



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

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

绿电直连政策加速，华润新能源 IPO 获批

投资逻辑：

■ 绿电直连政策加速落地，重视电力公司从能源底座转向算力底座

根据 10 个已发布省市区的绿电直连政策来看，各地方案延续 25 年 5 月纲领要求的新能源电源原则上为新增项目，实行“自发自用、余电上网”，统一要求新能源年自发自用电量比例应不低于 60%，占总用电量的比例应不低于 30%。部分细节方向存在差异：（1）“存量负荷”开放程度：广西、云南、内蒙古较积极，允许部分存量工业或数据中心负荷参与；大部分省份较为谨慎、仅为允许，以避免冲击电网。（2）产业支持方向：四川、内蒙古倾向支持算力中心、绿氢及高耗能绿色转型项目，云南、江西等则更偏向制造业绿色供应链。3 月我国日均 Token 调用量超 140 万亿，本月国务院常务会议将算力网和水、电等公共基础设施放在同等重要的建设位置，算力基建需求强烈。我们自 3 月初即重点提示算电融合的产业趋势，即电力与算力在各级政府规划上具备一致性、在稳定供需和绿色价值上具备互利性、又叠加绿电直连政策提供的额外经济性来源。我们认为电力企业未来将以参股甚至控股更多承担算力设施的建设和运维（也是目前算电融合项目呈现出的特征），从能源底座逐步转向算力底座，也通过产业链的延伸实现电力的商品化。

■ 华润新能源拟 A 股募资 245 亿元，IPO 注册已获批关注定价情况

5 月 15 日华润电力公告中国证监会已同意分拆华润新能源在深交所主板上市的注册申请，拟募资 245 亿元。截至 2025 年末华润新能源主要资产覆盖国内 31 个省（自治区、直辖市、特别行政区），控股并网装机容量为 41.59GW，居于行业前列；其中风电 27.63.GW，占全国市场份额为 4.32%；太阳能 13.96GW，占全国市场份额为 1.16%。横向对比来看，公司风电装机占比达 66%、仅次于龙源电力的 70%。回顾 2025 年 7 月华电新能 IPO 上市募资 182 亿元，发行价格 3.18 元/股、对应市盈率 15.56 倍。受市场化电价下行影响，2025 年华润新能源实现归母净利润 61 亿元（同比-23.3%）、26Q1 为 16 亿元（同比-31.1%），关注华润新能源后续定价情况。

■ 三维框架演绎仍然清晰：煤价电价均在上涨、火电业绩兑现韧性、板块仍是低配低估

我们 3 月提出当下煤与电行情的三维框架包括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。年报一季报季结束，我们做几点更新：（1）能源通胀下的电价上涨：煤价走势如期强劲（Q5500 煤价维持 830 元/吨，同比涨幅达 208 元/吨），本质因素在于上半年用电量和煤电发电量均在低基数下迎来增长，我们关注到各省月度及现货电价中枢有所上涨，期待电价底部反转；（2）业绩兑现中的时间线索：火电兑现 Q1 的业绩好于市场预期，通过市场化交易、容量电价上涨抵抗了年度长协电价的大幅下行，呈现了充分的业绩韧性，分红和现金流也进一步彰显公用事业化。我们强调，我们看好火电在 Q2 业绩触底后逐季度改善，目前已经进入配置窗口期。此外，时间线上汛期水文改善带来的量价齐升基本确定、股息率亦是凸显；（3）低配低估下的主题行情：尽管经历了 Q1 的算电协同，但板块仍是低配低估，再度进入业绩空窗期，建议关注主题行情演绎。一方面聚焦政策项目落地的算电协同，另外我们建议也关注能源安全（分子侧制造业回流及低基数或进一步扩大能源需求、分母侧国内煤与电资产的安全价值是进一步的估值空间）。煤与电大部分龙头公司具备股息基础，看好三维框架共振带动投资机会。

■ 行情复盘及相关标的：关注时间线与事件线，底部向上的九丰能源

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

事件线——央国企市值管理与资本运作：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、绿电直连政策加速落地，华润新能源注册获批.....	3
（一）绿电直连政策加速落地，各地差异逐步显现.....	3
（二）华润新能源拟 A 股募资 245 亿元，IPO 注册已获批关注定价情况	6
二、电力煤炭高频数据跟踪.....	7
三、板块估值及交易情况.....	9
四、风险提示.....	11

图表目录

图表 1： 各地绿电直连政策陆续落地	3
图表 2： 2026 年以来算电协同项目加速涌现.....	4
图表 3： 2025 年末华润新能源控股装机增至 42GW	6
图表 4： 华润新能源装机居行业前列	6
图表 5： 2025 年末华润新能源风电装机占 66%	6
图表 6： 华润新能源光伏装机占比相对较低	6
图表 7： 2025 年华润新能源实现营收 229 亿元.....	7
图表 8： 2025 年华润新能源实现归母净利润 61 亿元.....	7
图表 9： 年初至今内贸煤价格持续上涨	7
图表 10： 北方港口煤炭库存有所抬升	7
图表 11： 供暖季结束后电厂日耗维持季节性低位	8
图表 12： 近期三峡出库流量明显抬升	8
图表 13： 坑口煤价略有抬升	8
图表 14： 国内外煤价价差走势分化	8
图表 15： 广东燃煤现货电价出现回落	9
图表 16： 山西现货市场电价有抬升趋势	9
图表 17： 全国 LNG 出厂价格指数近期小幅回落	9
图表 18： 主要天然气市场价格波动	9
图表 19： 公用事业板块 PE 近十年分位数 66.35%.....	10
图表 20： 公用事业板块 PB 近十年分位数 76.27%.....	10
图表 21： 煤炭板块 PE 近十年分位数 90.06%.....	10
图表 22： 煤炭板块 PB 近十年分位数 94.62%.....	10
图表 23： 公用事业板块成交量/额占比自高位回落后再度抬升	10
图表 24： 煤炭板块成交量/额占比小幅下降	11
图表 25： 煤炭与公用事业位于申万板块涨跌幅中上游	11



一、绿电直连政策加速落地，华润新能源 IPO 注册获批

（一）绿电直连政策加速落地，各地差异逐步显现

根据 2025 年 5 月国家发改委、国家能源局印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》的纲领文件，要求新能源电源原则上为新增项目，实行“自发自用、余电上网”，用户需承担输配电费及系统运行费用，同时强调“源荷匹配”和电网安全边界，当前已公布的各地正式方案均有所延续，但在落地尺度上出现差异：（1）“存量负荷”开放程度：广西、云南、内蒙古较积极，允许部分存量工业或数据中心负荷参与；大部分省份较为谨慎、仅为允许，以避免冲击电网。（2）产业支持方向：四川、内蒙古倾向支持算力中心、绿氢及高耗能绿色转型项目，云南、江西等则更偏向制造业绿色供应链。

图表1：各地绿电直连政策陆续落地

时间	省份	政策文件	重点支持对象	是否允许 存量负荷	直连模式	电量比例	余电上网机制	特殊点
2026/5/13	四川省	《四川省有序推动绿电直连算力中心、出口型企业发展实施细则（试行）》	工业、高耗能绿色转型	允许	并网型+离网型		余电参与市场	不考核新能源利用率；“三州一市”暂免尖峰电价
2026/4/10	江西省	《江西省有序推动绿电直连发展实施方案》	锂电、新能源制造	允许	并网型+离网型	新能源年	参与市场	
2026/2/11	广西壮族自治区	《广西推动绿电直连发展实施方案》	钢铁、有色、数据中心等	支持	并网型为主	自发自用电量占总可用发电量的比例应不低于 60%，占总用电量的比例应不	参与市场	支持外向型产业绿电需求
2026/1/14	内蒙古自治区	《内蒙古自治区单一电力用户绿电直连项目开发建设实施方案（试行）》	绿氢、算力、电解铝、零碳园区	积极支持	并网型+离网型	用电量的比例应不低于 30%，并不断提高自发自用比例，	参与市场	存量电解铝、数据中心、零碳园区内项目均可开展
2025/10/29	湖北省	《关于有序推动绿电直连项目建设的通知》		允许试点	并网型为主		可市场化交易	
2025/9/28	山东省	《山东省有序推动绿电直连发展实施方案》	化工、数据中心	允许	并网型为主		参与市场，纳入机制	绿电直连利用率应不低于同期全省公网水平
2025/8/4	河北省	《关于组织开展绿电直连项目申报工作的通知》	算力、钢铁、水泥、化工、制氢等	允许	并网型+离网型	2030 年前不低于 35%。	允许部分外送	
2025/7/22	陕西省	《关于组织开展绿电直连试点工作的通知》	煤化工	允许	并网型为主		参与市场	
2025/7/11	青海省	《青海省绿电直连实施方案》	新材料、绿氢、算力	允许	并网型+离网型		鼓励市场化消纳	
2025/7/9	云南省	《云南省推动绿电直连建设实施方案》	铝、硅、金属、数据中心等	支持	并网型为主		余电参与市场	支持存量出口制造业

来源：各地能源局、发改委，国金证券研究所

2026 年以来，算电协同项目签约、建设及试点加速推进，项目主体多元参与，但以电源企业占比居多。电源企业依托新能源开发、绿电聚合、绿电直连和源网荷储一体化能力，为算力设施提供低成本、低碳电力保障；算力企业和数据中心运营方则更多从智算中心建设和用能成本优化出发，主动配置绿电、储能及微电网资源；通信运营商依托云网资源和算力节点布局，推动绿电直连、算电协同试点及算力调度；地方国资平台和园区主体主要承



担资源统筹、项目承载、电网接入和产业配套功能。上市公司参与方式以甘肃能源、大唐新能源、晶科科技等直接签约推进算力中心建设及豫能控股、先河环保等通过收购或参股算力公司切入数据中心与绿色供电场景两种情况为主。整体看，算电协同正在从主题催化逐步进入项目密集落地阶段，电源侧绿电保障价值突出，算力侧负荷组织能力和地方资源统筹能力亦比较重要。

图表2：2026 年以来算电协同项目加速涌现

时间	企业/项目单位	项目名称	项目阶段	牵头主体属性	项目情况
2026 年 1 月	中金数据集团、昌吉市政府、昌吉州国投	中金数据新疆零碳算力集群	签约落地	算力方主导，地方国资配合绿电保障	项目总体建设目标 1.44GW，总投资 313.68 亿元；先导项目位于昌吉市新疆信息产业园，投资约 78.42 亿元，规划 IT 产出约 360MW；项目定位为“零碳算力园区”，并与地方签署绿电战略合作协议。
2026 年 1 月	四川达沃斯生态科技、中晖宁基私募基金等	新疆塔城智算产业托里集聚区 16000P 算力项目	开工	算力投资方主导，地方产业园承载	项目总投资约 22 亿元，位于塔城托里县智算产业集聚区，建设 16000P 算力项目。
2026 年 1 月	瑞风新能源、张家口宣化经开区	宣化人工智能算力中心项目	签署投资框架协议	能源企业向算力端延伸	项目拟总投资 240 亿元，建设“智算中心+绿电+储能”，分五期推进，一期智算中心拟建设不低于 3000 机架，预计 2028 年 2 月前投产。
2026 年 1 月	甘肃电投庆阳新能源	庆阳“东数西算”产业园区绿电聚合试点项目	首批机组并网	电源方主导，服务算力园区	项目总规划装机 200 万千瓦，首批建设 100 万千瓦，包括 75 万千瓦风电和 25 万千瓦光伏，同步配套储能、升压站、变电站及输电线路，直接服务庆阳数据中心集群。
2026 年 2 月	国网北京市电力公司、京能数字产业有限公司、中国电科院	北京市海淀区算力中心高比例新能源供电与电算协同项目	纳入国家能源局首批新型电力系统试点	电网+地方能源数字平台	国家能源局第一批新型电力系统建设能力提升试点中，项目方向明确为“算电协同”。
2026 年 2 月	豫能控股	参股合盈数据（怀来）智谷算力产业园	收购推进中	电源端收购算力公司	拟以不超过 14 亿元参股投资“先天算力（河南）科技有限公司”（持股比例不超过 49%），并联合控股股东收购“郑州合盈数据有限责任公司”控股权。郑州合盈在京津冀节点拥有 IT 容量超过 1GW 的超大规模绿色算力集群。
2026 年 2 月	中国联通芜湖分公司、国网安徽芜湖供电公司、华电安徽新能源	芜湖数据中心算电协同项目	纳入国家能源局首批新型电力系统试点	运营商+电网+电源方	国家能源局第一批新型电力系统建设能力提升试点中，项目方向明确为“算电协同”。
2026 年 3 月	大唐新能源	中卫大数据算力产业绿电园区二期	筹建中	电源端主导、算力侧商业合同供电	2026 年 3 月 10 日竞争性优选结果公示。项目总规模 260 万千瓦，其中光伏 60 万千瓦，风电 200 万千瓦。
2026 年 3 月	韶能股份	广东韶关算电融合项目	筹建中	电源端主导、算力侧商业合同供电	公司全资子公司广东韶能算电融合投资有限公司拟在韶关乐昌市出资 10 亿元设立全资子公司，开发清洁能源业务，落实韶关数据中心集群源网荷储电力一体化中的电源业务。
2026 年 3 月	中国移动青海公司、国家电投黄河公司	中国移动柴达木绿色微电网算力中心示范项目	在建	运营商+电源央企联合	项目为 100%绿电直供微电网算力中心，由中国移动青海公司和国家电投黄河公司共同投资建设，定位为青海特色算电融合核心示范项目。



2026 年 3 月	国信盈创	国信盈创（格尔木）智算中心项目	签约	算力方主导	项目总投资约 19.92 亿元，拟建设 A 级标准数据中心，安装 3024 个标准机架，算力规模 6000P；项目已通过省级评审及咨询论证，正按程序报送国家相关部委。
2026 年 4 月	腾讯云、远景集团	赤峰 100%绿电直供数据中心	落地运营	算力方+能源科技企业联合	在内蒙古赤峰落地 100%绿电直供数据中心，清洁能源不经公共电网中转直接输送至数据中心，综合能源成本降低超 40%。
2026 年 4 月	中国华电、中国移动呼和浩特数据中心	和林格尔数据中心集群绿色能源供给示范项目	已投产运行	电源央企主导，算力方消纳	全国首批“电算协同”示范项目，由中国华电运营，一期每年产出 7.6 亿度绿电，通过 41 公里绿电专线直供和林格尔新区数据中心
2026 年 4 月	中国联通新疆分公司、昌吉州国投	新疆信息产业园绿电直连算电协同项目	获批/纳入绿电直连清单	运营商+地方国资联合	负荷侧为中国联通新疆云数据中心，算力规模 8192P，规划 18876 个标准机架；电源侧配套 10 万千瓦光伏、2.5 万千瓦/10 万千瓦时储能和 110 千伏专线，实现点对点绿电直连。
2026 年 4 月	新疆浦源慧途数据科技、海南浦源慧途投资合伙企业等	丝路慧途智算中心	交付	算力方主导	南疆首个智能绿色算力中心，算力规模 4000P，采用“风光发电—绿电消纳—算力输出”一体化模式。
2026 年 4 月	新华三集团、海南九垓等	西宁开发区绿电智算融合基础设施/西宁智算中心项目	签约/改造部署	算力方主导	总投资 165.5 亿元，海南九垓西宁智算中心预计 5 月底实现 5000P 算力点亮，新华三绿电智算融合基础设施项目推进申报。
2026 年 4 月	晶科科技、中卫市政府	宁夏中卫 1GW 算力中心项目	签署投资协议	电源端主导、自营延伸至算力端，拟引入战略合作方	项目计划总投资约 245 亿元，计划部署机柜约 5 万架，分三期建设；一期 IT 功率 400MW、二期 300MW、三期 300MW。当前仍为投资协议阶段。
2026 年 4 月	先河环保	收购邢台顺科、邢台智算，打造智算中心	已签署产权交易合同	环保公司收购算力公司	取得邢台顺科 100%股权及邢台智算 100%股权，合计底价约 4.80 亿元，并已签署产权交易合同。收购完成后将取得大数据产业园相关资产，并围绕绿电供应、储能、能效管理、碳监测、节能运维建设零碳产业园。
2026 年 5 月	大唐新能源	中卫大数据算力产业绿电园区一期	部分运营中	电源端主导、算力侧商业合同供电	一期 50 万千瓦光伏项目已投运（直连），150 万千瓦风电项目计划 2026 年 9 月全容量并网（聚合），年可满足中卫云基地数据中心 22.9 亿千瓦时用电需求。

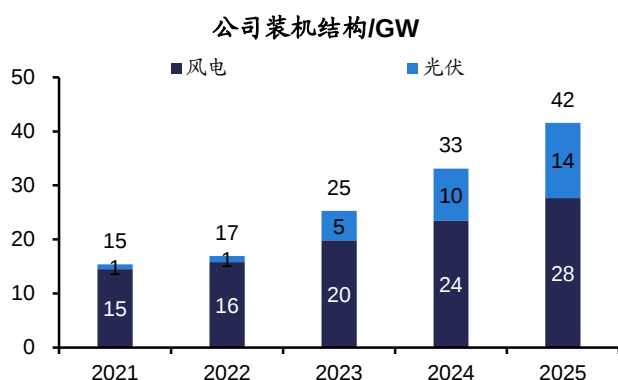
来源：国家能源局，公司公告，中国能源网，各地人民政府，国金证券研究所



(二) 华润新能源拟A股募资245亿元，IPO注册已获批关注定价情况

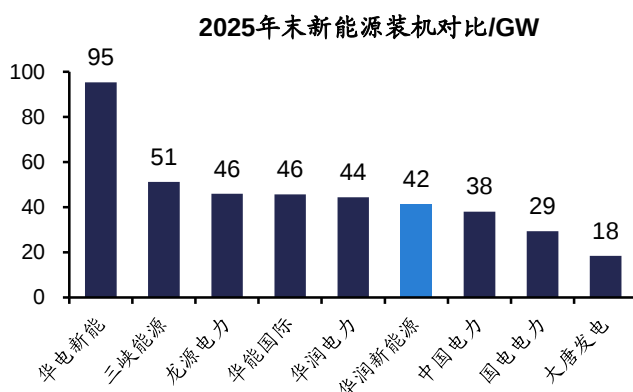
华润新能源拟分拆红筹回A、深交所主板募资245亿元，资金主要用于新能源基地、多能互补一体化等项目。5月15日华润电力公告中国证监会已同意分拆公司（华润新能源）在深交所主板上市的注册申请。截至2025年末公司主要资产覆盖国内31个省（自治区、直辖市、特别行政区），控股并网装机容量为41.59GW，居于行业前列；其中风电27.63GW，占全国市场份额为4.32%；太阳能13.96GW，占全国市场份额为1.16%。横向对比来看，公司风电装机占比达66%、仅次于龙源电力的70%。2025年7月华电新能IPO上市募资182亿元，发行价格3.18元/股、对应市盈率15.56倍。受市场化电价下行影响，2025年华润新能源实现归母净利润61亿元（同比-23.3%）、26Q1为16亿元（同比-31.1%），关注华润新能源后续定价情况。

图表3：2025年末华润新能源控股装机增至42GW



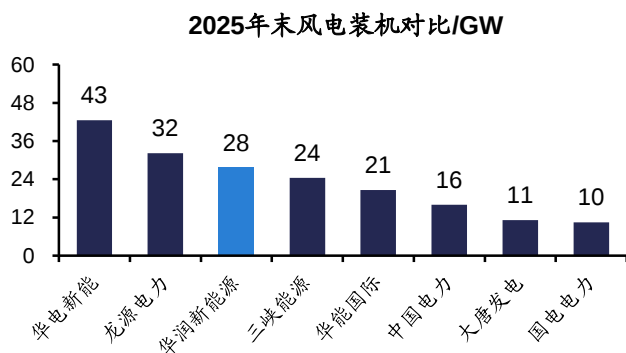
来源：iFind，国金证券研究所

图表4：华润新能源装机居行业前列



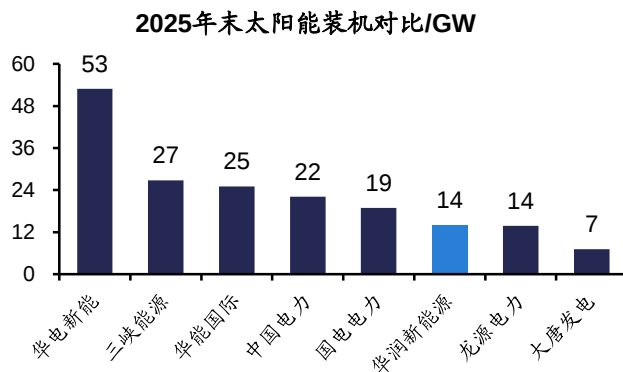
来源：iFind，国金证券研究所 备注：华润电力控股华润新能源

图表5：2025年末华润新能源风电装机占66%



来源：iFind，国金证券研究所

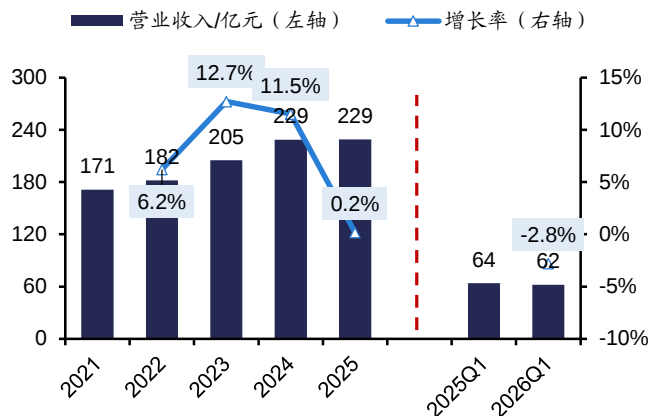
图表6：华润新能源光伏装机占比相对较低



来源：iFind，国金证券研究所

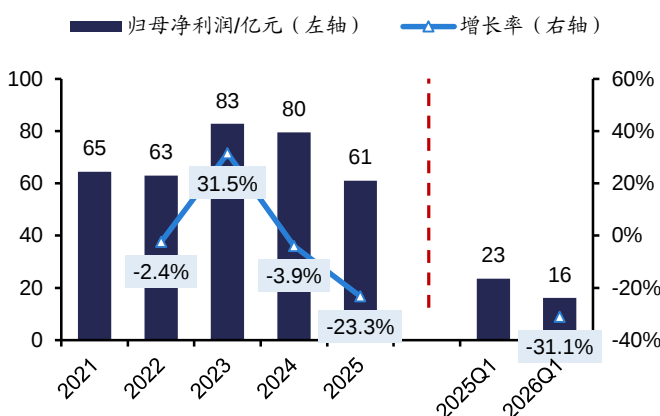


图表7：2025年华润新能源实现营收229亿元



来源：iFind，国金证券研究所

图表8：2025年华润新能源实现归母净利润61亿元

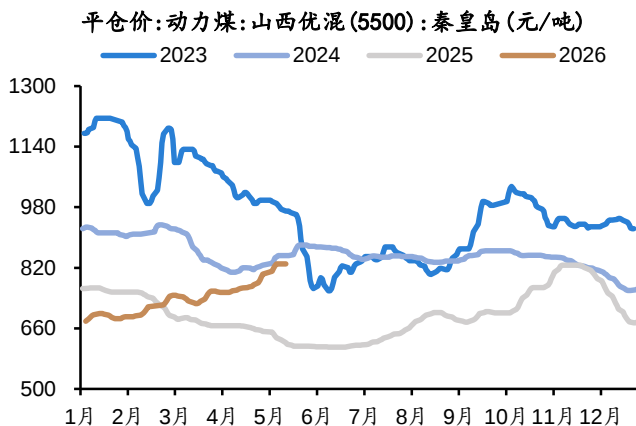


来源：iFind，国金证券研究所

二、电力煤炭高频数据跟踪

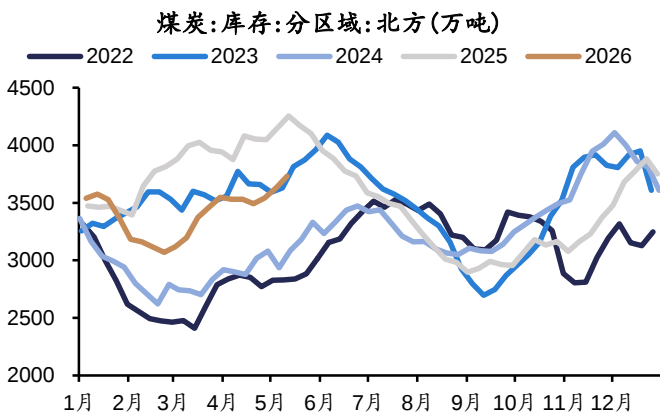
现货煤价年初至今持续抬升,在用煤淡季背景下仍表现偏强。截止5月15日秦皇岛港5500大卡现货煤价已升至830元/吨,同比上涨208元/吨(幅度+33.4%),周环比+0.6%。3月以来伴随供暖季结束、气温回升,电厂日耗维持季节性低位,截止5月8日为341万吨,同比-37万吨,较两周前环比-58万吨(幅度-14.5%)。水文方面,近期三峡出库流量明显抬升,截止5月15日三峡出库流量16300立方米/秒,同比+23.5%、周环比+33.6%。综合影响下,近期港口煤炭库存有所抬升,截止5月11日,北方港口库存达3730.4万吨,同比-439.6万吨(幅度-10.5%),周环比+102.6万吨(幅度+2.8%)。

图表9：年初至今内贸煤价格持续上涨



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

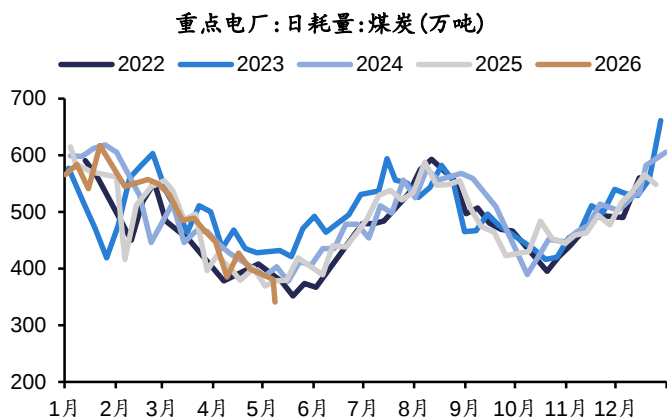
图表10：北方港口煤炭库存有所抬升



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

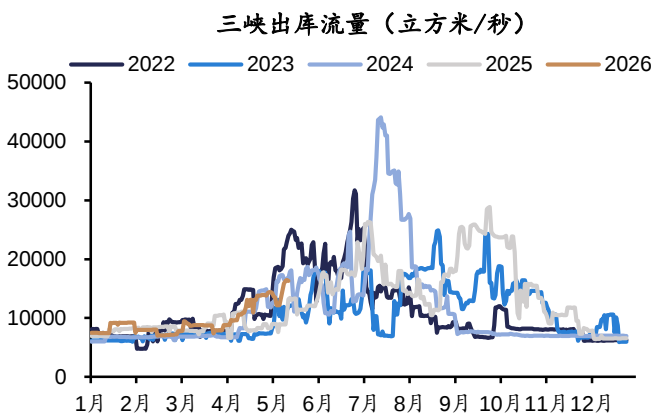


图表11: 供暖季结束后电厂日耗维持季节性低位



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

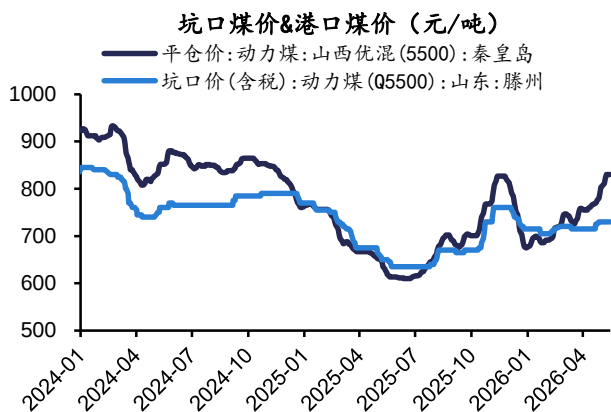
图表12: 近期三峡出库流量明显抬升



来源: 长江三峡通航管理局, 国金证券研究所

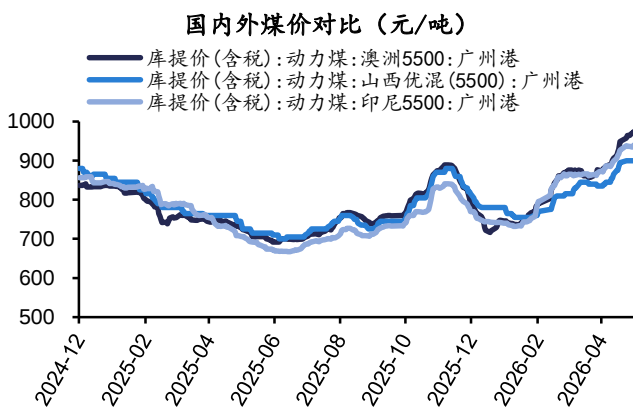
近期坑口煤价略有抬升, 进口煤价格优势继续减弱。山东滕州 5500 大卡坑口煤价在近期较长时间维持平稳后略有抬升, 截止 5 月 15 日为 730 元/吨, 低于秦皇岛港口价格 100 元/吨, 上年同期价差为 80 元/吨, 价差周环比增加 5 元/吨。海外煤价方面, 近期海外煤价整体表现仍偏强, 海内外价差走势分化, 截止 5 月 15 日山西优混动力煤 5500 大卡库提价 900 元/吨, 同比+175 元/吨 (幅度+24.1%), 周环比持平; 澳煤 5500 大卡库提价为 975.7 元/吨, 同比+253.7 元/吨 (幅度+35.14%), 周环比+11.6 元/吨 (幅度+1.2%); 印尼煤 5500 大卡库提价为 941.2 元/吨, 同比+239.1 元/吨 (幅度+34.1%), 周环比+4.6 元/吨 (幅度+0.5%)。

图表13: 坑口煤价略有抬升



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

图表14: 国内外煤价价差走势分化

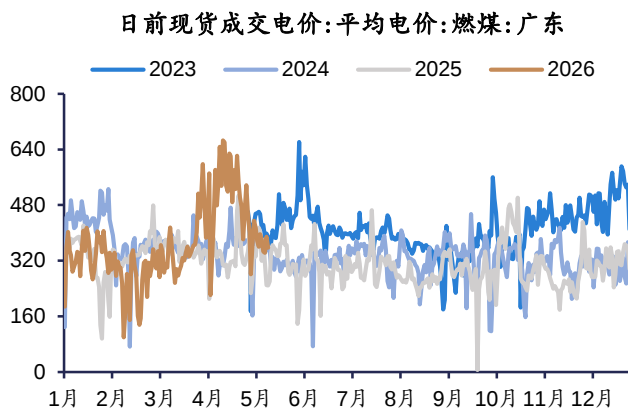


来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

年初至今多省现货电价持续走高: 广东作为用电负荷中心之一, 前期受需求修复及煤价上行等因素支撑, 燃煤现货电价维持高位运行, 整体显著高于往年同期, 但近期电价出现回落, 截止 5 月 12 日燃煤电价 357.33 元/兆瓦时, 同比+108.93 元/兆瓦时 (幅度+43.86%); 山西日前市场电价较前期低位有所修复, 近期整体呈高波动运行, 有一定抬升趋势, 截止 5 月 14 日日前市场出清算算术均价 234.3 元/兆瓦时, 同比-250.84 元/兆瓦时 (幅度-51.7%)。

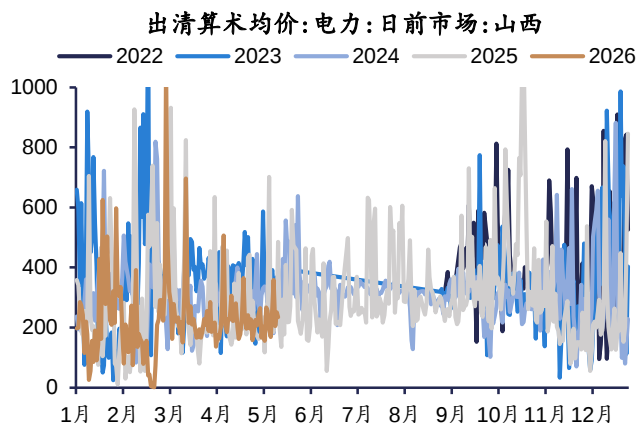


图表15: 广东燃煤现货电价出现回落



来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

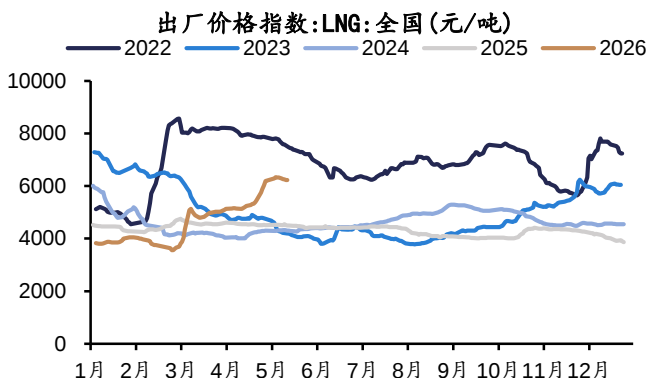
图表16: 山西现货市场电价有抬升趋势



来源: 山西电力交易中心, 国金证券研究所

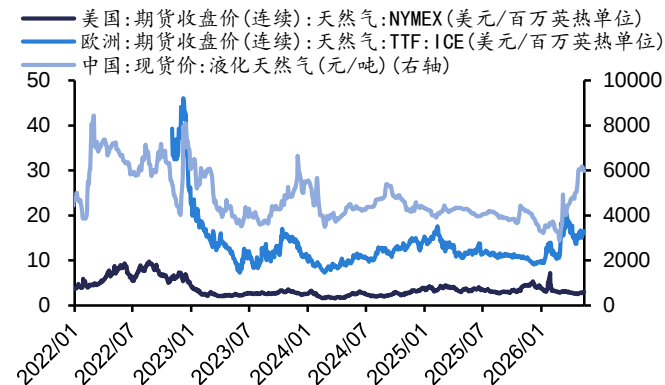
国内气价周环比继续上涨, 海外气价走势分化。2022 年俄乌冲突爆发后, 欧洲天然气供应链持续受扰, TTF 气价一度飙升至历史高位, 全球气价共振上行, 国内 LNG 价格亦同步抬升。进入 2026 年后, 中东地缘风险阶段性加剧, 霍尔木兹海峡通行反复, 进一步扰动全球油气运输与供需预期, 推动国际天然气价格波动加大。本周来看, 欧洲 TTF 气价整体波动不大, 仍处于前期区间内震荡; 美国 NYMEX 气价有所抬升; 国内 LNG 价格小幅回落。截止 5 月 14 日欧洲 TTF 现货价格为 47.90 欧元/兆瓦时, 同比+37.7%, 周环比+5.3%; 截止 5 月 15 日美国 NYMEX 天然气期货价格为 2.96 美元/百万英热, 同比-12.0%, 周环比+7.7%; 截止 5 月 15 日中国 LNG 现货价格为 5980 元/吨, 同比+39.8%, 周环比-3.3%。

图表17: 全国 LNG 出厂价格指数近期小幅回落



来源: 上海石油天然气交易中心, 国金证券研究所

图表18: 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 20.70, 近十年估值分位数为 66.35%, 煤炭板块市盈率(剔除负值)为 18.49, 近十年估值分位数为 90.06%; 公用事业板块市净率为 1.93, 近十年估值分位数为 76.27%, 煤炭板块市净率为 1.69, 近十年估值分位数为 94.62%。在交易量上, 2026 年 2 月在算电融合催化下, 公用事业板块成交占比一度明显抬升, 4 月中旬有所回落, 近期再度抬升, 5 月 15 日公用事业板块成交量占比 8.29%, 成交额占比 3.26%; 煤炭板块来看, 成交活跃度小幅下降, 5 月 15 日成交量占比 1.42%、成交额占比 0.46%。年初至今 SW 一级行业中, 煤炭、公用事业板块分别上涨 15.56%、13.66%, 分别位列第七、第八名。



