

年报陆续披露，关注业绩与分红层面的积极信号

—— 三月行业动态报告

2025 年 04 月 02 日

- **24 年火电业绩增长，核电稳健，绿电承压。**我们对电力行业已披露（截至 2025/3/31）的年报进行了梳理，总结而言：1）火电板块，2024 年得益于煤价下行，企业业绩普遍录得增长（除粤电力受广东电价下行影响较大），其中大唐发电表现最为亮眼，归母净利润同比增速高达 229.70%，其余公司增速落在 20%-40% 区间内。2）水电板块目前尚无企业披露年报。3）核电板块，中国广核 2024 年业绩表现稳健，尽管全年上网电价有小幅下降，但得益于防城港 4 号机组的商运，以及台山 1 号机组恢复正常运行，公司营业收入实现同比增长；同时受燃料、折旧成本、部分机组商运满 5 年后乏燃料处置金计提增加，以及部分机组所得税优惠到期等因素影响，归母净利润同比增速弱于营收。4）新能源发电板块，相关企业业绩受风资源偏弱、限电、电价下行等多重因素的压制，普遍出现同比下滑。值得关注的是，风电电价的下行压力远小于光伏，2024 年，主要企业风电上网电价的同比变化幅度在 -0.043~+0.018 元/kWh（光伏在 -0.103~-0.004 元/kWh），其中龙源电力、中广核新能源、甘肃能源电价实现同比上涨，不失为一个积极信号。
- **24 年电力企业分红比例稳中有升。**2024 年，从绝对值来看，火电企业现金分红比例在 10.9%~60.0%，核电企业为 44.4%，新能源发电企业在 25.0%~52.8%，从变化趋势来看，24 年电力企业现金分红比例整体有所抬升，其中，新天绿能、大唐新能源同比提升 10pct 以上，除华润电力（23 年存在特别派息，如剔除该影响，分红比例维持稳定）、京能清洁能源外，其余企业同比提升幅度在 0-5pct 之间。
- **1-2 月用电量增速小幅增长，其中信息技术、批发零售等行业用电量增速较快。**2025 年 1-2 全社会用电量 15564 亿千瓦时，同比增长 1.3%，其中一产/二产/三产/居民生活用电量分别为 208/9636/2980/2740 亿千瓦时，同比分别增长 8.2%/0.9%/3.6%/0.1%。在“两重”“两新”等政策拉动下，部分行业电力消费仍保持较快增长。1-2 月，全国信息传输/软件和信息技术服务业用电量日均同比增长 13.5%；其中，在 AI、大数据、云计算、5G 等快速发展带动下，全国互联网和相关服务用电量日均同比增长 25.2%。1-2 月，全国批发和零售业用电量日均同比增长 9.0%；其中，在电动汽车高速发展带动下，全国充换电服务业用电量日均同比增长 40.1%。
- **1-2 月规上发电量略有下降，火电发电量降幅扩大。**1-2 月份，规上工业发电量 14921 亿千瓦时，同比下降 1.3%。1-2 月规上工业火电/水电/核电/风电/太阳能发电量分别 -5.8%/+4.5%/+7.7%/+10.4%/+27.4%，增速较 12 月同比变化分别为 -3.2pct/-1.0pct/-3.7pct/+3.8pct/-1.1pct。其中 1-2 月火电发电量降幅较 12 月扩大，主要是受到去年闰年高基数以及暖冬影响。扣除闰年因素，2025 年 1-2 月全国日均发电 252.9 亿千瓦时，同比增长 0.4%；根据气象部门监测，今年 1 月全国平均气温比多年平均偏暖 1.5℃，比上年同期偏暖 0.4℃；今年 2 月全国平均气温与上年同期持平，湖北、湖南、河南、安徽等冬季居民用电比重相对较高的中部地区平均气温比上年同期偏暖 1℃ 以上。
- **投资策略：**分板块来看：1）火电：煤炭价格仍低位运行，截至 2025/3/31，秦皇岛港 5500 大卡动力煤平仓价跌至 665 元/吨，年初至今均价为 721 元/吨，

公用事业行业

推荐 维持

分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

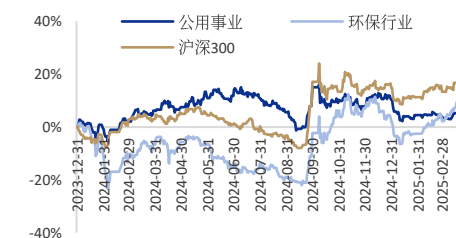
分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-04-01



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河环保公用】行业月报_能源工作指导意见发布，新政稳定绿电电价预期

【银河环保公用】行业月报_业绩预告陆续发布，火电 24Q4 表现相对较好

同比下降 181 元/吨或 20%，有望对冲 25 年长协电价下降带来的不利影响，建议关注电价下调幅度小、市场煤占比高的企业。2) 水核：目前利率仍处低位，水核配置价值突出。在此基础上，水电电价端受火电市场化电价冲击较小，同时根据高频水文数据，预计 25Q1 多数企业发电量同比仍将增长，两大因素支撑水电 25Q1 业绩向好；综合考虑市场化电价变化、新机组投产、以及大修安排等因素，预计 25Q1 两家核电企业业绩表现或有分化，但长期增长确定性强。3) 新能源发电：短期消纳、电价压力仍存，但电价改革、促绿电消费等政策持续推出有望护航行业健康可持续发展，建议把握拐点性机会。个股建议关注长江电力、川投能源、中国核电、浙能电力、申能股份、华能国际、龙源电力等。

- **风险提示：**装机规模不及预期的风险；煤炭价格大幅上涨的风险；行业竞争加剧的风险等。

目录
Catalog

一、 行业要闻4

二、 行业数据7

 (一) 碳交易市场情况..... 7

 (二) 电力行业相关数据..... 7

三、 新能源装机超过火电，火电发电量降幅扩大.....9

四、 2024 年电力企业年报初窥.....10

五、 环保公用行业表现.....12

 (一) 环保公用行业市值..... 12

 (二) 板块表现 12

六、 投资建议及股票池.....14

 (一) 核心组合表现..... 14

 (二) 投资建议 14

七、 风险提示16

一、行业要闻

1. 2025 年政府工作报告对于能源领域的相关表述

主要预期目标：单位国内生产总值能耗降低 3% 左右，生态环境质量持续改善。

加快发展绿色低碳经济。完善支持绿色低碳发展的政策和标准体系，营造绿色低碳产业健康发展生态。深入实施绿色低碳先进技术示范工程，培育绿色建筑、绿色能源、绿色交通等新增长点。完善资源总量管理和全面节约制度，加强重点用能单位节能节水管理，有力有效管控高耗能项目。加强废弃物循环利用，大力推广再生材料使用，促进循环经济发展。健全绿色消费激励机制，推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式。

