



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

1H25 二产、三产度电产值有何新变化？

行情回顾：

- 本周（7.21-8.1）上证综指下跌 0.67%，创业板指下跌 0.61%。碳中和板块下跌 1.50%，环保板块下跌 1.95%，公用事业板块下跌 1.77%，煤炭板块下跌 3.81%。

每周专题：

- 2023 年用电量和 GDP 关联度下滑的体感差异增加主要来自度电产值（现价口径）下滑；其中二产主要由于价格的下滑，三产主要由于度电产量的下滑（电气化水平提升所致）。
- 2024 年，上述规律仍然适用，说明三产度电产值的下滑仍然主要受到电气化水平的提升的影响，二产度电产值的下滑仍然受到产能过剩、PPI 下行的影响。但会发现二产不变价口径的度电产值变动方向由负转正，或主要由于 2H24 开始高耗能增长乏力，而相对而言其他度电产值较高的制造业增长韧性较强，即二产内部产业结构的短期切换导致了度电产量的提升。
- 观测 1H25 的度电产值变动情况，可以发现 2024 年的度电产值变动规律在 1H25 仍然适用。但有如下两个变化：
 - ① 二产不变价度电产值增幅扩大，说明高耗能在二产中的相对表现持续走弱。
 - ② 三产度电产值降幅明显缩小，说明电气化水平提升的影响有所减弱，我们认为或受到电气化渗透率持续提升后相关领域用电增速下滑、以及前期高基数的共同影响。

行业要闻：

- 7 月 25 日，国家发改委发布 31 号令《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》。本办法所称节能审查，是指根据节能法律法规、政策标准等，对项目能源消费、能效水平及节能措施等情况进行审查，并形成审查意见的行为。本办法所称碳排放评价，是指在对项目进行节能审查时，按照碳排放双控要求同步对项目碳排放水平、实施影响和降碳措施等进行评价，并形成评价结果的行为。项目碳排放评价结果纳入项目节能审查意见。
- 近日，国家能源局发布对十四届全国人大三次会议第 2023 号建议的答复。答复文件明确，绿电直连、智能微电网、零碳园区等协同发展模式，对促进源网荷储新能源就近就地消纳、加快构建新型电力系统、助力实现双碳目标具有重要作用。国家能源局支持湛江临港经济区按照国家和地方有关政策，因地制宜开展绿电直连、零碳园区、智能微电网等项目建设，引导经济区企业持续提高新能源利用水平，更好应对国际贸易壁垒，推动企业转型升级和产业结构优化。

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.....	14

图表目录

图表 1: 本周板块涨跌幅	4
图表 2: 本周环保行业细分板块涨跌幅	4
图表 3: 本周公用行业细分板块涨跌幅	4
图表 4: 本周公用行业涨幅前五个股	5
图表 5: 本周公用行业跌幅前五个股	5
图表 6: 本周环保行业涨幅前五个股	5
图表 7: 本周环保行业跌幅前五个股	5
图表 8: 本周煤炭行业涨幅前五个股	5
图表 9: 本周煤炭行业跌幅前五个股	5
图表 10: 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况	6
图表 11: 碳中和上、中、下游板块风险溢价情况	6
图表 12: 2023 年, 三产度电产值 (不变价) 下降幅度高于二产, 二产度电产值 (不变价) 与度电产值 (现价) 的降幅差值大于三产.....	7
图表 13: 2023 年的度电产值变动规律在 2024 年仍然适用, 但二产不变价度电产值变动方向转正	7
图表 14: 2H24 开始传统高耗能行业用电增长乏力	8
图表 15: 2024 年的度电产值变动规律在 1H25 仍然适用, 但二产不变价度电产值增幅扩大, 三产度电产值降幅缩小.....	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



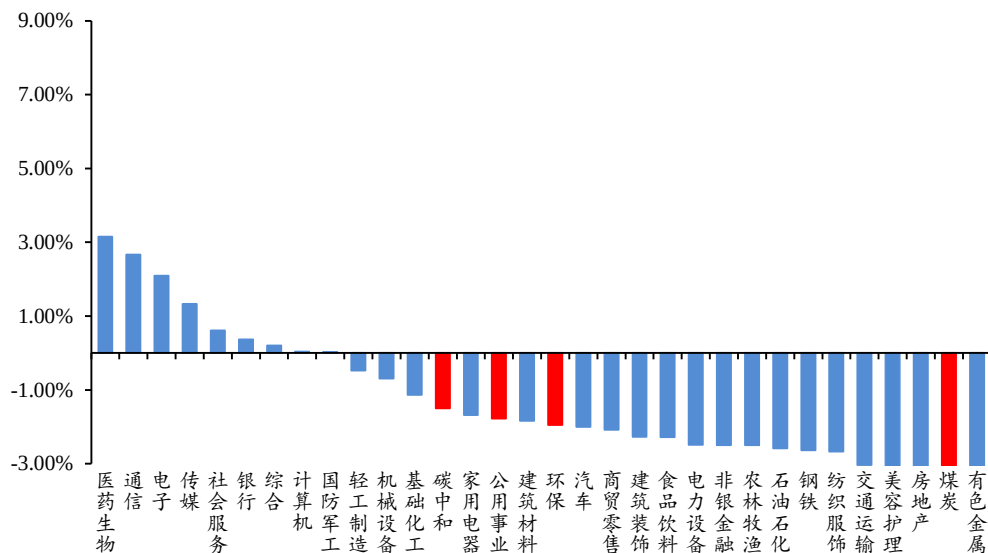
图表 19: 北方港煤炭合计库存 (万吨)	10
图表 20: ICE 英国天然气价	11
图表 21: 美国 Henry Hub 天然气价	11
图表 22: 欧洲 TTF 天然气价	11
图表 23: 国内 LNG 到岸价	11
图表 24: 全国碳交易市场交易情况 (元/吨)	11
图表 25: 分地区碳交易市场交易情况	11
图表 26: 上市公司股权质押公告	12
图表 27: 上市公司大股东增减持公告	12
图表 28: 上市公司未来 3 月限售股解禁公告	13



