

分红提升助跻身水电高股息第一梯队

华泰研究

2026年4月19日 | 中国内地

年报点评

发电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

19.63

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

康琪*

SAC No. S0570124070105

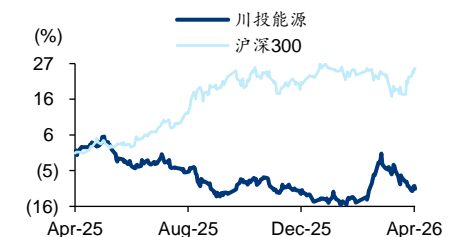
联系人

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

基本数据

收盘价(人民币 截至4月17日)	14.52
市值(人民币百万)	70,779
6个月平均日成交额(人民币百万)	359.88
52周价格范围(人民币)	13.72-17.52

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	1,668	1,937	1,947	1,962
+/-%	3.65	16.18	0.48	0.79
归属母公司净利润(百万)	4,754	4,785	5,054	5,295
+/-%	5.47	0.65	5.62	4.76
EPS(最新摊薄)	0.98	0.98	1.04	1.09
ROE(%)	10.93	10.39	10.41	10.33
PE(倍)	14.89	14.79	14.00	13.37
PB(倍)	1.58	1.50	1.42	1.34
EV EBITDA(倍)	15.64	16.26	15.75	15.37
股息率(%)	3.44	3.38	3.57	3.74

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

2025年,公司实现营收16.68亿元,同比+3.65%;归母净利润47.54亿元,同比+5.47%,低于我们预期的48.72亿元,主要是国能大渡河对公司投资收益贡献不及预期。1Q26,公司营收同比-9.56%至3.29亿元,归母净利润同比-1.76%至14.53亿元,位于我们1Q26前瞻报告预期13.72-16.15亿元的偏下区间。2025年公司DPS同比+0.1元/股至0.5元/股,分红比例自2024年的43.26%提升至51.27%,股息率为3.44%。公司承诺2026-2028年现金分红比例不低于当年归母净利润的50%,我们认为分红比例的提升强化了公司高股息属性,进一步凸显其水电资产稳健现金流与长期配置价值,维持“买入”评级。

2025年公司控股水电发电量同比+15.40%, 1Q26量价暂承压

2025年,公司控股水电实现发电量63.56亿千瓦时,同比+15.40%,主要是报告期内公司控股的银江水电站全面投产。1Q26,由于:1)来水同比下降;2)新投产的银江水电站尾工影响和在运电站停机检修,公司水电发电量同比-6.73%至8.45亿千瓦时。2025年公司水电不含税上网电价同比-4.88%至0.195元/千瓦时,主要是:1)市场化电价同比下降;2)银江水电站投产使得公司在相对低电价的丰水期电量占比提升。1Q26,公司水电不含税上网电价同比-2.58%至0.340元/千瓦时,主要是市场化电价水平同比下降。2025年大渡河对公司投资收益贡献同比-1.04亿元至2.82亿元,我们认为随着大渡河新水电站陆续投产,其对公司投资收益贡献将逐步增长。

雅砻江2025年净利润同比+11.59%, 1Q26净利润或同比略下降

2025年,雅砻江水电上网电量同比-6.24%至866.74亿千瓦时,我们测算平均含税上网电价(收入/雅砻江水电售电量*(1+增值税比例))同比+2.22%至0.321元/千瓦时,我们认为可能是杨房沟水电站正式电价高于公司在以往财报中计入的临时电价。雅砻江水电2025年营收同比-4.16%至246.55亿元,但净利润同比+11.59%至92.24亿元,主要是上年同期存在一次性因素导致净利润基数偏低。1Q26,虽然雅砻江水电因上年核心水电站蓄水量同比下降及当期来水同比偏枯而上网电量同比-9.95%,但公司实现对联合营企业投资收益14.55亿元,同比仅-1.30%,我们认为可能是:1)其他联合营企业投资收益贡献同比提升;2)雅砻江水电上网电价水平较高。

