



Q3 火电业绩增长，核电、绿电业绩承压

—— 十月行业动态报告

2025 年 11 月 06 日

- **Q3 火电业绩增长，核电、风电业绩承压。**2025 年前三季度，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利润 696.9、513.2、165.8、129.1、25.7 亿元，同比增速分别为 16.8%、3.3%、-12.4%、-16.4%、86.0%；2025 年第三季度，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利 360.1、282.9、84.5、24.5、13.5 亿元，同比增速分别为 34.3%、-1.6%、-16.5%、-35.6%、169.5%。
- **9 月水电电量大幅增长，火电电量小幅下降。**9 月规上工业发电量 8262 亿千瓦时，同比增长 1.5%，增速比 8 月份放缓 0.1pct。9 月火电、风电由增转降，水电由降转增，核电增速放缓，太阳能发电增速加快。9 月规上火电、水电、核电、风电、太阳能发电量同比分别-5.4%、+31.9%、+1.6%、-7.6%、+21.1%，增速较 8 月变化分别为-7.1pct/+43.0pct/-5.9pct/-27.8pct/+5.2pct。其中水电发电量大幅增长是由于全国主要流域来水改善，叠加去年同期低基数影响。以长江上游为例，2025 年 9 月三峡水库入库和出库流量同比分别大幅增长 93.6%和 187.9%，充沛的来水也对火电发电量造成一定挤压。
- **9 月用电量增速放缓，主要由于三产、居民用电量增速下降。**9 月全社会用电量 8886 亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速较 8 月放缓 0.5pct；其中一产/二产/三产/居民生活用电量分别为 129/5705/1765/1287 亿千瓦时，同比变化分别为+7.3%/+5.7%/+6.3%/-2.6%，较 8 月增速变化分别为-2.4pct/+0.7pct/-0.9pct/-5.0pct。9 月三产、居民用电量增速下降主要由于今年高温天气较去年有所缓解。根据国家气候中心数据，2024 年 9 月、2025 年 9 月全国平均气温分别为 18.8℃、18.2℃，较常年同期分别偏高 1.7℃、1.0℃。
- **投资策略：**绿电：十四五收官之年能耗目标考核有望催化绿电需求，同时新能源可持续发展价格结算机制建立后行业未来的收益预期更为明朗，建议把握板块拐点性机会，个股建议关注全国龙头企业龙源电力、三峡能源等。火电：受“反超产”“反内卷”政策核查等因素影响，7-9 月煤炭产量同比均有所下滑，叠加近期迎峰度冬前补库需求，截至 11 月 5 日秦港 5500 大卡动力煤市场价反弹至 799 元/吨，较年内低点上涨 190 元/吨，但同比仍有 48 元/吨跌幅。电价方面，2026 年年度长协电价即将开始签约，预计北方省份长协电价仍将维持相对坚挺，个股建议关注大唐发电、建投能源等。水核：利率下行周期中，红利属性较强的水电、核电具备长期配置价值，同时核电还具备较高的远期成长性加持，个股建议关注长江电力、中国核电等。
- **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

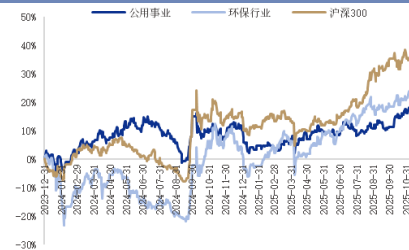
分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2025-11-05



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_国补回款提速，136 号文下风电盈利优势显著

【银河环保公用】行业月报_上半年水火业绩增长，7 月用电量创新高

【银河环保公用】行业月报_风光新增装机下滑，雅下水电工程开工

【银河环保公用】行业月报_太阳能单月装机新高，新型电力系统试点助力消纳

【银河环保公用】行业月报_各省 136 号文细则陆续出台，国家级绿电直连政策落地

目录

Catalog

一、 行业要闻	3
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、 Q3 火电业绩增长，核电、绿电业绩承压.....	10
四、 9 月水电电量高增长，用电量增速放缓	12
五、 环保公用行业表现.....	13
(一) 环保公用行业市值.....	13
(二) 板块表现	13
六、 投资建议及股票池.....	15
(一) 核心组合表现.....	15
(二) 投资建议	15
七、 风险提示	17

一、行业要闻

1. 四川：2025、2026 年增量新能源项目竞价上下限分别按 0.4012 元/千瓦时、0.2 元/千瓦时确定

近日，四川省发展和改革委员会、四川省能源局印发《四川省深化新能源上网电价市场化改革实施方案》的通知(川发改价格〔2025〕480 号)，明确通过“存量兜底保障、增量竞价竞争”的分类施策模式，推动风电、光伏项目全面进入电力市场，确保 2025 年底前实现新能源上网电价全面市场化。

针对存量新能源项目

1. 机制电量

存量集中式新能源项目（不含甘孜州 2020 年南部光伏基地正斗一期竞争配置项目）年度机制电量上限规模按照现行新能源项目优先电量规模（风电 400 小时，光伏 300 小时）确定，其中存量集中式扶贫新能源项目机制电量按实际上网电量确定。存量集中式新能源项目（不含甘孜州 2020 年南部光伏基地正斗一期竞争配置项目）2025 年机制电量参照《2025 年全省电力电量供需平衡方案及节能调度优先电量规模计划》中明确的原则进行分解，2026 年起机制电量的分解结合年度电力电量平衡方案，原则上平均分解至 12 个月。存量分布式光伏和分散式风电项目机制电量原则上按实际上网电量确定。

2. 机制电价

存量新能源项目（不含甘孜州 2020 年南部光伏基地正斗一期竞争配置项目）机制电价按现行燃煤发电基准价 0.4012 元/千瓦时（含税，下同）执行。

3. 执行期限

存量新能源项目机制电量和电价自本方案印发次月起执行，机制执行截止日期按照剩余全生命周期合理利用小时数对应日期和投产满 20 年对应日期的较早者确定。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20251105/1468475.shtml>

2. 浙江 136 号文承接方案正式印发，存量项目机制电价 0.4153 元/kWh

11 月 4 日，浙江省发展改革委发布关于印发《浙江省新能源上网电价市场化改革实施方案》及配套细则的通知，文件明确自 2026 年 1 月 1 日起施行。

《浙江省新能源上网电价市场化改革实施方案》提出，建立新能源可持续发展价格结算机制。

新能源存量项目机制电价标准

1. 机制电价，与现行价格政策有序衔接，明确为 0.4153 元/千瓦时；通过竞争性配置形成上网电价的，按照现行价格执行。

2. 机制电量，根据机制电量比例乘实际上网电量确定。项目每年可自主确定次年机制电量比例一次，但不得高于上一年；新能源存量项目首次确定机制电量比例时，统调新能源项目（除已开展竞争性配置的新能源项目）不得高于 90%，其他新能源项目不得高于 100%；参与过绿电交易的新能源项目，机制电量比例上限根据绿电交易结算电量占其总上网电量比例计算，并设置比例上限最小

值。鼓励新能源项目通过设备更新、改造升级等方式提升竞争力、参与市场竞争。

3.执行期限，享有国家可再生能源补贴（以下简称“新能源补贴”）的新能源项目，参照新能源补贴期限执行；无新能源补贴的，执行期限按照全容量投产之日起满 20 年与发电量达到全生命周期合理利用小时数对应电量折算期限较早者确定。执行期限届满后，次月不再执行机制电价。

新能源增量项目机制电价竞价原则

1.机制电价、机制电量，通过全省集中性竞价确定，实行分类组织竞价。分类组织竞价时，同一年度竞价采用相同的竞价上限、下限。深远海（国管海域）风电主体较为集中的，可不单独组织竞价，由“根据项目成本调查结果，与其他类型竞价结果联动”等市场化方式形成机制电价。除统调新能源项目外，其他新能源项目应在全容量投产后参与竞价。

2.每年新增机制电量总规模，参考上年可再生能源消纳责任权重完成情况制定；组织首次竞价时，总规模与当前新能源非市场化电量比例衔接，并按照实际执行政策的月份进行折算。

3.执行期限，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全容量投产时间确定，入选时已投产的项目按入选时间确定。中标后未按期全容量投产的，按照相关细则条款予以考核。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251104/1468350.shtml>

3. 天津 2025 年度增量新能源项目机制电量竞价：竞价上限为 0.32 元/kWh

10 月 29 日，天津市发展改革委发布关于 2025 年度增量新能源项目机制电量竞价工作有关事项的通知。文件明确，2025 年 6 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日之间全部建成投产（后续不再新增并网容量）的风电、光伏项目。其中，分布式项目可委托竞价代理商代理参与竞价。

2025 年机制电量总规模为 40 亿千瓦时；若参与竞价的新能源项目申报总电量未达到 50 亿千瓦时，自动将机制电量总规模按照申报总电量除以 125% 进行调整。

竞价上下限。竞价上限为 0.32 元/千瓦时，不设置竞价下限。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251030/1467402.shtml>

4. 宁夏：风、光同场竞价，电价 0.18-0.2595 元/kWh

10 月 31 日，宁夏回族自治区发展改革委发布《关于 2025-2026 年新能源机制电价竞价工作有关事项的通知》。

《通知》指出，竞价主体范围为 2025 年 6 月 1 日-2026 年 12 月 31 日投产（全容量并网，下同）的风电、光伏项目。风电、光伏项目同场竞价、出清。

机制电量总规模为 102 亿千瓦时。风电、光伏竞价上限均为 0.2595 元/千瓦时，下限均为 0.18 元/千瓦时。风电、光伏竞价申报充足率不低于 125%。

单个项目机制电量申报上限比例为 65%。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251031/1467781.shtml>

5. 辽宁启动增量机制电价竞价：0.18~0.33 元/度、总规模 118.63 亿度

10 月 31 日，辽宁省发展改革委发布关于 2025 年新能源增量项目竞价有关事项的通知。

同日，国网新能源云平台发布 2025—2026 年辽宁省新能源增量项目机制电价竞价组织公告。

本次竞价主体为 2025 年 6 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日期间全容量并网的风、光项目，分风电、光伏两个项目组进行竞价出清。机制电量总规模为 118.63 亿度，其中光伏 12.75 亿度，风电 105.88 亿度。

具体价格方面，风电、光伏竞价上限均为 0.33 元/千瓦时，竞价下限均为 0.18 元/千瓦时。入选项目执行期限为 12 年，申报充足率下限均为 120%。

可申报电量上限。单个项目申请纳入机制的电量不得高于其年上网电量 80%。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251103/1467907.shtml>

6. 国家能源局发布 2025 年 1-9 月份全国电力工业统计数据

10 月 26 日，国家能源局发布 1-9 月份全国电力工业统计数据。

截至 9 月底，全国累计发电装机容量 37.2 亿千瓦，同比增长 17.5%。其中，太阳能发电装机容量 11.3 亿千瓦，同比增长 45.7%；风电装机容量 5.8 亿千瓦，同比增长 21.3%。1-9 月份，全国发电设备累计平均利用 2368 小时，比上年同期降低 251 小时。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251027/1466710.shtml>

7. 五地电力现货市场启动连续结算试运行

近期，江西、河南、蒙东三地电力现货市场启动连续结算试运行，湖南将于 10 月 28 日启动连续结算试运行，青海自 11 月 1 日起连续结算试运行！

截至目前，全国共有山西、广东、山东、甘肃、蒙西、湖北、浙江 7 个省级现货市场及省间电力现货市场转入正式运行！

除上述五地，河北南网、安徽、江苏、吉林、黑龙江、辽宁、宁夏、陕西 13 个省级现货市场及南方区域电力市场已开启连续结算试运行。

福建、上海、新疆、四川、重庆 5 个省级现货市场开展长周期结算试运行。

据了解，9 月 15 日，重庆电力交易中心转发重庆市经济和信息化委员会关于征求《重庆电力现货市场连续结算试运行工作方案(征求意见稿)》意见的函，文件提到重庆自 2025 年 11 月 1 日拟启动电力现货市场连续结算试运行。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251024/1466474.shtml>

8. 国家能源局：2025 年 9 月全社会用电量同比增长 4.5%

10 月 23 日，国家能源局发布 9 月份全社会用电量等数据。

9 月份，全社会用电量 8886 亿千瓦时，同比增长 4.5%。从分产业用电看，第一产业用电量 129 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 5705 亿千瓦时，同比增长 5.7%；第三产业用电量 1765 亿千瓦时，同比增长 6.3%；城乡居民生活用电量 1287 亿千瓦时，同比下降 2.6%。

1-9 月，全社会用电量累计 77675 亿千瓦时，同比增长 4.6%，其中规模以上工业发电量为 72557 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 1142 亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业用电量 49093 亿千瓦时，同比增长 3.4%；第三产业用电量 15062 亿千瓦时，同比增长 7.5%；城乡居民生

活用电量 12378 亿千瓦时，同比增长 5.6%。

<https://guangfu.bjx.com.cn/news/20251023/1466325.shtml>

9. 天津“136 号文”实施方案出台：增量竞价上限 0.32 元/kWh，执行期 10 年

天津市发展改革委、天津市工业和信息化局近日发布了关于印发《天津市深化新能源上网电价市场化改革实施方案》，其中包括《天津市增量新能源项目机制电量竞价工作实施细则》。《天津市深化新能源上网电价市场化改革实施方案》明确，自 2026 年 1 月 1 日起，天津市新能源项目（风电、光伏发电，下同）上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。参与跨省跨区交易的新能源电量，上网电价和交易机制按照跨省跨区送电相关政策执行。

存量项目机制电量范围、价格和执行期限：

机制电量规模：存量项目机制电量规模与现行具有保障性质的新能源电量规模相衔接，单个项目纳入机制电量的年度比例默认为该项目投产年份至 2025 年 12 月 31 日，各自然年度域内非绿电交易电量占域内全部结算电量比例的最低值（百分比四舍五入取整）。绿电交易电量包括交易合同电量以及按交易规则结算的偏差电量。

机制电价：按照各项目现行非市场化电量价格政策执行。（基本保持在每千瓦时 0.3655 元水平）

执行期限：期限起始时间为 2026 年 1 月 1 日，截止时间为以项目投产时间计算的全生命周期合理利用小时数与投产满 20 年较早者，其中，光伏全生命周期合理利用小时数 26000 小时、陆上风电全生命周期合理利用小时数 36000 小时、海上风电全生命周期合理利用小时数 52000 小时。

增量项目机制电量范围、价格和执行期限：

增量项目可通过竞价方式纳入机制。竞价工作由市发展改革委、市工业和信息化局牵头组织，授权国网天津市电力公司承担具体事务性工作。竞价工作原则上每年组织一次，已投产和次年 12 月底前拟投产且未纳入过机制执行范围的项目自愿参与竞价。

机制电量规模：每年新增纳入机制的电量规模。首次新增纳入机制的电量规模与现有新能源非市场化电量比例适当衔接；以后年度纳入机制电量的规模，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，以及用户电价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适当减少；未完成的，次年纳入机制的电量规模适当增加。建立机制电量年度规模调整机制，若当年竞价申报总电量不能达到充分竞争效果，自动降低机制电量规模。单个项目申请纳入机制的电量，可适当低于其全部上网电量。

机制电价：竞价时按报价从低到高确定入选项目，机制电价按照入选项目最高报价确定，但不得高于竞价上限。初期，竞价上限暂按照 0.32 元/千瓦时确定；后期，由市发展改革委综合考虑发电成本变化、绿色价值、电力市场供需形势以及用户承受能力等设定。暂不设置竞价下限。

执行期限：按照项目回收初始投资的平均期限确定，初期按照 10 年执行。起始时间为竞价的次年 1 月 1 日，竞价时未投产的项目且申报投产时间在竞价的次年 1 月 1 日及以后的，起始时间按照申报投产时间的次年 1 月 1 日确定。竞价模式、开展方式、竞价流程等在竞价工作实施细则中另行制定。每年竞价总规模、执行期限、价格限制等具体规定将在竞价通知中明确。

<https://news.bjx.com.cn/html/20251022/1466127.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 59.30 元/吨，最低价 50.34 元/吨，收盘价较上月最后一个交易日下跌 10.37%。

本月挂牌协议交易成交量 10,525,810 吨，成交额 487,117,084.12 元；大宗协议交易成交量 30,936,720 吨，成交额 1,496,842,246.87 元；单向竞价成交量 100,000 吨，成交额 4,475,000.00 元。

本月全国碳排放配额总成交量 41,562,530 吨，总成交额 1,988,434,330.99 元。

2025 年 1 月 1 日至 10 月 31 日，全国碳市场碳排放配额成交量 139,661,332 吨，成交额 8,785,796,587.81 元。

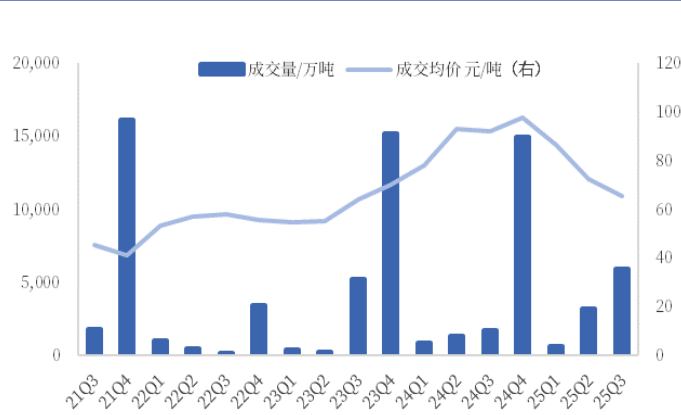
截至 2025 年 10 月 31 日，全国碳市场碳排放配额累计成交量 769,929,996 吨，累计成交额 51,818,523,691.32 元。

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 25Q3）



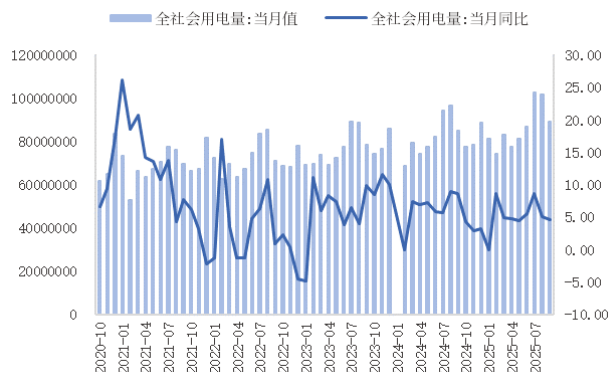
资料来源：上海环交所、中国银河证券研究院

（二）电力行业相关数据

2025 年 9 月份，全社会用电量 8886 亿千瓦时，同比增长 4.5%。从分产业用电看，第一产业用电量 129 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 5705 亿千瓦时，同比增长 5.7%；第三产业用电量 1765 亿千瓦时，同比增长 6.3%；城乡居民生活用电量 1287 亿千瓦时，同比下降 2.6%。

