下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

有望从容量电价弹性中获益的火电

华泰研究 深度研究

2026 年 8 月 25 日 | 中国内地/中国香港 发电

华电国际作为华电集团旗下常规能源整合平台，当前主营火电发电业务，截至 2025 年底总权益煤电/气电装机容量约为 4178/1318 万千瓦；我们统计集团未上市常规能源中水电具有较高成长性，即便不考虑华电西藏和华电怒江，已明确具体项目的在建、拟建水电装机弹性高达约 53%。2026 年公司盈利或因年度长协煤价大幅下降及煤价反弹而承压，但当前江苏、广东等沿海省份月度电价已大幅反超 2026 年年度长协电价水平，2027 年年度长协电价同比增长可期，叠加气电容量电价水平提升，我们预计公司 2027 年归母净利润将修复至 2024-2025 年之间水平。美国容量电价提升促使发电企业估值大幅上行，华电国际煤电、气电资产同样具有容量电价上涨弹性，估值增长可期，对公司 A/H 股均维持“买入”评级。

华电集团旗下常规能源整合平台，水电潜在整合空间大

2015 年以来华电集团 4 次累计注入 26.07GW 常规能源装机，主要为火电，交易估值在 8.49-12.49xPE 之间，较为合理。我们分析集团未上市水电资产中存量规模及未来增长潜力较大的主体包括华电金沙江上游水电开发公司、华电西藏能源有限公司和华电云南发电有限公司，截至 2025 年底，在运水电装机容量规模合计 955.99 万千瓦。目前已明确具体项目的在建、拟建水电站（不包括华电西藏和华电怒江）装机容量为 1462.6 万千瓦，是上述水电主体截至 2025 年末在运水电装机容量的 53%。

电价拐点已至，火电盈利能力有望修复

2026 年煤电盈利承压的核心原因是年度长协电价大幅下降和煤价反弹。截至目前，江苏、广东等沿海省份月度电价已大幅反超 2026 年年度长协电价水平，2027 年年度长协电价同比增长可期。我们测算气电和煤电 LCOE 平价难度较高，因此能源转型中气电容量电价提升存在必要性。2025 年河北、广东等省份陆续发文全面实施、提升气电容量电价水平，2026 年初国家发改委、国家能源局通过“114 号文”明确省级价格主管部门可对天然气发电建立容量电价机制。华电国际在可比公司中控股气电占火电装机比例显著更高，截至 2025 年底为 28%，容量电价提升促使公司 1Q26 气电利润总额同比+91%，有望减轻 2026 年公司盈利压力，同时有助于长期盈利能力提升。

我们与市场观点不同之处

市场担心当前的电价反弹无法持续，火电盈利将处于持续下行通道，估值被压制，我们认为中国电价不具备持续下跌的可能性，公司 2027 年火电电价有望同比增长，盈利或将同比修复。我们通过比较：1）中外能源价格和 2）电力市场化背景下煤价与清洁能源的相关性，判断中国煤价和电价的下跌或不可持续。美国迄今为止也不缺“电量”，缺“电力”推动容量电价大幅提升，电量电价的上涨主要是气价反弹推升的，但并不妨碍美国发电企业的估值大幅上行。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 50.52/57.26/61.76 亿元，对应 2026-2028 年 EPS 为 0.44/0.49/0.53 元。参考可比公司 2026E PE 的 Wind 一致预期为 13.1x，考虑华电国际当前为常规能源平台，不控股发展新能源，资本开支压力较可比公司更小，分红提升潜力更大，给予公司 13.5x 2026E PE，A 股目标价 5.87 人民币，考虑过去 1 年公司 H 股较 A 股平均折价率约 25%，因此预计公司 H 股目标价为 5.09HKD，均维持“买入”评级。

风险提示：煤价高于预期、电价低于预期、投资收益低于预期。

	600027 CH	1071 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：5.87	港币：5.09

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

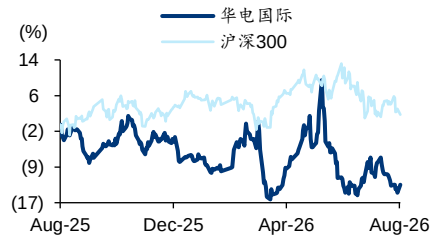
黄波 研究员
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

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

基本数据

(人民币/港币)	600027 CH	1071 HK
收盘价 (截至 8 月 24 日)	4.55	3.91
市值 (百万)	52,834	45,402
6 个月平均日成交额 (百万)	663.82	49.70
52 周价格范围	4.43-5.92	3.67-4.89

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	126,013	119,904	123,162	125,631
+/-%	11.52	(4.85)	2.72	2.00
归属母公司净利润 (百万)	6,070	5,052	5,726	6,176
+/-%	6.45	(16.77)	13.33	7.86
EPS (最新摊薄)	0.52	0.44	0.49	0.53
ROE (%)	8.89	7.18	7.81	8.03
PE (倍)	8.70	10.46	9.23	8.55
PB (倍)	0.76	0.74	0.70	0.67
EV EBITDA (倍)	8.88	9.42	8.73	8.26
股息率 (%)	5.05	4.10	4.72	5.13

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	29,088	32,712	33,745	35,446	37,416
现金	5,851	6,983	6,865	7,342	8,043
应收账款	11,562	11,530	12,107	12,712	13,348
其他应收账款	946.94	1,778	1,867	1,960	2,058
预付账款	4,019	4,091	4,295	4,510	4,736
存货	5,160	5,439	5,711	5,997	6,297
其他流动资产	1,550	2,890	2,899	2,924	2,934
非流动资产	194,787	231,519	235,655	239,059	237,908
长期投资	46,933	50,123	52,979	55,970	59,095
固定投资	129,274	155,438	156,949	157,734	155,024
无形资产	7,510	8,613	9,350	10,044	9,503
其他非流动资产	11,071	17,345	16,377	15,311	14,286
资产总计	223,875	264,231	269,400	274,505	275,324
流动负债	65,129	86,520	77,623	81,610	83,186
短期借款	27,891	38,547	38,547	38,547	38,547
应付账款	9,032	10,722	11,258	12,384	13,622
其他流动负债	28,206	37,252	27,818	30,679	31,017
非流动负债	72,669	75,622	86,041	82,082	75,974
长期借款	49,861	45,133	55,552	51,593	45,485
其他非流动负债	22,808	30,489	30,489	30,489	30,489
负债合计	137,797	162,142	163,664	163,692	159,160
少数股东权益	18,744	32,926	34,192	35,712	37,381
股本	10,228	11,612	11,612	11,612	11,612
资本公积	15,177	18,503	18,503	18,503	18,503
留存公积	16,612	17,776	21,383	25,473	29,872
归属母公司股东权益	67,335	69,162	71,544	75,102	78,783
负债和股东权益	223,875	264,231	269,400	274,505	275,324

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	16,336	27,221	19,835	22,027	20,787
净利润	6,836	8,217	6,318	7,246	7,845
折旧摊销	10,681	13,380	13,402	13,994	14,344
财务费用	3,226	3,162	2,768	3,032	3,516
投资损失	(3,478)	(3,153)	(2,362)	(2,496)	(2,630)
营运资金变动	(1,568)	4,000	(277.08)	264.08	(2,276)
其他经营现金	639.93	1,615	(13.82)	(13.39)	(13.06)
投资活动现金	(7,711)	(14,262)	(15,146)	(14,872)	(10,533)
资本支出	(9,068)	(15,063)	(14,783)	(14,533)	(10,211)
长期投资	(111.27)	(423.11)	(2,857)	(2,991)	(3,125)
其他投资现金	1,468	1,224	2,494	2,651	2,802
筹资活动现金	(8,175)	(12,793)	(4,806)	(6,677)	(9,552)
短期借款	8,923	10,656	0.00	0.00	0.00
长期借款	(11,740)	(4,728)	10,419	(3,959)	(6,107)
普通股增加	0.00	1,384	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	818.67	3,326	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,176)	(23,432)	(15,226)	(2,718)	(3,444)
现金净增加额	450.94	165.71	(117.42)	476.64	701.32

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	112,994	126,013	119,904	123,162	125,631
营业成本	103,071	111,602	108,758	110,640	111,943
营业税金及附加	1,268	1,812	1,725	1,771	1,807
营业费用	0.00	2.23	2.12	2.18	2.22
管理费用	1,797	2,231	2,123	2,181	2,225
财务费用	3,226	3,162	2,768	3,032	3,516
资产减值损失	(102.20)	(749.66)	(299.76)	(246.32)	(226.14)
公允价值变动收益	37.31	(20.40)	(20.40)	(20.40)	(20.40)
投资净收益	3,478	3,153	2,362	2,496	2,630
营业利润	8,328	10,163	7,152	8,344	9,098
营业外收入	839.04	747.40	747.40	747.40	747.40
营业外支出	302.11	262.70	262.70	262.70	262.70
利润总额	8,864	10,648	7,637	8,829	9,583
所得税	2,029	2,431	1,319	1,583	1,738
净利润	6,836	8,217	6,318	7,246	7,845
少数股东损益	1,133	2,146	1,266	1,520	1,669
归属母公司净利润	5,703	6,070	5,052	5,726	6,176
EBITDA	19,546	24,028	22,847	24,623	25,685
EPS (人民币，基本)	0.46	0.49	0.44	0.49	0.53

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	(3.57)	11.52	(4.85)	2.72	2.00
营业利润	46.01	22.04	(29.63)	16.67	9.04
归属母公司净利润	26.11	6.45	(16.77)	13.33	7.86
获利能力 (%)					
毛利率	8.78	11.44	9.30	10.17	10.90
净利率	6.05	6.52	5.27	5.88	6.24
ROE	8.32	8.89	7.18	7.81	8.03
ROIC	3.63	4.20	3.77	4.16	4.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.55	61.36	60.75	59.63	57.81
净负债比率 (%)	130.82	126.85	123.18	115.78	106.79
流动比率	0.45	0.38	0.43	0.43	0.45
速动比率	0.28	0.24	0.28	0.28	0.29
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.52	0.45	0.45	0.46
应收账款周转率	9.52	10.91	10.15	9.92	9.64
应付账款周转率	10.58	11.30	9.90	9.36	8.61
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.52	0.44	0.49	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	2.34	1.71	1.90	1.79
每股净资产(最新摊薄)	5.80	5.96	6.16	6.47	6.78
估值比率					
PE (倍)	9.26	8.70	10.46	9.23	8.55
PB (倍)	0.78	0.76	0.74	0.70	0.67
EV EBITDA (倍)	9.32	8.88	9.42	8.73	8.26

资料来源：公司公告、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 **5**
我们与市场观点不同之处 6
华电集团旗下常规能源整合平台 **7**
2015 年以来集团累计注入 26.07GW 常规能源装机 7
集团未上市水电资产具有较高成长性 8
电价拐点已至，煤电 2027 年盈利能力有望同比修复 **10**
公司煤电盈利能力处于可比公司中上水平，2026 年煤电盈利承压 10
电价上涨已开始验证，2027 年煤电盈利能力有望修复 12
气电盈利能力有望凭借容量电价的提升获得根本性改善 **15**
公司气电装机占比位于可比公司中领先水平 15
能源转型中气电电价机制完善存在必要性 16
气电容量电价水平的提升有望显著增强气电盈利能力 16
盈利预测与估值 **19**
预计 2026-2028 年归母净利润同比-16.8%/+13.3%/+7.9% 19
A/H 目标价 5.87RMB/5.09HKD，维持“买入”评级 22
风险提示 22

