

火电、水电业绩增长，国常会核准 10 台核电机组

—— 四月行业动态报告

2025 年 05 月 09 日

- **2024 年和 2025 一季度火电、水电业绩增长，核电、绿电业绩承压。**2024 年全年，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利润 625.7、563.2、195.9、179.7、-3.6 亿元，同比增速分别为 37.3%、17.6%、-8.2%、-10.4%、-109.5%；2025 年一季度，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利润 206.3、113.4、61.6、66.6、4.8 亿元，同比增速分别为 9.0%、28.1%、-7.5%、-7.5%、104.0%。总体而言，2024 年以来煤价下行带来的成本改善对冲了电量下滑以及长协电价下降的不利因素影响，火电板块业绩实现正增长；2024 年以来来水改善、财务费用持续压降，驱动水电板块业绩增长；核电短期业绩受所得税补缴拖累，剔除一次性因素和新能源影响后，核电业绩表现仍稳健；绿电方面，电价、消纳、风光资源条件等拖累业绩表现。
- **2022-2025 年，我国连续 4 年核准核电机组数量≥10 台。**2011 年日本福岛核泄漏后，国内核电审批速度放缓乃至暂停。2019 年，核电审批重启，2019-2024 年每年新核准核电机组 4、4、5、10、10、11 台。2025 年 4 月 27 日，国务院常务会议核准浙江三门三期等 5 个核电项目，共计 10 台机组，装机容量 1234.6 万千瓦。从技术路线来看，此次核准的 10 台机组中，除山东海阳 #5、#6 机组采用 CAP1000 技术路线，其余 8 台机组均为华龙一号机组。
- **3 月太阳能装机实现高增长，4-5 月有望延续高增态势。**3 月风电、太阳能新增装机分别为 5.34GW、20.24GW，同比增速分别为-4.7%、124.4%，其中太阳能装机高增长主要受到“531”阶段性抢装潮影响，预计 4-5 月有望持续；截至 3 月末，风电、太阳能累计装机分别为 535.37GW、946.32GW，同比分别增长 17.2%、43.4%，占总装机比例分别为 15.6%、27.6%。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。
- **投资策略：**（1）火电：近期煤价持续下跌有望扭转市场对于火电 2025 年悲观的基本面预期，建议关注市场煤敞口大，且布局 25 年年度长协电价下调幅度较小区域的企业，个股建议关注华能国际、大唐发电、华电国际等；（2）水电：低利率环境下，我们看好红利属性较强的水电板块，个股建议关注长江电力、川投能源等。核电短期受火电电价下行影响，但整体幅度可控，且在国内外核电机组核准常态化的背景下，长期成长属性突出，建议关注中国核电；（3）新能源：随着 136 号文的出台，预计行业将由此前的规模快速扩张阶段转入效益规模并重的高质量发展阶段，在此过程中，我们看好存量项目优质、装机结构上以风电为主、同时具备较强成本管控能力的头部企业，建议关注龙源电力、三峡能源等；此外，从区域布局出发，我们看好新能源供需格局较好的福建省，建议关注省属海风运营平台福能股份、中闽能源等。
- **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。

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

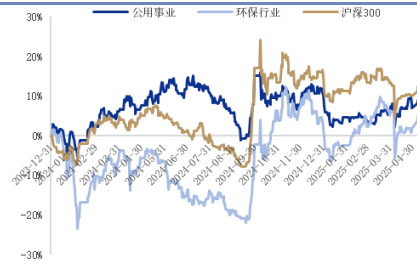
分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-05-08



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_年报陆续披露，关注业绩与分红层面的积极信号

【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

目录

Catalog

一、 行业要闻	3
二、 行业数据	6
(一) 碳交易市场情况.....	6
(二) 电力行业相关数据.....	6
三、 国常会核准 10 台机组，看好核电长期成长性.....	9
四、 太阳能装机高增长，水核发电量增速加快.....	10
五、 2024 年和 25 年一季度电力企业业绩总结.....	11
(一) 电力行业：火电、水电业绩增长，核电、绿电业绩承压.....	11
(二) 火电：煤价下降对冲量价下滑影响，业绩仍实现正增长.....	12
(二) 水电：业绩高增，电价降幅有限，关注来水和新机组投产.....	14
(三) 核电：短期业绩受所得税补缴拖累，长期成长性突出.....	16
(四) 新能源：短期业绩承压，136 号文助力行业迈入发展新阶段.....	18
六、 环保公用行业表现.....	21
(一) 环保公用行业市值.....	21
(二) 板块表现.....	21
七、 投资建议及股票池.....	23
(一) 核心组合表现.....	23
(二) 投资建议.....	23
八、 风险提示	25

一、行业要闻

1. 国务院：决定核准浙江三门三期工程等核电项目

国务院总理李强 4 月 27 日主持召开国务院常务会议, 决定核准浙江三门三期工程等核电项目。

会议强调, 发展核电必须确保安全万无一失, 要压实参建单位和业主单位主体责任, 按照全球最高安全标准建设和运营核电机组, 持续加强安全监管能力建设, 切实兜牢核电安全保障网。

据悉, 本次国常会核准的核电机组共计十台, 分别为广西防城港核电三期(5、6 号机组)、广东台山核电二期(3、4 号机组)、浙江三门核电三期(5、6 号机组)、山东海阳核电三期(5、6 号机组)、福建霞浦核电一期(1、2 号机组)五个工程。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250428/1439048.shtml>

2. 两部委：2025 年底前基本实现电力现货市场全覆盖

4 月 29 日, 国家发改委、国家能源局联合下发《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》, 《通知》提出, 湖北电力现货市场要在 2025 年 6 月底前、浙江电力现货市场要在 2025 年底前转入正式运行, 安徽、陕西力争在 2026 年 6 月底前转入正式运行。2025 年底前, 福建、四川、辽宁、重庆、湖南、宁夏、江苏、河北南网、江西、河南、上海、吉林、黑龙江、新疆、蒙东、青海要启动现货市场连续结算试运行。

2025 年底前, 南方区域电力现货市场要启动连续结算试运行, 京津冀电力市场要创造条件启动模拟试运行, 省间现货市场要实现发电企业参与省间现货购电, 并加紧研究售电公司、电力用户直接参与省间现货交易的机制。市场建设要充分考虑各地合理诉求, 加快形成工作合力, 更好促进资源大范围优化配置。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250429/1439419.shtml>

3. 中电联发布 2025 年 1-3 月份全国电力市场交易简况

1-3 月, 全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量 14574.8 亿千瓦时, 同比增长 2.3%, 占全社会用电量比重为 61.1%, 同比下降 0.14 个百分点, 占售电量比重为 75.3%, 同比下降 0.35 个百分点。其中, 全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为 11100.2 亿千瓦时, 同比下降 1.4%。

3 月份, 全国各电力交易中心组织完成市场交易电量 5119 亿千瓦时, 同比增长 5.6%。其中, 全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为 3897.6 亿千瓦时, 同比增长 1.3%。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250430/1439489.shtml>

4. 我国核电总体规模首次升至世界第一

截至目前, 我国商运核电机组 58 台、装机容量 6096 万千瓦, 核准在建机组 44 台, 装机容量 5235 万千瓦, 总规模首次升至世界第一。中国核能行业协会轮值理事长杨长利在会上介绍, 2024 年, 我国核电发电量 4447 亿千瓦时, 位居全球第二, 占全国总发电量的 4.72%, 等效减排二氧化碳 3.34 亿吨。

会上发布的《中国核能发展报告》显示, 2024 年, 我国全年核电设备平均利用小时数为 7797 小时, 占全国累计发电量的 4.72%, 年度等效减排二氧化碳约 3.34 亿吨, 其中福建、辽宁省核电发

电量占比超过 20%。2024 年，我国商运核电机组继续保持安全稳定运行，未发生国际核事件分级（INES）1 级及以上的运行事件，与世界主要核电国家相比，我国核电机组 WANO 综合指数满分机组数量和平均值均列首位。

《报告》还显示，我国积极拓展核能供暖等综合利用，2024 至 2025 供暖季，核能供暖面积达 1402 万平方米，全国首个为石化园区供汽的“和气一号”供热工程建成投产。截至 2024 年底，我国在建核电机组 28 台，总装机容量 3370 万千瓦，在建机组装机容量连续 18 年保持全球第一。2024 年核电工程建设投资完成额 1469 亿元，较上年增长 520 亿元，创历史新高。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250427/1438901.shtml>

5. 国家能源局：我国风光装机历史性超过火电

4 月 25 日，国家能源局发文称，2025 年一季度，我国风电光伏发电合计新增装机 7433 万千瓦，累计装机达到 14.82 亿千瓦（其中风电 5.36 亿千瓦，光伏发电 9.46 亿千瓦），首次超过火电装机（14.51 亿千瓦）。未来随着风电光伏装机新增装机持续快速增长，风电光伏装机超过火电将成为常态。

一季度，风电光伏合计发电量达到 5364 亿千瓦时，在全社会用电量中占比达到 22.5%，较去年同期提高 4.3 个百分点（带动非化石能源发电量占比达到 39.8%，同比提高 4.8 个百分点）。受风电光伏快速增长并叠加一季度全社会用电量同比增速较低（2.5%）因素影响，风电光伏合计发电量较去年同期增加 1110 亿千瓦时，大幅超出全社会用电量增量（582 亿千瓦时）。

据悉，截至 2024 年 6 月底，太阳能与风电装机累计容量为 11.8 亿千瓦，已超过煤电 11.7 亿千瓦装机规模，这也是我国新能源发电装机规模首次超过煤电。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250425/1438762.shtml>

6. 国家能源局发布 2025 年 1—3 月份全国电力工业统计数据

4 月 20 日，国家能源局发布 1—3 月份全国电力工业统计数据。

截至 3 月底，全国累计发电装机容量 34.3 亿千瓦，同比增长 14.6%。其中，太阳能发电装机容量 9.5 亿千瓦，同比增长 43.4%；风电装机容量 5.4 亿千瓦，同比增长 17.2%。

1—3 月份，全国发电设备累计平均利用 769 小时，比上年同期减少 81 小时；全国主要发电企业电源工程完成投资 1322 亿元，同比下降 2.5%；电网工程完成投资 956 亿元，同比增长 24.8%。

https://www.tianzhu.gov.cn/zwgk/zdlygk/nyzy/202504/t20250427_87589178.html

7. 内蒙古：鼓励签订多年期购电协议 且价格不低于上一年的度电成本

4 月 28 日，内蒙古自治区能源局发布《关于鼓励签订多年期购电协议稳定发用电主体市场预期有关事宜的通知》，文件指出，本通知所指多年期购电协议包括在交易平台通过双边协商或集中挂牌达成的多年期绿电交易合同、电力用户与新能源发电企业在电力市场外签订的多年期绿电交易合约、电力用户与新能源发电企业达成的战略合作协议等多种模式。

鼓励电力用户，特别是重点产业电力用户与新能源发电企业签订多年期购电协议（3 年及以上周期，下同），明确电力（电量）、电价、绿色属性价值，或约定电力（电量）、电价、绿色属性价值形成方式的协议或合约均可在交易机构备案后作为交易结算的依据。

