

2026 年 02 月 24 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
戴映妍
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com

板块表现：



2025 国网招标总结 煤炭去库超预期

——大能源行业 2026 年第 7 周周报（20260222）

投资要点：

➤ 电网：2025 年国网总部招标总结

本报告总结国网总部 2025 年输变电设备招标（不含单一来源采购）情况。2025 年国网总部总计招标金额 894 亿元，超过 2022 年的 2 倍，相比 2024 年增长 27%，增速有所加快。从金额来看，组合电器、变压器、电缆及附件、开关柜、继电保护、通信网设备、电抗器是招标金额排名前 7 的设备，除通信网设备和断路器外，其余设备中标金额均同比增加。上市公司中，中国西电、平高电气、思源电气、特变电工、国网信通、国电南瑞中标金额排名前 6，除国电南瑞外其它公司中标金额均有较高增长，其中思源电气相比 2024 年中标金额增长接近 80%。主要设备招标量、中标金额、主要公司份额等数据详见报告。

投资分析意见：2025 年国网总部招标金额相比 2024 年继续增长，有望支撑未来电网设备公司的营收。此外国网“十五五”投资计划出炉，预计固定资产投资达到 4 万亿元，相比“十四五”增长 40%左右。继续看好电网设备公司投资机会，国内链建议关注：平高电气、许继电气、国电南瑞、南网科技、三星医疗、东方电子等，海外链建议关注：思源电气、华明装备、四方股份等。

➤ 煤炭：节前去库超预期，良性供给助节后煤价乐观

国内供给：元旦至春节前的煤矿日均开工率处于近三年较低位；**进口供给：**截至 2026 年 2 月，进口煤海运发运量维持 4 年较低位。**需求：**1 月寒潮致需求较好，节前出现少有主动补库迹象。**库存：**全社会库存改善，港口库存显著回落并处于近三年较低位；**国际能源价格：**春节期间布伦特原油期货突破 70 美元/桶，地缘局势紧张推动能源供给价格上行。

投资分析意见：建议积极关注（1）稳健的头部动力煤标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业；（2）高弹性煤炭标的：兖矿能源。

➤ 电力：国办发 4 号文发布，全国统一电力市场再定调

国办发 4 号文发布，2022 年 118 号文升级版，全国统一电力市场再定调。2026 年 2 月 11 日，国务院办公厅发布《关于完善全国统一电力市场体系的实施意见》（国办发〔2026〕4 号）（简称“国办发 4 号文”）。我们认为，该文件为 2022 年《加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》（简称 118 号文）升级版，为电力市场改革顶层设计文件之一，2026 年国办发 4 号文的重要性或堪比 2002 年 5 号文、2015 年 9 号文。具体到内容而言，**文件突出全国性、市场化与公平性，在安全保供下，引导建成以供需为核心的市场化机制；明确电源价值的多维性，强调可持续发展。**电改方向明确，短期落实仍需等待各地方细则。

投资分析意见：重点推荐：1）兼具股息率与成长性的**桂冠电力**；2）已充分反映入市预期的**龙源电力（H）**；3）兼具 Alpha 与低估值的**华润电力**；4）低估值的绿醇公司**嘉泽新能**。**建议关注：**1）持续关注优质商业模式的大水电**长江电力**、**国投电力**、**川投能源**；以及港股低估值风电**大唐新能源**、**中广核新能源**、**新天绿色能源**；2）关注具备潜在装机增量与较高股息率的公司：**华能国际（H）**、**国电电力**、**中国电力**等；3）绿色消纳方向（绿醇等）：**吉电股份**等；4）资产整合方向：**远达环保**、**电投产融**、**黔源电力**、**新筑股份**等。

➤ 风险提示：用电需求不及预期，新能源入市政策低于预期，电网招标不及预期，煤

价涨幅超预期，煤炭供给端政策持续性不及预期，淡季需求不及预期。

内容目录

1. 电网：2025 年国网总部招标总结	6
2. 煤炭：节前去库超预期，良性供给助节后煤价乐观	11
3. 电力：国办发 4 号文发布，全国统一电力市场再定调	15
4. 定期数据更新	16
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 2025 国网输变电设备年度招标数据汇总	6
图表 2: 上市公司中标金额汇总 (亿元)	6
图表 3: 变压器年度招标数据	7
图表 4: 2025 年变压器中标份额及排名	8
图表 5: 组合电器年度招标数据 (间隔/台)	8
图表 6: 2025 年组合电器中标金额及集中度	9
图表 7: 2024 年组合电器中标份额 (万元、间隔/台)	9
图表 8: 2022 年至今各批次继电保护和变电站计算机监控系统招标情况	9
图表 9: 各年度继电保护和变电站计算机监控系统中标金额及份额 (万元)	10
图表 10: 通信网设备集成中标排名及份额	11
图表 11: 462 家矿山产能利用率	11
图表 12: 462 家矿山煤炭产量 (万吨)	11
图表 13: 中国海运进口煤炭合计发运量 (万吨)	12
图表 14: 中国海运进口煤炭发运量 (进口印尼煤, 万吨)	12
图表 15: 6 大发电集团煤炭日耗合计 (万吨)	12
图表 16: 海运煤炭运价指数 OCFI	12
图表 17: 全国煤炭总库存 (万吨)	13
图表 18: 462 家煤矿煤炭库存 (万吨)	13
图表 19: 环渤海 8 港煤炭库存 (万吨)	13
图表 20: 6 大发电集团煤炭库存 (万吨)	13
图表 21: 2008-2019 年煤、油、气价格走势对比	14
图表 22: 2020-2026 年煤、油、气价格走势对比	14
图表 23: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)	16
图表 24: 环渤海港煤炭库存 (万吨)	16
图表 25: 三峡入库流量(立方米/秒)	16
图表 26: 三峡出库流量(立方米/秒)	16
图表 27: 多晶硅致密料价格 (元/kg)	17
图表 28: 双面双玻组件(元/W)	17
图表 29: 现货市场周度数据 2.2-2.8 (元/兆瓦时)	17

图表 30: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)	18
---------------------------------	----

图表 31: 全球主要市场 LNG 价格指数 (美元/百万英热)	18
--	----

1. 电网：2025 年国网总部招标总结

本报告总结国网总部 2025 年输变电设备招标（不含单一来源采购）情况。2025 年国网总部总计招标金额 894 亿元，超过 2022 年的 2 倍，相比 2024 年增长 27%，增速有所加快。从金额来看，组合电器、变压器、电缆及附件、开关柜、继电保护、通信网设备、电抗器是招标金额排名前 7 的设备，除通信网设备和断路器外，其余设备中标金额均同比增加。

图表 1：2025 国网输变电设备年度招标数据汇总

设备名称	招标数据					设备名称	中标金额（亿元）				
	2022	2023	2024	2025	2025 YOY		2022	2023	2024	2025	2025YOY
电容器（台）	3330	5251	5847	8642	47.8%	电容器	7.1	13.4	11.3	15.9	40.9%
电抗器（台）	1352	1971	2277	3470	52.4%	电抗器	7.2	16.4	22.1	23.0	4.1%
电力电缆（千米）	9057	11897	11359	13647	20.1%	避雷器	2.6	8.0	7.4	9.2	24.2%
电缆附件（套）	37654	52515	54426	67688	24.4%	隔离开关	6.9	12.2	14.8	17.3	16.6%
避雷器（台）	61450	138989	184484	283826	53.8%	组合电器	82.9	157.8	176.9	243.8	37.8%
隔离开关（台）	8864	13383	15771	22808	44.6%	互感器	6.6	15.3	18.1	20.8	15.1%
组合电器（间隔/台）	10462	20986	13875	18210	31.2%	补偿装置	0.0	0.5	2.6	8.5	223.8%
控制电缆（千米）	17233	58146	68888	114348	66.0%	消弧线圈	3.7	5.9	6.5	6.8	3.5%
互感器（台）	16203	28820	34068	52319	53.6%	通信网设备	12.3	27.2	37.6	33.7	-10.4%
补偿装置（台）	0	15	50	121	142.0%	继电保护	29.6	46.1	40.7	50.8	25.0%
消弧线圈（台）	1342	2068	2135	3261	52.7%	变压器	88.7	152.7	147.7	194.5	31.7%
通信网设备（套）	39237	148975	157415	181909	15.6%	支柱绝缘子	1.5	3.1	3.0	4.2	42.3%
继电保护（套）	21527	31871	37136	68494	84.4%	断路器	5.2	10.6	12.6	9.4	-25.4%
变压器（台）	4345	9830	11668	16314	39.8%	绝缘母线	0.4	0.9	0.8	1.1	39.2%
变压器（MVA）	121825	172036	187759	198234	5.6%	开关柜	31.7	51.9	57.4	69.4	21.0%
支柱绝缘子（只）	53686	86093	97162	149601	54.0%	电缆及附件	58.6	137.0	141.3	184.7	30.7%
断路器（台）	2799	4768	6268	7358	17.4%						
绝缘母线（米）	13456	16707	13241	22390	69.1%						
开关柜（台）	28948	43497	48410	71328	47.3%						

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

（1）上市公司全年整体中标情况

上市公司中，中国西电、平高电气、思源电气、特变电工、国网信通、国电南瑞中标金额排名前 6，除国电南瑞外其它公司中标金额均有较高增长，其中思源电气相比 2024 年中标金额增长接近 80%。

图表 2：上市公司中标金额汇总（亿元）

公司名称	2023	2024	2025	2025 YOY	公司名称	2023	2024	2025	2025 YOY
------	------	------	------	----------	------	------	------	------	----------

中国西电	54.43	58.51	75.74	29.4%	三变科技	1.89	2.21	5.68	157.1%
平高电气	49.62	50.01	72.20	44.4%	太阳电缆	1.73	1.93	5.23	170.4%
思源电气	37.41	37.97	68.01	79.1%	球冠电缆	2.65	2.55	5.15	101.6%
特变电工	46.46	43.96	66.42	51.1%	特锐德	2.83	2.78	4.95	78.2%
国网信通	12.93	21.80	29.57	35.7%	晨光电缆	4.34	4.55	4.81	5.7%
国电南瑞	31.97	33.97	23.56	-30.7%	远东股份	2.37	2.92	4.75	62.7%
保变电气	10.95	11.97	17.45	45.7%	国电南自	5.49	3.98	4.38	10.1%
正泰电器	11.03	14.84	15.47	4.3%	远程股份	3.45	2.44	4.24	74.0%
长高电新	10.68	13.07	15.37	17.6%	国网英大	3.31	3.03	3.24	7.1%
许继电气	8.78	10.50	14.67	39.7%	上海电气	3.74	3.20	2.85	-10.8%
中天科技	5.95	7.66	13.10	71.0%	东方电子	0.97	1.74	2.64	51.8%
汉缆股份	7.47	6.93	12.10	74.6%	森源电气	1.96	2.22	2.45	9.9%
亨通光电	6.24	9.15	11.35	24.1%	金智科技	0.70	1.56	2.37	52.3%
四方股份	6.61	5.91	8.23	39.4%	金冠电气	1.86	1.34	2.25	68.0%
宝胜股份	6.80	7.23	8.22	13.8%	赛晶科技	0.95	1.03	2.22	116.7%
长园集团	6.80	4.96	7.42	49.8%	金冠股份	1.18	1.01	2.10	108.5%
白云电器	5.25	6.61	7.18	8.7%	积成电子	1.59	1.92	1.13	-41.3%
东方电缆	3.80	4.34	6.22	43.4%	顺钠股份	0.62	1.33	0.96	-28.2%
万马股份	4.89	4.40	5.96	35.5%					

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

（2）变压器招标及中标情况

变压器年度招标数据：从招标台数角度来看，除占比相对较低的 6kV 变压器外，其它变压器招标数量相比 2024 年均呈现增长态势。容量角度来看，330kV-750kV 的超高压变压器增速较快，与目前特高压主要从三北地区外送、三北地区超高压电网需要加强建设有关。220kV 和 66kV 有所下滑，20kV 及以下的配电变压器主要由各省招标，因此数据不具备代表性。

图表 3：变压器年度招标数据

年份	电压等级(kV)										总数
	750	500	330	220	110	66	35	20	10	6	
一、招标数量（台）											
2022	20	197	44	216	575	91	275	11	311	3	1743
2023	18	209	36	363	1116	215	961	8	523	0	3449
2024	92	313	40	503	1508	297	1393	8	830	4	4988
2025	109	338	44	519	1589	390	1623	17	992	2	5623
2025YOY	18%	8%	10%	3%	5%	31%	17%	113%	20%	-50%	13%
二、招标容量（MVA）											
2022	1900	17594	7250	52453	40109	2550	7201	1.4	97	0	129156
2023	13300	23348	6960	72870	53105	2515	10147	1.2	150	0.3	182396
2024	11900	29920	7470	78703	56155	3689	10736	4.3	191	0.1	198768
2025	15900	38316	8580	71970	60508	3079	11909	3.7	250	0.2	210516
2025YOY	34%	28%	15%	-9%	8%	-17%	11%	-15%	31%	100%	6%

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

变压器中标份额：上市公司有一定优势，超高压集中度高。2025 年变压器中标金额排名前 5 的公司分别为特变电工、山东电工、中国西电、保变电气、山东泰开，CR10 为 79%，集中度较高。330~750kV 的超高压变压器，CR10 为 83%，随着电压等级降低，集中度也相应降低。

