2026 年 11 月 08 日

公用事业行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所
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
分析师：卢佳琪（执业 S1130526070001）
lujiaqi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪
guoshihao@gjzq.com.cn

电力行情的四重奏

投资逻辑：

■ **电力超额明显，四重奏行情展开**

10 月至今公用板块上涨 2.33%(较沪深 300 超额达 9.3%,下同)，火电/水电/核电分别上涨 2.1%/4.3%/8.4%(超额达 9.0%/11.3%/15.3%)，绝对与相对超额收益均明显。我们认为，板块仍处于预期改善驱动的行情初期，市场分歧尚存，后续共识凝聚有望推动行情延展。重点关注四重演绎：

（1）电价预期改善：月度电价上涨已形成初步验证，更多省份 12 月交易结果将成为重要观察窗口；年末煤价若受需求低基数下回升等因素支撑上行，有望进一步强化电价预期。

（2）业绩底部确认：三季报业绩压力释放后，市场反应体现利空落地特征，业绩超预期的核电率先上涨。

（3）供需及交易结构愈发明朗：售电公司亏损与各地签约规则落地，有望提升用户长协签约意愿；此外火电核准 22 年见顶，投产 25-26 年见顶，今年沿海地区气电出力下降影响供给，受天然气电量下降影响，电量/电力供需或比市场预期更加紧张，支撑电价预期。

（4）红利逻辑持续演绎：当前红利整体仍处于中等分位水平，公用板块公募持仓底部改善，重仓股持股比例从 26Q2 的 0.26%提升至 26Q3 的 0.6%，但仍远低于市值占比的 4%；板块最新交易量及交易额占比仅 5.16%/2.25%（远低于 5 月的 10.0%/4.2%）。板块的红利属性逐步明朗，盈利改善、分红提升、市值管理催化行情。

■ **火电聚焦三个问题，明年将迎困境反转+供需改善+分红提升**

火电的讨论聚焦于今年是否为业绩底部、合理盈利中枢是多少、恢复至中枢的速度这三个问题。首先，年内火电受煤价提升、电价挤压下，板块三季度下滑 75%，火电业务濒临亏损，可确立底部位置。其次，通过此前的复盘及容量电价等带来的商业模式变革，我们预计度电盈利的中枢约 3 分，部分投产高峰已过的南方省份的供需更加紧张，盈利中枢或可更高。最后，电量电价上涨幅度对于火电的盈利修正速度较为重要，此外是对于发电成本下降和容量电价提升的跟踪。我们认为火电迎来困境反转（回到合理盈利）/供需改善（合理盈利提升）/分红提升（自由现金流 2025 年转正、资本开支 2024 年见顶、板块性的今年底部利润具备约 4%股息率），展望 2027 年，我们认为火电在盈利改善的过程中，将成为新型红利的优选，目前可关注南方煤电一体高股息，逐步向长三角电厂扩张。

■ **水核电价上涨、装机及水文也将提升，亦将受益于红利估值提升**

展望明年，核电市场化交易电量有望直接受益于电价回升，机制电价政策在电价上行周期内也有望为核电提供更有利的定价环境，叠加新机组投产，核电业绩高增长，将成为传统红利资产中的优选。水电方面，受年内部分流域来水分化及上年同期基数影响，水电电量差异较大，重视雅砻江四季度电量大增。展望明年水电或迎量价双升，来自今年的偏低基数与厄尔尼诺、电价也有弹性。此外，水电龙头息差仍处高位，较 10 年期国债收益率高约 176bp，高于过往多数年份 60-140bp 的水平。伴随红利整体的上涨以及低利率环境，水电作为红利锚定，估值势必修复。

■ **火电行情依次展开，核电水电均已在途**

火电当前建议侧重盈利改善确定性，如南方/高长协煤/高股息，如国电电力、宝新能源、广西能源、内蒙华电、陕西能源、华润电力、华能国际、华电国际。伴随电价逐步落地，长三角江苏国信、皖能电力、浙能电力、赣能股份、申能股份等，北方建投能源、京能电力等。核电如中国核电、中国广核 AH。水电如川投能源、国投电力、长江电力等。

■ **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。

内容目录

一、电力超额明显，四重奏行情展开 4
二、电力煤炭高频数据跟踪 10
三、板块估值及交易情况 14
四、风险提示 16

图表目录

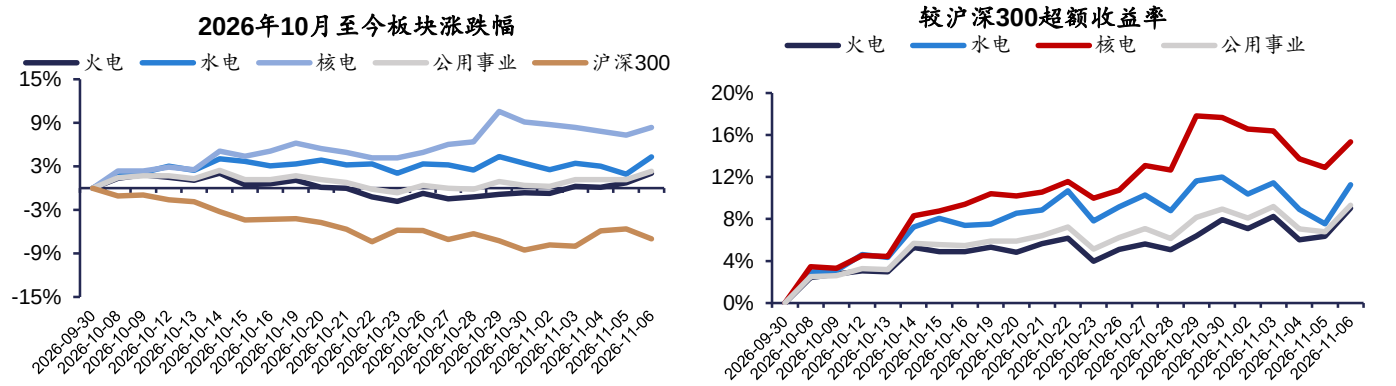
图表 1： 10 月初至今板块绝对及超额收益突出 4
图表 2： 广东月度电价今年 5 月起连续超过年度电价 4
图表 3： 江苏月度电价今年 6 月起连续超过年度电价 5
图表 4： 2026 年 10 月现货煤价均值同比提升 273 元/吨 5
图表 5： 2026 年 11-12 月用电量有望在低基数下将同比改善 5
图表 6： 2026 年 11-12 月火电发电量在低基数下同比预计改善（单位：亿千瓦时） 6
图表 7： 华能国际单季煤电度电税前利润(元/千瓦时) 6
图表 8： 2026Q1-3 火电板块自由现金流为 751 亿元 6
图表 9： 2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升 6
图表 10： 2026-2031 年全国核电预计每年投产机组及装机容量 7
图表 11： 2026 上半年广东售电公司仅实现盈亏平衡 8
图表 12： 2026 上半年广东售电公司近六成亏损 8
图表 13： 火电核准 22 年见顶，投产 25-26 年见顶 8
图表 14： 当前红利整体仍处于中等分位水平 8
图表 15： 长江电力股息率与十年期国债收益率 9
图表 16： 2026 年三季度末公用事业股基金配置占比为 0.60%、环比+0.34pct、同比+0.16pct 9
图表 17： 细分板块来看，2026 年二季度末水电、火电板块配置比例回升至 0.27%、0.11% 9
图表 18： 内贸煤价格近期大幅上涨后高位震荡 10
图表 19： 北方港口煤炭库存近期低位回升 10
图表 20： 二十五省电厂日耗近期低位回升 10
图表 21： 坑口煤价近期持续上涨 11
图表 22： 国内外煤价价差略有收窄 11
图表 23： 广东燃煤现货电价近期有所上升（元/兆瓦时） 11
图表 24： 山西日前市场电价近期震荡回落（元/兆瓦时） 11
图表 25： 江苏日前现货电价 9 月以来抬升 12
图表 26： 安徽日前现货电价 9 月以来显著修复 12
图表 27： 溪洛渡入库流量有所上涨 12

图表 28： 三峡入库流量有所下降 12
图表 29： 锦屏一级入库流量有所回落 13
图表 30： 官地入库流量有所回落 13
图表 31： 猴子岩入库流量持续下降 13
图表 32： 瀑布沟入库流量近期有所回落 13
图表 33： 龙滩入库流量近期有所波动 13
图表 34： 水布垭入库流量有所上涨 13
图表 35： 全国 LNG 出厂价格指数近期有所上涨 14
图表 36： 周内欧洲及国内气价回落，美国气价上涨 14
图表 37： 公用事业板块 PE 近十年分位数 87.78% 14
图表 38： 公用事业板块 PB 近十年分位数 32.17% 14
图表 39： 煤炭板块 PE 近十年分位数 85.69% 15
图表 40： 煤炭板块 PB 近十年分位数 93.08% 15
图表 41： 2026 年 10 月下旬起公用事业板块成交量/额占比有所回升 15
图表 42： 煤炭板块成交量近期有所回落 15
图表 43： 年初至今煤炭上涨 15.20%，公用事业上涨 0.75% 16

