

2025 年 11 月 23 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
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com
邱达治
SAC: S1350525050001
qiudazhi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



10 月用电增速 10.4% 原煤减量明确供需偏紧趋势

——大能源行业 2025 年第 47 周周报（20251123）

投资要点：

➤ 电力：10 月用电增速 10.4% 预计全年用电增速 5%左右

国家能源局于近日发布 2025 年 10 月全社会用电量数据，单月全社会用电量 8572 亿千瓦时，同比增长 10.4%（1-10 月累计增速 5.1%）。分产业看，10 月单月第一、二、三产业及城乡居民用电量增速分别为+13.2%、+6.2%、+17.1%、+23.9%。10 月全社会用电增速结构上全面改善，10 月单月用电增速环比、同比分别增长 5.9、6.1 个百分点，**三产与居民用电全面改善，或与电气化替代、高新装备发展、数据中心、充换电有关；其中，10 月住宿和餐饮业用电量同比增长 18.4%或与双节有关。**

展望全年，根据中电联 10 月 28 日发布的 2025 年三季度全国电力供需形势分析预测报告，**预计全年全社会用电量同比增长 5%左右。**

10 月火电由降转增、水电和太阳能发电增速放缓、核电增速加快、风电降幅扩大。

10 月规上工业发电量 8002 亿千瓦时，同比增长 7.9%（1-10 月累计增速 2.3%），增速比 9 月加快 6.4 个百分点。其中，火电同比增长 7.3%，9 月为下降 5.4%；水电增长 28.2%，增速比 9 月放缓 3.7 个百分点；核电增长 4.2%，增速比 9 月加快 2.6 个百分点；风电下降 11.9%，降幅比 9 月扩大 4.3 个百分点；太阳能发电增长 5.9%，增速比 9 月放缓 15.2 个百分点。（均为规上工业口径）

投资分析意见：短期电价谈判存在不确定性，1）中长期维度持续关注优质商业模式的水电长江电力、国投电力、川投能源，以及港股低估值风电龙源电力（H）、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：国电电力、华润电力、华能国际、中国电力等；3）绿色消纳方向（绿醇等）：嘉泽新能、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。

➤ 煤炭：10 月原煤减量明确供需偏紧趋势，煤价冬季预计仍将强势

10 月原煤产量回落供给仍受抑制，供需偏紧或延续整个冬季。据国家统计局数据，2025 年 10 月，全国原煤产量为 40675 万吨，同比-2.3%。10 月以来，由于政策抑制产能带来实质性的供需缺口，叠加气候影响北方新能源发力及南方高温天气延续，打乱了电厂冬储节奏，煤价迅速脱离 700 元中枢，从 9 月 30 日的 699 元/吨上涨至 11 月 21 日的 834 元/吨，涨幅达 19.3%。**我们认为，当前煤炭仍处于供紧需增的去库存通道中，考虑到 4 季度水电及新能源季节性走弱而冬季采暖电煤需求走强，叠加供给端反内卷“查超产”政策有望保持稳定的政策力度，煤炭供需或进一步偏紧，冬季煤价有望保持强势。**

10 月进口煤量环比下降，边际回升趋势如期放缓。据海关总署数据，2025 年 10 月我国煤及褐煤进口量为 4174 万吨，同比-9.7%，跌幅较 9 月扩大 6.4pct；2025 年 1-10 月累计进口煤及褐煤 38785 万吨，同比-11.0%，跌幅较 1-9 月缩窄 0.1pct。10 月份进口数据环比下降，主要体现了 9 月份订单减少导致的 10 月到港数量下降，随着海外煤价回升，沿海电厂进口意愿减弱，在电厂库存偏高情况下，进口经济性要求延缓了进口回升趋势。

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、晋控煤业、潞安环能、山煤国际；（3）优质炼焦煤标的：淮北矿业、平煤股份、山西焦煤。

➤ 风险提示：用电需求不及预期，新能源入市政策低于预期，煤价涨幅超预期，煤炭

供给端政策持续性不及预期，冬季供暖需求不及预期，新能源替代进度超预期。

内容目录

1. 电力：10月用电增速10.4% 预计全年用电增速5%左右	6
2. 煤炭：10月原煤减量明确供需偏紧趋势，煤价冬季预计仍将强势	8
2.1. 原煤产量回落供给仍受抑制，供需偏紧或延续整个冬季	8
2.2. 10月进口煤量环比下降，边际回升趋势如期放缓	9
3. 定期数据更新	12
4. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 2020 年至今月度全社会用电量分产业结构	6
图表 2: 2025 年 10 月单月分产业用电增速同环比情况	7
图表 3: 全国 10 月用电量两年复合增速	7
图表 4: 全国 1-10 月用电量两年复合增速	7
图表 5: 规模以上月度发电量月度走势	8
图表 6: 全国原煤产量-当月对比 (万吨)	9
图表 7: 全国原煤产量同比增速	9
图表 8: 山西原煤产量-当月对比 (万吨)	9
图表 9: 内蒙原煤产量-当月对比 (万吨)	9
图表 10: 陕西原煤产量-当月对比 (万吨)	9
图表 11: 新疆原煤产量-当月对比 (万吨)	9
图表 12: 进口煤及褐煤-当月对比 (万吨)	10
图表 13: 进口煤及褐煤-累计对比 (万吨)	10
图表 14: 进口澳大利亚动力煤-当月对比 (万吨)	11
图表 15: 进口印尼动力煤-当月对比 (万吨)	11
图表 16: 高热值动力煤供给曲线	11
图表 17: 低热值动力煤供给曲线	11
图表 18: 澳大利亚纽卡斯尔港动力煤 Q6000FOB 价 (美元/吨)	11
图表 19: 印尼动力煤 Q3800FOB 价 (美元/吨)	11
图表 20: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)	12
图表 21: 环渤海港煤炭库存 (万吨)	12
图表 22: 三峡入库流量(立方米/秒)	12
图表 23: 三峡出库流量(立方米/秒)	12
图表 24: 多晶硅致密料价格 (元/kg)	12
图表 25: 双面双玻组件(元/W)	12
图表 26: 现货市场周度数据 2025/11/10-2025/11/16 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基准价)	13
图表 27: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)	13
图表 28: 全球主要市场 LNG 价格指数	14

