

逆势增长的广东火电，PB 被低估

华泰研究

2025 年 8 月 14 日 | 中国内地

首次覆盖

发电

首次覆盖宝新能源并给予“买入”评级，目标价 5.95 元(基于 1x 2025E PB)。公司主要从事广东火力发电业务，截至 2024 年底火电装机 347 万千瓦，资源综合利用电价、灵活煤炭采购等多维度构建度电盈利能力的 alpha，虽广东 2025 年交易电价同比大幅下降，但公司预告 1H25 归母净利将同比增长 42.1%-58.5%。公司未来发展将呈现双路径：持续提升产能以释放业绩弹性，或转向稳健经营以强化分红回报。公司当前 PB(LF)仅 0.8x，配置性价比高。

多维度构建盈利能力的 alpha，火电度电净利润显著更高

2020-2024 年，宝新能源度电净利润平均值为 5.5 分，2023/2024 年为 4.2/3.5 分，较我们选取的其他代表性火电公司具有显著优势，主要得益于：1) 荷树园电厂 0.15 元/千瓦时市场化交易电价以外的资源综合利用电价；2) 沿海火电民企，煤炭采购更为灵活，现货比例高，煤价下行周期入炉标煤单价降幅更大，2023/2024 年公司入炉标煤单价同比降幅高达 13%/17%；3) 2022-2024 年得益于折旧下降和财务费用下行，火电其他度电成本平均值仅 8.8 分，位于用于比较的代表性火电公司的中下水平。

预计广东电力供需较为宽松，但煤电综合电价或已基本见底

通过对广东电力供需平衡表的搭建，我们预计 2025-27 年广东煤电利用小时数同比-5.9/-4.6/-2.3%，广东电力供需或较为宽松，但现行电价机制下广东中长期交易电价下限为 0.372 元/千瓦时，因此即使 2026 年广东年度长协电价探底，其同比降幅仅 0.02 元/千瓦时。考虑容量电价 2026 年开始自 100 元/千瓦提升至 165 元/千瓦，我们测算广东煤电平均容量电价将同比提升 0.017 元/千瓦时，煤电综合电价同比降幅或仅 0.003 元/千瓦时。

展望宝新的未来：新产能推动业绩高弹性 or 稳健经营分红能力提升

截至目前，公司拥有 200 万千瓦在建煤电机组，我们预计 2026 年投产，还拥有 600 万千瓦拟建煤电项目，若公司持续推动新机组建设，假设 2030 年底全面运行，我们测算对公司归母净利润的增厚幅度为 2024 年的 132%，2025-2030 年归母净利润 CAGR15%。若不投资拟建机组，目前在建机组投产后稳健经营，我们预计公司 2026-27 年的可供分配现金流占当年归母净利比例高达 84%/88%，分红能力有望大幅提升。

我们与市场观点不同之处

市场认为 2025 年广东火电中长期电价同比大幅下降，盈利能力较差，投资价值较低。我们测算现行机制下广东 2026 年度煤电综合电价同比降幅仅 0.003 元/千瓦时。在市场预期的广东火电经营恶劣环境下，公司预告 1H25 归母净利润有望大幅增长。展望未来，若公司持续推动拟建火电项目投资，2025-30 年归母净利润 CAGR 有望达到 15%；若选择稳健经营，2026-27 年分红能力或达 84%以上。公司截至 2025/8/13 PB (LF) 仅 0.8x，PB 价值被市场严重低估。

盈利预测与估值

2025 年得益于市场煤价下行，考虑陆丰 3、4 号机组 2026 年陆续投产，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润同比 +51.6%/+2.7%/+11.8% 至 10.70/10.98/12.28 亿元。我们预计公司 2025 年 BPS 为 5.95 元，参考可比公司 25E PB 的 Wind 一致预期为 1.0x，给予公司 1.0x 目标 PB，对应目标价 5.95 元，首次覆盖给予“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。

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

5.95

王玮嘉

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

研究员

wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

黄波

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

研究员

huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

李雅琳

SAC No. S0570523050003
SFC No. BTC420

研究员

liyalin018092@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

胡知*

SAC No. S0570523120002

研究员

huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪*

SAC No. S0570124070105

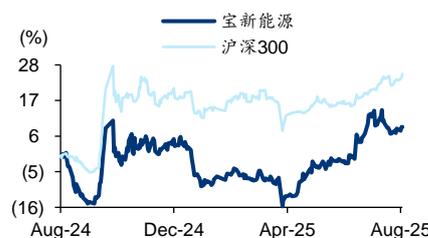
联系人

kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	5.95
收盘价(人民币 截至 8 月 13 日)	4.75
市值(人民币百万)	10,335
6 个月平均日成交额(人民币百万)	157.64
52 周价格范围(人民币)	3.81-5.01
BVPS(人民币)	5.74

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	7,904	7,548	8,887	10,299
+/-%	(23.08)	(4.51)	17.75	15.89
归属母公司净利润(百万)	705.54	1,070	1,098	1,228
+/-%	(20.60)	51.59	2.66	11.82
EPS(最新摊薄)	0.32	0.49	0.50	0.56
ROE(%)	5.80	8.50	8.29	8.83
PE(倍)	14.65	9.66	9.41	8.42
PB(倍)	0.85	0.80	0.76	0.72
EV EBITDA(倍)	8.14	6.20	5.69	4.91
股息率(%)	3.16	4.79	4.91	5.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,245	6,260	6,439	7,045	7,792
现金	4,728	4,403	4,521	5,063	5,742
应收账款	1,341	848.52	890.94	935.49	982.26
其他应收账款	53.66	49.22	51.68	54.27	56.98
预付账款	8.03	1.80	1.89	1.98	2.08
存货	298.41	323.34	339.51	356.48	374.30
其他流动资产	816.01	634.11	634.11	634.11	634.11
非流动资产	13,562	14,939	15,862	16,486	17,033
长期投资	2,473	2,283	2,288	2,293	2,299
固定投资	7,286	6,656	6,880	9,274	11,497
无形资产	664.35	648.09	641.10	632.48	620.13
其他非流动资产	3,139	5,351	6,053	4,285	2,617
资产总计	20,807	21,199	22,301	23,531	24,825
流动负债	3,457	3,142	4,118	4,565	5,080
短期借款	1,122	1,133	1,133	1,133	1,133
应付账款	621.80	506.91	532.26	558.87	586.81
其他流动负债	1,713	1,502	2,452	2,873	3,360
非流动负债	5,223	5,852	5,235	5,414	5,474
长期借款	5,194	5,838	5,222	5,400	5,461
其他非流动负债	28.83	13.57	13.57	13.57	13.57
负债合计	8,679	8,994	9,353	9,979	10,554
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176
资本公积	2,987	2,985	2,985	2,985	2,985
留存公积	6,960	7,013	7,588	8,178	8,838
归属母公司股东权益	12,128	12,205	12,948	13,551	14,271
负债和股东权益	20,807	21,199	22,301	23,531	24,825

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	2,007	1,679	1,695	1,930	2,220
净利润	888.54	705.54	1,070	1,098	1,228
折旧摊销	706.21	648.66	641.09	797.91	957.18
财务费用	92.50	52.35	59.58	109.67	110.81
投资损失	(152.25)	(87.65)	(105.16)	(106.16)	(107.16)
营运资金变动	284.51	233.70	9.91	10.17	10.45
其他经营现金	187.45	126.77	20.39	20.72	21.06
投资活动现金	(2,000)	(1,587)	(1,478)	(1,334)	(1,416)
资本支出	(1,983)	(1,678)	(1,554)	(1,409)	(1,500)
长期投资	43.18	270.25	(5.16)	(5.16)	(5.16)
其他投资现金	(60.95)	(179.21)	81.40	80.16	88.81
筹资活动现金	(1,208)	(515.84)	(99.78)	(54.64)	(124.35)
短期借款	(927.59)	10.73	0.00	0.00	0.00
长期借款	427.04	644.66	(616.83)	178.75	60.23
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.05	(1.43)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(708.78)	(1,170)	517.05	(233.39)	(184.58)
现金净增加额	(1,202)	(422.20)	117.80	541.82	679.29

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,275	7,904	7,548	8,887	10,299
营业成本	8,882	6,725	5,871	7,074	8,261
营业税金及附加	57.10	65.57	62.61	73.73	85.44
营业费用	8.20	6.97	6.66	7.84	9.08
管理费用	238.73	191.38	205.40	241.85	280.28
财务费用	92.50	52.35	59.58	109.67	110.81
资产减值损失	(80.39)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	35.51	(18.56)	(18.56)	(18.56)	(18.56)
投资净收益	152.25	87.65	105.16	106.16	107.16
营业利润	1,104	933.35	1,431	1,469	1,642
营业外收入	7.24	7.17	7.17	7.17	7.17
营业外支出	0.55	11.75	11.75	11.75	11.75
利润总额	1,111	928.77	1,426	1,464	1,637
所得税	222.35	223.23	356.50	366.00	409.25
净利润	888.54	705.54	1,070	1,098	1,228
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	888.54	705.54	1,070	1,098	1,228
EBITDA	1,908	1,628	2,164	2,363	2,696
EPS (人民币, 基本)	0.41	0.32	0.49	0.50	0.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.13	(23.08)	(4.51)	17.75	15.89
营业利润	597.73	(15.47)	53.27	2.66	11.78
归属母公司净利润	385.09	(20.60)	51.59	2.66	11.82
获利能力 (%)					
毛利率	13.56	14.92	22.22	20.40	19.79
净利率	8.65	8.93	14.17	12.36	11.92
ROE	7.59	5.80	8.50	8.29	8.83
ROIC	8.32	6.05	8.65	8.49	9.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.71	42.43	41.94	42.41	42.51
净负债比率 (%)	21.25	24.39	24.29	23.27	20.80
流动比率	2.10	1.99	1.56	1.54	1.53
速动比率	1.79	1.70	1.34	1.34	1.35
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.38	0.35	0.39	0.43
应收账款周转率	8.38	7.22	8.68	9.73	10.74
应付账款周转率	14.42	11.92	11.30	12.97	14.42
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.32	0.49	0.50	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.77	0.78	0.89	1.02
每股净资产(最新摊薄)	5.57	5.61	5.95	6.23	6.56
估值比率					
PE (倍)	11.63	14.65	9.66	9.41	8.42
PB (倍)	0.85	0.85	0.80	0.76	0.72
EV EBITDA (倍)	6.72	8.14	6.20	5.69	4.91

正文目录

投资要点	4
多维度构建火电盈利能力的 alpha	4
广东煤电综合电价或已基本见底，未来或业绩高弹性或分红能力提升	4
我们与市场观点不同之处	4
宝新能源：广东民营火电企业，盈利抗风险能力强	5
广东宝丽华集团旗下唯一的上市公司，股权结构较为分散	5
火力发电是公司核心盈利来源，盈利抗风险能力强	5
股价复盘：股价和相对收益增长主要来自盈利提升预期	9
行业：广东电力供需或较宽松，但 2026 年度电价下行空间有限	10
电力供需：火电新产能是否如期释放是关键	10
市场化电价：当前机制下中长期电价下行空间有限	12
公司：展望未来，产能高弹性 or 分红能力提升	15
荷树园电厂资源综合利用电价支撑盈利能力的 alpha	15
现货煤采购比例高，煤价下行周期成本端更受益	17
发展或分红，任一情景下价值被低估	18
盈利预测与估值	20
盈利预测	20
估值	22
风险提示	23

投资要点

宝新能源系广东省民营火电公司，截至 2024 年底控股装机容量 351.8 万千瓦。核心竞争优势层面：资源综合利用电价、灵活煤炭采购和其他经营成本控制等多维度构建火电度电盈利能力的 alpha。股价催化层面：公司当前 PB(LF)仅 0.8x，从行业看，现行电价机制下，广东煤电综合电价未来下行风险显著小于其他省份；从未来发展看，公司或持续提升产能获得业绩高弹性，或不再建设新机组，稳健经营下获得分红能力提升。

多维度构建火电盈利能力的 alpha

2020-2024 年，宝新能源度电净利润平均值为 5.5 分，2023/2024 年为 4.2/3.5 分，较我们选取其他代表性火电公司的 2020-2024 年均值-0.2 分，2023/2024 年均值 1.4/2.3 分具有显著优势，主要得益于：1) 荷树园电厂 0.15 元/千瓦时市场化交易电价以外的资源综合利用电价；2) 沿海火电民企，煤炭采购更为灵活，现货比例高，煤价下行周期入炉标煤单价降幅更大，2023/2024 年公司入炉标煤单价同比降幅高达 13%/17%；3) 2022-2024 年得益于折旧下降和财务费用下行，火电其他度电成本平均值仅 8.8 分，位于用于比较的代表性火电公司的中下水平。

广东煤电综合电价或已基本见底，未来或业绩高弹性或分红能力提升

虽我们预计 2025-2027 年广东煤电利用小时数同比-5.9%/-4.6%/-2.3%，广东电力供需或较为宽松，但现行电价机制下，我们测算广东 2026 年煤电综合电价同比降幅或仅 0.003 元/千瓦时。展望未来，若公司持续推动在建、拟建的 800 万千瓦煤电机组建设，假设 2030 年底前全面运行，我们测算对公司归母净利润增厚幅度为 2024 年的 132%，2025-2030 年归母净利润 CAGR15%。若不投资拟建机组，我们预计公司 2026-27 年的可供分配现金流占当年归母净利比例高达 84%/88%，分红能力有望大幅提升。

我们与市场观点不同之处

市场认为 2025 年广东火电中长期电价同比大幅下降，盈利能力较差，投资价值较低。我们认为：

行业：现行电价机制下，广东中长期交易电价下限为 0.372 元/千瓦时，2025 年广东年度长协电价为 0.392 元/千瓦时，月度交易电价基本在下限电价附近波动，因此即使考虑供需格局相对宽松以及煤价同比下降，2026 年广东中长期交易电价探底，年度长协电价的降幅仅 0.02 元/千瓦时。考虑容量电价 2026 年开始自 100 元/千瓦提升至 165 元/千瓦，我们测算广东煤电平均容量电价将同比提升 0.017 元/千瓦时，煤电综合电价同比降幅或仅 0.003 元/千瓦时。

公司：1) 由于 2025 年广东火电中长期电价同比下降 7.4 分，较多广东火电厂盈利同比大幅下降，但公司预计 1H25 归母净利润同比增长 42.1%-58.5%，主要得益于公司灵活调整发电策略，1H25 发电量同比增长，以及现货煤价快速下行背景下，公司高比例现货煤采购促使入炉标煤单价同比降幅高于其他公司。2) 展望未来，若公司持续推动新机组建设，2025-2030 年归母净利润 CAGR 将达到 15%；若稳健经营，我们预计公司 2026-2027 年分红能力有望大幅提升至 84%/88%。3) 公司 PB 被显著低估。截至 2025/8/13，公司 PB (LF) 仅 0.8x，远低于 A 股市场代表性火电公司平均 PB 的 1.3x。

宝新能源：广东民营火电企业，盈利抗风险能力强

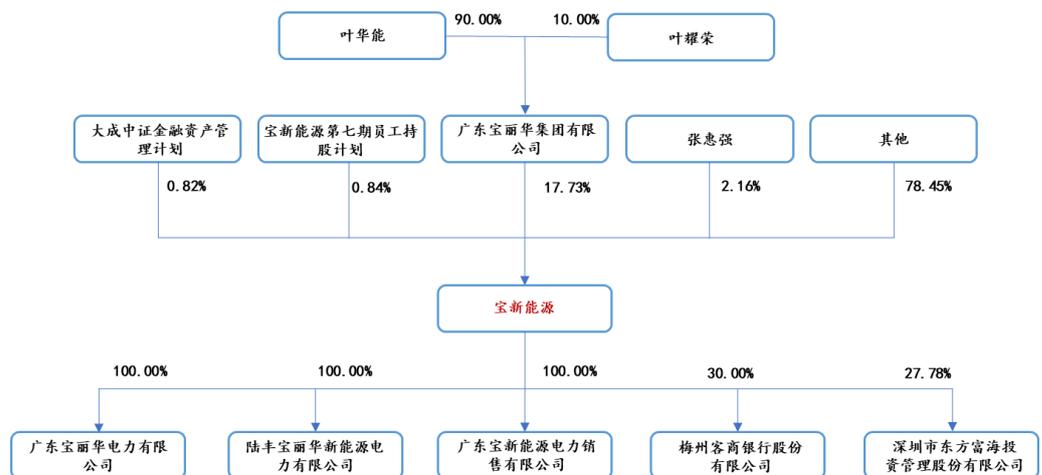
宝新能源系广东省民营电力企业，产业涉及火电、风电、金融投资等领域，主要经营地区为广东。公司业务已覆盖资源综合利用新能源电力、可再生能源发电和金融投资等各个领域。截至 2024 年底，公司控股装机容量达到 351.8 万千瓦，火力发电为其主营业务，营收占比达到 99.5%。得益于荷树园电厂资源化利用电价，公司业绩稳健性相对较强，即便在煤价高涨的 2021-2022 年，整体仍处于盈利状态。

广东宝丽华集团旗下唯一的上市公司，股权结构较为分散

公司实际控制人为叶华能先生，持股多家优质新能源/金融投资公司。宝新能源于 1997 年 1 月 20 日在广东省梅州市成立，并于同月在深圳证券交易所上市；2003 年进入电力火力发电领域，并于 2006 年转向包括洁净煤燃烧技术发电和可再生能源发电在内的主营业务，2022 年确定“立足能源电力主业，拓展金融投资领域，构建绿色崛起格局”的发展战略。公司控股股东为宝丽华集团，实控人为叶华能先生。截至 1Q25，宝丽华集团合计持有公司 17.73% 股权；叶华能先生持有广东宝丽华集团 90% 股权，最终持有公司 15.96% 股权。截至 1Q25，公司旗下共有 4 家主要全资子公司和 2 家联营企业，涉及能源和金融投资行业。

公司系宝丽华集团旗下专注能源电力产业的唯一上市公司。公司控股股东宝丽华集团集工业、三高农业、房地产开发、商业贸易、工程建设、旅游开发等多元化于一体，下属控股公司中宝新能源专注电力产业发展，是集团唯一的上市平台。

图表1：截至 1Q25 宝新能源股权结构图



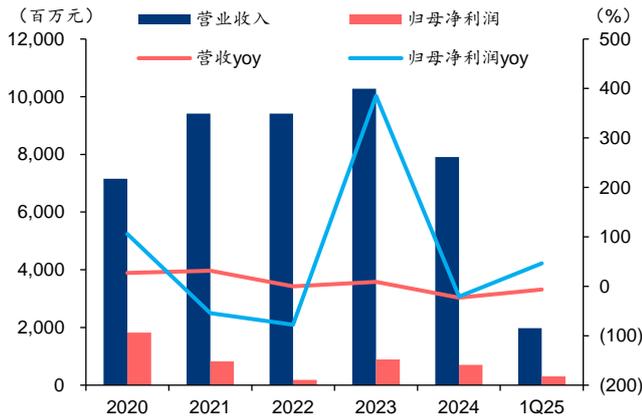
注：上图所列的宝新能源控股、参股公司不完全，主要系对其业绩有较大影响的公司

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

火力发电是公司核心盈利来源，盈利抗风险能力强

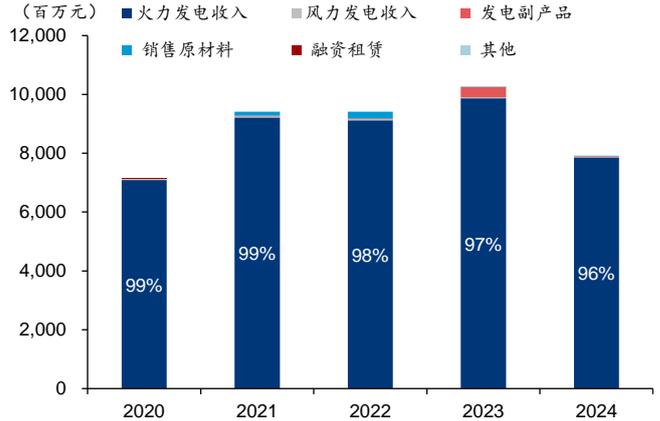
火力发电收入是公司营业收入主要来源。2020-2024 年，火力发电业务收入占公司总营收的比例平均为 98%。2020-2024 年，公司控股电力装机容量维持稳定，为 351.8 万千瓦，其中火电和风电分别为 347/4.8 万千瓦。

图表2: 2022年煤价高企情况下公司仍实现盈利



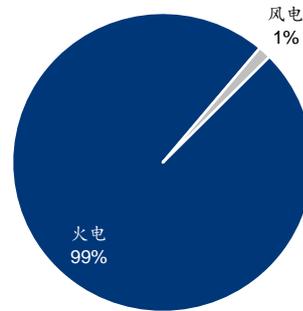
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 2020-2024年火力发电业务收入占比超96%



资料来源: 公司公告、华泰研究

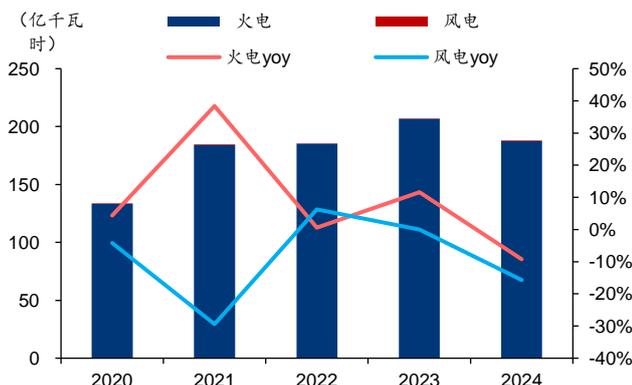
图表4: 截至2024年底公司电力装机分布



资料来源: 公司公告、华泰研究

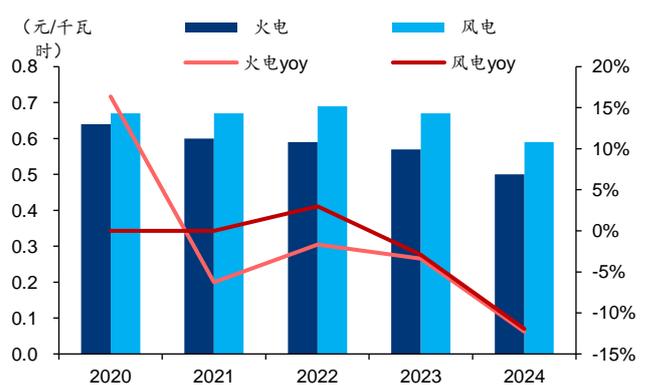
公司营收波动主要受火电发电量和上网电价影响。2020-2024年, 公司营业收入产生较大波动, 其中: 1) 2021年营收同比大幅增长主要系当期经济修复下用电需求同比提升, 持续高温及来水同比偏枯情况下电力供需紧张, 公司火电发电量同比大幅增长38.4%至184.09亿千瓦时; 2) 2023年公司营收创新高也主要系火电发电量创历史新高, 同比增长11.6%至206.64亿千瓦时, 虽然相对低电价的陆丰电厂出力增加导致火电综合电价同比-3.4%, 但0.57元/千瓦时(含税)电价仍处于相对高位; 3) 2024年和1Q25, 公司营收分别同比下降23.1%/6.9%, 主要系广东省火电上网电价大幅回落, 2024年公司火电综合上网电价同比-12.3%至0.5元/千瓦时(含税), 2025年广东省年度长协电价同比下降15.8%。