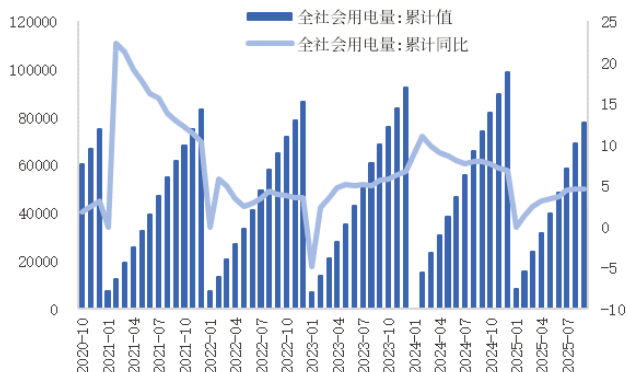
2025 年 1-9 月，全社会用电量累计 77675 亿千瓦时，同比增长 4.6%，其中规模以上工业发电量为 72557 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 1142 亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业用电量 49093 亿千瓦时，同比增长 3.4%；第三产业用电量 15062 亿千瓦时，同比增长 7.5%；城乡居民生活用电量 12378 亿千瓦时，同比增长 5.6%。

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

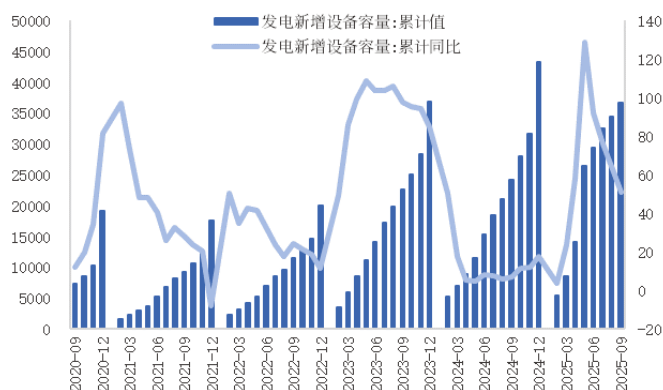
图4: 全社会用电量累计值(亿千瓦时)及同比(%, 右)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

截至9月底,全国累计发电装机容量37.2亿千瓦,同比增长17.5%。其中,太阳能发电装机容量11.3亿千瓦,同比增长45.7%;风电装机容量5.8亿千瓦,同比增长21.3%。1-9月份,全国发电设备累计平均利用2368小时,比上年同期降低251小时。

图5: 发电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



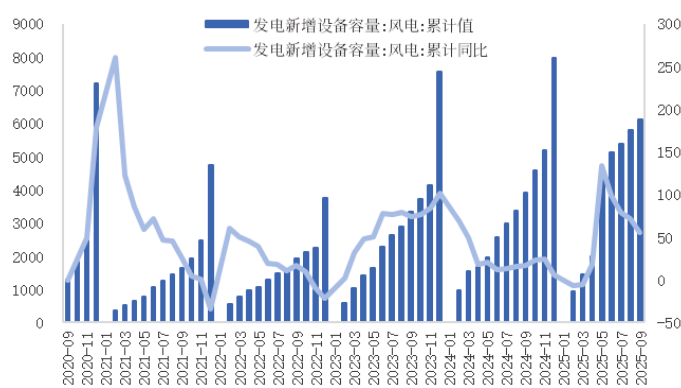
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图6: 火电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



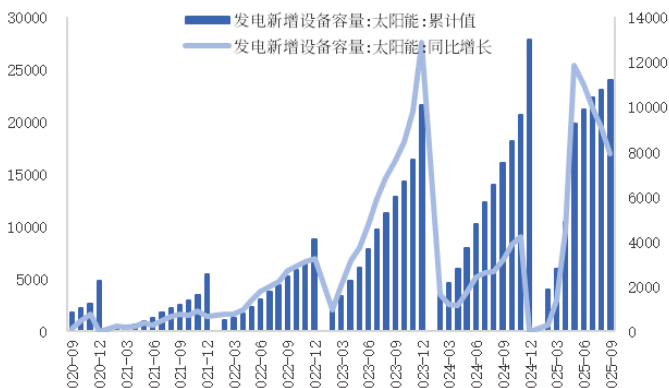
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图7: 风电新增装机累计值(万千瓦)及同比(%, 右轴)



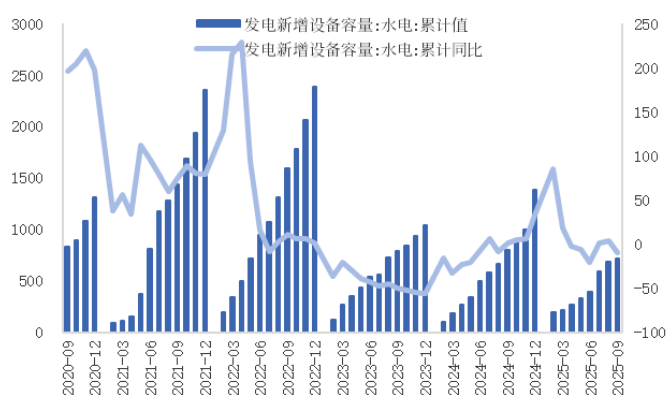
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图8: 太阳能新增装机累计值(万千瓦)及同比(±千瓦, 右轴)



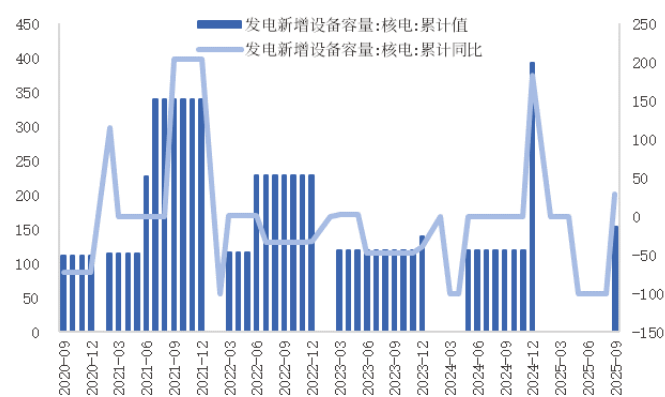
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