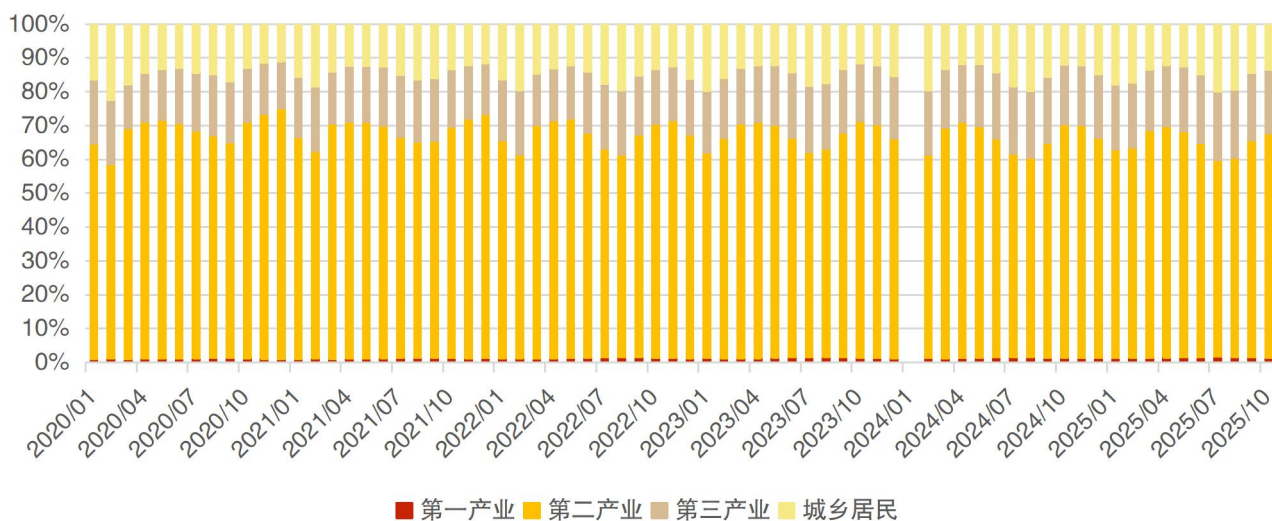
1. 电力：10 月用电增速 10.4% 预计全年用电增速 5%左右

国家能源局于近日发布 2025 年 10 月全社会用电量数据，单月全社会用电量 8572 亿千瓦时，同比增长 10.4%。分产业看，10 月单月第一、二、三产业及城乡居民用电量分别为 120、5688、1609、1155 亿千瓦时，分别占比 1.4%、66.4%、18.8%、13.5%，增速分别为 +13.2%、+6.2%、+17.1%、+23.9%。从贡献度看，10 月单月全社会用电量增量 830 亿千瓦时，其中第一、二、三产业及城乡居民用电量分别贡献 1.7%、42.3%、29.1%、26.9%。

累计用电看，1-10 月全社会用电量累计 86246 亿千瓦时，同比增长 5.1%。从分产业用电看，1-10 月第一、二、三产业及城乡居民用电量分别为 1262、54781、16671、13532 亿千瓦时，分别同比增长 10.5%、3.7%、8.4%、6.9%。

展望全年，根据中电联 10 月 28 日发布的 2025 年三季度全国电力供需形势分析预测报告，预计今年四季度用电量增速高于三季度，全年全社会用电量同比增长 5%左右。

图表 1：2020 年至今月度全社会用电量分产业结构



资料来源：wind，华源证券研究所

10 月用电增速 10.4%，结构上全面改善，二产用电增速同环比持续改善值得注意。根据国家能源局，今年 10 月单月全社会用电增速 10.4%，环比、同比分别增长 5.9、6.1 个百分点，三产与居民用电全面改善，或与电气化替代、高新装备发展、数据中心、充换电有关；其中，10 月住宿和餐饮业用电量同比增长 18.4%或与双节有关，根据中国文旅部，今年国庆中秋 8 天假期出游人次 8.88 亿，较去年国庆 7 天假期新增 1.23 亿人次。