承诺2026-2028年分红比例不低于50%, 高股息属性强化

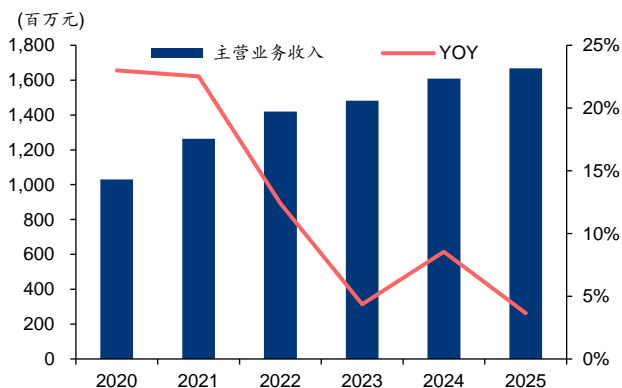
2025年,公司分红比例自2024年的43.26%提升至51.27%,股息率为3.44%,股息率跻身水电公司第一梯队。同时,公司承诺2026-2028年现金分红比例不低于当年归母净利润的50%,我们认为分红比例的提升强化了公司高股息属性,进一步凸显其水电资产稳健现金流与长期配置价值。

目标价19.63元, 维持“买入”评级

考虑国能大渡河2025年对公司投资收益贡献不及预期及水电站投产进度慢于预期,我们下调国能大渡河2026-27年对公司投资收益贡献21.1%/13.2%至4.06/4.81亿元,从而下调公司2026-27年归母净利润预测3.0%/2.2%至47.85/50.54亿元,预计2028年归母净利润为52.95亿元,对应EPS0.98/1.04/1.09元。参考可比公司Wind一致预期26年平均PE17.7x,看好雅砻江水风光一体化发展带来长期价值提升,给予公司26年20x目标PE,对应目标价19.63元(前值:21.25元基于21.0x 26E PE)。

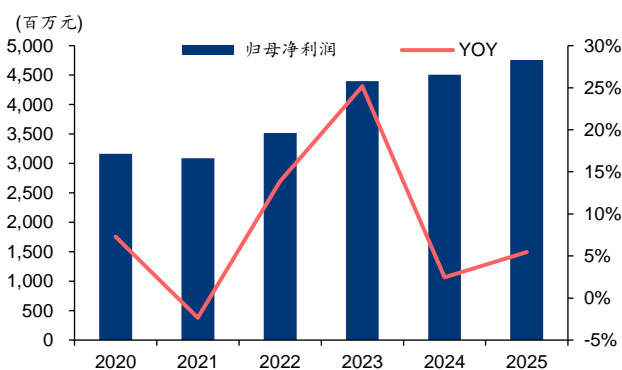
风险提示: 来水偏枯导致水电发电量不及预期; 水电上网电价不及预期。

图表1: 公司营业收入及其同比增速



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 公司归母净利润及其同比增速



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 季度实际与预测对比

		1Q24	2Q24	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	YoY	QoQ	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	257.84	345.64	483.08	522.43	363.98	347.81	428.50	527.36	329.18	-9.6%	-37.6%	330.42	-5.0%	0.4%
营业成本	Rmb mn	143.66	190.61	180.22	271.06	159.94	219.84	181.36	261.10	151.26	-5.4%	-42.1%	213.24	-3.0%	41.0%
毛利率	%	44.28	44.85	62.69	48.12	56.06	36.79	57.68	50.49	54.05	-2.01	3.6	35.46	-1.3	-18.6
销售及管理费用	Rmb mn	38.89	48.42	41.98	92.02	39.63	54.14	43.42	96.02	35.08	-11.5%	-63.5%	51.43	-5.0%	46.6%
研发费用	Rmb mn	6.89	10.42	7.85	9.45	7.47	12.30	7.17	9.58	7.84	5.0%	-18.2%	11.69	-5.0%	49.0%
财务费用	Rmb mn	104.21	111.36	128.22	112.25	100.66	144.84	118.78	102.29	114.79	14.0%	12.2%	137.60	-5.0%	19.9%
联合营公司投资收益	Rmb mn	1324.93	1049.65	2020.12	109.14	1474.24	1066.62	1689.25	511.54	1455.13	-1.3%	184.5%	1013.29	-5.0%	-30.4%
营业利润	Rmb mn	1295.37	1055.54	2207.52	142.36	1532.37	989.22	1817.82	584.01	1484.05	-3.2%	154.1%	929.75	-6.0%	-37.4%
税前利润	Rmb mn	1297.01	1055.70	2207.33	141.80	1532.77	989.26	1817.47	582.84	1483.97	-3.2%	154.6%	929.75	-6.0%	-37.3%
所得税	Rmb mn	12.21	12.13	32.10	15.20	18.45	11.40	17.58	19.91	18.57	0.7%	-6.7%	10.71	-6.0%	-42.3%
少数股东损益	Rmb mn	11.87	14.30	55.49	40.80	35.63	-4.50	39.63	30.10	12.75	-64.2%	-57.6%	-4.23	-6.0%	-133.2%
归母净利润	Rmb mn	1272.93	1029.27	2119.73	85.80	1478.69	982.36	1760.25	532.85	1452.65	-1.8%	172.6%	923.26	-6.0%	-36.4%
非经常性损益	Rmb mn	4.52	7.31	18.46	12.13	1.89	3.93	6.51	0.68	4.23	123.8%	521.1%	3.69	-6.0%	-12.7%
净利润(扣非)	Rmb mn	1268.41	1021.96	2101.27	73.67	1476.80	978.43	1753.74	532.17	1448.42	-1.9%	172.2%	919.57	-6.0%	-36.5%
EPS	Rmb/sh	0.26	0.21	0.43	0.02	0.30	0.20	0.36	0.11	0.30	-1.8%	172.6%	0.19	-6.0%	-36.4%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.26	0.21	0.43	0.02	0.30	0.20	0.36	0.11	0.30	-1.9%	172.2%	0.19	-6.0%	-36.5%
发电量	Kwh mn	7.84	12.21	23.40	14.76	9.60	14.01	27.14	15.52	8.89	-7.4%	-43%	13.31	-5.0%	50%
上网电量	Kwh mn	7.7	12.03	23.04	14.45	9.45	13.86	26.63	15.21	8.71	-7.8%	-43%	13.17	-5.0%	51%
yoy	%	10.63	23.26	2.86	17.29	22.73	15.21	15.58	5.26	-7.83	-30.56	-13.09	-5.00	-20.21	2.83
上网电价(不含税)	RMB/kWh	0.295	0.233	0.183	0.231	0.354	0.226	0.130	0.234	0.344	-2.8%	47%	0.226	0.0%	-34%
yoy	%	-2.64	-4.93	-12.86	5.38	20.00	-2.79	-28.95	28.07	-2.82	-22.82	-30.89	0.00	2.79	2.82

资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究预测

图表4: 季度经营情况总结

运营数据概览		2025Q2	2025Q3	2025Q4	YOY	2025Q4 E	A vs E
发电量	Kwh mn	14.01	27.14	15.52	5.1%	16.88	-8.1%
上网电量	Kwh mn	13.86	26.63	15.21	5.3%	16.70	-8.9%
yoy	%	15.21	15.58	5.26	-12.0	15.59	-10.33
上网电价	RMB/kWh,tax						
excluded		0.226	0.130	0.234	1.3%	0.27	-14.0%
yoy	%	-2.79	-28.95	28.07	22.7	48.87	-20.80
财报数据总结							
总收入	Rmb mn	347.81	428.50	527.36	0.9%	668.80	-21.1%
营业成本	Rmb mn	219.84	181.36	261.10	-3.7%	331.33	-21.2%
毛利率	%	36.79	57.68	50.49	2.4	50.46	0.0
销售及管理费用	Rmb mn	54.14	43.42	96.02	4.3%	111.65	-14.0%
研发费用	Rmb mn	12.30	7.17	9.58	1.4%	11.97	-19.9%
财务费用	Rmb mn	144.84	118.78	102.29	-8.9%	101.77	0.5%
联合营公司投资收益	Rmb mn	1066.62	1689.25	511.54	368.7%	591.34	-13.5%
营业利润	Rmb mn	989.22	1817.82	584.01	310.2%	719.32	-18.8%
税前利润	Rmb mn	989.26	1817.47	582.84	311.0%	720.28	-19.1%
所得税	Rmb mn	11.40	17.58	19.91	31.0%	18.34	8.5%
少数股东损益	Rmb mn	-4.50	39.63	30.10	-26.2%	51.74	-41.8%
归母净利润	Rmb mn	982.36	1760.25	532.85	521.0%	650.21	-18.1%
非经常性损益	Rmb mn	3.93	6.51	0.68	-94.4%	0.83	-18.1%
净利润(扣非)	Rmb mn	978.43	1753.74	532.17	622.4%	649.38	-18.1%
EPS	Rmb/sh	0.20	0.36	0.11	521.0%	0.13	-18.1%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.20	0.36	0.11	622.4%	0.13	-18.1%
核心财务指标(core financial indicators)							
有效税率	%	1.15	0.97	3.42	-7.30	2.55	0.87
少数股东损益占比	%	-0.46	2.20	5.35	-26.88	7.37	-2.02

资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究预测

图表5：年度核心假设和财务预测

驱动概览		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
全国水电利用小时数	h	3683	3625	3648	3648	3648
运营数据概览						
发电量	Kwh mn	5821	6627	7034	7034	7034
上网电量	Kwh mn	5722	6515	6947	6947	6947
yoy	%	11.2	13.9	6.6	0.0	0.0
上网电价 (不含税)	RMB/kWh	0.252	0.234	0.261	0.260	0.260
yoy	%	2.5	-7.1	11.6	-0.3	0.0
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	5155	5387	5295	5621	5936
EBITDA	Rmb bn	5496	5801	5757	6108	6448
联合营公司投资收益	Rmb bn	4504	4742	4746	5058	5292
净利润	Rmb bn	4508	4754	4785	5054	5295
扣非净利润	Rmb bn	4465	4721	4752	5019	5258
EPS	Rmb/sh	0.93	0.98	0.98	1.04	1.09
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.92	0.97	0.97	1.03	1.08
BVPS	Rmb/sh	8.64	9.21	9.69	10.24	10.80
应收账款周转天数	days	175	173	150	156	163
应付账款周转天数	days	162	257	266	279	291
存货周转天数	days	35	40	37	38	40
经营净现金流	Rmb mn	879	763	941	991	1006
资本支出	Rmb mn	920	1187	930	697	866
自由现金流	Rmb bn	-41	-424	12	294	140
净负债	Rmb bn	18205	19832	22558	25018	27764
净负债率	%	41.5	42.4	45.8	48.1	50.5

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

图表6: 年度实际与预测对比

运营数据概览		2024A	2025A	YoY	2025E	A vs E
发电量	Kwh mn	5821	6627	14%	6763	-2%
上网电量	Kwh mn	5722	6515	14%	6664	-2%
yoy	%	11.2	13.9	2.6	16.5	-2.6
上网电价	RMB/kWh,tax excluded	0.252	0.234	-7%	0.246	-5%
yoy	%	2.5	-7.1	-9.6	-2.6	-4.5
财务数据总结						
总收入	Rmb mn	1609	1668	4%	1809	-8%
营业成本	Rmb mn	786	822	5%	892	-8%
毛利率	%	51.18	50.70	-1%	50.67	0%
销售及管理费用	Rmb mn	221	233	5%	249	-6%
研发费用	Rmb mn	35	37	6%	39	-6%
财务费用	Rmb mn	456	467	2%	466	0%
联合营公司投资收益	Rmb mn	4504	4742	5%	4821	-2%
营业利润	Rmb mn	4701	4923	5%	5059	-3%
税前利润	Rmb mn	4702	4922	5%	5060	-3%
所得税	Rmb mn	72	67	-6%	66	2%
少数股东损益	Rmb mn	122	101	-18%	122	-18%
归母净利润	Rmb mn	4508	4754	5%	4872	-2%
非经常性损益	Rmb mn	42	33	-22%	46	-28%
净利润(扣非)	Rmb mn	4465	4721	6%	4826	-2%
EPS	Rmb/sh	0.93	0.98	5%	1.00	-2%
EPS(扣非)	Rmb/sh	0.92	0.97	5%	0.99	-2%
DPS	Rmb/sh	8.64	9.21	7%	9.24	0%
核心财务指标						
有效税率	%	1.5	1.4	-0.2	1.3	0.1
少数股东损益占比	%	0.3	0.2	-0.1	0.2	0.0
分红比例	%	43.3	51.3	8.0	40.0	11.2
应收账款周转天数	days	175	173	-1%	166	4%
应付账款周转天数	days	162	257	59%	180	43%
存货周转天数	days	35	40	15%	33	20%
经营净现金流	Rmb mn	879	763	-13%	975	-22%
资本支出	Rmb mn	920	1187	29%	1081	10%
自由现金流	Rmb mn	-41	-424	937%	-106	299%
净负债	Rmb mn	18205	19832	9%	20624	-4%
净负债率	%	41.5	42.4	1.0	43.9	-1.5

资料来源: 公司公告、Wind、华泰研究预测

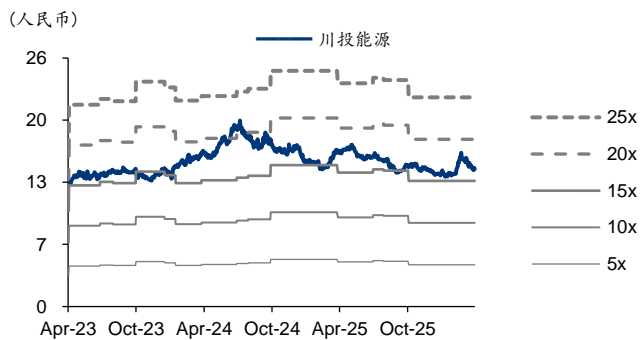
图表7: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
		2026/4/17	2026/4/17	26E	27E	26E	27E	26E	27E
长江电力	600900 CH	26.38	645,472	18.3	17.6	2.8	2.6	15.2%	15.1%
黔源电力	002039 CH	20.87	8,923	15.9	14.6	1.9	1.7	11.9%	11.9%
华能水电	600025 CH	9.51	177,182	18.9	18.1	2.0	1.9	10.7%	10.5%
平均值				17.7	16.8	2.2	2.1	12.6%	12.5%
川投能源	600674 CH	14.52	70,779	14.8	14.0	1.5	1.4	10.4%	10.4%

注: 可比公司的盈利预测采用 Wind 一致预期

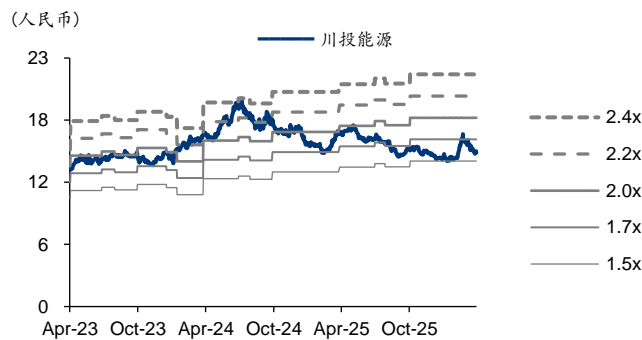
资料来源: Wind、华泰研究预测

图表8: 川投能源 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 川投能源 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,637	4,251	5,031	5,242	5,430
现金	873.53	1,457	2,184	2,346	2,477
应收账款	802.01	775.27	814.03	854.73	897.47
其他应收账款	107.05	110.42	115.94	121.74	127.82
预付账款	7.83	7.32	7.32	7.32	7.32
存货	79.17	100.25	105.26	110.53	116.05
其他流动资产	1,767	1,801	1,804	1,802	1,804
非流动资产	61,412	66,029	71,267	76,560	82,239
长期投资	46,468	49,833	54,579	59,637	64,929
固定投资	10,229	10,796	11,309	11,579	11,972
无形资产	494.66	470.34	491.50	515.78	504.68
其他非流动资产	4,220	4,930	4,888	4,828	4,833
资产总计	65,049	70,281	76,298	81,802	87,668
流动负债	5,629	6,597	6,539	7,603	8,920
短期借款	2,922	2,310	2,310	2,310	2,310
应付账款	429.44	729.29	765.76	804.05	844.25
其他流动负债	2,278	3,558	3,463	4,489	5,765
非流动负债	15,533	16,952	20,537	22,171	23,811
长期借款	7,420	5,688	9,272	10,906	12,546
其他非流动负债	8,113	11,264	11,264	11,264	11,264
负债合计	21,163	23,550	27,076	29,774	32,731
少数股东权益	1,748	1,843	1,986	2,130	2,272
股本	4,875	4,875	4,875	4,875	4,875
资本公积	8,232	8,228	8,228	8,228	8,228
留存公积	28,388	31,193	33,657	36,256	38,974
归属母公司股东权益	42,138	44,888	47,236	49,898	52,665
负债和股东权益	65,049	70,281	76,298	81,802	87,668

