



公用事业行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

公用事业与环保组

分析师：姜涛（执业 S1130525120007）

jiang_tao@gjzq.com.cn

分析师：许子怡（执业 S1130526030003）

xuziyi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

火水增长绿核承压，火电迎业绩时间线

投资逻辑：

● 公用事业年报一季报业绩同比稳定，现金流改善分红提升

2025 年公用事业板块营收 3.02 万亿元（同比-3.2%），归母净利润为 2727 亿元（同比+0.2%），收入下滑主要系电价下行，利润增速好于收入增速系煤价下降、财务费用减少，火电、水电业绩连续 4 年保持增长，绿电显著承压。2026Q1 公用板块营收达 4982 亿元（同比-3.9%），归母净利润为 523 亿元（同比-7.5%），亦系电价下降影响，其中水电高增、火电稳定，绿电、核电、燃气业绩承压。从数据上来看：（1）板块 ROE 略有下降 0.6pct 至 8.8%，其中资产负债率下降 0.3pct 至 62.6%，财务费用下降 9.4%；（2）现金流方面：补贴发放及经营改善带动全年经营现金流净额同比增长 12%，投资现金流净额增速-9.6%（连续三年下降，首次为负）；（3）分红金额同比提升 6.6%，其中水电、火电分别同比提升 15.3%、11.6%；（4）板块持仓仍处低位，公募重仓持股比例仅 0.45%，远低于板块市值占比的 4.27%。

● 火水增长、绿核承压，重视火电的公用事业化进程

分板块来看，年报和一季报均呈现火水增长、绿核承压的态势。（1）火电三表均超预期：全年扣非归母净利润增长 25%，26Q1 同比仅下降 0.6%，均较电价签订时点的悲观预期有明显修正，一方面系煤价回落（2025 年现货煤价均值同比下降 158 元/吨），另一方面受市场化交易等带来度电超额收益，如 2025 年粤电力火电结算电价下滑 5.8 分/度（年度长协下滑 7.4 分/度），2026 年度电收入亦呈现此现象。火电板块自由现金流 2025 年首次转正至 775 亿元（上年同期为-109 亿元），分红金额提升的同时亦改善降低资产负债率。我们一直强调火电的盈利稳定性正在增强，Q1 在电价剧烈下降下的业绩韧性值得重视，公用事业化的红利特征持续显现。（2）水电量增价稳带动业绩高增：去年业绩增长 7.7%，26Q1 同比增长 21%，主要受益于水电电量增长（去年全年及今年 Q1 分别同比增长 3.9%、7.8%）、去年全年财务费用下降 14.7%、板块负债率重回 60% 以下，水电的股息率价值显著抬升。（3）绿电业绩显著承压：2025 全年及 26Q1 业绩同比 -35.5%，主要受电价下降、陆风增值税即征即退 50% 政策取消等影响。2025 年补贴发放改善经营现金流同比增长 45.7%、投资支出也有所收缩 12.7%。我们依旧强调要关注板块 ROE 及利润增速的拐点。（4）核电电价下降驱动盈利下滑：2025 全年及 26Q1 业绩同比-2.5%、-18.6%，主要受市场化交易电量提升、电价下降的影响，关注后续核电机电电价政策出台及新增机组投产。（5）燃气量稳毛差修复，但受接驳拖累，后续关注气价。

● 煤与电行情的三维框架：煤价电价均在上涨、火电业绩兑现韧性、板块仍是低配低估

我们 3 月提出当下煤与电行情的三维框架包括能源通胀下的电价上涨、业绩兑现中的时间线索、低配低估下的主题行情。年报一季报季结束，我们做几点更新：（1）煤价走势如期强劲，关注上半年用电量和煤电发电量均在低基数下迎来增长，驱动煤价于旺季前迎来主涨阶段，带动各省月度及现货电价上涨，进而传导至明年的年度长协；（2）火电兑现 Q1 的业绩好于市场预期，通过市场化交易、容量电价上涨抵抗了年度长协电价的大幅下行，我们认为火电已经证明其公用事业属性，迎来右侧配置机会，时间线继续向汛期水电、下半年的绿电核电方向演绎；（3）尽管经历了 Q1 的算电融合，但板块仍是低配低估，再度进入业绩空窗期，建议关注算电融合与能源安全的主题行情演绎。

● 相关标的：关注时间线与事件线，底部企稳的九丰能源

时间线——当前的煤炭：兖矿能源、兖煤澳大利亚、中国神华、陕西煤业；一季报火电：申能股份、华能国际电力股份、国电电力、华能蒙电、宝新能源；汛期水电：国投电力、长江电力。

事件线——央国企市值管理与资本运作：川投能源、华电国际、涪陵电力。

风险提示

煤价波动幅度超预期；绿电装机及消纳情况不及预期；电力体制改革政策出台不及预期。



内容目录

一、年报及一季报板块业绩稳定，火水增长、绿核承压	6
（一）板块年报一季报业绩同比稳定，火水增长、绿核承压	6
（二）基金持仓回落，年初至今火电板块涨幅靠前	9
（三）煤与电行情的三维框架持续演绎，关注电价上涨、业绩线索、主题行情	11
二、火电：自由现金流大幅转正，看好公用事业化加速	15
三、水电：电量电价均平稳，费用下降业绩增加	22
四、绿电业绩仍在承压、核电投产高峰临近、燃气接驳业务拖累	24
（一）绿电：补贴发放经营现金流提升明显，受电价下行影响利润显著承压	24
（二）核电：投产高峰临近，电价回落压制盈利	29
（三）燃气：气量低增长，接驳业务下滑，业绩小幅承压	31
五、投资建议：关注时间线与事件线	34
六、风险提示	34

图表目录

图表 1： 2025 年公用事业板块营收同比-3.2%	6
图表 2： 2025 年公用事业板块归母净利润同比+0.2%	6
图表 3： 2025 年火电仍为公用板块的收入占比最大	6
图表 4： 2025 年火电归母净利润同比持续改善	6
图表 5： 2025 年公用事业经营性现金流净额同比+12.0%	7
图表 6： 2025 年公用事业投资性现金流净流出-9.6%	7
图表 7： 2025 年公用事业筹资性现金流净流出 180 亿元	7
图表 8： 2025 年公用事业应收账款同比-3.8%	7
图表 9： 2025 年公用事业除核电外板块资产负债率下降	8
图表 10： 2025 年公用事业各板块 ROE	8
图表 11： 2025 年公用事业板块减值计提同比增加 0.6%	8
图表 12： 2025 年公用事业板块财务费用同比下降 9.4%	8
图表 13： 2025 年公用事业分红同比+6.6%	9
图表 14： 公用事业各板块分红比例	9
图表 15： 2026 年一季度末公用事业股基金配置占比为 0.45%、环比+0.06pct、同比-0.60pct.	9
图表 16： 细分板块来看，2026 年一季度末水电、火电板块配置比例降至 0.11%、0.11%.	10
图表 17： 2026 年初至今火电板块涨幅相对靠前	10
图表 18： 2026Q1 火电、绿电板块涨幅居前	11



图表 19: 煤与电行情的三维框架	11
图表 20: 2026M1-3 全社会用电量达 2.51 万亿千瓦时	12
图表 21: 2026M1-3 全国发电量达 2.38 万亿千瓦时	12
图表 22: 2026M3 二产用电量增量占 42%	12
图表 23: 2026M3 风光发电量增量占比大幅降低至-5%	12
图表 24: 北方港煤炭库存/万吨	13
图表 25: 去年 7-8 月三峡水电站出库流量显著低基数	13
图表 26: 2026 年 2 月全国风电累计利用率降至 91.5%	13
图表 27: 2026 年 2 月全国光伏累计利用率降至 90.8%	13
图表 28: 年初至今内贸煤价格持续上涨	14
图表 29: 坑口煤价亦有所抬升	14
图表 30: 广东燃煤现货电价仍处高位	14
图表 31: 广东 5 月月度交易电价大幅提升	14
图表 32: 2026 年 4 月绿证交易价格同比+122%	14
图表 33: 公用事业板块 PE 近十年分位数 57.59%	15
图表 34: 公用事业板块 PB 近十年分位数 63.55%	15
图表 35: 公用事业成交量/额占比近期有所回升	15
图表 36: 2025 年火电板块营收同比-5.4%	15
图表 37: 2025 年火电板块归母净利润同比+7.9%	15
图表 38: 2025 年火电板块扣非归母净利润同比+25.0%	16
图表 39: 2025 年火电公司归母净利润同比增速	16
图表 40: 2026Q1 火电公司归母净利润同比增速	16
图表 41: 2025 及 2026Q1 火电板块业绩同比增速前十名公司（单位：亿元）	17
图表 42: 2025 年火电板块经营现金流净额同比+21.4%	17
图表 43: 2025 年火电板块投资现金流净额同比收窄 6.3%	17
图表 44: 2025 年火电板块筹资现金流大幅流出	17
图表 45: 2025 年火电板块自由现金流大幅转正	17
图表 46: 2025 年末火电板块资产负债率降至 63%	18
图表 47: 2025 年火电板块财务费用同比-12.1%	18
图表 48: 2025 年火电上网电价（元/度，含税）	18
图表 49: 2025 年火电上网电价同比（元/度，含税）	18
图表 50: 公司火电上网电价及同比变化情况（元/度，含税）	18
图表 51: 2025 年公司火电上网电量及其同比	19
图表 52: 2026Q1 公司火电上网电量及其同比	19
图表 53: 公司火电上网电量及同比变化情况（亿千瓦时）	19



图表 54: 容量收入可为火电贡献稳定利润	20
图表 55: 火电公司单季扣非归母净利润已趋于稳定 (亿元, 不考虑 Q4)	20
图表 56: 秦皇岛 5500 大卡动力煤长协价 (元/吨)	20
图表 57: 秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价 (元/吨)	20
图表 58: 2025 年部分公司火电板块利润结构拆分	21
图表 59: 2025 年火电板块股利分配率提升至 51%	21
图表 60: 2025 年火电板块股息率为 4.4%	21
图表 61: 近年火电公司现金分红及股息率情况	21
图表 62: 2025 年水电板块营收同比-1.9%	22
图表 63: 2025 年水电板块归母净利润同比+7.7%	22
图表 64: 水电公司全年及一季度发电量情况	23
图表 65: 2025 年水电公司上网电价小幅下滑	23
图表 66: 2025 年水电板块财务费用同比-14.7%	24
图表 67: 2025 年水电资产负债率降至 57.9%	24
图表 68: 长江电力股息率与十年期国债收益率	24
图表 69: 2025 年绿电板块营收同比-5.2%	25
图表 70: 2025 年绿电板块归母净利润同比-35.5%	25
图表 71: 2025 年绿电公司归母净利润同比增速	25
图表 72: 2026Q1 绿电公司归母净利润同比增速	25
图表 73: 2025 及 2026Q1 绿电板块业绩同比增速前十名公司 (单位: 亿元)	25
图表 74: 十四五期间部分公司新能源装机情况	26
图表 75: 2025 年风电电价同比降幅集中于 8%-10%	26
图表 76: 2025 年光伏电价同比降幅差异较大	26
图表 77: 2025 年绿电板块应收账款同比基本持平	27
图表 78: 2025 年绿电板块经营现金流同比+45.7%	27
图表 79: 2025 年绿电板块投资现金流体量同比-12.7%	27
图表 80: 2025 年绿电板块筹资现金流体量同比-61.5%	27
图表 81: 除电价 (营业收入) 影响外, 2026Q1 其他部分亦占业绩下滑 12% 权重	27
图表 82: A 股绿电板块单季归母净利润同比变化拆解	28
图表 83: 期待绿电回归 PB-ROE 估值体系	28
图表 84: 2025 年核电板块营收同比+1.1%	29
图表 85: 2025 年核电板块归母净利润同比-2.5%	29
图表 86: 2025 年中国核电市场化交易比例大幅上升	29
图表 87: 2025 年中国广核市场化交易比例提升	29
图表 88: 中国核电 2025 年核电电价下滑	30



图表 89: 中国广核 2025 年核电电价下滑	30
图表 90: 辽宁省发改委印发《关于 2026 年辽宁省核电机组参与电力市场化交易有关事项的通知》	30
图表 91: 预期在建机组投产节奏	31
图表 92: 2025 年燃气板块营收同比-0.2%	31
图表 93: 2025 年燃气板块归母净利润同比-3.7%	31
图表 94: 全国性城燃公司营业收入、利润对比	32
图表 95: 2025 年燃气板块 ROE 为 8.6%	32
图表 96: 2025 年燃气板块分红比例 60.7%	32
图表 97: 全国性城燃公司总销气量增速/%	32
图表 98: 全国城燃毛差数据	32
图表 99: 2025 年天然气价格整体回落, 2026 年受地缘政治扰动影响价格上升	33
图表 100: 2026 年中石油管道气方案	33

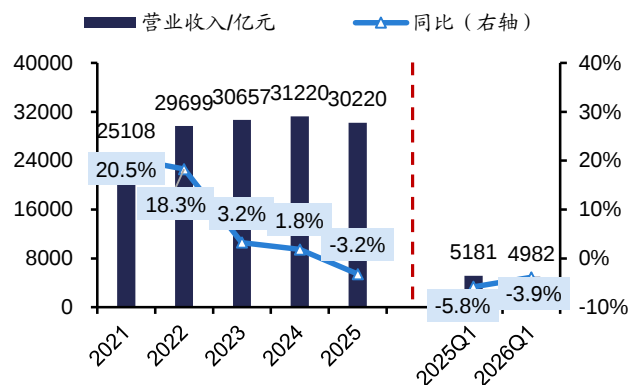


一、年报及一季报板块业绩稳定，火水增长、绿核承压

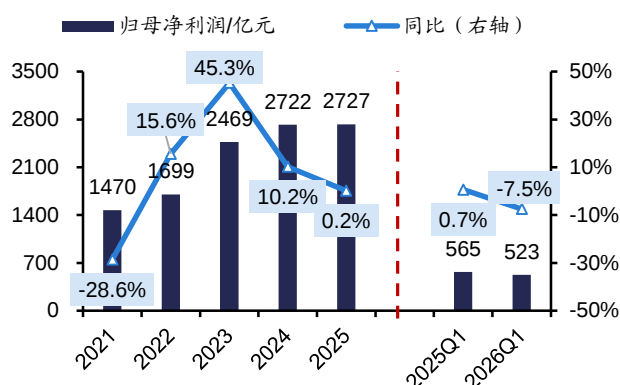
（一）板块年报一季报业绩同比稳定，火水增长、绿核承压

2025 年公用板块营收达 3.02 万亿元，归母净利润为 2727 亿元，同比持平。以 GJ 公用样本股为例，公用事业板块 2025 全年实现营收 3.02 万亿元（同比-3.2%），主要系电价下行；实现归母净利润 2727 亿元（同比+0.2%），利润增速好于收入增速系煤价下降、财务费用减少，火电、水电业绩连续 4 年保持增长，绿电板块显著承压。2026Q1 公用板块营收达 4982 亿元（同比-3.9%），归母净利润合计为 523 亿元（同比-7.5%），主要系绿电、核电、燃气业绩承压，水电高增、火电稳定。

图表1：2025 年公用事业板块营收同比-3.2%



图表2：2025 年公用事业板块归母净利润同比+0.2%



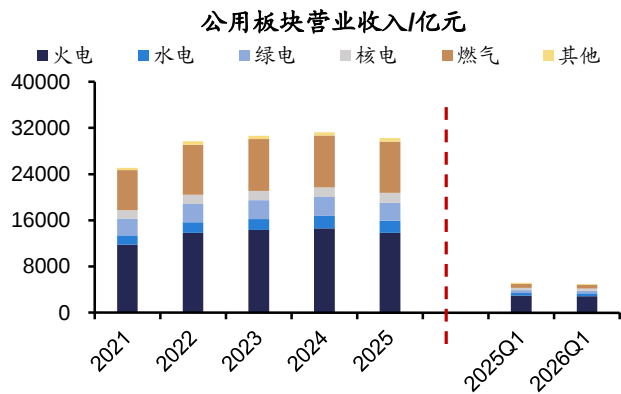
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

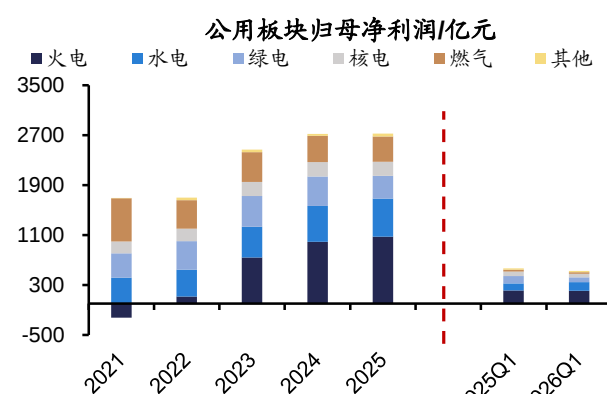
备注：GJ 公用样本股选择 100 家公司，含 19 家港股，季度数据不含港股（下同）

分子行业来看：火水增长、绿核承压。2025 年火电业绩同比+78 亿元/+7.9%，主要受益于煤价下降与市场化交易带来利润提升。水电电量微增电价微降，归母净利润同比+44 亿元/+7.7%。新能源板块在 136 号文抢装下装机电量增长，但受市场化交易电价下降及资产减值影响，板块归母净利润同比-23.6%。核电/燃气板块归母净利润同比-2.5%/-3.7%。2026 年一季度来看，煤电板块尽管电价大幅下降，但受益于市场化交易带来超额利润、容量电价上涨、煤价略有下降，火电板块整体韧性极强，业绩仅同比-2.1%，大超市场预期。水电方面水文分化明显，部分流域来水偏丰，带动水电板块归母净利润同比大增 21.0%。绿电、核电、燃气板块归母净利同比分别-35.5%、-18.6%、-27.0%，主要受市场化交易比例提升、核电检修增加、燃气接驳下滑等影响。

图表3：2025 年火电仍为公用板块的收入占比最大



图表4：2025 年火电归母净利同比持续改善



来源：Wind，国金证券研究所

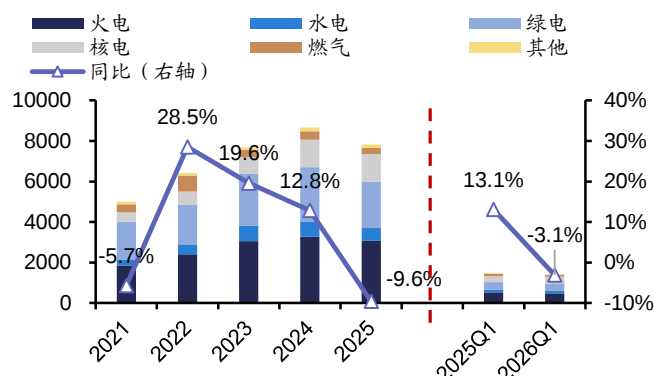
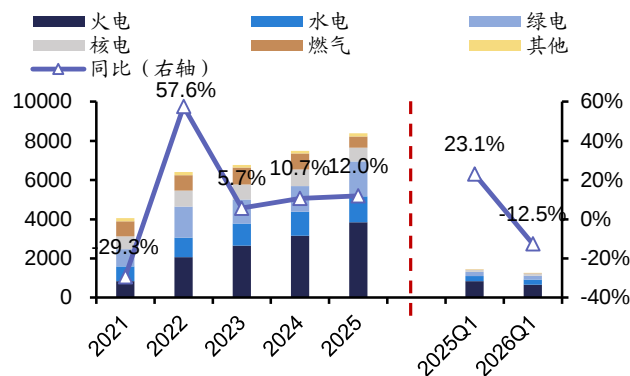
来源：Wind，国金证券研究所