图表目录

图表 1： 美国最大 IPP Vistra Corp 预测的点火价差并未显著扩张 5
图表 2： 美国电力批发侧显示的气电点火价差稳定（单位：美元/兆瓦时） 5
图表 3： 美国电力股 PB vs PJM 电能量电价 5
图表 4： 美国最大的三家 IPP 电力股 PB 与容量电价情况 5
图表 5： 华电国际股权结构图（截至 2026 年 3 月 31 日） 7
图表 6： 截至 2025 年底华电集团旗下主要电力公司分电源装机情况（万千瓦） 7
图表 7： 华电集团 2015 年以来已向华电国际注入常规能源装机容量合计 26.07GW 8
图表 8： 2025 年华电集团向华电国际注入资产情况 8
图表 9： 华电集团非上市常规能源发电资产截至 2024 年底装机容量为 48.94GW 8
图表 10： 华电金沙江上游水电开发有限公司截至 2025 年底水电站资源情况 9
图表 11： 金沙江中游一库八级水电站情况 9
图表 12： 截至 2025 年底华电国际煤电装机分布情况 10
图表 13： 公司截至 2025 年底控股煤电装机分省占比 10
图表 14： 公司截至 2025 年底总权益煤电装机分省占比 10
图表 15： 火电上市公司 2021-2025 年煤电利润总额情况 11
图表 16： 华电国际煤电度电利润总额处于可比公司中上水平 11
图表 17： 华电国际煤电单位装机利润总额在行业中水平与度电利润总额趋同 11
图表 18： 现金成本（燃料成本）vs 电能量电价（年度长协） 12

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19： 全口径成本（燃料成本）vs 能量/容量电价（年度长协+容量） 12
图表 20： 750-850 元现货煤价情形下，主要省份与代表公司度电燃料成本与长协电价的倒挂情况 12
图表 21： 广东月度交易价格 vs 广州港煤价 13
图表 22： 江苏月度交易价格 vs 镇江港煤价 13
图表 23： 广东月度交易对应的点火价差 vs 历史均值 13
图表 24： 江苏月度交易价格对应的点火价差 vs 历史均值 13
图表 25： 广东和云南的月度交易 vs 年度交易 14
图表 26： 江苏、浙江和福建的月度交易 vs 年度交易 14
图表 27： 截至 2025 年底华电国际气电装机分布情况 15
图表 28： 公司截至 2025 年底控股气电装机分省占比 15
图表 29： 公司截至 2025 年底总权益气电装机分省占比 15
图表 30： 公司截至 2025 年底火电公司控股火电装机情况 15
图表 31： 华电国际在可比公司中拥有更高的气电装机占比 15
图表 32： 纯凝机组中，如果不考虑碳成本，气电机组营业成本中燃料成本占比显著更高 16
图表 33： 气电和煤电 LCOE 平价时所需气价变化幅度测算 16
图表 34： 各省气电电价政策 17
图表 35： 各省气电电价政策（续） 18
图表 36： 华电国际气电利润总额正不断提升 18
图表 37： 我们测算公司 2026/2027/2028 年收入同比-4.8%/+2.7%/+2.0% 19
图表 38： 公司售电业务核心假设 20
图表 39： 我们测算公司 2026/2027/2028 年总营业成本同比-2.5%/+1.7%/+1.2% 21
图表 40： 我们测算公司 2026/2027/2028 年归母净利润同比-16.8%/+13.3%/+7.9% 21
图表 42： 华电国际 PE-Bands 22
图表 43： 华电国际 PB-Bands 22

下载日志已记录，仅供内部参考

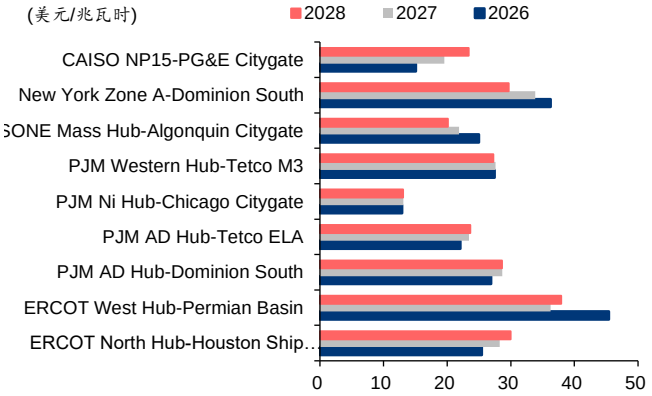
投资概要

华电国际华电集团旗下常规能源整合平台，当前主营火电发电业务，公司火电装机规模提升主要得益于集团资产注入，2015 年以来华电集团 4 次累计注入 26.07GW 常规能源装机，交易估值在 8.49-12.49xPE 之间，较为合理；我们统计集团未上市常规能源中水电具有较高成长性，即便不考虑华电西藏和华电怒江，已明确具体项目的在建、拟建水电装机容量为 1462.6 万千瓦，为集团主要未上市水电平台华电金沙江上游水电开发公司、华电西藏能源有限公司和华电云南发电有限公司截至 2025 年底在运水电装机容量规模的 53%。

2026 年公司盈利或因年度长协煤价大幅下降及煤价反弹而承压，但当前江苏、广东等沿海省份月度电价已大幅反超 2026 年年度长协电价水平，2027 年年度长协电价同比增长可期，叠加气电容量电价提升，我们预计公司 2027 年归母净利润将修复至 2024-25 年之间水平。

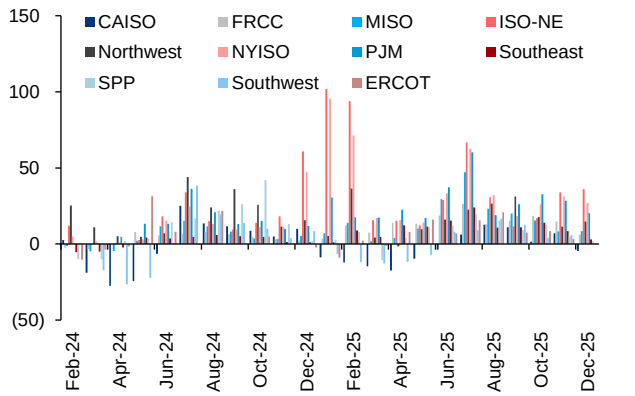
结合美国 IPP 电力股 PB 估值提升主要受容量电价推动，我们认为中国火电容量电价的上涨有望推动公司 PB 估值提升。美国缺“电力”对应容量电价上涨，而电能量电价的上涨是气价反弹推动的，点火价差并未显著扩张。我们发现美国 IPP 的 PB 与电能量电价和点火价差都没有特别显著的相关性，但是 PJM 的容量电价对于当地电力公司估值起到了明显的正向作用（VST 和 NRG 主要的业务都在 PJM 和 ERCOT）。虽然美国 PJM 容量市场为统一竞价拍卖机制，我国煤电容量电价为行政设置基准，各地区可以根据顶峰负荷充裕度进行调整，但随着新能源装机大规模上网，煤电利用小时数被严重挤压，煤电正加速由基荷电源向调峰电源转变，我国火电容量电价的普遍上涨是大势所趋。因此，我们认为随着火电容量电价不断提升（2026 年已普遍上涨），盈利稳定性增强，火电 PB 估值水平有望提升。

图表1： 美国最大 IPP Vistra Corp 预测的点火价差并未显著扩张



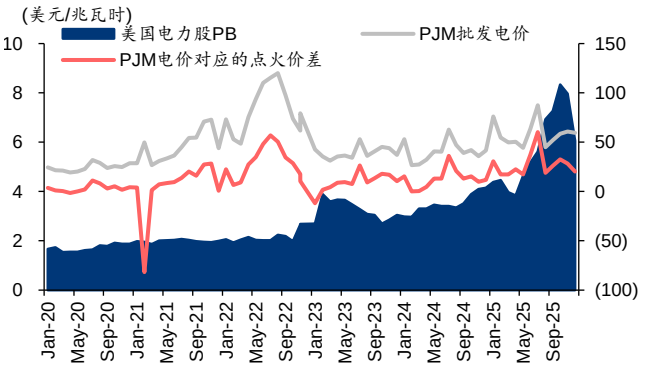
资料来源：Vistra、华泰研究

图表2： 美国电力批发侧显示的气电点火价差稳定（单位：美元/兆瓦时）



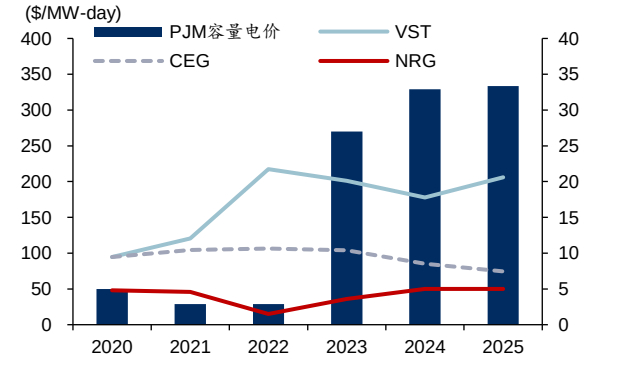
资料来源：EIA、华泰研究

图表3： 美国电力股 PB vs PJM 电能量电价



注：PB 在右轴
资料来源：PJM、Bloomberg、华泰研究

图表4： 美国最大的三家 IPP 电力股 PB 与容量电价情况



注：CEG 业务较为分散，因此估值受到 PJM 容量电价上涨的影响较小
资料来源：PJM、Bloomberg、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

我们与市场观点不同之处

市场担心当前的电价反弹无法持续，火电盈利将处于持续下行通道，估值被压制，我们认为中国电价不具备持续下跌的可能性，公司 2027 年火电电价有望同比增长，盈利或将同比修复。我们 2026 年 5 月 4 日发布的《中国电价迎来周期性拐点》报告中 1）测算倘若煤价和电价持续下降，部分核电和新能源已无法回收成本，从而判断中国煤价、电价持续下跌或不可持续；2）通过中美对比发现，美国迄今为止并不缺“电量”，而是缺“电力”，缺“电力”推动容量电价大幅上涨，电能量电价的上涨实际是气价反弹推动的，大部分节点的点火价差并没有反弹，但不妨碍美国电力公司的估值大幅上行。我们测算 800 元/吨以上的煤价下小半数省份的燃料成本与电价已经倒挂，火电报价必然上行，会带来非化石能源发电的电价和盈利弹性——这本质反映了能源价格上涨与能源资产价值的重估。我们预计公司 2027 年火电电价有望同比增长，归母净利润或将修复至 2024-2025 年之间水平。

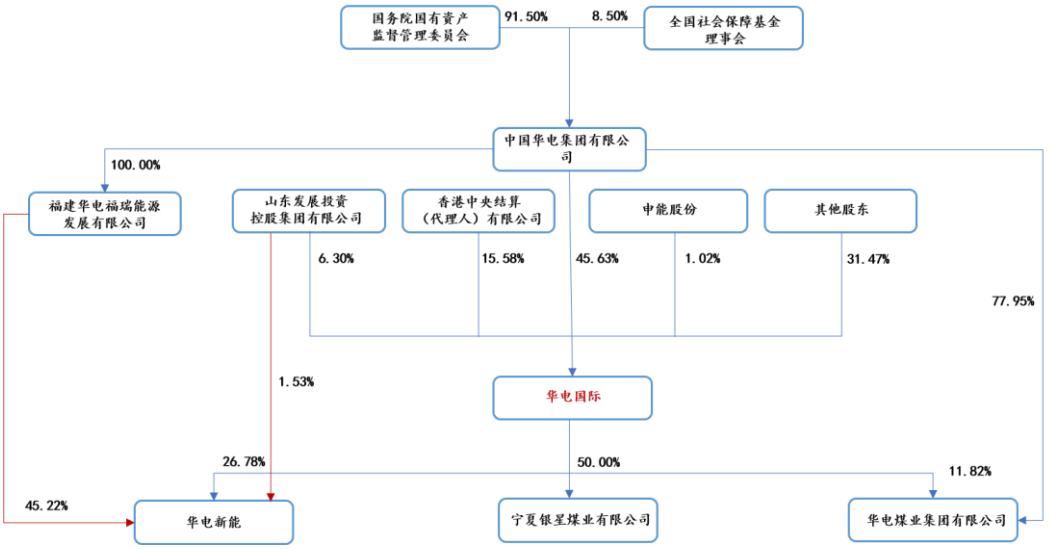
下载日志已记录，仅供内部参考

华电集团旗下常规能源整合平台

2015 年以来集团累计注入 26.07GW 常规能源装机

公司控股股东为华电集团，主营火力发电业务，参股多个煤炭和新能源发电平台。华电国际于 1994 年 6 月 28 日在山东省济南市注册成立，主要业务为建设、经营发电厂和其它与发电相关的产业，并先后于 1999 年 6 月和 2005 年 1 月在香港联交所和上交所挂牌上市。公司控股股东为中国华电集团有限公司，实控人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 1Q26，华电集团合计持有公司 45.63%股权。同时，公司持有集团新能源上市公司华电新能 26.78%股权，宁夏银星煤业/华电煤业 50.00%/11.82%股权。

图表5：华电国际股权结构图（截至 2026 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind、华泰研究

公司是华电集团旗下常规能源控股装机规模最大的上市平台。截至 2025 年底，华电国际合计控股装机容量 7792.43 万千瓦，其中燃煤/燃气/水电为 5438/2107.27/245.9 万千瓦，自用光伏 1.26 万千瓦；华电国际总控股装机规模仅次于 2025 年上市的华电新能，为华电集团旗下常规能源控股装机规模最大的上市公司。华电能源的电厂分布在黑龙江省主要中心城市，全部为火力发电厂；黔源电力专注水电发展，装机集中在贵州省；华电辽能是集火力发电、风力发电、供热和供汽为一体的综合性能源企业，但整体装机规模不大，发电资产主要分布在辽宁省内。

图表6：截至 2025 年底华电集团旗下主要电力公司分电源装机情况（万千瓦）

控股装机容量	华电国际	华电新能	华电能源	黔源电力	华电辽能	华电集团	集团资产上市比例
火电	7,545.27	200.00	641.20	-	226.00	13,530.00	65%
水电	245.90	-	-	323.35	-	3,270.00	17%
风电	-	4,251.30	-	-	49.30	11,274.00	86%
光伏	1.26	5,286.60	-	73.96	0.95		
合计	7,792.43	9,737.90	641.20	397.31	276.25	28,074.00	68%

注：华电集团未分别披露风电、光伏装机，上表展示数据为新能源总装机
资料来源：各公司年报、各公司债券募集说明书、华泰研究

基于集团常规能源整合平台定位，2015 年以来集团 4 次累计注入 26.07GW 常规能源装机。2015 年以来，华电集团对华电国际的常规能源资产注入主要聚焦于火电资产，交易估值在 8.49-12.49xPE 之间。2015、2019 年的两次注入主要是湖北区域常规能源资产，2021 年的注入主要是湖南区域煤电装机，2025 年的注入除江苏公司和贵港公司中含 7.65GW 的煤电装机外，剩余注入资产均为气电资产，合计装机容量为 8.41GW。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：华电集团 2015 年以来已向华电国际注入常规能源装机容量合计 26.07GW

注入资产情况	注入时间	注入资产规模（兆瓦）	交易估值
华电湖北发电有限公司 82.5627%的股权	2015 年	5,120	8.49x 2014 年 PE
湖北华电武昌热电有限公司 100%的股权	2019 年	370	12.46x 2018 年 PE
湖南华电长沙发电有限公司 70%股权	2021 年	1,200	11.88x/1.46x 2020 年 PE/PB
湖南华电常德发电有限公司 48.98%股权	2021 年	1,320	8.69x/1.32x 2020 年 PE/PB
湖南华电平江发电有限公司 100%股权	2021 年	2,000	1.19x 2020 年 PB
华电江苏能源有限公司 80%股权	2025 年	12,758.62	11.36x/2.03x 2023 年 PE/PB
上海华电福新能源有限公司 51%股权	2025 年	26.4	其中江苏公司对应 10.06x/7.28x 2023 年/2024 年 PE
上海华电闵行能源有限公司 100%股权	2025 年	187.4	
广州大学城华电新能源有限公司 55.0007%股权	2025 年	185.34	
华电福新广州能源有限公司 55%股权	2025 年	1,338.60	
华电福新江门能源有限公司 70%股权	2025 年	230	
华电福新清远能源有限公司 100%股权	2025 年	75	
中国华电集团贵港发电有限公司 100%股权	2025 年	1,260	

资料来源：公司公告、华泰研究

图表8：2025 年华电集团向华电国际注入资产情况

标的公司名称	燃煤发电装机容量（万千瓦）	燃气发电装机容量（万千瓦）
华电江苏能源有限公司（江苏公司）	639	636.73
上海华电福新能源有限公司（上海福新）	0	2.64
上海华电闵行能源有限公司（上海闵行）	0	18.74
广州大学城华电新能源有限公司（广州大学城）	0	18.53
华电福新广州能源有限公司（福新广州）	0	133.86
华电福新江门能源有限公司（福新江门）	0	23
华电福新清远能源有限公司（福新清远）	0	7.5
中国华电集团贵港发电有限公司（贵港公司）	126	0
合计	**765**	**841**

资料来源：公司公告、华泰研究

集团未上市水电资产具有较高成长性

截至 2024 年底，华电集团未上市常规能源资产规模仍较大。根据华电集团 2014 年对华电国际做出的同业竞争承诺，华电集团将在每年财务决算后，对非上市常规能源发电资产是否符合注入条件进行核查，并进行披露。华电集团将在非上市常规能源发电资产满足资产注入条件后三年内，完成向华电国际的注入资产的工作。公司最新仅披露截至 2024 年底华电集团非上市常规能源发电资产情况，考虑 2025 年公司完成的一次资产重组，我们测算华电集团非上市常规能源发电资产截至 2024 年底装机容量为 48.94GW。

图表9：华电集团非上市常规能源发电资产截至 2024 年底装机容量为 48.94GW

企业名称	常规能源类型	已投运常规能源发电资产装机（兆瓦）
华电新疆发电有限公司	火电、水电	14,964.0
华电内蒙古能源有限公司	火电	4,260.0
华电四川发电有限公司	火电、水电	4,204.4
华电云南发电有限公司	火电、水电	9,349.9
华电山西能源有限公司	火电	970.0
上海奉贤燃机发电有限公司	火电	1,593.2
浙江华电乌溪江水力发电厂	水电	372.0
华电福瑞能源发展有限公司	火电、水电	8,709.3
中国华电集团北京能源有限公司	火电、水电	2,656.1
华电西藏能源有限公司	水电	660.0
华电金沙江上游水电开发有限公司	水电	1,200.0
中国华电科工集团有限公司	火电	1.2

注：公司最新仅披露截至 2024 年底情况，已手动剔除 2025 年完成注入的常规能源资产
资料来源：公司公告、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

除火电资产外，集团未上市水电资产具有较高成长性。我们分析集团未上市水电资产中存量规模及未来增长潜力较大的主体包括华电金沙江上游水电开发公司、华电西藏能源有限公司和华电云南发电有限公司，截至 2025 年底，在运水电装机容量规模分别为 195/66/694.99 万千瓦，合计 955.99 万千瓦。目前已明确具体项目的在建、拟建水电站（不包括华电西藏和华电怒江）装机容量为 1462.6 万千瓦，是上述水电主体截至 2025 年末在运水电装机容量的 53%。

1）华电金沙江上游水电开发公司主要负责金沙江上游川藏段“一库八级”的水电及周边水风光一体化基地开发，我们统计八级水电站合计装机容量约为 937.6 万千瓦，公司预计到 2030 年投运水风光 1500 万千瓦。2）华电西藏能源有限公司未来将聚焦藏中及雅江流域水电站开发。

图表10：华电金沙江上游水电开发有限公司截至 2025 年底水电站资源情况

电站名称	装机容量（万千瓦）	状态
苏洼龙	120	在运
巴塘	75	在运
叶巴滩	224	在建
拉哇	200	在建
昌波	82.6	在建
波罗	96	待核准
岗托（多年调节水库电站）	110	待核准
岩比	30	待核准
合计	937.6	-

资料来源：华电集团官网、华泰研究

3）华电云南发电有限公司（简称“华电云南”）核心水电子公司包括云南华电金沙江中游水电开发有限公司（简称“金中公司”）、云南华电怒江水电开发有限公司（简称“华电怒江公司”）和云南华电鲁地拉水电有限公司。金中公司股东为持股 56%/23%/11%/10%的华电云南/长电新能/华能水电/云南省配售电公司，参与金沙江中游一库八级水电站建设开发和运营工作，除金安桥、龙开口和观音岩为参股开发外，其他均为控股开发模式（鲁地拉为和一致行动人控股开发）。金沙江中游的核心增量多年调节龙头水库电站龙盘电站 420 万千瓦水电装机和两家人 300 万千瓦装机。华电怒江公司将主要参与怒江中下游云南境内河段的梯级电站开发，该河段是国家后续重点开发水电基地之一，规划两库十三级水电站，总装机 2132 万千瓦，年发电量 1029.6 亿千瓦时，目前正处于前期规划状态。

图表11：金沙江中游一库八级水电站情况

梯级	水电站	装机容量（万千瓦）	状态	股权情况
上四级电站	龙盘	420	拟建	金中公司 100%
	两家人	300	拟建	金中公司 100%
	梨园	240	在运	金中公司 100%
	阿海	200	在运	金中公司 100%
下四级电站	金安桥	240	在运	金江水力发电集团 30.67%、金中公司 12%
	龙开口	180	在运	华能水电 95%、金中公司 3%、云南省配售电公司 2%
	鲁地拉	216	在运	华电云南 75%、金中公司 17%、云南省配售电公司 8%
	观音岩	300	在运	大唐云南发电 70%、金中公司 16%、云南省配售电公司 14%

资料来源：Wind、华电云南发电有限公司债券募集说明书、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

电价拐点已至，煤电 2027 年盈利能力有望同比修复

公司煤电盈利能力处于可比公司中上水平，2026 年煤电盈利承压

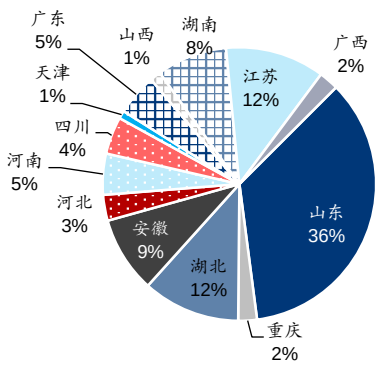
截至 2025 年底，公司煤电总权益装机约 4178 万千瓦，其中 39%位于山东。截至 2025 年底，公司控股煤电装机容量约 5438 万千瓦，考虑股权比例后的权益装机为 3914 万千瓦，叠加权益法核算的参股煤电权益装机，公司煤电总权益装机容量约 4178 万千瓦，其中山东为公司煤电装机第一大省，占比 39%，其次为安徽/江苏/湖北/重庆，装机占比分别为 10%/9%/8%/8%。

图表12：截至 2025 年底华电国际煤电装机分布情况

	控股	控股权益	控股平均持股比例	参股权益	总权益
山东	1,927	1,618	84%	0	1,618
重庆	120	120	100%	0	120
湖北	627	262	42%	66	328
安徽	490	398	81%	0	398
河北	166	58	35%	109	167
河南	264	93	35%	0	93
四川	240	192	80%	70	262
天津	51	51	100%	0	51
广东	266	199	75%	0	199
山西	70	70	100%	0	70
湖南	452	349	77%	0	349
江苏	639	377	59%	19	396
广西	126	126	100%	0	126
合计/平均	5,438	3,914	72%	264	4,178

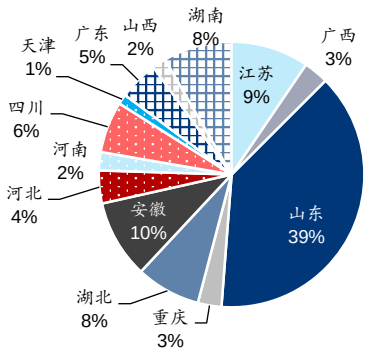
资料来源：公司公告、华泰研究

图表13：公司截至 2025 年底控股煤电装机分省占比



资料来源：公司公告、华泰研究

图表14：公司截至 2025 年底总权益煤电装机分省占比

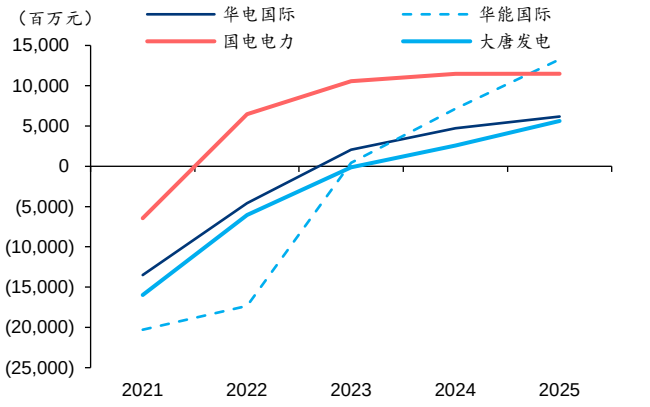


资料来源：公司公告、华泰研究

在全国型火电上市公司中，华电国际控股煤电盈利能力处于中上水平。2021-2025 年，煤电盈利经历了由低谷到顶峰的跨越，核心由煤价变化驱动。国电电力因背靠国家能源集团，长协煤保供下煤电展现出相对稳健的盈利能力，华电国际、华能国际和大唐发电煤电盈利整体走势更为趋同，更体现煤电盈利的 beta 属性。从 2023 年扭亏情况可以看出，华电国际煤电机组的盈亏平衡煤价水平或比华能国际和大唐发电更低。在四家上市公司煤电盈利能力均处于相对高位的 2025 年，华能国际完成了弯道超车，以 3.90 元/千瓦时的度电利润总额和 14 元/瓦的单位装机利润总额位于四家上市公司中的第一位。

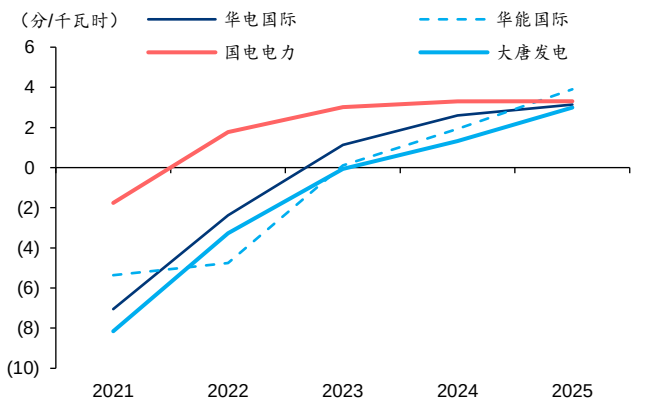
下载日志已记录，仅供内部参考

图表15： 火电上市公司 2021-2025 年煤电利润总额情况



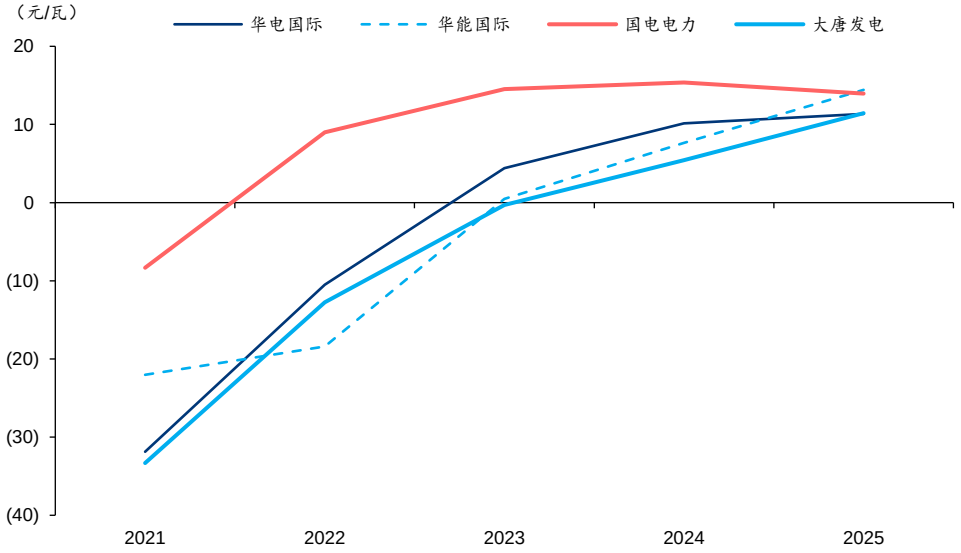
注：国电电力因数据可得性，采用火电板块数据，但其气电发电量不及火电发电量 1%，影响较小，因为我们认为上图数据可以代表国电电力煤电盈利情况
资料来源：各上市公司公告、华泰研究

图表16： 华电国际煤电度电利润总额处于可比公司中上水平



注：国电电力因数据可得性，采用火电板块数据，但其气电发电量不及火电发电量 1%，影响较小，因为我们认为上图数据可以代表国电电力煤电盈利情况
资料来源：各上市公司公告、华泰研究

图表17： 华电国际煤电单位装机利润总额在行业中水平与度电利润总额趋同

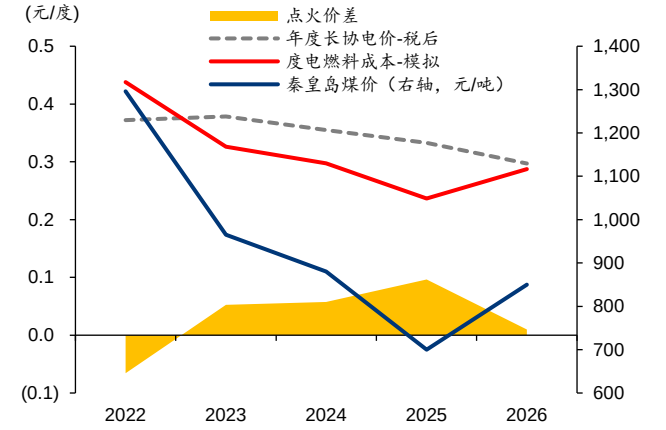


注：国电电力因数据可得性，采用火电板块数据，但其气电装机容量仅约为火电装机容量的 2%，影响较小，因为我们认为上图数据可以代表国电电力煤电盈利情况
资料来源：各上市公司公告、华泰研究

2026 年煤电盈利承压的核心原因是年度长协电价的大幅下降和煤价的反弹。2022 年来煤价持续下降，带动各省年度长协电价从 2023 年开始了不同程度的下滑。根据我们测算，倘若 2026 年煤价中枢反弹至 800 元/吨，2025 年底各省已经签订的 2026 年度长协意味着 2026 年煤电的点火价差全国均值将会下降至 3 分/度，大概率难以覆盖固定成本；若煤价反弹至 850 元/吨（华泰证券 2026 年 3 月 29 日报告《若冲突长期化，煤炭行情如何演绎？》预测），全国平均点火价差会下滑至零——即使不考虑固定成本，大部分省份的火电没有明显动力购买长协以外的现货煤，去履约 2025 年底已经签订的 2026 年度长协。

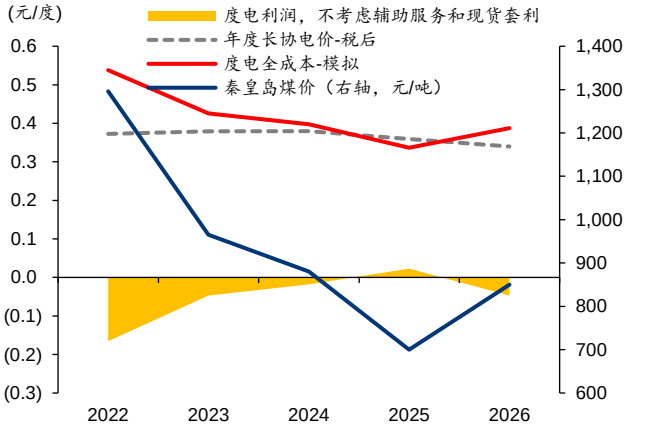
下载日志已记录，仅供内部参考

图表18：现金成本（燃料成本）vs 电能量电价（年度长协）



资料来源：北极星电力网，各省交易中心，华泰研究

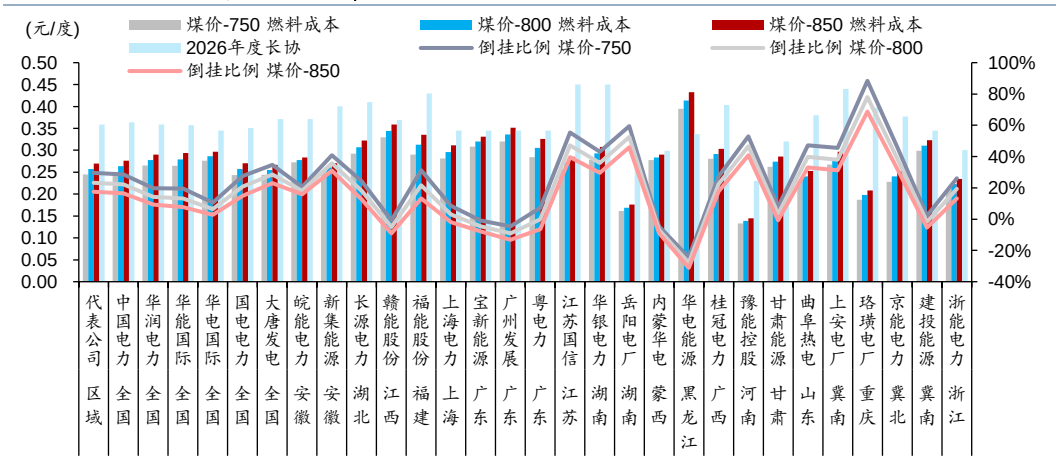
图表19：全口径成本（燃料成本）vs 能量/容量电价（年度长协+容量）



资料来源：北极星电力网，各省交易中心，华泰研究

如果考虑全成本，我们预测秦皇岛煤价反弹至 800 元时，煤电企业就会出现明显的亏损面；850 元的现货煤价意味倒挂近 5 分/度，火电难以通过自身的灵活性从辅助服务市场和现货市场套利中回本。悲观情形下，我们只考虑火电企业的现金成本：参考主要上市公司 2025 年实际的度电燃料成本，假设煤价维持当前 750 元的水平，广东、广西、东北等省份的煤电已经出现了边际亏损；倘若煤价上涨至 800-850 元，福建、浙江、山东、江苏等地区火电恐怕也难以通过年度长协合约收回现金成本——这就是月度长协和现货涨价的基础。