图表 4：2025 年变压器中标份额及排名

排名	公司名称	金额（亿元）	份额	330~750kV		
				公司名称	容量（MVA）	份额
1	特变电工	45.3	23.26%	特变电工	16342	26.02%
2	山东电工	31.0	15.96%	山东电工	10114	16.11%
3	中国西电	18.3	9.41%	中国西电	5030	8.01%
4	保变电气	13.8	7.10%	西门子	4090	6.51%
5	山东泰开	10.2	5.22%	保变电气	3648	5.81%
6	吴江变压器	9.7	4.98%	正泰电器	3006	4.79%
7	日立能源	6.9	3.57%	吴江变压器	2936	4.68%
8	西门子	6.5	3.35%	山东泰开	2856	4.55%
9	正泰电器	5.7	2.94%	日立能源	2768	4.41%
10	三变科技	5.7	2.92%	三变科技	1362	2.17%
CR10			78.72%	83.05%		
排名	66~220kV			66kV（不含）以下		
	公司名称	容量（MVA）	份额	公司名称	容量（MVA）	份额
1	特变电工	18784	13.86%	中国西电	1207	9.92%
2	山东电工	14780	10.90%	浙江江山	994	8.18%
3	中国西电	12292	9.07%	望变电气	811	6.67%
4	保变电气	7054	5.20%	上海电气	734	6.03%
5	山东泰开	6626	4.89%	山东华驰	637	5.24%
6	吴江变压器	6307	4.65%	南阳鑫特	568	4.67%
7	三变科技	5819	4.29%	森源电气	565	4.65%
8	山东鲁能泰山	5037	3.72%	特变电工	519	4.26%
9	云南变压器	4467	3.30%	许继集团	440	3.61%
10	国电南瑞	4347	3.21%	山东达驰	426	3.50%
CR10			63.08%	56.73%		

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

（3）组合电器招标及中标情况

组合电器：国网总部招标金额第一大设备，2025 年总招标数量同比增长 31%，略低于金额增速（yoy+38%），主要得益于 330kV~750kV 的超高压组合电器的高增速，原因与变压器类似。

图表 5：组合电器年度招标数据（间隔/台）

年份	电压等级(kV)								总数
	750	500	330	220	110	66	35	其他	
2022	21	246	123	2404	5858	236	73	2	8963
2023	88	573	321	3768	8248	391	192	1	13582
2024	106	616	241	4139	7967	565	241	0	13875
2025	275	1004	572	5078	9426	1334	517	4	18210
2025YOY	159%	63%	137%	23%	18%	136%	115%		31%

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

组合电器集中度高于变压器，平高电气、中国西电、思源电气优势明显。组合电器中标金额排名前 4 的公司为平高电气、中国西电、思源电气、山东泰开，4 家公司优势较为明显，且组合电器相比变压器有更高的集中度，总体 CR10 高达 90.4%。330~750kV 的超高压设备中，思源电气、平高电气、中国西电数量排名前三。相比 2024 年，思源电气的中标金额实现接近翻倍增长，且在 330~750kV 设备中排名从第三增长至第一。

图表 6：2025 年组合电器中标金额及集中度

排名	中标金额（万元）			330~750kV			66~220kV		
	公司名称	金额	份额	公司名称	数量	份额	公司名称	数量	份额
1	平高电气	591433	24.3%	思源电气	620	33.5%	中国西电	2997	18.3%
2	中国西电	456290	18.7%	平高电气	538	29.1%	山东泰开	2294	14.0%
3	思源电气	427615	17.5%	中国西电	273	14.7%	平高电气	2088	12.8%
4	山东泰开	290113	11.9%	山东泰开	125	6.8%	思源电气	1763	10.8%
5	长高电新	98609	4.0%	山东电工	111	6.0%	长高电新	939	5.7%
6	山东电工	95780	3.9%	日立能源	77	4.2%	正泰电器	660	4.0%
7	日立能源	69853	2.9%	长高电新	39	2.1%	日立能源	551	3.4%
8	正泰电器	69803	2.9%	新东北电气	30	1.6%	山东电工	548	3.4%
9	新东北电气	65282	2.7%	正泰电器	17	0.9%	新东北电气	539	3.3%
10	许继集团	38388	1.6%	西门子	1	0.1%	许继集团	470	2.9%
CR10			90.4%			98.9%			78.6%

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

图表 7：2024 年组合电器中标份额（万元、间隔/台）

排名	中标金额（万元）			330~750kV			66~220kV		
	公司名称	金额	份额	公司名称	数量	份额	公司名称	数量	份额
1	平高电气	367882	20.8%	平高电气	184	24.1%	中国西电	1717	16.3%
2	中国西电	280792	15.9%	中国西电	146	19.2%	山东泰开	1575	14.9%
3	山东泰开	241252	13.6%	思源电气	103	13.5%	平高电气	1483	14.1%
4	思源电气	214522	12.1%	山东泰开	87	11.4%	思源电气	1073	10.2%
5	新东北电气	130817	7.4%	日立能源	67	8.8%	新东北电气	609	5.8%
6	山东电工	83041	4.7%	山东电工	63	8.3%	长高电新	560	5.3%
7	长高电新	81752	4.6%	新东北电气	51	6.7%	正泰电器	511	4.8%
8	正泰电器	77924	4.4%	正泰电器	28	3.7%	特变电工	411	3.9%
9	日立能源	75671	4.3%	长高电新	27	3.5%	日立能源	396	3.8%
10	特变电工	47146	2.7%	特变电工	6	0.8%	山东电工	363	3.4%
CR10			90.5%			100.0%			82.5%

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

（4）继电保护和变电站计算机监控系统招标及中标情况

继保：招标总数大幅增加但单价有所下滑。2025 年中标金额 50.8 亿元同比增长 25%，招标总数相比 2024 年增加约 84%，主要原因在于 2025 年平均价格低于 2024 年。

图表 8：2022 年至今各批次继电保护和变电站计算机监控系统招标情况

年份	批次	总套数（套）	总金额（亿元）	平均价格（万元/套）
----	----	--------	---------	------------

2022	1	4989	7.31	14.7
2022	2	5781	7.75	13.4
2022	3	4851	4.67	9.6
2022	4	3231	5.08	15.7
2022	5	2675	4.77	17.8
2023	1	5245	8.55	16.3
2023	2	9179	13.45	14.7
2023	3	6457	9.62	14.9
2023	4	3671	5.99	16.3
2023	5	3736	4.58	12.3
2023	6	3583	3.87	10.8
2024	1	5821	4.31	7.4
2024	2	9467	10.41	11.0
2024	3	8517	9.81	11.5
2024	4	5046	6.21	12.3
2024	5	4609	6.21	13.5
2024	6	3676	3.74	10.2
2025	1	6715	6.61	9.8
2025	2	30608	14.42	4.7
2025	3	12647	14.46	11.4
2025	4	5665	6.43	11.4
2025	5	5320	3.92	7.4
2025	6	7539	5.02	6.7

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

继电份额：国电南瑞、四方股份位居前 2，长园集团提升较为明显。继电保护上市公司优势明显，2023—2025 年排名前 8 的公司均为上市公司，其中国电南瑞、四方股份稳居前 2 且市占率稳定，长园集团份额相比 2024 年提升较为明显。