现金流来看，经营端持续改善，投资端扩张节奏放缓，筹资端小幅降杠杆。2025 年公用事业板块实现经营性现金流净额 8388 亿元（同比+12.0%），其中火电受益于成本下行、业绩改善，经营性现金流同比大增 21.4%，水电同比+8.9%与业绩保持一致，绿电同比+36.2%主要系新能源补贴发放，核电、燃气分别同比-16.4%、-29.7%。26Q1 板块经营现金流同比下降 12.5%，主要系火电受电价影响流入承压。投资现金流方面时隔三年再度回落，投资性现金流净流出同比-9.6%，其中火电板块略有下降，绿电板块降幅较大。26Q1 投资现金流延续收缩趋势，绿电及火电投资强度继续边际放缓。25 年筹资性现金流净流出 180 亿元，24 年同期为净流入 994 亿元，其中火电公司在盈利修复后积极偿还债务，筹资性现金流净流出 577 亿元。2025 年板块应收账款自 2021 年来首次下降，同比-3.8%，主要系国补发放带动。

图表5：2025 年公用事业经营性现金流净额同比+12.0%

图表6：2025 年公用事业投资性现金流净流出-9.6%

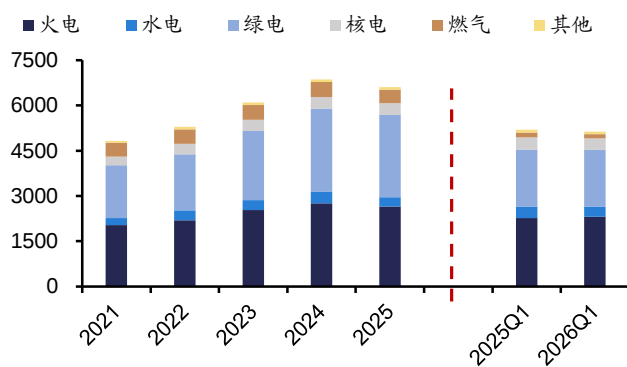
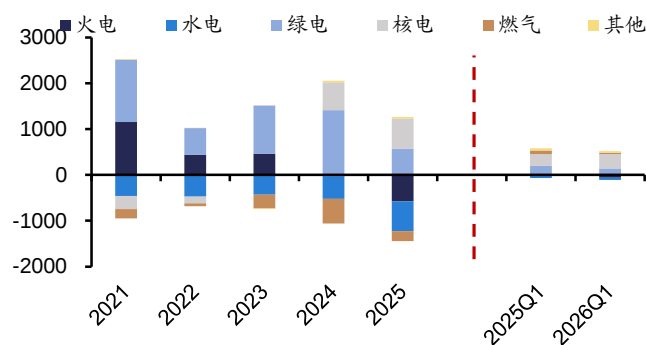


来源：Wind，国金证券研究所 备注：单位为亿元

来源：Wind，国金证券研究所 备注：单位为亿元

图表7：2025 年公用事业筹资性现金流净流出 180 亿元

图表8：2025 年公用事业应收账款同比-3.8%



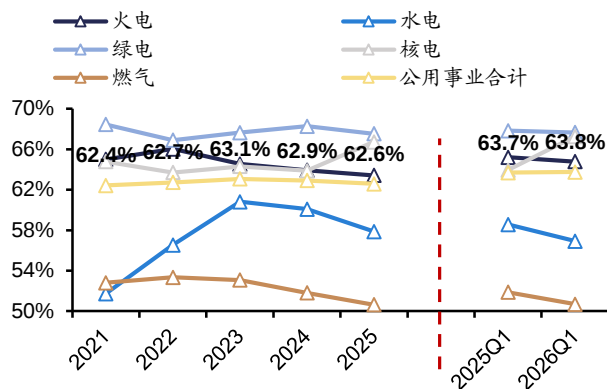
来源：Wind，国金证券研究所 备注：单位为亿元

来源：Wind，国金证券研究所 备注：季度数据不含港股，单位为亿元

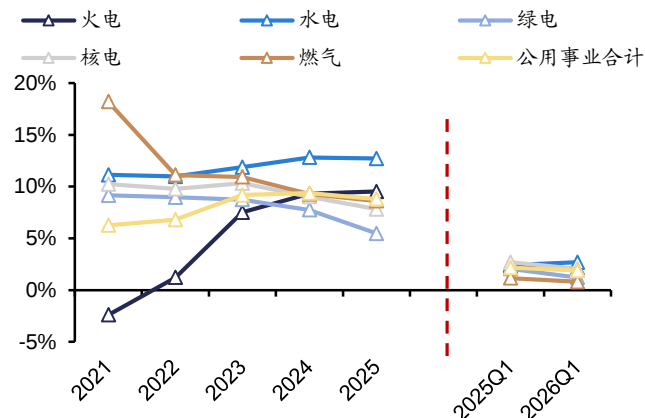
资产负债率稳中有降，ROE 受绿电拖累回落。2025 年资产负债率保持相对稳定，为 62.6%（同比-0.3pct），其中除核电资产负债率因在建及新投产项目推进有所上升外，其余板块资产负债率均小幅下降。装机增长、负债率下降带动板块 ROE 降低至 8.8%（同比-0.6pct），分板块看，火电在盈利改善的推动下 ROE 微增至 9.5%（同比+0.2pct），水电 ROE 维持高位，费用改善支撑盈利质量，绿电由于消纳压力下电量不及预期且电价承压，ROE 大幅降低 2.2pct 至 5.5%，成为板块 ROE 下行的主要拖累。核电 ROE 亦出现小幅下行，主要系部分机组检修及市场化电价下滑影响盈利释放。燃气板块受需求偏弱及接入收入下滑影响，ROE 延续小幅回落。



图表9：2025年公用事业除核电外板块资产负债率下降



图表10：2025年公用事业各板块ROE



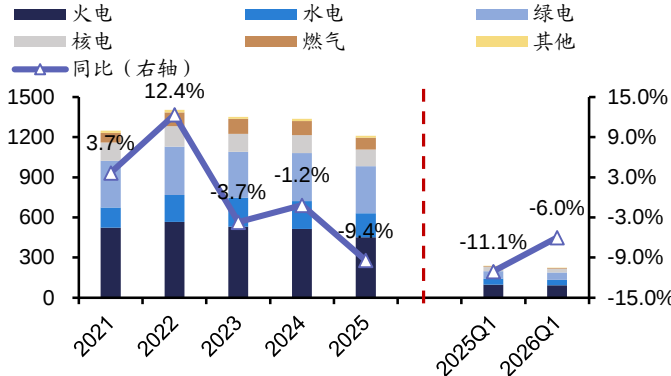
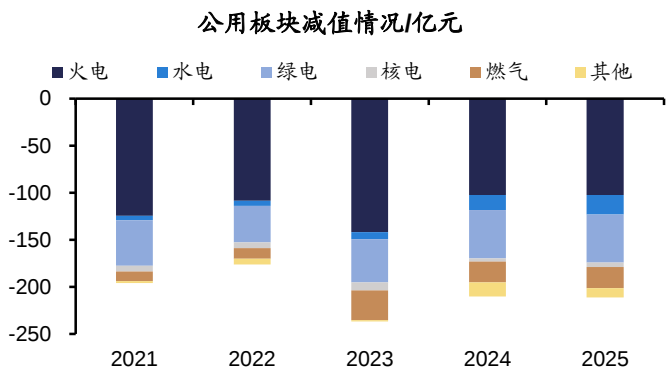
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

减值计提基本平稳，财务费用下降。2025年公用事业板块减值计提同比增加0.6%，整体基本持平，全年减值计提规模为211亿元。财务费用方面，2025年板块财务费用同比下降9.4%，主要受贷款利率下行、存量债务置换及火电盈利改善后主动压降有息负债带动；2026Q1财务费用同比下降6.0%，延续改善趋势，利率下行对高负债运营资产的利润弹性仍在持续释放。

图表11：2025年公用事业板块减值计提同比增加0.6%

图表12：2025年公用事业板块财务费用同比下降9.4%



来源：Wind，国金证券研究所

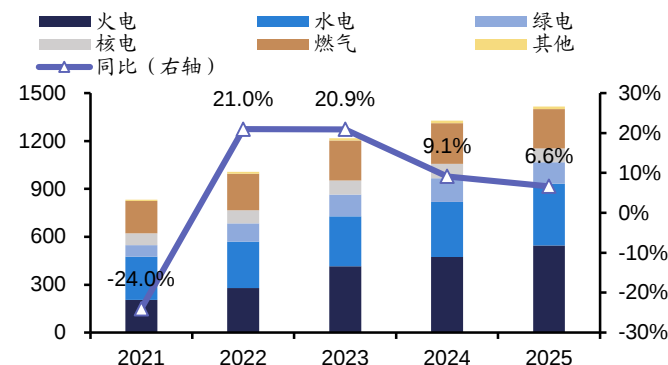
来源：Wind，国金证券研究所

备注：单位为亿元

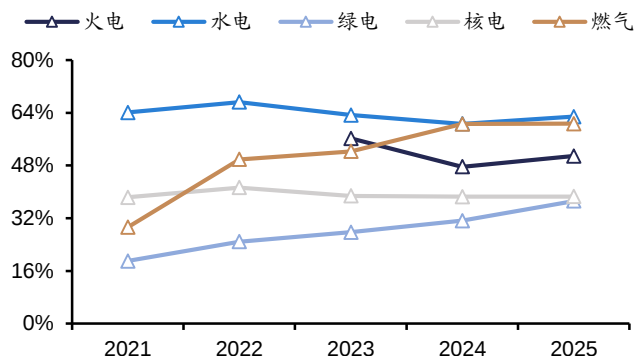
分红金额稳步提升，火电水电贡献主要增量。2025年公用事业板块累计分红1416亿元，同比+6.6%，板块分红率提升至51.9%，同比+3.1pct。分板块来看，火电分红率提升至50.9%，同比+3.3pct，受益于煤价回落、盈利修复及现金流改善，分红金额由2024年的473亿元提升至2025年的545亿元，是板块分红增量的第一来源；水电分红率提升至62.8%，同比+2.2pct，分红金额由346亿元提升至387亿元，高分红属性进一步强化；绿电分红率提升至37.2%，同比+6.0pct，但受盈利承压影响，分红金额略有下降；核电分红率为38.6%，同比+0.1pct，分红金额基本稳定；燃气分红率为60.7%，同比+0.1pct，受利润下滑影响分红金额有所回落。



图表13：2025年公用事业分红同比+6.6%



图表14：公用事业各板块分红比例



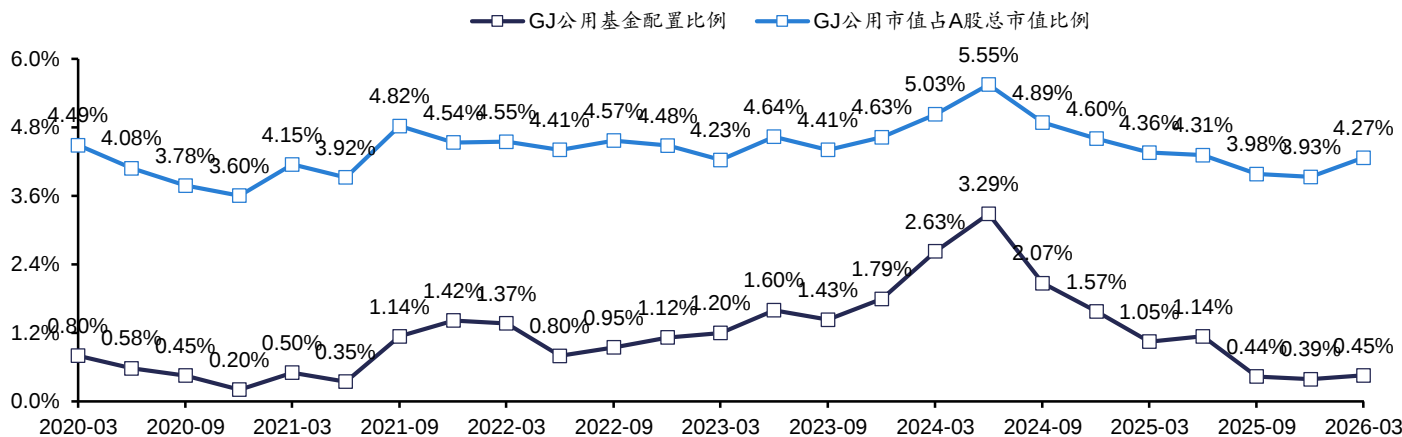
来源：Wind，国金证券研究所 备注：单位为亿元

来源：Wind，国金证券研究所 备注：单位为%

（二）基金持仓回落，年初至今火电板块涨幅靠前

2025年基金持仓大幅回落，关注低配下的投资机会。2025年Q3、Q4公募基金对公用事业板块配置比例大幅回落，2025Q3环比下降0.70pct至0.44%（GJ公用样本股，下同），2025Q4环比下降0.05pct至0.39%，持仓已经接近2021年以来最低值。2026Q1板块受益于算电融合主题行情，基金持仓小幅回升至0.45%，但仍处于显著低配状态。公用事业板块当前持仓已处历史低位，但板块盈利稳定性、现金流质量和分红能力仍在改善，市场对电价、消纳等短期扰动已有充分反映。低配之下，稳健资产的配置价值更易在业绩兑现与分红提升中重新获得定价。

图表15：2026年一季度末公用事业股基金配置占比为0.45%、环比+0.06pct、同比-0.60pct



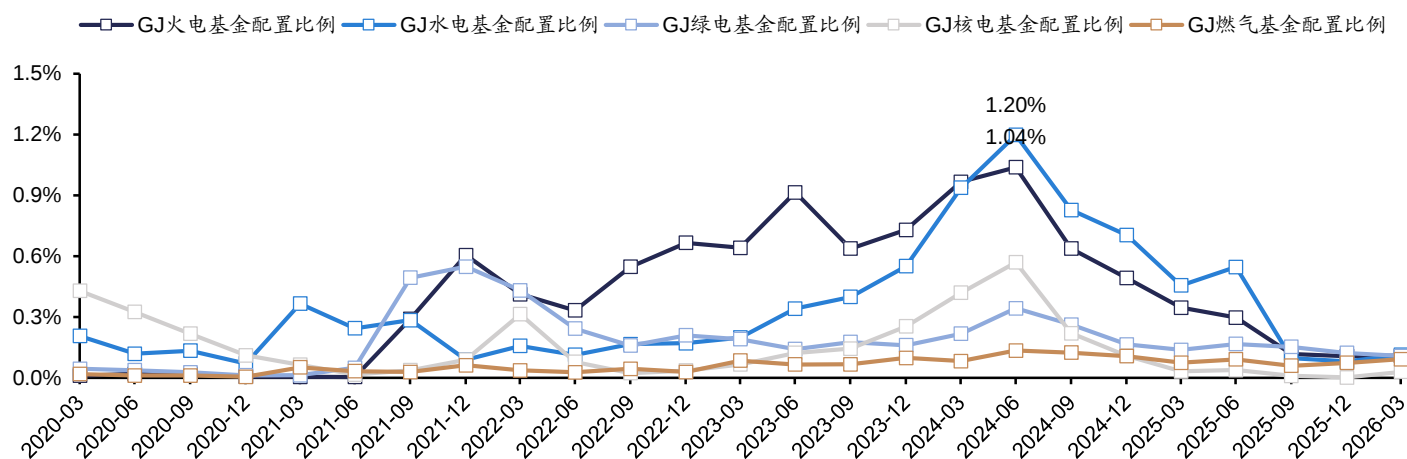
来源：Wind，国金证券研究所

备注：包括GJ公用合计100支样本股，板块基金配置比例=重仓股汇总的该板块配置市值/基金重仓股票投资市值。基金统计口径：偏股型基金（不含指数型）+开放式股票型基金（不含指数型）+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金（不含指数型）

拆分板块来看，26年一季度末电力各子板块公募持仓比例均位于历史低位。具体而言，25年一季度末GJ火电、GJ水电、GJ核电、GJ绿电、GJ燃气基金配置比例分别为0.11%、0.11%、0.03%、0.11%、0.09%，同比分别-0.24pct、-0.44pct、0.00pct、-0.03pct、0.02pct。火电、水电调整幅度较大，火电、水电配置比例均为2022年以来新低，各板块均处于低配状态。



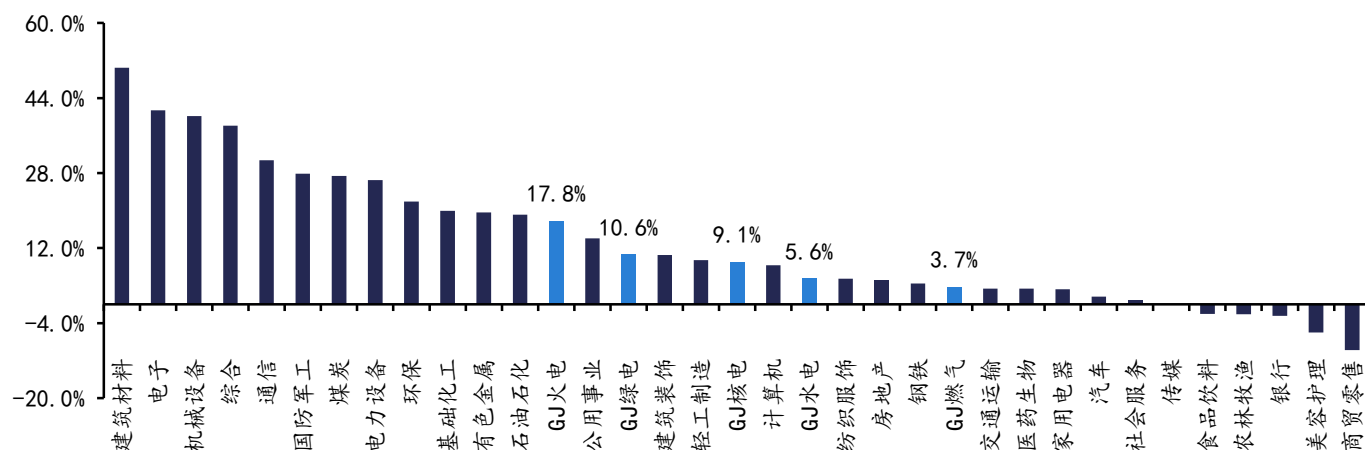
图表16：细分板块来看，2026年一季度末水电、火电板块配置比例降至0.11%、0.11%



来源：Wind，国金证券研究所

2026年初至今火电板块涨幅靠前。GJ火电、水电、绿电、核电、燃气涨幅分别为+17.8%、+5.6%、+10.6%、+9.1%、+3.7%。整体看，板块行情从年初主题催化逐步向业绩确定性和现金流价值扩散，火电仍是阶段性超额收益主线。

