国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 22 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

电量增速将触底向上，火电或承接红利增量

投资逻辑：

■ **高基数导致 10 月发电量增速降幅扩大，11-12 月或将触底向上**

1-10 月全国规上发电量同比增长 1.8%，其中 10 月同比-2.1%，环比-0.9pct，主要为上年同期高基数影响（25 年 10 月同比+7.9%）。分电源看，10 月火电同比-7.3%（去年同期+7.3%）；水电同比-18.9%（去年同期+28.2%），风、光、核分别+33.7%、+31.0%、+17.5%（去年同期-11.9%、+5.9%、+4.2%）。总体而言，水电受上年同期秋汛高基数影响同比下滑显著，风光增量贡献进一步凸显。回顾我们在年初就已提到 7-10 月高基数（去年 7-10 月全社会用电量同比+7.3%，单 10 月用电量同比+10.4%，基数最高），但 11-12 月受暖冬影响基数偏低，总的来看，基数因素导致的电量下降基本已经过去，我们认为可做乐观期待。发电侧，去年 11-12 月火电同比-3.3%，预计今年火电电量有望恢复增长，映射冬季电煤需求，亦可保持煤价高位，促进电价签订；水电关注雅砻江与大渡河基数偏低带来的改善。

■ **红利配置低位修复，火电或承接红利增量**

26Q3 公募对所选红利行业的配置明显回升，但较 24Q2 仍处低位。统计 19 个行业 26Q3 持仓占比合计 9.82%，环比提升 4.14pct，但较 24Q2 仍低 11.41pct。内部配置上向银行、石油石化、动力煤集中，三者合计持仓占比 4.51%，权重（细分行业持仓占比/19 个行业合计持仓占比）升至 45.91%，权重环比提升 5.79pct。电信运营商、火电、家电 26Q3 合计持仓 2.1%，合计权重 21.3%；权重较 24Q2 分别下降 4.69、4.47、4.44pct，为权重下降最大的三名。近期我们关注到家电及运营商的行情向上，火电则表现滞后，行情有待扩张。展望后续，我们认为四重奏推动电力预期持续改善：一是月度电价回升初步验证，临近年末，更多省份 12 月交易及年度长协签约结果有望进一步抬升电价预期；二是业绩底部基本确认，火电仍未亏损；三是新增装机投产高峰逐步消化，叠加电力交易结构改善，有望支撑供需与合理盈利，提升长周期持有价值；四是资本开支高峰回落、自由现金流改善，为分红提升提供基础。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。

■ **火电将迎困境反转+供需改善+分红提升，水核量价齐升并受益红利估值提升**

我们认为火电迎来困境反转（今年亏损，预计将回到 3 分的盈利中枢）/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、板块性的底部利润具备约 3.5%以上的股息率），展望 2027 年，我们认为火电在盈利改善的过程中，还将迎来商业模式的全面认证，将成为新型红利的优选——红与红利。

核电与水电均受益于市场化交易部分的电价提升，核电的机制电价也将落地。从量的角度来看，核电明年进入投产大年，盈利提升的持续性也在加强，水电今年整体来水偏枯也有望在明年迎来业绩增长。核电与水电均有望成为传统红利的优选——即利润增长的利与红利。本周长江电力再创新高，但若分红金额保持稳定，其股息率较 10 年期国债收益率高约 158bp，高于过往多数年份 60-140bp 的水平，红利亦有整体性的估值提升已经发生。

■ **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、华能蒙电、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、关注火电低持仓下的配置潜力，10 月受基数影响增速持续承压 4
（一）公募红利配置低位修复，关注火电低持仓下的配置潜力 4
（二）发电量：10 月规上发电量同比下降 2.1%，风电、光伏增速明显加快 5
（三）能源局出台流域水风光发展文件，促进清洁能源高质量发展 7
二、电力煤炭高频数据跟踪 8
三、板块估值及交易情况 12
四、风险提示 14

图表目录

图表 1： 部分行业公募基金持仓占比情况（26Q3 环比降序排列） 4
图表 2： 电力行情的四重奏 5
图表 3： 2026M1-10 全国规上发电量达 8.29 万亿千瓦时 6
图表 4： 2026M10 风光发电量同比增加 486 亿千瓦时 6
图表 5： 2026M10 全国发电量同比下滑 2.1% 6
图表 6： 2026M10 全国火电发电量同比下滑 7.3% 6
图表 7： 2026M10 水电发电量同比下滑 18.9% 7
图表 8： 2026M10 风电发电量同比增长 33.7% 7
图表 9： 2026M10 太阳能发电量同比增长 31.0% 7
图表 10： 2026M10 核电发电量同比增长 17.5% 7
图表 11： 国家能源局印发《关于加快推动流域水风光一体化发展的指导意见》 7
图表 12： 内贸煤价格近期高位回落 8
图表 13： 北方港口煤炭库存回升后小幅回落 8
图表 14： 二十五省电厂日耗近期冲高后回落 8
图表 15： 坑口煤价高位小幅回落 9
图表 16： 国内外煤价价差小幅走阔 9
图表 17： 广东燃煤现货电价近期再度回升（元/兆瓦时） 9
图表 18： 山西日前市场电价近期明显回落（元/兆瓦时） 9
图表 19： 江苏日前现货电价 9 月以来抬升 10
图表 20： 安徽日前现货电价 9 月以来显著修复 10
图表 21： 溪洛渡入库流量同比偏丰 10
图表 22： 三峡入库流量有所下降 10
图表 23： 锦屏一级入库流量明显回落 11
图表 24： 官地入库流量同比偏丰 11

图表 25：猴子岩入库流量同比偏丰 11
图表 26：瀑布沟入库流量同比偏丰 11
图表 27：龙滩入库流量同比偏低 11
图表 28：水布垭入库流量有所上涨 11
图表 29：全国 LNG 出厂价格指数延续回落 12
图表 30：周内欧洲及国内气价回落，美国气价上涨 12
图表 31：公用事业板块 PE 近十年分位数 88.45% 12
图表 32：公用事业板块 PB 近十年分位数 32.29% 12
图表 33：煤炭板块 PE 近十年分位数 89.34% 13
图表 34：煤炭板块 PB 近十年分位数 97.31% 13
图表 35：公用事业板块成交量/额占比仍处低位 13
图表 36：煤炭板块成交量/额占比近期低位波动 13
图表 37：年初至今煤炭上涨 17.62%，公用事业上涨 0.07% 14

