下载日志已记录，仅供内部参考



广发研究 GF RESEARCH

# 公用事业行业 2026 年中报总结

## 周期底部业绩承压，期待电价回升修复盈利

行业评级

买入

前次评级 买入

**电价底部板块业绩承压，投资下降现金流持续改善。**公用事业板块（GFGY）实现归母净利润 1186 亿元（同比-16.1%），扣非归母净利润 1145 亿元（同比-15.8%），其中 26Q1 归母净利润 525 亿元（同比-9.9%），26Q2 归母净利润 465 亿元（同比-23.6%）（单季数据剔除港股）。在电价下降、煤价上涨的不利影响下，Q2 火电利润降幅扩大，绿电板块业绩大幅下滑是板块利润下降的主要原因。虽然公用板块整体业绩承压，但其中不乏超预期表现：1.火电经营韧性强：在周期下行压力下仍普遍实现正利润，基荷价值和调节价值正在提高火电的盈利稳定性；2.自由现金流改善：2026H1 板块经营现金流净额 2808 亿元（同比-3.5%），现金流降幅远小于利润降幅，同时投资现金流净额同比下降 14.0%，自由现金流持续改善；3.基金持仓五年低位：板块二季度末公募持仓占比 0.21%；4.电价面临周期拐点：火电核准下降、风光装机增长放缓，用电量保持稳定增长，电力供需将逐渐改善，叠加煤价上涨，电价企稳趋势明确，江苏、广东等沿海省份月度电价上涨并反超年度长协电价，预计明年年度长协电价提升概率较大，电价回升将显著修复行业盈利水平。

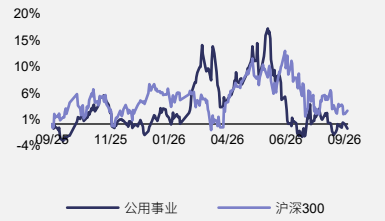
**火电在周期底部实现较高利润，现金流改善、分红能力提升。**上半年火电板块归母净利润 429 亿元（同比下降 21.5%），其中 Q1、Q2 归母净利润分别同比-1.5%、-36.5%，主要受年度长协电价下降、煤价快速上涨影响，但即使在周期底部，火电板块仍然实现较高的盈利水平，火电的变化主要体现在以下三点：1.周期属性弱化盈利稳定性提升：火电容量电价带来稳定收入，调节能力使火电可以通过市场化交易提高度电收入，如宝新能源在 Q2 广东现货电价大涨后归母净利润同比增长 25%。2.自由现金流改善：上半年火电板块投资现金流同比下降 15%，自由现金流小幅下降至 375 亿元。3.股息性价比高：多家火电公司发布分红承诺，部分高股息公司在业绩底部依然有 4%以上股息率。总体来看，火电基本面预期改善、估值低位、公募低配、高股息，有望迎来业绩估值双击。

**水电燃气业绩稳健，核电投产高峰，绿电期待困境反转。**水/核/绿/燃气板块 2026H1 归母净利润分别同比+6.6%/-16.1%/-38.4%/+2.9%。**水电：**水电电价稳定，业绩稳定性强，厄尔尼诺下预期来水偏丰，明年有望迎来量价齐升，低利率环境下水电股息价值突出。**核电：**受电价下降、上半年大修集中和新能源影响业绩承压，但电价预期向好及机制电价出台释放电价风险，未来更多关注装机投产提升业绩。**绿电：**受电价、消纳等影响导致业绩承压加深，但现金流明显好转，电价预期回升将带来边际改善。**燃气：**气量增长略低预期，毛差仍在修复，整体业绩表现稳健，期待需求修复。

**建议关注电价预期改善水火核盈利弹性，**1.火电:盈利稳定高股息的华能国际电力股份、华电国际电力股份、国电电力、申能股份、华能蒙电；2.水电:业绩超预期分红提升的川投能源、长江电力；3.核电：电价预期扭转的中国核电；4.燃气：气源多元化的九丰能源、佛燃能源。

**风险提示。**改革不及预期风险，煤价超额上涨风险，电价下行风险。

相对市场表现




**郭鹏**
SAC 执证号：S0260514030003
SFC CE No. BNX688
guopeng@gf.com.cn

**郝兆升**
SAC 执证号：S0260524070001
haozhaosheng@gf.com.cn

**谷玥**
SAC 执证号：S0260526070008
gfguyue@gf.com.cn

**刘恒君**
SAC 执证号：S0260526070001
liuhengjun@gf.com.cn

请注意，郝兆升,谷玥,刘恒君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。

**相关研究**

| | |
|---|---|
| 公用事业行业深度跟踪:中报业绩亮点频出，期待电价回升带来业绩拐点 | 2026-08-30 |
| 公用事业行业深度跟踪:厄尔尼诺多雨电量增幅放缓，关注电价回升业绩触底 | 2026-08-23 |
| 公用事业行业深度跟踪:中报业绩期来临，关注绩优个股和业绩拐点 | 2026-08-16 |

下载日志已记录，仅供内部参考



**重点公司估值和财务分析表**

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新收盘价 | 最近报告日期 | 评级 | 合理价值（元/股） | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| 华能国际 | 600011.SH | CNY | 6.84 | 2026/08/23 | 买入 | 9.48 | 0.79 | 0.84 | 8.66 | 8.10 | 2.05 | 1.94 | 8.30 | 8.50 |
| 华能国际电力股份 | 00902.HK | HKD | 5.66 | 2026/08/23 | 买入 | 7.62 | 0.79 | 0.84 | 6.19 | 5.79 | 1.45 | 1.38 | 8.30 | 8.50 |
| 华电国际 | 600027.SH | CNY | 4.82 | 2026/09/01 | 买入 | 5.36 | 0.45 | 0.52 | 10.80 | 9.30 | 2.59 | 2.42 | 7.50 | 8.50 |
| 华电国际电力股份 | 01071.HK | HKD | 3.99 | 2026/09/01 | 买入 | 4.63 | 0.45 | 0.52 | 7.72 | 6.65 | 1.86 | 1.73 | 7.50 | 8.50 |
| 国电电力 | 600795.SH | CNY | 5.28 | 2026/08/22 | 买入 | 5.28 | 0.35 | 0.41 | 14.99 | 12.88 | 2.30 | 2.08 | 10.20 | 11.30 |
| 申能股份 | 600642.SH | CNY | 8.47 | 2026/09/01 | 买入 | 11.48 | 0.70 | 0.78 | 12.14 | 10.87 | 4.67 | 4.37 | 7.90 | 8.50 |
| 华能蒙电 | 600863.SH | CNY | 4.65 | 2026/08/30 | 买入 | 5.79 | 0.32 | 0.36 | 14.48 | 13.06 | 5.38 | 5.10 | 16.20 | 17.00 |
| 川投能源 | 600674.SH | CNY | 15.61 | 2026/08/23 | 买入 | 20.80 | 1.04 | 1.09 | 15.01 | 14.37 | 80.61 | 79.78 | 10.70 | 10.60 |
| 长江电力 | 600900.SH | CNY | 27.85 | 2026/09/06 | 买入 | 36.75 | 1.47 | 1.53 | 18.94 | 18.30 | 10.48 | 10.27 | 15.50 | 15.40 |
| 中国核电 | 601985.SH | CNY | 8.91 | 2026/05/07 | 买入 | 10.17 | 0.41 | 0.45 | 21.91 | 19.88 | 3.59 | 3.24 | 6.80 | 7.20 |
| 九丰能源 | 605090.SH | CNY | 33.12 | 2026/08/24 | 买入 | 45.83 | 2.29 | 2.42 | 14.49 | 13.73 | 11.00 | 10.58 | 13.10 | 12.80 |
| 佛燃能源 | 002911.SZ | CNY | 11.35 | 2026/09/01 | 买入 | 14.89 | 0.88 | 0.97 | 12.96 | 11.74 | 7.16 | 6.45 | 12.30 | 13.10 |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考



目录索引

一、电价底部板块业绩承压，投资下降现金流持续改善.....7
（一）上半年板块业绩同比下降 16%，自由现金流大幅提升.....7
（二）水燃稳健火绿核承压，期待电价回升业绩修复.....10
（三）公募持仓五年新低，板块低估低配投资价值凸显.....12
二、火电：周期下行接近尾声，期待电价、分红提升.....14
（一）煤价上涨火电成本提升，期待电价回升盈利修复.....14
（二）调节价值稳定盈利，分红稳定加速公用事业化.....18
三、水电：业绩稳健，关注装机投产和估值修复.....20
（一）水电电价韧性较强，业绩稳定现金流充沛.....20
（二）装机投产期来临，分红提升、利率下滑、估值有望提升.....22
四、核电进入投产高峰，绿电期待困境反转，燃气毛差修复.....25
（一）核电：装机有序推进，电价下滑业绩承压.....25
（二）绿电：业绩增长承压，现金流持续好转.....28
（三）燃气：气量偏弱、毛差修复，盈利微增.....31
五、标的推荐.....33
六、风险提示.....34

下载日志已记录，仅供内部参考



图表索引

图 1：2026H1 公用事业板块营收同比-1.2%.....7
图 2：2026H1 公用事业板块归母净利润同比-16.1%.....7
图 3：2026H1 公用事业板块扣非归母净利润同比-15.8%.....7
图 4：公用事业板块单季归母净利润（单位：亿元）.....8
图 5：各板块营业收入（亿元）.....8
图 6：各板块归母净利润（亿元）.....8
图 7：经营性现金流净额：2026H1 同比-3.5%.....9
图 8：投资性现金流净额：2026H1 同比-14.0%.....9
图 9：筹资性现金流净额：2026H1 同比-47.5%.....9
图 10：2026H1 板块自由现金流大幅提升（亿元）.....9
图 11：板块资产负债率持续下降.....10
图 12：板块财务费用持续下降（亿元）.....10
图 13：2026H1 火电板块营收同比-1.4%.....10
图 14：2026H1 火电板块归母净利润同比-21.5%.....10
图 15：2026H1 水电板块营收同比+1.8%.....11
图 16：2026H1 水电板块归母净利润同比+6.6%.....11
图 17：2026H1 核电板块营收同比-4.7%.....11
图 18：2026H1 核电板块归母净利润同比-16.1%.....11
图 19：2026H1 绿电板块营收同比-3.5%.....12
图 20：2026H1 绿电板块归母净利润同比-38.4%.....12
图 21：2026H1 燃气板块营收同比-0.2%.....12
图 22：2026H1 燃气板块归母净利润同比+2.9%.....12
图 23：2026 年二季度末公用事业股基金配置占比为 0.21%、环比-0.11pct、同比-0.77pct.....13
图 24：细分板块来看，2026 年二季度末各板块配置环比均有所下降.....13
图 25：2026H1 火电公司归母净利润同比增速.....15
图 26：2026H1 火电公司扣非归母净利润同比增速.....15
图 27：2026Q2 火电公司归母净利润同比增速.....15
图 28：2026Q2 火电公司扣非归母净利润同比增速.....15
图 29：火电板块已连续 9 个季度业绩 200 亿元左右.....16
图 30：火电板块扣非归母净利润亦趋于稳定/亿元.....16
图 31：2024 年至今减值体量有所收窄（资产减值+信用减值）/亿元.....16
图 32：全国性火电企业单季扣非归母净利润（亿元）.....17
图 33：区域性火电企业单季扣非归母净利润（亿元）.....17
图 34：26H1 火电板块经营现金流净额同比-13.5%.....17

下载日志已记录，仅供内部参考



图 35：26H1 火电板块自由现金流仅小幅降低.....17
图 36：火电板块投资现金流净额下降.....18
图 37：火电板块筹资现金流净流出扩大.....18
图 38：火电分析要素正在发生变化.....18
图 39：火电电量电价包括中长期和现货两部分.....19
图 40：广东年度、月度、现货电价存在套利价差.....19
图 41：发电侧加权价格曲线日内差距引导发电行为.....19
图 42：2025 年火电公司分红大幅提升.....20
图 43：2026H1 水电板块财务费用同比-12.5%.....22
图 44：26H1 多数水电公司财务费用同比降低（亿元）.....22
图 45：2026H1 水电板块经营现金流净额 511 亿元.....22
图 46：近年来各水电公司保持高分红率.....23
图 47：各水电公司股息率较高.....23
图 48：长江电力股息率与十年期国债收益率.....24
图 49：南方电力 1990 年至今息差变化.....24
图 50：中国核电归母净利润（亿元）.....25
图 51：中国广核归母净利润（亿元）.....25
图 52：电投产融归母净利润（亿元）.....25
图 53：江苏电价连续 5 个月环比提升（元/兆瓦）.....26
图 54：5 月后广东月度电价大涨（元/兆瓦）.....26
图 55：预期在建、核准机组投产节奏.....27
图 56：2026 年 7 月 31 日国常会一次性核准 8 台机组.....28
图 57：绿电公司上半年归母净利润增速.....28
图 58：上半年绿电板块经营现金流净额同比+5.2%.....29
图 59：上半年绿电板块投资现金流净额同比-21.4%.....29
图 60：绿电板块应收账款下降.....29
图 61：1-7 月绿电新增装机同比下降.....30
图 62：1-7 月绿电发电量同比增长 10.4%.....30
图 63：上半年风电利用小时数下降 170 小时.....30
图 64：上半年光伏利用小时数下降 33 小时.....30
图 65：2026H1 天然气表观消费量同比-2.4%.....32
图 66：2026H1 天然气进口量同比-3.5%.....32
图 67：2026 年 6 月天然气表观消费量同比-1.1%.....32
图 68：2026 年 6 月天然气进口量同比+3.9%.....32
图 69：2026H1 国内规模以上天然气产量同比+1.7%.....32
图 70：国内 LNG 到岸价（美元/百万英热）.....33
图 71：中国 LNG 出厂价（元/吨）.....33
图 72：海外天然气价格.....33

下载日志已记录，仅供内部参考



表 1：截至 2026Q2 公用事业行业重点个股持仓.....13
表 2：2024 年以来各季度重点公司基金持仓环比变化.....14
表 3：2026Q2 煤价反弹.....15
表 4：典型火电企业单季业绩情况.....15
表 5：2026H1 水电板块 8 家公司归母净利润 278.58 亿元，同比增长 6.6%.....20
表 6：2026H1 水电板块发电量同比+4.8%，其中 26Q1 同比+7.9%、26Q2 同比+2.3%.....21
表 7：2026H1 以及 2026Q2 水电公司度电收入对比（元/千瓦时）.....21
表 8：主要在建水电站汇总.....22
表 9：各水电公司最新分红承诺.....23
表 10：2026H1 核电板块发电量同比下降 2.5%.....26
表 11：《2026 年辽宁省核电机组参与电力市场化交易有关事项》主要内容.....26
表 12：2026 年上半年主要绿电公司核心财务数据.....28
表 13：2026 年上半年主要绿电公司核心经营数据.....30
表 14：2026H1 燃气公司业绩情况.....31
表 15：公司盈利预测与估值（收盘价日期：2026/9/7）.....34

下载日志已记录，仅供内部参考

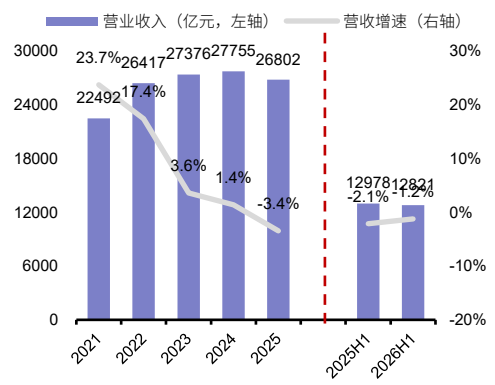


## 一、电价底部板块业绩承压，投资下降现金流持续改善

### （一）上半年板块业绩同比下降 16%，自由现金流大幅提升

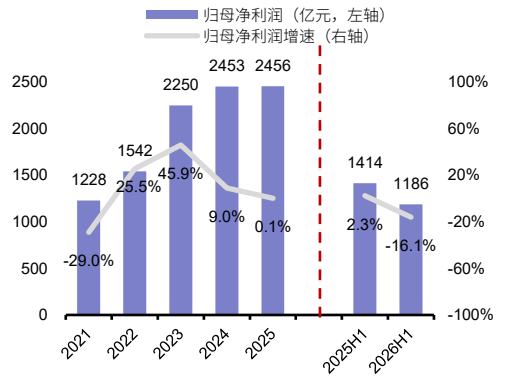
**2026H1 公用板块营收达 1.28 万亿元、业绩 1186 亿元，同比下滑 16%。**根据 Wind 数据，并以 GFGY 样本股（80 只）为例，公用事业板块 2026H1 实现营收 1.28 万亿元（同比下降 1.2%），实现归母净利润 1186 亿元（同比-16.1%），扣非归母净利润 1145 亿元（同比-15.8%）。业绩（同归母净利润、下同）同比下降 228 亿元，其中仅水电、燃气业绩小幅增长（分别同比+17 亿元、+5 亿元），火电、绿电是板块业绩下滑的主因，尤其火电公司中，也多数受绿电业务利润下滑影响，火电、绿电板块业绩分别下降 118、118 亿元。火电板块受电价下降、煤价 Q1 同比下降、Q2 同比上涨影响，Q2 开始业绩明显下滑；水电板块各流域来水丰枯表现不一，总体来水偏丰带动电量增长业绩提升；绿电板块受弃风弃光率提升、电价下滑、风电增值税优惠取消等综合影响，业绩普遍降幅较大；核电板块受上半年大修增加以及绿电利润下滑影响业绩下滑；燃气板块利润稳健。

**图 1：2026H1 公用事业板块营收同比-1.2%**



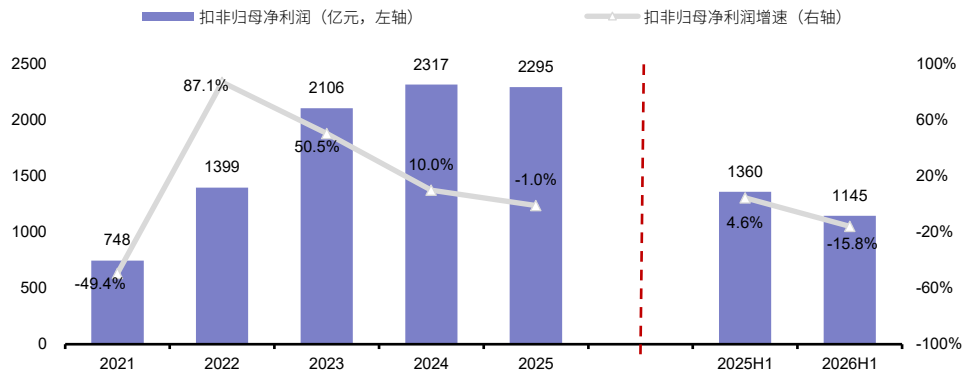

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**图 2：2026H1 公用事业板块归母净利润同比-16.1%**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**图 3：2026H1 公用事业板块扣非归母净利润同比-15.8%**



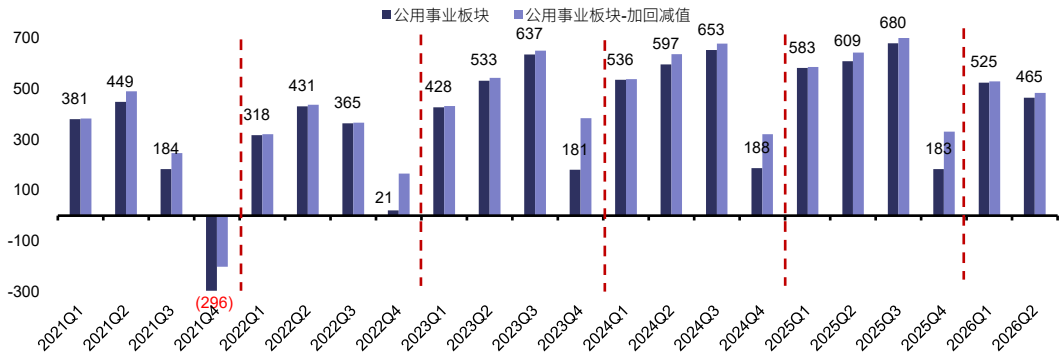

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



**分单季度来看，板块二季度在周期下行压力下依然实现稳定业绩。**2023 年开始公用事业板块单季度归母净利润为正，且业绩稳定性逐步增强。2023-2025 年，煤价持续走低，电价下降略有滞后，板块业绩持续走高，2026 年电价大幅下降、同时二季度煤价持续上涨，在收入承压成本提升的压力下，板块依然保持了较高水平的盈利，26Q1 归母净利润 525 亿元（同比-9.9%），26Q2 归母净利润 465 亿（同比-23.6%）。

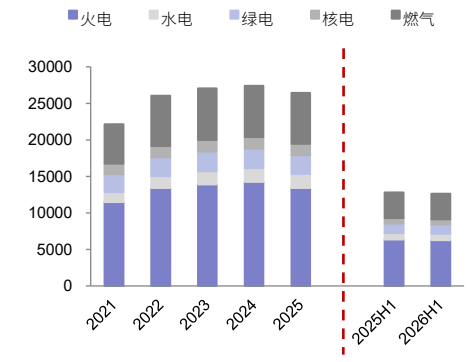
**图 4：公用事业板块单季归母净利润（单位：亿元）**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

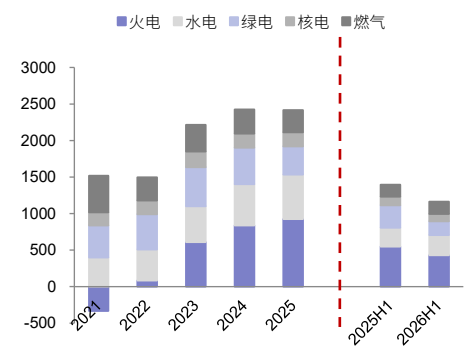
**分板块拆分来看：上半年水电、燃气小幅增长，火电、绿电、核电板块盈利下降。**上半年火电、水电、绿电、核电、燃气板块归母净利润分别为 429.33、278.58、188.41、97.46、168.31 亿元，分别同比-21.5%、+6.6%、-38.4%、-16.1%、+2.9%。今年电价下降对各板块均有影响，Q1 煤价同比下降火电板块归母净利润仅小幅下滑 1.5%，且主要受绿电业务利润下滑影响，Q2 开始煤价上涨，火电归母净利润同比下降 36.5%，但即使在周期底部火电仍然实现正向盈利，火电的盈利稳定性明显提升；水电板块 Q1、Q2 归母净利润分别同比+17.2%、-1.5%，各流域来水丰枯表现不一，Q1 主要由于长江电力业绩大增带动板块增长，Q2 增长放缓，水电整体表现稳健；绿电板块依然承压，Q1、Q2 归母净利润分别同比下降 35.0%、41.5%，弃风弃光率提升、电价下降等不利因素影响较大；核电板块环比改善，Q1、Q2 归母净利润分别同比下降 22.0%、9.4%，除电价下滑影响外，今年大修集中在上半年也阶段性影响了核电利润；燃气板块环比改善，Q1、Q2 业绩分别同比-20.1%、+12.0%。

**图 5：各板块营业收入（亿元）**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**图 6：各板块归母净利润（亿元）**



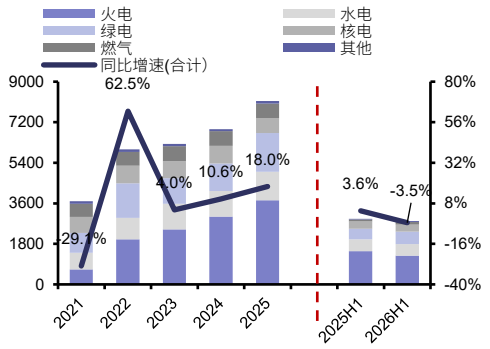

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



**2026 年板块投资支出下降，自由现金流大幅提升。**2026H1 公用事业板块实现经营性现金流净额 2808 亿元（同比-3.5%），现金流下降主要由于利润下降，但降幅远小于利润降幅，板块现金流充裕。投融资方面，2026H1 公用事业板块投资性现金流净流出额为 2528 亿元，同比下降 14.0%，降幅继续扩大，主要系火电、绿电资本开支放缓。2026H1 公用事业板块筹资性现金流净额 392 亿元，主要是绿电、核电筹资较多，火电、水电、燃气均为净流出状态，持续降低板块负债。板块自由现金流持续改善，2026H1 板块自由现金流 280 亿元，尤其绿电板块自由现金流改善显著。

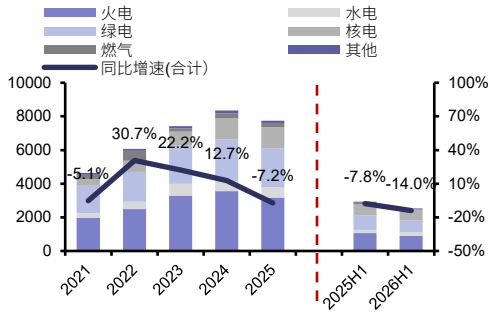
**图 7：经营性现金流净额：2026H1 同比-3.5%**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2025H1 和 2026H1 不包括港股，同比增速（合计）值统计公用事业板块相应现金流的同比增速；单位：亿元

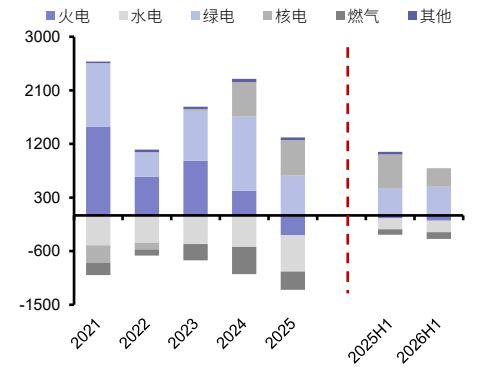
**图 8：投资性现金流净额：2026H1 同比-14.0%**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：以上图表统计各细分板块投资性现金流净流出绝对量及公用事业板块投资性现金流净流出额的同比增速；单位：亿元，2025H1 和 2026H1 不包括港股

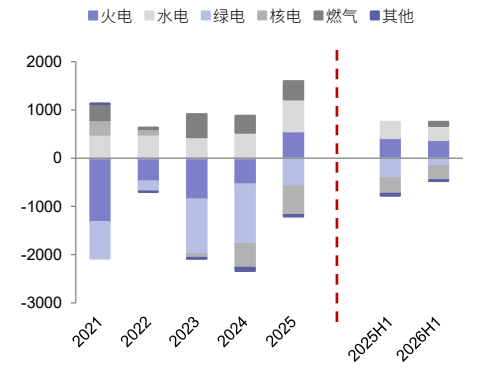
**图 9：筹资性现金流净额：2026H1 同比-47.5%**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2025H1 和 2026H1 不包括港股，单位：亿元

**图 10：2026H1 板块自由现金流大幅提升（亿元）**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

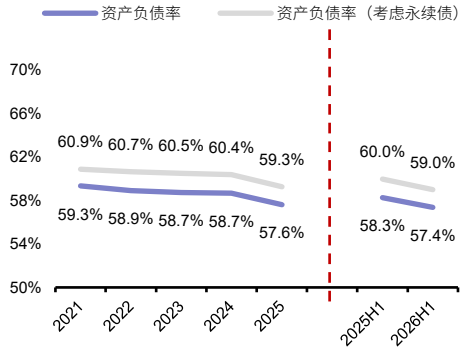
备注：2025H1 和 2026H1 不包括港股，自由现金流=经营性现金流净额-投资性现金流净额

**板块资产负债率下降，财务费用降低增厚利润。**板块现金流充裕，投资支出下滑，公司陆续开始压降有息负债降低资产负债率，2026H1 板块资产负债率 57.4%，同比降低 0.9pct，考虑永续债后资产负债率 59.0%,同比降低 1pct，板块资产负债率下降和融资成本降低，板块财务费用下降，2026H1 板块财务费用 535 亿元（同比降低 3.2%），尤其水电板块财务费用降幅较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

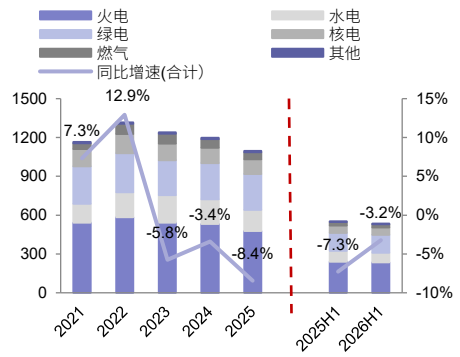


图 11：板块资产负债率持续下降




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：板块财务费用持续下降（亿元）

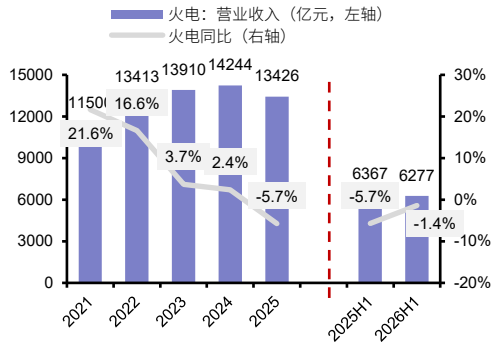



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）水燃稳健火绿核承压，期待电价回升业绩修复

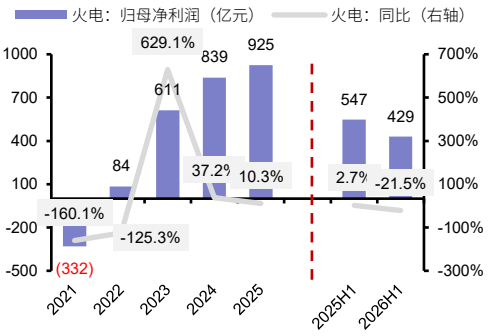
**2026H1 火电板块营业收入同比-1.4%，归母净利润同比-21.5%。**2022-2025 煤价下降，火电迎来上行周期，板块盈利持续高增，2026 年煤价结束下行趋势，Q2 开始快速上涨，由于年度长协电价下降，火电板块短期承压，上半年火电板块归母净利润同比下降 21.5%，但即使在周期底部，火电板块仍然实现较高的盈利水平，好于市场预期，主要原因在于火电容量电价提升带来稳定收入，以及月度和现货电价提升后、火电通过市场化交易实现度电收入提升，火电的基荷和调节价值持续凸显，周期属性正在弱化，盈利稳定性显著增强。展望未来，当前煤价上涨后、部分省份月度和现货电价上涨，有望延续至 2027 年，在电价回升后板块将有所修复。

图 13：2026H1 火电板块营收同比-1.4%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14：2026H1 火电板块归母净利润同比-21.5%



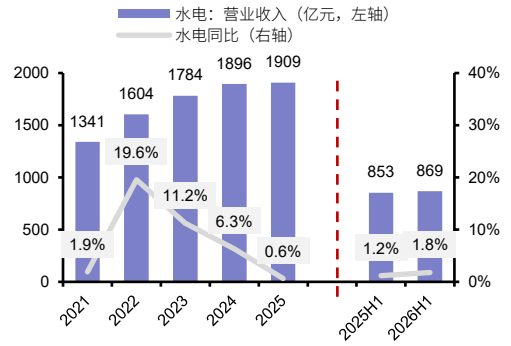

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**水电板块各流域来水丰枯表现不一，财务费用下降、2026H1 归母净利润同比增长 6.6%。**2026 年年初各流域蓄能较好，蓄能释放带动一季度水电电量增长，5 月厄尔尼诺事件正式确立，南方区域来水偏丰，尤其珠江流域来水较好，但西南地区雅砻江、澜沧江等流域来水偏枯，因此水电公司业绩表现有所分化，长江电力、桂冠电力、黔源电力因来水偏丰业绩增长，华能水电、国投电力、川投能源因来水偏枯业绩下滑。综合来看，水电板块业绩稳健，2026H1 实现营业收入 869 亿元（同比+1.8%），归母净利润 279 亿元（同比+6.6%），由于水电成本相对固定，同时财务费用下降，利润增速高于营收增速。

下载日志已记录，仅供内部参考

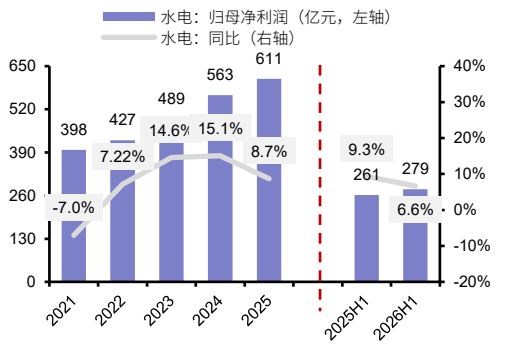


图 15：2026H1 水电板块营收同比+1.8%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

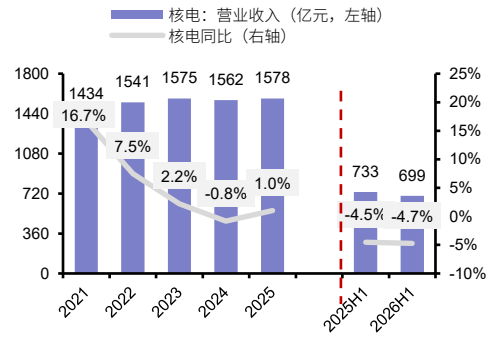
图 16：2026H1 水电板块归母净利润同比+6.6%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

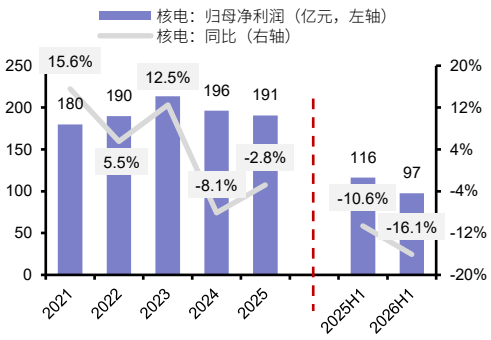
**核电电价下滑、大修导致电量下降，2026H1 归母净利润同比下降 16.1%。**核电板块 2026H1 实现营业收入 699 亿元（同比-4.7%）、归母净利润 97 亿元（同比-16.1%）。其中 2026H1 中国广核和中国核电归母净利润分别同比+2.7%、-35.7%，中国广核在去年电价大幅下降后，今年电价降幅显著收窄，且广西、辽宁出台核电机制电价，稳定电价波动，因此利润率先恢复增长，而中国核电今年受江苏、浙江、福建电价大幅下降影响，叠加上半年集中大修导致电量下滑，以及绿电由盈转亏，上半年业绩大幅下滑。但整体来看，核电是电力板块中增长确定性最强的板块，目前储备装机充裕，且十五五进入装机投产高峰期，在电价企稳后利润将逐步兑现。

图 17：2026H1 核电板块营收同比-4.7%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 18：2026H1 核电板块归母净利润同比-16.1%



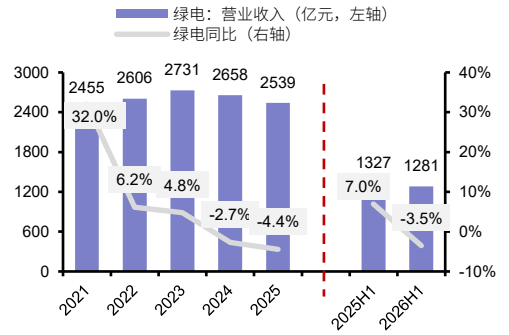

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**绿电板块盈利承压，上半年归母净利润同比下降 38.4%。**十四五绿电装机大增，尤其西北资源富集区域装机快速增长，远高于用电量增速，也高于特高压建设速度，导致弃风弃光率持续提升，严重影响绿电利用小时数，2024 年后风光利用小时数持续下降，电量增长不及预期；绿电正推动全面入市，现货市场全面覆盖之后，电价持续走低。量价同时下滑、成本相对刚性，去年风电增值税优惠取消，多重因素影响绿电板块盈利显著承压，2026H1 绿电板块实现营收 1281 亿元（同比-3.5%），实现归母净利润 188 亿元（同比-38.4%）。

下载日志已记录，仅供内部参考

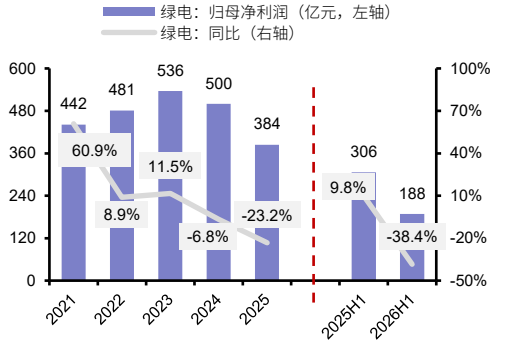


图 19：2026H1 绿电板块营收同比-3.5%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

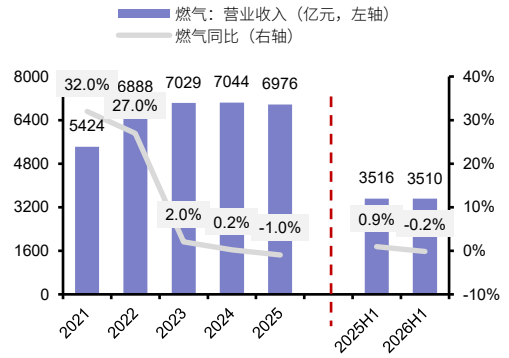
图 20：2026H1 绿电板块归母净利润同比-38.4%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

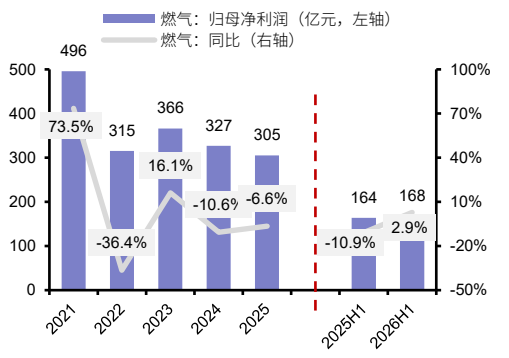
**燃气板块业绩表现稳健，上半年归母净利润同比增长 2.9%。**2026 年上半年美伊冲突导致天然气价格上涨，国内天然气表观消费量增速持续低预期， 2026H1 燃气板块实现营业收入 3510 亿元（同比-0.2%），但国内城燃公司毛差仍在修复，同时上半年 SAF 等业务利润提升，带动板块业绩增长，2026H1 燃气板块实现归母净利润 168 亿元（同比+2.9%）。

图 21：2026H1 燃气板块营收同比-0.2%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 22：2026H1 燃气板块归母净利润同比+2.9%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

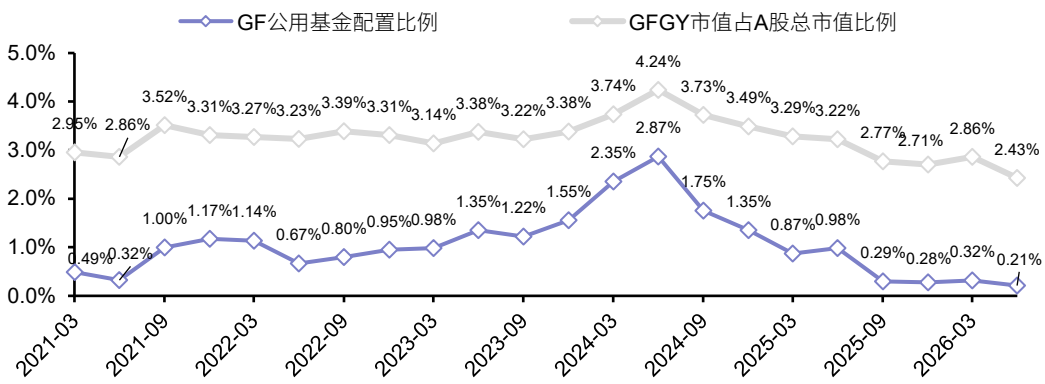
### （三）公募持仓五年新低，板块低估低配投资价值凸显

**2026 年二季度基金持仓环比继续下降，关注低配下的投资机会。**受市场风格切换影响，2024 年下半年后公募基金对公用行业配置比例持续回落，根据 Wind，2025Q3 环比下降 0.69pct 至 0.29%，2025Q4 环比下降 0.01pct 至 0.28%，2026Q1 环比提升 0.04pct 至 0.32%，2026Q2 环比降低 0.11pct 至 0.21%，板块公募持仓继续新低。公用板块当前一方面处于低估低配高股息的状态，分红提升带来的资产配置价值突出，另一方面迎来电力供需反转、电价回升的基本面改善。当前公用各板块基本面仍保持稳健发展，具备长久期、盈利稳定、以及逐步提升分红特质，建议关注低配下的投资机遇。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 23：2026 年二季度末公用事业股基金配置占比为 0.21%、环比-0.11pct、同比-0.77pct

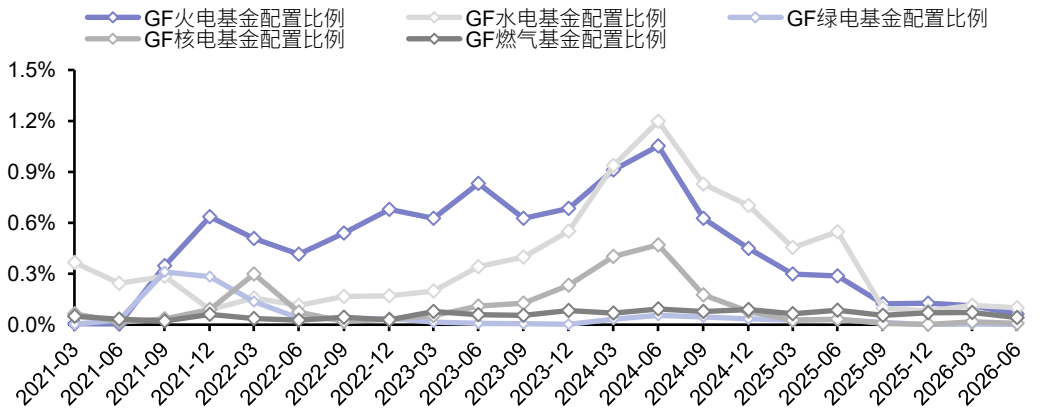



数据来源： Wind，广发证券发展研究中心

备注：包括 GF 公用合计 67 支样本股，板块基金配置比例=重仓股汇总的该板块配置市值/基金重仓股票投资市值。统计口径:偏股型基金(不含指数型)=开放式股票型基金(不含指数型)+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金(不含指数型)

拆分板块来看，二季度电力各子板块公募持仓比例均环比下降，具体而言，2026 年二季度末 GF 火电、GF 水电、GF 核电、GF 绿电、GF 燃气基金配置比例分别为 0.062%、0.099%、0.008%、0.0003%、0.042%，环比分别-0.049pct、-0.014pct、-0.01pct、-0.004pct、-0.031pct。火电近三个季度配置比例为 2022 年以来新低，水电燃气配置比例环比小幅下降，核电绿电配置比例较低，当前各板块均处于低配状态。

图 24：细分板块来看，2026 年二季度末各板块配置环比均有所下降




数据来源： Wind，广发证券发展研究中心

表 1：截至 2026Q2 公用事业行业重点个股持仓

| 名称 | 2026/6/30 | 2026/3/31 | 2025/12/31 | 2025/9/30 | 2025/6/30 | 2025/3/31 | 2024/12/31 | 2024/9/30 | 2024/6/30 | 2024/3/31 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 长江电力 | 0.052% | 0.066% | 0.054% | 0.067% | 0.409% | 0.329% | 0.517% | 0.505% | 0.679% | 0.538% |
| 川投能源 | 0.033% | 0.041% | 0.024% | 0.025% | 0.072% | 0.065% | 0.097% | 0.128% | 0.173% | 0.138% |
| 九丰能源 | 0.020% | 0.015% | 0.017% | 0.011% | 0.004% | 0.005% | 0.006% | 0.011% | 0.035% | 0.028% |
| 国电电力 | 0.019% | 0.007% | 0.006% | 0.009% | 0.010% | 0.007% | 0.019% | 0.041% | 0.107% | 0.041% |
| 国投电力 | 0.013% | 0.003% | 0.001% | 0.002% | 0.061% | 0.057% | 0.079% | 0.116% | 0.222% | 0.162% |
| 中国电力 | 0.012% | 0.020% | 0.023% | 0.022% | 0.026% | 0.029% | 0.045% | 0.107% | 0.148% | 0.123% |
| 新奥股份 | 0.012% | 0.030% | 0.019% | 0.016% | 0.022% | 0.013% | 0.022% | 0.016% | 0.018% | 0.015% |
| 华能国际 | 0.010% | 0.024% | 0.031% | 0.020% | 0.074% | 0.069% | 0.077% | 0.108% | 0.150% | 0.145% |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华润燃气 | 0.010% | 0.017% | 0.019% | 0.012% | 0.012% | 0.012% | 0.021% | 0.025% | 0.021% | 0.013% |
| 华润电力 | 0.009% | 0.023% | 0.017% | 0.015% | 0.024% | 0.022% | 0.101% | 0.120% | 0.160% | 0.142% |
| 中国核电 | 0.008% | 0.014% | 0.001% | 0.007% | 0.027% | 0.023% | 0.056% | 0.133% | 0.332% | 0.311% |
| 华电国际 | 0.002% | 0.007% | 0.008% | 0.013% | 0.052% | 0.070% | 0.074% | 0.072% | 0.145% | 0.172% |
| 福能股份 | 0.001% | 0.003% | 0.018% | 0.022% | 0.029% | 0.023% | 0.030% | 0.048% | 0.077% | 0.029% |
| 申能股份 | 0.001% | 0.002% | 0.002% | 0.001% | 0.005% | 0.009% | 0.021% | 0.008% | 0.009% | 0.006% |
| 皖能电力 | 0.001% | 0.001% | 0.002% | 0.002% | 0.016% | 0.022% | 0.025% | 0.022% | 0.062% | 0.080% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**表 2：2024 年以来各季度重点公司基金持仓环比变化**

| | 26Q2 持仓 | 26Q2 | 26Q1 | 25Q4 | 25Q3 | 25Q2 | 25Q1 | 24Q4 | 24Q3 | 24Q2 | 24Q1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 长江电力 | 0.052% | -0.015 | 0.012 | -0.013 | -0.341 | 0.080 | -0.188 | 0.012 | -0.174 | 0.141 | 0.238 |
| 川投能源 | 0.033% | -0.008 | 0.017 | 0.000 | -0.047 | 0.007 | -0.032 | -0.031 | -0.045 | 0.035 | 0.054 |
| 九丰能源 | 0.020% | 0.004 | -0.002 | 0.006 | 0.007 | 0.000 | -0.001 | -0.005 | -0.024 | 0.007 | -0.001 |
| 国电电力 | 0.019% | 0.012 | 0.001 | -0.003 | -0.002 | 0.003 | -0.011 | -0.022 | -0.065 | 0.066 | 0.008 |
| 国投电力 | 0.013% | 0.010 | 0.002 | -0.002 | -0.058 | 0.004 | -0.022 | -0.037 | -0.106 | 0.060 | 0.082 |
| 中国电力 | 0.012% | -0.008 | -0.003 | 0.001 | -0.004 | -0.003 | -0.016 | -0.062 | -0.041 | 0.025 | 0.003 |
| 新奥股份 | 0.012% | -0.018 | 0.011 | 0.003 | -0.006 | 0.009 | -0.009 | 0.006 | -0.002 | 0.004 | -0.020 |
| 华能国际 | 0.010% | -0.014 | -0.007 | 0.011 | -0.054 | 0.005 | -0.008 | -0.031 | -0.042 | 0.004 | 0.017 |
| 华润燃气 | 0.010% | -0.007 | -0.002 | 0.007 | 0.001 | 0.000 | -0.010 | -0.003 | 0.004 | 0.008 | 0.006 |
| 华润电力 | 0.009% | -0.013 | 0.006 | 0.001 | -0.008 | 0.002 | -0.079 | -0.019 | -0.040 | 0.017 | 0.011 |
| 中国核电 | 0.008% | -0.006 | 0.013 | -0.006 | -0.021 | 0.005 | -0.033 | -0.078 | -0.199 | 0.021 | 0.095 |
| 华电国际 | 0.002% | -0.005 | -0.001 | -0.006 | -0.039 | -0.018 | -0.004 | 0.002 | -0.073 | -0.027 | 0.053 |
| 福能股份 | 0.001% | -0.002 | -0.015 | -0.004 | -0.008 | 0.006 | -0.006 | -0.018 | -0.029 | 0.048 | 0.021 |
| 申能股份 | 0.001% | 0.000 | 0.000 | 0.000 | -0.003 | -0.004 | -0.012 | 0.012 | 0.000 | 0.002 | -0.001 |
| 皖能电力 | 0.001% | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.014 | -0.006 | -0.003 | 0.003 | -0.040 | -0.018 | 0.030 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：各季度数据为持仓环比变化，单位 pct

## 二、火电：周期下行接近尾声，期待电价、分红提升

### （一）煤价上涨火电成本提升，期待电价回升盈利修复

**煤价中枢上行，26Q2 火电公司利润承压。**根据 WIND，考虑一个月煤炭库存后，2025Q1-4 秦皇岛港 Q5500 动力煤均价（对应各季度现货用煤成本）分别为 760、654、647、750 元/吨，同比分别下降 164、197、204、98 元/吨，2026Q1 为 714 元/吨，同比下降 46 元/吨，2026Q2 为 782 元/吨，同比增加 128 元/吨；2026 年煤价持续提升，结束了 2022-2025 年的持续下降趋势。以 26Q2 煤价和 300 克/千瓦时的标准煤耗计算，度电燃料成本同比提升 0.024 元/千瓦时。**2026 年的年度长协电价是站在 2025 年 12 月时的低煤价基础之上，在煤价提升后，电价预期也将提升。**26Q2 火电公司业绩普遍同比下滑 20%~60%，部分公司通过气电业务盈利改善（深圳能源）、水电业务盈利改善（大唐发电、湖北能源）、灵活受益于现货电价上涨（宝新能源、申能股份）实现单二季度盈利正增长。火电盈利单季稳定性持续验证，去除 Q4 外（减值和费用较多）、自 2023Q2

下载日志已记录，仅供内部参考



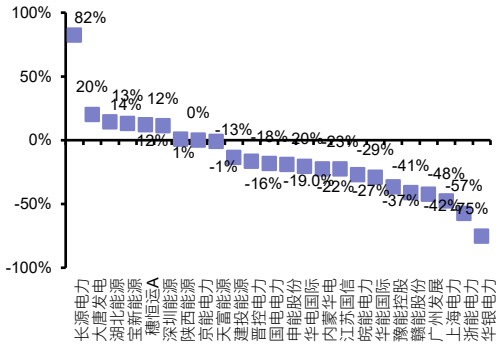
已连续 9 个季度单季归母净利润实现 200 亿元左右，即使在 2026 年电价大幅下降和煤价上涨的情况下，火电公司依然实现了较高水平的利润。

**表 3：2026Q2 煤价反弹**

| 单位：元/吨 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 现货煤价均值 | 848 | 848 | 823 | 721 | 632 | 672 | 765 | 719 | 816 |
| 现货煤用煤成本（考虑 1 个月库存） | 851 | 851 | 848 | 760 | 654 | 647 | 750 | 714 | 782 |
| 用煤成本同比变化 | | | | -164 | -197 | -204 | -98 | -46 | 128 |
| 考虑 50%现货比例后同比变化 | | | | -82 | -99 | -102 | -49 | -23 | 64 |
| 折至标煤同比变化 | | | | -105 | -126 | -130 | -62 | -29 | 81 |
| 燃料成本改善折度电/元 | | | | -0.031 | -0.038 | -0.039 | -0.019 | -0.009 | 0.024 |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

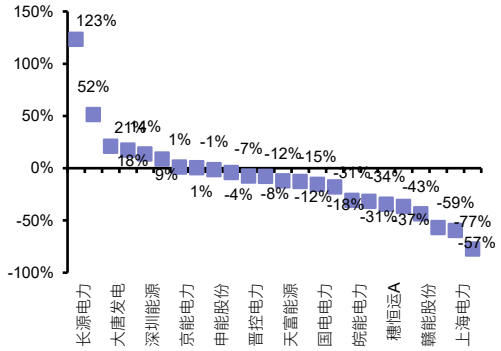
**图 25：2026H1 火电公司归母净利润同比增速**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：粤电力由盈转亏未显示

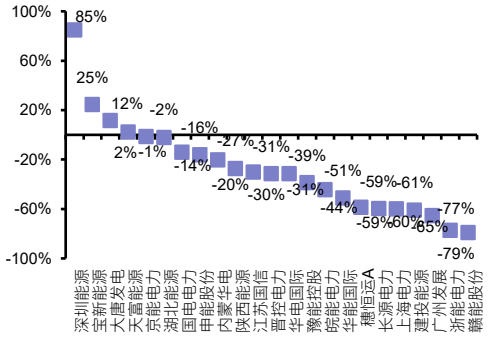
**图 26：2026H1 火电公司扣非归母净利润同比增速**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：粤电力由盈转亏未显示

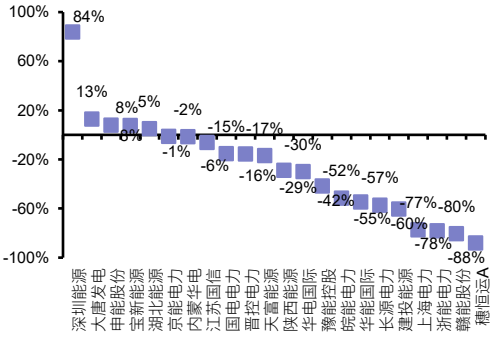
**图 27：2026Q2 火电公司归母净利润同比增速**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：粤电力、华银电力由盈转亏未显示

**图 28：2026Q2 火电公司扣非归母净利润同比增速**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：粤电力、华银电力由盈转亏未显示，广州发展由亏转盈未显示

**表 4：典型火电企业单季业绩情况**

| 证券简称 | 单季度归母净利润/亿元 | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 24Q3 | 24Q4 | 24Q4 加回减值 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 25Q4 加回减值 | 26Q1 | 26Q2 | 26Q2 同比 | 26Q2 扣非同比 |
| 华能国际 | 29.59 | -2.77 | 3.66 | 49.73 | 42.89 | 55.79 | -4.31 | 10.70 | 44.84 | 21.02 | -51% | -55% |

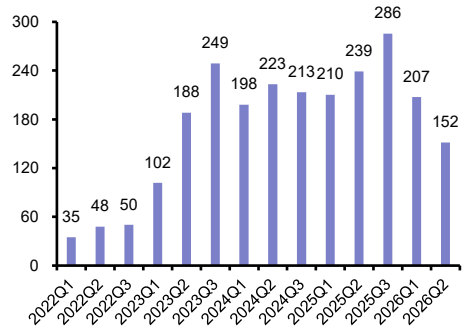
下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华电国际 | 21.05 | 4.31 | 5.26 | 19.86 | 19.73 | 25.33 | -3.67 | 3.86 | 17.89 | 13.16 | -31% | -30% |
| 国电电力 | 24.75 | 6.40 | 15.01 | 18.11 | 18.76 | 30.90 | 3.85 | 6.05 | 13.98 | 16.16 | -14% | -15% |
| 大唐发电 | 13.23 | 0.75 | 7.85 | 22.38 | 23.41 | 21.33 | 6.74 | 9.42 | 28.93 | 26.16 | 12% | 13% |
| 内蒙华电 | 7.02 | 5.70 | 8.73 | 9.21 | 8.13 | 6.51 | 2.86 | 5.47 | 6.94 | 7.96 | -20% | -2% |
| 上海电力 | 11.32 | -4.13 | -1.27 | 8.29 | 10.80 | 11.41 | -2.82 | 0.26 | 5.67 | 4.34 | -60% | -77% |
| 粤电力 A | 5.64 | -5.03 | -1.17 | -3.83 | 4.15 | 5.51 | 0.16 | 3.18 | -1.52 | -3.94 | | |
| 皖能电力 | 5.12 | 4.81 | 5.08 | 4.44 | 6.38 | 8.24 | 2.43 | 4.02 | 4.44 | 3.81 | -44% | -52% |
| 赣能股份 | 3.00 | 0.75 | 0.84 | 1.93 | 2.45 | 4.33 | 1.36 | 1.37 | 2.02 | 0.49 | -79% | -80% |
| 湖北能源 | 10.36 | -6.47 | 0.05 | 3.56 | 6.00 | 13.80 | -4.27 | -1.92 | 5.06 | 5.89 | -2% | 5% |
| 建投能源 | 1.29 | 0.54 | 1.11 | 4.44 | 4.53 | 6.86 | 2.95 | 3.16 | 5.99 | 1.77 | -61% | -60% |
| 宝新能源 | 2.26 | 1.13 | 1.08 | 2.99 | 2.59 | 2.62 | 2.04 | 2.35 | 3.10 | 3.23 | 25% | 8% |
| 晋控电力 | 0.70 | 3.38 | 3.75 | 0.61 | 0.82 | 1.72 | -1.19 | -1.18 | 0.63 | 0.57 | -31% | -16% |
| 长源电力 | 4.60 | -1.93 | -1.20 | -0.74 | 1.68 | 2.46 | -4.07 | -2.85 | 1.05 | 0.68 | -59% | -57% |
| 浙能电力 | 27.69 | 10.65 | 20.39 | 10.74 | 24.37 | 27.18 | 12.98 | 21.11 | 9.47 | 5.56 | -77% | -78% |
| 广州发展 | 4.40 | 1.45 | 2.43 | 4.52 | 11.83 | 5.24 | 1.61 | 3.49 | 5.35 | 4.10 | -65% | |
| 申能股份 | 10.90 | 6.64 | 6.81 | 10.11 | 10.66 | 12.38 | 6.99 | 7.98 | 7.88 | 8.95 | -16% | 8% |
| 华银电力 | 0.29 | -1.47 | -0.72 | 0.76 | 1.31 | 1.50 | -2.75 | -2.56 | 1.38 | -0.87 | | |
| 天富能源 | 1.81 | -2.79 | 0.46 | 1.81 | 1.23 | 0.70 | -1.44 | 2.16 | 1.75 | 1.26 | 2% | -17% |
| 江苏国信 | 9.68 | 3.17 | 4.05 | 8.64 | 11.65 | 11.98 | 2.37 | 3.49 | 7.80 | 10.40 | -30% | -6% |
| 陕西能源 | 9.57 | 5.11 | 5.39 | 7.03 | 6.30 | 10.83 | 5.93 | 6.60 | 8.88 | 4.60 | -27% | -29% |
| 京能电力 | 5.05 | 3.45 | 7.07 | 10.85 | 8.86 | 12.21 | 3.60 | 11.07 | 11.01 | 8.88 | -1% | -1% |
| 深圳能源 | 3.72 | -1.20 | 1.03 | 13.52 | 3.53 | 2.60 | 1.39 | 1.68 | 12.49 | 6.53 | 85% | 84% |
| 豫能控股 | -0.46 | -0.32 | -0.22 | 0.44 | 0.59 | 1.85 | 1.03 | 2.88 | 0.29 | 0.36 | -39% | -42% |
| 穗恒运 A | 0.92 | -0.17 | -0.11 | 0.97 | 1.19 | 2.22 | -1.37 | -1.04 | 1.94 | 0.49 | -59% | -88% |
| 合计 | 213.48 | 31.97 | 95.35 | 210.38 | 233.88 | 285.51 | 32.37 | 100.75 | 207.29 | 151.56 | -37% | -33% |

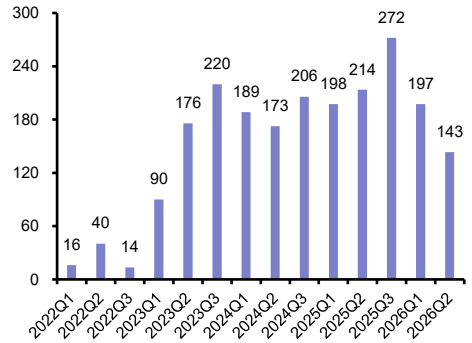
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 29：火电板块已连续 9 个季度业绩 200 亿元左右



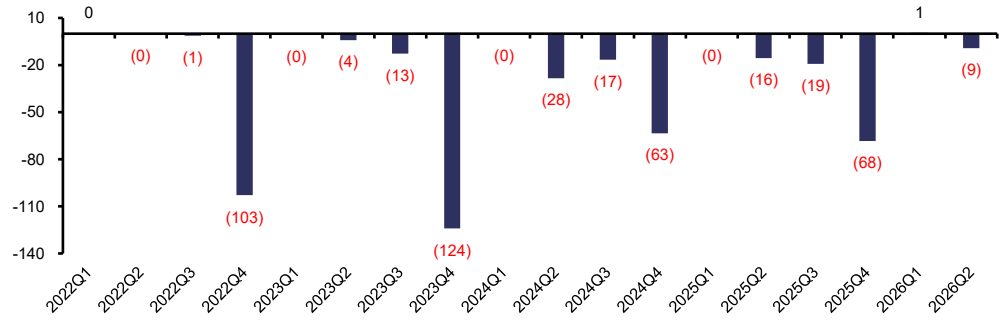

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 30：火电板块扣非归母净利润亦趋于稳定/亿元




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 31：2024 年至今减值体量有所收窄（资产减值+信用减值）/亿元



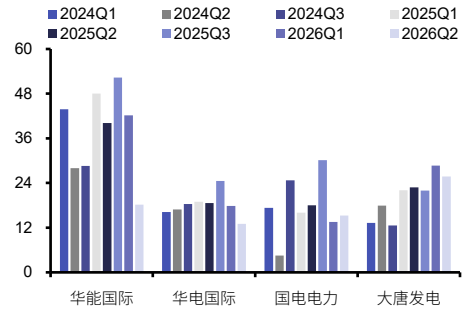

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



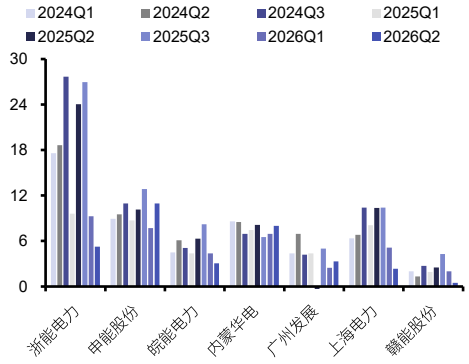
**去除 Q4 费用较多及减值影响，火电公司单季盈利趋于稳定。**根据 WIND，受益于煤价、电价相对联动，容量电价稳定执行等影响，火电公司业绩波动性已大幅降低，从单季扣非归母净利润来看，华电国际稳定在 16-20 亿元、华能国际波动范围缩小至 30-50 亿元左右、大唐发电稳定在 13-23 亿元左右，国电电力受减值计入经常性损益影响波动较大、但实际主业盈利亦较为稳定；区域公司中申能股份、内蒙华电、皖能电力等公司扣非业绩波动亦大幅减缓，火电盈利趋于稳定正在逐步验证。

**图 32：全国性火电企业单季扣非归母净利润（亿元）**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

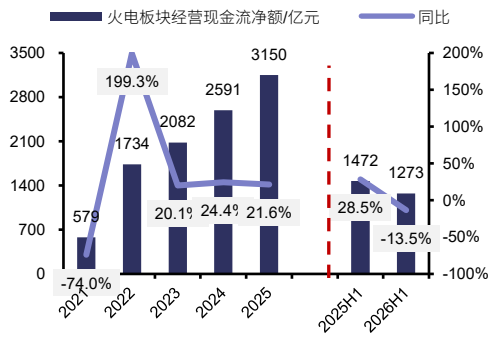
**图 33：区域性火电企业单季扣非归母净利润（亿元）**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

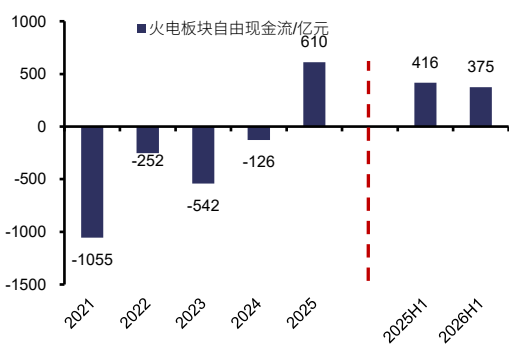
**火电板块投资收缩，自由现金流转正。**根据 WIND，2025 年 A 股火电板块实现经营性现金流净额 3150 亿元（同比+21.6%），现金流持续提升，考虑为：（1）火电盈利持续修复，现金流亦有所改善；（2）市场煤价下降带来的燃料支出减少及库存变化等综合影响。同时火电公司投资支出见顶回落，2025 年板块投资现金流净额 2540 亿元（同比-6.5%），2026H1 继续同比降低 14.9%。伴随经营现金流提升、投资支出收缩，2025 年火电自由现金流转正并大幅提升，全年自由现金流达 610 亿元、较 2024 年增长 736 亿元，2026H1 自由现金流 375 亿元，受利润下滑影响小幅降低 。此外，火电公司亦开始积极偿还负债，2025 年筹资现金流净额净流出 440 亿元，2026H1 流出 341 亿元。

**图 34：26H1 火电板块经营现金流净额同比-13.5%**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**图 35：26H1 火电板块自由现金流仅小幅降低**

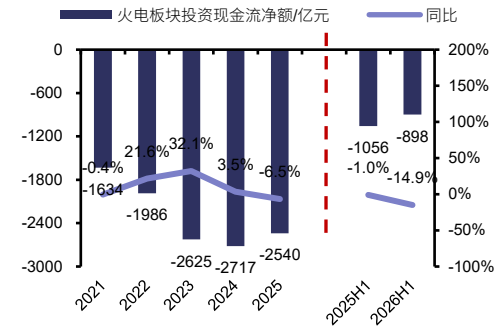



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

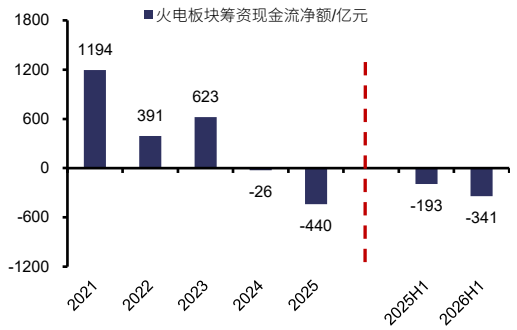


图 36：火电板块投资现金流净额下降




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 37：火电板块筹资现金流净流出扩大



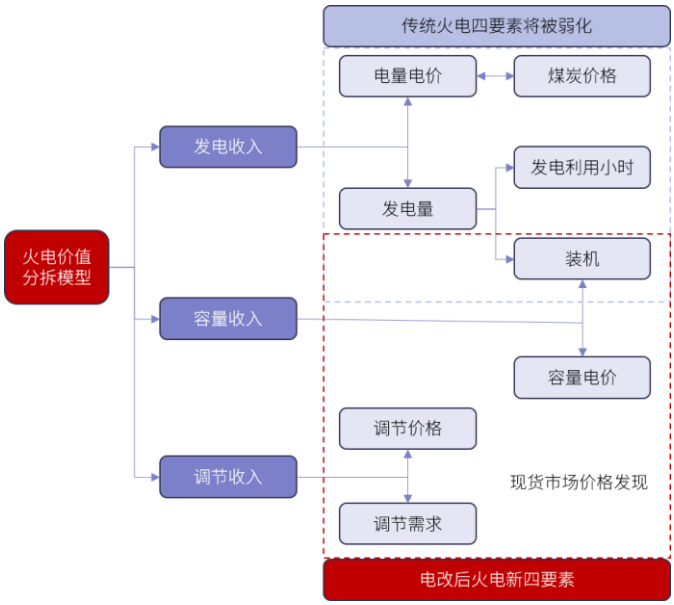

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### （二）调节价值稳定盈利，分红稳定加速公用事业化

**在转型的背景下，火电在电力系统中的角色正发生变化，框架要素也从度电利润转向单位装机利润。**

传统要素框架（煤价、电价、利用小时、装机）中的发电部分正在变化，其一：煤电联动正在加速，电量电价带来的收入稳定性提升：长协电量占比下降，2026 年普遍降至 60%-70%，长协电量的比例将与长协煤比例匹配，稳定火电长协部分毛差，月度和现货占比的提升，其变动与煤价更加同频，稳定火电月度和现货部分毛差。其二：容量电价收入对应装机收入十分稳定，且若未来利用小时数继续下降、容量电价仍有提升空间。一方面是容量电价的计算方法是根据单位装机赋值，本身其补偿的就是利用小时数下降带来的折旧损耗，所以电量越少，度电容量电价越高，同时伴随煤电利用小时数下降，容量电价也有望继续提升；其三：调节价值更加突出，且挂钩绿电电量持续提升。在市场化交易的电改转型下，火电可以通过在高电价的时段多发电，低电价的时段少发或不发的方式实现度电收入的大幅扩张，即这种交易行为会导致电量的收缩（即部分时段发电意愿的下降），但却获得了辅助服务补偿或者峰时的高电价收益，即调节价格和调节需求更重要。

图 38：火电分析要素正在发生变化




数据来源：广发证券发展研究中心

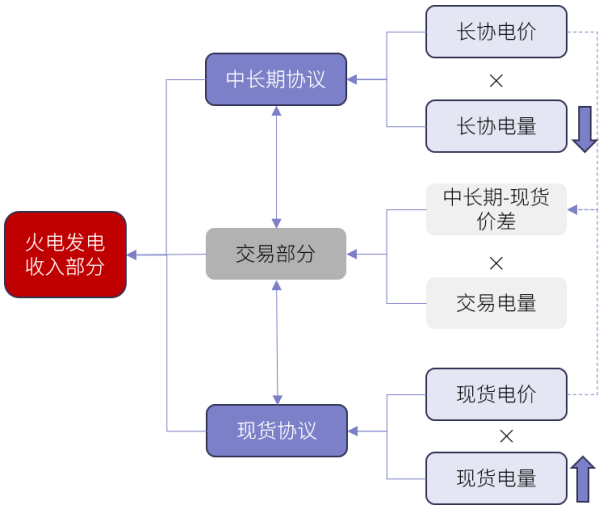
下载日志已记录，仅供内部参考



火电公司通过市场化交易、抢发效益电、优化报价策略等方式提升度电收入，电量电价优于此前预期，拆分来看我们提出【电量电价=长协电价×长协发电电量（非签约电量）+（长协电价-现货电价）×长协签约电量中交易电量+现货电价×现货电量】，其中伴随交易策略的愈发灵活，长协签约电量中交易电量部分呈现提升趋势，伴随现货市场的广泛推行、现货电量与中长期电量呈现此消彼长趋势；电价层面，现货电价为 96 个时间段报价（存在峰谷价差），火电在现货市场可以通过合约套利以及峰谷策略的方式实现度电电量电价的提升。

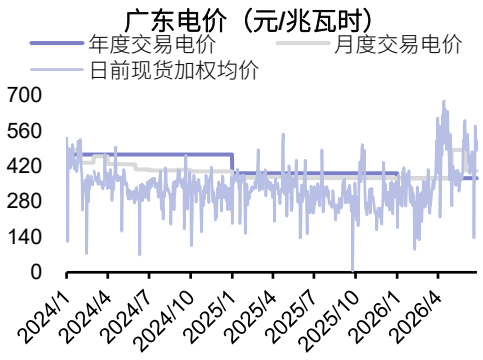
因而我们认为，在度电容量电价、辅助电费提升趋势下，电量电价对火电度电收入的影响能力在降低；再进一步聚焦电量电价，在中长期交易电量逐步下降的背景下，年长协电价（即中长期协议电价）对电量电价影响能力在下降，未来不必过度博弈年长协电价的签订情况。

**图 39：火电电量电价包括中长期和现货两部分**




数据来源：广发证券发展研究中心

**图 40：广东年度、月度、现货电价存在套利价差**




数据来源：广东电力交易中心，广发证券发展研究中心

**图 41：发电侧加权价格曲线日内差距引导发电行为**




数据来源：广东电力交易中心，广发证券发展研究中心

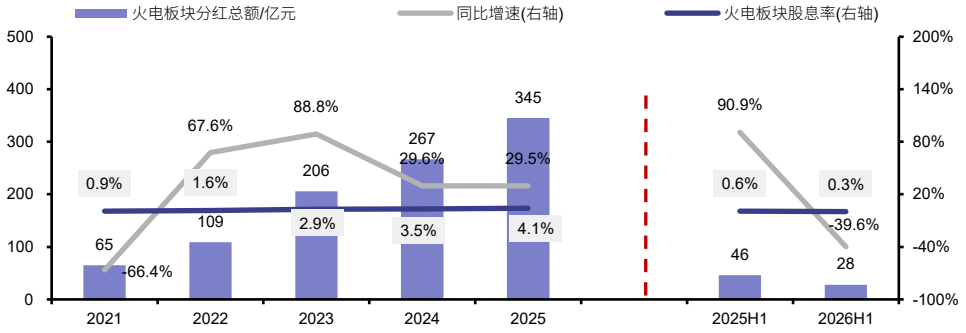
**电力公司强化市值管理诉求，提升分红成为重要手段。**大量公用事业公司发布市值管理方案，从方案对股价短期连续或大幅下跌的界定来看，都是以连续 20 个交易日股价跌幅达到 20%或低于最近一年股票最高收盘价 50%作为条件，采取措施包括分析波动原因、加强投资者交流、采取分红、回购、增持等手段稳定股价等。

下载日志已记录，仅供内部参考



**火电公司分红持续兑现且提升。**伴随盈利持续改善，火电板块分红总额连续四年大幅提升， 2025 年继续同比提升 29.5%；火电板块股息率已从 2021 年 0.9%低点升至 2025 年 4.1%。当前多家公司发布分红承诺，如国电电力承诺 2025-2027 年现金分红不少于归母净利润的 60%且每股派息不低于 0.22 元、内蒙华电承诺 2025-2027 年现金分红不少于可供分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元；市值管理方案中亦提及增加分红频次，多家公司进行中期分红，伴随盈利改善及稳定性提升，火电板块分红具备可持续性。

**图 42：2025 年火电公司分红大幅提升**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：不包括港股

## 三、水电：业绩稳健，关注装机投产和估值修复

### （一）水电电价韧性较强，业绩稳定现金流充沛

**来水分化、财务费用下降，水电板块业绩稳健。**统计 8 家水电上市公司业绩，2026H1 水电板块归母净利润为 278.58 亿元，同比提升 6.6%，其中桂冠电力和黔源电力由于来水大幅偏丰业绩增幅突出，长江电力等业绩表现稳健。整体电价稳定性强，同时各公司置换高利率贷款并偿还部分贷款，财务费用降低。分公司来看，2026H1 长江电力归母净利润 147.56 亿元，同比提升 13.0%；桂冠电力、黔源电力分别同比提升 48.1%、83.5%。华能水电、国投电力、川投能源归母净利润分别同比下降 5.0%、6.8%、5.3%，水电板块业绩表现有所分化。

**表 5：2026H1 水电板块 8 家公司归母净利润 278.58 亿元，同比增长 6.6%**

| 证券简称 | 归母净利润（亿元） | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025Q1 | 2026Q1 | 同比 | 2025Q2 | 2026Q2 | 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 同比 |
| 长江电力 | 51.81 | 67.61 | 30.5% | 78.76 | 79.95 | 1.5% | 130.56 | 147.56 | 13.0% |
| 华能水电 | 15.08 | 15.43 | 2.3% | 31.01 | 28.33 | -8.6% | 46.09 | 43.76 | -5.0% |
| 国投电力 | 20.78 | 21.18 | 1.9% | 17.16 | 14.17 | -17.4% | 37.95 | 35.35 | -6.8% |
| 甘肃能源 | 4.80 | 4.87 | 1.6% | 3.45 | 3.52 | 2.1% | 8.25 | 8.40 | 1.8% |
| 闽东电力 | 0.11 | -0.27 | / | 0.60 | 0.57 | -5.6% | 0.71 | 0.29 | -58.7% |
| 川投能源 | 14.79 | 14.53 | -1.8% | 9.82 | 8.77 | -10.7% | 24.61 | 23.30 | -5.3% |
| 黔源电力 | 0.52 | 0.89 | 72.1% | 0.75 | 1.44 | 90.7% | 1.27 | 2.33 | 83.1% |
| 桂冠电力 | 5.43 | 8.59 | 58.1% | 6.44 | 9.00 | 39.6% | 11.88 | 17.59 | 48.1% |
| **合计** | 113.32 | 132.83 | 17.2% | 148.00 | 145.75 | -1.5% | 261.32 | 278.58 | 6.6% |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



**2026H1 主要水电公司发电量整体增长 4.8%，珠江流域来水偏丰，雅砻江流域来水偏枯，其余流域来水波动正常。**统计 9 家水电公司发电量，2026 年上半年合计发电量 3322.18 亿千瓦时（同比+4.8%），其中 2026Q1 同比增长 7.9%，2026Q2 同比增长 2.3%。分公司来看，长江电力、华能水电、湖北能源、国能大渡河发电量分别同比提升 4.8%、4.0%、9.0%、6.0%；雅砻江水电、国投电力分别同比下降 20.0%、8.7%；桂冠电力、黔源电力分别同比提升 47.7%、26.1%。分季度来看，一季度电量增长较二季度明显，当前 7-9 月观测到来水相对均衡，流域间丰枯差距缩小。

**表 6：2026H1 水电板块发电量同比+4.8%，其中 26Q1 同比+7.9%、26Q2 同比+2.3%**

| 证券简称 | 发电量/亿千瓦时 | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025Q1 | 2026Q1 | 同比 | 2025Q2 | 2026Q2 | 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 同比 |
| 长江电力 | 576.80 | 618.2 | 7.2% | 689.77 | 709.2 | 2.8% | 1266.57 | 1327.44 | 4.8% |
| 雅砻江水电 | 232.37 | 209.29 | -9.9% | 197.63 | 134.65 | -31.9% | 430.00 | 343.94 | -20.0% |
| 国投电力 | 389.92 | 379.07 | -2.8% | 380.67 | 324.51 | -14.8% | 770.59 | 703.58 | -8.7% |
| 华能水电 | 212.92 | 239.59 | 12.5% | 314.60 | 308.90 | -1.8% | 527.52 | 548.49 | 4.0% |
| 川投能源 | 9.60 | 8.89 | -7.4% | 14.01 | 14.92 | 6.5% | 23.61 | 23.81 | 0.8% |
| 桂冠电力 | 74.49 | 111.03 | 49.1% | 87.70 | 128.48 | 46.5% | 162.19 | 239.51 | 47.7% |
| 湖北能源 | 99.74 | 111.74 | 12.0% | 104.82 | 111.24 | 6.1% | 204.56 | 222.98 | 9.0% |
| 国能大渡河 | 56.51 | 62.13 | 9.9% | 125.45 | 130.72 | 4.2% | 181.96 | 192.85 | 6.0% |
| 黔源电力 | 14.63 | 17.20 | 17.6% | 17.38 | 23.16 | 33.3% | 32.01 | 40.36 | 26.1% |
| 合计 | 1434.61 | 1547.90 | 7.9% | 1734.40 | 1774.28 | 2.3% | 3169.01 | 3322.18 | 4.8% |

数据来源：定期报告、广发证券发展研究中心　备注：合计发电量数据不包括雅砻江水电

**市场化电价仍有压力，但水电度电收入整体较为稳定，雅砻江水电上半年电价超预期。**受市场化电价下浮影响，2026 年上半年水电度电收入小幅下降，但整体相对平稳，且雅砻江水电由于丰枯电量结构变化，水电电价逆市上升。2026Q2 长江电力度电收入为 0.279 元/千瓦时，同比下降 2.1%；雅砻江水电为 0.336 元/千瓦时，同比上升 20.6%；华能水电为 0.239 元/千瓦时，同比下降 0.7%；黔源电力为 0.278 元/千瓦时，同比提升 0.2%。雅砻江 Q2 度电收入同比上升 20.6%，主要由于 Q2 来水大幅偏枯，丰水低价电量大幅减少，且市场化交易策略优化，外送电量结构改善。

**表 7：2026H1 以及 2026Q2 水电公司度电收入对比（元/千瓦时）**

| | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2026Q1 | 2026Q2 | 2026Q1 同比 | 2026Q2 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 2026H1 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 长江电力 | 0.295 | 0.285 | 0.268 | 0.284 | 0.293 | 0.279 | -0.7% | -2.1% | 0.290 | 0.286 | -1.4% |
| 雅砻江水电 | 0.287 | 0.279 | 0.253 | 0.336 | 0.303 | 0.336 | 5.8% | 20.6% | 0.283 | 0.316 | 11.7% |
| 华能水电 | 0.253 | 0.241 | 0.177 | 0.194 | 0.241 | 0.239 | -4.9% | -0.7% | 0.246 | 0.240 | -2.4% |
| 川投能源 | 0.354 | 0.265 | 0.110 | 0.229 | 0.344 | 0.250 | -2.8% | -5.7% | 0.301 | 0.285 | -5.3% |
| 黔源电力 | 0.274 | 0.277 | 0.272 | 0.266 | 0.272 | 0.278 | -0.7% | 0.2% | 0.276 | 0.276 | -0.1% |

数据来源：Wind、定期报告、广发证券发展研究中心

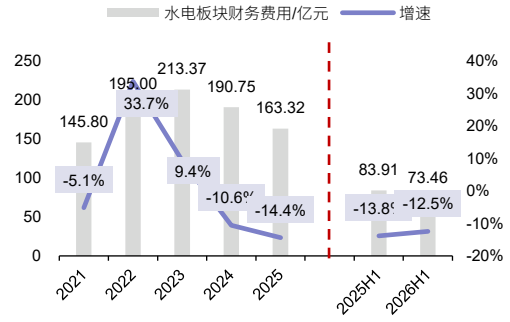
**偿还贷款、置换债务，水电板块财务费用继续下降，水电板块现金流保持充裕。**2026H1 水电板块财务费用 73.46 亿元，同比下降 10.45 亿元、降幅 12.5%，多数水电公司财务费用同比降低，其中长江电力下降 6.62 亿元，国投电力下降 2.94 亿元，下降明显。水电公司运营期现金流相对稳定，偿还到期负债、以低利率贷款进行置

下载日志已记录，仅供内部参考



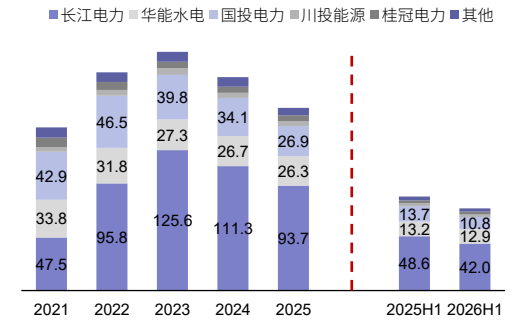
换有助于持续压降财务成本。2026H1 水电板块经营现金流净额 511 亿元，同比下降约 3.1%；同期归母净利润 279 亿元，同比提升 6.6%。经营现金流虽同比小幅回落，但仍明显高于利润规模，板块现金流保持稳定。

**图 43：2026H1 水电板块财务费用同比-12.5%**



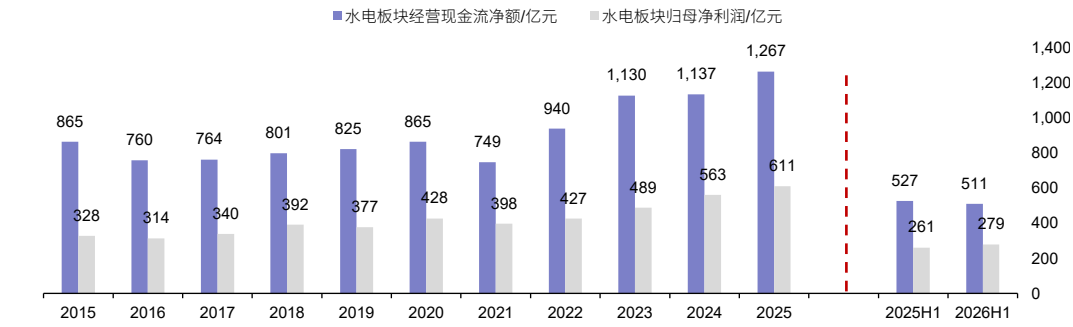

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**图 44：26H1多数水电公司财务费用同比降低（亿元）**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**图 45：2026H1 水电板块经营现金流净额 511 亿元**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### （二）装机投产期来临，分红提升、利率下滑、估值有望提升

**2026 年水电进入一轮投产高峰期。**大渡河双江口（装机 200 万千瓦）、金川（装机 86 万千瓦）、沙坪一级（装机 30 万千瓦）、枕头坝二级（装机 36 万千瓦）（以上四座电站由国能大渡河公司控股）已于 2026 年全面投产；金沙江中游银江水电站（39 万千瓦，川投能源控股）于 2025 年年底投产；国投电力印尼巴塘电站计划于 2026 年投产，该电站为 BOT 项目，装机 51 万千瓦。国电电力霍尔古吐水电站三台机组预计于 2026 年内完成，总装机约 43 万千瓦，国电电力持股 56%。

**表 8：主要在建水电站汇总**

| 公司 | 水电站 | | 流域 | 装机容量/GW | 总投资/亿元 | 预计投产 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 华能水电 | 在建 | 古水 | 澜沧江上游 | 2.2 | 397 | 2030 |
| | | 如美 | | 2.6 | 584 | 2035 |
| | | 班达 | | 1.5 | 267 | 2030 |
| 国投电力 | 在建 | 印尼巴塘 | 巴丹托鲁河中下游 | 0.5 | 107 | 2026 |
| | | 卡拉 | 雅砻江 | 1.02 | 171 | 2032 |
| | | 孟底沟 | | 2.4 | 347 | 2033 |

下载日志已记录，仅供内部参考



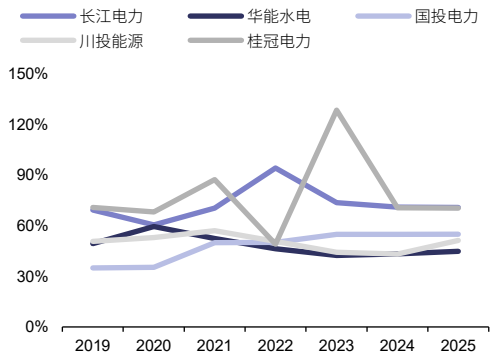
| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 牙根一级 | | 0.27 | 48.9 | 2031 |
| 国电电力 | 在建 | 双江口 | 大渡河 | 2 | 369 | 2026 |
| | | 老鹰岩一级 | | 0.3 | 45 | 202 |
| | | 霍尔古吐 | 开都河 | 0.43 | 37 | 2026 |
| | | 滚哈布奇勒 | | 0.26 | 16 | 2030 |
| 桂冠电力 | 在建 | 扎拉 | 玉曲河 | 1.02 | 119 | 2027 |
| | | 碧土 | | 0.41 | 66 | 2029 |

数据来源：各公司定期报告，广发证券发展研究中心

备注：不含 2026 年已投产电站

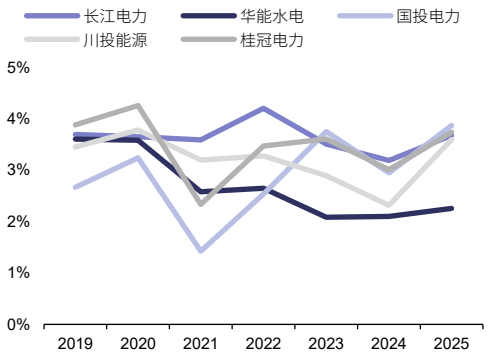
**水电公司分红意愿强，成熟水电公司延续高分红。**水电公司由于现金流稳定充裕，资本开支小，常年保持 50%以上高分红率，2025 年长江电力、桂冠电力分红率超 70%，国投电力、川投能源分红率超 50%，体现了水电公司的分红能力和分红意愿，其中川投能源提出 2026-2028 年分红率不低于 50%，较此前三年每股股利不低于 0.4 元有所提升，且 2025 年将每股股利提高至 0.5 元，也高于承诺，长江电力承诺十五五期间分红率不低于 70%，国投电力承诺 2024-2026 年分红总额不低于当年可供分配利润的 55%，华能水电承诺 2024-2026 年分红不低于当年可供分配利润的 50%。桂冠电力 2025 年在业绩大增的情况下分红率达到 70%。以长江电力为代表的成熟水电公司适用于股息率定价，分红金额、合理股息率是关注重点，其中合理股息率锚定无风险利率。

**图 46：近年来各水电公司保持高分红率**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**图 47：各水电公司股息率较高**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：股息率=当年每股股利/年末收盘价

**表 9：各水电公司最新分红承诺**

| 公司 | 分红承诺 |
|---|---|
| 长江电力 | 2021-2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红 |
| 华能水电 | 2024-2026 年公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50% |
| 国投电力 | 2024 -2026 年公司拟每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的 55% |
| 川投能源 | 2026-2028 年公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表归母净利润的 50% |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

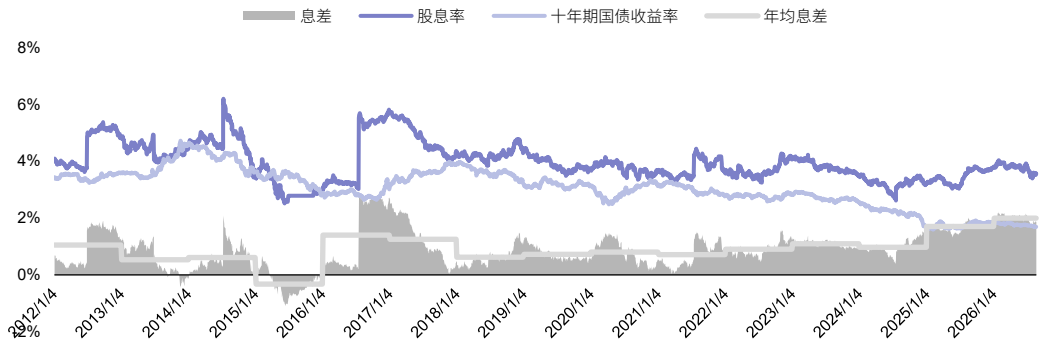
**利率维持低位，长江电力息差处于高位。**长江电力在 2016 年后提出了连续十年的分红承诺，估值方式逐渐转

下载日志已记录，仅供内部参考



向股息率定价，2018-2023 年，长江电力股息率与十年期国债收益率之间的息差均值为 81bp，其中 2021-2023 年息差均值约 91bp，2024 年至今，我国利率持续下行，2025 年十年期国债收益率始终维持在 2%以下，长江电力 2025 年拟每股分红 1 元，对应最新收盘价股息率 3.66%，此前最高超过 200bp，最新约 190bp，当前息差远超十三五至今平均水平。

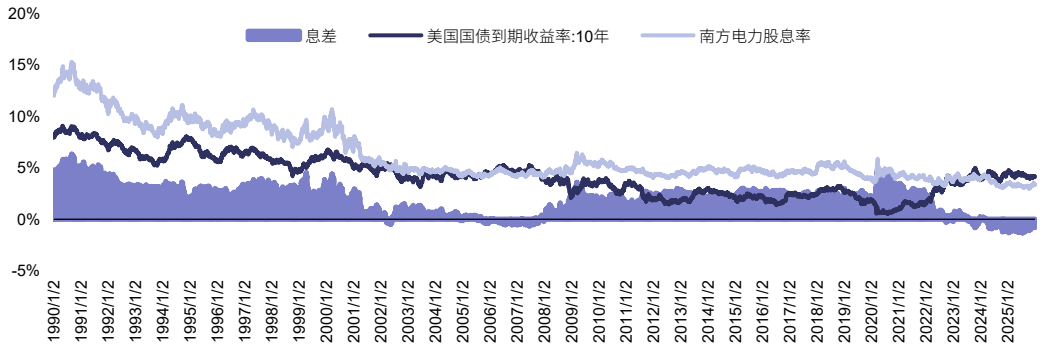
**图 48：长江电力股息率与十年期国债收益率**




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**参考海外公用事业公司在利率下降周期中的股息率变化。**南方电力是美国公用事业龙头公司，连续 30 年以上稳定分红，绝大多数时间股息率高于美债收益率。利率变化的影响需要区分为长期趋势和短期趋势：从长期来看，1990 年至今，美国国债收益率从 8%以下降至如今 4%以下，长期利率的中枢是下降的，公司的股息率也随之呈下降趋势，因此利率的长期变化趋势会影响到公用事业股的估值；从短期来看，2019-2020 年美债收益率迅速降至 1%以下，两家公司的股息率中枢并未出现明显变化，在 2022 年利率大幅提升后，股息率也并未明显提高。公用事业股作为一种稳定性资产，其回报率要求一方面取决于社会存量负债成本（资金成本）、一方面取决于替代资产收益率（机会成本），两者共同决定了公用事业股的股息率下限，而只有长期的利率变化趋势才会修正下限，短期利率波动影响较小。

**图 49：南方电力 1990 年至今息差变化**




数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

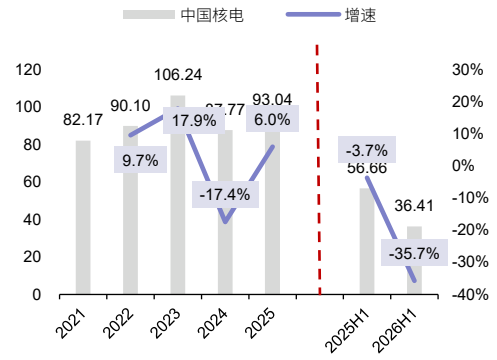


## 四、核电进入投产高峰，绿电期待困境反转，燃气毛差修复

### （一）核电：装机有序推进，电价下滑业绩承压

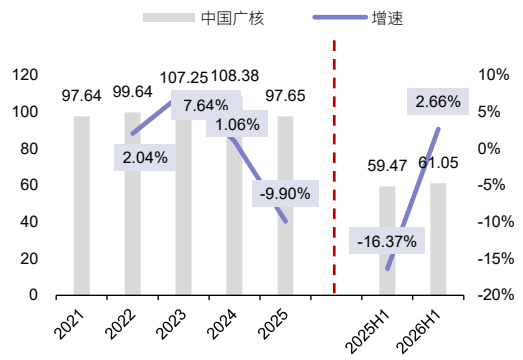
**核电电价下降、大修增加，整体利润下滑。**2026H1 中国核电、中国广核、电投产融归母净利润分别同比-35.7%、+2.7%、-10.5%。中国广核业绩实现正增长，甚至 Q2 业绩同比+15.1%，其中发电量和电价均下滑，利润增长主要系营业成本大幅下降（折旧和发电量挂钩）；中国核电受江苏、浙江电价下降和新能源利润下滑影响，业绩降幅较大；电投产融业绩降幅相对折中。

图 50：中国核电归母净利润（亿元）



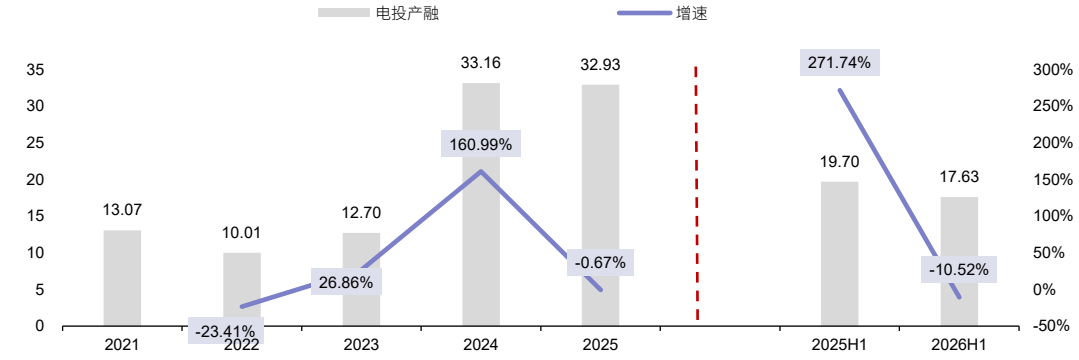

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 51：中国广核归母净利润（亿元）




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 52：电投产融归母净利润（亿元）




数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**上半年核电电量小幅下滑，度电收入小幅下滑。**2026H1 核电板块发电量 2240.54 亿千瓦时（同比-2.5%）。中国核电的福清核电下降 20%，漳州核电 2 号机组投产发电量增加 61%；中国广核台山核电大修导致电量大幅降低，惠州 1 号和苍南 1 号机组上半年投产，电量总体微降。2026H1 受市场化电价下滑影响，中国核电的核电度电收入同比-4.3%，下滑约 1.4 分，中国广核的度电收入小幅提升 0.6%，主要受新机组投产影响，平均市场化电价同比仍下滑。

下载日志已记录，仅供内部参考



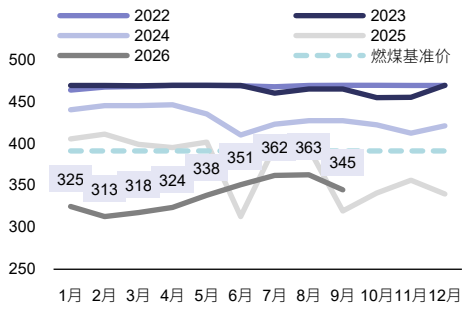
表 10：2026H1 核电板块发电量同比下降 2.5%

| 核电发电量/亿千瓦时 | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025Q1 | 2026Q1 | 2026Q1 同比 | 2025Q2 | 2026Q2 | 2026Q2 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 同比 |
| 中国广核 | 601.74 | 541.0 | -10.1% | 601.37 | 636.7 | 5.9% | 1203.11 | 1177.66 | -2.12% |
| 中国核电 | 494.82 | 478.55 | -3.3% | 503.78 | 501.17 | -0.5% | 998.60 | 979.72 | -1.89% |
| 电投产融 | | | | | | | 96.07 | 83.16 | -13.4% |
| 合计 | 1096.56 | 1019.51 | -7.0% | 1105.15 | 1137.87 | 3.0% | 2297.78 | 2240.54 | -2.5% |

数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

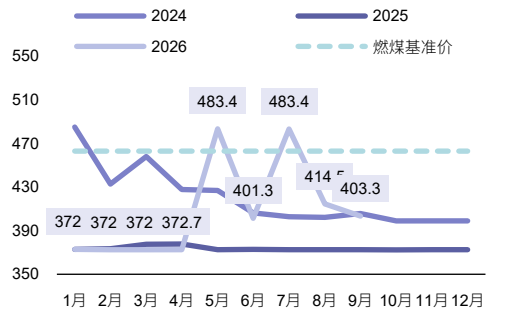
**煤价上涨供需拐点，沿海省份电价预期向上。**目前核电项目均在沿海省份，由于 2025 年江苏、广东、广西电价下降对中国广核和中国核电盈利均有明显影响。2026 年广东电价降幅较小、辽宁出台核电机制电价政策、中国广核已率先走出困境，电价风险明显降低。而江苏、浙江电价大幅降低，中国核电 2026 年压力较大，但 2026 年 3 月以来江苏电价持续提升，已超过年度长协电价，广东 5 月以来月度长协价格始终超过年度长协电价，已经体现出燃料价格上涨和供需改善带来的边际变化，未来电价稳定后核电可展望装机持续投产带来的业绩提升。

图 53：江苏电价连续 5 个月环比提升（元/兆瓦）




数据来源：江苏电力交易中心，广发证券发展研究中心

图 54：5 月后广东月度电价大涨（元/兆瓦）




数据来源：广东电力交易中心，广发证券发展研究中心

表 11：《2026 年辽宁省核电机组参与电力市场化交易有关事项》主要内容

| | 主要内容 |
|---|---|
| **实施时间** | 2026 年 1 月 1 日起试行，试行期 1 年 |
| **核心机制** | 核电参与市场交易后，在市场外建立差价结算的机制，推动核电行业可持续发展。2026 年，执行差价结算机制的核电机组，其纳入机制的电量规模、电价水平等由省发展改革委明确。**对纳入机制的电量（以下简称机制电量），市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业按规定开展差价结算，差价结算费用暂纳入系统运行费用，由全体工商业用户进行分摊。** |
| **机制电量** | 2026 年，核电月度机制电量规模在当月机组实际上网电量的基础上，**将每日 21 小时时段的 80%上网电量纳入机制；其余 3 小时时段的上网电量不纳入机制。**结合核电机组发电运行特性及新能源消纳等实际因素，不纳入机制的 3 小时时段，由省电力公司调度机构结合我省电力实际供需情况按月研究，报省发展改革委、省工业和信息化厅同意后明确。原则上选择新能源消纳最为困难的连续 3 小时，1-3 月暂定为每日 2:00-5:00。 |
| **机制电价** | 机制电价水平按照国家现行核电上网电价政策执行。目前，我省在运的核电机组为红沿河 1-6 号机组，其中红沿河 1-4 号机组上网电价为 0.3823 元/千瓦时，5-6 号机组上网电价为 0.3749 元/千瓦时。**纳入机制后，红沿河 1-6 台核电机组平均机制电价执行 0.3798 元/千瓦时。** |
| **结算方式** | 对纳入机制的电量，电网企业每月按机制电价开展差价结算，将市场交易均价与机制电价的差额暂纳入系统运行费用；不再开展其他形式的差价结算。核电机制电量差价电费=月度机制电量×（机制电价—市场交易均价）。 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | |
|---|---|
| | 核电项目市场交易均价按发电侧节点加权平均价确定，即核电项目市场交易均价=∑（月度每日纳入机制的各时段发电侧总上网电量×对应时段发电侧实时市场加权平均价格）/（月度每日纳入机制的各时段发电侧总上网电量之和）。调试运行期间，机组上网电量按照所在节点的实时市场现货价格结算，已纳入机制的上网电量执行机制电价。 |
| **动态调整** | 执行期间，电网企业按月统计核电机组电力曲线、电价情况，做好数据分析。核电企业按月做好执行情况和收益情况统计，每月初报上月情况。省发展改革委根据实际执行情况，综合考虑燃料成本变化、现货价格浮动等因素，适时调整价格结算机制相关参数。 |
| **保障措施** | 强化核电安全运行保障机制。核电企业要强化落实企业安全生产主体责任，建立健全核电安全运行与电力市场参与的联动协调机制，统筹电力市场组织与安全管理要求，持续完善核电运行管理相关应急预案，**全力保障核电机组安全稳定运行。**<br>完善电力市场及结算规则。省发展改革委会同省工业和信息化厅加快完善电力现货市场规则体系，规范开展中长期与现货市场的费用结算，**不得向核电不合理分摊费用。**核电机组机制电量不参与中长期交易，计入中长期合同签约比例。核电机组中长期交易申报电量上限，现阶段按装机容量扣除机制电量对应容量后的最大上网能力确定。<br>明确容量补偿与市场参与衔接规则。核电机组通过纳入核电可持续发展价格结算机制获得保障，**不参与发电侧容量补偿机制，可结合自身运行特性和市场条件，自主选择是否参与日前市场交易。** |

数据来源：辽宁省发改委，广发证券发展研究中心

**核电装机 2026 年开始加速投产，7 月国常会一次性核准 8 台机组。**根据中国核能行业协会，截至 2026 年 6 月末，我国核电在运 62 台核电机组，装机容量 66GW，2026 年 1 月初，中国核电漳州 2 号机组投产，4 月中广核惠州 1 号机组，中广核苍南 1 号机组投产，8 月中广核惠州 2 号机组投产。7 月 31 日，国务院常务会议决定核准浙江金七门核电二期 3#4#、广东太平岭核电三期 5#6#、辽宁庄河核电一期 1#2#、山东莱阳核电一期 1#2#共计 8 台机组。截至 2026 年 9 月，统计目前在建 35 台机组，装机 42GW，核准装机 24 台，装机 29GW，在建装机将在 2026-2031 年陆续投运，2026 年将迎来核电投产逐渐加速。

**图 55：预期在建、核准机组投产节奏**

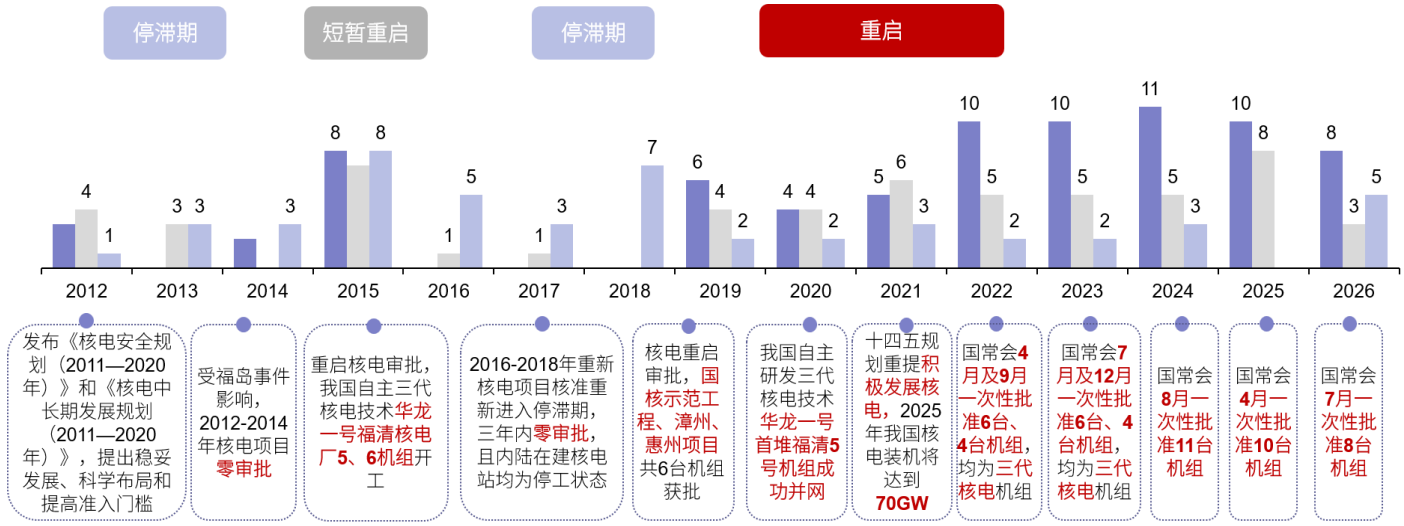



数据来源：中国核电、中国广核财报，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



图 56：2026 年 7 月 31 日国常会一次性核准 8 台机组

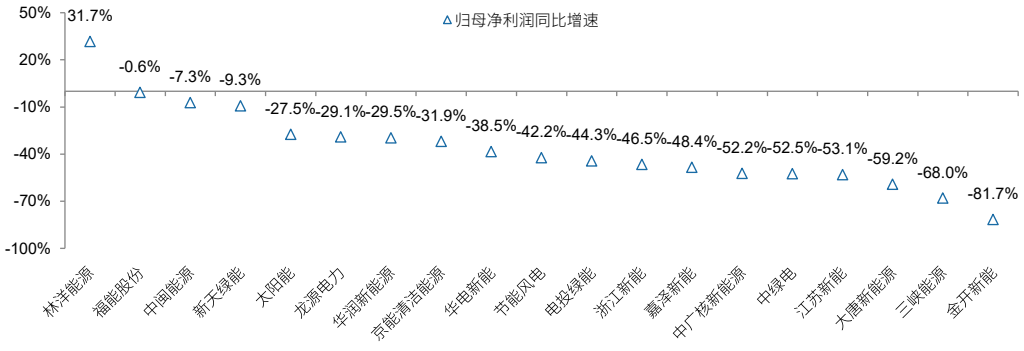



数据来源：中国核能行业协会，国家能源局，发改委，广发证券发展研究中心

### （二）绿电：业绩增长承压，现金流持续好转

**受电价及消纳等影响，绿电板块业绩降幅持续扩大。**根据 WIND 数据，统计绿电板块中 18 家 A 股+3 家 H 股公司，2026H1 绿电板块实现营收 1281 亿元（同比-3.5%），实现归母净利润 188 亿元（同比-38.4%），扣非归母净利润为 182 亿元（同比-38.4%），业绩降幅继续扩大，主要受电价下降、弃风弃光率提升、风电增值税优惠退坡等综合影响，且单二季度环比一季度进一步下降。统计的 21 家公司中，上半年仅有林洋能源依靠股权转让实现利润增长，以及沿海风电企业福能股份、中闽能源业绩降幅较小，全国性绿电企业业绩降幅普遍超过 20%。

图 57：绿电公司上半年归母净利润增速




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 12：2026 年上半年主要绿电公司核心财务数据

| | 归母净利润 | | | 单季归母净利润/亿元 | | | 扣非归母净利润 | | | 单季扣非归母净利润/亿元 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025H1 | 2026H1 | 同比 | 25Q2 | 26Q2 | 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 同比 | 25Q2 | 26Q2 | 同比 |
| 龙源电力 | 33.7 | 23.9 | -29.1% | 14.7 | 7.7 | -47.7% | 32.9 | 24.1 | -26.6% | 14.3 | 7.7 | -45.7% |

下载日志已记录，仅供内部参考

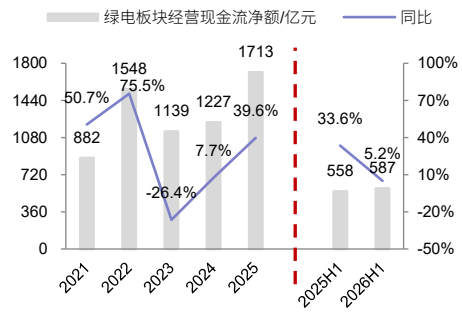


| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华电新能 | 62.4 | 38.4 | -38.5% | 33.2 | 17.8 | -46.4% | 61.9 | 38.0 | -38.6% | 33.0 | 17.5 | -47.0% |
| 三峡能源 | 38.1 | 12.2 | -68.0% | 13.7 | 1.8 | -86.9% | 32.0 | 11.4 | -64.3% | 11.2 | 1.0 | -90.7% |
| 华润新能源 | 47.0 | 33.1 | -29.5% | 23.6 | 17.0 | -28.0% | 46.7 | 32.5 | -30.4% | 23.3 | 16.4 | -29.7% |
| 福能股份 | 13.4 | 13.3 | -0.6% | 5.8 | 6.8 | 16.0% | 13.2 | 13.1 | -0.8% | 5.7 | 6.6 | 14.3% |
| 节能风电 | 6.3 | 3.6 | -42.2% | 2.4 | 1.6 | -32.8% | 6.1 | 3.6 | -41.1% | 2.3 | 1.6 | -31.3% |
| 太阳能 | 6.8 | 4.9 | -27.5% | 3.9 | 3.1 | -20.7% | 6.3 | 4.1 | -34.4% | 3.5 | 2.6 | -25.9% |
| 浙江新能 | 2.9 | 1.6 | -46.5% | 2.1 | 1.3 | -38.6% | 2.7 | 1.3 | -53.9% | 2.0 | 1.0 | -47.5% |
| 电投绿能 | 7.3 | 4.0 | -44.3% | 1.0 | 1.3 | 27.3% | 7.1 | 4.2 | -41.0% | 1.0 | 1.4 | 34.5% |
| 新天绿能 | 14.1 | 12.8 | -9.3% | 4.6 | 5.7 | 23.6% | 14.0 | 12.1 | -13.6% | 4.5 | 4.9 | 11.0% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

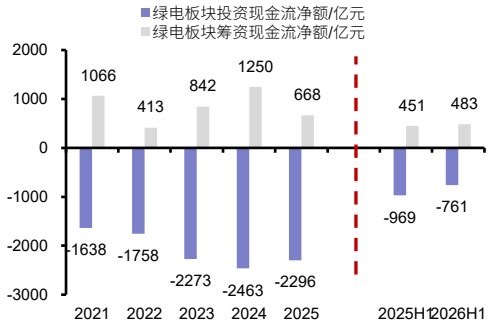
**绿电经营现金流持续改善，投资支出同比下滑。**根据 WIND，2026H1 绿电板块经营现金流净额达 587 亿元（同比+5.2%），板块经营现金流远高于净利润，在利润下滑的情况下仍然实现现金流增长，板块现金流持续改善。上半年板块投资现金流净流出 761 亿元、相比上年同期流出 969 亿元下降 21.4%，绿电投资支出正在收缩，筹资现金流正流入 483 亿元。绿电可再生能源补贴发放加速，上半年板块应收账款同比下降 6.3%至 3054 亿元，应收账款或已见顶。

**图 58：上半年绿电板块经营现金流净额同比+5.2%**



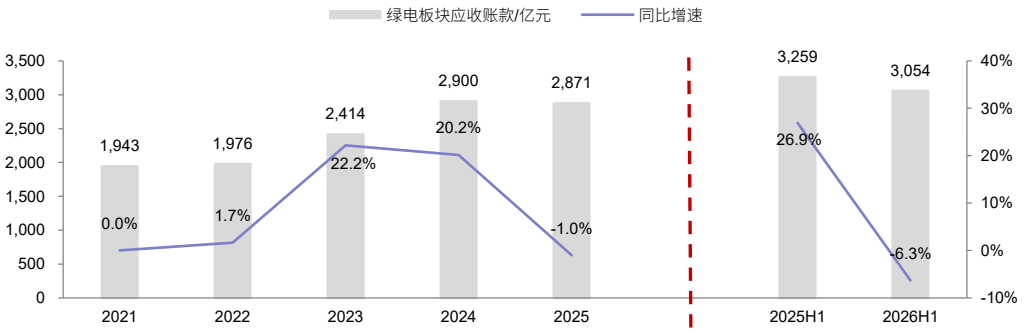

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**图 59：上半年绿电板块投资现金流净额同比-21.4%**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**图 60：绿电板块应收账款下降**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

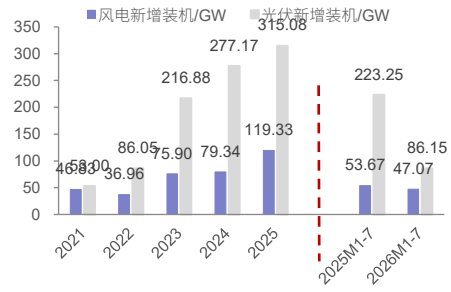
**风光新增装机大幅下降，发电量增速低于预期。**今年 1-7 月全国风电新增装机 47.07GW（同比-12.3%），光

下载日志已记录，仅供内部参考



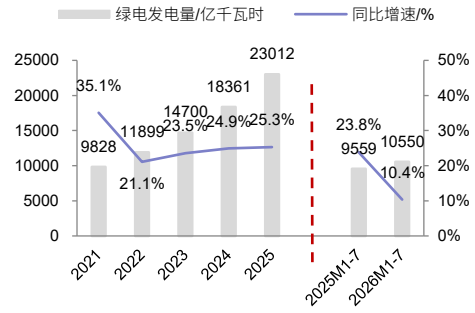
伏新增装机 86.15GW（同比-61.4%），绿电经过十四五的大规模建设后，2026 年开始新增快速放缓。而在去年全年绿电装机增长 31%的情况下，今年 1-7 月绿电发电量仅同比增长 10.4%，主要受风资源偏弱和弃风弃光提升影响，发电量增长不及预期。

**图 61：1-7 月绿电新增装机同比下降**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

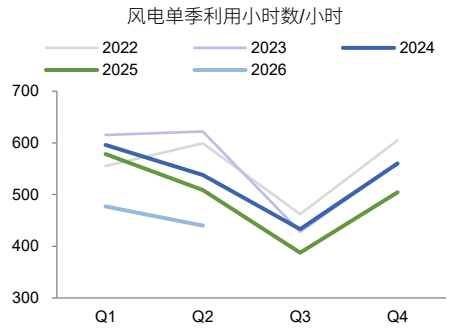
**图 62：1-7 月绿电发电量同比增长 10.4%**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

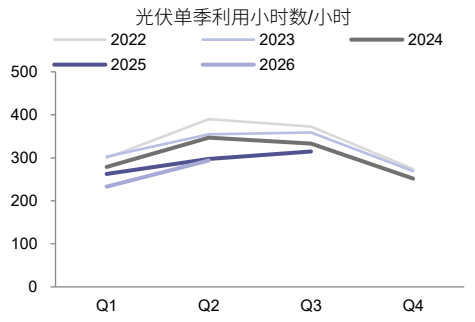
**弃风弃光率提升，风光利用小时数下降。**2024 年开始风光消纳问题日益严峻，弃风弃光率提升，2024-2026 年风光利用小时数持续下降，根据节能风电定期报告披露，2024、2025、2026H1 公司弃风率分别为 10.33%、17.41%、20.84%，根据太阳能定期报告披露，2024、2025、2026H1 公司弃光率分别为 7.81%、15.91%、21.55%。上半年全国风电利用小时数 917 小时，同比降低 170 小时/降幅 15.7%，光伏利用小时数 527 小时，同比降低 33 小时/降幅 6.0%。

**图 63：上半年风电利用小时数下降 170 小时**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**图 64：上半年光伏利用小时数下降 33 小时**




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**从龙头绿电公司经营数据来看，绿电利用小时数和电价均同比下降。**选择 8 家绿电公司龙头，上半年平均风电利用小时数 973 小时，同比下降 169 小时，与行业变化相当，光伏利用小时数 564 小时，同比下降 58 小时，风光利用小时数均高于行业平均水平。风电上网电价平均下降 2 分/千瓦时，光伏上网电价平均下降 2.1 分/千瓦时。

**表 13：2026 年上半年主要绿电公司核心经营数据**

| 公司 | 利用小时数/小时 | | | | | | 上网电价/元/千瓦时 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 风电 | | | 光伏 | | | 风电 | | | 光伏 | | |
| | 2025H1 | 2026H1 | 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 同比 | 2025H1 | 2026H1 | 同比 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 华电新能 | 1090 | 923 | -167 | 596 | 534 | -62 | / | / | / | / | / | / |
| 龙源电力 | 1102 | 982 | -120 | / | / | / | 0.477 | 0.457 | -4.2% | 0.308 | 0.308 | -0.2% |
| 三峡能源 | 1146 | 1003 | -143 | 597 | 575 | -22 | / | / | / | / | / | / |
| 华能国际 | 1133 | 979 | -154 | 583 | 513 | -70 | / | / | / | / | / | / |
| 国电电力 | 1127 | 965 | -162 | 606 | 577 | -29 | 0.450 | 0.436 | -3.2% | 0.330 | 0.310 | -6.0% |
| 大唐发电 | 1149 | 1045 | -104 | 635 | 588 | -47 | / | / | / | / | / | / |
| 华润电力 | 1268 | 1027 | -241 | 676 | 581 | -95 | 0.448 | 0.420 | -6.3% | 0.344 | 0.313 | -9.2% |
| 中国电力 | 1122 | 862 | -260 | 665 | 581 | -84 | 0.411 | 0.396 | -3.5% | 0.377 | 0.346 | -8.3% |
| **平均值** | **1142** | **973** | -169 | **623** | **564** | -58 | **0.447** | **0.427** | -4.3% | **0.340** | **0.319** | -6.1% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）燃气：气量偏弱、毛差修复，盈利微增

**2026H1 燃气营收同比-0.2%，归母净利润同比+2.9%。**统计燃气上市公司业绩，燃气板块 2026H1 实现营业收入 3510.37 亿元（同比-0.2%），归母净利润 168.31 亿元（同比+2.9%），扣非归母净利润 166.13 亿元（同比+2.1%）。2026H1 燃气公司受需求不振影响销气量普遍低于预期，接驳业务持续萎缩；城燃公司整体采购成本保持平稳，一季度暖冬导致的采购成本下降与二季度美伊冲突导致的采购成本上行形成对冲，顺价持续推进，城燃公司价差修复；具备资源优势的公司在地缘冲突局势下业绩表现优秀，如九丰能源、佛燃能源、深圳燃气、昆仑能源、新奥能源等。

**表 14：2026H1 燃气公司业绩情况**

| | 营业收入/亿元 | | | 归母净利润/亿元 | | | 扣非归母净利润/亿元 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025H1 | 2026H1 | 同比增速 | 2025H1 | 2026H1 | 同比增速 | 2025H1 | 2026H1 | 同比增速 |
| **天壕能源** | 13.72 | 14.07 | 2.5% | 0.69 | 0.72 | 4.3% | 0.59 | 0.48 | -20.0% |
| **九丰能源** | 104.28 | 96.35 | -7.6% | 8.61 | 9.50 | 10.4% | 8.11 | 8.93 | 10.1% |
| **佛燃能源** | 153.38 | 130.70 | -14.8% | 3.10 | 3.30 | 6.6% | 3.07 | 3.61 | 17.8% |
| **深圳燃气** | 154.32 | 147.88 | -4.2% | 6.38 | 7.78 | 22.0% | 6.17 | 7.59 | 23.0% |
| **皖天然气** | 26.74 | 25.92 | -3.1% | 1.85 | 2.06 | 11.2% | 1.85 | 2.04 | 10.3% |
| **蓝天燃气** | 22.54 | 21.75 | -3.5% | 2.05 | 1.59 | -22.3% | 2.00 | 1.54 | -23.0% |
| **陕天然气** | 48.50 | 44.49 | -8.3% | 5.09 | 4.04 | -20.7% | 4.97 | 3.98 | -19.8% |
| **新奥股份** | 660.15 | 640.11 | -3.0% | 24.08 | 20.88 | -13.3% | 24.14 | 17.42 | -27.9% |
| **华润燃气** | 454.01 | 463.64 | 2.1% | 21.91 | 21.10 | -3.7% | 21.91 | 21.10 | -3.7% |
| **昆仑能源** | 975.43 | 1,000.42 | 2.6% | 31.61 | 33.06 | 4.6% | 31.61 | 33.06 | 4.6% |
| **新奥能源** | 556.73 | 570.21 | 2.4% | 24.29 | 26.67 | 9.8% | 24.29 | 29.45 | 21.2% |
| **港华智慧能源** | 95.18 | 98.39 | 3.4% | 6.92 | 5.99 | -13.3% | 6.92 | 5.33 | -23.0% |
| **香港中华煤气** | 250.92 | 256.45 | 2.2% | 27.03 | 31.62 | 17.0% | 27.03 | 31.62 | 17.0% |
| **合计** | 3,515.90 | 3,510.37 | -0.2% | 163.59 | 168.31 | 2.9% | 162.66 | 166.13 | 2.1% |

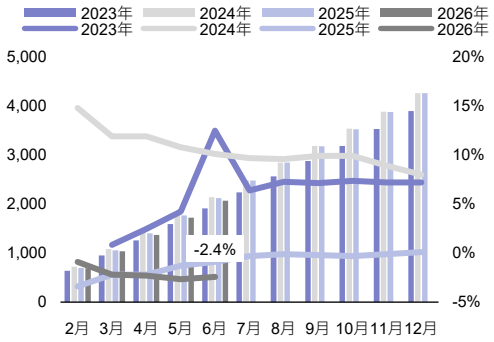
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

**2026H1 天然气表观消费量同比-2.4%，进口量同比-3.5%。**根据国家发改委公布的天然气运行快报，2026H1 天然气表观消费量达 2068.5 亿立方米，同比下降 2.4%，主因工商业需求较弱，同时水电、光伏大发挤压天然气发电。2026H1 天然气产量同比+1.7%；海外气价高企，2026H1 天然气进口量同比-3.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考



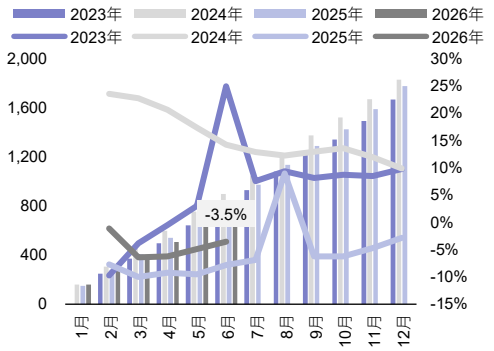
图 65：2026H1 天然气表观消费量同比-2.4%




数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

备注：单位-亿立方米

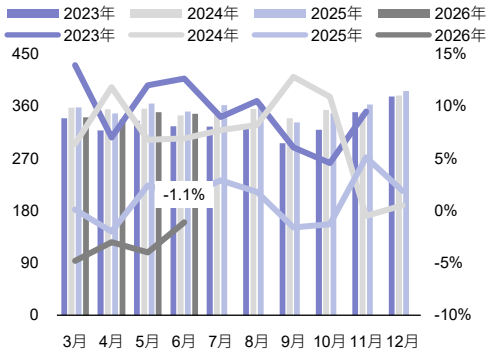
图 66：2026H1 天然气进口量同比-3.5%




数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

备注：单位-亿立方米

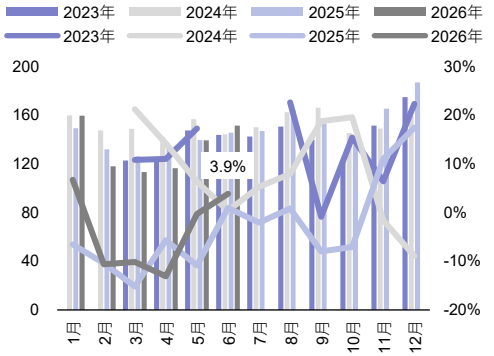
图 67：2026 年 6 月天然气表观消费量同比-1.1%




数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

备注：单位-亿立方米

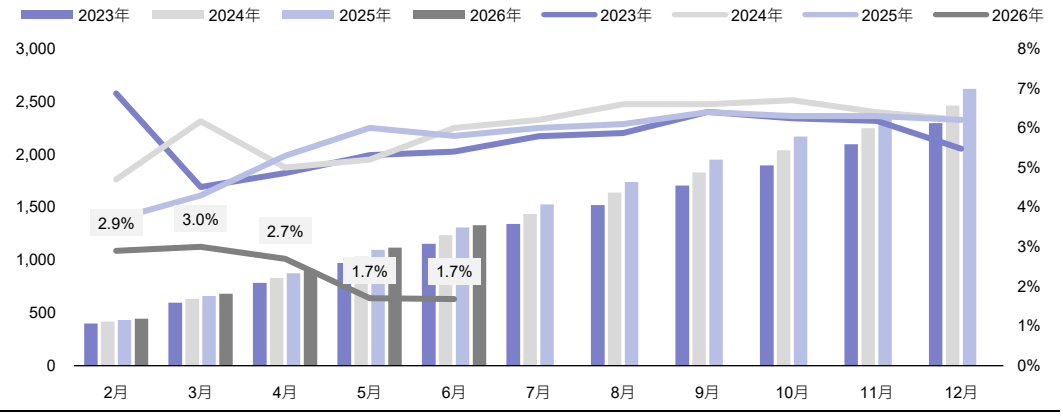
图 68：2026 年 6 月天然气进口量同比+3.9%




数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

备注：单位-亿立方米

图 69：2026H1 国内规模以上天然气产量同比+1.7%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

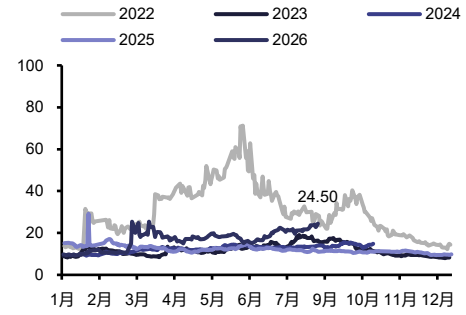
备注：单位-亿立方米

下载日志已记录，仅供内部参考



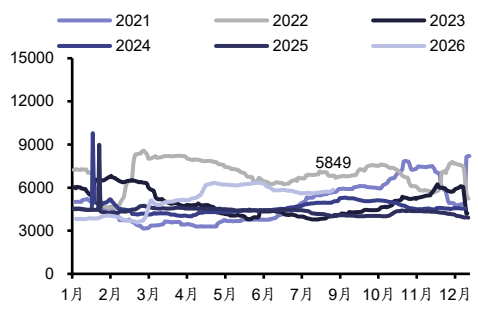
**2026 年 6 月底国内 LNG 到岸价、出厂价较年初分别上涨 68.5%、55.8%。**根据金联创披露数据，2026 年 6 月 30 日 LNG 到岸价为 16.6 美元/百万英热（合人民币 5879 元/吨），较 2026 年初上涨 68.5%。2026 年 8 月 28 日 LNG 到岸价为 24.5 美元/百万英热（合人民币 8639 元/吨），较 2026 年初上涨 148.8%，国际冲突反复，气价持续上行。根据上海石油天然气交易中心披露数据，2026 年 6 月 30 日 LNG 出厂价为 5962 元/吨，较 2026 年初上升 55.8%。2026 年 8 月 28 日我国 LNG 出厂价 5849 元/吨，较 2026 年初上涨 52.9%。

**图 70：国内LNG到岸价（美元/百万英热）**




数据来源：上海石油天然气交易中心，Wind，广发证券发展研究中心

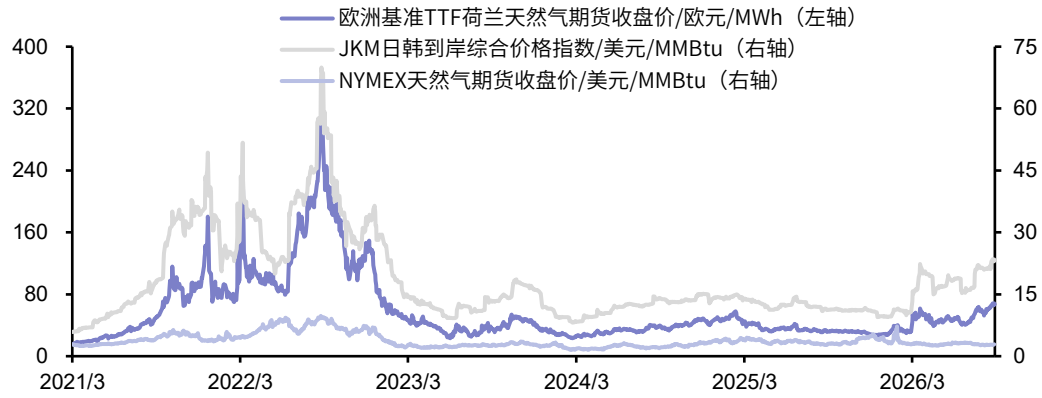
**图 71：中国LNG出厂价（元/吨）**




数据来源：上海石油天然气交易中心，Wind，广发证券发展研究中心

**2026 年 6 月底欧洲&亚洲天然气价格指数较年初上涨 5 成及以上，3 月以来上涨显著。**2026 年 6 月 30 日欧洲基准 TTF 荷兰天然气期货收盘价为 43.44 欧元/MWh，较 2026 年初上升 49.8%。JKM 日韩综合到岸价格指数 2022 年 8 月 25 日达 69.96 美元/百万英热高点后开始回落，2026 年 6 月 30 日为 16.05 美元/百万英热，较 2026 年初上升 65.5%。2026 年 6 月 30 日美国 NYMEX 天然气期货收盘价为 3.17 美元/百万英热，较 2025 年初下降 14.5%。当前国际局势下，海外气价持续走高，截至 2026 年 8 月 28 日，欧洲基准 TTF 荷兰天然气期货收盘价、JKM 日韩到岸综合价格指数分别较 2026 年初上涨 130.9%、138.9%。

**图 72：海外天然气价格**




数据来源： Wind，NYMEX，investing，广发证券发展研究中心

## 五、标的推荐

**建议关注电价回升后电力板块盈利弹性：**1.煤电一体化和高股息的火电：华能国际电力股份、华电国际电力股份、国电电力、申能股份、华能蒙电；2.水电：电价回升及来水偏丰的川投能源、长江电力；3.核电：电价预

下载日志已记录，仅供内部参考



期扭转的中国核电。4.燃气：气源多元化的九丰能源、佛燃能源。

**表 15：公司盈利预测与估值（收盘价日期：2026/9/7）**

| 公司代码 | 公司名称 | 市值/亿元 | 最新收盘价/元/股 | 单位 | PE 倍 | | | | 归母净利润/亿元 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 600011.SH | 华能国际 | 1,073.75 | 6.84 | CNY | 8.13 | 8.66 | 8.10 | 7.55 | 144.10 | 124.05 | 132.64 | 142.29 |
| 00902.HK | 华能国际电力股份 | 888.51 | 5.66 | HKD | 5.59 | 6.19 | 5.79 | 5.40 | 145.37 | 124.05 | 132.64 | 142.29 |
| 600027.SH | 华电国际 | 559.69 | 4.82 | CNY | 9.49 | 10.80 | 9.30 | 8.42 | 60.70 | 51.83 | 60.21 | 66.50 |
| 01071.HK | 华电国际电力股份 | 462.73 | 3.99 | HKD | 7.03 | 7.72 | 6.65 | 6.02 | 60.70 | 51.83 | 60.21 | 66.50 |
| 600795.SH | 国电电力 | 941.72 | 5.28 | CNY | 12.55 | 14.99 | 12.88 | 11.70 | 71.61 | 62.82 | 73.10 | 80.47 |
| 600642.SH | 申能股份 | 414.53 | 8.47 | CNY | 9.49 | 12.14 | 10.87 | 10.33 | 40.13 | 34.15 | 38.12 | 40.14 |
| 600863.SH | 华能蒙电 | 364.34 | 4.65 | CNY | 11.73 | 14.48 | 13.06 | 12.59 | 24.93 | 25.17 | 27.89 | 28.95 |
| 600674.SH | 川投能源 | 760.93 | 15.61 | CNY | 14.25 | 15.01 | 14.37 | 13.77 | 47.54 | 50.69 | 52.97 | 55.27 |
| 600900.SH | 长江电力 | 6,814.40 | 27.85 | CNY | 19.28 | 18.94 | 18.30 | 17.82 | 345.03 | 359.71 | 372.46 | 382.33 |
| 601985.SH | 中国核电 | 1,832.61 | 8.91 | CNY | 19.12 | 21.91 | 19.88 | 17.67 | 93.04 | 83.65 | 92.17 | 103.74 |
| 605090.SH | 九丰能源 | 234.02 | 33.12 | CNY | 20.50 | 14.49 | 13.73 | 12.23 | 14.80 | 16.15 | 17.05 | 19.13 |
| 002911.SZ | 佛燃能源 | 147.34 | 11.35 | CNY | 15.27 | 12.96 | 11.74 | 11.48 | 10.30 | 11.37 | 12.55 | 12.83 |

数据来源：盈利预测来自个股最新报告，广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

**改革不及预期风险：**电力市场化改革、容量电价机制、辅助服务市场建设等政策落地节奏、细则力度存在不确定性。若相关改革推进不及市场预期，市场定价机制完善进度放缓，各类电源收益格局重构受阻，火电盈利修复逻辑难以兑现，同时会影响新能源价值合理体现，压制电力板块整体盈利水平与估值表现。

**煤价超额上涨风险：**国内煤炭供给受安全生产、产能释放节奏、运输调配等因素扰动，叠加外部地缘、国际煤价波动传导，动力煤价格存在超预期上行风险。尽管长协煤机制起到保供稳价作用，但若煤价大幅冲高，燃料成本压力将显著抬升火电企业经营成本，电价传导存在滞后性，会大幅侵蚀火电企业利润空间。

**电价下行风险：**国内新能源装机持续高增，电力供给能力不断扩张，部分区域电力供需转向宽松。随着市场化交易占比持续提升，新能源机组参与市场交易规模扩大，市场竞争加剧，交易电价存在下行压力。若上网电价出现超预期回落，火电及新能源发电企业营收规模承压，将带来行业盈利整体收缩的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏 ：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

陈 龙 ：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣凌琪 ：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈舒心 ：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝兆升 ：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

谷玥 ：资深分析师，同济大学工学硕士，厦门大学工学学士，2026 年加入广发证券发展研究中心，4 年证券行业研究经验。

刘恒君 ：高级分析师，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

# 分析师及联系人




**郭鹏**

SAC 执证号：S0260514030003
SFC CE No. BNX688
guopeng@gf.com.cn



**郝兆升**

SAC 执证号：S0260524070001
haozhaosheng@gf.com.cn



**谷玥**

SAC 执证号：S0260526070008
gfguyue@gf.com.cn



**刘恒君**

SAC 执证号：S0260526070001
liuhengjun@gf.com.cn


请注意，郝兆升,谷玥,刘恒君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。

下载日志已记录，仅供内部参考



**广发证券**
**行业投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

**广发证券**
**公司投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

**联系我们**


| 地址 | 邮政编码 | 客服邮箱 |
| --- | --- | --- |
| 广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼 | 510627 | gfzqyf@gf.com.cn |
| 深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 518026 | |
| 北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 100045 | |
| 上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼 | 200120 | |
| 香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼 | - | |


**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考



本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

**权益披露**

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

**版权声明**

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。