积极稳妥推进碳达峰碳中和。扎实开展国家碳达峰第二批试点，建立一批零碳园区、零碳工厂。加快构建碳排放双控制度体系，扩大全国碳排放权交易市场行业覆盖范围。开展碳排放统计核算，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度，积极应对绿色贸易壁垒。加快建设“沙戈荒”新能源基地，发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设。开展煤电低碳化改造试点示范。规划应对气候变化一揽子重大工程，积极参与和引领全球环境与气候治理。

https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202503/content_7013163.htm

2. 国家发展改革委等部门关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见

总体目标：到 2027 年，绿证市场交易制度基本完善，强制消费与自愿消费相结合的绿色电力消费机制更加健全，绿色电力消费核算、认证、标识等制度基本建立，绿证与其他机制衔接更加顺畅，绿证市场潜力加快释放，绿证国际应用稳步推进，实现全国范围内绿证畅通流动。到 2030 年，绿证市场制度体系进一步健全，全社会自主消费绿色电力需求显著提升，绿证市场高效有序运行，绿证国际应用有效实现，绿色电力环境价值合理体现，有力支撑可再生能源高质量发展，助力经济社会发展全面绿色转型。

明确绿证强制消费要求。依法稳步推进绿证强制消费，逐步提高绿色电力消费比例并使用绿证核算。加快提升钢铁、有色、建材、石化、化工等行业企业和数据中心，以及其他重点用能单位和行业的绿色电力消费比例，到 2030 年原则上不低于全国可再生能源电力总量消纳责任权重平均水平；国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在 80% 基础上进一步提升。在有条件的地区分类分档打造一批高比例消费绿色电力的绿电工厂、绿电园区等，鼓励其实现 100% 绿色电力消费。将绿色电力消费信息纳入上市企业环境、社会和公司治理（ESG）报告体系。

健全绿证自愿消费机制。鼓励相关用能单位在强制绿色电力消费比例之上，进一步提升绿色电力消费比例。发挥政府部门、事业单位、国有企业引领作用，稳步提升绿色电力消费水平。鼓励企业主动披露绿色电力消费情况。鼓励行业龙头企业、跨国公司及其产业链企业、外向型企业打造绿色产业链供应链，逐年提高绿色电力消费比例，协同推进企业绿色转型。建设一批高比例消费绿色电力的绿电建筑、绿电社区。推广绿色充电桩，支持新能源汽车充绿电。鼓励居民消费绿色电力，推动电网企业、绿证交易平台等机构为居民购买绿证提供更便利服务，将绿色电力消费纳入绿色家庭、绿色出行等评价指标。研究建立以绿证为基础的绿色电力消费分档分级标识。

https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202503/t20250318_1396628.html

3. 国家能源局发布 2 月份全社会用电量等数据

2 月份，全社会用电量 7434 亿千瓦时，同比增长 8.6%。从分产业用电看，第一产业用电量 98

亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业用电量 4624 亿千瓦时，同比增长 12.4%；第三产业用电量 1420 亿千瓦时，同比增长 9.7%；城乡居民生活用电量 1292 亿千瓦时，同比下降 4.2%。

1~2 月，全社会用电量累计 15564 亿千瓦时，同比增长 1.3%，其中规模以上工业发电量为 14921 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 208 亿千瓦时，同比增长 8.2%；第二产业用电量 9636 亿千瓦时，同比增长 0.9%；第三产业用电量 2980 亿千瓦时，同比增长 3.6%；城乡居民生活用电量 2740 亿千瓦时，同比增长 0.1%。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250318/1432611.shtml>

4. 国家能源局发布 1-2 月份全国电力工业统计数据

截至 2 月底，全国累计发电装机容量 34.0 亿千瓦，同比增长 14.5%。其中，太阳能发电装机容量 9.3 亿千瓦，同比增长 42.9%；风电装机容量 5.3 亿千瓦，同比增长 17.6%。1-2 月，太阳能发电新增装机 3947 万千瓦，同比增加 275 万千瓦；风电新增装机 928 万千瓦，同比减少 61 万千瓦。

1-2 月，全国发电设备累计平均利用 505 小时，比上年同期减少 61 小时；全国主要发电企业电源工程完成投资 753 亿元，同比增长 0.2%；电网工程完成投资 436 亿元，同比增长 33.5%。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250320/1433001.shtml>

5. 生态环境部印发《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》

2024 年度作为钢铁、水泥、铝冶炼行业首个管控年度，2025 年底前完成首次履约工作。其中，2024 年度配额基于经核查的实际碳排放量等量分配，2025、2026 年度配额采用碳排放强度控制的思路分配，激励先进、鞭策落后，企业所获得的配额数量与产能产出挂钩，合理确定配额盈缺率，行业整体配额盈亏基本平衡。

管控范围：钢铁、水泥、铝冶炼行业管控化石燃料燃烧、工业过程等产生的温室气体直接排放。钢铁、水泥行业管控温室气体种类为二氧化碳（CO₂），铝冶炼行业管控温室气体种类为二氧化碳、四氟化碳（CF₄）和六氟化二碳（C₂F₆）。相应新增重点排放单位约 1500 家，覆盖排放量新增加约 30 亿吨二氧化碳当量。

https://www.mee.gov.cn/xxgk/2018/xxgk/xxgk03/202503/t20250326_1104736.html

6. 广东、宁夏、湖北明确分布式光伏上网比例

3 月 15 日，宁夏发改委下发了《宁夏回族自治区分布式光伏发电开发建设管理实施细则（征求意见稿）》意见建议的通知，明确一般工商业分布式光伏可选择全部自发自用或者自发自用余电上网模式；采用自发自用余电上网的，年自发自用电量占发电量的比例，依托公共机构建设的一般工商业分布式光伏不得低于 30%，依托工商业厂房建设的一般工商业分布式光伏不得低于 50%，超出比例的上网电量不进行结算。

