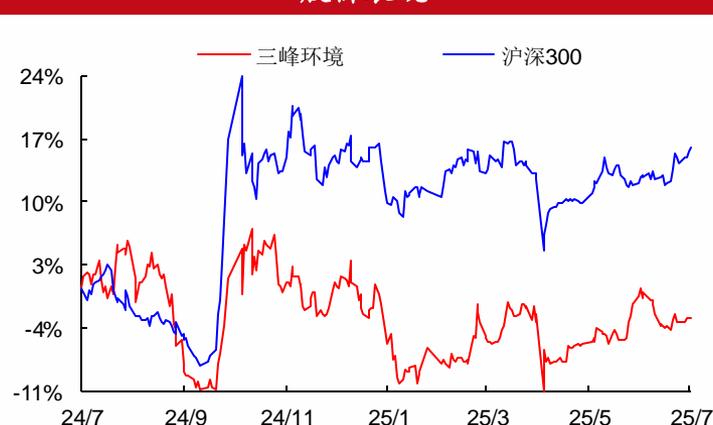
□ 风险提示：

煤价电价波动风险，新能源发展或不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5990.86	6893.62	7896.83	8806.55
营业收入增长率	-0.59%	15.07%	14.55%	11.52%
归母净利润（百万元）	1168.13	1255.61	1320.04	1411.05
净利润增长率	0.20%	7.49%	5.13%	6.89%
EPS（元）	0.70	0.75	0.79	0.84
P/E	11.1	10.3	9.8	9.2

股价表现



重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	股价 (元)	投资评级	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	LF
600011.SH	华能国际	7.14	买入	0.65	0.74	0.81	10.7	9.4	8.6	1.81
600027.SH	华电国际	5.47	买入	0.56	0.66	0.69	9.9	8.3	7.9	1.25
600795.SH	国电电力	4.84	买入	0.55	0.42	0.49	8.3	10.8	9.3	1.49
601827.SH	三峰环境	8.40	买入	0.70	0.75	0.79	11.1	10.3	9.8	1.21

数据来源: Wind (wind一致预测截至6月30日), 西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：巢语欢
执业证号：S1250524090002
电话：021-58351923
邮箱：cyh@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzt@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn				