



公用事业行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

公共事业与环保组
分析师：姜涛（执业 S1130525120007）
jiang_tao@gjzq.com.cn

关注电煤需求弹性，把握电力投资节奏

核心观点

■ 关注电煤需求弹性，尤其是上半年的低基数效应

我们在一月中旬提出，关注煤炭受益于煤价和供需的影响下，或迎景气度拐点向上，尤其关注上半年的低基数效应。综合来看，电煤需求弹性的思路有三：**(1) 今年上半年用电量或在低基数下高增长**：2025年上半年二产用电量基数偏低，在1707亿度用电量增量中仅占681亿度，占比为40%，远低于其在全社会用电量结构占比的64%，主要原因系高耗能制造业如黑色、有色、建材等电量承压。承压导致的低基数效应大约从2024年8月（二产在电量增量占比为28.0%）持续至2025年7月（二产在电量增量占比为33.7%）。从2025年8月开始，上述高耗能制造业已开始呈现低基数下的改善，拖累效应已有所减弱。此外，新兴制造业（电气设备、汽车、通信设备等）需求旺盛，三产居民受益于电气化程度提升亦保持高增。因此，对于2026年上半年的用电量增速可以适度乐观。**(2) 今年上半年煤电发电量或在低基数下高增长**：2025年上半年煤电发电量基数偏低，同比5%滑降幅达633亿度。与此同时，风光占据149%的发电量增量，挤出全部电源，一方面系风光136号文抢装下装机新增，另一方面系风光及光照资源好于上年。展望2026年上半年，装机或难更大幅度增长，若利用小时数亦无法大幅提升，或导致煤电量增好于预期。**(3) 关注海外数据中心等电力增量对电煤需求拉动，挤占进口煤需求**：数据中心算力、工业化等带动海外电力需求提升，而煤电作为能够短期通过提升利用小时来贡献电量增长的发电主体，亦或带动电煤用量超预期增长，进而导致进口煤紧张（类似2022欧盟缺电导致煤电用电量占比从2020年的12.8%提升至2022年的16%）。从供给侧补充来看，关注印尼煤炭配额政策调整，亦或带动煤价上行，但也需要关注供给的政策波动。目前我们建议重视需求额外边际，或成为煤价变化的驱动力，关注港口去库进度（去年上半年电煤港口库存高位）、风光利用小时等评估性指标。

■ 把握电力投资节奏，论证火电第三轮业绩策略、评估水文数据改善、关注央企市值管理

基于上述对于煤价的探讨，我们此前提出的火电三轮次策略（**评估电价、煤价、Q1业绩**）预计将演绎第三轮次，即关注市场化交易提升度电利润、容量电价新政带来的超预期容量电价提升、市值管理提升分红等对于Q1业绩的提升作用，从而兑现火电的公用事业化。我们强调，即便在电量电价和煤价都处于劣势的情况下，目前港股火电和部分A股稳定分红型火电的已经具备较好的股息价值，关注一季报前后火电的投资窗口期。水电方面则主要关注主汛期水文数据改善带来的业绩预期抬升，当前水电已有底部反转的趋势，关注市场波动下的风格切换。此外，我们重点建议关注的思路是大中型市值央企（600亿附近），尤其是提升市值管理诉求、推动资本运作进展两维度的边际变化，在央企考核持续深化的背景下，评估大中型市值央企的投资机会。

相关标的

水文超预期且拟收购集团资产的桂冠电力，大中型市值央企华电国际、川投能源等。此外，水电火电底部企稳，煤炭受益煤价迎稳健向上。火电方面，市值管理驱动叠加商业模式转型的华能国际电力股份、国电电力、大唐发电H、内蒙华电、申能股份、建投能源、京能电力等。水电方面国投电力、长江电力。受益于煤制气及商业航天的九丰能源。煤炭方面兖矿能源等。

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