



# 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

## 从算电融合到能源安全，煤与电行情的三维框架

### 投资逻辑：

#### ■ 煤与电行情的三维框架：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

我们在年初提出煤与煤电、利与红利的投资逻辑，年初至今申万煤炭、电力板块分别涨幅 21.4%、15.1%，位列 31 个一级行业的第一和第三。站在 Q2 的起点，本篇报告我们提出行情的三维框架：（1）能源通胀下的电价上涨：即在煤电发电量低基数高增长、地缘影响导致能源中枢抬升、海外产能管控的背景下，看好煤价中枢抬升，进而驱动电价中枢企稳向上，促进煤与电走出通缩；（2）业绩兑现中的时间线索：关注各子板块的业绩增长节奏，时间线上年初开始涨价的煤炭、一季报前后关注业绩悲观预期能否修复的火电、年中汛期水文低基数高增长的水电、下半年评估业绩逐步企稳的绿电与核电；（3）低配低估下的主题行情：公用事业与煤炭板块的基金持仓去年 Q3、Q4 大幅回落，在时间线的基础上，煤炭演绎地缘扰动、电力演绎算电融合，我们认为这并不是结束，而是股息资产在低配低估下的主题行情轮动的起点，我们看好未来能源安全成为新的行情主线，关注动荡中的煤与电的安全资产价值。

#### ■ 三维框架的跟踪指标：关注价格端、数量端、估值端

我们需要对三维框架形成总结性和评估性能力，建议从量价估值三个维度进行评估。（1）量：煤价上涨是三维框架的核心驱动力，因此需要通过用电量和煤电发电量增长、煤炭库存数据评估煤炭的需求弹性，以反映煤价走势。我们重申用电量（1-2 月同比增长 6.1%）今年上半年受益于二产高耗能制造业的边际改善、发电增量结构中煤电占比的提升（1-2 月从去年同期负贡献提升至今年的 40.8%），将显著驱动电煤需求的增长，构造需求弹性。其他包括来水量数据的低基数节点；（2）价：煤价数据作为量的结果自不必多言（现货煤价年初至今涨幅 11.6%），其他价格方面关注电力月度和现货市场价格用于反映通胀下的电价预期抬升、代购电价格走势、通过绿证反映出的绿色环境价值、电价政策机制如核电机电制电价以及公用事业价格理顺等；（3）估值：分为业绩、持仓、估值、股息率四个维度，煤与电的重资产属性决定了业绩的重要性，也会导致业绩发布期间主题行情的走势和主题间的切换。股息率的视角来看，我们认为煤与电的大部分龙头公司都具备一定的股息率基础（约 2-5% 之间）。此外，评估绝对估值水平与相对估值分位和交易量占比，辅以基金重仓持股的季度占比变化。

#### ■ 主题行情的演绎节奏：算电融合已处于由点及面的扩张状态、后续关注能源安全和央国企市值管理

算电融合的主题行情持续演绎，我们在 3 月 1 日周报《算电融合+两会临近+低配低估，电力行情超前演绎》中即提示行情有望由点及面。从基本面来看，我们认为算电融合具备产业逻辑，即在绿电直连和算电融合的政策背景下，或可通过节约输配电费等形式增加算与电的经济性，同时由于电与算的稳定供电、绿证供需可匹配，算力与电力的规划投资主体的协同性也较强。我们看到诸如雅砻江水电与中国电信在两河口隧道中的数据中心、以及甘肃能源的算电一体项目等，均验证上述趋势。从演绎节奏来看，目前行情已从点状项目落地公司延伸到区域性公司，并有进一步外扩至全国性公司的趋势，建议把握业绩期和演绎节奏。后续关注能源安全和央国企市值管理的行情演绎。

#### ■ 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：申能股份、华能国际电力股份、国电电力、甘肃能源、内蒙华电；汛期的水电：国投电力、长江电力；后续的核电与绿电：中国广核、中国核电、龙源电力、福能股份。

事件线-央国企市值管理与资本运作：相关标的川投能源、华电国际。

### 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。

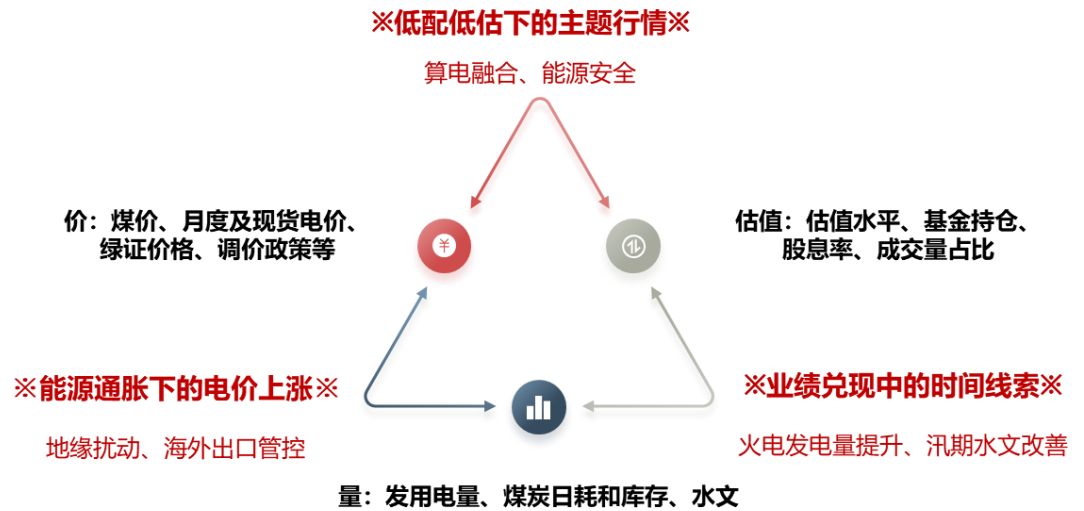


## 从算电融合到能源安全，煤与电行情的三维框架

### 框架:1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

我们在年初提出煤与煤电、利与红利的投资逻辑，年初至今申万煤炭、电力板块分别涨幅21.4%、15.1%，位列31个一级行业的第一和第三。站在二季度的起点，本篇报告我们提出行情的三维框架：(1) 能源通胀下的电价上涨：即在煤电发电量低基数高增长、地缘影响导致能源中枢抬升、海外产能管控的背景下，看好煤价中枢抬升，进而驱动电价中枢企稳向上，促进煤与电走出通缩；(2) 业绩兑现中的时间线索：关注各子板块的业绩增长节奏，时间线上年初开始涨价的煤炭、一季报前后关注业绩悲观预期能否修复的火电、年中汛期水文低基数高增长的水电、下半年评估业绩逐步企稳的绿电与核电；(3) 低配低估下的主题行情：公用事业与煤炭板块的基金持仓去年Q3、Q4大幅回落，在时间线的基础上，煤炭演绎地缘扰动、电力演绎算电融合，我们认为这并不是结束，而是股息资产在低配低估下的主题行情轮动的起点，我们看好未来能源安全成为新的行情主线，关注动荡中的煤与电的安全资产价值。

图表1：煤与电行情的三维框架



来源：国金证券研究所

### 1.2 三维框架的跟踪指标：关注价格端、数量端、估值端

我们需要对三维框架形成总结性和评估性能力，建议从量价估值三个维度进行评估。

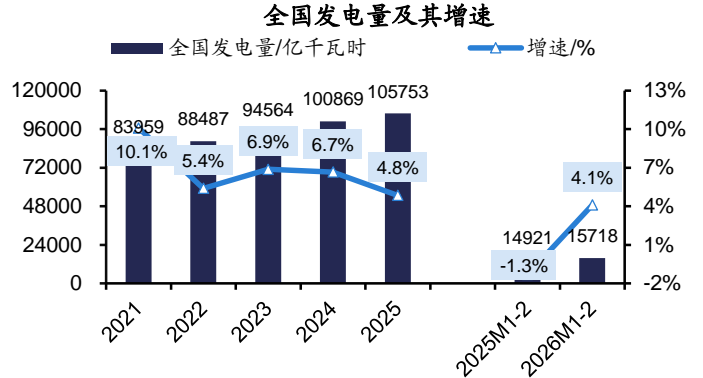
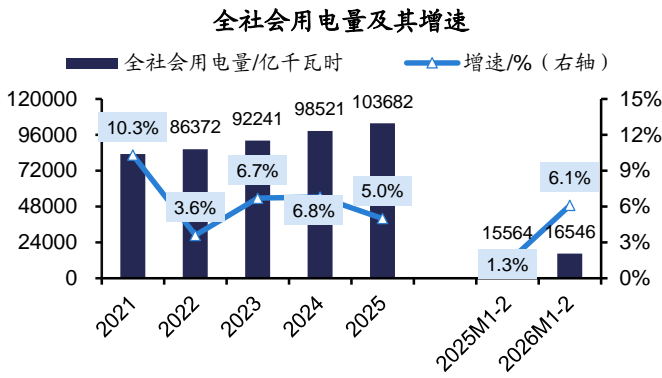
(1) 量：煤价上涨是三维框架的核心驱动力，因此需要通过用电量和煤电发电量增长、煤炭库存数据评估煤炭的需求弹性，以反映煤价走势。

根据国家能源局披露数据，1-2月全社会用电量达1.65万亿千瓦时，同比+6.1%（去年同期同比仅增长1.3%，主要系去年上半年二产高耗能制造业承压），2026年1-2月二产在电量增量中占比65%，重新回归结构占比不再拖累电量增长；三产居民预计在充换电以及互联网数据服务业用电增长下亦将保持稳健。发电结构来看，1-2月全国规模以上发电量达1.57万亿千瓦时（以下均为规模以上口径），同比+4.1%。1-2月火电超低基数下改善显著（增量贡献火电占比41%，相较去年的负贡献大幅改善），风光高基数下增速回落。总体来看，今年上半年低基数下的用电量和煤电发电量的增长将显著驱动电煤需求的增长，构造电煤需求弹性，驱动现货煤价表现强势。



