下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

厄尔尼诺或带来大水电估值修复机会

华泰研究

2026 年 6 月 30 日 | 中国内地　　专题研究

2026 年 5 月底南方电网负荷提前创历史新高，大幅提升了市场对极端天气及水电来水的关注度。本报告基于官方机构对我国不同地区主汛期降雨预测和历史上厄尔尼诺/拉尼娜事件对水电站主汛期发电量影响复盘，发现：1）厄尔尼诺事件并不完全代表当年主汛期来水偏枯，反而水电站发电量总体上会受益于厄尔尼诺事件；2）2Q26 以来高频出库流量数据不好的雅砻江水电有可能迎来主汛期的发电量 yoy 转正。当前国投电力/川投能源/长江电力估值处于历史较低水平，且 2026E 股息率高达 3.9%/3.5%/3.8%。我们认为当前水电资产配置性价比突出，重点推荐国投电力/川投能源，建议关注长江电力/国电电力/华能水电。

大水电主汛期来水总体有望受益于厄尔尼诺事件

从历史上厄尔尼诺/拉尼娜事件对水电站主汛期发电量影响复盘，我们发现厄尔尼诺事件并不等于当年主汛期来水偏枯，华能水电处于强厄尔尼诺事件中的 3Q23 多数水电站实现上网电量同比高增，长江电力金沙江中下游水电站在强厄尔尼诺事件中的 3Q23 与结束之后的 3Q24 发电量均呈现同比偏多态势，雅砻江中下游水电站厄尔尼诺事件结束后的 Q3 上网电量同比增长。根据国家气象中心 2026/4/1 发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》，雅砻江水电/大渡河/华能水电的大部分电站位于主雨带，6-8 月来水弹性或较高。

大水电业绩韧性或高于市场预期，但当前估值水平偏低

大水电市场化电量比例相对较低，受江浙粤等省份年度长协电价下行的实际影响程度远小于上述省份市场化电价的表观同比降幅；对于大水电而言，来水偏丰带来的电量增长业绩弹性远高于电价波动，我们测算显示长江电力、华能水电、雅砻江水电仅需 5%的上网电量增长，即可分别抵消近 1.5 分、1 分、1.5 分的含税上网电价降幅。长江电力/国投电力最新收盘日 PE-TTM 位于近 3 年 1%分位，川投能源最新收盘日 PE-TTM 位于近 3/5 年 4%/21%分位；长江电力最新收盘日 PB(LF)位于近 3 年 10%分位，川投能源最新收盘日 PB(LF)位于近 3/5/10 年 0%/5%/5%分位，国投电力最新收盘日 PB(LF)位于近 3/5/10 年 2%/20%/18%分位，但我们预计国投电力/川投能源/长江电力 2026E 股息率高达 3.9%/3.5%/3.8%，配置性价比突出。

与市场观点不同之处

1）市场认为厄尔尼诺事件当年对西南水电来水不利，但我们认为大水电来水总体受益于厄尔尼诺事件。根据国家气象中心 2026/4/1 发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》，2026 年 6-8 月雅砻江水电和华能水电的大部分电站来水或迎来较高弹性，长电/桂冠总体有望接近常年同期或略偏多。2）市场担忧市场化电价下行对水电公司盈利的影响，但对于大水电而言，来水带来的电量增长业绩弹性高于电价波动，我们的测算表明长江电力、华能水电、雅砻江水电仅需 5%的上网电量增长，即可分别抵消近 1.5 分、1 分、1.5 分的含税上网电价降幅。

投资观点

重点推荐估值处于更低历史分位、2026 年主汛期来水修复后业绩具备向上弹性的国投电力/川投能源。推荐高业绩韧性的长江电力，虽湖北主汛期有来水压力，但年初至今出库流量保持低双位数同比增速，多江汇流亦有对冲，2026E 预期股息率 3.8%，风险溢价空间显著；同时建议关注：1）国电电力，最低 DPS 承诺 0.22 元/股对应股息率 4.6%；2）华能水电：核心电站位于 2026 年主汛期多雨的云南西部，主汛期业绩有望获得较高的向上弹性。

风险提示：来水趋势与预测偏差风险、上网电价不及预期风险。

发电　　增持（维持）

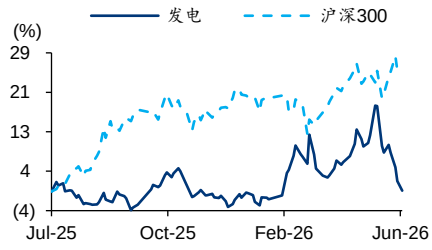
王玮嘉　研究员
SAC No. S0570517050002　wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090　+(86) 21 2897 2079

黄波　研究员
SAC No. S0570519090003　huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122　+(86) 755 8249 3570

李雅琳　研究员
SAC No. S0570523050003　liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420　+(86) 10 6321 1166

康琪*　联系人
SAC No. S0570124070105　kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
川投能源	600674 CH	19.63	买入
长江电力	600900 CH	36.84	买入
国投电力	600886 CH	17.66	买入
国电电力	600795 CH	6.19	买入
华能水电	600025 CH	11.35	买入

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

投资概要 **4**
与市场不同观点 4
厄尔尼诺事件发酵中 **5**
什么是厄尔尼诺？ 5
5 月已进入厄尔尼诺状态，当前正处于快速发展期 5
水电总体或受益于厄尔尼诺事件 **9**
水电站发电量历史复盘：厄尔尼诺事件不等于来水偏枯 9
主汛期 6-8 月来水趋势预测：总体偏多概率较大，不同流域有分化 11
股价估值复盘：大水电业绩有弹性，但估值处于近三年偏低水平 16
投资观点 **21**
风险提示 23

图表目录

图表 1： 热带太平洋区域海温异常监测关键区分布 5
图表 2： 厄尔尼诺事件强度等级 5
图表 3： 我国 2026 年主汛期（6-8 月）降雨趋势预测 6
图表 4： 我国 2026 年主汛期（6-8 月）气温趋势预测 6
图表 5： 2026 年 4-6 月中国气象局、国家气候中心对厄尔尼诺事件及其相关影响预测 7
图表 6： 今夏全国能源电力供应总体能够满足高峰需求 8
图表 7： 华能水电澜沧江上游云南段水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系 9
图表 8： 华能水电澜沧江中下游水电站发电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系 9
图表 9： 长江电力金沙江中下游水电站发电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系 10
图表 10： 长江电力长江上游末端/中游起始段水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系 10
图表 11： 国投电力/川投能源：雅砻江中下游水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系 11
图表 12： 桂冠电力：红水河流域水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系 11
图表 13： 长江电力核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测 12
图表 14： 国投电力/川投能源：雅砻江水电核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测 12
图表 15： 华能水电核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测 13
图表 16： 桂冠电力红水河流域核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测 13
图表 17： 国电电力大渡河流域核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测 14
图表 18： 溪洛渡水电站日度出库流量数据 14
图表 19： 向家坝水电站日度出库流量数据 14
图表 20： 三峡水电站日度出库流量数据 15
图表 21： 二滩水电站日度出库流量数据 15
图表 22： 锦屏一级水电站日度出库流量数据 15
图表 23： 瀑布沟水电站日度出库流量数据 15
图表 24： 龚嘴水电站日度出库流量数据 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 25： 各子板块电力公司 2022 年以来季度涨跌幅对比 16
图表 26： 水电上市公司最新收盘日 PE-TTM/历史均值 17
图表 27： 水电上市公司最新收盘日 PE-TTM 位于历史分位数 17
图表 28： 近 10 年长江电力 PE-TTM 估值复盘 17
图表 29： 近 10 年川投能源 PE-TTM 估值复盘 17
图表 30： 近 10 年国投电力 PE-TTM 估值复盘 17
图表 31： 华能水电上市以来 PE-TTM 估值复盘 17
图表 32： 近 10 年桂冠电力 PE-TTM 估值复盘 18
图表 33： 近 10 年黔源电力 PE-TTM 估值复盘 18
图表 34： 水电上市公司最新收盘日 PB(LF)/历史均值 18
图表 35： 水电上市公司最新收盘日 PB(LF) 位于历史分位数 18
图表 36： 近 10 年长江电力 PB(LF)估值复盘 18
图表 37： 近 10 年川投能源 PB(LF)估值复盘 18
图表 38： 近 10 年国投电力 PB(LF)估值复盘 19
图表 39： 华能水电上市以来 PB(LF)估值复盘 19
图表 40： 近 10 年桂冠电力 PB(LF)估值复盘 19
图表 41： 近 10 年黔源电力 PB(LF)估值复盘 19
图表 42： 长江电力含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析 19
图表 43： 华能水电含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析 20
图表 44： 国投电力含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析 20
图表 45： 川投能源含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析 20
图表 46： 重点公司推荐一览表 22
图表 47： 重点推荐公司最新观点 22

下载日志已记录，仅供内部参考

投资概要

2026 年 5 月 25 日南方电网负荷提前 1 个月创历史新高导致市场对极端天气的关注度大幅提升，市场对于厄尔尼诺事件的直观感受是“高温”、“当年来水枯”，但：1）厄尔尼诺的增暖效应往往具有滞后性，通常在次年达到峰值，国家气候中心预测的气温偏高核心反映的是气候变暖的趋势，而非在去年同期绝对值水平上高出 2-3℃；2）虽然高频数据显示 2Q26 以来雅砻江水电和金沙江中下游水电站来水偏枯，但根据《2026 年主汛期气候趋势预测》，雅砻江水电 2026 年主汛期整体来水有望较多年平均水平显著偏多，金沙江中下游水电站也有望接近多年平均或略高于多年平均。

从股价季度涨跌幅看，水电正因为更具有红利特性，在市场投资风格切换后，4Q24 以来股价表现相对其他电力资产更差。长江电力/国投电力最新收盘日 PE-TTM 位于近 3 年 1%分位，川投能源最新收盘日 PE-TTM 位于近 3/5 年 4%/21%分位；长江电力最新收盘日 PB(LF)位于近 3 年 10%分位，川投能源最新收盘日 PB(LF)位于近 3/5/10 年 0%/5%/5%分位，国投电力最新收盘日 PB(LF)位于近 3/5/10 年 2%/20%/18%分位，但我们预计国投电力/川投能源/长江电力 2026E 股息率高达 3.9%/3.5%/3.8%，配置性价比突出。

与市场不同观点

市场认为厄尔尼诺事件当年对西南水电来水不利，但我们认为大水电来水总体受益于厄尔尼诺事件。市场的观点主要基于高频数据，2Q26 以来，国投电力/川投能源持股的雅砻江水电核心水电站、长江电力位于金沙江中下游的溪洛渡/向家坝水电站出库流量同比降幅较大，哪怕进入 6 月主汛期后仍未显著改善。但我们基于国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》对各水电站 2026 年主汛期 6-8 月来水预期显示：1）雅砻江水电所有在运水电站由于地处“四川西部”核心多雨带，有望较多年平均水平显著偏多；2）长江电力三峡/葛洲坝阶段性偏少，其他电站接近多年平均水平或略偏多。但三峡和葛洲坝处于多江汇流后的长江上游/中游衔接地段，支流来水偏多或减弱当地降雨偏少影响。

市场担忧市场化电价下行对水电公司盈利影响，但我们认为水电受到市场化电价影响相对较小。对于大水电而言，来水带来电量增长业绩弹性高于电价波动影响。虽然市场担忧江苏/浙江/广东等省份 2026 年年度长协电价同比下降对大水电带来业绩负面影响，但由于大水电市场化比例相对较低，实际影响程度或远小于各省表观市场化电价同比降幅。且我们测算长江电力/华能水电 5%的上网电量增长可以抵消近 1.5/1 分的含税上网电价降幅，雅砻江水电 5%的上网电量增长可以抵消 1.5 分的含税上网电价降幅。

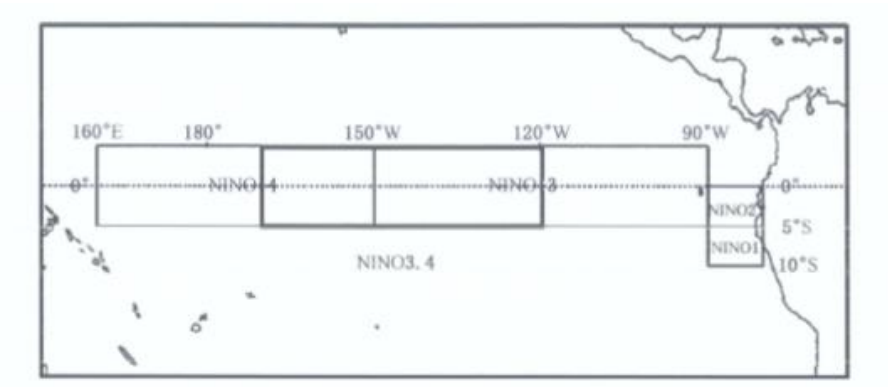
下载日志已记录，仅供内部参考

厄尔尼诺事件发酵中

什么是厄尔尼诺？

根据中国气象局发布的中华人民共和国国家标准《厄尔尼诺/拉尼娜事件判别方法》（GB/T 33671-2017）：当尼诺 3.4 指数（Niño 3.4 index，即赤道中东太平洋区域海表温度距平值）的 3 个月滑动平均值达到或超过 0.5°C 时，即进入厄尔尼诺状态；若上述的厄尔尼诺状态持续 5 个月或更长时间，则正式判定为形成了一次厄尔尼诺事件。

图表1：热带太平洋区域海温异常监测关键区分布



资料来源：中华人民共和国国家标准《厄尔尼诺/拉尼娜事件判别方法》（GB/T 33671-2017）、华泰研究

1950 年以来合计发生 3 次超强厄尔尼诺事件。根据我国标准（GB/T 33671-2017），厄尔尼诺事件可以分为弱事件、中等强度事件、强事件和超强事件四种强度等级，1950 年以来合计发生 3 次超强厄尔尼诺事件，分别是 1982 年 4 月-1983 年 6 月、1997 年 4 月-1998 年 4 月、2014 年 10 月-2016 年 4 月，峰值时间分别是 1983 年 1 月、1997 年 11 月和 2015 年 12 月，持续时间分别为 15、13 和 19 个月。

图表2：厄尔尼诺事件强度等级

强度等级	关键区海温距平峰值（ΔT）条件
弱事件	$0.5°C \le \Delta T < 1.3°C$
中等强度事件	$1.3°C \le \Delta T < 2.0°C$
强事件	$2.0°C \le \Delta T < 2.5°C$
超强事件	$\Delta T \ge 2.5°C$

资料来源：中华人民共和国国家标准《厄尔尼诺/拉尼娜事件判别方法》（GB/T 33671-2017）、华泰研究

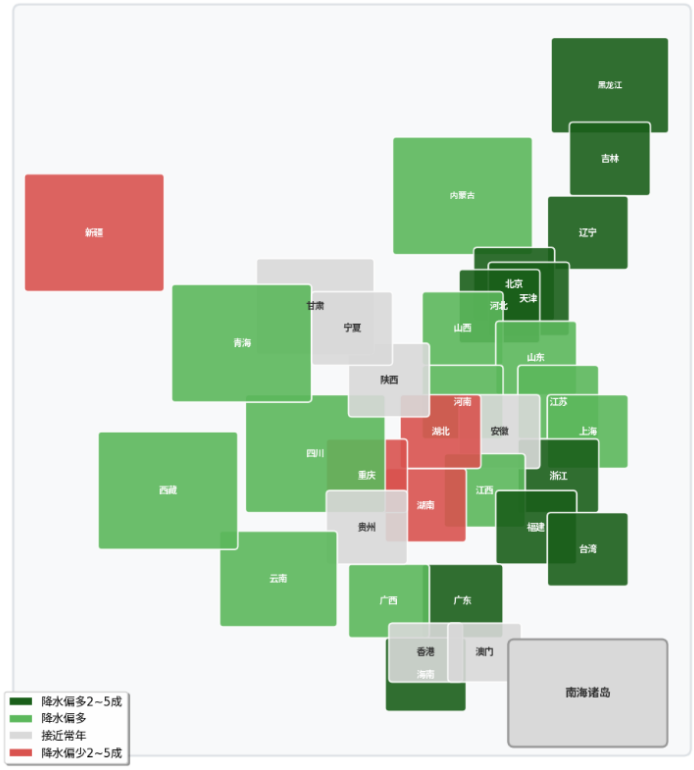
5 月已进入厄尔尼诺状态，当前正处于快速发展期

2026 年 5 月已进入厄尔尼诺状态，夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件。2026 年 5 月 29 日，中国气象局例行新闻发布会上，国家气候中心副主任高荣表示：“5 月赤道中东太平洋海温进入厄尔尼诺状态，夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，于秋冬季达到峰值，发生强厄尔尼诺事件的概率正在增大，预计明年春季衰减。”6 月 1-2 候（注：“候”是中国传统的气象时间单位，现代气象学采用 5 天为 1 候的标准），海温指数分别为 1.31℃、1.51℃，较 5 月的 0.96℃显著增长，表明厄尔尼诺正处于快速发展阶段。

早在 2026 年 4 月 1 日，国家气候中心发布《2026 年主汛期气候趋势预测》。对 2026 年 6-8 月主汛期我国降雨、高温以及台风情况进行预测，预计 1）主汛期我国东部地区有南北两条多雨带，长江中游降水明显偏少；2）全国大部分地区气温接近常年同期到偏高；3）台风初次/末次登陆我国时间将均较常年偏早，合计约 7-9 个台风登陆我国，较常年偏多，盛夏可能对我国沿海地区造成严重影响。

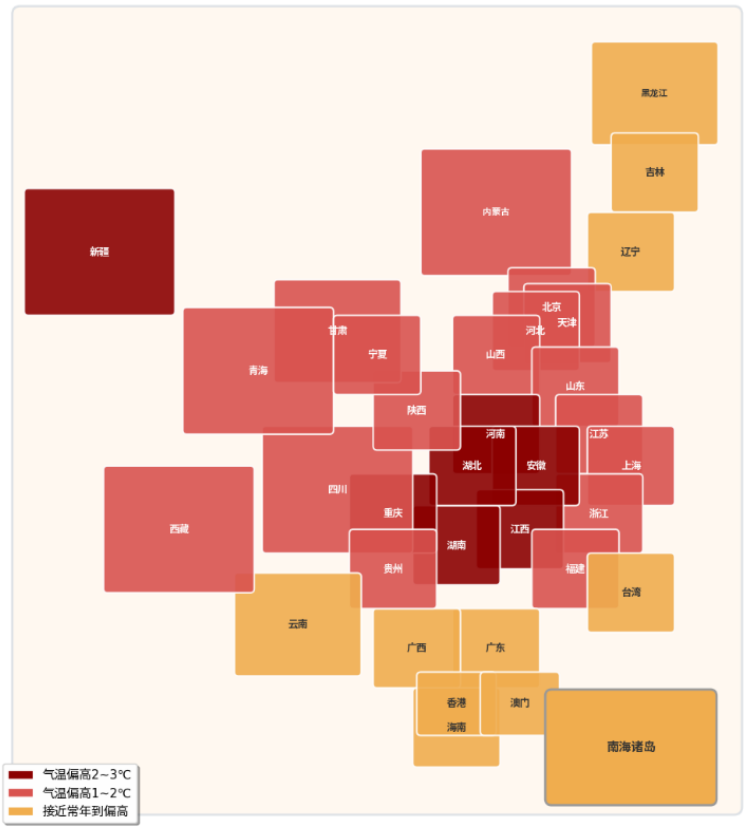
下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：我国 2026 年主汛期（6-8 月）降雨趋势预测



注：本图以国家气候中心 2026/4/1 发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》为基础绘制，我们将预测中“全国其余地区”定义为文中未提及的我国其他地区
资料来源：国家气候中心、华泰研究

图表4：我国 2026 年主汛期（6-8 月）气温趋势预测



注：本图以国家气候中心 2026/4/1 发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》为基础绘制，我们将预测中“全国其余地区”定义为文中未提及的我国其他地区
资料来源：国家气候中心、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

国家气候中心首席预报员、中国气象专家对“极限高温”“最热夏天”做出“不夸大”回应。基于 4 月 1 日国家气候中心发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》，考虑厄尔尼诺的影响，市场预期今夏气温将“创新高”，对此 4 月 18 日国家气候中心首席预报员陈丽娟认为今夏是否“冲击高温极限”尚难以做出判断，因为厄尔尼诺的增暖效应往往具有滞后性，通常在次年达到峰值。5 月 9 日，央视网发布中国气象专家对“厄尔尼诺将带来史上最热夏天？”做出的“不夸大”回应，《2026 年主汛期气候趋势预测》中“偏高 1℃至 2℃、局部偏高 2℃至 3℃”指的是较多年平均值，而非去年同期值，体现的是气温走高的趋势，且高温为阶段性高温热浪。

厄尔尼诺发展背景下，易出现：长江以南地区夏秋季降水较常年偏多情况。2026 年 5 月 29 日的中国气象局例行新闻发布会上，国家气候中心副主任高荣指出：“今年春夏季厄尔尼诺处于快速发展期，有利于西北太平洋副热带高压明显增强，引导更多的水汽输送到中国陆地区域，易出现中国长江以南地区夏秋季降水较常年偏多情况”。2026 年 6 月 12 日，国家气候中心提到：“黄河流域下游、长江流域下游、珠江流域将出现较重汛情，华中中南部、西南地区东部盛夏高温伏旱显著”。

图表5：2026 年 4-6 月中国气象局、国家气候中心对厄尔尼诺事件及其相关影响预测

预测机构	新闻报道标题	时间	核心内容
国家气候中心	央视频：国家气候中心：赤道中东太平洋已进入厄尔尼诺状态	2026 年 6 月 12 日	1）目前赤道中东太平洋海温仍呈现继续升高趋势，夏秋季将发展成为一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，发生强事件的概率在增大，于秋冬季达到峰值，预计明年春季衰减；2）今年主汛期（6—8 月）**东部地区涝重于旱，有南北两条多雨带，松辽流域、海河流域、黄河流域下游、长江流域下游、珠江流域将出现较重汛情**；新疆北部降水明显偏少，存在阶段性气象干旱的风险；3）**黄淮等地初夏将发生高温热浪，华东中南部、华中中南部、西南地区东部盛夏高温伏旱显著**，新疆高温日数较常年明显偏多；4）**台风活跃期较常年偏早**，盛夏台风北上**对东部沿海的风雨影响概率较大**
中国气象局	中国新闻网：中国气象局谈厄尔尼诺对今年中国天气形势影响	2026 年 5 月 29 日	中国气象局例行新闻发布会上国家气候中心副主任高荣指出**今年春夏季**厄尔尼诺处于快速发展期，有利于西北太平洋副热带高压明显增强，**引导更多的水汽输送到中国陆地区域**；在厄尔尼诺发展背景下，易出现**中国长江以南地区夏秋季降水较常年偏多、全国大部气温偏高**的情况
中国气象局	央视网：厄尔尼诺将带来史上最热夏天？中国气象专家：不夸大、勿焦虑	2026 年 5 月 9 日	回应网传“灾难级夏天”的炒作：**官方高温强度预测**中“偏高 1℃至 2℃、局部偏高 2℃至 3℃”是相较于夏季同期平均气温的距平值（多年平均），而非绝对值，**体现的是温度偏高的趋势**，且高温为阶段性高温热浪并非连续不断，即使在高温热浪期间，仍可能有阶段性降温或降雨过程
国家气候中心	新华网：“超级厄尔尼诺”引关注，国家气候中心最新预测出炉	2026 年 4 月 18 日	国家气候中心预计 5 月进入厄尔尼诺状态，并在夏秋季形成一次中等及以上强度的厄尔尼诺事件，将至少持续至今年年底；国家气候中心首席预报员陈丽娟对是否“冲击高温极限”表示此判断为时过早，因为**厄尔尼诺的增暖效应往往具有滞后性，通常在次年达到峰值，但相关风险在显著上升**

资料来源：央视网、中国新闻网、新华网、国家气候中心、中国气象局、华泰研究

电力供需层面，国家能源局/国家发改委预计 2026 年迎峰度夏期间全国电力供需平衡。2026 年 4 月 27 日，电力司副司长刘阳明表示：“2026 年迎峰度夏期间，预计全国电力供需平衡，华东、华中和南方区域部分省份高峰时段存在供应偏紧情况，通过跨省跨区互济可基本消除”。2026 年 5 月 22 日，国家发改委新闻发言人李超预计 2026 年全社会用电量整体保持平稳增长，若大范围出现极端高温天气，全国最大负荷可能超过 16 亿千瓦，同比增长超过 9000 万千瓦，但夏天全国能源电力供应能力总体能够满足高峰需求。我们认为主要是 2022 年提出的“火电三个八千万”装机近年来陆续投产，可靠装机顶峰能力增强。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：今夏全国能源电力供应总体能够满足高峰需求

机构	新闻报道标题	发布时间	核心内容
国家能源局	2026 年迎峰度夏期间预计全国电力供需平衡	2026 年 4 月 27 日	电力司副司长刘明阳：2026 年迎峰度夏期间，预计全国电力供需平衡，华东、华中和南方区域部分省份高峰时段存在供应偏紧，通过跨省跨区互济可基本消除。华北、东北区域电力供需平衡，西北区域电力供需有余
国家发改委	今夏全国能源电力供应总体能够满足高峰需求	2026 年 5 月 22 日	国家发改委新闻发言人李超：今年夏天全国能源电力供应能力总体能够满足高峰需求；预计 2026 年全国全社会用电量将继续超十万亿千瓦时，比上年可能增长约 5000 亿千瓦时，整体保持平稳增长态势。预计 2026 年全国最大电力负荷在 15.75—16 亿千瓦区间，较去年极值增长 7000—9000 万千瓦左右，若出现大范围极端高温天气，最大负荷可能超过 16 亿千瓦
国家电网	【迎峰度夏进行时】“人工智能+迎峰度夏”科技支撑电网保供	2026 年 6 月 15 日	今年夏季，全球变暖叠加厄尔尼诺现象，天气多变，高温、强降雨等天气发生概率上升。高温天气将大幅增加空调降温用电需求，部分极端天气可能影响电力设备安全运行，能源电力保供压力增大

资料来源：国家发改委、国家能源局、国家电网、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

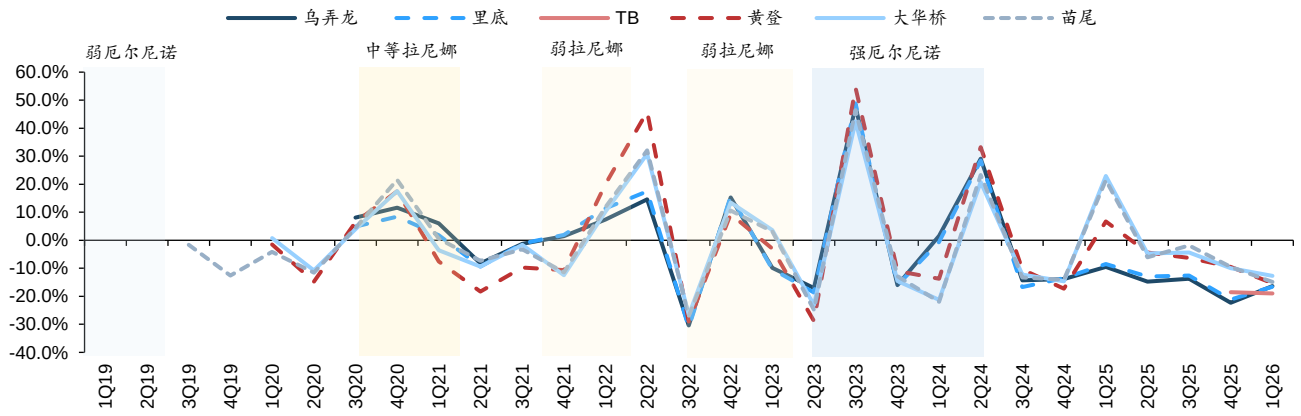
水电总体或受益于厄尔尼诺事件

水电站发电量历史复盘：厄尔尼诺事件不等于来水偏枯

我们将上市公司华能水电、长江电力、国投电力/川投能源，桂冠电力的核心水电站季度发电量/上网电量的同比增速与厄尔尼诺/拉尼娜事件时间跨度进行匹配。由于云南、四川汛期为 6-10 月，5、11 月为平水期，1-4 月和 12 月为枯水期，枯水期 1-4 月电量和前一年汛期的蓄水情况相关度一般高于当期来水，所以我们核心关注每年 Q3 的电量 yoy 情况。发现：

华能水电澜沧江上游云南段：厄尔尼诺事件中易来水偏早（Q2 电量同比高增），整体偏丰。澜沧江上游云南段水电站上网电量 yoy 趋势较为一致，波动幅度上乌弄龙和里底水电站相对黄登、大华桥和苗尾更小。在中等/弱拉尼娜事件后的 3Q21、3Q22，上述水电站的上网电量均呈现同比下降趋势，虽然 3Q23 也处于一次弱拉尼娜事件之后，但由于当时正处于一次强厄尔尼诺事件中，叠加前期连续两年在拉尼娜事件滞后影响中来水偏枯导致的基数偏低，3Q23 上述电站上网电量同比高增，由于 2Q24 处于强厄尔尼诺的尾部效应中，当年来水偏早，3Q24 反而出现丰枯急转。

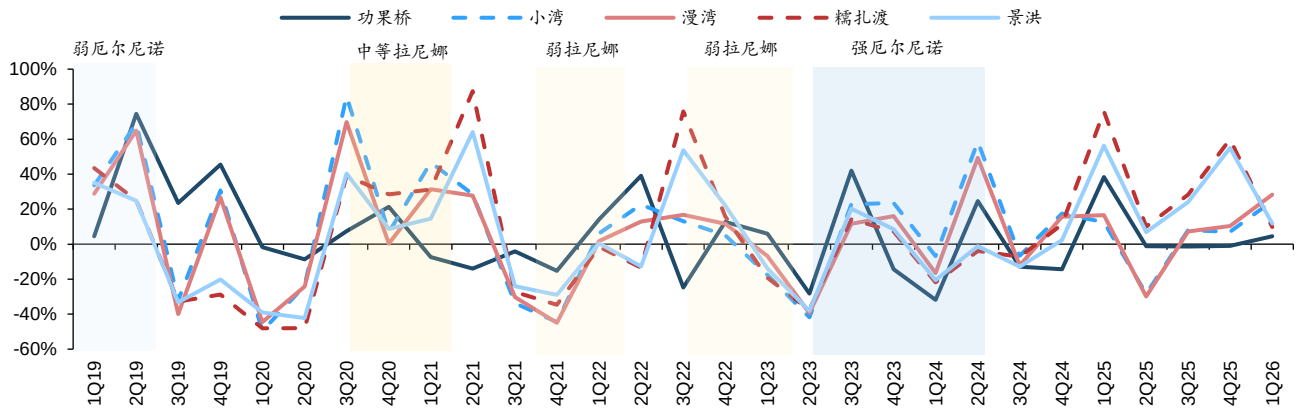
图表7：华能水电澜沧江上游云南段水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系



注：1）上述电站电量的同比增速仅展示可比时期数据；2）上图厄尔尼诺和拉尼娜事件时间跨度为大致区间
资料来源：华能水电公告、国家气候中心、华泰研究

华能水电澜沧江中下游：得益于强调节能力，拉尼娜事件干旱影响下抗风险能力强。厄尔尼诺现象下总体影响和上游电站较为相似，区别是，得益于小湾和糯扎渡水电站的多年调节能力，在靠近中等拉尼娜事件的 3Q20 和两次弱拉尼娜事件之间的 3Q22，华能水电位于澜沧江中下游的水电站上网电量总体同比增长。

图表8：华能水电澜沧江中下游水电站发电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系

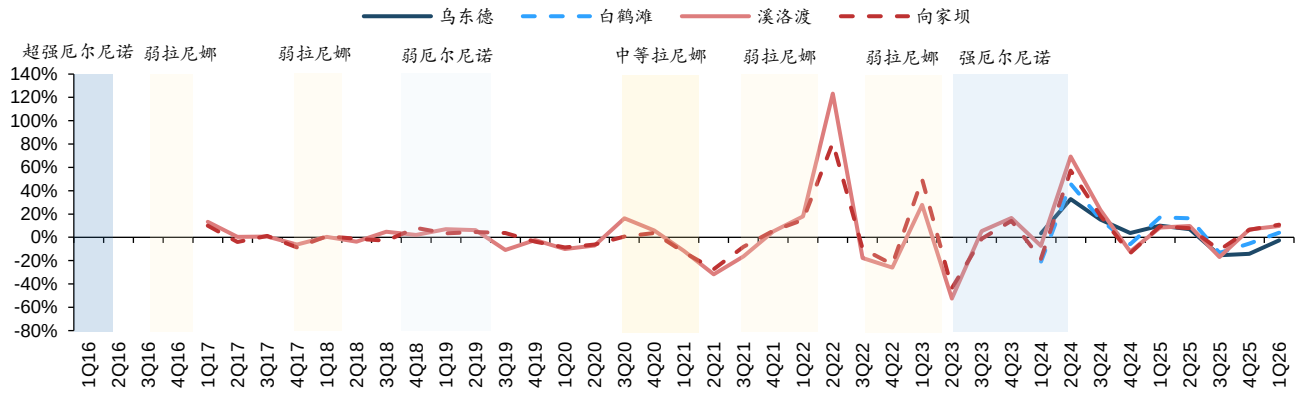


注：1）上述电站电量的同比增速仅展示可比时期数据；2）上图厄尔尼诺和拉尼娜事件时间跨度为大致区间
资料来源：华能水电公告、国家气候中心、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

溪洛渡、向家坝水电站投产后的两次弱拉尼娜和一次弱厄尔尼诺事件对其主汛期上网电量影响较小，直至 3Q20 后的三年内出现三次拉尼娜事件，溪洛渡/向家坝水电站汛期的发电量 yoy 开始大幅波动，从 Q3 看，分别位于两次拉尼娜事件夹击影响下的 3Q21 和 3Q22 发电量均同比下滑，3Q23 由于处于强厄尔尼诺事件中发电同比增长，强厄尔尼诺事件后的 3Q24 发电量持续同比增长态势。

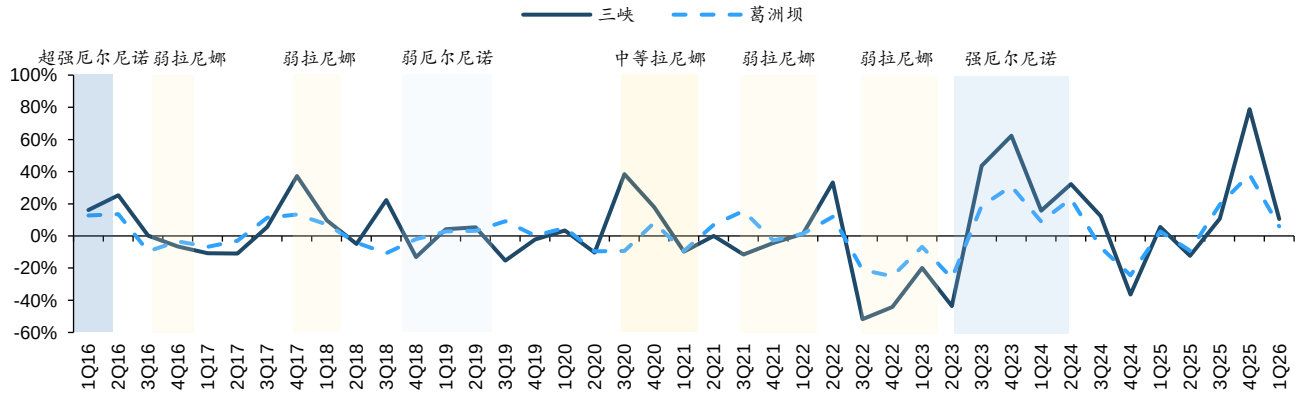
图表9：长江电力金沙江中下游水电站发电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系



注：1）上述电站电量的同比增速仅展示可比时期数据；2）上图厄尔尼诺和拉尼娜事件时间跨度为大致区间
资料来源：长江电力公告、国家气候中心、华泰研究

长江电力长江流域：三峡水电站 Q3 发电量 yoy 和厄尔尼诺/拉尼娜事件关联性在高强度事件或多次事件叠加影响下较为显著。在 2020 年末-2023 年初的三次拉尼娜事件影响下，3Q22 三峡水电站的发电量同比大幅下降。处于强厄尔尼诺事件影响下的 3Q23 和强厄尔尼诺事件后的 3Q24，三峡水电站发电量均同比增长，其中 3Q23 同比增幅显著更高和上年同期基数低有关。

图表10：长江电力长江上游末端/中游起始段水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系

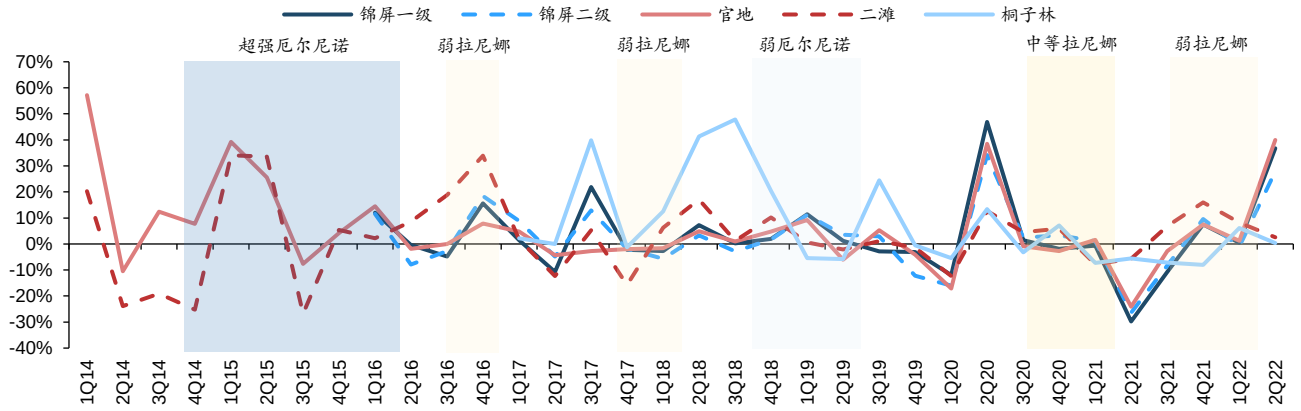


注：1）上述电站电量的同比增速仅展示可比时期数据；2）上图厄尔尼诺和拉尼娜事件时间跨度为大致区间
资料来源：长江电力公告、国家气候中心、华泰研究

国投电力/川投能源雅砻江中下游水电站：厄尔尼诺事件结束后的 Q3 上网电量同比增长。观察 2014 年底-2016 年初的超强厄尔尼诺事件和 2018 年底-2019 年上半年的弱厄尔尼诺事件，处于厄尔尼诺事件中的 3Q15 雅砻江中下游水电站上网电量同比下滑，而厄尔尼诺事件结束后的 3Q16 和 3Q19，雅砻江中下游水电站上网电量总体呈现同比增长趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

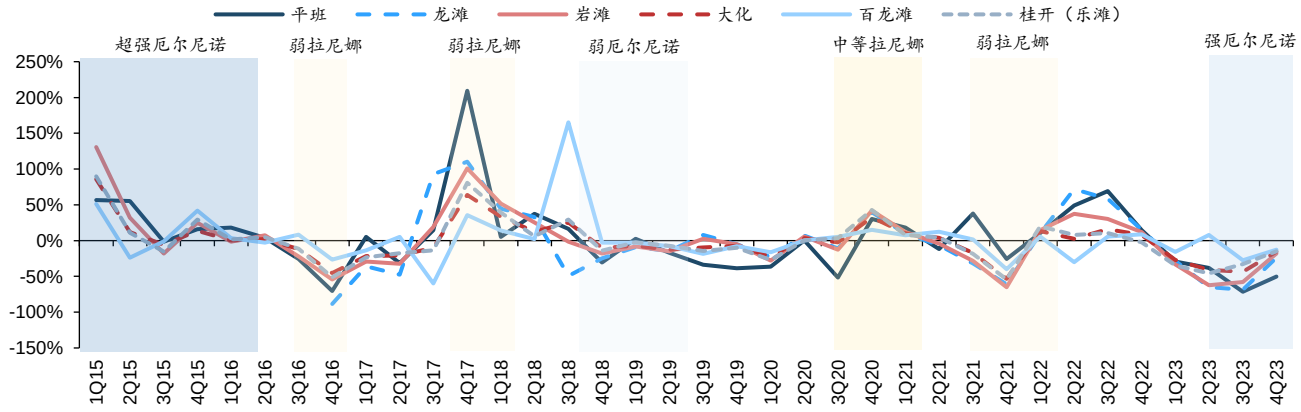
图表11：国投电力/川投能源：雅砻江中下游水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系



注：1）上述电站电量的同比增速仅展示可比时期数据；2）上图厄尔尼诺和拉尼娜事件时间跨度为大致区间
资料来源：国投电力公告、国家气候中心、华泰研究

桂冠电力红水河流域水电站上网电量同比增长多发生于拉尼娜事件之后。从 1Q15-4Q23 的上网电量 yoy 复盘看，桂冠电力红水河流域水电站处于厄尔尼诺事件中或之后的 Q3 并未出现上网电量的同比增长，反而是在拉尼娜事件之后的 3Q17/3Q18/3Q21/3Q22 部分水电站出现上网电量同比增长情况。

图表12：桂冠电力：红水河流域水电站上网电量 yoy 与厄尔尼诺/拉尼娜事件关系



注：1）上述电站电量的同比增速仅展示可比时期数据；2）上图厄尔尼诺和拉尼娜事件时间跨度为大致区间
资料来源：桂冠电力公告、国家气候中心、华泰研究

主汛期 6-8 月来水趋势预测：总体偏多概率较大，不同流域有分化

我们根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》中对我国不同区域降雨趋势的判断，综合不同水电站所在的地理位置，对水电站 2026 年主汛期 6-8 月来水情况进行大致预测。结论为：

长江电力：三峡/葛洲坝阶段性偏少，其他电站接近多年平均水平或略偏多。受“云南西部、四川西部”多雨带的辐射影响，乌东德、白鹤滩、溪洛渡水电站来水有望接近多年平均水平或略偏多，向家坝地处四川南部，不属于严重偏多或偏少的核心区，降水或接近多年平均水平；三峡和葛洲坝处于湖北省的西部，属于《2026 年主汛期气候趋势预测》中描述的“湖北大部”范畴，主汛期来水压力或较大，但其处于多江汇流后的长江上游/中游衔接地段，支流来水偏多或减弱当地降雨偏少影响，预计三峡和葛洲坝来水阶段性较多年平均偏少。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：长江电力核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测

水电站名称	具体地理位置/省份方位	2026 年 6—8 月主汛期降雨/来水趋势预测	判断依据
乌东德水电站	云南省北部 / 四川省南部（金沙江干流）	接近常年同期到略偏多	介于四川盆地中南部与滇北之间，受“云南西部、四川西部”多雨带的辐射影响，来水有偏多预期。
白鹤滩水电站	四川省西南部（宁南） / 云南省东北部	接近常年同期到略偏多	紧邻四川西部多雨带边缘，预计主汛期来水情况好于长江中下游电站。
溪洛渡水电站	四川省西南部 / 云南省东北部（金沙江下游）	接近常年同期到略偏多	地处川滇交界，虽靠近四川西部和云南西部（偏多），但更接近长江上游干流过渡带，预计整体属于常年同期到略偏多状态，来水相对稳定。
向家坝水电站	四川省南部（宜宾） / 云南省东北部	接近常年同期	地处四川南部，不属于严重偏多或偏少的核心区，预计降水接近常年同期。
三峡水电站	湖北省西部（宜昌市）	阶段性偏少	属于“湖北大部”范畴，气象局预测该区域偏少 2~5 成，面临阶段性气象干旱，主汛期来水压力较大。
葛洲坝水电站	湖北省西部（宜昌市）	阶段性偏少	与三峡同区域，属于“湖北大部”，预计降水偏少 2~5 成。

注：1）降雨/来水预测主要根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》；2）降雨/来水预测均为较多年同期（常年同期）的对比
资料来源：国家气候中心、华泰研究预测

国投电力/川投能源：雅砻江水电所有在运水电站由于地处“四川西部”核心多雨带，来水量有望较多年平均水平偏多。

图表14：国投电力/川投能源：雅砻江水电核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测

水电站名称	具体地理位置/省份方位	2026 年 6—8 月主汛期降雨/来水趋势预测	判断依据
两河口水电站	四川省西部（甘孜州雅江县，雅砻江中游干流）	偏多	地处“四川西部”核心多雨带。由于两河口拥有多年调节能力，主汛期降水偏多将利好其拦蓄洪水，并在汛后及枯水期转化为发电效益。
杨房沟水电站	四川省西部（凉山州木里县，雅砻江中游干流）	偏多	同样属于“四川西部”区域。作为两河口的下一级电站，有望直接受益于雅砻江中游整体偏多的来水。
锦屏一级/二级水电站	四川省西部（凉山州雅砻江）	偏多	属于“四川西部”多雨带核心区域，预计降水偏多。
官地水电站	四川省西部（凉山州雅砻江）	偏多	属于“四川西部”区域，主汛期来水预期乐观。
二滩水电站	四川省西部（攀枝花/凉山雅砻江）	偏多	属于“四川西部”区域，主汛期降水有望偏多。
桐子林水电站	四川省西部/西南部（攀枝花市盐边县，雅砻江干流最下游段）	偏多	地处“四川西部”区域，属于国家气象局划定的多雨带。作为雅砻江梯级开发的最后一级（二滩的下一级），它将直接承接上游整个多雨河段汇聚而来的充沛来水。

注：1）降雨/来水预测主要根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》；2）降雨/来水预测均为较多年同期（常年同期）的对比
资料来源：国家气候中心、华泰研究预测

华能水电：地处“云南西部”的澜沧江上中游水电站来水有望偏多。澜沧江上游云南段所有水电站以及偏中游的功果桥、小湾水电站由于地处“云南西部”多雨带范围，2026 年 6-8 月来水有望较多年平均水平偏多；漫湾和糯扎渡水电站位于澜沧江的中游偏南，但由于上游水电站来水或偏丰，上述两座水电站来水有望接近多年平均水平或略偏多；景洪水电站位于云南南部，不属于核心降水区，但受益于上游水电站梯级调度作用，来水有望接近多年平均水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：华能水电核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测

水电站名称	具体地理位置/省份方位	2026 年 6—8 月主汛期降雨/来水趋势预测	判断依据
乌弄龙水电站	云南省西北部（迪庆州德钦县，澜沧江上游）	偏多	属于“云南西部”多雨带范围。
里底水电站	云南省西北部（迪庆州维西县，澜沧江上游）	偏多	
TB 水电站	云南省西北部（迪庆州维西县，澜沧江上游）	偏多	
黄登水电站	云南省西北部（怒江州兰坪县，澜沧江上游）	偏多	
大华桥水电站	云南省西北部（怒江州兰坪县，澜沧江上游）	偏多	
苗尾水电站	云南省西部（大理州云龙县，澜沧江上游）	偏多	
功果桥水电站	云南省西部（大理州云龙县，澜沧江西北/西部段）	偏多	属于“云南西部”多雨带范围。
小湾水电站	云南省西部（大理州/临沧市交界，澜沧江中游）	偏多	属于“云南西部”核心多雨带。作为澜沧江的三大龙头水库之一，具多年调节能力，主汛期降水偏多将利好其蓄水，并在汛后及枯水期为全流域释放梯级补偿效益。
漫湾水电站	云南省中西部（普洱市景东县/临沧市云县交界）	接近常年同期到略偏多	位于中游偏南，紧邻“云南西部”多雨带，受上游（乌弄龙至小湾）全线偏多来水的汇聚叠加，漫湾入库来水或将较为充沛。
糯扎渡水电站	云南省普洱市（澜沧江下游）	接近常年同期到略偏多	作为澜沧江容量最大的超级龙头水库，具多年调节能力，虽然其自身地理位置靠近云南中南部，但由于整个澜沧江中上游（云南西部）全面多雨，上游汇水或将较为强劲。
景洪水电站	云南省西双版纳州（澜沧江下游段）	接近常年同期	地处云南最南端，不属于强降水核心区。但受上游小湾、糯扎渡两大龙头水库的联合调度与控流影响，主汛期发电出力有望保持平稳。