3 月 20 日，广东省能源局发布关于征求《关于转发〈分布式光伏发电开发建设管理办法〉的通知（征求意见稿）》。通知提出：考虑到我省消纳条件较好，现阶段我省对一般工商业分布式光伏发电项目年自发自用电量占发电量的比例暂不强制要求，后续视情况研究调整。

湖北省能源局发布关于征求《湖北省分布式光伏发电开发建设管理实施细则（征求意见稿）》，指出：所有在 2025 年 1 月 17 日前备案但未开工的工商业分布式光伏项目（采用“全额上网”或“余电上网”模式），即日起一律不得开工；已开工但无法在 2025 年 5 月 1 日前并网的项目，必须停工调整方案；5 月 1 日后并网的项目，必须按新规调整上网方式和结算比例。工商业光伏发电项目如果选择“自发自用+余电上网”模式，每年上网电量不能超过总发电量的 50%；超出的部分，电

网公司可拒绝结算；未结算电量可申请次年补发，但会占用当年的可上网额度。

[宁夏：工商业上网比例最高 70%或 50%，超出不结算！](#)

[广东：分布式不要求自用比例！](#)

[新政：分布式光伏 5.1 前未并网必须停工，余电上网不得超 50%！](#)

7. 中石油、中石化发布 2025-2026 年年度管道天然气合同定价方案

中石油：相比去年，本年度价格政策发生以下变化：

- 非采暖季管制气价格占比由 65%降至 60%，采暖季占比不变，价格上浮比例维持 18.5%，意味着非采暖季低价部分的比例降低。
- 非管制气固定量部分，采暖季和非采暖季占比由 32%和 42%调整为 33%和 38%，价格上浮比例不变，维持 70%。
- 非管制气浮动量比例由上一周期的 3%，提高到 7%，定价仍旧参考上海石油天然气交易中心“CLD”价格。该价阶比例的调整提高了整体城燃采购价格水平。
- 调峰量由上一周期上浮 100%降低至上浮 90%。

表1：中石油 2025-2026 年年度管道天然气合同定价方案

合同量内气源类型		非采暖季（2025 年 4 月-10 月）		采暖季（2025 年 11 月-2026 年 3 月）	
		量	价	量	价
管制气		60%	18.50%	55%	18.50%
非管制气	固定量	33%	70%	38%	70%
	浮动量	7%	浮动定价，与上海石油天然气交易中心进口现货价格联动	7%	浮动定价，与上海石油天然气交易中心进口现货价格联动
	调峰量		基准门站价格基础上上浮 90%		基准门站价格基础上上浮 90%

资料来源：中国石油石化、中国银河证券研究院

中石化：相比去年，本年度价格政策发生以下变化：

- 政府指导价类别较上一周期的占比量和价格上浮比例均没有变化。
- 基础量部分占比由 20%提高到 35%，从价格上浮比例来看，非采暖季由上浮 40%降低至上浮 30%，采暖季由上浮 60%降低至上浮 50%。该价阶价格降幅较大。
- 定价量部分由 40%降低至 30%，定价仍旧参考中石化的综合长协定价，据悉长协计算公式较上一周期做出了调整，综合计算价格也较上一周期下调。
- 顺价量部分占比由 10%降至 5%，定价仍旧参考上海石油交易中心“CLD”价格指数。

表2：中石化 2025-2026 年年度管道天然气合同定价方案

类别	量		价
政府指导价	30%		18%
基础量	35%	非采暖季	30%
		采暖季	50%
定价量	30%	参考中石化进口长协价格定价	
顺价量	5%	参考上海天然气石油交易中心价格	

资料来源：中国石油石化、中国银河证券研究院

[中国石油、中国石化公布管道气年度合同定价](#)

二、行业数据

（一）碳交易市场情况

本月全国碳市场综合价格行情为：最高价 89.81 元/吨，最低价 85.58 元/吨，收盘价较上月最后一个交易日下跌 3.83%。本月全国碳排放配额总成交量 3,176,453 吨，总成交额 260,915,741.22 元。

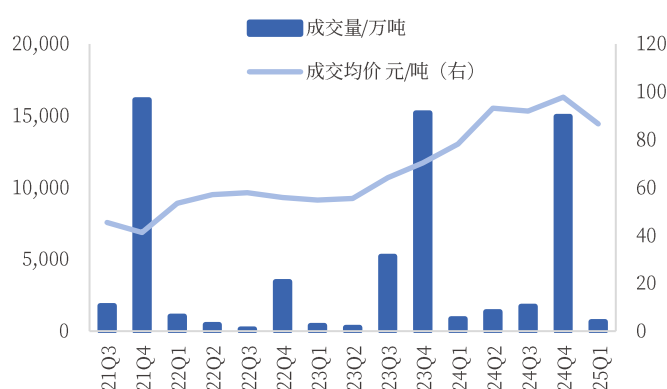
2025 年 1 月 1 日至 3 月 31 日，全国碳市场碳排放配额成交量 6,463,590 吨，成交额 560,042,136.07 元。截至 2025 年 3 月 31 日，全国碳市场碳排放配额累计成交量 636,732,254 吨，累计成交额 43,592,769,239.58 元。