图表2: 2026M1-2 全社会用电量达 1.65 万亿千瓦时

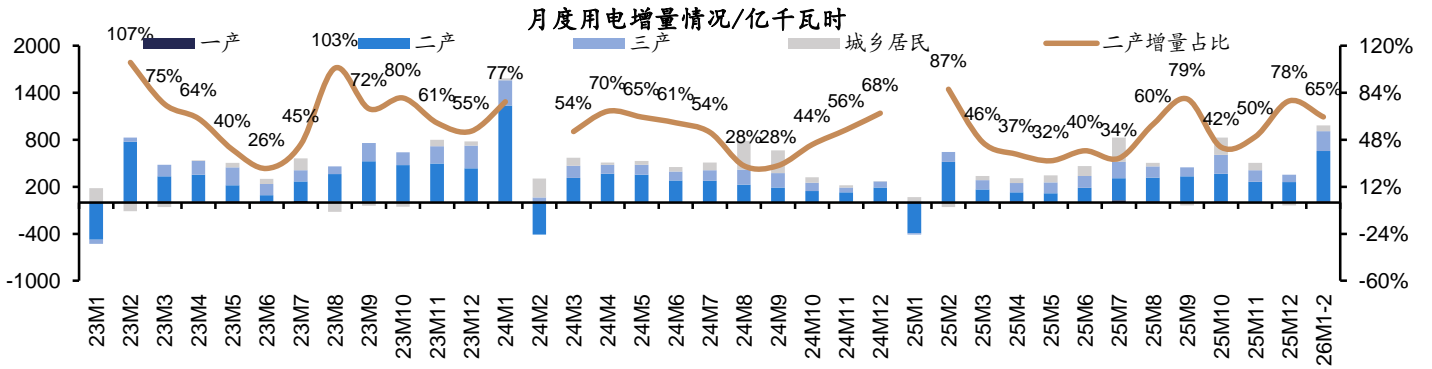
图表3: 2026M1-2 全国发电量达 1.57 万亿千瓦时



来源: 国家能源局, 国金证券研究所

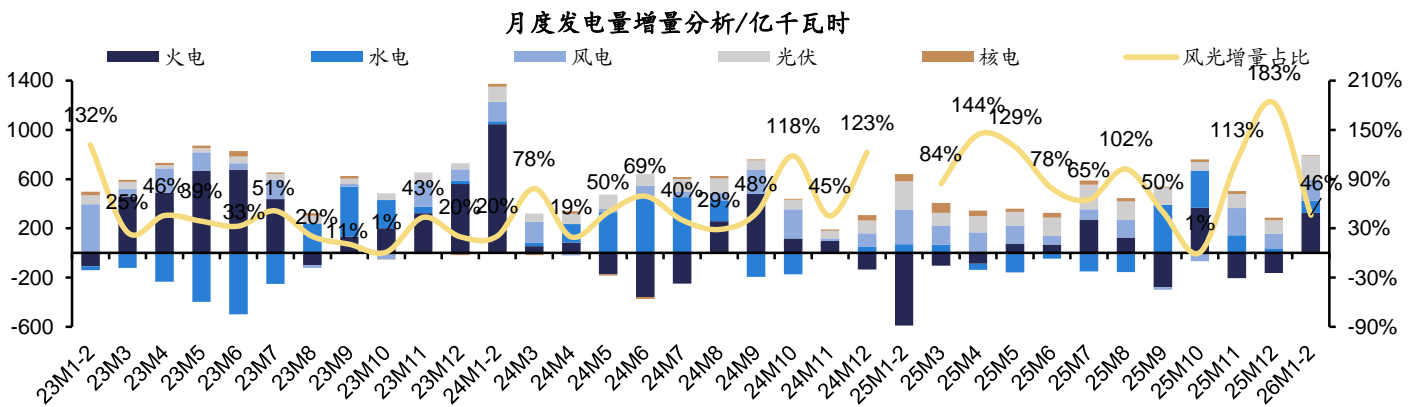
来源: 国家能源局, 国金证券研究所

图表4: 2026M1-2 二产用电量增量占 65%



来源: 国家能源局, 国金证券研究所

图表5: 2026M1-2 风光发电量增量占比回落至 46%

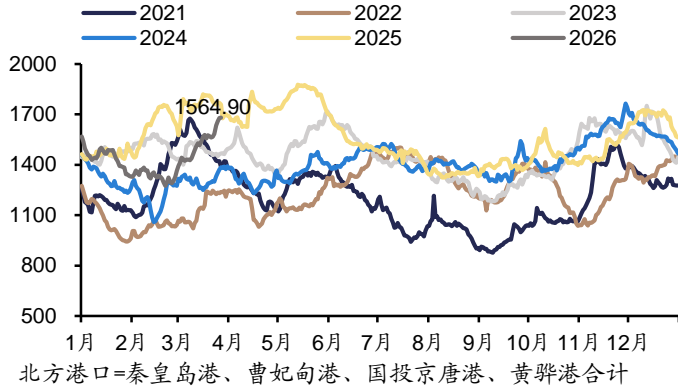


来源: 国家能源局, 国金证券研究所



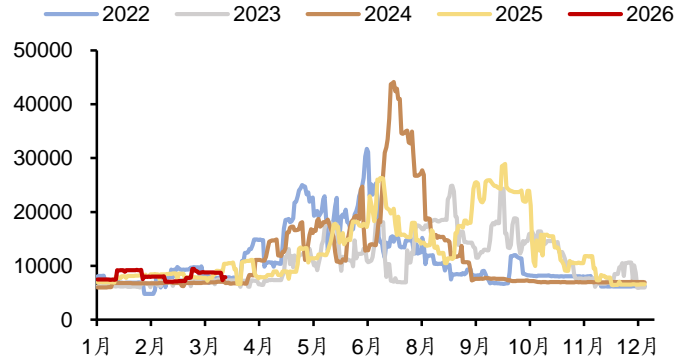
从煤炭数据上看，煤炭港口库存同比虽有走高但同比仍然偏低，近期日耗提升亦反映需求增长。水文数据方面，2025年汛期水文数据偏弱，我们认为可以从水文数据边际改善的视角，关注4月开始的雅砻江、7月开始的长江电力。从消纳数据来看，风光的消纳水平和新增装机仍较去年同期偏低。

图表6: 北方港煤炭库存/万吨



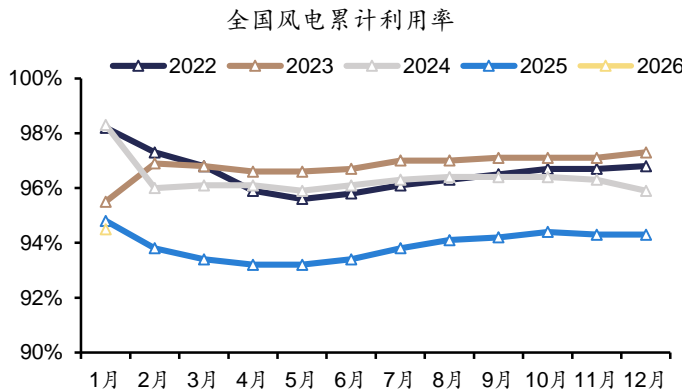