根据国家能源局、央视网以及中电联，第一产业用电增长或与农林牧渔电气化水平提升有关；第二产业用电增长主要系高技术与装备制造业用电量同比增长 11%，其中，电气机械

和器材制造业达到 19.8%，汽车制造业达到 17.6%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业也均保持两位数增长；第三产业中，与大数据分析、人工智能服务有关的互联网数据服务业用电量同比增长 46%，相关充换电服务业用电量同比增长 61.8%。居民用电高增或仍与气温有关。

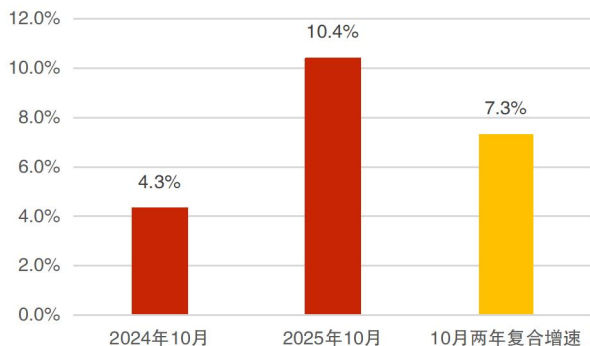
从两年复合增速看，单 10 月与 1-10 月增速分别为 7.3%、6.3%。

图表 2：2025 年 10 月单月分产业用电增速同环比情况

	全社会用电	第一产业	第二产业	第三产业	城乡居民
2024 年 10 月	4.3%	5.1%	2.7%	8.4%	8.1%
2025 年 9 月	4.5%	7.3%	5.7%	6.3%	-2.6%
2025 年 10 月	10.4%	13.2%	6.2%	17.1%	23.9%
2025 年 10 月环比变动 (pct)	5.9	5.9	0.5	10.8	26.5
2025 年 10 月同比变动 (pct)	6.1	8.1	3.5	8.7	15.8
2025 年 10 月单月用电增量 (亿千瓦时)	830	14	351	242	223
2025 年 10 月单月用电增量占比		1.7%	42.3%	29.1%	26.9%

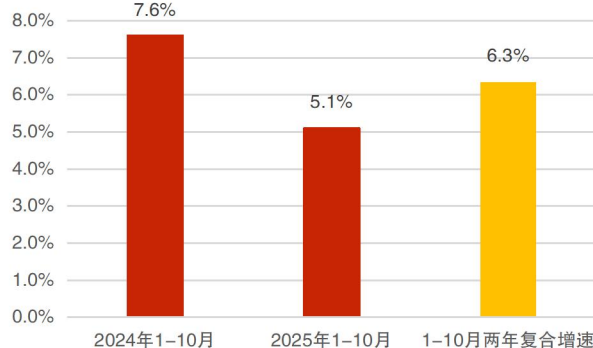
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：全国 10 月用电量两年复合增速



资料来源：wind，华源证券研究所

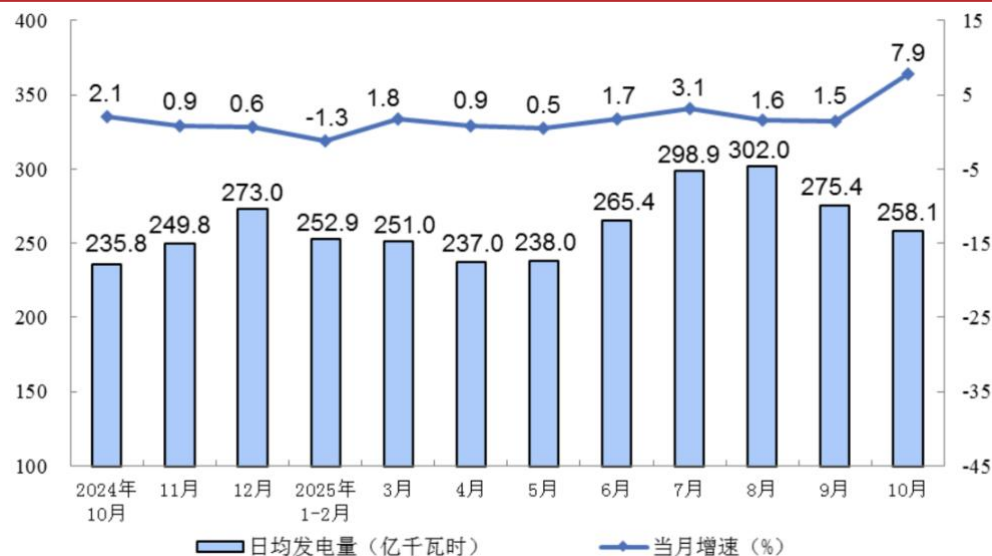
图表 4：全国 1-10 月用电量两年复合增速



资料来源：wind，华源证券研究所

发电量：10 月火电由降转增、水电和太阳能发电增速放缓、核电增速加快、风电降幅扩大。国家统计局近期发布 2025 年 10 月能源生产数据，10 月规上工业发电量 8002 亿千瓦时，同比增长 7.9%，增速比 9 月加快 6.4 个百分点。1—10 月，规上工业发电量 80625 亿千瓦时，同比增长 2.3%。分品种看，10 月规上工业火电由降转增，水电、太阳能发电增速放缓，核电增速加快，风电降幅扩大。其中，规上工业火电同比增长 7.3%，9 月为下降 5.4%；规上工业水电增长 28.2%，增速比 9 月放缓 3.7 个百分点；规上工业核电增长 4.2%，增速比 9 月加快 2.6 个百分点；规上工业风电下降 11.9%，降幅比 9 月扩大 4.3 个百分点；规上工业太阳能发电增长 5.9%，增速比 9 月放缓 15.2 个百分点。