注：1）降雨/来水预测主要根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》；2）降雨/来水预测均为较多年同期（常年同期）的对比
资料来源：国家气候中心、华泰研究预测

桂冠电力：总体或接近多年平均或略偏多的水平。平班水电站有望接近多年平均水平；龙滩水电站地处桂西北，由于红水河上游汇水区（黔桂滇交界）整体降水稳健，来水有望接近多年平均水平或略偏多。主要受上游来水和区域降雨影响，岩滩、大化、百龙滩、桂开等水电站来水也有望接近多年平均水平或略偏多。

图表16：桂冠电力红水河流域核心水电站 2026 年主汛期（6-8 月）来水较多年平均趋势预测

水电站名称	具体地理位置/省份方位	2026 年 6—8 月主汛期降雨/来水趋势预测	判断依据
平班水电站	广西壮族自治区西北部（百色市/贵州黔西南州交界，南盘江/红水河上游）	接近常年同期	位于红水河最上游源头段（龙滩上游），地理位置接近常年同期，来水表现有望相对平稳。
龙滩水电站	广西壮族自治区西北部（河池市天峨县，红水河上游）	接近常年同期到略偏多	地处桂西北，红水河上游汇水区（黔桂滇交界）整体降水稳健。作为红水河的龙头水库，具多年调节能力，主汛期来水及蓄水或有较好保障。
岩滩水电站	广西壮族自治区西北部（河池市大化县，红水河中游）	接近常年同期到略偏多	位于红水河中游段，主要承接龙滩水库的下泄流量与区间汇水，主汛期来水情况有望保持稳定。
大化水电站	广西壮族自治区中西部（河池市大化县，红水河中游）	接近常年同期到略偏多	属于红水河中游梯级，有望受益于上游龙滩和岩滩的联合控流调节。
百龙滩水电站	广西壮族自治区中西部（河池市都安县/南宁市马山县交界）	接近常年同期到略偏多	地处广西中西部过渡带，降水及来水有望接近常年同期水平。
桂开（乐滩）水电站	广西壮族自治区中部（来宾市忻城县，红水河下游）	接近常年同期到略偏多	由于逐渐接近“广西东南部”偏多区域，受多雨带对流辐射影响，局部降雨及入库来水可能略有增多。

注：1）降雨/来水预测主要根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》；2）降雨/来水预测均为较多年同期（常年同期）的对比
资料来源：国家气候中心、华泰研究预测

国电电力：大渡河流域梯级电站主汛期来水较多年平均偏多程度或自上而下逐渐减弱。大渡河上、中游的猴子岩、大岗山、瀑布沟和深溪沟水电站由于地处四川省西部，2026 年主汛期来水有望偏多，中下游电站接近多年平均水平，但越接近具有多年调节能力瀑布沟水电站的梯级电站，或越受益于上游来水偏丰带来的“联合调度”效应。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表17：国电电力大渡河流域核心水电站2026年主汛期（6-8月）来水较多年平均趋势预测

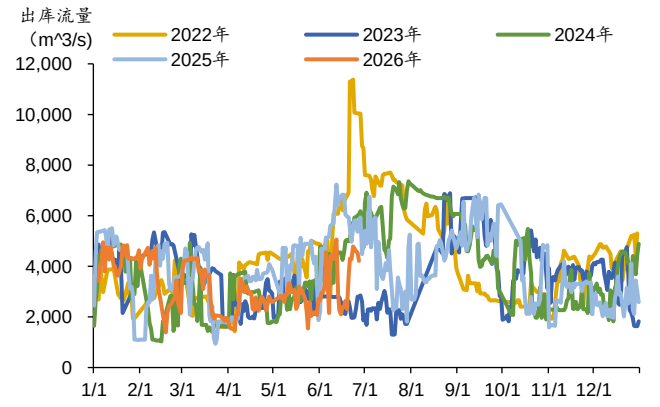
水电站名称	具体地理位置/省份方位	2026年6—8月主汛期降雨/来水趋势预测	判断依据
猴子岩水电站	四川省西部（甘孜州康定市，大渡河上游干流）	偏多	地处"四川西部"核心多雨带。作为大渡河上游的大型骨干水库，主汛期来水有望较为充沛
大岗山水电站	四川省西部（雅安市石棉县/甘孜州泸定县交界，大渡河中游）	偏多	属于"四川西部"多雨带范围，中游来水有望较常年同期偏多
瀑布沟水电站	四川省西部/西南部（雅安市汉源县/凉山州甘洛县交界，大渡河中游）	偏多	属于"四川西部"辐射区。作为大渡河流域的多年调节"龙头水库"，主汛期上游来水偏多将来强汇水，利好其蓄水发电。
深溪沟水电站	四川省西部/西南部（雅安市汉源县/乐山市金口河区交界）	偏多	紧邻瀑布沟下游，直接承接龙头水库的控流下泄，主汛期来水情况或乐观
枕头坝一级水电站	四川省中西部（乐山市金口河区，大渡河中下游）	接近常年同期到略偏多	地处大渡河中下游过渡带，有望受益于上游（猴子岩、瀑布沟等）整个多雨河段汇聚而来的充沛径流
枕头坝二级水电站	四川省中西部（乐山市金口河区，大渡河中下游）	接近常年同期到略偏多	与一级相邻，主汛期有望受益于上游来水偏多
沙坪一级水电站	四川省中西部（乐山市金口河区/峨边县交界）	接近常年同期到略偏多	属于中下游梯级，有望受益于上游丰水汇聚影响
沙坪二级水电站	四川省中西部（乐山市峨边县）	接近常年同期到略偏多	属于中下游梯级，有望受益于上游丰水汇聚影响
龚嘴水电站	四川省中西/中南部（乐山市沙湾区，大渡河下游）	接近常年同期	位于大渡河下游段，地理位置逐渐接近四川盆地腹地，自身降水接近常年
铜街子水电站	四川省中西/中南部（乐山市沙湾区，大渡河干流最下游）	接近常年同期	作为大渡河的最末级梯级电站，自身降水平稳

资料来源：华泰研究预测注：1）降雨/来水预测主要根据国家气候中心2026年4月1日发布的《2026年主汛期气候趋势预测》；2）降雨/来水预测均为较多年同期（常年同期）的对比

资料来源：国家气候中心、华泰研究预测

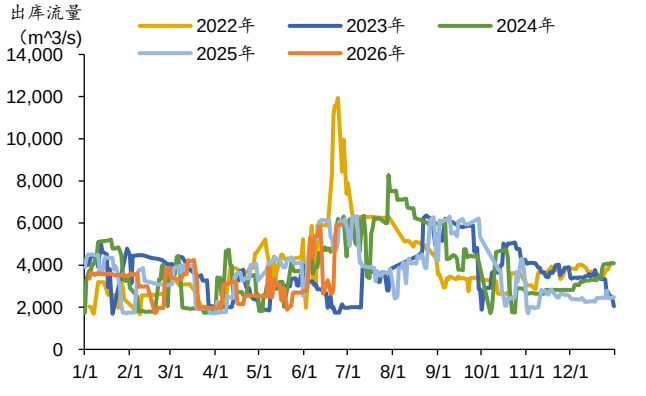
从高频数据跟踪结果来看，多数电站6月末来水情况开始逐渐和根据《2026年主汛期气候趋势预测》做出的预期趋同。由于数据可得性问题，我们历史出库流量数据最早可跟踪至2019年，图表仅展示2022年开始的数据主要考虑年份太多，线条太多，直观性较差。2026年截至目前出库流量与2019-2025年同期平均值对比，三峡持续大幅偏丰，瀑布沟/龚嘴偏丰，溪洛渡/向家坝和锦屏一级/二滩1Q26偏丰/2Q26截至目前数据偏枯，但进入6月末期，溪洛渡/向家坝出库流量同比偏少态势有所收窄，锦屏一级/二滩已由同比偏枯转同比大幅偏丰（注：历史上6月出库流量约占6-8月的1/5左右）。2026年的6月1日-29日，溪洛渡/向家坝/三峡/锦屏一级/二滩平均出库流量较2019-2025年的6月出库流量平均值-17%/-2%/+16%/-35%/-2%，龚嘴/瀑布沟平均出库流量较2022-2025年的6月出库流量平均值+13%/+19%。由于主汛期仅开始不足1月，核心还要观测7-8月情况。

图表18：溪洛渡水电站日度出库流量数据



资料来源：四川水文网、华泰研究

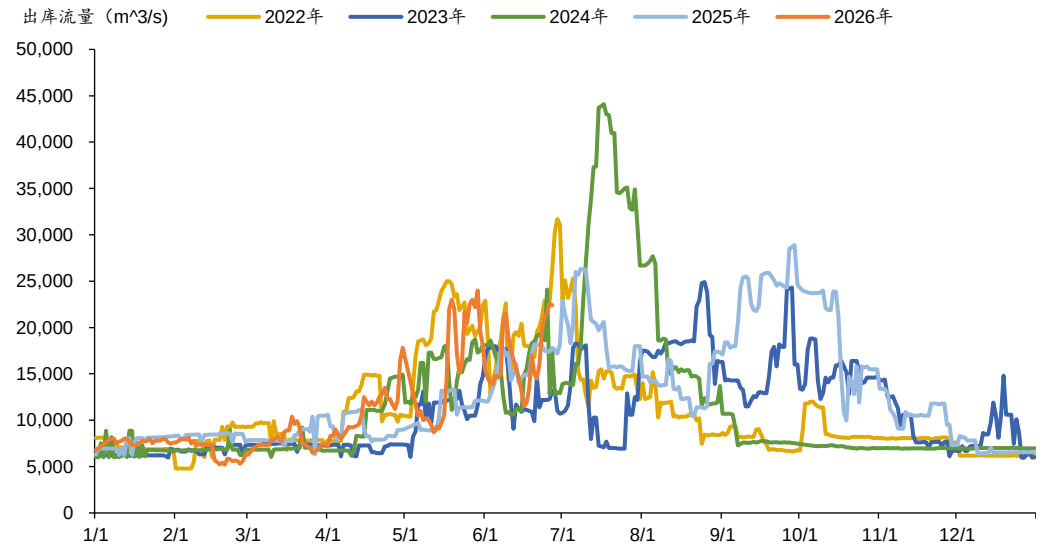
图表19：向家坝水电站日度出库流量数据



资料来源：四川水文网、华泰研究

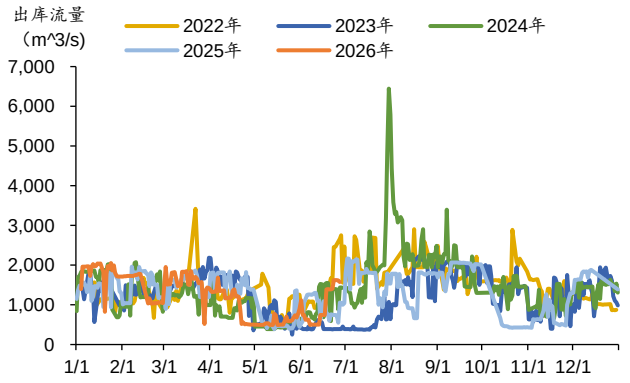
下载日志已记录，仅供内部参考

图表20：三峡水电站日度出库流量数据



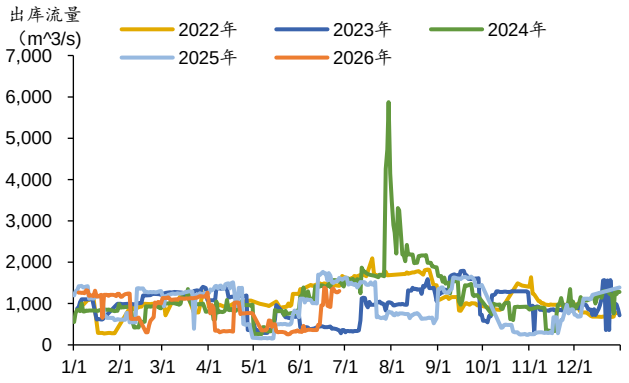
资料来源：长江水文网、华泰研究

图表21：二滩水电站日度出库流量数据



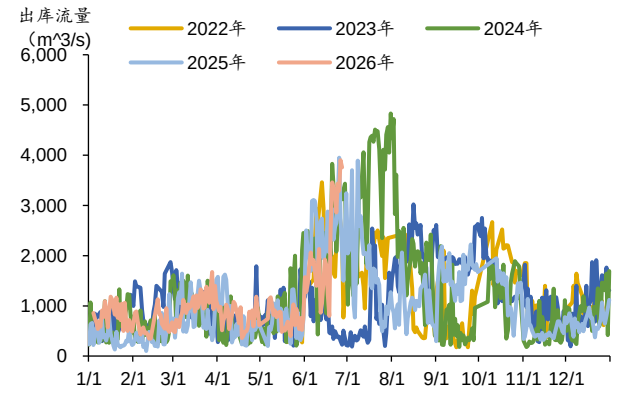
资料来源：四川水文网、华泰研究

图表22：锦屏一级水电站日度出库流量数据



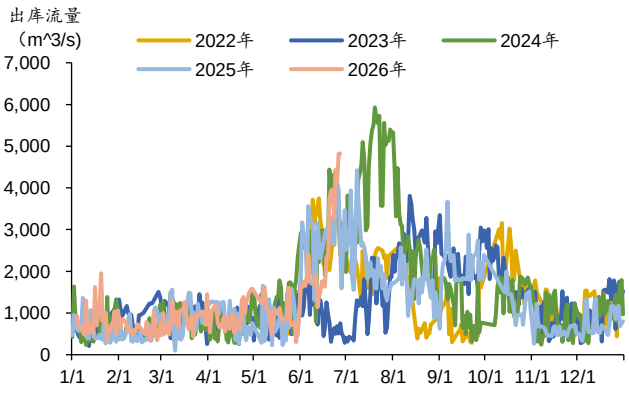
资料来源：四川水文网、华泰研究

图表23：瀑布沟水电站日度出库流量数据



资料来源：四川水文网、华泰研究

图表24：龚嘴水电站日度出库流量数据



资料来源：四川水文网、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

股价估值复盘：大水电业绩有弹性，但估值处于近三年偏低水平

风格切换导致大水电 3Q24 以来季度股价涨跌幅表现不佳。大水电作为盈利能力相对稳健的长久期资产，红利风格突出，自 3Q24 以来市场逐渐从红利风格切换到成长板块，水电伴随电力板块调整，但 2026 年以来，火电板块虽承受 2026 年年度长协电价同比下降压力，但在市场对电力供需二阶导转正等电价周期底部预期下，股价表现较优；新能源上市公司受益于“绿电直连”“算电协同”等概念 1Q26 股价涨幅较大；核电公司得益于年初辽宁“机制电价”政策出台，市场预期重返“稳健成长”逻辑，尤其中国广核 1Q26 市场表现优异。大水电 1Q26 股价小幅反弹后，6 月又呈现回调趋势，回调幅度排名基本和高频来水趋势排名一致。

中小水电得益于来水持续偏丰和“资产注入”等股价表现优于水电板块平均水平。4Q25 以来，桂冠电力/黔源电力季度股价涨幅较高，尤其桂冠电力 4Q25/1Q26 季度股价涨幅高达 20%/21%，主要是：1）得益于来水偏丰，桂冠电力/黔源电力 2025 年归母净利润同比增长 43.6%/175.02%，1Q26 归母净利润同比增长 58.1%/72.1%。2）2025 年底大唐集团向桂冠电力注入西藏清洁能源资产，股价开始 price-in 市场对桂冠电力形成的西藏区域资产规模扩张预期。

图表25：各子板块电力公司 2022 年以来季度涨跌幅对比

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26(YTD)
华能国际	-29%	2%	8%	0%	13%	8%	-15%	-2%	22%	3%	-18%	-12%	2%	3%	3%	6%	-6%	4%
国电电力	-21%	55%	4%	5%	-11%	1%	-1%	15%	21%	19%	-8%	-15%	-3%	9%	5%	3%	-4%	-3%
浙能电力	-16%	2%	-9%	10%	3%	42%	-16%	8%	45%	7%	-2%	-16%	1%	-7%	-2%	1%	10%	-3%
华电国际	-34%	11%	60%	-1%	-2%	16%	-20%	0%	34%	1%	-12%	-5%	2%	-5%	-5%	-1%	-5%	-2%
申能股份	-18%	-6%	5%	-5%	7%	22%	-9%	1%	23%	17%	-3%	11%	-6%	-3%	-4%	-1%	15%	-3%
京能电力	-17%	12%	-3%	7%	-4%	25%	-18%	-5%	14%	-4%	17%	-5%	2%	25%	-6%	23%	0%	30%
华能蒙电	-22%	19%	6%	-7%	-5%	25%	-11%	11%	18%	1%	8%	-10%	-9%	4%	5%	10%	14%	-5%
皖能电力	-29%	2%	12%	0%	10%	35%	-8%	3%	33%	9%	-6%	-5%	-6%	-2%	1%	12%	6%	-9%
广州发展	-22%	0%	-17%	7%	6%	8%	-2%	-12%	14%	8%	5%	-5%	-1%	2%	5%	1%	9%	-12%
大唐发电	-27%	2%	37%	-16%	9%	9%	-19%	-9%	21%	3%	-1%	-4%	4%	7%	9%	4%	13%	86%
宝新能源	-18%	-8%	8%	38%	-7%	16%	-23%	-18%	14%	7%	-4%	-9%	-8%	14%	3%	-9%	18%	-1%
建投能源	-19%	3%	4%	19%	-2%	52%	-26%	-12%	33%	-4%	-13%	4%	1%	23%	7%	15%	9%	-2%
陕西能源	-	-	-	-	-	-	-15%	-5%	15%	21%	-5%	-15%	0%	-2%	3%	4%	16%	-1%
新集能源	29%	-13%	-6%	-12%	-1%	3%	20%	6%	65%	14%	-10%	-18%	-5%	-6%	-1%	6%	15%	15%
淮河能源	37%	-5%	-21%	-3%	2%	4%	8%	-13%	9%	53%	-2%	4%	-15%	4%	-4%	1%	13%	-10%
三峡能源	-18%	2%	-10%	0%	-3%	-2%	-10%	-9%	7%	-7%	13%	-10%	-3%	1%	1%	-4%	4%	-11%
龙源电力	-	-18%	-20%	5%	-5%	29%	-11%	0%	-5%	-8%	-1%	-6%	6%	-3%	10%	-13%	11%	6%
节能风电	-29%	6%	-8%	-2%	2%	-3%	-11%	-8%	-2%	4%	10%	-4%	-7%	0%	10%	-6%	45%	-8%
太阳能	-22%	-5%	-18%	9%	-7%	1%	-15%	-4%	-6%	-10%	12%	-7%	-6%	-1%	5%	-2%	25%	-17%
新天绿能	-24%	-6%	-19%	-2%	-3%	-5%	-6%	-1%	0%	0%	3%	-7%	-6%	8%	2%	-6%	18%	-18%
中闽能源	-14%	13%	-32%	-6%	-3%	9%	-16%	-6%	-1%	12%	6%	21%	-14%	-2%	2%	5%	41%	-35%
福能股份	-32%	27%	-23%	-1%	16%	-6%	-1%	-3%	27%	11%	-9%	-4%	-8%	5%	6%	-4%	10%	1%
长江电力	-3%	5%	2%	-8%	1%	4%	5%	5%	7%	16%	7%	-2%	-5%	8%	-7%	0%	0%	-1%
华能水电	-12%	23%	-2%	-4%	7%	3%	4%	16%	11%	14%	7%	-18%	-4%	6%	-1%	-4%	9%	-9%
国投电力	-19%	12%	4%	1%	0%	17%	-5%	12%	14%	21%	-4%	-2%	-13%	2%	-9%	0%	8%	-8%
川投能源	-14%	11%	4%	2%	8%	14%	1%	2%	10%	13%	3%	-8%	-7%	0%	-9%	-3%	7%	-6%
桂冠电力	-17%	17%	-4%	-2%	-3%	4%	1%	0%	6%	31%	-7%	-2%	-5%	-3%	7%	20%	21%	-4%
黔源电力	-16%	17%	-9%	14%	-3%	-3%	-4%	2%	16%	11%	-6%	-7%	6%	-2%	7%	8%	2%	3%
中国广核	-13%	3%	-3%	2%	7%	8%	4%	-1%	30%	15%	-1%	-8%	-12%	0%	2%	4%	23%	-15%
中国核电	-2%	-15%	-13%	3%	6%	10%	6%	3%	23%	16%	6%	-6%	-12%	1%	-5%	-1%	5%	-1%

注：采用前复权股价测算

资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

国投电力/长江电力最新收盘日 PE-TTM 处于近三年的最低水平。我们认为黔源电力最新收盘日 PE-TTM 显著低于历史水平或因近年来光伏投资导致盈利增速慢于净资产增速。国投电力最新收盘日 PE-TTM14.38x，为近 10 年/5 年/3 年均值的 89%/82%/84%。长江电力最新收盘日 PE-TTM18.20x，为近 3 年平均水平的 82%。从历史分位数视角看，长江电力/国投电力最新收盘日 PE-TTM 处于近 3 年 1%分位，川投能源/长江电力/国投电力最新收盘日 PE-TTM 处于近 5 年 21%/26%/32%分位。

图表26： 水电上市公司最新收盘日 PE-TTM/历史均值

	长江电力	川投能源	国投电力	华能水电	桂冠电力	黔源电力
基数为近 10 年均值	95%	100%	89%	93%	96%	60%
基数为近 5 年均值	89%	92%	82%	106%	85%	90%
基数为近 3 年均值	82%	87%	84%	93%	70%	66%

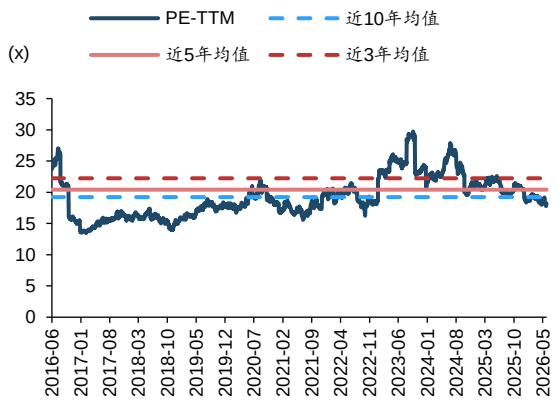
注：最新收盘日为 2026/6/29
资料来源：Wind、华泰研究

图表27： 水电上市公司最新收盘日 PE-TTM 位于历史分位数

	长江电力	川投能源	国投电力	华能水电	桂冠电力	黔源电力
近 10 年分位数	45%	45%	43%	48%	54%	22%
近 5 年分位数	26%	21%	32%	54%	36%	21%
近 3 年分位数	1%	4%	1%	21%	6%	0%

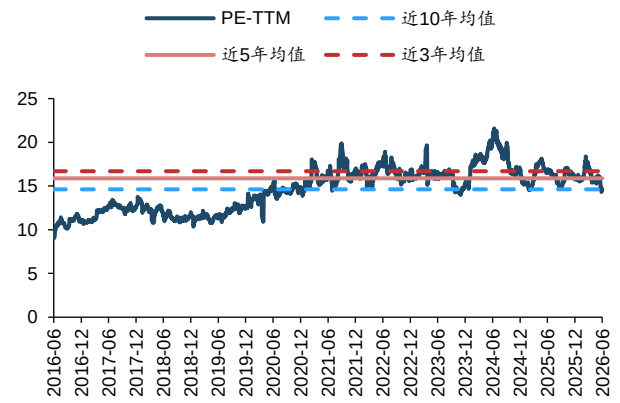
注：最新收盘日为 2026/6/29
资料来源：Wind、华泰研究

图表28： 近 10 年长江电力 PE-TTM 估值复盘



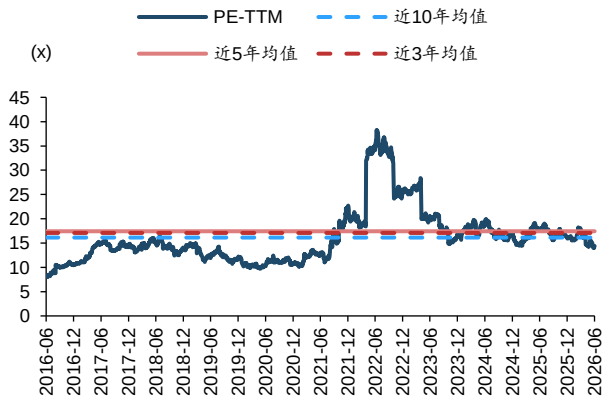
资料来源：Wind、华泰研究

图表29： 近 10 年川投能源 PE-TTM 估值复盘



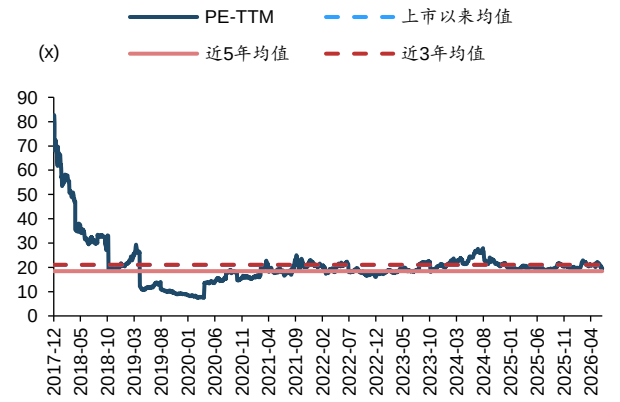
资料来源：Wind、华泰研究

图表30： 近 10 年国投电力 PE-TTM 估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

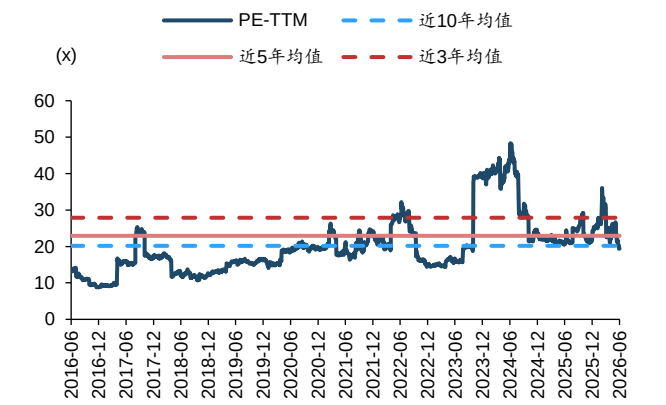
图表31： 华能水电上市以来 PE-TTM 估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

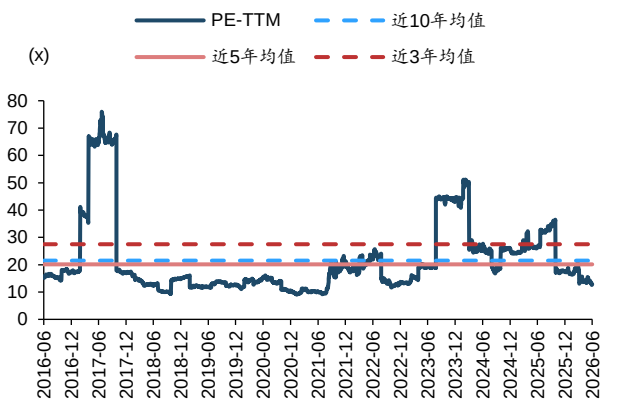
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：近 10 年桂冠电力 PE-TTM 估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

图表33：近 10 年黔源电力 PE-TTM 估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

川投能源最新收盘日 PB(LF)处于近 10 年低位。川投能源最新收盘日 PB(LF)1.49x，为近 10 年/5 年/3 年均值的 83%/83%/79%，国投电力最新收盘日 PB(LF)1.55x，为近 10 年/5 年/3 年均值的 90%/89%/81%，总体看显著低于其他水电公司。从历史分位数视角看，川投能源最新收盘日 PB(LF)处于近 3/5/10 年 0%/5%/5%分位，国投电力最新收盘日 PB(LF)处于近 3/5/10 年 2%/20%/18%分位，长江电力最新收盘日 PB(LF)处于近 3 年 10%分位。

图表34：水电上市公司最新收盘日 PB(LF)/历史均值

	长江电力	川投能源	国投电力	华能水电	桂冠电力	黔源电力
基数为近 10 年均值	102%	83%	90%	112%	140%	104%
基数为近 5 年均值	98%	83%	89%	105%	136%	171%
基数为近 3 年均值	90%	79%	81%	86%	125%	164%

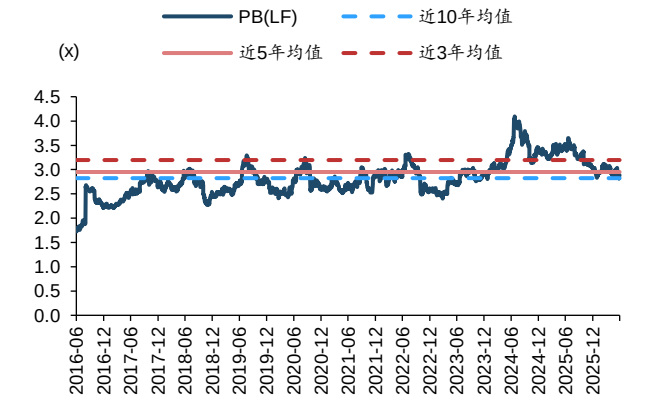
注：最新收盘日为 2026/6/29
资料来源：Wind、华泰研究

图表35：水电上市公司最新收盘日 PB(LF) 位于历史分位数

	长江电力	川投能源	国投电力	华能水电	桂冠电力	黔源电力
近 10 年分位数	59%	5%	18%	66%	97%	70%
近 5 年分位数	45%	5%	20%	59%	95%	85%
近 3 年分位数	10%	0%	2%	14%	89%	77%

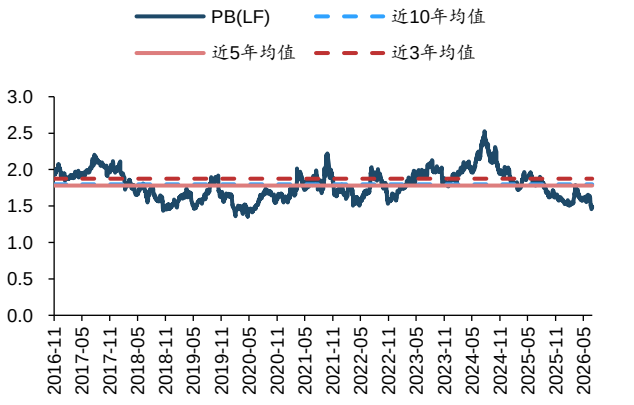
注：最新收盘日为 2026/6/29
资料来源：Wind、华泰研究

图表36：近 10 年长江电力 PB(LF)估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

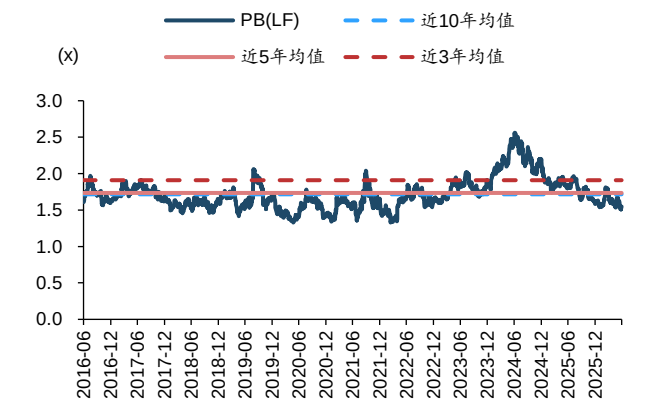
图表37：近 10 年川投能源 PB(LF)估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图表38： 近 10 年国投电力 PB(LF)估值复盘



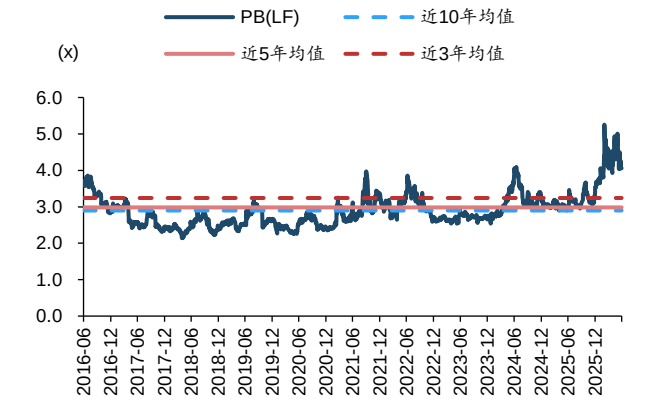
资料来源：Wind、华泰研究

图表39： 华能水电上市以来 PB(LF)估值复盘



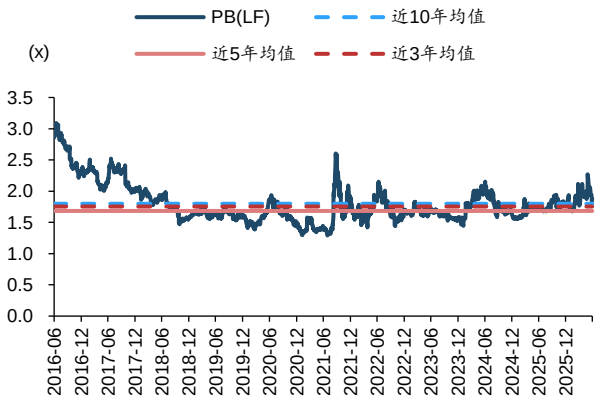
资料来源：Wind、华泰研究

图表40： 近 10 年桂冠电力 PB(LF)估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

图表41： 近 10 年黔源电力 PB(LF)估值复盘



资料来源：Wind、华泰研究

我们在大水电上市公司 2025 年经营/财务数据的基础上测算含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析，核心结论如下：

1） **对于大水电而言，来水带来电量增长业绩弹性高于电价波动影响。**虽然市场担忧江苏/浙江/广东等省份 2026 年年度长协电价同比下降对大水电带来业绩负面影响，但由于大水电市场化比例相对较低，实际影响程度远小于各省表观市场化电价同比降幅。且我们测算长江电力/华能水电 5%的上网电量增长可以抵消近 1.5/1 分的含税上网电价降幅，雅砻江水电 5%的上网电量增长可以抵消 1.5 分的含税上网电价降幅。

2） 若参考我们根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》中对大水电核心电站 2026 年主汛期来水的预测，**大水电中国投电力/川投能源/华能水电的 2026 年主汛期业绩有望获得较高向上弹性。**

图表42： 长江电力含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
-0.015	-35%	-26%	-18%	-10%	-1%	7%	15%
-0.01	-31%	-23%	-15%	-7%	2%	10%	18%
-0.005	-28%	-20%	-12%	-3%	5%	13%	22%
0	-25%	-17%	-8%	0%	8%	17%	25%
0.005	-22%	-13%	-5%	3%	12%	20%	28%
0.01	-18%	-10%	-2%	7%	15%	23%	31%
0.015	-15%	-7%	1%	10%	18%	26%	35%

资料来源：Wind、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表43：华能水电含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
-0.015	-49%	-38%	-27%	-16%	-4%	7%	18%
-0.01	-44%	-33%	-21%	-10%	1%	12%	23%
-0.005	-39%	-27%	-16%	-5%	6%	17%	28%
0	-33%	-22%	-11%	0%	11%	22%	33%
0.005	-28%	-17%	-6%	5%	16%	27%	39%
0.01	-23%	-12%	-1%	10%	21%	33%	44%
0.015	-18%	-7%	4%	16%	27%	38%	49%

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表44：国投电力含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
-0.015	-26%	-20%	-13%	-7%	0%	6%	12%
-0.01	-24%	-17%	-11%	-4%	2%	8%	15%
-0.005	-21%	-15%	-9%	-2%	4%	11%	17%
0	-19%	-13%	-6%	0%	6%	13%	19%
0.005	-17%	-11%	-4%	2%	9%	15%	21%
0.01	-15%	-8%	-2%	4%	11%	17%	24%
0.015	-12%	-6%	0%	7%	13%	20%	26%

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表45：川投能源含税电价同比变化水平（元/kWh）和上网电量同比变化幅度对归母净利润影响敏感性分析

	-15%	-10%	-5%	0	5%	10%	15%
-0.015	-37%	-28%	-19%	-10%	0%	9%	18%
-0.01	-34%	-25%	-16%	-6%	3%	12%	21%
-0.005	-31%	-22%	-12%	-3%	6%	15%	24%
0	-28%	-18%	-9%	0%	9%	18%	28%
0.005	-24%	-15%	-6%	3%	12%	22%	31%
0.01	-21%	-12%	-3%	6%	16%	25%	34%
0.015	-18%	-9%	0%	10%	19%	28%	37%

资料来源：Wind、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资观点

推荐国投电力/川投能源的核心理由为：1）从对近 10 年的 PE-TTM 和 PB(LF)复盘中我们发现国投电力/川投能源当前估值水平相较于其他水电公司处于更低的历史分位水平；2）2025 年虽然雅砻江水电归母净利润同比修复，主要是 2024 年所得税一次性补缴的低基数影响，实际上 2025 年来水同比偏枯导致上网电量同比下降 6.24%，若在厄尔尼诺事件预期下 2026 年主汛期雅砻江水电来水修复，我们认为其具有业绩弹性；3）在国投电力/川投能源不低于 55%/50%的分红比例承诺下，我们预计其 2026E 股息率 3.9%/3.5%，处于较高水平。

建议关注长江电力/国电电力/华能水电：

1） 长江电力业绩韧性高，虽然按照国家气候中心预测湖北大部地区 2026 年主汛期可能有来水压力，但是根据长江水文网高频数据显示 2026 年截至目前三峡出库流量保持低双位数同比增速，且三峡地处多江汇流后的长江上游/中游衔接地段，支流来水偏多或减弱当地降雨偏少影响，我们预计三峡和葛洲坝来水阶段性较多年平均偏少。我们预计长江电力 2026E 股息率 3.8%，相较十年期国债收益率息差远超历史平均水平。

2） 国电电力：1）稳健性：背靠国家能源集团，集团保供长协煤，煤电板块盈利稳定性优于同业；2）成长性：根据我们 2025 年 6 月 30 日发布的《水电投产新周期，盈利、估值或受益》深度报告，国能大渡河在建、拟建水电站装机容量为 649 万千瓦，其中 352 万千瓦于 2025 年底开始陆续投产，投产后梯级电站联合调度能力增强，大渡河水电对国电归母净利润贡献有望增加 6.51 亿元；3）托底性：公司承诺 2025-27 年分红比例不低于归母净利润的 60%，且 DPS 不低于 0.22 元，我们测算最低 DPS 对应股息率 4.6%。

3） 华能水电：若参考我们根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》中对大水电核心电站 2026 年主汛期来水的预测，华能水电的 2026 年主汛期业绩有望获得一定向上弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表46：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
川投能源	600674 CH	买入	14.15	19.63	68,976	0.98	0.98	1.04	1.09	14.51	14.41	13.65	13.03
长江电力	600900 CH	买入	26.84	36.84	656,727	1.41	1.44	1.51	1.57	19.03	18.58	17.80	17.11
国投电力	600886 CH	买入	13.35	17.66	106,860	0.92	0.94	0.98	1.01	14.45	14.18	13.63	13.26
国电电力	600795 CH	买入	4.77	6.19	85,076	0.40	0.34	0.39	0.41	11.88	14.11	12.25	11.53
华能水电	600025 CH	买入	8.96	11.35	166,935	0.46	0.47	0.50	0.52	19.63	18.95	18.06	17.32

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表47：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
川投能源 (600674 CH)	2025 年，公司实现营收 16.68 亿元，同比+3.65%；归母净利润 47.54 亿元，同比+5.47%，低于我们预期的 48.72 亿元，主要是国能大渡河对公司投资收益贡献不及预期。1Q26，公司营收同比-9.56%至 3.29 亿元，归母净利润同比-1.76%至 14.53 亿元，位于我们 1Q26 前瞻报告预期 13.72-16.15 亿元的偏下区间。2025 年公司 DPS 同比+0.1 元/股至 0.5 元/股，分红比例自 2024 年的 43.26%提升至 51.27%，股息率为 3.44%。公司承诺 2026-2028 年现金分红比例不低于当年归母净利润的 50%，我们认为分红比例的提升强化了公司高股息属性，进一步凸显其水电资产稳健现金流与长期配置价值，维持“买入”评级。 考虑国能大渡河 2025 年对公司投资收益贡献不及预期及水电站投产进度慢于预期，我们下调国能大渡河 2026-27 年对公司投资收益贡献 21.1%/13.2%至 4.06/4.81 亿元，从而下调公司 2026-27 年归母净利润预测 3.0%/2.2%至 47.85/50.54 亿元，预计 2028 年归母净利润为 52.95 亿元，对应 EPS0.98/1.04/1.09 元。参考可比公司 Wind 一致预期 26 年平均 PE17.7x，看好雅砻江水风光一体化发展带来长期价值提升，给予公司 26 年 20x 目标 PE，对应目标价 19.63 元（前值：21.25 元基于 21.0x 26E PE）。 风险提示：来水偏枯导致水电发电量不及预期；水电上网电价不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 19 日 **点击下载全文：川投能源(600674 CH,买入)：分红提升助跻身水电高股息第一梯队**
长江电力 (600900 CH)	长江电力发布 2025 年年报和 2026 年一季报：2025 年实现营收 862.42 亿元（yoy+2.07%），归母净利 345.03 亿元（yoy+6.17%），归母净利润超出业绩快报的 341.67 亿元，扣非净利 334.46 亿元(yoy+2.89%)；其中 4Q25 实现营收 205.01 亿元(yoy+12.88%)，归母净利 63.10 亿元(yoy+41.12%)。1Q26 公司实现营收 181.12 亿元（yoy+6.44%），归母净利 67.61 亿元（yoy+30.50%），归母净利超出我们前瞻报告预期的 56.99-63.67 亿元，主要是公允价值变动净收益超预期。2025 年公司 DPS 为 1.0 元（含税），分红比例 70.92%，股息率 3.74%，高股息价值凸显，维持“买入”评级。 考虑公允价值变动净收益有一定不确定性，我们基本维持公司 2026-2027 年归母净利润预测值 353/369 亿元（前值 351/367 亿元），预计 2028 年归母净利润为 384 亿元，对应 EPS 为 1.44/1.51/1.57 元。参考可比公司 Wind 一致预期 26 年平均 PE19.1x，看好公司六库联调和上游龙盘（未投产）/两河口水库为公司水电站带来电量增发效应及金沙江下游水风光储一体化发展，给予公司 25.5x 26E PE，目标价 36.84 元（前值：36.55 元基于 26E 25.5x PE）。 风险提示：上网电价/发电量/参股公司贡献投资收益不及预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 30 日 **点击下载全文：长江电力(600900 CH,买入)：2025 年 3.74%股息率凸显配置价值**
国投电力 (600886 CH)	2025 年火电度电净利润 4.57 分，1Q26 火电板块助力公司利润增长 虽然 2025 年公司盈利超我们预期，但考虑 2026 年雅砻江发电量可能有一定压力，我们暂维持对公司 2026-27 年归母净利润预期值 75/78 亿元，预计 2028 年归母净利润为 81 亿元。基于 26E 火电归母净资产/清洁能源归母净利 83.05/64.88 亿元，参考火电/清洁能源可比公司 26E PB/PE Wind 一致预期 1.1/17.7x，考虑公司沿海火电在煤价下行周期燃料成本控制能力更强，来水波动属于天然因素，仍看好两河口多年调节水库为下游带来增发效益，给予公司火电/清洁能源 1.4/20.0x 26E PB/PE，目标市值 1414 亿元，目标价 17.66 元(前值 17.35 元基于火电/清洁能源 1.3/19.0x 26E PB/PE)。 风险提示：来水/发电量/煤价下降/市场化电价上涨不及预期。 报告发布日期：2026 年 05 月 01 日 **点击下载全文：国投电力(600886 CH,买入)：火电板块高利润弹性助力归母利增长**
国电电力 (600795 CH)	国电电力 2025 年实现营收 1702.44 亿元（yoy-4.99%），归母净利 71.61 亿元（yoy-27.15%），归母净利润较我们预期的 74.54 亿元略低主要是光伏板块利润率低于预期；扣非净利 67.76 亿元（yoy+45.23%）。其中 4Q25 实现营收 450.39 亿元（yoy-0.62%），归母净利 3.85 亿元（yoy-39.92%）。2025 年公司 DPS 为 0.241 元，分红比例 60.02%，股息率高达 4.9%，考虑公司承诺 2025-27 年 DPS 不低于 0.22 元，我们测算公司 2026E 保底股息率 4.5%，公司兼具高股息价值和大渡河水电成长，维持“买入”。 考虑 2026 年各省电力年度交易电价普遍承压，我们下调公司 2026-2027 年火电上网电价 3.4%/3.4%，从而下调公司 2026-2027 年归母净利润 27.5%/22.7%至 60.30/69.43 亿元，引入 2028 年归母净利润 73.76 亿元。根据公司 2026 年新能源归母净利预期 18.12 亿元，水电/火电归母净资产 359/340 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期 26E PE/PB/PB 20.5/2.10/0.79x，考虑火电可比公司估值含新能源，新能源/水电的装机规模/盈利能力较可比公司有一定差距，给予公司 26E PE/PB/PB 17.0/1.60/0.65x，目标价 6.19 元（前值：6.87 元基于新能源/水电/火电 26E PE/PB/PB 15.0/1.70/0.70x）。 风险提示：煤价高于预期、上网电价低于预期、利用小时低于预期、新能源发展不及预期、水电增发测算和实际偏差风险、资产减值额度高于预期。 报告发布日期：2026 年 04 月 16 日 **点击下载全文：国电电力(600795 CH,买入)：2025 年股息率 4.9%的水电成长标的**
华能水电 (600025 CH)	华能水电发布 2025 年年报和 2026 年一季报：2025 年实现营收 265.95 亿元（yoy+6.89%），归母净利 85.04 亿元（yoy+2.50%），归母净利润低于我们预期的 87.12 亿元，主要是平均上网电价水平低于预期；其中 4Q25 实现营收 59.55 亿元（yoy+8.98%），归母净利 9.65 亿元（yoy-9.95%）；1Q26 公司收入同比+7.02%至 57.63 亿元，归母净利润同比+2.32%至 15.43 亿元，位于我们前瞻报告预期 15.23-17.01 亿元的偏下区间。2025 年公司 DPS 为 0.205 元/股（含税），分红比例为 44.91%，同比提升 1.52pp。看好公司水风光一体化发展带来长期价值提升，维持“买入”评级。 考虑市场化电价同比下行趋势，我们下调公司 2026-27 年综合上网电价 4.5%/4.1%，从而下调公司 2026-27 年归母净利润 6.8%/6.1%至 88.11/92.43 亿元，预计 2028 年归母净利润为 96.36 亿元，对应 EPS 为 0.47/0.50/0.52 元，参考可比公司 Wind 一致预期 2026 年平均 PE17.6x，看好公司水风

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
	光一体化发展带来长期价值提升，给予公司 26 年 24.0x 目标 PE，对应目标价 11.35 元（前值：11.67 元基于 26 年 23.0x 目标 PE），维持“买入”评级。
	风险提示：来水/市场化电价不及预期，水风光电站投产不及预期。
	报告发布日期：2026 年 04 月 29 日
	点击下载全文：华能水电(600025 CH,买入)：发电量同比增长带动业绩提升

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

1） **来水趋势与预测偏差风险。**本文我们根据国家气候中心 2026 年 4 月 1 日发布的《2026 年主汛期气候趋势预测》中对大水电核心电站 2026 年主汛期来水趋势进行预测，但由于气候变化具有较大不确定性，水电站实际来水情况可能和我们预期存在偏差。

2） **上网电价不及预期风险。**如果上市公司最后结算电价水平低于我们预期，上市公司盈利可能低于我们预测值。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、黄波、李雅琳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 国投电力（600886 CH）、长江电力（600900 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 川投能源（600674 CH）、国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 国投电力（600886 CH）、长江电力（600900 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司