



# 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

## 发电量高增延续，关注火电价值重估

### 投资逻辑：

#### ■ 发电量趋势仍在：二产及火电低基数下高增长，关注水电改善幅度

5月全社会用电量同比增长6.9%（去年同期为+4.4%），其中二产同比+6.0%（去年同期为+2.1%），二产在低基数下改善显著，三产、居民分别同比增长9.7%/7.5%，受益于数据中心、充电桩及气温偏高等影响，保持高速增长。发电量数据来看，5月规模以上发电量同比增长4.2%，去年同期为0.5%，其中火电同比增长2.1%（去年同期为1.2%，增速低于1-4月的3.6%）；来水恢复带动水电同比大增13%（去年为下滑14.3%）；风光披露增速分别为0.5%、12.1%，计算增速分别为5.7%、32.5%，增速环比上月均有改善；核电同比增长5.0%，结束1-4月高基数叠加今年大修增加下的同比下滑。从电量增量的角度来看，5月二产在用电量增量占比59%（去年同期为32%），风光在发电量增量占比为44%（去年为129%）。总的来看，我们依旧维持今年上半年用电量和火电发电量在低基数下高增长的判断。展望下半年，低基数基本过去，一方面需更多依赖需求的实质性向好，另一方面需要关注水电在低基数下的恢复情况。

#### ■ 关注火电的价值重估：煤价逐步传导，弱化利用小时，强化容量价值

我们从年初开始探讨能源通胀下的电量电价上涨，目前煤价上涨→现货电价提升（滞后煤价1-2月）→月度电价上涨（滞后现货电价约1月）→年度长协价格提升（取决于年末的月度电价）的四节传导链路已经行进至第三节，市场逐步建立起对年度长协电价提升的期待。市场此前将火电的利用小时数/电力名义供需与火电的电量利润（点火价差）挂钩，认为利用小时数下降/电力宽松会导致点火价差收窄。我们一直强调，火电现在隐含了非发电利用小时，即通过市场化交易的方式，在部分风光大发市场化交易电价较低的时段，通过现货市场等渠道采购更低价格的电量来履行发电合同，实现了不发电但形成收入的情况，即名义上利用小时数在下降，但实际度电利润并未受损。同时火电凭借其灵活性在高价时段发电占比提升，提升度电利润水平（龙头公司披露26Q1市场化交易度电增收1.5分）。因此我们也看到了火电在Q1业绩的超预期，展望Q2，市场对于煤价上涨过度担忧、但同时也弱化了月度现货电价上涨带来的盈利修正能力。我们认为火电将迎来基本面的触底向上，关注其盈利稳定性增强+分红提升带来的价值重估。

#### ■ 算电融合从主题行情逐步迈向产业趋势，关注低配低估下的主题行情机会

近期板块有所调整，但我们依旧看好算电融合产业趋势，原因有二：一是绿电直连节省输配电费、大基地就地训练的经济性优势决定了算电势必融合；二是我们看好八大数据中心节点的省属能源集团作为地方政府投资主体对算电融合项目的参与能力、水电基地与风光基地的资源禀赋优势，看好电力公司通过参股/控股的方式参与算力设施建设和运维。看好电力公司从能源底座逐步转向算力底座，通过产业链延伸提升电力资产的商品化程度，由此形成利润增量。当前产业趋势逐步明朗，广东省已提出省政府应统筹推动算力、电力及通信网络一体化布局。我们看好本轮算电融合对标上一轮双碳，即从主题行情→项目规划落地确认产业趋势→电价上涨改善基本面的演绎节奏。重点在于，板块大部分低估值已经迎来业绩拐点，未来的算电融合又打开估值空间，看好主题行情的演绎，由点及面、由区域到全国。

#### ■ 煤与煤电、利与红利的相关标的：时间线与事件线，底部企稳的九丰能源

业绩时间线上，逐步从年初开始的煤炭→Q1业绩后的火电→汛期水电的思路过渡，相关标的：煤炭：兖矿能源、陕西煤业；火电：皖能电力、宝新能源、华能国际A+H、国电电力、华润电力；水电：长江电力、国投电力。

主题事件线上，央国企市值管理与资本运作：川投能源、华电国际；持续跟进算电融合进展。

### 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、发用电量趋势仍在：二产及火电低基数下高增长，关注水电改善幅度	4
（一）用电量：1-5月用电量同比增长5.4%，5月二产用电量增量占59%	4
（二）发电量：1-5月发电量同比增长3.6%，5月火电贡献24%发电量增量	5
二、电力煤炭高频数据跟踪	7
三、板块估值及交易情况	10
四、风险提示	11

## 图表目录

图表 1：2026M1-5 全社会用电量达 4.20 万亿千瓦时	4
图表 2：2026M1-5 二产用电量占 65.0%	4
图表 3：2026M5 二产用电量增量占 59%	4
图表 4：2026M1-5 全社会用电量同比增长 5.7%	5
图表 5：2026M1-5 一产用电量同比增长 5.6%	5
图表 6：2026M1-5 二产用电量同比增长 5.1%	5
图表 7：2026M1-5 三产用电量同比增长 8.6%	5
图表 8：2026M1-5 城乡居民用电量同比增长 4.5%	5
图表 9：2026M1-5 全国发电量达 3.91 万亿千瓦时	6
图表 10：2026M5 风光发电量增量占比 44%	6
图表 11：2026M1-5 全国发电量同比增长 3.6%	7
图表 12：2026M1-5 全国火电发电量同比增长 3.4%	7
图表 13：2026M1-5 水电发电量同比增长 10.9%	7
图表 14：2026M1-5 风电发电量同比下降 2.1%	7
图表 15：2026M1-5 光伏发电量同比增长 10.7%	7
图表 16：2026M1-5 核电发电量同比下降 2.5%	7
图表 17：内贸煤价格维持高位运行	8
图表 18：北方港口煤炭库存有所下降	8
图表 19：电厂日耗低位有所回升	8
图表 20：三峡入库流量近期有所回落	8
图表 21：坑口煤价维持平稳	9
图表 22：国内外煤价价差小幅收窄	9
图表 23：广东燃煤现货电价有所回落	9
图表 24：山西现货市场电价波动运行	9
图表 25：全国 LNG 出厂价格指数延续小幅回落	10



图表 26: 主要天然气市场价格波动 .....	10
图表 27: 公用事业板块 PE 近十年分位数 53.71%.....	10
图表 28: 公用事业板块 PB 近十年分位数 57.81%.....	10
图表 29: 煤炭板块 PE 近十年分位数 88.97%.....	10
图表 30: 煤炭板块 PB 近十年分位数 80.83%.....	10
图表 31: 公用事业板块成交量/额占比自高位回落 .....	11
图表 32: 煤炭板块成交量/额占比回落 .....	11
图表 33: 煤炭与公用事业位于申万板块涨跌幅中上游 .....	11



## 一、发电量趋势仍在：二产及火电低基数下高增长，关注水电改善幅度

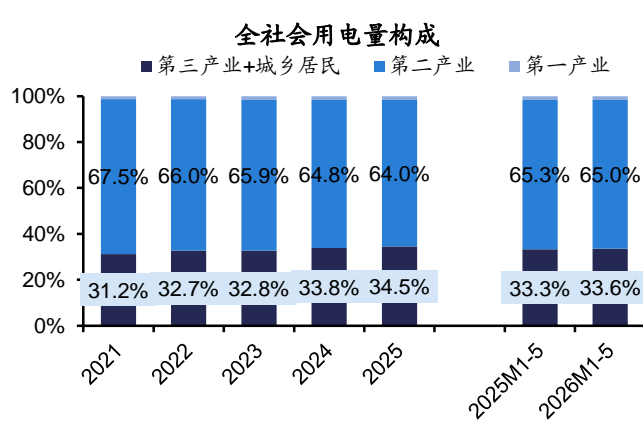
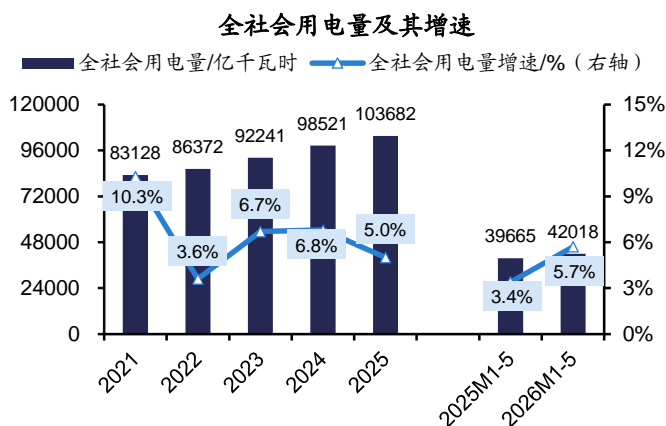
### (一) 用电量：1-5月用电量同比增长5.4%，5月二产用电量增量占59%

根据国家能源局披露数据，1-5月全社会用电量达4.20万亿千瓦时，同比+5.7%（去年同期同比增长3.4%）。分结构看，第二产业用电量2.73万亿千瓦时，同比+5.1%，其中，工业用电量2.71万亿千瓦时，同比增长5.3%，高技术及装备制造业用电量4887亿千瓦时，同比增长9.7%。第三产业用电量8055亿千瓦时，同比增长8.6%；其中，充电电服务业、互联网数据服务用电量分别为662亿、403亿千瓦时，增速分别达到56.8%、44.6%；一产、城乡居民用电量分别同比+5.6%、+4.5%。

从单月增速来看，5月全社会用电量同比+6.9%（去年同期为+4.4%）。分结构看，第二产业用电量同比+6.0%（去年为+2.1%），二产修复主导全社会用电增速抬升；第一产业、第三产业和城乡居民用电量分别同比+5.0%、9.7%、7.5%。

图表1：2026M1-5全社会用电量达4.20万亿千瓦时

图表2：2026M1-5二产用电量占65.0%

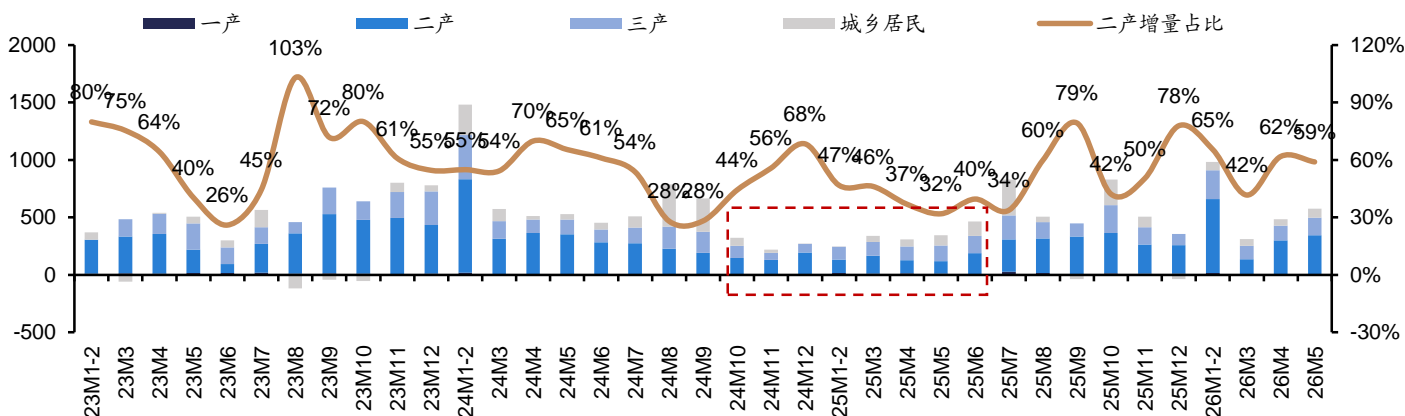


来源：国家能源局，国金证券研究所

来源：国家能源局，国金证券研究所

从用电量增量数据来看，第二产业在用电量增长占比为59%，延续自25年8月以来的高占比。我们自年初以来就强调上半年二产用电量在低基数下实现高增长，高耗能制造业有所企稳、新兴制造业高增。三产在数据中心和充电桩的带动下实现高增长。