来源: 秦皇岛煤炭网, 国金证券研究所

图表7: 去年7-8月三峡水电站出库流量显著低基数



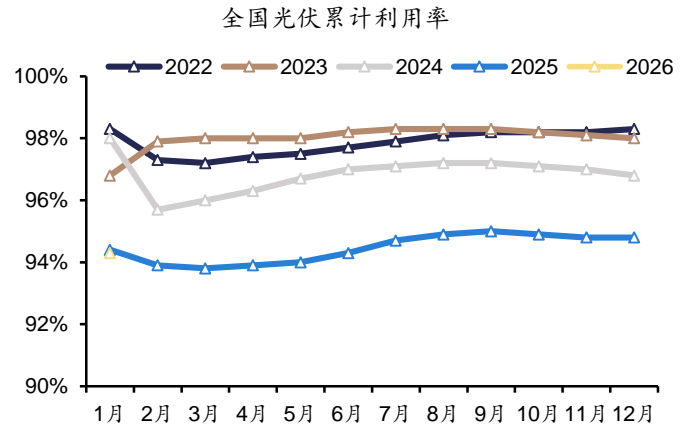
来源: 长江三峡通航管理局, 国金证券研究所

图表8: 2026年1月全国风电累计利用率降至94.5%



来源: 全国新能源消纳监测预警中心, 国金证券研究所

图表9: 2026年1月全国光伏累计利用率降至94.3%

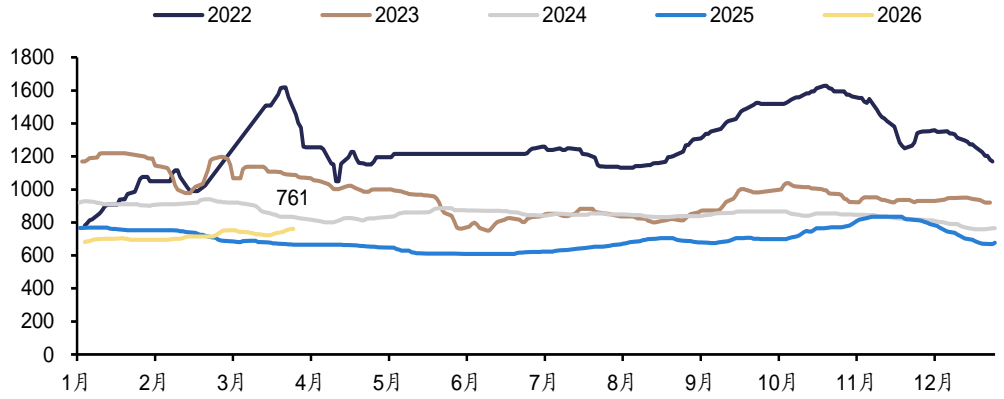


来源: 全国新能源消纳监测预警中心, 国金证券研究所

(2) 价: 价格端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 11.6% 至 761 元/吨, 有效推升了整体能源的成本中枢。在此支撑下, 剔除极值后的全国各省平均代购电价自 2026 年起有所回升, 同时广东等核心电力市场的月度成交与现货价格亦呈现企稳抬升态势, 建议持续关注。此外, 反映绿色环境价值的绿证交易价格在 2026 年 3 月达到 5.08 元/张, 同比大幅增长 222%。整体来看, 煤价筑底抬升正初步开始推动向电力终端价格及绿电溢价传导, 期待煤与电板块整体走出通缩、价格中枢企稳向上。