1. 行情回顾

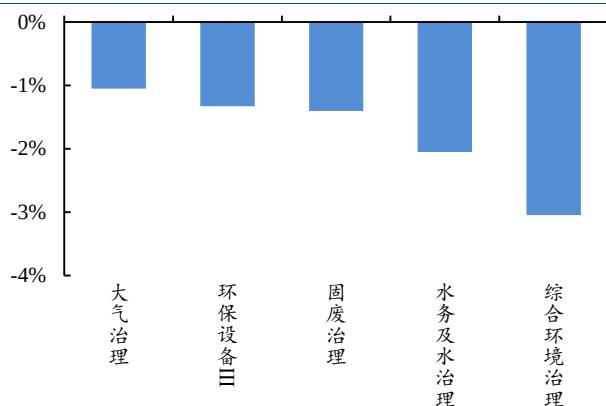
- 本周(7.28-8.1)上证综指下跌0.67%，创业板指下跌0.61%。碳中和板块下跌1.50%，环保板块下跌1.95%，公用事业板块下跌1.77%，煤炭板块下跌3.81%。从公用事业子板块涨跌幅情况来看，各板块均下跌：水力发电下跌2.81%，跌幅最大；风力发电下跌0.65%，跌幅最小。热力服务下跌2.51%，光伏发电下跌1.91%，核力发电下跌1.84%，燃气III下跌1.09%。从环保子板块涨跌幅情况来看，各板块均下跌：综合环境治理下跌3.04%，跌幅最大；大气治理下跌1.05%，跌幅最小。水务及水治理下跌2.05%，固废治理下跌1.40%，环保设备III下跌1.33%。

图表1：本周板块涨跌幅



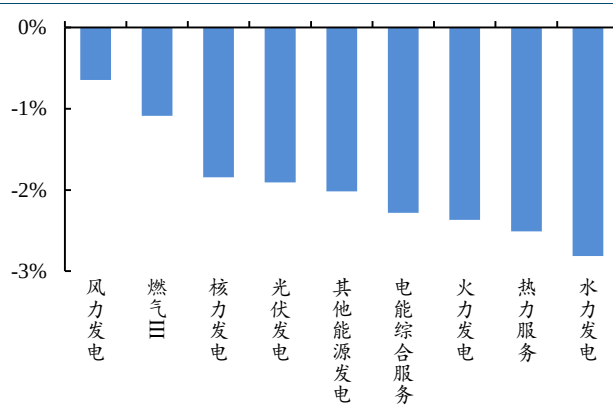
来源：iFind，国金证券研究所

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

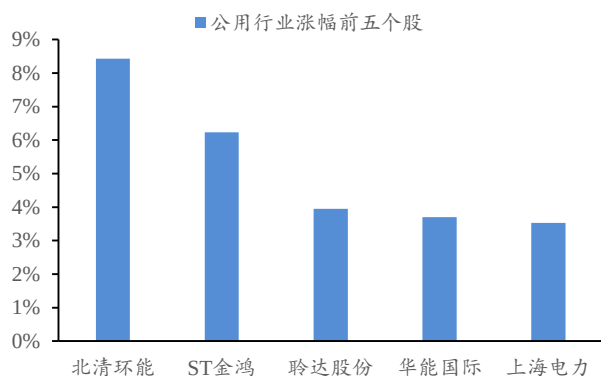


来源：iFind，国金证券研究所

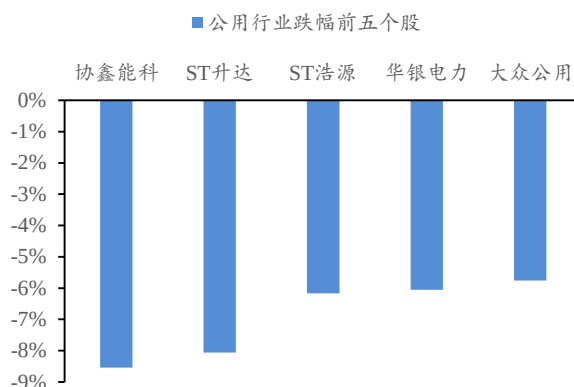
- 公用事业涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——北清环能、ST金鸿、聆达股份、华能国际、上海电力；跌幅前五个股——协鑫能科、ST升达、ST浩源、华银电力、大众公用。
- 环保涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——金科环境、*ST恒誉、上海洗霸、路德环境、正和生态；跌幅前五个股——京源环保、浙富控股、科融环境、联泰环保、中航泰达。
- 煤炭涨跌幅前五个股：涨幅前五个股——未来股份、*ST天首、中国神华、上海能源、冀中能源；跌幅前五个股——晋控煤业、郑州煤电、山西焦煤、平煤股份、陕西黑猫。