图1：全国碳市场交易价格走势（开市至今）



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

图2：全国碳市场成交量与成交均价（开市至25Q1）

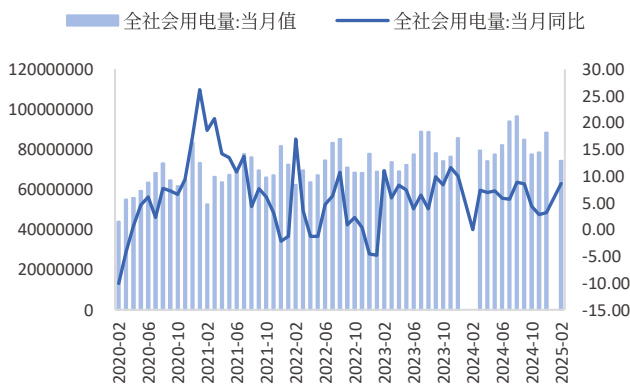


资料来源：上海环交所、中国银河证券研究院

（二）电力行业相关数据

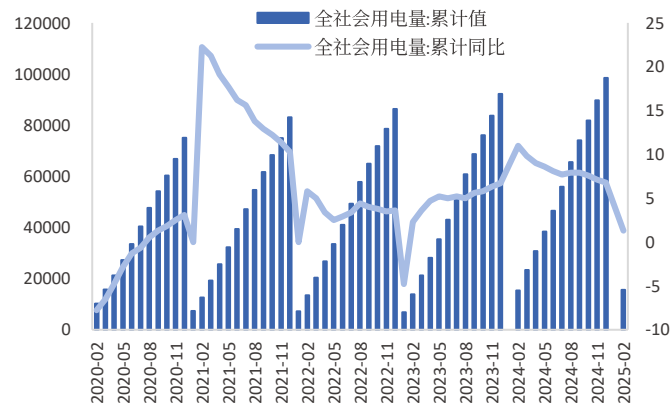
2025 年 2 月份，全社会用电量 7434 亿千瓦时，同比增长 8.6%。分产业用电看，第一产业用电量 98 亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业用电量 4624 亿千瓦时，同比增长 12.4%；第三产业用电量 1420 亿千瓦时，同比增长 9.7%；城乡居民生活用电量 1292 亿千瓦时，同比减少 4.2%。

图3：全社会用电量当月值（万千瓦时）及同比（%，右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图4：全社会用电量累计值（亿千瓦时）及同比（%，右）

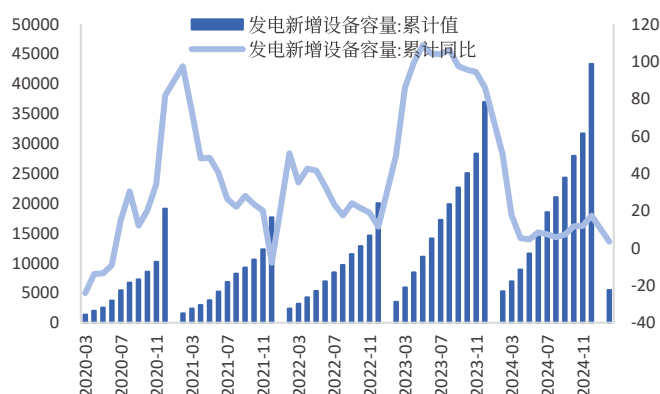


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

截至 2 月底，全国累计发电装机容量约为 34.0 亿千瓦，同比增长 14.47%。其中，太阳能发电装机容量约 9.26 亿千瓦，同比增长 42.86%；风电装机容量约 5.30 亿千瓦，同比增长 17.65%。

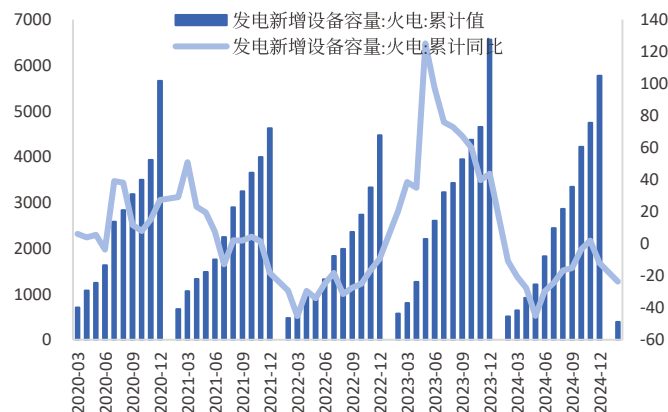
1-2月，全国发电设备累计平均利用505小时，比上年同期减少61小时；全国主要发电企业电源工程完成投资753亿元，同比增长0.2%；电网工程完成投资436亿元，同比增长33.5%。

图5: 发电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



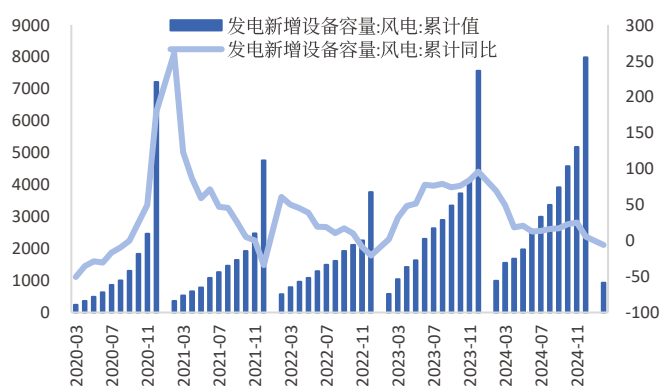
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图6: 火电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图7: 风电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



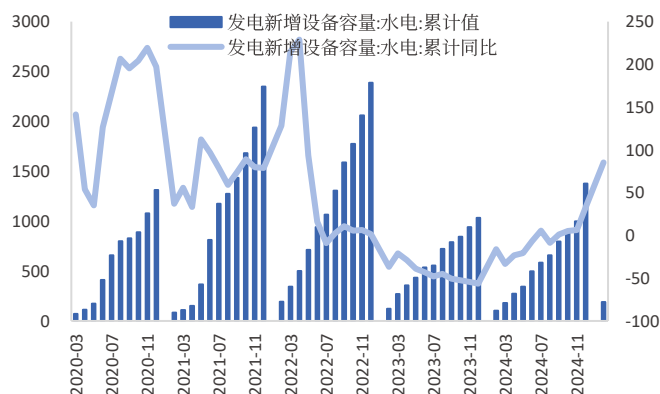
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图8: 太阳能新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图9: 水电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图10: 核电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

三、新能源装机超过火电，火电发电量降幅扩大

事件：国家能源局和国家统计局发布了电力工业统计数据以及能源生产情况：2025 年 1-2 月全国风电新增装机 9.28GW，同比下降 6.2%；全国太阳能新增装机 39.47GW，同比增长 7.5%；全国火电新增装机 3.88GW，同比减少 23.6%。2025 年 1-2 月全社会用电量 15564 亿千瓦时，同比增长 1.3%。

新能源累计装机首次超过火电，后续仍有较大增长空间。截至 2025 年 2 月末，风电、太阳能累计装机分别为 529.82GW、926.22GW，同比分别增长 17.6%、42.9%，占总装机比例分别为 15.6%、27.2%。新能源累计装机达到 1456.04GW，超过同期火电累计装机 1448.09GW。根据 2024 年 12 月国家发改委、国家能源局《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025—2027 年）》，到 2027 年电力系统调节能力显著提升，支撑 2025—2027 年年均新增 200GW 以上新能源的合理消纳利用，预计后续新能源装机仍有较大增长空间，我国发电装机结构将继续清洁化。