图表5: 2020-2024年公司发电量主要受广东省用电需求影响而波动



资料来源: 公司公告、华泰研究

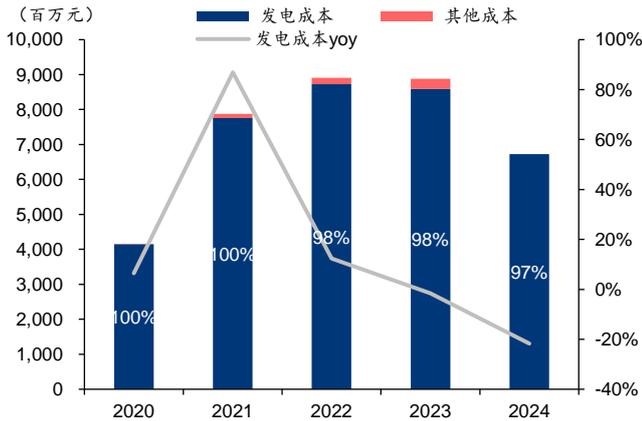
图表6: 2020-2024年公司上网电价(含税)跟随市场化电价波动



资料来源: 公司公告、华泰研究

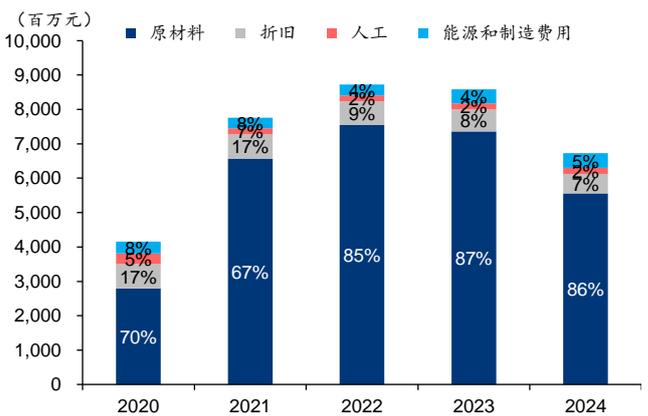
原材料成本是公司主要营业成本，自 2023 年公司入炉标煤单价快速下降。2020-2024 年公司火电装机占总控股装机的 99%，因此公司发电成本中原材料成本占比高达 81%。2020 年市场煤价处于低位，秦皇岛 5500 大卡港口煤年均价格仅 577 元/吨，因此 2020 年公司归母净利润高达 18.2 亿元，为近五年最高值。2021 年受国内煤炭供需格局变化及海外俄乌冲突所导致的海外煤价大幅上涨影响，我国秦皇岛 5500 大卡港口煤年均价格同比大幅增长 78.3%至 1028 元/吨，2022 年我国市场煤价虽较 2021 年的最高水平大幅回落，但仍处于高位，且 2021 年是下半年煤价开始快速提升，2022 年公司归母净利润 1.83 亿元，为近五年最低水平。2023 年至今，我国市场煤价快速回落，公司入炉标煤单价持续下降，但 2023 年公司发电成本同比降幅较 2024 年更小主要系 2023 年火电发电量较 2024 年高 10.2%。

图表7：2020-2024 年公司营业成本因煤价变化产生较大波动



资料来源：公司公告、华泰研究

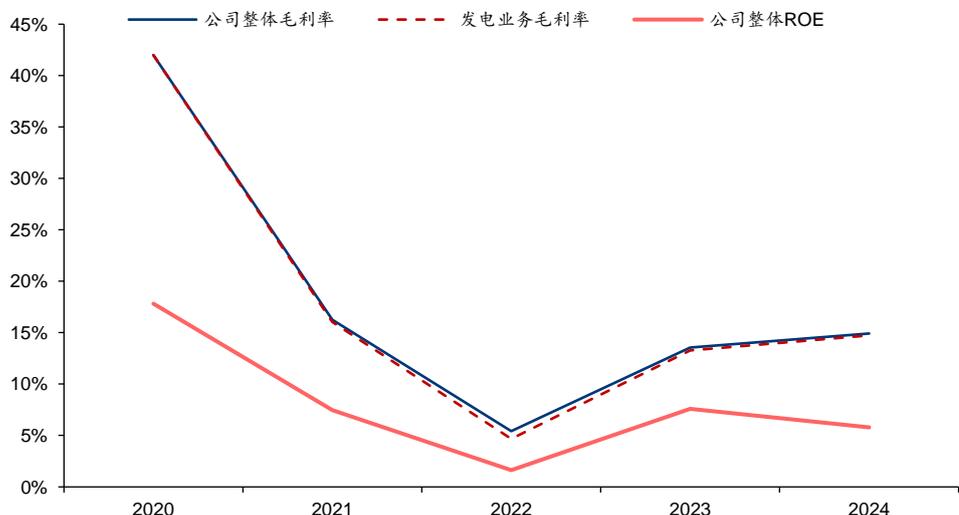
图表8：2020-2024 年原材料成本是公司主要发电成本



资料来源：公司公告、华泰研究

得益于荷树园电厂资源化利用电价，公司盈利抗风险能力较强。公司 2020-2024 年盈利能力波动主要受煤价大幅变化影响，但在大多数火电公司亏损的 2022 年，公司 ROE 仍有 1.6% 的水平，主要的得益于荷树园电厂 147 万千瓦燃烧煤矸石的煤电厂每度电享受约 0.15 元/千瓦时（含税）的资源综合利用电价。公司 2021 年毛利率和 ROE 同比大幅下降主要系陆丰电厂发电量增加促使公司发电量同比大幅提升 38.4%，而陆丰电厂不享受资源综合利用电价。2023-2024 年，随着市场煤价快速回落，公司盈利能力呈现回升态势，2024 年公司整体毛利率较 2022 年提升 9.5pp 至 14.9%。2024 年公司 ROE 同比下降 1.8pp 至 5.8% 主要系发电量同比下降 9.2% 导致营收和利润规模同比下降。

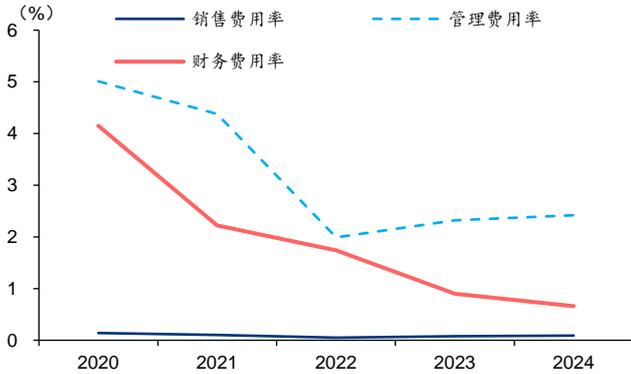
图表9：2020-2024 年公司盈利能力因煤价变化产生波动



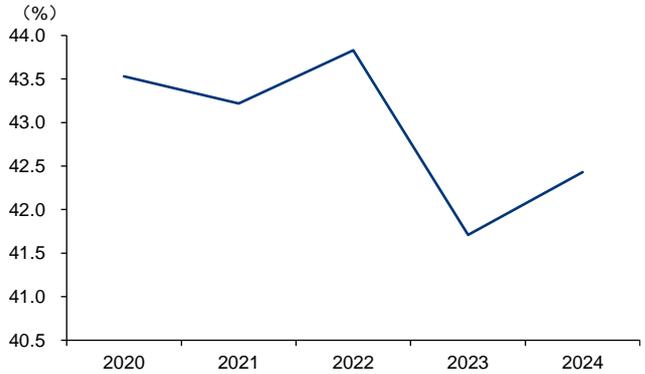
注：公司整体 ROE 为 Wind 口径的净资产收益率(平均)

资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

公司资产负债率水平较低，财务费用率持续下降。2020-2024 年，公司没有研发费用，销售费用率水平较低；期间费用率中管理费用率水平最高，2020-2022 年，公司管理费用率大幅下降，2023-2024 年呈现小幅提升态势，但 2024 年公司管理费用率为 2.42%，仍远低于 2020 年的 5.01%。公司资产负债率较低，2020-2024 年在 43%左右的水平波动，得益于借贷利率下降，公司财务费用率呈现持续下降态势，2024 年公司财务费用率为 0.66%，较 2020 年下降 3.49pp。

图表10：2020-2024 年公司财务费用率呈现显著下行趋势


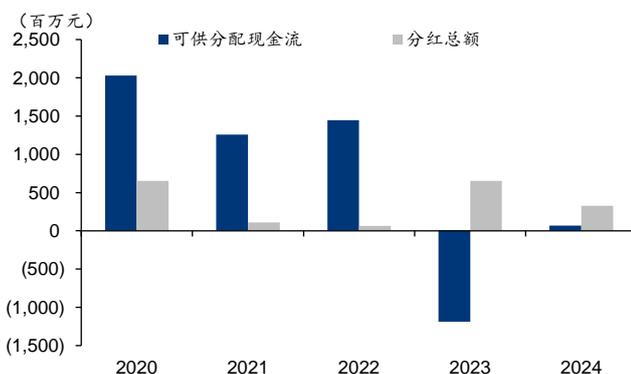
资料来源：公司公告、华泰研究

图表11：2020-2024 年公司资产负债率水平较低


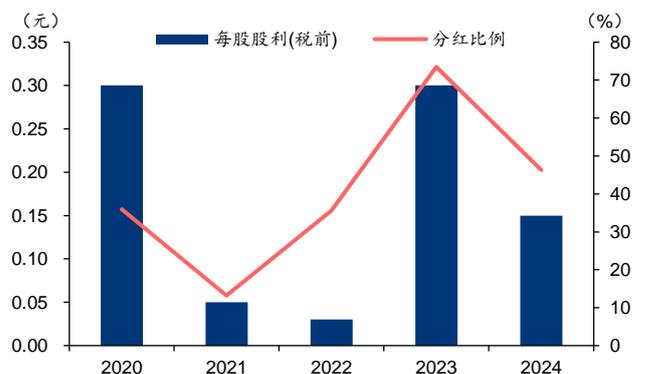
资料来源：公司公告、华泰研究

2023-2024 年公司可供分配现金流较 2020-2022 年大幅收窄主要系 CAPEX 提升。公司的广东陆丰甲湖湾电厂 3、4 号机组扩建工程于 2022/9/13 获得广东省发改委核准，项目总投资为 78 亿元（20%资本金比例），并于 2022/9/19 开工，因此公司 2023/2024 年用于购建固定资产等的现金流支出分别为 19.8/16.8 亿元，较 2020-2024 年的 2.5-3.4 亿元水平显著提升。目前该项目仍处于未投产状态，滞后于此 2024/12/30 首台机组投产，2025/3/30 全面投产的计划，我们认为或与广东省电力供需变化及火电市场化电价大幅下降有关。

2020-2024 年，公司分红比例和 DPS 波动均较大。2020-2024 年，公司分红比例在 13.2%-73.5%之间波动。2020 年 DPS 水平较高主要系当年公司归母净利润创新高，2022 年 DPS 水平为近 5 年最低系当年盈利受煤价高涨影响，但 2021/2023/2024 年公司归母净利润水平较为相当，分别为 8.2/8.9/7.1 亿元，DPS 却分别为 0.05/0.3/0.15 元，差异较大，我们认为主要系：1) 2021 年下半年煤价高涨，火电盈利出现大幅下降态势，公司或为面对高煤价所需运营资金提升做储备；2024 年按原计划为陆丰 3、4 号机组建设冲刺阶段，且公司 2024 年年报中提出仍有 6GW 煤电项目待申报核准，后续 CAPEX 需求或较高。2) 公司股权比例较为分散，实际控制人对公司最终持股比例较低，截至 1Q25 仅为 15.96%。

图表12：2023-24 年可供分配现金流因资本开支提升而较前三年下降


注：公司可供分配现金流为华泰测算值，可供分配现金流=经营净现金流+投资净现金流+（筹资净现金流+分配股利、利润或偿付利息支付的现金）-财务费用
资料来源：Wind、公司公告、华泰研究测算

图表13：2020-24 年公司分红因资本开支和盈利变成产生较大波动


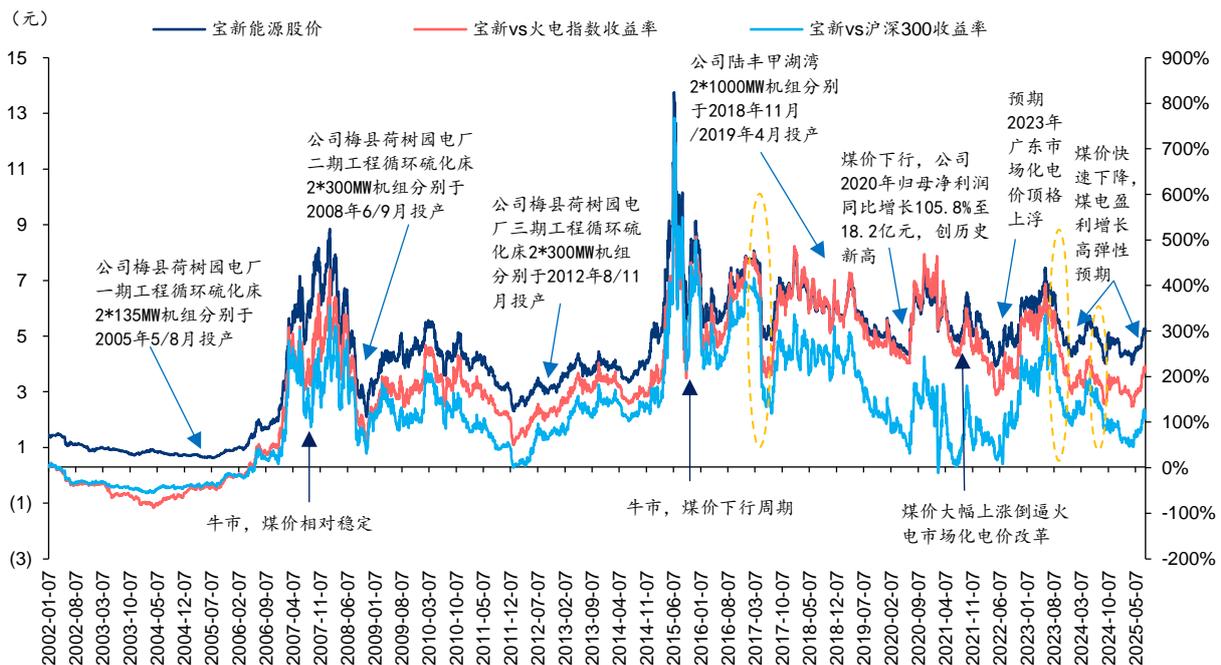
资料来源：Wind、华泰研究

股价复盘：股价和相对收益增长主要来自盈利提升预期

复盘宝新能源 2002 年以来股价及其相对火电指数、沪深 300 指数收益率走势，向上趋势主要来自盈利提升预期，而盈利提升预期主要来自两个方面：1) 新机组投产带来产能提升。2005 年 5 月公司首台火电机组投产发电，2008 年、2012 年荷树园电厂第二、三期硫化床机组和 2018-2019 年陆丰甲湖湾百万火电机组投产对公司股价和相对火电、沪深 300 指数收益率有一定的提振作用；2) 煤价快速下降带来盈利能力提升。如 2020 年煤价下行，市场预期公司盈利有望受益，2H20 公司股价和相对火电、沪深 300 指数收益率大幅提升，实际 2020 年公司归母净利润同比增长 105.8% 至 18.2 亿元，创历史新高。1H24/1H25，公司股价和相对火电、沪深 300 指数收益率大幅增长也是得益于市场煤价快速下降，市场对公司盈利预期提升。

公司股价和相对收益的大幅回调多发生于电价预期下降的时期。火电公司大多数电量执行年度长协电价，各省份的当年的年度长协电价一般于前一年年底和当年年初确定，其中广东省每年下半年开始零售侧、批发侧下一年度长协电价谈判，12 月底电力交易中心公告交易结果。2H23、2H24 公司股价和相对火电、沪深 300 指数收益率大幅回调反映了市场对 2024、2025 年年度长协电价下降预期，最终 2024/2025 年年度长协电价同比下降 8.8/7.4 分至 0.466/0.392 元/千瓦时。2017 年公司股价和相对火电、沪深 300 指数收益率下降除牛市结束后的回调外，也是经历了 2016 年的电价下调后，2017 年煤价开始显著上涨导致火电盈利能力减弱的结果。

图表 14：2002 年以来宝新能源股价复盘：股价和相对收益增长主要来自盈利提升预期



注：1) 股价为前复权股价；2) 收益率测算基准日为 2022/1/4
 资料来源：Wind、华泰研究

行业：广东电力供需或较宽松，但 2026 年度电价下行空间有限

我们统计广东在建/拟建火电装机规模较大，测算 2025-2027 年其火电利用小时数同比 -8.9%/-4.9%/-2.2%，煤电利用小时数同比 -5.9%/-4.6%/-2.3%，广东电力供需或较为宽松。由于 1H25 煤价快速下降，2025 年年初以来广东月度长协电价基本维持较燃煤基准电价顶格 20% 下浮水平，2025 年广东煤电月度点火价差呈现提升态势，与月度火电利用小时呈现正相关，主要受益于煤价快速下降。即便每年下半年月度交易电价对下一年度长协电价有影响，我们也预期 2026 年火电利用小时数将进一步同比下降，但现有电价机制下，广东省 2026 年年度交易电价至多同比下降 0.02 元/千瓦时，考虑容量电价提升带来 0.017 元/千瓦时度电容量电价增长，广东火电 2026 年年度综合电价同比下行空间有限。

电力供需：火电新产能是否如期释放是关键

需求侧：二产用电量影响大，预计广东全社会用电量 2025-27 年同比增长 6.1%/5.4%/5.4%。 2020-2024 年，广东第二产业用电量占其全社会用电量比例的平均值高达 59%。2023-2024 年，广东第二产业用电量同比增速呈现小幅放缓趋势，综合考虑国际贸易摩擦对二产用电量的影响，我们假设广东第二产业用电量 2025-2027 年同比增速分别为 5.0%/4.0%/4.0%。广东第一产业用电量占比小，对全社会用电量增速影响有限，参考 2024 年广东第一产业用电量同比增速 2.6%，假设 2025-2027 年同比增速逐年递减 0.2pp。广东第三产业、城乡和居民用电量 2023-2024 年保持了较高的同比增长水平，其中第三产业用电量 2024 年同比增速较 2023 年放缓，我们假设 2025-2027 年广东第三产业同比增速每年放缓 0.2pp；城乡和居民用电量受气候影响较大，气候不确定性较高，参考其 2023/2024 年同比增速 6.8%/7.3%，我们假设其 2025-2027 年同比增速分别为 6.5%/6.0%/5.8%。

供给侧：我们统计截至 2025 年 6 月底广东在建/拟建火电装机高达 69GW，火电投产进度将对电力供需格局产生较大影响。

水电：2021-2024 年广东常规水电装机规模较为稳定，假设 2025-2027 年维持 2024 年水平。抽蓄层面，根据南网储能装机规划，梅蓄二期 120 万千瓦装机有望于 2025 年投产，肇庆浪江抽水蓄能电站和惠州中洞抽水蓄能电站有望于 2025 年各投产 60 万千瓦，剩余各 60 万千瓦于 2026 年投产，因此预计广东 2025-2027 年抽蓄装机新增 240/120/0 万千瓦。考虑 2025-2027 年抽蓄装机投产且抽蓄利用小时数较低，假设 2025-2027 年广东水电平均利用小时数均为 1271 小时，较 2024 年低 100 小时。

核电：根据中国广核在建装机进度，2025-2026 年惠州太平岭核电站各 120 万千瓦左右装机有望投产，2027 年陆丰核电有望投产一台 120 万千瓦装机。因此我们预计广东 2025-2027 年核电装机将各增加 120 万千瓦至 1734/1854/1974 万千瓦。2025 年虽有新增装机，但根据中国广核公告大亚湾、岭东、岭澳核电站 2025 年 1-6 月大修天数均同比下降，对应利用小时数有所提升，因此我们预计 2025 年广东核电利用小时数同比持平，2026-2027 年分别同比下降 240/240 小时至 7534/7294 小时。

风电/光伏：2022-2024 年，广东省分别新增 162/300/151 万千瓦风电装机，570/932/1594 万千瓦光伏装机，年新增光伏装机呈现显著增长趋势主要系十四五初期光伏组件价格较高，新增集中式光伏装机规模较小，自 2023 年光伏组件价格开始下降。考虑 136 号文（关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知（发改价格〔2025〕136 号））出台后，发电企业为了市场化推进过程中盈利的平稳过渡，或对新增新能源装机投资更为谨慎，假设 2025-2027 年广东省每年新增风电装机规模均为 150 万千瓦，每年新增光伏装机规模为 1200/1000/1000 万千瓦。

风光利用小时层面，假设风电 2025-2027 年利用小时数每年同比下降 10 小时，以反映新增装机带来消纳压力的增加。光伏由于 2023-2024 年电量数据可能与此前存在口径差异，倒算出来光伏利用小时数较为异常，2020-2024 年全国光伏平均利用小时数为 1279 小时，因此我们假设 2025 年广东光伏利用小时数与 2022 年的 1034 小时持平，2026-2027 年假设

分别为 1024/1014 小时。

外购电：广东外购电主要为西南区域水电。广东外购电比例较高，我们测算 2020-2024 年，广东净外购电占全社会用电需求的比例平均值为 24%。广东外购电目前主要来自云南、贵州和广西区域的水电，我们预计上述三省未来的新增水电产能规模较小，因此在暂不考虑广东省与其他省份外购电规模重新谈判的情况下（如 2026 年广东和云南省将开始谈判新一个五年周期送电协议，西藏在建/拟建水电投产后将送电粤港澳大湾区，但西藏在建/拟建水电 2027 年以前难以大规模投产）外购电规模或主要受来水影响，来水主要受气候影响较难预计，2024 年外购电规模已较前几年大幅提升，考虑云南、贵州和广西未来投产的新能源或将打捆水电、火电外送，我们假设 2025-2027 年广东净外购电规模与 2024 年持平。

图表 15：广东省电力供需平衡表（单位：装机容量为万千瓦，电量为亿千瓦时）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
需求端								
广东全社会用电量	6,926	7,867	7,870	8,502	9,121	9,678	10,203	10,752
yoy	3.4%	13.6%	0.0%	8.0%	7.3%	6.1%	5.4%	5.4%
第一产业	139	157	149	159	163	167	170	174
yoy	19.0%	12.9%	-5.3%	6.6%	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%
第二产业	4,239	4,747	4,636	4,956	5,292	5,556	5,779	6,010
yoy	1.9%	12.0%	-2.3%	6.9%	6.7%	5.0%	4.0%	4.0%
第三产业	1,367	1,644	1,732	1,942	2,117	2,305	2,505	2,718
yoy	-0.9%	20.3%	5.4%	12.1%	9.1%	8.9%	8.7%	8.5%
城乡和居民用电	1,179	1,317	1,353	1,445	1,549	1,650	1,749	1,850
yoy	9.3%	11.7%	2.7%	6.8%	7.3%	6.5%	6.0%	5.8%
供给端								
发电量	5,010	6,115	6,102	6,719	6,955	7,512	8,037	8,586
火电发电量	3,576	4,629	4,441	4,943	4,917	5,038	5,359	5,737
火电装机	9,576	10,248	10,728	11,690	12,740	14,746	15,981	17,666
火电利用小时	3,931	4,670	4,234	4,410	4,026	3,666	3,488	3,410
燃煤电量	2,518	3,372	3,265	3,534	3,404	3,391	3,621	3,913
燃煤装机	6,620	6,825	6,895	7,363	7,211	8,213	9,061	10,051
燃煤利用小时	3,946	5,016	4,759	4,957	4,671	4,396	4,192	4,095
燃气电量	751	917	864	1,019	1,124	1,258	1,348	1,433
燃气装机	2,696	3,080	3,455	3,949	4,993	5,996	6,383	7,079
燃气利用小时	3,057	3,175	2,644	2,754	2,514	2,289	2,178	2,129
其他火电电量	307	340	312	390	390	390	390	390
水电发电量	155	121	175	201	262	273	288	288
水电装机	1,666	1,736	1,906	1,912	1,905	2,145	2,265	2,265
水电利用小时	956	711	961	1,053	1,371	1,271	1,271	1,271
抽水水电装机		798	968	968	968	1,208	1,328	1,328
常规水电装机		938	938	944	937	937	937	937
核电发电量	1,161	1,204	1,149	1,181	1,255	1,301	1,352	1,396
核电装机	1,614	1,614	1,614	1,614	1,614	1,734	1,854	1,974
核电利用小时	7,195	7,462	7,121	7,319	7,774	7,774	7,534	7,294
风电发电量	88	114	274	305	381	412	443	474
风电装机	565	1,195	1,357	1,657	1,808	1,958	2,108	2,258
风电利用小时	1,750	1,295	2,147	2,024	2,200	2,190	2,180	2,170
光伏发电量	74	103	135	105	140	488	596	691
光伏装机	797	1,020	1,590	2,522	4,116	5,316	6,316	7,316
光伏利用小时	1,052	1,134	1,034	511	423	1,034	1,024	1,014
净外购电量	2,009	1,842	1,772	1,741	2,180	2,166	2,166	2,166
外购电需求	1,916	1,752	1,768	1,783	2,166	2,166	2,166	2,166
差值	93	90	4	-42	14	0	0	0

注：1) 历史数据的电量和装机容量采用官方披露值，利用小时数为发电量/（年初和年末装机容量平均值）的测算值；2) 光伏发电量 2021-2023 年可能与其他年份数据口径存在一定偏差，2023 年光伏发电量采用 2024 年光伏发电量及同比增速倒推；3) 燃煤和燃气 2023-2024 年发电量为华泰测算值，燃煤和燃气机组装机容量为广东电力交易中心披露的统调口径

资料来源：国家统计局、广东电力交易中心、华泰研究预测

火电：消纳顺序下利用小时是倒推值，受新增产能释放节奏影响大，一定程度反映供需格局。火电滞后于清洁能源消纳，因此 2025-2027 年火电利用小时根据（全社会用电需求-净外购电量-清洁能源电量）/火电装机规模得到。我们统计截至 2025 年 6 月底广东在建、拟建状态下的煤电/气电装机分别为 2836/4068 万千瓦，根据项目进度我们预计 2025/2026/2027 年广东将投产 1002/848/990 万千瓦煤电机组；待投产的气电规模较大且推进速度较慢，待投产气电中仅 25% 的规模有公开的投产时间预期，且有公开投产时间预期的项目预计于 2025-2026 年投产，因此我们对 2025-2026 年广东新增气电装机的预测仅考虑有公开的投产时间预期的项目，分别为 1003.8/387 万千瓦，考虑 2026 年开始火电容量电价提升，气电投资积极性或增加，假设 2027 年气电投产规模为 2025 和 2026 年的均值 695.4 万千瓦。我们测算 2025-2027 年火电利用小时数同比-8.9%/-4.9%/-2.2%，煤电利用小时数同比-5.9%/-4.6%/-2.3%。

从我们目前测算结果看，2026 年广东电力供需或较 2025 年进一步宽松，但容量电价提升或将弥补部分火电盈利。2023/11/10，国家发改委和国家能源局公布的《关于建立煤电容量电价机制的通知》(发改价格〔2023〕1501 号)提到 2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%，即 2026 年起容量电价从 2024-2025 年的每年 100 元/千瓦提升至 165 元/千瓦。因此，虽然 2026 年我们测算煤电利用小时数将同比下降 4.6%，但容量电价将提升 65%至 165 元/千瓦，度电容量电价将提升 73.0%（1.7 分）至 3.9 分。

图表16：广东煤电容量电价测算

	2024	2025	2026	2027
容量电价（元/千瓦）	100	100	165	165
yoy		0.0%	65.0%	0.0%
煤电利用小时	4,671	4,396	4,192	4,095
yoy		-5.9%	-4.6%	-2.3%
容量电价（元/千瓦时）	0.021	0.023	0.039	0.040
yoy		6.2%	73.0%	2.4%

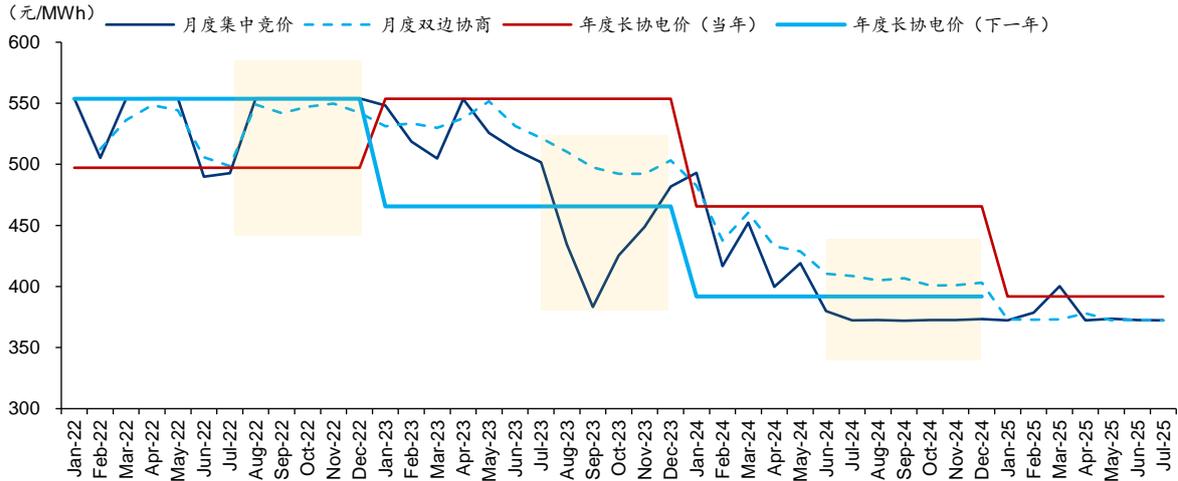
资料来源：国家发改委、国家能源局、华泰研究预测

市场化电价：当前机制下中长期电价下行空间有限

一次能源价格和电力供需格局预期是影响广东 2026 年年度长协交易电价同比变化幅度的关键因素。根据我们 2024/8/29 发布的《客观看待电力缺口与过剩并存》研究报告，市场化交易电价的主要影响因素包括：1) 一次能源价格（煤价、气价等）；2) 电力供需格局；3) 区域发用电双方集中度。对广东省 2026 年年度长协交易电价同比变化来说，一般而言区域发用电双方集中度短期变化不大，因此对 2026 年煤价和电力供需格局的预期是关键。

广东每年下半年月度长协电价走势对下一年年度电价有一定影响。每月月度长协交易一般于上月月底完成，较年度交易更为高频，反映出近期煤价和电力供需情况（火电利用小时数）。虽然每年的年度交易一般于上一年年底或当年年初全部完成并公示结果，但谈判开始较早的省份如广东在上半年的下半年就陆续有交易协商，协商时由于对下一年的煤价和供需情况较难准确预期，尤其是需求侧更多会受到近期的月度价格走势的影响。我们将 2022 年 1 月至今的月度长协电价和年度长协电价（当年/下一年）进行了对比，发现 2023-2025 年每年的年度长协电价位于 2022-2024 年每年下半年月度双边协商电价和月度集中竞价价格之间，尤其是在煤价快速下降的 2023-2024 年，而 1H23 和 1H24 的月度交易电价显著高于下一年即 2024 和 2025 年的年度长协电价，说明每年下半年的月度交易价格对下一年年度交易电价有一定影响。

图表17: 广东 2022 年至今月度交易电价和年度长协电价对比

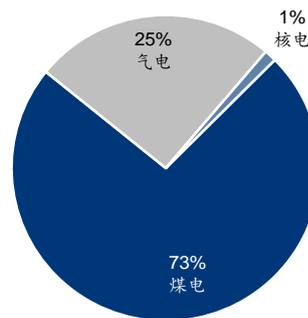


注: 标黄为每年 7-12 月

资料来源: 广东电力交易中心、Wind、华泰研究

因煤价快速下降, 2025 年年初以来广东月度长协电价几乎维持较燃煤基准电价顶格下浮的态势。2025 年 3 月广东集中竞价交易电价环比 2 月提升 5.7%, 主要系: 1) 广东气电也参与市场化交易, 以 2024 年为例, 气电占 2024 年月度交易总电量的 25% 左右, 因为气电很多时候成本高于煤电, 气电可能成为边际定价者。且由于天然气储存能力的限制, 即期天然气价格对电价的影响相比有库存的煤炭而言反应更为灵敏。广东: 中国 LNG 出厂价格指数 (来源 Wind) 2025 年 2 月呈现上涨趋势, 尤其是 2 月 25 日开始显著提升, 至 2 月 28 日为 5229 元/吨, 较 2 月 24 日增长 9.1%。2) 广东月度集中竞价交易电量规模相对较小, 一般至多只有月度双边协商电量的 10% 左右, 因此集中竞价电价波动相对双边协商交易电价更大。

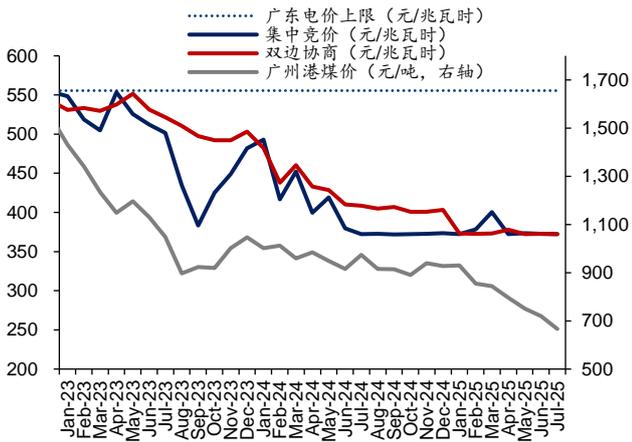
图表18: 2024 年广东月度交易中分电源电量分布



注: 上图中百分比加总不等于 100% 主要系月度累计成交电量 (计算时的分母) 含月度集中交易中用电-用电部分, 故累计成交电量大于煤电、气电和核电交易电量之和

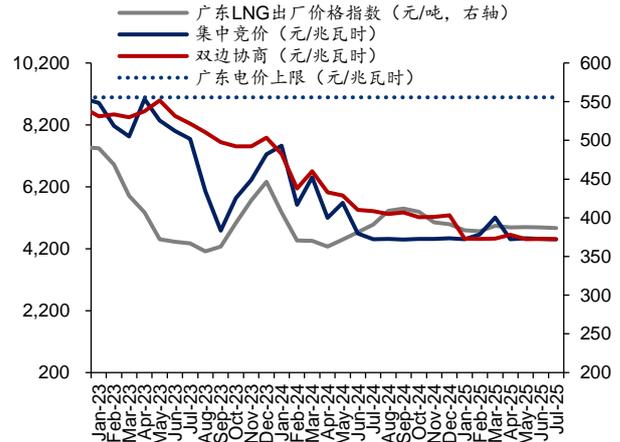
资料来源: 广东电力交易中心、华泰研究

图表19: 广东月度长协价格与广州港煤价相关性



资料来源: 广东电力交易中心、Wind、华泰研究

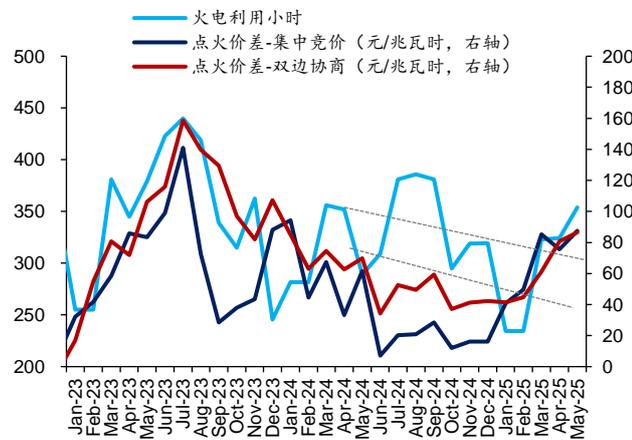
图表20: 广东月度长协价格与广东天然气价格相关性



资料来源: 广东电力交易中心、Wind、华泰研究

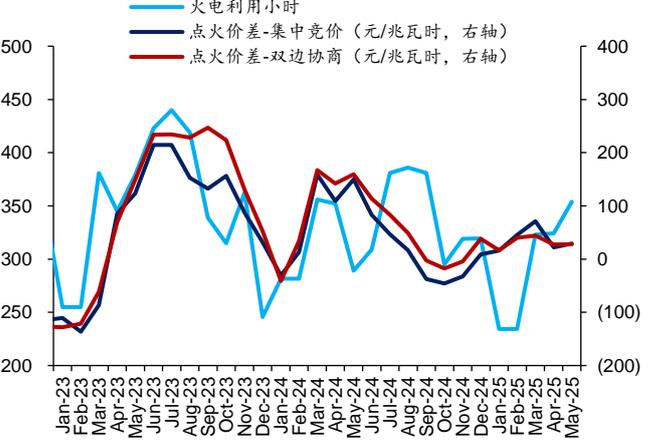
2023年1月-2024年5月,广东大部分时间利用小时与火电月度点火价差呈现高度正相关。广东2023年底-2024年底,煤电对应的月度点火价差趋势性向下,我们认为一方面反映了当地电力供需,一方面也是天然气价格高位回落导致的:根据能源局统计数据,2Q24煤电利用小时同比下滑7%,气电同比下滑14%,但是沿海天然气电厂的LNG采购很难快速调整,在点火价差为正的基础上气电厂有动力降价换量,最终实现天然气的消化。2025年1-5月广东煤电点火价差呈现扩张趋势,和火电利用小时趋势接近,但更主要是年初以来煤价的快速下行;气电点火价差随着2月底开始的气价回升有所收窄。

图表21: 广东煤电点火价差 vs 广东火电利用小时



注:点火价差=月度交易电价与当地现货煤价折算热值与煤耗后的差值;广东火电利用小时数最新数据更新至2025年5月
资料来源: Wind、华泰研究

图表22: 广东气电点火价差 vs 广东火电利用小时



注:点火价差=月度交易电价与当地现货气价折算热值与气耗后的差值;广东火电利用小时数最新数据更新至2025年5月
资料来源: Wind、华泰研究

即便如此,广东现有中长期交易电价限价规则不变情况下,2026年年度交易电价至多只有0.02元/千瓦时下降空间。按照广东省能源局2024/11/22发布的《国家能源局南方监管局关于2025年电力市场交易有关事项的通知》,中长期交易价格按照“基准价+上下浮动”的原则,根据燃煤基准价0.453元/千瓦时上下浮动20%形成年度交易成交均价上下限。2025年,市场参考价为0.463元/千瓦时,年度交易成交均价上限暂定为0.554元/千瓦时,下限暂定为0.372元/千瓦时。2025年广东省年度交易电价为0.392元/千瓦时,若2026年广东电力中长期交易价格不突破20%下浮下限,年度交易电价至多同比下降0.02元/千瓦时。

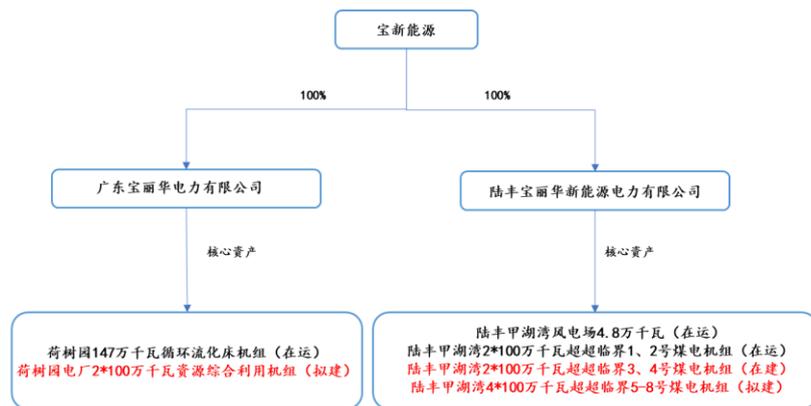
公司：展望未来，产能高弹性 or 分红能力提升

2020-2024 年，宝新能源度电净利润较我们选取的其他代表性火电公司具有显著优势，主要得益于：1) 荷树园电厂 0.15 元/千瓦时市场化交易电价以外的资源综合利用电价；2) 沿海火电民企，煤炭采购更为灵活，现货比例高，煤价下行周期入炉标煤单价降幅更大；3) 火电其他度电成本位于用于比较的代表性火电公司的中下水平。展望未来，若公司持续推动在建、拟建的 800 万千瓦煤电机组建设，假设 2030 年底前全面运行，我们测算对归母净利润的增厚幅度相当于公司 2024 年的 132%，2025-2030 年归母净利润 CAGR15%。若不投资拟建机组，我们预计公司 2026-27 年的可供分配现金流占当年归母净利比例高达 84%/88%，分红能力有望大幅提升。但截至 2025/8/13，公司 PB (LF) 仅 0.8x，我们认为公司 PB 被显著低估。

荷树园电厂资源综合利用电价支撑盈利能力的 alpha

广东宝丽华电力有限公司和陆丰宝丽华新能源电力有限公司是公司利润核心来源。其中，广东宝丽华电力有限公司（简称“宝丽华电力”）持有资产主要系荷树园 147 万千瓦循环流化床机组，陆丰宝丽华新能源电力有限公司（简称“陆丰电力”）持有陆丰甲湖湾 4.8 万千瓦风电场和 200 万千瓦超超临界煤电机组。2020-2024 年，上述两家全资子公司每年对公司的净利润贡献超过 74%。

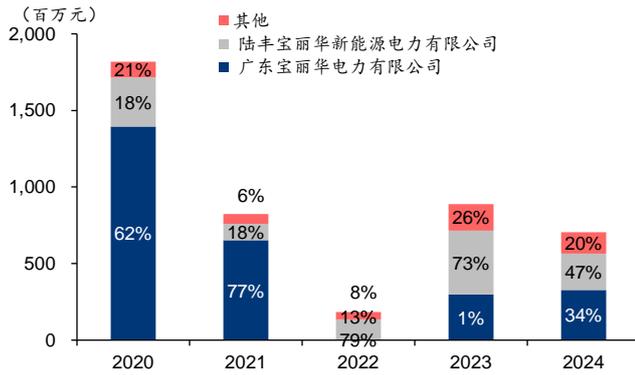
图表23：公司控股发电资产



资料来源：公司公告、华泰研究

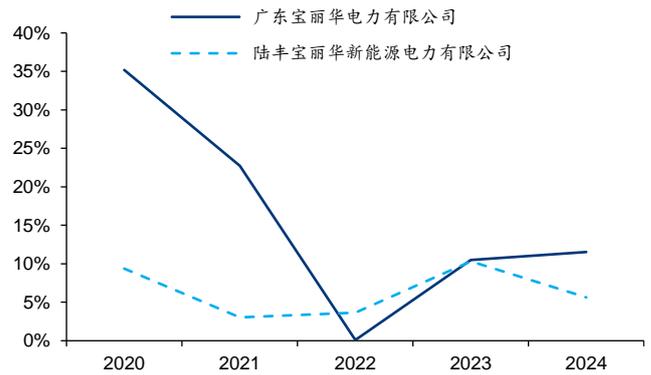
宝丽华电力 ROE 多数年份显著高于陆丰电力，主因荷树园电厂拥有额外资源综合利用电价。2020、2021 和 2024 年，宝丽华电力的 ROE 分别为 35%、23%和 12%，显著高于陆丰电力的 9%、3%和 6%，主要系荷树园电厂拥有额外资源综合利用电价 0.15 元/千瓦时。2022 年宝丽华电力 ROE 低于陆丰电力，主要系煤价处于高位，陆丰电力的超超临界机组煤耗低且离港口近，煤价上涨周期燃料成本控制力较宝丽华电力更强。2023 年，陆丰电力和宝丽华电力 ROE 水平相当，主要系当年陆丰电厂利用小时数同比大幅提升。

图表24：公司净利润核心来源



资料来源：公司公告、华泰研究

图表25：荷树园电厂 ROE 显著高于陆丰电厂



注：ROE=当年净利润/当年净资产

资料来源：公司公告、华泰研究

宝新能源火电度电净利润显著高于其他代表性火电公司。我们选择华能国际、华电国际、华润电力作为全国型火电代表，浙能电力、皖能电力、粤电力作为省属火电代表，其中粤电力火电资产和宝新能源一样主要分布在广东省。2020-2024年火电盈利经历了三轮周期，2020年煤价低位下行火电盈利优异，2021-2022年煤价上行周期，哪怕煤电市场化交易电价改革推动煤电电价提升，火电企业亏损严重，2023-2024年煤价快速下降，火电盈利修复时期。2020-2024年，宝新能源火电度电净利润显著高于其他公司的平均水平，较同省的粤电力也具有盈利优势，荷树园的0.15元/千瓦时资源综合利用电价起到关键作用。

图表26：火电公司度电净利润对比（分/千瓦时）

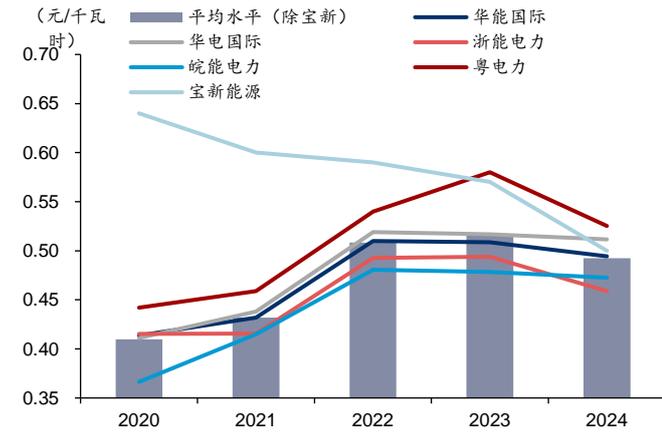
	华能国际	华电国际	浙能电力	皖能电力	华润电力	粤电力	宝新能源	平均度电净利（除宝新能源）
2020	2.5	3.1	3.4	1.8	2.7	3.5	15.4	2.8
2021	-4.1	-5.1	-2.6	-4.9	-3.6	-5.4	3.3	-4.3
2022	-3.4	-2.2	-4.8	-1.7	-2.1	-5.6	0.9	-3.3
2023	0.5	0.6	2.2	1.1	1.7	2.4	4.2	1.4
2024	2.0	1.8	3.2	3.1	2.6	1.0	3.5	2.3

注：1) 华电国际度电净利润=度电利润总额*(1-25%所得税率)；2) 华润电力用当年年报汇率换算为人民币利润；3) 测算时还原资产减值

资料来源：各公司公告、Wind、华泰研究测算

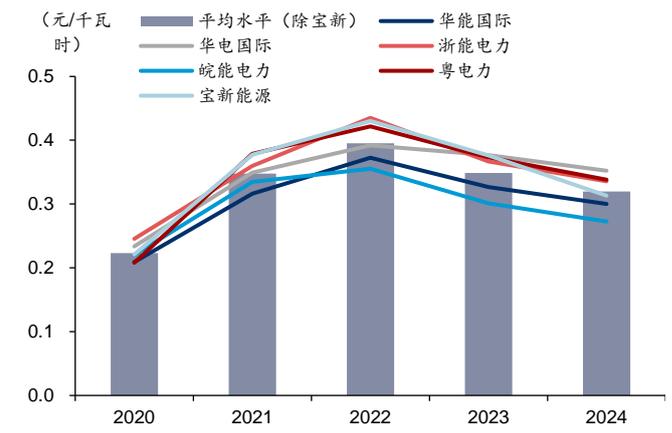
2023-2024年陆丰电厂的电量贡献增加导致宝新能源较其他代表性火电公司的点火价差领先优势有所减弱，但仍高于其他代表性火电公司平均水平。各省份燃煤基准电价差异主要是各省份用煤成本不同导致的，因此从点火价差的角度进行对比更为公平。2020-2022年，虽陆丰电厂已投产，但电量增量贡献相对较小，荷树园电厂对公司火电点火价差贡献较大，因此公司点火价差大幅领先于其他代表性火电公司。2023年，粤电力点火价差为0.140元/千瓦时，超过宝新能源的0.128元/千瓦时，主要系当年广东省年度长协电价处于高位，煤价下行粤电力点火价差大幅修复，但宝新能源点火价差相对较低的陆丰电厂电量贡献增加拉低平均水平。2024年，广东年度长协电价同比大幅下降，粤电力点火价差收窄至0.127元/千瓦时，宝新能源逆势提升至0.129元/千瓦时，但皖能电力（点火价差更高的疆电外送电厂完整投产年度）超过。

图表27: 火电公司上网电价对比



资料来源: 各公司公告、Wind、华泰研究

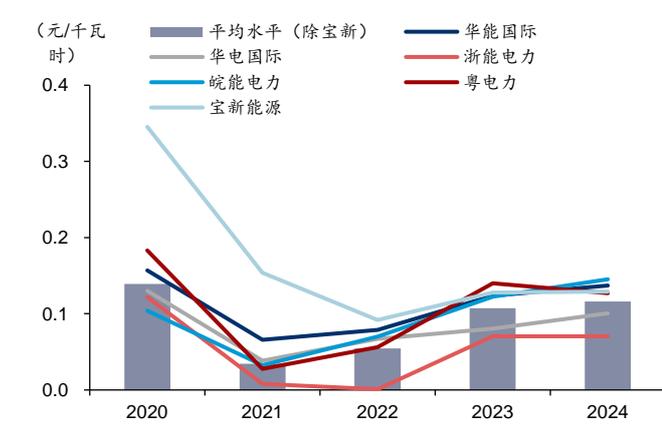
图表28: 火电公司单位燃料成本对比



资料来源: 各公司公告、Wind、华泰研究

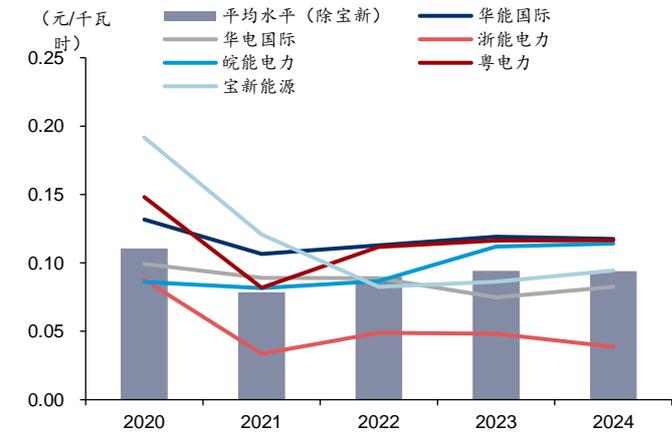
2022-2024 年, 宝新能源火电其他度电成本较其他代表性火电公司平均水平更低。宝新能源 2022-2024 年火电其他度电水平较 2020-2021 年显著下降主要系折旧费用减少, 2024 年公司折旧费用为 5.74 亿元, 较 2020 年下降 20.2%。2022-2024 年, 宝新能源火电其他度电成本较其他火电公司平均水平更低, 总体看处于对比公司中的中下水平, 浙能电力优势最为突出, 华电国际 2023-2024 年其他度电成本也低于宝新能源, 我们认为或与华电国际财务费用快速下降有关。

图表29: 火电公司点火价差对比



资料来源: 各公司公告、Wind、华泰研究

图表30: 火电公司其他度电成本对比



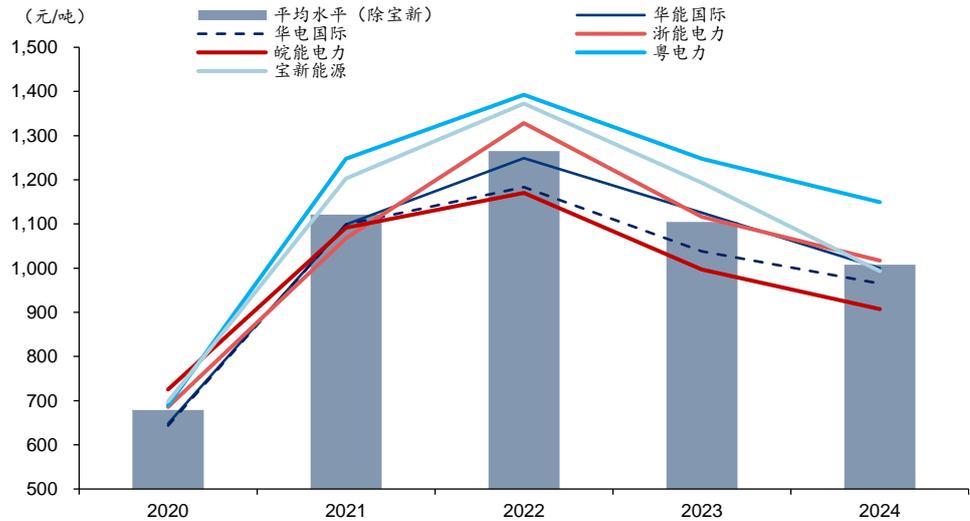
注: 其他度电成本=点火价差-度电净利润

资料来源: 各公司公告、Wind、华泰研究

现货煤采购比例高, 煤价下行周期成本端更受益

2023-2024 年的煤价下行周期, 宝新能源入炉标煤单价较其他代表性火电公司下降更快速。沿海火电公司优势在于煤炭采购策略更为灵活, 而宝新能源作为民营企业相对央、国企长协煤的采购比例更低, 因此在煤价快速下降周期, 公司燃料成本端的下降会更为灵敏。皖能电力: 入炉标煤单价具有显著优势的疆电外送机组 (靠近煤源, 疆煤更便宜) 江布电厂 2023 年开始投产, 2024 年为完整投产年度, 因此其 2023、2024 年入炉标煤单价下降较快。除此之外, 2023-2024 年的煤价下降周期, 宝新能源 2023/2024 年入炉标煤单价同比下降 13%/17%, 较其他大多数火电公司更快速。浙能电力 2023 年入炉标煤单价同比下降 16% 主要系其也为沿海火电公司, 现货煤采购比例相对较低, 且有一定比例进口煤采购。

图表31：火电公司入炉标煤单价对比



注：上图中百分比加总不等于 100% 主要系月度累计成交量（计算时的分母）含月度集中交易中用电-用电部分，故累计成交量大于煤电、气电和核电交易电量之和
资料来源：广东电力交易中心、华泰研究

发展或分红，任一情景下价值被低估

800 万千瓦在建、拟建煤电若全部投产对归母净利润的增厚幅度相当于 2024 年的 132%。公司目前拥有在建煤电 200 万千瓦，拟建煤电 600 万千瓦。考虑：1) 公司 2025/7/15 公告预计 1H25 归母净利润同比增长 42.1%-58.5% 至 5.2-5.8 亿元；2) 2025 年广东煤电综合电价或已见底；理论上交易电价规则不发生大的变化，煤价不大幅上涨，未来公司火电盈利较 2024 年更强，但考虑在建、拟建煤电中 3/4 是盈利能力相对荷树园电厂更弱的陆丰电厂，我们假设机组度电盈利水平为 2024 年的 3 分（低于 2024 年的 3.5 分），利用小时数选取我们预测的广东煤电 2026/2027 年利用小数的孰低值 4095 小时，800 万千瓦煤电全部投产后将贡献 9.3 亿元归母净利润，增厚幅度相当于公司 2024 年归母净利润的 132%，假设 2030 年前全部投产，2025-2030 年归母净利润 CAGR15%。

图表32：公司在建、拟建煤电机组或带来盈利弹性测算

装机 (万千瓦)	800
利用小时数 (小时)	4095
发电量 (亿度)	328
上网电量 (亿度)	310
厂用电率	5.40%
度电净利润 (元/千瓦时)	0.03
归母净利润增厚 (亿元)	9.3
2024 年归母净利润 (亿元)	7.1
较 2024 年归母净利润增厚比例	132%
2025-2030 年利润 CAGR	15%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

若不投资建设拟建机组，公司 2026-2027 年分红能力有望大幅提升。考虑广东地区在建、拟建火电规模较大，极端情况下若火电投资回报不足以吸引公司新建煤电机组，即拟建的 600 万千瓦不建设，根据我们对公司的盈利预测模型，我们预计公司 2026-2027 年的可供分配现金流占当年归母净利润的比例高达 84%/88%。

图表33： 公司 2025-2027 年可供分配现金流测算

	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	1695	1930	2220
投资活动产生的现金流量净额	-1478	-1334	-1416
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-326	-495	-508
筹资活动产生的现金流量净额	-100	-55	-124
财务费用	60	110	111
可供分配现金流	385	927	1076
可供分配现金流/归母净利润	36%	84%	88%

注：公司可供分配现金流为华泰测算值，可供分配现金流=经营净现金流+投资净现金流+（筹资净现金流+分配股利、利润或偿付利息支付的现金）-财务费用

资料来源：华泰研究预测

但公司 PB (LF) 仅 0.8x，显著低于代表性火电公司。截至 2025/8/13 收盘，公司 PB (LF) 仅 0.8x，显著低于代表性火电公司平均水平的 1.3x。2025 年年度长协电价同比下降 5.3 分的浙能电力 PB (LF) 在其他代表性火电公司中处于较低水平，但也有 1xPB，同在广东区域的粤电力 A 的 PB(LF) 为 1.1x。1Q25，浙能电力/粤电力 A/皖能电力归母净利润同比下降 40.8%/403.2%/2.0%，宝新能源归母净利润同比增长 46.4%。我们认为公司 PB 水平被显著低估。

图表34： 火电公司 PB (LF)

公司名称	PB(LF)
浙能电力	1.0
粤电力 A	1.1
皖能电力	1.0
华能国际	2.0
华电国际	1.3
平均	1.3
宝新能源	0.8

注：数据日期为 2025/8/13，未列示华润电力主要考虑港股估值和 A 股差异较大

资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测与估值

2025 年得益于市场煤价下行，考虑陆丰 3、4 号机组 2026 年陆续投产，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润同比+51.6%/+2.7%/+11.8%至 10.70/10.98/12.28 亿元。我们预计公司 2025 年 BPS 为 5.95 元，参考可比公司 25E PB 的 Wind 一致预期为 1.0x，给予公司 1.0x 目标 PB，对应目标价 5.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测

火电业务是公司主要收入来源，2023 年广东全社会用电量同比增长 8%，促使公司火电发电量同比大幅提升 11.6%，从而带动公司营收同比增长 9.1%。2024 年广东全社会用电量同比增速较 2023 年放缓，外来电增加及新能源装机大量增长挤压火电利用小时数，同时广东 2024 年度长协电价同比下降 8.8 分，导致公司 2024 年营收同比大幅下降 23.1%。2025-2027 年，结合我们对公司发电业务的核心假设，我们预计公司营收将同比-4.5%/+17.7%/+15.9%至 75.48/88.87/102.99 亿元。

图表 35：预计公司 2025/2026/2027 年营业收入同比-4.5%/+17.7%/+15.9%

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	百万元	9,415	10,275	7,904	7,548	8,887	10,299
	yoy	%	9.1	(23.1)	(4.5)	17.7	15.9
发电	百万元	9,152	9,902	7,887	7,531	8,870	10,282
	yoy	%	8.2	(20.3)	(4.5)	17.8	15.9
火电	百万元	9,122	9,872	7,865	7,509	8,848	10,260
	yoy	%	8.2	(20.3)	(4.5)	17.8	16.0
风电	百万元	30	30	22	22	22	22
	yoy	%	(2.3)	(25.6)	(0.5)	0	0
其他	百万元	263	373	17	17	17	17

资料来源：公司公告、华泰研究预测

发电业务核心假设：

- 控股装机容量：**截至 2024 年底，公司控股火电装机容量为 347 万千瓦，考虑陆丰甲湖湾电厂 3、4 号机组 200 万千瓦装机 2022 年 9 月开工并仍处于在建状态，我们假设 2026 年投产，即预计 2025-2027 年公司火电装机容量为 347/547/547 万千瓦。公司无在建、拟建风电项目，因此我们预计 2025-2027 年公司控股风电装机容量与 2024 年底持平。
- 利用小时数：**公司火电利用小时数受广东电力供需情况影响较大，根据公司 2025/7/15 公告的 2025 年半年度业绩预告，1H25，因广东省全社会用电量同比增长，公司发电量、上网电量同比增加，我们预计公司 2025 年火电利用小时数同比+2%至 5513 小时；结合上文我们对 2026-2027 年广东省煤电利用小时的趋势判断，预计公司 2026-2027 年煤电利用小时数同比-4.7%/-3.8%至 5191/4992 小时。风电发电量在公司总发电量中占比较小，且 2024 年风电利用小时数较 2022-23 年显著偏低，我们假设 2025-2027 年，公司风电利用小时数维持 2024 年的水平。
- 发电量、上网电量：**发电量预测值=（当年年初装机容量+当年年末装机容量）/2*利用小时数，因此我们测算公司 2025-2027 年火电发电量将同比+2.0%/+22.4%/+17.5%至 191.3/234.1/275.0 亿千瓦时，风电发电量将维持 2024 年 0.4 亿千瓦时的水平。2022-2024 年，公司火电和风电的厂用电率较为稳定，2024 年火电/风电的厂用电率分别为 5.4%/2.3%。上网电量预测值=发电量预测值*（1-厂用电率），因此我们预计公司 2025-2027 年火电上网电量将同比+2.0%/+22.4%/+17.5%至 180.9/221.4/260.1 亿千瓦时，风电上网电量将维持 2024 年 0.4 亿千瓦时的水平。
- 平均上网电价：**2024/1/1 开始，广东火电执行两部制电价，即容量电价+电量电价。2024-2025 年广东火电容量电价为 100 元/千瓦，根据 2023/11/10，国家发改委和国家能源局公布的《关于建立煤电容量电价机制的通知》（发改价格〔2023〕1501 号），2026 年起容量电价从 2024-2025 年的每年 100 元/千瓦提升至 165 元/千瓦。容量电价的度电水平=容量电价（元/千瓦）/利用小时数。电量电价层面，除荷树园电厂 147 万千瓦循环流化床机组享有额外 0.15 元/千瓦时资源综合利用电价，公司所有火电发电量电力电价均由广东电力市场化交易形成，2025 年广东年度长协电价为 0.392 元/千瓦时，考

虑煤价同比下降，假设 2026-2027 年广东中长期交易电价为 0.372 元/千瓦时（已较燃煤基准电价顶格下浮）。综上，我们预计公司火电 2025-2027 年平均上网电价（含税）同比下降 6.4%/3.7%/1.3%至 0.469/0.452/0.446 元/千瓦时。预计公司风电 2025-2027 年平均上网电价（含税）维持 2024 年 0.59 元/千瓦时水平。

图表36：公司发电业务核心假设

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
控股装机容量	万千瓦	351.8	351.8	351.8	351.8	551.8	551.8
火电		347	347	347	347	547	547
风电		4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
利用小时数	小时	5,277	5,888	5,343	5,450	5,191	4,992
	yoy	%	11.6	(9.3)	2.0	(4.7)	(3.8)
火电	小时	5,335	5,955	5,405	5,513	5,237	5,028
	yoy	%	11.6	(9.2)	2.0	(5.0)	(4.0)
风电	小时	1,042	1,063	896	896	896	896
发电量	亿千瓦时	185.6	207.1	188.0	191.7	234.5	275.5
	yoy	%	11.6	(9.3)	2.0	22.3	17.4
火电	亿千瓦时	185.1	206.6	187.6	191.3	234.1	275.0
	yoy	%	11.6	(9.2)	2.0	22.4	17.5
风电	亿千瓦时	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
上网电量	亿千瓦时	176.0	196.1	177.8	181.4	221.8	260.5
	yoy	%	11.4	(9.3)	2.0	22.3	17.4
火电	亿千瓦时	175.5	195.6	177.4	180.9	221.4	260.1
	yoy	%	11.5	(9.3)	2.0	22.4	17.5
厂用电率	%	5.2	5.3	5.4	5.4	5.4	5.4
风电	亿千瓦时	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
厂用电率	%	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3
平均上网电价	元/千瓦时，含税	0.588	0.571	0.501	0.469	0.452	0.446
	yoy	%	-3	(12.2)	(6.4)	(3.7)	(1.3)
火电	元/千瓦时，含税	0.590	0.570	0.500	0.469	0.452	0.446
	yoy	%	(3.4)	(12.3)	(6.2)	(3.7)	(1.3)
风电	元/千瓦时，含税	0.690	0.670	0.590	0.590	0.590	0.590

资料来源：公司公告、华泰研究预测

预计公司 2025-2027 年营业成本同比-12.7%/+20.5%/+16.8%至 58.71/70.74/82.61 亿元。

火电公司主要成本为原材料成本，2022-2024 年公司供电煤耗较为稳定，考虑国家节能降耗要求及更低能耗的陆丰 3、4 号超超临界机组有望在 2026 年投产，我们假设 2025-2027 年公司供电标煤耗同比下降 2/2/0 克/千瓦时至 313/311/311 克/千瓦时。耗煤量=供电标煤耗*火电上网电量，因此我们测算公司 2025-2027 年耗煤量为 567/689/810 万吨。

我们测算不考虑库存/考虑一个月库存煤，假设 7 月 25 日后秦皇岛 5500kcal 市场煤价维持 7 月 25 日 650 元/吨水平，2025 年全年秦皇岛 5500kcal 市场煤平均价格为 670/681 元/吨。由于市场煤价快速下降，公司燃煤采购策略基本以国内市场煤为主，参考秦皇岛市场煤价趋势，我们预计公司 2025 年入炉标煤单价同比-16.7%至 828 元/吨，2026-2027 年暂预计维持 2025 年水平。因此我们预计公司 2025-2027 年原材料成本同比-15.5%/+21.6%/+17.5%。

2022-2024 年，公司折旧呈现下行趋势，由于 2025 年无新增装机投产，我们保守预计 2025 年折旧同比持平，2026/2027 年折旧因陆丰 3、4 号机组投产而增加至 7.34/8.94 亿元。2022-2024 年，公司人工成本有所波动，考虑 2025 年无新增机组，2026/2027 年陆丰 3、4 号机组投产，预计 2025-2027 年人工成本同比增长 0.1/0.3/0.3 亿元至 1.8/2.1/2.4 亿元。2022-2024 年能源和制造费用呈现增长趋势，主要是数据口径有所变化，我们预计 2025-2027 年该费用维持 2024 年 4.25 亿元水平。

图表37： 预计公司 2025/2026/2027 年营业成本同比-12.7%/+20.5%/+16.8%

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业成本	百万元	8,904	8,882	6,725	5,871	7,074	8,261
	yoy	%	(0.3)	(24.3)	(12.7)	20.5	16.8
发电	百万元	8,724	8,589	6,725	5,871	7,074	8,261
	yoy	%	(1.6)	(21.7)	(12.7)	20.5	16.8
原材料	百万元	7,550	7,362	5,556	4,692	5,706	6,703
	yoy	%	(2.5)	(24.5)	(15.5)	21.6	17.5
供电标煤耗	克/千瓦时	313	315	315	313	311	311
耗煤量	万吨	550	617	559	567	689	810
入炉标煤单价	元/吨, 不含税	1,373	1,193	993	828	828	828
	yoy	%	(13.1)	(16.8)	(16.7)	0	0
秦皇岛 5500kal 市场价	含税, 元/吨	1,250	965	880	670	670	670
	yoy	%	(22.8)	(8.8)	(23.9)	0	0
单位燃料成本	元/千瓦时, 含税	0.430	0.376	0.313	0.259	0.258	0.258
	yoy	%	(12.5)	(16.8)	(17.2)	(0.6)	0
折旧	百万元	693	636	574	574	734	894
人工	百万元	163	180	170	180	210	240
能源和制造费用	百万元	318	411	425	425	425	425

资料来源：公司公告、华泰研究预测

期间费用率：公司销售费用率较低，2024 年仅 0.09%，我们预计 2025-2027 年维持 2024 年水平。2022-2024 年，公司管理费用率呈现小幅上行趋势，我们预计 2025-2027 年公司管理费用率较 2024 年提升 0.3pp 至 2.7%，对应管理费用为 2.05/2.42/2.80 亿元。2022-2024 年，因公司持续偿还有息负债及市场利率下降，公司财务费用呈现快速下行趋势，考虑 2025 年无新增机组，1Q25 公司财务费用同比+4.5%至 624 万元，2026 年陆丰 3、4 号或投产带来新增财务费用，我们预计 2025-2027 年公司财务费用为 0.60/1.10/1.11 亿元，对应财务费用率 0.8%/1.2%/1.1%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润同比 +51.6%/+2.7%/+11.8% 至 10.70/10.98/12.28 亿元。

图表38： 预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润同比+51.6%/+2.7%/+11.8%

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	百万元	5.01	8.20	6.97	6.66	7.84	9.08
	费用率	%	0.05	0.08	0.09	0.09	0.09
管理费用	百万元	188	239	191	205	242	280
	费用率	%	2.0	2.3	2.4	2.7	2.7
财务费用	百万元	164	93	52	60	110	111
	费用率	%	1.7	0.9	0.7	0.8	1.2
归母净利润	百万元	183	889	706	1,070	1,098	1,228
	yoy	%		385.1	(20.6)	51.6	2.7

资料来源：公司公告、华泰研究预测

估值

可比公司选择：前文我们选取了部分代表性火电公司，将其火电业务与公司情况进行了对比。在估值可比公司的选择上，考虑宝新能源为广东区域火电公司，我们选择了同为区域电力平台的浙能电力、粤电力 A、皖能电力。

即使粤电力 A 2025/2026 年 Wind 一致预期 PE 水平较高（2025 年广东长协电价大幅下降及 1Q25 机组检修导致粤电力 1Q25 归母净利润为-3.83 亿元），造成可比公司 25/26E PE 均值较高，我们没有将其从可比公司中剔除，主要系粤电力 A 与宝新能源同为广东区域火电公司，且粤电力 A 对广东火电情况具有一定代表性。为了更公允地对宝新能源进行可比估值，我们采用 PB 估值法。

我们预计公司 2025 年 BPS 为 5.95 元，参考可比公司 25E PB 的 Wind 一致预期为 1.0x，给予公司 1.0x 目标 PB，对应目标价 5.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
		2025/8/13	2025/8/13	25E	26E	25E	26E	25E	26E
浙能电力	600023 CH	5.19	69,591	10	9	0.9	0.9	9%	9%
粤电力 A	000539 CH	4.69	24,624	32	22	1.0	1.0	3%	5%
皖能电力	000543 CH	7.12	16,140	7	7	1.0	0.9	13%	12%
平均值				17	13	1.0	0.9	8%	9%
宝新能源	000690 CH	4.75	10,335	10	9	0.8	0.8	9%	8%

注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示

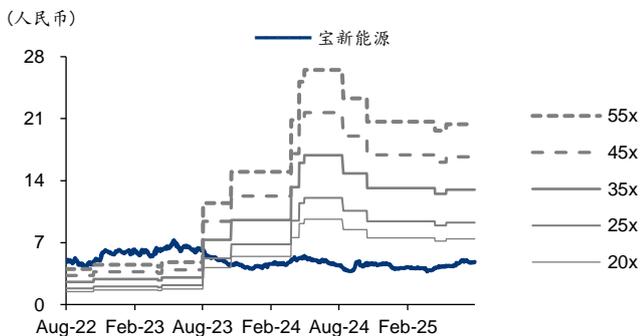
煤价高于预期。我们在对公司 2025-2027 年入炉标煤单价进行假设时，参考了秦皇岛 5500kcal 市场煤价每年同比变化，同时假设秦皇岛 5500kcal 市场煤价 2025 年 7 月 26 日-12 月 31 日的均价维持 7 月 25 日 650 元/吨的水平，但若实际市场煤价高于预期，公司入炉标煤单价也将超出预期，导致公司归母净利润低于预期。

电价政策变化风险。在现有电价政策下，我们预期 2026 年起火电容量电价提升至 165 元/千瓦，2026-27 年广东中长期交易电价为 0.372 元/千瓦时，但若容量电价和市场化交易电价政策发生变化，如中长期交易电价下限突破较基准电价下浮 20% 的幅度，公司未来上网电价或低于预期，导致公司归母净利润低于预期。

测算与实际偏差风险。我们对广东 2025-2027 年电力供需进行了预测，但若煤价和电价水平或政策，火电核准和建设的意愿或进展发生变化，我们的测算结果与实际情况可能产生偏差。

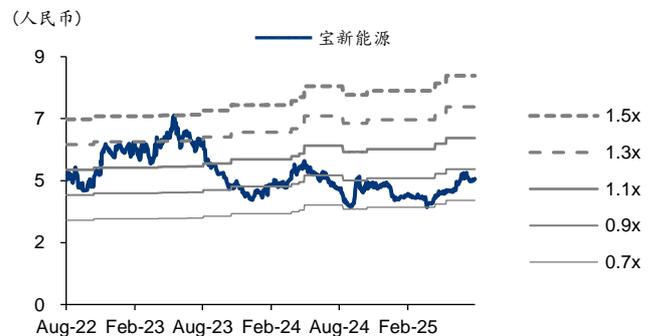
其他潜在风险。1) 公司 2025/3/15 公告：“因涉嫌信息披露等违法违规，中国证监会决定对公司实际控制人叶华能先生立案。中国证监会同时对公司前董事长宁远喜先生下发了《立案告知书》。公司生产经营情况一切正常，上述事项不会影响公司正常的生产经营活动。”2) 2025/7/16 公司在投资者互动平台回答投资者提问称“公司前董事长宁远喜、前董事温惠涉嫌职务侵占案目前处于法院审理阶段，相关信息请以法院判决为准；涉及信息披露义务的，公司将严格按照规定履行信披义务。”

图表40：宝新能源 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表41：宝新能源 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 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。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

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

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华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。

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

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

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

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2025年华泰证券股份有限公司