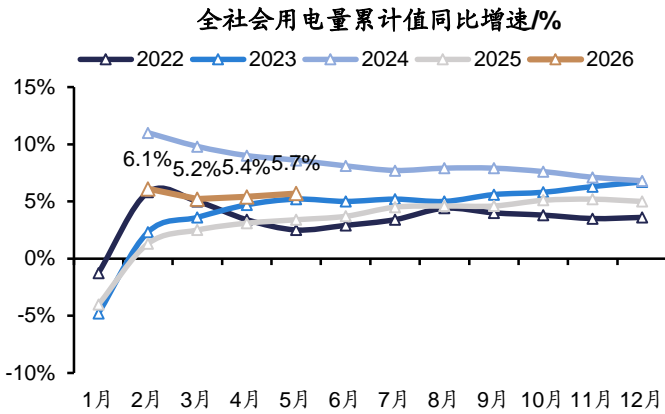
图表3：2026M5二产用电量增量占59%



来源：国家能源局，国金证券研究所

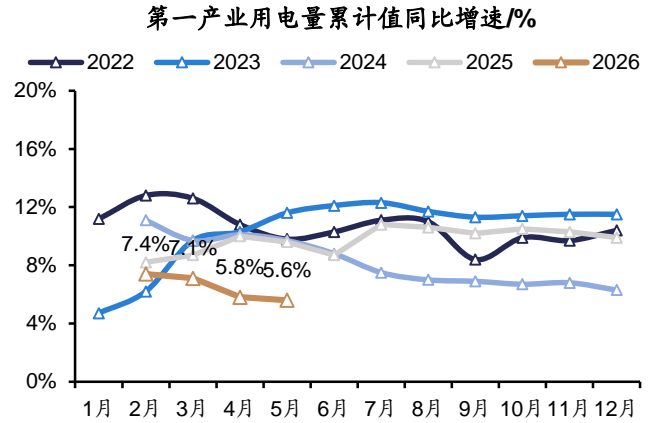


图表4: 2026M1-5 全社会用电量同比增长 5.7%



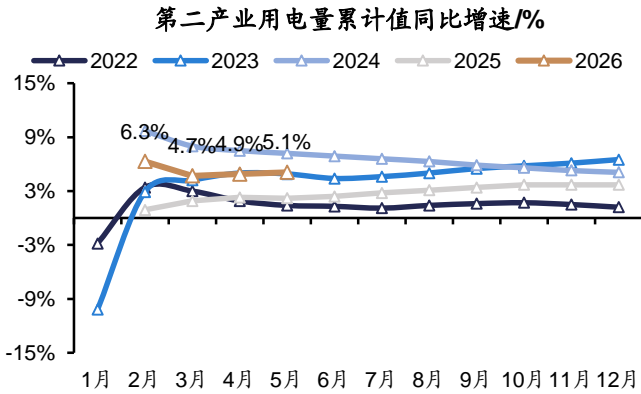
来源: 国家能源局, 国金证券研究所

图表5: 2026M1-5 一产用电量同比增长 5.6%



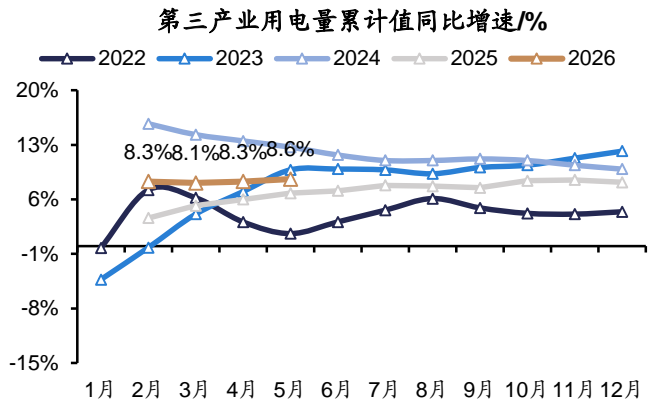
来源: 国家能源局, 国金证券研究所

图表6: 2026M1-5 二产用电量同比增长 5.1%



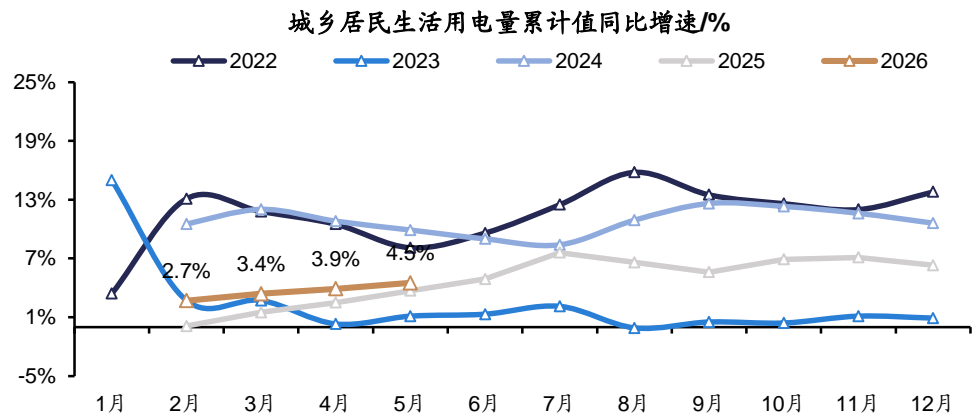
来源: 国家能源局, 国金证券研究所

图表7: 2026M1-5 三产用电量同比增长 8.6%



来源: 国家能源局, 国金证券研究所

图表8: 2026M1-5 城乡居民用电量同比增长 4.5%



来源: 国家能源局, 国金证券研究所

(二) 发电量: 1-5月发电量同比增长 3.6%, 5月火电贡献 24%发电量增量

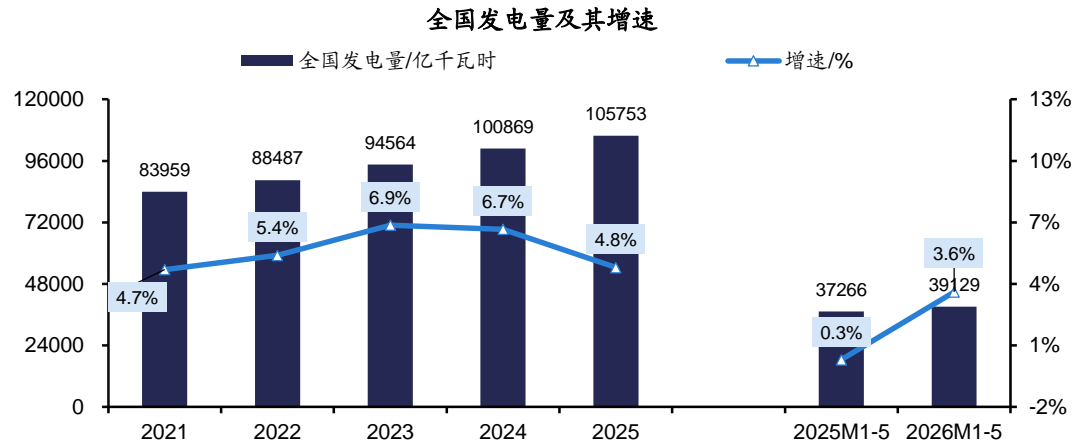