多购电协议价格通过协商、挂牌或竞价等市场方式确定，原则上协议价格应不高于上一年度蒙西电网内新能源交易均价，2024 年为 0.24 元/千瓦时，同时不低于上一年度同类型投资成本最低企业的度电成本。交易机构每年 1 月份向市场成员公布上年度蒙西电网内新能源交易均价和投资成本最低企业的度电成本。

鼓励重点产业电力用户与新能源发电企业签订多购电协议后进一步约定互保结算条款，互保结算价格由协议双方自主协商形成，可由协议双方自行结算，也可在交易机构备案后委托结算。初期，新能源发电企业对电力用户的保底结算价格可参考蒙西电网燃煤发电基准价格下浮 20%（0.2263 元/千瓦时），电力用户对新能源发电企业的保底结算价格可参考蒙西电网内新能源结算均价。交易机构每月向市场成员公布上月蒙西电网新能源结算均价。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250506/1439795.shtml>

8. 3 月碳市场：全国碳市场正式扩围，多个试点开展碳排放核查和配额清缴工作

3 月，全国碳市场碳价下跌。生态环境部正式发文宣布全国碳市场扩大覆盖范围，纳入钢铁、水泥和铝冶炼三个重点排放行业。

地方碳市场 3 月成交量及成交额持续下降。广东、深圳、天津等多个试点通知开展 2024 年度碳排放核查和配额清缴工作。

3 月欧盟碳价在 65~72 欧元/吨之间波动。英国宣布所有在其水域航行并停靠英国港口的船舶需实现零碳排放，航运业将被纳入英国碳排放交易体系。

全国碳市场：正式扩围，纳入钢铁、水泥、铝冶炼行业

3 月，全国碳市场碳排放配额（CEA）挂牌交易平均价格为 85.22 元/吨，较 2 月下跌 5.56%。月内，CEA 价格均在 90 元/吨以下。3 月下旬，生态环境部办公厅发文，正式扩大全国碳市场，将覆盖全国 60% 以上的二氧化碳排放总量。新纳入的钢铁、水泥、铝冶炼三个重点排放行业仅管控温室气体直接排放，目前企业履约压力尚未显现。

具体交易数据如下：3 月 CEA 总成交量 317.65 万吨，总成交额 2.61 亿元。挂牌协议交易月成交量 95.75 万吨，月成交额 8160.18 万元。大宗协议交易月成交量 221.89 万吨，月成交额 1.79 亿元。3 月 CEA 最高价 89.81 元/吨，最低价 85.58 元/吨，3 月最后一个交易日收盘价较 2 月最后一个交易日下跌 3.83%。截至 3 月 31 日，CEA 累计成交量 6.37 亿吨，累计成交额 435.93 亿元。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250418/1437662.shtml>

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 86.25 元/吨，最低价 71.40 元/吨，收盘价较上月最后一个交易日下跌 17.03%。

本月挂牌协议交易成交量 1,862,293 吨，成交额 146,839,289.90 元；大宗协议交易成交量 4,043,720 吨，成交额 310,023,167.50 元。

本月全国碳排放配额总成交量 5,906,013 吨，总成交额 456,862,457.40 元。

2025 年 1 月 1 日至 4 月 30 日，全国碳市场碳排放配额成交量 12,369,603 吨，成交额 1,016,904,593.47 元。

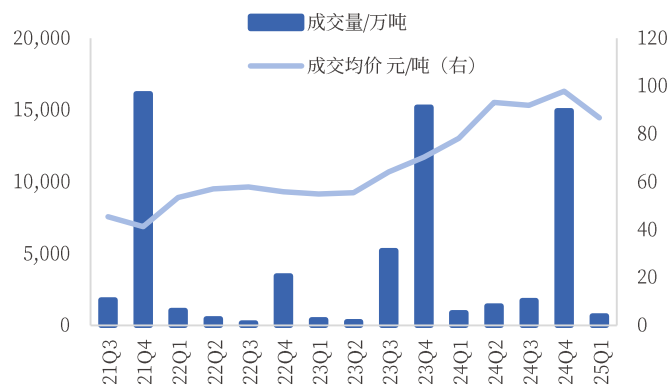
截至 2025 年 4 月 30 日，全国碳市场碳排放配额累计成交量 642,638,267 吨，累计成交额 44,049,631,696.98 元。

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）

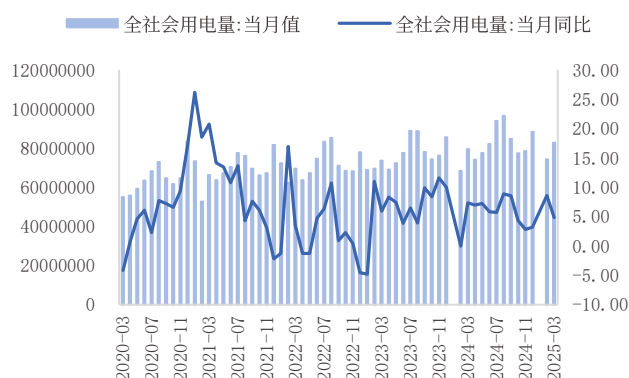


资料来源：上海环交所、中国银河证券研究院

（二）电力行业相关数据

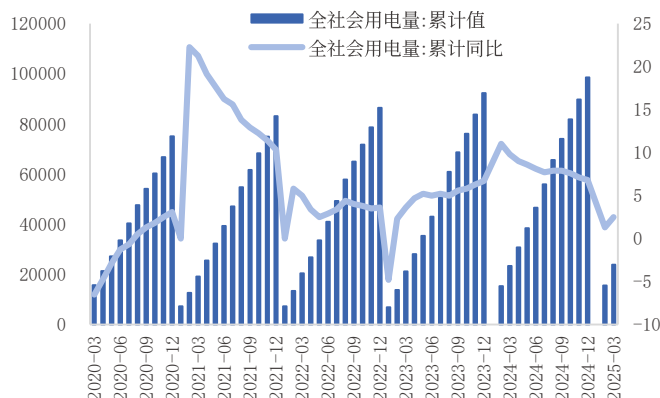
2025 年 3 月份，全社会用电量 8282 亿千瓦时，同比增长 4.8%。从分产业用电看，第一产业用电量 106 亿千瓦时，同比增长 9.9%；第二产业用电量 5578 亿千瓦时，同比增长 3.8%；第三产业用电量 1484 亿千瓦时，同比增长 8.4%；城乡居民生活用电量 1114 亿千瓦时，同比增长 5.0%。

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)

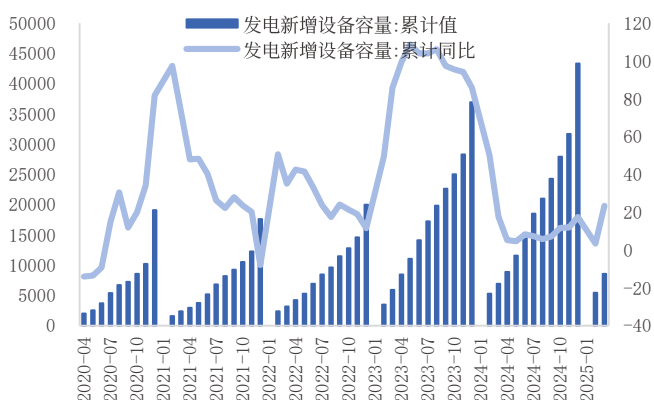


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

截至3月底，全国累计发电装机容量34.3亿千瓦，同比增长14.6%。其中，太阳能发电装机容量9.5亿千瓦，同比增长43.4%；风电装机容量5.4亿千瓦，同比增长17.2%。

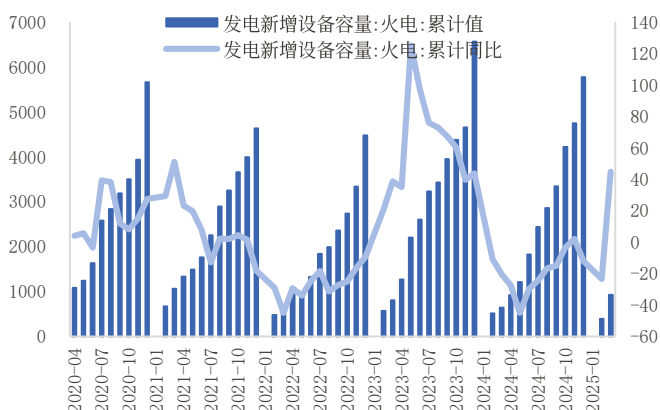
1-3月份，全国发电设备累计平均利用769小时，比上年同期减少81小时；全国主要发电企业电源工程完成投资1322亿元，同比下降2.5%；电网工程完成投资956亿元，同比增长24.8%。

图5: 发电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%，右轴)



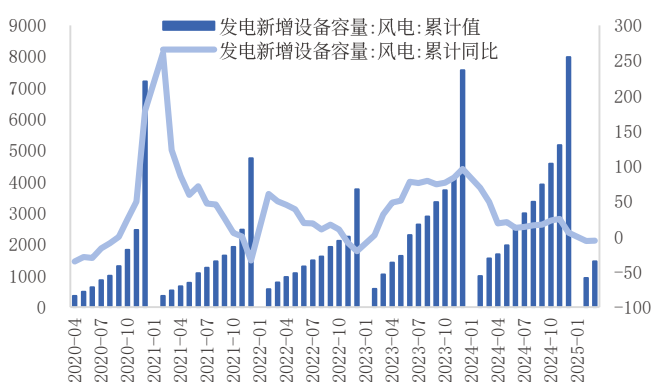
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图6: 火电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%，右轴)



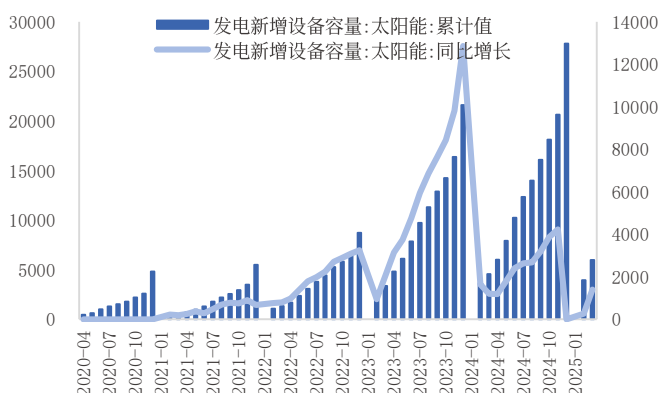
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图7: 风电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%，右轴)