图表 5：规模以上月度发电量月度走势



资料来源：国家统计局，华源证券研究所

2. 煤炭：10 月原煤减量明确供需偏紧趋势，煤价冬季预计仍将强势

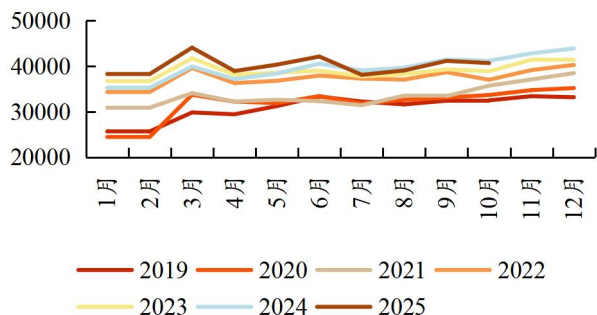
2.1. 原煤产量回落供给仍受抑制，供需偏紧或延续整个冬季

10 月全国原煤产量同环比均减少。据国家统计局数据，2025 年 10 月，全国原煤产量为 40675 万吨，同比-2.3%，年内同比连续 4 个月转负，在 7 月国家能源局下发煤炭“查超产”通知后，原煤产量趋势出现显著拐点迹象，供给收缩仍在持续。其中，2025 年 10 月，山西原煤产量同比增速为-2.0%，降幅较 9 月缩窄 2.3pct；内蒙古原煤产量同比增速-4.6%，降幅较 9 月扩大 2.1pct；陕西原煤产量同比增速+3.1%，增幅较 8 月缩窄 0.6pct，新疆原煤产量同比-8.3%，降幅较 8 月扩大 1.4pct。

我们认为，今年 4-6 月，国内动力煤北方港口价格持续处于 650 元/吨中枢或以下低位，对晋陕蒙核心产区的部分煤企经营形成较大压力，持续抑制国内产量，供给端出现自发性收缩改善，国内原煤供给走向收缩拐点；进入 7 月，国家能源局对煤炭行业“查超产”的政策，已经迅速且显著影响行业供给收缩进程，并替代“低价格”因素，成为行业目前最关键的供给端收缩驱动力，我们判断 700 元/吨价格或将成为动力煤的“政策底”。

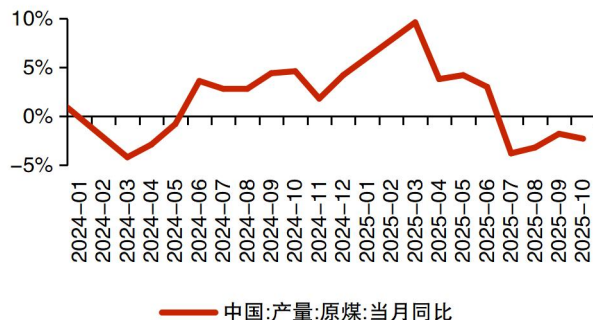
10 月以来，由于政策抑制产能带来实质性的供需缺口，叠加气候影响北方新能源发力及南方高温天气延续，打乱了电厂冬储节奏，煤价迅速脱离 700 元中枢，从 9 月 30 日的 699 元/吨上涨至 11 月 21 日的 834 元/吨，涨幅达 19.3%。我们认为，当前煤炭仍处于供紧需增的去库存通道中，考虑到 4 季度水电及新能源季节性走弱而冬季采暖电煤需求走强，叠加供给端反内卷“查超产”政策有望保持稳定的政策力度，煤炭供需或进一步偏紧，冬季煤价有望保持强势。

图表 6：全国原煤产量-当月对比（万吨）



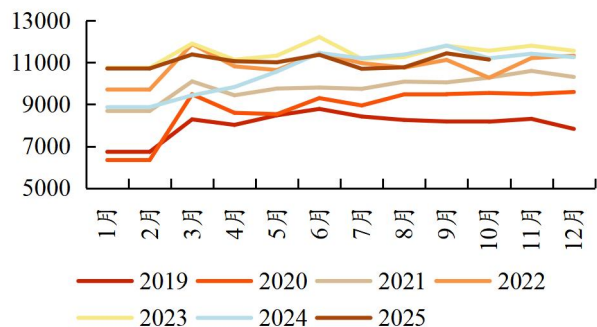
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：全国原煤产量同比增速



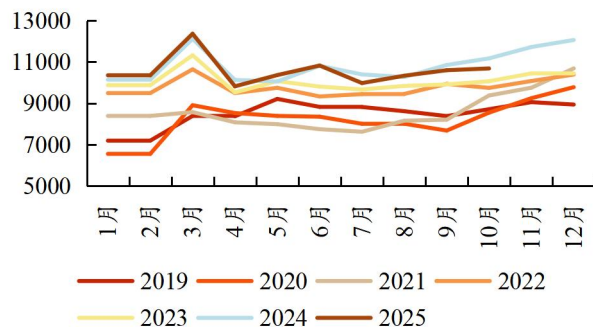
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：山西原煤产量-当月对比（万吨）



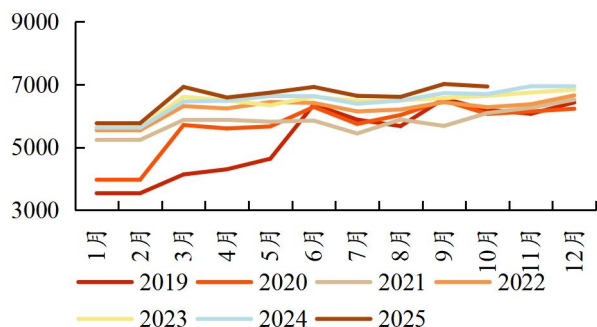
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：内蒙原煤产量-当月对比（万吨）



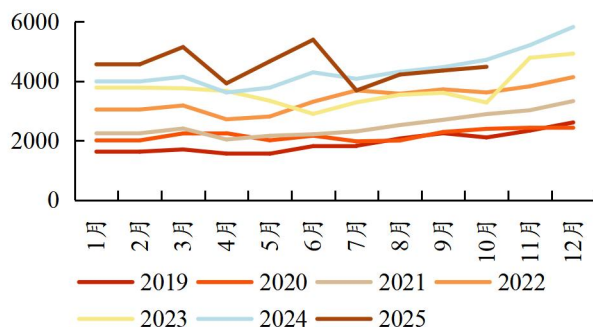
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：陕西原煤产量-当月对比（万吨）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：新疆原煤产量-当月对比（万吨）



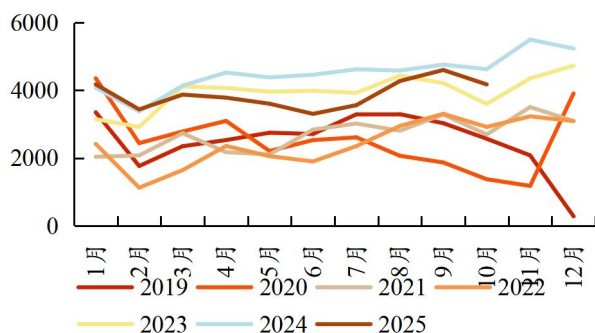
资料来源：Wind，华源证券研究所

2.2. 10 月进口煤量环比下降，边际回升趋势如期放缓

进口煤边际回升趋势如期放缓，连续 8 个月同比下降全年进口有望减量。据海关总署数据，2025 年 10 月我国煤及褐煤进口量为 4174 万吨，同比-9.7%，跌幅较 9 月扩大 6.4pct；

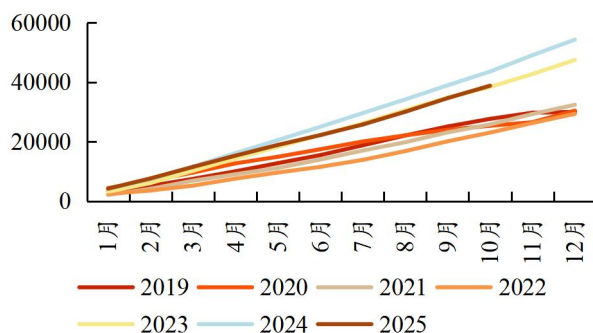
2025 年 1-10 月累计进口煤及褐煤 38785 万吨，同比-11.0%，跌幅较 1-9 月缩窄 0.1pct。2025 年，我国进口煤及褐煤已经连续 8 个月同比下降，我们认为，国内煤价自 2 月中旬以后大幅下行，使得进口低卡煤价格优势快速收窄，进口高卡煤价格倒挂情况加剧，是 3-6 月进口煤数量同比下降的主要原因；7-9 月，国内煤价在“查超产”政策影响下持续回升，而主要进口煤来源国的煤价回升缓慢，导致进口煤价格优势重新显现，是三季度进口煤减量幅度较上半年收窄的主要原因；10 月份进口数据环比下降，主要体现了 9 月份订单减少导致的 10 月到港数量下降，随着海外煤价回升，沿海电厂进口意愿减弱，在电厂库存偏高情况下，进口经济性要求延缓了进口边际回升趋势。

图表 12：进口煤及褐煤-当月对比（万吨）



资料来源：Wind，华源证券研究所

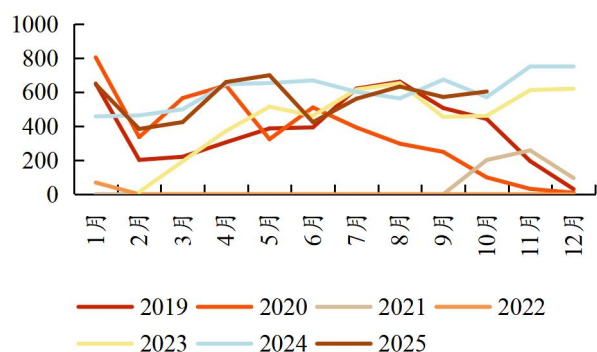
图表 13：进口煤及褐煤-累计对比（万吨）



资料来源：Wind，华源证券研究所

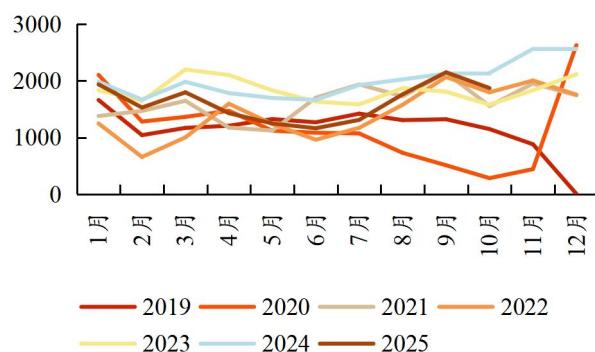
进口煤供给弹性已显著提升，海外低煤价影响总产量或抑制印尼煤及澳煤进口。据 IEA 数据，澳大利亚高卡煤在 100 美元/吨的 FOB 价格以下出现供给弹性显著增加，印尼低卡煤在 50 美元/吨以下出现供给弹性显著增加，截至 11 月 21 日，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤（Q6000）的 FOB 价格为 107.8 美元/吨，截至 11 月 20 日，印尼动力煤（Q3800）的 FOB 价格为 48.6 美元/吨，两者的供给弹性均已显著提升，澳大利亚及印尼两国煤炭产量、出口量均受到抑制。虽然我国进口煤数量回升，但在原产国低煤价抑制总产量的背景下，国内进一步提升进口量或将受到供给端的影响。

图表 14: 进口澳大利亚动力煤-当月对比 (万吨)



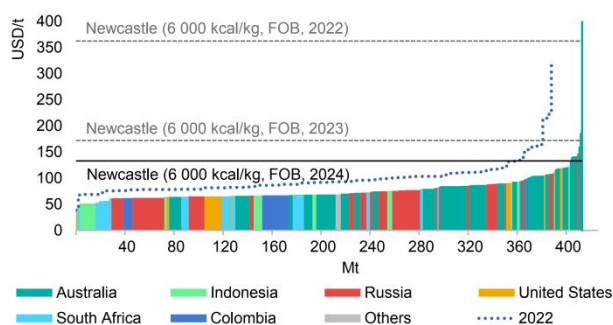
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15: 进口印尼动力煤-当月对比 (万吨)



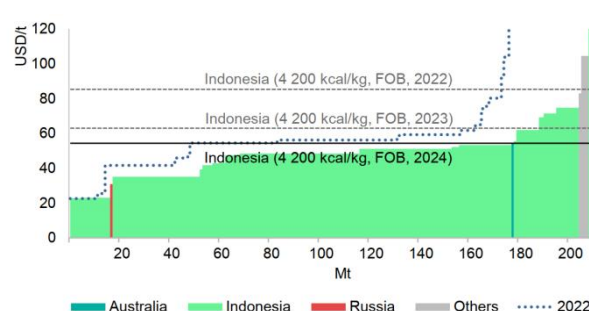
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 16: 高热值动力煤供给曲线



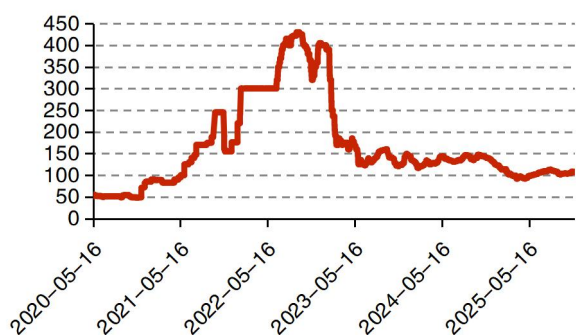
资料来源: IEA, 华源证券研究所

图表 17: 低热值动力煤供给曲线



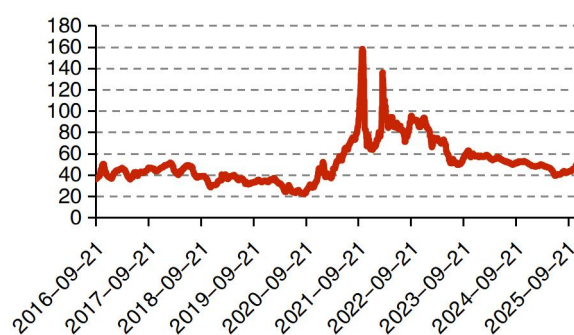
资料来源: IEA, 华源证券研究所

图表 18: 澳大利亚纽卡斯尔港动力煤 Q6000FOB 价 (美元/吨)



资料来源: ifind, 华源证券研究所

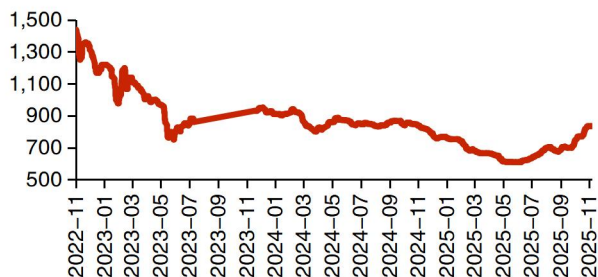
图表 19: 印尼动力煤 Q3800FOB 价 (美元/吨)