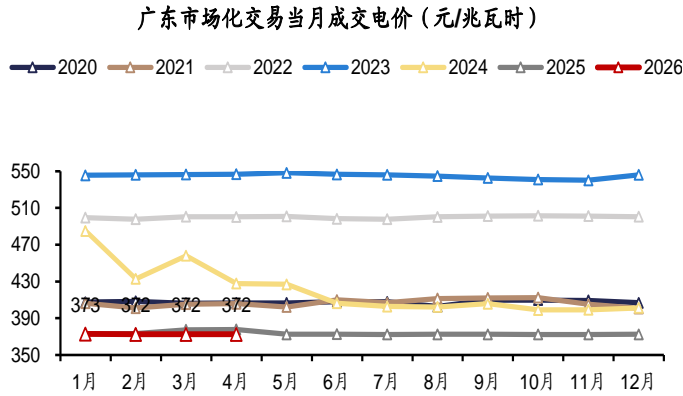


图表10: 现货煤价年初至今涨幅 11.6%



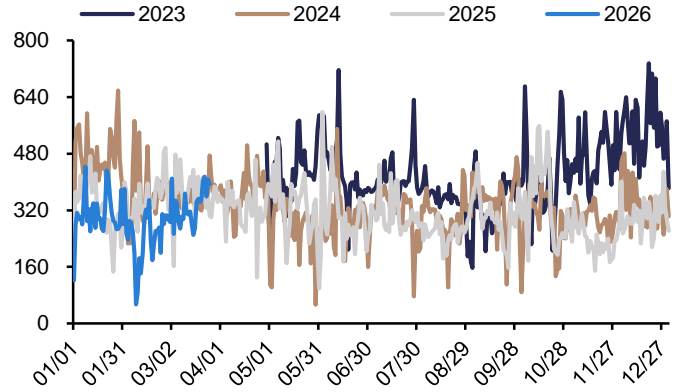
来源: 秦皇岛煤炭网, 国金证券研究所

图表11: 广东市场化交易当月成交电价企稳



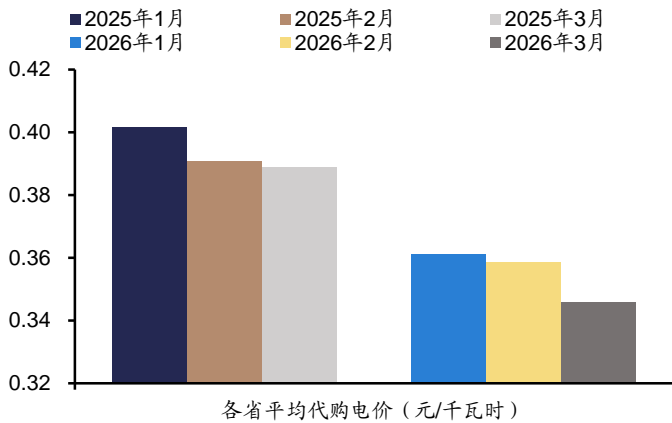
来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

图表12: 广东发电侧实时成交电价有所抬升



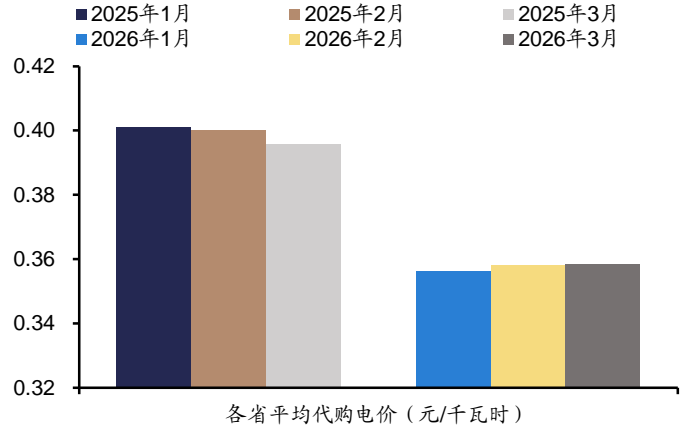
来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

图表13: 各省平均代购电价 (元/千瓦时)