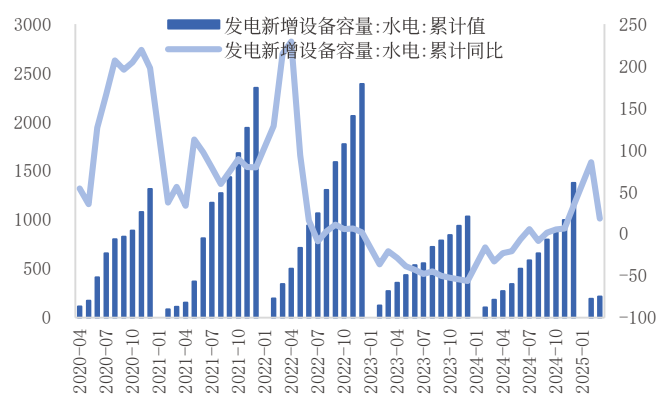
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图8: 太阳能新增装机累计值(万千瓦)及同比(±千瓦，右轴)



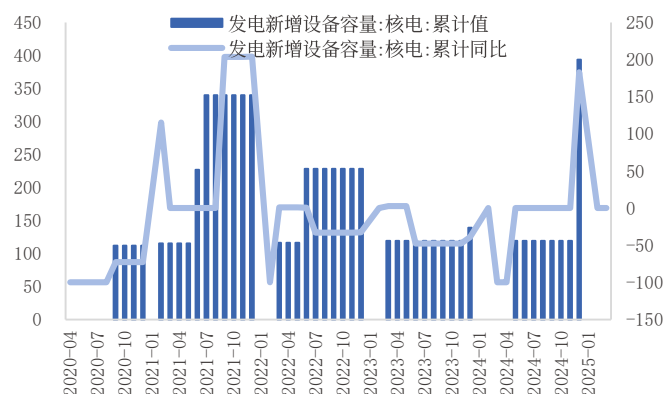
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

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、国常会核准 10 台机组，看好核电长期成长性

事件：4 月 27 日，国务院常务会议审议决定核准一批核电项目。

2022-2025 年，我国连续 4 年核准核电机组数量 $\geq$ 10 台。2011 年日本福岛核泄漏后，国内核电审批速度放缓乃至暂停。2019 年，核电审批重启，2019-2024 年每年新核准核电机组 4、4、5、10、10、11 台。2025 年 4 月 27 日，国务院常务会议核准浙江三门三期等 5 个核电项目。具体包括中广核防城港#5、#6 机组，单机容量 120.8 万千瓦；中广核台山#3、#4 机组，单机容量 120 万千瓦；中国核电三门#5、#6 机组，单机容量 121.5 万千瓦；国家核电山东海阳#5、#6 机组，单机容量 130 万千瓦；华能福建霞浦#1、#2 机组，单机容量约 125 万千瓦；共计 10 台机组、装机容量 1234.6 万千瓦。从技术路线来看，此次核准的 10 台机组中，除山东海阳#5、#6 机组采用 CAP1000 技术路线，其余 8 台机组均为华龙一号机组。

核电进入积极有序发展新阶段，核准在建装机容量为在运装机的 107%。2021 年 3 月的《政府工作报告》中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，为近 10 年来首次使用“积极”一词对核电进行政策表述。根据中国核能行业协会轮值理事长杨长利 4 月 27 日在“2025 春季核能可持续发展国际论坛”上介绍，截至目前，我国商运核电机组 58 台、装机容量 6096 万千瓦；核准在建机组 44 台，装机容量 5235 万千瓦。在此基础上，如考虑此次新核准的 10 台机组，我国核准在建核电机组将达 54 台，装机容量 6506.5 万千瓦，占在运装机规模的 107%。具体到四家核电运营商而言，我们统计中国核电、中国广核（含红沿河核电）、国家核电、华能核电在运装机分别为 2496.2、3179.8、404.0、21.2 万千瓦，核准在建装机分别为 2185.9、2422.2、1163.4、735.0 万千瓦，对应弹性分别为 88%、76%、288%、3483%。

核电优先消纳且上网电价相对稳定，看好装机增长带来的长期成长性。核电作为优先消纳电源，其利用小时数维持高位且相对稳定，2021-2024 年分别为 7778、7548、7661、7806 小时。而在上网电价端，目前部分电量执行核准电价，部分电量执行市场化交易电价，中国核电、中国广核的市场化电量占比分别为 44.57%（2023A）、50.9%（2024A）。但考虑到部分省份对核电市场化电价存在诸多约束，仅广东、广西、江苏等地实际意义上的市场化程度较高，因此我们认为市场化电价的波动对核电企业的整体影响有限。具体而言，中国广核 2021-2024 年上网电价（营收/上网电量口径）算术平均值为 0.368 元/kWh，2021-2024 年上网电价较均值的波动幅度仅分别为-2.7%、0.9%、1.7%、0.1%；中国核电 2021-2023 年上网电价算术平均值为 0.360 元/kWh，2021-2023 年上网电价较均值的波动幅度分别为-2.8%、1.7%、1.1%。基于此，我们认为长期来看装机容量的增长对核电运营商的业绩影响将更为突出。

四、太阳能装机高增长，水核发电量增速加快

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 1-3 月全国风电新增装机 14.62GW，同比下降 5.7%；全国太阳能新增装机 59.71GW，同比增长 30.5%；全国火电新增装机 9.25GW，同比增长 45.0%。2025 年 1-3 月全社会用电量 23846 亿千瓦时，同比增长 2.5%。

3 月太阳能装机实现高增长，4-5 月有望延续高增态势。3 月风电、太阳能新增装机分别为 5.34GW、20.24GW，同比增速分别为-4.7%、124.4%，其中太阳能装机高增长主要受到“531”阶段性抢装潮影响，预计 4-5 月有望持续；截至 3 月末，风电、太阳能累计装机分别为 535.37GW、946.32GW，同比分别增长 17.2%、43.4%，占总装机比例分别为 15.6%、27.6%。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。

3 月水核发电量增速加快，风光发电量增速放缓。3 月规上工业发电量 7780 亿千瓦时，同比增长 1.8%，增速比 1-2 月加快 3.1pct。3 月规上火电/水电/核电/风电/太阳能发电量同比分别-2.3%/+9.5%/+23.0%/+8.2%/+8.9%，增速较 1-2 月同比变化分别为+3.5pct/+5.0pct/+15.3pct/-2.2pct/-18.5pct。其中水电发电量增速加快主要是由于来水改善，一季度全国主要流域来水情况整体较好，长江电力、华能水电、国投电力、桂冠电力一季度水电发电量均实现 10%以上增长；核电发电量增速加快主要是由于大亚湾、岭澳、岭东、福清等多台机组换料大修时间少于去年同期，一季度中国核电、中国广核核电发电量同比分别增长 13.3%、9.3%；风光发电量增速放缓预计与利用率下降有关，其中 1-2 月全国风电利用率分别为 94.8%、92.9%，全国光伏利用率分别为 94.4%、93.4%，新能源利用率走低，消纳压力较大。

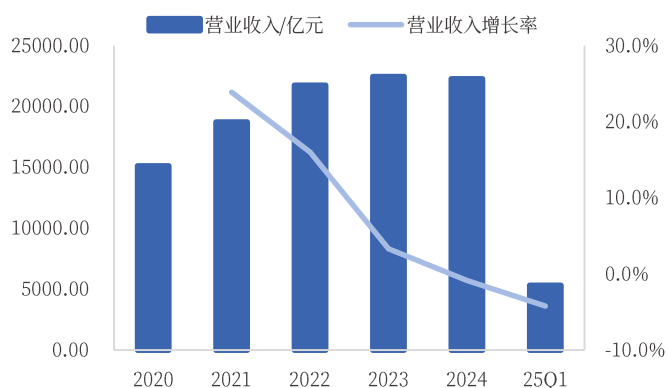
3 月用电量增速回升，部分行业一季度用电量实现高增长。2025 年 3 月全社会用电量 8282 亿千瓦时，同比增长 4.8%，增速较 1-2 月加快 3.5pct；其中一产/二产/三产/居民生活用电量分别为 106/5578/1484/1114 亿千瓦时，同比分别增长 9.9%/3.8%/8.4%/5.0%。一季度虽整体用电量增速偏低，但部分行业电力消费仍保持较快增长，其中信息传输/软件和信息技术服务业、批发和零售业一季度日均用电量分别增长 13.7%、10.3%。

五、2024 年和 25 年一季度电力企业业绩总结

（一）电力行业：火电、水电业绩增长，核电、绿电业绩承压

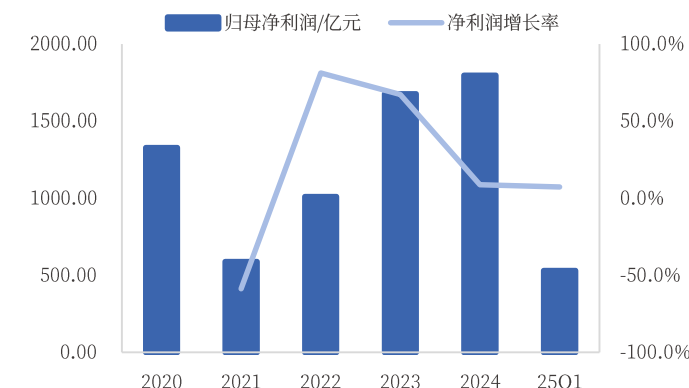
2024 年、25 年一季度电力行业业绩同比小幅增长。2024 年，SW 电力行业实现营业收入 22279 亿元，同比下降 0.8%，实现归母净利润 1797 亿元，同比增长 8.7%；2025 年一季度，SW 电力行业实现营业收入 5338 亿元，同比下降 4.2%，实现归母净利润 531 亿元，同比增长 7.2%。

图11：公用事业行业营收及同比增速（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

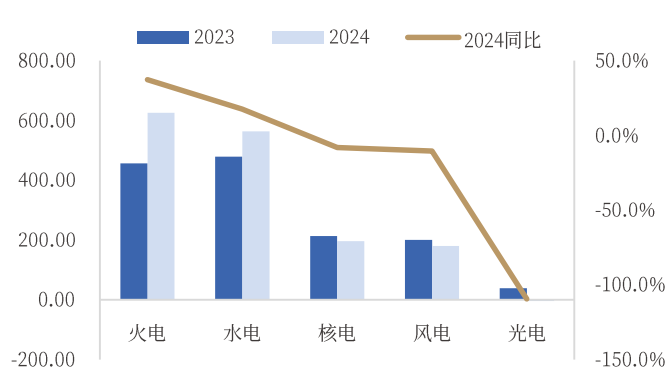
图12：公用事业行业归母净利润及同比增速（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