1-2 月规上发电量略有下降，火电发电量降幅扩大。1-2 月份，规上工业发电量 14921 亿千瓦时，同比下降 1.3%。1-2 月规上工业火电/水电/核电/风电/太阳能发电量分别 -5.8%/+4.5%/+7.7%/+10.4%/+27.4%，增速较 12 月同比变化分别为 -3.2pct/-1.0pct/-3.7pct/+3.8pct/-1.1pct。其中 1-2 月火电发电量降幅较 12 月扩大，主要是受到去年闰年高基数以及暖冬影响。扣除闰年因素，2025 年 1-2 月全国日均发电 252.9 亿千瓦时，同比增长 0.4%；根据气象部门监测，今年 1 月全国平均气温比多年平均偏暖 1.5℃，比上年同期偏暖 0.4℃；今年 2 月全国平均气温与上年同期持平，湖北、湖南、河南、安徽等冬季居民用电比重相对较高的中部地区平均气温比上年同期偏暖 1℃以上。

1-2 月用电量增速小幅增长，其中信息技术、批发零售等行业用电量增速较快。2025 年 1-2 月全社会用电量 15564 亿千瓦时，同比增长 1.3%，其中一产/二产/三产/居民生活用电量分别为 208/9636/2980/2740 亿千瓦时，同比分别增长 8.2%/0.9%/3.6%/0.1%。在“两重”“两新”等政策拉动下，部分行业电力消费仍保持较快增长。1-2 月，全国信息传输/软件和信息技术服务业用电量日均同比增长 13.5%；其中，在 AI、大数据、云计算、5G 等快速发展带动下，全国互联网和相关服务用电量日均同比增长 25.2%。1-2 月，全国批发和零售业用电量日均同比增长 9.0%；其中，在电动汽车高速发展带动下，全国充换电服务业用电量日均同比增长 40.1%。

四、2024 年电力企业年报初窥

火电业绩增长，核电稳健，绿电承压，分红比例普遍提升。我们对电力行业已披露（截至 2025/3/31）的年报进行了梳理，业绩层面，总结而言：1）火电板块，2024 年得益于煤价下行，企业业绩普遍录得增长（除粤电力受广东电价下行影响较大），其中大唐发电表现最为亮眼，归母净利润同比增速高达 229.70%，其余公司增速落在 20%-40%区间内。2）水电板块目前尚无企业披露年报。3）核电板块，中国广核 2024 年业绩表现稳健，尽管全年上网电价有小幅下降，但得益于防城港 4 号机组的商运，以及台山 1 号机组恢复正常运行，公司营业收入实现同比增长；同时受燃料、折旧成本增加，部分机组商运满 5 年后乏燃料处置金计提增加，以及部分机组所得税优惠到期等因素影响，归母净利润同比增速弱于营收。4）新能源发电板块，相关企业业绩受风资源偏弱、限电、电价下行等多重因素的压制，普遍出现同比下滑。值得关注的是，风电电价的下行压力远小于光伏，2024 年，主要企业风电上网电价的同比变化幅度在 -0.043~+0.018 元/kWh（光伏在-0.103~-0.004 元/kWh），其中龙源电力、中广核新能源、甘肃能源电价实现同比上涨，不失为一个积极信号。分红层面，2024 年电力企业现金分红比例整体稳中有升，其中，华润电力 2023 年存在特别派息，如剔除该影响，分红比例维持稳定。

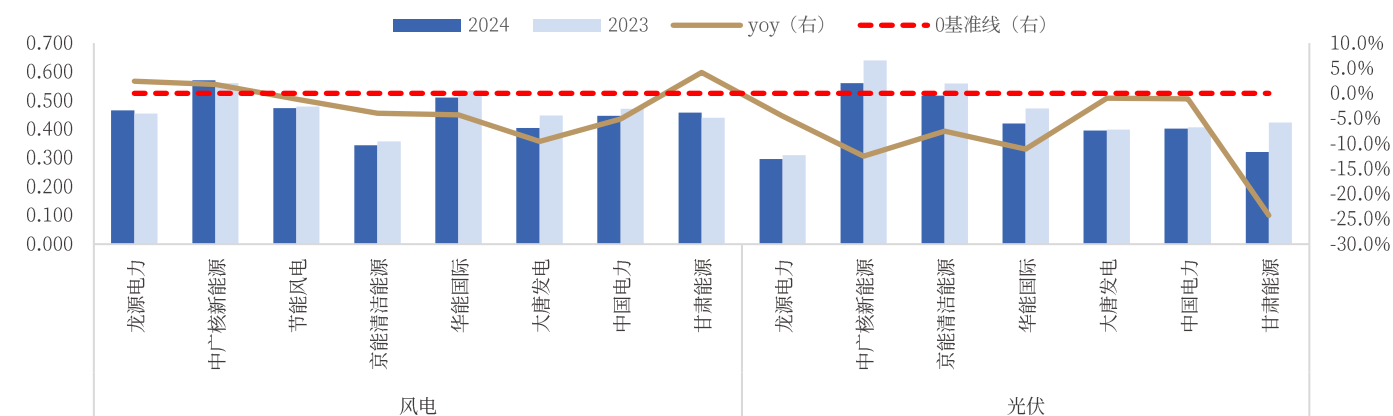
表3：电力行业已披露 2024 年年报梳理

子板块	公司	2024 年营收(亿元)	yoy	2024 年归母净利（亿元）	yoy	2024 年分红比例	2023 年分红比例	yoy
火电	华能国际	2455.5	-3.48%	101.4	20.01%	58.8%	57.1%	1.6%
	大唐发电	1234.7	0.86%	45.1	229.70%	38.1%	-	
	华电国际	1129.9	-3.57%	57.0	26.11%	45.7%	43.7%	2.1%
	甘肃能源	87.0	24.79%	16.4	40.30%	35.5%	33.8%	1.7%
	粤电力	571.6	-4.27%	9.6	-1.07%	10.9%	10.8%	0.1%
	上海电力	427.3	0.78%	20.5	28.46%	45.4%	40.4%	5.0%
	华润电力	1052.8	1.90%	143.9	30.80%	40.1%	61.9%	-21.8%
	中国电力	542.1	22.48%	38.6	25.20%	60.0%	60.0%	0.0%
核电	中国广核	868.0	5.16%	108.1	0.83%	44.4%	44.3%	0.1%
新能源发电	龙源电力	370.7	-2.58%	63.5	0.66%	30.0%	30.0%	0.0%
	新天绿能	213.7	5.38%	16.7	-24.24%	52.8%	40.6%	12.2%
	节能风电	50.3	-1.74%	13.3	-12.02%	36.0%	36.0%	0.0%
	中广核新能源	19.5	-11.00%	2.5	-7.30%	25.0%	25.0%	0.0%
	大唐新能源	125.8	-1.77%	23.8	-13.63%	34.0%	22.7%	11.3%
	京能清洁能源	205.6	0.57%	32.5	6.13%	36.3%	37.7%	-1.4%