一、关注火电低持仓下的配置潜力，10 月受基数影响增速持续承压

（一）公募红利配置低位修复，关注火电低持仓下的配置潜力

26Q3 公募对所选红利行业的配置明显回升，但较 24Q2 仍处低位。具体来看：（1）从占比绝对值及环比角度，所选 19 个行业持仓占比合计为 9.82%，环比提升 4.14 个百分点，但较 24Q2 仍低 11.41 个百分点；（2）银行及资源类行业配置集中度提升，部分传统红利方向仍偏低。从权重占比角度来看（细分行业持仓占比/合计占比），银行、石油石化、动力煤合计权重升至 45.91%，环比提升 5.79 个百分点；相比 24Q2，26Q3 电信运营商、火电、家电的权重分别下降 4.69、4.47、4.44 个百分点，公募配置仍较有限。（3）电力配置边际改善，关注火电后续修复机会。水电、核电、火电持仓占比分别环比提升 0.17、0.07、0.05 个百分点，其中水电、核电内部权重同步提高，火电略降。火电当前持仓占比仅 0.12%，较 24Q2 的 1.22%仍有较大差距。

临近年末长协电价上涨预期逐步明确，我们认为火电迎来困境反转（今年亏损，预计将回到 3 分的盈利中枢）/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、板块性的底部利润具备约 3.5%以上的股息率），火电有望成为配置回补的方向之一。

图表 1：部分行业公募基金持仓占比情况（26Q3 环比降序排列）

	公募基金持仓占比				当期权重占比				
	2026Q3	2026Q2	2024Q2	环比	26Q3权重	26Q2权重	环比权重变化	24Q2权重	相较24Q2权重变化
银行	2.37%	1.25%	2.71%	1.12%	24.1%	21.9%	2.2%	12.7%	11.4%
石油石化	1.32%	0.72%	2.61%	0.60%	13.5%	12.6%	0.8%	12.3%	1.2%
动力煤	0.82%	0.32%	1.23%	0.50%	8.3%	5.5%	2.8%	5.8%	2.5%
家用电器	1.59%	1.10%	4.38%	0.49%	16.2%	19.4%	-3.2%	20.6%	-4.4%
房地产	1.11%	0.64%	1.06%	0.46%	11.3%	11.3%	0.0%	5.0%	6.3%
航运港口	0.47%	0.24%	0.74%	0.23%	4.8%	4.3%	0.5%	3.5%	1.3%
水力发电	0.27%	0.10%	1.19%	0.17%	2.7%	1.8%	1.0%	5.6%	-2.9%
电信运营商	0.38%	0.22%	1.81%	0.15%	3.8%	3.9%	-0.1%	8.5%	-4.7%
铝	0.33%	0.22%	1.18%	0.11%	3.4%	3.8%	-0.4%	5.6%	-2.2%
物流	0.33%	0.24%	0.57%	0.09%	3.4%	4.2%	-0.8%	2.7%	0.7%
建筑装饰	0.26%	0.17%	0.57%	0.09%	2.7%	3.0%	-0.4%	2.7%	0.0%
核力发电	0.08%	0.01%	0.61%	0.07%	0.8%	0.1%	0.7%	2.8%	-2.0%
火力发电	0.12%	0.07%	1.22%	0.05%	1.3%	1.3%	-0.1%	5.7%	-4.5%
水务及水治理	0.02%	0.00%	0.07%	0.01%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	-0.2%
纺织制造	0.05%	0.04%	0.22%	0.01%	0.5%	0.8%	-0.2%	1.1%	-0.5%
出版	0.03%	0.03%	0.06%	0.00%	0.3%	0.5%	-0.2%	0.3%	0.0%
铁路公路	0.08%	0.09%	0.38%	-0.01%	0.8%	1.5%	-0.7%	1.8%	-1.0%
固废治理	0.09%	0.10%	0.18%	-0.01%	0.9%	1.7%	-0.9%	0.9%	0.0%
钢铁	0.10%	0.12%	0.44%	-0.02%	1.1%	2.1%	-1.0%	2.1%	-1.0%
合计	9.82%	5.68%	21.24%	4.14%	100.00%	100.00%	0.00%	100.00%	0.00%

来源：iFinD，国金证券研究所

备注：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）

此前我们提出电力行情的四重演绎，当前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：

（1）电价的传导及预期改善：月度电价上涨已初步验证，更多省份 12 月交易结果将成为重要观察窗口，11 月代购电价升至 0.374 元/千瓦时，环比大增 2.6 分；近期煤价受需求低基数下回升等因素支撑上行，将会进一步强化电价预期。

（2）业绩底部确认：Q3 火电濒临亏损，确认业绩底部，市场也反映为利空落地，业绩超预期的核电率先上涨。

（3）供需及交易结构改善：售电结构改善有望提升用户长协签约意愿；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。

（4）红利逻辑演绎：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 4.72%/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2：电力行情的四重奏