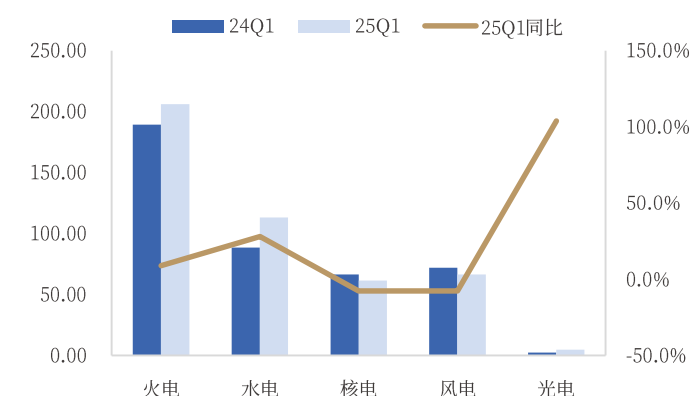
分板块来看，火电、水电、业绩同比增长，核电、新能源业绩同比承压。2024 年全年，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利润 625.7、563.2、195.9、179.7、-3.6 亿元，同比增速分别为 37.3%、17.6%、-8.2%、-10.4%、-109.5%；2025 年一季度，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利润 206.3、113.4、61.6、66.6、4.8 亿元，同比增速分别为 9.0%、28.1%、-7.5%、-7.5%、104.0%。总体而言，2024 年以来煤价下行带来的成本改善对冲了电量下滑以及长协电价下降的不利因素影响，火电板块业绩实现正增长；2024 年以来来水改善、财务费用持续压降，驱动水电板块业绩增长；核电短期业绩受所得税补缴拖累，剔除一次性因素和新能源影响后，核电业绩表现仍稳健；绿电方面，电价、消纳、风光资源条件等拖累业绩表现。

图13：公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图14：公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）

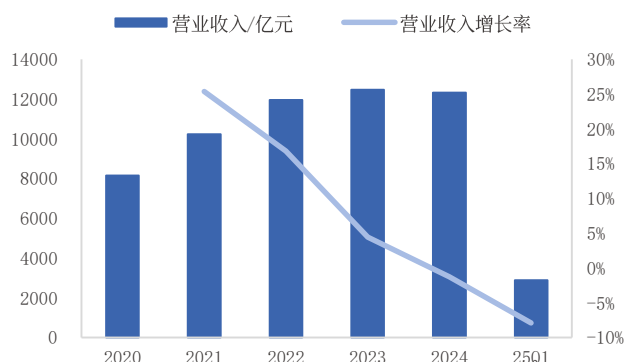


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）火电：煤价下降对冲量价下滑影响，业绩仍实现正增长

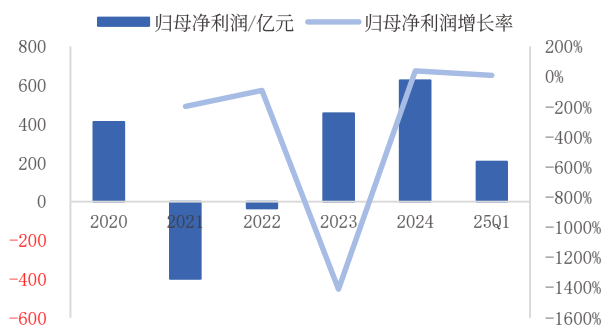
2024 年、2025 年一季度火电板块业绩实现正增长，但 2025 年一季度增速放缓。2024 年，SW 火电板块实现营业收入 12321 亿元，同比下降 1.3%，实现归母净利润 625.7 亿元，同比增长 37.3%。2025 年一季度，SW 火电板块实现营业收入 2879 亿元，同比下降 7.9%，实现归母净利润 206.3 亿元，同比增长 9.0%。总体而言，虽然火电板块受到电量、电价下滑的双重不利因素影响，但受益于煤价大幅下降，火电板块仍实现业绩正增长。下文将对电量、电价及煤价三方面因素展开分析。

图15：火电板块营收及同比增速（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

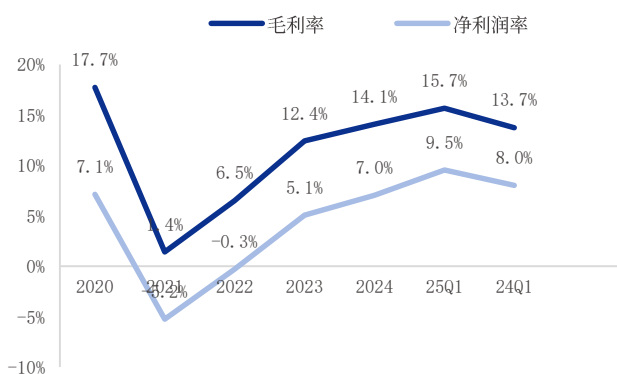
图16：公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

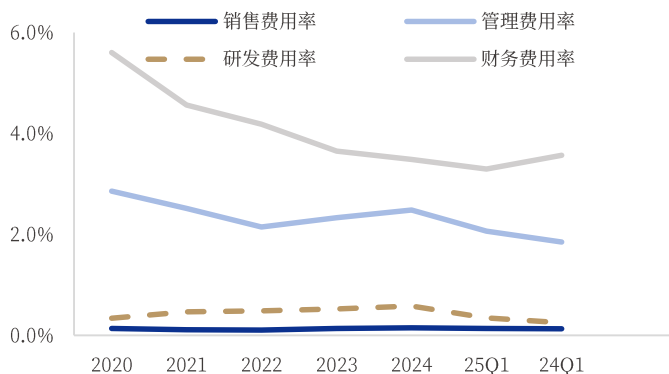
2024 年、2025 年一季度火电板块毛利率、净利率提升，期间费用率基本稳定。2024 年，SW 火电板块毛利率、净利率分别为 14.1%、7.0%，同比分别提升 1.7pct、1.9pct；2025 年一季度，SW 火电板块毛利率、净利率分别为 15.7%、9.5%，同比分别提升 2.0pct、1.5pct。2024 年和 2025 年一季度，SW 火电板块期间费用率分别为 6.7%、5.9%，同比基本持平，但考虑到火电板块营收下降，期间费用金额仍实现小幅下降。

图17：火电板块盈利能力变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

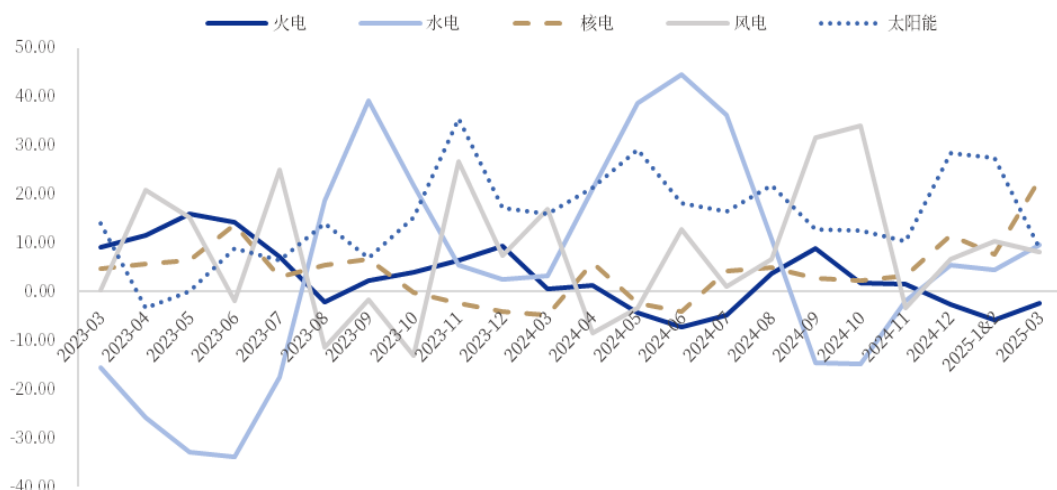
图18：火电板块期间费用率变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

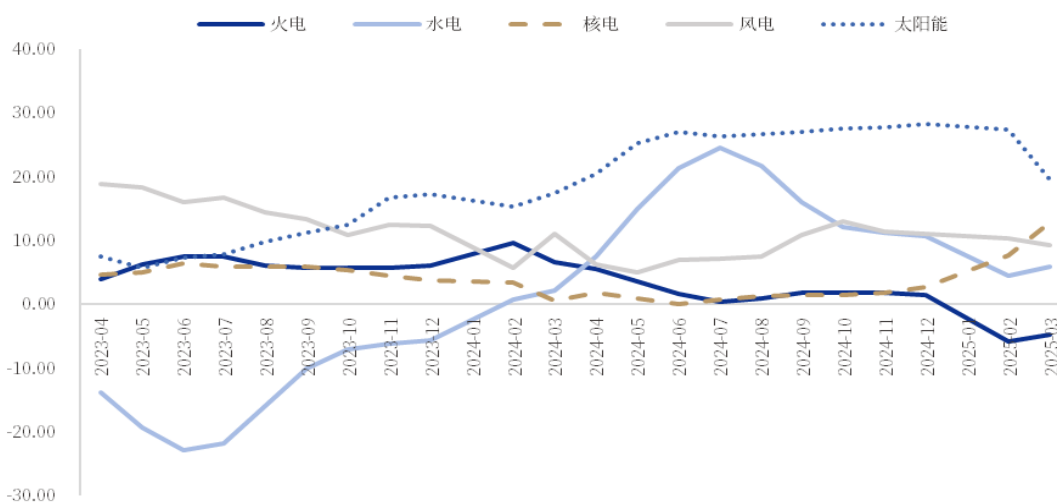
2024 年以来全国规上火电发电量增速放缓，2025 年一季度火电发电量增速由正转负。受到水电、新能源等清洁能源发电量挤压影响，2024 年以来火电电量承压明显。2024 年全年，全国规上火电、水电、核电、风电、太阳能发电量同比分别+1.5%、+10.7%、+2.7%、+11.1%、+28.2%，相较 2023 年增速变化分别为-4.6pct、+16.3pct、-1pct、-1.2pct、+11pct。2025 年一季度，全国规上火电、水电、核电、风电、太阳能发电量同比分别-4.7%、+5.9%、+12.8%、+9.3%、+19.5%，相较 2024 年一季度增速变化分别为-11.3pct、+3.7pct、+12.2pct、-1.7pct、+2pct。

图19: 全国分电源发电量当月同比 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图20: 全国分电源发电量累计同比 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

2024 年以来电力企业火电电量下滑, 2025 年一季度火电电量下滑加剧。以华能国际、大唐发电、华电国际、国电电力 4 家电力央企为例, 2024 年煤电/火电上网电量同比增速分别为-1.74%、1.01%、-0.29%、-1.19%, 平均增速为-0.55%; 2025 年一季度煤电/火电上网电量同比增速分别为-10.11%、-2.41%、-9.29%、-9.34%, 平均增速为-7.79%。

表1: 部分电力企业火电发电量及增速

公司	2024 电量 (亿千瓦时)	同比	25Q1 电量 (亿千瓦时)	同比	备注
华能国际	3692.78	-1.74%	829.37	-10.11%	煤机上网电量
大唐发电	1944.63	1.01%	448.26	-2.41%	煤机上网电量
华电国际	1822.68	-0.29%	423.33	-9.29%	煤机上网电量
国电电力	3470.25	-1.19%	779.92	-9.34%	火电上网电量
平均		-0.55%		-7.79%	

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

2024 年以来电力企业电价下滑，2025 年一季度电价下滑加剧。受到 2024、2025 年全国多数省省长协电价持续下降的影响，2024 年以来电力企业整体上网电价下滑。以火电电量占比高的 5 家电力企业为例，2024 年华能国际、大唐发电、华电国际、国电电力、申能股份电价同比增速分别为-2.85%、-3.22%、-0.95%、-1.79%、-2.29%，平均增速为-2.22%；2025 年一季度上述企业电价同比增速分别为-1.96%、-3.24%、-0.71%、-6.62%、-2.72%，平均增速为-3.05%。