资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

注：华润电力数据单位为港元、中广核新能源为美元；大唐发电 2023 年归属于上市公司普通股股东的净利润为负，故未计算分红比例。

图11：代表性公司新能源上网电价变化（元/kWh）



资料来源：各公司公告、中国银河证券研究院

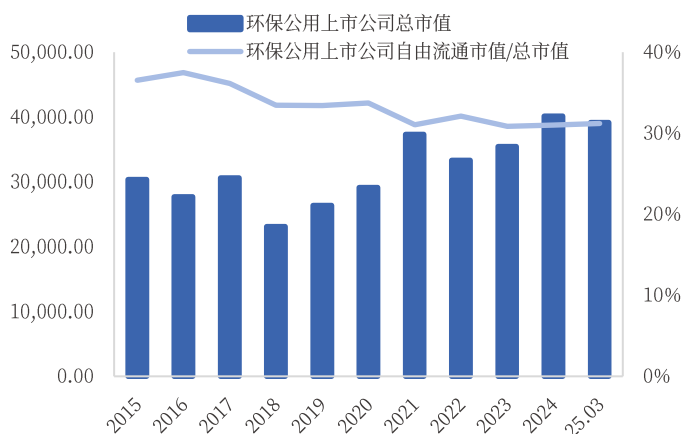
注：不同公司电价不可比，存在含税/不含税两种口径。

五、环保公用行业表现

（一）环保公用行业市值

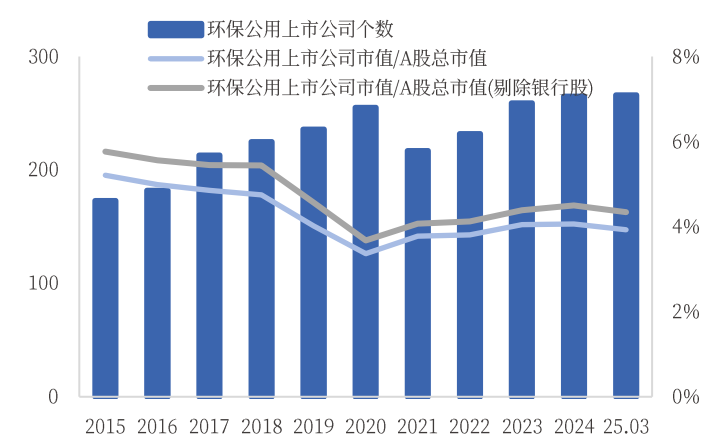
截至 2025 年 3 月 31 日, A 股 SW 公用事业包含上市公司 132 家, 合计总市值达 31,449 亿元, 自由流通市值 8,897 亿元, 自由流通市值占比为 28.29%。SW 环保包含上市公司 134 家, 合计总市值达 7,726 亿元, 自由流通市值为 3,330 亿元, 自由流通市值占比为 43.10%。环保公用企业的总市值占 A 股总市值比重为 3.93%, 剔除银行股后占 A 股总市值比重为 4.34%。

图12: 环保公用上市公司流通市值占比 (市值单位为亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图13: 环保公用上市公司个数与市值占比

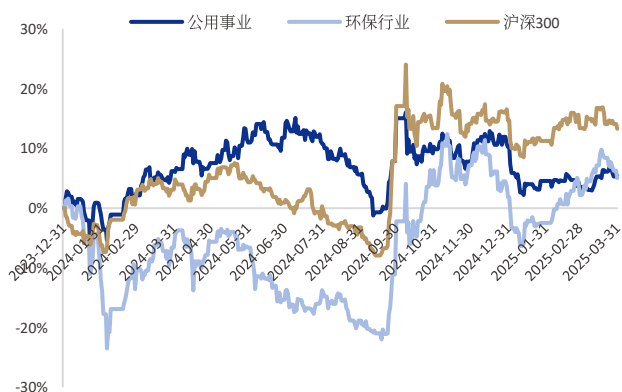


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

（二）板块表现

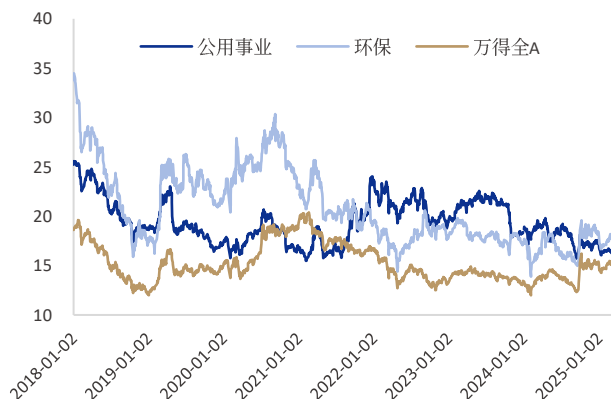
2025 年 3 月, 沪深 300 指数下跌 0.07%, SW 公用事业指数上涨 1.87%, 跑赢沪深 300 指数 1.94pct; SW 环保指数上涨 2.82%, 跑赢沪深 300 指数 2.89pct。在 31 个子行业中, 本月公用事业行业的涨跌幅排名为第 11 名, 环保行业的涨幅排名为第 6 名。

图14: 2024 年初至今环保公用与沪深 300 走势对比



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

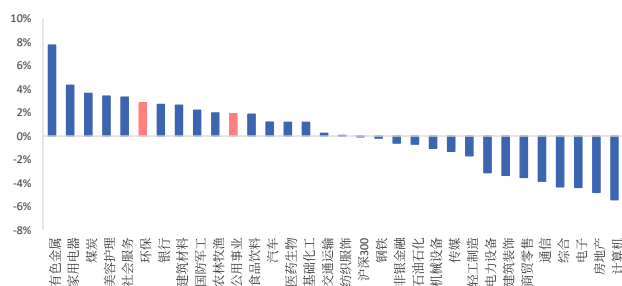
图15: 环保公用行业 PE (TTM)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

