



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

从“双碳”到“算电”，两轮电力行情对照

投资逻辑：

■ 复盘 2020-2022 年双碳新能源行情，从点状到区域到全国、从主题行情到产业趋势到基本面改善

受双碳和电改深化推动，2020-2022 年电力板块出现持续超额收益，整体呈现从点状公司的主题行情→区域性绿电的新能源规划落地→全板块的电价上涨基本面改善的三轮次投资机会，期间电力板块最大涨幅达 65%，风电、光伏子版块涨幅达 203%、152%。复盘来看，2020 年 9 月双碳目标提出后，新能源运营商率先上涨，H 股低估值新能源运营商率先启动行情，主题行情驱动豫能控股至年底涨幅达 160%。随后进入 2021 年，区域性绿电运营商及全国性电力公司的新能源业务布局逐步显现，驱动上半年行情加速。随后伴随用电负荷高增、煤价上涨，2021 年 10 月 1439 号文出台，提出扩大电价上下限，电力的基本面自此改善，板块进入全国性公司领衔行情，并进一步外溢至火电等其他电源品种。复盘上轮行情演绎的路径，电力低配低估、产业趋势明确、基本面迎来改善，多维共振驱动行情。

■ 2026 年初至今算电融合行情由点及面，产业趋势趋于明朗，基本面也在持续改善

2026 年初至今的算电融合行情也有相似之处。本轮主题行情自 3 月开始，去年发布的 1192 号文促进新能源就地消纳、今年 3 月的两会及十五五规划强调算电融合，最初以点状行情为主，如豫能控股、华电辽能涨幅超 200%。进入 5 月后，行情逐步向中大型公司演绎，5 月初大唐中卫云基地作为我国首个大规模算电协同绿电直供项目落地，688 号文同期发布，强化了市场对电力企业参与算力基础设施建设、绿电直供商业模式落地的预期，板块行情加速向数据中心节点所在省份的省属能源集团、全国性公司中推进电力大基地向电算大基地的企业进行延展。与此同时，南方电网负荷 5 月 25-28 日持续新高，相较往年提前约一月，广东最新现货电价和 6 月月度电价同比上涨 86%、8%，伴随煤炭等能源价格的上涨，市场对基本面改善的预期的共识也在持续形成。我们的观点是：算电融合的产业趋势已经明朗，看好电力企业未来将更多以参股甚至控股方式参与算力设施建设和运维，即从能源底座逐步转向算力底座，也通过产业链延伸提升电力资产的商品化。关注后续数据中心节点省份的算力规划，评估电力集团的参与强度。

■ 三维框架高度兑现：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 3 月就已提出当下煤与电行情的三维框架：（1）长期来看，能源通胀下的电价上涨：在上半年煤电需求低基数下高增长的驱动下、叠加地缘和煤矿事故等影响，煤价走势如期强劲（本周 Q5500 煤价达 848 元/吨，同比涨幅达 235 元/吨），更多省份月度及现货电价中枢有所上涨，电价底部向上值得期待；（2）中期来看，业绩兑现中的时间线索：Q1 火电业绩好于市场预期，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，看好火电在 Q2 业绩底部+估值底部，未来将迎逐季度改善，目前已经进入配置窗口期。此外，汛期水文改善带来的量价齐升基本确定；（3）短期来看，低配低估下的主题行情：算电融合行情仍将演绎，从点状公司向区域逻辑延展，并持续跟进投资进展，另外我们建议也关注能源强国，本周能源局赴深圳调研能源强国建设工作已显端倪，关注分子侧扩大能源需求、分母侧体现安全溢价。煤与电大部分龙头公司具备股息基础，攻守兼备。

■ 相关标的：关注时间线与事件线，重视算电融合与能源强国

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：皖能电力、宝新能源、华能国际电力股份、国电电力、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、从“双碳”到“算电”，两轮电力行情对照	3
二、电力煤炭高频数据跟踪	9
三、板块估值及交易情况	11
四、风险提示	12

图表目录

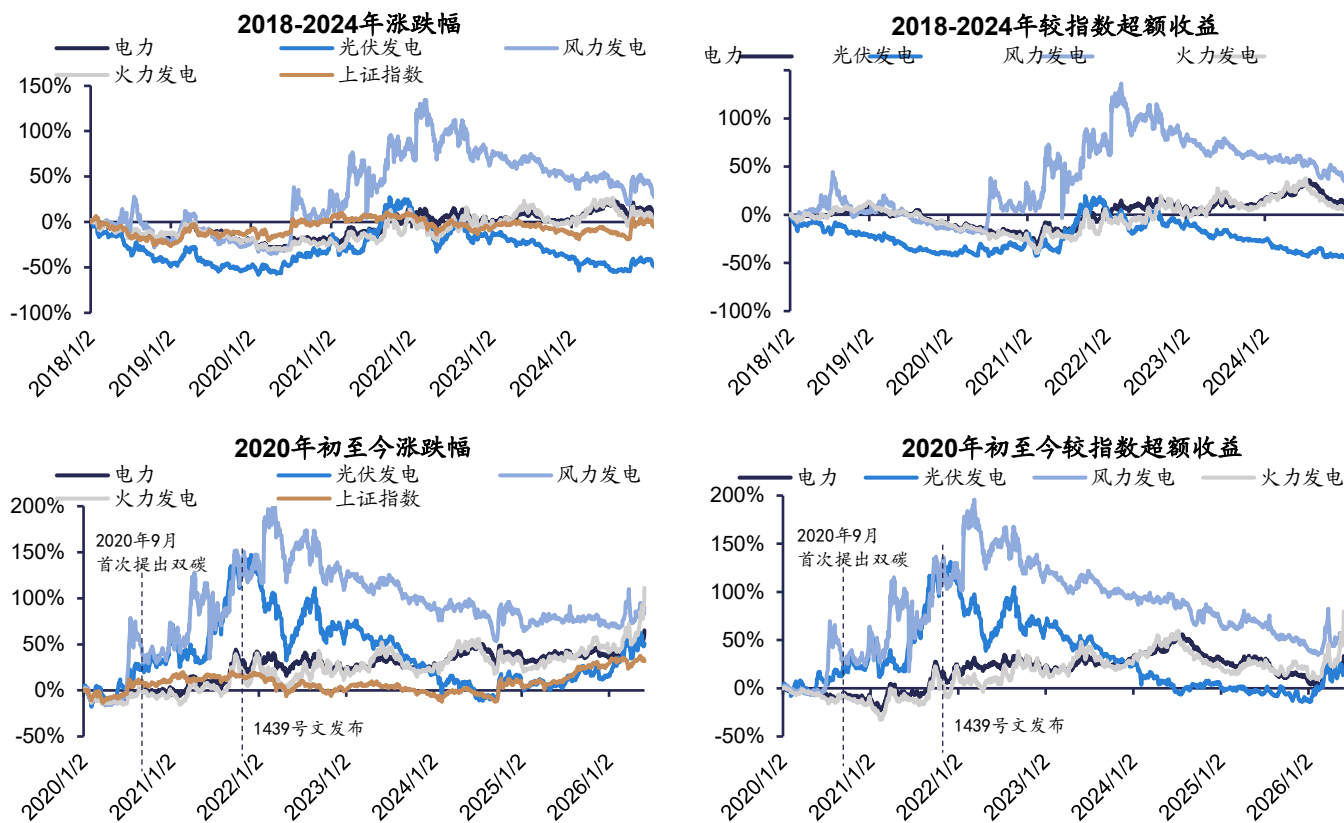
图表 1: 受双碳及电改政策催化 2020-2022 年电力板块持续上涨	3
图表 2: 复盘 2020-2022 年行情, 部分区域公司、区域新能源、新能源龙头、全国火转绿龙头公司分批上涨	4
图表 3: 当前公用事业板块 PE 估值约 19-20 倍	5
图表 4: 最新公用事业成交量占比为 9.3%、成交额占比为 4.0%	5
图表 5: 受绿电政策及电价上涨催化 2026 年初至今电力板块上涨超 20%	6
图表 6: 2026 年初至今个股涨幅持续扩大	6
图表 7: 煤与电行情的三维框架	8
图表 8: 内贸煤价格维持高位运行	8
图表 9: 广东现货电价本周迅速攀升	8
图表 10: 2026 年 6 月广东月度电价达 401 元/兆瓦时	8
图表 11: 北方港口煤炭库存升至阶段性高位	9
图表 12: 电厂日耗低位有所回升	9
图表 13: 三峡出库流量近期明显抬升	9
图表 14: 坑口煤价维持平稳	10
图表 15: 国内外煤价价差小幅收窄	10
图表 16: 山西现货市场电价高波动运行	10
图表 17: 全国 LNG 出厂价格指数延续小幅回落	11
图表 18: 主要天然气市场价格波动	11
图表 19: 公用事业板块 PE 近十年分位数 80.83%	11
图表 20: 公用事业板块 PB 近十年分位数 83.12%	11
图表 21: 煤炭板块 PE 近十年分位数 91.16%	11
图表 22: 煤炭板块 PB 近十年分位数 96.70%	11
图表 23: 煤炭板块成交量/额占比维持低位	12
图表 24: 煤炭与公用事业位于申万板块涨跌幅上游	12



一、从“双碳”到“算电”，两轮电力行情对照

受双碳政策、电改持续深化等影响，2020-2022年电力板块出现持续超额收益。2020年9月22日我国在联合国大会首次提到力争2030年前实现碳达峰、2060年前实现碳中和目标，电力行业作为能源转型核心环节，市场给予电力板块新能源装机快速成长下的估值重估。自2020年下半年板块开始启动，并迎来长达接近两年的持续性上涨，期间电力板块最大涨幅达65%，风电子板块最大涨幅达203%、光伏达152%。2022年以后，伴随装机高增带来的消纳压力、补贴退坡、EPS下修等，新能源估值持续消化，风电和光伏超额收益明显回落；火电则在电价机制改善、容量电价落地和煤价回落背景下逐步修复。

图表1：受双碳及电改政策催化2020-2022年电力板块持续上涨

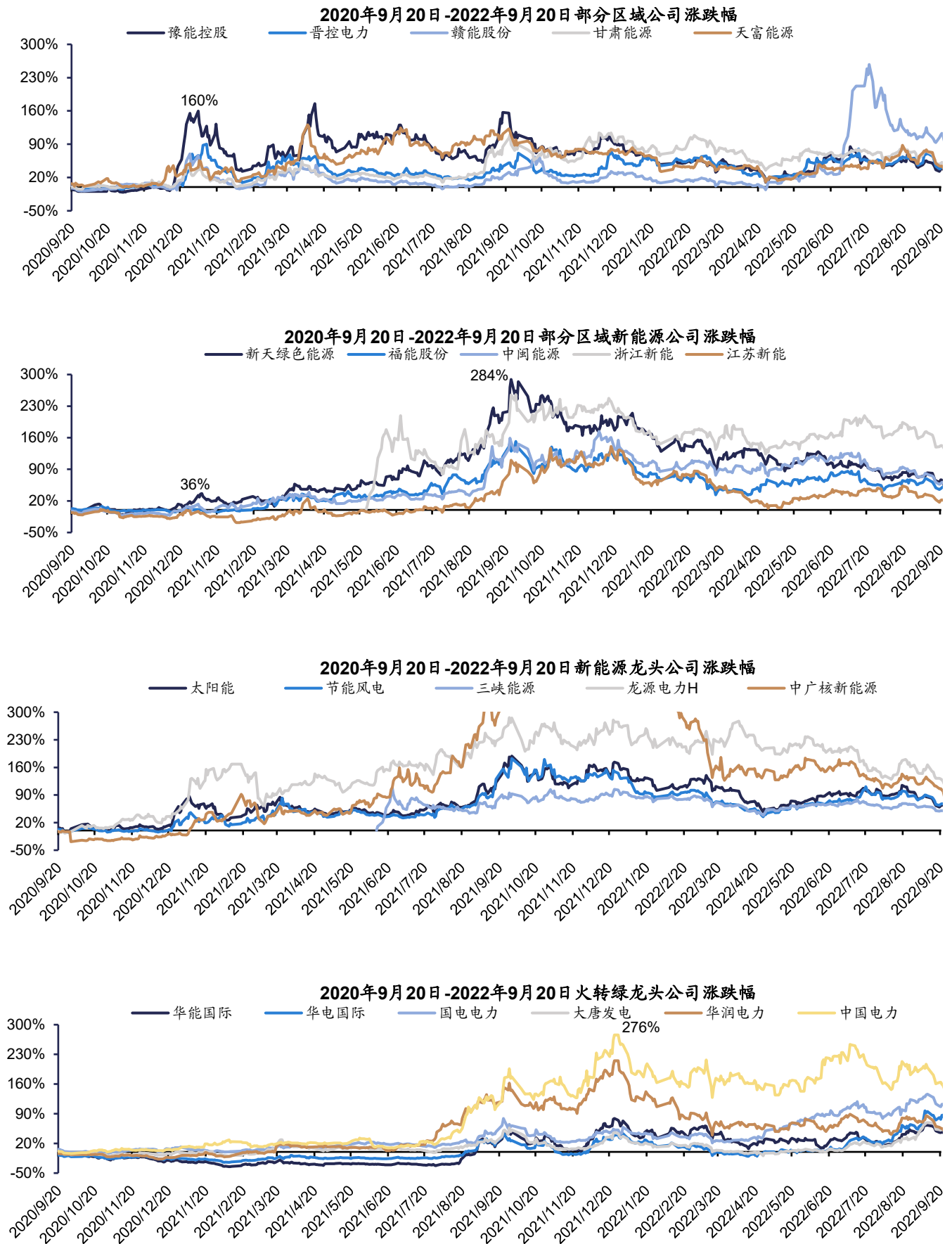


来源：iFind，国金证券研究所

聚焦2020-2022年板块上涨行情期间，区域公司、区域新能源运营商、全国新能源龙头、全国火转绿龙头公司分批上涨。复盘个股来看，板块内部呈现明显分批接力上涨趋势。(1) 2020年9月双碳目标首次提出后，新能源运营商均开始上涨，其中区域公司豫能控股涨幅突出2020年9月20日-2020年末涨幅达160%。(2) 经历2021年1-2月阶段调整后，2月中下旬板块再次启动(2021年3月政府工作报告首次正式写入双碳目标)，豫能控股、天富能源等区域公司再次领跑并突破前高，但同时区域新能源公司如福能股份、中闽能源等开始启动，至2021年9月末涨幅接近150%，港股区域龙头新天绿色能源、全国龙头中广核新能源、龙源电力H受估值影响，期间分别上涨280%+、500%+、270%+，新股区域龙头浙江新能期间上涨超250%。(3) 2021年2月-9月期间，2021年6月新能源龙头三峡能源IPO正式发行上市，全国新能源运营商(太阳能、节能风电)开始上涨。(4) 2021年四季度，受益于预期困境反转(煤价大涨电价上下限幅度扩大)全国性龙头公司开始领涨，后续伴随龙头公司新能源发展亦迅速、火电认知逐步纠偏，火转绿龙头公司波动上涨。



图表2: 复盘 2020-2022 年行情, 部分区域公司、区域新能源、新能源龙头、全国火转绿龙头公司分批上涨



来源: iFind, 国金证券研究所



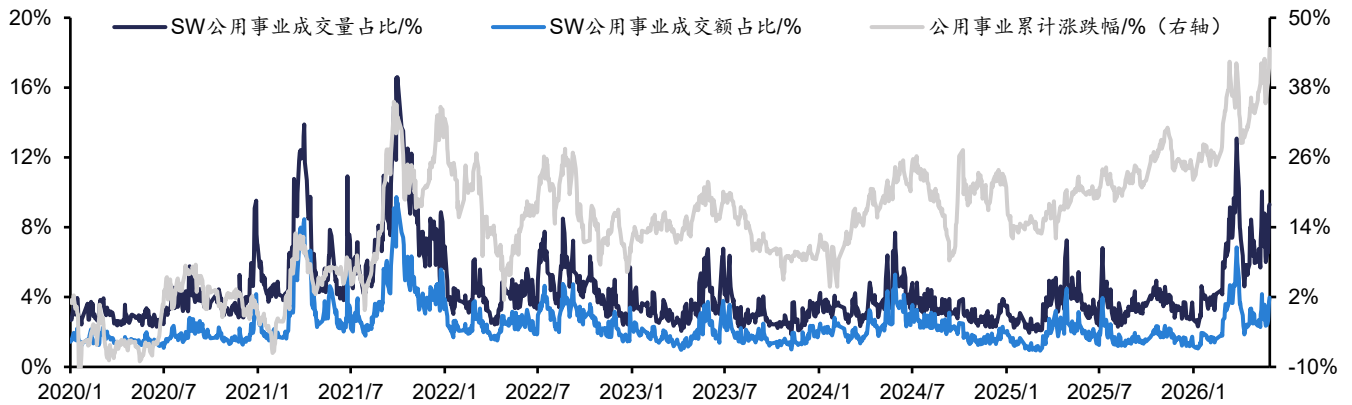
对比 2020 年双碳行情，2020 年下半年板块启动时 PE 估值为 17-18 倍，伴随新能源成长性逐步被市场挖掘，板块 PE 一度保持在 20-22 倍；从交易层面来看，2021 年 9 月末行情见顶时，板块成交量占比为 16.6%、成交额占比为 9.4%。

图表3：当前公用事业板块 PE 估值约 19-20 倍



来源：iFind，国金证券研究所

图表4：最新公用事业成交量占比为 9.3%、成交额占比为 4.0%

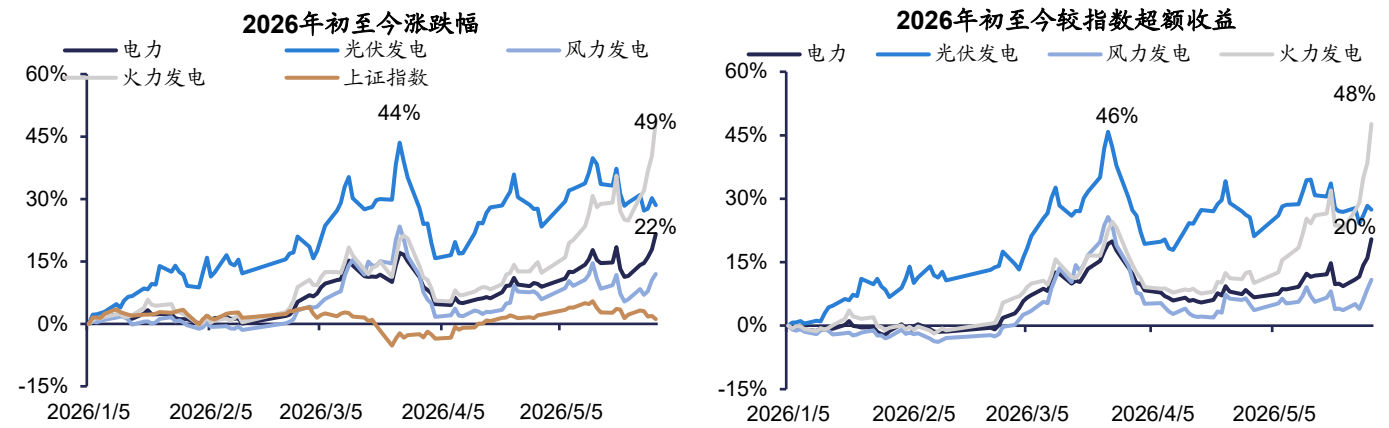


来源：iFind，国金证券研究所

2026 年初以来，电力受煤价上涨、电价提升的基本面改善，叠加算电协同、能源安全的主题催化，板块持续上涨达 22%，较上证指数超额收益率达 20 个百分点。当前板块 PE 估值约 19-20 倍；最新板块成交量占比仅 9.3%、成交额占比仅 4.0%。



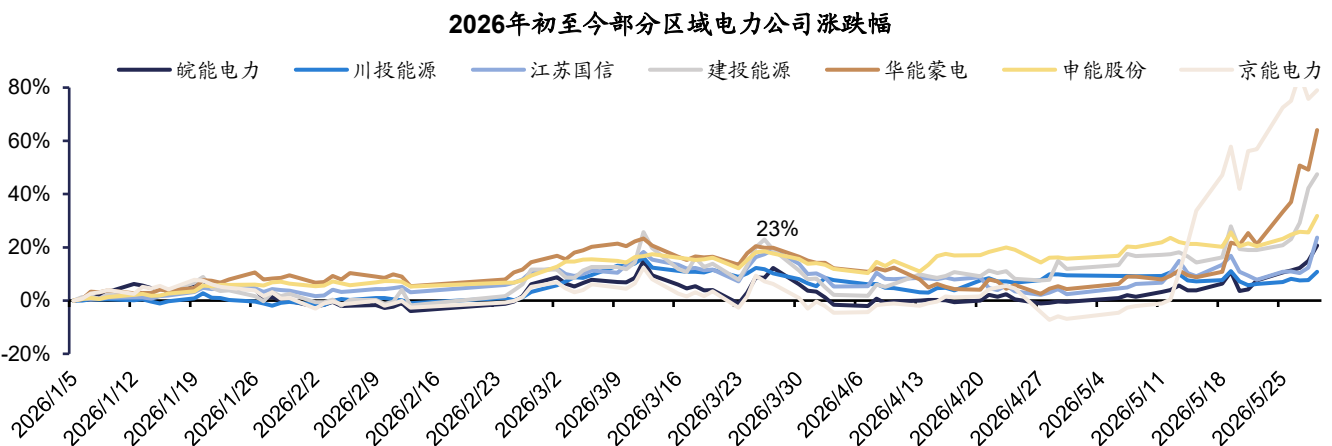
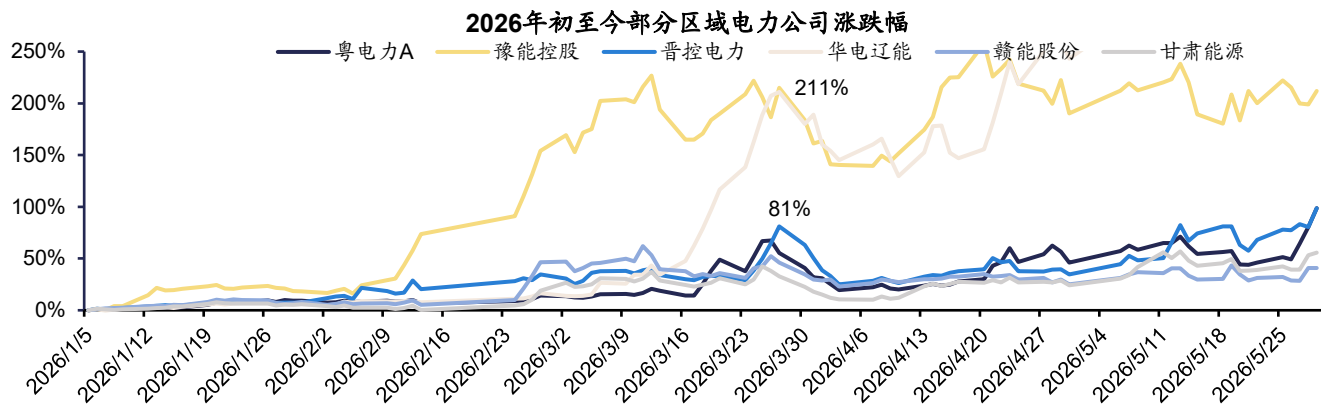
图表5: 受绿电政策及电价上涨催化 2026年初至今电力板块上涨超20%



来源: iFind, 国金证券研究所

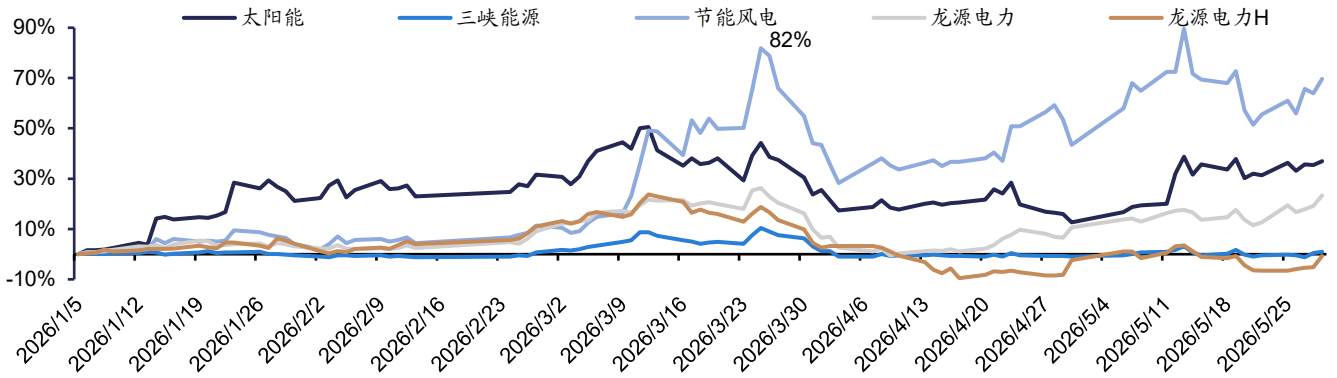
聚焦个股来看, 本轮主题行情自3月开始, 去年发布的1192号文促进新能源就地消纳、今年3月的两会及十五五规划强调算电融合, 最初以点状行情为主, 如豫能控股、华电辽能涨幅超200%。进入5月后, 行情逐步向中大型公司演绎, 5月初大唐中卫云基地作为我国首个大规模算电协同绿电直供项目落地, 688号文同期发布, 强化了市场对电力企业参与算力基础设施建设、绿电直供商业模式落地的预期, 板块行情加速向数据中心节点所在省份的省属能源集团、全国性公司中推进电力大基地向电算大基地的企业进行延展。

图表6: 2026年初至今个股涨幅持续扩大

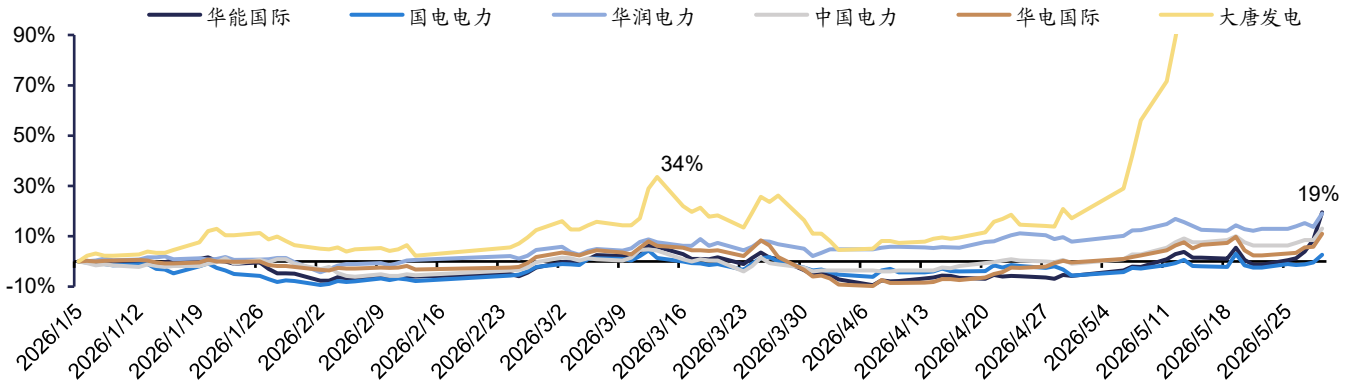




2026年初至今新能源龙头公司涨跌幅



2026年初至今龙头公司涨跌幅



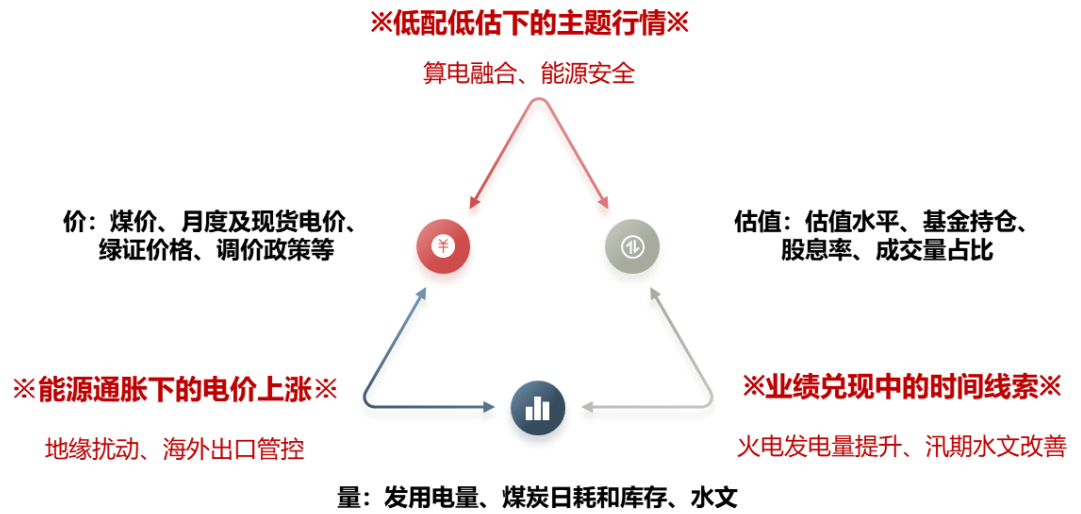
来源：iFind，国金证券研究所

备注：截止 2026 年 5 月 29 日，豫能控股上涨 212%，华电辽能上涨 593%，大唐发电上涨 143%未显示全

我们 3 月就已提出当下煤与电行情的三维框架：（1）长期来看，能源通胀下的电价上涨：在上半年煤电需求低基数下高增长的驱动下、叠加地缘和煤矿事故等影响，煤价走势如期强劲（本周 Q5500 煤价达 848 元/吨，同比涨幅达 235 元/吨），与此同时，南方电网负荷 5 月 25-28 日持续新高，相较往年提前约一月，广东现货电价和月度电价同比上涨 86%、8%，更多省份月度及现货电价中枢有所上涨，电价底部向上值得期待；（2）中期来看，业绩兑现中的时间线索：Q1 火电业绩好于市场预期，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，看好火电在 Q2 业绩底部+估值底部，未来将迎逐季度改善，目前已经进入配置窗口期。此外，汛期水文改善带来的量价齐升基本确定；（3）短期来看，低配低估下的主题行情：算电融合行情仍将演绎，从点状公司向区域逻辑延展，并持续跟进投资进展，另外我们建议也关注能源强国，本周能源局赴深圳调研能源强国建设工作已显端倪，关注分子侧扩大能源需求、分母侧体现安全溢价。煤与电大部分龙头公司具备股息基础，攻守兼备。

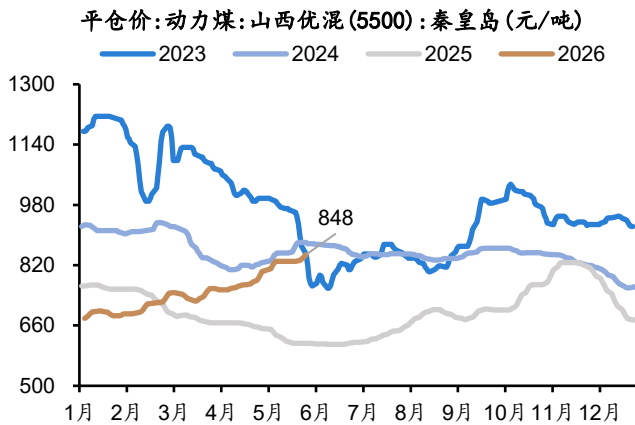


图表7: 煤与电行情的三维框架



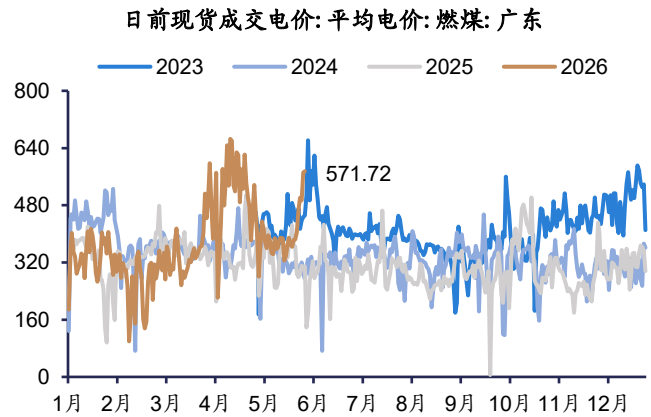
来源: 国金证券研究所

图表8: 内贸煤价格维持高位运行



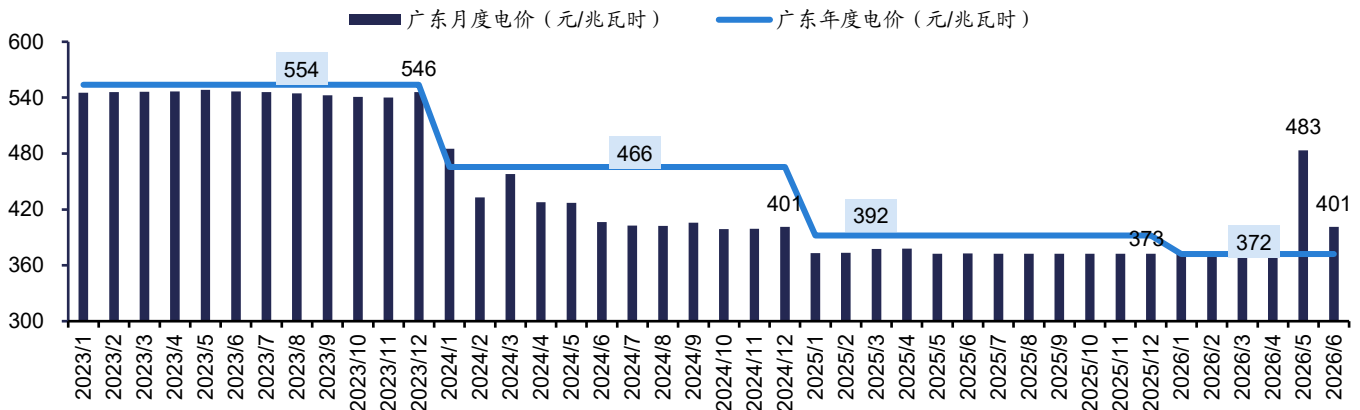
来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

图表9: 广东现货电价本周迅速攀升



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

图表10: 2026年6月广东月度电价达401元/兆瓦时



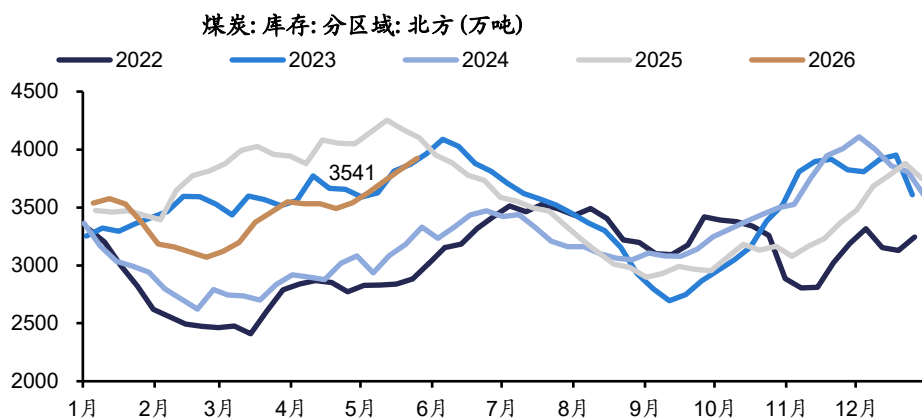
来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所



二、电力煤炭高频数据跟踪

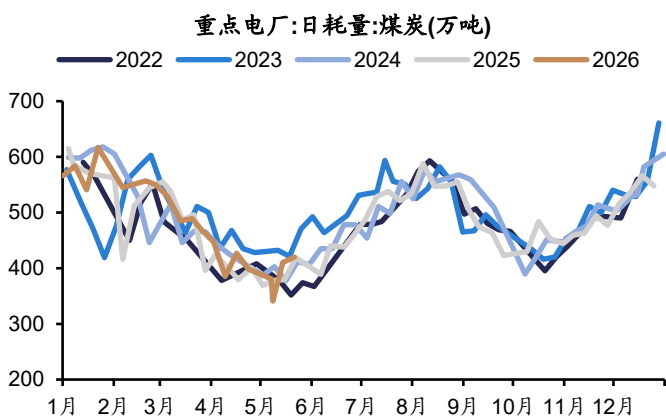
现货煤价年初至今持续抬升，近期在高位企稳，淡季背景下仍表现偏强。截止5月29日秦皇岛港5500大卡现货煤价已升至848元/吨，同比上涨235元/吨（幅度+38.3%），周环比上涨18元/吨（幅度+2.2%）。3月以来伴随供暖季结束、气温回升，电厂日耗维持季节性低位，近期有所修复，截止5月21日为420万吨，同比+1万吨，周环比+10万吨（幅度+2.4%）。水文方面，近期三峡出库流量明显抬升至阶段性高位，截止5月29日三峡出库流量28900立方米/秒，同比+138.8%、周环比+29.6%。综合影响下，近期港口煤炭库存继续抬升，截止5月25日，北方港口库存达3924万吨，同比-177.2万吨（幅度-4.3%），周环比+93.3万吨（幅度+2.4%）。

图表11：北方港口煤炭库存升至阶段性高位



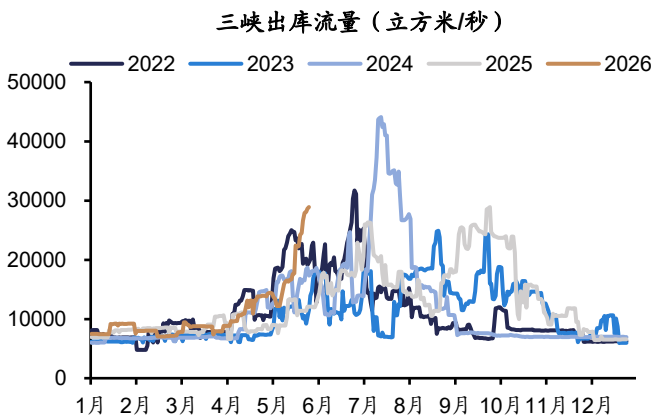
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表12：电厂日耗低位有所回升



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表13：三峡出库流量近期明显抬升



来源：长江三峡通航管理局，国金证券研究所

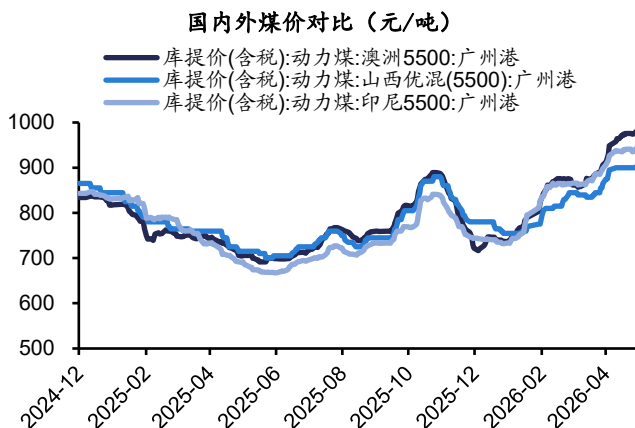
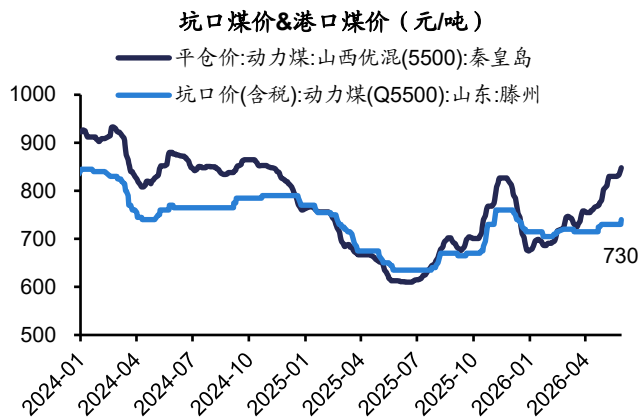
近期坑口煤价维持平稳，国内外煤价整体高位震荡，进口煤价格优势仍然偏弱。山东滕州5500大卡坑口煤价在近期维持平稳，截止5月29日为740元/吨，低于秦皇岛港口价格108元/吨，上年同期价差为22元/吨，价差周环比扩大8元/吨。海外煤价方面，近期海外煤价整体表现仍偏强，价格优势仍不明显，截止5月29日山西优混动力煤5500大卡库提价920元/吨，同比+205元/吨（幅度+28.7%），周环比+20元/吨（幅度+2.2%）；澳煤5500大卡库提价为1006.1元/吨，同比+300.6元/吨（幅度+42.6%），周环比+31.8元/吨（幅度+3.3%）；印尼煤5500大卡库提价为964.9元/吨，同比+280.3元/吨（幅度+41.0%），周



环比+29.7 元/吨（幅度+3.2%）。

图表14: 坑口煤价维持平稳

图表15: 国内外煤价价差小幅收窄

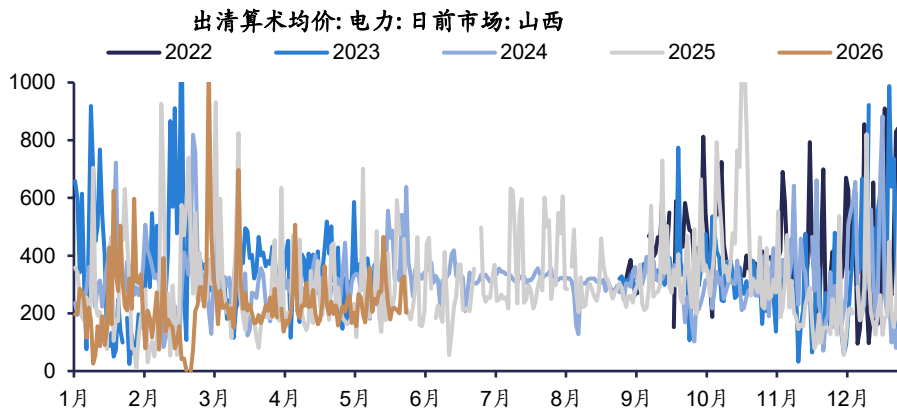


来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

年初至今多省现货电价整体较前期低位有所回升: 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, 燃煤现货电价上行, 近期回落后期小幅抬升, 截止 5 月 30 日燃煤电价 574.73 元/兆瓦时, 同比+265.55 元/兆瓦时 (幅度+85.9%); 山西日前市场电价较前期低位有所修复, 近期整体仍呈高波动运行, 截止 5 月 27 日日前市场出清算术均价 202.48 元/兆瓦时, 同比-19.8 元/兆瓦时 (幅度-8.9%)。

图表16: 山西现货市场电价高波动运行

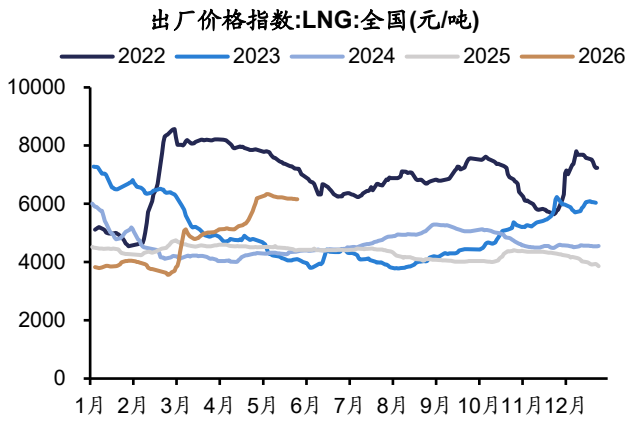


来源: 山西电力交易中心, 国金证券研究所

国内气价周环比小幅回落, 海外气价整体走弱。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, 霍尔木兹海峡通行风险扰动, 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 从前期高位有所回落; 美国 NYMEX 气价小幅回升; 国内 LNG 价格延续下行。截止 5 月 28 日欧洲 TTF 现货价格为 47.02 欧元/兆瓦时, 同比+28.72%, 周环比-2.0%; 截止 5 月 29 日美国 NYMEX 天然气期货价格为 3.27 美元/百万英热, 同比-7.4%, 周环比+12.1%; 截止 5 月 29 日中国 LNG 现货价格为 5834 元/吨, 同比+42.6%, 周环比-0.8%。

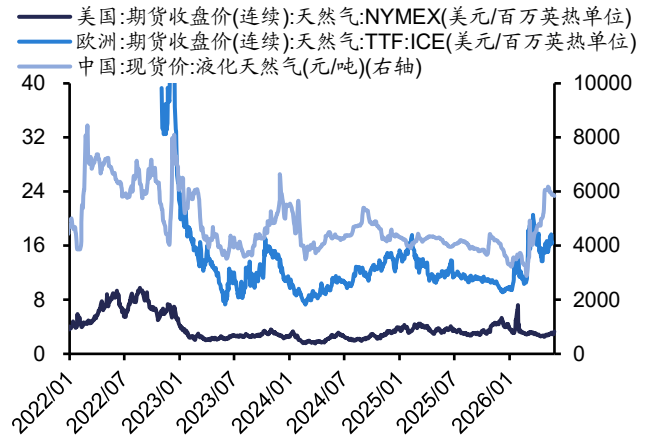


图表17: 全国LNG出厂价格指数延续小幅回落



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 21.82, 近十年估值分位数为 80.83%, 煤炭板块市盈率(剔除负值)为 19.00, 近十年估值分位数为 91.16%; 公用事业板块市净率为 2.03, 近十年估值分位数为 83.12%, 煤炭板块市净率为 1.73, 近十年估值分位数为 96.70%。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, 5月中旬再度走高, 5月29日公用事业板块成交量占比 9.30%, 成交额占比 3.97%; 煤炭板块来看, 成交活跃度整体维持低位, 5月29日成交量占比 2.11%、成交额占比 0.63%。年初至今SW一级行业中, 煤炭、公用事业板块分别上涨 19.75%、18.42%, 分别位列第四、第五名。

图表19: 公用事业板块PE近十年分位数 80.83%



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 83.12%



来源: iFind, 国金证券研究所

图表21: 煤炭板块PE近十年分位数 91.16%



来源: iFind, 国金证券研究所

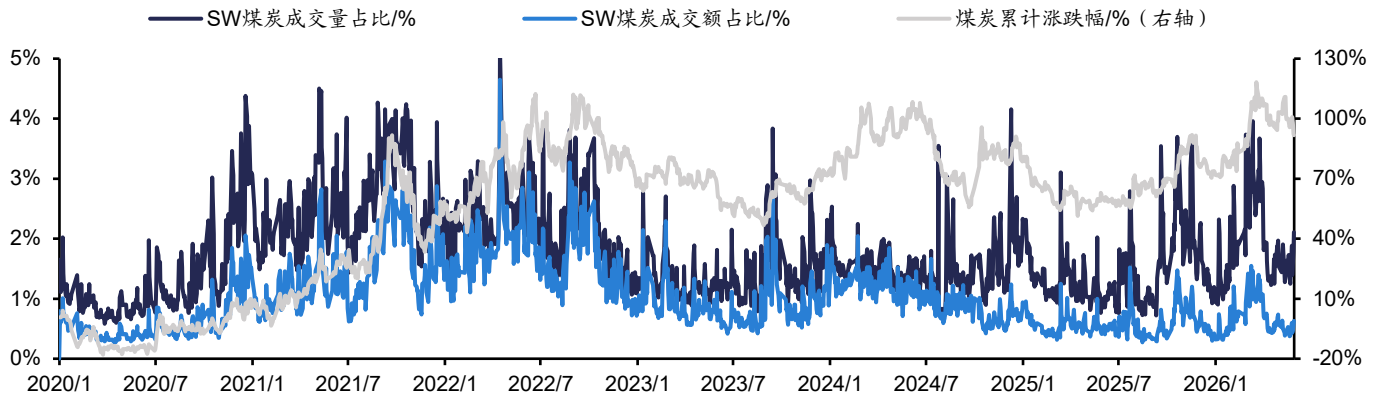
图表22: 煤炭板块PB近十年分位数 96.70%



来源: iFind, 国金证券研究所

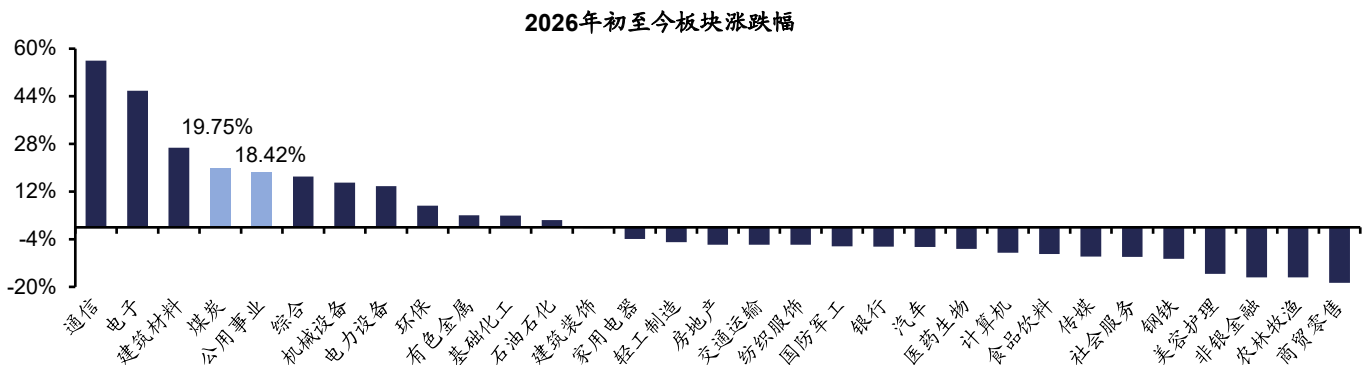


图表23: 煤炭板块成交量/额占比维持低位



来源: iFind, 国金证券研究所

图表24: 煤炭与公用事业位于申万板块涨跌幅上游



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 5% 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**