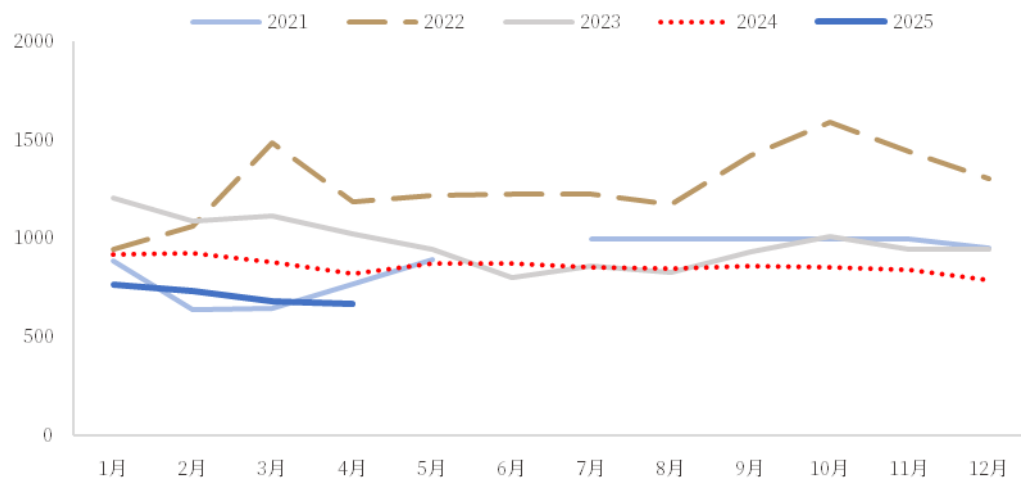
表2：部分电力企业平均上网电价

公司	2024 电价 (元/MWh)	同比	25Q1 电价 (元/MWh)	同比
华能国际	494.26	-2.85%	488.19	-1.96%
大唐发电	451.4	-3.22%	460.91	-3.24%
华电国际	511.89	-0.95%	505.71	-0.71%
国电电力	430	-1.79%	425.41	-6.62%
申能股份	511	-2.29%	501	-2.72%
平均		-2.22%		-3.05%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

2024 年以来煤价进入下行通道，火电企业成本端大幅改善。受到国内煤炭增产保供、进口煤维持高位、火电电量下滑等因素影响，2024 年以来煤炭供需持续宽松，市场煤价进入下行通道。以京唐港 5500 大卡动力煤为例，2024 年全年均价为 861 元/吨，同比下跌 113 元/吨或 11.6%；2025 年一季度均价为 728 元/吨，同比下跌 180 元/吨或 19.8%。煤价下跌推动火电企业燃料成本下降，以华能国际、华电国际为例，2024 年单位燃料成本分别下跌 8.0%、7.1%。根据市场煤价跌幅测算，我们预计 2025 年一季度华能国际、华电国际单位燃料成本或继续下降 10%。

图21：十四五以来京唐港 5500 大卡动力煤平仓价（元/吨）



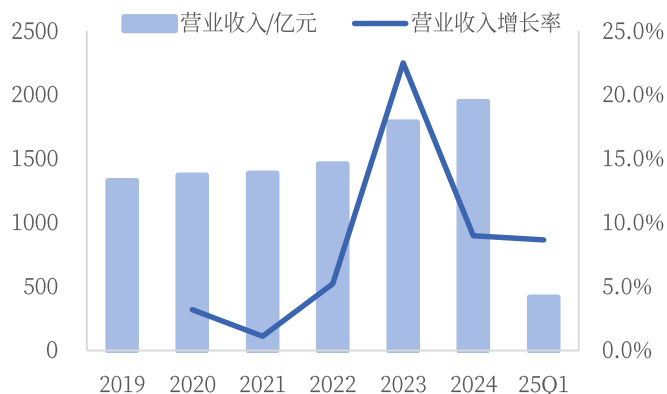
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）水电：业绩高增，电价降幅有限，关注来水和新机组投产

2024 年，SW 水电板块实现营业收入 1947.67 亿元，同比增长 9.0%；实现归母净利润 563.21 亿元，同比增长 17.6%。水电企业全年业绩增长主要系来水偏丰驱动电量增长。考虑到水电企业成本端以折旧为主，电量增长将有效提振盈利能力，2024 年毛利率为 49.3%，同比提升 1.7pct。在此基础上，随着利率下行、贷款偿还、高息债务置换，财务费用的节约对水电企业的业绩增长也有较大贡献。2024 年，水电企业产生财务费用 193.21 亿元，同比减少 9.9%，对应财务费用率下降 2.1pct 至 9.9%。综上，水电企业 2024 年实现净利润率 32.9%，同比增加 2.0pct。

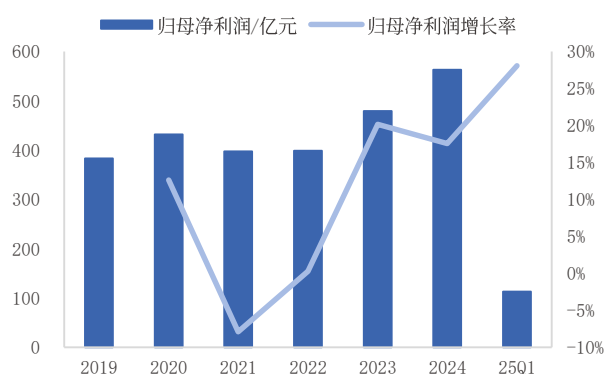
25Q1, SW 水电板块实现营业收入 418.03 亿元, 同比增长 8.7%; 实现归母净利润 113.38 亿元, 同比增长 28.1%; 业绩表现延续 2024 年的良好态势, 主要系来水偏丰、蓄能情况较好、以及部分公司新机组投产的影响。从盈利能力来看, 25Q1, 水电企业毛利率、净利率分别为 48.1%、33.1%, 同比+4.3、+4.7pct; 财务费用压降仍在持续, 同比下降幅度为 13.56%, 对应财务费用率同比降低 2.6pct。

图22: 水电板块营业收入&同比增速



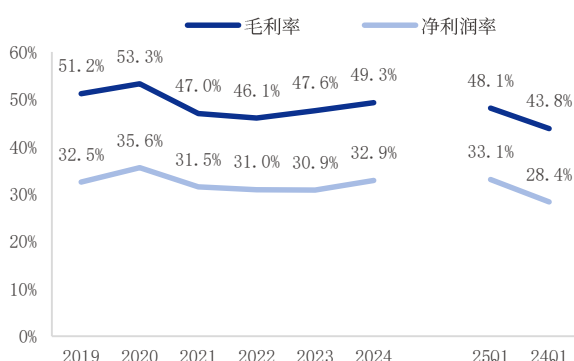
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图23: 水电板块归母净利润&同比增速



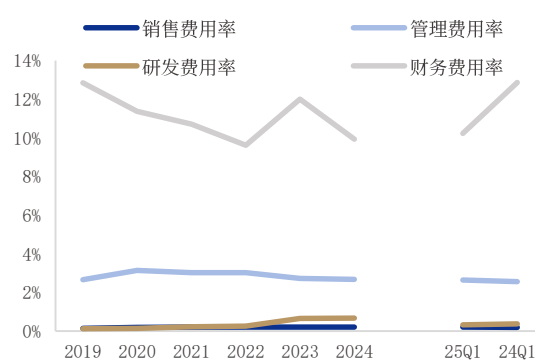
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图24: 水电板块盈利能力变化



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图25: 水电板块期间费用率变化



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

2024 年主要水电企业发电量基本均实现增长, 25Q1 小幅分化。

2024 年整体而言来水偏丰, 其中 24Q2 来水形式较好, 进入 24Q3 则呈现丰枯急转的态势。具体而言, 1) 金沙江、长江流域: 2024 年, 乌东德水库来水总量约 1123.69 亿立方米, 较上年同期偏丰 9.19%; 三峡水库来水总量约 3740.95 亿立方米, 较上年同期偏丰 9.11%。2) 澜沧江流域: 2024 年澜沧江流域来水同比偏丰 0.5 成, 其中乌弄龙、小湾断面同比基本持平, 糯扎渡断面来水同比偏丰 4.6%。受此影响, 2024 年主要水电企业中除了湖北能源电量同比小幅下滑外, 其余均录得增长, 增幅在 2.53%~44.94%之间。

25Q1, 得益于来水偏丰、蓄能情况较好、以及部分企业新机组投产, 除国能大渡河公司、湖北能源电量同比下滑外, 其余企业同比增长 9.35%~81.91%。具体而言, 来水方面, 根据长江电力公告, 25Q1 乌东德水库来水总量约 167.05 亿立方米, 较上年同期偏丰 12.50%; 三峡水库来水总量约 555.19 亿立方米, 较上年同期偏丰 11.56%。蓄能方面, 1) 2024 年 11 月, 长江上游金沙江中游梯级、金沙江下游乌东德和白鹤滩、雅砻江梯级、嘉陵江亭子口等水库均已实现蓄满目标, 其中雅砻江两河口水库投运之后首次蓄至正常蓄水位 2865 米。2) 云南省方面, 截至 2024 年 10 月 17 日,

全省水电蓄能达到 320.6 亿千瓦时，同比增加 38 亿千瓦时，顺利完成年度蓄能目标。新机组投产方面，2024-25Q1 华能水电 TB 水电站全容量投产、硬梁包水电站部分投产，川投能源银江水电站部分投产，上述机组在 25Q1 贡献增量电量。

表3：主要水电企业发电量（亿千瓦时）

公司	2024	YOY	25Q1	YOY	备注
长江电力	2959.04	7.11%	576.79	9.35%	水电发电量
其中：金沙江 4 座	1955.9	9.69%	393.62	11.50%	水电发电量
其中：长江 2 座	1003.14	2.40%	183.17	5.00%	水电发电量
国投电力	1040.85	10.49%	252.71	17.90%	水电发电量
桂冠电力	305.83	44.94%	63.15	23.90%	水电发电量
国电电力-大渡河公司	485	7.25%	56.51	-10.26%	国电电力-水电-四川-上网电量
华能水电	1079.29	2.53%	197.33	30.47%	水电发电量
湖北能源	109.66	-0.36%	23.9	-45.77%	水电发电量
川投能源	55.0805	10.18%	9.06	20.32%	水电发电量
黔源电力	63.31	3.35%	13.63	81.91%	水电发电量

资料来源：对应公司公告、中国银河证券研究院

2024 年电价涨跌多受电量结构影响，25Q1 数据显示火电电价下行对水电影响有限。

2024 年，主要水电企业电价涨跌互现，变动幅度在 -3.00%~+4.00% 之间。共性影响因素方面，2024 年来水丰枯急转，丰水期发电量增长较多结构性拉低了相关企业全年上网电价；个性影响因素方面，长江电力电价同比上升或主要受益于高电价的乌、白电站发电量占比提升。