图表17：2026年初至今火电板块涨幅相对靠前

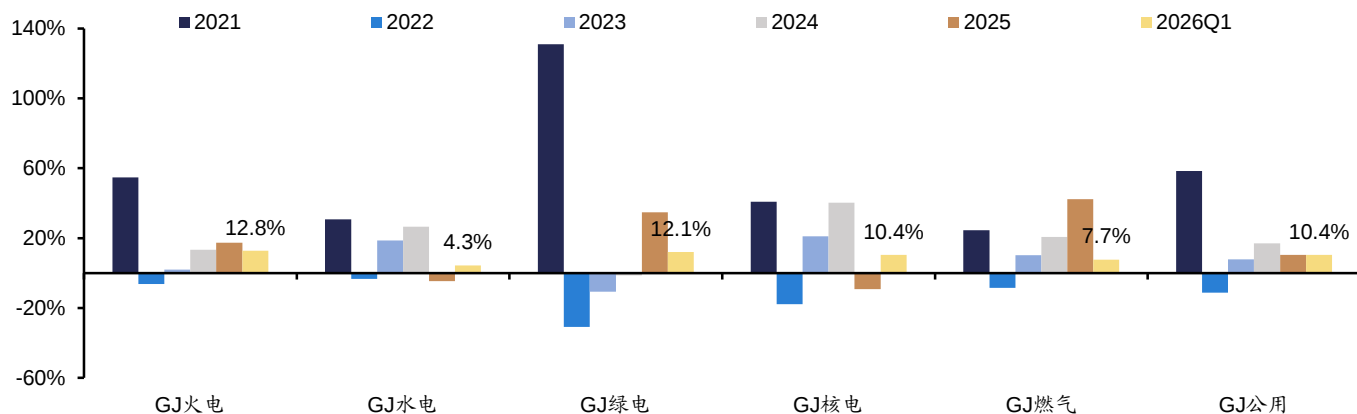


来源：Wind，国金证券研究所

备注：涨跌幅统计起始日期为2024年12月31日，截至日期为2025年12月31日



图表18：2026Q1 火电、绿电板块涨幅居前

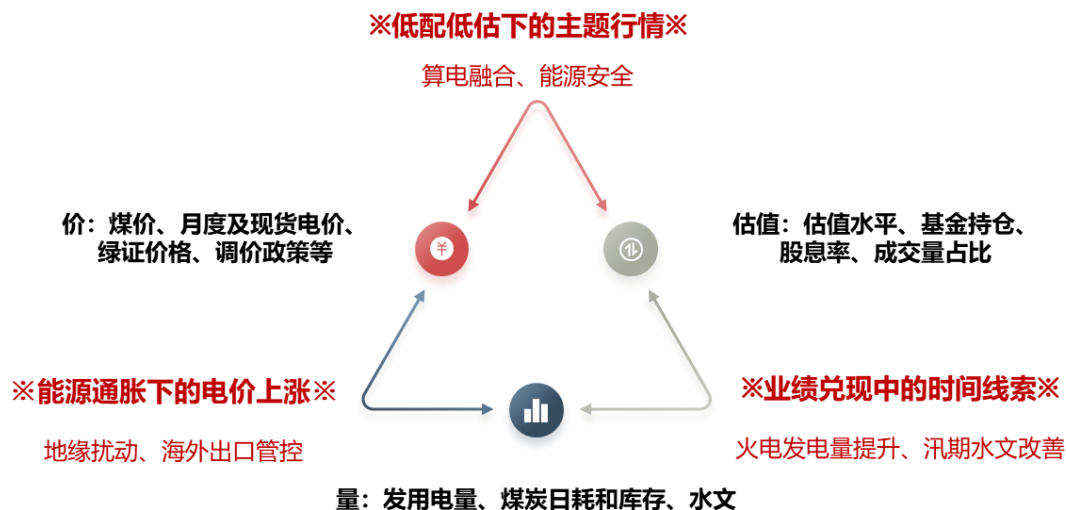


来源：Wind，国金证券研究所

（三）煤与电行情的三维框架持续演绎，关注电价上涨、业绩线索、主题行情

我们认为当下煤与电行情的三维框架包括：（1）能源通胀下的电价上涨：即在煤电发电量低基数高增长、地缘影响导致能源中枢抬升、海外产能管控的背景下，看好煤价中枢抬升，进而驱动电价中枢企稳向上，促进煤与电走出通缩；（2）业绩兑现中的时间线索：关注各子板块业绩增长节奏，年初开始涨价的煤炭、一季报修复悲观业绩预期的火电、年中汛期水文改善的水电、下半年业绩或触底向上的绿电核电；（3）低配低估下的主题行情：公用事业与煤炭板块的基金持仓去年 Q3、Q4 大幅回落，市场一方面聚焦项目落地的算电融合，另外我们建议也关注能源安全。煤与电大部分龙头公司具备股息基础，我们看好三维度框架共振带动投资机会。

图表19：煤与电行情的三维框架



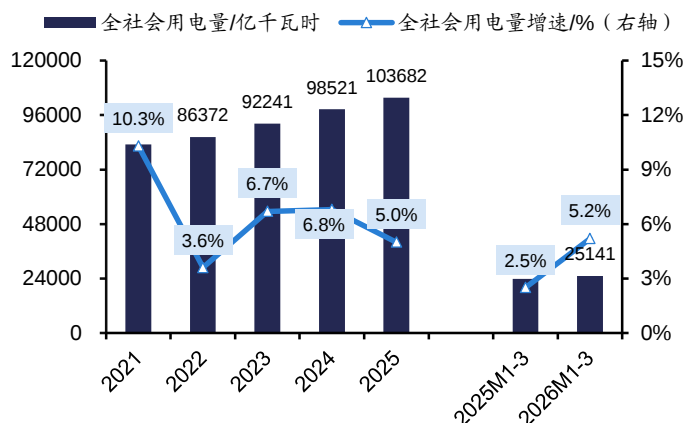
来源：国金证券研究所

我们需要对三维框架形成总结性和评估性能力，建议从量价估值三个维度进行评估。

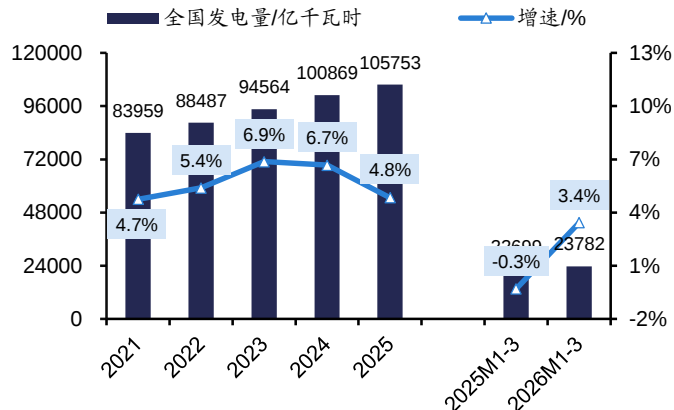
（1）量：煤价上涨是三维框架的核心驱动力，因此需要通过用电量和煤电发电量增长、煤炭库存数据评估煤炭的需求弹性，以反映煤价走势。



图表20: 2026M1-3 全社会用电量达 2.51 万亿千瓦时



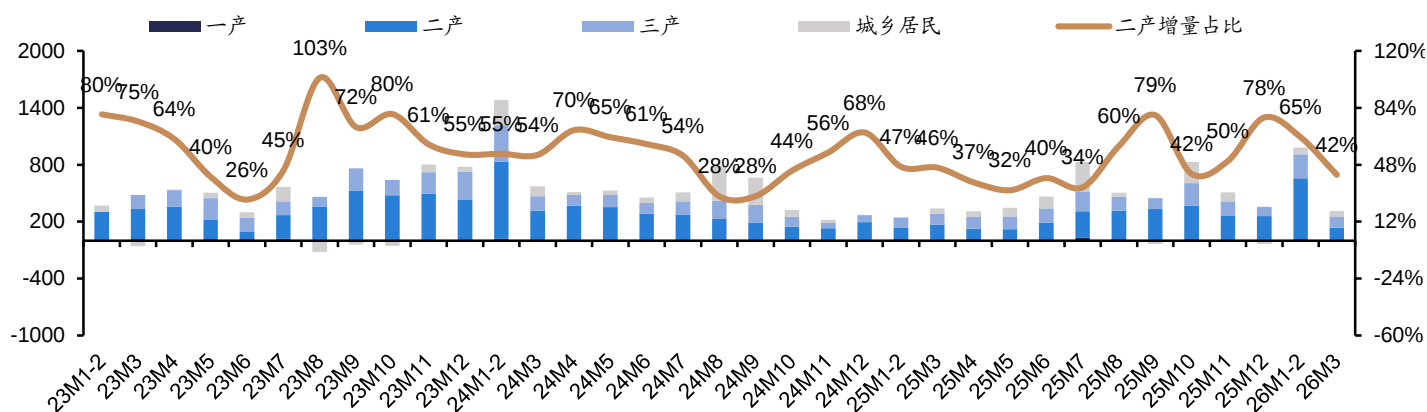
图表21: 2026M1-3 全国发电量达 2.38 万亿千瓦时



来源: 国家能源局, 国金证券研究所

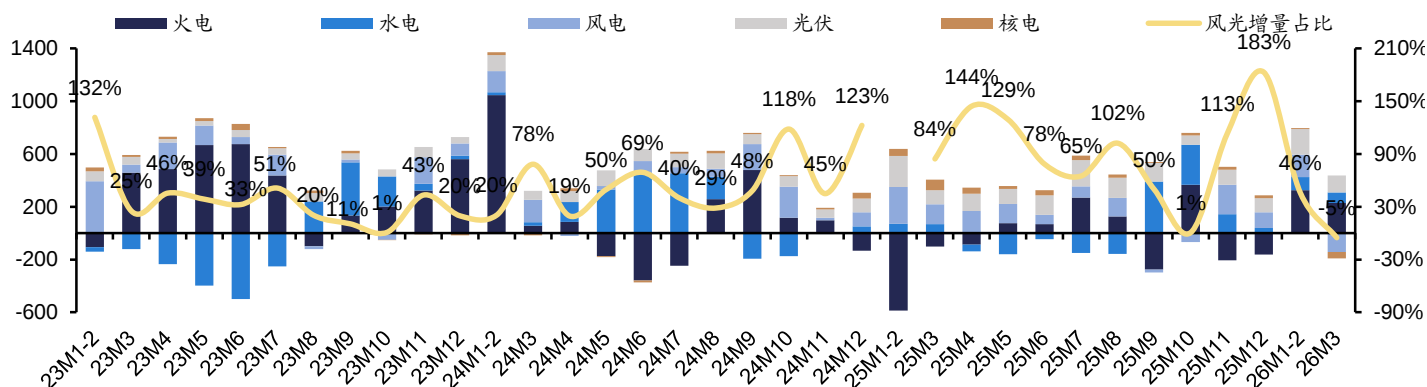
来源: 国家能源局, 国金证券研究所

图表22: 2026M3 二产用电量增量占 42%



来源: 国家能源局, 国金证券研究所 备注: 单位为亿千瓦时

图表23: 2026M3 风光发电量增量占比大幅降低至-5%



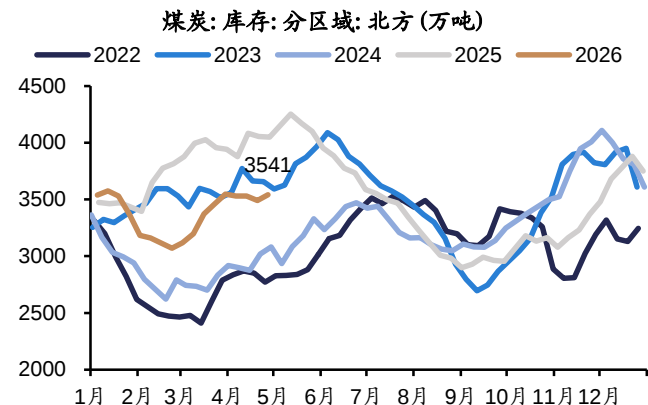
来源: 国家能源局, 国金证券研究所 备注: 单位为亿千瓦时

从煤炭数据上看, 煤炭港口库存环比虽略有走高但同比仍然偏低。水文数据方面, 2025 年汛期水文数据偏弱, 我们认为可以从水文数据边际改善的视角, 关注 4 月开始的雅砻江、



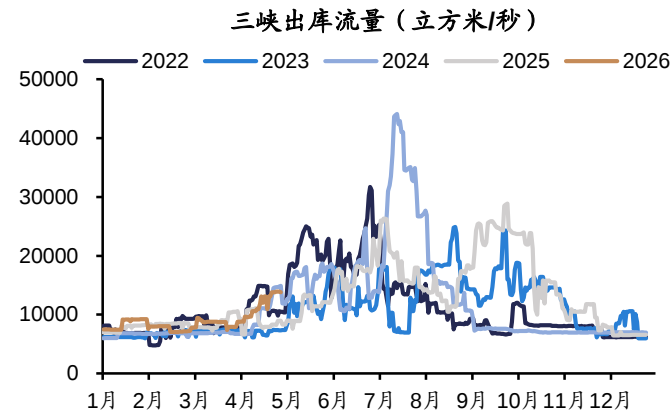
7月开始的长江电力。从消纳数据来看，风光的消纳水平较去年同期偏低。

图表24：北方港煤炭库存/万吨



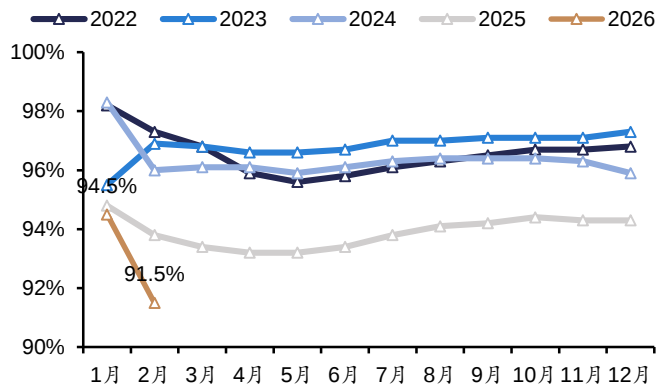
来源：秦皇岛煤炭网，国金证券研究所

图表25：去年7-8月三峡水电站出库流量显著低基数



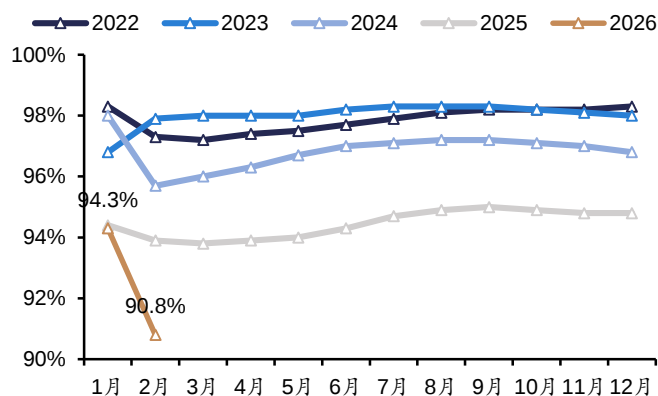
来源：长江三峡通航管理局，国金证券研究所

图表26：2026年2月全国风电累计利用率降至91.5%



来源：全国新能源消纳监测预警中心，国金证券研究所

图表27：2026年2月全国光伏累计利用率降至90.8%

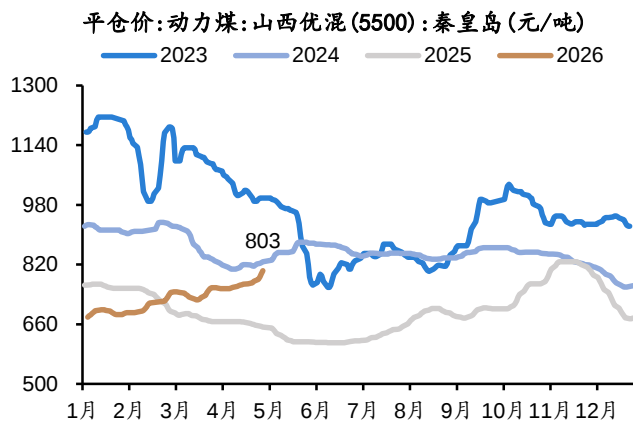


来源：全国新能源消纳监测预警中心，国金证券研究所

(2) 价：价格端直观映射了供需格局的变化与能源通胀的预期。年初至今现货煤价在低基数下已反弹 18.3%至 803 元/吨，有效推升了整体能源的成本中枢。同时广东等核心电力市场的月度成交与现货价格亦呈现大幅抬升态势，建议持续关注。此外，反映绿色环境价值的绿证交易价格在 2026 年 4 月达到 4.81 元/张，同比大幅增长 122%。整体来看，煤价筑底抬升正初步开始推动向电力终端价格及绿电溢价传导，期待煤与电板块整体走出通缩、价格中枢企稳向上。关注煤价、月度及现货电价、绿证价格、调价政策等。

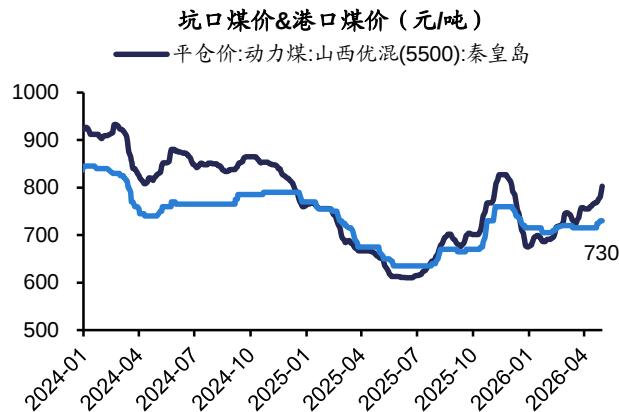


图表28：年初至今内贸煤价格持续上涨



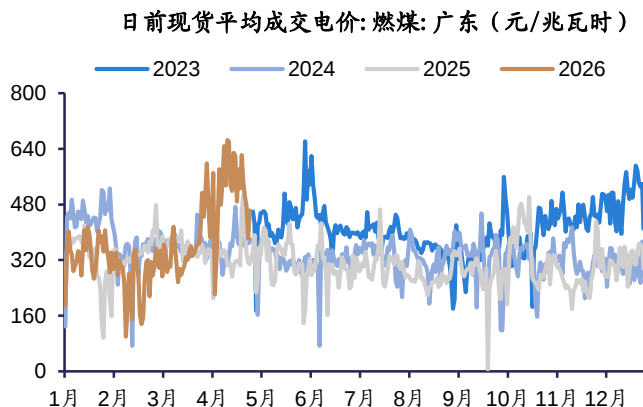
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表29：坑口煤价亦有所抬升



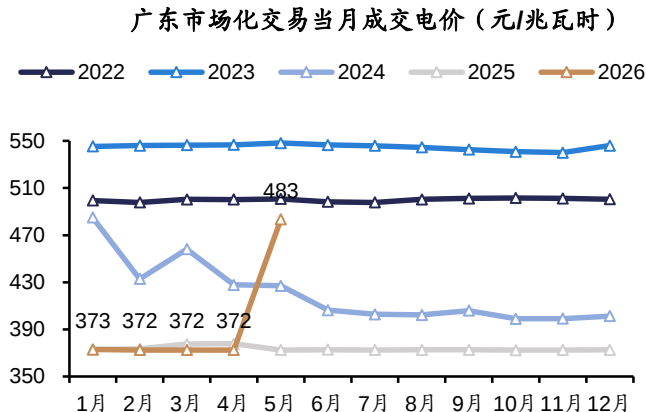
来源：中国煤炭市场网，国金证券研究所

图表30：广东燃煤现货电价仍处高位



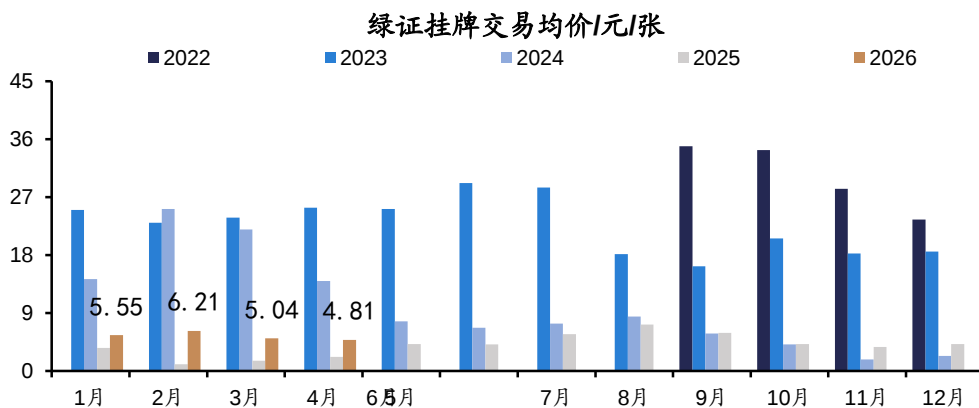
来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表31：广东5月月度交易电价大幅提升



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

图表32：2026年4月绿证交易价格同比+122%

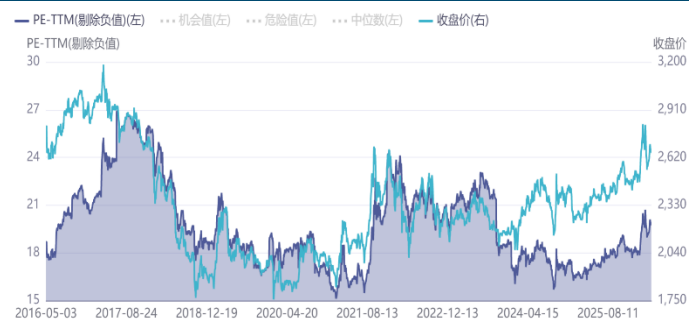


来源：e-交易 APP，国金证券研究所

(3) 估值：分为业绩、持仓、估值、股息率四个维度，煤与电的重资产属性决定了业绩的重要性，也会导致业绩发布期间主题行情的走势和主题间的切换。



图表33：公用事业板块PE近十年分位数 57.59%



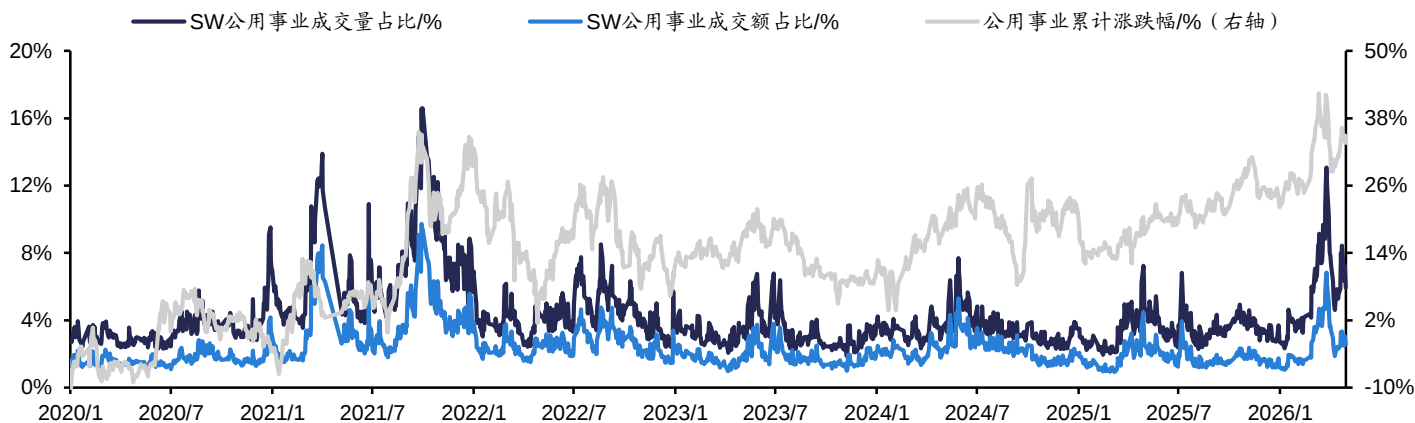
来源：iFind，国金证券研究所

图表34：公用事业板块PB近十年分位数 63.55%



来源：iFind，国金证券研究所

图表35：公用事业成交量/额占比近期有所回升

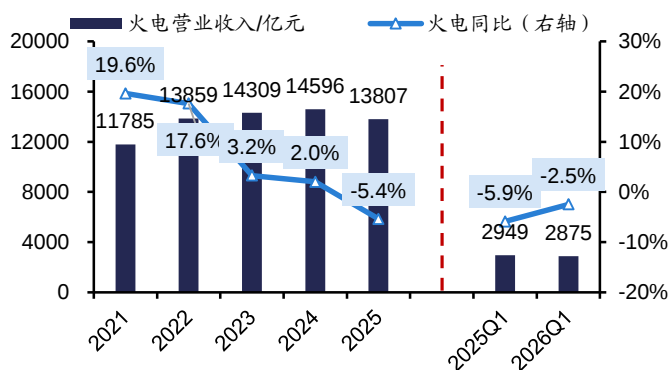


来源：iFind，国金证券研究所

二、火电：自由现金流大幅转正，看好公用事业化加速

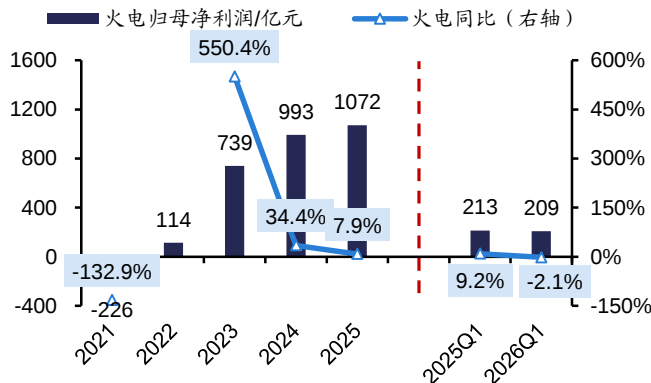
2025 年火电板块归母净利润同比+7.9%，扣非归母净利润同比+25.0%。2025 全年火电在现货煤价中枢下行抵消电价下降不利影响下，业绩继续改善，2025 年火电营收同比下滑 5.4%（量价双降），归母净利润实现 1072 亿元（同比+7.9%），扣非归母净利润实现 713 亿元（同比+25.0%）。2026 年一季度，伴随 Q1 用煤成本同比下降、电价降幅相对有限，火电业绩同比基本稳定，归母净利润同比-2.1%，扣非归母净利润同比-0.6%。

图表36：2025 年火电板块营收同比-5.4%



来源：Wind，国金证券研究所

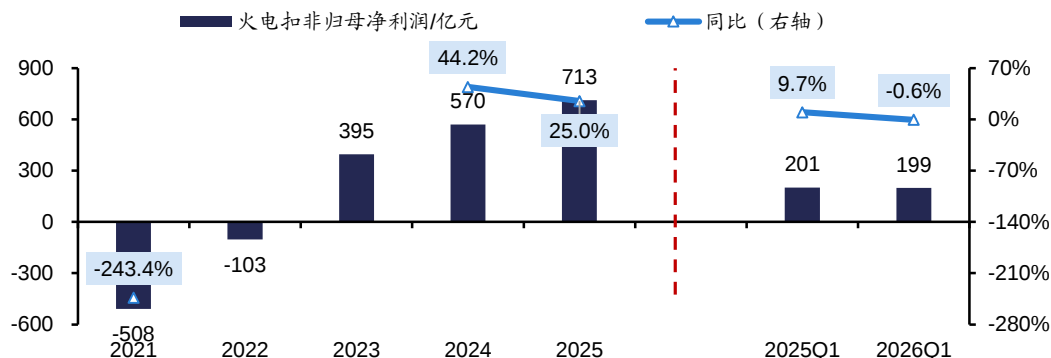
图表37：2025 年火电板块归母净利润同比+7.9%



来源：Wind，国金证券研究所



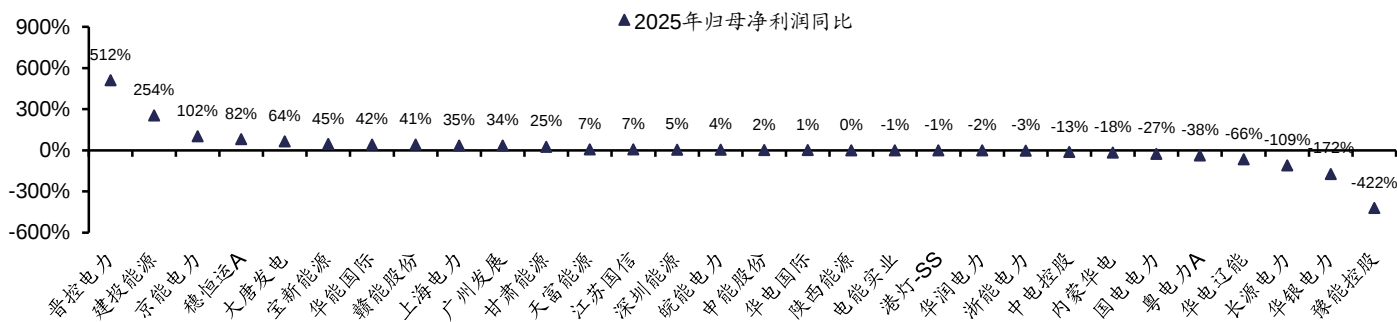
图表38：2025 年火电板块扣非归母净利润同比+25.0%



来源：Wind，国金证券研究所

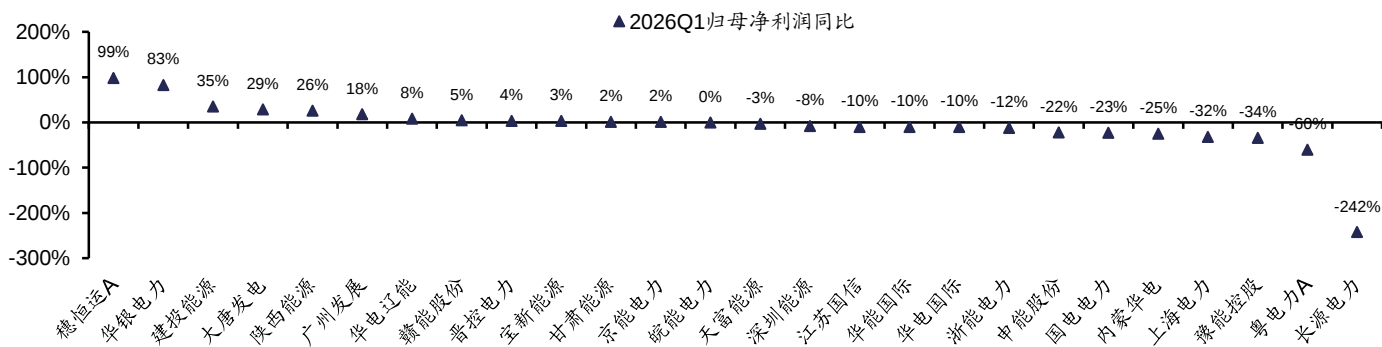
受益于 2025、2026 北方电价较为坚挺，北方火电公司业绩表现突出。细分个股来看，2025 年 30 家火电样本股中，业绩同比增长达 18 家，其中受益于北方电价稳定，建投能源、京能电力、大唐发电表现突出，归母净利润同比分别+254%、102%、+64%，受益于广东气电电价调整、燃料成本改善等影响穗恒运业绩同比+82%，龙头华能国际亦有不错表现、业绩同比+42%。2026 年一季度来看，以 A 股 26 家火电公司为样本，业绩同比增长达 13 家，受 2026 年长协电价北方仍相对下降较少影响，建投能源、大唐发电归母净利润同比分别+35%、29%，半数公司业绩有所下滑，但南方电厂在电价大幅下降下，业绩降幅显著低于预期，体现了火电的盈利稳定性。

图表39：2025 年火电公司归母净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表40：2026Q1 火电公司归母净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所



图表41：2025 及 2026Q1 火电板块业绩同比增速前十名公司（单位：亿元）

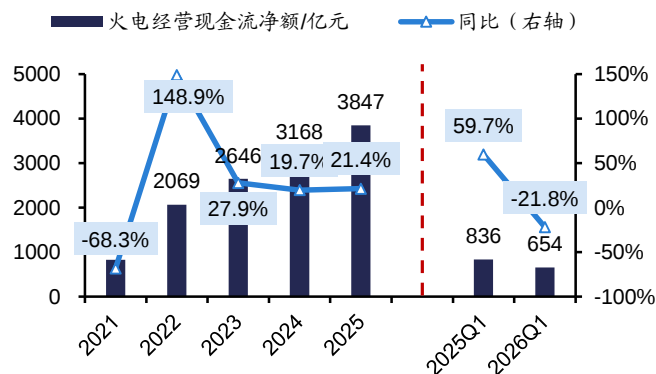
公司名称	2024	2025	2025 同比	公司名称	2025Q1	2026Q1	26Q1 同比
晋控电力	0.3	2.0	511.5%	穗恒运 A	1.0	1.9	98.6%
建投能源	5.3	18.8	253.7%	华银电力	0.8	1.4	82.9%
京能电力	17.5	35.3	101.8%	建投能源	4.4	6.0	35.1%
穗恒运 A	1.7	3.0	81.5%	大唐发电	22.4	28.9	29.3%
大唐发电	45.1	73.9	63.9%	陕西能源	7.0	8.9	26.3%
宝新能源	7.1	10.2	45.2%	广州发展	4.5	5.4	18.4%
华能国际	101.4	144.1	42.2%	华电辽能	1.5	1.6	8.3%
赣能股份	7.1	10.1	41.0%	赣能股份	1.9	2.0	4.7%
上海电力	20.5	27.7	35.3%	晋控电力	0.6	0.6	3.6%
广州发展	17.3	23.2	33.9%	宝新能源	3.0	3.1	3.4%

来源：Wind，国金证券研究所

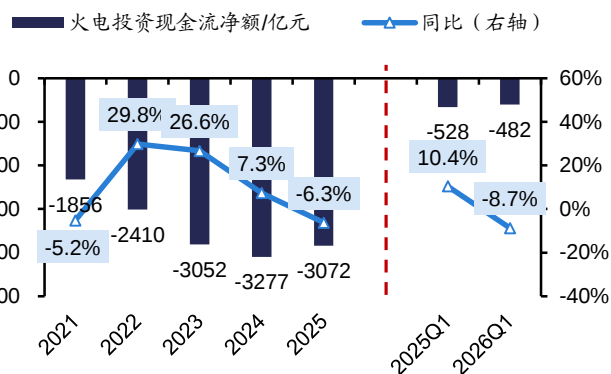
经营持续改善、投资小幅下降，火电板块自由现金流改善突出。受益于经营情况好转，2025 年火电板块经营现金流净额达 3847 亿元（同比+21.4%），而投资规模开始小幅下降、投资现金流净流出 3072、绝对值同比-6.3%；综合影响下，火电自由现金流大幅转正至 775 亿元（上年同期为-109 亿元）。此外，火电公司开始偿还负债，2025 年筹资现金流净流出 577 亿元，板块财务费用同比下降 12.1%，资产负债率小幅降至 63%。2026Q1 受火电电量、火电上网电价持续下降影响，板块经营现金流同比下滑 21.8%。

图表42：2025 年火电板块经营现金流净额同比+21.4%

图表43：2025 年火电板块投资现金流净额同比收窄 6.3%



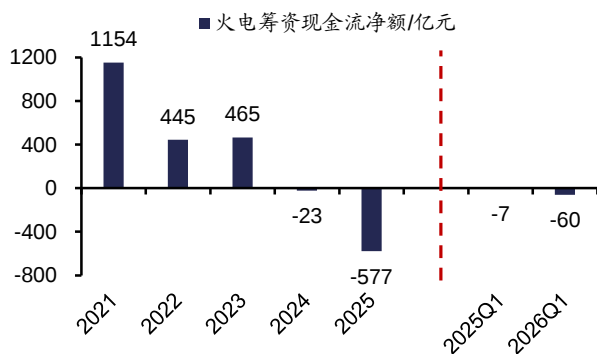
来源：Wind，国金证券研究所



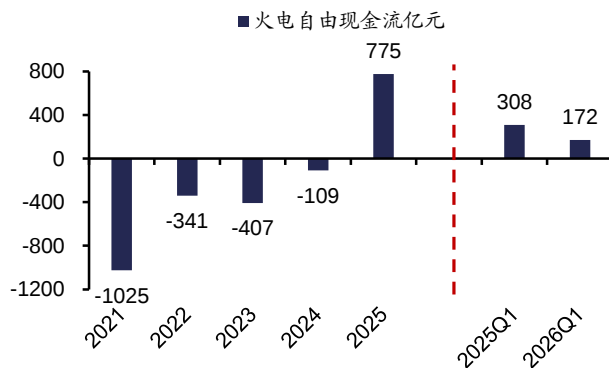
来源：Wind，国金证券研究所

图表44：2025 年火电板块筹资现金流大幅流出

图表45：2025 年火电板块自由现金流大幅转正



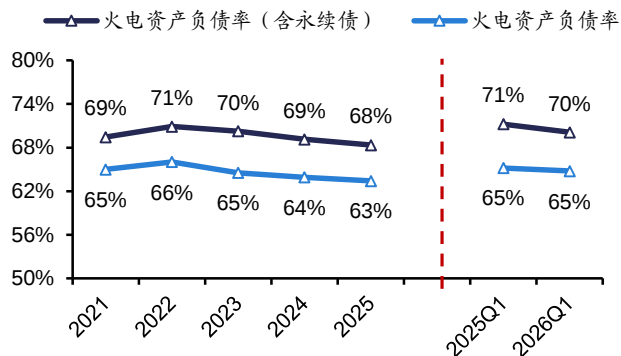
来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

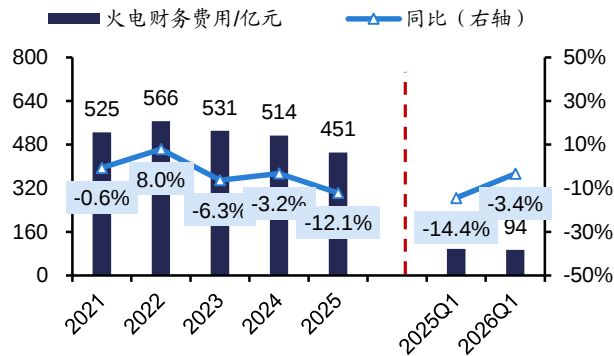


图表46: 2025 年末火电板块资产负债率降至 63%



来源: Wind, 国金证券研究所

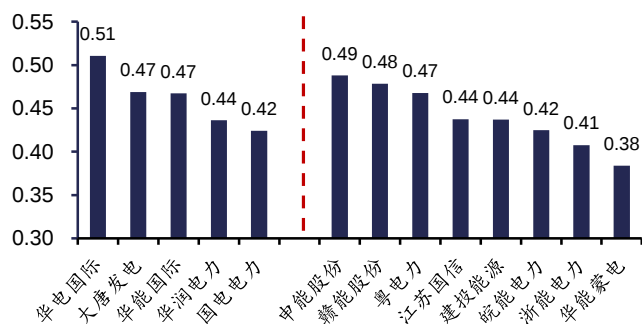
图表47: 2025 年火电板块财务费用同比-12.1%



来源: Wind, 国金证券研究所

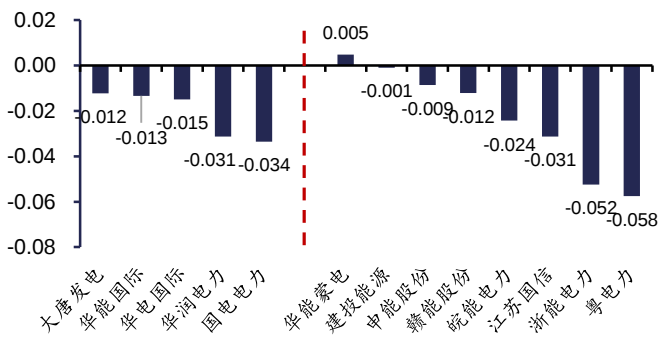
2025 年全国性公司火电电价同比下降 1-3 分/度, 降幅显著低于此前预期。受各地电价降幅不同、机组分布略有差异影响, 广东、江苏、浙江等地火电机组相对较多的国电电力、华润电力火电上网电价同比下滑 3.4、3.1 分/度, 北方占比相对较多的大唐发电、华能国际、华电国际 (追溯调整后) 同比均下滑 1.5 分/度以内, 但降幅均少于 2025 年初长协电价落地后市场预期。根据江苏、广东电力交易中心, 2025 年度广东、江苏年度长协价格分别同比下降 7.4 分/度、4.1 分/度, 而 2025 年火电实际结算电价粤电力同比下滑 5.8 分/度, 江苏国信同比下滑 3.1 分/度, 均优于预期。而 2026 年长协电量占比下降、近期部分省份月度及现货价格已有回升, 建议关注市场化交易对煤电形成的电价提升。

图表48: 2025 年火电上网电价 (元/度, 含税)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 2025 年火电上网电价同比 (元/度, 含税)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 公司火电上网电价及同比变化情况 (元/度, 含税)

全国性公司	2021	2022	2023	2024	2025	2025 同比	21-25CAGR
华能国际	0.492	0.491	0.492	0.481	0.467	-0.013	-1.3%
华电国际	0.430	0.519	0.517	0.512	0.511	-0.015	4.4%
国电电力	0.374	0.462	0.461	0.458	0.424	-0.034	3.2%
大唐发电	0.403	0.491	0.494	0.481	0.469	-0.012	3.9%
华润电力	0.407	0.494	0.491	0.468	0.436	-0.031	1.7%
区域性公司	2021	2022	2023	2024	2025	2025 同比	21-25CAGR
中电股份	0.461	0.497	0.501	0.497	0.488	-0.009	1.4%
皖能电力	0.390	0.467	0.456	0.449	0.425	-0.024	2.2%
浙能电力	0.415	0.492	0.495	0.460	0.408	-0.052	-0.4%
江苏国信	0.395	0.461	0.473	0.469	0.438	-0.031	2.6%



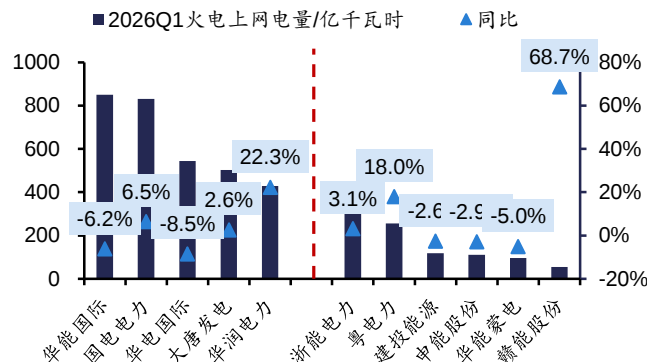
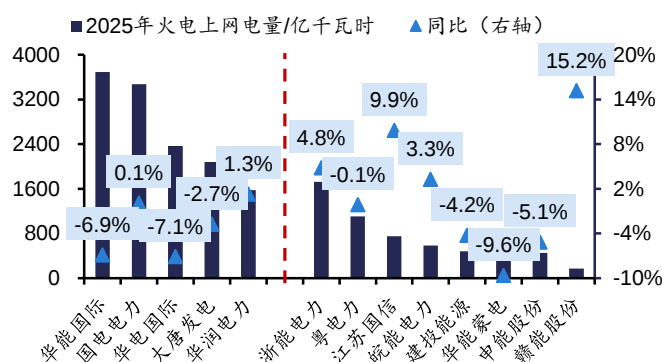
粤电力	0.459	0.540	0.580	0.525	0.468	-0.058	0.5%
华能蒙电	0.341	0.412	0.385	0.379	0.384	0.005	3.0%
建投能源	0.366	0.477	0.450	0.438	0.437	-0.001	4.5%
赣能股份	0.432	0.490	0.498	0.490	0.478	-0.012	2.6%

来源：Wind，国金证券研究所

受新能源挤压影响，无新增装机投产火电公司电量均承压。全国性公司中，华能国际、华电国际、大唐发电，受装机增量占比有限影响，2025 年火电上网电量同比下滑 3%-7% 不等，国电电力、华润电力受益于装机投产，电量维持小幅增长。地方公司中，赣能股份 2025 下半年新增投产 2GW 煤电、火电装机提升 59%，2025 年火电上网电量增长 15.2%、2026Q1 大幅增长 68.7%。江苏国信受益于新增投产 4GW 煤电、火电装机提升 24%，2025 年上网电量增长 9.9%，皖能电力、浙能电力亦为电站投产带动电量增长；2025 年粤电力新增投产煤电 3GW、火电装机提升 10%，但受可再生能源挤压及投产时间等影响，2025 年电量同比-0.1%、2026Q1 同比+18.0%。

图表51：2025 年公司火电上网电量及其同比

图表52：2026Q1 公司火电上网电量及其同比



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表53：公司火电上网电量及同比变化情况（亿千瓦时）

全国性公司	2024	2025	2025 同比	21-25CAGR	2025Q1	2026Q1	2026Q1 同比
华能国际	3962	3691	-6.9%	-2.4%	905	850	-6.2%
华电国际	2003	2365	-7.1%*	3.9%	469	544	-8.5%
国电电力	3470	3474	0.1%	-1.3%	780	831	6.5%
大唐发电	2141	2082	-2.7%	-0.4%	490	502	2.6%
华润电力	1554	1575	1.3%	2.5%	349	428	22.3%
区域性公司	2024	2025	2025 同比	21-25CAGR	2025Q1	2026Q1	2026Q1 同比
中能股份	479	454	-5.1%	3.7%	115	111	-2.9%
皖能电力	567	586	3.3%	14.2%	-	-	-
浙能电力	1643	1722	4.8%	5.5%	364	375	3.1%
江苏国信	683	751	9.9%	3.4%	-	-	-
粤电力	1109	1108	-0.1%	2.0%	216	255	18.0%
华能蒙电	508	459	-9.6%	-2.1%	102	96	-5.0%
建投能源	500	479	-4.2%	7.2%	121	118	-2.6%
赣能股份	151	174	15.2%	27.7%	32	54	68.7%

来源：Wind，国金证券研究所

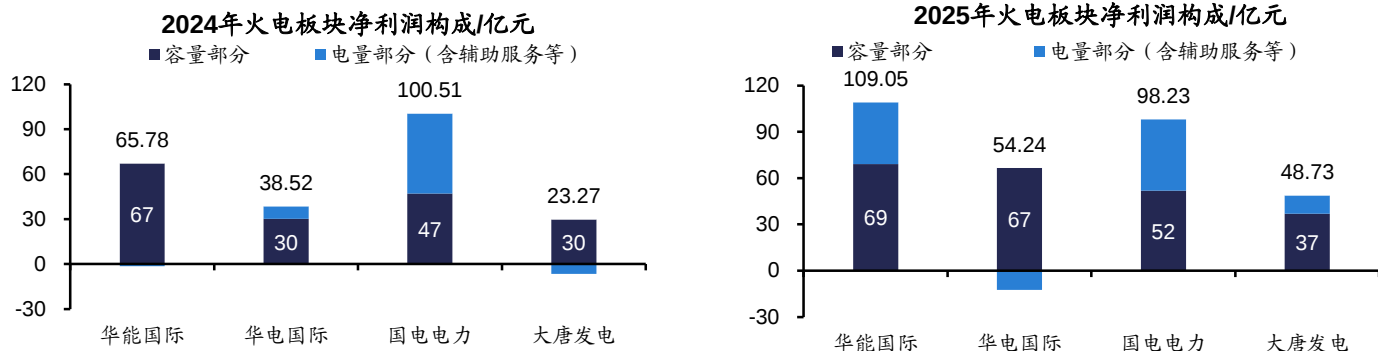
备注：华电国际同比数据为追溯调整后

伴随容量电价稳定提升，火电盈利稳定性已大幅增强。以华能、华电、国电、大唐四家公司为例，测算2024-2025年度容量部分利润贡献总额稳定、占利润比例分别从2024年的102%、78%、47%、128%（华电未重述调整），调整至2025年的63%、123%、53%、76%，2025年华电



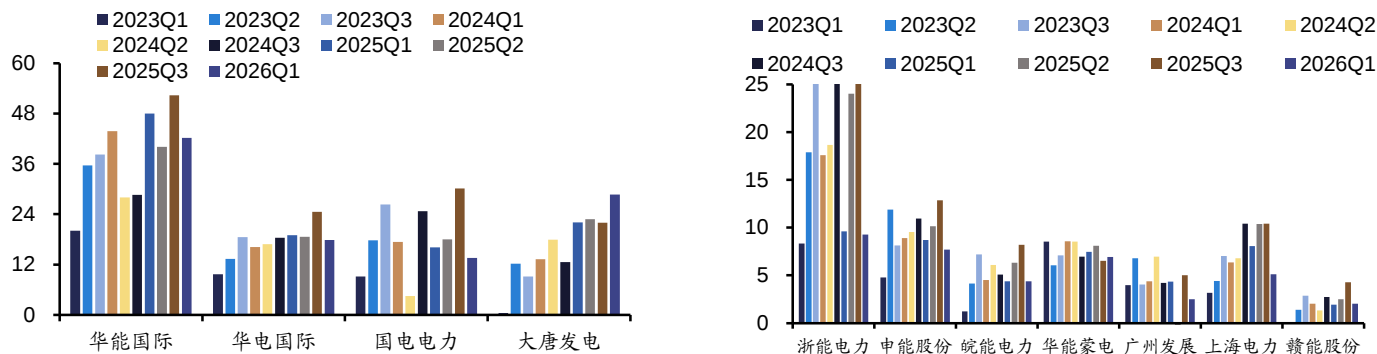
国际收购气电资产（气电多为发电部分亏钱、需较高的容量补偿），因而容量电价占利润比例大幅提升，国电电力由于2025年所属火电区域电价下降较多、容量电价占利润比例小幅提升，华能、大唐受煤价持续下降发电增利影响，容量电价占利润比例有所下降。综合来看，2026年全国大部分省份容量电价提升至165元/千瓦/年（涨幅达65%），该部分稳定利润有望持续提升，伴随现货市场的推进（融入调峰等辅助服务价值）、火电有望在市场化交易中获得额外电价增量，而年初至今煤价虽有提升、但整体波动性亦有所下降，由容量、调节构成主要利润的新形态火电模型盈利的稳定性大幅提升。

图表54：容量收入可为火电贡献稳定利润



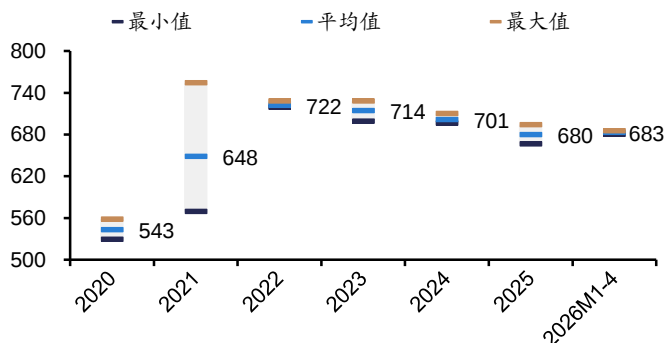
来源：Wind，国金证券研究所 备注：华电国际 2024 年数据未经重述

图表55：火电公司单季扣非归母净利润已趋于稳定（亿元，不考虑 Q4）

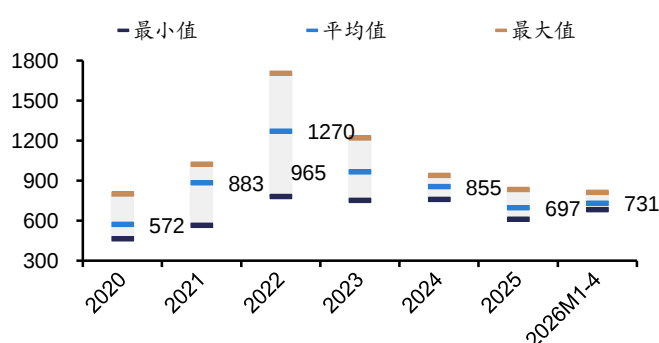


来源：Wind，国金证券研究所

图表56：秦皇岛 5500 大卡动力煤长协价（元/吨）



图表57：秦皇岛 5500 大卡动力煤现货价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表58：2025 年部分公司火电板块利润结构拆分

	华能国际	华电国际	国电电力	大唐发电
煤电装机/GW	91.95	54.38	80.25	49.13
气电装机/GW	17.70	21.07	2.02	9.48
煤电占火电比例	83.9%	72.1%	97.5%	83.8%
火电营业收入/亿元	1767.50	1098.17	1417.19	863.68
其中：电量电价收入（含辅助服务等）	1675.31	1009.31	1348.02	814.40
其中：煤电容量电价收入（扣增值税）	92.19	88.86	69.17	49.28
火电上网电量/亿千瓦时	3690.89	2,365.47	3473.94	2081.71
电量电价（元/千瓦时，不含税）	0.454	0.427	0.388	0.391
容量电价折度电/元（扣所得税）	0.019	0.028 *	0.015	0.018
燃料成本/亿元	1042.48	792.05	886.14	624.33
度电燃料成本/元	0.268	0.318	0.242	0.285
度电燃料成本占电量电价比例	59%	75%	62%	73%
净利润/亿元	109.05	54.24	98.23	48.73
其中：电量部分（含辅助服务等）	39.91	-12.41	46.35	11.77
其中：容量部分	69.14	66.65	51.88	36.96
净利润占比				
其中：电量部分（含辅助服务等）	37%	-23%	47%	24%
其中：容量部分	63%	123%	53%	76%

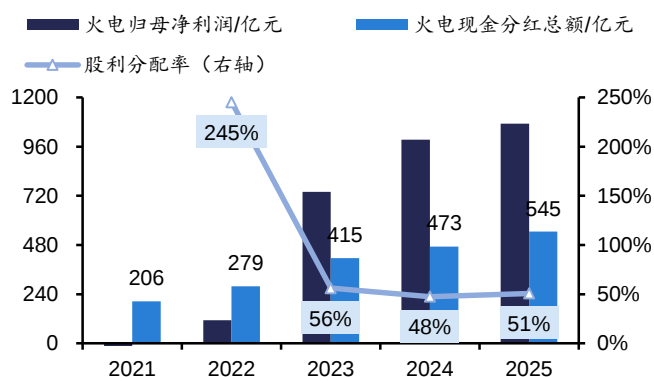
来源：Wind，国金证券研究所

备注：华电国际由于气电机组占比高，容量电价折度电显著偏高、发电部分为亏损

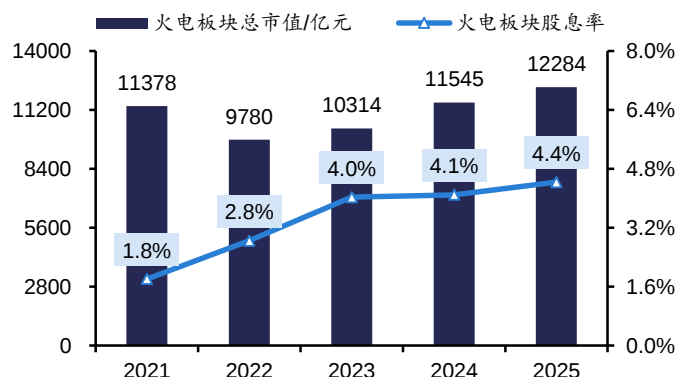
盈利稳定性提升、自由现金流改善，火电有望成本稳定分红主体。近年火电公司分红持续兑现，2023-2025年火电板块分红总额分别为415、473、545亿元，股利分配率分别为56%、48%、51%，仍具有提升空间；火电板块股息率已从2021年1.8%绝对低点升至2025年的4.4%。当前多家公司发布分红承诺，如国电电力承诺2025-2027年现金分红不少于归母净利润的60%且每股派息不低于0.22元、华能蒙电承诺2025-2027年度现金分红不少于可供分配利润的70%且每股派息不低于0.1元；皖能电力承诺2025-2027年度现金分红比例分别为40%、45%、50%。伴随盈利改善及稳定性提升，火电板块分红具备可持续性。

图表59：2025 年火电板块股利分配率提升至 51%

图表60：2025 年火电板块股息率为 4.4%



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

图表61：近年火电公司现金分红及股息率情况

	归母净利润/亿元			现金分红总额/亿元			股利分配率			股息率（年末收盘价）		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
华能国际电力股份	84.5	101.4	144.1	31.4	42.4	62.8	37%	42%	44%	5.3%	6.8%	7.7%
大唐发电H	13.7	45.1	73.9	1.4	11.5	27.4	10%	26%	37%	0.7%	4.7%	7.4%



浙能电力	65.2	77.6	75.3	33.5	38.9	44.2	51%	50%	59%	5.4%	5.1%	6.7%
华润电力	99.7	133.2	131.1	62.1	52.7	51.8	62%	40%	40%	9.1%	5.8%	6.4%
华电国际电力股份	45.2	59.9	60.7	15.3	22.4	26.7	34%	37%	44%	4.8%	5.9%	6.3%
宝新能源	8.9	7.1	10.2	6.5	3.3	5.4	73%	46%	53%	6.8%	3.3%	6.0%
申能股份	34.6	39.4	40.1	19.6	22.0	22.5	57%	56%	56%	6.2%	4.7%	5.9%
华能蒙电	20.0	30.4	24.9	12.1	14.4	17.2	60%	47%	69%	4.7%	5.1%	5.9%
赣能股份	4.9	7.1	10.1	1.5	3.2	5.5	30%	45%	55%	2.0%	3.8%	5.7%
华能国际	84.5	101.4	144.1	31.4	42.4	62.8	37%	42%	44%	2.6%	4.0%	5.4%
广州发展	16.4	17.3	23.2	8.8	9.5	12.3	54%	55%	53%	4.7%	4.2%	5.4%
港灯-SS	28.6	28.8	28.4	25.8	26.1	25.3	90%	90%	89%	6.8%	6.0%	5.0%
电能实业	54.4	56.7	56.3	54.8	55.0	53.2	101%	97%	95%	6.3%	5.1%	5.0%
国电电力	56.1	98.3	71.6	21.4	35.7	43.0	38%	36%	60%	2.9%	4.4%	4.8%
皖能电力	14.3	20.6	21.5	5.0	7.2	8.6	35%	35%	40%	3.5%	4.0%	4.8%
华电国际	45.2	59.9	60.7	15.3	22.4	26.7	34%	37%	44%	2.9%	3.9%	4.6%
中电控股	60.3	108.7	94.5	71.2	73.0	72.7	118%	67%	77%	4.8%	4.8%	4.6%
陕西能源	25.6	30.1	30.1	13.5	15.4	15.4	53%	51%	51%	4.2%	4.4%	4.4%
大唐发电	13.7	45.1	73.9	1.4	11.5	27.4	10%	26%	37%	0.3%	2.2%	4.2%
建投能源	1.9	5.3	18.8	1.4	2.4	5.8	77%	44%	31%	1.6%	2.3%	3.8%
甘肃能源	11.7	16.4	20.5	1.8	5.8	7.5	15%	36%	36%	2.0%	3.0%	3.6%
京能电力	8.8	17.5	35.3	7.0	8.0	11.4	80%	46%	32%	3.5%	3.4%	3.3%
深圳能源	20.5	20.1	21.0	6.7	7.1	7.6	33%	36%	36%	2.2%	2.3%	2.5%
上海电力	15.9	20.5	27.7	5.6	7.9	10.4	35%	39%	38%	2.4%	3.1%	1.8%
江苏国信	18.7	32.4	34.7	3.8	3.8	4.9	20%	12%	14%	1.5%	1.3%	1.8%
穗恒运A	2.9	1.7	3.0	1.0	0.8	1.1	36%	50%	38%	1.5%	1.4%	1.7%
天富能源	4.3	2.1	2.3	2.2	0.8	1.2	50%	35%	50%	2.4%	0.9%	1.0%
粤电力A	9.7	9.6	6.0	1.1	1.1	1.1	11%	11%	18%	0.4%	0.4%	0.5%

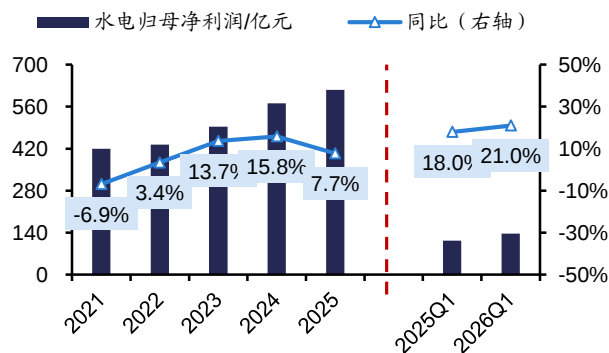
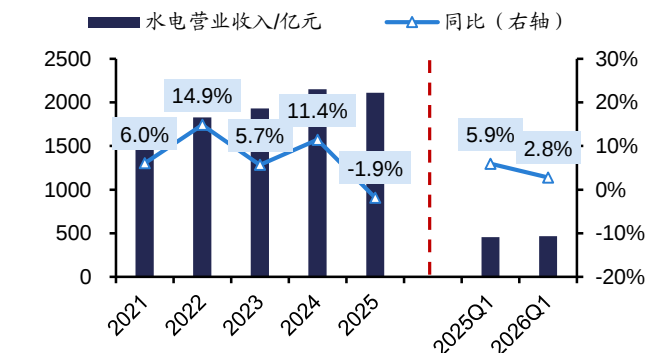
来源：Wind，国金证券研究所

三、水电：电量电价均平稳，费用下降业绩增加

水电电量电价整体平稳，25年归母净利润同比增长7.7%至615亿元。2025年主要流域来水表现分化，其中长江电力发电量同比+3.8%，雅砻江水电同比-6.2%，样本水电公司发电量平均同比+3.9%。全年水电板块实现营业收入2112亿元，同比-1.9%；实现归母净利润615亿元，同比+7.7%，利润端表现明显优于收入端。2026Q1水电板块实现营业收入468亿元，同比+2.8%；归母净利润137亿元，同比+21.0%。由于水电成本以折旧及财务费用等固定成本为主，收入波动向利润端传导弹性较高，同时贷款利率下行、债务结构优化带动财务费用下降，共同推动利润增速持续高于营收增速。

图表62：2025年水电板块营收同比-1.9%

图表63：2025年水电板块归母净利润同比+7.7%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



2025年主要流域来水表现分化，装机增量支撑水电发电量小幅增长。统计样本水电公司发电量，2025年水电板块发电量6998.1亿千瓦时，同比+3.9%；其中长江电力同比+3.8%，华能水电、桂冠电力、黔源电力分别同比+13.3%、+26.7%、+71.9%，主要受来水改善及装机投产带动；雅砻江水电、国投电力、湖北能源分别同比-6.2%、-8.1%、-3.0%，反映不同流域水文分化。2026Q1板块发电量1485.8亿千瓦时，同比+7.8%，长江电力、华能水电、桂冠电力等保持增长，雅砻江水电仍同比下滑。展望后续，2025年部分流域来水偏枯，若2026年汛期有望低基数下高增长。

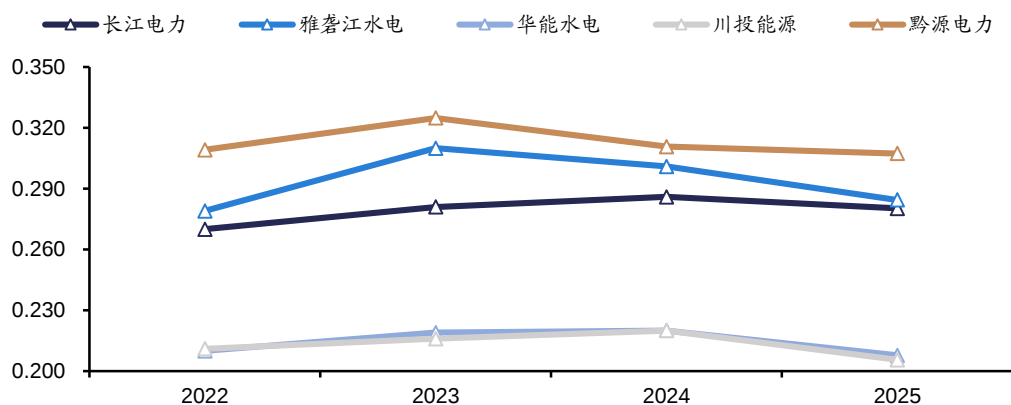
图表64：水电公司全年及一季度发电量情况

发电量/亿千瓦时	2023	2024	2025	同比	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1	同比
长江电力	2762.6	2959.0	3071.9	3.82%	556.0	527.5	576.8	618.2	7.19%
雅砻江水电	842.4	929.4	871.5	-6.23%	213.8	196.3	232.4	209.3	-9.93%
国投电力	1617.8	1720.7	1580.9	-8.12%	382.9	395.4	389.9	379.1	-2.78%
华能水电	1070.6	1120.1	1269.3	13.32%	156.1	162.3	212.9	239.6	12.52%
川投能源	52.3	58.2	66.3	13.85%	7.1	7.8	9.6	8.9	-7.40%
桂冠电力	285.1	364.2	461.4	26.68%	72.0	71.1	74.5	111.0	49.05%
湖北能源	357.5	440.4	427.0	-3.04%	76.4	108.3	99.7	111.7	12.03%
黔源电力	69.5	70.5	121.2	71.89%	7.7	9.2	14.4	17.2	19.18%
合计	6215.3	6733.2	6998.1	3.93%	1258.0	1281.6	1377.9	1485.8	7.83%

来源：各公司经营公告，公司财报，国金证券研究所 备注：国国投电力控股雅砻江水电，因此合并中不重复计算

电价小幅下滑，总体相对稳定。2025年由于煤价较低，市场化交易电价位于低位，水电部分市场化交易电量上网电价受到影响，整体电价略微下滑，各公司电价均小幅下滑。整体来看，水电电价低于其他各电源，安全垫较厚，电价整体较为平稳。

图表65：2025年水电公司上网电价小幅下滑

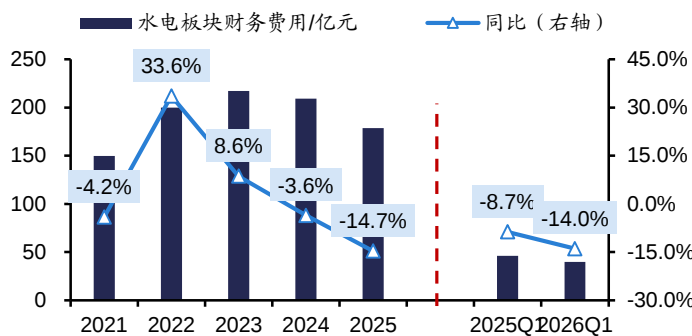


来源：各公司经营公告，公司财报，国金证券研究所 备注：单位为元/千瓦时

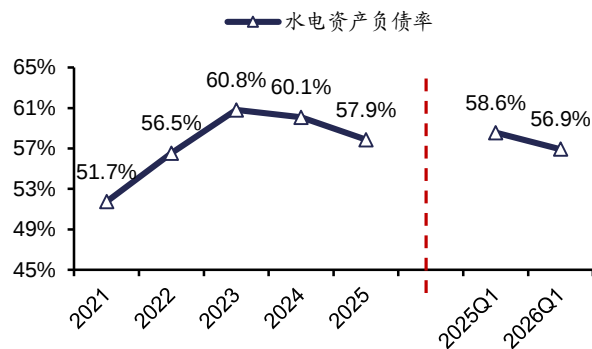
偿还贷款、置换债务，财务费用及资产负债率继续下降。2025年水电板块财务费用同比下降31亿元（同比-14.7%）。截至2025年末，水电板块资产负债率57.9%，同比降低2.2pct，2026Q1继续降低至56.9%。以长江电力为例，收购乌白并稳定运营后，资产负债率逐渐下降，2023年底长江电力资产负债率提升至62.9%，公司通过偿还和置换负债降低资产负债率和财务费用，2025年底已降低至58.3%。



图表66：2025年水电板块财务费用同比-14.7%



图表67：2025年水电资产负债率降至57.9%

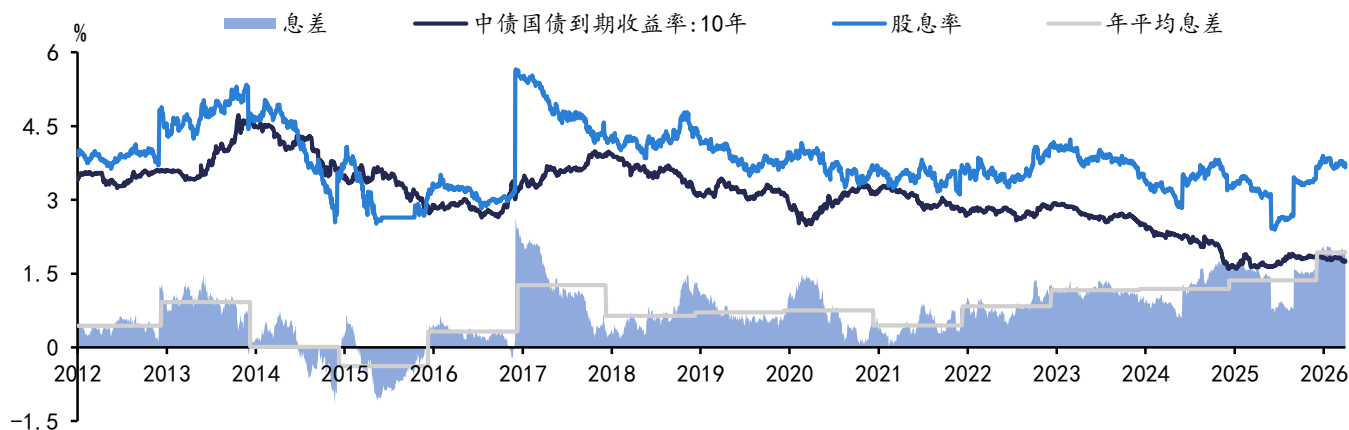


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

利率下行背景下，长江电力息差持续扩大。长江电力自2016年提出连续十年分红承诺后，市场对其稳定分红预期逐步强化，估值体系也由传统PE估值逐渐切换至股息率定价。2023年以来，我国长端利率持续下行，十年期国债收益率由2023年初的2.83%降至2026年4月30日的1.75%，累计下降108bp。与此同时，长江电力年平均息差自2024年起持续抬升，截至2026年4月30日已提升至1.93%，显著高于“十三五”以来平均水平。长端利率下行放大了高分红水电资产的相对配置价值，也为公司估值中枢提供了支撑。

图表68：长江电力股息率与十年期国债收益率



来源：Wind，国金证券研究所

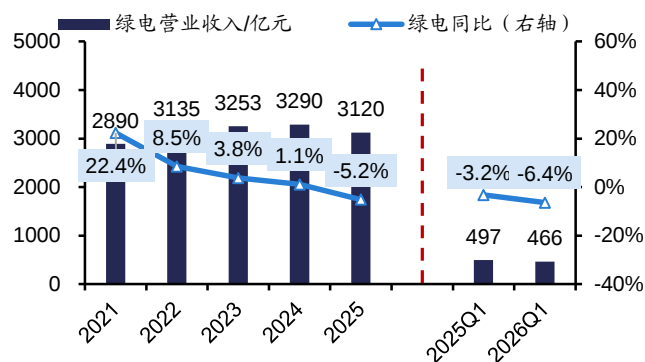
四、绿电业绩仍在承压、核电投产高峰临近、燃气接驳业务拖累

（一）绿电：补贴发放经营现金流提升明显，受电价下行影响利润显著承压

收入端受电价及消纳等影响小幅下滑，利润承压明显。近年新能源装机持续高增，电量增长抵消电价下行影响下2023-2024年收入端尚可保持增长，2025年绿电板块实现营收3120亿元（同比-5.2%），营收开始下降主要为2025年6月新能源全面市场化后（136号文）电价再次大幅下降影响；而成本端端改善相对有限下，2025年绿电归母净利润仅完成363亿元（同比-23.6%）。2026Q1受风资源偏弱、消纳压力等致使风电电量下降以及电价基数影响，板块营收同比下滑6.4%、归母净利润同比大幅下滑35.5%。细分个股来看，2025年26家绿电样本股中，业绩同比增长仅7家，基本均为风电占比较高新能源运营商。2026年一季度18家绿电样本股中，业绩均为同比下滑或持续亏损，绿电板块业绩承压明显。

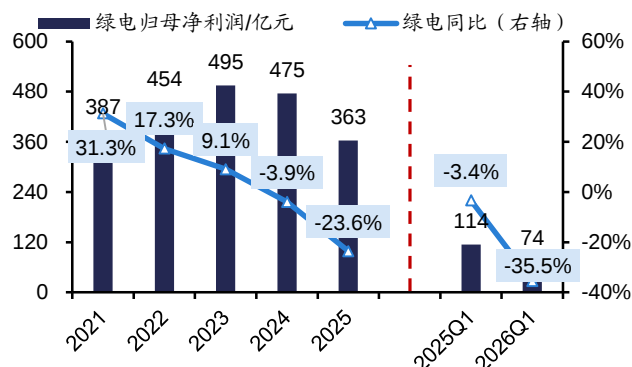


图表69：2025 年绿电板块营收同比-5.2%



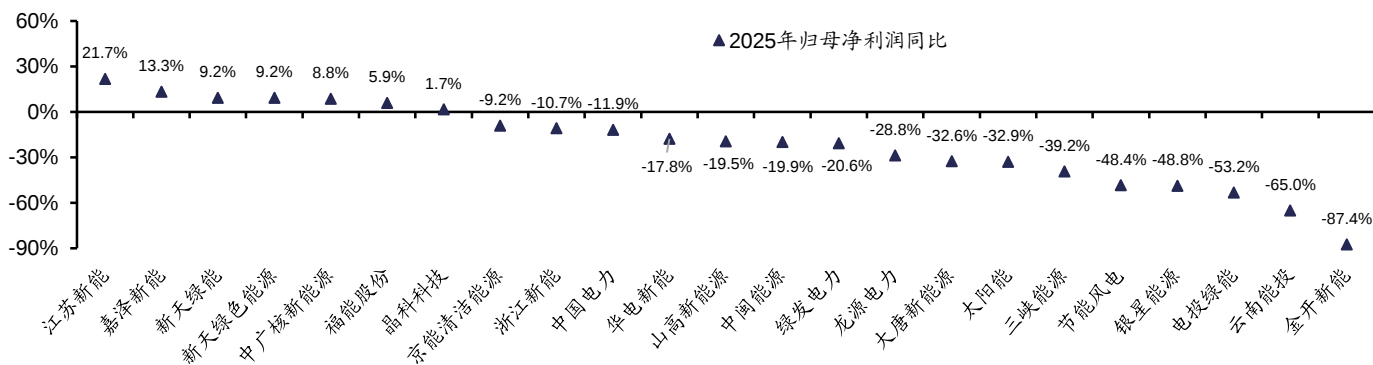
来源：Wind，国金证券研究所

图表70：2025 年绿电板块归母净利润同比-35.5%



来源：Wind，国金证券研究所

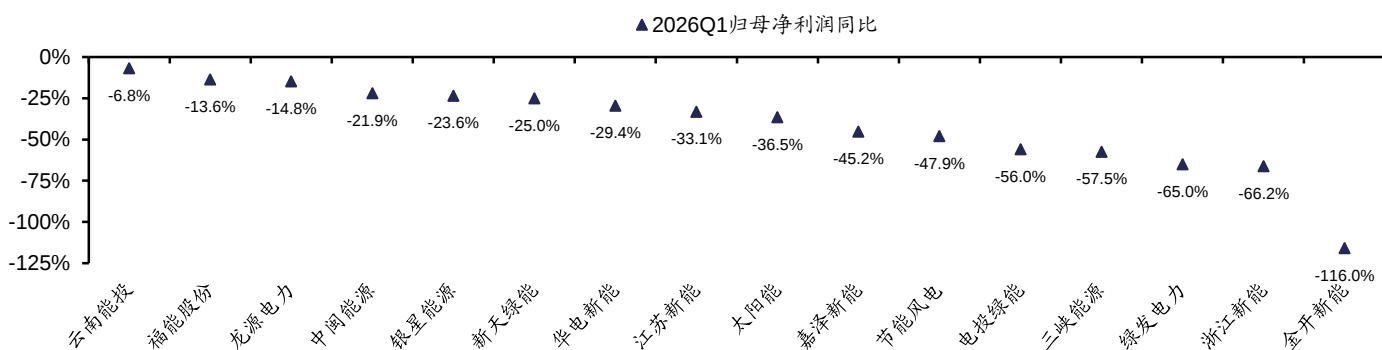
图表71：2025 年绿电公司归母净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

备注：协鑫新能源亏损同比扩大、广西能源同比下滑 434%、北京能源国际同比下滑 285%未显示

图表72：2026Q1 绿电公司归母净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

备注：晶科科技亏损同比扩大、广西能源同比减亏未显示

图表73：2025 及 2026Q1 绿电板块业绩同比增速前十名公司（单位：亿元）

公司名称	2024	2025	2025 同比	公司名称	2025Q1	2026Q1	26Q1 同比
江苏新能	4.2	5.1	21.7%	云南能投	2.2	2.1	-6.8%
嘉泽新能	6.3	7.1	13.3%	福能股份	7.5	6.5	-13.6%
新天绿能	16.7	18.3	9.2%	龙源电力	19.1	16.2	-14.8%
新天绿色能源	16.7	18.3	9.2%	中闽能源	2.5	2.0	-21.9%
中广核新能源	17.8	19.4	8.8%	银星能源	0.7	0.6	-23.6%



福能股份	27.9	29.6	5.9%	新天绿能	9.5	7.2	-25.0%
晶科科技	3.2	3.3	1.7%	华电新能	29.2	20.6	-29.4%
京能清洁能源	32.5	29.5	-9.2%	江苏新能	1.6	1.1	-33.1%
浙江新能	5.7	5.1	-10.7%	太阳能	2.9	1.8	-36.5%
中国电力	38.6	34.0	-11.9%	嘉泽新能	2.4	1.3	-45.2%

来源：Wind，国金证券研究所

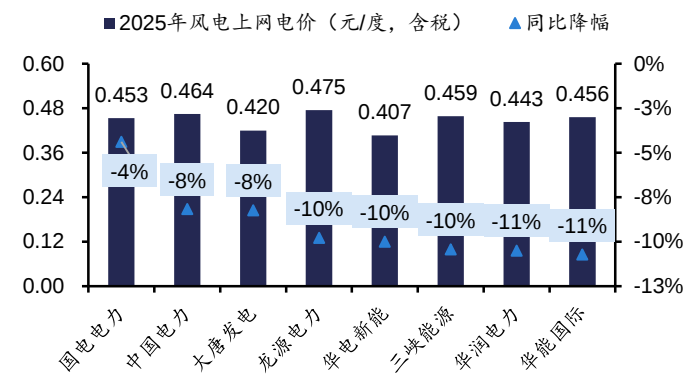
十四五龙头公司平均新增绿电装机30GW/家，装机规模均实现跃升。从经营指标来看，我们选取8家新能源全国布局的龙头公司为样本，截止2025年末华电新能风电累计运营装机达43GW、光伏达53GW，十四五期间合计新增73GW（风电24/光伏49GW），风电、光伏规模均位居首位。2025年末风电装机规模二、三名分别为龙源电力32GW、华润电力29GW；光伏装机规模二、三名分别为三峡能源27GW、华能国际25GW。供给持续增加、叠加新能源电价改革下，2025年风电上网电价各家同比降幅集中于8%-10%、国电电力同比仅下降4%；光伏电价同比降幅差异较大，龙源电力、龙源电力同比仅下降4%、5%，国电电力受新增光伏项目较多影响、电价同比大幅下滑19%。

图表74：十四五期间部分公司新能源装机情况

风电装机/GW	2025	十四五新增	十四五涨幅	太阳能装机/GW	2025	十四五新增	十四五涨幅
华能国际	21	12	153%	华能国际	25	23	898%
国电电力	10	4	66%	国电电力	19	19	8810%
大唐发电	11	7	142%	大唐发电	7	6	353%
华润电力	29	19	180%	华润电力	15	15	2629%
中国电力	16	14	637%	中国电力	22	18	451%
三峡能源	24	16	175%	三峡能源	27	20	311%
龙源电力	32	10	44%	龙源电力	14	13	3026%
华电新能	43	24	132%	华电新能	53	49	1286%

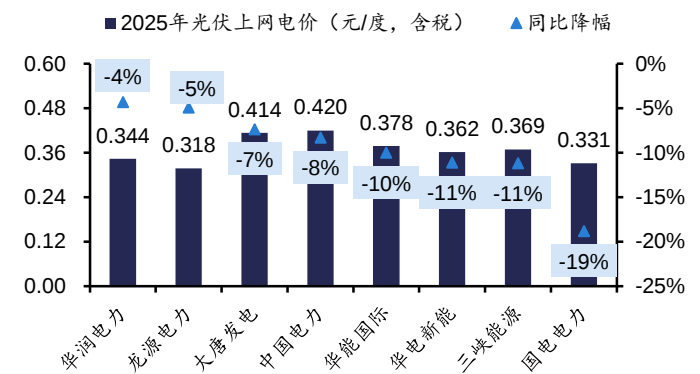
来源：Wind，国金证券研究所

图表75：2025年风电电价同比降幅集中于8%-10%



来源：Wind，国金证券研究所

图表76：2025年光伏电价同比降幅差异较大

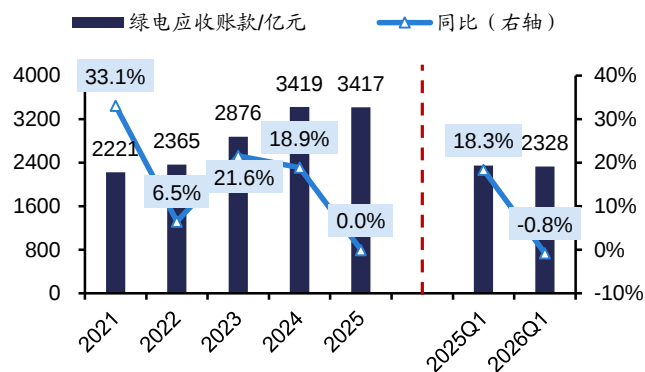


来源：Wind，国金证券研究所

受益于2025年下半年补贴较多发放，2025年绿电经营现金流同比大幅改善。2025年绿电板块应收账款为3417亿元（同比-0.05%），基本持平主要为国家较大范围发放补贴影响，带动经营现金流净额达1895亿元（同比+45.7%）；2023-2025年绿电投资净流出均超2000亿元、但2025年同比有所回落、为2358亿元，预计绿电资本开支同比增速开始下降。筹资现金流方面，补贴发放放缓部分现金流压力，2025年板块筹资现金流为543亿元（同比-61.5%）。2026年一季度，受制于盈利能力下降，板块经营现金流同比下滑7.5%。

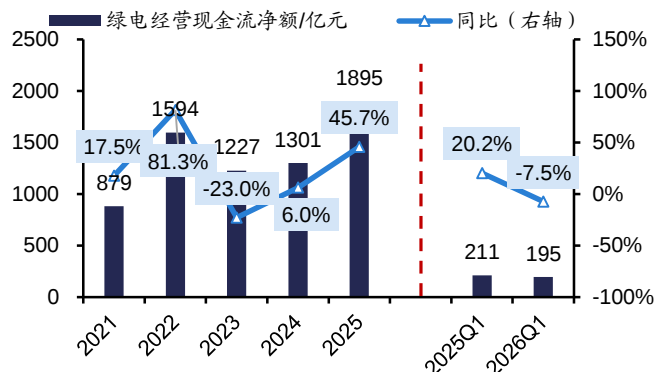


图表77：2025年绿电板块应收账款同比基本持平



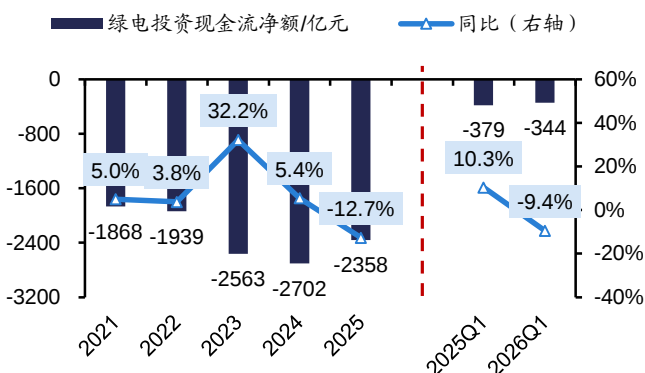
来源：Wind，国金证券研究所

图表78：2025年绿电板块经营现金流同比+45.7%



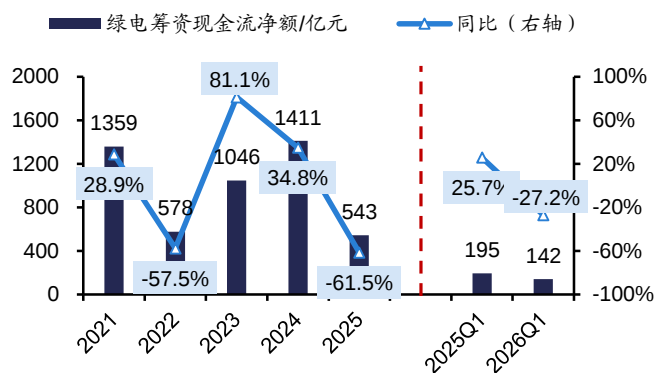
来源：Wind，国金证券研究所

图表79：2025年绿电板块投资现金流体量同比-12.7%



来源：Wind，国金证券研究所

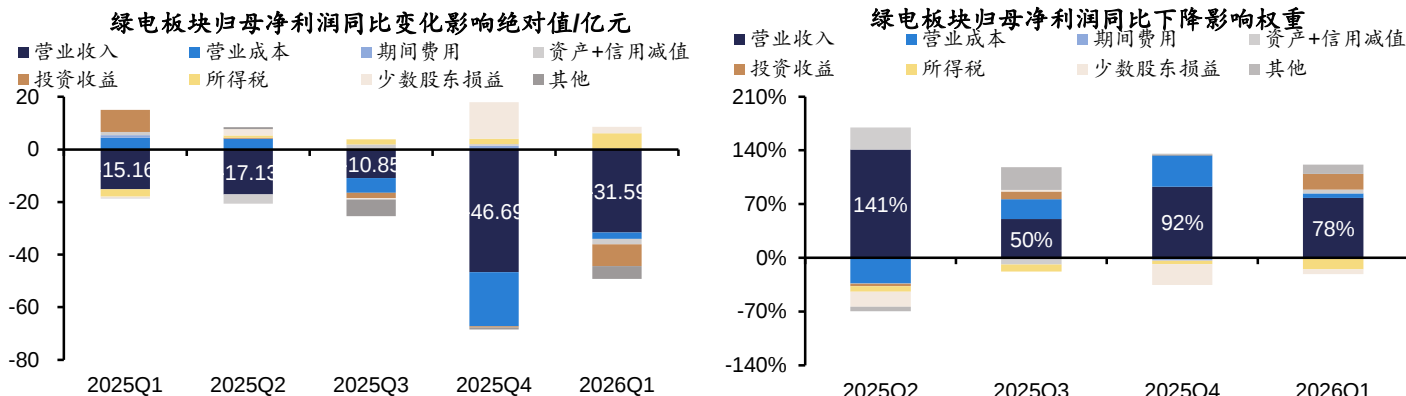
图表80：2025年绿电板块筹资现金流体量同比-61.5%



来源：Wind，国金证券研究所

除电价（营业收入）影响外，2026Q1其他部分亦占业绩权重。对绿电归母净利润同比变动进行拆解来看，营收同比下滑仍然为业绩下滑的最主要因素，以2026年一季度为例，营收影响权重占78%（营收同比下滑/归母净利润同比下滑*100%）、所得税同比减少对利润为正向贡献、权重为-14%，期间费用减少亦有一定程度增厚利润（权重为-1%）。此外，受2025年11月1日起陆风增值税即征即退50%取消政策影响（海风为2028年1月1日起取消），其他部分（主要为其他收益）亦对归母净利润下滑存有12%权重。

图表81：除电价（营业收入）影响外，2026Q1其他部分亦占业绩下滑12%权重



来源：Wind，国金证券研究所



图表82: A股绿电板块单季归母净利润同比变化拆解

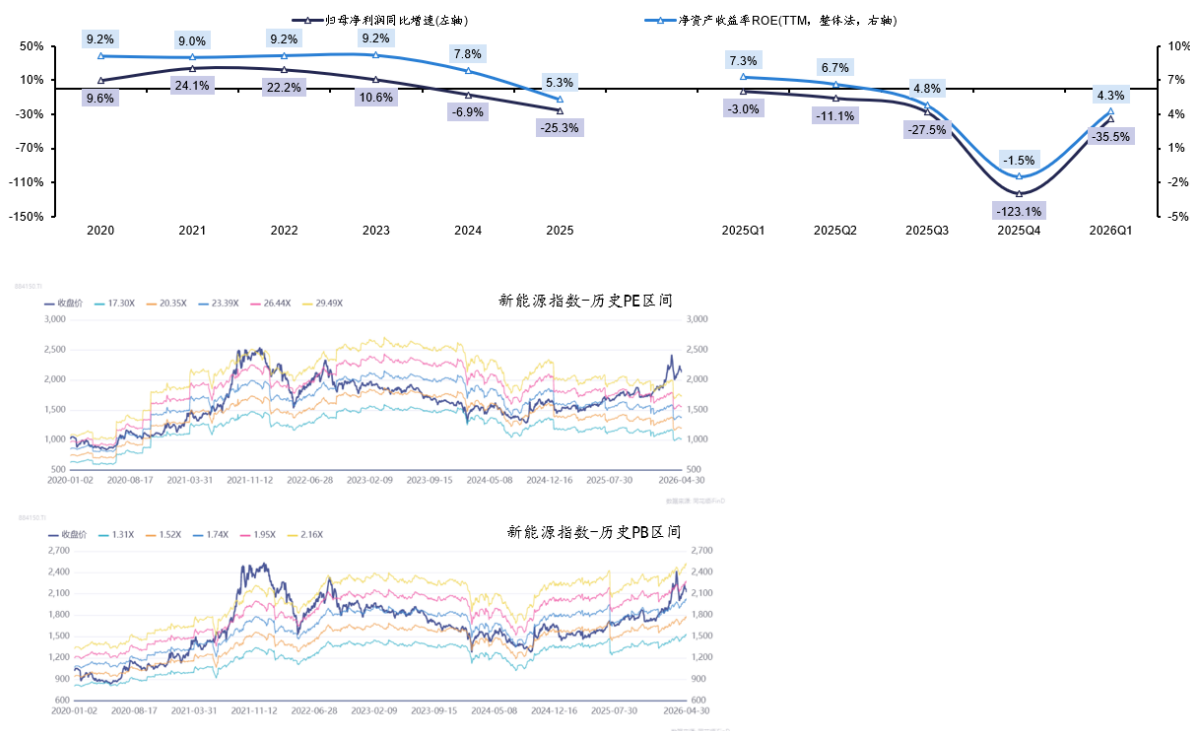
绝对值/亿元	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入	-15.16	-17.13	-10.85	-46.69	-31.59
营业成本	4.50	4.03	-5.58	-20.62	-2.48
期间费用	0.98	0.09	0.02	1.39	0.37
资产+信用减值	1.15	-3.50	1.84	0.65	-1.97
投资收益	8.39	0.37	-2.13	-0.48	-8.28
所得税	-2.75	0.86	2.01	2.09	5.77
少数股东损益	-0.52	2.40	-0.49	13.86	2.51
其他	-0.15	0.74	-6.35	-0.69	-4.91
合计/亿元	-3.55	-12.15	-21.53	-50.49	-40.58
权重	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
营业收入	427%	141%	50%	92%	78%
营业成本	-127%	-33%	26%	41%	6%
期间费用	-28%	-1%	0%	-3%	-1%
资产+信用减值	-32%	29%	-9%	-1%	5%
投资收益	-236%	-3%	10%	1%	20%
所得税	77%	-7%	-9%	-4%	-14%
少数股东损益	15%	-20%	2%	-27%	-6%
其他	4%	-6%	29%	1%	12%

来源: Wind, 国金证券研究所

备注: 成本及费用类科目的增长记为负值, 反之亦然

期待消纳问题解决、电价企稳, 绿电业绩触底回升, 估值修复可期。2026年为绿电上网电价改革全面市场化首个完整年度, 伴随电网建设逐步跟进、调节电源陆续增多, 期待绿电电价企稳。复盘过去几年绿电的估值与业绩数据, 绿电的估值提升恰好发生于利润高增及ROE的高点, 伴随绿电装机增速的回落和ROE的回落(2024年增速已转负), 绿电的估值体系也从偏成长的PEG走向偏价值的PB-ROE定价体系, 当前ROE及利润增速仍在下行, 我们建议关注基本面右侧的投资机会/非业绩期的政策(如算电融合等)预期。

图表83: 期待绿电回归PB-ROE估值体系



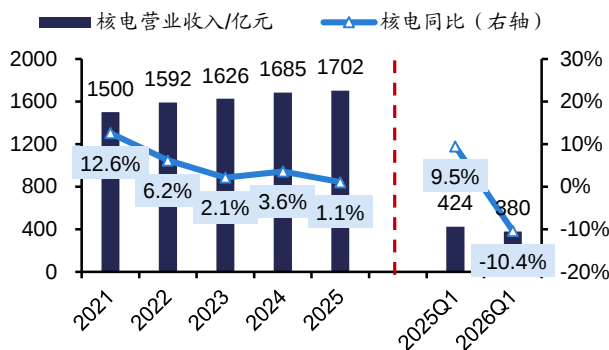
来源: Wind, 国金证券研究所



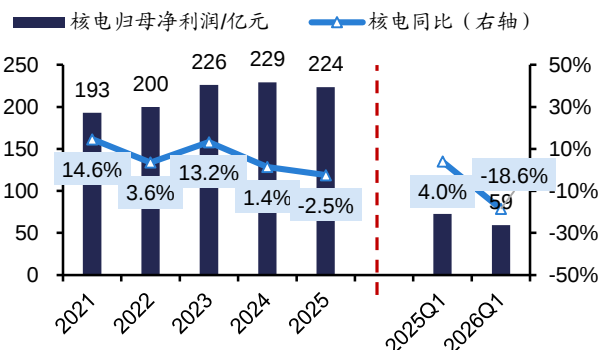
（二）核电：投产高峰临近，电价回落压制盈利

核电投产高峰临近，电价回落压制盈利。“十四五”电力规划重提积极发展核电，核电项目审批、建设迎来高峰期，26年起将迎来核电投产高峰。核电板块2025全年实现营业收入1702亿元（同比+1.1%）、归母净利润224亿元（同比-2.5%）；2026年第一季度因电价下降、机组大修至发电量降低及成本增加而归母净利润同比下降，整体来看，核电公司业绩近来有所波动。

图表84：2025年核电板块营收同比+1.1%



图表85：2025年核电板块归母净利润同比-2.5%

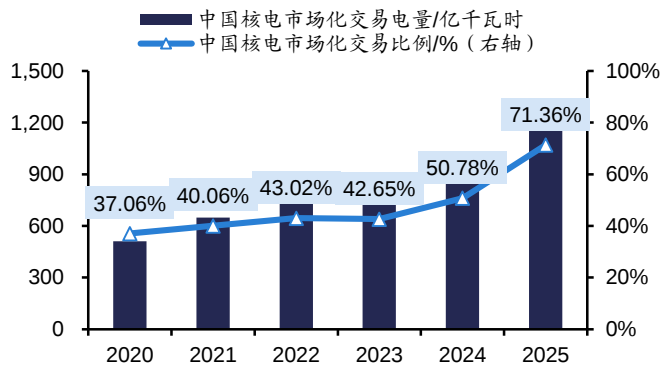


来源：Wind，国金证券研究所

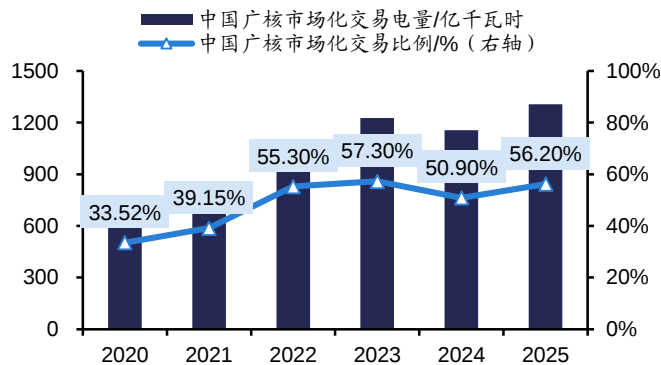
来源：Wind，国金证券研究所

2025年核电市场化比例大幅提升。伴随各省陆续推进市场化交易，核电市场化比例提升，根据中国核电和中国广核财报，截至2025年底，中国核电市场化交易比例大幅提升至71.4%，中国广核市场化交易比例达56.2%。

图表86：2025年中国核电市场化交易比例大幅上升



图表87：2025年中国广核市场化交易比例提升



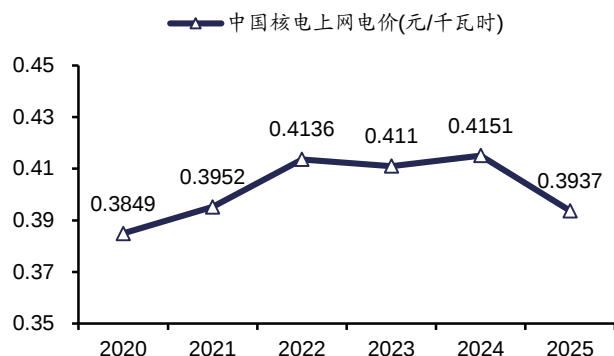
来源：中国核电财报，国金证券研究所

来源：中国广核财报，国金证券研究所

2025年核电电价下滑。2025年中国核电核电上网电价同比下滑2.1分/千瓦时，主要受江苏核电市场化交易电价下行影响，中国广核核电上网电价同比下滑3.6分/千瓦时，25年广东广西年度长协电价均大幅降低，中国广核受影响较大。

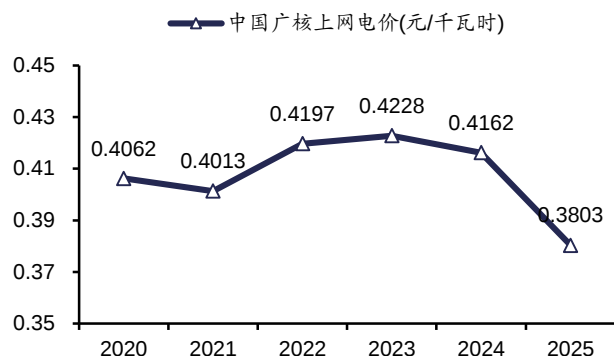


图表88：中国核电 2025 年核电电价下滑



来源：中国核电财报，国金证券研究所

图表89：中国广核 2025 年核电电价下滑



来源：中国广核财报，国金证券研究所

辽宁核电机制电价落地，期待更多省份政策催化。辽宁省发改委印发《关于 2026 年辽宁省核电机组参与电力市场化交易有关事项的通知》，政策规定 2026 年执行差价结算机制的核电机组，其纳入机制的电量规模、电价水平（以下简称机制电价）等由省发展改革委明确。对纳入机制的电量（以下简称机制电量），市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业按规定开展差价结算，差价结算费用暂纳入系统运行费用，由全体工商业用户进行分摊。在电力供需宽松和绿电入市冲击的背景下，核电参与市场化交易导致电价承压，机制电价的落地可稳定存量核电机组业绩预期、明确未来新增装机带来的利润增厚，有望让核电重回公用事业化的轨道，期待更多省份核电机制电价的落地。

图表90：辽宁省发改委印发《关于 2026 年辽宁省核电机组参与电力市场化交易有关事项的通知》

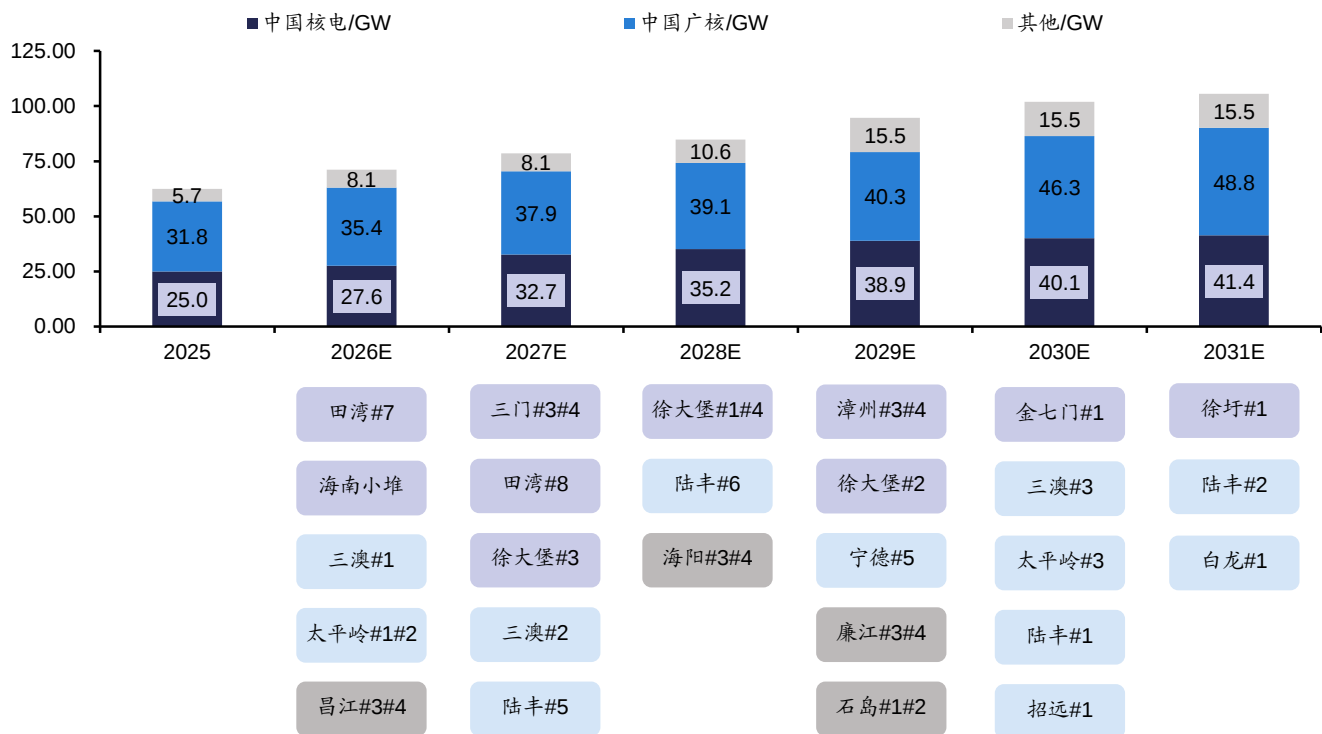
章节	具体内容
结算机制	2026 年，执行差价结算机制的核电机组，其纳入机制的电量规模、机制电价等由省发展改革委明确。对机制电量，市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业按规定开展差价结算，差价结算费用暂纳入系统运行费用，由全体工商业用户进行分摊。
机制电量规模	2026 年，核电月度机制电量规模在当月机组实际上网电量的基础上，将每日 21 小时时段 80% 上网电量纳入机制；其余 3 小时时段的上网电量不纳入机制。结合核电机组发电运行特性及新能源消纳等实际因素，不纳入机制的 3 小时时段，由省电力公司调度机构结合我省电力实际供需情况按月研究，报省发展改革委、省工业和信息化厅同意后明确。原则上选择新能源消纳最为困难的连续 3 小时，1-3 月暂定为每日 2:00-5:00。
机制电价水平	机制电价水平按照国家现行核电上网电价政策执行。目前，我省在运的核电机组为红沿河 1-6 号机组，其中红沿河 1-4 号机组上网电价为 0.3823 元/千瓦时，5-6 号机组上网电价为 0.3749 元/千瓦时。纳入机制后，红沿河 1-6 台核电机组平均机制电价执行 0.3798 元/千瓦时。
动态调整机制	执行期间，电网企业按月统计核电机组电力曲线、电价情况，做好数据分析。核电企业按月做好执行情况和收益情况统计，每月初报上月情况。省发展改革委根据实际执行情况，综合考虑燃料成本变化、现货价格浮动等因素，适时调整价格结算机制相关参数。
保障措施	不得向核电不合理分摊费用，逐步取消中长期合约阻塞费用分摊，核电机组机制电量不参与中长期交易，计入中长期合同签约比例。核电机组中长期交易申报电量上限，现阶段按装机容量扣除机制电量对应容量后的最大上网能力确定。不参与发电侧容量补偿机制。

来源：辽宁省发改委，国金证券研究所

在建及核准机组充裕，核电装机成长确定性强。截至 2025 年底，我国核电在运 59 台核电机组，装机容量 62.52GW，2025 年仅并网漳州 1 号一个核电机组。2026 年初漳州 2 号商运、2026 年 4 月太平岭 1 号商运，截至目前在建 35 台机组。受十三五期间核电核准停滞影响，十四五前期为核电机组投产低谷时期，核准重启后在建及核准机组将在 2026-2031 年陆续投运，2026 年起将迎来核电投产高峰期。



图表91：预期在建机组投产节奏



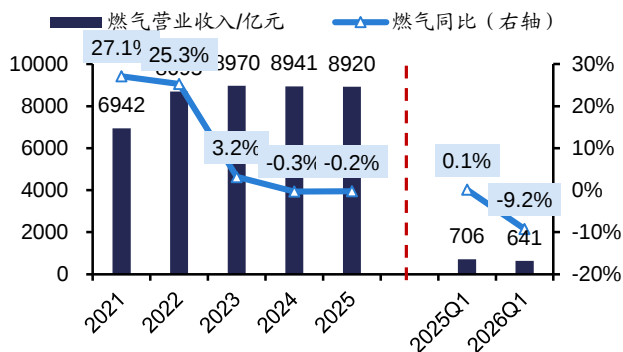
来源：国常会，中国核能行业协会，中国核电、中国广核财报，国电投，国金证券研究所

备注：图中仅包含在建机组

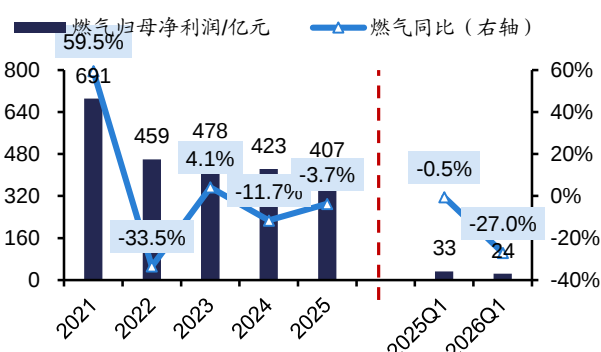
（三）燃气：气量低增长，接驳业务下滑，业绩小幅承压

燃气板块：25年气量增长较低，归母净利润同比-3.7%。燃气板块2025全年实现营业收入8920亿元（同比-0.2%），近两年项目收购减少，气量增长多来自于自然增速，受宏观经济影响气量增速较低。当前城燃公司毛差如期改善，售价端随成本改善而下滑，但由于房地产影响，高毛利接驳业务体量下滑，归母净利润微降至407亿元（同比-3.7%）。

图表92：2025年燃气板块营收同比-0.2%



图表93：2025年燃气板块归母净利润同比-3.7%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

全国燃气公司归母口径利润普遍下滑。根据Wind数据，六家全国性城燃公司营收同比下降0.3%，归母净利润同比下降5.4%，归母净利润下降高于营收，主要系高毛利接驳业务大幅下滑，平均毛利率降低。新奥能源归母净利润同比-1.4%，香港中华煤气同比-2.9%，昆仑能源受毛差毛差下降影响，归母净利润同比-10.3%。



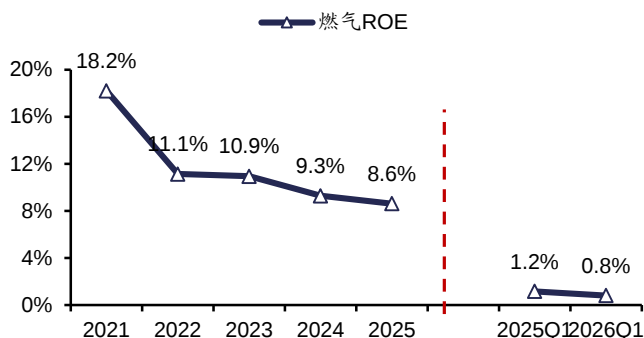
图表94：全国性城燃公司营业收入、利润对比

	营业收入/亿元					归母净利润/亿元				
	2022	2023	2024	2025	25 年同比增速	2022	2023	2024	2025	25 年同比增速
香港中华煤气	544	516	514	491	-4.5%	46.9	55.0	52.9	51.4	-2.9%
新奥能源	1101	1139	1099	1119	1.9%	58.7	68.2	59.9	59.0	-1.4%
昆仑能源	1719	1774	1870	1940	3.7%	52.3	56.8	59.6	53.5	-10.3%
华润燃气	843	918	951	883	-7.2%	42.3	47.3	37.9	32.0	-15.4%
中国燃气	716	805	738	731	-0.9%	62.1	37.6	28.9	30.0	3.9%
港华智慧能源	179	180	197	189	-4.3%	8.6	14.3	14.9	14.3	-3.7%
合计	5102	5331	5369	5353	-0.3%	271	279	254	240	-5.4%

来源：Wind，国金证券研究所

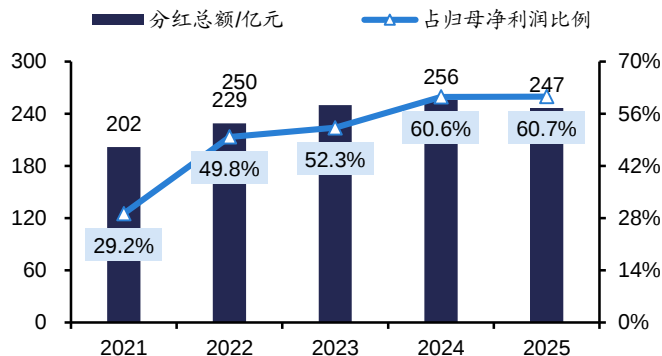
2025 年燃气板块 ROE 及分红比例均有所回落。2025 年燃气板块 ROE 为 8.6%，同比-0.7pct，主要受居民及工商业用气需求偏弱以及接驳业务延续下滑影响。分红方面，2025 年板块分红总额 247 亿元，同比-3.5%；分红比例 60.7%，同比+0.1pct。整体看，燃气板块盈利和分红均阶段性承压。

图表95：2025 年燃气板块 ROE 为 8.6%



来源：Wind，国金证券研究所

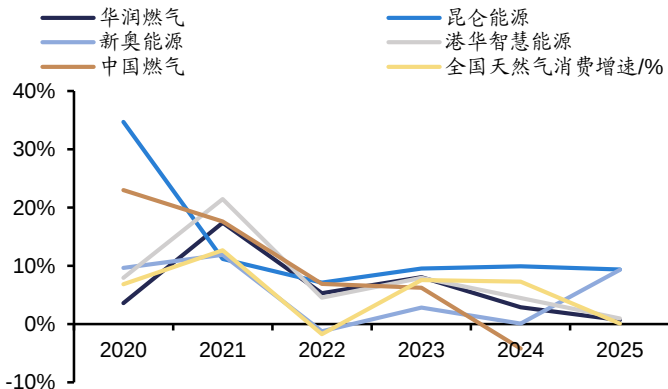
图表96：2025 年燃气板块分红比例 60.7%



来源：Wind，国金证券研究所

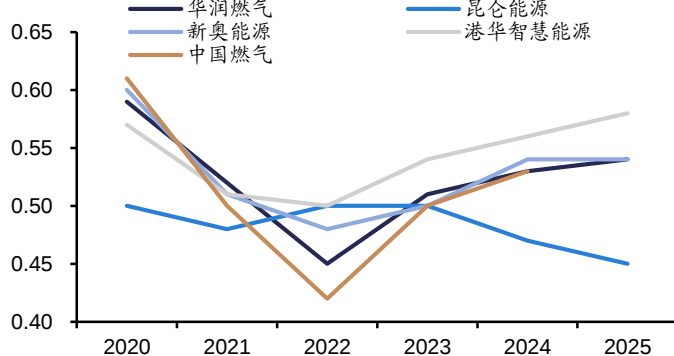
2025 年全国天然气消费增速下滑，全国性城燃销气量增速较低。2025 年全国天然气消费增速仅 0.1%，城燃公司总销气增速，昆仑能源/华润燃气/新奥能源/港华智慧能源分别为 +9.4%/+0.7%/+9.3%/+1.0%。毛差上，2025 年华润燃气/昆仑能源/新奥能源/港华智慧能源分别为 0.54/0.45/0.54/0.58 元/方，除昆仑能源外，其他城燃公司毛差均小幅上涨。

图表97：全国性城燃公司总销气量增速/%



来源：各公司财报，国金证券研究所

图表98：全国城燃毛差数据

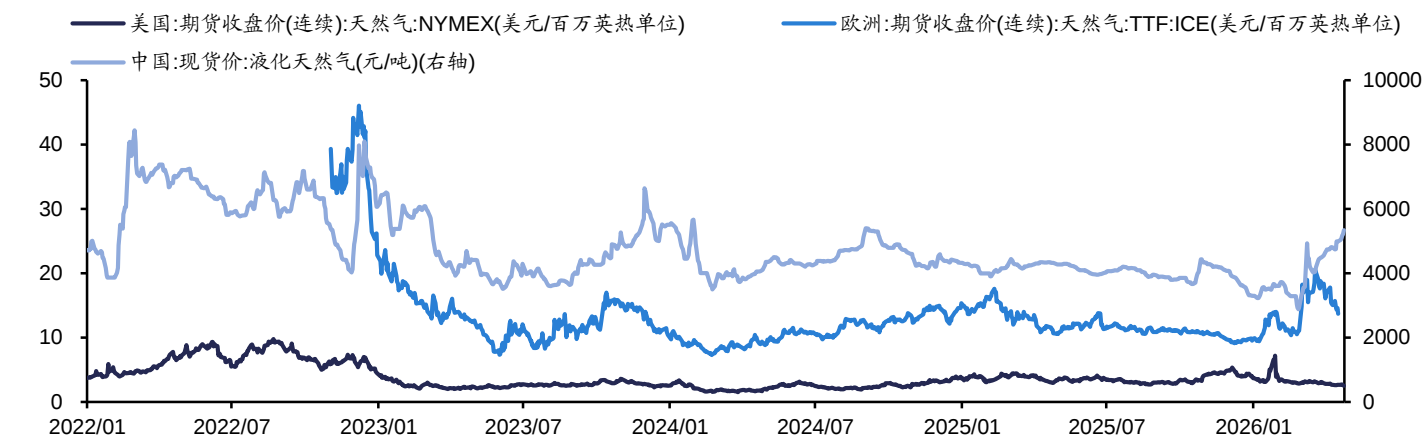


来源：各公司财报，国金证券研究所 备注：单位为元/方



2025 年天然气价格整体回落，2026 年受地缘政治扰动影响价格上升。2025 年初美国 HH/欧洲 TTF/中国 LNG 价格分别为 3.63 美元/百万英热单位、50.53 欧元/兆瓦时、4549 元/吨，2025 年底分别为 3.71 美元/百万英热单位、28.42 欧元/兆瓦时、3859 元/吨，美国低价优势稳定，欧洲回落最明显，国内在供应充足、进口成本下行下同步走弱。2026 年 4 月底，受地缘政治扰动影响，欧洲和中国较 25 年末反弹，美国天然气价格进一步降低，价格分别为 2.54 美元/百万英热单位、44.29 欧元/兆瓦时、5970 元/吨。

图表99：2025 年天然气价格整体回落，2026 年受地缘政治扰动影响价格上升



来源：ICE, Wind, NYMEX, CME, 国金证券研究所

管道气年度定价方案发布，中石油价格体系维持稳定。根据隆众资讯网报道，中石油出台 2026-2027 年管道气定价方案，较上一年度方案基本延续：管制气非采暖季/采暖季占比分别维持 60%/55%，上浮比例维持 18.5%；非管制固定气占比分别维持 33%/38%，浮动气占比维持 7%，调峰气上浮比例维持 90%。主要变化在于部分区域非管制固定气上浮比例由 70%提升至 80%，整体影响相对有限。我们认为，中石油方案延续稳定，有助于平抑国内气价波动、稳定城燃采购成本预期。展望未来，国内天然气产量稳增、进口均价同比回落有助于城燃购气成本修复，但近期国际气价受中东地缘扰动影响，2026-2027 年市场仍可能阶段性偏紧，需持续关注国际 LNG 价格及冬季需求变化。

图表100：2026 年中石油管道气方案

项目	2025-2026 方案	2026-2027 方案	变化
管制气占比：非采暖季	60%	60%	不变
管制气占比：采暖季	55%	55%	不变
管制气上浮比例	18.50%	18.50%	不变
非管制气-固定占比：非采暖季	33%	33%	不变
非管制气-固定占比：采暖季	38%	38%	不变
非管制气-固定上浮比例	70%	70%；新甘青宁陕蒙黑吉云贵川渝为 80%	部分省份上浮比例提高 10pct
非管制气-浮动占比	7%	7%	不变
非管制气-浮动价格机制	联动上海石油天然气交易中心进口现货价格	联动上海石油天然气交易中心进口现货价格	不变
调峰气量上浮比例	90%	90%	不变
额外气量价格机制	线上交易市场化形成	线上交易市场化形成	不变

来源：隆众资讯，国金证券研究所



五、投资建议：关注时间线与事件线

当下煤与电行情的三维框架包括：(1)能源通胀下的电价上涨：关注煤价抬升的持续性与电价向上的拐点出现，促进煤与电走出通缩；(2)业绩兑现中的时间线索：关注各子板块业绩增长节奏，年初开始涨价的煤炭、一季报修复悲观业绩预期的火电、年中汛期水文改善的水电、下半年业绩或触底向上的绿电核电；(3)低配低估下的主题行情：算电融合、能源安全。煤与电大部分龙头公司具备股息基础，我们建议关注三维度框架共振带动投资机会。相关标的如下：

时间线——当前的煤炭：兖矿能源、兖煤澳大利亚、中国神华、陕西煤业；一季报火电：申能股份、华能国际电力股份、国电电力、华能蒙电、宝新能源；汛期的水电：国投电力、长江电力。

事件线——央国企市值管理与资本运作：川投能源、华电国际、涪陵电力。底部企稳的九丰能源。

六、风险提示

煤价波动幅度超预期：火电盈利修复的重要基础在于煤价中枢回落及长协煤履约稳定。若迎峰度夏、进口煤价格、国际能源价格扰动导致煤价超预期上涨，火电度电燃料成本可能重新抬升，压缩电量端和容量电价带来的盈利改善空间，并影响火电自由现金流转正、资产负债率下降及分红能力提升的持续性。

绿电装机及消纳情况不及预期：新能源全面入市后，绿电盈利对利用小时、市场化交易电价和消纳水平更加敏感。若风光装机继续高增但电网外送、调节电源及负荷增长不及预期，弃风弃光率可能抬升，大发时段电价折价扩大，导致绿电电量增长难以转化为收入和利润增长，板块 ROE 及 PB-ROE 估值体系修复进程或低于预期。

电力体制改革政策出台不及预期：若电力市场化改革推进节奏慢于预期，或机制电价、容量补偿、辅助服务收益、系统运行费用分摊等细则落地不及预期，相关资产盈利稳定性和现金流改善可能弱于判断，影响公用事业化重估逻辑兑现。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究