



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

火电贡献 93%发电量增量，能源通胀下电价兑现上涨

投资逻辑：

■ 3月火电贡献度持续提升，持续看好煤电电量、电煤用量的提升

1-3月全国规上发电量同比+3.4%，单3月增速有所回落预计系今年春节较晚导致。其中，火电同比+3.7%，上年同期为-4.7%，同比显著改善；水电同比+8.9%，增速同比+3pct，预计将进入低基数下的改善期；风电同比-2.9%，增速同比-12.2pct，光伏发电+11.2%，增速同比-8.3pct，风光受新增装机下降及利用小时承压影响，增速回落幅度较大；核电同比-3.8%，增速同比-16.6pct，主要系机组检修等影响。我们自年初就已提及，上半年火电将在超低基数下改善，逻辑有二：一是全社会用电量去年同期受到高耗能拖累，今年已有增速端的显著改善。二是发电量增长占比中去年上半年风光占149%（今年3月下降至-5%），火电去年为负，今年1-3月增量贡献火电占比53%、其中3月为93%。我们重申，上半年看好煤电发电量增长、看好电煤需求提升，需求在低基数下的增长也将对煤价形成支撑作用。

■ 能源通胀下的电价上涨已经兑现，关注广东电价上涨弹性品种及煤电一体投资机会

伴随能源价格中枢上行、电力需求低基数下超预期，我们看到部分省份电价已有所抬升，广东、安徽本周现货电价已明显上行，分别较一月均价增加0.320、0.031元/千瓦时，广东同比去年增加0.356元/千瓦时。我们预计部分省份月度电价也将持续上涨并形成突破，即更大电量的电价上涨，建议高度重视量价齐升。此前，市场对于电力的悲观预期就在于电价下行、煤价上涨带来的业绩萎缩。但是，若更多沿海电价提升兑现，并且进一步向内陆省份形成扩散，势必对于电价及业绩预期有明确改善。从电力各资产类型来看，煤电一体公司弹性显著，其次是水电、核电、绿电。更进一步的，市场化交易对煤电形成的电价提升、市值管理等稳定业绩预期也将得到持续兑现。下周开始，一季报业绩也将陆续发布，关注煤电侧的业绩表现。

■ 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，煤与电大部分龙头公司又都具备股息基础，低配低估下大概率演绎主题行情（如算电融合、能源安全等）。前文对第一点和第二点已有探讨，从第三点来看，板块当前拥挤度再度回落，算电融合的产业端进展持续确定，如两河口水电的算电融合示范项目、本周晶科科技落地的宁夏中卫1GW数据中心项目等，算电融合新一轮行情或在酝酿。从能源安全的角度来看，从分子侧来看是制造业回落及低基数或进一步扩大能源需求。从分母侧来看，国内煤与电资产的安全价值是进一步的估值空间。我们强调，煤与电大部分龙头公司都具备股息基础，我们看好三维框架共振，多视角提升煤与电的投资机会。

■ 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：中能股份、华能国际电力股份、国电电力、华能蒙电、宝新能源；汛期的水电：国投电力、长江电力。

事件线-央企市值管理与资本运作：相关标的川投能源、华电国际、涪陵电力。

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。



内容目录

一、3月火电贡献93%发电量增量，电价抬升关注煤电一体投资机会	4
1-3月规上发电量同比增长3.4%，火电贡献度持续提升	4
部分区域电价中枢抬升，关注能源通胀下的电价上涨，重视煤电一体的投资机会	6
二、电力煤炭高频数据跟踪	7
三、板块估值及交易情况	8
四、风险提示	10

图表目录

图表 1: 2026M1-3 全国发电量达 2.38 万亿千瓦时	4
图表 2: 2026M1-3 风光发电量增量占比大幅降至-5%	4
图表 3: 2026M1-3 全国发电量同比增长 3.4%	5
图表 4: 2026M1-3 全国火电发电量同比增长 3.7%	5
图表 5: 2026M1-3 水电发电量同比增长 6.9%	5
图表 6: 2026M1-3 风电发电量同比下降 2.9%	5
图表 7: 2026M1-3 光伏发电量同比增长 11.2%	5
图表 8: 2026M1-3 核电发电量同比下降 3.8%	5
图表 9: 广东现货日前市场电价大幅提升	6
图表 10: 安徽现货日前市场价格抬升明显	6
图表 11: 广东市场化交易当月成交电价企稳	6
图表 12: 江苏近期月度电价已有所抬升	6
图表 13: 电价抬升关注煤电一体投资机会	6
图表 14: 年初至今内贸煤价格持续提升	7
图表 15: 北方港口库存周环比由涨转平	7
图表 16: 供暖季结束后电厂日耗持续回落	7
图表 17: 三峡出库流量周环比提升	7
图表 18: 近期坑口煤价趋于稳定	8
图表 19: 近期国内外煤价价差有所收窄	8
图表 20: 全国 LNG 出厂价格指数	8
图表 21: 主要天然气市场价格波动	8
图表 22: 公用事业板块 PE 近十年分位数 50%	9
图表 23: 公用事业板块 PB 近十年分位数 64%	9
图表 24: 煤炭板块 PE 近十年分位数 89%	9