图表 9：各年度继电保护和变电站计算机监控系统中标金额及份额（万元）

排名	2023			2024			2025		
	公司名称	中标金额	份额	公司名称	中标金额	份额	公司名称	中标金额	份额
1	国电南瑞	163736	35.55%	国电南瑞	130934	32.18%	国电南瑞	157921	31.06%
2	四方股份	64383	13.98%	四方股份	59076	14.52%	四方股份	76760	15.10%
3	长园集团	62948	13.67%	长园集团	43451	10.68%	长园集团	68877	13.55%
4	国电南自	54886	11.92%	国电南自	39798	9.78%	许继电气	48404	9.52%
5	许继电气	35428	7.69%	许继电气	37919	9.32%	国电南自	43798	8.61%
6	思源电气	26065	5.66%	思源电气	21412	5.26%	思源电气	37433	7.36%
7	积成电子	15915	3.46%	积成电子	19228	4.73%	东方电子	26412	5.19%
8	东方电子	7815	1.70%	东方电子	17395	4.28%	金智科技	23696	4.66%
	其它	29461	6.40%	其它	37642	9.25%	其它	25179	4.95%
总计		460637				406855		508480	

资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

（5）通信网设备集成招标及中标情况

通信网设备：2025 年中标金额 33.7 亿元，同比下滑 10.4%，招标数量 18.2 万套，同比增长 15.6%，通信网设备的平均价相比 2024 年有所下降。中标格局角度，国网信通的优势进一步加强，国电南瑞的份额则有明显下滑。

图表 10：通信网设备集成中标排名及份额

排名	2022			2023			2024			2025		
	公司名称	中标金额 (万元)	份额	公司名称	中标金额 (万元)	份额	公司名称	中标金额 (万元)	份额	公司名称	中标金额 (万元)	份额
1	国网信通	58571	48%	国网信通	129251	48%	国网信通	217952	58%	国网信通	295742	88%
2	国电南瑞	41046	33%	国电南瑞	93642	34%	国电南瑞	123565	33%	深圳泰科	20020	6%
3	深圳特发	12793	10%	深圳特发	21136	8%	深圳特发	20054	5%	许继电气	11906	4%
4	信产集团	8942	7%	信产集团	20984	8%	信产集团	12717	3%	吉林亚联	7849	2%
	其它	1182	1%	其它	6745	2%	其它	2018	1%	其它	1731	1%
总计		122534			271758			376306			337248	

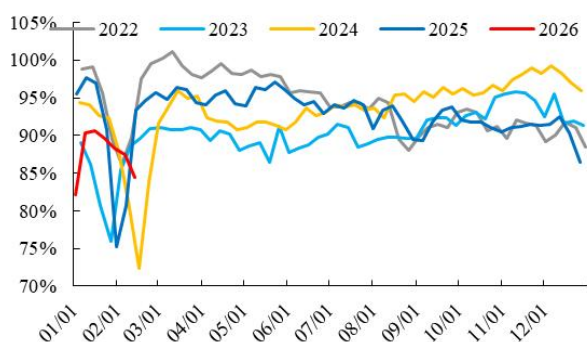
资料来源：国家电网电子商务平台，华源证券研究所

投资分析意见：2025 年国网总部招标金额相比 2024 年继续增长，有望支撑未来电网设备公司的营收。此外国网“十五五”投资计划出炉，预计固定资产投资达到 4 万亿元，相比“十四五”增长 40%左右。继续看好电网设备公司投资机会，国内链建议关注：**平高电气、许继电气、国电南瑞、南网科技、三星医疗、东方电子**等，海外链建议关注：**思源电气、华明装备、四方股份**等。

2. 煤炭：节前去库超预期，良性供给助节后煤价乐观

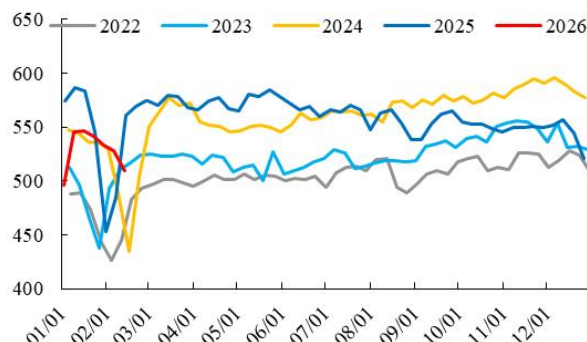
国内供给：元旦至春节前的煤矿日均开工率处于近三年较低位。据钢联数据统计的 462 家矿山产能利用率，2024-2026 年元旦至春节前的平均开工率分别为 90.5%、95.2%、87.5%，2026 年节前开工率处于近三年的较低水平。

图表 11：462 家矿山产能利用率



资料来源：钢联数据，华源证券研究所

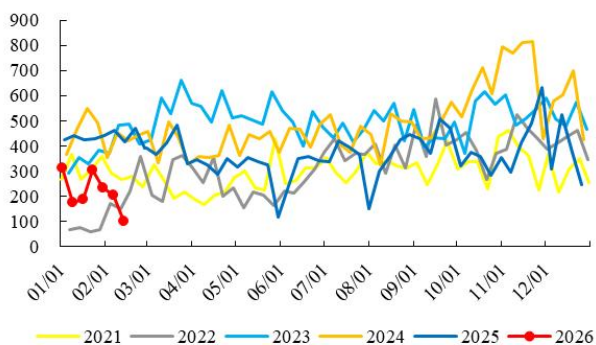
图表 12：462 家矿山煤炭产量（万吨）



资料来源：钢联数据，华源证券研究所

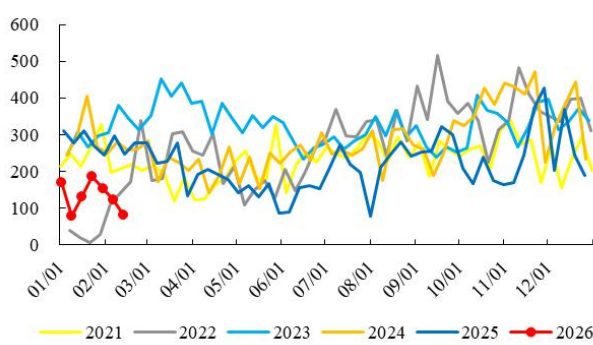
进口供给：2026 年截至 2 月，进口煤海运发运量维持 4 年较低位。2026 年 2 月 3 日，据煤炭资源网报道，部分印尼煤企受煤炭生产配额收缩的政策影响，暂停现货煤发货，2025 年我国进口动力煤中印尼煤占比 57%，受印尼供应收缩影响，进口煤海运发运量自 2026 年初以来维持较低位。