图表19：公用事业板块PE近十年分位数 66.35%



来源：iFind，国金证券研究所

图表20：公用事业板块PB近十年分位数 76.27%



来源：iFind，国金证券研究所

图表21：煤炭板块PE近十年分位数 90.06%



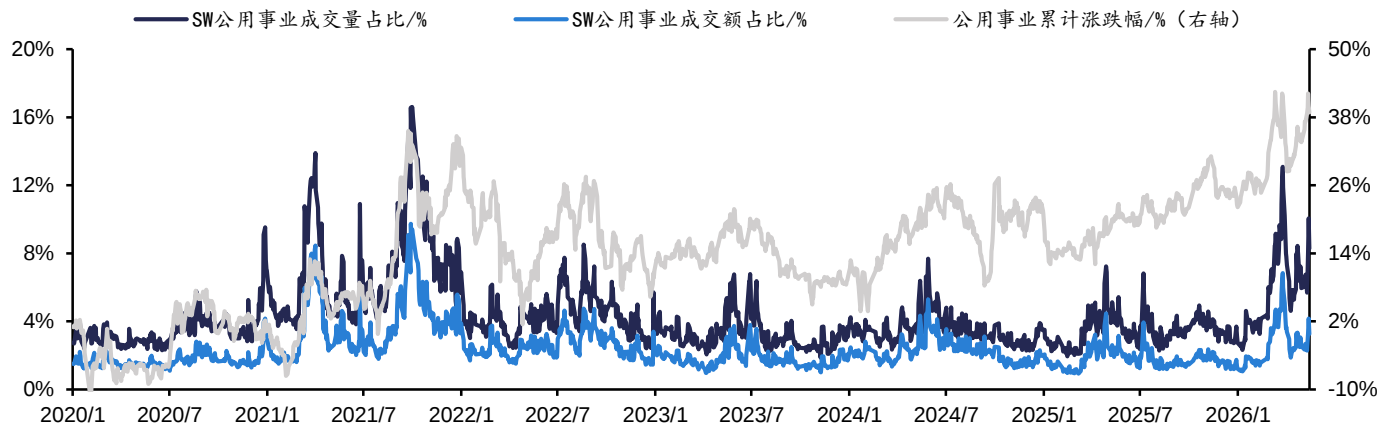
来源：iFind，国金证券研究所

图表22：煤炭板块PB近十年分位数 94.62%



来源：iFind，国金证券研究所

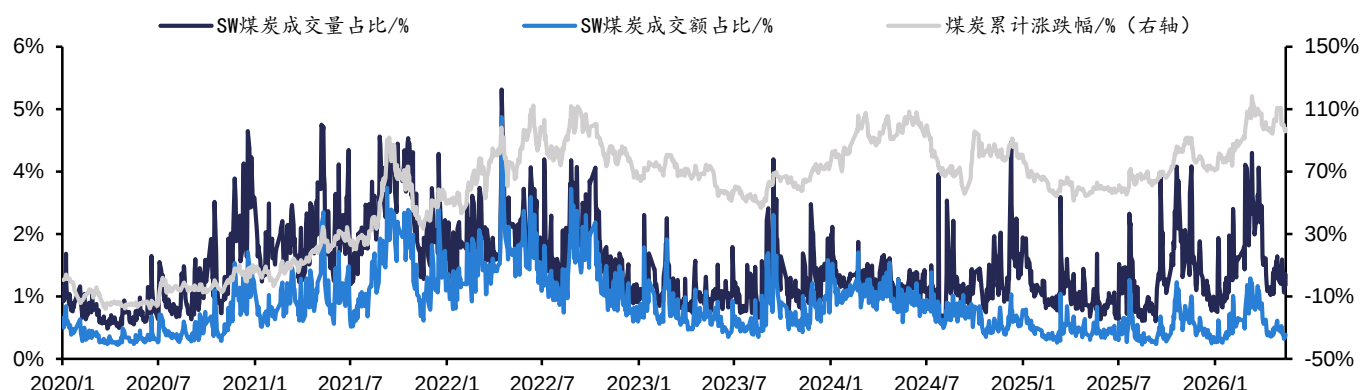
图表23：公用事业板块成交量/额占比自高位回落后再度抬升



来源：iFind，国金证券研究所

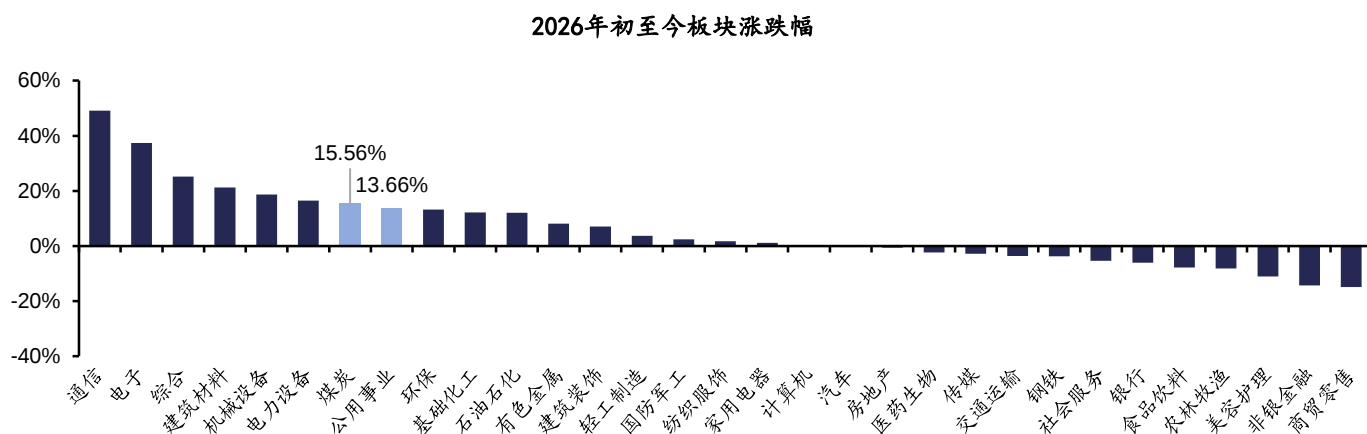


图表24：煤炭板块成交量/额占比小幅下降



来源：iFind，国金证券研究所

图表25：煤炭与公用事业位于申万板块涨跌幅中上游



来源：iFind，国金证券研究所

四、风险提示

煤价波动幅度超预期：若进口煤价格、国际能源价格扰动导致煤价超预期上涨，火电度电燃料成本可能重新抬升，压缩电量端和容量电价带来的盈利改善空间，并影响火电自由现金流转正、资产负债率下降及分红能力提升的持续性。

绿电装机及消纳情况不及预期：新能源全面入市后，绿电盈利对利用小时、市场化交易电价和消纳水平更加敏感。若风光装机继续高增但电网外送、调节电源及负荷增长不及预期，弃风弃光率可能抬升，大发时段电价折价扩大，导致绿电电量增长难以转化为收入和利润增长。

电力体制改革政策出台不及预期：若电力市场化改革推进节奏慢于预期，或机制电价、容量补偿、辅助服务收益、系统运行费用分摊等细则落地不及预期，相关资产盈利稳定性和现金流改善可能弱于判断，影响公用事业化重估逻辑兑现。



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