



公用事业行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

公用事业与环保组

分析师：姜涛（执业 S1130525120007）
jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：许子怡（执业 S1130526030003）
xuziyi@gjzq.com.cn

净资产增长报表修复，关注动荡下的能源安全

投资逻辑：

■ 业绩初窥：板块自由现金流转正，归母净资产持续增长

我们以截止 2026 年 4 月 5 日已披露 2025 年度报告的 46 家公司为样本：（1）受市场化电价下降以及电量波动影响，2025 年公用板块营收为 1.87 万亿元（同比-2.4%），其中火电同比-3.6%、绿电同比-7.8%；（2）业绩方面绿电承压明显，火电水电盈利持续改善：2025 年板块业绩为 1371 亿元（同比+0.9%），其中火电同比+11.1%、水电同比+42.5%、绿电同比-20.8%；（3）经营改善、投资收窄，自由现金流回正：剔除部分未披露现金流量表公司，2025 年公用板块经营现金流净额为 3744 亿元（同比+23.4%），其中绿电同比+47.0%、主要为年内补贴发放影响，受益于盈利改善、火电与水电均同比提升 30% 以上；投资现金流净额为净流出 2741 亿元（规模同比-31.9%），为绿电投资支出下降影响。盈利改善、投资支出强度放缓下，板块自由现金流回正至 380 亿元。（4）净资产持续增长：2025 年末板块含永续债的资产负债率小幅降至 65.2%，扣除永续债后的真实归母净资产较 2024 年末增长 4.7%，报表持续修复。

■ 煤与电行情的三维框架及跟踪体系：能源通胀下的电价上涨、业绩兑现中的时间线索、低配低估下的主题行情

我们认为当下煤与电行情的三维框架包括：（1）能源通胀下的电价上涨：关注煤价抬升的持续性与电价向上的拐点出现，促进煤与电走出通缩；（2）业绩兑现中的时间线索：关注各子板块业绩增长节奏，年初开始涨价的煤炭、一季报修复悲观业绩预期的火电、年中汛期水文改善的水电、下半年业绩或触底向上的绿电核电；（3）低配低估下的主题行情：公用与煤炭板块基金持仓去年 Q3、Q4 大幅回落，电力亦演绎了算电融合主题行情，我们看好未来能源安全成为新的行情主线，关注动荡中煤与电的安全资产价值。从跟踪体系来看，量的角度跟踪上半年用电量及煤电发电量在低基数下高增长的持续性、煤炭库存数据及水文改善进度；价格角度跟踪煤价、电力月度及现货价格、绿证价格；估值角度跟踪基金持仓、交易量/额拥挤度、业绩及预期股息率变化。我们强调，煤与电大部分龙头公司都具备股息基础，一方面评估煤炭及电力在基本面改善下的业绩预期扭转，另一方面关注主题行情机会（如算电融合、能源安全等）。

■ 外部动荡不止，能源安全当立：煤与电的分子、分母端均迎来改善

外部地缘动荡，我们从分子分母两端对能源资产的投资价值进行评估。（1）从分子侧来看，一方面是去年同期高耗能制造业承压导致的电量低基数效应，或带动煤与电的需求改善（今年 1-2 月用电量同比增长 6.1%）；另一方面是外部动荡下国内制造业需求改善（如 PMI 环比上行、1-2 月出口总额同比增长 19.2%），这或进一步扩大能源需求。我们认为能源端的用煤量、用电量均有望提升，且有概率向煤价、电价等价格端传导。（2）从分母侧来看，市场此前并未定价国内煤与电资产的安全价值，在地缘扰动下此类资产的持续经营能力将得到更充分的估值体现，同时伴随低利率环境持续，煤与电资产的息差亦相较此前有所扩张，这也是进一步的估值空间。结论上，煤炭已率先纳入能源安全框架，后续跟踪量价向业绩的传导。而需要强调的是，电力本质上也是国内的优质制造加工业，供需偏宽松的悲观预期或将迎来修复。我们建议从分子、分母两侧加强对煤与电等能源资产进行评估，关注能源安全的行情演绎。

■ 相关标的：关注时间线与事件线，底部企稳的九丰能源

时间线——当前的煤炭：兖矿能源、兖煤澳大利亚、中国神华、陕西煤业；一季报火电：申能股份、华能国际电力股份、国电电力、甘肃能源、内蒙华电；汛期的水电：国投电力、长江电力；后续的核电与绿电：中国广核、中国核电、龙源电力、福能股份。

事件线-央国企市值管理与资本运作：相关标的川投能源、华电国际。

风险提示

煤价波动幅度超预期；绿电装机及消纳情况不及预期；电力体制改革政策出台不及预期。



内容目录

| | |
|----------------------------|---|
| 一、业绩初窥：板块自由现金流转正，归母净资产持续增长 | 3 |
| 二、电力煤炭高频数据跟踪 | 5 |
| 三、板块估值及交易情况 | 7 |
| 四、风险提示 | 8 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图表 1： 2025 年公用板块营收小幅下滑 3% | 3 |
| 图表 2： 2025 年绿电营收下滑较大 | 3 |
| 图表 3： 2025 年公用板块业绩小幅增长 1% | 3 |
| 图表 4： 2025 年绿电业绩下滑较大 | 3 |
| 图表 5： 2025 年公用板块经营现金流大幅提升 23.4% | 4 |
| 图表 6： 2025 年公用板块投资强度明显收窄 | 4 |
| 图表 7： 2025 年公用板块筹资现金流净额转负 | 4 |
| 图表 8： 2025 年公用板块自由现金流回正 | 4 |
| 图表 9： 2025 年公用板块真实资产负债率小幅下降 | 4 |
| 图表 10： 2025 年末公用板块真实归母净资产增长 4.7% | 4 |
| 图表 11： 年初至今内贸煤价格持续提升 | 5 |
| 图表 12： 北方港口库存周环比持续提升 | 5 |
| 图表 13： 供暖季结束后电厂日耗持续回落 | 5 |
| 图表 14： 三峡出库流量周环比提升 | 5 |
| 图表 15： 近期坑口煤价趋于稳定 | 6 |
| 图表 16： 近期国内外煤价价差有所扩大 | 6 |
| 图表 17： 近期广东日前现货电价波动提升 | 6 |
| 图表 18： 山西日前市场电价波动幅度较大 | 6 |
| 图表 19： 全国 LNG 出厂价格指数 | 7 |
| 图表 20： 主要天然气市场价格波动 | 7 |
| 图表 21： 公用事业板块 PE 近十年分位数 45.25% | 7 |
| 图表 22： 公用事业板块 PB 近十年分位数 59.42% | 7 |
| 图表 23： 煤炭板块 PE 近十年分位数 89.50% | 7 |
| 图表 24： 煤炭板块 PB 近十年分位数 99.10% | 7 |
| 图表 25： 公用事业板块成交量占比快速上升 | 8 |
| 图表 26： 煤炭板块成交量占比上升 | 8 |
| 图表 27： 煤炭与公用事业分别位列申万板块年初至今涨跌幅的前列 | 8 |

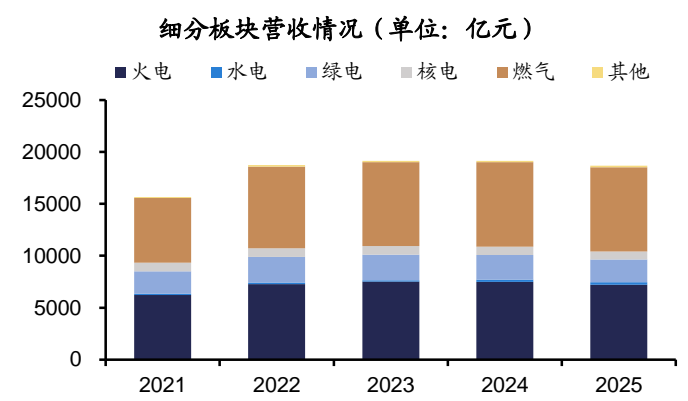
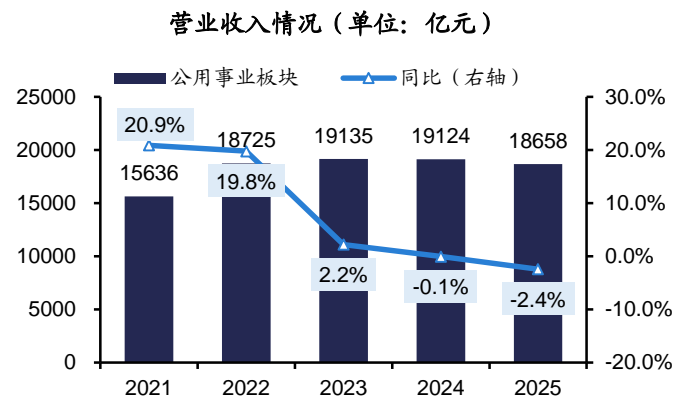


一、业绩初窥：板块自由现金流转正，归母净资产持续增长

我们以截止 2026 年 4 月 5 日已披露 2025 年度报告的 46 家公司为样本，2025 年公用事业板块营收为 1.87 万亿元（同比-2.4%），其中火电 7215 亿元（同比-3.6%）、水电 231 亿元（同比+12.3%）、绿电 2205 亿元（同比-7.8%）、核电 757 亿元（同比-4.1%）、燃气 8109 亿元（同比-0.3%），受制于市场化电价下降以及电量波动影响，电力各板块营收均有不同程度下滑。业绩方面，2025 年公用事业板块业绩为 1371 亿元（同比+0.9%），其中火电 599 亿元（同比+11.1%）、水电 60 亿元（同比+42.5%）、绿电 230 亿元（同比-20.8%）、核电 98 亿元（同比-9.9%）、燃气 362 亿元（同比-1.1%），绿电板块受电价及消纳等多重影响，板块业绩承压明显，火电水电盈利持续改善。

图表1：2025 年公用板块营收小幅下滑 3%

图表2：2025 年绿电营收下滑较大



来源：iFind，国金证券研究所

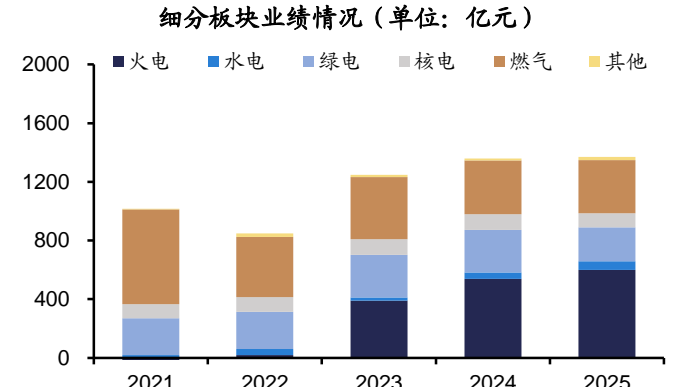
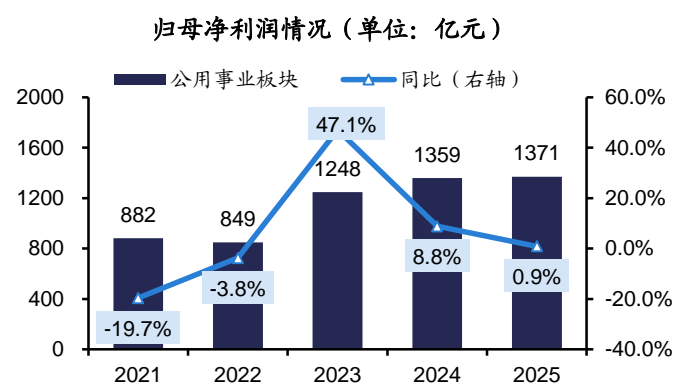
来源：iFind，国金证券研究所

备注：统计数据截止 2026 年 4 月 5 日已披露年报公司

备注：统计数据截止 2026 年 4 月 5 日已披露年报公司

图表3：2025 年公用板块业绩小幅增长 1%

图表4：2025 年绿电业绩下滑较大



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

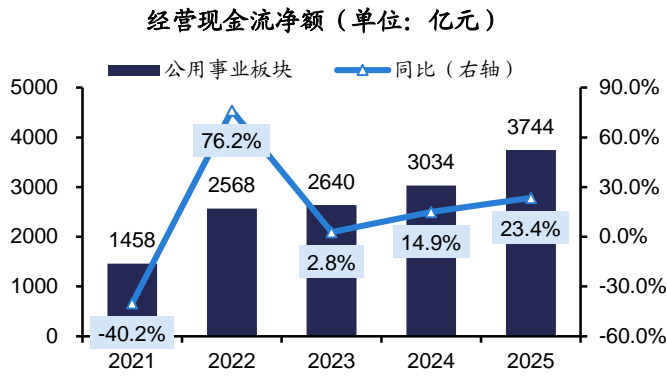
备注：统计数据截止 2026 年 4 月 5 日已披露年报公司

备注：统计数据截止 2026 年 4 月 5 日已披露年报公司

现金流方面，剔除部分未披露现金流量表港股公司，统计 2025 年公用事业板块经营现金流净额为 3744 亿元（同比+23.4%），其中绿电同比大增 47.0%、预计主要为年内可再生能源补贴发放影响，受益于盈利改善、火电与水电均同比大增 30% 以上。2025 年公用事业板块投资现金流净额为净流出 2741 亿元（规模同比-31.9%），其中火电同比大幅下滑 37.8%、绿电大幅下滑 38.0%，预计为绿电投资支出有所放缓影响。公用事业板块盈利改善、投资支出强度有所放缓下，板块自由现金流回正至 380 亿元（较 2024 年末提升 1368 亿元），筹资现金流转为净流出 231 亿元，板块含永续债的资产负债率小幅降至 65.2%，扣除永续债后的真实归母净资产较 2024 年末增长 4.7%，报表持续修复。



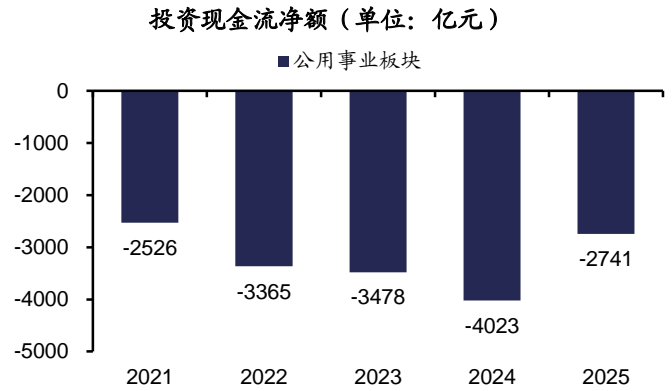
图表5: 2025年公用板块经营现金流大幅提升23.4%



来源: iFind, 国金证券研究所

备注: 统计数据截止2026年4月5日已披露年报公司

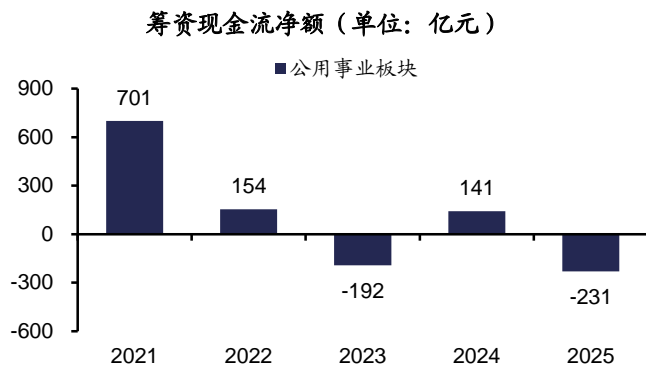
图表6: 2025年公用板块投资强度明显收窄



来源: iFind, 国金证券研究所

备注: 统计数据截止2026年4月5日已披露年报公司

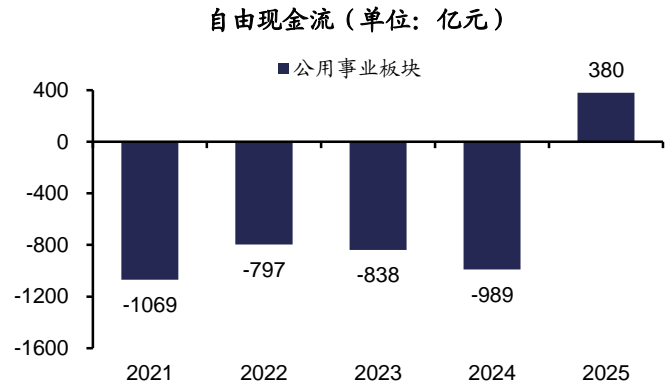
图表7: 2025年公用板块筹资现金流净额转负



来源: iFind, 国金证券研究所

备注: 统计数据截止2026年4月5日已披露年报公司

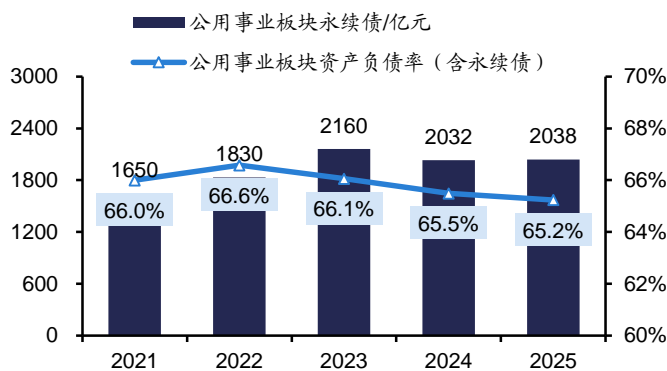
图表8: 2025年公用板块自由现金流回正



来源: iFind, 国金证券研究所

备注: 统计数据截止2026年4月5日已披露年报公司

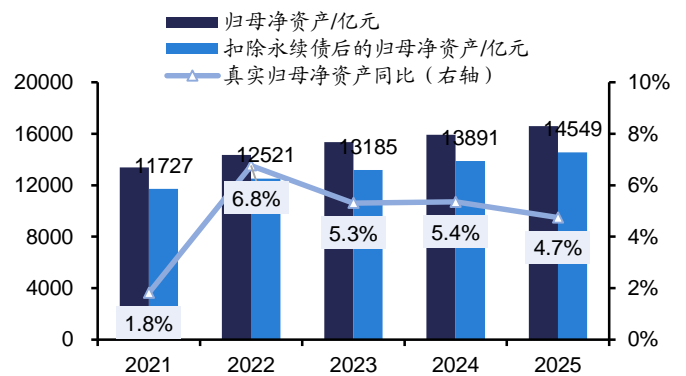
图表9: 2025年公用板块真实资产负债率小幅下降



来源: iFind, 国金证券研究所

备注: 统计数据截止2026年4月5日已披露年报公司

图表10: 2025年末公用板块真实归母净资产增长4.7%



来源: iFind, 国金证券研究所

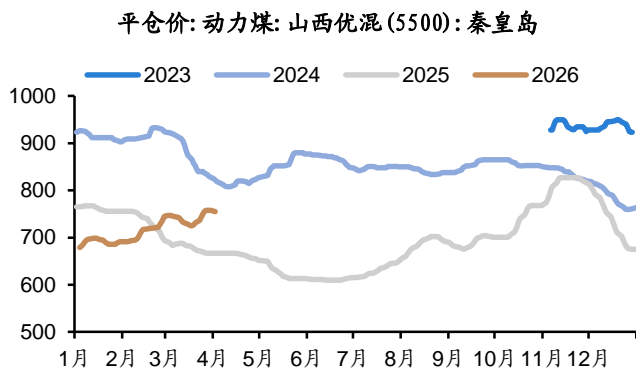
备注: 统计数据截止2026年4月5日已披露年报公司



二、电力煤炭高频数据跟踪

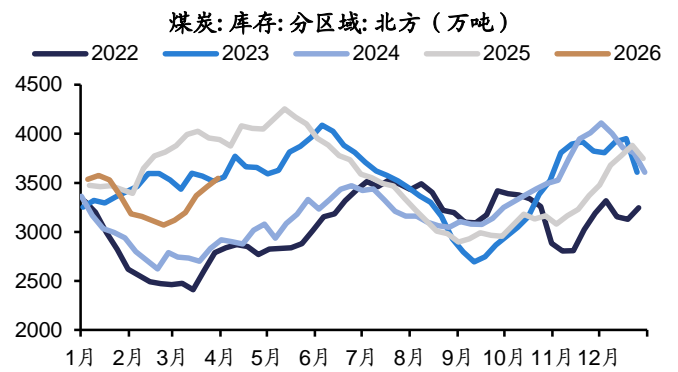
现货煤价年初至今持续抬升，呈现“价库双升”的逆季节性特征。截止4月2日秦皇岛港5500大卡现货煤价已升至755元/吨，同比上涨88元/吨（幅度+13.2%），周环比持平。3月伴随供暖季结束、气温回升，以及春节后企业全面复工复产的综合影响，电厂日耗持续低位，截止3月26日为680万吨，同比持平，周环比-20万吨（幅度-2.9%）。水文方面，年初出库流量处于同期低位，水电替代效应不足，倒逼火电用煤需求刚性，截止4月3日三峡出库流量8820立方米/秒，同比-5.7%、周环比+11.5%。综合影响下，近期港口库存持续提升，截止3月30日，北方港口库存达3547万吨，同比-395.10万吨（幅度-10.0%），周环比+87.40万吨（幅度+2.5%）。

图表11：年初至今内贸煤价格持续提升



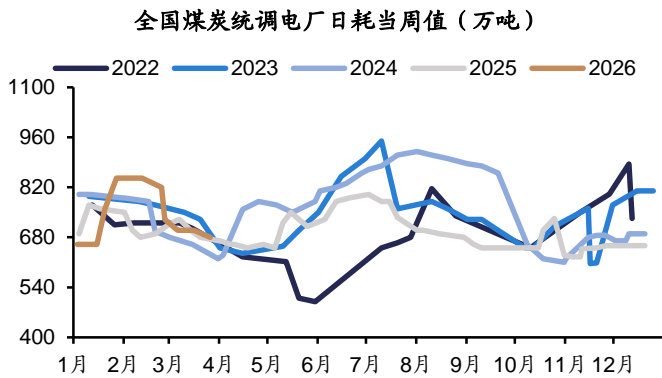
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表12：北方港口库存周环比持续提升



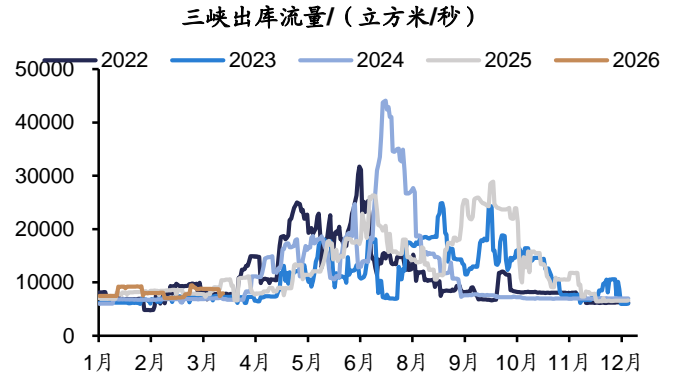
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表13：供暖季结束后电厂日耗持续回落



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表14：三峡出库流量周环比提升

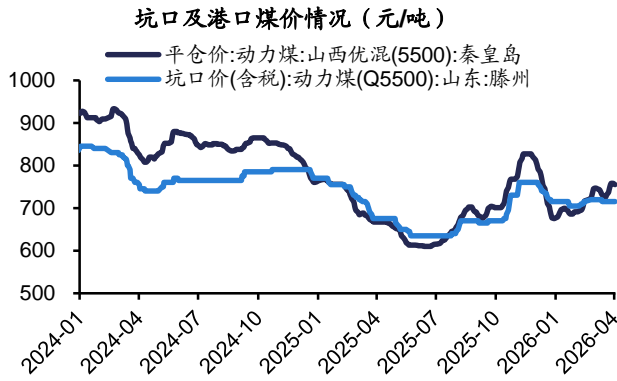


来源：长江三峡通航管理局，国金证券研究所

近期坑口煤价趋于稳定，海内外价差扩大、进口煤丧失性价比。2026年初至今山东滕州5500大卡坑口煤价在经历前期震荡后趋于稳定，截止4月2日为715元/吨，低于秦皇岛港口价格40元/吨，上年同期价差为8元/吨，价差周环比持平。海外煤价方面，2026年初至今国内外煤价同步上涨，但国内内贸港价涨幅相对滞后，本周价差有所收窄，截止4月2日山西优混动力煤5500大卡库提价840元/吨，同比+75元/吨（幅度+9.8%），周环比-5元/吨（幅度-0.6%）；澳煤5500大卡库提价为859元/吨，同比+112元/吨（幅度+15.0%），周环比-9元/吨（幅度-1.0%）；印尼煤5500大卡库提价为864元/吨，同比+103元/吨（幅度+13.5%），周环比-1.2元/吨（幅度-0.1%）。

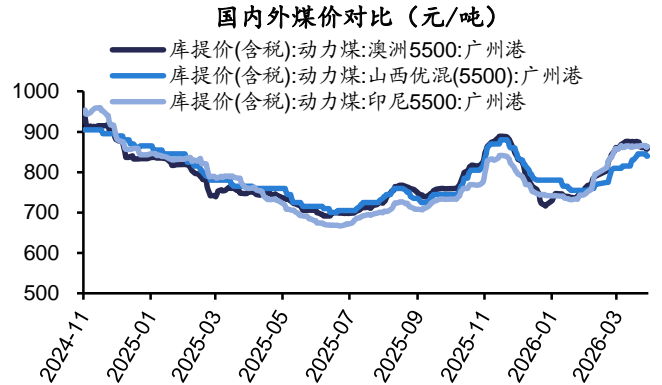


图表15: 近期坑口煤价趋于稳定



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

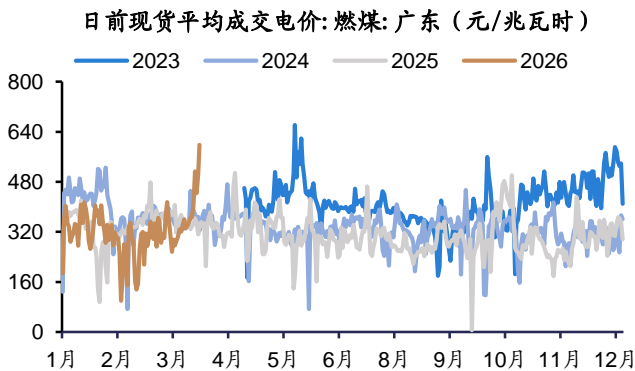
图表16: 近期国内外煤价价差有所扩大



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

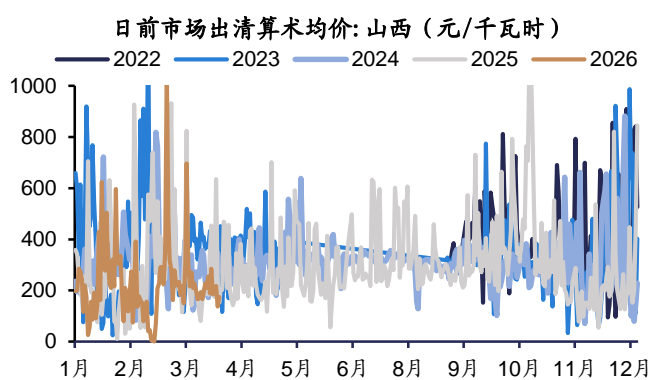
2026年初至今, 广东、山西电力现货电价呈现区域分化: 广东作为用电负荷中心之一, 考虑受复工需求回升、煤价上涨、水电偏弱支撑等影响, 3月至今燃煤现货电价波动抬升、显著高于往年同期, 3月31日燃煤电价达597.82元/兆瓦时, 同比+258.51元/兆瓦时(幅度+76.2%); 山西作为火电基地, 现货日前市场电价波动幅度更大, 或受煤价、新能源出力、外送需求多重驱动, 4月3日日市场出清算算术均价为136.70元/兆瓦时, 同比-89.98元/兆瓦时(幅度-39.7%)。

图表17: 近期广东日前现货电价波动提升



来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

图表18: 山西日前市场电价波动幅度较大

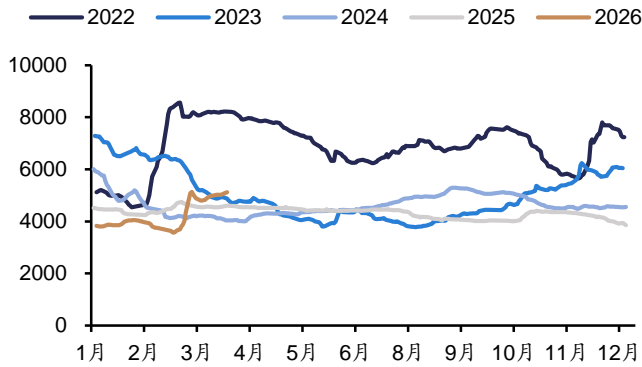


来源: 山西电力交易中心, 国金证券研究所

国内气价周环比上涨, 欧、美气价周环比下降。2022年俄乌冲突爆发, 直接冲击欧洲天然气供应链, TTF气价飙升至历史高位, 全球气价共振上行, 国内LNG出厂价同步冲高; 后续冲突持续扰动欧洲供应, 气价中枢长期抬升, 2023-2025年虽逐步回落但仍显著高于冲突前水平。2026年2月末美伊战争升级加剧中东油气供应风险, 能源替代效应凸显, 进一步推升全球天然气价格, 欧洲TTF、美国NYMEX气价同步波动, 截止4月2日欧洲TTF现货价格为50.08欧元/兆瓦时, 同比+22.1%, 周环比-5.6%; 美国NYMEX天然气期货价格为2.81美元/百万英热, 同比-30.1%, 周环比-5.6%; 中国LNG现货价格为4738元/吨, 同比+10.0%, 周环比+5.4%。

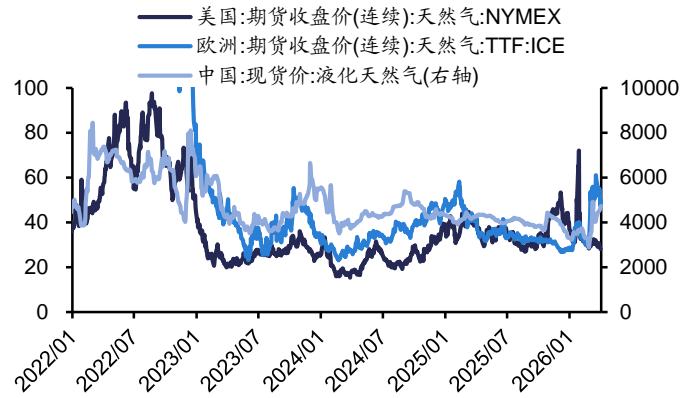


图表19: 全国 LNG 出厂价格指数



来源: 上海石油天然气交易中心, 国金证券研究所

图表20: 主要天然气市场价格波动



来源: CME, ICE, 国金证券研究所

三、板块估值及交易情况

估值水平上, 公用事业板块市盈率(剔除负值)为 18.57, 近十年估值分位数为 45.25%, 煤炭板块市盈率(剔除负值)为 18.27, 近十年估值分位数为 89.50%; 公用事业板块市净率为 1.82, 近十年估值分位数为 59.42%, 煤炭板块市净率为 1.81, 近十年估值分位数为 99.10%。在交易量上, 2026 年 2 月在算电融合的催化下, 公用事业板块成交量占比快速攀升, 3 月 26 日攀升至全市场的 13.1%, 成交额占比升至 6.8%; 4 月 3 日成交量小幅回落至 7.3%、成交额回落至 3.4%; 煤炭板块来看, 4 月 3 日成交量小幅回落至 1.9%、成交额回落至 0.7%。年初至今 SW 一级行业中, 煤炭、公用事业板块分别上涨 15.3%、5.2%, 位列第二、第六名。

图表21: 公用事业板块 PE 近十年分位数 45.25%



来源: iFind, 国金证券研究所

图表22: 公用事业板块 PB 近十年分位数 59.42%



来源: iFind, 国金证券研究所

图表23: 煤炭板块 PE 近十年分位数 89.50%



来源: iFind, 国金证券研究所

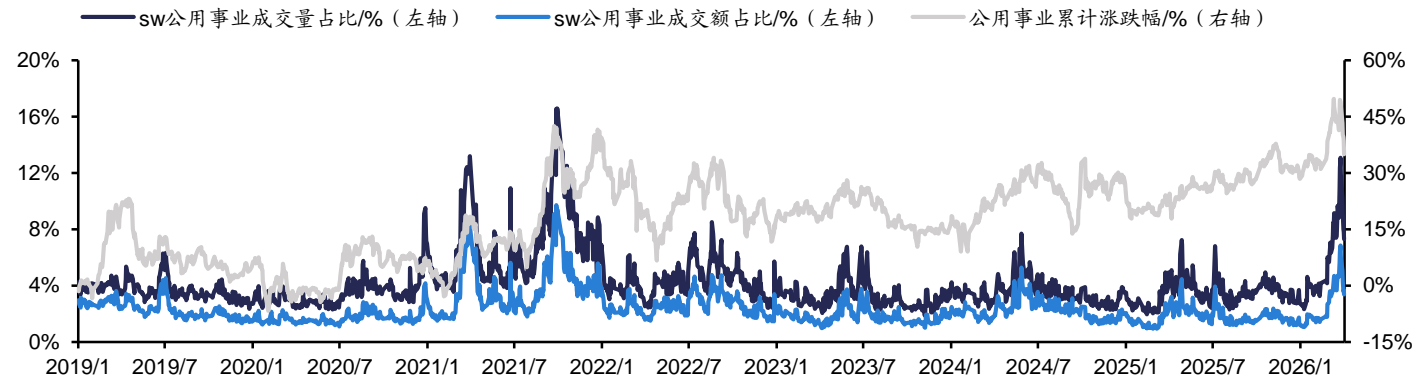
图表24: 煤炭板块 PB 近十年分位数 99.10%



来源: iFind, 国金证券研究所

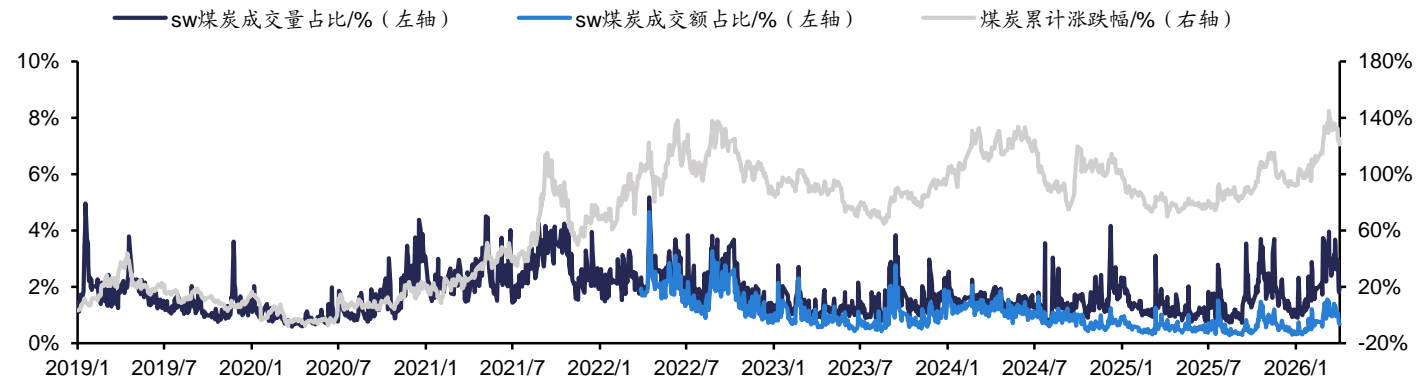


图表25: 公用事业板块成交量占比快速上升



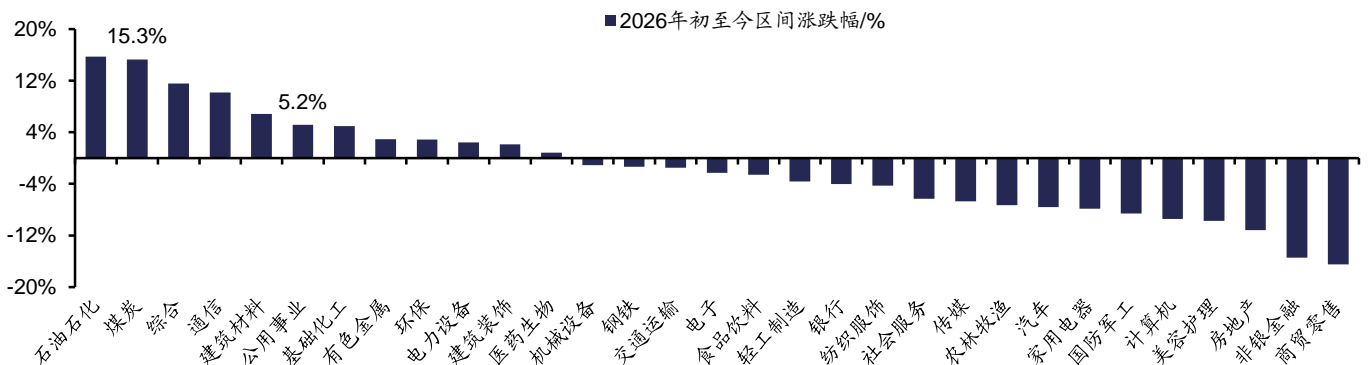
来源: iFind, 国金证券研究所

图表26: 煤炭板块成交量占比上升



来源: iFind, 国金证券研究所

图表27: 煤炭与公用事业分别位列申万板块年初至今涨跌幅的前列



来源: iFind, 国金证券研究所

四、风险提示

煤价波动幅度超预期; 绿电装机及消纳情况不及预期; 电力体制改革政策出台不及预期。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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