图表4：本周公用行业涨幅前五个股



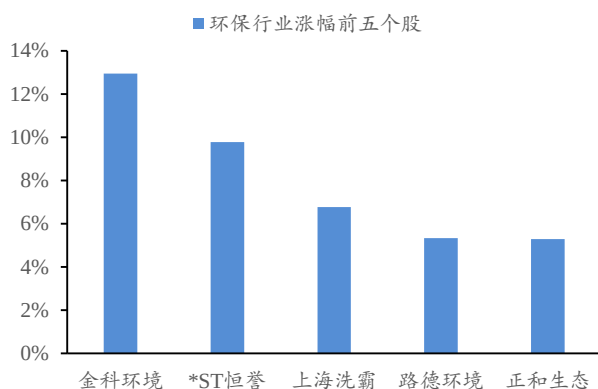
图表5：本周公用行业跌幅前五个股



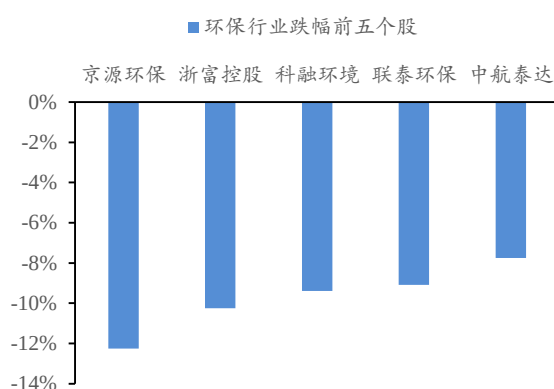
来源：iFind，国金证券研究所

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



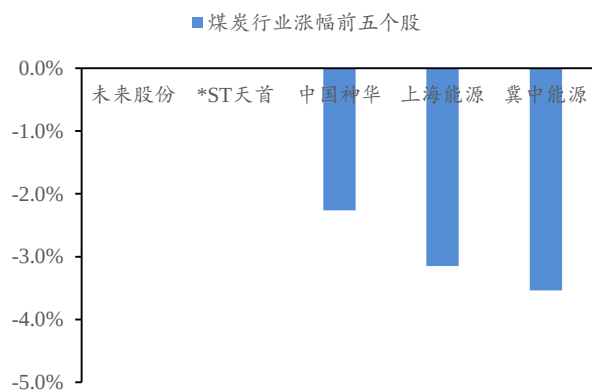
图表7：本周环保行业跌幅前五个股



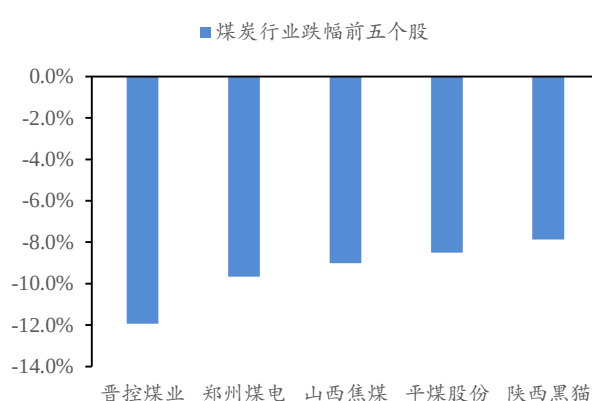
来源：iFind，国金证券研究所

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



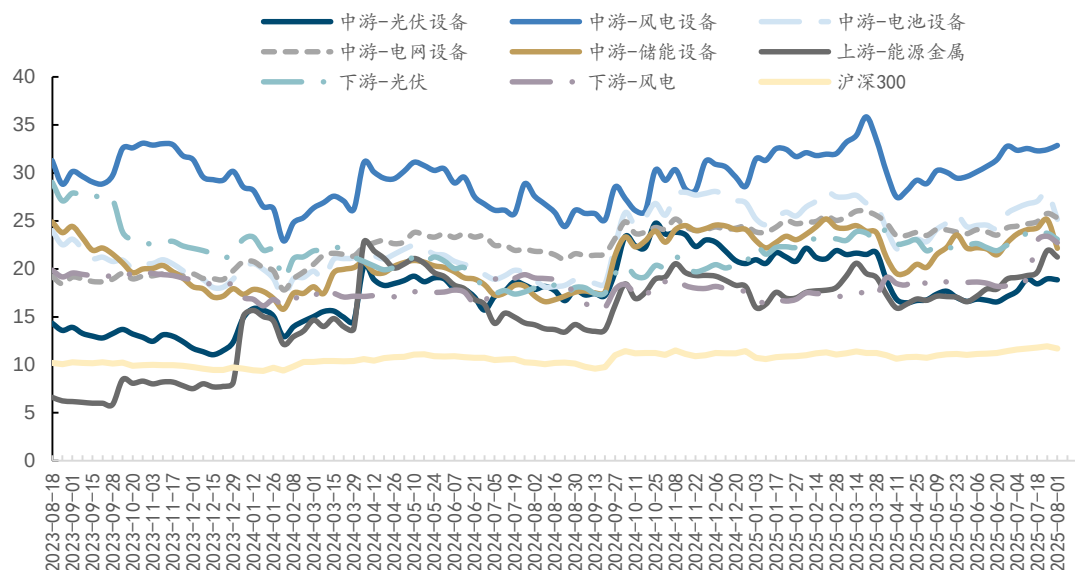
来源：iFind，国金证券研究所（注：由于本周板块个股全部下跌，这里涨幅前五选取的是板块跌幅后五）

来源：iFind，国金证券研究所

- 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况：截至 2025 年 8 月 1 日，沪深 300 估值为 11.93 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 18.85、32.86、25.15、25.78、25.33，上游能源金属板块 PE 估值为 21.23，下游光伏运营板块、风电运营板块 PE 估值分别为 23.06、22.71；对应沪深 300 的估值溢价率分别为 0.58、1.75、1.11、1.12、0.86、0.78、0.93、0.90。

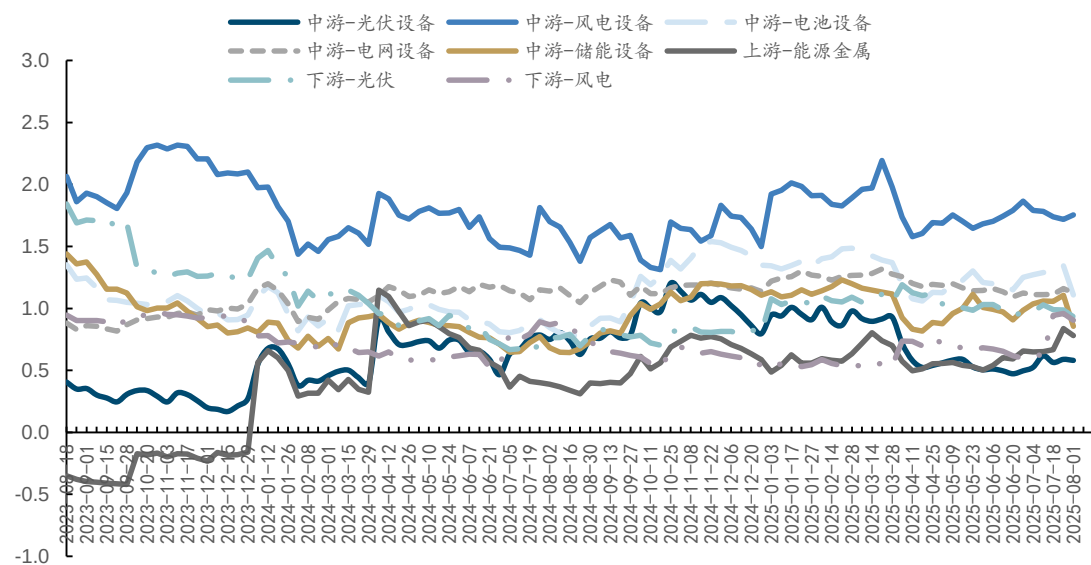


图表10: 碳中和上、中、下游板块 PE 估值情况



来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 碳中和上、中、下游板块风险溢价情况



来源: iFind, 国金证券研究所。注: 风险溢价=板块 PE 估值/沪深 300 指数-1

2. 每周专题

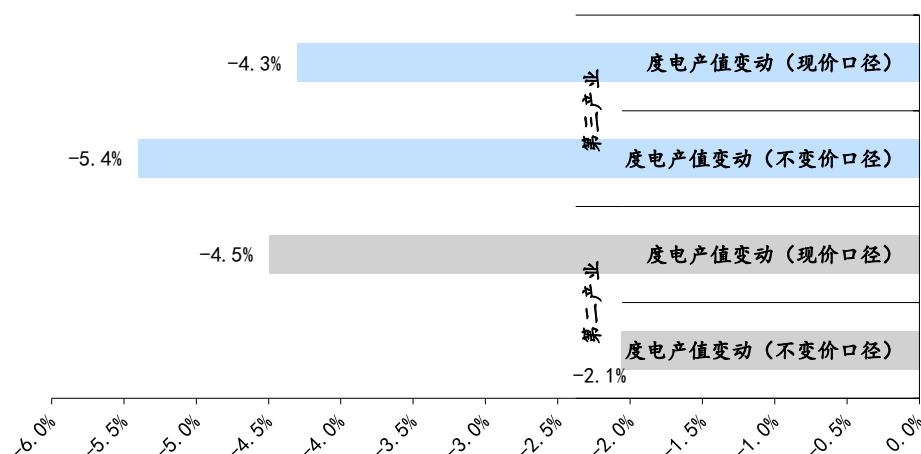
- 2023 年用电量和 GDP 关联度下滑的体感差异增加主要来自度电产值(现价口径)下滑;其中二产主要由于价格的下滑,三产主要由于度电产量的下滑(电气化水平提升所致)。
- ✓ 我们曾在 2024 年 4 月 12 日发布的报告《为什么用电量与经济增速体感有温差?——用电量看经济系列(一)》指出,2023 年用电量和 GDP 关联度下滑体感差异的本质原因是考虑价格因素在内的度电产值变动。
- ✓ 造成二产和三产度电产值(现价口径)变化的主导因素并不相同。通过数据分析可得,2023 年以不变价和现价口径计算的二产度电产值变化分别为-1.7%、-4.4%,而以不变价和现价口径计算的三产度电产值变化分别为-5.8%、-4.7%,由此可以得到的两个结论为:
 - ① 由于以不变价计算的度电产值可以用来衡量度电产量的变化,而三产度电产值(不



变价口径)下降幅度比二产高出 4.1pct,说明三产度电产量对度电产值(现价口径)的影响比二产更大,我们认为这主要是由于电气化水平提升造成的。

② 二产不变价和现价口径的度电产值变动幅度差异为 2.7pct、而三产仅为 1.1pct,说明二产价格因素对度电产值(现价口径)的影响比三产更大,我们认为这主要是由于二产产能过剩、PPI 下行造成的。

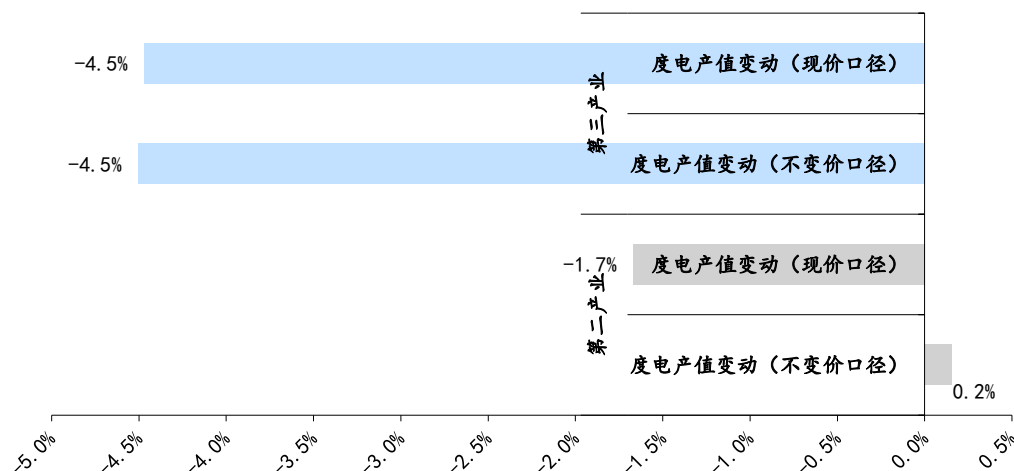
图表12: 2023 年,三产度电产值(不变价)下降幅度高于二产,二产度电产值(不变价)与度电产值(现价)的降幅差值大于三产



来源: iFind、国金证券研究所

- 2024 年,上述规律仍然适用,说明三产度电产值的下滑仍然主要受到电气化水平的影响,二产度电产值的下滑仍然受到产能过剩、PPI 下行的影响。
- 但会发现 2024 年出现的一个变化是,二产不变价口径的度电产值变动方向由负转正,即剔除价格因素以后,二产的度电产量开始上升。我们认为这种现象或主要由于 2H24 开始高耗能增长乏力,而相对而言其他度电产值较高的制造业(如“两新”政策刺激的相关行业、部分消费品制造业(如部分轻工行业))增长韧性较强,即二产内部产业结构的短期切换导致了度电产量的提升。

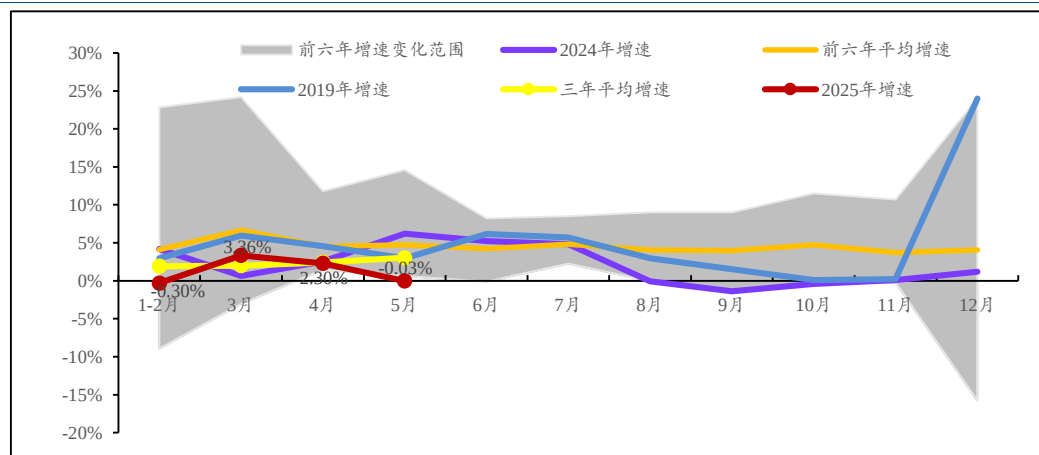
图表13: 2023 年的度电产值变动规律在 2024 年仍然适用,但二产不变价度电产值变动方向转正



来源: iFind、国金证券研究所



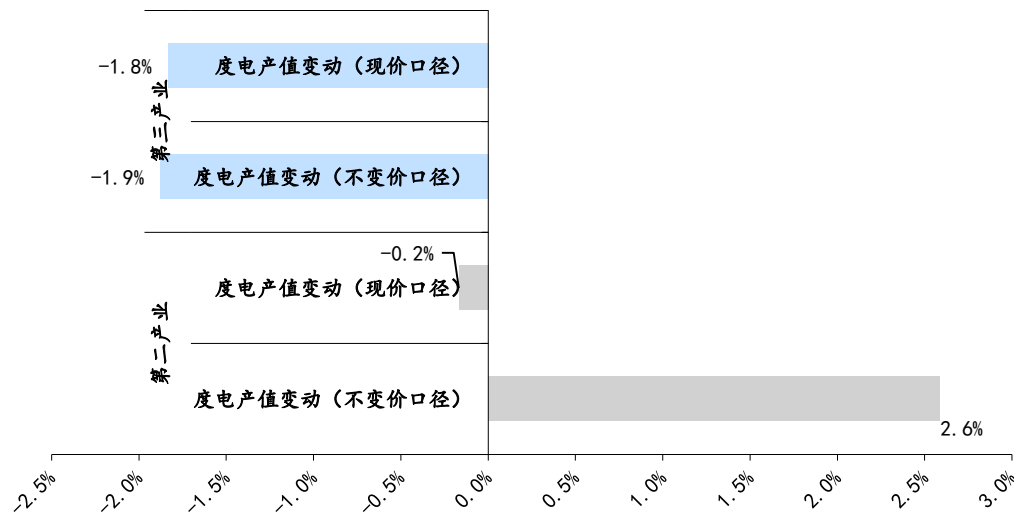
图表14：2H24 开始传统高耗能行业用电增长乏力



来源：Ifind、国金证券研究所（传统高耗能行业包括化学原料和化学制品制造、非金属矿物制品业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业）