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）

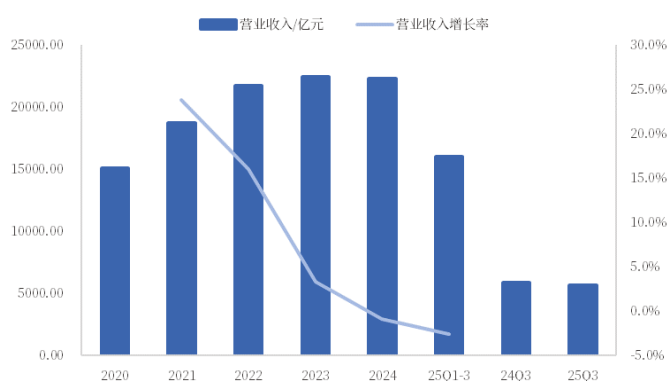


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

三、Q3 火电业绩增长，核电、绿电业绩承压

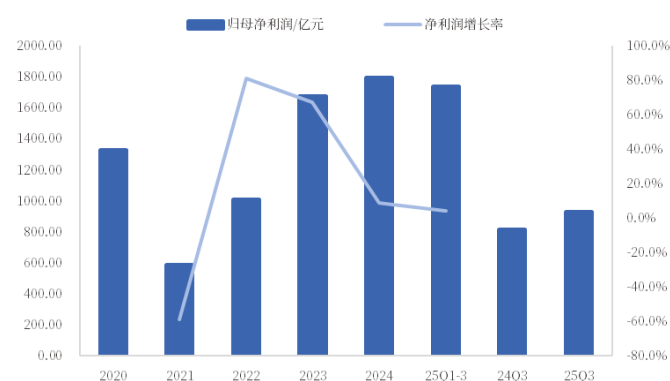
25 年前三季度、25 年第三季度电力行业业绩同比增长。2025 年前三季度，SW 电力行业实现营业收入 16053 亿元，同比下降 2.6%，实现归母净利润 1737 亿元，同比增长 4.3%；2025 年第三季度，SW 电力行业实现营业收入 5687 亿元，同比下降 3.2%，实现归母净利润 929 亿元，同比增长 13.9%。

图11: SW 电力行业营收及同比增速（右）



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

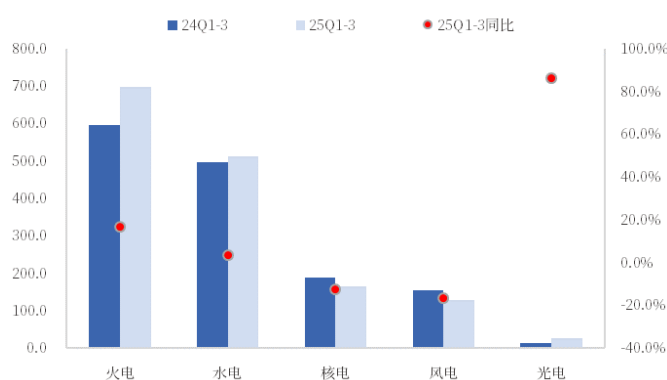
图12: SW 电力行业归母净利润及同比增速（右）



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

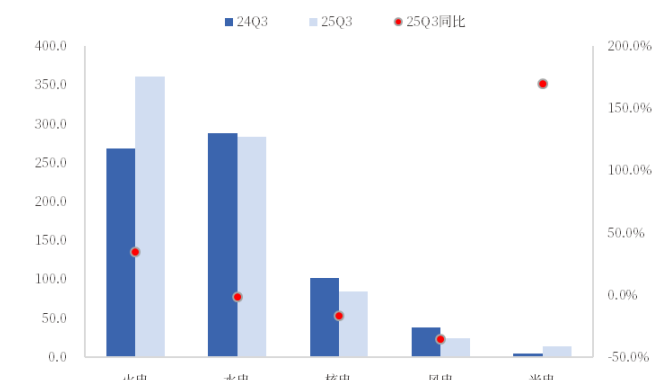
分板块来看，火电业绩同比增长，核电、风电业绩同比承压。2025 年前三季度，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利润 696.9、513.2、165.8、129.1、25.7 亿元，同比增速分别为 16.8%、3.3%、-12.4%、-16.4%、86.0%；2025 年第三季度，SW 火电、水电、核电、风电、光电板块分别实现归母净利润 360.1、282.9、84.5、24.5、13.5 亿元，同比增速分别为 34.3%、-1.6%、-16.5%、-35.6%、169.5%。

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

火电：煤价同环比下行叠加电量改善，Q3 火电业绩增速加快。虽然三季度以来市场煤价有所上涨，但考虑 1 个月库存，则第三季度秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价、长协价均价分别为 647 元/吨、668 元/吨，同比分别下降 204 元/吨、32 元/吨，环比二季度分别下降 7 元/吨、12 元/吨。第三季度国内用电需求旺盛，火电电量增速加快，2025 年第三季度全国规上火电发电量 17470 亿千瓦时，同比增长 0.7%，增速相较于上半年提升 0.3pct。在煤价下行以及电量增速加快的催化下，Q3 火电板块业绩延续上半年高增长态势且增速较上半年加快。

水电：Q3 全国范围内水电发电量同比小幅增长，但月份间波动较大，7、8 月来水偏枯影响下发电量同比下滑 9.8%、10.1%，9 月来水大幅好转，发电量同比增长 31.9%。考虑到不同流域来水情况存在一定分化，叠加部分企业新机组投产贡献增量，综合来看，长江电力、国投电力、国能大渡河 Q3 水电电量同比-5.84%、-14.82%、-0.96%，桂冠电力、黔源电力、华能水电、川投能源（控股）Q3 电量同比+68.32%、+138.32%、+10.07%、+17.6%。考虑到水电上网电价以及成本端相对稳定，各家公司业绩变化趋势与电量基本吻合，其中华能水电受电量结构影响 Q3 上网电价降幅有所扩大，导致利润端小幅下滑。