图表 25: 煤炭板块 PB 近十年分位数 98%.....	9
图表 26: 公用事业板块成交量占比	9
图表 27: 煤炭板块成交量占比	10
图表 28: 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	10

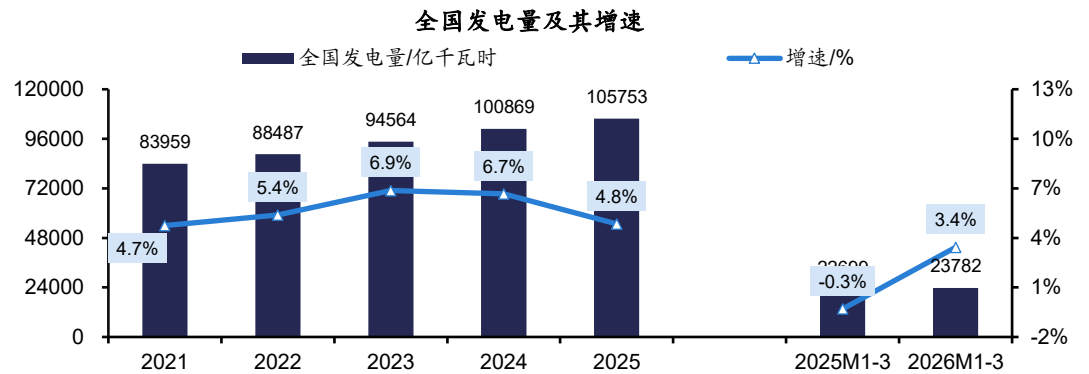


一、3月火电贡献93%发电量增量，电价抬升关注煤电一体投资机会

1-3月规上发电量同比增长3.4%，火电贡献度持续提升

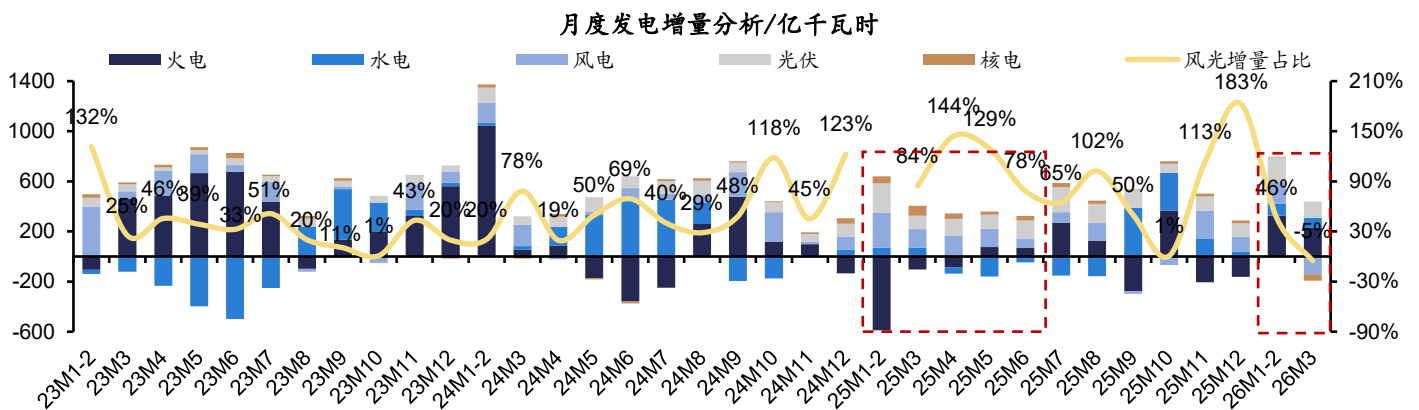
根据国家统计局披露数据，1-3月全国规模以上发电量达2.38万亿千瓦时（以下均为规模以上口径），同比+3.4%。3月增速较1-2月放缓预计系今年春节时间较晚影响。分电源结构看，1-3月火电、水电、光伏发电同比增速持续提升，核电、风电增速由正转负；其中，火电同比增长3.7%，上年同期为下降4.7%；水电增长8.9%，增速同比提高3.0个百分点；风电下降2.9%，增速同比放缓12.2个百分点；光伏发电增长11.2%，增速同比放缓8.3个百分点；核电下降3.8%，增速同比放缓16.6个百分点。总体而言，1-3月火电超低基数下改善显著（1-3月增量贡献火电占比53%、其中3月为93%，相较于去年的负贡献大幅改善），风光增速回落。火电改善趋势预计可延续到6月，着重关注煤电发电量增长的超预期。