- 观测 1H25 的度电产值变动情况，可以发现 2024 年的度电产值变动规律在 1H25 仍然适用。但有如下两个变化：
 - ✓ 二产不变价度电产值增幅扩大，说明高耗能在二产中的相对表现持续走弱，进而使得在 PPI 仍持续下行时，二产现价口径的度电产值降幅也明显缩小。
 - ✓ 三产度电产值降幅明显缩小，说明电气化水平提升的影响有所减弱，我们认为或受到电气化渗透率持续提升后相关领域用电增速下滑、以及前期高基数的共同影响。

图表15：2024 年的度电产值变动规律在 1H25 仍然适用，但二产不变价度电产值增幅扩大，三产度电产值降幅缩小



来源：iFind、国金证券研究所

3. 行业数据跟踪

3.1 煤炭价格跟踪

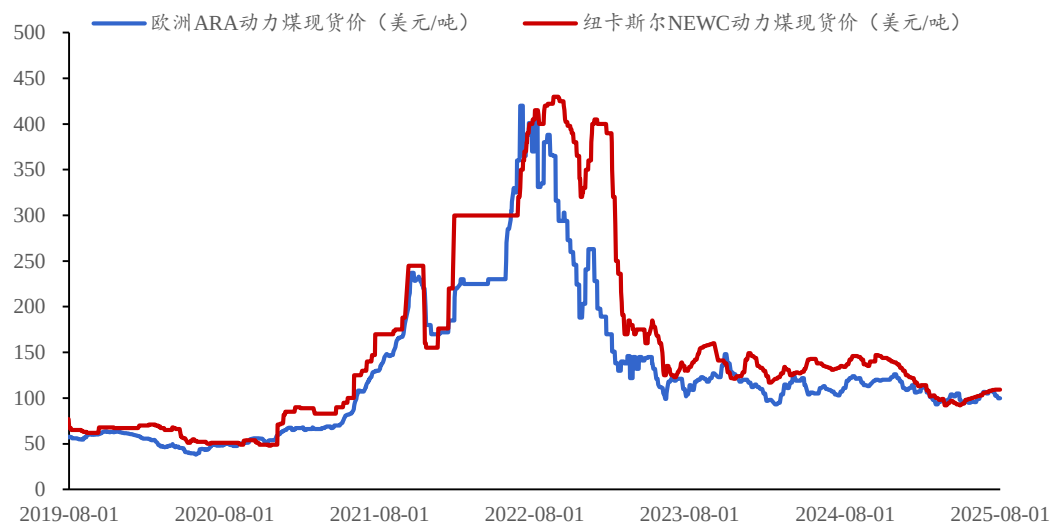
- 欧洲 ARA 港动力本周 FOB 离岸价 (08.01) 最新报价为 99.90 美元/吨，环比下跌 2.44%；纽卡斯尔 NEWC 动力煤 FOB 离岸价 (08.01) 最新报价为 109.20 美元/吨，环比上涨 0.09%。
- 广州港印尼煤 (Q5500) 本周库提价 (08.01) 最新报价为 701.14 元/吨，环比上涨 0.93%。
- 山东滕州动力煤 (Q5500) 本周坑口价 (08.01) 最新报价为 645.00 元/吨，环比上涨



0.78%；秦皇岛动力煤平仓价（08.01）最新报价为 655.00 元/吨，环比上涨 1.55%。

■ 北方港煤炭合计库存本周（08.01）最新库存 2696 万吨，环比上升 0.04%。

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 7 月 31 日报价为 86.73 便士/色姆，周环比上涨 8.83 便士/色姆，跌幅 11.34%。
- 美国 Henry Hub 天然气现货价 7 月 31 日报价为 2.95 美元/百万英热，周环比下跌 0.17 美元/百万英热，跌幅 5.45%。
- 欧洲 TTF 天然气价格 7 月 31 日报价为 11.44 美元/百万英热，周环比上涨 0.40 美元/百万英热，涨幅 3.62%。
- 全国 LNG 到岸价格 7 月 31 日报价为 12.14 美元/百万英热，周环比上涨 0.47 美元/百万英热，涨幅 4.02%。

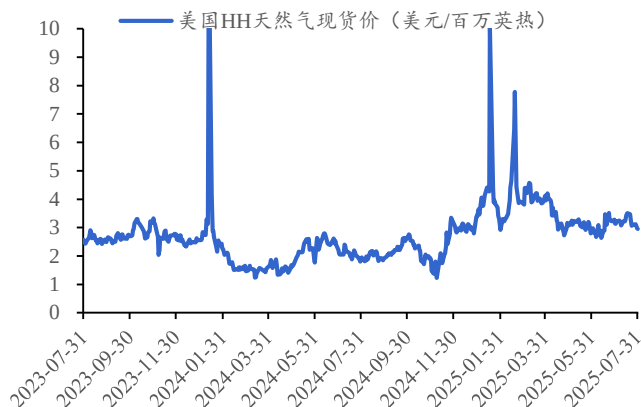


图表20: ICE 英国天然气价



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

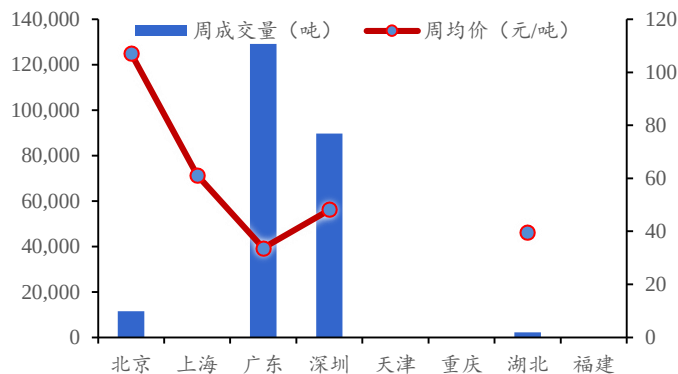
- 本周, 全国碳市场碳排放配额 (CEA) 8 月 1 日最新报价 72.43 元/吨, 环比下跌 1.27 元/吨, 跌幅 1.71%。
- 本周广东碳排放权交易市场成交量最高, 为 129,158 吨。碳排放平均成交价方面, 成交均价最高的为北京市场的 107.20 元/吨。

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

■ 国家能源局回应全国统一电力市场建设进展及绿证市场相关情况

7月31日，国家能源局召开新闻发布会，称全国统一电力市场今年以来建设提质增速，取得“四个新”成效：跨经营区常态化电力交易机制获新突破；区域电力市场建设迈上新台阶；省级电力现货市场建设新加速；电力市场基础规则获新成果。上半年从供需两端发力推动绿证市场发展：供给端深化核发全覆盖、完善机制等；需求端拓展应用场景，推进强制消费和引导自愿消费。此外，国家能源局推进分布式发电项目绿证核发，截至6月底核发8927万个，今年在浙江、河南、广东开展试点，印发相关方案供其他地区参考。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250801/1453805.shtml>

■ 国家发展改革委：完善全国统一电力市场体系

8月1日，国家发展改革委新闻发布会上，王任飞介绍全国统一大市场建设情况。近年来成效显著，体现在“四梁八柱”基本建立、社会共识增强、建设效果彰显，相关数据显示市场交易成本降低、要素配置优化，但建设仍有差距，任务艰巨。下一步将围绕“五统一、一开放”，从总体推进、制度建设、重点领域如完善全国统一电力市场等、问题整治四方面推进建设。

<https://news.bjx.com.cn/html/20250801/1453903.shtml>

■ 国家发改委召开 2025 年上半年形势通报会，部署下半年工作

7月31日，国家发展改革委召开 2025 年上半年发展改革形势通报会，总结上半年形势经济稳中有进，高质量发展成效显著，虽有挑战但长期向好趋势未变。下半年部署将围绕完成全年目标和“十四五”收官、为“十五五”开局奠基，重点推进稳投资促消费、培育新质生产力、纵深建设全国统一大市场，破除“内卷式”竞争、改革招标投标制度等、扩大高水平开放、推动绿色低碳发展、协调区域城乡发展及保障民生安全等工作。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20250801/1453936.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
000526.SZ	深圳兆伟恒发能源有限公司	深圳新一诺实业有限公司	6,595.41	2025-07-28	—

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)
金房能源	2	2	减持	-128	-1,872	-0.82%	15,681
旺能环境	1	1	增持	495	8,514	1.14%	43,398
南网能源	1	1	增持	1,193	5,711	0.31%	378,788
深水海纳	3	1	减持	-45	-839	-0.25%	17,728
福能股份	1	1	增持	291	2,775	0.10%	278,014
金开新能	1	1	增持	16	89	0.01%	199,726
南网储能	1	1	增持	1,386	13,827	0.43%	319,601



芯能科技	2	1	增持	350	2,949	0.70%	50,001
万德斯	1	1	减持	-1	-16	-0.01%	8,500
复洁环保	1	1	增持	58	801	0.39%	14,803

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(%)
上海电力	2025-07-28	19,957.94	281,674.36	281,674.36	100.00
九丰能源	2025-07-31	91.48	66,588.31	66,339.11	99.63
立新能源	2025-08-01	46,462.10	93,333.33	93,333.11	100.00
南大环境	2025-08-05	127.22	15,648.87	15,776.08	100.81
九丰能源	2025-08-05	92.36	66,588.31	66,431.47	99.76
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	897.34	88,970.31	72,059.95	80.99
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	53,330.43	52,819.80	99.04
广州发展	2025-09-22	755.69	350,630.69	350,630.69	100.00
军信股份	2025-10-13	43,050.00	78,910.08	63,583.58	80.58
嘉戎技术	2025-10-21	7,683.20	11,649.71	11,492.91	98.65
*ST清研	2025-10-22	6,091.71	10,801.00	10,801.00	100.00

来源：iFind，国金证券研究所

6. 投资建议

■ 火电板块：

高温推升用电需求，现货煤价上涨但影响总体可控，建议关注：资产所在地区电力供需偏紧、市场竞争格局较好，资产价值有望重估的龙头企业的皖能电力、华电国际。

■ 清洁能源——水电板块：

建议关注电价稳定+地区性供需紧张+长端利率持续下行逻辑下的水电运营商长江电力。

■ 清洁能源——核电板块：

建议关注连续投产期将至、电量增长+电价稳定+长期高分红能力有望提升逻辑下的核电运营商中国核电。

■ 新能源——风、光发电板块：

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：稳健向上。供给侧，产煤省经济发展诉求仍存、仅通过行业自律减少供应存在困难；但内贸煤价大幅调整后挤出部分成本竞争力处于劣势的国内外供应量，有望对港煤价形成一定支撑；且近期关于组织开展煤矿生产情况核查的通知若后续落实、有



望在供给侧形成一定约束。需求侧，全社会库存持续处于高位，5-6月煤价持续探底，但后续随着夏季渐进，贸易商已有提前博弈电厂迎峰度夏趋势、港口已有去库趋势，7月煤价已呈现探涨趋势，预计后续随着高温天气持续终端补库需求有望逐步释放。

