

能源结构持续优化，多路并进、机遇纷呈

——《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》点评

2025 年 10 月 29 日

核心观点

- **事件** 2025 年 10 月 23 日中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，我们对此点评如下：
- **新能源装机持续增长，消纳、电价或迎向好趋势。**《建议》提出“持续提高新能源供给比重，推进化石能源安全可靠有序替代”，结合国家主席习近平此前在联合国气候变化峰会上宣布到 2035 年中国风电和太阳能发电总装机容量力争达到 36 亿千瓦，我们预计十五五、十六五期间年均新增新能源装机至少达到 1.8 亿千瓦，新能源装机的持续增长仍是较为确定的趋势。在此基础上，消纳和电价压力作为十四五期间压制新能源行业发展的主要因素，在十五五期间或将迎来改善：1) 消纳：随着火电、储能等的灵活性进一步释放，电网建设持续推进，绿电需求进一步被激发，以及绿电直连等新模式落地，新能源消纳或有望迎来向上拐点。2) 电价：一方面，136 号文的出台通过机制电量、机制电价的设置在一定程度上稳定了存量、增量新能源项目的收益预期；另一方面，绿电需求的持续增长助力新能源绿色环境价值进一步兑现，近几个月以来我们已观察到绿证价格持续上涨，预计十五五期间这一趋势有望延续。个股建议关注龙源电力、三峡能源、中绿电等。
- **进一步提升灵活性和清洁化或是十五五期间煤电发展的主要方向。**《建议》提出“加强化石能源清洁高效利用，推进煤电改造升级和散煤替代”，结合《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》，我们认为十五五期间进一步提升灵活性和清洁化是煤电发展的主要方向。其中灵活性的提升有望推动煤电收益模式由此前较为依赖点火价差向点火价差+调节价值+容量价值三重叠加转变，助力其盈利稳定预期逐步形成，估值亦有望重塑；清洁化方面，我们预计将带动包括生物质掺烧、绿氨掺烧、CCUS 等在内的煤电低碳化改造技术的进一步发展。个股建议关注华能国际、国电电力、大唐发电、建投能源、电投能源等。
- **水电装机仍有增量，具备长期配置价值。**《建议》提出“坚持风光水核等多能并举”，结合我们对主要流域装机增长潜力的评估，我们预计未来水电新增装机或主要集中在雅砻江、大渡河、澜沧江以及雅鲁藏布江流域，与此同时，抽蓄和水风光一体化有望打开新成长空间。考虑来水具备均值回归属性，水电电价相对其他电源具备优势，而成本端以折旧、财务费用为主，我们认为水电盈利稳健，现金流充裕，红利属性突出，具备长期配置价值。个股建议关注长江电力、华能水电、国投电力、川投能源等。
- **核电装机成长空间广阔，关注核聚变发展机遇。**在前述“坚持风光水核等多能并举”的基础上，《建议》提出“前瞻布局未来产业，推动氢能和核聚变能等成为新的经济增长点”。国内自 2022 年起已连续 4 年核准核电机组数量 ≥ 10 台，在建&待建装机占存量在运装机的 107%，装机成长确定性强。此前核电市场化电价存在一定压力，导致市场担忧其装机增长的业绩兑现程度，但我们看到广东 26 年开始取消核电变动成本补偿机制，市场化电价机制趋向合理；且考虑到核电属于稳定清洁的基荷电源，其可靠性价值未来或将进一步得到体现。而从技术路线来讲，目前国内处于三代核电技术批量化建设、四代核

公用事业行业

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

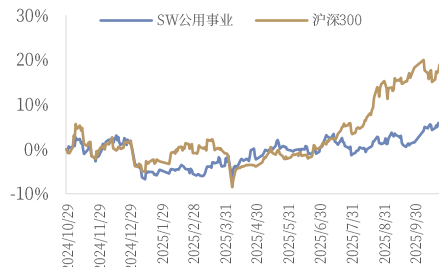
✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

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 年 10 月 28 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

电技术逐步商业化阶段，根据核能“三步走”战略，核聚变将是终极目标。近日，安徽合肥紧凑型聚变能实验装置（BEST）主机系统中最重的部件——杜瓦底座成功落座，并预计 2027 年建成。我们建议密切关注核聚变领域积极进展对产业链的催化，个股建议关注皖能电力、中国核电、中国广核等。

- **非电领域可再生能源替代驱动绿色氢氨醇、生物燃料进入放量阶段。**如前所述，《建议》着重提及氢能，结合 2025 年 10 月 13 日国家发改委发布《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法（征求意见稿）》，未来有望针对重点用能行业出台可再生能源非电消费最低比重目标，涵盖可再生能源供冷（制热）、可再生能源制氢氨醇、生物燃料等可再生能源非电利用种类，国内绿色氢氨醇、生物燃料需求有望获得催化，叠加来自欧盟等市场较为确定的外部需求，我们认为十五五期间绿色氢氨醇、生物燃料有望进入放量阶段，个股建议关注吉电股份、嘉澳环保（未覆盖）、海新能科（未覆盖）等。
- **风险提示：**电力需求不及预期的风险，自然资源条件不及预期的风险，电价超预期下跌的风险，煤炭等原材料价格大幅上涨的风险，政策推进不及预期的风险等。

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。	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	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		