图表1：2026M1-3全国发电量达2.38万亿千瓦时



来源：国家统计局，国金证券研究所

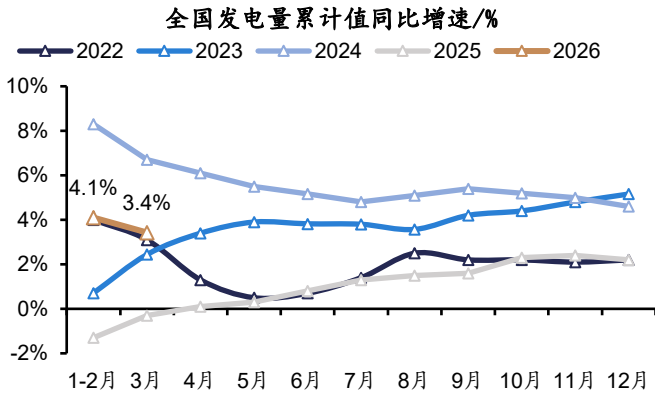
图表2：2026M1-3风光发电量增量占比大幅降至-5%



来源：国家统计局，国金证券研究所

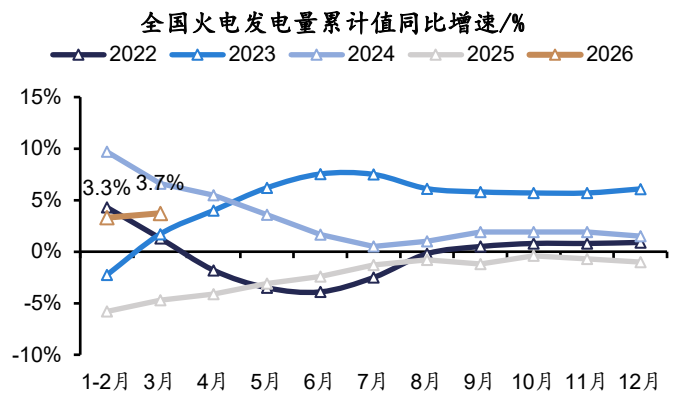


图表3: 2026M1-3 全国发电量同比增长 3.4%



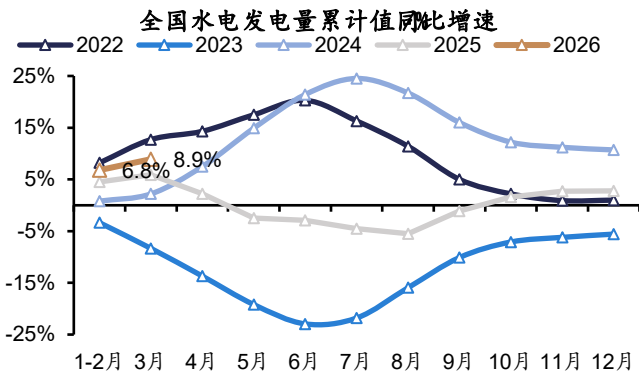
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表4: 2026M1-3 全国火电发电量同比增长 3.7%



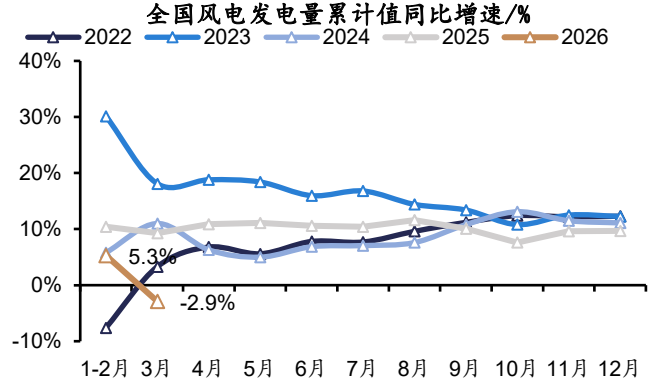
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表5: 2026M1-3 水电发电量同比增长 6.9%