来源: 国家电网, 南方电网, 国金证券研究所

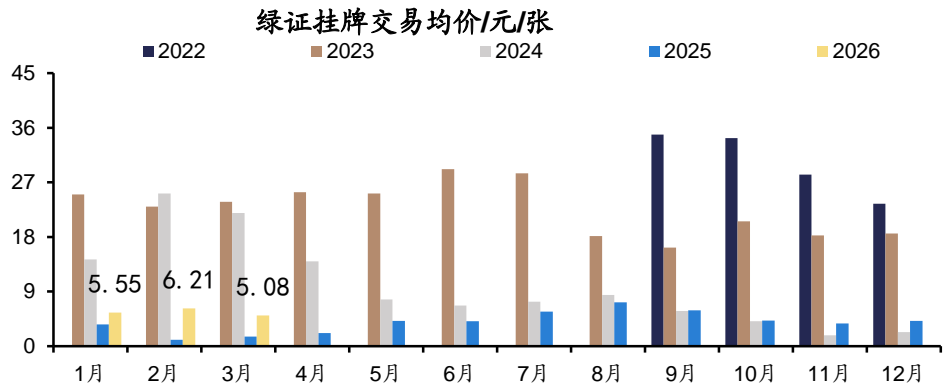
图表14: 剔除极值后各省代购电价 2026 年已企稳回升



注: 剔除 3 月环比 2 月电价涨幅和跌幅超过 4 分的极值省份; 来源: 国家电网, 南方电网, 国金证券研究所



图表15: 2026年3月绿证交易价格同比+222%

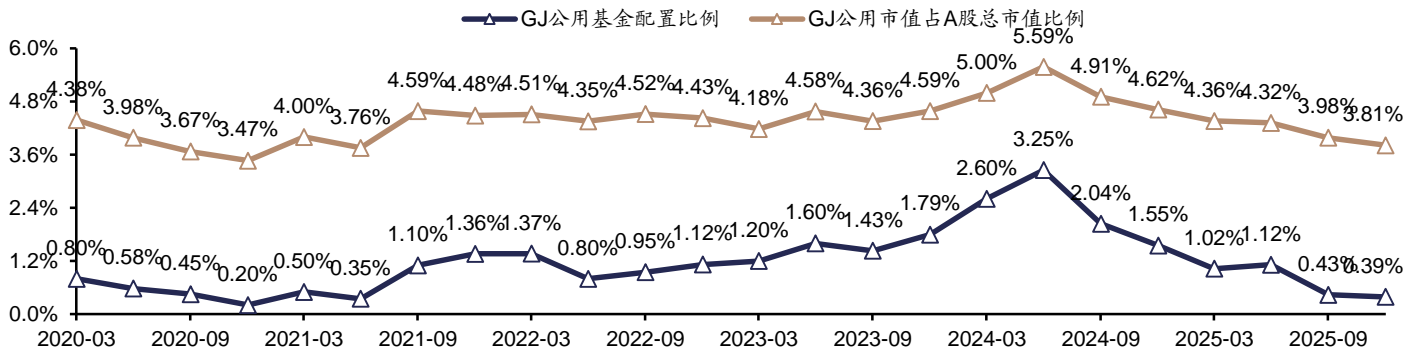


来源: e-交易 APP, 国金证券研究所

(3) 估值: 分为业绩、持仓、估值、股息率四个维度, 煤与电的重资产属性决定了业绩的重要性, 也会导致业绩发布期间主题行情的走势和主题间的切换。

从业绩底座来看股息率的视角来看, 我们认为煤与电的大部分龙头公司盈利稳健, 普遍具备约 2-5% 的股息率基础。从基金持仓来看, 2025Q4 公用事业板块的公募持仓仅为 0.39%, 大幅跑输其 3.81% 的市值占比, 煤炭板块的公募持仓仅为 0.35%, 同样大幅跑输其 2.33% 的市值占比, 处于极度低配状态。估值水平上, 公用事业板块市盈率(剔除负值)为 20.33, 近十年估值分位数为 62.04%, 煤炭板块市盈率(剔除负值)为 18.52, 近十年估值分位数为 89.58%。最后在交易量上, 近期在算电融合的催化下, 公用事业板块成交量占比已快速攀升至全市场的 11.9%, 煤炭成交量占比为 2.6%。

图表16: 公用事业板块公募持仓比例显著跑输市值占比



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表17: 公用事业板块 PE 近十年分位数 62.04%