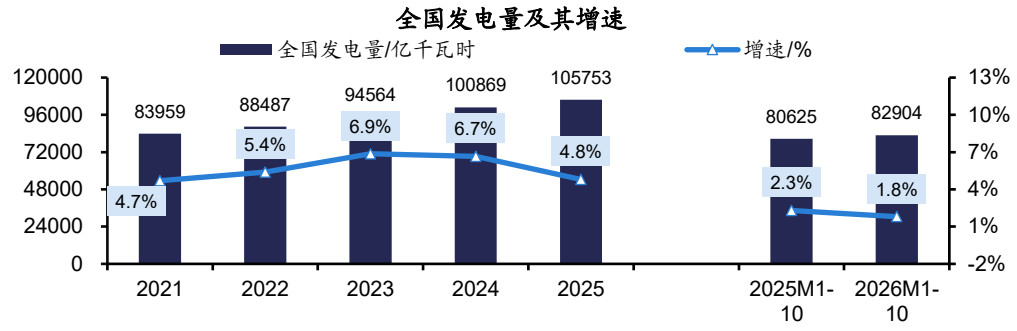


来源：国金证券研究所

（二）发电量：10 月规上发电量同比下降 2.1%，风电、光伏增速明显加快

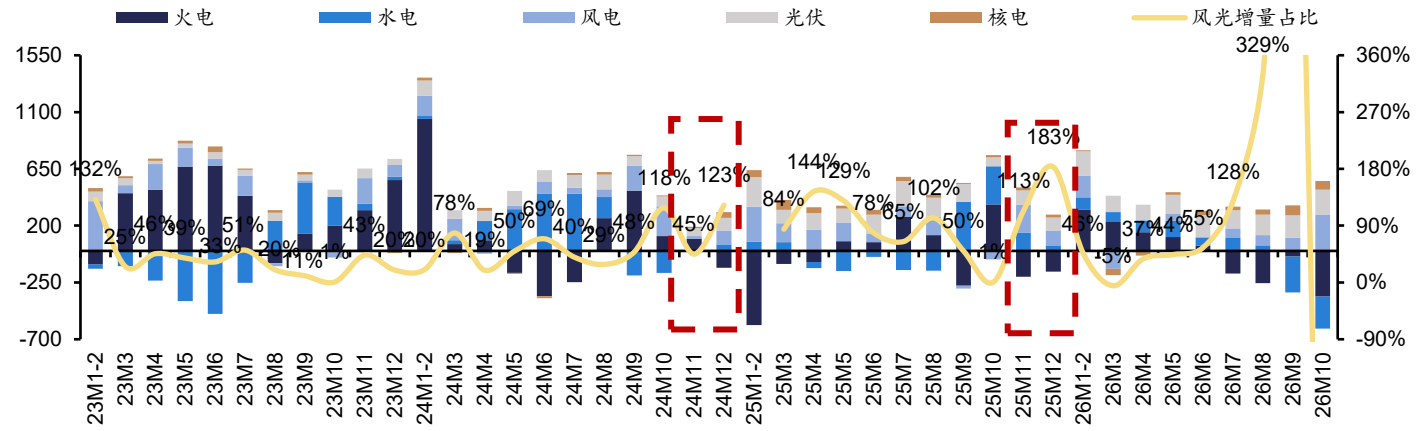
根据国家统计局披露数据，1-10 月全国规模以上工业发电量 82904 亿千瓦时，同比增长 1.8%；10 月当月发电量 7940 亿千瓦时，同比下降 2.1%，降幅较 9 月扩大 0.9 个百分点，主要为上年同期高基数影响。分电源看，1-10 月火电同比下降 0.1%，水电、风电、太阳能发电、核电分别同比增长 1.1%、5.1%、14.3%、5.1%。10 月火电同比下降 7.3%，降幅较 9 月扩大 5.9 个百分点；水电同比下降 18.9%，降幅较 9 月扩大 0.8 个百分点；风电、太阳能发电分别增长 33.7%、31.0%，增速分别加快 23.1、11.5 个百分点；核电增长 17.5%，增速较 9 月回落 4.0 个百分点。从增量看，10 月规上发电量同比下滑 63 亿千瓦时，其中 10 月风电、光伏发电量较上年同期合计增加约 486 亿千瓦时，核电增加约 67 亿千瓦时，火电、水电合计减少约 616 亿千瓦时。

图表3：2026M1-10 全国规上发电量达 8.29 万亿千瓦时



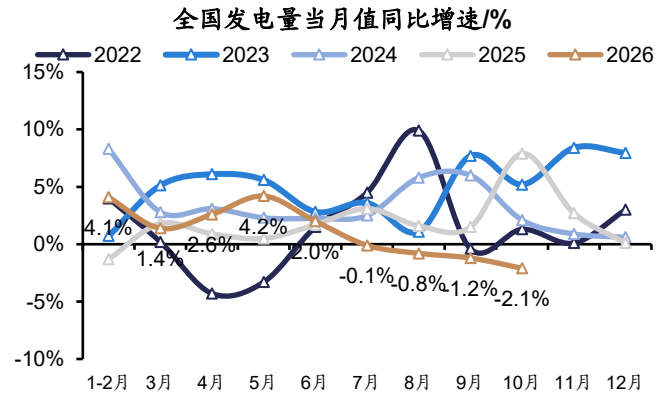
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表4：2026M10 风光发电量同比增加 486 亿千瓦时



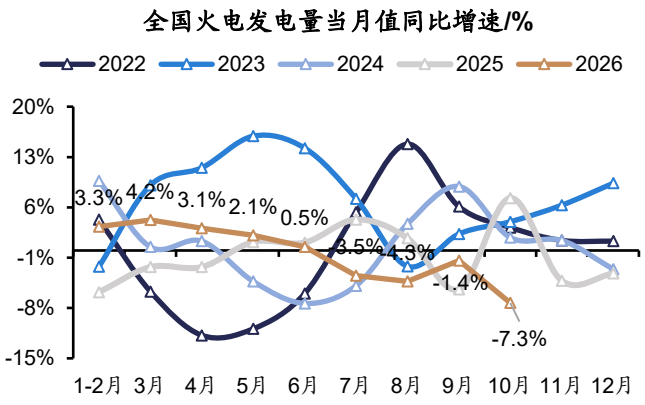
来源：国家统计局，国金证券研究所　　备注：2026M9、M10 风光增量占比 943%、-771%未显示全，10 月为负主要为发电量同比下降影响

图表5：2026M10 全国发电量同比下滑 2.1%



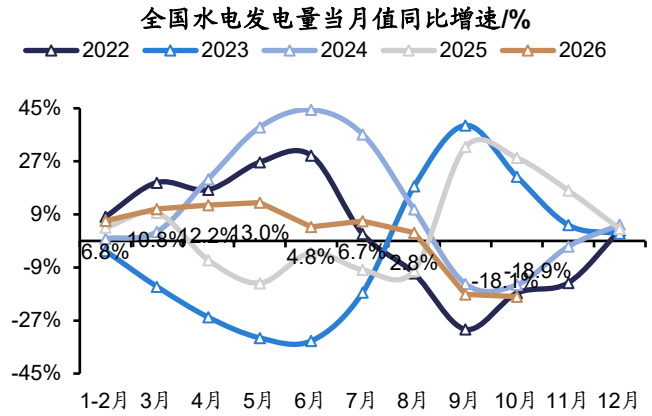
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表6：2026M10 全国火电发电量同比下滑 7.3%



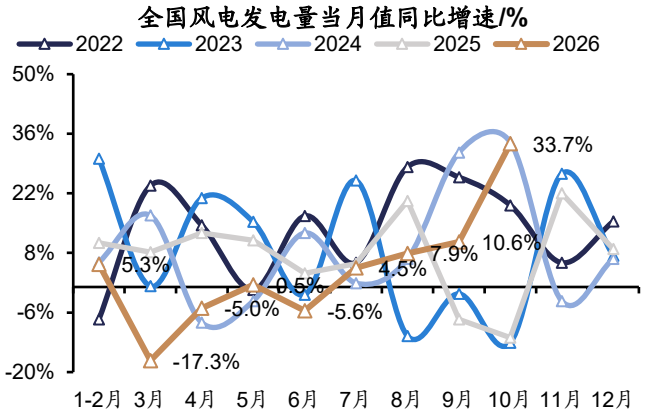
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表7：2026M10 水电发电量同比下滑 18.9%



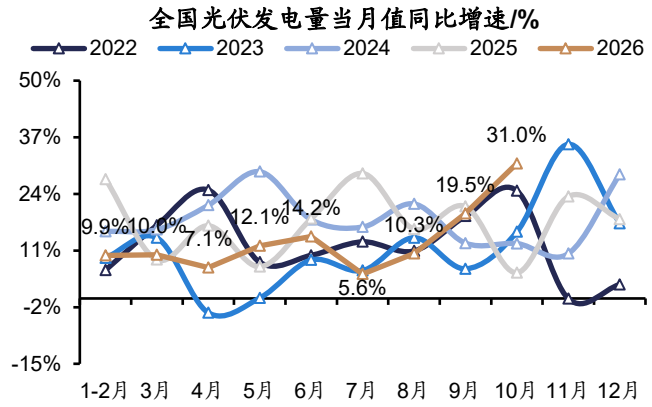
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表8：2026M10 风电发电量同比增长 33.7%



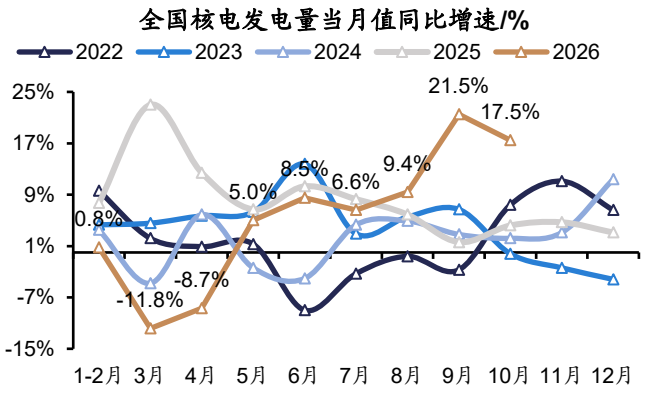
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表9：2026M10 太阳能发电量同比增长 31.0%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表10：2026M10 核电发电量同比增长 17.5%



来源：国家统计局，国金证券研究所

（三）能源局出台流域水风光发展文件，促进清洁能源高质量发展

11 月 18 日国家能源局印发《关于加快推动流域水风光一体化发展的指导意见》，提出到 2030 年，雅砻江、金沙江上游、澜沧江上游、藏东南（玉察）等流域水风光一体化基地建设取得积极进展，形成一批促进新能源就近就地消纳的“水风光+”新业态新模式。到 2035 年，水风光一体化发展成为我国水电高质量升级发展的重要方式，流域水风光资源得到更高效能协同开发、更大范围优化配置、更高价值消纳利用。具体来看：

（1）发展布局方面，政策以西南为主攻方向，重点推进雅砻江等先行基地，单个基地带动新能源发展规模原则不少于 500 万千瓦，为流域清洁能源开发提供规模支撑。（2）机制层面，支持具备条件的项目整体参与市场交易，跨省跨区外送项目可与受端协商统一送电曲线及结算机制，并将符合条件的项目纳入可靠容量补偿范围，有望促进水电调节能力的显化。（3）探索绿色算力、绿色氢氨醇及多年期绿电购电协议，拓宽新能源消纳空间。我们认为，政策有望增强流域水电企业统筹开发新能源的优势，通过电源互补、设施共享及联合交易提升综合效益，兼具存量资产价值挖掘与增量装机成长逻辑。

图表11：国家能源局印发《关于加快推动流域水风光一体化发展的指导意见》

方向	内容
发展目标与模式	到 2030 年，雅砻江等流域基地建设取得积极进展；到 2035 年，水风光一体化成为水电高质量升级发展的重要方式。单个基地带动新能源发展规模原则不少于 500 万千瓦。

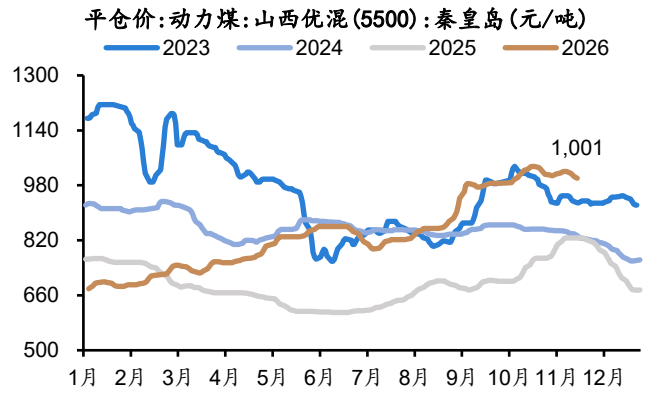
流域开发布局	以西南主要流域为主攻方向，推进雅砻江、金沙江上游、澜沧江上游、藏东南（玉察）先行基地建设；以西北主要流域为补充，兼顾红水河等其他流域。
资源配置与建设	统筹水风光资源配置和规划布局，研究存量水电增容扩机，协同安排电源及送出工程建设，共享基础设施。
联合优化调度	加强流域梯级水风光联合调度；支持项目主体提出机组组合和发电计划建议，经安全校核后实施。
一体化市场交易	推动具备条件的项目整体参与市场交易；支持跨省跨区外送项目不区分电源类型，与受端协商统一送电曲线和交易结算机制。
可靠容量补偿	有序建立可靠容量补偿机制，将符合条件的水风光一体化项目纳入补偿范围。
“水风光+”消纳	探索绿色氢氨醇、绿色算力及绿色产业协同发展，发展柔性算力，探索多年期绿电购电协议。
项目管理机制	优化核准备案、电网接入及许可证办理流程；依托存量水电的新能源部分可整体核准备案，依托增量水电的项目可探索水电与新能源整体核准。

来源：国家能源局，国金证券研究所

二、电力煤炭高频数据跟踪

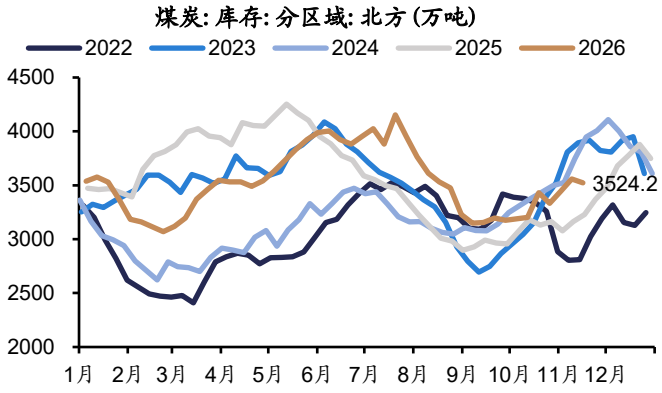
现货煤价年初以来整体抬升，6 月中旬冲高后有所回落，7 月到 8 月中旬逐步回升，9 月以来大幅上涨并于 10 月下旬创年内新高，近期高位回落。截至 11 月 20 日秦皇岛港 5500 大卡现货煤价为 1001 元/吨，同比上涨 174 元/吨（幅度+21.0%），周环比下跌 19 元/吨（-1.9%）。港口煤炭库存低位回升后小幅回落，截至 11 月 19 日北方港口库存为 3524.2 万吨，同比+294.3 万吨（幅度+9.1%），周环比-34.5 万吨（幅度-1.0%）。随着气温下降、北方进入供暖季，二十五省电厂日耗 11 月中旬冲高后近期有所回落，截至 11 月 19 日为 526.3 万吨，同比-5.5 万吨（幅度-1.0%），周环比-25.6 万吨（幅度-4.6%）。

图表 12：内贸煤价格近期高位回落



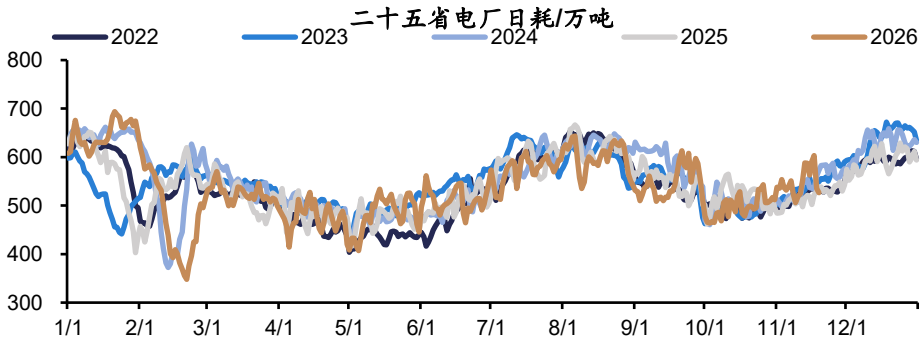
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表 13：北方港口煤炭库存回升后小幅回落



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

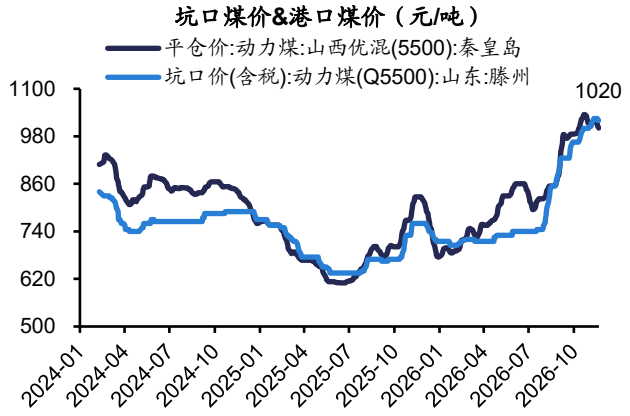
图表 14：二十五省电厂日耗近期冲高后回落



来源：CCTD，国金证券研究所

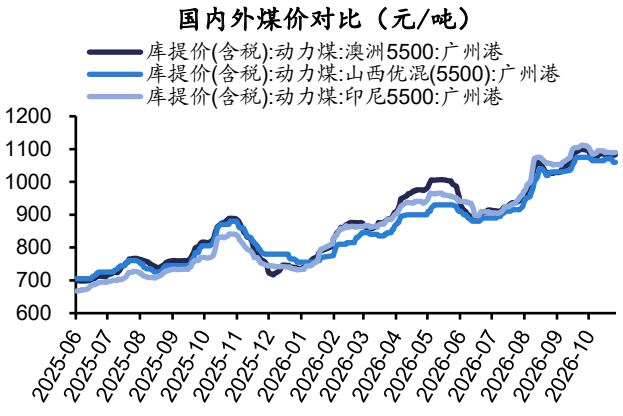
坑口煤价自 7 月末以来持续上涨，11 月中旬创年内新高后小幅回落，进口煤价格优势仍不明显。山东滕州 5500 大卡坑口煤价截至 11 月 20 日为 1020 元/吨，较秦皇岛港口价格高 19 元/吨，上年同期坑口价较港口低 67 元/吨，坑口较港口溢价周环比扩大 14 元/吨。海外煤价方面，本周内贸煤价格小幅回落、进口煤价格持平，进口煤价格优势仍不明显，截至 11 月 20 日山西优混动力煤 5500 大卡库提价 1060 元/吨，同比+180 元/吨（幅度+20.5%），周环比-10 元/吨（幅度-0.9%）；澳煤 5500 大卡库提价为 1082.68 元/吨，同比+193.40 元/吨（幅度+21.7%），周环比持平；印尼煤 5500 大卡库提价为 1090.35 元/吨，同比+249.22 元/吨（幅度+29.6%），周环比持平。

图表 15：坑口煤价高位小幅回落



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

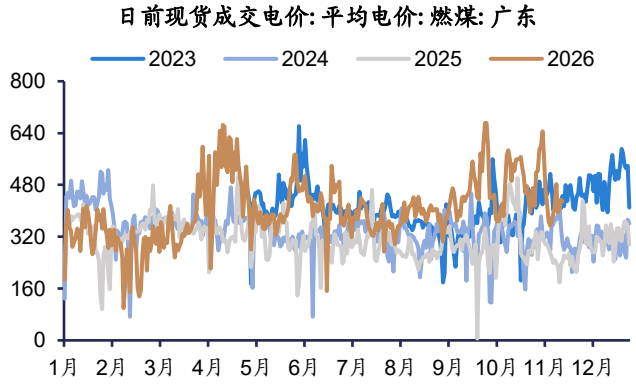
图表 16：国内外煤价价差小幅走阔



来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

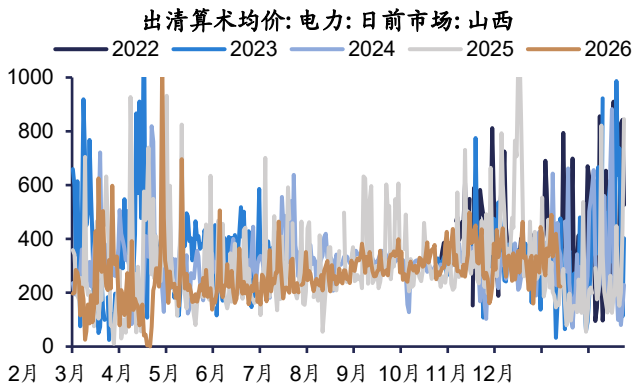
年初至今多省现货电价整体较前期低位有所修复，近期广东现货电价再度回升、山西明显回落。广东作为用电负荷中心之一，燃煤现货电价在 11 月初冲高回落后近期再度回升，截至 11 月 18 日为 0.429 元/千瓦时，同比+0.188 元/千瓦时（幅度+77.7%），周环比+0.055 元/千瓦时（幅度+14.8%），11 月以来现货均价为 0.466 元/千瓦时，环比 10 月下降 2.7%。山西日前市场电价近期明显回落，截至 11 月 19 日出清算术均价为 0.223 元/千瓦时，同比-0.006 元/千瓦时（幅度-2.6%），周环比-0.162 元/千瓦时（幅度-42.1%），11 月以来现货均价为 0.328 元/千瓦时，环比 10 月增长 4.7%。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 17：广东燃煤现货电价近期再度回升（元/兆瓦时）