25Q1，以长江电力为代表的外送水电，上网电价同比仅下降 0.62%，显示出较强的韧性，或表明外送大水电电价受当地火电电价下行的影响小于市场预期。华能水电 25Q1 综合上网电价同比下降 7.3%，我们预计有三方面原因：1) 电量结构问题，电价相对较高的澜上 5 座电站（暂不考虑 TB）电量占比同比有所下滑、新能源电量占比有所提升；2) 送广东框架外电量受广东市场化电价下行影响；3) 云南省内市场化交易电价同比下降。川投能源 25Q1 上网电价大幅增长 23.32%，主要系 2025 年公司控股水电企业常规直供电合同电价按照分水期（丰、平、枯）电价谈判签约，2024 年同期按照全年综合交易电价签约；签约方式差异带来了 Q1（枯水期）水电售电价格的暂时性增长。

表4：主要水电企业上网电价（元/千瓦时）

公司	2024	YOY	25Q1	YOY	备注
长江电力	0.286	1.51%	0.295	-0.62%	24 年数据为公司披露值，25Q1 为收入/电量
国投电力	0.291	-3.00%			公司披露数据，含税
川投能源	0.205	4.00%	0.349	23.32%	公司披露数据，不含税
华能水电	0.219	0.64%	0.255	-7.30%	营业收入/上网电量。24 年电价为水电数据，25Q1 为水电和新能源综合数据
国电电力-大渡河	0.211	-1.73%			收入/上网电量

资料来源：对应公司公告、中国银河证券研究院

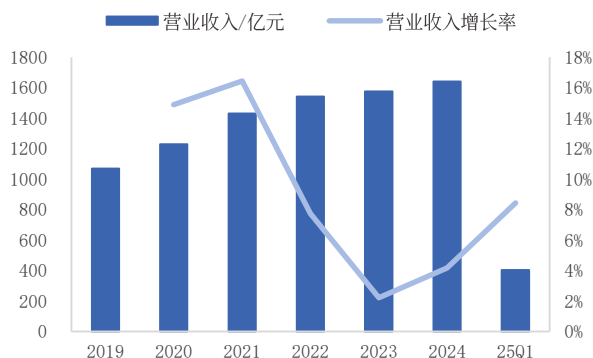
（三）核电：短期业绩受所得税补缴拖累，长期成长性突出

2024 年，SW 核电板块实现营业收入 1640.76 亿元，同比增长 4.2%；实现归母净利润 195.91 亿元，同比减少 8.2%。盈利能力方面，2024 年核电板块毛利率、净利润率分别为 38.2%、20.7%，同比分别下降 1.9、2.4pct。考虑到中国核电拥有新能源业务、中国广核拥有工程业务，我们仅关注两家公司核电业务毛利率，2024 年分别为 41.5%、43.6%，同比-1.48pct、-2.25pct。其中，中国广核主要系电价下降，防 4 商运、台 1 恢复运行使得按产量法摊销/计提的燃料、折旧成本有所增

加，以及阳江 5 号、6 号、台山 1 号、2 号机组商运满 5 年开始计提乏燃料处置金影响；中国核电主要受到年内大修天数增加导致检修成本增加、同时部分机组满 5 年计提乏燃料处置金影响。而核电企业 2024 年净利润率的下滑除了前述毛利率的影响外，在较大程度上受以前年度增值税返还对应的所得税费用补缴拖累，2024 年，中国核电、中国广核发生所得税费用 60.1、41.5 亿元，同比增长 68.3%、19.2%。

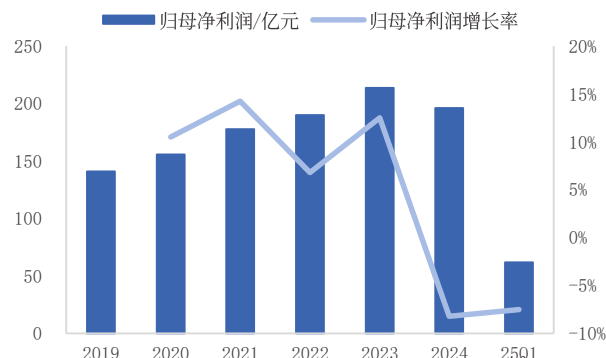
25Q1，SW 核电板块实现营业收入 403.01 亿元，同比增长 8.4%；实现归母净利润 61.63 亿元，同比减少 7.5%。如剔除新能源业务的影响（由于中国核电对中核汇能的持股比例有所下降，导致 25Q1 来自新能源业务的归母净利润同比大幅下降），25Q1 中国核电核电业务营收、归母净利润同比分别增长 10.46%、11.52%，主要由于漳州 1 号机组于 25 年年初投运，且上网电价受 25 年火电长协电价下降的影响较小；与之相对应，中国广核 25Q1 营收、归母净利润同比分别+4.41%、-16.07%，成为拖累板块业绩表现的主要因素，我们认为主要原因包括三方面：1) 上网电价受 25 年广东、广西火电长协电价下降的影响较大，导致营收增速明显弱于电量增速；2) 营业成本增加导致毛利率有所下滑，增加原因参考 2024 年；3) 因研发进度差异确认研发费用 2.92 亿元，同比增长 158%；同时 24Q1 发生信用减值损失转回，约 1.39 亿元。

图26：核电板块营业收入&同比增速



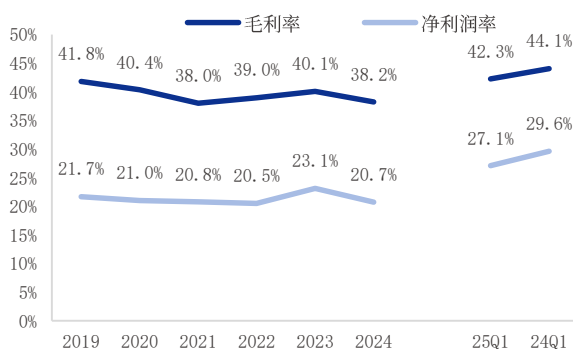
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图27：核电板块归母净利润&同比增速



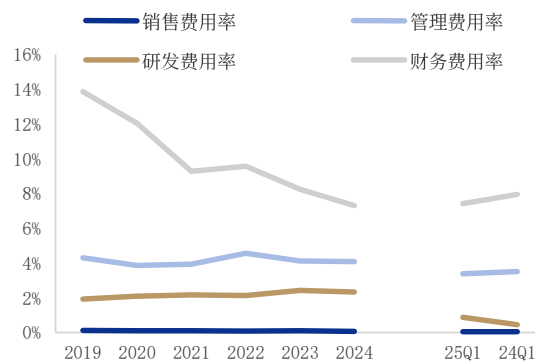
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图28：核电板块盈利能力变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图29：核电板块期间费用率变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

2025 年核电核准已落地，连续四年维持 ≥ 10 台机组的核准规模。2025 年 4 月 27 日，国务院常务会议核准浙江三门三期等 5 个核电项目。具体包括中广核防城港#5、#6 机组，单机容量 120.8 万千瓦；中广核台山#3、#4 机组，单机容量 120 万千瓦；中国核电三门#5、#6 机组，单机容量 121.5 万千瓦；国家核电山东海阳#5、#6 机组，单机容量 130 万千瓦；华能福建霞浦#1、#2 机组，单机

容量约 125 万千瓦；共计 10 台机组、装机容量 1234.6 万千瓦。2022-2025 年，我国已连续 4 年核准核电机组数量 ≥ 10 台。

核电进入积极有序发展新阶段，长期来看核准在建装机容量为在运装机的 107%。2021 年 3 月的《政府工作报告》中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，为近 10 年来首次使用“积极”一词对核电进行政策表述。根据中国核能行业协会轮值理事长杨长利 4 月 27 日在“2025 春季核能可持续发展国际论坛”上介绍，截至目前，我国商运核电机组 58 台、装机容量 6096 万千瓦；核准在建机组 44 台，装机容量 5235 万千瓦。在此基础上，如考虑此次新核准的 10 台机组，我国核准在建核电机组将达 54 台，装机容量 6506.5 万千瓦，占在运装机规模的 107%。具体到四家核电运营商而言，我们统计中国核电、中国广核（含红沿河核电）、国家核电、华能核电在运装机分别为 2496.2、3179.8、404.0、21.2 万千瓦，核准在建装机分别为 2185.9、2422.2、1163.4、735.0 万千瓦，对应弹性分别为 88%、76%、288%、3483%。

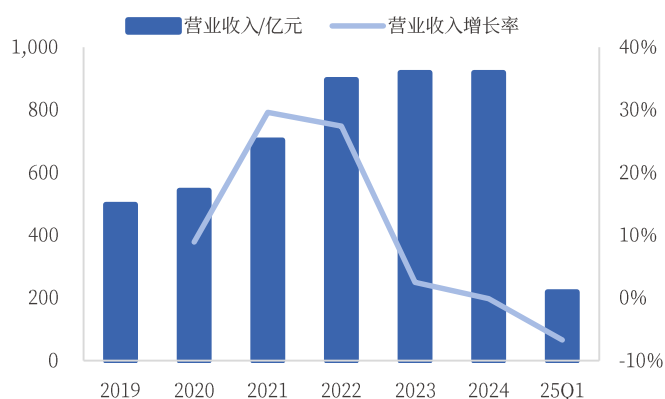
短期来看，2025 年两家核电企业均有新机组投运，且将于 2027 年进入投产大年。展望 2025 年，中国核电漳州 1 号机组已于年初投运，预计年内漳州 2 号机组投运；中国广核惠州 1 号机组预计也将于年内投运，且在集团 6 年的资产注入承诺下，预计将于年底完成资产注入。新增机组有望帮助两家企业对冲市场化电价下行的压力。展望 2026-2027 年，中国广核将分别有 2、2 台机组投运，中国核电分别有 2、4 台机组投运，有望迎来新一轮业绩收获期。

（四）新能源：短期业绩承压，136 号文助力行业迈入发展新阶段

2024 年，我们选取的新能源发电样本企业，实现营业收入 918.2 亿元，同比-0.1%；实现归母净利润 178.0 亿元，同比-7.8%。营收同比下滑一方面受风光资源条件不佳、同时上网电价下行影响，另一方面受龙源电力火电资产出表、以及太阳能光伏制造业务收入收缩的影响。而归母净利润同比下滑幅度超过营收的主要原因包括两方面：1) 新增装机投运导致财务费用增加，2024 年样本企业发生财务费用 112.12 亿元，同比+3.3%；带动财务费用率同比提升 0.4pct 至 12.21%。2) 信用减值损失、资产减值损失拖累。2024 年，样本企业产生信用减值损失 12.45 亿元，同比+32.1%，主要来自三峡能源；产生资产减值损失 22.22 亿元，同比-8.9%，主要系龙源电力计提大幅减少，但三峡能源有所增加。