图表 13：中国海运进口煤炭合计发运量（万吨）



资料来源：Marcura，华源证券研究所

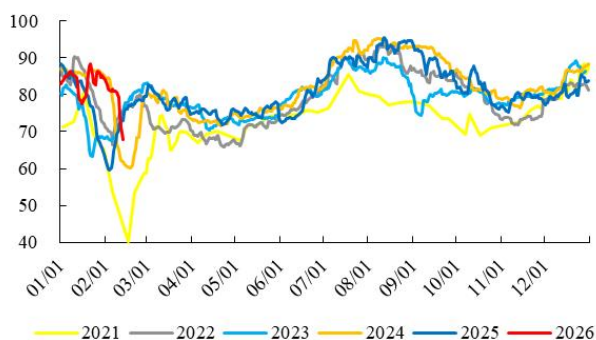
图表 14：中国海运进口煤炭发运量（进口印尼煤，万吨）



资料来源：Marcura，华源证券研究所

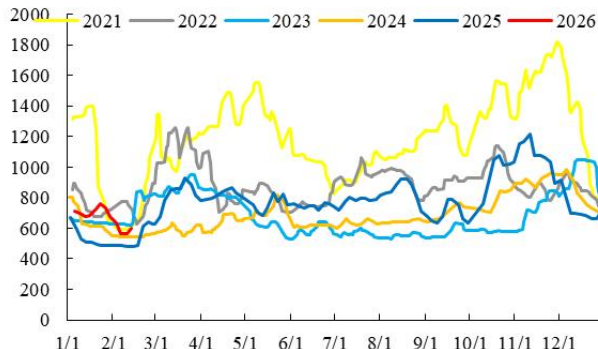
需求：1月寒潮致需求较好，节前出现少有主动补库迹象。2026年1月上旬及下旬因寒潮影响沿海省份气温普遍偏低，电厂日耗维持高位，煤炭整体需求较好。虽然电厂依照往年策略维持较低强度的燃料煤采购，但随着春节临近供需未见宽松，电厂节前少有地开启补库动作，从运价上可见海运费提前出现抬头迹象，或预示着煤价节后支撑较往年更强。

图表 15：6 大发电集团煤炭日耗合计（万吨）



资料来源：iFind，华源证券研究所

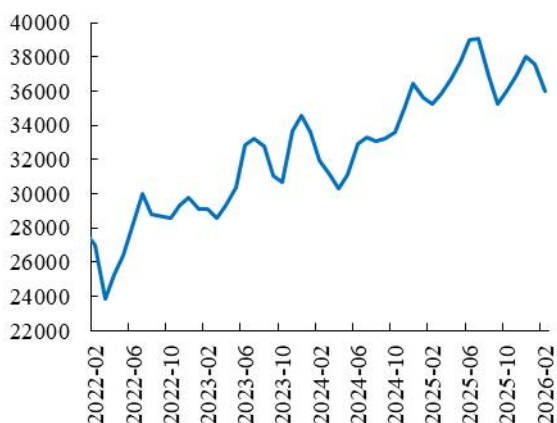
图表 16：海运煤炭运价指数 OCFI



资料来源：Wind，华源证券研究所

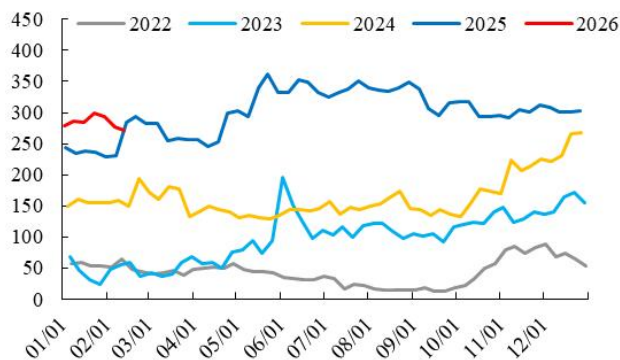
库存：全社会库存改善，港口库存显著回落并处于近三年较低位。节前的相对弱供给和强需求配合下，国内煤炭总库存快速下降，坑口、港口、电厂库存较上年同期有不同程度下降，其中港口库存已处于近三年较低位。

图表 17：全国煤炭总库存（万吨）



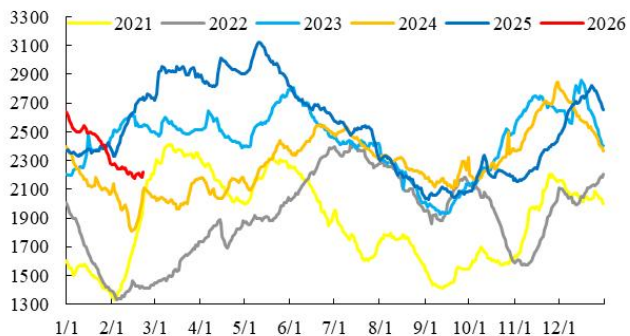
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：462 家煤矿煤炭库存（万吨）