根据国家统计局披露数据, 1-5月全国规模以上发电量达 3.91 万亿千瓦时(以下均为规模以上口径), 同比+3.6%。分电源结构看, 1-5月火电、水电、光伏发电同比增长, 核电、



风电同比继续下滑；其中，火电同比增长 3.4%，上年同期为下降 3.1%；水电增长 10.9%，增速同比提高 13.4 个百分点；风电下降 2.1%，增速同比放缓 13.2 个百分点；光伏发电增长 10.7%，增速同比放缓 7.6 个百分点；核电下降 2.5%，增速同比放缓 14.0 个百分点。

从单月数据来看，5 月规模以上发电量同比增长 4.2%，去年同期为 0.5%，其中火电同比增长 2.1%（去年同期为 1.2%）；来水恢复带动水电同比大增 13%（去年为下滑 14.3%）；风光分别同比增长 0.5%、12.1%，增速环比上月均有改善；核电同比增长 5.0%，结束 1-4 月高基数叠加今年大修增加下的同比下滑。

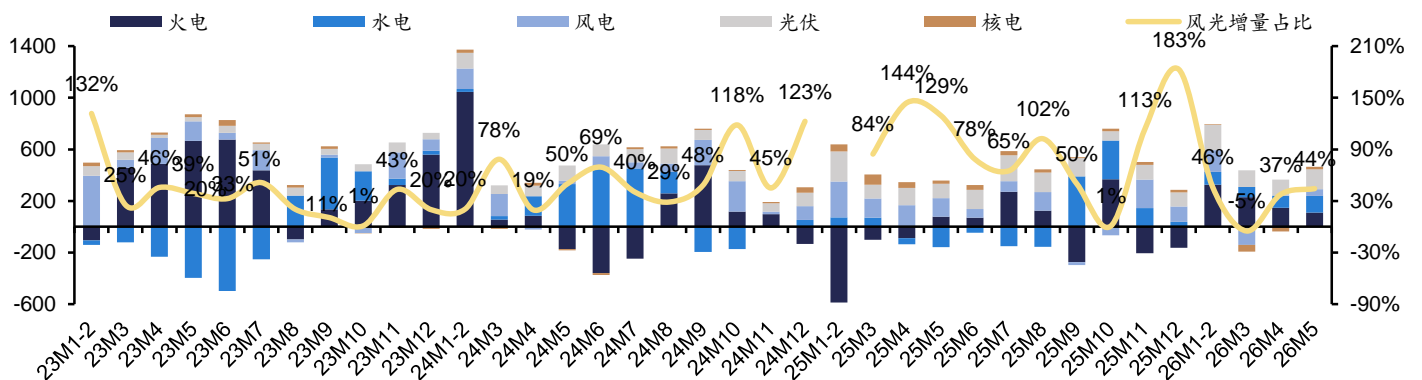
图表9：2026M1-5 全国发电量达 3.91 万亿千瓦时



来源：国家统计局，国金证券研究所

从发电量增量数据来看，1-5 月火电超低基数下改善显著（1-5 月增量贡献火电占比 44%，其中 5 月为 24%），风光在增量电中占比稳定，水电大幅改善，仍然维持火电改善趋势可延续 6 月的判断，关注 7-8 月火电高基数+水文改善对火电发电量的影响。