25Q1，样本企业实现营业收入 218.8 亿元，同比-6.7%；实现归母净利润 56.2 亿元，同比-7.8%。25Q1，收入延续下滑趋势，除受上网电价下降拖累外，主要系三峡能源处置水电资产、龙源电力处置火电资产导致 24Q1 基数较高所致。盈利能力方面，25Q1 样本企业整体毛利率为 46.3%，同比下降 2.6pct，具体来看，各家公司毛利率有涨有跌，其中三峡能源跌幅较大，达到 9.63pct，预计主要受电价下行、新增装机导致折旧成本增加等因素影响（24Q1 公司试运行收入较多，导致毛利率基数较高）；中闽能源涨幅较大，达到 5.03pct，预计主要系福建风资源 Q1 有所改善。净利率方面，25Q1 为 29.1%，同比仅下降 0.4pct，一方面由于三峡能源处置水电资产获得投资收益，另一方面中绿电在毛利率同比下滑 1.71pct 的基础上，通过费用管控和投资收益的增长，提升净利率 9.06pct。

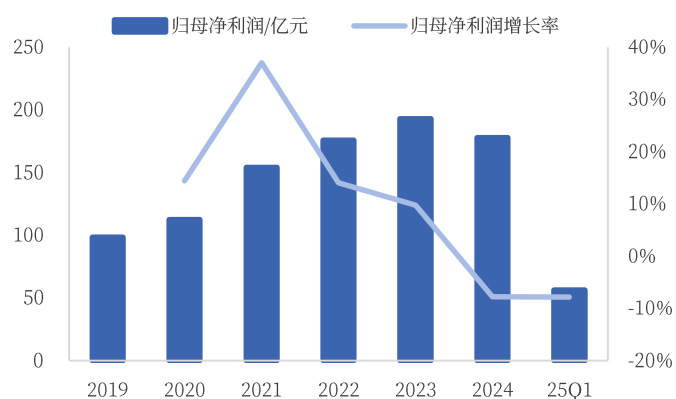
图30：绿电板块营业收入&同比增速



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

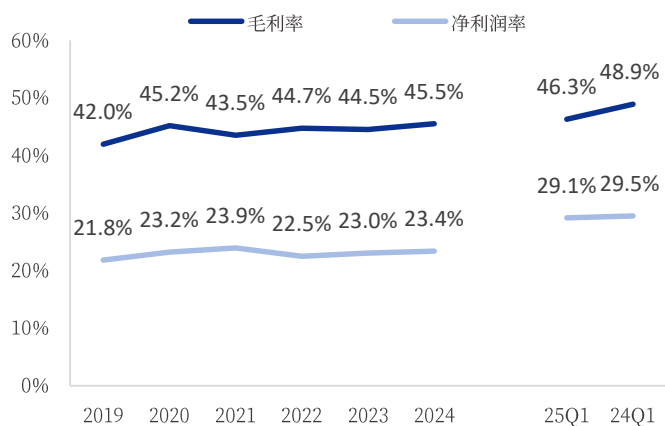
注：样本企业包括三峡能源、龙源电力、中绿电、节能风电、太阳能、晶科科技、中闽能源、金开新能，下同。

图31：绿电板块归母净利润&同比增速



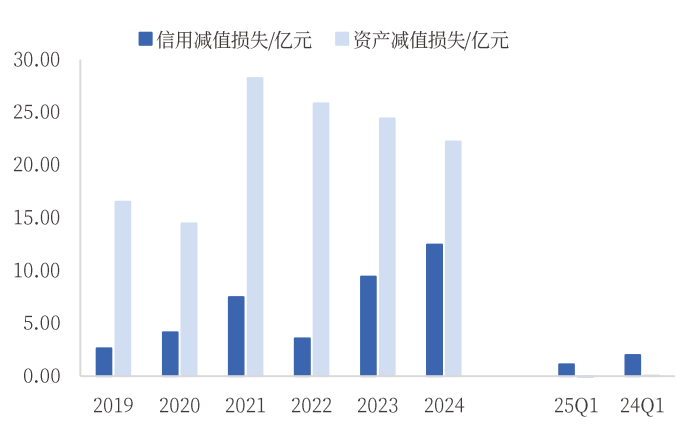
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图32：绿电板块盈利能力变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图33：绿电板块信用减值损失&资产减值损失



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

136 号文将新能源全面入市的时间节点提前，并提出了机制电量、机制电价的概念，即对机制电量采取差价结算的方式，以维护新能源项目的合理收益。2025 年 5 月 8 日，山东发布 136 号文承接方案的征求意见稿，明确：

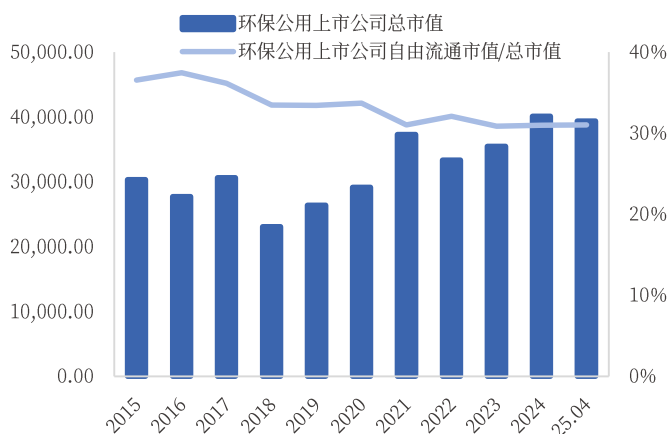
- 对于 2025 年 5 月 31 日前投产的存量项目，机制电价为燃煤发电基准价(0.3949 元/kwh)；单个项目机制电量上限参考外省新能源非市场化率，适度优化；执行期限按照全生命周期合理利用小时数剩余小时数执行。基于此，我们判断存量项目的收益预期将更为明朗，考虑到机制电量的上限需要承接现行的非市场化比例，我们预计现行新能源市场化程度较低的省份未来在机制电量的比例设计上将更具优势，如广东、浙江、山东、江西等（具体见表 10）。
- 而对于增量项目，《征求意见稿》明确：1）设置申报充足率以引导新能源供需（不低于 125%），其中申报充足率=Σ 该类型竞价主体申报电量/该类型竞价电量总规模。基于此，我们认为对于一些绿电需求旺盛（由电力需求和能耗双控政策或可再生能源消纳责任权重共同驱动）、且本地新能源占比相对较低的省份，其竞价的激烈程度预计更低，如福建、广东等（见图 29）。2）机制电价的竞价上限不高于该类型电源上年度机制电量竞价结果、首次竞价上限原则上不高于该类型电源上年度结算均价；竞价下限则参考先进电站造价水平（仅包含固定成本）折算度电成本（不含收益）合理确定。因此，我们预计成本管控能力较强的头部企业将具备更大的竞争优势。3）机制电价执行期限参照同类项目回收初始投资的平均期限合理确定。
- 此外，长期来看，机制电价政策有望随着新能源环境价值的持续兑现而逐步退出，届时新能源将真正意义上参与市场化交易，相比光伏，我们更看好出力曲线相对平滑的风电在电力市场获利的能力，未来装机增长空间有望打开。

六、环保公用行业表现

（一）环保公用行业市值

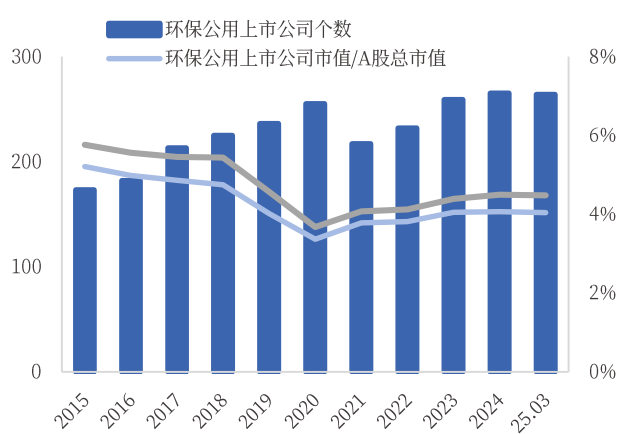
截至 2025 年 4 月 30 日, A 股 SW 公用事业包含上市公司 131 家, 合计总市值达 31,983 亿元, 自由流通市值 9,033 亿元, 自由流通市值占比为 28.24%。SW 环保包含上市公司 133 家, 合计总市值达 7,398 亿元, 自由流通市值为 3,187 亿元, 自由流通市值占比为 43.07%。环保公用企业的总市值占 A 股总市值比重为 4.04%, 剔除银行股后占 A 股总市值比重为 4.48%。

图34: 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35: 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 4 月, 沪深 300 指数下跌 3.00%, SW 公用事业指数上涨 1.46%, 跑赢沪深 300 指数 4.46pct; SW 环保指数下跌 3.08%, 跑输沪深 300 指数 0.08pct。在 31 个子行业中, 本月公用事业行业的涨跌幅排名为第 4 名, 环保行业的涨幅排名为第 17 名。

图36: 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

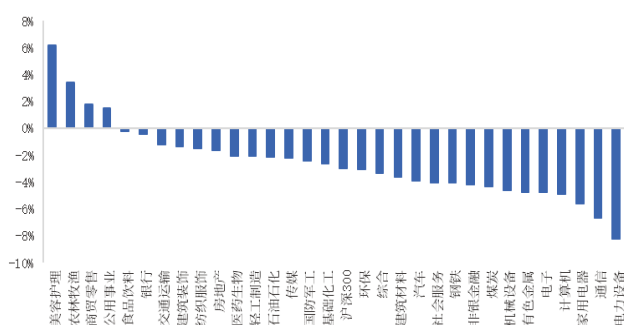
图37: 环保公用行业 PE (TTM)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

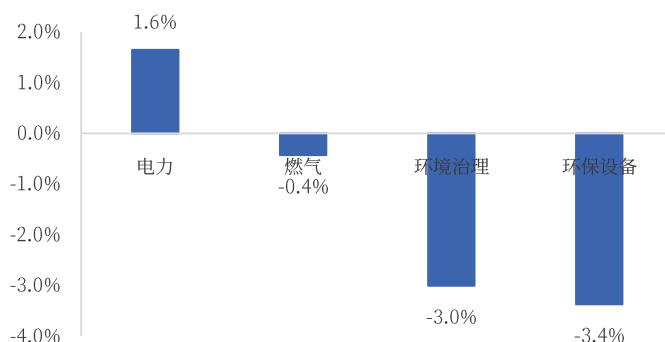
截至 4 月 30 日, 公用事业/环保的动态市盈率分别为 16.87x/18.95x, 其中电力/燃气/环境治理/环保设备四个二级子板块的动态市盈率分别为 16.99x、15.29x、18.11x、26.89x。