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表 18：山西日前市场电价近期明显回落（元/兆瓦时）

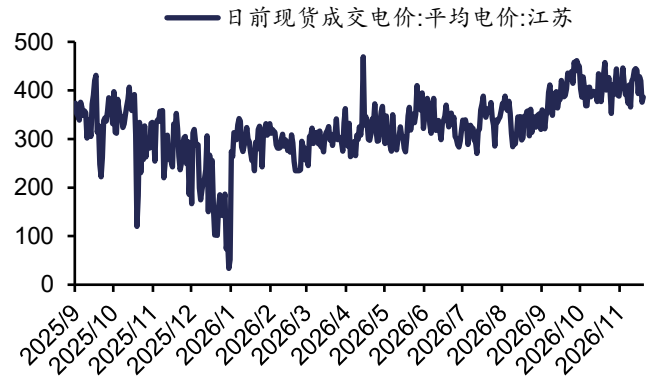


来源：山西电力交易中心，国金证券研究所

江苏、安徽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 19 日为 0.386 元/千瓦时，同比+0.034 元/千瓦时（幅度+9.6%），11 月以来均价约 0.410 元/千瓦时，较 10 月均价+2.1%。安徽日前现货电价 7-8 月多次快速下探，9 月以来

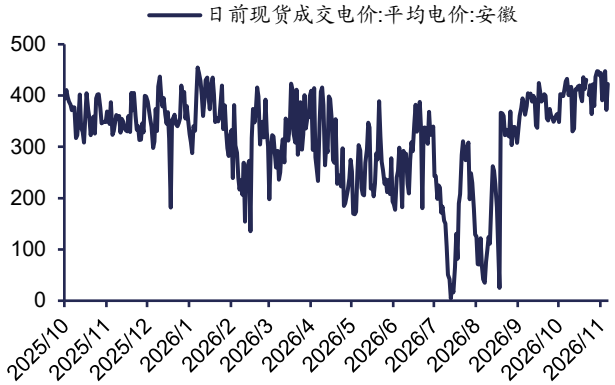
显著回升，截至 11 月 19 日为 0.423 元/千瓦时，同比+0.092 元/千瓦时（幅度+27.8%），11 月以来均价约 0.418 元/千瓦时，较 10 月均价+8.3%。

图表19：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

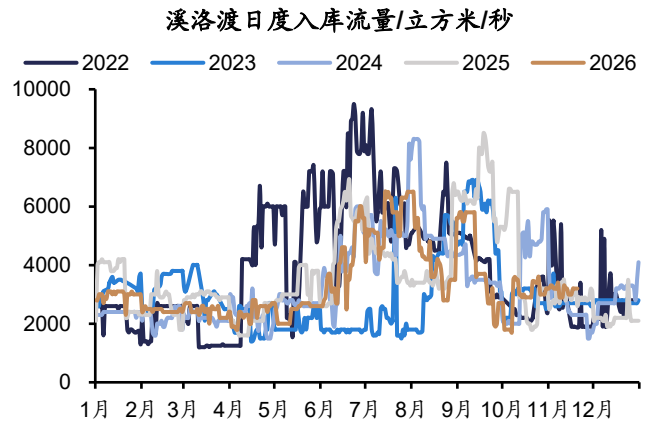
图表20：安徽日前现货电价 9 月以来显著修复



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

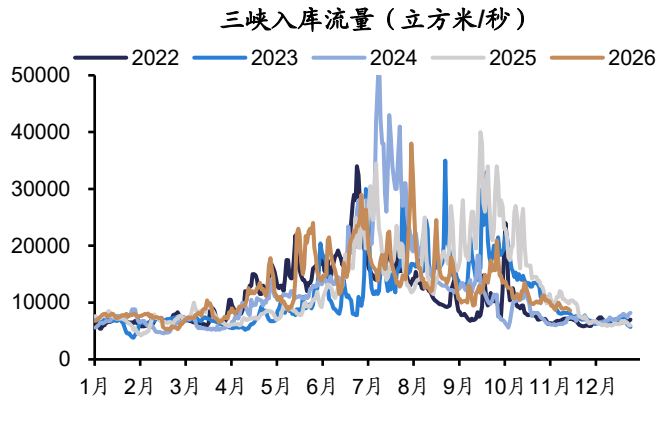
10 月以来主要流域来水较 9 月有所回落，且上年同期秋汛来水基数偏高，各电站入库流量同比表现分化。根据各省水文网站数据，11 月 20 日金沙江下游溪洛渡电站入库流量为 3200 立方米/秒，同比+23.1%、周环比持平；长江上游三峡电站 11 月 20 日入库流量为 8600 立方米/秒，同比-16.5%、周环比-10.4%。雅砻江来水表现分化，锦屏一级电站 11 月 20 日入库流量为 460 立方米/秒，同比-59.6%、周环比-52.1%；官地电站 11 月 20 日为 1140 立方米/秒，同比+105.1%、周环比+3.6%。大渡河来水同比偏丰，猴子岩电站 11 月 17 日入库流量为 465 立方米/秒，同比+90.8%、周环比-1.1%；瀑布沟电站 11 月 20 日为 889 立方米/秒，同比+58.4%、周环比-2.6%。红水河龙滩电站来水明显偏低，11 月 11 日为 632 立方米/秒，同比-77.7%、周环比+7.5%。清江水布垭电站来水同比偏丰，11 月 3 日入库流量为 725.28 立方米/秒，同比+186.6%、周环比+753.1%。