来源: iFinD, 国金证券研究所

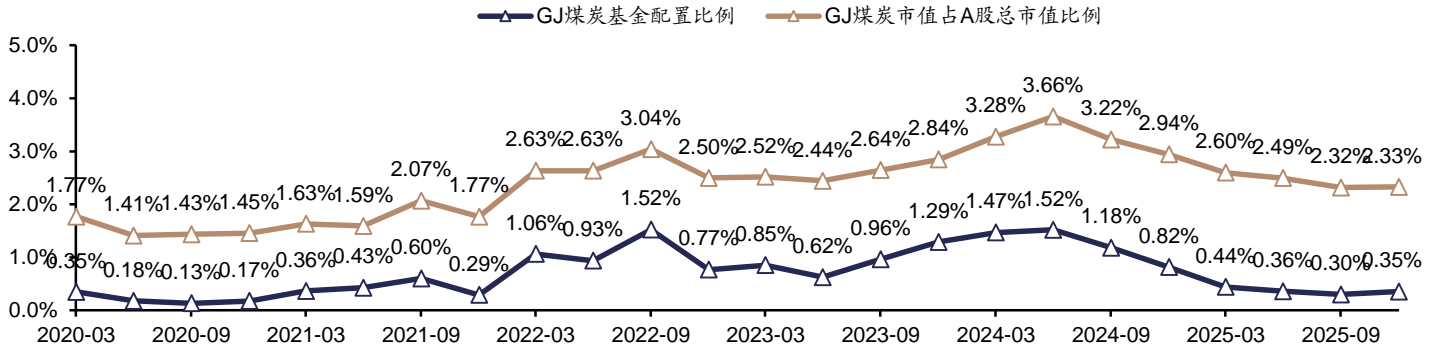
图表18: 公用事业板块 PB 近十年分位数 79.36%



来源: iFinD, 国金证券研究所



图表19: 煤炭板块公募持仓比例显著跑输市值占比



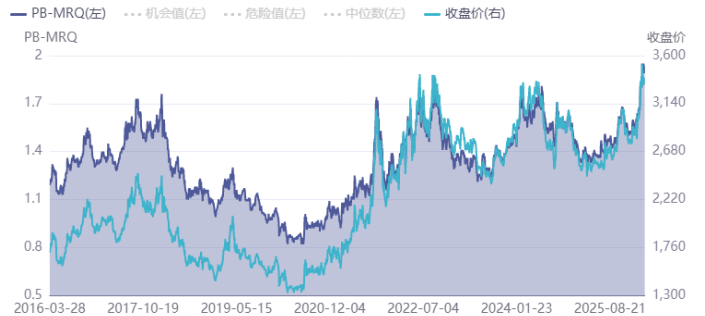
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表20: 煤炭板块PE近十年分位数 89.58%



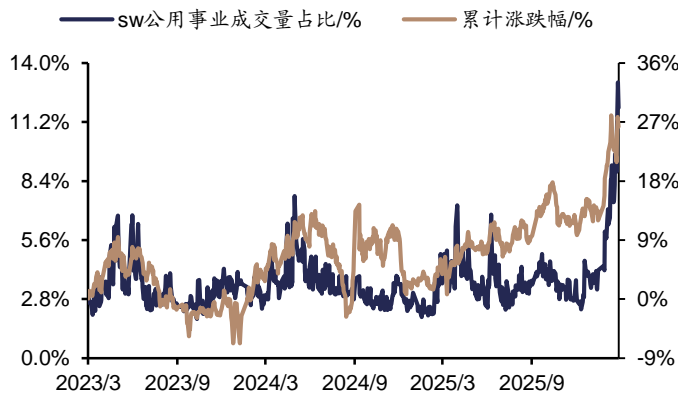
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表21: 煤炭板块PB近十年分位数 99.67%



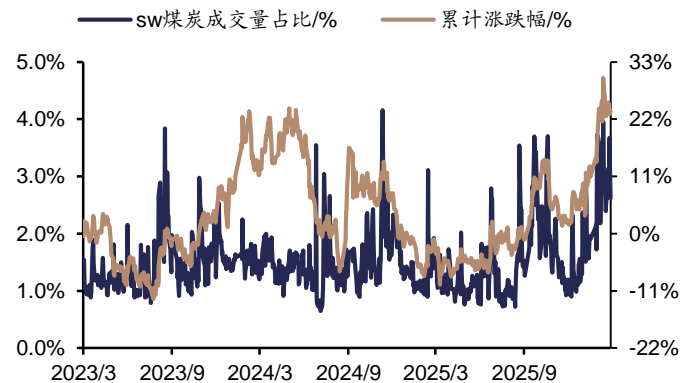
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表22: 公用事业板块成交量占比快速上升



来源: iFinD, 国金证券研究所

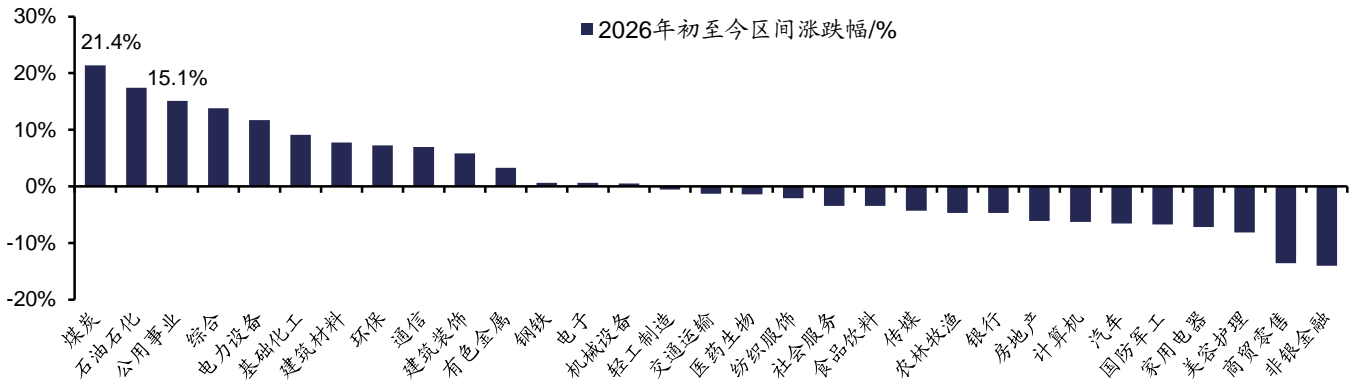
图表23: 煤炭板块成交量占比上升



来源: 国金证券研究所



图表24：煤炭与公用事业分别位列申万板块年初至今涨跌幅的第一和第三



来源：iFinD，国金证券研究所

1.3 主题演绎节奏：算电融合已处于由点及面的扩张、关注能源安全和央企市值管理

算电融合的主题行情持续演绎，我们在3月1日周报《算电融合+两会临近+低配低估，电力行情超前演绎》中对算电融合进行探讨，并提出看好电力的行情演绎。

从基本面来看，我们认为算电融合具备产业逻辑，即在绿电直连和算电融合的政策背景下，或可通过节约输配电费等形式增加算与电的经济性，同时由于电与算的稳定供电、绿电供需可匹配，算力与电力的规划投资主体的协同性也较强。我们看到诸如雅砻江水电与中国电信在两河口隧道中的数据中心、以及甘肃能源的算电一体项目等，均验证上述趋势。此外，政府工作报告与十五五规划中均涉及到相关政策，后续亦可关注各省细分政策的细则，我们持续看好项目的更多落地，同步关注项目经济性。

图表25：算电融合代表性项目梳理

时间	企业	项目名称	项目阶段	项目类型	投资方结构	项目规模
2024年8月	明阳智能	张家口明阳察北阿里巴巴数据中心源网荷储一体化项目	建设中	点对点绿电直连	电源端主导、算力侧合同供电	总投资12.1亿元，风电装机200MW，配建储能
2024年12月	国家电投集团+中国移动	中国柴达木绿色微电网算力中心示范项目	建设中	离网型微电网	双方联合入场	总投资10.69亿元，部署1000个高功率机架，配套电源光伏122MW+储能75MW/300MWh
2025年2月	金开新能	新疆哈密伊吾2000P智算中心	一期交付运营，二期建设中	点对点绿电直连	电源端主导、自营延伸至算力端	与无问芯穹签署算力服务合同
2025年5月	华电新能	和林格尔数据中心集群绿色能源供给示范项目	运营中	点对点绿电直连	电源端主导、算力侧合同供电	装机容量36万千瓦（风电30万千瓦、光伏6万千瓦），配建6.48万千瓦/25.92万千瓦时的储能系统
2025年7月	中金数据	中金数据乌兰察布低碳算力基地源网荷储一体化项目	一期交付运营，二期建设中	点对点绿电直连	算力端主导	算力基地分三期建设，一期配置市场化并网新能源30万千瓦，其中风电20万千瓦、光伏10万千瓦，配建电化学储能4.5万千瓦/4小时
2025年7月	晨丰科技	通辽地区电算融合示范项目	运营中	绿电聚合	算力端主导	以9000万元增资全资子公司北网智算，依托增量配电网低价绿电切入“绿色电力+算力服务”赛道
2025年	天合光能	三江源绿电智算融合智	运营中	离网型微	双方联合入场	6.18MW光伏+30kW风电+500kW/1044kWh



8月	+中国联通	能微电网示范项目		电网		储能+788kW充电桩
2025年10月	申能集团	上海临港海底数据中心	一期交付运营,二期建设中	点对点绿电直连	电源端主导、自营延伸至算力端	一期示范项目规模2.3MW,绿电供给率超95%,采用“海上风电直供绿电+海水自然冷却”技术
2025年12月	国投集团	两河口算电融合示范项目	运营中	点对点绿电直连(水电站嵌入式)	电源端主导、自营延伸至算力端	包括6个算力舱,部署了2000张国产算力芯片,全部电力由绿电供应
2026年1月	甘肃能源	甘肃庆阳“东数西算”产业园区绿电聚合试点项目	一期交付运营,二期建设中	绿电聚合	电源端主导、算力侧合同供电	首批建设100万千瓦新能源项目,包含75万千瓦风电与25万千瓦光伏。约55%的用电可由绿电聚合供应,一期项目风光年发电量近20亿kWh
2026年2月	豫能控股	合盈数据(怀来)智谷算力产业园	运营中	点对点绿电直连	电源端主导、自营延伸至算力端	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
2026年3月	大唐新能源	中卫大数据算力产业绿电园区一期	运营中	绿电聚合	电源端主导、算力侧合同供电	一期50万千瓦光伏项目已全容量并网(直连),150万千瓦风电项目计划2026年6月全容量并网(聚合),年可满足数据中心22.9亿kWh用电需求
		中卫大数据算力产业绿电园区二期	筹建中	绿电聚合	电源端主导、算力侧合同供电	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	点对点绿电直连	电源端主导、算力侧合同供电	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

来源:各公司公告,青海省发改委,国家数据局,央广网,国投电力官网,中国能源网,交通运输部,国金证券研究所

从行情演绎节奏来看,目前行情已从点状项目落地公司延伸到区域性公司,并有进一步外扩至全国性公司的趋势。从复盘来看,行情的牵引最初集中于有数据中心落地的如豫能控股、金开新能等公司。伴随大唐新能源获取中卫算电园区,行情逐步进入新一轮的扩散周期中,由点及面的影响了区域电力公司(尤其是数据中心核心节点所属省份的电力公司)的行情,并且进一步向全国性电力公司进行发散。我们认为行情逻辑的外扩已经进入加速阶段,关注行情进展与业绩期的交融。

尽管我们难以定义低配低估状态下的电力公司下一轮的主题行情的落脚点。但是我们建议从资产属性和商业模式本质上评估一下煤与电的稀缺性,即能源安全的线索。当前地缘格局变化复杂,国内的能源资产的安全性此前并未被定价充分。我国作为煤炭大国和煤电大国,从分母端来看是能源保供的安全性,从分子端来看是国内经济提速下的用煤用电提升,我们认为能源安全后续或演绎成为电力的新一轮行情主线。此外,建议关注分红提升、市值管理、资本运作频发的电与煤投资机会,此视角亦有兑现可能。

### 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