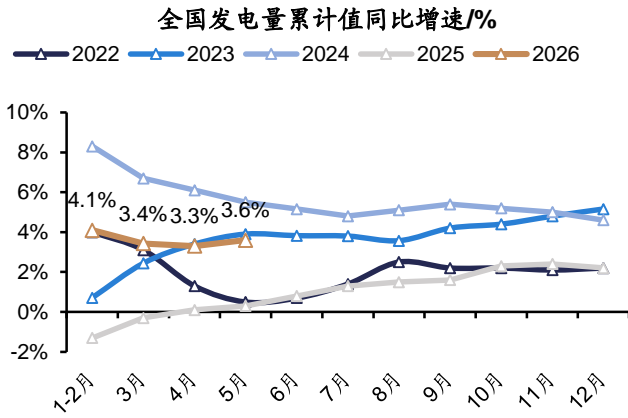
图表10：2026M5 风光发电量增量占比 44%



来源：国家统计局，国金证券研究所

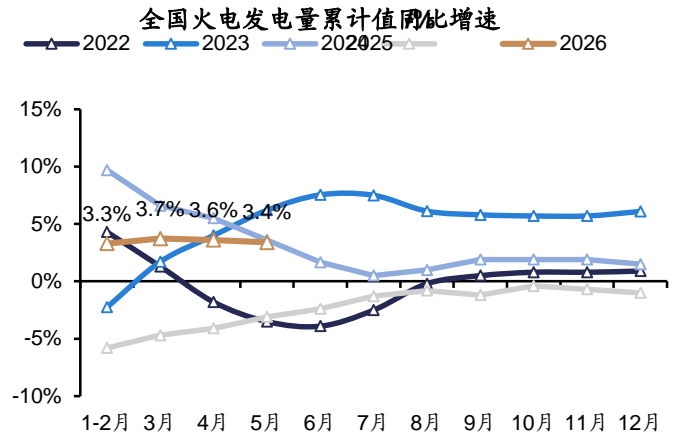


图表11: 2026M1-5 全国发电量同比增长 3.6%



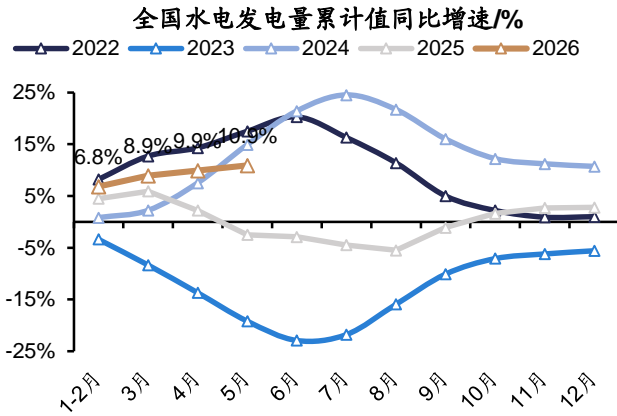
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表12: 2026M1-5 全国火电发电量同比增长 3.4%



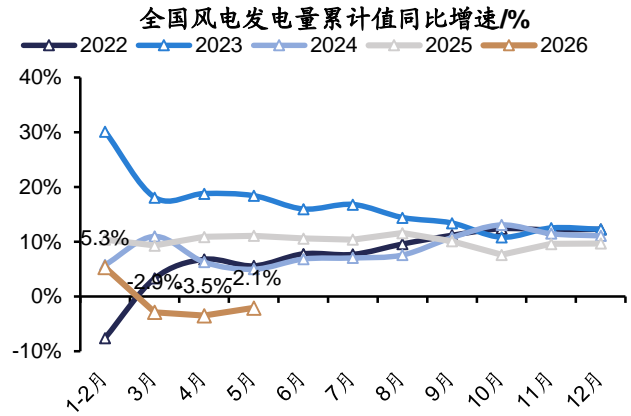
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表13: 2026M1-5 水电发电量同比增长 10.9%



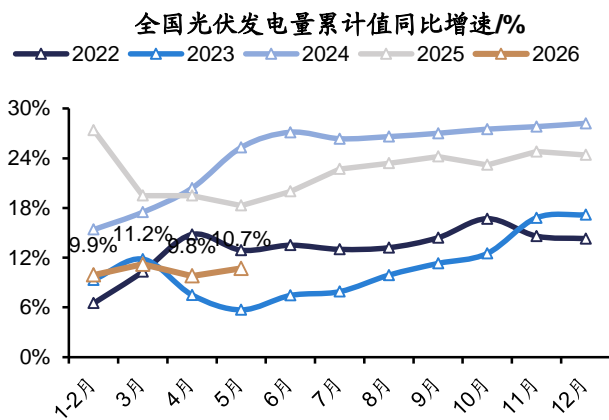
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表14: 2026M1-5 风电发电量同比下降 2.1%



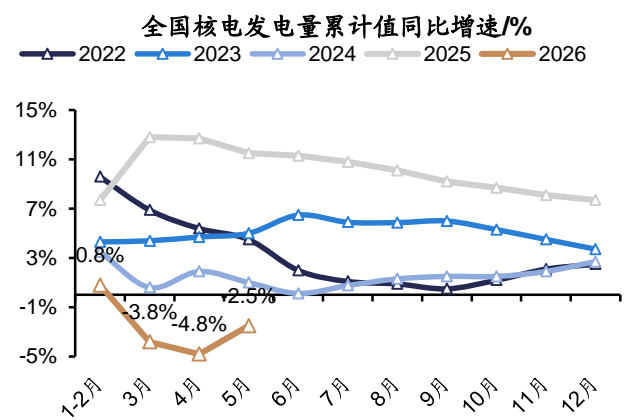
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表15: 2026M1-5 光伏发电量同比增长 10.7%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表16: 2026M1-5 核电发电量同比下降 2.5%



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

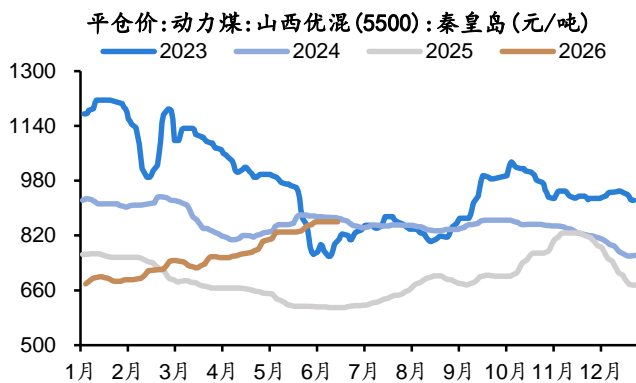
## 二、电力煤炭高频数据跟踪

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 6 月 18 日秦皇島港 5500 大卡现货煤价已升至 860 元/吨, 同比上涨 250 元/吨 (幅度+41.0%), 周环