图表21：溪洛渡入库流量同比偏丰



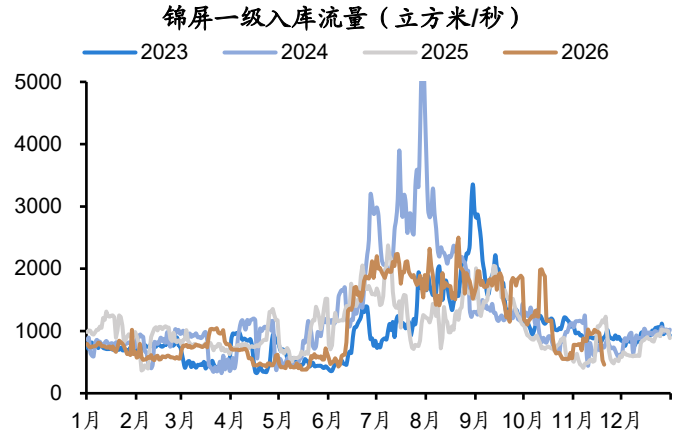
来源：iFinD，国金证券研究所

图表22：三峡入库流量有所下降



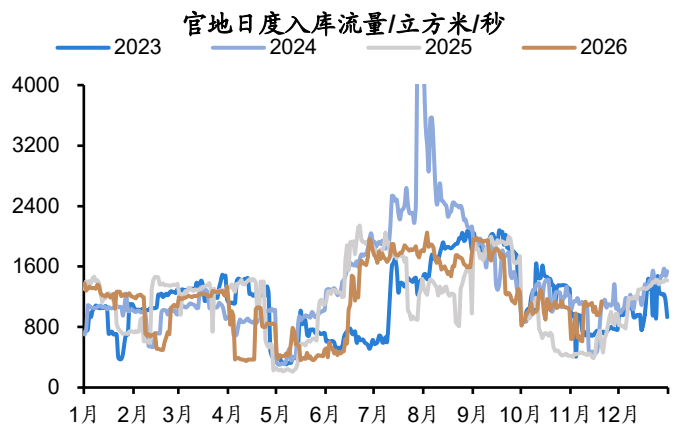
来源：iFinD，国金证券研究所

图表23：锦屏一级入库流量明显回落



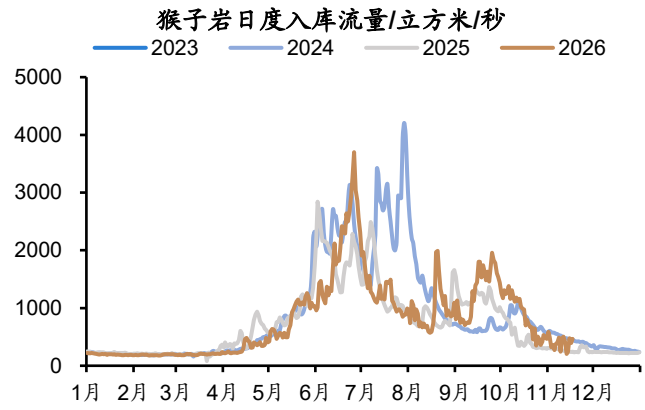
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表24：官地入库流量同比偏丰



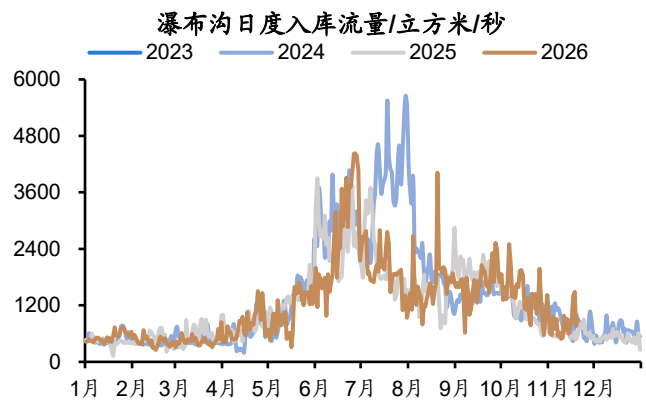
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表25：猴子岩入库流量同比偏丰



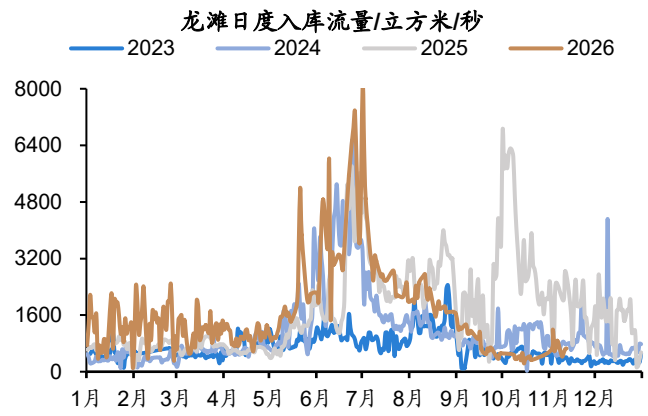
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表26：瀑布沟入库流量同比偏丰



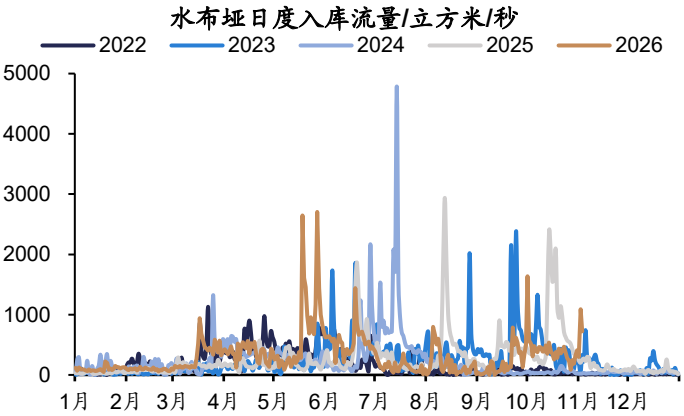
来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

图表27：龙滩入库流量同比偏低



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28：水布垭入库流量有所上涨

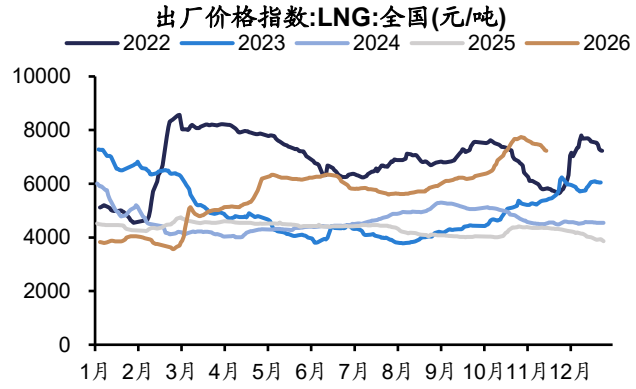


来源：湖北省水文水资源中心，国金证券研究所

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

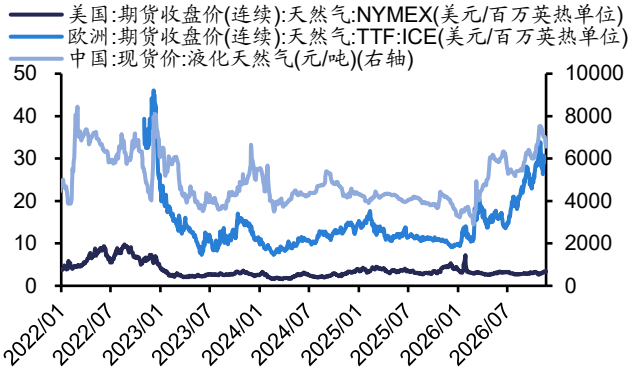
尔木兹海峡通行风险扰动，进一步扰动全球油气运输与供需预期，推动国际天然气价格波动加大。本周欧洲 TTF 及国内 LNG 价格回落，美国 NYMEX 天然气期货价格上涨。截至 11 月 19 日欧洲 TTF 现货价格为 85.22 欧元/兆瓦时，同比+176.2%，周环比-10.1%；截至 11 月 20 日美国 NYMEX 天然气期货价格为 3.47 美元/百万英热，同比-22.8%，周环比+6.9%；截至 11 月 20 日全国 LNG 出厂价格指数为 7223 元/吨，同比+65.9%，周环比-3.4%。