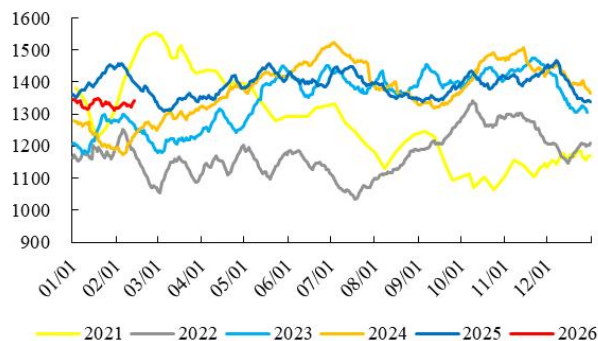
资料来源：钢联数据，华源证券研究所

图表 19：环渤海 8 港煤炭库存（万吨）



资料来源：Wind，华源证券研究所

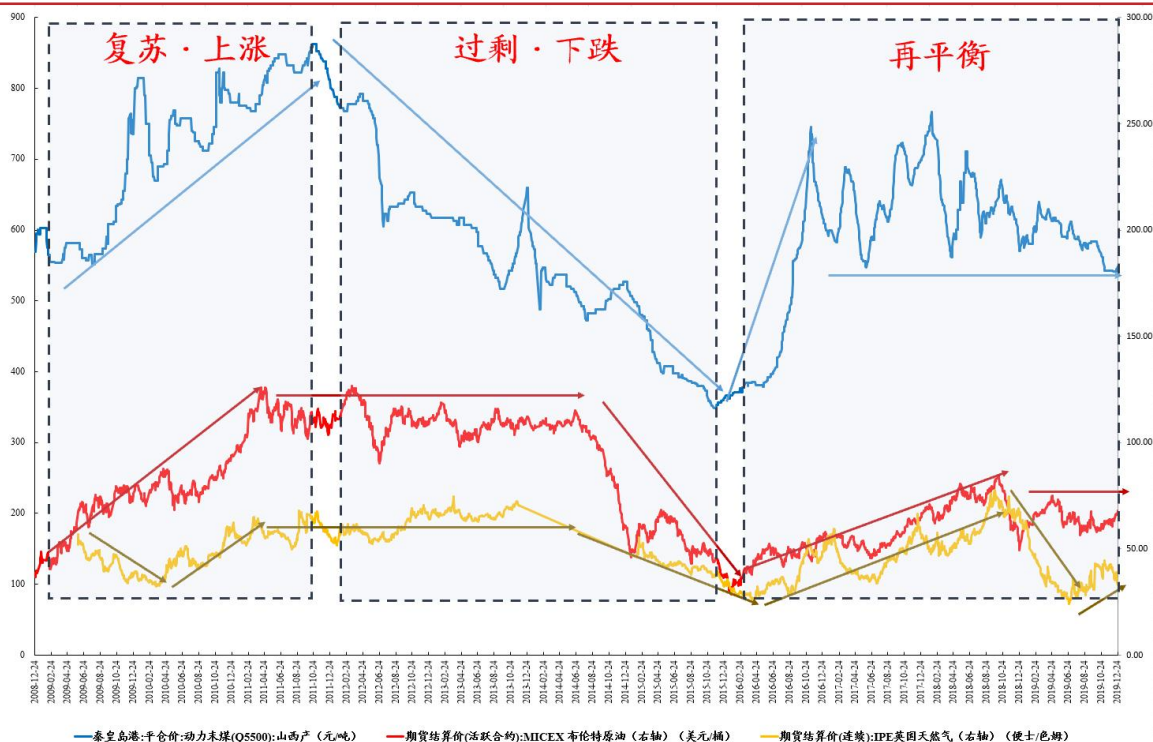
图表 20：6 大发电集团煤炭库存（万吨）



资料来源：iFind，华源证券研究所

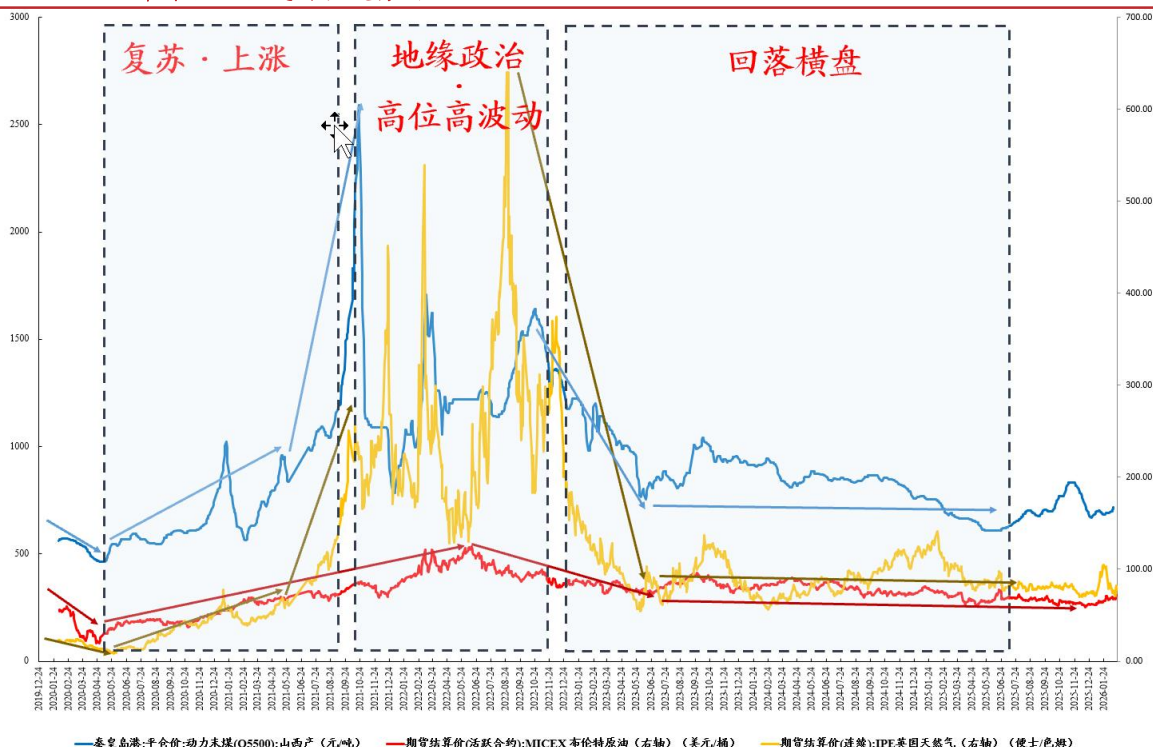
国际能源价格：春节期间布伦特原油期货突破 70 美元/桶，地缘局势紧张推动能源供给价格上行。春节期间美伊紧张局势加剧，刺激原油价格上行，布伦特原油期货突破 70 美元/桶，在全球能源联动的关系下，煤价节后有望获得更强支撑。

图表 21：2008-2019 年煤、油、气价格走势对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 22：2020-2026 年煤、油、气价格走势对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资分析意见：建议积极关注（1）稳健的头部动力煤标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业；（2）高弹性煤炭标的：兖矿能源。

3. 电力：国办发 4 号文发布，全国统一电力市场再定调

国办发 4 号文发布，2022 年 118 号文升级版，全国统一电力市场再定调。2026 年 2 月 11 日，国务院办公厅发布《关于完善全国统一电力市场体系的实施意见》（国办发〔2026〕4 号）（简称“国办发 4 号文”）。我们认为，该文件为 2022 年《加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》（简称 118 号文）升级版，为电力市场改革顶层设计文件之一，2026 年国办发 4 号文的重要性或堪比 2002 年 5 号文¹、2015 年 9 号文²。具体到内容而言，**文件突出全国性、市场化与公平性，在安全保供下，引导建成以供需为核心的市场化机制；明确电源价值的多维性，强调可持续发展。**电改方向明确，短期落实仍需等待各地方细则。

全国统一电力市场框架已成，2030、2035 两阶段目标。国家发改委负责同志接受采访称，全国统一电力市场体系的“四梁八柱”已基本建立，未来十年为市场功能的完善期。国办发 4 号文明确了 2030、2035 年两个阶段性目标：

1) 到 2030 年，基本建成全国统一电力市场体系，各类型电源和除保障性用户外的电力用户全部直接参与电力市场，市场化交易电量占全社会用电量的 70%左右。

2) 到 2035 年，全面建成全国统一电力市场体系，市场功能进一步成熟完善，市场化交易电量占比稳中有升。

需要注意的是，与 118 号文相比，国办发 4 号文 1) 明确电力市场由 6 个组成部分：中长期市场、现货市场、辅助服务市场、绿色电力市场、容量市场、零售市场，**其中容量与零售两个市场为新增**；2) 明确“四维价格体系”：电能量、辅助服务、容量、绿色环境，**国家层面首次界定，此前概念模糊。**

对六个电力市场，我们总结以下需要注意的信息：1) 现货市场：发现价格、引导资源配置。2) 中长期市场：合约更多维，“参与现货市场交易的经营主体中长期合同签约、履约比例必须满足国家能源安全保供要求”。3) 辅助服务市场：加快实现调频、备用辅助服务市场与现货市场联合出清；**明确谁受益、谁承担。**4) 绿色电力市场：温室气体减排交易、区块链技术、绿色电力消费溯源、碳排放核算，……推动我国绿色电力消费标准转化为国际标准。5) 容量市场：探索通过报价竞争形成容量电价，以市场化手段保障系统可靠容量长期充裕，**条件成熟时探索容量市场，……切实保障煤电等支撑性调节电源可持续发展。**6) 零售市场：引导售电公司向综合能源服务商转型升级。