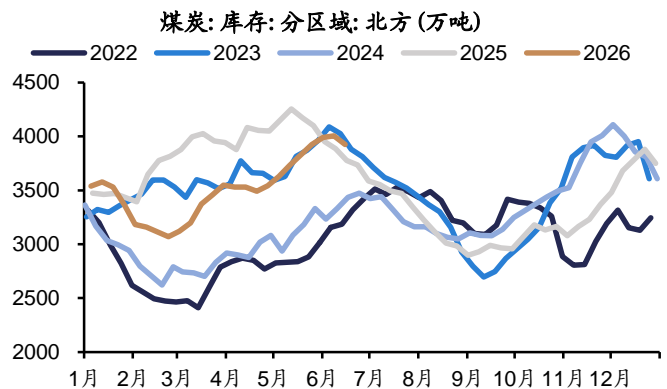
比持平。3月以来伴随供暖季结束、气温回升，电厂日耗维持季节性低位，近期有所修复，截止6月2日为420万吨，同比+31万吨，周环比-10万吨（幅度-2.3%）。水文方面，近期三峡入库流量抬升至阶段性高位后有所回落，截止6月18日三峡入库流量13500立方米/秒，同比+3.85%、周环比-22.9%。综合影响下，近期港口煤炭库存有所下降，截止6月15日，北方港口库存达3925万吨，同比+148万吨（幅度+3.9%），周环比-78.8万吨（幅度-2.0%）。

图表17：内贸煤价格维持高位运行



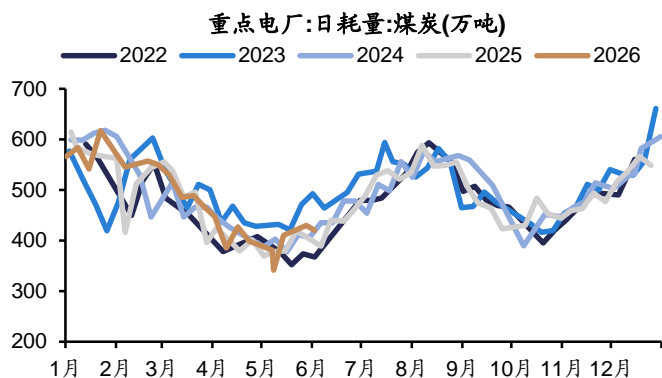
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表18：北方港口煤炭库存有所下降



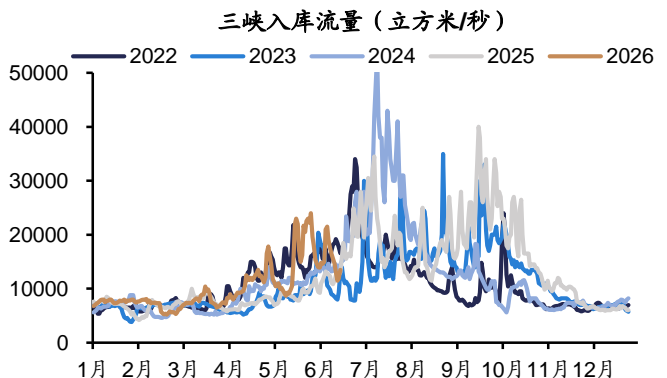
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表19：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20：三峡入库流量近期有所回落

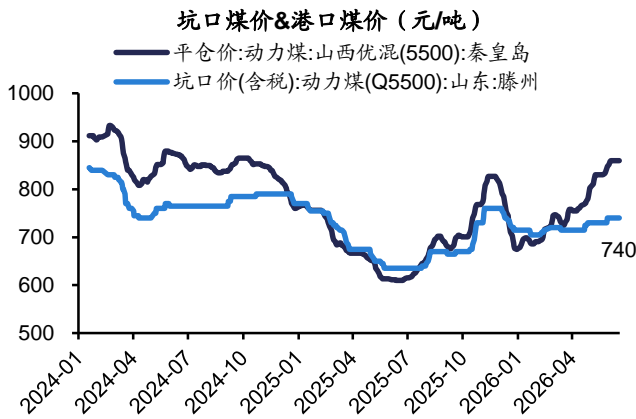


来源：长江三峡通航管理局，国金证券研究所

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6月18日为740元/吨，低于秦皇岛港口价格120元/吨，上年同期价差为25元/吨，价差周环比持平。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6月18日山西优混动力煤5500大卡库提价930元/吨，同比+230元/吨（幅度+32.9%），周环比持平；澳煤5500大卡库提价为993.2元/吨，同比+297.5元/吨（幅度+42.8%），周环比-12.9元/吨（幅度-1.3%）；印尼煤5500大卡库提价为954.4元/吨，同比+286.2元/吨（幅度+42.8%），周环比-5.9元/吨（幅度-0.6%）。