一、电力超额明显，四重奏行情展开

10 月至今公用板块上涨 2.33%（较沪深 300 超额 9.3%，下同），火电、水电、核电分别上涨 2.1%、4.3%、8.4%（超额分别达 9.0%、11.3%、15.3%），绝对与超额收益明显。我们认为，板块仍处于预期改善驱动的行情初期，市场分歧尚存，后续共识凝聚有望推动行情延展。重点关注四重演绎：

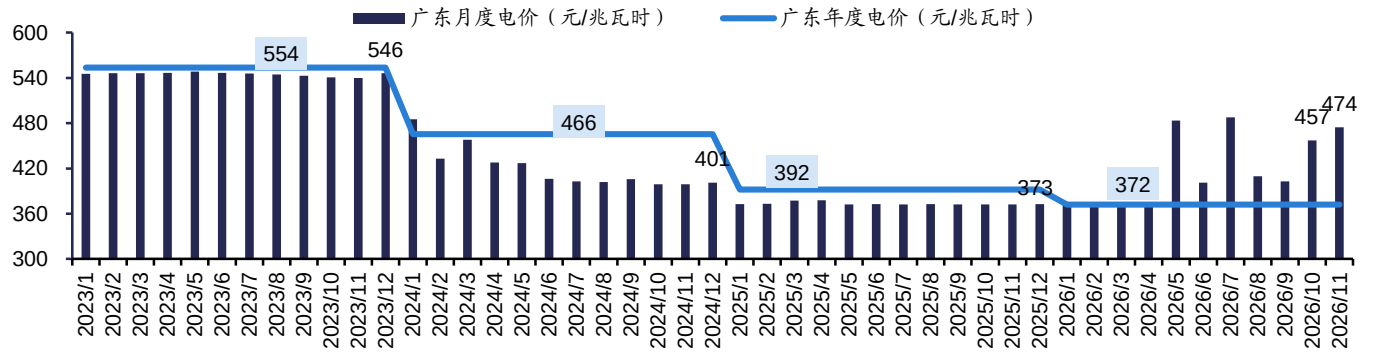
图表1：10 月初至今板块绝对及超额收益突出



来源：iFinD，国金证券研究所

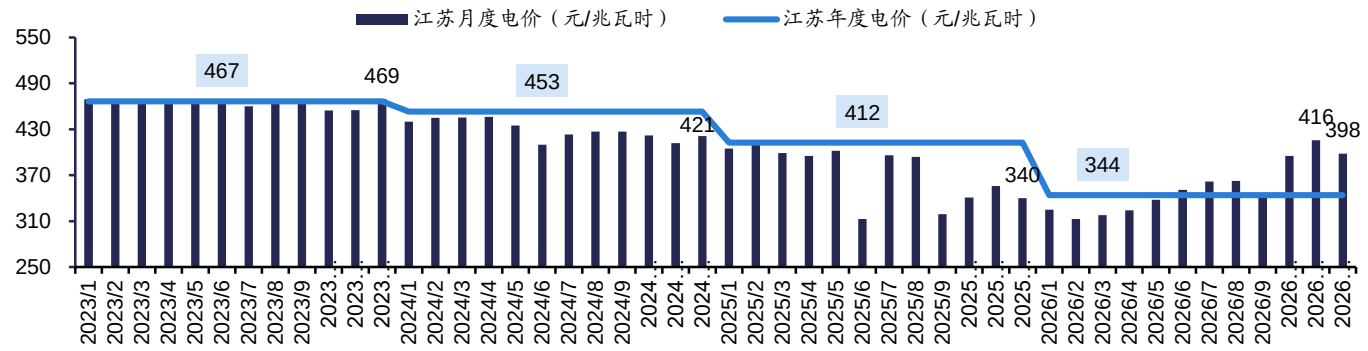
（1）电价的传导及预期改善：观察年度电价和月度电价来看，上一年 12 月月度交易电价往往对次年年度交易电价具有一定指引意义，如广东 2024 年 12 月、2025 年 12 月月度电价均与次年年度电价相近，江苏 2025 年 12 月电价亦有此规律。我们认为，伴随广东、江苏最新 11-12 月月度电价落地，分别超过年度长协 10 分/7 分/度，涨电价的确定性持续增加，但市场分歧尚存，板块仍处于预期改善驱动的行情初期，后续共识凝聚有望推动行情延展。

图表2：广东月度电价今年 5 月起连续超过年度电价



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

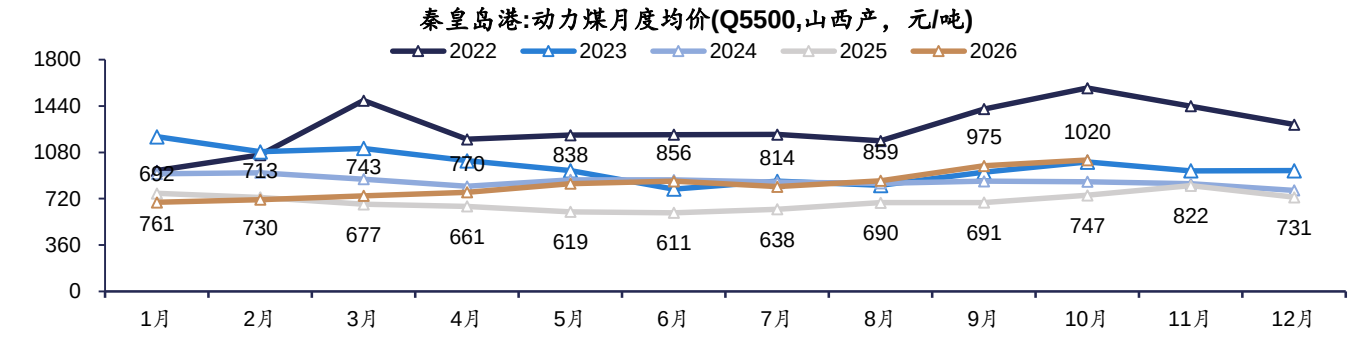
图表3：江苏月度电价今年6月起连续超过年度电价



来源：江苏电力交易中心，国金证券研究所

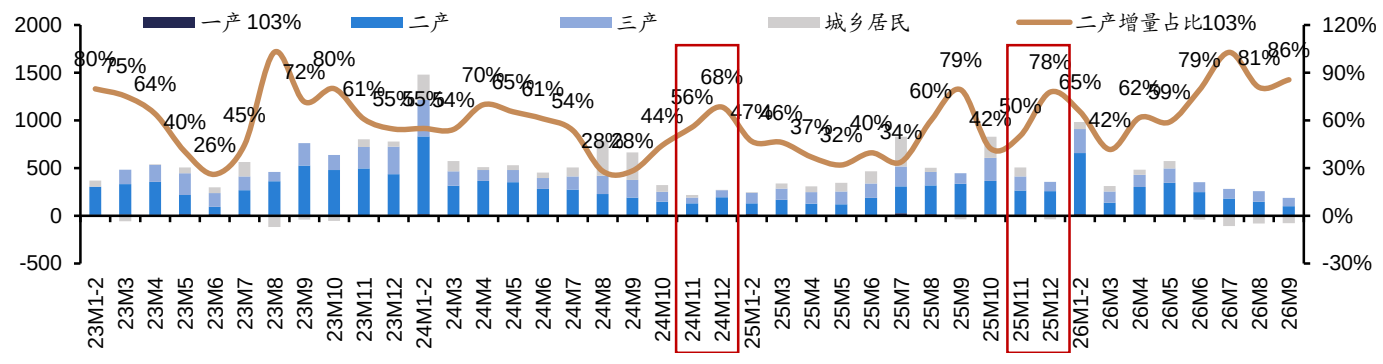
11-12月电煤需求回升或带动煤价上行，提升电价签订预期：2025年11月中下旬起，受暖冬气温偏高影响三产及城乡居民用电需求显著减弱，25年12月三产及城乡居民用电量同比仅+5.4%（11月为+10.3%）、-2.3%（11月为+9.8%）；用电需求减弱下火电出力大幅下滑，2025年11-12月火电单月发电量同比下滑4.2%、3.2%，电煤需求下降，导致2025年11-12月煤价环比走弱，12月现货煤均值降低至731元/吨。综合今年情况来看，我们预计11-12月全社会用电量增量环比改善，预计11-12月火电电量有望恢复增长，映射冬季电煤需求，或带动煤价上行，支撑电价签订预期。

图表4：2026年10月现货煤价均值同比提升273元/吨



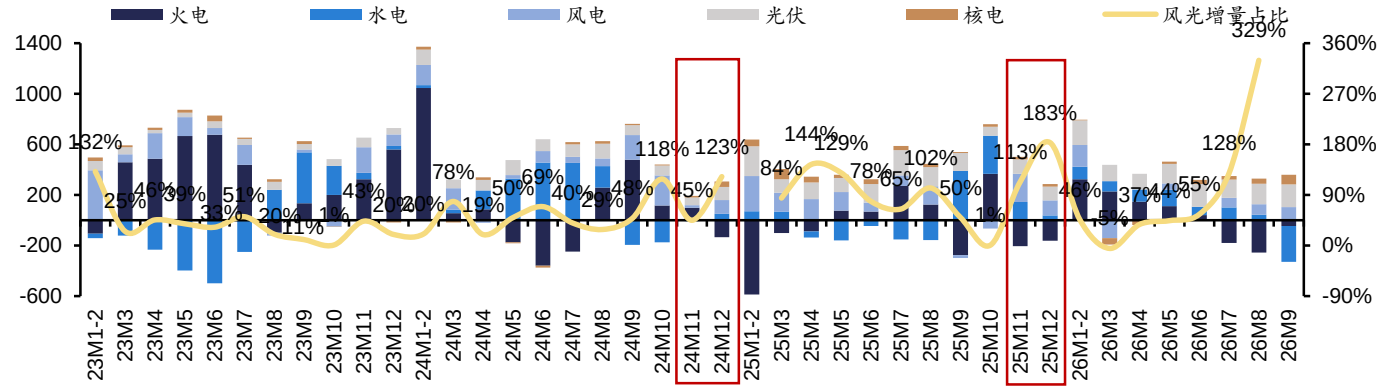
来源：iFinD，国金证券研究所

图表5：2026年11-12月用电量有望在低基数下将同比改善



来源：iFinD，国金证券研究所

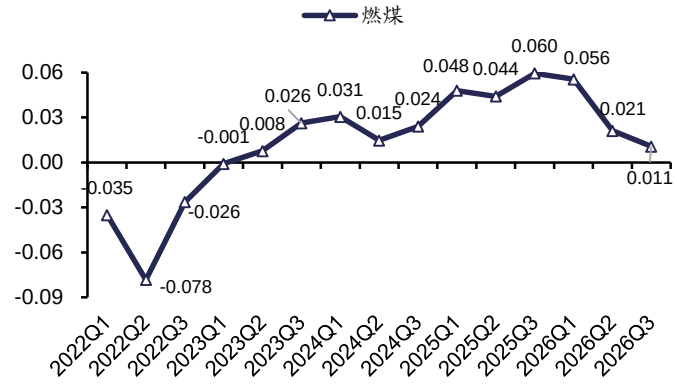
图表6：2026 年 11-12 月火电发电量在低基数下同比预计改善（单位：亿千瓦时）



来源：iFinD，国金证券研究所

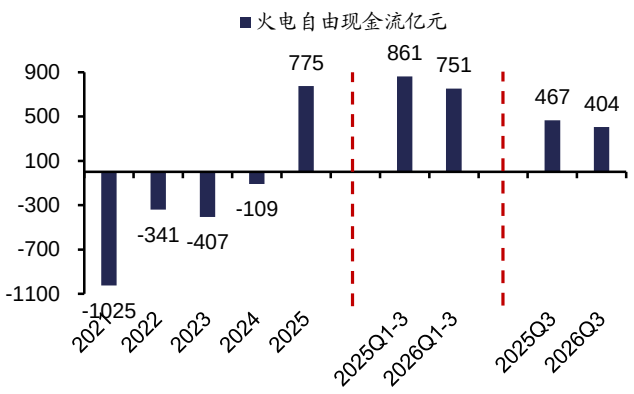
（2）业绩底部确认：三季报业绩压力释放后，市场反应体现利空落地特征，业绩超预期的核电率先上涨。年内火电受煤价提升、电价挤压下，板块前三季度业绩下滑 41.5%，三季度下滑 75.3%，火电业务濒临亏损（龙头华能国际 Q3 煤电度电税前利润为 1.1 分），可确立底部位置。我们再次强调，容量电价上涨已显著提升火电盈利基石，目前 165 元/千瓦·年容量电价下，按利用小时降至 3800 小时测算，度电税前利润 3.8 分、净利约 2.9 分。该收益可覆盖标煤每吨 127 元的涨幅；现货煤占比 50%，可承受 Q5500，煤价每吨 199 元涨幅；且部分省份提价后缓冲空间更大。核电方面，随着 2019 年核准重启后的项目陆续进入投产阶段，2027 年预计共有 8 台、8.8GW 核电机组投运，核电装机增长也逐步兑现。

图表7：华能国际单季煤电度电税前利润(元/千瓦时)



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：2026Q1-3 火电板块自由现金流为 751 亿元



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升

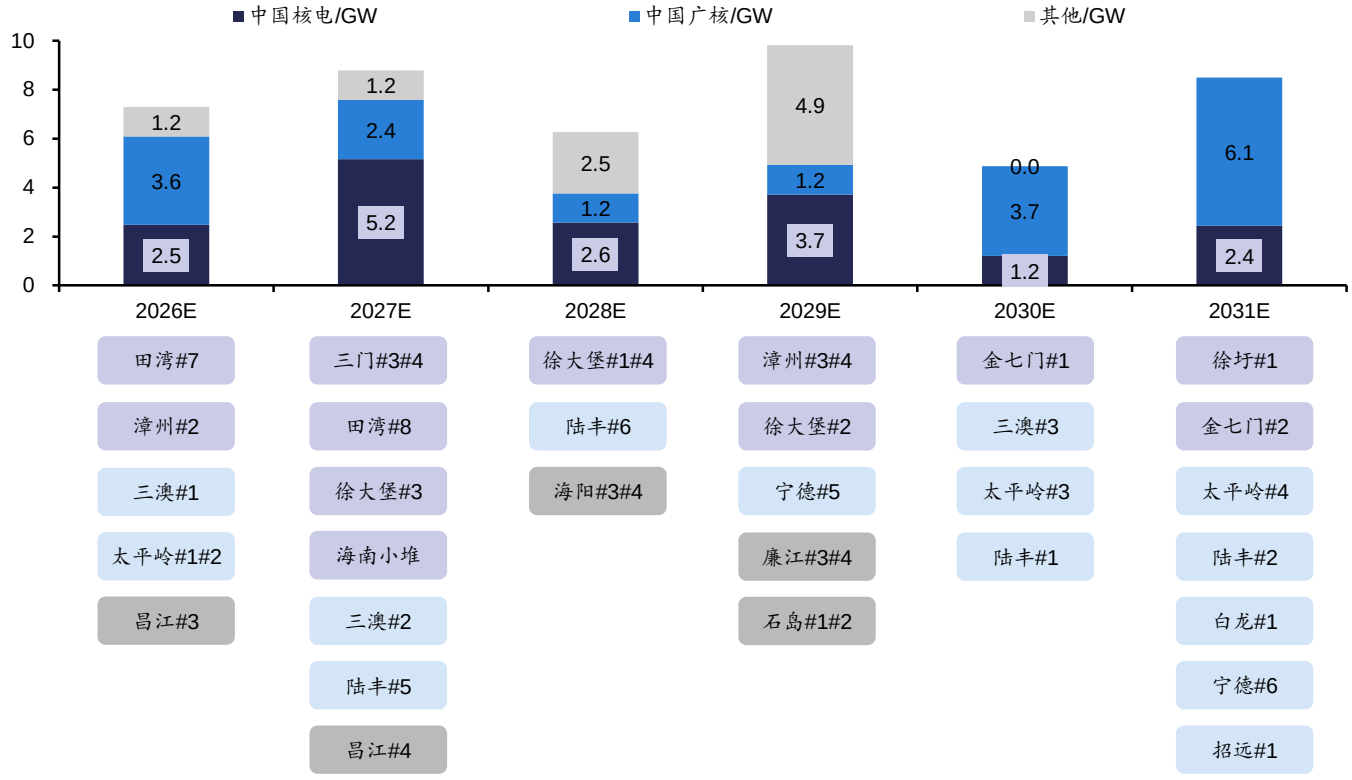
省级电网	容量电价（元/千瓦·年，含税）						
	2024-2025	2026	提升幅度	省级电网	2024-2025	2026	提升幅度
甘肃	100	330	230%	北京	100	165	65%
吉林	100	330	230%	上海	100	165	65%
云南	165	330	100%	江苏	100	165	65%
广西	165	248 *	50%	浙江	100	165	65%
天津	100	231	131%	安徽	100	165	65%
四川	165	231	40%	福建	100	165	65%
青海	165	185 *	12%	江西	100	165	65%
湖北	100	165	65%	辽宁	100	165	65%

黑龙江	100	165	65%	冀北	100	165	65%
陕西	100	165	65%	河北	100	165	65%
新疆	100	165	65%	山西	100	165	65%
宁夏	100	165	65%	山东	100	165	65%
深圳	100	165	65%	蒙西/蒙东	100	165	65%
广东	100	165	65%	河南	165	165	0%
海南	100	165	65%	湖南	165	165	0%
贵州	100	165	65%	重庆	165	165	0%

来源：国家发改委，各地能源局、发改委，国金证券研究所

备注：湖南自 2026 年 6 月 1 日起由 165 上调至 330 元/千瓦·年，陕西自 2026 年 10 月 1 日起执行 165 元/千瓦·年

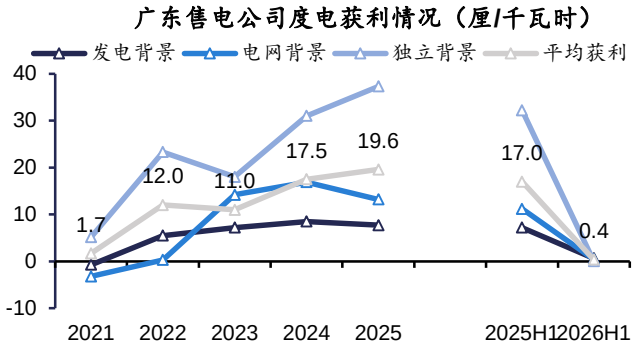
图表10：2026-2031 年全国核电预计每年投产机组及装机容量



来源：国常会，中国核能行业协会，中国核电、中国广核财报，国电投，国金证券研究所

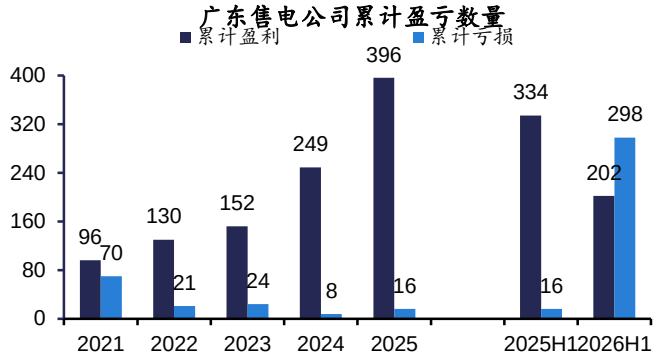
（3）供需及交易结构愈发明朗：26 年内批零价格倒挂明显（售电公司在批发市场采购电力的综合成本高于其与用户签订的零售合同价格），根据广东电力交易中心报告数据，2026 年上半年广东售电公司平均度电获利仅 0.0039 元/千瓦时（上年同期度电获利 0.017 元/千瓦时），其中 202 家累计盈利、298 家累计亏损。当前售电公司亏损与各地签约规则落地，有望提升用户长协签约意愿；此外火电核准 22 年见顶，投产 25-26 年见顶，今年沿海地区气电出力下降影响供给，受天然气电量下降影响，电量/电力供需或比市场预期更加紧张，支撑电价预期。

图表11：2026上半年广东售电公司仅实现盈亏平衡



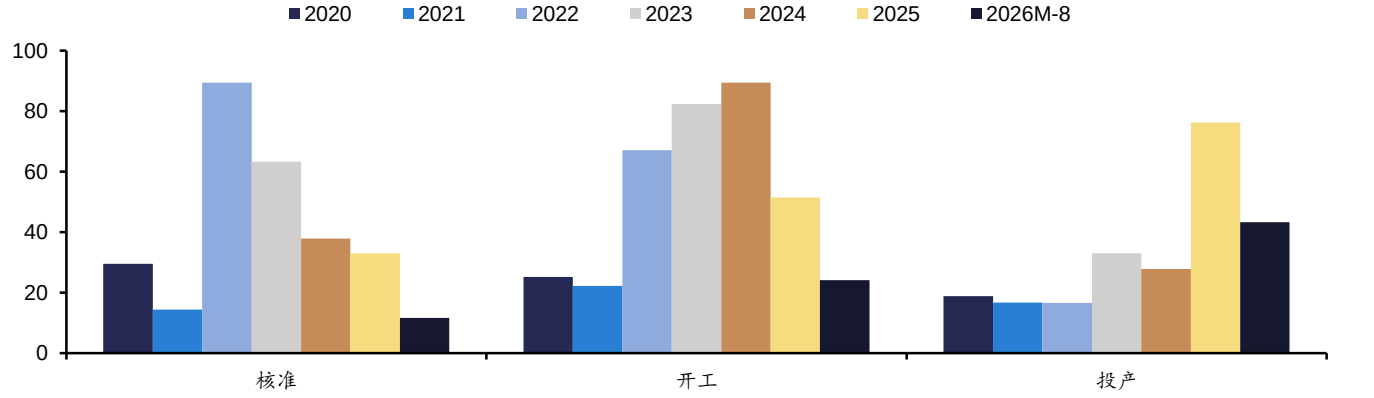
来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表12：2026上半年广东售电公司近六成亏损



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表13：火电核准22年见顶，投产25-26年见顶



来源：国家能源局，国金证券研究所

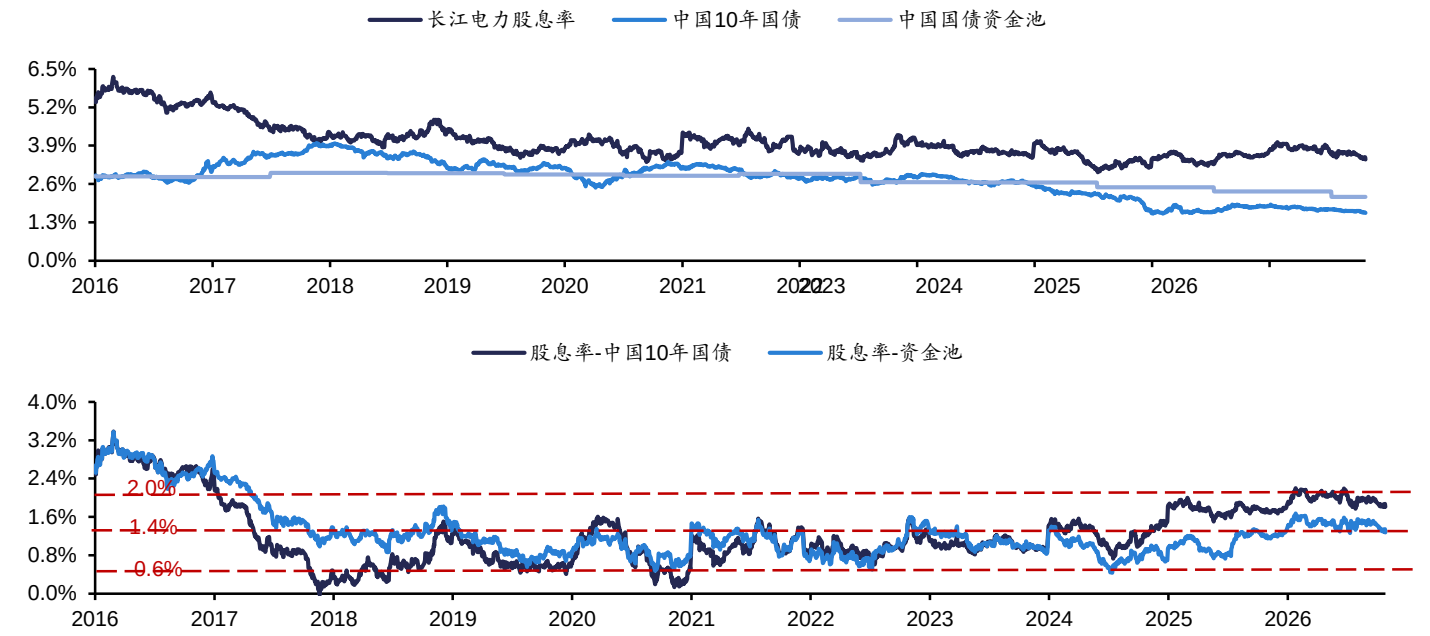
（4）红利逻辑持续演绎：当前红利整体仍处于中等分位水平，公用板块公募持仓底部改善，重仓股持股比例从26Q2的0.26%提升至26Q3的0.6%，但仍远低于市值占比的4%；板块最新交易量及交易额占比仅5.16%/2.25%（远低于5月的10.0%/4.2%）。板块的红利属性逐步明朗，盈利改善、分红提升、市值管理催化行情。

图表14：当前红利整体仍处于中等分位水平



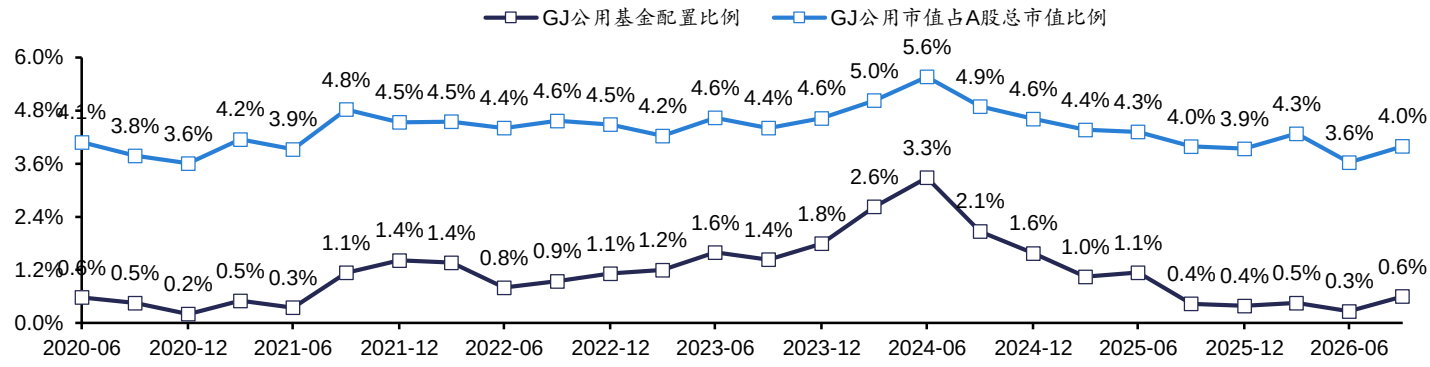
来源：iFinD，国金证券研究所　　备注：样本数据截止2026/11/6

图表15：长江电力股息率与十年期国债收益率



来源：iFinD，国金证券研究所

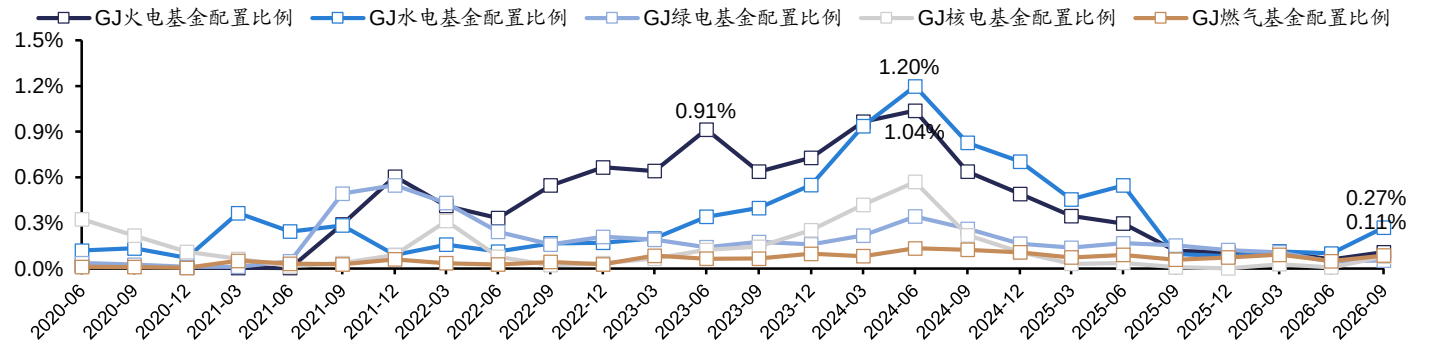
图表16：2026年三季度末公用事业股基金配置占比为0.60%、环比+0.34pct、同比+0.16pct



来源：iFinD，国金证券研究所

备注：包括GJ公用合计101支样本股，板块基金配置比例=重仓股汇总的该板块配置市值/基金重仓股票投资市值。基金统计口径：偏股型基金（不含指数型）=开放式股票型基金（不含指数型）+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金（不含指数型）（下同）

图表17：细分板块来看，2026年二季度末水电、火电板块配置比例回升至0.27%、0.11%

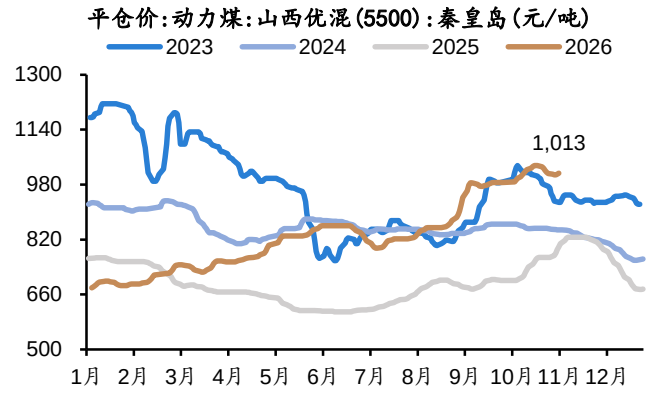


来源：iFinD，国金证券研究所

二、电力煤炭高频数据跟踪

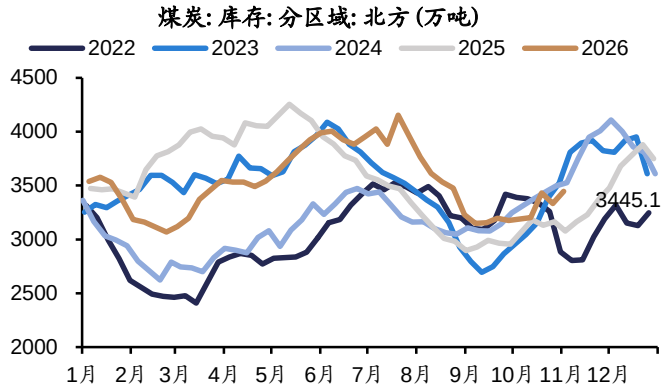
现货煤价年初以来整体抬升，6 月中旬冲高后有所回落，7 月到 8 月中旬逐步回升，9 月以来大幅上涨并于 10 月下旬创年内新高，近期高位窄幅波动。截至 11 月 6 日秦皇岛港 5500 大卡现货煤价为 1013 元/吨，同比上涨 214 元/吨（幅度+26.8%），周环比上涨 1 元/吨（+0.1%）。随着气温下降、北方陆续进入供暖季，二十五省电厂日耗自 10 月下旬低位回升，截至 11 月 5 日为 532.0 万吨，同比+30.9 万吨（幅度+6.2%），周环比+22.2 万吨（幅度+4.4%）。港口煤炭库存经历长期平稳后低位回升，截至 11 月 2 日，北方港口库存为 3445.1 万吨，同比+367.0 万吨（幅度+11.9%），周环比+112.7 万吨（幅度+3.4%）。

图表18：内贸煤价格近期大幅上涨后高位震荡



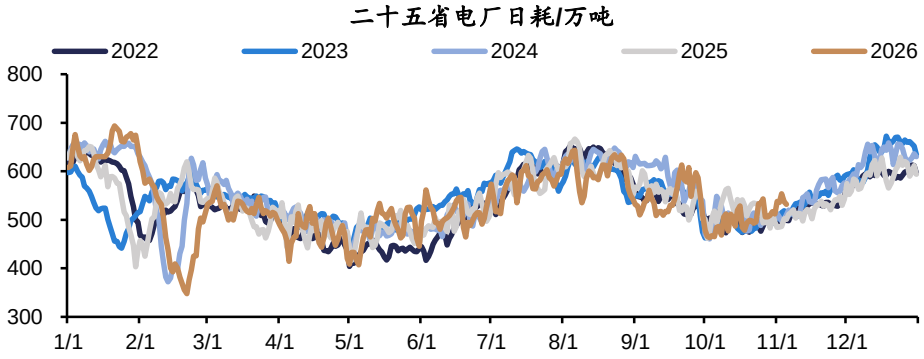
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表19：北方港口煤炭库存近期低位回升



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

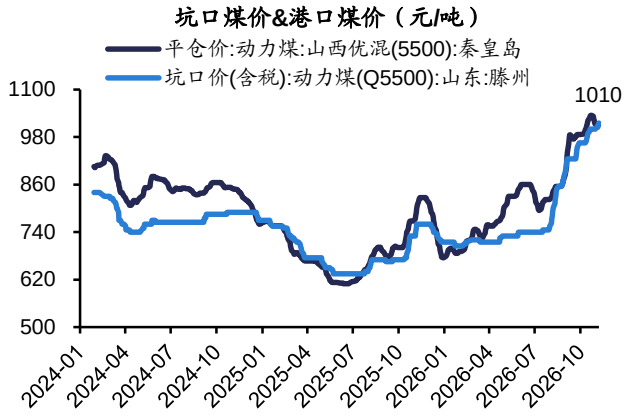
图表20：二十五省电厂日耗近期低位回升



来源：CCTD，国金证券研究所

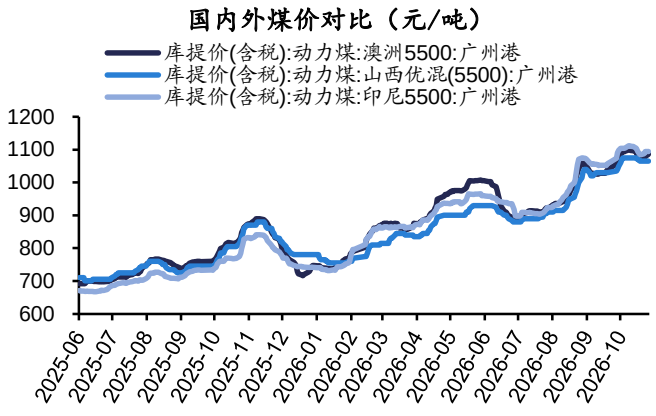
坑口煤价自 7 月末以来持续上涨，近期仍处高位，国内外煤价整体上行，进口煤价格优势仍不明显。山东滕州 5500 大卡坑口煤价截至 11 月 6 日为 1015 元/吨，较秦皇岛港口价格高 2 元/吨，上年同期坑口价较港口低 39 元/吨，价差周环比收窄 14 元/吨。海外煤价方面，近期进口煤价格同步上涨，价格优势仍不明显，截至 11 月 6 日山西优混动力煤 5500 大卡库提价 1065.00 元/吨，同比+220 元/吨（幅度+26.0%），周环比持平；澳煤 5500 大卡库提价为 1086.46 元/吨，同比+230.71 元/吨（幅度+27.0%），周环比+14.41 元/吨（幅度+1.3%）；印尼煤 5500 大卡库提价为 1094.88 元/吨，同比+281.70 元/吨（幅度+34.6%），周环比+10.33 元/吨（幅度+1.0%）。

图表21：坑口煤价近期持续上涨



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

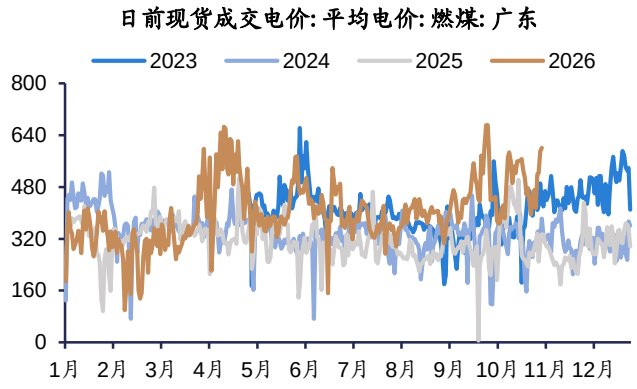
图表22：国内外煤价价差略有收窄



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

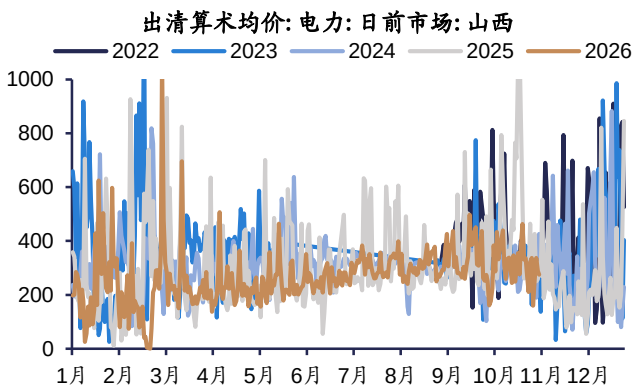
年初至今多省现货电价整体较前期低位有所修复，广东、山西近期现货电价上行明显。广东作为用电负荷中心之一，燃煤现货电价在前期冲高回落后近期再度明显上升，截至 11 月 4 日为 0.600 元/千瓦时，同比+0.267 元/千瓦时（幅度+79.8%），周环比+0.205 元/千瓦时（幅度+51.8%），11 月以来现货均价为 0.558 元/千瓦时，环比 10 月增长 16.7%。山西日前市场电价近期震荡回落，截至 11 月 5 日出清算术均价为 0.275 元/千瓦时，周环比+0.064 元/千瓦时（幅度+30.5%），11 月以来现货均价为 0.263 元/千瓦时，环比下滑 16.1%。在煤价仍处高位的背景下，部分区域现货电价中枢抬升，对火电成本传导形成一定支撑。

图表23：广东燃煤现货电价近期有所上升（元/兆瓦时）



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

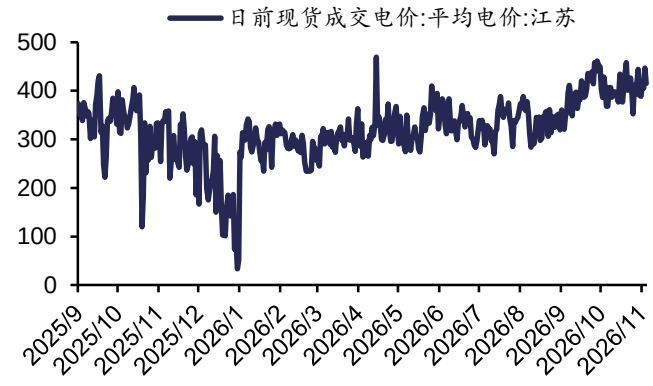
图表24：山西日前市场电价近期震荡回落（元/兆瓦时）



来源：山西电力交易中心，国金证券研究所

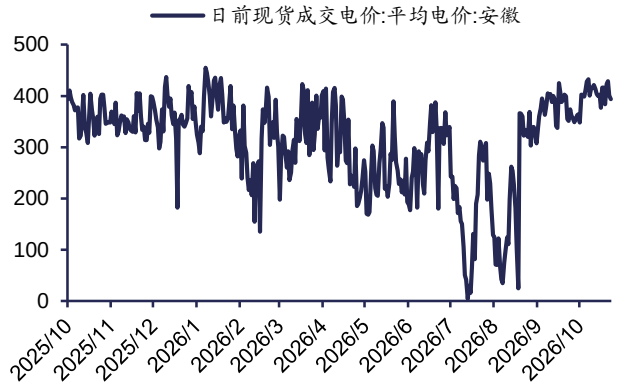
江苏、上海现货电价整体表现相对坚挺。江苏日前现货成交均价 9 月以来整体抬升，截至 11 月 4 日为 0.415 元/千瓦时，同比+0.076 元/千瓦时（幅度+22.5%），11 月以来均价约 0.420 元/千瓦时，较 10 月均价+4.6%。安徽日前现货电价 7-8 月多次快速下探，9 月以来显著回升，截至 11 月 5 日为 0.394 元/千瓦时，同比+0.068 元/千瓦时（幅度+20.8%），11 月以来均价约 0.406 元/千瓦时，较 10 月均价+3.9%。

图表25：江苏日前现货电价9月以来抬升



来源：江苏电力交易中心，国金证券研究所　　备注：单位为元/兆瓦时

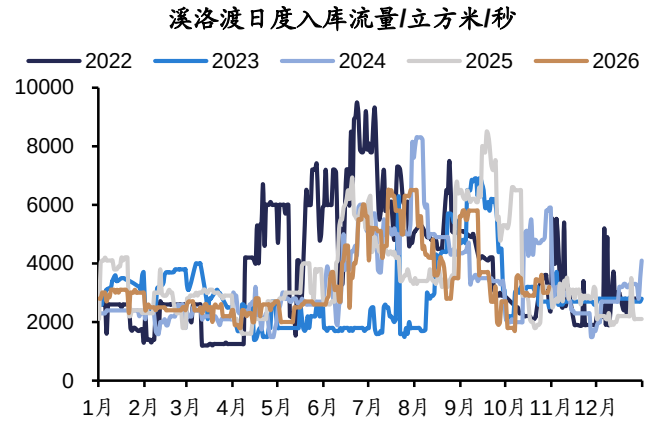
图表26：安徽日前现货电价9月以来显著修复



来源：安徽电力交易中心，国金证券研究所　　备注：单位为元/兆瓦时

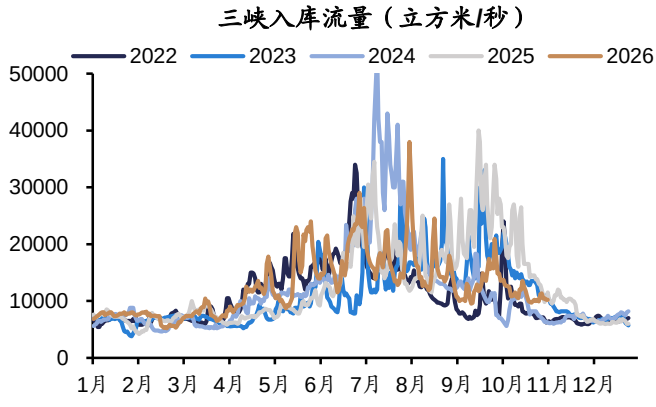
10月以来主要流域来水较9月有所回落，且上年同期秋汛来水基数偏高，各电站入库流量同比表现分化。根据各省水文网站数据，10月30日金沙江下游溪洛渡电站入库流量为3200立方米/秒，同比持平、周环比-5.9%；长江上游三峡电站11月6日入库流量为10200立方米/秒，同比-11.3%、周环比持平。雅砻江来水同比明显偏多，锦屏一级电站11月5日入库流量为790立方米/秒，同比+70.3%、周环比+43.6%；官地电站11月5日为660立方米/秒，同比+48.5%、周环比-37.7%。大渡河来水表现分化，猴子岩电站11月5日入库流量为272立方米/秒，同比-7.8%、周环比-48.7%；瀑布沟电站来水有所回升，11月5日为706立方米/秒，同比+25.1%、周环比+23.6%。红水河龙滩电站来水明显偏低，最新11月5日为666立方米/秒，同比-73.4%、周环比+101.8%。清江水布垭电站来水同比偏丰，最新11月3日入库725.28立方米/秒，同比+186.6%、周环比+753.1%。

图表27：溪洛渡入库流量有所上涨



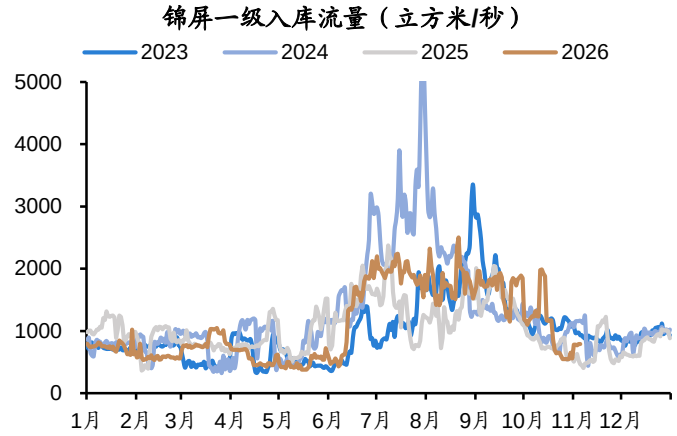
来源：iFinD，国金证券研究所

图表28：三峡入库流量有所下降



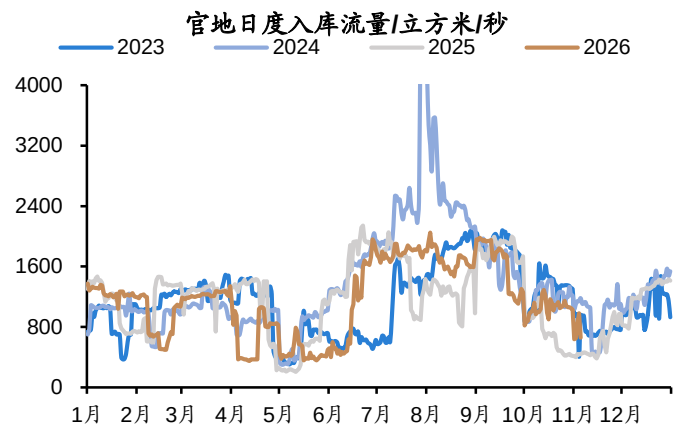
来源：iFinD，国金证券研究所

图表29：锦屏一级入库流量有所回落



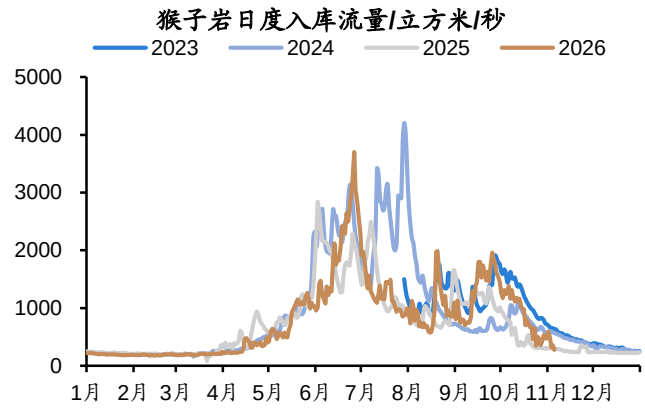
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表30：官地入库流量有所回落



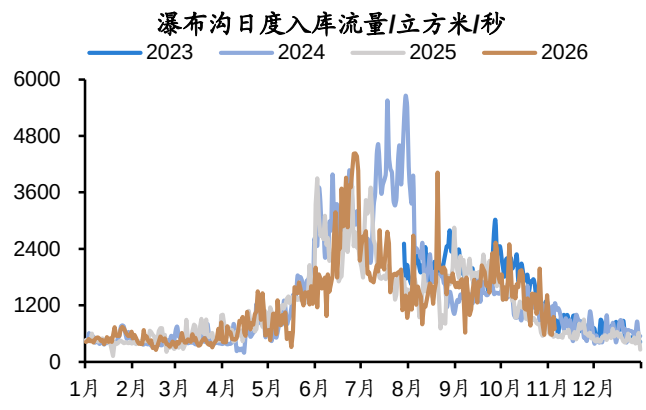
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表31：猴子岩入库流量持续下降



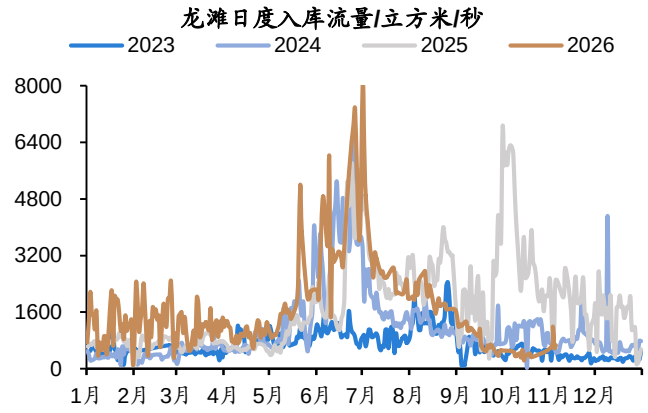
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表32：瀑布沟入库流量近期有所回落



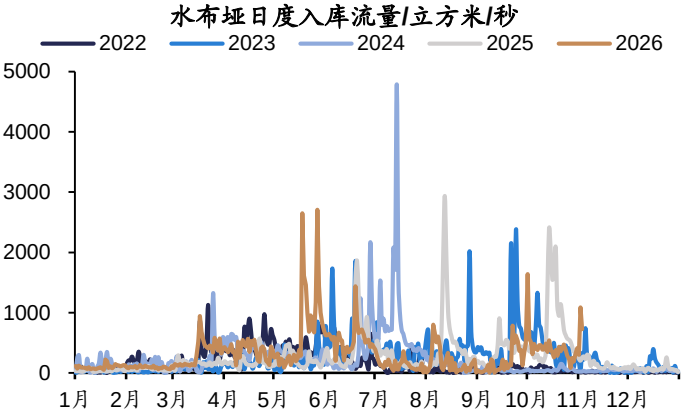
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表33：龙滩入库流量近期有所波动



来源：贵州省南北盘江红水河航道管理局，国金证券研究所

图表34：水布垭入库流量有所上涨

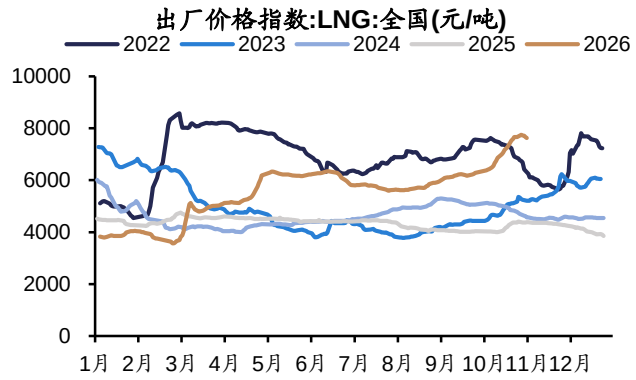


来源：湖北省水文水资源中心，国金证券研究所

国内外气价周环比表现分化，欧洲 TTF 与国内 LNG 价格回落、美国天然气价格上涨。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

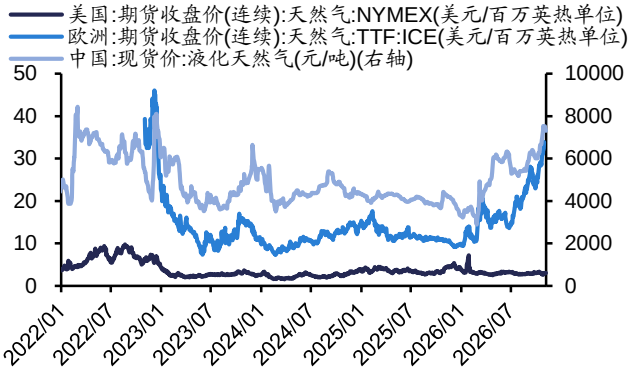
尔木兹海峡通行风险扰动，进一步扰动全球油气运输与供需预期，推动国际天然气价格波动加大。本周欧洲 TTF 及国内 LNG 价格回落，美国 NYMEX 天然气期货价格上涨。截至 11 月 6 日欧洲 TTF 现货价格为 86.88 欧元/兆瓦时，同比+173.8%，周环比-8.7%；截至 11 月 6 日美国 NYMEX 天然气期货价格为 3.00 美元/百万英热，同比-31.8%，周环比+4.2%；截至 11 月 6 日全国 LNG 出厂价格指数为 7628 元/吨，同比+74.0%，周环比-0.4%。

图表35：全国 LNG 出厂价格指数近期有所上涨



来源：上海石油天然气交易中心，国金证券研究所

图表36：周内欧洲及国内气价回落，美国气价上涨



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 22.95，近十年估值分位数为 87.78%，煤炭板块市盈率（剔除负值）为 15.61，近十年估值分位数为 85.69%；公用事业板块市净率为 1.69，近十年估值分位数为 32.17%，煤炭板块市净率为 1.70，近十年估值分位数为 93.08%。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，5 月中旬至 6 月初再度走高，7 月下旬短期快速回升后近期有所波动，11 月 6 日公用事业板块成交量占比 5.16%，成交额占比 2.25%；煤炭板块来看，成交活跃度亦自 6 月初高位回落，7 月下旬短期回升后近期呈现波动态势，11 月 6 日成交量占比 0.88%、成交额占比 0.52%。年初至今 SW 一级行业中，煤炭板块上涨 15.20%、公用事业板块上涨 0.75%，分别位列第一、第四名。

图表37：公用事业板块 PE 近十年分位数 87.78%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表38：公用事业板块 PB 近十年分位数 32.17%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表39：煤炭板块 PE 近十年分位数 85.69%



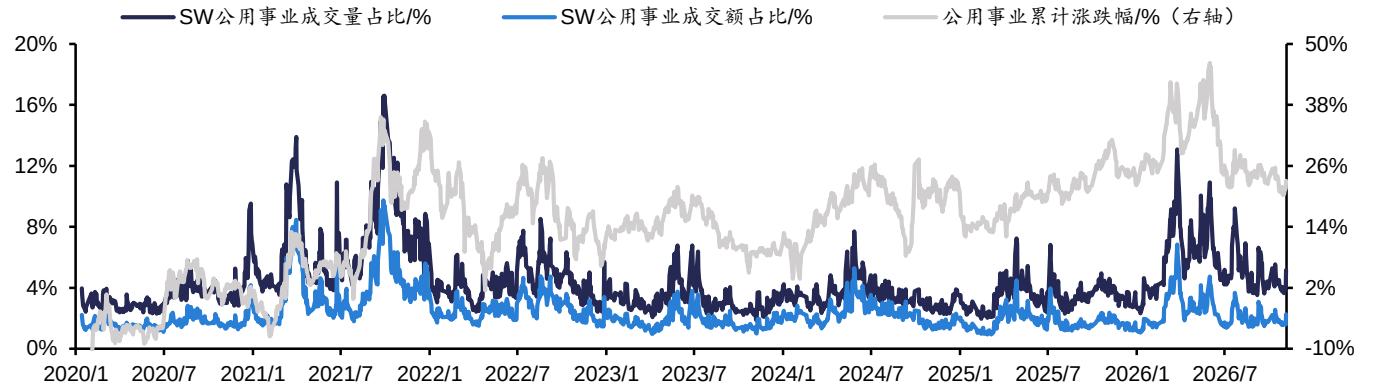
来源：iFinD，国金证券研究所

图表40：煤炭板块 PB 近十年分位数 93.08%



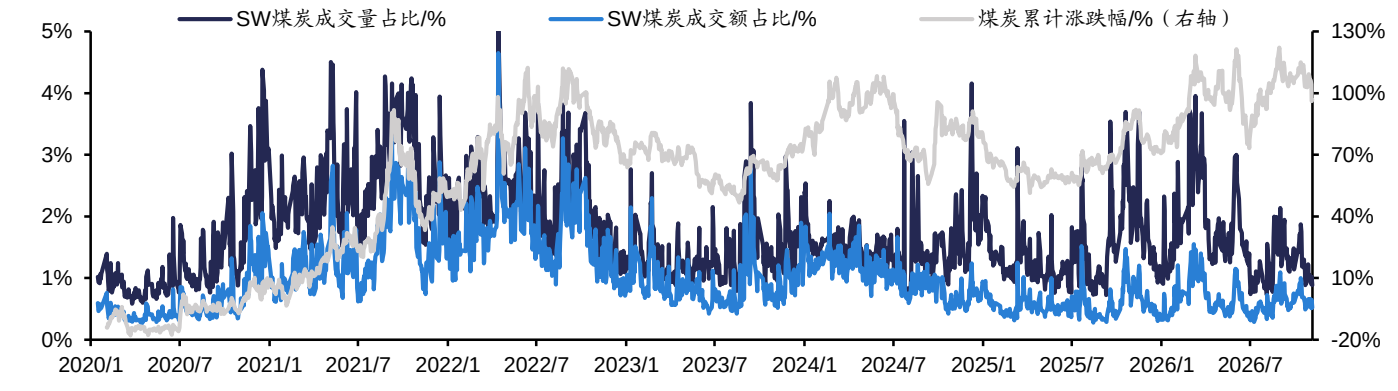
来源：iFinD，国金证券研究所

图表41：2026 年 10 月下旬起公用事业板块成交量/额占比有所回升



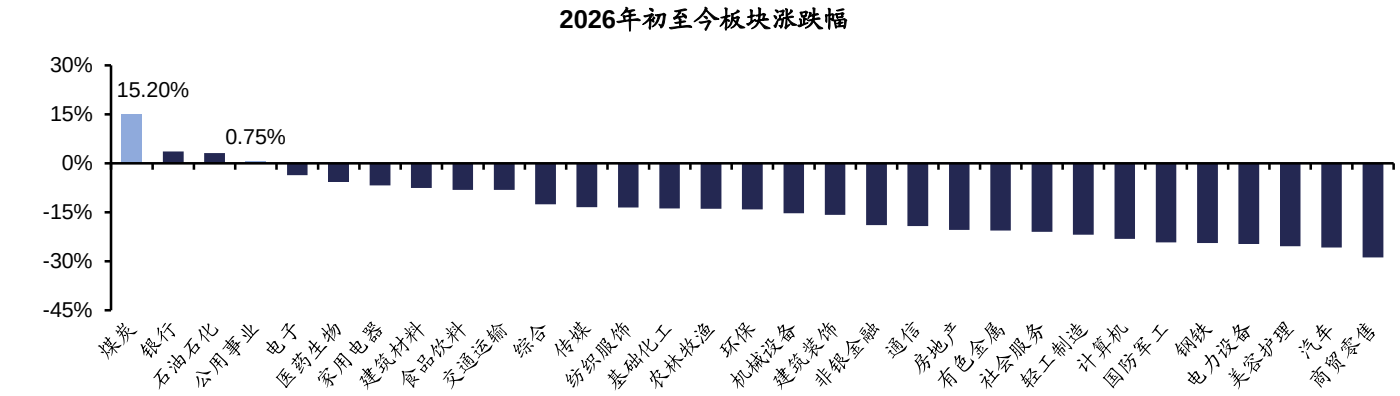
来源：iFinD，国金证券研究所

图表42：煤炭板块成交量/额占比近期有所回落



来源：iFinD，国金证券研究所

图表43：年初至今煤炭上涨 15.20%，公用事业上涨 0.75%



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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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