投资分析意见：重点推荐：1) 兼具股息率与成长性的**桂冠电力**；2) 已充分反映入市预期的**龙源电力（H）**；3) 兼具 Alpha 与低估值的**华润电力**；4) 低估值的绿醇公司**嘉泽新能**。

建议关注：1) 持续关注优质商业模式的大水电**长江电力、国投电力、川投能源**；以及港股低估值风电**大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源**；2) 关注具备潜在装机增量与较高

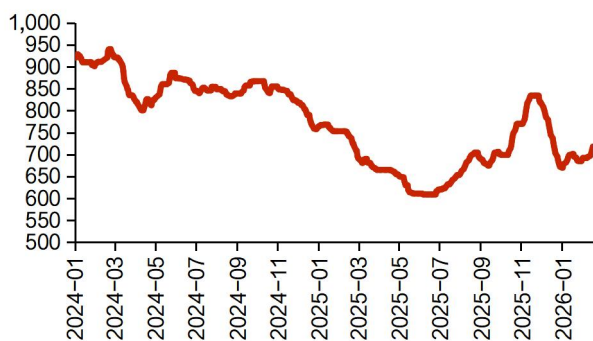
¹ 2002 年 4 月 12 日，国务院下发《电力体制改革方案》（简称“5 号文”）

² 2015 年 3 月，中共中央、国务院《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号）（简称“9 号文”）

股息率的公司：华能国际（H）、国电电力、中国电力等；3）绿色消纳方向（绿醇等）：吉电股份等；4）资产整合方向：远达环保、电投产融、黔源电力、新筑股份等。

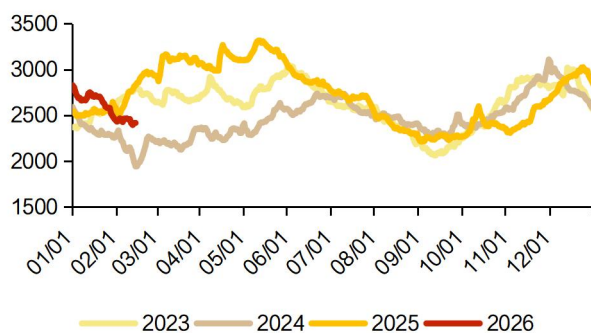
4. 定期数据更新

图表 23：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



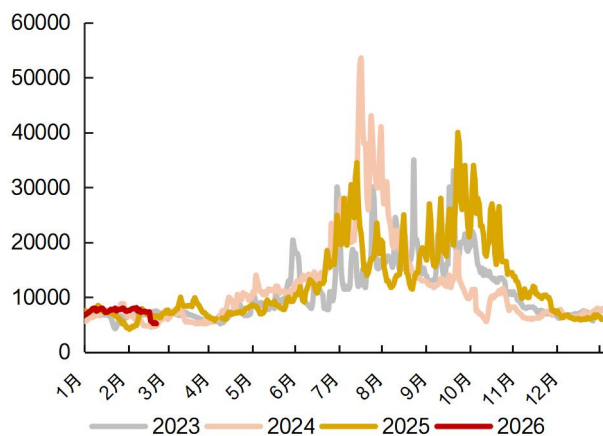
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 24：环渤海港煤炭库存（万吨）



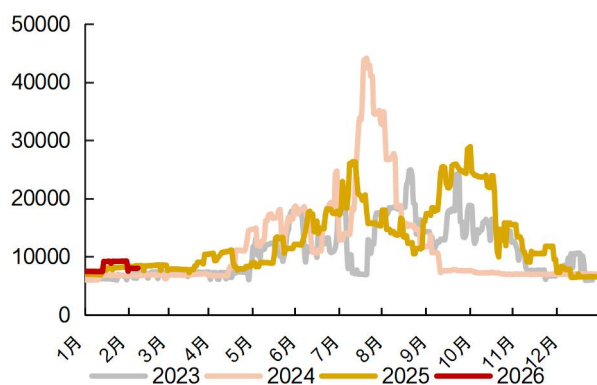
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 25：三峡入库流量（立方米/秒）



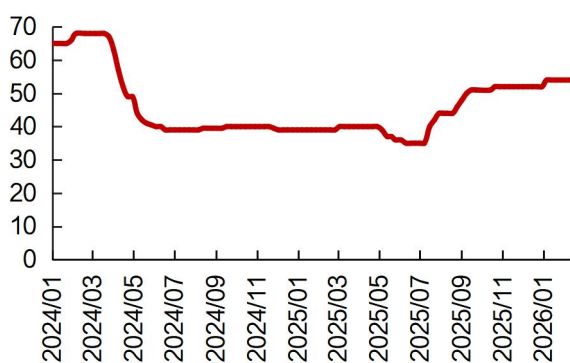
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 26：三峡出库流量（立方米/秒）



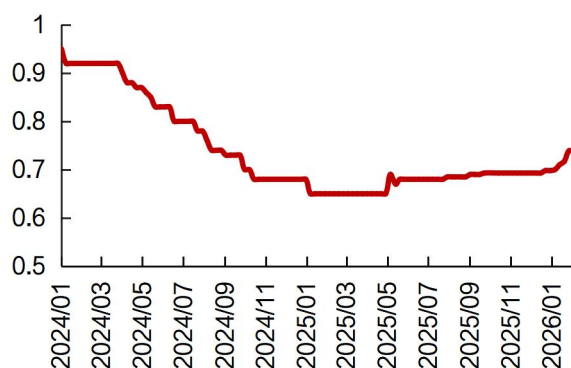
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 27：多晶硅致密料价格（元/kg）