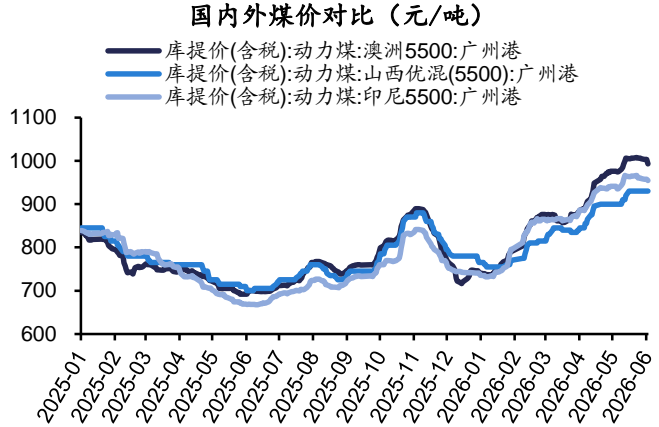


图表21: 坑口煤价维持平稳



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

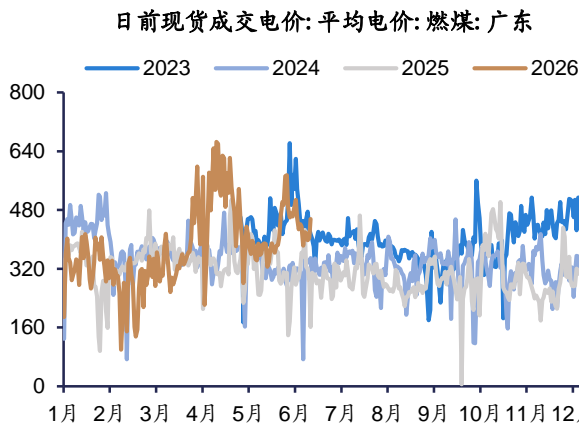
图表22: 国内外煤价价差小幅收窄



来源: 中国煤炭市场网, 国金证券研究所

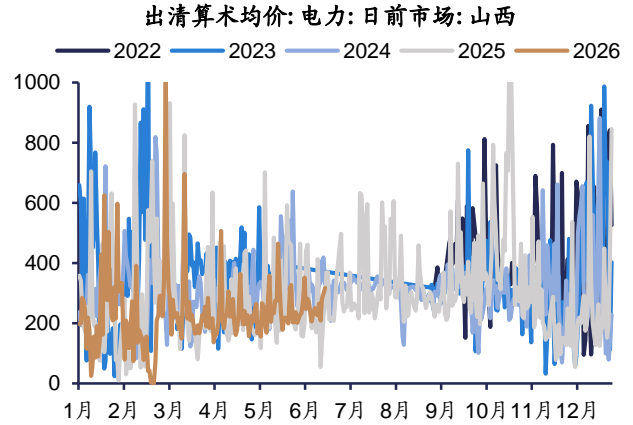
年初至今多省现货电价整体较前期低位有所回升: 广东作为用电负荷中心之一, 受需求修复及煤价上行等因素支撑, 燃煤现货电价上行, 截止 6 月 15 日燃煤电价 455.14 元/兆瓦时, 同比+293.42 元/兆瓦时 (幅度+181.4%); 山西日前市场电价较前期低位有所修复, 近期整体仍呈波动运行, 截止 6 月 18 日日市场出清算术均价 318.19 元/兆瓦时, 同比+59.17 元/兆瓦时 (幅度+22.8%)。

图表23: 广东燃煤现货电价有所回落



来源: 广东电力交易中心, 国金证券研究所

图表24: 山西现货市场电价波动运行

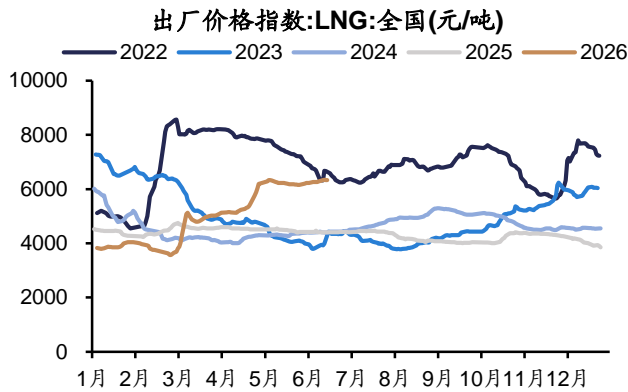


来源: 山西电力交易中心, 国金证券研究所

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, TT 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 TT 高位有所回落; 美国 NYMEX 气价小幅上涨; 国内 LNG 价格有所回升。截止 6 月 17 日欧洲 TT 天然气期货价格为 3.20 美元/百万英热, 同比-17.9%, 周环比+1.8%; 截止 6 月 19 日中国 LNG 现货价格为 6316 元/吨, 同比+59.7%, 周环比+2.8%。

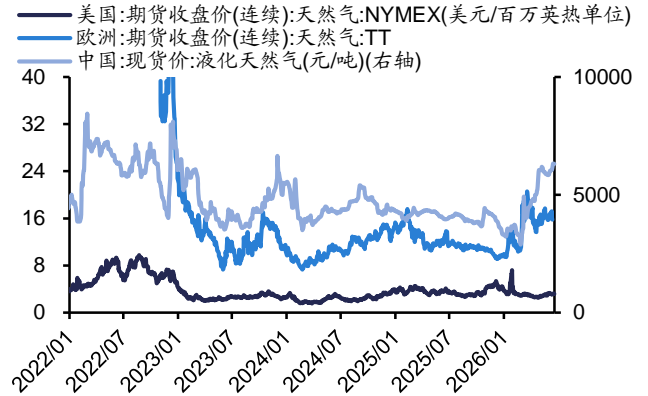


图表25: 全国LNG出厂价格指数延续小幅回落



来源: 上海石油天然气交易中心, 国金证券研究所

图表26: 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 19.45, 近十年估值分位数为 53.71%, 煤炭板块市盈率(剔除负值)为 17.02, 近十年估值分位数为 88.97%; 公用事业板块市净率为 1.81, 近十年估值分位数为 57.81%, 煤炭板块市净率为 1.56, 近十年估值分位数为 80.83%。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 月中旬再度走高后近期有所回落, 6 月 18 日公用事业板块成交量占比 6.28%, 成交额占比 2.24%; 煤炭板块来看, 成交活跃度亦有所回落, 6 月 18 日成交量占比 1.51%、成交额占比 0.51%。年初至今 SW 一级行业中, 煤炭、公用事业板块分别上涨 8.42%、6.49%, 分别位列第七、第十名。