图38：一级行业月度涨跌幅



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

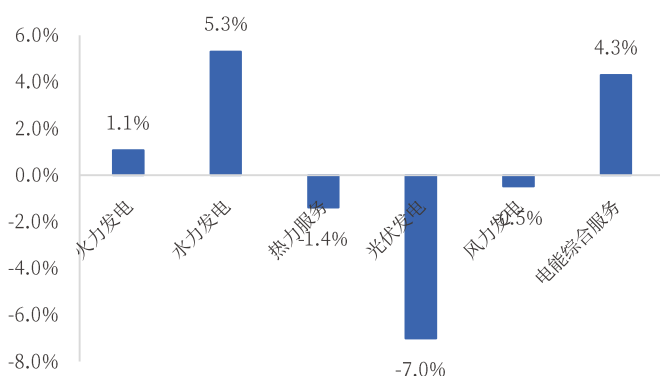
图39：环保公用行业二级子行业月度涨跌幅



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

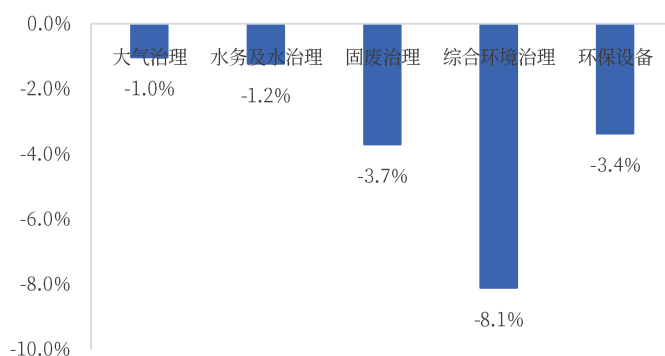
4月，电力/燃气/环境治理/环保设备行业指数的表现分别为1.6%、-0.4%、-3.0%、-3.4%。其中，电力板块三级子行业火电/水电/热力服务/光伏/风电/电能综合服务表现分别为1.1%、5.3%、-1.4%、-7.0%、-0.5%、4.3%；环境治理三级子行业大气治理/水务及水治理/固废治理/综合环境治理/环保设备表现分别为-1.0%、-1.2%、-3.7%、-8.1%、-3.4%。

图40：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

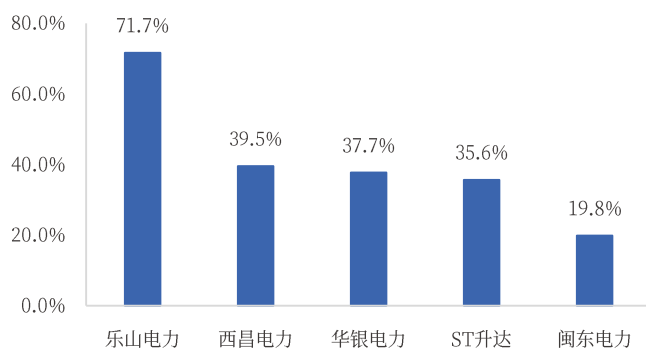
图41：环保行业三级子行业月度涨跌幅



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

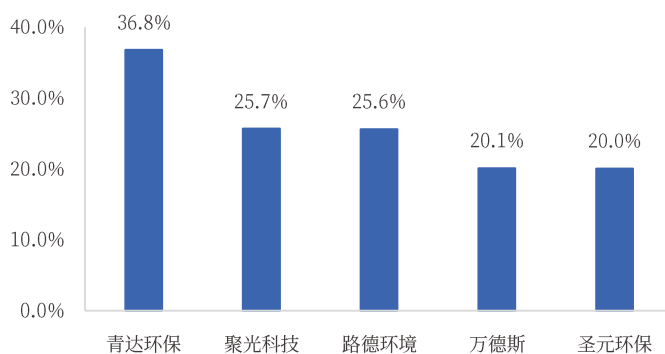
4月，涨幅前五的公用上市公司是乐山电力（71.7%）、西昌电力（39.5%）、华银电力（37.7%）、ST升达（35.6%）、闽东电力（19.8%）；4月，涨幅前五的环保公司是青达环保（36.8%）、聚光科技（25.7%）、路德环境（25.6%）、万德斯（20.1%）、圣元环保（20.0%）。

图42：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43：环保行业个股月涨跌幅前五



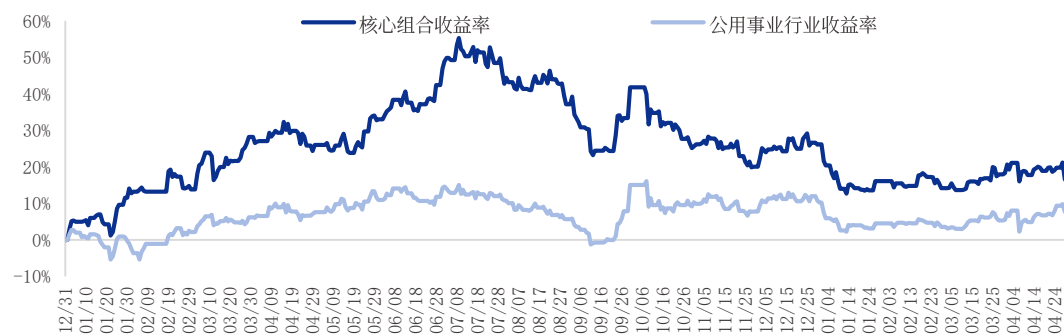
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

七、投资建议及股票池

（一）核心组合表现

4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4月30日，公用事业核心组合收益率为15.87%，公用事业行业指数收益率为7.03%，核心组合跑赢行业指数8.84pct。

图44：核心组合表现



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表5：月度核心组合表现（截至4月30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	-3.03%	17.37	1777.55
600674.SH	川投能源	5.92%	17.57	828.20
600023.SH	浙能电力	-7.89%	10.04	703.96

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）投资建议

（1）火电：近期煤价持续下跌有望扭转市场对于火电2025年悲观的基本面预期，建议关注市场煤敞口大，且布局25年年度长协电价下调幅度较小区域的企业，个股建议关注华能国际、大唐发电、华电国际等；（2）水核：低利率环境下，我们看好红利属性较强的水电板块，个股建议关注长江电力、川投能源等。核电短期受火电电价下行影响，但整体幅度可控，且在国内核电机组核准常态化的背景下，长期成长属性突出，建议关注中国核电；（3）新能源：随着136号文的出台，预计行业将由此前的规模快速扩张阶段转入效益规模并重的高质量发展阶段，在此过程中，我们看好存量项目优质、装机结构上以风电为主、同时具备较强成本管控能力的头部企业，建议关注龙源电力、三峡能源等；此外，从区域布局出发，我们看好新能源供需格局较好的福建省，建议关注省属海风运营平台福能股份、中闽能源等。

表6：重点公用事业公司盈利预测与估值（2025年5月8日）

代码	简称	股价	EPS				PE				投资评级
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600011.SH	华能国际	7.32	0.65	0.75	0.78	0.83	11.3	9.8	9.4	8.8	推荐
600027.SH	华电国际	5.76	0.56	0.66	0.69	0.72	10.3	8.7	8.3	8.0	推荐
600795.SH	国电电力	4.61	0.55	0.35	0.38	0.40	8.4	13.2	12.1	11.5	推荐
601991.SH	大唐发电	3.20	0.24	0.29	0.31	0.35	13.1	11.0	10.3	9.1	推荐

000543.SZ	皖能电力	7.55	0.91	1.00	1.05	1.11	8.3	7.6	7.2	6.8	推荐
600023.SH	浙能电力	5.33	0.58	0.51	0.55	0.58	9.2	10.5	9.7	9.2	推荐
002608.SZ	江苏国信	7.41	0.86	0.88	0.90	0.90	8.6	8.4	8.2	8.2	推荐
600905.SH	三峡能源	4.29	0.21	0.24	0.25	0.28	20.1	17.5	16.8	15.1	推荐
001289.SZ	龙源电力	16.90	0.76	0.78	0.88	0.95	22.3	21.8	19.1	17.8	推荐
600483.SH	福能股份*	9.61	1.00	1.07	1.15	1.31	9.6	9.0	8.3	7.4	推荐
600163.SH	中闽能源*	5.52	0.34	0.41	0.46	0.48	16.1	13.4	12.1	11.6	推荐
600900.SH	长江电力	29.31	1.33	1.39	1.46	1.51	22.1	21.0	20.1	19.5	推荐
600025.SH	华能水电	9.62	0.46	0.49	0.52	0.52	20.9	19.8	18.7	18.4	推荐
600674.SH	川投能源	17.11	0.92	1.07	1.13	1.16	18.5	16.0	15.1	14.8	推荐
600886.SH	国投电力	15.15	0.83	0.90	0.94	0.97	18.3	16.8	16.1	15.6	推荐
601985.SH	中国核电	9.38	0.43	0.53	0.54	0.60	22.0	17.7	17.2	15.7	推荐
003816.SZ	中国广核	3.57	0.21	0.21	0.22	0.24	16.7	17.3	16.3	14.8	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院（标*表示为 Wind 一致预测）

八、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）	6
图 2: 全国碳市场成交量与成交均价（开市至 25Q1）	6
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）	7
图 6: 火电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	7
图 7: 风电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	7
图 8: 太阳能新增装机累计值（万千瓦）及同比（±千瓦，右轴）	7
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: 公用事业行业营收及同比增速（右）	11
图 12: 公用事业行业归母净利润及同比增速（右）	11
图 13: 公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）	11
图 14: 公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）	11
图 15: 火电板块营收及同比增速（右）	12
图 16: 公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）	12
图 17: 火电板块盈利能力变化.....	12
图 18: 火电板块期间费用率变化.....	12
图 19: 全国分电源发电量当月同比（%）	13
图 20: 全国分电源发电量累计同比（%）	13
图 21: 十四五以来京唐港 5500 大卡动力煤平仓价（元/吨）	14
图 22: 水电板块营业收入&同比增速	15
图 23: 水电板块归母净利润&同比增速.....	15
图 24: 水电板块盈利能力变化.....	15
图 25: 水电板块期间费用率变化.....	15
图 26: 核电板块营业收入&同比增速	17
图 27: 核电板块归母净利润&同比增速	17
图 28: 核电板块盈利能力变化.....	17
图 29: 核电板块期间费用率变化.....	17
图 30: 绿电板块营业收入&同比增速	19
图 31: 绿电板块归母净利润&同比增速.....	19
图 32: 绿电板块盈利能力变化.....	19
图 33: 绿电板块信用减值损失&资产减值损失.....	19
图 34: 环保公用上市公司流通市值占比（市值单位为亿元）	21
图 35: 环保公用上市公司个数与市值占比	21

图 36: 2024 年初至今环保公用与沪深 300 走势对比 21

图 37: 环保公用行业 PE (TTM) 21

图 38: 一级行业月度涨跌幅..... 22

图 39: 环保公用行业二级子行业月度涨跌幅 22

图 40: 公用事业三级子行业月度涨跌幅 22

图 41: 环保行业三级子行业月度涨跌幅 22

图 42: 公用事业行业个股月涨跌幅前五 22

图 43: 环保行业个股月涨跌幅前五..... 22

图 44: 核心组合表现 23

表 1: 部分电力企业火电发电量及增速 13

表 2: 部分电力企业平均上网电价 14

表 3: 主要水电企业发电量 (亿千瓦时) 16

表 4: 主要水电企业上网电价 (元/千瓦时) 16

表 5: 月度核心组合表现 (截至 4 月 30 日) 23

表 6: 重点公用事业公司盈利预测与估值 (2025 年 5 月 8 日) 23

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。	行业评级	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
	公司评级	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
		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 021-20252671liyangyang_yj@chinastock.com.cn

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

褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn