长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 专题报告 | 公用事业

电力行业三季度前瞻：业绩底部明晰，预期反转先行

报告要点

火电、水电、绿电分别受限于成本压力、来水转弱、电价下滑，预计电力行业三季度业绩存在较大的同比下滑压力，但一次能源价格上涨以及供需趋紧推升电价重回通胀预期，当前能源价格高企叠加部分地区的强势月度交易表现也强化电价底部共识，同时“十五五”低碳转型考核下政策有望加码，消纳压力的缓和与改善将会主导清洁能源系统性机会。

分析师及联系人


张韦华
SAC：S0490517080003
SFC：BQT627


司旗
SAC：S0490520120001


宋尚骞
SAC：S0490520110001


刘亚辉
SAC：S0490523080003


张子淳

| 证券研究报告 |

2026-10-07

行业研究 | 专题报告

投资评级 看好 | 维持

公用事业

电力行业三季度前瞻：业绩底部明晰，预期反转先行

成本压制火电业绩探底，电价预期驱动估值先行

三季度整体而言，火电三要素中煤价同环比提升、电量表现弱化，虽然多地尤其是沿海电价提升，但**成本的恶化大概率将会主导火电三季度的业绩表现，在不考虑其他因素和长协煤的情况下，三季度煤价的环比提升对应煤电度电成本恶化约 2 分。**虽然火电业绩展望偏弱，但得益于年中以来现货和月度电价的强势，**产业和市场对 2027 年度交易电价提升的预期较强，估值先行拉动火电行情表现，当前建议关注火电基本面底部反转的布局机会。**

水情弱化制约水电表现，流域分化差异突出

三季度全国降雨量虽然好于常年同期水平，但相较二季度有所弱化，部分地区来水弱于去年同期，使得 7-8 月份全国水电发电量同比增速明显低于二季度水平。湖北、广西、重庆、贵州三季度明显转弱，其中**广西和贵州从二季度的同比大幅增长切换到三季度的同比明显下滑；四川、云南 7-8 月份有明显修复。**横向对比角度而言，四川境内的水电站表现有望好于同业水平，对应国投电力和川投能源的雅砻江水电，以及国电电力下属的国能大渡河。

核电电量回归正轨，电价决定个体分化

今年年初受到核电机组检修影响，核电发电量呈现与装机变化不相匹配的表现，直到 5 月份才恢复同比增长，但仅有 5.0%。三季度核电电量的当月同比增速进一步恢复，7 月和 8 月分别同比增长 6.6%和 9.4%。但核电公司的业绩表现还要取决于各区域电价的变化，**中国广核得益于广西和辽宁核电机制电价政策的推广，以及所在地区市场化电价的提升，2026 年上半年电价同比表现优于中国核电，预计三季度两家核电公司的业绩依然会保持上半年的分化表现。**

电量修复杯水车薪，绿电盈利难有改观

年初以来，受到新能源消纳问题严峻、弃风弃光恶化影响，风电光伏发电量增速远低于装机规模的增幅，其中风电受到风况偏弱的影响多个月份发电量出现了同比下滑。三季度以来得益于风况的改善，风电发电量 7 月和 8 月回到同比增长，但当前绿电的核心问题依然在于消纳和市场交易一起导致的电价下滑，远非电量的修复能够挽回，预计大型绿电公司三季度业绩依然存在较大的同比下滑风险。

投资建议

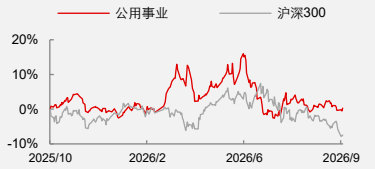
整体而言电力行业三季度业绩存在较大的同比下滑压力，但一次能源价格上涨以及供需趋紧推升电价重回通胀预期，当前能源价格高企叠加部分地区的强势月度交易表现也强化电价底部共识；同时“十五五”低碳转型考核下政策有望加码，**消纳压力的缓和与改善将会主导清洁能源系统性机会。**火电板块推荐关注**国电电力、陕西能源、华能蒙电等煤电一体化标的**以及优质转型火电运营商**华能国际 H、华润电力 H、建投能源、福能股份等；**水电板块推荐**优质大水电长江电力、国投电力、川投能源和华能水电；**政策周期β拐点临近的低估值绿电配置机会，推荐**龙源电力 H、新天绿色能源 H、中国电力 H 和中闽能源；**核电推荐**中国核电和中广核电力 H。**

风险提示

1、电力供需恶化风险；

2、煤炭价格出现非季节性波动风险。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《再生小金属：铟、锗——稀散金属的战略价值重估》2026-09-29
- 《电价预期分歧之下，粤苏电价释放了哪些积极信号？》2026-09-28
- 《算力需求持续释放，租赁价格回升与订单落地验证行业景气依旧》2026-09-24

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

成本压制火电业绩探底，电价预期驱动估值先行 4
水情弱化制约水电表现，流域分化差异突出 6
核电电量回归正轨，电价决定个体分化 7
电量修复杯水车薪，绿电盈利难有改观 7
投资建议 8
风险提示 10

图表目录

图 1：秦皇岛港动力末煤 Q5500 平仓价（单位：元/吨） 4
图 2：全国火电发电量当月同比增速 5
图 3：全国水电发电量当月同比增速 6
图 4：全国核电发电量当月同比增速 7
图 5：全国风电发电量当月同比增速 8
图 6：全国太阳能发电量当月同比增速 8

表 1：各地区代理购电价格表现（单位：元/千瓦时） 5
表 2：主要水电省份当月水电发电量同比（单位：%） 7
表 3：重点公司三季度业绩前瞻 8

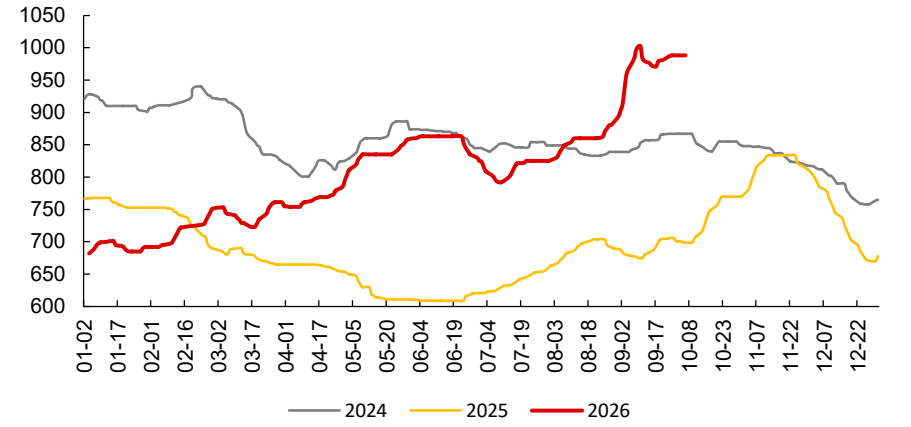
成本压制火电业绩探底，电价预期驱动估值先行

三季度整体而言，火电三要素中煤价同环比提升、电量表现弱化，虽然多地尤其是沿海电价提升，但成本的恶化大概率将会主导火电三季度的业绩表现。具体而言：

1）煤价：三季度港口煤价同比环比均提升。

受到二季度以来的海内外能源供给约束影响，叠加三季度非电等因素拉动，港口煤价在6月下旬-7月初的回调之后涨至近3年来的新高值，从均值表现来看**2026年三季度秦皇岛港动力末煤Q5500均价881.94元/吨，同比提升209.48元/吨，环比提升61.28元/吨**，且2026年三季度煤价的同比提升幅度也比上一季度增加了20.43元/吨。**在不考虑其他因素和长协煤的情况下，三季度煤价的环比提升对应煤电度电成本恶化约2分。**如果考虑20-25天不等的电煤库存，结合港口煤价趋势，实际市场煤入炉价格的恶化程度或将更高，反映出火电成本压力的进一步增大。

图 1：秦皇岛港动力末煤Q5500平仓价（单位：元/吨）



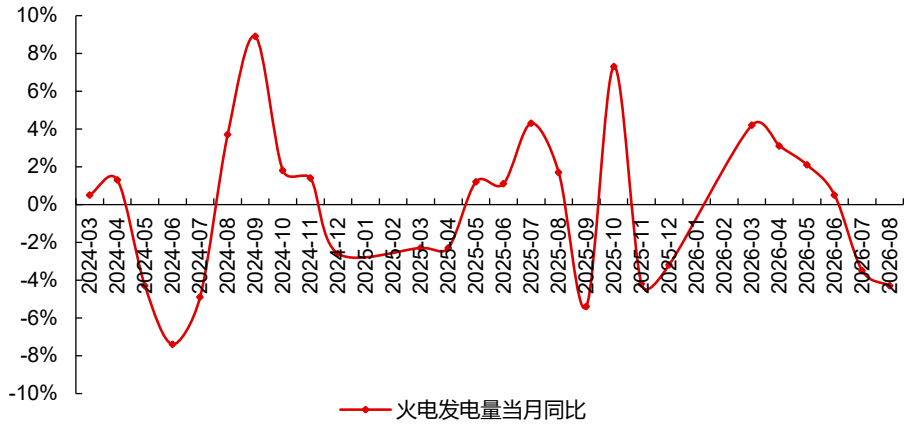
资料来源：Wind，长江证券研究所

2）电量：需求偏弱及清洁能源修复，火电电量同比转负。

三季度以来，虽然水电同比增速有所回落利好火电出力，但全社会用电需求增速回落，核电、风电发电情况有所修复，直接导致了火电7月、8月当月发电量同比增速转负，分别为-3.5%和-4.3%。此外从中电联周度统计数据来看，9月份火电当月发电量大概率也还是维持同比负增长。

如果按照火电0.08-0.10元/千瓦时左右的度电非燃料成本以及4%的火电电量同比下滑假设计算，由于电量少发、摊薄作用减弱带来的度电成本恶化约为0.3-0.4分。

图 2：全国火电发电量当月同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

3）电价：市场交易传导成本压力，多地月度电价改善或同比提升

虽然用电需求弱化、火电电量转负，但高峰供电压力依然存在，且成本恶化主导市场交易价格的变化，三季度多地电价均值高于二季度，甚至实现同比提升，有利于部分对冲煤价恶化的成本压力。

表 1：各地区代理购电价格表现（单位：元/千瓦时）

地区	2025Q2	2025Q3	2026Q2	2026Q3	2026Q2 同比	2026Q3 同比
北京	0.3995	0.4053	0.3874	0.3884	-0.0122	-0.0169
天津	0.4152	0.4140	0.3838	0.3833	-0.0314	-0.0307
冀南电网	0.4095	0.4093	0.3868	0.4038	-0.0227	-0.0055
冀北电网	0.4185	0.4186	0.3966	0.3969	-0.0219	-0.0217
山西	0.3364	0.3347	0.2823	0.2964	-0.0541	-0.0383
蒙西	0.2945	0.2878	0.2760	0.2760	-0.0185	-0.0118
蒙东	0.2771	0.2849	0.2506	0.3149	-0.0265	0.0300
辽宁	0.4183	0.4165	0.2946	0.3118	-0.1237	-0.1047
吉林	0.3909	0.4040	0.3401	0.3457	-0.0507	-0.0583
黑龙江	0.3884	0.3891	0.2992	0.2992	-0.0892	-0.0899
上海	0.4625	0.4604	0.4533	0.4789	-0.0092	0.0186
江苏	0.4369	0.4328	0.3772	0.3971	-0.0597	-0.0357
浙江	0.3992	0.3979	0.3664	0.3994	-0.0328	0.0015
安徽	0.4129	0.4128	0.3468	0.3216	-0.0661	-0.0912
福建	0.4194	0.4071	0.3708	0.3746	-0.0486	-0.0325
江西	0.4464	0.4478	0.4057	0.4154	-0.0407	-0.0324
山东	0.3889	0.3375	0.2860	0.3156	-0.1029	-0.0219
河南	0.4052	0.4052	0.3454	0.3725	-0.0598	-0.0328
湖北	0.4274	0.4031	0.4015	0.4058	-0.0259	0.0027
湖南	0.4655	0.4578	0.3053	0.2873	-0.1602	-0.1705
重庆	0.4523	0.4876	0.4383	0.4567	-0.0140	-0.0310

四川	0.3334	0.2221	0.3254	0.2387	-0.0080	0.0165
广东	0.4703	0.4709	0.4155	0.4655	-0.0548	-0.0053
广西	0.3629	0.3735	0.3463	0.3583	-0.0166	-0.0152
海南	0.4880	0.4880	0.3949	0.3969	-0.0930	-0.0910
贵州	0.3950	0.3979	0.3784	0.3826	-0.0166	-0.0152
云南	0.2748	0.2103	0.2435	0.1589	-0.0313	-0.0514
陕西	0.3328	0.3505	0.2786	0.2956	-0.0542	-0.0549
甘肃	0.2455	0.2443	0.1539	0.1693	-0.0916	-0.0750
青海	0.2527	0.2626	0.2332	0.2463	-0.0195	-0.0162
宁夏	0.2857	0.2910	0.2381	0.2422	-0.0477	-0.0488
新疆	0.2318	0.2362	0.1503	0.1381	-0.0814	-0.0982

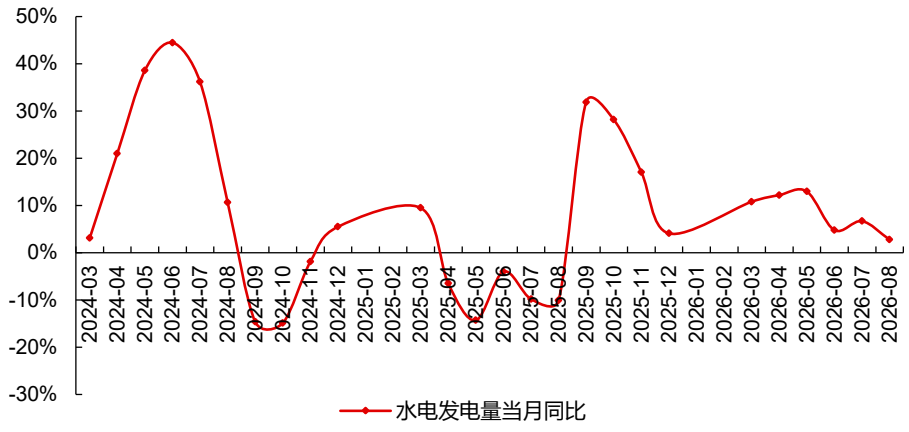
资料来源：国家电网，南方电网，长江证券研究所

虽然火电业绩展望偏弱，但得益于年中以来现货和月度电价的强势，产业和市场对 2027 年度交易电价提升的预期较强，估值先行拉动火电行情表现，当前建议关注火电基本面底部反转的布局机会。

水情弱化制约水电表现，流域分化差异突出

三季度全国降雨量虽然好于常年同期水平，但相较二季度有所弱化，部分地区来水弱于去年同期，使得 7-8 月份全国水电发电量同比增速明显低于二季度水平。其中不同地区水电表现的差异十分突出。湖北、广西、重庆、贵州今年二季度水电表现强势，但三季度明显转弱，其中广西和贵州从二季度的同比大幅增长切换到三季度的同比明显下滑；四川、云南二季度水电表现不佳，但 7-8 月份有明显修复。**因此横向对比角度而言，四川境内的水电站表现有望好于同业水平，对应国投电力和川投能源的雅砻江水电，以及国电电力下属的国能大渡河。**

图 3：全国水电发电量当月同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所



表 2：主要水电省份当月水电发电量同比（单位：%）

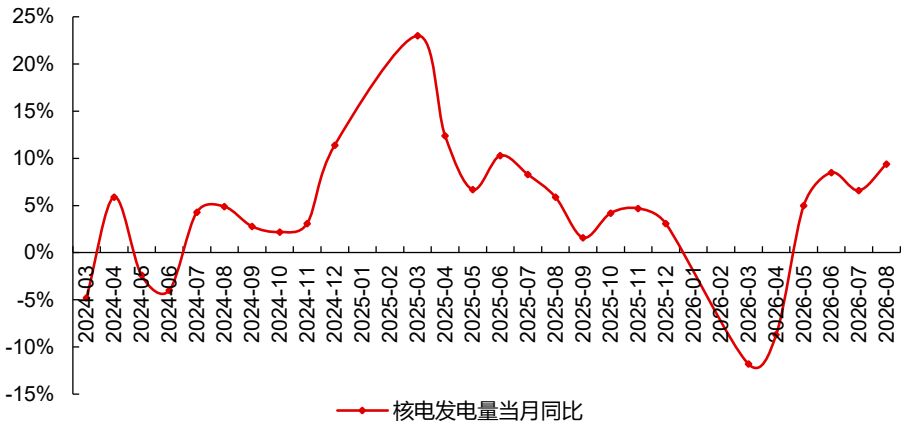
时间	湖北	广西	重庆	四川	贵州	云南
2026-08	0.20	-11.40	8.70	8.10	-17.70	-2.30
2026-07	-14.90	-1.80	-1.40	11.90	-11.60	8.30
2026-06	25.10	17.40	38.90	-1.00	29.80	-9.20
2026-05	88.30	51.50	102.10	-5.80	73.30	-11.70
2026-04	52.10	81.00	136.50	-14.60	107.50	-12.00

资料来源：Wind，长江证券研究所

核电电量回归正轨，电价决定个体分化

今年年初受到核电机组检修影响，核电发电量呈现与装机变化不相匹配的表现，直到 5 月份才恢复同比增长，但仅有 5.0%。三季度核电电量的当月同比增速进一步恢复，7 月和 8 月分别同比增长 6.6%和 9.4%。

图 4：全国核电发电量当月同比增速



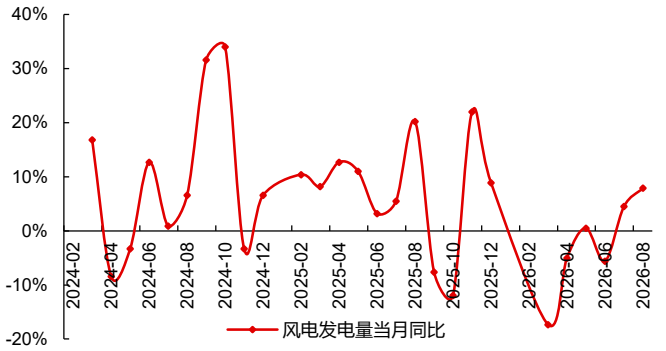
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

但核电公司的业绩表现还要取决于各区域电价的变化。2026 年上半年中国广核业绩同比增长，中国核电业绩同比下滑，**表现分化的原因除了中国核电的新能源业务拖累以外，更重要的因素是电价的变化。**中国广核得益于广西和辽宁核电机制电价政策的推广，以及所在地区市场化交易电价的提升，**2026 年上半年中国广核的电价同比表现优于中国核电，预计三季度两家核电公司的业绩依然会保持上半年的分化表现。**

电量修复杯水车薪，绿电盈利难有改观

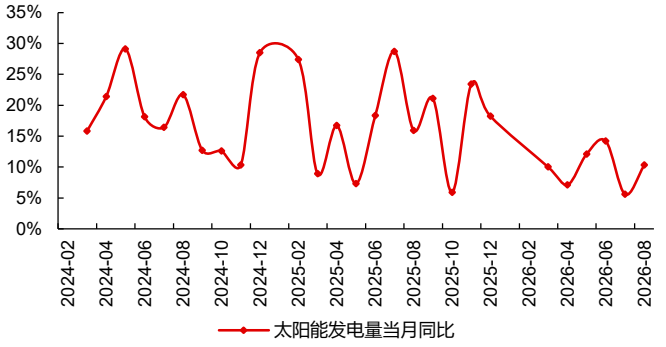
年初以来，受到新能源消纳问题严峻、弃风弃光恶化影响，风电光伏发电量增速远低于装机规模的增幅，其中风电受到风况偏弱的影响多个月份发电量出现了同比下滑。三季度以来得益于风况的改善，风电发电量 7 月和 8 月回到同比增长，但**当前绿电的核心问题依然在于消纳和市场交易一起导致的电价下滑，远非电量的修复能够挽回，预计大型绿电公司三季度业绩依然存在较大的同比下滑风险。**

图 5：全国风电发电量当月同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 6：全国太阳能发电量当月同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

投资建议

整体而言电力行业三季度业绩存在较大的同比下滑压力，但一次能源价格上涨以及供需趋紧推升电价重回通胀预期，当前能源价格高企叠加部分地区的强势月度交易表现也强化电价底部共识；同时“十五五”低碳转型考核下政策有望加码，**消纳压力的缓和与改善将会主导清洁能源系统性机会。**火电板块推荐关注**国电电力、陕西能源、华能蒙电等煤电一体化标的**以及优质转型火电运营商**华能国际 H、华润电力 H、建投能源、福能股份等；**水电板块推荐**优质大水电长江电力、国投电力、川投能源和华能水电；**政策周期β拐点临近的低估值绿电配置机会，推荐**龙源电力 H、新天绿色能源 H、中国电力 H 和中闽能源；**核电推荐**中国核电和中广核电力 H。**

表 3：重点公司三季度业绩前瞻

公司	情形	2026Q3	2026Q1-3	2026Q3 同比	2026Q1-3 同比
华能国际	悲观	22.82	88.67	-59.1%	-40.3%
	乐观	28.05	93.90	-49.7%	-36.7%
华电国际	悲观	19.00	50.05	-25.0%	-22.2%
	乐观	22.24	53.29	-12.2%	-17.2%
大唐发电	悲观	15.34	70.44	-28.1%	4.9%
	乐观	17.96	73.05	-15.8%	8.8%
国电电力	悲观	25.86	56.00	-16.3%	-17.4%
	乐观	27.12	57.26	-12.2%	-15.5%
福能股份	悲观	4.57	17.85	-30.0%	-10.3%
	乐观	4.98	18.26	-23.7%	-8.2%
长江电力	悲观	120.30	267.86	-20.5%	-5.0%
	乐观	127.98	275.53	-15.5%	-2.3%
华能水电	悲观	26.34	70.10	-10.1%	-7.0%
	乐观	28.32	72.09	-3.3%	-4.4%
国投电力	悲观	24.56	59.91	-9.8%	-8.1%
	乐观	26.55	61.90	-2.5%	-5.0%
川投能源	悲观	16.81	40.11	-4.5%	-5.0%

	乐观	17.82	41.12	1.3%	-2.6%
龙源电力	悲观	6.87	30.79	-32.6%	-29.9%
	乐观	8.42	32.35	-17.3%	-26.4%
三峡能源	悲观	2.08	14.26	-58.3%	-66.9%
	乐观	3.21	15.40	-35.5%	-64.3%
中国核电	悲观	18.00	54.41	-22.9%	-32.0%
	乐观	19.34	55.75	-17.2%	-30.3%
中国广核	悲观	33.01	94.06	25.8%	9.7%
	乐观	35.43	96.48	35.0%	12.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、电力供需恶化风险：如果未来需求不振导致电力供需格局恶化，会存在新增及存量机组利用小时数大幅下滑的风险，进而使得项目的收益或难以得到明确的保障。

2、煤炭价格出现非季节性波动风险：若出现供给大幅收缩或者需求出现大幅增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现大幅增长。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。