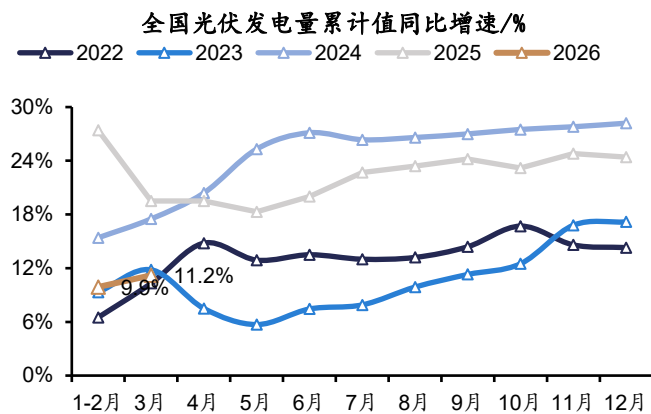
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表6: 2026M1-3 风电发电量同比下降 2.9%



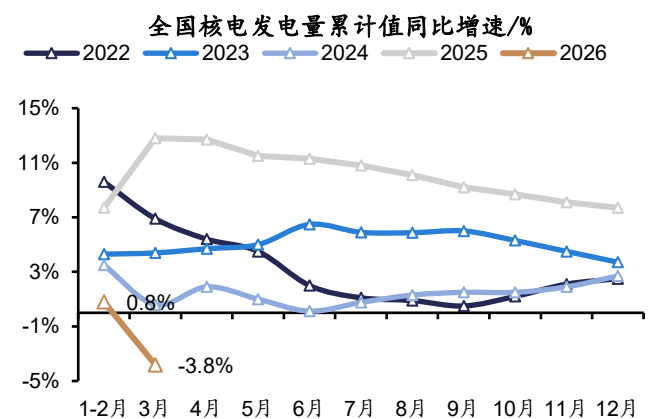
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表7: 2026M1-3 光伏发电量同比增长 11.2%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表8: 2026M1-3 核电发电量同比下降 3.8%



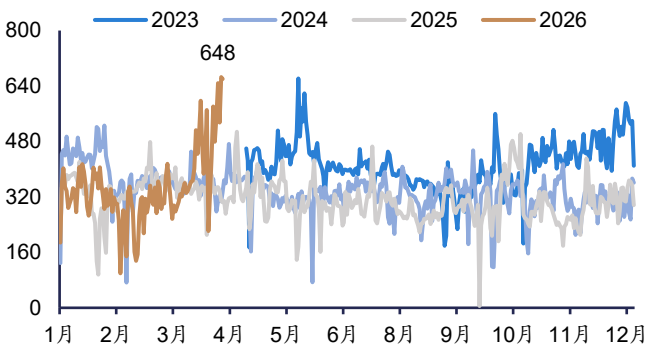
来源: 国家统计局, 国金证券研究所



部分区域电价中枢抬升，关注能源通胀下的电价上涨，重视煤电一体的投资机会

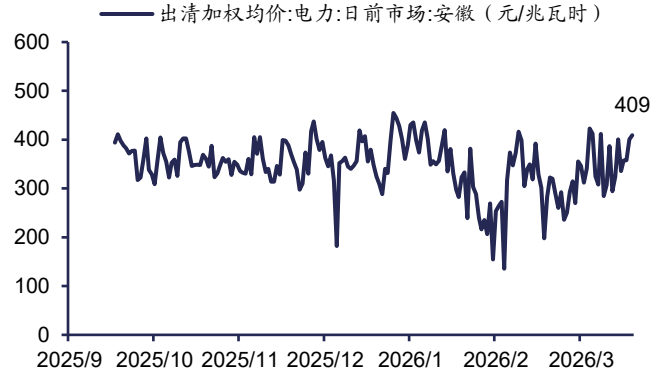
电力价格直观映射了供需格局的变化与能源通胀的预期，年初至今现货煤价在低基数下已反弹 19%至 767 元/吨，有效推升了整体能源的成本中枢。在此支撑下，部分省份月度电价已有所抬升，安徽、广东现货电价已明显上行，预计在火电电量持续提升、能源成本支撑下，电价抬升趋势有望持续。我们重申，电力整体受益于能源通胀下的电价上涨，有利于走出通缩，关注水核绿电市场化交易部分的价格提升，同时重点建议关注业绩对电价弹性大及电价上涨收入端打开增利空间的煤电一体标的。

图表9：广东现货日前市场电价大幅提升



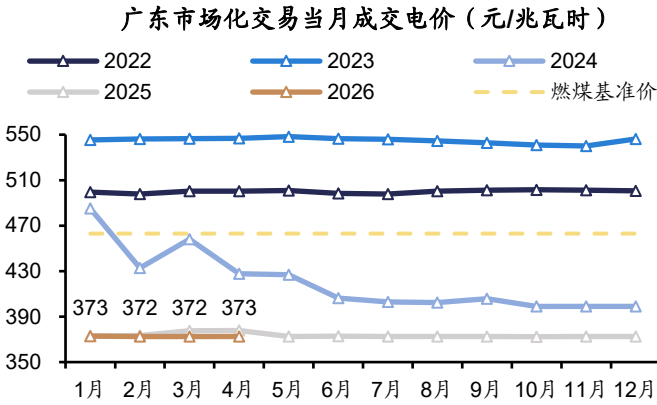
来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表10：安徽现货日前市场价格抬升明显



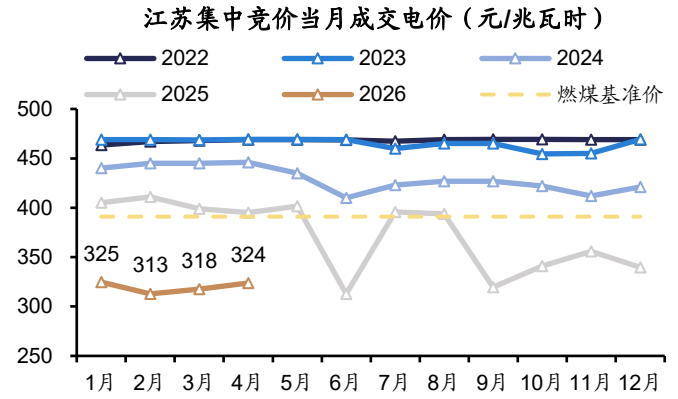
来源：安徽电力交易中心，国金证券研究所

图表11：广东市场化交易当月成交电价企稳



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表12：江苏近期月度电价已有所抬升



来源：江苏电力交易中心，国金证券研究所

图表13：电价抬升关注煤电一体投资机会

证券代码	证券简称	2025年自产煤/百万吨	2025年煤电发电量/亿千瓦时	单位煤耗克/千瓦时	耗煤量/百万吨(折Q5500)	耗煤量占煤电产量比例	敞口说明
600863.SH	华能蒙电	13	513	307	20	149%	电>煤
600575.SH	淮河能源	10	369	310*	15	147%	电>煤
600795.SH	国电电力	-	3655	294	137	97%*	煤>电
001286.SZ	陕西能源	23	507	297	19	85%	煤>电
600157.SH	永泰能源	14	298*	295	11	81%	煤>电
601918.SH	新集能源	22	142	310	6	25%	煤>电
601088.SH	中国神华	332	2122	294	79	24%	煤>电
600758.SH	辽宁能源	6	22*	310*	1	14%	煤>电
601225.SH	陕西煤业	175	418	310*	17	9%	煤>电



002128.SZ	电投能源	63	120	310*	5	7%	煤>电
601898.SH	中煤能源	135	180*	310*	7	5%	煤>电

来源：iFind，国金证券研究所

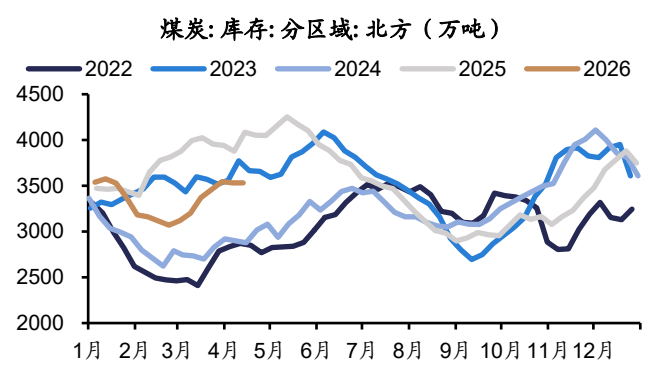
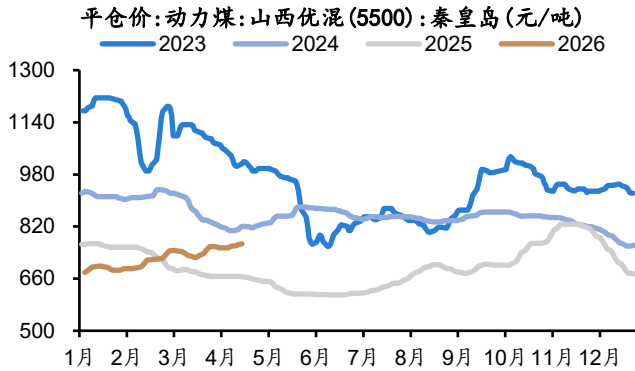
备注：*为预估值；国电电力比例为长协煤覆盖度

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17日秦皇岛港5500大卡现货煤价已升至767元/吨，同比上涨101元/吨（幅度+15.2%），周环比+8元/吨（幅度+1.1%）。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4月9日为385万吨，同比下降12万吨（幅度-3.0%），周环比-62万吨（幅度-13.9%）。水文方面，近期出库流量显著提升，水电替代效应有所显现，但火电用煤需求仍保持刚性，截止4月17日三峡出库流量13100立方米/秒，同比+58.9%、周环比+35.9%。综合影响下，近期港口库存逐渐由涨转平，截止4月13日，北方港口库存达3531万吨，同比-551.70万吨（幅度-13.5%），周环比持平。

图表14：年初至今内贸煤价格持续提升

图表15：北方港口库存周环比由涨转平

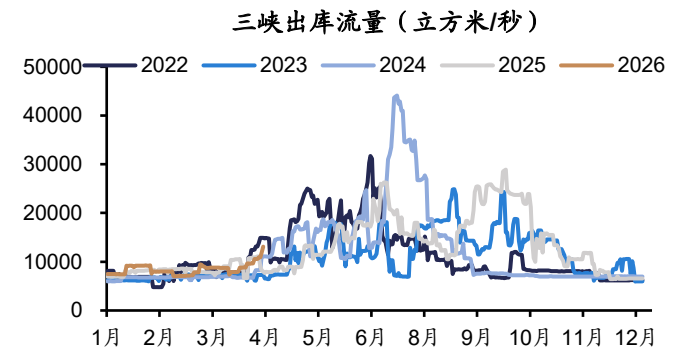
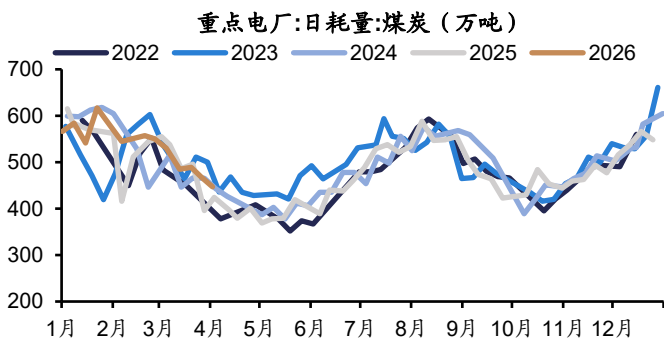


来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表16：供暖季结束后电厂日耗持续回落

图表17：三峡出库流量周环比提升



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

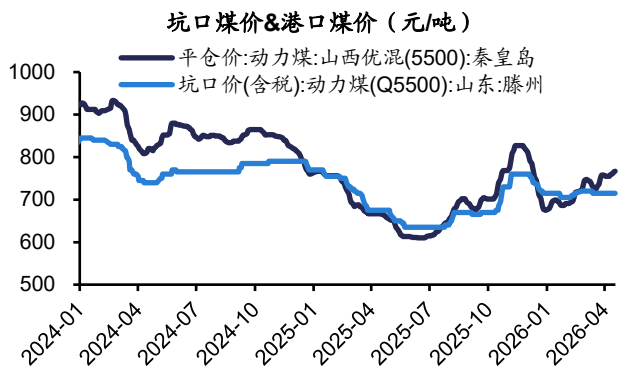
来源：长江三峡通航管理局，国金证券研究所

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17日为715元/吨，低于秦皇岛港口价格52元/吨，上年同期价差为40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17日山西优混动力煤5500大卡库提价845元/吨，同比+85元/吨（幅度+11.2%），周环比+10.0元/吨（幅度+1.2%）；澳煤5500大卡库提价为886元/吨，同比+138元/吨（幅



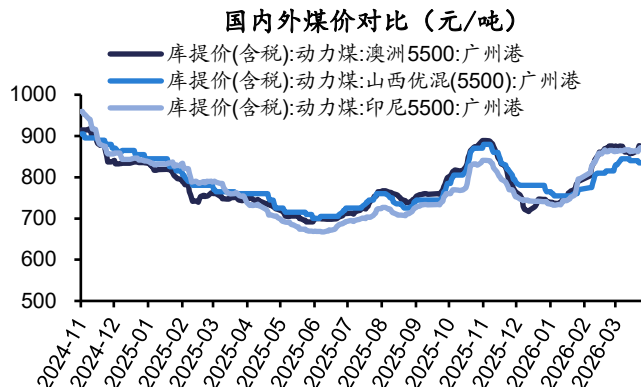
度+18.5%)，周环比+10.4 元/吨 (幅度+1.2%)；印尼煤 5500 大卡库提价为 886 元/吨，同比+142 元/吨 (幅度+19.0%)，周环比+15.5 元/吨 (幅度+1.8%)。

图表18: 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

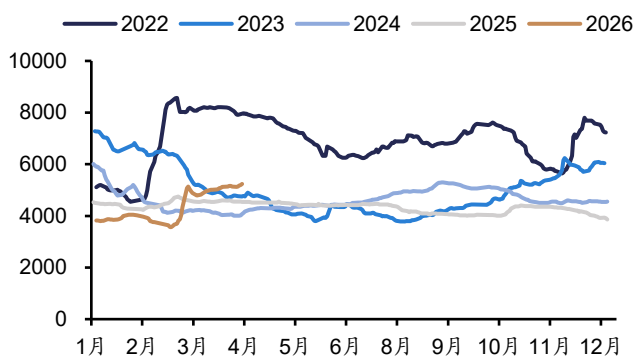
图表19: 近期国内外煤价价差有所收窄



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

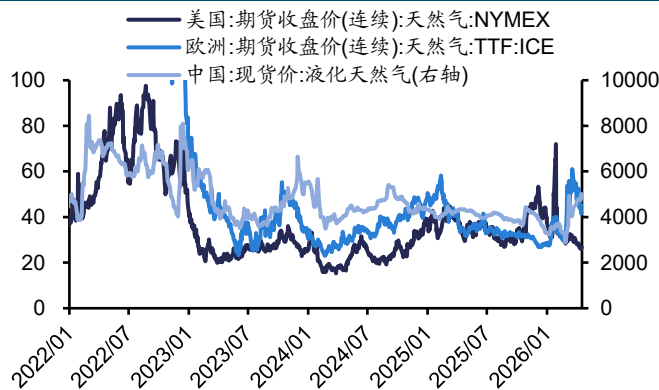
国内气价周环比上涨，欧洲气价周环比下降。2022 年俄乌冲突爆发，直接冲击欧洲天然气供应链，TTF 气价飙升至历史高位，全球气价共振上行，国内 LNG 出厂价同步冲高；后续冲突持续扰动欧洲供应，气价中枢长期抬升，2023-2025 年虽逐步回落但仍显著高于冲突前水平。2026 年 2 月末美伊战争升级加剧中东油气供应风险，能源替代效应凸显，进一步推升全球天然气价格，欧洲 TTF、美国 NYMEX 气价同步波动，截止 4 月 17 日欧洲 TTF 现货价格为 42.24 欧元/兆瓦时，同比+19.41%，周环比-5.0%；美国 NYMEX 天然气期货价格为 2.68 美元/百万英热，同比-17.64%，周环比+0.8%；中国 LNG 现货价格为 4992 元/吨，同比+15.13%，周环比+4.1%。

图表20: 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21: 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 18.83，近十年估值分位数为 49.90%，煤炭板块市盈率（剔除负值）为 17.84，近十年估值分位数为 89.30%；公用事业板块市净率为 1.84，近十年估值分位数为 63.93%，煤炭板块市净率为 1.78，近十年估值分位数为 98.08。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 17 日成交量回落至 5.6%、成交额回落至 2.3%；煤炭板块来看，4 月 17 日成交量小幅回落至 1.4%、成交额回落至 0.4%。年初至今 SW 一级行业中，煤炭、公用事业板块分别上涨 14.3%、7.4%，位列



