下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

2027 年上网与终端电价迎来分水岭

华泰研究

2026 年 9 月 29 日 | 中国内地 深度研究

我们从 2026 年 1 月 20 日的报告《公用事业：中美电价剪刀差：大国的相同与不同》开始认为 2026 年是中国电价的底部，3 月来煤价持续的上涨也加速确认了电价拐点。我们量化测算 2027 年批发侧和零售侧电价涨幅在 2%和 3%，结构性火电综合电价涨幅或超 5%。推荐全国性龙头和沿海纯火电、无惧高煤价的煤电联营标的，持续看好核电受益于本轮电价上涨周期，重点关注各省 2027 年电力交易方案与 12 月长协电价结果落地。系统运行费的持续提升导致用户侧的下网电价上涨空间高于上网侧，推荐绿电直连和工商业分布式光伏。

中长期来看，2026 年电价 V 型反转的拐点已经出现

正如我们在 2026 年 5 月 4 日的报告《中国电价迎来周期性拐点》中所分析的，上网电价 2023 年以来“煤价下降，电价下降”的趋势或难以长期持续，原因有四：1）中外电价的剪刀差难以持续扩大；2）能源转型过程中传统能源必须维持在可以让新能源收回成本的价格水平；3）供给增速下降带动供需二阶导出现逆转；4）迄今为止，中国的电价仍尚未充分定价碳排放成本或绿色属性，“十五五”期间国内外机制都会加速这一趋势。

上网电价：2027 年火电综合电价涨幅或超 5%，长协电价或略低

综合各省供需情况、燃料成本曲线的趋势、2026 年实际现货电价的走势等因素，我们认为 2027 年火电电价涨幅可能会超过 5%。但是，考虑到火电利用小时持续下降，我们认为部分省份 2027 年容量电价可能会进一步提升，所以我们判断年度长协的涨幅可能低于综合电价。换言之，容量电价的上涨未必影响火电综合电价，但是有可能变相拉低电能量电价的涨幅，从而保障与火电共同入市的核电、新能源和部分水电价格相对稳定。

下网电价：未来涨幅高于上网电价，商业压力大于工业。

上网电价和下网电价的高点都在 2023 年，此后用户电价的下降幅度显著低于批发侧电价，主因在中间环节的持续增加：工业电价的过网费 2023-26 年 9 月上涨超 40%。目前终端电价中批发电价占比约 70%，系统运行费与输配电价分别占比 11%。2027 年起，下网电价受到上网电价的反弹+过网费持续增长，用户侧涨幅更高。根据我们测算，系统运行费 2027 年同比增加近 20%，工业企业得益于的输配电价和线损的下降，用电成本的涨幅可以控制在 3%。商业电价因为输配电价的不降反升，成本压力更大。

与市场观点的不同之处

本报告复盘近年来发电侧与用户侧的电价变化，并量化预测了 2027 年；我们认为 2027 年开始两个环节的价格拐点，对中国能源体系都会有深远影响。

投资结论

两条思路推荐火电：1）沿海火电如宝新、浙能和全国性龙头大唐、华润、华能、华电、中国电力等，电价弹性突出，风险在于明年煤价的走势；2）以国电、新集、淮河、陕西能源、华能蒙电为代表的煤电联营，电价落地后利润的修复空间相对确定。**继续看好核电：**中核和广核的电价弹性主要取决于各省交易规则，由于我们并不认为 2027 年各省长协电价可以超过基准电价，所以核电机制电价政策的全国推广，依然是基本面和估值最大的看点。2027 年开始，上网电价与系统运行费双击，用户侧电价涨幅高于上网电价，**推荐绿电直连**的稀缺标的紫金龙净，和**分布式光伏**龙头港华智慧能源。

风险提示：煤价超预期回调，各地电力交易规则变化，电力供需超预期恶化，最终电价结果受到很多“行为金融学”的影响。

公用事业	增持 (维持)
环保	增持 (维持)

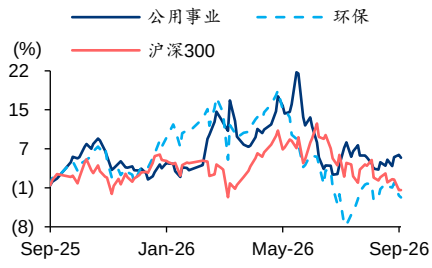
王玮嘉 研究员
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

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

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

康琪* 研究员
SAC No. S0570526070019 kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
紫金龙净	600388 CH	26.53	买入
中广核电力	1816 HK	4.44	买入
港华智慧能源	1083 HK	4.16	买入
大唐发电	991 HK	3.68	买入
淮河能源	600575 CH	4.29	买入
陕西能源	001286 CH	12.50	买入
华润电力	836 HK	24.44	买入
中国广核	003816 CH	5.48	买入
华能国际电力股份	902 HK	7.15	买入
中国电力	2380 HK	3.32	买入
华电国际电力股份	1071 HK	5.09	买入
宝新能源	000690 CH	6.43	买入
国电电力	600795 CH	6.15	买入
华能蒙电	600863 CH	5.45	买入
浙能电力	600023 CH	5.82	买入
中国核电	601985 CH	10.14	买入
新集能源	601918 CH	11.41	增持

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

本报告的亮点与特色 **4**

多维度对比：2026 年中国电价底部已现 **5**

中外比较：海外能源价格上涨的背景下，中国电价或难以持续下跌 5

国内供需：恶化最快的时候已经过去，2026 年开始供给增速确定性下降 7

能源转型：部分风光核电 LCOE 与 2026 年电价倒挂 8

绿色溢价：目前中国电价尚未充分定价碳排放成本 8

批发侧电价：量化测算 2027 年上涨强度 **10**

现货电价基础：1/3 省份 2026 年电价高于年度长协 10

边际成本支撑：明年 850 元/吨煤价的预期下，2027 长协电价有 5-10%涨幅 11

各省供需差异：2026 年多地装机增速高点，竞争态势逐步缓解 12

加权平均来看：2027 年火电涨幅或超 5%，整体电价依然低于 2025 年水平 13

到户电价：降幅已经收窄，反弹幅度高于上网电价 **14**

中间环节：系统运行费持续上涨，工业用户的输配电价和线损下调 14

终端电价：2027 年上涨难以避免，商业压力大于工业 15

推荐逻辑与标的 **17**

风险提示 21

图表目录

图表 1： 中美批发侧上网电价对比 5

图表 2： 全球主要地区用户侧终端电价对比 5

图表 3： 中美工业用户侧终端电价对比 5

图表 4： 中美商业用户侧终端电价对比 5

图表 5： 美国批发侧电价与气价高度相关 6

图表 6： 中国批发侧电价与煤价高度相关 6

图表 7： 边际定价出清：火电是主要的边际定价者 6

图表 8： 煤价/气价和碳价决定了火电的现金成本 6

图表 9： 中美火电主要燃料价格：美国通常低于中国 7

图表 10： 中美火电燃料成本：2025 年中国低点与美国几乎倒挂 7

图表 11： 中美基荷电源装机增速殊途同归（装机同比增速） 7

图表 12： 风光装机增速 2026 年开始显著下行（装机同比增速） 7

图表 13： 中国顶峰机组保障比例：容量电价中的供需比趋势 7

图表 14： 中国火电利用小时恶化最快的时候已经过去 7

图表 15： 核电 LCOE 相比 2026 长协电价折价比例（参考华龙一号机型与 2025 年各省核电站利用小时均值） 8

图表 16： 光伏 LCOE 相比 2026 长协电价折价比例（考虑储能后大部分省份光伏都无法收回成本） 8

图表 17： 中国和欧洲主要的碳减排和非化石能源消纳机制与约束 9

图表 18： 全国碳市场均价自 2025 年 10 月见底回升 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19： 2025 年 7 月以来绿证价格和碳价呈现明显的正相关性 9
图表 20： 电力市场交易组织形式 10
图表 21： 中国发电企业上网电价结算机制（以火电为例） 10
图表 22： 1/3 省份 2026 年现货实时电价或将超过 2026 年度长协电价 11
图表 23： 多数省份 2026 年实际电价已经击穿我们 2025 年底部电价的预测 11
图表 24： 根据我们 2025 年报告的框架，煤价 850/吨预期下 2027 年度长协与同比涨幅测算 12
图表 25： 各省煤电装机增速（远期代表已核准未明确开工或投产时间的项目） 12
图表 26： 全国平均年度长协电价（按照各省电量比例加权） 13
图表 27： 全国平均年度长协+度电容量电价（按照各省电量比例加权） 13
图表 28： 全国批发侧电价（发电企业上网电价） 13
图表 29： 全国零售侧电价（电力用户终端电价）——以工业用户为例 13
图表 30： 中国工商业项目电价构成 14
图表 31： 2021 年底至今电价趋势（以工业电价为例） 14
图表 32： 典型工业用户侧电价拆分（2026 年 9 月，不包括基础电费） 15
图表 33： 典型工业用户的输配电价和线损 15
图表 34： 上网电价和用户电价同比变化 16
图表 35： 重点公司推荐一览表 17
图表 36： 重点推荐公司最新观点 18

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告的亮点与特色

本报告是全市场唯一量化近年来电价变化的深度报告，并且在对发电侧电价做出深度分析与展望的同时，对终端电价的构成与未来发展趋势做出了量化预测。我们认为，2026 年的现货电价反弹预示着 2027 年长协和整体电价会出现拐点，2026 年是中国发电侧上网电价与用户侧终端电价持续下行的最后一年，2027 年开始两个环节的价格拐点，对于中国能源体系整体都会有深远影响。

我们从 2026 年 1 月 20 日的报告《公用事业：中美电价剪刀差：大国的相同与不同》开始认为 2026 年是中国电价的底部，3 月来煤价持续的上涨也加速确认了电价拐点。我们量化测算 2027 年批发侧和零售侧电价涨幅在 2%和 3%，结构性火电综合电价涨幅或超 5%。推荐全国性龙头和沿海纯火电、无惧高煤价的煤电联营标的，持续看好核电受益于本轮电价上涨周期，重点关注各省 2027 年电力交易方案与 12 月长协电价结果落地。系统运行费的持续提升导致用户侧的下网电价上涨空间高于上网侧，推荐绿电直连和工商业分布式光伏。

下载日志已记录，仅供内部参考

多维度对比：2026 年中国电价底部已现

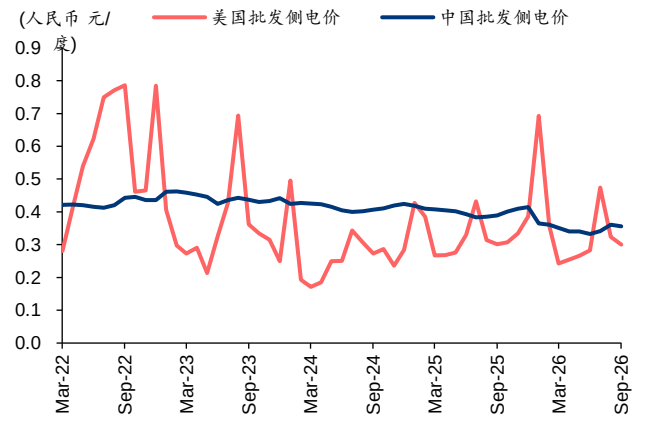
正如我们在 2026 年 5 月 4 日的报告《中国电价迎来周期性拐点》中所分析的，上网电价 2023 年以来“煤价下降，电价下降”的趋势或难以长期持续，原因有四：

- 中外比较：虽然电力作为二次能源不具备全球流通性，但是电力上游（化石能源）与下游的电力产品（包括 token）具备跨地区流动性，所以我们不认为中外电价的剪刀差可以持续扩大；
- 能源转型：2026 年的火电长协电价已经和部分核电、风电、光伏的 LCOE 倒挂，传统能源必须维持在可以让新能源收回成本的价格水平，即便供需失衡也不可能无底线下跌，否则新能源的渗透率很难持续提升；
- 国内供需：2026 年中国发电侧装机增速放缓，供给增速下降带动供需二阶导出现逆转；
- 碳价上涨：迄今为止，中国的电价仍尚未充分定价碳排放成本或绿色属性，“十五五”期间国内外机制都会加速这一趋势。

中外比较：海外能源价格上涨的背景下，中国电价或难以持续下跌

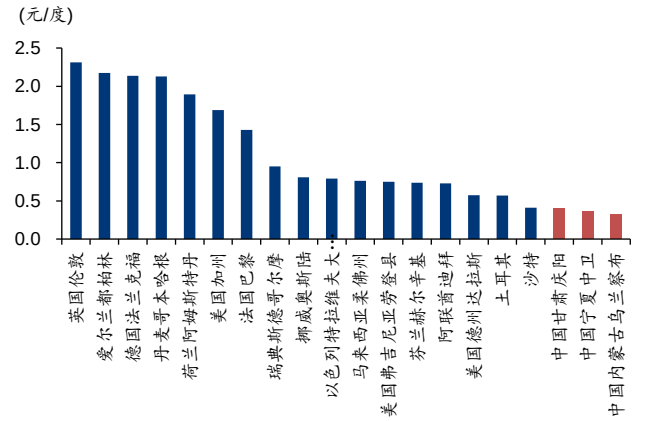
中国批发侧电价从 2023 年开始回落，美国从 2024 年开始回升，当前两国价格水平相似。批发侧上网电价直接影响用户侧终端电价，中国当前的用电成本已经低于光伏资源充足的中东和天然气储量丰富的东南亚，相比美国竞争力凸显，更不用提俄乌冲突后的欧洲。

图表1： 中美批发侧上网电价对比



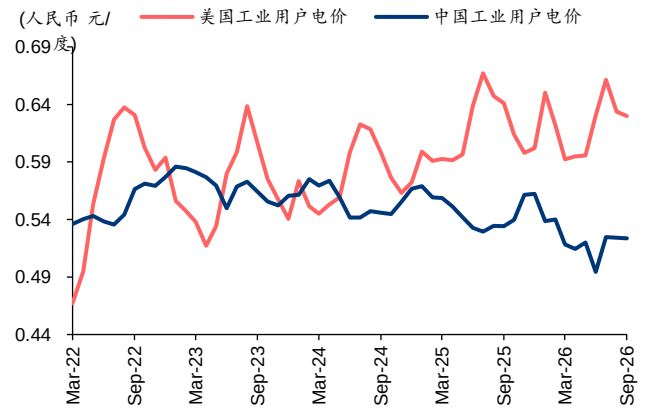
注：汇率参考当月均值，按照工业用电量加权平均
资料来源：EIA，各地电网代理购电官方发布信息，华泰研究

图表2： 全球主要地区用户侧终端电价对比



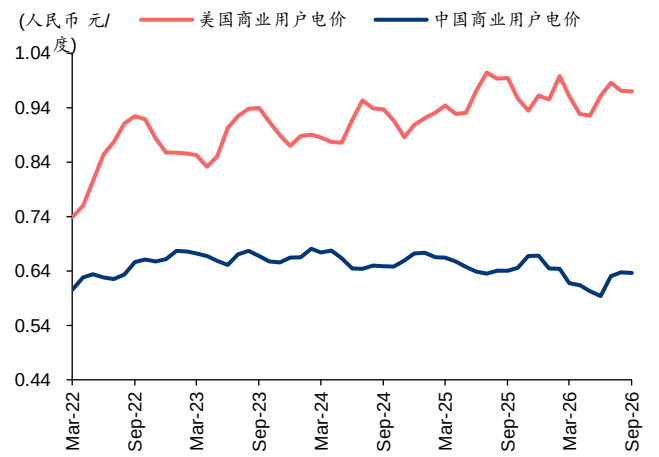
注：选取典型 AIDC 在该地的电量电价
资料来源：IEA，Europa，gov.UK，Power.in-en，Clenergize，华泰研究

图表3： 中美工业用户侧终端电价对比



注：汇率参考当月均值，工业电量参考两部制
资料来源：EIA，各地电网代理购电官方发布信息，华泰研究

图表4： 中美商业用户侧终端电价对比

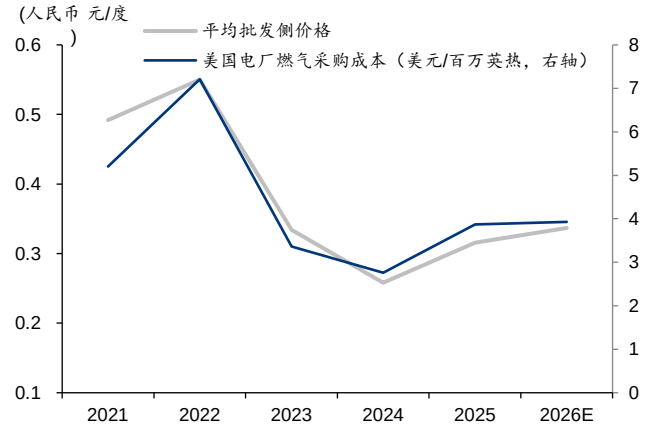


注：汇率参考当月均值，商业电量参考单一制
资料来源：EIA，各地电网代理购电官方发布信息，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

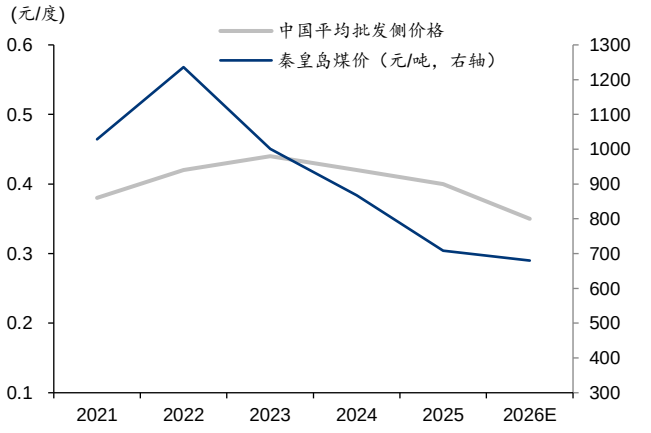
中外终端电价和批发侧电价截然不同的走势，本质源于上游化石能源价格的剪刀差。2023 年来中国煤价下跌带动电价下降，2022 年后全球天然气价格上涨（即便是 LNG 出口大国美国，2024 年开始也难以避免气价上行的趋势）带动电价反弹。化石能源具有全球流动性，我们认为海外能源价格上涨的趋势中，中国电价长期持续下跌或难以为继。

图表5：美国批发侧电价与气价高度相关



资料来源：EIA 预测，华泰研究

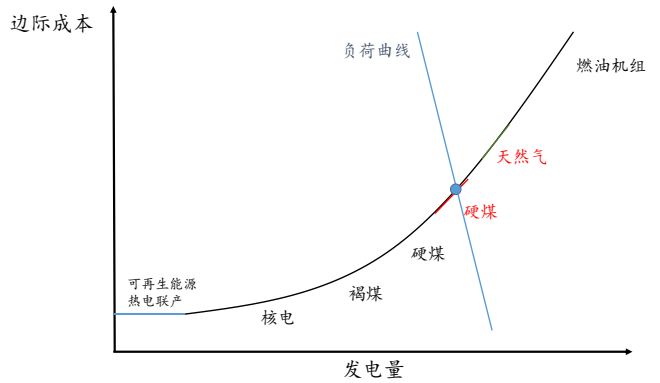
图表6：中国批发侧电价与煤价高度相关



注：2021-23 年电价上涨幅度低于煤价，煤价取前一年年底长协谈判时的价格
资料来源：Wind，华泰研究

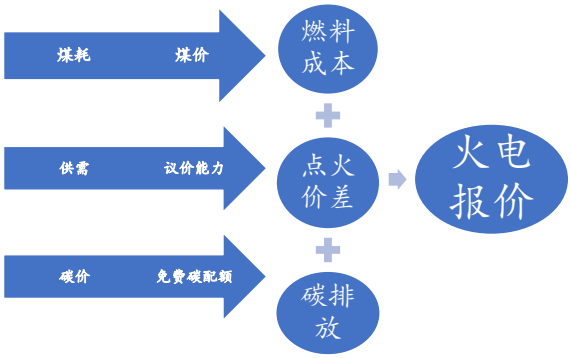
在中美，甚至全球大部分国家，不论新能源渗透率多高，火电（包括煤电和气电）作为边际定价者的情形相似，化石能源价格与电价走势高度一致。当然，需要注意的是，某时某地新能源供给大于用电需求时，火电没有定价权，电价往往很低甚至会出现负电价，此时煤价上涨对电价几乎没有太大影响。所以，实际上因为电价的时间价值突出，火电本质决定了长协电价中部分时间段的定价，换言之在供大于求的电力市场中电价对燃料成本的传导并不能是 100%的。但是，实操层面，火电并不完全只是在所有时间段按照边际成本报价，在晚高峰或凌晨，火电的现货报价可能远超成本，一方面是为了弥补其他时间的亏损，另一方面也是利用供需紧张的时间段提升利润。

图表7：边际定价出清：火电是主要的边际定价者



资料来源：华泰研究

图表8：煤价/气价和碳价决定了火电的现金成本



资料来源：华泰研究

相比二次能源，一次能源具有全球流动性。中国作为化石能源的进口国家，历史上燃煤成本高于美国（化石能源出口大国）并不常见。2024 年来美国天然气价格反弹带动电价上涨，进而带动煤价缓慢上行。虽然中美直接的煤炭进出口有限，但两大经济体的能源价格难以完全割裂——全球流动的一次能源与二次能源（电力）价格会互相影响。2026 年 3 月来，受海外地缘冲突影响，国内煤价出现明显反弹，或为中国电价中枢下移画上阶段性句号。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：中美火电主要燃料价格：美国通常低于中国



资料来源：EIA，Wind，华泰研究

图表10：中美火电燃料成本：2025 年中国低点与美国几乎倒挂

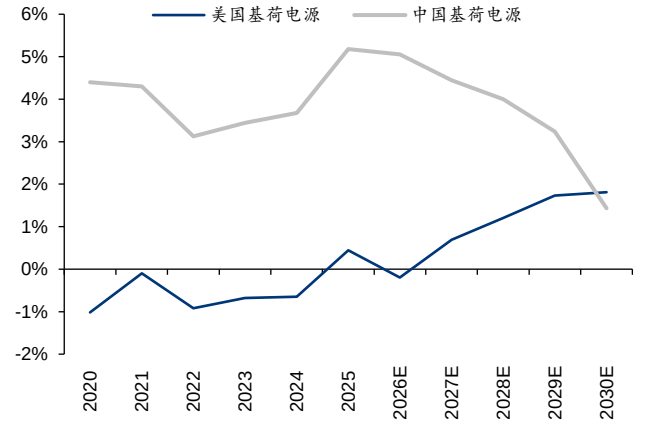


资料来源：中电联，EIA，Wind，华泰研究

国内供需：恶化最快的时候已经过去，2026 年开始供给增速确定性下降

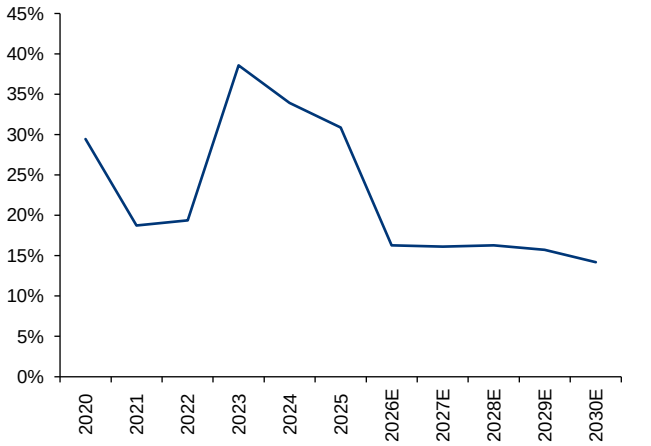
2025 年是火电和基荷电源增速的高点，2026 年开始增速显著下降。新能源在经历 531（发改委 136 号文规定投产时间以 2025/5/31 为新能源机制电价新老划断的分水岭）的抢装后，2026 年开始新增装机的绝对值和增速均有所下滑（1-7 月风电下滑 14%，光伏下滑 62%），尤其是当下的电价已经导致部分光伏电站盈利承压。