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	879.46	762.89	941.40	991.25	1,006
净利润	4,630	4,855	4,928	5,199	5,437
折旧摊销	340.68	413.54	461.92	486.89	512.17
财务费用	456.05	466.57	456.57	446.57	436.57
投资损失	(4,643)	(4,870)	(4,926)	(5,168)	(5,402)
营运资金变动	66.10	(128.27)	0.15	6.19	2.19
其他经营现金	29.17	26.46	20.50	20.60	20.76
投资活动现金	691.16	242.84	(773.65)	(611.98)	(788.43)
资本支出	(920.37)	(1,187)	(929.78)	(696.80)	(865.76)
长期投资	(1,714)	(2,194)	(4,746)	(5,058)	(5,292)
其他投资现金	3,326	3,624	4,902	5,143	5,370
筹资活动现金	(1,209)	(424.00)	559.59	(217.19)	(87.28)
短期借款	(370.15)	(611.45)	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,394	(1,733)	3,584	1,634	1,640
普通股增加	294.48	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,612	(3.98)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,139)	1,924	(3,025)	(1,851)	(1,727)
现金净增加额	361.56	581.74	727.34	162.08	130.54

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,609	1,668	1,937	1,947	1,962
营业成本	785.55	822.24	1,024	1,027	1,035
营业税金及附加	46.08	53.11	61.70	61.99	62.49
营业费用	19.15	19.72	22.91	23.02	23.20
管理费用	202.16	213.49	244.16	245.34	247.28
财务费用	456.05	466.57	456.57	446.57	436.57
资产减值损失	(0.67)	(1.36)	(1.58)	(1.59)	(1.60)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4,643	4,870	4,926	5,168	5,402
营业利润	4,701	4,923	5,007	5,263	5,512
营业外收入	3.91	1.65	1.65	1.65	1.65
营业外支出	2.86	2.73	2.73	2.73	2.73
利润总额	4,702	4,922	5,006	5,262	5,511
所得税	71.66	67.34	77.53	63.42	74.00
净利润	4,630	4,855	4,928	5,199	5,437
少数股东损益	122.46	100.86	142.78	144.38	141.95
归属母公司净利润	4,508	4,754	4,785	5,054	5,295
EBITDA	5,496	5,801	5,757	6,108	6,448
EPS (人民币, 基本)	0.93	0.98	0.98	1.04	1.09

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.54	3.65	16.18	0.48	0.79
营业利润	3.47	4.74	1.69	5.13	4.72
归属母公司净利润	2.45	5.47	0.65	5.62	4.76
获利能力 (%)					
毛利率	51.18	50.70	47.15	47.25	47.24
净利率	287.77	291.13	254.36	267.04	277.07
ROE	11.38	10.93	10.39	10.41	10.33
ROIC	8.67	8.34	7.55	7.44	7.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.53	33.51	35.49	36.40	37.33
净负债比率 (%)	41.48	42.44	45.83	48.09	50.54
流动比率	0.65	0.64	0.77	0.69	0.61
速动比率	0.63	0.62	0.75	0.67	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.03	0.02	0.03	0.02	0.02
应收账款周转率	2.09	2.11	2.44	2.33	2.24
应付账款周转率	2.25	1.42	1.37	1.31	1.26
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.98	0.98	1.04	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.16	0.19	0.20	0.21
每股净资产(最新摊薄)	8.64	9.21	9.69	10.24	10.80
估值比率					
PE (倍)	15.70	14.89	14.79	14.00	13.37
PB (倍)	1.68	1.58	1.50	1.42	1.34
EV EBITDA (倍)	16.19	15.64	16.26	15.75	15.37

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。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。
- 川投能源（600674 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华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2026年华泰证券股份有限公司