图表20：750-850 元现货煤价情形下，主要省份与代表公司度电燃料成本与长协电价的倒挂情况



注：各公司考虑煤炭长协比例，也就是根据历史标煤单价与市场煤价的波动幅度考虑煤价上涨对燃料成本的影响比例；不考虑广东额外场外返利

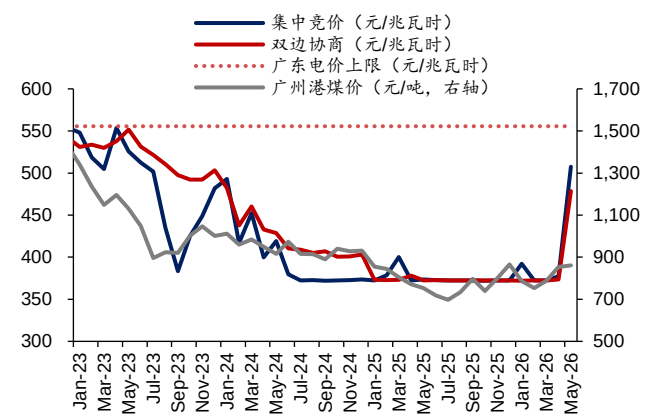
资料来源：北极星电力网，各省交易中心，华泰研究

电价上涨已开始验证，2027 年煤电盈利能力有望修复

沿海省份煤价对电价的影响几乎是决定性的，尤其是在年内高频交易的月度合同中。因为 T 月的长协交易在 T-1 月的下旬完成，所以月度电价对煤价的反映或有 1 个月的滞后。广东和江苏作为华南与华东区域的用电大省，2026 年 2 月之后的月度长协电价都出现了明显的环比上涨，其原因包括春节因素、煤价反弹、气电减量、高温负荷超预期等。

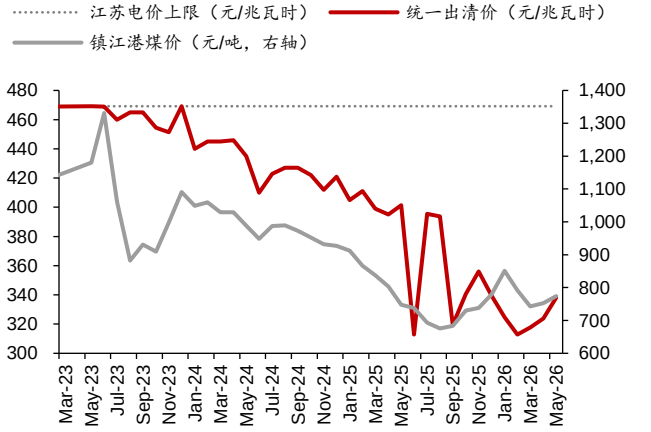
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21： 广东月度交易价格 vs 广州港煤价



资料来源：北极星电力网，广东交易中心，Wind，华泰研究
注：不考虑广东额外场外返利

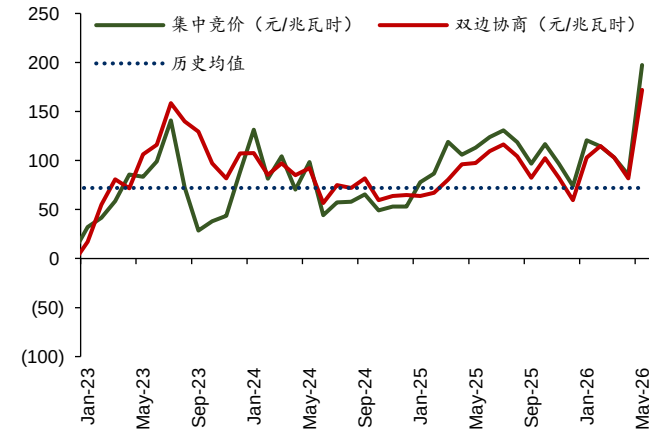
图表22： 江苏月度交易价格 vs 镇江港煤价



资料来源：北极星电力网，江苏交易中心，Wind，华泰研究

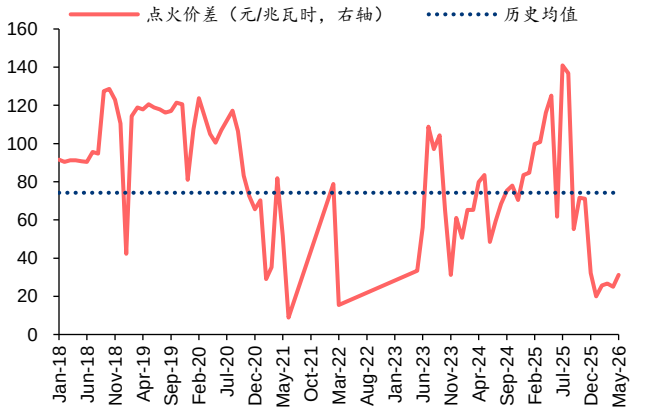
广东月度的点火价差已经超过了历史均值，江苏 5 月也几乎恢复到了均值附近。这部分是供需恶化有所缓和的迹象，但目前谈缺电还为时尚早；更多是来自成本曲线（煤价和气价）上移的刚需，可能也隐含了报价的判断：1）厄尔尼诺影响的 2026 年夏季可能会因为西部来水不佳、气电保供能力受限而导致的供需局部阶段性紧张，2）旺季补库叠加进口煤价高企带来的未来成本进一步上行压力，3）东部多雨天气可能会制约高温天气光伏的出力。总的来说，电价本身的确会反映超前预期，而中长协电价本质是金融合同，隐含的对未来的判断也可以理解。

图表23： 广东月度交易对应的点火价差 vs 历史均值



注：不考虑广东额外场外返利
资料来源：北极星电力网，广东交易中心，Wind，华泰研究

图表24： 江苏月度交易价格对应的点火价差 vs 历史均值

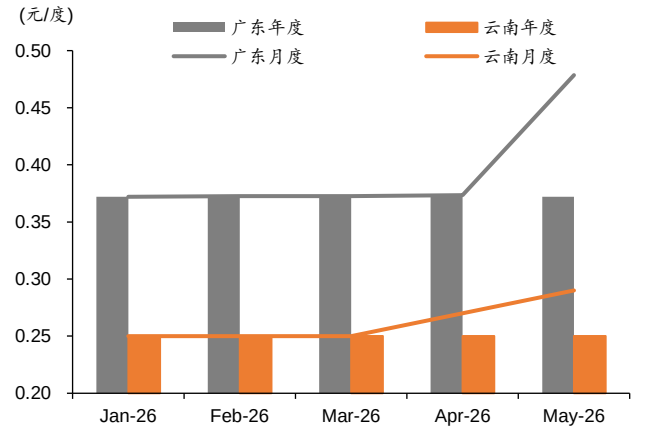


资料来源：北极星电力网，江苏交易中心，Wind，华泰研究

2026 年 5 月广东月度长协显著的环比上涨是最有标志性意义的信号，代表了年度长协的电价在当前煤价下或难以支撑火电企业发电，其实云南 4 月的月度长协已经超过年度水平，体现了南网区域对来水偏枯和燃料成本上行背景下高负荷可能带动电价超预期的判断（月度长协是前一个月的下旬交易，本质上体现的是对下个月的预判）。江苏 5 月的电价年内首次超过 1 月月度交易，距离突破 2026 年度长协尚有 6 厘；但福建 4 月的价格已经超过年度，浙江 5 月交易年内也已经突破（煤电联动），我们判断倘若煤价趋势持续，6-8 月华东地区的电价可能会有更大的边际变化。

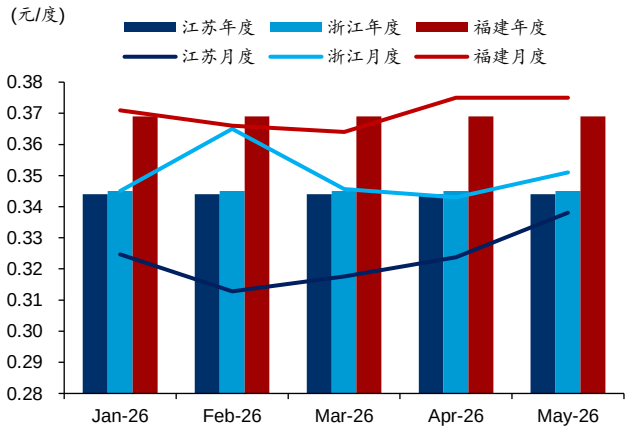
下载日志已记录，仅供内部参考

图表25：广东和云南的月度交易 vs 年度交易



注：不考虑云南、广东额外场外返利
资料来源：北极星电力网，各省交易中心，Wind，华泰研究

图表26：江苏、浙江和福建的月度交易 vs 年度交易



资料来源：北极星电力网，各省交易中心，Wind，华泰研究



下载日志已记录，仅供内部参考

气电盈利能力有望凭借容量电价的提升获得根本性改善

公司气电装机占比位于可比公司中领先水平

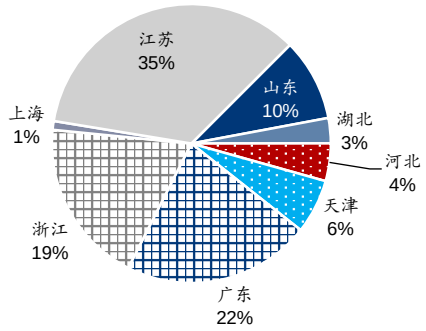
截至 2025 年底，公司气电总权益装机约 316 万千瓦，主要聚集于广东、江苏和浙江。截至2025年底，公司暂无权益法核算的参股在役气电项目，控股气电装机容量约736万千瓦，考虑股权比例后的权益装机为 316 万千瓦，主要分布于广东、江苏和浙江，权益装机占比分别为 29%/24%/20%。在可比的火电全国型上市公司中，华电国际截至 2025 年底年控股气电装机容量占火电总控股装机的 28%，显著高于华能国际/大唐发电/国电电力的16%/16%/2%。

图表27：截至 2025 年底华电国际气电装机分布情况

	控股	权益	平均持股比例
山东	201	126	62%
湖北	62	41	66%
河北	92	76	82%
天津	133	100	76%
广东	460	381	83%
浙江	403	258	64%
上海	21	20	94%
江苏	736	316	43%

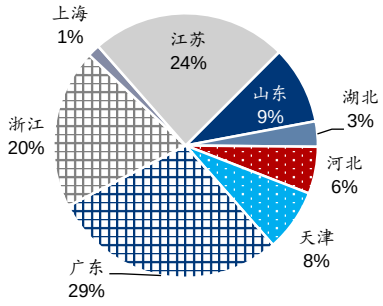
资料来源：公司公告、华泰研究

图表28：公司截至 2025 年底控股气电装机分省占比



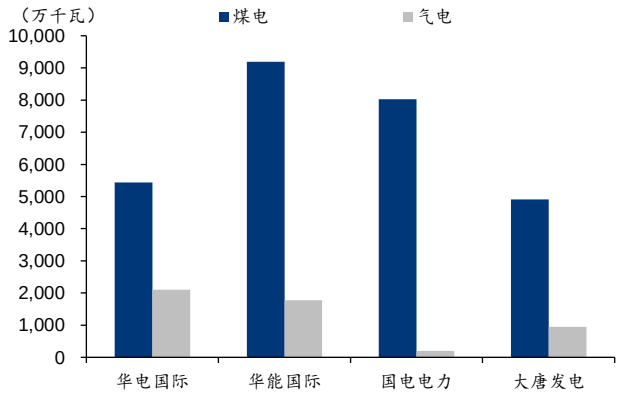
资料来源：公司公告、华泰研究

图表29：公司截至 2025 年底总权益气电装机分省占比



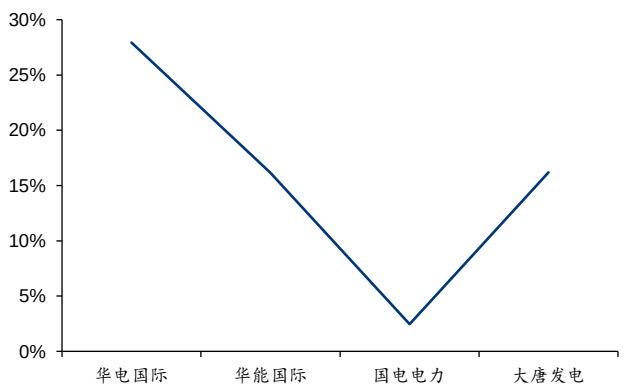
资料来源：公司公告、华泰研究

图表30：公司截至 2025 年底火电公司控股火电装机情况



资料来源：各上市公司公告、华泰研究

图表31：华电国际在可比公司中拥有更高的气电装机占比



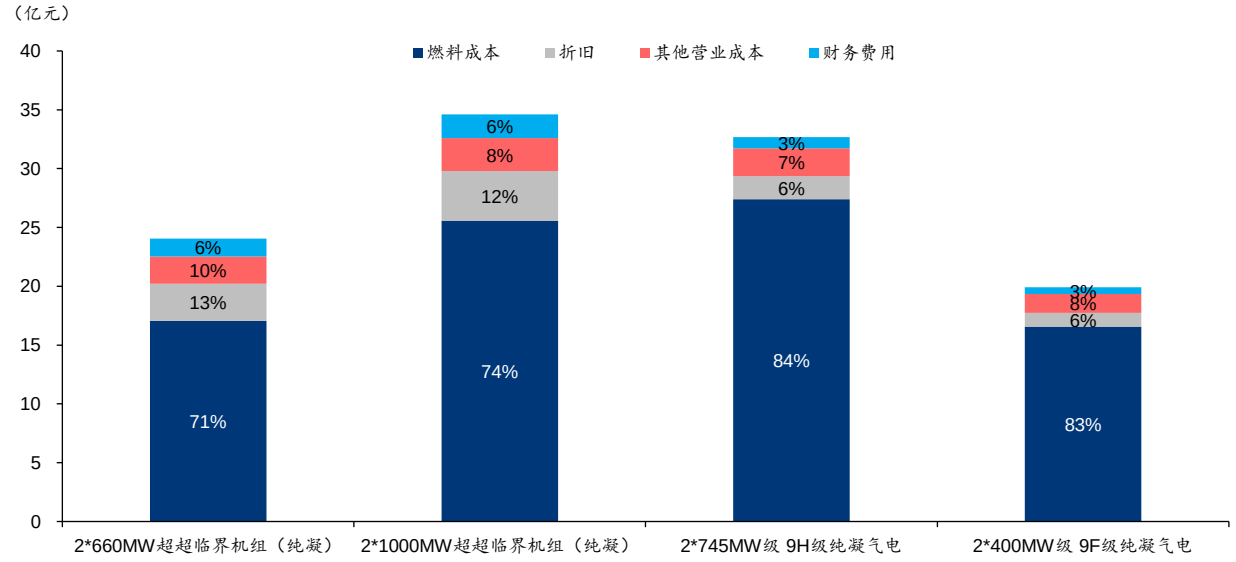
注：根据截至 2025 年底各公司控股气电装机/控股火电装机容量测算
资料来源：各上市公司公告、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

能源转型中气电电价机制完善存在必要性

气电和煤电 LCOE 平价难度较高，因此能源转型中气电容量电价提升存在必要性。根据电力规划设计总院 2025 年 7 月出版的《火电工程限额设计参考造价指标》，假设煤价为 2026 年 1-7 月广州港 5500 大卡市场煤均价 882 元/吨（含税），广东门站价为 2.4 元/标准立方米（含税），我们测算：1）同样为纯凝机组，气电机组的燃料成本占比显著高于煤电机组 10 个百分点及以上；2）如果不考虑碳成本，在 882 元/吨市场煤价假设下，9F 纯凝机组与 660MW/1000MW 级煤电超超临界纯凝机组 LCOE 平价，广东门站价需要较 2.4 元/标准立方米（含税）下降 16%/21%，9H 纯凝机组平价则需要广东门站价下降 7%/12%；3）如果考虑 10%碳成本（假设碳价为 7/31 的 88 元/吨），9F 纯凝机组与 660MW/1000MW 级煤电超超临界纯凝机组 LCOE 平价，广东门站价需要较 2.4 元/标准立方米（含税）下降 15%/20%，9H 纯凝机组平价则需要广东门站价下降 6%/11%。

图表32：纯凝机组中，如果不考虑碳成本，气电机组营业成本中燃料成本占比显著更高



注：2*400MW 级 9F 级纯凝气电实际发电能力按照 2*475MW 水平测算，2*745MW 级 9H 级纯凝气电实际发电能力按照 2* 848.5MW 水平测算
资料来源：电力规划设计总院 2025 年 7 月出版的《火电工程限额设计参考造价指标》、华泰研究

图表33：气电和煤电 LCOE 平价时所需气价变化幅度测算

	不考虑碳成本			考虑 10%碳成本		
	对应气价不含税	对应气价含税	门站价所需变化	对应气价不含税	对应气价含税	门站价所需变化
9F 纯凝单位发电成本=660MW 煤电机组	1.85	2.02	-16%	1.87	2.04	-15%
9H 纯凝单位发电成本=660MW 煤电机组	2.05	2.23	-7%	2.07	2.26	-6%
9F 纯凝单位发电成本=1000MW 煤电机组	1.75	1.91	-21%	1.77	1.93	-20%
9H 纯凝单位发电成本=1000MW 煤电机组	1.93	2.11	-12%	1.96	2.13	-11%

资料来源：电力规划设计总院 2025 年 7 月出版的《火电工程限额设计参考造价指标》、华泰研究预测

气电容量电价水平的提升有望显著增强气电盈利能力

2026 年初国家发改委、国家能源局发文明确完善天然气发电容量电价机制。2026 年 1 月 27 日，国家发改委、国家能源局发布《关于完善发电侧容量电价机制的通知》(发改价格〔2026〕114 号)，其中明确“省级价格主管部门可对天然气发电建立容量电价机制，容量电价按照回收天然气发电机组一定比例固定成本的方式确定。”

下载日志已记录，仅供内部参考

图表34：各省气电电价政策

省份	相关政策及其发行/开始执行时间	容量电价政策	变动成本补偿政策	气电联动机制政策
广东省	广东省发展和改革委员会《关于调整我省煤电气电容量电价的通知》（粤发改价格函〔2025〕1254 号，2025 年 7 月 24 日成文/印发） 广东电力交易中心《关于完善广东电力市场燃气机组市场关键机制的通知》于 2025 年 8 月 5 日已下发至相关市场主体	常规 9E 及以上机组调至 264 元/千瓦·年；6F 及以下机组调至 330 元/千瓦·年；首台(套)重大技术装备机组调至 396 元/千瓦·年；澳大利亚进口 LNG 协议配套机组调至 165 元/千瓦·年。	取消变动成本补偿机制。	完善气电天然气价格传导机制。对大鹏机组、关停机组和燃气自备电厂外的市场化燃气机组应用气电天然气价格传导机制。
江苏省	江苏省发展和改革委员会《关于优化完善天然气发电上网电价管理有关事项的通知》（苏发改价格发〔2024〕1432 号，2024 年 12 月 13 日发布） 国家发展改革委、国家能源局《关于完善发电侧容量电价机制的通知》（发改价格〔2026〕114 号，2026 年 1 月 27 日成文，1 月 30 日官网发布）	天然气调峰机组、热电联产机组执行两部制电价，对应基准天然气价格 2.222 元/立方米；调峰机组容量电价按固定成本回收原则设定，楼宇式分布式气电执行单一制电价，每千瓦时 0.806 元。	无独立变动成本补偿，变动成本主要通过电量电价回收。	建立健全上游天然气价格与气电电量电价的顺畅联动调整机制，根据天然气采购气耗及价格定期动态调整。
浙江省	浙江省发展改革委《关于优化我省天然气发电上网电价的通知》（浙发改价格〔2021〕357 号，2021 年 9 月 24 日发布） 浙江省发展改革委《关于天然气发电机组参与电力市场的通知》（浙发改能源〔2026〕67 号，2026 年 3 月 25 日成文，4 月 2 日官网公开） 浙江能源监管办《关于进一步明确浙江省煤电及天然气发电机组容量电价机制最大出力申报、认定及考核等有关事项的通知》（浙监能市场〔2026〕2 号，2026 年 3 月 26 日印发，3 月 31 日官网公开）	2022—2026.3：9F/9E 为 302.4 元/kW·年，6F 为 571.2 元/kW·年，6B 为 394.8 元/kW·年；2026.4 起改为固定成本×回收比例的动态容量电价机制，月度暂按 9F 331.2 元/kW·年计算	无独立变动成本补偿，通过“基准电量电价 + 气价联动系数 + 顶峰发电市场化收益”回收变动成本。	2022—2026 年 3 月：9F/6F＝天然气到厂价÷4.9×1.0367；9E/6B＝天然气到厂价÷4.5×1.0367。2026 年 4 月起起 85%上网电量执行政府授权合约并与气价联动，9F 系数调整至 4.85，15%按现货价格
山东省	山东省发展改革委等《关于印发〈山东省新能源上网电价市场化改革实施方案〉的通知》（鲁发改价格〔2025〕576 号，2025 年 7 月 31 日成文，8 月 7 日公开） 山东省发展改革委等《关于贯彻发改价格〔2023〕1501 号文件完善我省容量电价机制有关事项的通知》（鲁发改价格〔2023〕1022 号，2023 年 12 月 25 日成文，12 月 28 日公开） 国家能源局山东监管办等《山东电力市场规则（试行）》（鲁监能市场规〔2026〕27 号，2026 年 4 月 30 日印发，5 月 8 日公开）	现行市场化用户侧容量补偿电价标准暂调整为 0.0705 元/千瓦时，气电机组参与现货市场时按容量可用率享受容量补偿或按省内统筹政策执行。	实行运行成本补偿。对报量报价参与现货交易、响应调度需求的直调公用火电机组，明确包括燃气机组，按“当日启动成本＋空载成本＋电能量成本－市场收入”的正差额给予补偿，差额为负不补偿，日清月结。	建立燃气成本动态联动，但不是传统固定上网电价的气电联动公式。燃气机组按机组类型核算变动成本；燃气价格每月更新一次，原则上按中国发电天然气价格指数（CEGI）确定；山东专项指数发布前，按燃机运行日山东 LNG 出厂价＋LNG 气化价格＋管道输送价格确定，并据此测算空载成本、电能成本及运行成本补偿。
天津市	天津市发展改革委《关于贯彻落实第三监管周期输配电价改革政策有关事项的通知》（津发改价管〔2023〕142 号，2023 年 5 月 19 日成文，5 月 26 日公开） 天津市发展改革委《关于调整我市天然气发电价格有关事项的通知》（2025 年 2 月 13 日成文） 国家发展改革委、国家能源局《关于完善发电侧容量电价机制的通知》（发改价格〔2026〕114 号，2026 年 1 月 27 日成文，1 月 30 日公开）	天然气热电联产机组实行两部制上网电价，容量电价用于补偿机组固定成本。陈塘热电、南疆热电、临港热电、军粮城热电、福源热电、北宸热电 6 家气电机组，自 2024 年 11 月 1 日起容量电价为 31.5 元/kW·月，即 378 元/kW·年。2025 年非采暖季文件再次明确“容量电价仍执行每千瓦每月 31.5 元”。天然气发电容量电费纳入系统运行费用，由全体工商业用户按月承担。	无独立变动成本补偿，变动成本由电量电价涵盖。2024 年 11 月 1 日—2025 年 3 月 31 日，保量保价电量的电度电价为 0.6797 元/kWh；2025 年 4 月 1 日—10 月 31 日调整为 0.6226 元/kWh。	电量电价与天然气门站价格挂钩，根据上游管道气或门站价格调整，由市发改委定期核算并公布气电电量电价联动幅度。
河北省	河北省发展和改革委员会《关于完善天然气发电上网电价政策的通知》（冀发改能价规〔2024〕10 号，2024 年 11 月 29 日公布）	对省内天然气调峰机组、热电联产气电机组全面实施“两部制”电价制度，容量电价旨在回收机组固定成本及合理收益。2027 年底前纳入容量电价政策的天然气发电机组规模为 500 万 kW，其中河北南网 300 万 kW、冀北电网 200 万 kW，按全容量并网时间先后确定、先建先得。容量电价为 28 元/kW·月；接带工业负荷的天然气发电机组参照执行。	无独立变动成本补偿。	电量电价根据天然气购气成本变化实行定期联动，保障气电企业变动成本得到合理补偿。以 1.84 元/方为基准天然气价、0.3124 元/kWh 为基准电量电价，上游天然气到厂价格相对基准气价每变化 0.5 元/方，电量电价相应调整 0.1 元/kWh。省发改委原则上每年初根据上一年度到厂气价等确定联动标准；参与市场交易的按市场结算机制执行。

资料来源：各省发改委官网、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

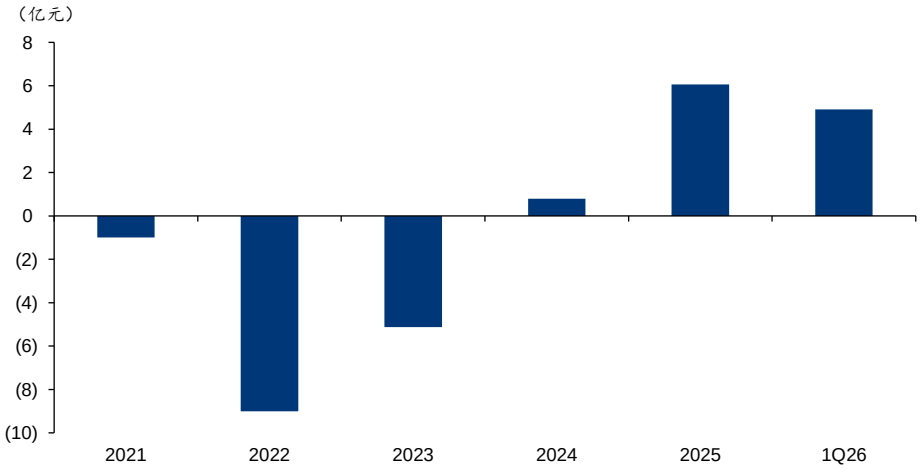
图表35：各省气电电价政策（续）

省份	相关政策及其发行/开始执行时间	容量电价政策	变动成本补偿政策	气电联动机制政策
湖北省	国家发展改革委、国家能源局《关于完善发电侧容量电价机制的通知》（发改价格〔2026〕114 号，2026 年 1 月 27 日成文，1 月 30 日公开） 《湖北省天然气发电上网电价改革方案研讨会/改革通知》	按回收固定成本原则探索建立天然气发电容量电价机制。	无独立变动成本补偿。	着力建立气电价格联动机制，理顺天然气上下游价格传导。当天然气价格出现较大变化时，天然气发电上网电价应及时调整，但最高电价不得超过当地燃煤发电上网标杆电价或当地电网企业平均购电价格。有条件的地方要积极采取财政补贴、气价优惠等措施疏导天然气发电价格矛盾。
上海市	上海市发展和改革委员会《关于优化调整本市天然气发电上网电价机制有关事项的通知》（沪发改价管〔2019〕36 号，2019 年 7 月 11 日成文，7 月 16 日公开） 上海市发展和改革委员会《关于我市开展气电价格联动调整有关事项的通知》（沪发改价管〔2026〕19 号，2026 年 4 月 23 日成文，4 月 24 日公开，5 月 1 日起执行）	天然气调峰机组实行两部制电价，容量电价 37.01 元/千瓦·月，即 444.12 元/千瓦·年；天然气热电联产机组容量电价 36.50 元/千瓦·月，即 438.00 元/千瓦·年。容量电价与发电量分离，主要用于覆盖机组固定成本。2026 年最新气电联动文件明确“容量电价保持不变”。	无独立变动成本补偿。	上海实行明确的气电价格联动机制。公式为：联动后电量电价＝现行电量电价＋天然气平均调价幅度×税收调整因子÷发电气耗。税收调整因子 1.0367；调峰、热电机组发电气耗取 5.27 kWh/m³，分布式取 5.11 kWh/m³。现行（2026 年 5 月 1 日起）调峰机组电量电价 0.6434 元/kWh；热电联产 2500 小时以内 0.6676 元/kWh、2500—5000 小时 0.5872 元/kWh、5000 小时以上执行燃煤基准价。

资料来源：各省发改委官网、华泰研究

得益于广东、河北等省份气电电价机制完善，公司 1Q26 气电利润总额同比+91%。江浙沪省份对天然气的两部制电价建立一直较为完善，2025 年随着电力市场化改革以及能源转型的进一步深入，广东省进一步大幅提升了气电的容量电价水平，河北省也对气电容量电价进行了全面实施，湖北省也在国家 114 号文发布后就相关容量电价机制的建立进行了研讨。气电的电价机制正在不断完善，尤其广东和河北气电容量电价的提升促使公司 1Q26 气电利润总额同比+91%。

图表36：华电国际气电利润总额正不断提升



资料来源：公司公告、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与估值

预计 2026-2028 年归母净利润同比-16.8%/+13.3%/+7.9%

售电业务为公司主要收入来源。公司业务分为售电、供热、供煤及其他。2023-2025 年，售电发电业务年均贡献公司营收的 85%左右，为公司主要收入来源，其中火电发电占主导地位。2025 年公司供热业务收入同比大幅提升主要是未对资产注入完成后 2024 年历史数据进行追溯，2026-2028 年参考 2023-2024 年的供热收入同比增长情况，我们预计其维持 2%的年均同比增速。自 2025 年起，公司供煤业务收入为 0，因此我们预计 2026-2028 年该业务收入为 0;因其他业务收入占比较小,我们预计 2026-2028 年其维持 2025 年的水平。综合后续对售电业务核心假设，我们预计公司 2026-2028 年售电业务收入同比-5.7%/+2.8%/+2.0%，因此公司总营业收入 2026-2028 年有望同比-4.8%/+2.7%/+2.0%。

图表37：我们测算公司 2026/2027/2028 年收入同比-4.8%/+2.7%/+2.0%

		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	百万元	117,176	112,994	126,013	119,904	123,162	125,631
yoy	%	9.5	(3.6)	11.5	(4.8)	2.7	2.0
售电	百万元	96,152	94,744	111,807	105,449	108,454	110,663
yoy	%	0.7	(1.5)	18.0	(5.7)	2.8	2.0
火电	百万元	94,261	92,687	109,430	103,341	106,345	108,427
yoy	%	0.9	(1.7)	18.1	(5.6)	2.9	2.0
可再生能源	百万元	1,891	1,792	2,010	2,109	2,109	2,236
yoy	%	(8.5)	(5.2)	12.2	4.9	0	6.1
供热	百万元	9,624	9,743	12,458	12,707	12,961	13,221
yoy	%	7.3	1.2	27.9	2.0	2.0	2.0
供煤	百万元	10,601	7,905	0	0	0	0
yoy	%	609.6	(25.4)	-100	0	0	0
其他	百万元	800	602	1,747	1,747	1,747	1,747

注：2024 年数据未追溯

资料来源：公司公告、华泰研究预测

装机容量：考虑公司 2026 年计划投产重庆潼南 2*54.6 万千瓦燃机；2027 年计划投产广东汕头二期 2*100 万千瓦机组、山东淄博“上大压小”2*35 万千瓦机组、江苏望亭两台 66 万千瓦煤电机组。我们假设公司 2026-2028 年煤电机组装机容量为 5438/5840/5840 万千瓦，气电机组装机容量为 2216.5/2216.5/2216.5 万千瓦。

利用小时数：受新能源装机大规模增加影响，火电利用小时数被挤压严重，2023-2025 年公司火电利用小时数分别同比下降 3.9%/5.1%/9.5%，其中煤电利用小时数同比下降 4.6%/5.0%/5.2%，气电利用小时数同比下降 1.4%/1.6%/1.1%。我们认为 2026 年受气价上涨影响，气电考虑燃料成本上涨利用小时数或存在较大幅度下降，因此我们预计 2026-2028 年公司气电利用小时数同比-15%/-1%/-1%；考虑 2025 年新能源新增装机创“十四五”时期新高，我们预计 2026 年煤电利用小时数将继续维持较高同比下降幅度，为-5%，2027 年随着新能源新增装机增速有所放缓，煤电利用小时数同比降幅或较大程度收窄，因此我们预计 2027-2028 年煤电利用小时数均同比下降 1%。参考 1H26，公司水电站上网电量因来水修复同比增长，我们预计 2026 年公司可再生能源（绝大多数为水电）利用小时数同比增加 200 小时，因来水具有较大不确定性，暂预计 2027-2028 年水电利用小时均维持 2026 年水平。因此，公司 2026-2028 年售电量预计同比-4.4%/+2.0%/+2.1%。

电价：1H26，公司平均上网电价同比+0.18%至 0.5177 元/千瓦时，我们认为主要是：1）上网电量同比下降，导致度电容量电价水平提升；2）气电容量电价提升拉动公司平均上网电价增长；考虑 Q2 为用电淡季，一般为全年上网电量最低的一个季度，可能导致上半年平均上网电价偏高，我们保守预计 2026 年公司火电平均上网电价同比-0.8%至 0.518 元/千瓦时，2027 年考虑年度长协电价反弹，保守预计公司火电平均上网电价同比+0.8%，暂预计 2028 年维持 2027 年水平。关于可再生能源电价，由于公司可再生能源板块几乎只有水电，预计其 2026-2028 年维持 2025 年的 0.229 元/千瓦时水平。因此我们预计 2026-2028 年公司平均上网电价同比-1.0%/+0.9%/-0.1%至 0.506/0.510/0.510 元/千瓦时。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表38：公司售电业务核心假设

			2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
控股装机容量		MW	58,450	59,819	77,924	79,004	83,024	83,322
火电		MW	55,985	57,353	75,453	76,545	80,565	80,565
燃煤		MW	46,890	46,750	54,380	54,380	58,400	58,400
燃机		MW	9,095	10,603	21,073	22,165	22,165	22,165
可再生能源		MW	2,459	2,459	2,459	2,459	2,459	2,757
利用小时		小时	3,956	3,746	3,427	2,876	2,840	2,825
	yoy	%	(3.9)	(5.3)	(8.5)	(16.1)	(1.2)	(0.5)
火电		小时	3,963	3,763	3,406	2,834	2,798	2,781
	yoy	%	(3.9)	(5.1)	(9.5)	(16.8)	(1.3)	(0.6)
燃煤		小时	4,301	4,086	3,874	3,680	3,643	3,607
	yoy	%	(4.6)	(5.0)	(5.2)	(5.0)	(1.0)	(1.0)
燃机		小时	2,188	2,152	2,128	1,809	1,791	1,773
	yoy	%	(1.4)	(1.6)	(1.1)	(15.0)	(1.0)	(1.0)
可再生能源		小时	3,795	3,363	4,071	4,271	4,271	4,271
发电量		亿千瓦时	2,238	2,226	2,623	2,507	2,556	2,611
	yoy	%	1.3	(0.5)	17.8	(4.4)	2.0	2.1
火电		亿千瓦时	2,145	2,144	2,523	2,402	2,451	2,499
	yoy	%	1.6	(0.1)	17.7	(4.8)	2.0	2.0
燃煤		亿千瓦时	1,973	1,959	2,097	2,001	2,055	2,107
燃机		亿千瓦时	172	185	426	401	397	393
可再生能源		亿千瓦时	93	83	100	105	105	111
售电量		亿千瓦时	2,095	2,085	2,464	2,356	2,403	2,454
	yoy	%	1.2	(0.5)	18.2	(4.4)	2.0	2.1
火电		亿千瓦时	2,003	2,003	2,365	2,253	2,299	2,344
	yoy	%	1.5	(0.0)	18.1	(4.8)	2.0	2.0
	厂用电率	%	6.6	6.6	6.2	6.2	6.2	6.2
可再生能源		亿千瓦时	92	82	99	104	104	110
	厂用电率	%	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
平均上网电价		元/千瓦时	0.517	0.512	0.511	0.506	0.510	0.510
	yoy	%	(0.4)	(1.0)	(0.2)	(1.0)	0.9	(0.1)
火电		元/千瓦时	0.532	0.523	0.523	0.518	0.523	0.523
	yoy	%	(0.6)	(1.6)	(0.0)	(0.8)	0.8	0
可再生能源		元/千瓦时	0.231	0.247	0.229	0.229	0.229	0.229

注：2024 年数据未追溯

资料来源：公司公告、华泰研究预测

公司的总营业成本主要来自燃料成本和折旧摊销。2026 年 1-7 月，秦皇岛动力煤（Q5500）平均市场价格为 776 元/吨，同比上涨 13.9%。考虑公司长协煤比例较高，长协煤价签订基准价格 2026 年较 2025 年有所下降，当前长协煤价低于市场煤价，我们假设公司 2026 年入炉标煤单价（不含税）同比+2.5%至 846 元/吨，暂假设 2027-2028 年维持 2026 年水平。2026 年截至目前，液化天然气出厂价格指数同比+16.8%，但考虑公司气电厂有长协气源，价格波动幅度有望远低于市场价格变化幅度，我们假设 2026 年气价同比+4.2%，2027-2028 年暂维持 2026 年水平。因此，我们预计公司 2026-2028 年燃料费同比-3.2%/+0.9%/+0.9%，2026 年燃料费和单位燃料成本呈现相反变动趋势主要是售电量同比下降幅度高于单位燃料成本同比上涨幅度。我们预计公司 2026-2028 年折旧费用分别为 134.02/139.94/143.44 亿元，主要考虑新机组投产带来影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：我们测算公司 2026/2027/2028 年总营业成本同比-2.5%/+1.7%/+1.2%

			2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总成本		百万元	109,646	103,071	111,602	108,758	110,640	111,943
	yoy	%	2.9	(6.0)	8.3	(2.5)	1.7	1.2
燃料费		百万元	75,462	70,567	79,205	76,701	77,417	78,087
	yoy	%	(8.9)	(6.5)	12.2	(3.2)	0.9	0.9
燃煤成本		百万元	61,345	56,805	52,004	50,026	51,009	51,942
单位燃料成本		元/千瓦时	0.311	0.290	0.248	0.250	0.248	0.247
发电煤耗		克/千瓦时	300	300	300	295	293	291
入炉标煤单价		元/吨	1,038	965	825	846	846	846
	yoy	%	(12.3)	(7.0)	(14.5)	2.5	0	0
秦皇岛 Q5500 煤价		元/吨	965	880	700	800	800	800
	yoy	%	(23.7)	(8.8)	(20.5)	14.3	0	0
燃气成本		百万元	14,117	13,762	27,201	26,675	26,409	26,145
单位燃料成本		元/千瓦时	0.820	0.745	0.639	0.665	0.665	0.665
度电气耗		方/千瓦时	0.268	0.268	0.268	0.268	0.268	0.268
气价		元/方	3.1	2.8	2.4	2.5	2.5	2.5
折旧与摊销		百万元	10,239	10,504	13,142	13,402	13,994	14,344

注：2024 年数据未追溯

资料来源：公司公告、华泰研究预测

期间费用&资产减值：考虑 2026 年公司新增机组规模相对 2027 年较小，且公司正不断置换高成本贷款，我们预计公司 2026 年财务费用率同比-0.2pp 至 2.3%，考虑 2027 年新增装机规模较大，且非完整投产年度，预计 2027-2028 年公司财务费用率分别提升至 2.5%/2.8%。管理费用方面，2025 年管理费用率同比提升主要因资产注入影响，考虑公司降本增效工作推进，我们预计 2026-2028 年公司管理费用率维持 2025 年的 1.8%水平。2023-2025 年公司资产减值损失水平波动较大，考虑公司历史年份已累计计提较大额度资产减值，预计 2026-2028 年公司资产减值损失占收入比例自 2025 年的 0.6%下降至 0.3%/0.2%/0.2%。

图表40：我们测算公司 2026/2027/2028 年归母净利润同比-16.8%/+13.3%/+7.9%

			2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
管理费用		百万元	1,668	1,797	2,231	2,123	2,181	2,225
	费用率	%	1.4	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
财务费用		百万元	3,604	3,226	3,162	2,768	3,032	3,516
	费用率	%	3.1	2.9	2.5	2.3	2.5	2.8
资产减值损失		百万元	527	102	750	300	246	226
	占营收比例	%	0.4	0.1	0.6	0.3	0.2	0.2
投资收益		百万元	3,776.5	3,478.3	3,153.5	2,361.8	2,495.7	2,629.6
	yoy	%	(21.4)	(7.9)	(9.3)	(25.1)	5.7	5.4
净利润		百万元	4,808	6,836	8,217	6,318	7,246	7,845
	yoy	%	(853.5)	42.2	20.2	(23.1)	14.7	8.3
归母净利润		百万元	4,522	5,703	6,070	5,052	5,726	6,176
	yoy	%	4,430.7	26.1	6.4	(16.8)	13.3	7.9

注：2024 年数据未追溯

资料来源：公司公告、华泰研究预测

预计 2027 年公司归母净利润修复至 2024-2025 年之间水平。公司投资收益主要来源于参股的华电新能和煤炭企业。2023-2025 年参股煤炭投资收益受煤价下降影响，2024-2025 年，华电新能源受新能源市场化推进导致的新能源电价下降影响，2023-2025 年，公司投资收益呈现下降趋势。2026 年虽我们预计煤价将有所修复，但新能源盈利仍因电价和利用小时同比下降而承压，因此我们预计 2026 年投资收益同比-25.1%至 23.62 亿元；2027-2028 年我们预计公司投资收益同比+5.7%/+5.4%至 24.96/26.30 亿元，主要考虑市场化电价反弹及新能源装机增长。综上，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 50.52/57.26/61.76 亿元，同比-16.8%/+13.3%/+7.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

A/H 目标价 5.87RMB/5.09HKD，维持“买入”评级

考虑华能国际、国电电力、大唐发电与华电国际均为全国型火电公司，且均为“五大发电集团”旗下火电业务为主的上市公司平台，选择华能国际、国电电力、大唐发电为公司可比公司，预计 2026-2028 年公司 EPS 为 0.44/0.49/0.53 元。参考可比公司 2026E PE 的 Wind 一致预期为 13.1x，考虑华电国际当前为常规能源平台，不控股发展新能源，资本开支压力较可比公司更小，分红提升潜力更大，给予公司 13.5x 2026E PE，A 股目标价 5.87 人民币，考虑过去 1 年公司 H 股较 A 股平均折价率约 25%，因此预计公司 H 股目标价为 5.09HKD，均维持“买入”评级。

图表41： 可比公司估值表

		股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
公司名称	**股票代码**	**2026/8/24**	**2026/8/24**	**26E**	**27E**	**26E**	**27E**	**26E**	**27E**
华能国际	600011 CH	6.64	104,235	8.4	7.7	0.7	0.7	9%	9%
国电电力	600795 CH	5.16	92,032	14.8	12.4	1.5	1.4	10%	11%
大唐发电	601991 CH	5.89	109,005	16.1	15.0	1.3	1.2	8%	8%
平均值				**13.1**	**11.7**	**1.2**	**1.1**	**9%**	**10%**
华电国际	600027 CH	4.55	52,834	10.5	9.2	0.7	0.7	7%	8%

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测
资料来源：Wind、华泰研究预测

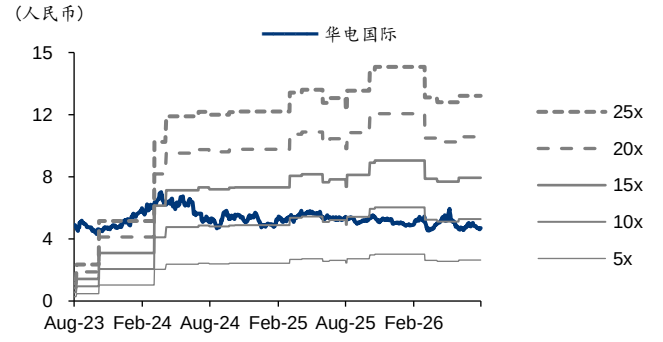
风险提示

煤价高于预期。考虑公司长协煤比例较高，我们预计公司入炉标煤单价涨幅低于市场煤价涨幅，若国际形势变化等导致市场煤价高于预期或公司长协煤履约率低于我们预期，公司入炉标煤单价或将高于我们预期，公司导致公司归母净利润低于我们预期。

电价低于预期。我们预计 2026 年公司上网电价同比-1.0%，2027 年公司上网电价较 2026 年增长，但若市场竞争加剧或煤价低于预期，公司上网电价水平可能低于我们预期，从而或导致归母净利润低于我们预期。

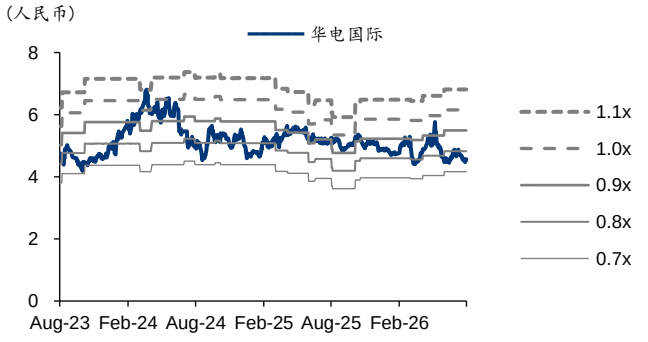
投资收益低于预期。公司投资收益主要来自华电新能和参股煤炭企业。如果新能源上网电价和利用小时数因市场竞争加剧、煤价下行等因素进一步低于我们预期，公司投资收益或低于我们预期。

图表42： 华电国际 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表43： 华电国际 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

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。

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。
- 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。
- 华电国际（600027 CH）、华电国际电力股份（1071 HK）：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。
- 华电国际（600027 CH）、华电国际电力股份（1071 HK）：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。
- 华电国际（600027 CH）、华电国际电力股份（1071 HK）：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。
- 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