资料来源: ifind, 华源证券研究所

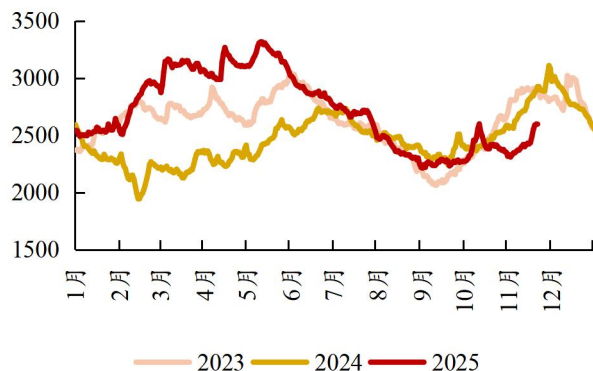
3. 定期数据更新

图表 20：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



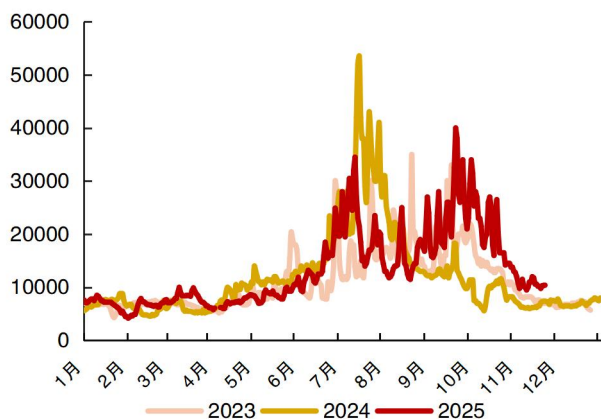
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 21：环渤海港煤炭库存（万吨）



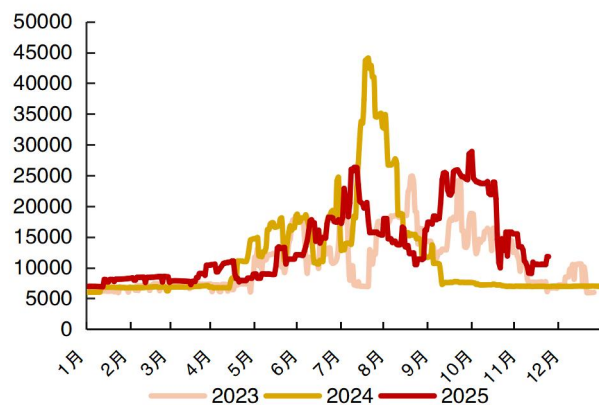
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 22：三峡入库流量（立方米/秒）



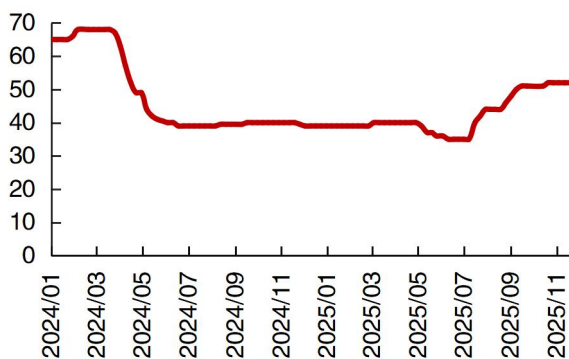
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 23：三峡出库流量（立方米/秒）



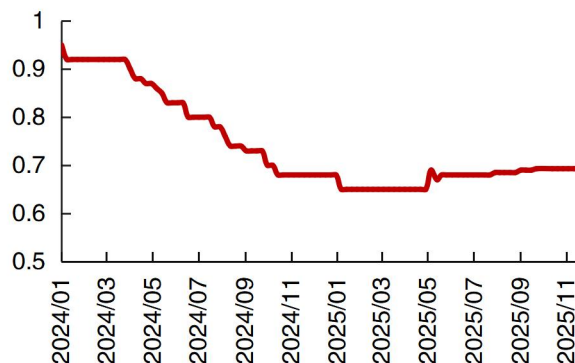
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 24：多晶硅致密料价格（元/kg）



资料来源：infolink，华源证券研究所

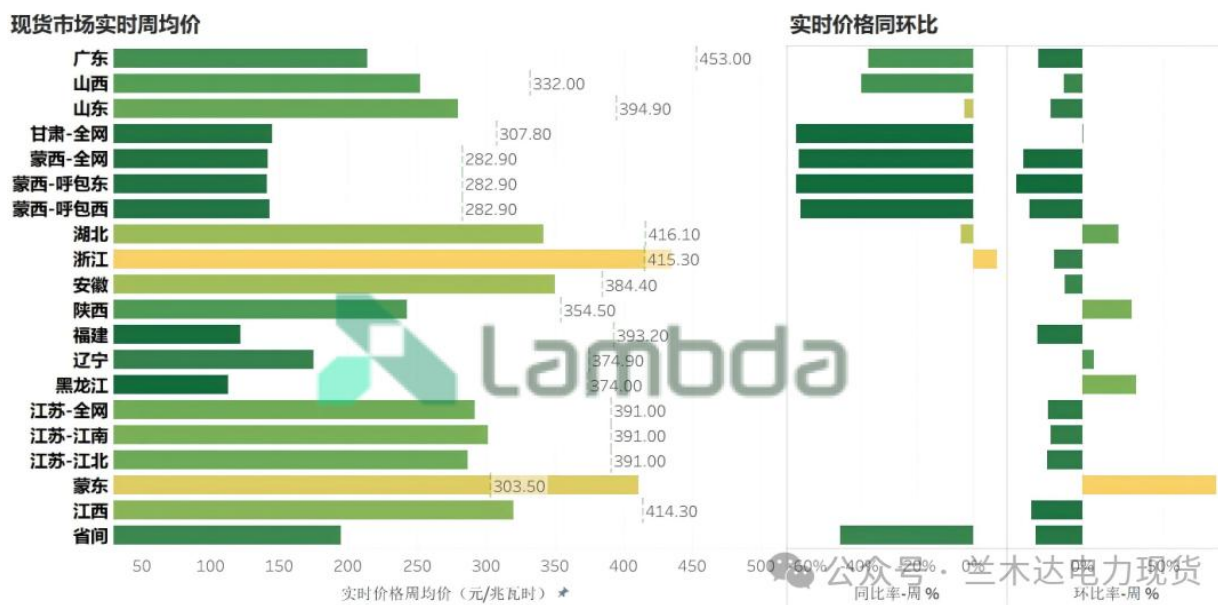
图表 25：双面双玻组件（元/W）



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 26：现货市场周度数据 2025/11/10-2025/11/16（元/兆瓦时，下图虚线为燃煤发电基准价）



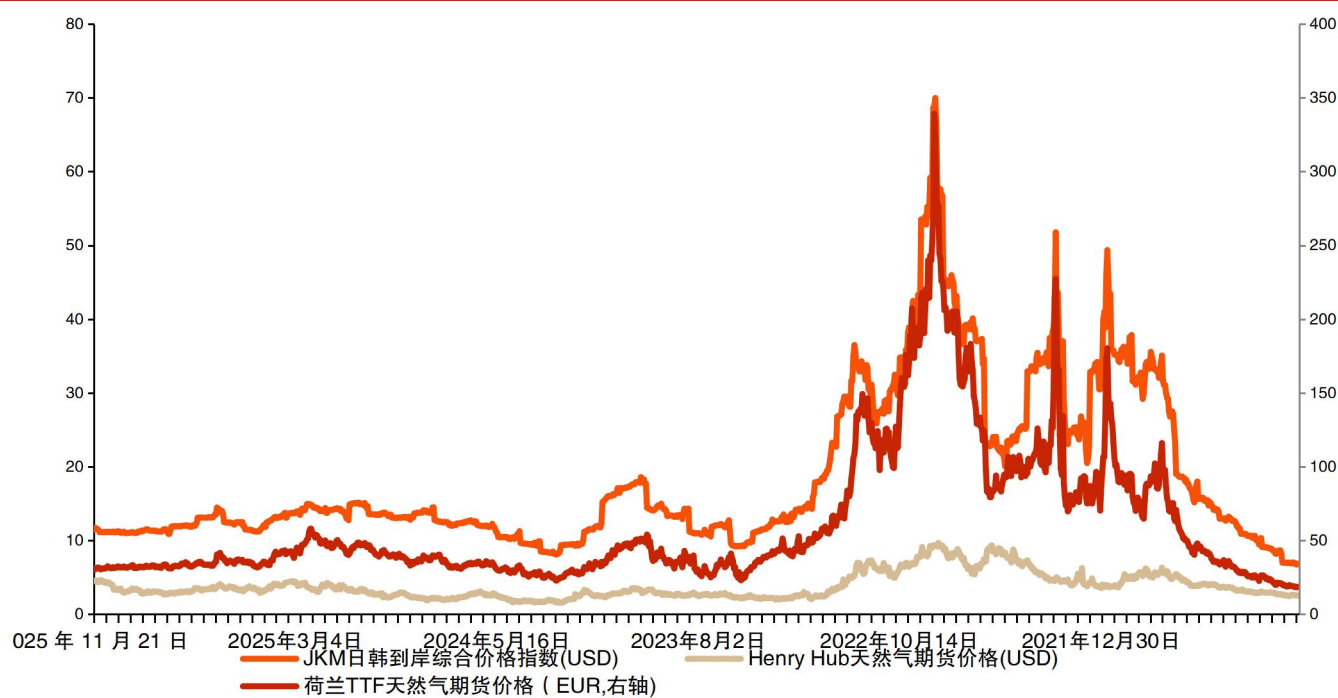
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 27：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 28：全球主要市场 LNG 价格指数



资料来源：investing，华源证券研究所

4. 风险提示

用电需求不及预期，新能源入市政策低于预期，煤价涨幅超预期，煤炭供给端政策持续性不及预期，冬季供暖需求不及预期，新能源替代进度超预期。

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。