图表11：中美基荷电源装机增速殊途同归（装机同比增速）



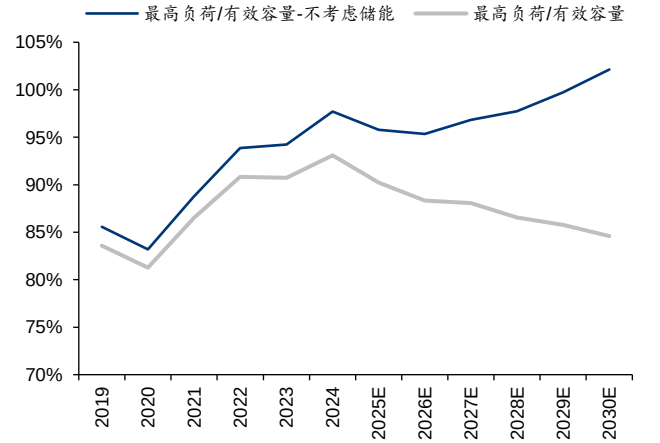
资料来源：中电联，华泰研究预测

图表12：风光装机增速 2026 年开始显著下行（装机同比增速）



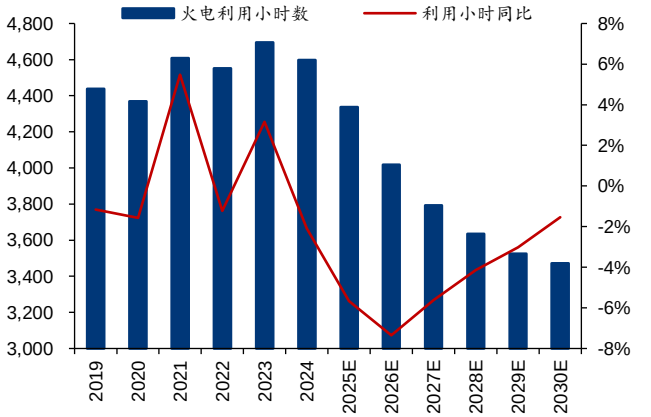
资料来源：中电联，华泰研究预测

图表13：中国顶峰机组保障比例：容量电价中的供需比趋势



注：具体算法见 2025 年 9 月报告《电价：“电量”向左，“容量+调节”向右》
资料来源：中电联，华泰研究预测

图表14：中国火电利用小时恶化最快的时候已经过去



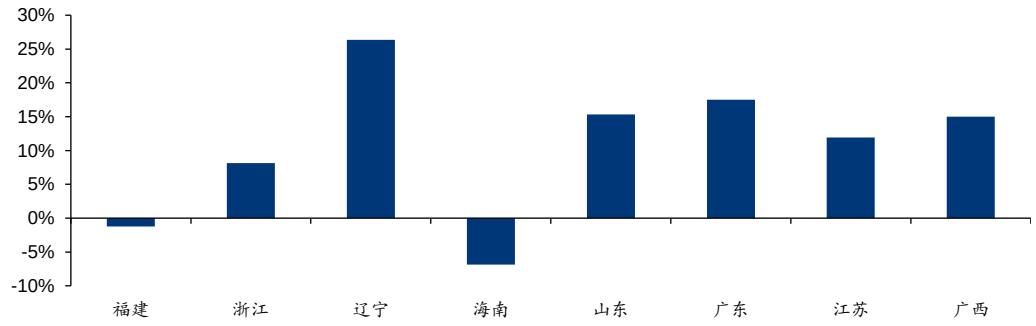
资料来源：中电联，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

能源转型：部分风光核电 LCOE 与 2026 年电价倒挂

三代核电在标准假设下的 LCOE 在 0.3 元/度以上，相比沿海的火电、陆风和光伏，都具备竞争优势。但是，煤价持续下降已经带动沿海省份除海南和福建外，2026 年长协电价全面跌破当地核电的 LCOE，新建三代核电若全面入市难以获得合理回报，甚至会出现辽宁、广西那样的亏损可能性，这也是此次核电机制电价试点出台的背景（详情参考我们 2026 年 3 月 22 日的报告《核电机制托底提前确立中国绿电电价拐点》）。

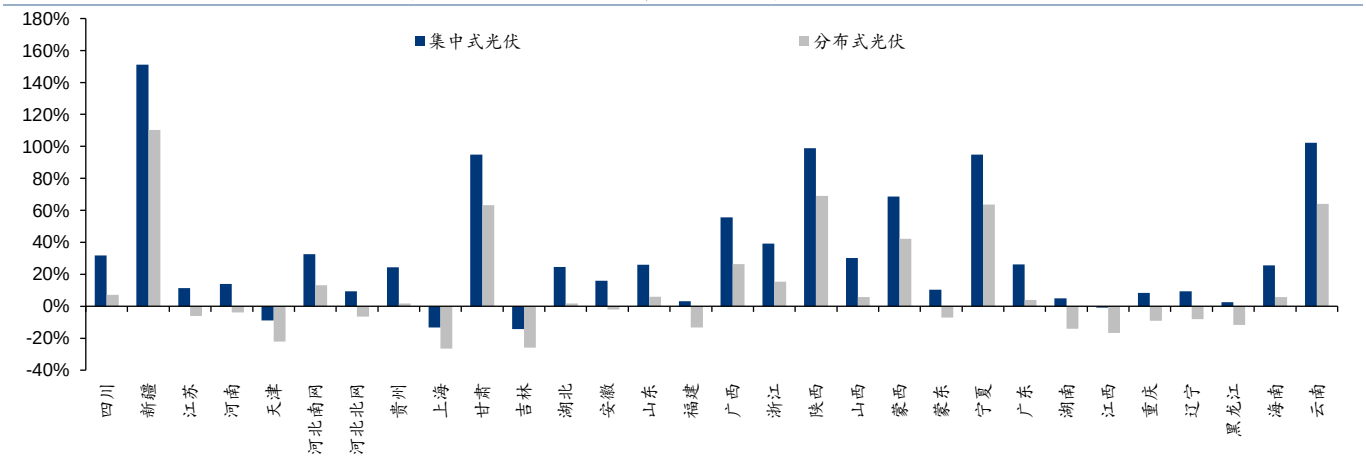
图表15：核电 LCOE 相比 2026 长协电价折价比例（参考华龙一号机型与 2025 年各省核电站利用小时均值）



注：具体 IRR 参数参考我们 2023 年 9 月 4 日报告《核电：从 DCF 视角看估值提升空间》，上图为负代表核电的 LCOE 低于电价
资料来源：公司公告，华泰研究测算

假设光伏配储 4 小时（0.9 元/wh 的储能成本），就几乎没有光伏可以在 2026 年长协电价的水平下收回成本。随着组件和风机价格反弹，我们认为从清洁能源 LCOE 的角度也不支撑煤价和电价进一步下降。

图表16：光伏 LCOE 相比 2026 长协电价折价比例（考虑储能后大部分省份光伏都无法收回成本）



注：上图为负代表光伏的 LCOE 低于低点市场化交易电价
资料来源：Wind，华泰研究预测

绿色溢价：目前中国电价尚未充分定价碳排放成本

迄今为止，中国的电价仍尚未充分定价碳排放成本或绿色属性，“十五五”期间国内外机制都会加速这一趋势。碳价上涨，会直接推动火电在批发侧市场的报价上升，利好碳排放较少的清洁能源发电；绿证价格上涨，会更直接利好绿电企业的度电收入，带来盈利弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

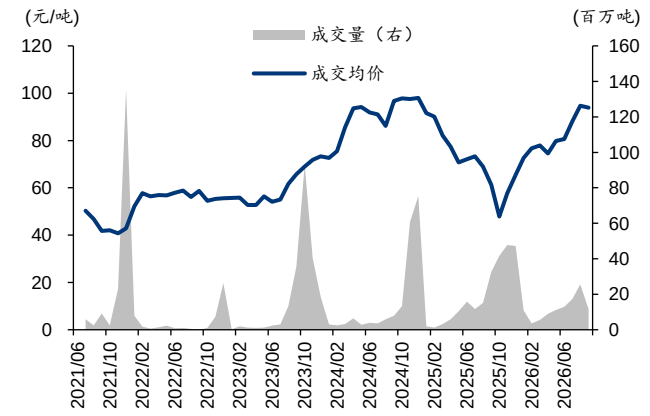
图表17：中国和欧洲主要的碳减排和非化石能源消纳机制与约束

对比维度	CBAM（欧盟碳边境调节机制）	中国全国碳排放权交易市场	中国可再生能源电力消纳机制
官方机制	Regulation (EU) 2023/956 碳边境调节机制条例	全国碳排放权交易市场	可再生能源绿色电力证书与绿色电力交易机制
监管机构	欧盟委员会（税务与海关同盟总司+ 气候行动总司）	中国生态环境部	中国能源局
考核对象	进口欧盟的高耗能产品（钢铁、铝、水泥、化肥、电力、氢六大类）	国内年排放量≥2.6 万吨 CO_2的重点排放单位	省级人民政府和重点用能单位的节能目标责任评价考核
覆盖边界	全生命周期生产过程中的直接+间接碳排放	生产过程直接碳排放	可再生能源电力消纳
交易标的	CBAM 证书（与欧盟 ETS 联动）	碳排放配额（CEA）+国家核证自愿减排量（CCER）	绿色电力证书+绿色电力交易
交易平台	CBAM 证书交易平台	CEA 交易在上海环境能源交易所，CCER 在北京绿色交易所	绿证在中国绿证交易平台，绿电在北京/广州等电力交易中心
认可规则	物理直连与直接 PPA	不认可绿证或绿电的减排	绿证与绿电交易均认可
实施目的	保护欧盟本土产业竞争力、防止碳泄漏	控制全国温室气体排放总量	提高可再生能源消纳比例
时间表	2023.10-2025 年过渡期（仅申报）2026 年正式实施（全面征税）	2021 年启动，逐步扩围至钢铁、水泥、化工等行业（CCER 交易在 2024 年重启）	2017 年绿证试点，2022 年绿电试点，2025 年可再生能源消费责任征求意见

资料来源：Eur-lex、能源局、发改委、环保部、华泰研究

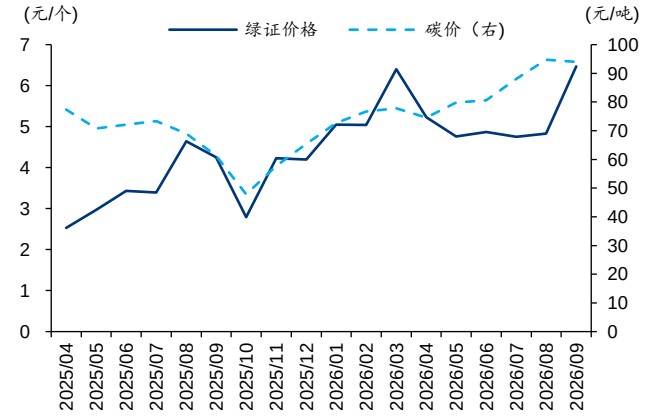
碳价在电价中的传导机制可以概括为：碳价上涨→发电成本增加→电力批发价格上涨。在碳排放权交易体系下，发电企业需要为产生的二氧化碳排放购买配额或支付碳税，这将直接增加火电企业的现金成本，会提高火电的边际报价，从而推高电力价格。参考我国电力行业碳排放因子，中国碳价 100 元/tCO_2 等价于火电度电成本上升 8.3 分，全口径发电成本上涨 6.1 分/度[1]。

图表18：全国碳市场均价自 2025 年 10 月见底回升



资料来源：国家能源局、生态环境部、华泰研究

图表19：2025 年 7 月以来绿证价格和碳价呈现明显的正相关性



资料来源：国家能源局、生态环境部、华泰研究

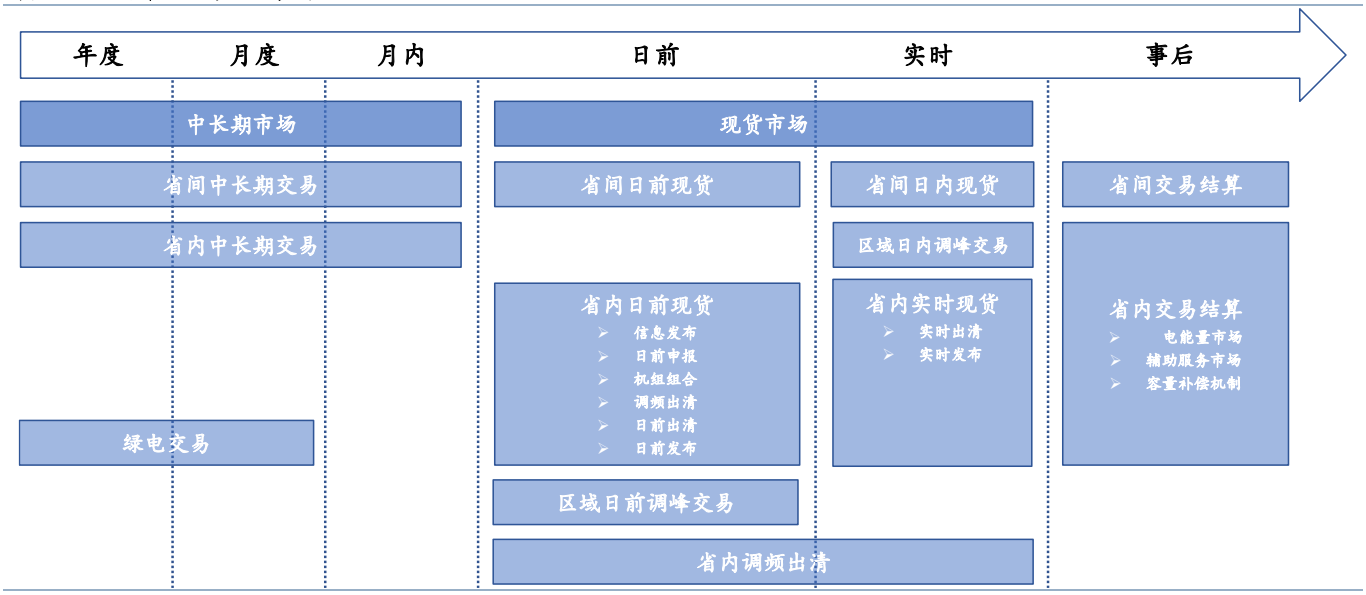
[1] https://www.mee.gov.cn/xxgk2018/xxgk/xxgk01/202512/t20251231_1139517.html

下载日志已记录，仅供内部参考

批发侧电价：量化测算 2027 年上涨强度

准确预判各省 2027 年批发侧电价中的电能量价格，需要综合明年年度、月度长协以及现货电价才能综合判断。2026 年 1 月中央发改委的“114 号文”[2]明确要求放松中长期比例，所以未来各省综合电价中年度长协的权重会下降，现货交易（包括日前和实时）的影响会逐步上升。

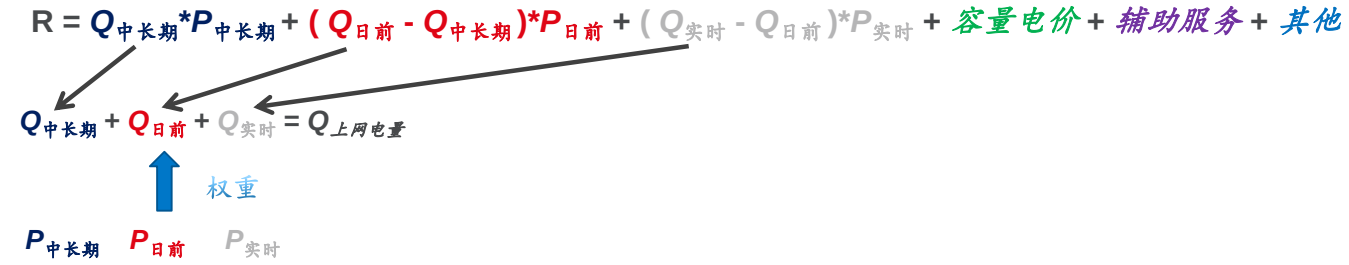
图表20：电力市场交易组织形式



资料来源：中国能源局，华泰研究

站在 2026 年底，大家更多关注 2027 年各省年度长协的情况，毕竟绝大多数省份中长期电价占比过半；所以我们下文的讨论主要聚焦于明年的年度长协展望。需要注意的是，火电综合电价影响因素较多，长协、现货、容量电价、辅助服务几个市场有的时候可能会有互相影响，并一定完全是独立的市场。

图表21：中国发电企业上网电价结算机制（以火电为例）



资料来源：中央发改委，中国能源局，华泰研究

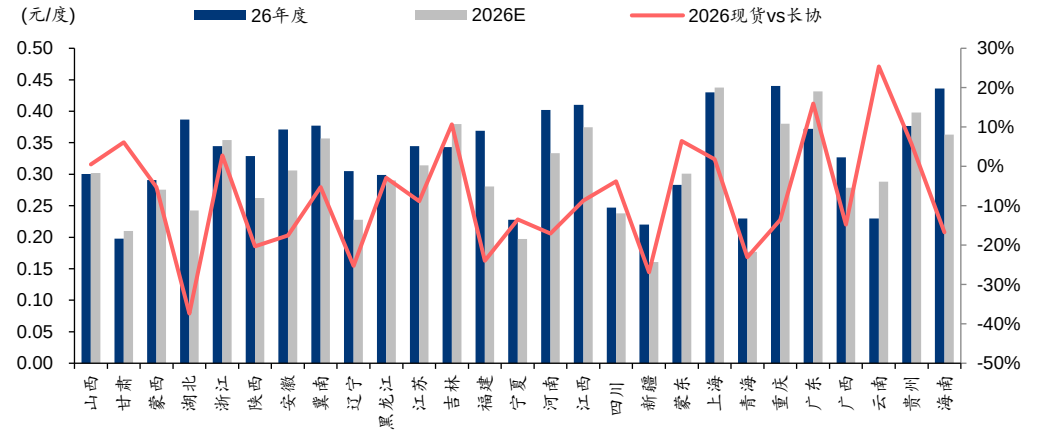
现货电价基础：1/3 省份 2026 年电价高于年度长协

现货日前与实时价格最真实反映了各省批发侧电价的态势，理论上中长期合约只是现货电价的套期保值合同，中长期价格与现货理应无限贴近。例如：2026 年开始山东中长期签约价采用“40%固定价+60%实时价联动”模式，60%电量的结算直接挂钩电力现货市场实时出清价格；河南省正在征求意见，2027 年底前取消强制中长期签约比例，省内煤电若选择中长期交易电量的 70%与现货市场价格联动，可靠容量补偿标准按 330 元/千瓦执行。

[2] https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202601/t20260130_1403524.html

下载日志已记录，仅供内部参考

图表22：1/3 省份 2026 年现货实时电价或将超过 2026 年度长协电价



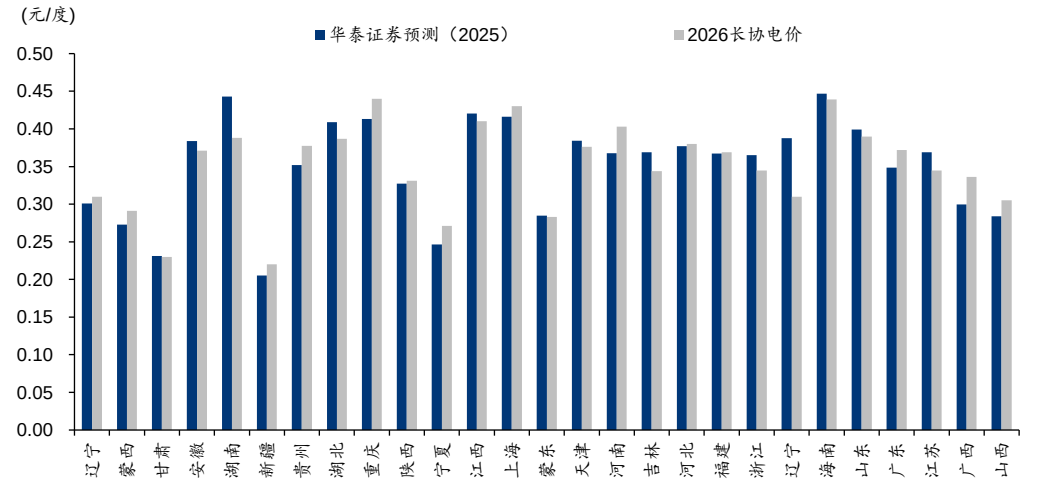
注：暂不考虑无年度长协省份，广东、广西等地年度长协价格参考表观签约价格（不考虑返利）；10-12 月的现货电价参考 9 月电价与去年同期；2026 年预测电价根据每日用电量加权平均得到年度均值
资料来源：各地电力交易中心，华泰研究预测

2026 年来，1/3 省份现货电价加权均值超过年度长协签约价格，电价较低的省份主要集中在三北新能源大省与水电大省，电价上涨较多的省份主要包括南网地区、华东和东北。根据我们的预测，倘若实时电价持续高于 2025 年底签订的 2026 年度长协交易价格，2027 年长协电价上涨具备较强的现实基础。

边际成本支撑：明年 850 元/吨煤价的预期下，2027 长协电价有 5-10%涨幅

我们在 2025 年 3 月 10 日的报告《量化“十五五”电价与盈利弹性：坚守优质资产，穿越价格周期》中就预测过本轮周期底部的电价。我们测算“十五五”利用小时的低点，假设现货煤价 700 元/吨，根据运输价格测算各地区入炉燃料成本，考虑各省供需支撑的点火价差，在不考虑固定成本回收的情况下，我们判断全国电价比 2025 年可能还有 3-4 分/度的降幅。2025 年 12 月谈判 2026 年长协电价时，秦皇岛煤价回落至 700 元/吨的水平，**我们测算 14 个省份今年长协电价已经击穿我们当时电价底部的预测。**

图表23：多数省份 2026 年实际电价已经击穿我们 2025 年底部电价的预测

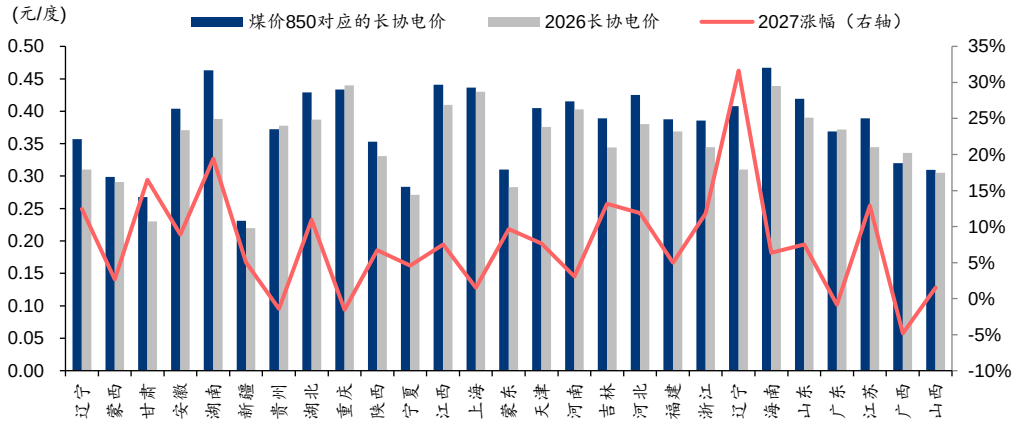


资料来源：Wind，华泰研究测算

2026 年 3 月以来，煤价快速反弹，2026 年 9 月 10 日已经突破 1000 元/吨的关口。假设今年底年度长协电价谈判时，对明年的煤价中枢预测为 850 元/吨，我们测算绝大多数省份 2027 年电价 vs 2026 年会有 5%-10%（算术平均）的涨幅。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：根据我们 2025 年报告的框架，煤价 850/吨预期下 2027 年度长协与同比涨幅测算



资料来源：Wind，华泰研究测算

各省供需差异：2026 年多地装机增速高点，竞争态势逐步缓解

煤电长协竞争激烈程度 V 型反转，2026 年为多数省份底部。根据我们整理的各省煤电项目建设进度，我们认为大部分省份煤电的装机增速从 2026 年开始明显高位回落，包括广东、浙江、安徽、河北、湖北、陕西、新疆、湖南、贵州、江西、广西、天津、青海等。但是不可否认的是，2026 年的装机大年依然有可能对 2027 年电价交易在供给侧产生明显的负面作用。并且，根据我们的历史经验，近两年的火电投产进度延迟的概率较大，原定于 2026 年并网的机组可能会有至少部分延期至 2027 年。

图表25：各省煤电装机增速（远期代表已核准未明确开工或投产时间的项目）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	远期 E
山东省	4%	5%	3%	4%	5%	2%	1%	3%
江苏省	0%	4%	3%	13%	6%	6%	0%	3%
内蒙古自治区	4%	4%	1%	5%	6%	3%	0%	5%
广东省	1%	6%	2%	12%	11%	9%	1%	4%
河南省	0%	1%	0%	1%	1%	9%	0%	6%
浙江省	0%	3%	5%	6%	10%	5%	0%	0%
安徽省	3%	9%	5%	8%	19%	3%	3%	7%
山西省	5%	1%	0%	1%	1%	0%	0%	19%
河北省	0%	4%	0%	2%	15%	5%	0%	0%
湖北省	4%	26%	6%	7%	17%	7%	0%	0%
陕西省	1%	2%	7%	2%	14%	4%	0%	10%
新疆维吾尔自治区	4%	1%	7%	2%	12%	5%	0%	12%
湖南省	5%	23%	0%	11%	30%	7%	0%	0%
贵州省	0%	0%	1%	1%	15%	8%	0%	9%
江西省	16%	0%	8%	19%	29%	10%	0%	0%
福建省	10%	2%	5%	14%	2%	6%	4%	9%
辽宁省	2%	0%	2%	0%	0%	2%	0%	5%
上海市	3%	3%	0%	0%	10%	9%	11%	16%
广西壮族自治区	2%	0%	7%	16%	11%	0%	0%	0%
甘肃省	0%	0%	0%	21%	4%	5%	0%	7%
天津市	0%	26%	0%	0%	34%	0%	0%	0%
黑龙江省	0%	0%	0%	0%	6%	0%	6%	20%
宁夏回族自治区	2%	0%	0%	0%	0%	7%	0%	7%
重庆市	5%	5%	0%	27%	0%	0%	22%	22%
四川省	0%	0%	0%	0%	14%	33%	3%	22%
吉林省	0%	0%	0%	0%	2%	2%	15%	30%
云南省	0%	0%	0%	6%	0%	0%	0%	42%
青海省	0%	0%	19%	0%	29%	0%	0%	68%
海南省	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
北京市	0%	0%	0%	0%	6%	16%	0%	0%
总计	**2%**	**4%**	**3%**	**6%**	**9%**	**5%**	**1%**	**6%**

注：外送机组归属区域参考落地省份，投产进度参考各个项目公开信息可能会有延迟

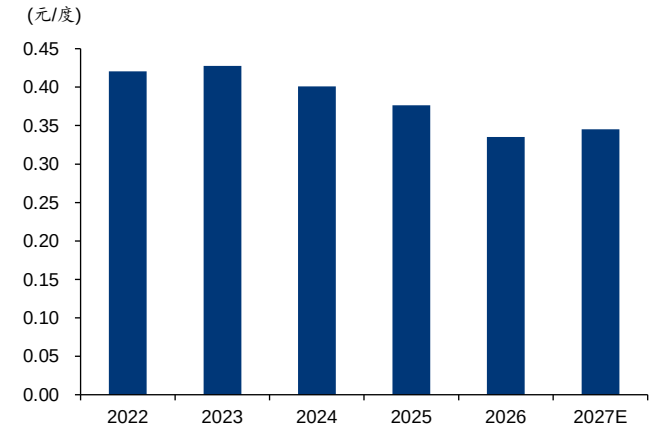
资料来源：电力信息网，epglobe，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

加权平均来看：2027 年火电涨幅或超 5%，整体电价依然低于 2025 年水平

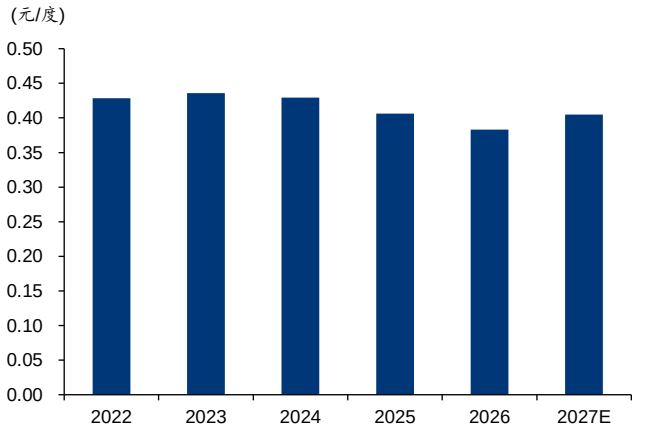
2027 年火电综合电价涨幅或超 5%，长协电价涨幅或略低（容量电价提升）。综合各省供需情况、燃料成本曲线的趋势、2026 年实际现货电价的走势等因素，我们认为 2027 年火电电价涨幅可能会超过 5%。但是，考虑到火电利用小时持续下降，我国能源转型方向明确，我们认为 2027 年至少部分省份火电容量电价可能会在 2026 年基础上增加。事实上，我们已经看到河南、广西、辽宁、陕西等省份已经有征求意见或正式稿发布，在今年下半年或明年进一步提升容量电价（明显超过 165 元/千瓦）。所以，我们判断年度长协的涨幅可能低于综合电价。换言之，容量电价的上涨未必影响火电综合电价，但是有可能拉低电能量电价的涨幅，从而保障与火电共同入市的核电、新能源和部分水电价格相对稳定。

图表26： 全国平均年度长协电价（按照各省电量比例加权）



资料来源：各省交易中心，华泰研究预测

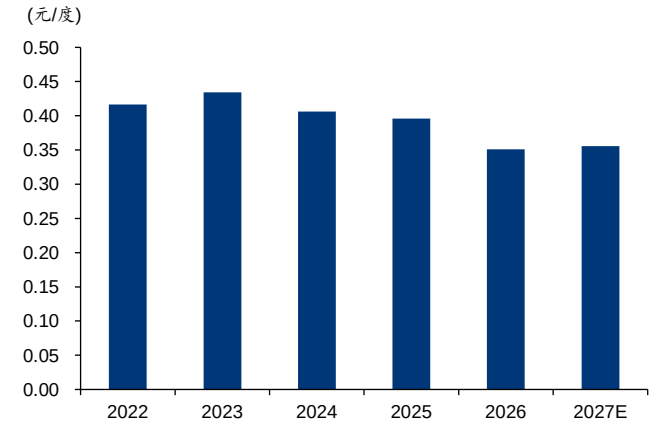
图表27： 全国平均年度长协+度电容量电价（按照各省电量比例加权）



资料来源：各省交易中心，华泰研究预测

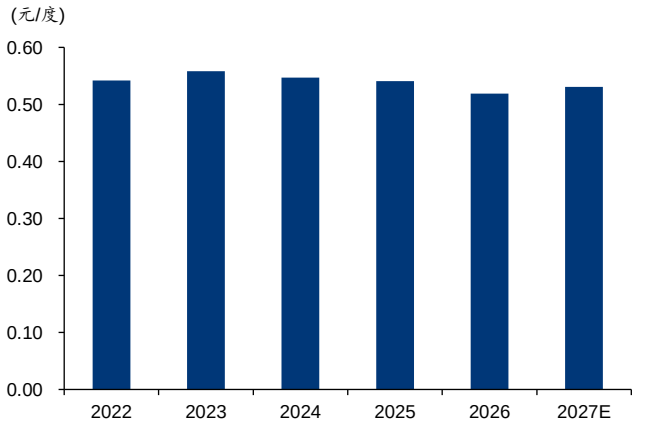
2027 年全口径电源种类批发侧电价涨幅或仅 2%。我们综合测算 2027 年批发侧电价涨幅或低于 2%：1）2025 年中国发电量结构中煤电占比已经下降至 51%，2）气电入市主要在浙江、广东等省份，3）其他电源品种多没有容量电价，2027 年涨幅或明显低于火电。2027 年长协电价虽然较 2026 年有所上涨，但未必会超过 2025 年的水平，中国整体电力系统的上网电价 2027 年虽有所反弹，但幅度有限。传导至零售电价，我们也不认为 2027 年用户侧电力成本会有显著上涨（具体我们下一章节分析），但部分省份诸如两广、江浙可能不可避免会迎来终端电价的 V 型反转。

图表28： 全国批发侧电价（发电企业上网电价）



资料来源：各省电网代理购电，华泰研究预测

图表29： 全国零售侧电价（电力用户终端电价）——以工业用户为例



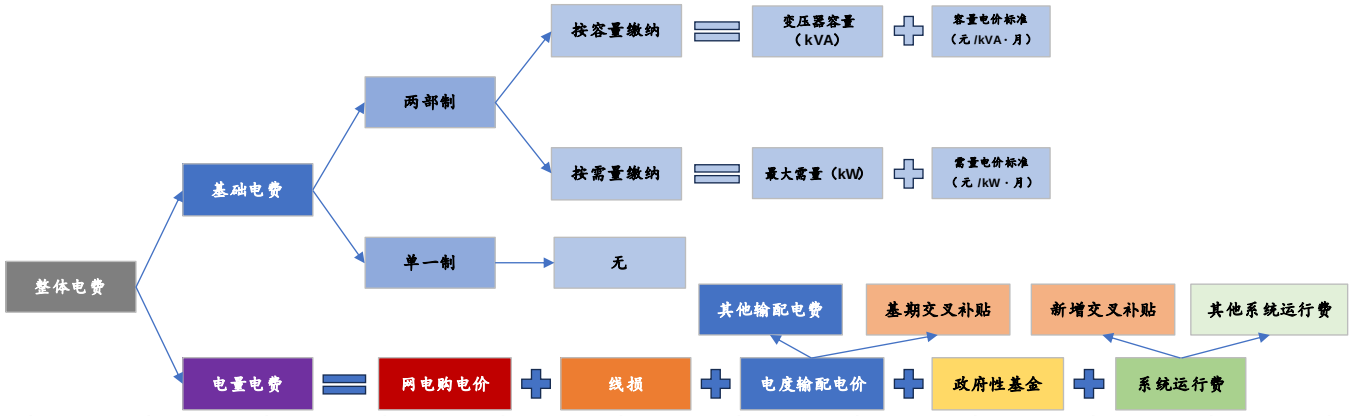
资料来源：各省电网代理购电，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

到户电价：降幅已经收窄，反弹幅度高于上网电价

正如我们在 2026 年 4 月 1 日的报告《算电协同/绿电直连：AI 时代的“绿色石油”》中阐述的，用户侧电量电价=批发侧上网电价+线损+输配电价+系统运行费+政府性基金；而系统运行费这一账户集中反映了煤电容量电价、抽蓄容量电价、气电容量电价、储能容量电价、新能源机制电价差价结算、核电机制电价差价结算、辅助服务等。

图表30：中国工商业项目电价构成

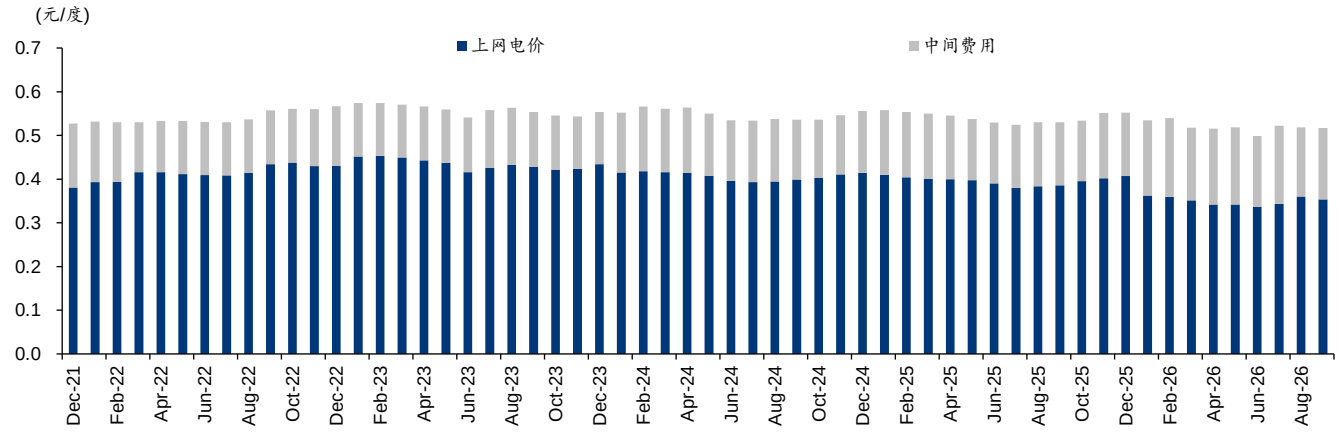


资料来源：发改委，华泰研究

中间环节：系统运行费持续上涨，工业用户的输配电价和线损下调

2021 年底至今，上网电价和终端电价都经历了先涨后跌的过程，高点都在 2023 年。2023 年后，用户电价的下降幅度显著低于发电侧电价，主要原因就在于中间环节的电费持续增加。我国工业电价的中间费用（过网费）从 2023 年的 0.12 元/度上升至 2026 年的 0.18 元/度，涨幅超过 40%。

图表31：2021 年底至今电价趋势（以工业电价为例）

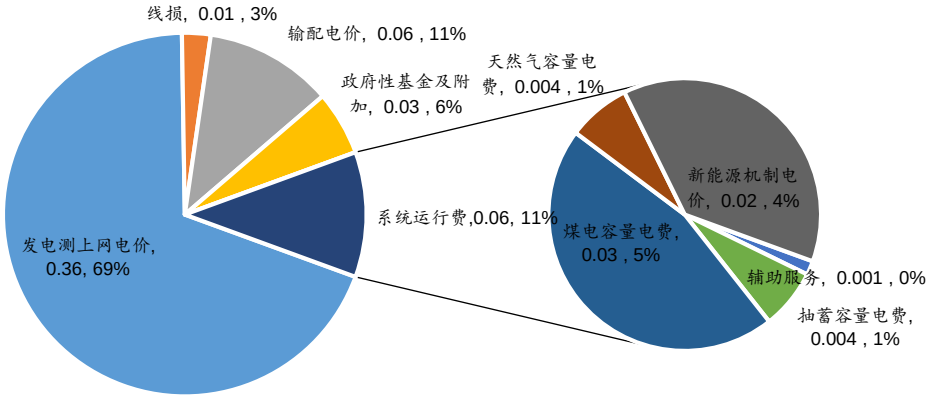


资料来源：各省电网代理购电，华泰研究

进一步拆分，我们发现：截至 2026 年 9 月，终端电价中发电企业上网电价占比约 70%，系统运行费与输配单价占比都在 11%左右。系统运行费中，煤电/气电的容量电价与新能源机制电价是主要的组成部分。系统运行费不是电网的“过路费”，可以理解为新能源高比例接入后，为保障电力系统安全稳定运行而产生的“平衡成本”。该账户的创建，就是为了把传统意义上不能和电能量价格混为一谈的电力服务区分定价。

下载日志已记录，仅供内部参考

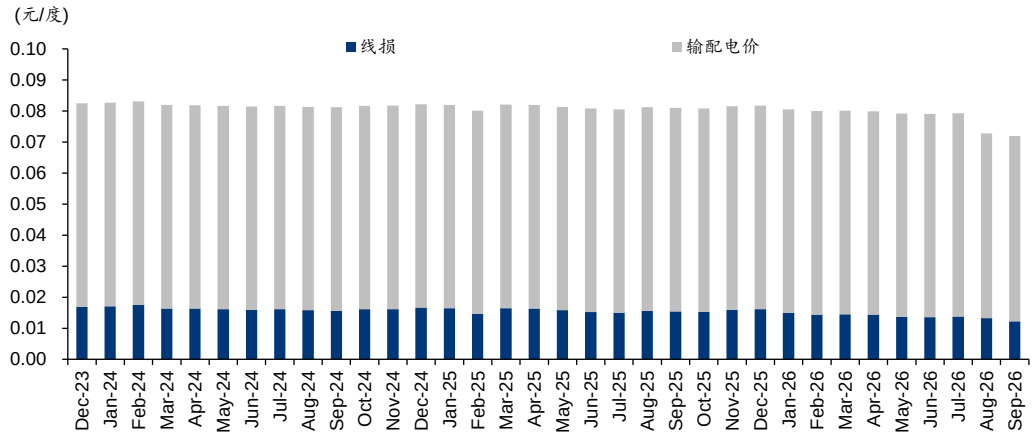
图表32：典型工业用户侧电价拆分（2026 年 9 月，不包括基础电费）



资料来源：各省电网代理购电，华泰研究

截至 2026 年 9 月，全国仅一半省份向用户侧疏导辅助服务费用，仅不足 1/8 的省份将独立储能的容量电价纳入系统运行费中，仅辽宁、广西建立核电机制电价，所以在可预见的时间内，系统运行费不断完善会带动终端电价持续上涨。不过，2026 年系统运行费的涨幅较为明显主要是由于新能源机制电价从 2026 年 1 月开始建立的原因，2027 年来看考虑到新能源新增装机有限，我们不认为系统运行费会有非常明显的涨幅。

图表33：典型工业用户的输配电价和线损



资料来源：各省电网代理购电，华泰研究

根据我们 2026 年 7 月 12 日的报告《输配调价利好绿电外送消纳与大储》，第四监管周期调整中，两部制输配电价全档位下行（降幅 2.6%~7.6%）、线损率全面优化（加权平均下降 0.46pct），为大工业用户打开了“输配电量电价+线损”双重降本窗口。上图可以看出，最新监管周期的电价从 2026 年 8 月 1 日开始施行后，输配电价和线损有明显回落。

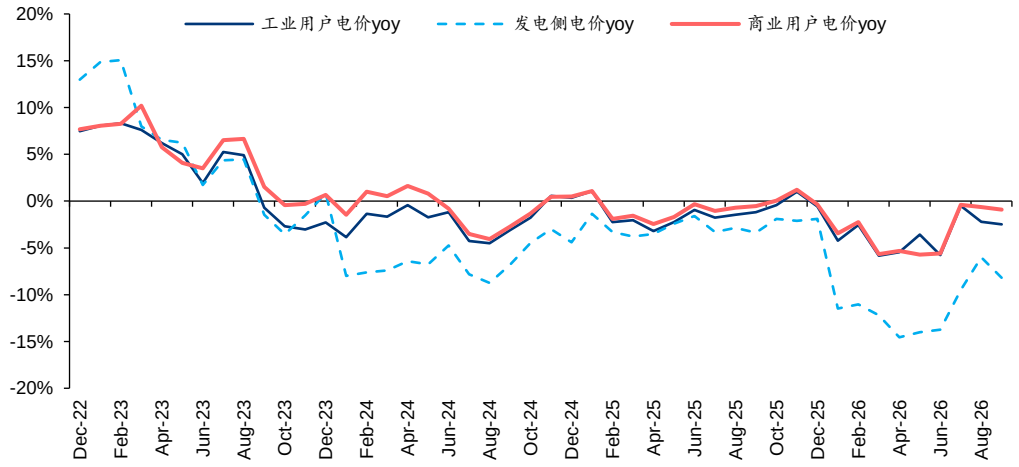
终端电价：2027 年上涨难以避免，商业压力大于工业

根据我们测算，2027 年火电容量电价可能还有两位数的上涨，抽蓄的容量电价因为项目投产涨幅或达 10%，新能源机制电价同比涨幅 10%-15%，系统运行费 2027 年同比涨幅可能接近 20%。得益于第四监管周期调整，工业企业的输配电价和线损 2027 年下降幅度分别为 5%和 9%，我们认为 2027 年整体中间环节电费（过网费）的涨幅在 5%-10%。

对于终端电价来说，我们以占比最高的工业电价为例，我们测算若全口径电源的上网电价涨幅在 2%以内，用户侧电价的涨幅可以控制在 3%以内。2027 年电力企业收入上涨，对全社会用电成本的影响可控。从历史经验可以看出，2022 年至今用户侧电价的波动幅度通常小于发电侧。但是 2027 年开始，上网电价反弹，过网费持续提升，终端电价的上涨几乎是难以避免的；而商业电价因为过网费中的输配电价的不降反升，涨价压力可能更大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表34：上网电价和用户电价同比变化



资料来源：各省电网代理购电，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

推荐逻辑与标的

核电：“十五五”有望迎来量价双击。2022 年我国核电审批进入新常态，预示着 2026 年开始投产步入高速增长期，我们测算中核与广核“十五五”权益装机增速分别为 11%和 13%。2023 年来，煤价下降带动电价下降，导致两家公司利润下滑。我们测算，2026 年若试点全国推广，两家公司盈利有 7%-43%的修复空间；假设煤价中枢上移 150 元/吨，或对应电价 5-6 分/度的上涨，有望带来公司业绩 30%-40%的向上弹性。

煤电联营：煤价上涨，火电公司盈利承压是本轮电价上涨重要的基础。但是，倘若火电公司本身就有较为充分的煤矿资源（自有）或稳定量价的煤炭长协保供（集团煤矿产能丰富且长协履约率高），那么这类煤电联营企业通常被资本市场认为是“煤价涨、电价涨”的受益者。推荐华能蒙电、陕西能源、淮河能源、新集能源与国电电力。

和火电一起交易，受益于煤价反弹的还有**风光运营商**；且光伏低价难以持续，绿色属性逐步体现，无论是碳价推升火电报价，还是可再生能源价值直接通过绿证或绿电直连显现，盈利弹性较大。而用户侧电价上涨的幅度和确定性高于上网侧，收入端直接和下网电价相关联的**绿电直连**与**工商业分布式光伏**有望受益。

图表35： 重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
股票名称	股票代码	投资评级	(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
紫金龙净	600388 CH	买入	17.48	26.53	24,687	0.88	1.19	1.54	2.02	19.96	14.72	11.38	8.67
中广核电力	1816 HK	买入	2.99	4.44	150,739	0.19	0.21	0.24	0.27	13.31	12.21	10.85	9.66
港华智慧能源	1083 HK	买入	2.85	4.16	10,777	0.42	0.40	0.42	0.46	6.80	7.06	6.71	6.16
大唐发电	991 HK	买入	2.62	3.68	48,395	0.40	0.40	0.42	0.45	5.65	5.63	5.38	5.06
淮河能源	600575 CH	买入	3.23	4.29	23,149	0.24	0.19	0.21	0.23	13.64	16.87	15.44	13.75
陕西能源	001286 CH	买入	9.60	12.50	36,000	0.80	0.81	0.84	0.87	11.96	11.90	11.47	10.99
华润电力	836 HK	买入	18.79	24.44	97,277	2.80	2.24	2.28	2.32	6.70	8.38	8.25	8.09
中国广核	003816 CH	买入	4.25	5.48	214,620	0.19	0.21	0.24	0.27	21.98	20.17	17.92	15.96
华能国际电力股份	902 HK	买入	5.64	7.15	88,537	0.92	0.77	0.85	0.90	5.30	6.33	5.70	5.38
中国电力	2380 HK	买入	2.64	3.32	32,657	0.24	0.20	0.21	0.23	9.67	11.42	10.93	10.04
华电国际电力股份	1071 HK	买入	4.06	5.09	47,086	0.40	0.49	0.69	0.49	8.82	7.16	5.08	7.19
宝新能源	000690 CH	买入	5.18	6.43	11,271	0.47	0.51	0.51	0.58	11.00	10.12	10.07	9.01
国电电力	600795 CH	买入	5.26	6.15	93,815	0.40	0.35	0.40	0.43	13.10	15.10	13.10	12.37
华能蒙电	600863 CH	买入	4.68	5.45	36,669	0.32	0.32	0.36	0.38	14.71	14.60	12.93	12.35
浙能电力	600023 CH	买入	5.06	5.82	67,848	0.56	0.38	0.44	0.46	9.01	13.48	11.42	11.02
中国核电	601985 CH	买入	9.01	10.14	185,318	0.45	0.39	0.44	0.54	19.92	23.02	20.29	16.78
新集能源	601918 CH	增持	10.22	11.41	26,475	0.82	0.95	0.99	1.00	12.39	10.74	10.27	10.26

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

图表36：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
紫金龙净 (600388 CH)	龙净环保发布半年报，2026 年 H1 实现营收 53.84 亿元（yoy+14.96%），归母净利 5.57 亿元（yoy+25.02%），扣非净利 5.22 亿元（yoy+25.42%）。其中 Q2 实现营收 30.10 亿元(yoy+10.76%,qoq+26.77%)，归母净利 3.13 亿元(yoy+20.13%,qoq+28.10%)，归母净利符合华泰预测区间(3.06~3.71 亿元）；若剔除汇兑因素影响，归母净利增速约 35%。全球最大工业孤网项目麻米措综合能源站于 6 月 30 日并网投运，绿电利润加速释放。公司同步推进紫金矿业全额认购的 20 亿元定增（已获上交所审核通过）及覆盖 520 人的员工持股计划（考核 2026 年 ROE 不低于 11%），控股股东增持与核心团队绑定并举。公司“环保+新能源”双轮驱动成效显著，环保装备龙头地位稳固，新能源业务贡献核心增量，维持"买入"评级。 我们维持公司 26-28 年归母净利润为 15.09/19.50/25.59 亿元（三年复合增速为 32.02%），对应 EPS 1.19/1.54/2.02 元。预计 2026 年环保、新能源 EPS 为 0.654、0.532 元，可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 19.1、26.4 倍，给予公司 2026 年环保、新能源 19.1、26.4 倍 PE（前值 2026 年 19.0、32.0 倍），目标价 26.53 元（前值 29.45 元），维持“买入”评级。 风险提示：新增环保订单不及预期，绿电运营产能建设不及预期，储能电芯行业竞争加剧；汇率波动风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 15 日 **点击下载全文：龙净环保(600388 CH,买入)：新能源放量驱动业绩增长**
中广核电力 (1816 HK) 中国广核 (003816 CH)	中国广核发布半年报，1H26 实现营收 314.83 亿元（yoy-2.76%），归母净利 61.05 亿元（yoy+2.66%），对应 2Q26 营收 151.64 亿元（yoy+11.79%），归母净利 33.64 亿元（yoy+15.06%），高于我们 2Q26 业绩前瞻报告预期区间上限的 30.60 亿元，主要是公司公告收购苍南核电的时间晚于我们前瞻报告发布时间，我们的预期中未包含 2026 年 4 月 29 日投产的苍南 1 号机组盈利（1H26 净利润 4.19 亿元，归母贡献 1.93 亿元）。看好核电机制电价政策下公司稳健成长，维持“买入”评级。 考虑苍南机组注入已完成，我们上调公司 2026-2028 年归母净利润 0.25%/2.79%/3.83%至 106/120/134 亿元，其中 2026 年上调幅度显著更低主要是考虑台山核电上半年盈利负面影响。基于对公司 2026 年 EPS/BPS 0.21/2.56 元的预期，考虑公司在建核电机组规模可观，产能陆续释放有望增厚公司价值，参考 A 股可比公司 Wind 一致预期 2026E PE 均值 22.2x，H 股历史 5 年 PB 均值 0.95x，给予公司 A/H 股 26E PE/PB 26.0/1.5x，目标价 5.48 元/4.44 港币（前值：5.25 元/4.37 港币基于 A/H 股 26E PE/PB 25.0/1.5x），维持“买入”评级。 风险提示：电力需求不及预期，机组核准不及预期，公司机组投产不及预期，上网电价不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 26 日 **点击下载全文：中国广核(003816 CH,买入;1816 HK,买入): 1H26 业绩拐点已确立**
港华智慧能源 (1083 HK)	公司公布 2026 年中期业绩：营业收入 113.28 亿港币（yoy+9%），核心利润 6.90 亿港币（yoy-4%），核心利润低于华泰预测区间下限（6.95 亿港币），主要是可再生能源电价下行幅度超预期。公司宣派中期股息 5 港仙/股、同比持平，当前股价对应过往 12 个月股息率约 5.8%。我们看好公司城燃价差持续改善与“燃气+”综合能源放量；我们认为 2H26 电价下行压力或将显著缓解，可再生能源 AuM 模式与市场化售电打开远期增长空间。维持“买入”评级。 考虑到 1H26 再生能源经营数据变化，下调再生能源电价和并表比例；我们将公司 26-28 年归母（核心）净利润预测下调 5.1%/8.9%/10.6%至 15.25/16.05/17.49 亿港币，对应 EPS 为 0.40/0.42/0.46 港币。根据分部估值法，我们给予港华城市燃气业务 8x 26E PE（等于公司 5 年历史 PE 均值）及可再生能源业务 21x 26E PE（低于可比公司均值 25x），给予目标市值 157 亿港币，目标价 4.16 港币（前值 5.12 港币），对应当前股价约 32%上行空间，我们看好再生能源电价见底后的盈利弹性和估值修复空间，维持“买入”评级。 风险提示：燃气需求增速放缓；天然气成本大幅上涨；工商业电价及市场化电价回落超预期；接驳下滑幅度超预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 18 日 **点击下载全文：港华智慧能源(1083 HK,买入)：再生能源电价压力测试有望收尾**
大唐发电 (991 HK)	大唐发电发布一季报，2026 年 Q1 实现营收 302.71 亿元（yoy+0.22%、qoq-5.14%），归母净利 28.93 亿元（yoy+29.26%、qoq+329.22%），符合我们此前预期（24.66~30.14 亿元），扣非净利 28.68 亿元（yoy+29.94%）。大唐发电是大唐集团火电业务整合平台，火电机组主要布局于北方地区，电 我们基本维持公司 2026-2027 年归母净利润预测值 74/78 亿元（前值 73/77 亿元），预计 2028 年归母净利润为 83 亿元，对应 EPS 为 0.40/0.42/0.45 元。因公司 1）火电机组主要布局于北方地区，电价具备韧性，2）水核风光多元发展，未来在建项目投产稳定贡献业绩增量的同时将有效提升公司盈利稳定性，A 股参考可比公司 Wind 一致预期 2026E PE 均值 10.7x（前值 9.6x），我们给予公司 2026E 14.4x PE，对应目标价 5.76 元（前值 5.06 元，基于 13.0x 2026E PE）；参考近 3 个月 A/H 溢价率（79%）给予 H 股目标价 3.68 港元（前值 3.25 港元，基于 A/H 股溢价率 76%），A/H 股均维持 “买入”评级。 风险提示：煤价波动超预期，项目建设进度不及预期，政策调整风险。 报告发布日期：2026 年 05 月 02 日 **点击下载全文：大唐发电(601991 CH,买入;991 HK,买入): 1Q26 归母净利同比+29%**
淮河能源 (600575 CH)	2025 年公司完成了对电力集团的收购，实现了资产规模的大幅提升，控股在运电力装机自 324 万千瓦提升至 859.42 万千瓦，控股煤矿产能自 600 万吨提升至 1000 万吨。虽然 2025 年和 1Q26 在电价下行的影响下公司盈利暂承压，但随着公司截至 2025 年底在建 410.32 万千瓦电力装机陆续投产，我们认为公司未来盈利有望增长。且公司承诺 2025-27 年 DPS 不低于 0.19 元，2025 年公司已按照 0.19 元/股 DPS 分红，对应股息率 5.3%（分母为 4/30 收盘价），我们认为 5.3%股息率在 A 股吸引力高，保底 DPS 承诺有望减轻市场基于盈利波动对股息率造成负面影响的担忧，维持“买入”评级。 由于公司 2025 年将收购资产并表，资产和盈利规模大幅提升，我们按照公司截至 2025 年底的资产情况，调整 2026-27 年归母净利润至 13.72/15 亿元，预计 2028 年公司归母净利润为 16.83 亿元；2026-28 年 BPS 为 3.07/3.09/3.13 元。可比煤电一体化公司 2026E PB Wind 一致预期均值 1.60x，考虑公司预测期 ROE 暂低于可比公司均值，给予公司 2026 年目标 PB1.40x，目标价 4.29 元（前值：5.28 元基于 1.55x 2026E PE），维持“买入”评级。 风险提示：上网电价低于预期，利用小时数低于预期，煤价高于预期。 报告发布日期：2026 年 05 月 02 日 **点击下载全文：淮河能源(600575 CH,买入)：最低 DPS 承诺促使股息率高达 5.3%**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
陕西能源 (001286 CH)	陕西能源发布半年报，1H26 公司实现营收 107.09 亿元（yoy+8.58%），归母净利 13.48 亿元（yoy+1.07%），扣非净利 13.36 亿元（yoy+0.54%）。其中 2Q26 实现营收 49.30 亿元（yoy+5.78%，qoq-14.70%），归母净利 4.60 亿元（yoy-27.06%，qoq-48.21%），归母净利润低于我们 2Q26 业绩前瞻报告预期下限的 6.30 亿元，主要是公司上网电价低于预期。公司权益煤炭产量和电煤需求匹配度高，盈利抗煤价波动风险能力较强，我们预计公司 2026 年股息率为 4.33%，维持“买入”评级。 考虑 1H26 公司上网电价低于预期，出于谨慎性原则我们下调对公司 2026-2028 年上网电价 4.96%/4.10%/3.75%，从而下调公司 2026-2028 年归母净利润 9.22%/10.28%/6.85%至 30.25/31.38/32.74 亿元，对应 EPS 为 0.81/0.84/0.87 元。Wind 一致预期下，可比公司 2026 年 PE 均值为 14.3x（前值 12.6x），考虑陕西能源煤电一体化匹配能力高，且当前煤电利润占比超过可比公司中煤电一体化公司，给予公司 26E PE15.5x，目标价 12.50 元（前值：13.77 元基于 26E PE15.5x），下调估值溢价考虑公司当前陕西省内消纳煤电装机占比较高，电价不确定性有所增强，维持“买入”评级。 风险提示：陕西和华东/华中电力需求不及预期，煤价波动，电量电价低于预期风险，容量电价提升进度慢于预期风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 23 日 **点击下载全文：陕西能源(001286 CH,买入)：煤电一体化主体 1H26 盈利同比稳增**
华润电力 (836 HK)	公司公布 2026 年上半年业绩：营收同比+9.4%至 549.8 亿港币；股东应占利润同比-15.5%至 66.5 亿港币，位于我们业绩前瞻报告预期 60.73-70.73 亿港币的中上区间。公司中期股息为 0.321 港币/股，派息比例 25.0%，同比+1.6pp。公司 1H26 新增并网新能源装机 158.3 万千瓦，完成 2026 年规划新增风光并网装机 545 万千瓦的 29.0%。公司新能源板块已于 2026 年 7 月 2 日在深交所上市，优质新能源装机规模增长有望推动公司长期价值提升，维持“买入”评级。 考虑：1）市场煤价同比上涨，上调公司 2026-28 年入炉标煤单价各 4.9%；2）新能源板块上市对公司持股比例稀释，上调公司 2026-28 年少数股东损益比例 2.2/2.2/2.5pp；从而下调 2026-28 年归母净利预测 9.6%/9.8%/10.0%至 116/118/120 亿港币。参考火电/可再生能源可比公司 2026E PB/PE Wind 一致预期 0.83/23.7x，给予公司火电/可再生能源 0.50/18.0x 2026E PB/PE（归母权益/核心利润：279/62.53 亿港币），折价均考虑火电/新能源港股估值较 A 股存在折价，目标市值 1265 亿港币，目标价 24.44 港币（前值：26.74 港币，基于 0.76/20.5x 2026E 火电/新能源 PB/PE，同时考虑分部估值后总价值折价 25%反映新能源分拆上市潜在影响）。 风险提示：煤价高于预期，电价低于预期，利用小时数低于预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 28 日 **点击下载全文：华润电力(836 HK,买入)：1H26 火电利用小时数已同比反弹**
华能国际电力股份 (902 HK)	华能国际发布半年报，中国会计准则下，1H26 实现营收 1069.09 亿元（yoy-4.57%），归母净利 65.86 亿元（yoy-28.89%），扣非净利 60.38 亿元（yoy-31.43%）。2Q26 实现营收 501.26 亿元（yoy-3.04%，qoq-11.72%），归母净利 21.02 亿元（yoy-51.00%，qoq-53.13%），归母净利润低于我们 2Q26 业绩前瞻报告预期区间 25.20-30.20 亿元的下限，主要是：1）境内火电净利润因市场煤价上涨等因素低于预期；2）新加坡大士能源利润因电价下降和碳税提升低于预期。2Q26，公司风光利润总额同比-19.57%至 23.46 亿元，同比降幅已较 1Q26 的 27.52%显著收窄。我们预期 2026 年公司 A/H 股息率 4.77%/6.68%，持续看好公司高股息价值，维持“买入”评级。 A 股：预计公司 26 年新能源权益利润 52.58 亿元（前值：57.95 亿元）和火电权益净资产 612 亿元，分别给予 26E PE27.0x 和 PB1.05x（可比公司 Wind 一致预期 26E PE/PB 23.6x/0.86x（前值：21.2x/0.91x）），公司溢价考虑新能源盈利能力更强及火电盈利能力更突出，扣除永续债后目标市值 1328 亿元，对应股价 8.46 元（前值：9.02 元基于新能源/火电 26E PE26.0x/PB1.10x，下调新能源估值溢价率主要考虑可比公司估值先于基本面修复），维持“买入”评级。H 股：预计公司 2026 年扣除永续债后 BPS 为 4.76 元，看好公司新能源业务长期发展和火电业绩持续修复，给予公司 1.3x 2026E PB，较其历史 5 年均值（0.93x）约高 1.2 个标准差，目标价 7.15 港币（前值：7.41 港币基于 1.4x 2026E PB），维持“买入”。 风险提示：煤价降幅/电价/利用小时数/风光新项目投产节奏不及预期；减值金额高于预期风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 19 日 **点击下载全文：华能国际(600011 CH,买入;902 HK,买入)：2Q26 风光利润同比降幅已环比收窄**
中国电力 (2380 HK)	中国电力公布 1H26 业绩：营收同比-5.87%至 224.57 亿元；归属于权益持有人利润 15.08 亿元，同比-46.81%；归属于普通股股东利润 12.73 亿元，同比-50.80%，低于我们业绩前瞻报告预期区间下限的 14.92 亿元，主要是新能源板块利润低于预期。公司 2H26 将推进启源芯动力股权出售的交割，预计完成后的一次性收益 13.76 亿元，我们认为若交割于 2H26 落地，有望弥补部分公司 2026 年经营上的利润下滑对公司整体利润的负面影响。看好公司红筹控 A 股（电投水电）对公司水电板块长期价值提升，维持“买入”。 结合 1H26 公司风电/光伏利用小时数同比降幅较大，我们下调公司 2026-2028 年风电利用小时数各 11.11%，光伏利用小时数 6.19%/5.71%/5.23%，但考虑 2H26 启源芯动力股权出售的一次性收益 13.76 亿元，我们下调对公司 2026-2028 年归属于普通股股东利润 12.70%/18.21%/16.61%至 24.66/25.76/28.04 亿元。Wind 一致预期下，可比公司 2026 年 PB 均值为 0.79x，考虑港股电力公司估值较 A 股存在折价，给予公司 26E PB 0.6x，基于我们预计的公司 2026 年 BPS 4.78 元，目标价 3.32 港币（前值：3.86 港币，对应 26E PB 约 0.7x），维持“买入”。 风险提示：上网电价/新能源发展/利用小时数/煤价下降/控股水电平台后续资产重组不及预期/启源芯动力股权出售的交割进展不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 24 日 **点击下载全文：中国电力(2380 HK,买入)：2H26 一次性收益或平滑全年利润**
华电国际电力股份 (1071 HK)	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。 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。 报告发布日期：2026 年 08 月 25 日 **点击下载全文：华电国际(600027 CH,买入;1071 HK,买入)：有望从容量电价弹性中获益的火电**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
宝新能源 (000690 CH)	宝新能源发布半年报，1H26 实现营收 41.73 亿元（yoy-4.23%），归母净利 6.33 亿元（yoy+13.28%），扣非净利 5.93 亿元（yoy+8.79%）。其中 2Q26 实现营收 20.75 亿元（yoy-12.72%，qoq-1.12%），归母净利 3.23 亿元（yoy+24.67%，qoq+4.29%），归母净利润超出我们 2Q26 业绩前瞻报告预期上限的 2.59 亿元，主要是：1）公司 2Q26 实现公允价值变动净收益 4937 万元，同比增长 5435 万元；2）公司入炉标煤单价或低于我们预期。我们测算公司 2026E 股息率为 5.70%，看好公司较强的经营能力和高股息特性，维持“买入”评级。 虽然公司 2Q26 归母净利润超出我们预期，但主要是公司 2Q26 公允价值变动净收益大幅高于预期，我们认为公允价值变动净收益主要与二级市场波动有关，具有较强不可预测性，我们暂维持对公司 2026-2028 年归母净利润预期 11.14/11.20/12.51 亿元，对应 EPS 为 0.51/0.51/0.58 元。我们预计公司 2026 年 BPS 为 6.13 元，参考可比公司 2026E PB 的 Wind 一致预期为 0.97x（前值 1.05x），考虑公司更为灵活的电力市场交易能力赋予其更强的盈利能力，给予公司 1.05x 目标 PB，维持目标价 6.43 元，维持“买入”评级。 风险提示：煤价高于预期，电价政策变化风险，测算与实际偏差风险，其他潜在风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 22 日 **点击下载全文：宝新能源(000690 CH,买入)：利润逆势同比增长的广东民营火电**
国电电力 (600795 CH)	国电电力发布半年报，1H26 实现营收 790.29 亿元（yoy+1.77%），归母净利 30.14 亿元（yoy-18.25%），扣非净利 28.85 亿元（yoy-15.41%）。其中 2Q26 实现营收 398.60 亿元（yoy+5.33%，qoq+1.77%），归母净利 16.16 亿元（yoy-13.86%，qoq+15.59%），归母净利润高于我们业绩前瞻报告预测区间上限的 14.58 亿元，主要是火电上网电价高于预期。考虑公司承诺 2025-27 年每年 DPS 不低于 0.22 元，我们测算公司 2026E 股息率 4.40%，公司兼具高股息价值和大渡河水电成长，维持“买入”评级。 由于公司 2Q26 火电上网电价超预期，我们上调公司 2026-2028 年火电上网电价 1.47%/2.23%/3.02%，从而上调公司 2026-2028 年归母净利润 3.06%/3.14%/2.82%至 62.15/71.61/75.84 亿元，对应 EPS 为 0.35/0.40/0.43 元。根据我们预期公司 2026 年新能源归母净利 14.08 亿元（前值 18.12 亿元），水电/火电归母净资产 360/342 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期 26E PE/PB/PB 23.8/2.15/0.76x（前值 20.5/2.10/0.79x），考虑火电可比公司估值含新能源，新能源/水电的装机规模/盈利能力较可比公司有一定差距，给予公司 26E PE/PB/PB 20.0/1.65/0.65x，目标价 6.15 元（前值：6.19 元基于新能源/水电/火电 26E PE/PB/PB 17.0/1.60/0.65x，上调盈利预测但略下降目标价主要是新能源归母净利润因信用减值损失下调较多）。 风险提示：煤价高于预期、上网电价低于预期、利用小时低于预期、新能源发展不及预期、水电增发测算和实际偏差风险、资产减值额度高于预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 18 日 **点击下载全文：国电电力(600795 CH,买入)：火电电价显著回升使 Q2 盈利超预期**
华能蒙电 (600863 CH)	华能蒙电发布半年报，2026 年 H1 实现营收 90.30 亿元（yoy-15.04%），归母净利 14.90 亿元（yoy-22.34%），扣非净利 14.92 亿元（yoy-4.08%）。其中 Q2 实现营收 43.23 亿元（yoy-16.57%，qoq-8.17%），归母净利 7.96 亿元（yoy-20.22%，qoq+14.61%），归母净利润位于我们 2Q26 业绩前瞻报告预期区间 7-8 亿元的上区间。即便煤炭热值受到影响，魏家峁公司 1H26 净利润仍同比+5.35%，体现出煤电一体化主体盈利的稳健性。我们看好公司煤电机组未来“等容替代”带来盈利能力进一步提升潜力和高股息特性，维持“买入”评级。 考虑公司魏家峁煤矿热值修复时间晚于我们预期（此前预期为 6 月末），我们下调公司 2026-2028 年外销煤价预期各 8.16%，从而调整公司 2026-2028 年归母净利润-6.67%/-4.23%/-2.70%至 25.12/28.36/29.69 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.36/0.38 元，参考可比公司 26E Wind 一致预期 PE 均值 14.1x（前值 14.4x），给予公司 17.0x 2026E PE，较可比公司均值溢价主要考虑公司分红能力高于可比公司，目标价 5.45 元（前值 5.50 元基于 16.0x 2026E PE），维持“买入”评级，上调估值溢价考虑公司盈利能力显著高于可比公司均值。 风险提示：电价/利用小时/煤炭产量低于预期，煤价/资产/信用减值数额高于预期风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 30 日 **点击下载全文：华能蒙电(600863 CH,买入)：1H26 魏家峁公司净利润已同比转增**
浙能电力 (600023 CH)	浙能电力发布半年报，1H26 实现营收 325.79 亿元（yoy-8.16%），归母净利 15.03 亿元（yoy-57.21%），扣非净利 14.54 亿元（yoy-56.77%）。其中 2Q26 实现营收 169.17 亿元（yoy-5.33%，qoq+8.01%），归母净利 5.56 亿元（yoy-77.21%，qoq-41.34%），归母净利润低于我们 2Q26 业绩前瞻报告预期的下限 8.49 亿元，主要是公司控股煤电入炉标煤单价受市场煤价上涨影响超出预期。公司派发中期股息 0.02 元/股，中期分红比例为 17.85%。1H26，公司长期股权投资收益超过公司归母净利润水平，参股核电、煤电一体化公司盈利稳健性相对较强，对公司盈利起到托底作用。看好公司参股苍南核电新机组陆续投产为公司带来新的盈利增长点，维持“买入”评级。 考虑煤价上涨影响，我们上调公司 2026-2028 年入炉标煤单价预期各 5.90%，从而调整公司 2026-2028 年归母净利润-15.60%/-7.08%/-7.33%至 50.34/59.42/61.56 亿元，对应 EPS 为 0.38/0.44/0.46 元。参考可比公司 Wind 一致预期 2026E PE 均值 10.0x（前值：9.6x），考虑公司参股核电起到业绩稳定器作用，2025 年分红比例显著提升且高于可比公司，给予公司 15.5x 2026E PE，目标价 5.82 元（前值：6.67 元基于 15.0x 2026E PE），维持“买入”评级。 风险提示：煤价高于预期，上网电价低于预期，华东地区电力需求不及预期。 报告发布日期：2026 年 08 月 30 日 **点击下载全文：浙能电力(600023 CH,买入)：长期股权投资收益重要性显著提升**
中国核电 (601985 CH)	中国核电发布半年报，2026 年 H1 实现营收 383.98 亿元（yoy-6.3%），归母净利 36.41 亿元（yoy-35.7%），扣非净利 35.94 亿元（yoy-36.2%）。其中 Q2 实现营收 194.73 亿元（yoy-5.9%，qoq+2.9%），归母净利 15.77 亿元（yoy-37.7%，qoq-23.6%），归母净利低于华泰预测下限（20.65 亿元），因新能源利润下滑超预期。尽管短期盈利承压，但下半年核电大修仅 5 次、电量有望环比修复；辽宁、广西已落地省级核电机制电价安排，全国层面政策尚待出台；叠加 7 月末庄河、金七门 4 台机组核准，中报分红+回购组合拳，公司中长期盈利中枢稳定性将显著增强，维持“买入”评级。 我们维持公司 26-28 年归母净利预测为 80.52/91.34/110.42 亿元（三年复合增速为 5.9%），对应 EPS 为 0.39/0.44/0.54 元。Wind 一致预期下可比公司 26 年 PE 均值约 22x，考虑到核电机制电价政策有望全面落地、新机组投产逐步提速，公司中长期盈利稳定性将迎来重估，给予公司 2026 年 26xPE，维持目标价 10.14 元。 风险提示：核电审批数量不及预期；项目投产不及预期；电价下行风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 29 日 **点击下载全文：中国核电(601985 CH,买入)：核准提速与机制电价驱动价值修复**

下载日志已记录，仅供内部参考

股票名称	最新观点
新集能源 (601918 CH)	新集能源发布半年报，2026 年 H1 实现营收 78.92 亿元（yoy+35.82%），归母净利 12.17 亿元（yoy+32.27%），扣非净利 12.22 亿元（yoy+30.75%）。其中 Q2 实现营收 42.86 亿元（yoy+47.71%，qoq+18.82%），归母净利 6.69 亿元（yoy+72.22%，qoq+22.08%），高于我们 2Q26 业绩前瞻报告预期区间上限的 5.25 亿元，主要是公司外销煤价同比涨幅超预期。看好公司新煤电产能投产推进公司“煤电联营”效应进一步深入，维持“增持”评级。 考虑 1H26 公司外销煤价超预期上涨，我们上调公司 2026-2028 年外销煤价预期各 9.96%，从而上调公司 2026-2028 年归母净利润 26.58%/26.17%/26.26%至 24.64/25.77/25.81 亿元（三年复合增速为 6.56%），对应 EPS 为 0.95/0.99/1.00 元。可比公司 2026 年 PE Wind 一致预期均值为 14.3x（前值 15.6x），考虑公司目前大部分利润仍由煤炭贡献，给予 12.0x 2026E 目标 PE，目标价 11.41 元（前值：9.02 元基于 12.0x 2026E PE），下调估值折价水平主要考虑公司煤电新产能已于 1H26 集中投产，公司“煤电联营”效应有望进一步深入。维持“增持”评级。 风险提示：安徽和华东电力需求不及预期，煤价波动，综合电价下行风险。 报告发布日期：2026 年 08 月 24 日 **点击下载全文：新集能源(601918 CH,增持)：外销煤价上涨促使盈利同比高增**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

各地实际电价交易情况变化：电价交易和股价交易一样，虽然基本面的供需和成本曲线是决定性因素，但是也受到很多“行为金融学”的交易因素影响，包括发电企业的报价策略、用电用户的心态、售电公司的市占率、供需双方的集中度与团结程度，都会集中影响实际的交易结果。

各地电力交易规则：决定电价的很重要的因素就是各省市和省间交易规则。各地中长期交易的品种、开展的方式、组织的时间与频率，都会很大程度上影响最终交易结果，例如峰平谷时段的限制、不同电源是否同台交易、对中长期交易的参照曲线与偏差考核、月内交易是否可以卖出等等都会直接造成电价波动。当然，当地现货的开展程度与具体规则，例如限价范围、是否超额回收等，也会对中长期产生很大影响，同时会对最终结算电价造成重大影响。

煤价超预期回调：本文对于明年电价上涨的最重要理由来自煤价上涨，若山西复产、印尼放开出口等供给侧变化叠加暖冬或其他原因导致的电力需求疲软，煤价在未来 3 个月出现重大回调，我们对电价的判断同样会面临挑战。

电力供需超预期恶化：我们对电力的判断是基于现行的电力需求预期与装机预期，倘若传统制造业用电超预期下跌、火电与风光新增装机超预期增长，都会对我们的分析带来下行风险。

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

一般声明及披露

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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

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

中国香港

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

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 陕西能源（001286 CH）、浙能电力（600023 CH）、华能蒙电（600863 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 华润电力（836 HK）、中国电力（2380 HK）、中广核电力（1816 HK）、大唐发电（991 HK）、华能国际电力股份（902 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

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

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、康琪本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 国电电力（600795 CH）、中国核电（601985 CH）、中国电力（2380 HK）、华电国际电力股份（1071 HK）、大唐发电（991 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。
- 国电电力（600795 CH）、中国电力（2380 HK）、华电国际电力股份（1071 HK）、大唐发电（991 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。
- 国电电力（600795 CH）、中国核电（601985 CH）、中国电力（2380 HK）、华电国际电力股份（1071 HK）、大唐发电（991 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。
- 陕西能源（001286 CH）、浙能电力（600023 CH）、华能蒙电（600863 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华润电力（836 HK）、中国电力（2380 HK）、中广核电力（1816 HK）、大唐发电（991 HK）、华能国际电力股份（902 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担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

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

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

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

行业评级

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

公司评级

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

法律实体披露

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

华泰证券股份有限公司

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

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

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

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

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

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

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

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

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司