图表27: 公用事业板块 PE 近十年分位数 53.71%



来源: i

图表28: 公用事业板块 PB 近十年分位数 57.81%



图表29: 煤炭板块 PE 近十年分位数 88.97%



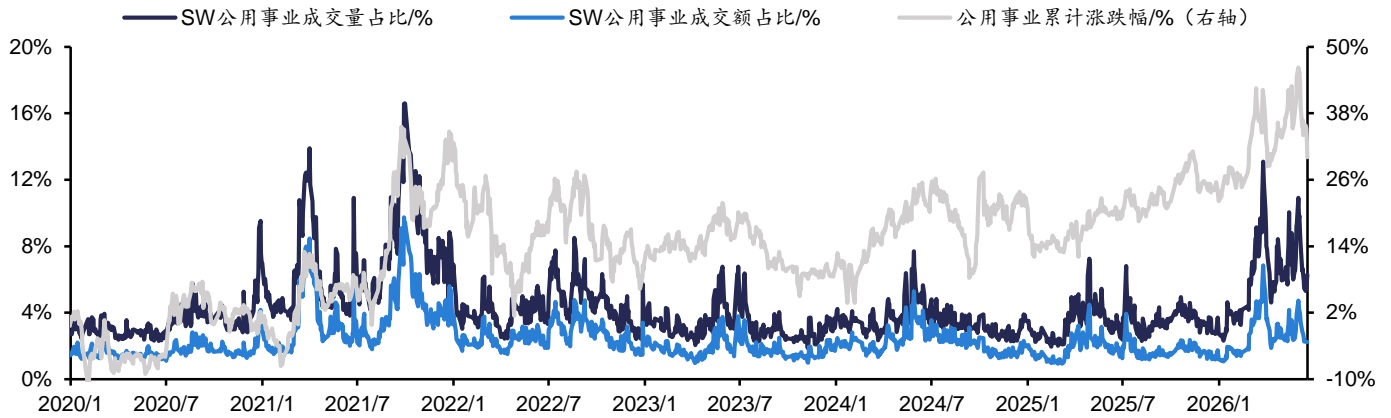
来源: i

图表30: 煤炭板块 PB 近十年分位数 80.83%



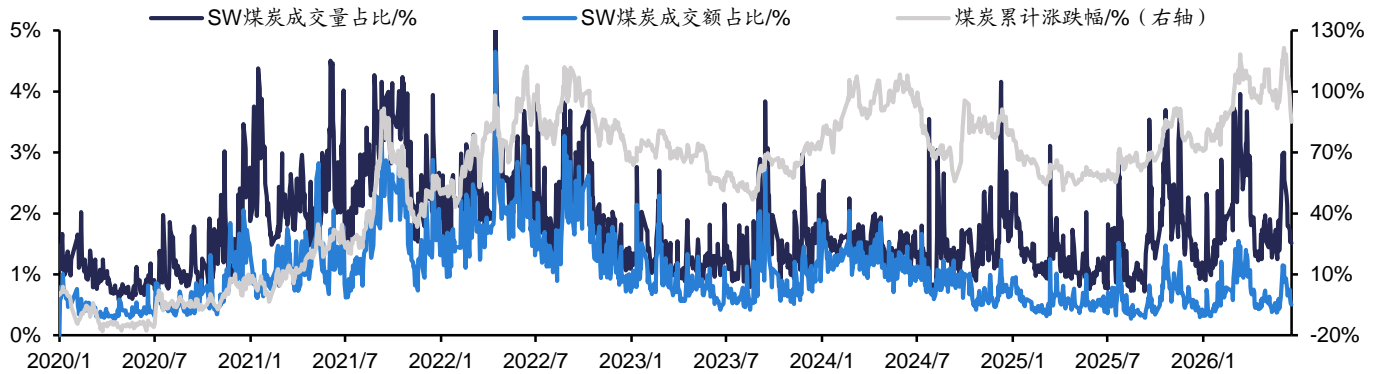


图表31：公用事业板块成交量/额占比自高位回落



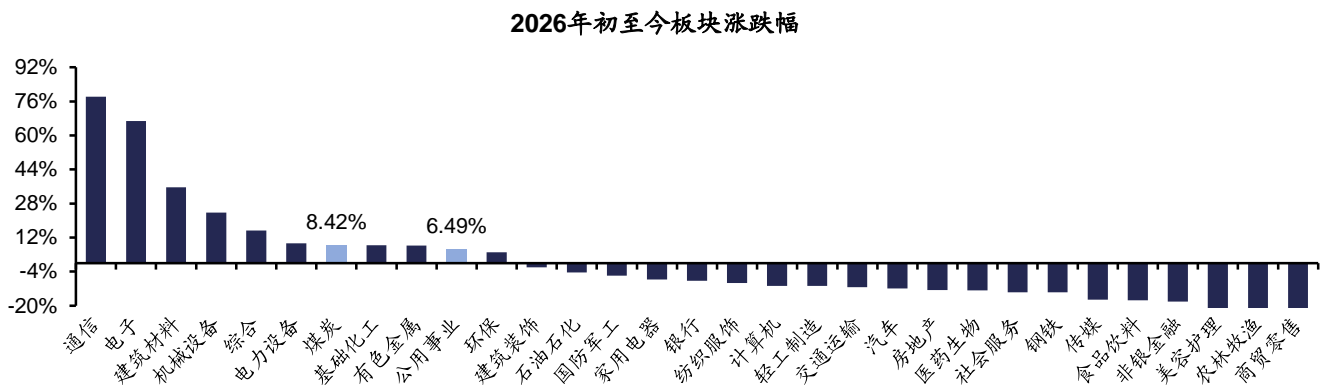
来源：i

图表32：煤炭板块成交量/额占比回落



来源：i

图表33：煤炭与公用事业位于申万板块涨跌幅中上游



来源：i

#### 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**