核电：Q3 两家核电企业业绩均有所下滑。中国广核在电量从 25H1 的增长转为 25Q3 的下滑的情况下业绩降幅较 25H1 有所收窄，主要得益于税费的减少以及其他收益的增加。中国核电核电业绩由 25H1 的增长转变为 25Q3 的下滑，主要系：1) 25Q3 核电电量增速较 25H1 小幅放缓；2) 江苏月度电价走低对公司上网电价产生一定影响；3) 受部分核电子公司利润总额增长，以及所得税优惠政策到期影响，所得税费用同比增加；4) 其他收益同比有所减少，但或主要为季度间波动；除此之外，公司新能源业绩仍持续受到新能源本身增收不增利、以及对中核汇能股比稀释的拖累。

新能源：各家企业 Q3 业绩仍受限电、资源条件、综合上网电价下行但成本端新增装机带来折旧增加较为刚性等行业共性因素影响而承压。但值得注意的是，得益于国补回款提速，各家公司前三季度现金流均有明显改善，我们统计的 8 家样本企业¹25Q1-3 经营性现金流净额同比增幅在 21%-222%。

¹ 包括三峡能源、龙源电力、中绿电、吉电股份、节能风电、太阳能、华电新能、金开新能。

四、9 月水电电量高增长，用电量增速放缓

国家能源局和国家统计局发布了用电量数据以及能源生产情况：2025 年 1-9 月全国风电新增装机 61.09GW，同比增长 56.2%；全国太阳能新增装机 240.27GW，同比增长 49.3%；2025 年 1-9 月全社会用电量 77675 亿千瓦时，同比增长 4.6%；2025 年 1-9 月规上工业发电量 72557 亿千瓦时，同比增长 1.6%。

9 月风电、太阳能装机延续下滑趋势。9 月风电、太阳能新增装机分别为 3.25GW、9.66GW，同比增速分别为 -41.0%、-53.7%，风光新增装机下滑主要受到“530 政策”节点后抢装潮退坡影响。截至 9 月末，风电、太阳能累计装机分别为 581.59GW、1126.51GW，同比分别增长 21.3%、45.7%，占总装机比例分别为 15.6%、30.3%。展望全年，国网能源研究院预测 2025 年全国新能源新增装机 4.3-5 亿千瓦，据此测算四季度新能源装机仍有 129-199GW 增长空间。

9 月水电电量大幅增长，火电电量小幅下降。9 月规上工业发电量 8262 亿千瓦时，同比增长 1.5%，增速比 8 月份放缓 0.1pct。9 月火电、风电由增转降，水电由降转增，核电增速放缓，太阳能发电增速加快。9 月规上火电、水电、核电、风电、太阳能发电量同比分别 -5.4%、+31.9%、+1.6%、-7.6%、+21.1%，增速较 8 月变化分别为 -7.1pct/+43.0pct/-5.9pct/-27.8pct/+5.2pct。其中水电发电量大幅增长是由于全国主要流域来水改善，叠加去年同期低基数影响。以长江上游为例，2025 年 9 月三峡水库入库和出库流量同比分别大幅增长 93.6%和 187.9%，充沛的来水也对火电发电量造成一定挤压。

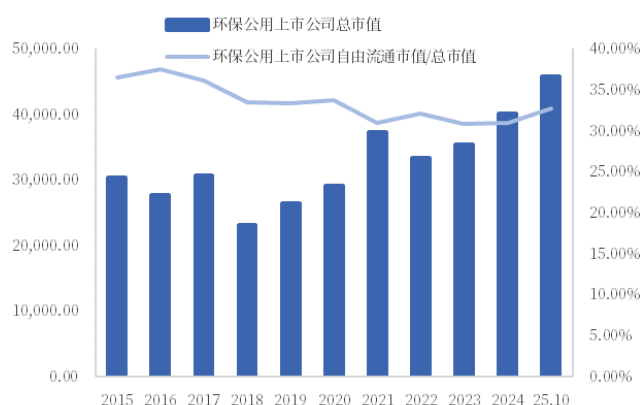
9 月用电量增速放缓，主要由于三产、居民用电量增速下降。9 月全社会用电量 8886 亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速较 8 月放缓 0.5pct；其中一产/二产/三产/居民生活用电量分别为 129/5705/1765/1287 亿千瓦时，同比变化分别为 +7.3%/+5.7%/+6.3%/-2.6%，较 8 月增速变化分别为 -2.4pct/+0.7pct/-0.9pct/-5.0pct。9 月三产、居民用电量增速下降主要由于今年高温天气较去年有所缓解。根据国家气候中心数据，2024 年 9 月、2025 年 9 月全国平均气温分别为 18.8℃、18.2℃，较常年同期分别偏高 1.7℃、1.0℃。

五、环保公用行业表现

（一）环保公用行业市值

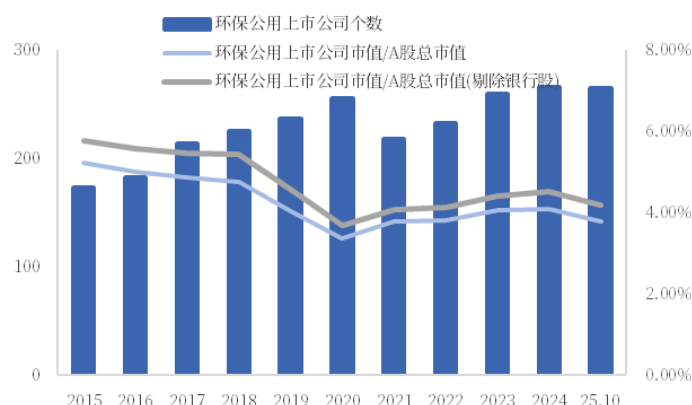
截至 2025 年 10 月 31 日, A 股 SW 公用事业包含上市公司 131 家, 合计总市值达 36994 亿元, 自由流通市值 11038 亿元, 自由流通市值占比为 29.84%。SW 环保包含上市公司 133 家, 合计总市值达 8764 亿元, 自由流通市值为 3944 亿元, 自由流通市值占比为 45.00%。环保公用企业的总市值占 A 股总市值比重为 3.78%, 剔除银行股后占 A 股总市值比重为 4.17%。