图表29：全国 LNG 出厂价格指数延续回落



来源：上海石油天然气交易中心，国金证券研究所

图表30：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 23.06，近十年估值分位数为 88.50%，煤炭板块市盈率（剔除负值）为 16.33，近十年估值分位数为 89.38%；公用事业板块市净率为 1.69，近十年估值分位数为 32.29%，煤炭板块市净率为 1.77，近十年估值分位数为 97.31%。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处于低位，11 月 20 日公用事业板块成交量占比 4.72%，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低位波动态势，11 月 20 日成交量占比 1.08%、成交额占比 0.64%。年初至今 SW 一级行业中，煤炭板块上涨 17.62%、公用事业板块上涨 0.07%，分别位列第一、第三名。

图表31：公用事业板块 PE 近十年分位数 88.50%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表32：公用事业板块 PB 近十年分位数 32.29%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表33：煤炭板块 PE 近十年分位数 89.38%



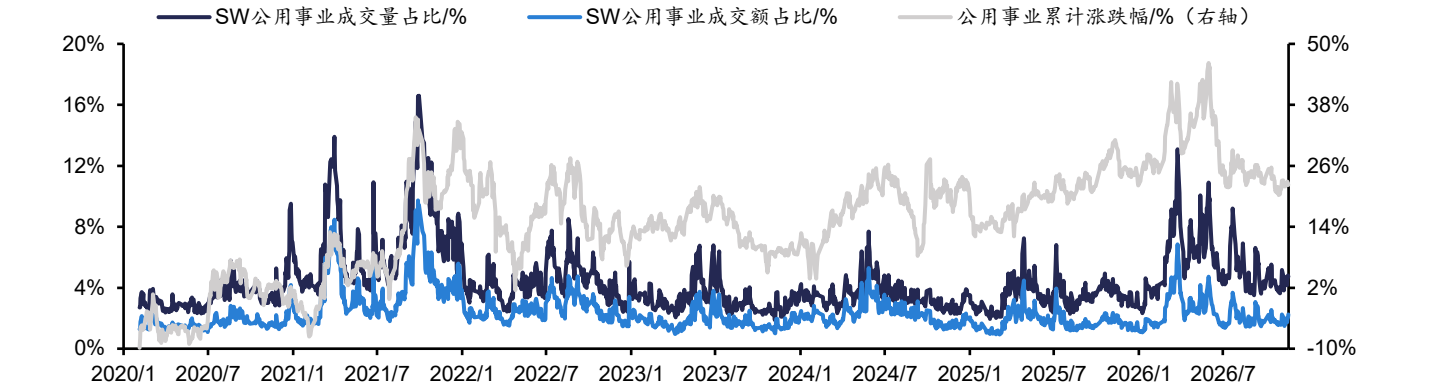
来源：iFinD，国金证券研究所

图表34：煤炭板块 PB 近十年分位数 97.31%



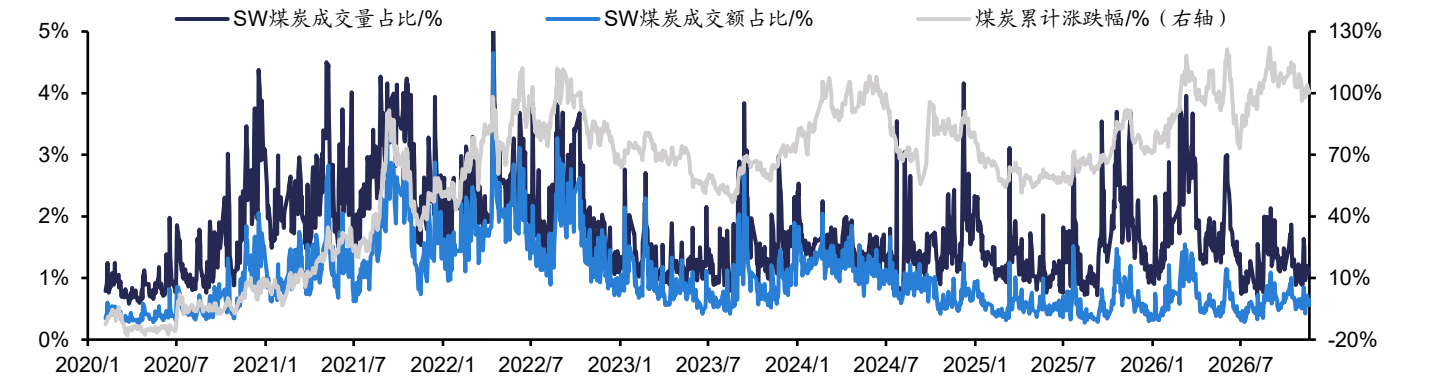
来源：iFinD，国金证券研究所

图表35：公用事业板块成交量/额占比仍处低位



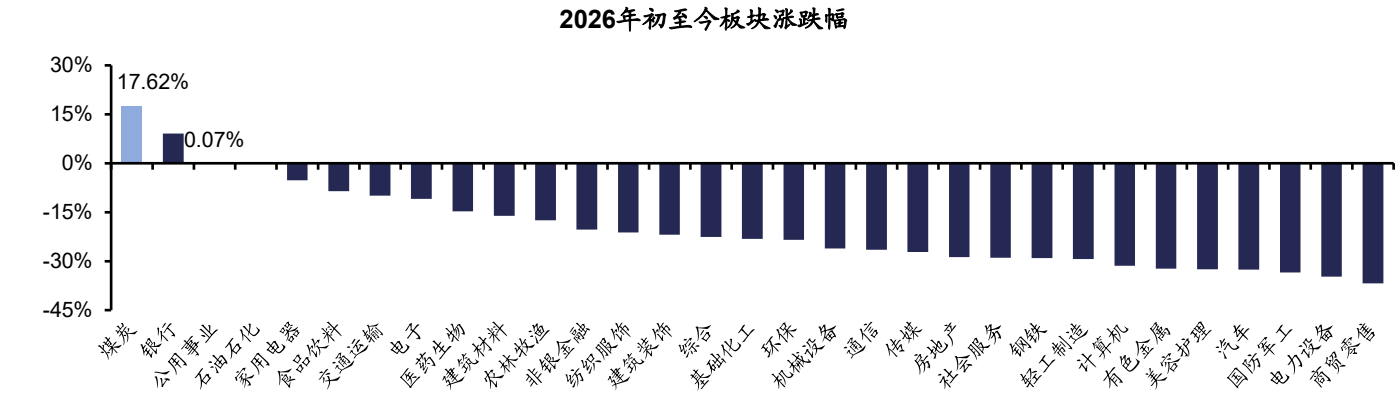
来源：iFinD，国金证券研究所

图表36：煤炭板块成交量/额占比近期低位波动



来源：iFinD，国金证券研究所

图表37：年初至今煤炭上涨17.62%，公用事业上涨0.07%



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