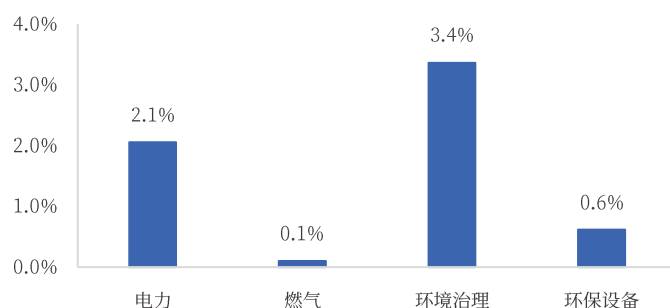
截至 3 月 31 日, 公用事业/环保的动态市盈率分别为 16.35x/18.31x, 其中电力/燃气/环境治理/环保设备四个二级子板块的动态市盈率分别为 16.41x、15.60x、17.61x、23.83x。

图16: 一级行业月度涨跌幅



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

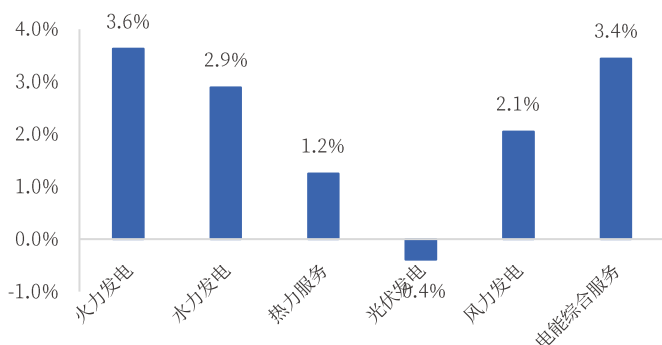
图17: 环保公用行业二级子行业月度涨跌幅



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

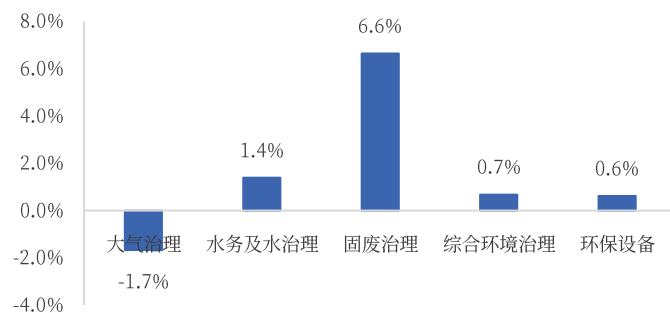
3月，电力/燃气/环境治理/环保设备行业指数的表现分别为2.1%、0.1%、3.4%、0.6%。其中，电力板块三级子行业火电/水电/热力服务/光伏/风电/电能综合服务表现分别为3.6%、2.9%、1.2%、-0.4%、2.1%、3.4%；环境治理三级子行业大气治理/水务及水治理/固废治理/综合环境治理/环保设备表现分别为-1.7%、1.4%、6.6%、0.7%、0.6%。

图18: 公用事业三级子行业月度涨跌幅



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

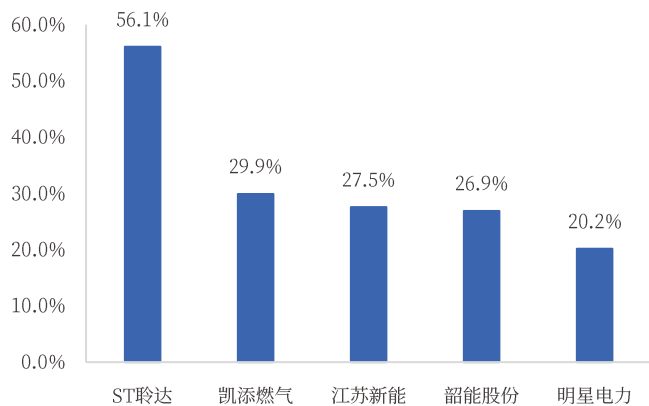
图19: 环保行业三级子行业月度涨跌幅



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

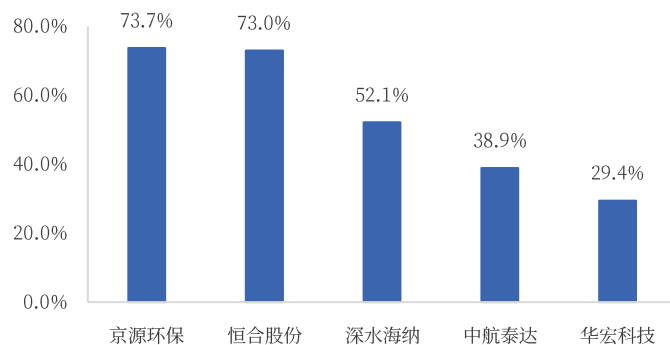
3月，涨幅前五的公用上市公司是ST聆达(56.1%)、凯添燃气(29.9%)、江苏新能(27.5%)、韶能股份(26.9%)、明星电力(20.2%)；3月，涨幅前五的环保公司是京源环保(73.7%)、恒合股份(73.0%)、深水海纳(52.1%)、中航泰达(38.9%)、华宏科技(29.4%)。

图20: 公用事业行业个股月涨跌幅前五



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图21: 环保行业个股月涨跌幅前五



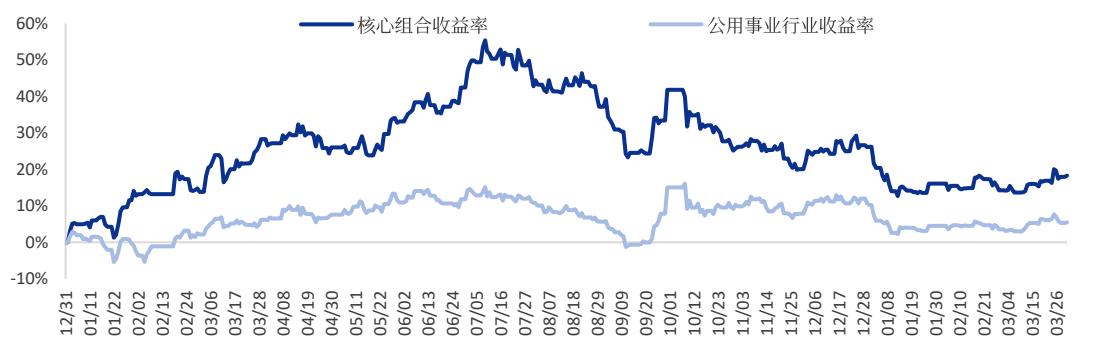
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

