

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

水电电价竞争力强，建议长期关注红利资产标杆水电

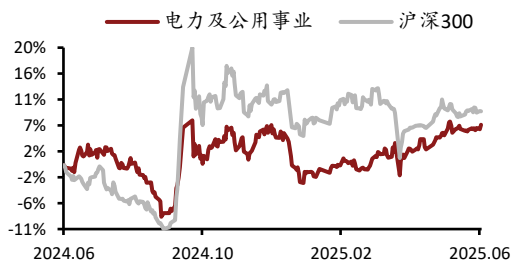
——电力及公用事业行业 2025 年中期投资策略

证券研究报告-行业半年度策略

强于大市(维持)

电力及公用事业相对沪深 300 指数表现

发布日期：2025 年 06 月 18 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《电力及公用事业行业月报：1—4 月第一产业用电量增速最高，核电及新能源发电量增速较快》 2025-05-27

《电力及公用事业行业专题研究：板块防御性突出，水电业绩恒强》 2025-05-21

《电力及公用事业行业月报：一季度核电、水电发电量同比正增长，核电机组核准节奏加速》 2025-04-28

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- **电力及公用事业防御性强，业绩稳健增长。**2024 年，行业营业收入和归母净利润实现双增长；2025 年一季度，行业营收下降但归母净利润逆势增长。截至 2025 年 6 月 15 日，电力及公用事业指数上涨 2.25%，跑赢沪深 300 指数（-1.80%）4.05 个百分点。截至 2025 年 6 月 15 日，在 30 个中信一级行业中，电力及公用事业指数涨幅排名第 14。
- **水电业绩最稳健、分红比例最高，核电受市场电价下行影响。**2024 年，发电企业贡献了电力及公用事业行业超过 82% 的归母净利润。从细分子行业看，市场电价下行、火电发电量同比下降，影响了火电的营业收入水平，但煤价中枢下跌较多，提升了火电的归母净利润水平。2024 年及 2025 年一季度，水电营业收入和归母净利润双增长受益于整体来水偏丰、财务费用下降等因素。其他发电板块中，核电受市场电价下行等影响，业绩增速有所放缓；新能源发电则受到平价项目占比提升，影响上网电价。
- **行业评级及投资主线。**基于电力公用事业行业发展前景，及业绩增长预期和估值水平，维持电力及公用事业行业“强于大市”的投资评级。

电价市场化改革加速推进，市场电价波动将为发电企业业绩带来不确定性影响。相比之下，水电电价最低，有较强竞争优势，存在长期上涨空间。近期我国长期国债收益率维持较低水平，有利于高股息、低估值的红利资产。

建议重点关注大型水电运营商。电力及公用事业行业的盈利主要来自发电企业，我们重点关注电力运营商在二级市场的投资价值。结合基本面、盈利能力、分红比例等因素，我们建议重点关注大型水电运营商。

水电：水电作为红利资产的代表，行业发展成熟，天生的自然垄断性使其行业护城河极深。由于特有的经营模式，经营周期亦足够长，水电站资产会计折旧完成后，折旧费用逐步转化为利润。受益于发电成本低，水电上网电价具备较大的上涨空间。2024 年、2025 年一季度，来水偏丰促进水电发电量增长。融资成本降低财务费用下降，有利于提升利润水平。结合基本面、股息率等因素，建议从中长期视角关注规模最大的红利资产标杆**长江电力**、水电装机排名第二的**华能水电**、和投资收益稳定的**川投能源**。

火电：煤价下跌后，火电企业的公用事业属性在逐步增强。水电、

新能源在一定程度上挤压了火电的出力空间，火电仍是发电端的主导电源。建议从长期投资视角，关注水电、火电共同发展的**国投电力**。

核电：2022 以来我国核电机组核准节奏加快，新核准的核电机组将在“十五五”期间陆续投产，核电运营商装机规模将持续提升。核电运营商维持较强的盈利能力，但市场电价下行，将影响核电运营商在 2025 年的业绩表现。

新能源发电：虽然装机容量快速增长，但新能源发电企业业绩受平均电价下行影响。136 号文推动新能源电价全面市场化，对新能源发电企业的运营能力提出了更高要求。

风险提示：火电燃料成本波动风险；水电来水不及预期风险；新能源市场竞争加剧风险；市场电价下行风险；运营效率提升不及预期；成本管控不及预期；其他不可预测风险。

内容目录

1. 行情与业绩回顾	5
1.1. 电力及公用事业行业整体防御性强，业绩稳健增长	5
1.2. 水电业绩最稳健、分红比例最高，核电受市场电价下行影响	6
2. 水电业绩稳定，关注其长期投资价值	7
3. 电价下降影响收入，但煤价下行促进火电盈利	10
4. 136 号文促进新能源电价市场化转型，核电运营商受电价下行影响	13
4.1. 新能源发电：136 号文促进新能源行业市场化转型	13
4.2. 核电：核电机组核准加速，关注市场电价下行对核电业绩的影响	15
5. 投资评级及主线	19
5.1. 维持“强于大市”的投资评级	19
5.2. 投资主线及重点标的	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：电力及公用事业营业总收入情况(亿元，%)	5
图 2：电力及公用事业归母净利润情况(亿元，%)	5
图 3：2025 年各行业涨幅对比 (%)	5
图 4：电力及公用事业子行业 2025 年涨跌幅对比	7
图 5：电力及公用事业子行业市盈率、市净率对比 (倍)	7
图 6：我国水电累计发电量走势图	8
图 7：我国水电月度发电量走势图(亿千瓦时；%)	8
图 8：水电企业水电年度发电量走势图 (亿千瓦时)	8
图 9：水电单季度归母净利润走势	8
图 10：水电行业竞争格局(截至 2024 年末)	9
图 11：水电装机容量发展趋势	9
图 12：水电平均上网电价对比 (元/兆瓦时)	9
图 13：国投电力水、火上网电价对比 (元/兆瓦时)	9
图 14：水电年度主要盈利能力指标对比 (%)	10
图 15：水电单季度盈利能力指标对比 (%)	10
图 16：各类型电源年度发电量走势 (亿千瓦时)	11
图 17：各类型电源年度发电量占比	11
图 18：大型火电企业平均上网电价对比(元/兆瓦时)	11
图 19：火电行业单季度营业收入	11
图 20：北方港口动力煤价格走势 (元/吨)	12
图 21：火电行业单季度归母净利润	12
图 22：各类型电源装机占比趋势	13
图 23：各类型电源装机规模趋势 (万千瓦)	13
图 24：头部新能源发电企业风电上网电价(元/兆瓦时)	14
图 25：头部新能源发电企业光伏上网电价(元/兆瓦时)	14
图 26：可再生能源绿色电力证书月度核发量 (亿个)	15
图 27：2025 年我国一次核准 10 台核电机组 (台)	16
图 28：我国核电装机容量情况	17
图 29：我国核电发电量情况	17
图 30：各类型发电设备历年平均利用小时数对比 (小时)	17

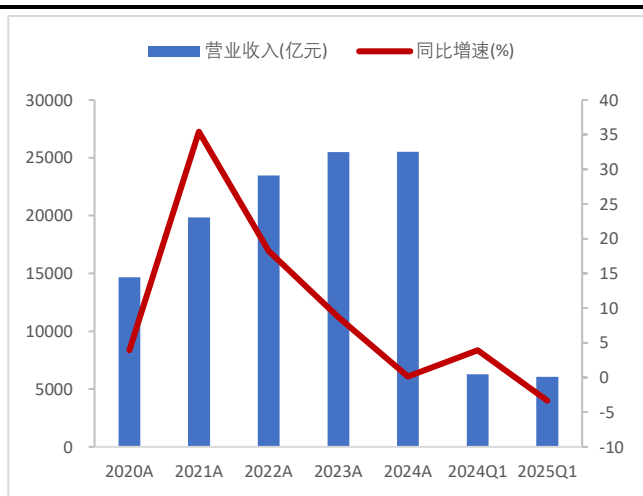
图 31: 中国广核核电装机容量走势(万千瓦).....	18
图 32: 中国核电核电装机容量走势(万千瓦).....	18
图 33: 中国广核、中国核电平均上网电价对比 (元/兆瓦时)	18
图 34: 中国核电盈利能力 (%)	19
图 35: 中国广核盈利能力 (%)	19
图 36: 电力及公用事业市盈率及市净率走势 (倍)	20
表 1: 电力及公用事业子板块经营业绩对比.....	6
表 2: 子行业毛利率和净利率对比	6
表 3: 电力及公用事业子行业财务费用情况对比.....	7
表 4: 电力及公用事业子行业现金分红情况对比 (%)	7
表 5: 水电企业分红情况对比.....	10
表 6: 股息率排名靠前火电企业分红情况对比	12
表 7: 136 号文对存量和新增新能源项目的不同规定	14
表 8: 2019 年起我国核准核电项目情况	15
表 9: 核电行业竞争格局.....	19
表 10: 电力及公用事业 2025 年度中期投资策略重点公司估值及投资评级	21

1. 行情与业绩回顾

1.1. 电力及公用事业行业整体防御性强，业绩稳健增长

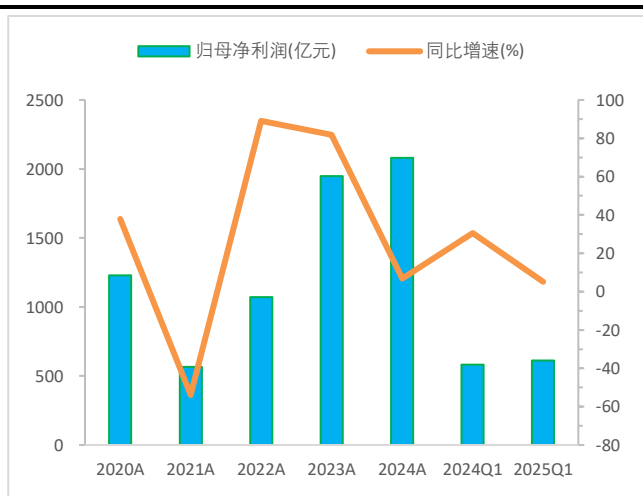
电力及公用事业行业是支撑社会经济运行的基础性行业，行业经营稳健，稳定性和防御性突出。2024 年，行业营业收入和归母净利润实现双增长；2025 年一季度，行业营收下降但归母净利润逆势增长。根据同花顺 iFinD 数据，2024 年，中信电力及公用事业行业实现营业收入 25527.42 亿元，同比增长 0.12%；归母净利润 2081.10 亿元，同比增长 6.79%。2025 年一季度，电力及公用事业行业实现营业收入 6069.11 亿元，同比减少 3.34%；归母净利润 612.68 亿元，同比增长 5.20%。

图 1：电力及公用事业营业总收入情况(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

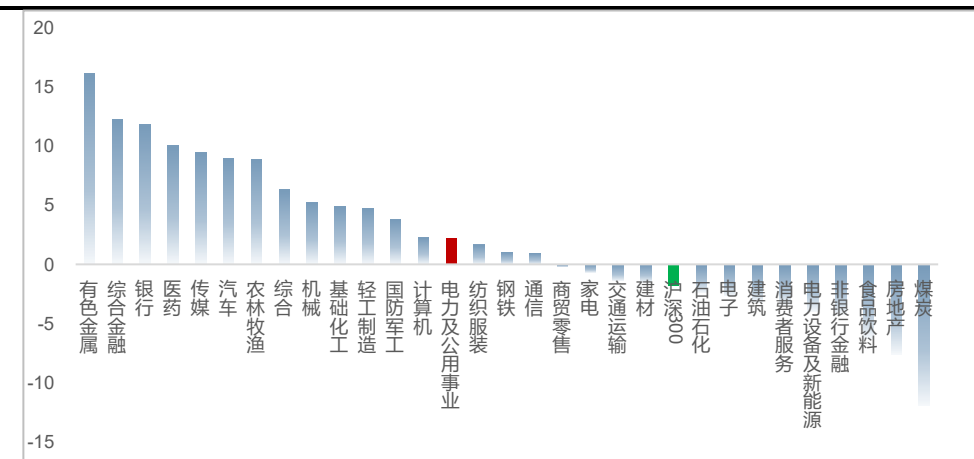
图 2：电力及公用事业归母净利润情况(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

从二级市场表现看，截至 2025 年 6 月 15 日，电力及公用事业指数上涨 2.25%，跑赢沪深 300 指数（-1.80%）4.05 个百分点。截至 2025 年 6 月 15 日，在 30 个中信一级行业中有 17 个行业实现上涨，电力及公用事业指数涨幅排名第 14，位于中游水平。涨幅排名前三的行业为有色金属（16.10%）、综合金融（12.24%）、银行（11.79%）。

图 3：2025 年各行业涨幅对比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2025 年 6 月 15 日）

1.2. 水电业绩最稳健、分红比例最高，核电受市场电价下行影响

电力及公用事业行业的盈利主要来自发电企业。2024 年，发电企业贡献了电力及公用事业行业超过 82% 的归母净利润。从细分子行业看，市场电价下行、火电发电量同比下降，影响火电营业收入水平，但煤价中枢下跌较多，火电归母净利润得到提升。2024 年及 2025 年一季度，水电营业收入和归母净利润持续增长，受益于整体来水偏丰、财务费用下降等因素。其他发电板块中，核电受市场电价下行等影响，业绩增速有所放缓；新能源发电则受到平价项目占比提升，影响上网电价。

表 1：电力及公用事业子板块经营业绩对比

子板块	营业总收入				归母净利润			
	2024A (亿元)	2024A 同比增速 (%)	2025Q1 (亿元)	2025Q1 同比增速 (%)	2024A (亿元)	2024A 同比增速 (%)	2025Q1 (亿元)	2025Q1 同比增速 (%)
火电	13616.01	-0.95	3186.33	-8.15	761.87	25.09	251.88	4.80
水电	1365.90	12.25	286.44	9.87	497.61	20.47	92.76	29.89
其他发电	2996.62	3.68	730.38	2.37	439.86	-6.84	137.35	-7.32
电网	385.42	-24.08	91.08	0.13	24.53	3.07	3.57	-16.68
环保及水务	3072.09	1.65	679.85	1.82	200.00	-9.26	70.18	3.77
燃气	3416.25	-1.29	925.98	-0.74	141.22	-18.76	47.64	3.03
供热或其他	675.14	3.69	169.05	-1.49	16.01	-56.02	9.28	16.24

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

水电、其他发电是电力及公用事业行业盈利能力最强的两个子行业。水电盈利能力最强，全年毛利率达到 50% 以上水平，净利率接近 40%。其他发电由于包含两家核电运营商，其盈利能力仅次于水电，其毛利率、净利率分别超过 40% 和超过 20%。供热或其他子行业盈利能力排名最后，全年的毛利率、净利率仅维持个位数水平。

表 2：子行业毛利率和净利率对比

子板块	毛利率				净利率			
	2024A (%)	2024A 同比 (pct)	2025Q1 (%)	2025Q1 同比 (pct)	2024A (%)	2024A 同比 (pct)	2025Q1 (%)	2025Q1 同比 (pct)
火电	15.76	1.73	17.61	1.73	7.97	1.69	10.84	1.36
水电	54.41	1.38	50.26	4.35	38.16	2.71	34.89	5.22
其他发电	40.09	-0.62	42.56	-2.17	21.08	-1.66	26.84	-1.70
电网	21.45	6.77	18.60	0.88	7.69	2.53	5.24	-0.28
环保及水务	26.58	0.26	28.17	0.34	7.10	-0.60	11.13	0.32
燃气	13.77	-0.42	13.02	-0.02	5.92	-1.11	6.47	0.05
供热或其他	8.29	-0.02	12.34	1.44	2.82	-3.24	5.88	0.93

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

水电、火电和燃气财务费用明显下降，有利于提升归母净利润。融资成本下行，2024 年，燃气、水电、火电的财务费用分别同比减少 10.66、8.93% 和 6.29%，减少的财务费用将直接提升归母净利润水平。

表 3：电力及公用事业子行业财务费用情况对比

证券名称	2020A (亿元)	2021A (亿元)	2022A (亿元)	2023A (亿元)	2024A (亿元)	2024 年同比 (%)
火电	518.52	532.43	581.90	534.21	500.60	-6.29
水电	113.82	105.62	93.75	174.61	159.01	-8.93
其他发电	94.60	122.20	202.64	273.45	269.85	-1.32
电网	8.04	11.03	17.97	16.03	16.14	0.66
环保及水务	116.19	128.67	143.97	139.71	134.95	-3.41
燃气	35.25	43.10	65.29	51.25	45.78	-10.66
供热或其他	3.37	5.10	6.14	7.12	6.78	-4.67

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

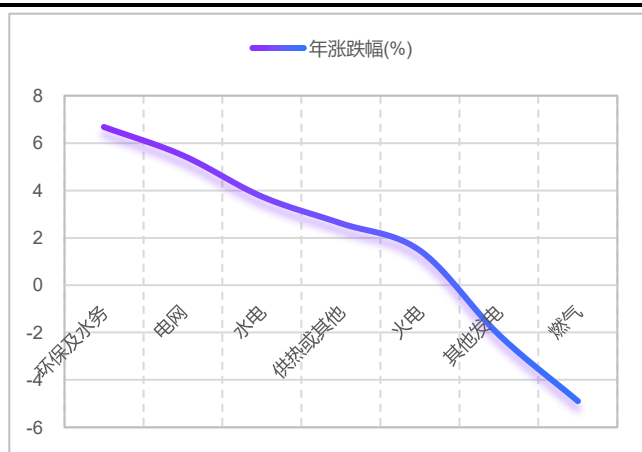
水电延续 2023 年、2024 年以来在二级市场的较好走势。从二级市场的表现来看，截至 2025 年 6 月 15 日，2025 年子行业涨跌幅排名前三的为环保及水务(6.68%)、电网(5.48%)、水电(3.74%)。水电作为红利资产的标杆，股息率、现金分红比例均领先其他子行业。

表 4：电力及公用事业子行业现金分红情况对比 (%)

证券名称	股息率	2022 年度现金分红比例	2023 年度现金分红比例	2024 年度现金分红比例
火电	2.74	65.43	39.33	35.42
燃气	2.74	34.76	37.27	45.49
其他发电	2.05	28.23	30.69	31.78
水电	3.00	75.46	63.92	50.62
环保及水务	1.92	32.90	34.80	36.70
供热或其他	1.60	45.76	41.93	40.37
电网	1.22	21.06	37.47	22.77

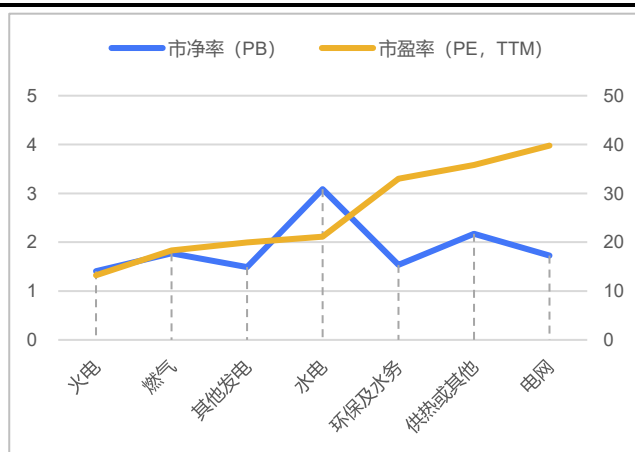
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2025 年 6 月 15 日）

图 4：电力及公用事业子行业 2025 年涨跌幅对比



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2025 年 6 月 15 日）

图 5：电力及公用事业子行业市盈率、市净率对比 (倍)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2025 年 6 月 15 日）

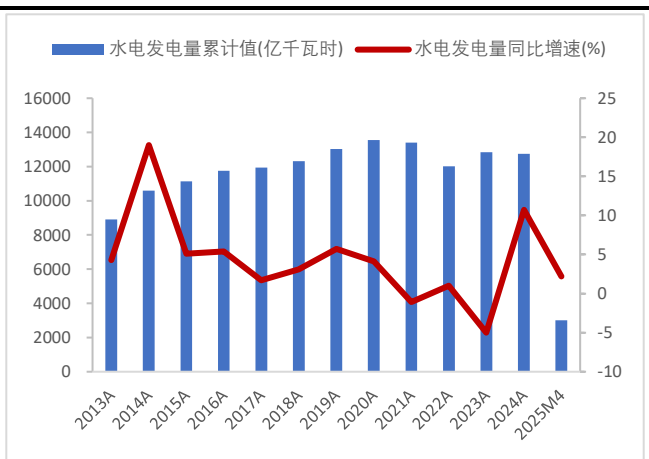
2. 水电业绩稳定，关注其长期投资价值

我们认为，水电是电力及公用事业中最值得长期关注的板块，大型水电公司具备稀缺性和

自然垄断的属性，且其独有的商业模式使其能长期稳健盈利。以长江电力为首的大型水电企业分红比例高，已成为红利资产的标杆。

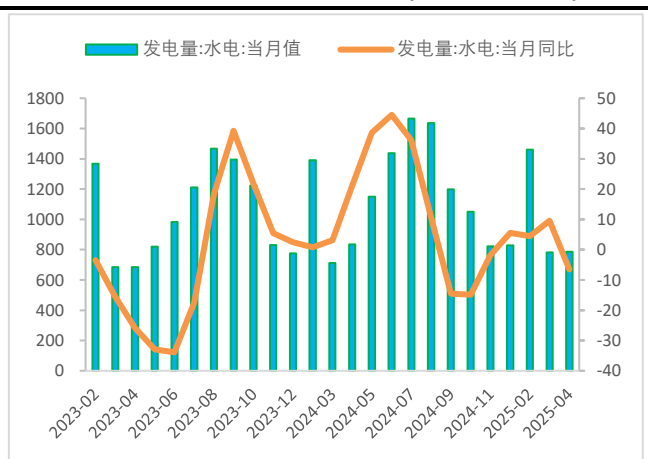
水电发电量受来水季节变动影响，通常每年的二、三季度相较一、四季度为丰水期，短期波动较大，但长期基于自然界的水文循环和气候系统的周期性变化，存在均值回归趋势。2024年，我国水电来水整体偏丰。根据国家统计局数据，2024年度，规上工业水电发电量12743亿千瓦时，同比增长10.7%。2025年1—4月，规上工业水电发电量3012亿千瓦时，同比增长2.2%。具体到上市公司，2024年，长江电力乌东德水库来水总量1123.69亿立方米，较2023年同期偏丰9.19%；三峡水库来水总量3740.95亿立方米，较2023年同期偏丰9.11%，所属六座梯级电站总发电量2959.04亿千瓦时，同比增加7.11%。华能水电澜沧江流域来水偏丰5%，2024年完成发电量1120.12亿千瓦时，同比增加4.62%。国投电力由于雅砻江流域来水偏丰，2024年水电发电量1040.85亿千瓦时，同比增长10.49%。川投能源控股水电企业2024年累计完成发电量58.21亿千瓦时，同比增长11.27%。桂冠电力由于主要水电厂流域来水同比增长，2024年累计完成水电发电量305.83亿千瓦时，同比增长44.94%。

图6：我国水电累计发电量走势图



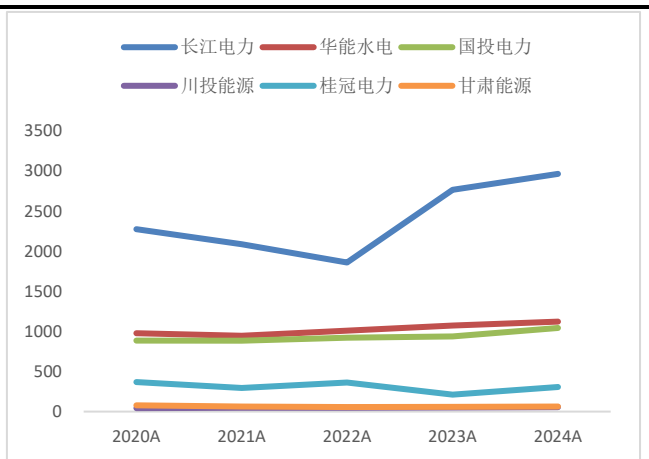
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图7：我国水电月度发电量走势图(亿千瓦时；%)



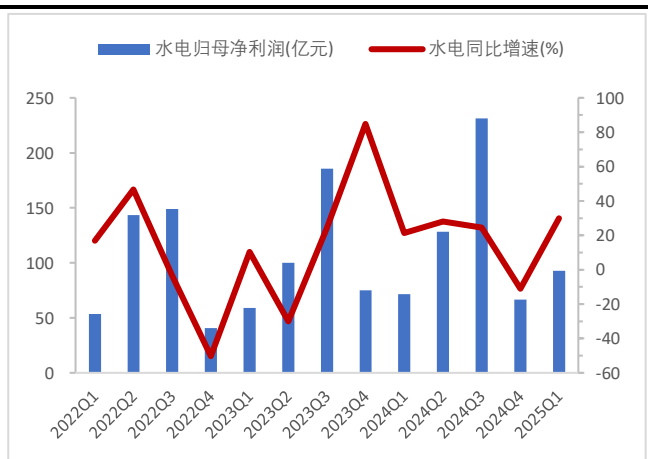
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图8：水电企业水电年度发电量走势图(亿千瓦时)



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

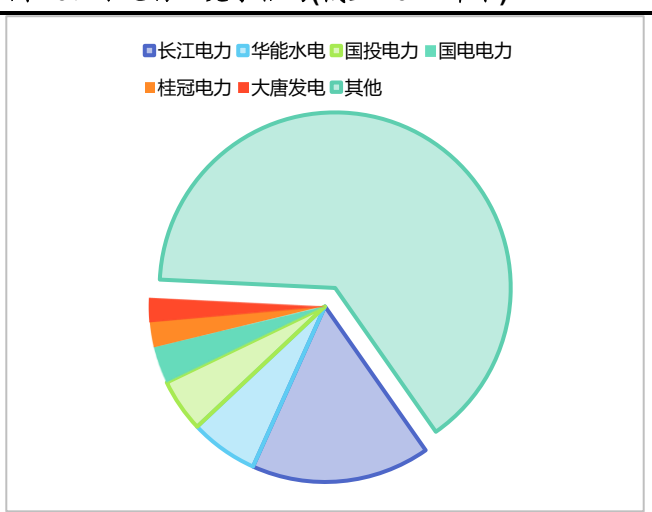
图9：水电单季度归母净利润走势



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

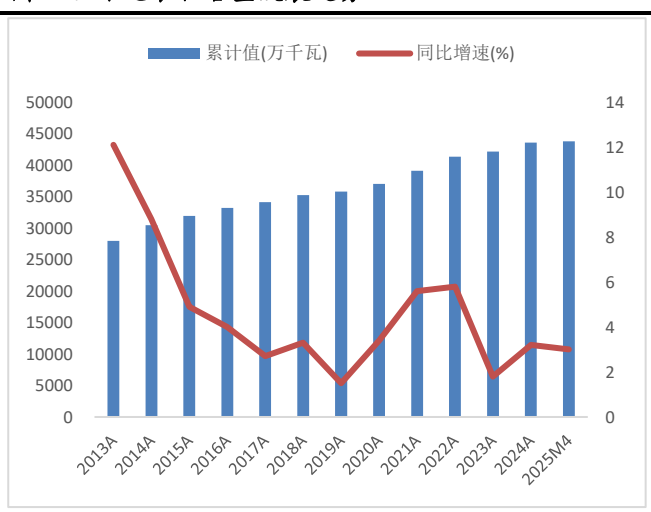
水电行业发展成熟，大型水电站优质稀缺。我国十三大水电基地正在开发和将开发的水电站中，装机 500 万千瓦以上水电站增量近乎为零，优质大型水电站具有较强稀缺性。在十三大水电基地中，具有流域整体独家开发权的仅有长江电力、华能水电、国投电力和川投能源。水电行业竞争格局相对稳定。截至 2024 年末，国内装机容量排名前三的水电公司长江电力、华能水电、国投电力，国内水电装机容量分别为 7169.5 万千瓦、2730.58 万千瓦、2130.45 万千瓦，合计装机容量全国占比 27.59%。华能水电 2024 年内托巴水电站全面投产，装机容量提升；国投电力在建孟底沟水电站、卡拉水电站、巴塘水电站、两河口混蓄等水电站项目，将在“十五五”期间提升装机容量。截至 2024 年度末，我国水电装机容量为 4.36 亿千瓦，与 2030 年 5.4 亿千瓦的装机目标相比仍有增长空间。

图 10：水电行业竞争格局(截至 2024 年末)



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

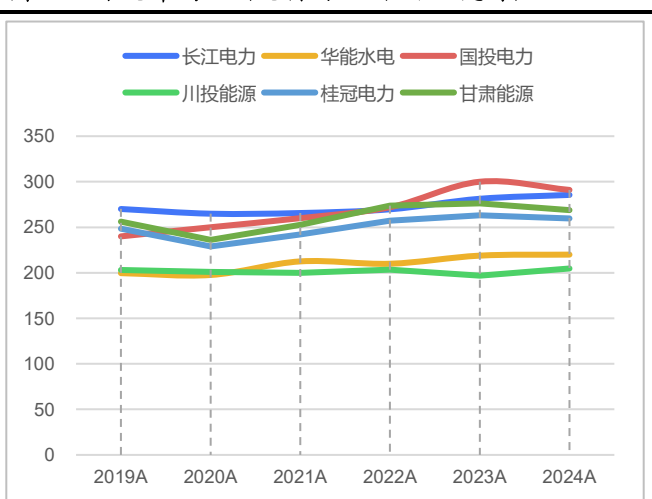
图 11：水电装机容量发展趋势



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

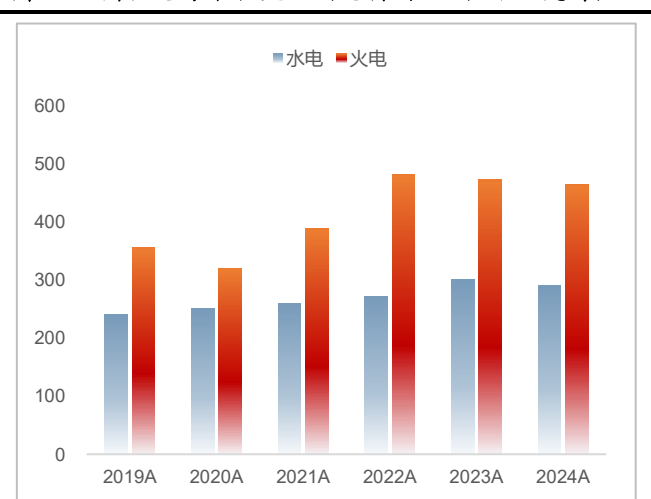
水电电价具备长期上涨空间的优势没有改变。水电发电成本低，整体平均电价低于其他类型电源，竞争力较强。随着可再生能源发电比例的逐步提高、电力市场化改革的持续推进，水电作为我国传统优势清洁能源，水电电价上涨有助于反映其环保价值和市场供需关系。水电电价存在长期上涨空间也是水电企业值得长期投资的逻辑之一。

图 12：水电平均上网电价对比（元/兆瓦时）



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

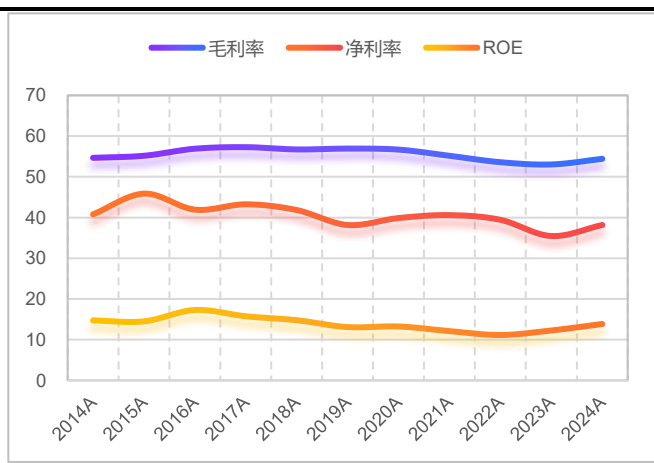
图 13：国投电力水、火上网电价对比（元/兆瓦时）



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

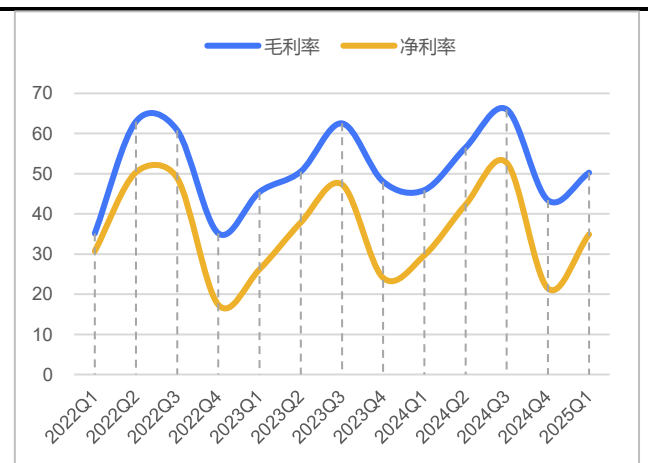
水电盈利能力强且稳健。水电的成本主要来自于折旧费用，水电企业将水电站（大坝、发电机组等）的固定资产成本，按一定年限分摊到各会计期间，属于非付现成本。水电站设备使用寿命远超会计折旧年限，当折旧期满后，水电企业的成本将大幅下降，盈利能力将大幅提升。2024 年，水电毛利率、净利率分别为 54.41%、38.16%，分别同比提升 1.38 个百分点、2.71 个百分点；ROE 达到 13.85%，较 2023 年同期提升 1.59 个百分点。2025 年第一季度，水电毛利率 50.26%，较 2024 年度同期提升了 4.35 个百分点；净利率 34.89%，较 2024 年度同期提升了 5.22 个百分点。

图 14：水电年度主要盈利能力指标对比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 15：水电单季度盈利能力指标对比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

源于稳定的现金流和成熟的运营模式，水电具备高股息特征。截至 2025 年 6 月 15 日，股息率超过 3% 的有长江电力、桂冠电力。长江电力近三年年度分红比例均超过 70%，近三年累计分红总金额超过 600 亿元。

表 5：水电企业分红情况对比

证券名称	股息率 (%)	2022 年度现金分红比例 (%)	2023 年度现金分红比例 (%)	2024 年度现金分红比例 (%)	近三年累计分红总额 (亿元)
长江电力	3.36	94.29	73.66	71.00	632.30
桂冠电力	3.22	49.13	128.59	29.34	47.69
甘肃能源	2.87	31.81	33.79	35.51	8.56
川投能源	2.45	50.76	44.31	43.26	56.84
华能水电	1.85	46.32	42.42	43.39	99.90
黔源电力	1.83	30.96	30.68	19.59	2.78

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2025 年 6 月 15 日）

总体上看，水电板块作为红利资产的标杆，在电力及公用事业行业中盈利能力最强，经营周期亦最长。水电电价长期存在上涨空间，综合考虑股息率水平等因素，建议从中长期视角关注长江电力、川投能源、华能水电。

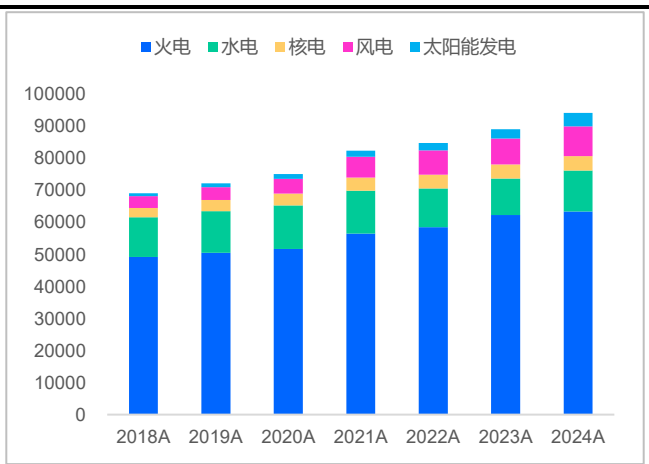
3. 电价下降影响收入，但煤价下行促进火电盈利

在新能源快速发展之际，由于其受天气影响存在波动性，火电持续发挥兜底保障和系统调

节性作用。我国煤炭消费总量将在“十五五”期间达到峰值平台期，并在峰值平台维持数年，煤炭作为我国主体能源的地位在短期内很难改变。

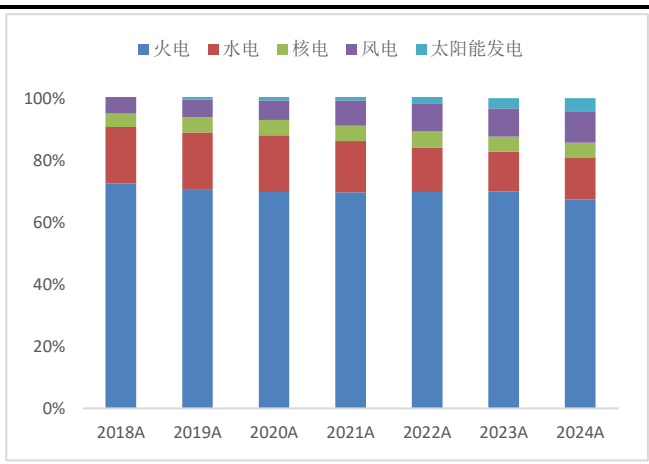
火电仍为第一大电源，但其发电量占比呈现下降趋势。根据国家统计局数据，2024 年，非化石能源水电、核电、风电、太阳能发电量同比增长 14.8%，在一定程度上挤压了火电的处理空间。2024 年，全国规上工业火电发电量 6.34 万亿千瓦时，同比增长 1.8%；规上工业火电发电量占比 67.36%，较 2023 年同期下降 2.59 个百分点。2025 年 1—4 月，全国规上工业火电发电量 1.98 万亿千瓦时，同比减少 4.1%。伴随着非化石能源的快速发展，预计火电发电量占比将持续下行。

图 16：各类型电源年度发电量走势（亿千瓦时）



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

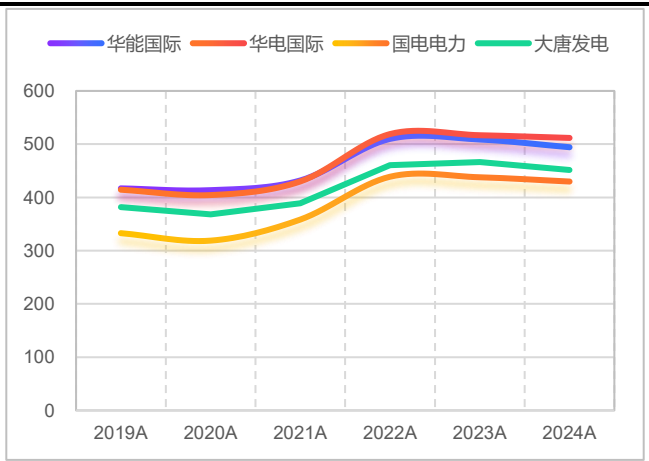
图 17：各类型电源年度发电量占比



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

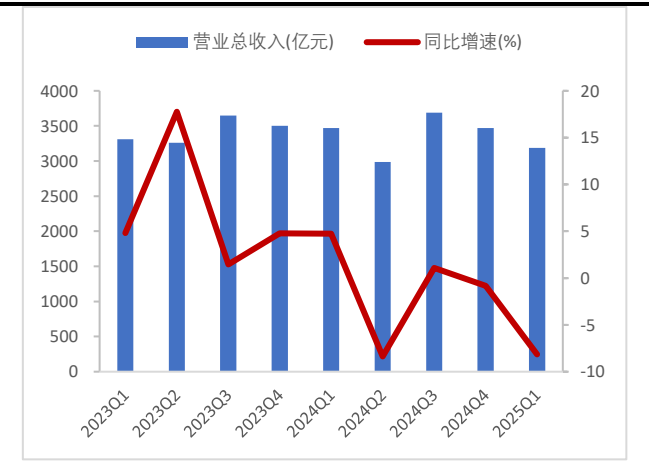
市场电价下行，火电企业营业收入下降。大型火电代表性企业平均电价普遍下降。2024 年，华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电平均上网电价分别为 494.26 元/兆瓦时、511.74 元/兆瓦时、429.82 元/兆瓦时、451.43 元/兆瓦时，分别同比减少 2.85%、0.98%、1.83%、3.21%。2024 年，火电行业营业收入 1.36 万亿元，同比减少 0.95%；2025 年一季度，火电行业营业收入 3186.33 亿元，同比减少 8.15%。

图 18：大型火电企业平均上网电价对比(元/兆瓦时)



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

图 19：火电行业单季度营业收入

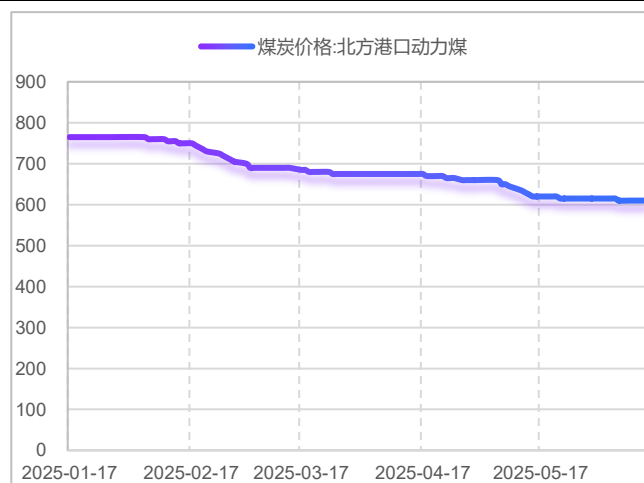


资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

煤炭价格中枢回落，煤价跌幅大于电价跌幅，火电机组维持盈利。2024 年 12 月 31 日，

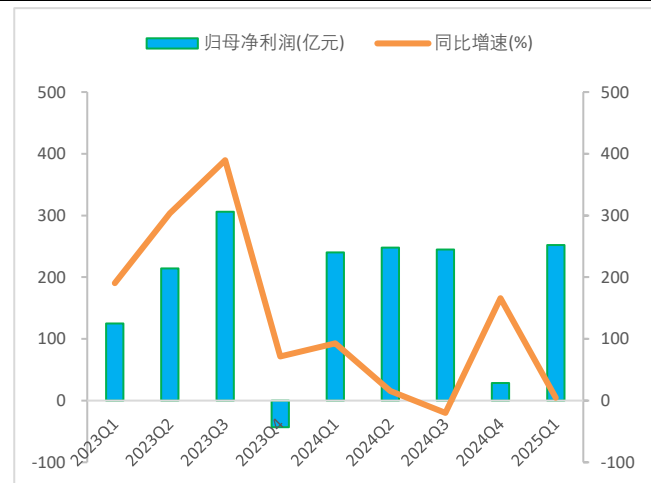
北方港口动力煤价格 770 元/吨，2024 年全年下跌 16.76%。2025 年 6 月 13 日，北方港口动力煤价格 610 元/吨，2025 年累计下跌 20.78%。火电企业燃料成本下跌，2024 年，华能国际、华电国际、大唐发电燃料成本分别同比减少 9.40%、6.49%、5.64%。2024 年以来，火电企业单季度盈利规模相对稳定，除了四季度收到计提折旧减值的影响，前三季度单季度归母净利润达到了 240-250 亿元的水平。

图 20：北方港口动力煤价格走势（元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 21：火电行业单季度归母净利润



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

煤价低位运行，火电行业正从“周期困境”转向“稳定收益”资产。2024 年冬季以来，受供需宽松等因素影响，煤炭价格下行。目前，煤炭价格仍处于震荡筑底阶段。我国电价市场化改革持续推进，2024 年，火电“电量电价+容量电价+辅助服务电价”的价格体系确立。资本市场积极推进火电资产并购重组。2024 年 11 月，甘肃能源收购甘肃电投常乐发电股权。2025 年 5 月，华电国际收购中国华电集团旗下 8 家火电企业资产获得中国证监会核准批复。不同于水电，火电企业年度分红比例大多处于 30%—50% 区间。一方面由于长期受煤价波动影响；另一方面，火电企业需要综合考虑资本开支和现金流情况。

表 6：股息率排名靠前火电企业分红情况对比

证券名称	股息率 (%)	2022 年度现金分红比例 (%)	2023 年度现金分红比例 (%)	2024 年度现金分红比例 (%)	近三年累计分红总额 (亿元)
上海电力	5.36	30.73	35.37	38.55	14.51
联美控股	5.31	50.34	52.02	108.02	18.34
浙能电力	4.65	--	51.42	50.15	76.22
申能股份	4.58	72.57	56.60	55.84	49.46
陕西能源	4.55	53.10	52.82	6.23	42.00
深圳能源	4.54	30.29	32.55	35.59	20.46
内蒙华电	4.38	60.56	60.23	61.75	37.14
华电国际	3.95	2,049.39	33.93	14.35	57.27
广州发展	3.69	51.81	53.53	54.67	25.25
宝新能源	3.52	35.64	73.47	46.26	10.44
国电电力	3.43	63.14	38.16	16.33	74.91
宁波能源	3.38	41.49	41.15	58.83	4.86

国投电力	3.05	50.25	55.01	55.01	93.92
通宝能源	3.03	--	30.36	--	2.06
华能国际	2.74	--	37.17	41.82	73.78
天富能源	2.56	--	50.49	30.43	3.17
京能电力	2.29	100.02	80.04	46.62	23.10
湖北能源	1.94	33.66	33.46	35.83	17.38

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2025 年 6 月 15 日）

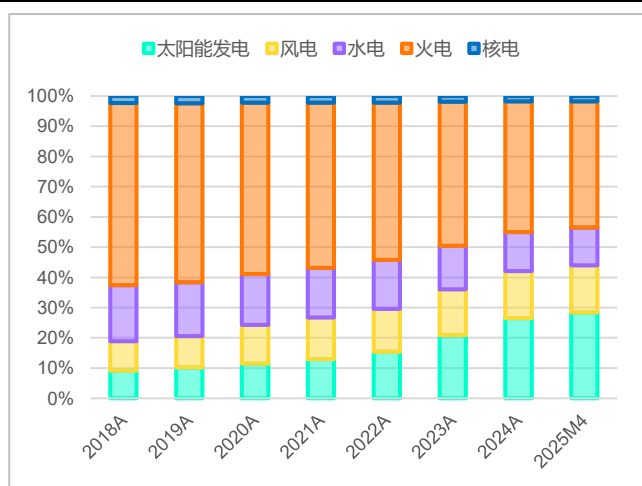
总体来看，我们认为在煤价下跌后，火电企业的公用事业属性在逐步增强。水电、新能源在一定程度上挤压了火电的出力空间，火电仍是发电端的主导电源，正向兜底调峰电源转型。建议从长期投资视角，关注水电、火电共同发展的国投电力。

4. 136 号文促进新能源电价市场化转型，核电运营商受电价下行影响

4.1. 新能源发电：136 号文促进新能源行业市场化转型

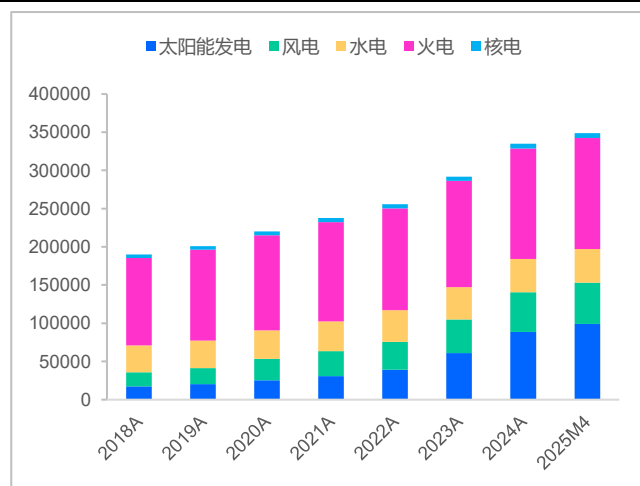
实现双碳目标的决心坚定不移，以新能源为主体的新型电力系统正在加快构建。新能源发电装机已成为装机增量的主体。2025 年前 4 个月，我国新增电力装机合计 1.38 亿千瓦，新增新能源装机合计 1.26 亿千瓦，占比 91.08%。其中新增太阳能装机 1.05 亿千瓦，在 2025 年新增电力装机中占比 76.24%；新增风电装机 2051 万千瓦，占比 14.84%。截至 2025 年 4 月末，我国新能源装机容量合计 15.33 亿千瓦，超过火电的 14.55 亿千瓦装机容量，占比 43.97%。其中，太阳能发电装机容量 9.92 亿千瓦，同比增长 47.7%；风电装机容量 5.41 亿千瓦，同比增长 18.2%。随着装机规模的提升，2024 年新能源发电量在供应端占比已提升至 14.39%。

图 22：各类型电源装机占比趋势



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

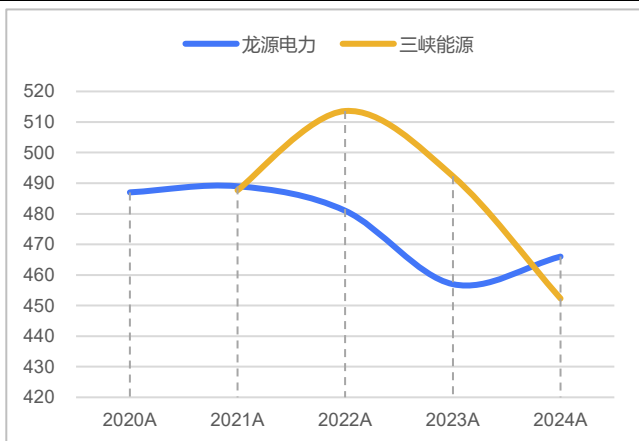
图 23：各类型电源装机规模趋势（万千瓦）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

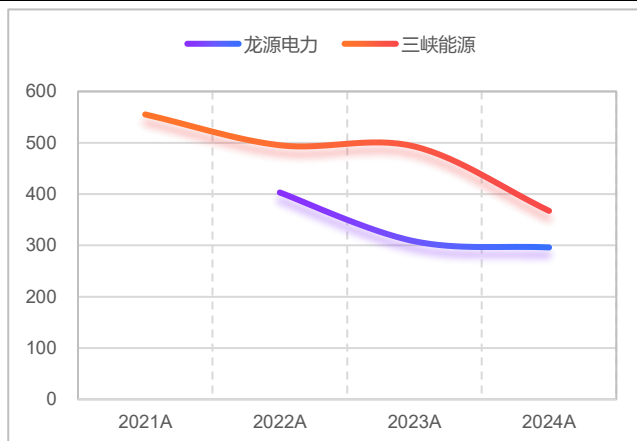
新能源发电企业上网电价持续下降。国家发改委于 2021 年发布《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》后，新能源平价上网政策正式全面实施，不再依赖补贴。随着新能源装机快速发展，平价项目占比持续提升，新能源上网电价呈下降趋势。

图 24：头部新能源发电企业风电上网电价(元/兆瓦时)



资料来源：龙源电力、三峡能源公告，中原证券研究所

图 25：头部新能源发电企业光伏上网电价(元/兆瓦时)



资料来源：龙源电力、三峡能源公告，中原证券研究所

新能源上网电价全面市场化转型。2025 年 1 月，国家发展改革委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》(简称“136 号文”)，进一步推动新能源上网电量参与市场交易，完善健全电力市场交易机制，健全中长期市场交易和价格机制，上网电价将全面由市场形成；建立健全支持新能源高质量发展的制度机制，以 2025 年 6 月 1 日为节点，对新能源存量项目与增量项目的电量规模、机制电价和执行期限等方面实施差异化分类管理。

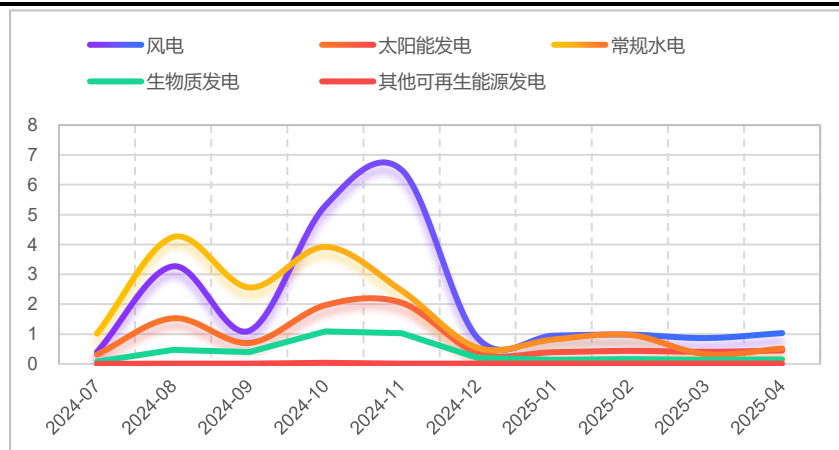
表 7：136 号文对存量和新增新能源项目的不同规定

	2025 年 6 月 1 日以前投产的新能源存量项目	2025 年 6 月 1 日起投产的新能源增量项目
电量规模	由各地妥善衔接现行具有保障性质的相关电量规模政策。新能源项目在规模范围内每年自主确定执行机制的电量比例、但不得高于上一年。	每年新增纳入机制的电量规模，由各地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，以及用户承受能力等因素确定。
机制电价	按现行价格政策执行，不高于当地煤电基准价。	由各地每年组织已投产和未来 12 个月内投产、且未纳入过机制执行范围的项目自愿参与竞价形成，初期对成本差异大的可按技术类型分类组织。竞价时按报价从低到高确定入选项目，机制电价原则上按入选项目最高报价确定、但不得高于竞价上限。
执行期限	按照现行相关政策保障期限确定。光热发电项目、已开展竞争性配置的海上风电项目，按照各地现行政策执行。	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投产时间确定，入选时已投产的项目按入选时间确定。

资料来源：国家发改委，国家能源局，中原证券研究所

绿证销售将增加新能源发电企业利润。自 2024 年 7 月国家发改委、国家能源局发布《电力中长期交易基本规则—绿色电力交易专章》以来，我国绿电市场化交易机制实现重大突破，绿证销售将成为新能源发电企业的重要利润来源。2025 年 1-4 月，国家能源局共计核发绿证 8.78 亿个，其中可交易绿证 6.21 亿个。

图 26：可再生能源绿色电力证书月度核发量（亿个）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

虽然装机容量快速增长，但新能源发电企业业绩受平均电价下行影响。136 号文将推动新能源电价全面市场化，对新能源发电企业的运营能力提出了更高要求。

4.2. 核电：核电机组核准加速，关注市场电价下行对核电业绩的影响

我国积极安全有序发展核电，核电装机水平整体处于快速发展的上行期。2025 年上半年，国常会一次核准 10 台核电机组，国家电投集团积极推进旗下上市平台电投产融并购核电资产，板块关注度持续提升。

2019 年起，我国核准节奏加快。自 2022 年起，我国连续四年每年核准 10 台以上核电机组。我国核电站的建设周期一般为 5—7 年。根据核电站的建设周期，预计在“十五五”将迎来核电机组的投产高峰。

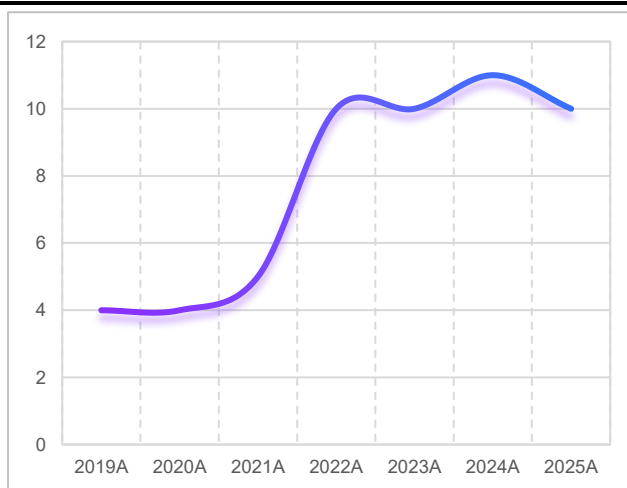
表 8：2019 年起我国核准核电项目情况

核准年份及台数	核准机组数量及技术路线	核准项目
2019 年(6 台)	2 台国和一号	山东荣成示范工程
	2 台华龙一号	福建漳州核电一期
	2 台华龙一号	广东太平岭核电一期
2020 年(4 台)	2 台华龙一号	浙江三澳核电一期
	2 台华龙一号	海南昌江核电二期
	2 台 VVER	江苏田湾核电四期
2021 年(5 台)	2 台 VVER	辽宁徐大堡核电二期
	1 台玲龙一号	海南昌江小堆示范项目
	2 台 CAP1000	浙江三门核电二期
2022 年(10 台)	2 台 CAP1000	山东海阳核电二期
	2 台华龙一号	广东陆丰核电
	2 台华龙一号	福建漳州核电二期
	2 台 CAP1000	广东廉江核电一期
	2 台华龙一号	石岛湾核电厂扩建一期
2023 年(10 台)	2 台华龙一号	福建宁德核电三期
	2 台华龙一号	辽宁徐大堡核电一期
	2 台华龙一号	广东太平岭核电二期

2024 年(11 台)	2 台华龙一号	浙江金七门核电一期
	2 台华龙一号+1 台高温气冷堆	江苏徐圩核电一期
	2 台 CAP1000	广东陆丰核电一期
	2 台华龙一号	山东招远核电一期
2025 年(10 台) (截至 4 月 27 日)	2 台华龙一号	浙江三澳核电二期
	2 台 CAP1000	广西白龙核电一期
	2 台华龙一号	广西防城港核电三期
	2 台华龙一号	广东台山核电二期
	2 台 CAP1000	山东海阳核电三期
	2 台华龙一号	浙江三门核电三期
	2 台华龙一号	福建霞浦核电一期

资料来源：中国能源报，中原证券研究所

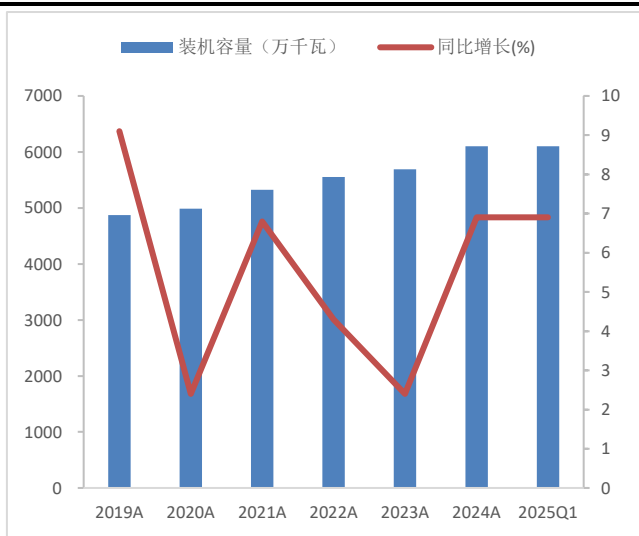
图 27：2025 年我国一次核准 10 台核电机组(台)



资料来源：中国核能行业协会，中原证券研究所

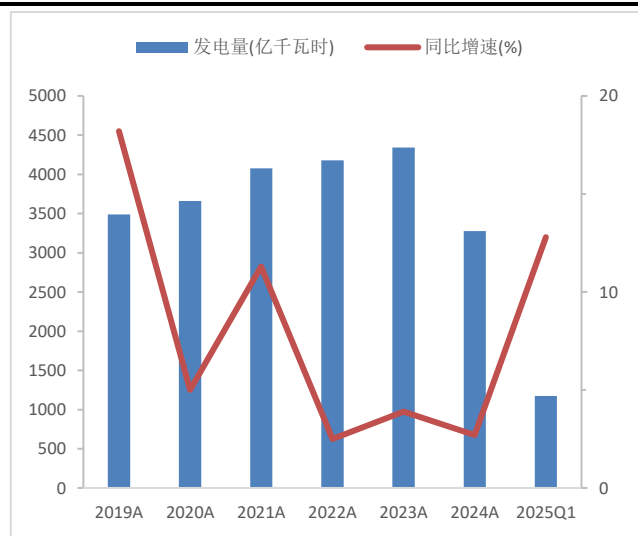
2030 年核电发电量占比或从 5%提升至 10%。根据中国核能行业协会公布的《全国核电运行情况（2025 年 1-3 月）》，2025 年一季度中国核电的漳州核电 1 号机组 1 台核电机组投入商运。根据国家能源局数据，截至 2025 年 3 月末，我国运行核电机组共 58 台，装机容量为 6101 万千瓦。根据国家统计局数据，2024 年，我国规上工业核电发电量 4449 亿千瓦时，同比增加 2.70%。2025 年一季度，规上工业核电发电量 1173.8 亿千瓦时，同比增加 12.8%。2025 年 4 月 27 日，中国核能行业协会发布《中国核能发展报告 2025》蓝皮书，我国在运、在建和核准建设的核电机组共 102 台、装机容量达到 1.13 亿千瓦，核电总体规模首次跃居世界第一。目前，我国在建核电机组共 28 台，总装机容量达到 3365 万千瓦，在建机组装机容量连续 18 年保持世界第一。

图 28：我国核电装机容量情况



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

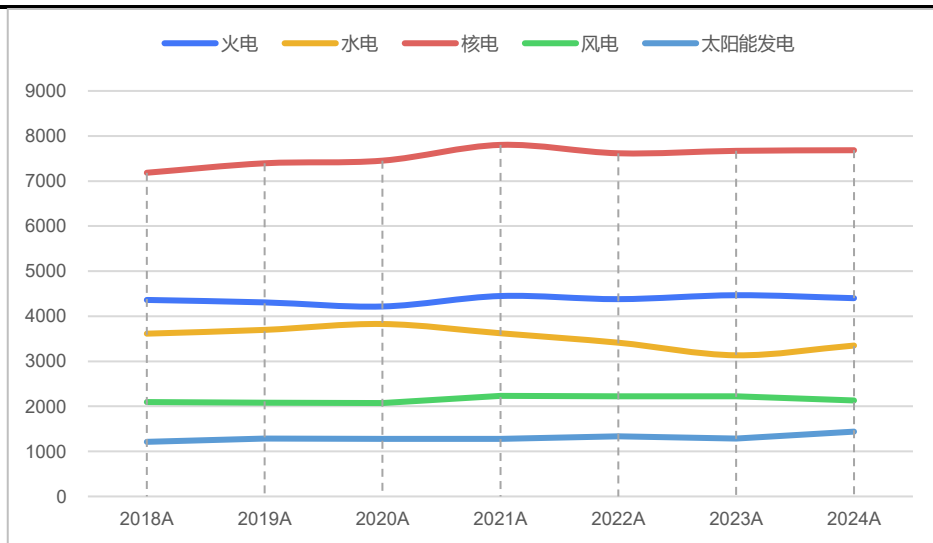
图 29：我国核电发电量情况



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

相较其他发电类型，核电平均利用小时数最高，出力最为稳定，在新型电力系统中将充当重要的基荷能源角色。2024 年，核电平均利用小时数为 7683.49 小时，同比增加 13.49 小时。

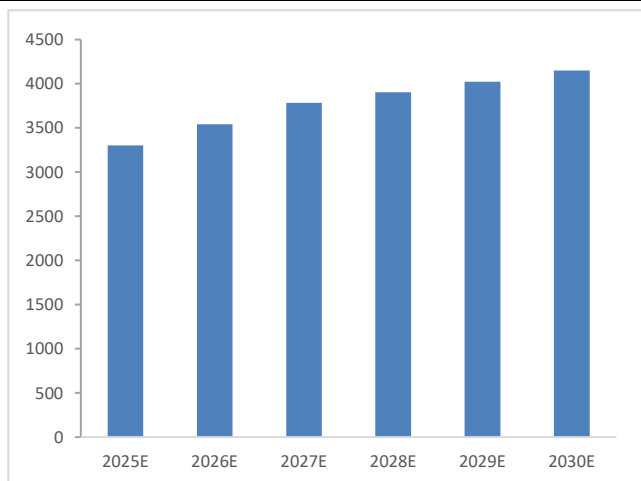
图 30：各类型发电设备历年平均利用小时数对比（小时）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

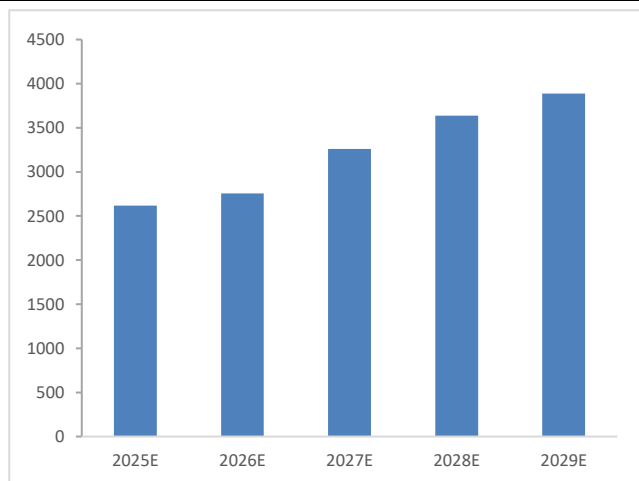
核电双寡头装机规模将持续增长。截至 2025 年一季度末，中国广核、中国核电管理的核电装机容量分别为 3179.6 万千瓦，2496.2 万千瓦，合计全国核电装机占比 93%。预计中国核电漳州 2 号机组、中国广核惠州 1 号机组将于 2025 年分别投产，随着新机组于 2026-2030 年期间分别投产，中国广核、中国核电的核电装机容量将维持稳步增长。

图 31：中国广核核电装机容量走势(万千瓦)



资料来源：中国广核公告，中原证券研究所

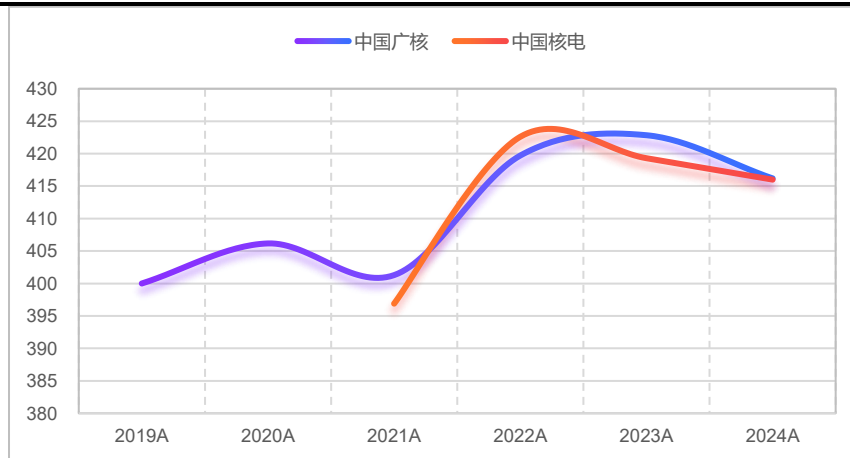
图 32：中国核电核电装机容量走势(万千瓦)



资料来源：中国核电公告，中原证券研究所

市场电价下行将影响核电盈利水平。我国在运核电机组的上网电价分为计划电价和市场电价两类，其中计划电价由有关政府部门核准批复，市场电价通过市场化交易方式形成。目前核电计划电价相对平稳，但市场电价持续下行，而中国广核、中国核电市场化交易电量占比持续提升，因此市场电价下行将对中国广核、中国核电两家公司的盈利水平造成不利影响。

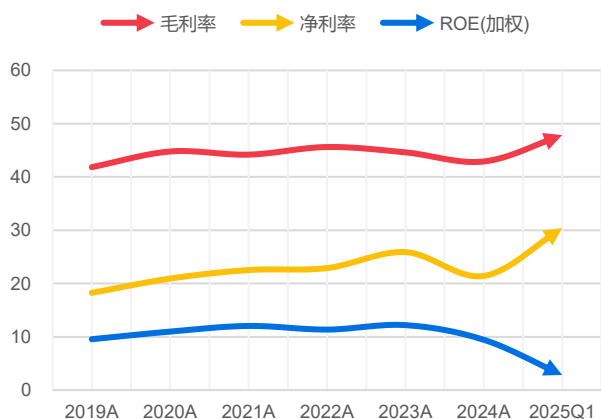
图 33：中国广核、中国核电平均上网电价对比（元/兆瓦时）



资料来源：中国广核、中国核电公告，中原证券研究所

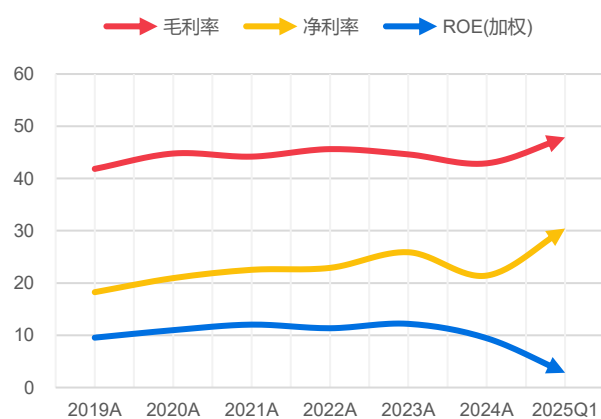
从盈利指标看，核电运营商盈利能力稳健。中国核电、中国广核的毛利率、净利率、ROE 受机组大修时间增加及市场化交易电价下降影响，但整体维持在较高的水平。2024 年，中国核电、中国广核毛利率分别为 42.91%、34.03%，净利率分别为 21.42%、20.10%，ROE 分别为 9.44%、9.33%。

图 34：中国核电盈利能力（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 35：中国广核盈利能力（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

电投产融将成为第三家核能发电上市公司。国家电投集团作为我国第三大核电投资运营商，旗下的上市公司电投产融将置入电投核能的核电资产，从而成为继中国广核、中国核电之后的第三家上市核电运营平台。

表 9：核电行业竞争格局

企业	在运机组 (台)	控股在运装机规模 (万千瓦)	市场占有率（控股 在运装机口径）
中广核集团	25	2,840	46.60%
中核集团	26	2,496	40.95%
国家电投集团	6	739	12.12%
中国华能	1	20	0.33%
合计	58	6,095	100.00%

资料来源：电投产融公告，中原证券研究所（截至 2025 年 5 月 16 日）

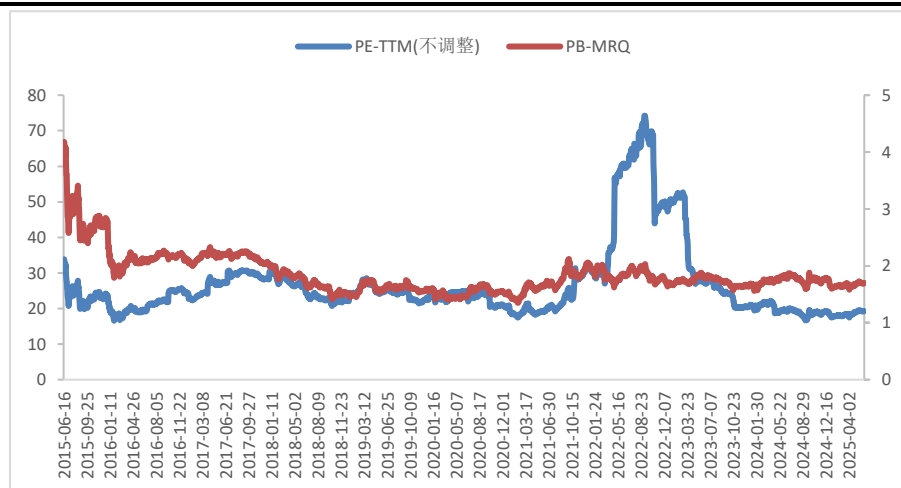
2022 年以来我国核电机组核准节奏加快，近几年核准的核电机组将在“十五五”期间陆续投产，核电运营商装机规模将持续提升。核电运营商维持较强的盈利能力，但市场电价下行，将影响核电运营商在 2025 年的业绩表现。

5. 投资评级及主线

5.1. 维持“强于大市”的投资评级

电力及公用事业整体估值仍处于合理偏低估区间。根据同花顺 iFinD 数据统计，截至 2025 年 6 月 15 日，电力及公用事业市盈率 19.27 倍，低于近十年中位数 23.95 倍，近十年分位值 15.37%，属于低估状态；市净率估值为 1.70 倍，低于近十年中位数 1.75 倍，近十年分位值 39.86%，属于合理偏低估状态。基于电力公用事业行业发展前景，及业绩增长预期和估值水平，维持电力及公用事业行业“强于大市”的投资评级。

图 36：电力及公用事业市盈率及市净率走势（倍）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

5.2. 投资主线及重点标的

电力及公用事业行业是支撑社会经济运行的基础性行业，行业经营稳健，稳定性和防御性突出。我们实现“双碳”目标的决心坚定不移，新能源维持快速发展；核电机组核准节奏加速，新核电机组将于“十五五”期间逐步投产；水电作为传统优势能源，大型水电企业积极发展抽水蓄能；火电发电量占比下行但仍处主导地位，将逐步向兜底保障电源转型。

电价市场化改革加速推进，市场电价波动将为发电企业业绩带来不确定性影响。新能源在快速发展的同时，电价水平亦受到平价项目占比提升影响。2025 年 1 月，136 号文的发布，将推动新能源上网电价全面市场化。2025 年，市场电价下行，影响了火电、核电、新能源发电企业的利润水平。水电电价最低，有较强的竞争优势，存在长期上涨的空间。近期我国长期国债收益率维持较低水平，有利于高股息、低估值的红利资产。

从二级市场投资的视角，建议重点关注大型水电运营商。电力及公用事业行业的盈利主要来自发电企业，我们重点关注电力运营商在二级市场的投资价值。结合基本面、盈利能力、分红比例等因素，我们建议重点关注大型水电运营商。

水电：水电作为红利资产的代表，行业发展成熟，天生的自然垄断性使其行业护城河极深。由于特有的经营模式，经营周期亦足够长，水电站资产会计折旧完成后，折旧费用逐步转化为利润。受益于发电成本低，水电上网电价具备较大的上涨空间。2024 年、2025 年一季度，来水偏丰促进水电发电量增长。融资成本降低财务费用下降，有利于提升利润水平。结合基本面、股息率等因素，建议从中长期视角关注规模最大的红利资产标杆**长江电力**、水电装机排名第二的**华能水电**、和投资收益稳定的**川投能源**。

火电：煤价下跌后，火电企业的公用事业属性逐步增强。水电、新能源在一定程度上挤压了火电的出力空间，但火电仍是发电端的主导电源。建议从长期投资视角，关注水电、火电共同发展的**国投电力**。

核电：2022 以来我国核电机组核准节奏加快，新核准的核电机组将在“十五五”期间陆续

投产，核电运营商装机规模将持续提升。核电运营商维持较强的盈利能力，但市场电价下行，将影响核电运营商在 2025 年的业绩表现。

新能源发电：虽然装机容量快速增长，但新能源发电企业业绩受平均电价下行影响。136 号文推动新能源电价全面市场化，对新能源发电企业的运营能力提出了更高要求。

表 10：电力及公用事业 2025 年度中期投资策略重点公司估值及投资评级

子行业	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS2024A (元/股)	EPS2025E (元/股)	EPS2026E (元/股)	PE2024A (倍)	PE2025E (倍)	PE2026E (倍)	投资评级
水电	600900.SH	长江电力	7,492	1.33	1.39	1.44	23.06	22.03	21.26	增持
	600025.SH	华能水电	1,750	0.44	0.52	0.55	22.11	18.71	17.69	增持
	600674.SH	川投能源	795	0.93	1.07	1.13	17.46	15.17	14.36	增持
火电	600886.SH	国投电力	1,209	0.87	0.88	0.94	17.22	16.97	15.88	增持
核电	003816.SZ	中国广核	1,717	0.21	0.22	0.23	17.01	16.55	15.83	增持
	601985.SH	中国核电	1,942	0.46	0.5	0.56	20.32	18.82	16.80	增持
新能源发电	600905.SH	三峡能源	1,216	0.21	0.25	0.27	19.86	16.96	15.70	未评级
	001289.SZ	龙源电力	1,033	0.75	0.81	0.88	21.53	20.02	18.43	未评级
电网	600995.SH	南网储能	318	0.35	0.41	0.48	28.17	24.05	20.54	未评级
燃气	605368.SH	蓝天燃气	71	0.72	0.73	0.77	13.63	13.44	12.74	增持
环保水务	000885.SZ	城发环境	88	1.78	1.9	2.03	7.64	7.15	6.69	买入
供热	603071.SH	物产环能	69	1.32	1.42	1.53	9.33	8.68	8.05	未评级

资料来源：Wind，中原证券研究所（盈利预测选用 Wind 一致预期平均值，估值用 2025 年 6 月 15 日收盘价计算）

6. 风险提示

行业面临的主要风险包括：

- 1) 火电燃料成本波动风险；
- 2) 水电来水不及预期风险；
- 3) 新能源市场竞争加剧风险；
- 4) 市场电价下行风险；
- 5) 运营效率提升不及预期；
- 6) 成本管控不及预期；
- 7) 其他不可预测风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅—10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—15% 至—10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。