第六、第十二名。

图表22: 公用事业板块 PE 近十年分位数 50%



来源: iFind, 国金证券研究所

图表23: 公用事业板块 PB 近十年分位数 64%



来源: iFind, 国金证券研究所

图表24: 煤炭板块 PE 近十年分位数 89%



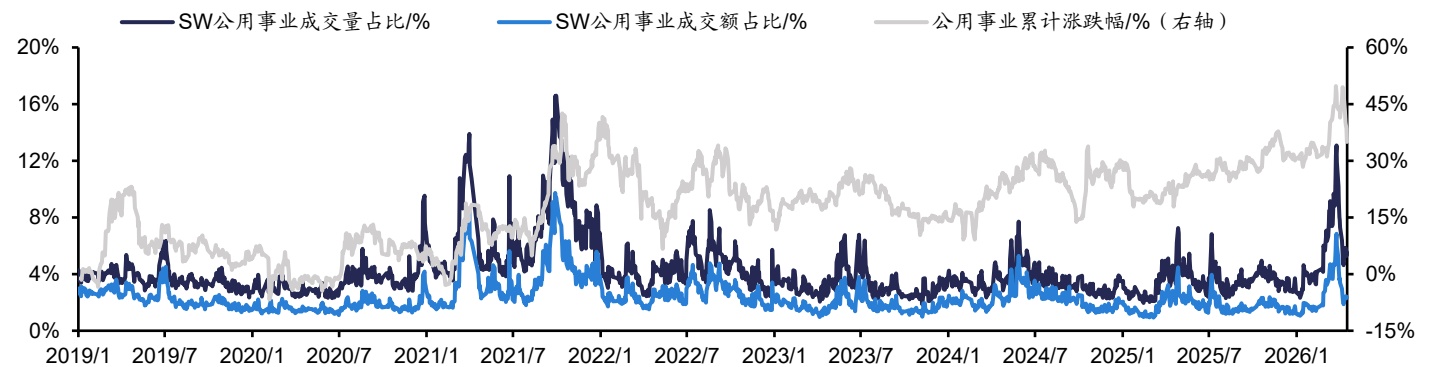
来源: iFind, 国金证券研究所

图表25: 煤炭板块 PB 近十年分位数 98%



来源: iFind, 国金证券研究所

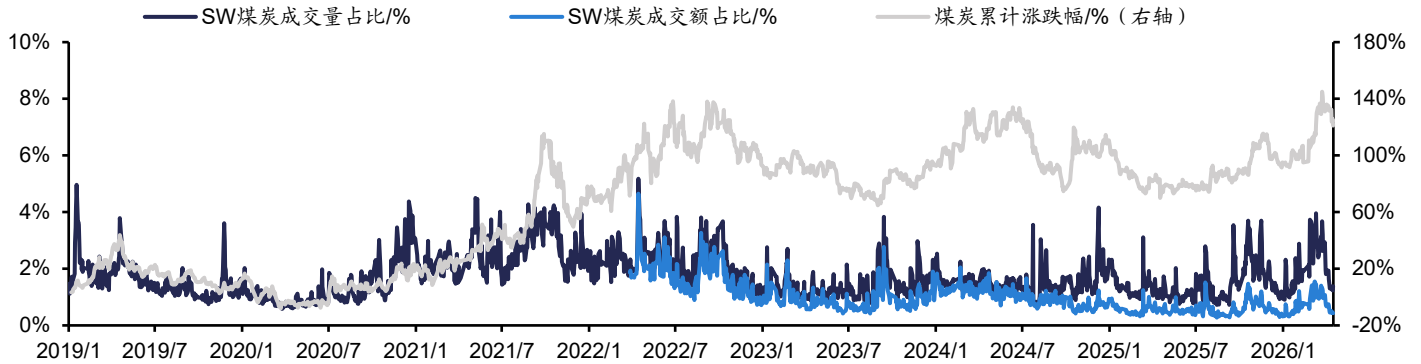
图表26: 公用事业板块成交量占比



来源: iFind, 国金证券研究所

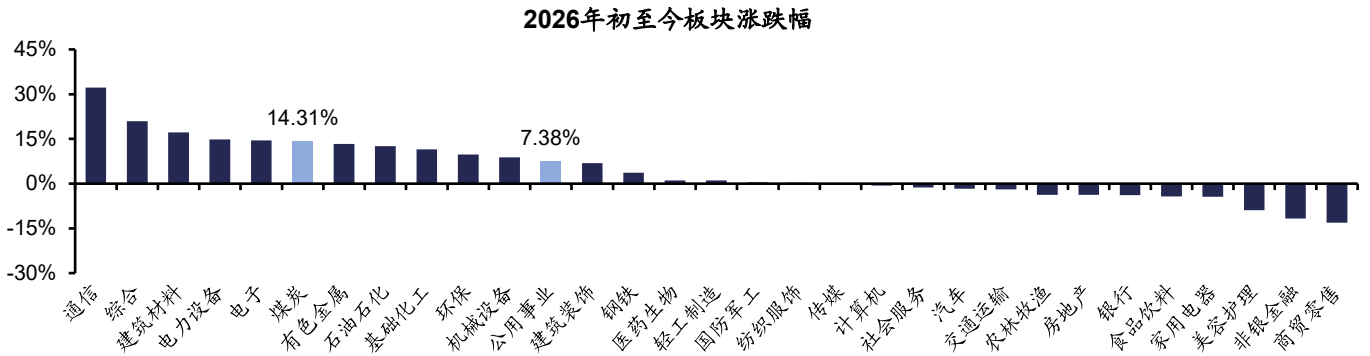


图表27：煤炭板块成交量占比



来源：iFind，国金证券研究所

图表28：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