- ✓ 火电：略有承压。(1) 煤价：近期有关部门组织开展煤矿生产情况核查或将约束供应端增量，市场煤价自7月以来持续上涨至接近长协中枢，但后续伴随迎峰度夏渐入尾声，预计煤价上行压力总体可控。(2) 电量：迎峰度夏旺季接近尾声，秋季即将进入可再生能源出力旺季暨用电需求淡季，叠加去年同去逆周期调节政策下的高基数，火电发电量增速将略有承压。(3) 电价：25年年度长协电价已锁定，叠加容量电价机制托底，电价有望维持稳定。
- ✓ 城燃：持续承压。(1) 购气成本：国内气源方面，三桶油2025天然气年度合同定价涨跌不一，总体平稳。国际气源方面，受欧洲寒冬消耗库存、俄气过境乌克兰管道协议到期停气、中东地缘冲突局势升级等影响，夏季补库需求对国际气价形成支撑。当前LNG到岸价相比国内气源价格不具备经济性，但或利好国内LNG生产企业和具备LNG长协资源国际贸易商。(2) 用气需求：受宏观经济环境和国内替代能源（煤炭）价格大幅下行影响，天然气消费量暂承压，1H25天然气表观消费量同比-0.8%。(3) 售气价格：居民顺价持续推进，而市场化程度较高的非居民气价或因工商业用气需求疲软而承压。
- ✓ 绿电运营景气度：稳健向上。新能源入市政策（136号文）落地后迎来“抢装潮”；6月光伏装机虽弱于预期，但有利于弃电率/电价企稳，综合判断预计未来3~6个月运营商业绩稳中有增。
 风电：(1) 装机容量：至6M25风电年内累计新增装机51.3GW，由于工期较长抢装难度较大，“十四五”收官年预计后续3~6个月装机继续高增、风电装机增量占比提升。(2) 来风情况：至5M25风电年内累计平均利用小时数952h，弱于去年。弃电率上升。(3) 电价：现货省份山西、山东、甘肃、蒙西5月均出现新能源现货电价同比提升，新能源市场化电量增多、预计后续3~6个月价格趋于平稳。
 光伏：(1) 装机容量：至6M25光伏年内累计新增装机212.2GW，6月装机同比下滑。(2) 光照情况：至5M25光伏年内累计平均利用小时数460h，弃电率明显上升。(3) 电价：抢装后预计后续3~6个月价格继续下行。
- ✓ 水电：略有承压。(1) 电价：25年中长期电力交易结果已落地，电价同比下降致使收入略承压。(2) 新机组：25年水电新增装机主要关注大渡河流域，3~4M25四川暂无新机组投产。(3) 来水：25年汛期降水呈现南北多、中间少的特征。高频数据来看，西南地区水电大省来水情况不及去年同期，发电量同比小幅下降。
- ✓ 环保-垃圾焚烧子板块景气度：稳健向上。生活垃圾处理需求稳定，新建设施减少后存量产能利用率逐步打满。预计未来3~6个月经营业绩平稳的同时自由现金流持续走阔。(1) 产能利用情况：淡季部分公司设备检修期间产能利用率下降，年初检修影响消除、预计未来3~6个月龙头公司产能利用饱满。(2) 应收账款：国补发放节奏放缓，应收占比扩大。预计未来3~6个月行业应收款周转维持当前水平。(3) 装机容量：至5M25今年累计新增装机62万千瓦，装机增速显著放缓。预计未来3~6个月自由现金流继续走阔、分红能力继续提升。
- ✓ 核电运营景气度：底部企稳。年度长协电价下降带来利润下行，全年业绩预期偏悲观。结合电量、月度长协电价等指标综合判断后续3~6个月行业将底部企稳。(1) 电量：年内漳州1号机组投运、福清4号机组小修完毕，电量端1~6M25维持同比高增。6月增速重回双位数。预计后续3~6个月电量增速可以维持、增速向上拐点关注4Q25漳州2号机组投运。(2) 电价：广东电价1H25月度交易价格总体呈现企稳态势，预计后续3~6个月的月度长协价有望平稳。(3) 天然铀成本：考虑燃料长协签订周期较长，成本变化为慢变量。天然铀价格同环比均有回落，预计后续3~6个月成本持平。

7. 风险提示

■ 电力板块：

- ✓ 新增装机容量不及预期。火电方面，发电侧出现电力供应过剩或导致已核准项目面临开工难问题。新能源方面，特高压建设进度、消纳考核、上游发电设备价格及施工资源供需关系均有可能影响新项目建设和投产进度。
- ✓ 下游需求景气度不及预期。用电需求与宏观经济发展增速正相关，经济偏弱复苏或导致用电需求增速低于预期、机组利用小时数下滑导致度电分摊的折旧成本上升，从而



影响盈利。

- ✓ 电力市场化进度不及预期。现货市场交易电价上限远超中长期交易电价，现货市场试点推广进度不及预期将影响电厂平均售电价格。
- ✓ 煤价下行不及预期。火电成本结构中燃料成本占比较高，煤价维持高位将影响火电盈利。
- ✓ 电力市场化交易风险。新能源出力不可预测，参与市场化交易导致量价风险扩大，对新能源发电企业盈利造成不利影响。此外，煤价下行或带动燃煤交易电价下降，从而影响市场化交易电量的价格中枢。
- 环保板块：
 - ✓ 环保行业为典型的政策驱动型行业，不同板块间环境治理政策释放存在节奏差异，当期重点关注与要求解决的环境污染问题则对应子板块需求较好，相反其余子板块短期需求或不及预期。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：北京市东城区建国门内大街 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