资料来源：infolink，华源证券研究所

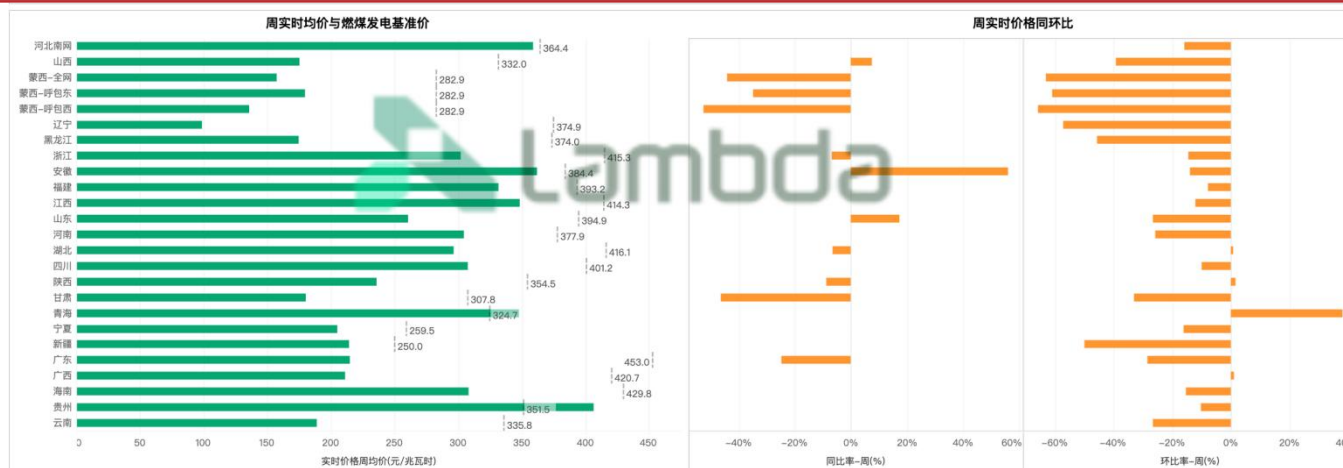
图表 28：双面双玻组件（元/W）



资料来源：infolink，华源证券研究所

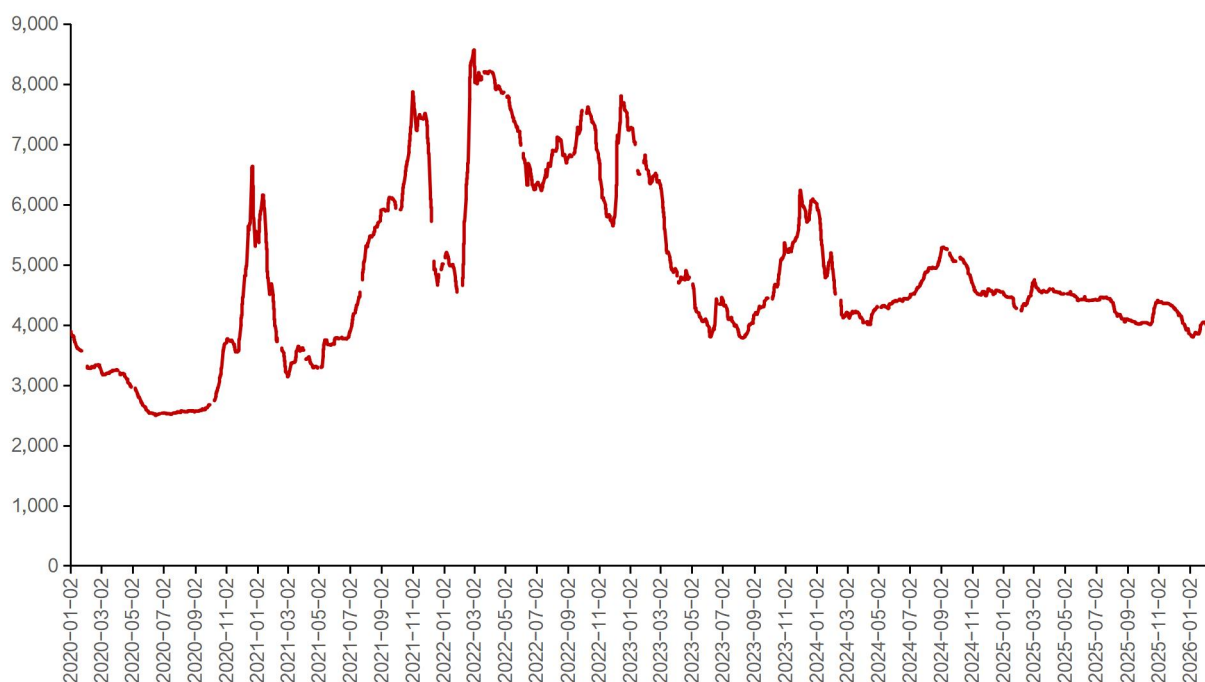
注：2025 年 5 月 7 日起改为 topcon 型组件价格

图表 29：现货市场周度数据 2.2-2.8（元/兆瓦时）



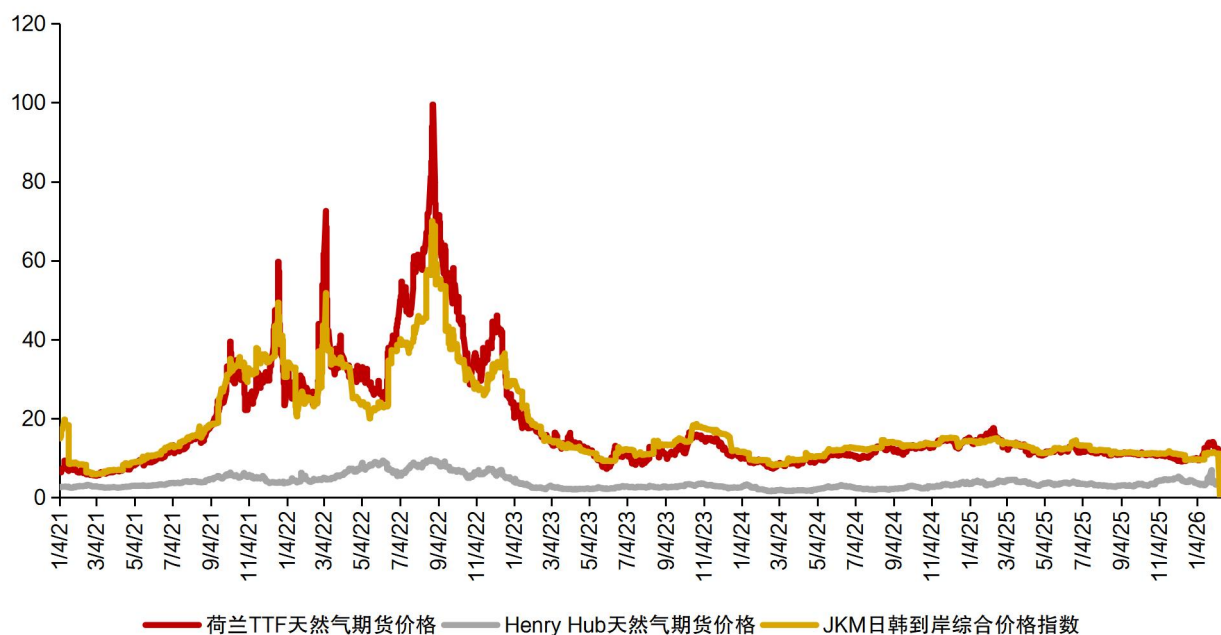
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所。注：虚线为燃煤发电基准价。

图表 30：中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 31：全球主要市场 LNG 价格指数（美元/百万英热）



资料来源：Investing，Wind，华源证券研究所

5. 风险提示

用电需求不及预期，新能源入市政策低于预期，电网招标不及预期，煤价涨幅超预期，煤炭供给端政策持续性不及预期，淡季需求不及预期。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。