图15: 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16: 环保公用上市公司个数与市值占比

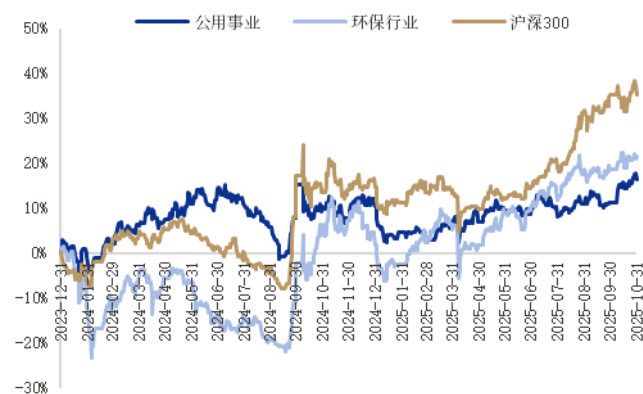


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

（二）板块表现

2025 年 10 月, 沪深 300 指数上涨 0.00%, SW 公用事业指数上涨 4.47%, 跑赢沪深 300 指数 4.47pct; SW 环保指数上涨 2.58%, 跑赢沪深 300 指数 2.58pct。在 31 个子行业中, 本月公用事业行业的涨跌幅排名为第 5 名, 环保行业的涨幅排名为第 9 名。

图17: 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

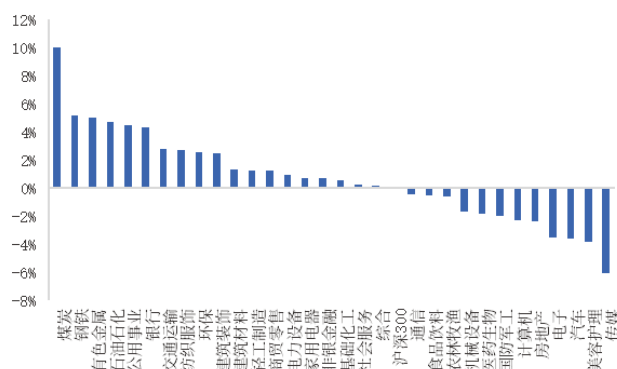
图18: 环保公用行业 PE (TTM)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

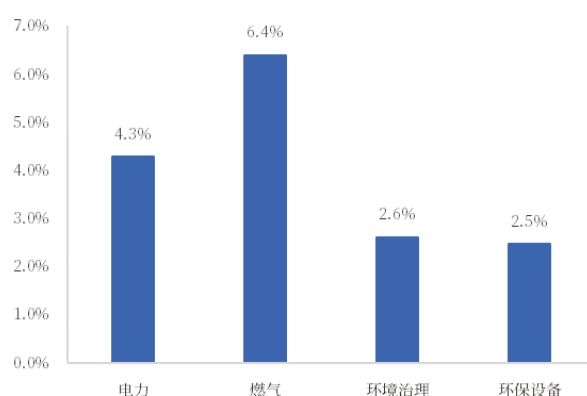
截至 10 月 31 日, 公用事业/环保的动态市盈率分别为 18.51x/22.52x, 其中电力/燃气/环境治理/环保设备四个二级子板块的动态市盈率分别为 18.51x、18.43x、21.41x、32.72x。

图19：一级行业月度涨跌幅



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

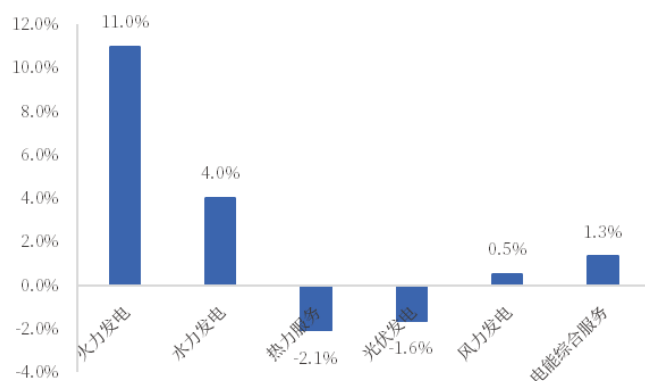
图20：环保公用行业二级子行业月度涨跌幅



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

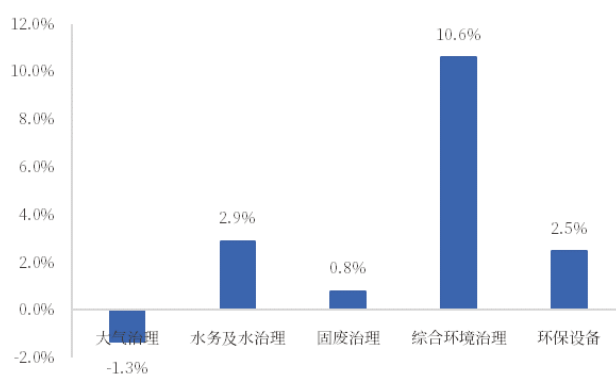
10月，电力/燃气/环境治理/环保设备行业指数的表现分别为4.3%、6.4%、2.6%、2.5%。其中，电力板块三级子行业火电/水电/热力服务/光伏/风电/电能综合服务表现分别为11.0%、4.0%、-2.1%、-1.6%、0.5%、1.3%；环境治理三级子行业大气治理/水务及水治理/固废治理/综合环境治理/环保设备表现分别为-1.3%、2.9%、0.8%、10.6%、2.5%。

图21：电力板块三级子行业月度涨跌幅



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

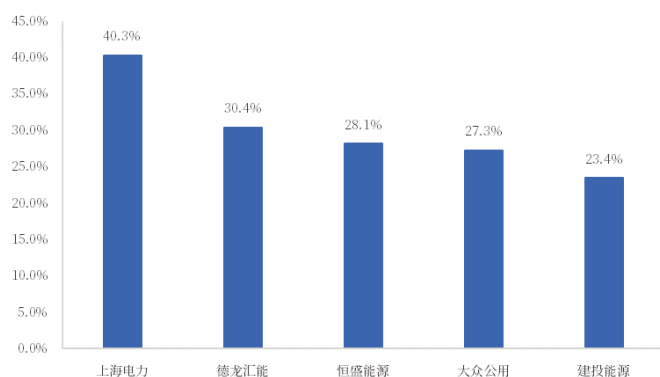
图22：环保行业三级子行业月度涨跌幅



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

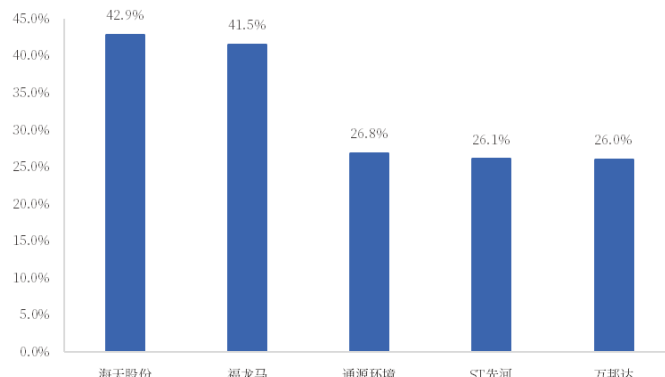
10月，涨幅前五的公用上市公司是上海电力（40.3%）、德龙汇能（30.4%）、恒盛能源（28.1%）、大众公用（27.3%）、建投能源（23.4%）；10月，涨幅前五的环保公司是海天股份（42.9%）、福龙马（41.5%）、通源环境（26.8%）、ST先河（26.1%）、万邦达（26.0%）。

图23：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24：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

10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10月31日，公用事业核心组合收益率为19.06%，公用事业行业指数收益率为16.22%，核心组合跑赢行业指数2.83pct。

图25：核心组合表现



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

表1：月度核心组合表现（截至10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	8.84%	21.15	1989.65
600674.SH	川投能源	3.08%	16.66	717.54
600023.SH	浙能电力	5.25%	9.50	691.89

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

（二）投资建议

绿电：十四五收官之年能耗目标考核有望催化绿电需求，同时新能源可持续发展价格结算机制建立后行业未来的收益预期更为明朗，建议把握板块拐点性机会，个股建议关注全国龙头企业龙源电力、三峡能源等。火电：受“反超产”“反内卷”政策核查等因素影响，7-9月煤炭产量同比均有所下滑，叠加近期迎峰度冬前补库需求，截至11月5日秦港5500大卡动力煤市场价反弹至799元/吨，较年内低点上涨190元/吨，但同比仍有48元/吨跌幅。电价方面，2026年年度长协电价即将开始签约，预计北方省份长协电价仍将维持相对坚挺，个股建议关注大唐发电、建投能源等。水核：利率下行周期中，红利属性较强的水电、核电具备长期配置价值，同时核电还具备较高的远期成长性加持，个股建议关注长江电力、中国核电等。

表2：重点公用事业公司盈利预测与估值（2025 年 11 月 5 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	8.16	0.65	0.81	0.86	0.89	12.6	10.1	9.5	9.2	推荐
600795.SH	国电电力	5.39	0.55	0.39	0.44	0.49	9.8	13.8	12.3	11.0	推荐
601991.SH	大唐发电	3.69	0.24	0.37	0.39	0.41	15.2	10.0	9.5	9.0	推荐
000600.SZ	建投能源	8.85	0.29	0.92	0.96	1.10	30.1	9.6	9.2	8.0	推荐
002128.SZ	电投能源	25.41	2.38	2.47	2.67	2.75	10.7	10.3	9.5	9.2	推荐
000543.SZ	皖能电力	8.28	0.91	1.00	1.05	1.11	9.1	8.3	7.9	7.5	推荐
002608.SZ	江苏国信	8.32	0.86	0.88	0.90	0.90	9.7	9.5	9.2	9.2	推荐
600905.SH	三峡能源	4.27	0.21	0.22	0.24	0.26	20.0	19.4	18.1	16.2	推荐
001289.SZ	龙源电力	17.34	0.76	0.77	0.85	0.95	22.8	22.5	20.4	18.2	推荐
000537.SZ	中绿电	8.71	0.49	0.48	0.53	0.64	17.8	18.1	16.3	13.5	推荐
000875.SZ	吉电股份	6.02	0.30	0.28	0.36	0.40	19.9	21.2	16.6	15.0	推荐
600900.SH	长江电力	28.42	1.33	1.40	1.45	1.49	21.4	20.4	19.6	19.1	推荐
600025.SH	华能水电	9.75	0.45	0.47	0.50	0.51	21.9	20.7	19.5	19.2	推荐
600674.SH	川投能源	14.99	0.92	0.98	1.05	1.08	16.2	15.3	14.3	13.8	推荐
600886.SH	国投电力	14.59	0.83	0.88	0.91	0.94	17.6	16.5	16.0	15.6	推荐
601985.SH	中国核电	9.10	0.43	0.45	0.48	0.53	21.3	20.1	19.2	17.0	推荐
003816.SZ	中国广核	4.06	0.21	0.19	0.21	0.23	19.0	21.2	18.9	17.4	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

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 25Q3）	7
图 3: 全社会用电量当月值（万千瓦时）及同比（%，右）	8
图 4: 全社会用电量累计值（亿千瓦时）及同比（%，右）	8
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）	9
图 10: 核电新增装机累计值（万千瓦）及同比（%，右轴）	9
图 11: SW 电力行业营收及同比增速（右）	10
图 12: SW 电力行业归母净利润及同比增速（右）	10
图 13: 公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）	10
图 14: 公用事业分板块归母净利润（亿元）及同比增速（右）	10
图 15: 环保公用上市公司流通市值占比（市值单位为亿元）	13
图 16: 环保公用上市公司个数与市值占比	13
图 17: 2024 年初至今环保公用与沪深 300 走势对比	13
图 18: 环保公用行业 PE（TTM）	13
图 19: 一级行业月度涨跌幅	14
图 20: 环保公用行业二级子行业月度涨跌幅	14
图 21: 电力板块三级子行业月度涨跌幅	14
图 22: 环保行业三级子行业月度涨跌幅	14
图 23: 公用事业行业个股月涨跌幅前五	14
图 24: 环保行业个股月涨跌幅前五	14
图 25: 核心组合表现	15
表 1: 月度核心组合表现（截至 10 月 31 日）	15
表 2: 重点公用事业公司盈利预测与估值（2025 年 11 月 5 日）	16

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 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn