



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

算电融合+两会临近+低配低估，电力行情超前演绎

核心观点

■ 算电融合、两会临近、低配低估，板块关注度提升驱动投资节奏提前演绎

我们此前提出煤与煤电、利与红利的投资节奏：第一轮是当前，关注电煤需求弹性带动煤价提升，激发煤炭板块机会；第二轮是一季报前后，关注火电业绩稳定驱动的公用事业化；第三轮是4-6月的汛期，关注水文改善下的水电；并且持续关注央国企市值管理+资本运作的机会。目前煤炭行情已如期展开并持续加强，节后第一周电力板块持续上涨，火电似有提前演绎的趋势。我们总结电力行情驱动因素有三：一是行业内公司陆续布局算力相关，如豫能控股拟收购先天算力、雅砻江两河口算电融合示范项目去年末投运等，叠加节后 token 海外调用提升，驱动部分公司点状行情；二是两会临近，能源安全、双碳及电改方面政策值得期待；三是板块自去年11月以来调整，公募持仓已接近底部，低配低估亦或成为行情驱动因素。回归基本面来看，我们认为业绩仍是板块的核心驱动力，在煤价上行的阶段中，关注煤炭股EPS上修和估值提升的双击。火电方面也需要关注煤价提升带来的成本提高，同时需重点关注市场化交易、容量电价提升对一季度业绩的超额贡献，同时市值管理也将带动费用管控和分红提升，业绩是火电行情演绎的关键。综合来看，我们认为阶段性行情仍将持续，或进一步扩展至更大范围，但预计业绩期前仍将面临考验，回归时间线的投资节奏。

■ 持续强调电煤需求弹性，上半年的低基数的验证节点来临

我们在一月中旬就已提出，重点关注电煤上半年的需求弹性，煤炭将受益于煤价和供需，迎景气度拐点向上。思路有三：（1）今年上半年用电量或在低基数下高增长：24年8月至25年7月是一轮用电量低基数，主要系二产高耗能制造业如黑色、有色、建材等电量承压（25年8月开始已开始呈现低基数下的改善，拖累效应已有所减弱）。新兴制造业和三产居民预计将保持高增，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也或在低基数下高增长：2025年上半年煤电发电量基数偏低，同比下滑2.15%，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，主要系136号文抢装以及风光资源偏好。展望今年上半年，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（类似欧盟煤电用电量占比从2020年的12.8%提升至2022年的16%）。秦港Q5500动力煤价格已涨至751元/吨，港口去库进度加速，后续评估1-2月风光利用小时等评估性指标，验证上述逻辑确定性。

■ 煤与煤电、利与红利：把握业绩边际变化，关注央国企市值管理

煤炭：重视电煤需求弹性与煤价反馈，兖矿能源、中国神华、陕西煤业；

火电：评估市场化交易、容量电价新政下的Q1业绩稳定性，兑现火电公用事业化。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，申能股份、华能国际电力股份、国电电力、大唐发电H、内蒙华电、建投能源、京能电力等。

央国企市值管理：关注提升市值管理诉求、推动资本运作进展两维度的边际变化，重视大中型市值央国企（600亿附近）：桂冠电力、华电国际、川投能源，推进回购注销且股东增持的金开新能。

水电：跟踪主汛期水文数据改善带来的业绩预期抬升，关注市场波动下的风格切换，国投电力、长江电力。

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