六、投资建议及股票池

（一）核心组合表现

3月公用事业行业核心组合为中国广核、川投能源、浙能电力。截至3月31日，公用事业核心组合收益率为13.58%，公用事业行业指数收益率为3.11%，核心组合跑赢行业指数10.48pct。

图22：核心组合表现



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表4：月度核心组合表现（截至3月31日）

公司代码	公司名称	月涨跌幅	市盈率	市值/亿元
003816.SZ	中国广核	0.28%	16.95	1833.10
600674.SH	川投能源	7.15%	15.70	781.89
600023.SH	浙能电力	3.83%	10.53	764.30

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）投资建议

分板块来看：1) 火电：煤炭价格仍低位运行，截至2025/3/31，秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价跌至665元/吨，年初至今均价为721元/吨，同比下降181元/吨或20%，有望对冲25年长协电价下降带来的不利影响，建议关注电价下调幅度小、市场煤占比高的企业。2) 水核：目前利率仍处低位，水核配置价值突出。在此基础上，水电电价端受火电市场化电价冲击较小，同时根据高频水文数据，预计25Q1多数企业发电量同比仍将增长，两大因素支撑水电25Q1业绩向好；综合考虑市场化电价变化、新机组投产、以及大修安排等因素，预计25Q1两家核电企业业绩表现或有分化，但长期增长确定性强。3) 新能源发电：短期消纳、电价压力仍存，但电价改革、促绿电消费等政策持续推出有望护航行业健康可持续发展，建议把握拐点性机会。个股建议关注长江电力、川投能源、中国核电、浙能电力、申能股份、华能国际、龙源电力等。

表5：重点公用事业公司盈利预测与估值（2025年4月1日）

代码	简称	股价	EPS				PE				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600011.SH	华能国际	7.04	0.54	0.65	0.90	0.96	13.1	10.9	7.8	7.3	推荐
600027.SH	华电国际	5.67	0.44	0.56	0.70	0.78	12.8	10.2	8.1	7.3	推荐
600795.SH	国电电力	4.60	0.31	0.54	0.52	0.58	14.6	8.5	8.8	7.9	推荐
000543.SZ	皖能电力	7.74	0.63	0.88	0.99	1.07	12.3	8.8	7.8	7.2	推荐
600023.SH	浙能电力	5.85	0.49	0.60	0.65	0.72	12.0	9.8	9.0	8.1	推荐

002608.SZ	江苏国信	7.84	0.50	0.79	0.91	1.04	15.8	9.9	8.6	7.5	推荐
002015.SZ	协鑫能科	7.67	0.56	0.56	0.68	0.86	13.7	13.7	11.3	8.9	推荐
600905.SH	三峡能源	4.30	0.25	0.25	0.30	0.34	17.1	17.2	14.3	12.6	推荐
001289.SZ	龙源电力	17.10	0.75	0.76	0.78	0.88	22.9	22.5	21.9	19.4	推荐
000537.SZ	中绿电	8.72	0.44	0.51	0.70	0.96	19.6	17.1	12.5	9.1	推荐
600900.SH	长江电力	27.90	1.11	1.33	1.38	1.44	25.1	21.0	20.3	19.4	推荐
600025.SH	华能水电	9.21	0.42	0.46	0.49	0.53	21.7	20.1	18.7	17.4	推荐
600674.SH	川投能源	16.20	0.90	0.99	1.02	1.09	17.9	16.4	16.0	14.8	推荐
600886.SH	国投电力	14.71	0.84	0.97	1.02	1.14	17.6	15.2	14.4	12.9	推荐
601985.SH	中国核电	9.37	0.52	0.50	0.53	0.58	18.1	18.9	17.6	16.3	推荐
003816.SZ	中国广核	3.71	0.21	0.21	0.21	0.22	17.5	17.3	17.7	16.9	推荐
600642.SH	申能股份*	9.21	0.71	0.82	0.86	0.92	13.0	11.3	10.7	10.1	未评级

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

注: 1) 标*表示为 Wind 一致预测; 2) 华能国际、华电国际、龙源电力、中国广核已发布 24 年年报, 表中 2024 EPS 为实际值。

七、风险提示

装机规模不及预期的风险；煤炭价格大幅上涨的风险；行业竞争加剧的风险等。

图表目录

图 1: 全国碳市场交易价格走势（开市至今）	7
图 2: 全国碳市场成交量与成交均价（开市至 25Q1）	7
图 3: 全社会用电量当月值（万千瓦时）及同比（%，右）	7
图 4: 全社会用电量累计值（亿千瓦时）及同比（%，右）	7
图 5: 发电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	8
图 6: 火电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	8
图 7: 风电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	8
图 8: 太阳能新增装机累计值（万千瓦）及同比（±千瓦，右轴）	8
图 9: 水电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	8
图 10: 核电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	8
图 11: 代表性公司新能源上网电价变化（元/kWh）	11
图 12: 环保公用上市公司流通市值占比（市值单位为亿元）	12
图 13: 环保公用上市公司个数与市值占比	12
图 14: 2024 年初至今环保公用与沪深 300 走势对比	12
图 15: 环保公用行业 PE（TTM）	12
图 16: 一级行业月度涨跌幅	13
图 17: 环保公用行业二级子行业月度涨跌幅	13
图 18: 公用事业三级子行业月度涨跌幅	13
图 19: 环保行业三级子行业月度涨跌幅	13
图 20: 公用事业行业个股月涨跌幅前五	13
图 21: 环保行业个股月涨跌幅前五	13
图 22: 核心组合表现	14
表 1: 中石油 2025-2026 年年度管道天然气合同定价方案	6
表 2: 中石化 2025-2026 年年度管道天然气合同定价方案	6
表 3: 电力行业已披露 2024 年年报梳理	10
表 4: 月度核心组合表现（截至 3 月 31 日）	14
表 5: 重点公用事业公司盈利预测与估值（2025 年 4 月 1 日）	14

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyongyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn