



公用事业中报总结

买入（维持评级）
行业深度研究
证券研究报告
国金证券研究所
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

分析师：卢佳琪（执业 S1130526070001）
lujiaqi@gjzq.com.cn

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

利空落地电价待涨，重视火电的“4%”

投资逻辑：

● 中报业绩受电价下跌、煤价上涨、退税政策等压制，现金流改善好于预期

2026H1 公用事业板块营收 1.45 万亿元（同比-1.6%），归母净利润为 1357 亿元（同比-14.4%），2026Q2 公用板块营收达 4843 亿元（同比-0.7%），归母净利润为 483 亿元（同比-21.4%）。收入利润下滑主要系电价下行、煤价上涨、增值税退税政策调整等因素。从数据上来看：（1）板块 ROE 下降 1.0pct 至 4.1%，其中资产负债率下降 0.1pct 至 62.7%，财务费用下降 5.2%；（2）受益于补贴发放，板块应收账款同比下降 6.1%，基本确认顶部，经营性现金流同比-4.0%，投资现金流净流出下降 11.6%；（3）公募持仓仍处低配，重仓股持股比例仅 0.26%，但 Q2 部分个股受保险大额增持，如平安人寿增持中国核电至 4.30%、浙能电力至 3.55%。（4）交易拥挤度接近年初至今最低，估值性价比也持续显现。

● 重视火电“4%”、关注水电业绩估值双击，评估绿电核电的配置机会

从细分子行业的情况来看：（1）火电——呈现底部利润下的板块性质的 4%股息率水平：二季度火电板块业绩同比下降 27.4%，拖累因子主要系年度长协电价的下降、二季度现货煤价同比提升 178 元/吨，拉动因子方面则系长协煤比例的提升、月度及现货电价上涨、市场化交易带来度电收益超额。整体来看，业绩好于市场预期。值得关注的是，板块 2026H1 自由现金流 347 亿元（同比-12.0%），投资现金流下降 15.2%。从火电利润构成来看，测算龙头公司容量电价对利润的贡献度超 100%。我们认为，火电板块当前已经验证了电价下行、煤价上涨的业绩底部状态下，板块 A 股公司绝大多数可实现 4%以上股息率、H 股超 5%。展望明年，业绩端向上、盈利稳定性提升又带来了估值弹性，将成为红利资产中的优势板块。（2）水电——量减但价增，业绩整体稳定：26Q2 板块业绩同比+1.6%，上半年财务费用下降 12.3%，个股来看 Q2 雅砻江电量大幅下降 31.9%，但 H1 电价上涨 11.7%、长江电力基本保持量价平稳。当前长江电力股息率水平约为 3.7%，我们认为展望下半年或看到息差的下降，带动水电估值提升。（3）绿电——承压因子从收入转向成本和税费：26Q2 板块业绩同比-43.3%，增速同环比进一步下降，拆解来看，收入、成本、其他（主要是退税政策影响）对利润下降的贡献度分别为 17%、54%、39%。资本开支继续下降，依旧强调要关注板块 ROE 及利润增速的拐点。

（4）核电 Q2 业绩下降主要系电价下降、中核汇能亏损及退税影响，电量有所改善，关注后续核电机制电价政策出台及新增机组投产。（5）燃气板块上半年利润保持平稳，预计系部分资源型公司存货收益带来的影响，后续关注毛差。

● 利空落地电价待涨，助力板块走向通胀

回顾 2026 年上半年，收入下行与成本上涨是驱动板块盈利收缩的关键因素。站在当前时点进行展望，目前广东、江苏等省份的月度电价已经超过 2026 年的年度长协，各省份电网代购电价也环比持续提升，这将带动 2027 年的年度长协电价改善。从驱动电价上涨的因子来看，除了表观看到的煤价上涨之外，从负荷供需的角度来看，最宽松的时间也或将过去。因此，我们认为对于煤电一体、水绿核来看，电价的上行就将使其利润恢复增长。对于纯火电，负荷供需和灵活性价值也将使其点火价差走扩、容量电价带来的盈利稳定性也将提升其估值水平。我们认为板块整体在低配低估的背景下，就已具备向上空间，且亦有机会迎来算电融合、能源强国等主题行情的演绎机会。

● 煤与煤电、利与红利，关注红利的再深化与再拓展

相关标的：火电：国电电力、宝新能源、华能国际、华电国际；水电：川投能源、长江电力、国投电力；煤炭：陕西煤业、淮北矿业。燃气：九丰能源。

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、上半年板块业绩承压，水电保持增长、火电好于预期	6
（一）板块业绩同比下滑，水电保持增长、火电好于预期	6
（二）基金持仓降至历史低位，火电年初至今表现相对领先	8
（三）煤价上涨带动电量电价提升，可靠电源容量电价亦有提高空间	12
二、火电：压力测试好于预期，重视火电的“4%”	14
三、水电：量价整体平稳，费用下降推动利润增长	19
四、绿电仍有压力、核电关注投产、燃气评估气价	25
（一）绿电：补贴发放经营现金流持续提升，受电价下行影响利润显著承压	25
（二）核电：投产高峰临近，市场化电价与新能源亏损拖累业绩	29
（三）燃气：气量低增长，资源型业务增利对冲接驳及气价压力	32
五、投资建议：煤与煤电、利与红利，关注红利的再深化与再拓展	34
六、风险提示	35

图表目录

图表 1： 2026H1 公用事业板块营收同比-1.6%	6
图表 2： 2026H1 公用事业板块归母净利润同比-14.4%	6
图表 3： 2026H1 火电仍为公用板块的收入占比最大	6
图表 4： 2026H1 火电绿电归母净利承压	6
图表 5： 2026H1 公用事业经营性现金流净额同比-4.0%	7
图表 6： 2026H1 公用事业投资性现金流净流出-11.6%	7
图表 7： 2026H1 公用事业筹资性现金流净流入 323 亿元	7
图表 8： 2026H1 公用事业应收账款同比-6.1%	7
图表 9： 2026H1 公用事业除核电外板块资产负债率下降	8
图表 10： 2026H1 公用事业各板块 ROE	8
图表 11： 2026H1 公用事业板块减值计提同比下降 38.7%	8
图表 12： 2026H1 公用事业板块财务费用同比下降 5.2%	8
图表 13： 2026 年二季度末公用事业股基金配置占比为 0.26%、环比-0.19pct、同比-0.88pct	9
图表 14： 细分板块来看，2026 年二季度末水电、火电板块配置比例降至 0.10%、0.06%	9
图表 15： 公用事业板块基金重仓个股持股市值占基金股票投资市值比	9
图表 16： 2026 年初至今火电板块涨幅相对靠前	10
图表 17： 公用子版块历史涨跌幅情况	10
图表 18： 公用事业板块 Q2 部分个股受保险资金大额增持	11
图表 19： 公用事业板块 PE 近十年分位数 59.63%	11



图表 20:	公用事业板块 PB 近十年分位数 37.77%.....	11
图表 21:	公用事业成交量/额占比接近年初至今最低	12
图表 22:	广东 11-12 月月度电价与次年年度电价接近	12
图表 23:	江苏 11-12 月月度电价与次年年度电价接近	13
图表 24:	2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升	13
图表 25:	2026H1 火电板块营收同比-1.4%.....	14
图表 26:	2026H1 火电板块归母净利润同比-18.1%.....	14
图表 27:	2026H1 火电板块扣非归母净利润同比-18.0%.....	14
图表 28:	2026H1 火电公司归母净利润同比增速	15
图表 29:	2026Q2 火电公司归母净利润同比增速	15
图表 30:	2026H1 及 2026Q2 火电板块业绩同比增速前十名公司（单位：亿元）	15
图表 31:	2026H1 火电板块经营现金流净额同比-14.3%.....	16
图表 32:	2026H1 火电板块投资现金流净额同比收窄 15.2%	16
图表 33:	2026H1 火电板块筹资现金流持续流出	16
图表 34:	2026H1 火电板块自由现金流为 347 亿元	16
图表 35:	2026H1 火电板块资产负债率降至 62.9%	16
图表 36:	2026H1 火电板块财务费用同比-2.0%.....	16
图表 37:	2026H1 公司火电上网电量及其同比	17
图表 38:	2026Q2 公司火电上网电量及其同比	17
图表 39:	公司火电上网电量及同比变化情况（亿千瓦时）	17
图表 40:	火电公司单季扣非归母净利润已趋于稳定（亿元，不考虑 Q4）	18
图表 41:	全国布局龙头火电度电利润情况（元/千瓦时）	18
图表 42:	容量电费有力抬升火电盈利基石	18
图表 43:	全国布局火电公司火电度电利润情况	18
图表 44:	2026H1 火电板块中期分红金额为 68 亿元	19
图表 45:	2025 年火电板块股息率为 4.4%	19
图表 46:	火电公司现金分红及股息率情况	19
图表 47:	2026H1 水电板块营收同比增长 1.9%	20
图表 48:	2026H1 水电板块归母净利润同比+9.8%.....	20
图表 49:	水电公司上半年水电发电量情况	20
图表 50:	2026H1 公司水电上网电价分化	21
图表 51:	2026H1 水电板块财务费用同比-12.3%.....	21
图表 52:	2026H1 水电资产负债率降至 58.4%	21
图表 53:	溪洛渡日度入库流量	22
图表 54:	三峡日度入库流量	22



图表 55:	锦屏一级日度入库流量	22
图表 56:	二滩日度入库流量	22
图表 57:	猴子岩日度入库流量	22
图表 58:	瀑布沟日度入库流量	22
图表 59:	龙滩日度入库流量	23
图表 60:	水布垭周度入库流量	23
图表 61:	主要流域电站月末水位分位数	23
图表 62:	主要流域电站月平均入库流量同比增速	24
图表 63:	长江电力股息率与十年期国债收益率	25
图表 64:	2026H1 绿电板块营收同比-6.7%.....	25
图表 65:	2026H1 绿电板块归母净利润同比-40.3%.....	25
图表 66:	2026H1 绿电公司归母净利润同比增速.....	26
图表 67:	2026Q2 绿电公司归母净利润同比增速.....	26
图表 68:	2026 年上半年绿电公司新增装机情况.....	26
图表 69:	2026H1 绿电板块应收账款同比-5.3%.....	27
图表 70:	2026H1 绿电板块经营现金流同比+15.7%.....	27
图表 71:	2026H1 绿电板块投资现金流体量同比-19.5%.....	27
图表 72:	2026H1 绿电板块筹资现金流体量同比+6.9%.....	27
图表 73:	除电价（营业收入）影响外，2026Q2 营业成本亦占业绩下滑 54%权重.....	27
图表 74:	A 股绿电板块单季归母净利润同比变化拆解.....	28
图表 75:	受制于电价下降等影响，绿电业绩近年持续承压	28
图表 76:	期待绿电回归 PB-ROE 估值体系	29
图表 77:	2026H1 核电板块营收同比-6.0%.....	29
图表 78:	2026H1 核电板块归母净利润同比-15.3%.....	29
图表 79:	2025 年中国核电市场化交易比例大幅上升.....	30
图表 80:	2026H1 中国广核市场化交易比例继续提升.....	30
图表 81:	中国核电 2026H1 核电电价下滑 1.6 分/千瓦时	30
图表 82:	中国广核 2026H1 核电电价上涨 0.3 分/千瓦时	30
图表 83:	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》.....	31
图表 84:	预期在建机组投产节奏	32
图表 85:	2026H1 燃气板块营收同比-0.1%.....	33
图表 86:	2026H1 燃气板块归母净利润同比持平.....	33
图表 87:	全国性城燃公司营业收入、利润对比	33
图表 88:	2026H1 燃气板块 ROE 为 4.7%	33
图表 89:	2026H1 燃气板块分红比例 60.7%	33



图表 90: 全国性城燃公司总销气量增速/%	34
图表 91: 全国城燃毛差数据	34
图表 92: 2026H1 受地缘政治扰动影响天然气价格上升	34



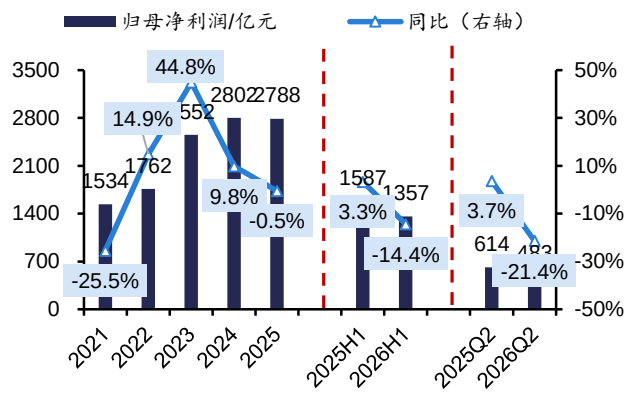
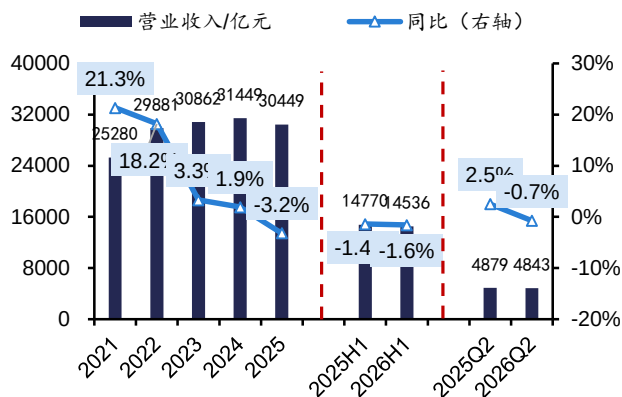
一、上半年板块业绩承压，水电保持增长、火电好于预期

（一）板块业绩同比下滑，水电保持增长、火电好于预期

2026H1 公用板块实现营业收入 14536 亿元，同比下降 1.6%；实现归母净利润 1357 亿元，同比下降 14.4%。收入下滑主要受电价下行影响，利润端则进一步受到火电煤价上涨、绿电市场化交易电价下降等因素拖累。2026Q2 板块归母净利润合计 483 亿元，同比下降 21.4%。

图表1：2026H1 公用事业板块营收同比-1.6%

图表2：2026H1 公用事业板块归母净利润同比-14.4%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

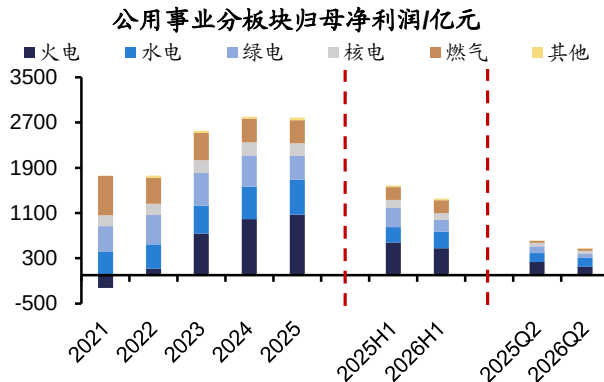
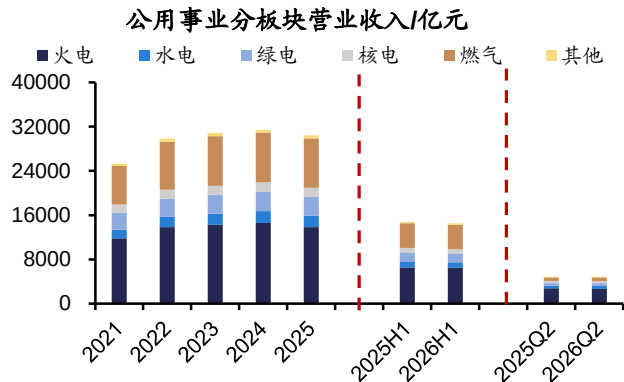
备注：GJ 公用样本股选择 101 家公司，含 19 家港股，单季数据不含港股（下同）

分子行业来看：水电表现稳健，燃气相对平稳，火电、绿电和核电业绩承压。2026H1 火电业绩同比下降 105 亿元/-18.1%。水电发电量小幅增长、财务费用下降，归母净利润同比增长 26 亿元/+9.8%。绿电板块受市场化交易电价下降影响，归母净利润同比下降 135 亿元/-38.8%。核电受机组检修增加及新能源业务亏损影响，归母净利润同比下降 21 亿元/-15.3%，燃气板块则在资源型业务增利带动下，归母净利润基本持平。

2026Q2，火电板块同时面临电价下跌和煤价上涨的压力测试，归母净利润同比下降 36.9%。尽管盈利同比回落，板块在周期底部仍能保持整体盈利，大部分公司股息率仍在 4% 以上，盈利韧性和股息吸引力好于市场此前预期。水电方面，受主要流域水文分化影响，整体发电量基本持平，板块归母净利润同比增长 1.6%。绿电、核电板块归母净利润同比分别下降 40.3% 和 11.5%，主要受市场化交易比例提升等因素影响。燃气板块归母净利润同比+14.0%，主要受天然气价格阶段性上涨、资源型公司库存因素导致致价差扩大的带动。

图表3：2026H1 火电仍为公用板块的收入占比最大

图表4：2026H1 火电绿电归母净利承压





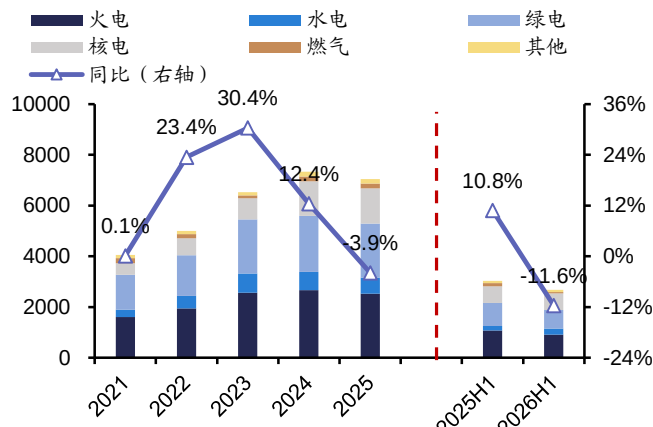
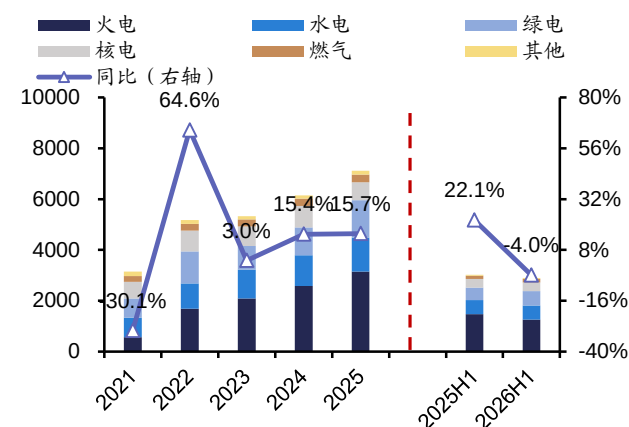
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

现金流方面，经营端小幅回落，投资端延续收缩，筹资端受偿债行为影响边际转弱。2026H1 板块经营性现金流净额为 2900 亿元（同比-4.0%），其中火电受煤价上涨、成本端承压影响，经营性现金流同比下降 14.3%；水电同比下降 0.9%；绿电同比增长 15.7%，主要受新能源补贴发放带动，核电、燃气分别同比+0.2%、+8.7%。投资活动现金流净流出同比下降 11.6%，绿电及火电投资强度继续边际放缓。筹资性现金流净流入 323 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 298 亿元。板块应收账款同比-6.1%，主要系国补发放带动。

图表5：2026H1 公用事业经营性现金流净额同比-4.0%

图表6：2026H1 公用事业投资性现金流净流出-11.6%



来源：Wind，国金证券研究所

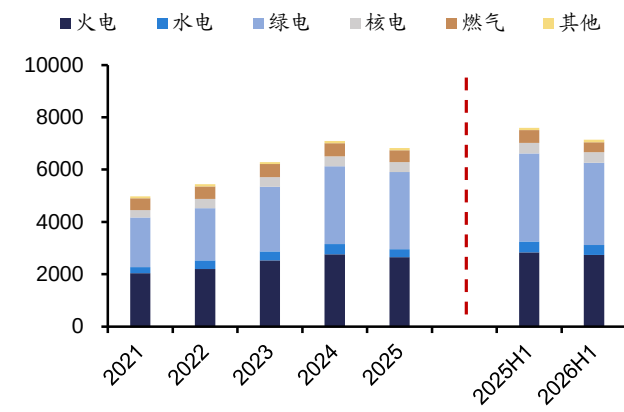
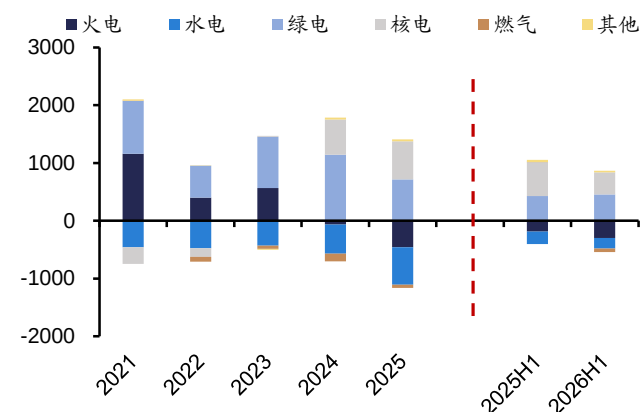
备注：单位为亿元，不考虑港股

来源：Wind，国金证券研究所

备注：单位为亿元，不考虑港股

图表7：2026H1 公用事业筹资性现金流净流入 323 亿元

图表8：2026H1 公用事业应收账款同比-6.1%



来源：Wind，国金证券研究所

备注：单位为亿元，不考虑港股

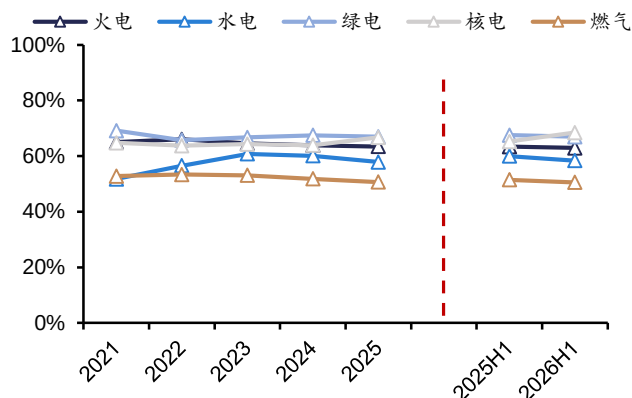
来源：Wind，国金证券研究所

备注：单位为亿元

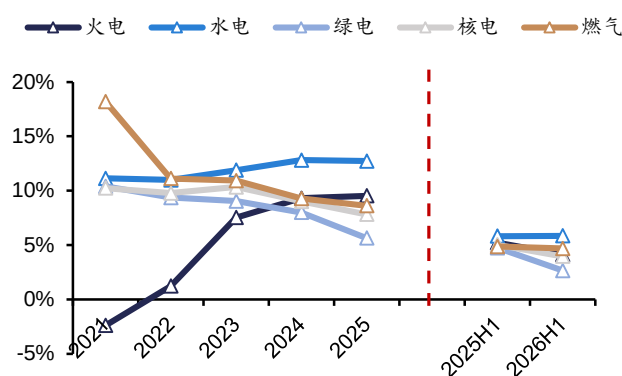
资产负债率总体稳定，绿电拖累板块 ROE 回落。2026H1 板块资产负债率保持相对稳定，为 62.7%（同比-0.1pct）。除核电因在建及新投产项目推进而有所上升外，其余子板块资产负债率均小幅下降。同期板块 ROE 降至 4.1%，同比下降 1.0 个百分点。分板块看，火电受煤价上涨和电价下降影响，ROE 降至 4.1%（同比-1.1pct）；水电 ROE 维持高位，费用改善继续支撑盈利质量；绿电受消纳压力、电量不及预期及电价承压影响，ROE 降低 2.1pct 至 2.7%，成为板块 ROE 下行的主要拖累；核电 ROE 同比降低 1.1pct 至 4.0%，主要受机组检修和市场化电价下滑影响。燃气板块 ROE 维持相对稳定（同比-0.2pct）。



图表9：2026H1 公用事业除核电外板块资产负债率下降



图表10：2026H1 公用事业各板块 ROE

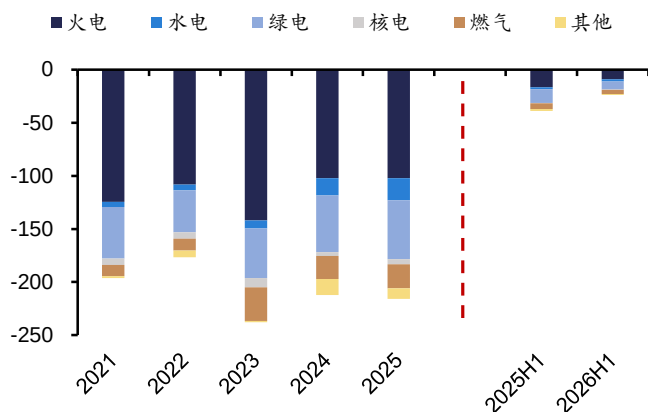


来源：Wind，国金证券研究所

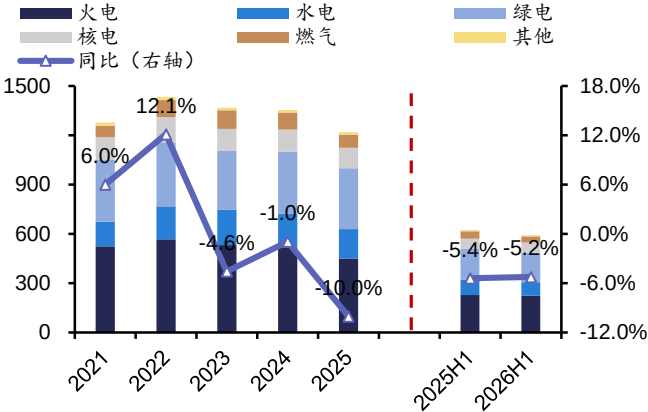
来源：Wind，国金证券研究所

减值计提和财务费用同步下降，盈利质量边际改善。2026H1 公用事业板块减值计提同比下降 38.7%，规模为 23.9 亿元，主要受火电、绿电减值计提减少带动。财务费用同比下降 5.2%，主要受贷款利率下行及存量债务置换影响。随着融资成本下降，高负债运营资产的利润弹性仍有望继续释放。

图表11：2026H1 公用事业板块减值计提同比下降 38.7%



图表12：2026H1 公用事业板块财务费用同比下降 5.2%



来源：Wind，国金证券研究所

备注：单位为亿元，不包含港股

来源：Wind，国金证券研究所

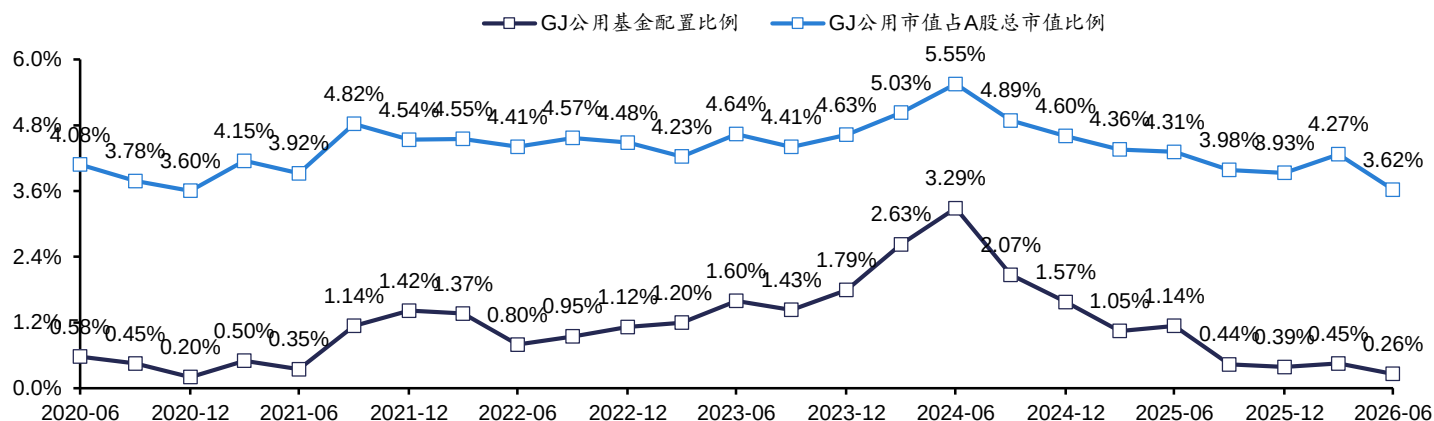
备注：单位为亿元

(二) 基金持仓降至历史低位，火电年初至今表现相对领先

2026H1 公募基金对公用事业板块的配置比例继续回落，低配状态下的配置价值开始显现。2025Q3 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)，2026Q2 再次环比下降 0.19pct 至 0.26%，持仓达到 2021 年以来最低值。当前板块持仓已处历史低位，但盈利稳定性、现金流质量和分红能力仍在改善，电价、消纳等短期扰动也已在估值中得到较充分反映。随着业绩兑现和分红改善，低配板块的资产配置价值有望重新获得市场定价。



图表13：2026年二季度末公用事业股基金配置占比为0.26%、环比-0.19pct、同比-0.88pct

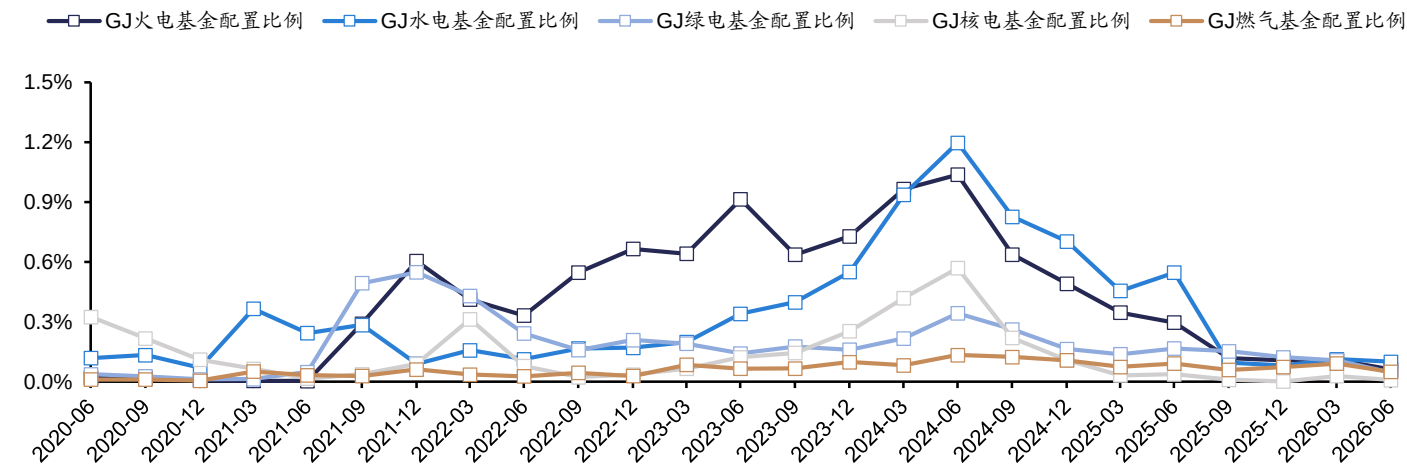


来源：iFind，国金证券研究所

备注：包括GJ公用合计101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）（下同）

分板块来看，26Q2末公用事业各子板块公募持仓比例均位于历史低位。具体而言，GJ火电、GJ水电、GJ核电、GJ绿电、GJ燃气基金配置比例分别为0.06%、0.10%、0.01%、0.05%、0.05%，同比分别-0.24pct、-0.45pct、0.00pct、-0.12pct、0.04pct。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14：细分板块来看，2026年二季度末水电、火电板块配置比例降至0.10%、0.06%



来源：iFind，国金证券研究所

截至2026年二季度末，公用事业板块中基金前五大重仓个股分别为长江电力、川投能源、龙源电力H、九丰能源、国电电力，持股市值分别占基金股票投资市值比的0.052%/0.033%/0.020%/0.020%/0.019%。持股市值前五大的个股当中国电电力、国投电力、陕西能源、九丰能源Q2持仓占比环比增长。

图表15：公用事业板块基金重仓个股持股市值占基金股票投资市值比

	2025/12/31	2026/3/31	2026/6/30	环比变化
长江电力	0.054%	0.066%	0.052%	-0.014%
川投能源	0.025%	0.041%	0.033%	-0.008%
龙源电力H	0.046%	0.040%	0.020%	-0.019%
九丰能源	0.017%	0.015%	0.020%	0.004%

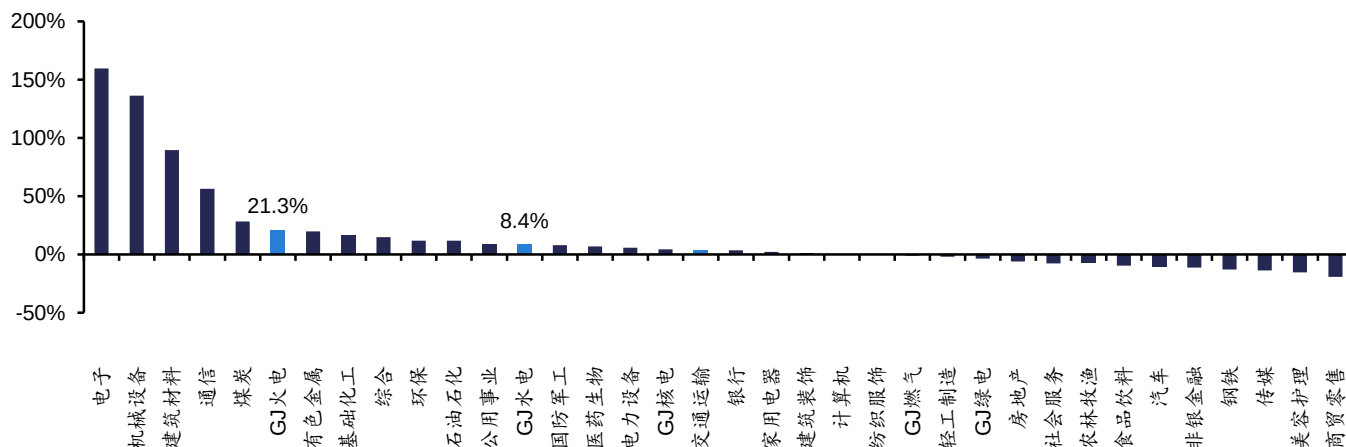


国电电力	0.005%	0.007%	0.019%	0.012%
国投电力	0.000%	0.003%	0.013%	0.010%
中国电力	0.023%	0.020%	0.012%	-0.008%
新奥股份	0.019%	0.030%	0.012%	-0.018%
新天绿色能源	0.019%	0.019%	0.011%	-0.008%
华能国际	0.031%	0.024%	0.010%	-0.014%
华润燃气	0.019%	0.017%	0.010%	-0.007%
陕西能源	0.001%	0.001%	0.010%	0.009%
华润电力	0.017%	0.023%	0.009%	-0.013%
中国核电	0.001%	0.014%	0.008%	-0.006%
首华燃气	0.001%	0.007%	0.005%	-0.002%

来源：iFind，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+21.3%、+8.4%、-3.5%、+4.4%、-1.0%。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。

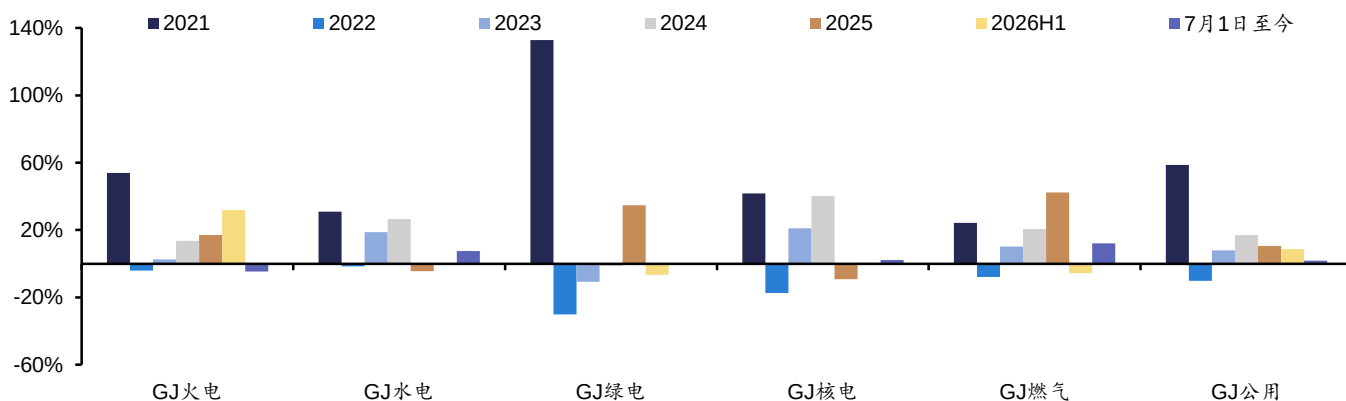
图表16：2026年初至今火电板块涨幅相对靠前



来源：iFind，国金证券研究所

备注：涨跌幅统计起始日期为 2025 年 12 月 31 日，截至日期为 2026 年 8 月 28 日，口径为总市值加权平均值

图表17：公用子版块历史涨跌幅情况



来源：iFind，国金证券研究所

2026Q2，公用事业板块部分个股受保险资金大额增持，如平安人寿增持中国核电至 4.30%、



华电国际至 3.62%、浙能电力至 3.55%、中国广核至 2.57%；阳光人寿增持福能股份至 4.96%；中国人寿增持中能股份至 2.01%等。

图表 18：公用事业板块 Q2 部分个股受保险资金大额增持

公司	股东名称	状态	2026Q1 持股比例(%)	2026H1 持股比例(%)
福能股份	阳光人寿保险股份有限公司-传统保险产品	新进	未进	4.96
	中国人民健康保险股份有限公司-传统-普通保险产品	新进	未进	2.81
中国核电	中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	新进	未进	4.3
	国新产业资本管理有限公司	增持	3.7	4.71
华电国际	中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	新进	未进	2.63
	中国平安人寿保险股份有限公司-新分红 4 号	新进	未进	0.99
浙能电力	中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	增持	0.94	3.55
中国广核	中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	增持	0.84	2.57
中能股份	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	新进	未进	1.38
	中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品-港股通	新进	未进	0.63
首华燃气	全国社保基金一零一组合	增持	1.75	2.25
电投产融	国新投资有限公司	新进	未进	1.03
	中国国有企业结构调整基金二期股份有限公司	新进	未进	0.82
涪陵电力	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	新进	未进	0.76
	基本养老保险基金二零零一组合	新进	未进	0.52
国电电力	新华人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	新进	未进	0.96
新天然气	全国社保基金四零六组合	新进	未进	0.81
电投绿能	中国人民人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	新进	未进	0.95
华能国际	国新投资有限公司	新进	未进	0.73
广州发展	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	新进	未进	0.64
陕天然气	招商基金管理有限公司-社保基金 1903 组合	新进	未进	0.51

来源：iFind，国金证券研究所

估值水平上，公用事业板块市盈率（剔除负值）为 20.23，近十年估值分位数为 59.63%，市净率为 1.72，近十年估值分位数为 37.77%。交易量上，2026 年 2 月在算电融合催化下，板块成交占比一度明显抬升，5 月中旬至 6 月初再度走高，7 月下旬短期快速回升后近期有所回落，8 月 31 日公用事业板块成交量占比 3.78%，成交额占比 1.44%。

图表 19：公用事业板块 PE 近十年分位数 59.63%

图表 20：公用事业板块 PB 近十年分位数 37.77%



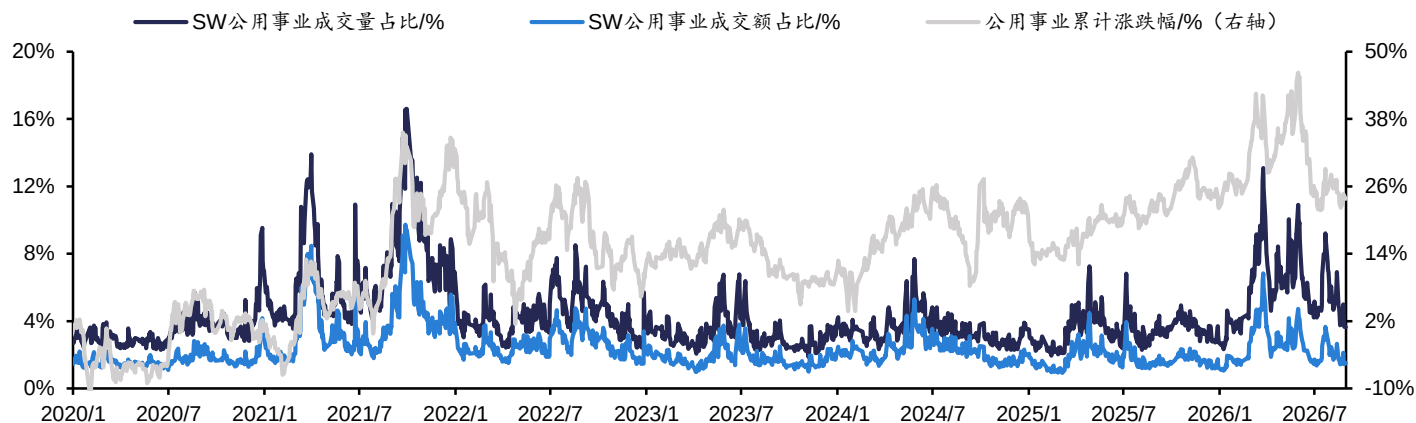
来源：iFind，国金证券研究所



来源：iFind，国金证券研究所



图表21：公用事业成交量/额占比接近年初至今最低

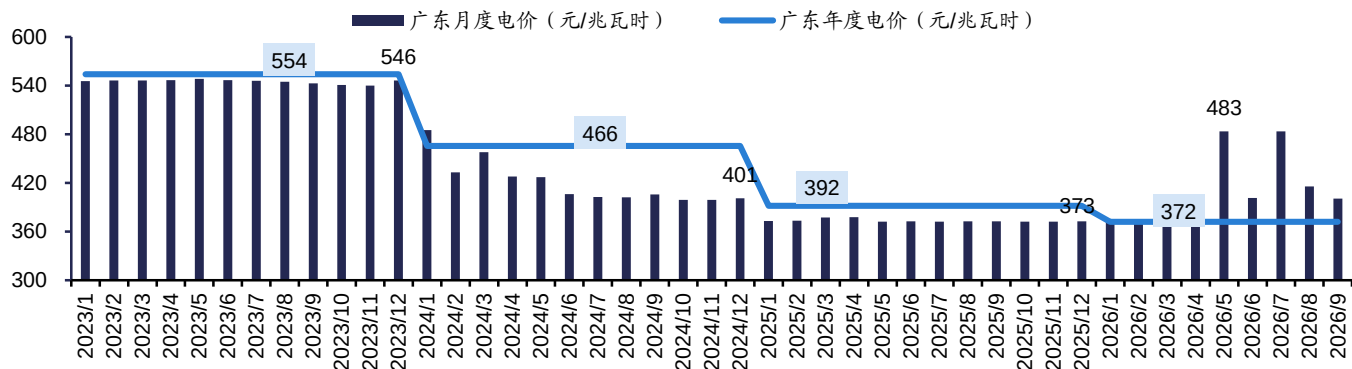


来源：iFind，国金证券研究所

（三）煤价上涨带动电量电价提升，可靠电源容量电价亦有提高空间

我们从年初开始探讨能源通胀下的电量电价上涨，目前煤价上涨→现货电价提升（滞后煤价1-2月）→月度电价上涨（滞后现货电价约1月）→年度长协价格提升（取决于年末的月度电价）的四节传导链路已经行进至第三节，市场逐步建立起对年度长协电价提升的期待。观察年度电价和月度电价来看，上一年12月月度交易电价往往对次年年度交易电价具有一定指引意义，如广东2024年12月、2025年12月月度电价均与次年年度电价相近，江苏2025年12月电价亦有此规律。考虑或为12月交易通常处于年度长协签约前后，报价主体会根据最新煤价、来年供需预期等进行报价，建议可以重点关注11-12月各省月度电价情况。

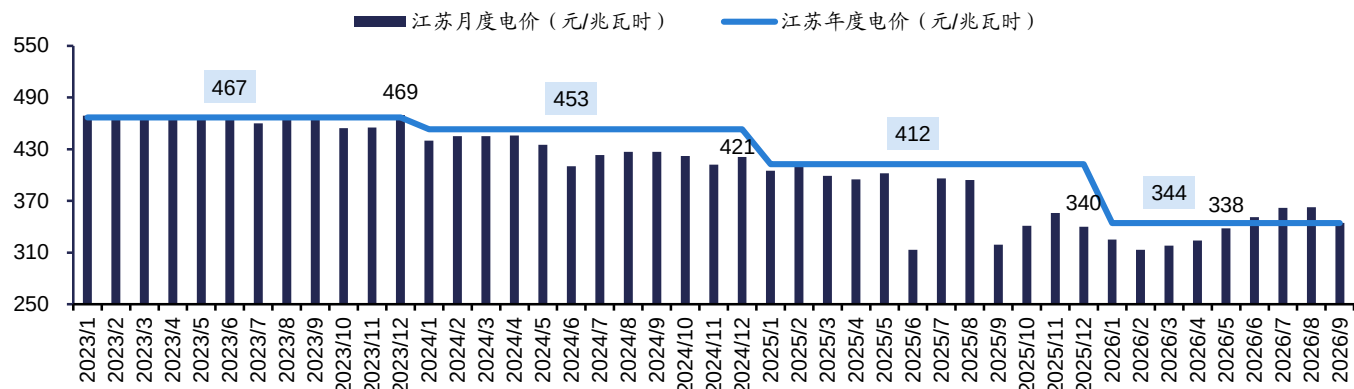
图表22：广东11-12月月度电价与次年年度电价接近



来源：广东电力交易中心，国金证券研究所



图表23：江苏 11-12 月月度电价与次年年度电价接近



来源：江苏电力交易中心，国金证券研究所

容量电价方面，两部委规定 2026 年煤电容量电价下限 165 元/千瓦·年，甘肃、吉林等地容量电价超额提升，看好火电收入中稳定电价部分的比例继续提高。根据国家发改委、国家能源局《关于建立煤电容量电价机制的通知》，容量电价政策自 2024 年 1 月 1 日开始实施，其中要求 2024-2025 年，省级电网中河南、湖南、重庆、四川、青海、云南、广西等七个省份煤电机组固定成本回收比例是 50%，对应容量电价 165 元/千瓦·年；其余省份成本回收比例为 30%，对应容量电价 100 元/千瓦·年；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%。从 2026 年实际执行情况来看，部分省份出现超额提升，天津、四川执行 231 元/千瓦·年，吉林、甘肃、云南等提高至 330 元/千瓦·年。此外，4 月 21 日辽宁省发改委发布征求意见稿，拟自 2027 年起建立发电侧可靠容量补偿机制（涉及公用煤电机组、电网侧独立新型储能等），标准暂按 370 元/千瓦·年执行。展望 2027 年，我们预计部分省份容量电价仍有较大提升空间，火电度电收入中的稳定部分比例有望持续扩大。

图表24：2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升

省级电网	容量电价 （元/千瓦·年，含税）						
	2024-2025	2026	提升幅度	省级电网	2024-2025	2026	提升幅度
甘肃	100	330	230%	北京	100	165	65%
吉林	100	330	230%	上海	100	165	65%
云南	165	330	100%	江苏	100	165	65%
广西	165	248 *	50%	浙江	100	165	65%
天津	100	231	131%	安徽	100	165	65%
四川	165	231	40%	福建	100	165	65%
青海	165	185 *	12%	江西	100	165	65%
湖北	100	165	65%	辽宁	100	165	65%
黑龙江	100	165	65%	冀北	100	165	65%
陕西	100	165	65%	河北	100	165	65%
新疆	100	165	65%	山西	100	165	65%
宁夏	100	165	65%	山东	100	165	65%
深圳	100	165	65%	蒙西/蒙东	100	165	65%
广东	100	165	65%	河南	165	165	0%
海南	100	165	65%	湖南	165	165	0%
贵州	100	165	65%	重庆	165	165	0%

来源：国家发改委，各地能源局、发改委，国金证券研究所

备注：广西、青海 2026 年容量电价为征求意见稿

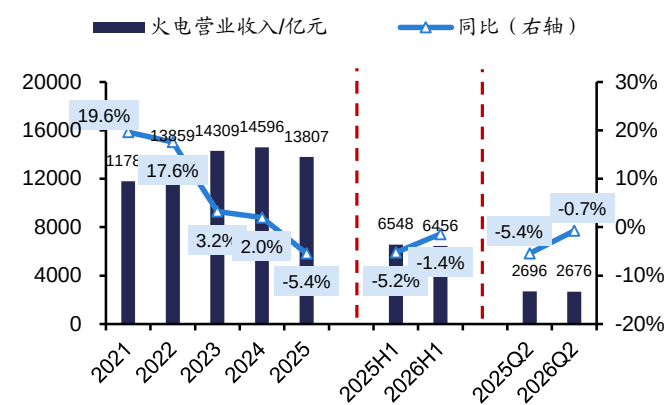


二、火电：压力测试好于预期，重视火电的“4%”

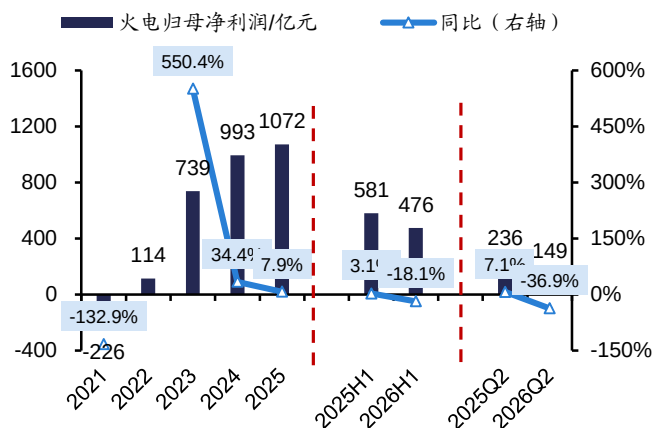
2026H1 火电板块营收同比-1.4%，归母净利润同比-18.1%。2026 年内火电在现货煤价提升、电价下降双重压力下，上半年实现营收 6456 亿元，同比下滑 1.4%（量价双降），归母净利润实现 476 亿元（同比-18.1%），扣非归母净利润实现 340 亿元（同比-18.0%）。尽管业绩有所下降，但是我们要重申，实质利润表现好于预期，主要系市场化交易带来的盈利提升、月度及现货电价的上涨、长协煤比例或有提升等因素。

图表25：2026H1 火电板块营收同比-1.4%

图表26：2026H1 火电板块归母净利润同比-18.1%

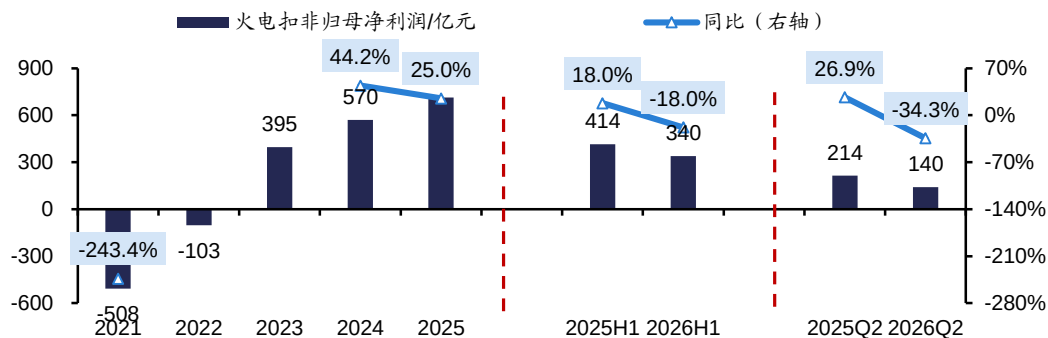


来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股



来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股

图表27：2026H1 火电板块扣非归母净利润同比-18.0%

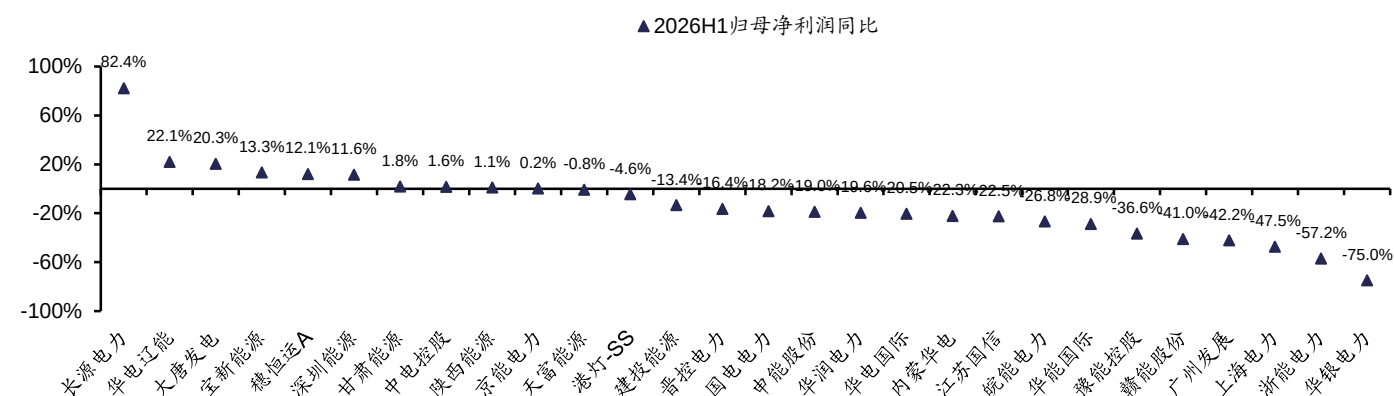


来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股

细分个股来看，2026 年上半年归母净利润同比增长为 10 家，2026 单二季度归母净利润同比增长为 5 家。其中受益于北方电价相对稳定及煤炭等业务增长，大唐发电上半年归母净利润同比+20.3%，受益于广东月度、现货电价提升影响，宝新能源上半年归母净利润同比+13.3%，受益于广东气电容量电价调整等影响，穗恒运、深圳能源上半年业绩同比+12.1%、+11.6%，龙头公司中的国电电力上半年业绩同比-18.2%（其中 Q2 同比-13.9%），业绩降幅亦优于市场预期，龙头华电国际（投资收益大幅下滑）、华能国际（海外大士能源盈利下滑）整体业绩略低预期，但火电板块均符合预期，下滑因素主要系新能源承压。



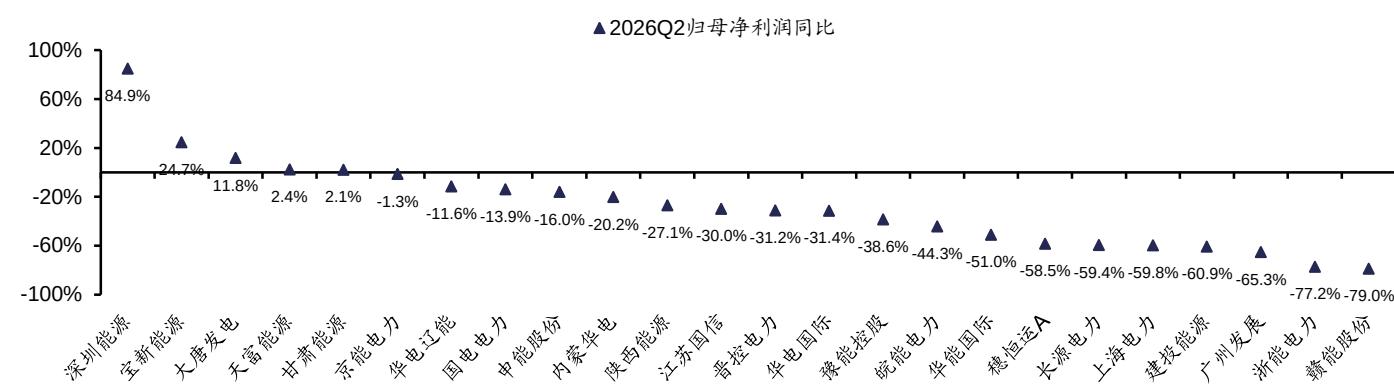
图表28：2026H1 火电公司归母净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

备注：粤电力上半年由盈转亏未显示

图表29：2026Q2 火电公司归母净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

备注：粤电力、华银电力 26Q2 由盈转亏未显示

图表30：2026H1 及 2026Q2 火电板块业绩同比增速前十名公司（单位：亿元）

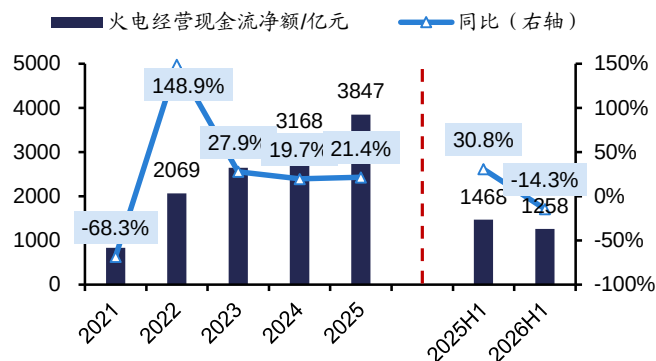
公司名称	2025H1	2026H1	26H1 同比	公司名称	2025Q2	2026Q2	26Q2 同比
长源电力	0.9	1.7	82.4%	深圳能源	3.5	6.5	84.9%
华电辽能	0.9	1.1	22.1%	宝新能源	2.6	3.2	24.7%
大唐发电	45.8	55.1	20.3%	大唐发电	23.4	26.2	11.8%
宝新能源	5.6	6.3	13.3%	天富能源	1.2	1.3	2.4%
穗恒运A	2.2	2.4	12.1%	甘肃能源	3.5	3.5	2.1%
深圳能源	17.0	19.0	11.6%	京能电力	9.0	8.9	-1.3%
甘肃能源	8.2	8.4	1.8%	华电辽能	-0.6	-0.5	-11.6%
中电控股	51.3	52.1	1.6%	国电电力	18.8	16.2	-13.9%
陕西能源	13.3	13.5	1.1%	申能股份	10.7	8.9	-16.0%
京能电力	19.8	19.9	0.2%	内蒙华电	10.0	8.0	-20.2%

来源：Wind，国金证券研究所

经营现金流有所回落、投资收窄下，上半年火电板块自由现金流仍达 347 亿元。受盈利承压影响，2026H1 火电板块经营现金流净额为 1258 亿元（同比-14.3%），而投资规模下降、投资现金流净流出 912 亿元、绝对值同比-15.2%；综合影响下，火电自由现金流仍保持 347 亿元（同比-12.0%）。此外，火电公司持续偿还负债，2025 年筹资现金流净流出 577 亿元，板块财务费用同比下降 12.3%，2026 年上半年筹资现金流继续净流出 298 亿元，板块财务费用继续同比下降 2.0%，资产负债率降至 62.9%。

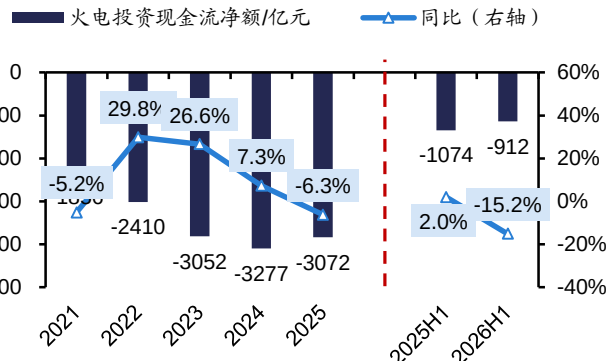


图表31：2026H1 火电板块经营现金流净额同比-14.3%



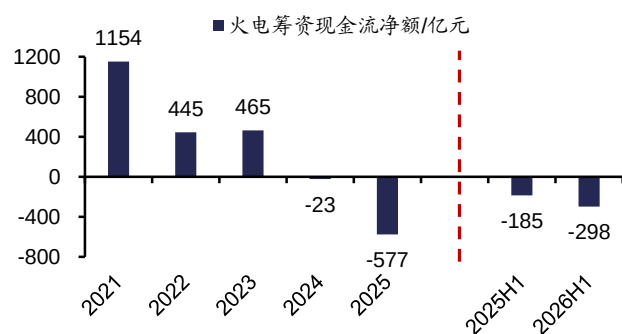
来源：Wind，国金证券研究所

图表32：2026H1 火电板块投资现金流净额同比收窄 15.2%



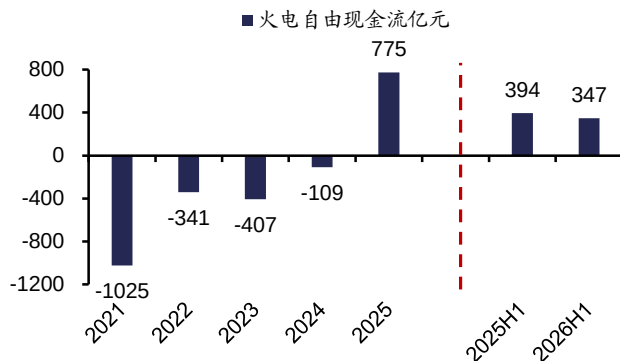
来源：Wind，国金证券研究所

图表33：2026H1 火电板块筹资现金流持续流出



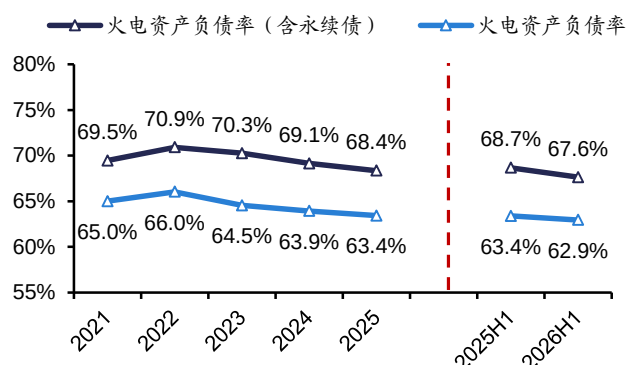
来源：Wind，国金证券研究所

图表34：2026H1 火电板块自由现金流为 347 亿元



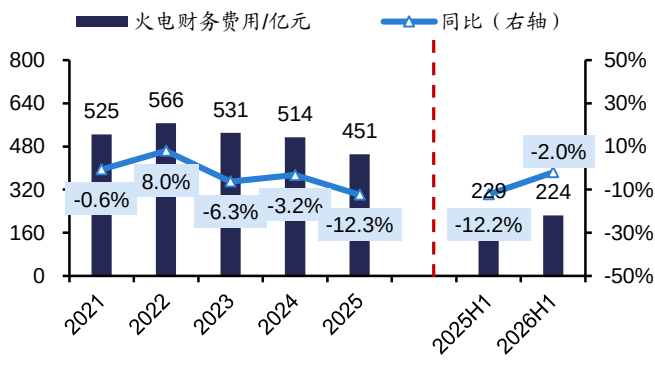
来源：Wind，国金证券研究所

图表35：2026H1 火电板块资产负债率降至 62.9%



来源：Wind，国金证券研究所

图表36：2026H1 火电板块财务费用同比-2.0%



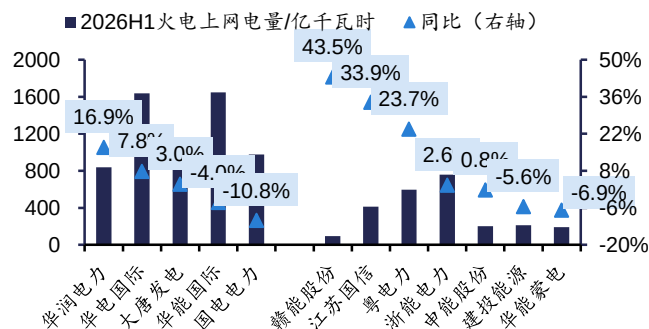
来源：Wind，国金证券研究所

火电公司电量表现分化，无新增装机投产公司电量均承压。全国性公司中，由于新能源装机增长持续挤占存量火电空间，华能国际、华电国际 2026H1 火电上网电量分别同比下降 4.0%、10.8%，其中华电国际 2026Q2 电量大幅下降 30.8%，主要为所在区域用电需求及水电大发、新能源挤压多重影响；国电电力、大唐发电、华润电力 2026H1 火电电量分别增长 7.8%、3.0%、16.9%，主要由装机投产及所在区域用电需求增长带动。区域性公司中，

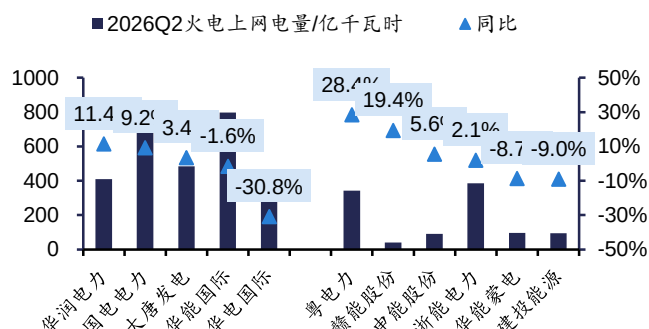


赣能股份受益于 2025 年下半年新增投产 2GW 煤电、火电装机提升 59%，2026H1 火电上网电量增长 43.5%、Q2 同比增长 19.4%；江苏国信、粤电力均受益于 2025 年新增火电投产，2026H1 上网电量分别增长 33.9%、23.7%，浙能电力亦为电站投产带动稳步增长，中能股份受益于市内需求扩张、电量亦小幅提升；华能蒙电、建投能源上半年火电上网电量则分别同比下降 6.9%、5.6%。

图表37：2026H1 公司火电上网电量及其同比



图表38：2026Q2 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39：公司火电上网电量及同比变化情况（亿千瓦时）

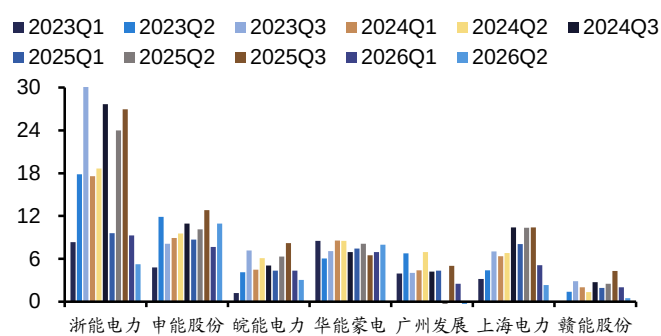
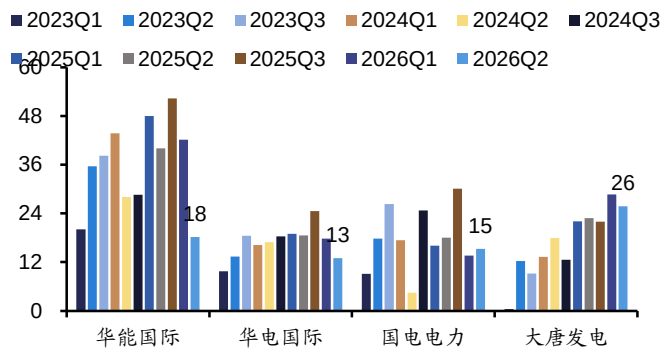
全国性公司	2025H1	2026H1	2026H1 同比	2025Q2	2026Q2	2026Q2 同比
华能国际	1716	1647	-4.0%	811	798	-1.6%
华电国际	1094	976	-10.8%	625	432	-30.8%
国电电力	1518	1637	7.8%	738	807	9.2%
大唐发电	958	986	3.0%	468	483	3.4%
华润电力	717	838	16.9%	368	410	11.4%
区域性公司	2025H1	2026H1	2026H1 同比	2025Q2	2026Q2	2026Q2 同比
中能股份	201	203	0.8%	87	91	5.6%
浙能电力	741	760	2.6%	377	385	2.1%
江苏国信	309	414	33.9%	-	-	-
粤电力	483	598	23.7%	267	343	28.4%
华能蒙电	206	192	-6.9%	105	96	-8.7%
建投能源	225	213	-5.6%	105	95	-9.0%
赣能股份	66	94	43.5%	34	40	19.4%

来源：Wind，国金证券研究所

全国性火电公司度电利润降幅可控，上半年保持度电2-4分不等盈利。根据各公司中报分板块利润及经营数据，计算得出2026年上半年华能国际、国电电力、大唐发电、华润电力火电度电利润分别为0.042、0.023、0.031、0.042元/千瓦时，同比分别变化-0.005、-0.006、-0.004、-0.007元/千瓦时。使用【火电装机容量×165元/千瓦·年/1.13/火电利润总额】衡量上半年容量电费对利润的贡献度，华能国际、国电电力、大唐发电、华润电力分别达116%、118%、141%、77%，容量电价的上涨已显著提升火电抗风险能力。

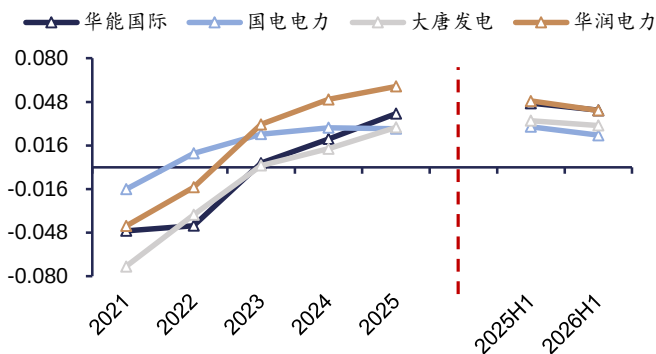


图表40：火电公司单季扣非归母净利润已趋于稳定（亿元，不考虑Q4）

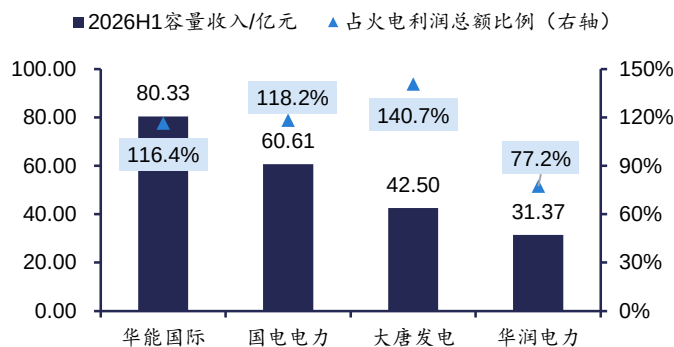


来源：Wind，国金证券研究所

图表41：全国布局龙头火电度电利润情况（元/千瓦时）



图表42：容量电费有力抬升火电盈利基石



来源：Wind，国金证券研究所 备注：国电电力为净利润，其余为税前利润口径

来源：Wind，国金证券研究所

图表43：全国布局火电公司火电度电利润情况

公司名称	火电利润/亿元					度电利润（元/千瓦时）				
	2024	2025	2025H1	2026H1	26H1 同比	2024	2025	2025H1	2026H1	26H1 同比
华能国际	82.22	145.40	80.63	68.98	-14.4%	0.021	0.039	0.047	0.042	-10.9%
国电电力	100.51	98.23	45.07	38.45	-14.7%	0.029	0.028	0.030	0.023	-20.9%
大唐发电	29.08	60.91	32.77	30.21	-7.8%	0.014	0.029	0.034	0.031	-10.5%
华润电力	89.97	108.55	40.52	40.62	0.3%	0.050	0.059	0.049	0.042	-14.2%

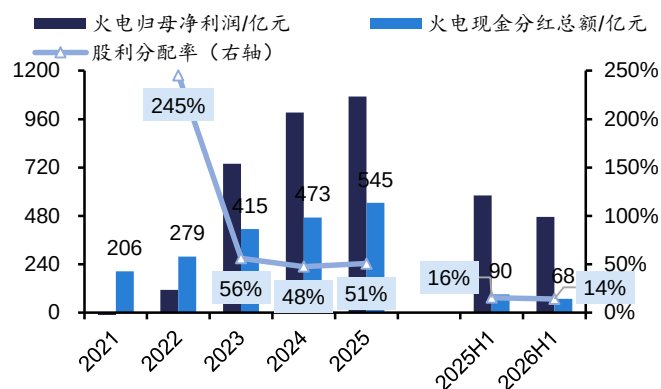
来源：Wind，国金证券研究所

备注：火电利润华润电力披露值单位为亿港元，度电利润已换算为人民币；国电电力为净利润口径，其余为税前利润口径

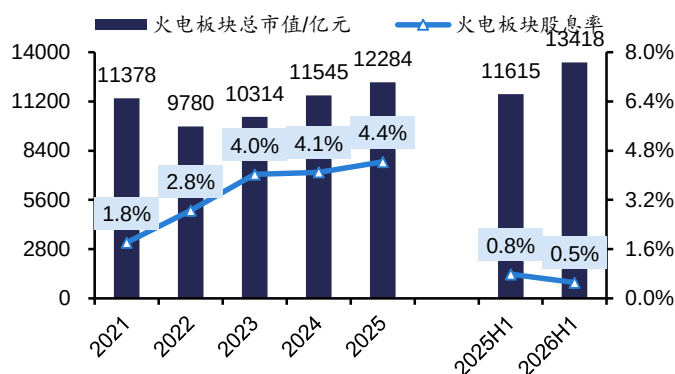
盈利底部仍具“4%”以上股息率，火电有望成为稳定分红主体，走向公用事业化。近年火电公司分红持续兑现，2023-2025年火电板块分红总额分别为415、473、545亿元，股利分配率分别为56%、48%、51%，仍具有提升空间；2026年上半年盈利承压下，中期现金分红总额68亿元、占业绩的14%。股息率方面，火电板块股息率已从2021年1.8%绝对低点升至2025年的4.4%。当前多家公司发布分红承诺，如国电电力承诺2025-2027年现金分红不少于归母净利润的60%且每股派息不低于0.22元、华能蒙电承诺2025-2027年度现金分红不少于可供分配利润的70%且每股派息不低于0.1元；皖能电力承诺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，2026年市场一致预期利润及较2025年度分红比例持平的情况下（有分红承诺的除外），绝大部分火电公司A股股息率在4%以上，H股股息率在5%以上（含税）。



图表44：2026H1 火电板块中期分红金额为 68 亿元



图表45：2025 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46：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			剔除永续债利息后股利分配率			股息率		
	2024	2025	2026E	2024	2025	2026E	2024	2025	2026E	2024	2025	2026E
华能国际电力股份	72.6	117.6	120.5	41.8	62.1	50.5	86%	66%	66%	6.7%	7.6%	6.6%
中国电力	33.6	29.1	27.2	26.0	20.6	19.3	89%	84%	85%	7.2%	5.7%	6.2%
大唐发电H	30.5	59.9	67.7	11.5	27.4	24.7	69%	59%	59%	4.6%	7.4%	6.2%
华电国际电力股份	47.0	60.7	55.4	22.4	26.6	24.6	57%	49%	50%	5.9%	6.2%	6.1%
华润电力	135.7	130.3	117.3	52.7	51.5	45.8	40%	40%	40%	5.8%	6.4%	5.3%
浙能电力	77.5	75.3	58.3	38.9	44.2	34.3	50%	59%	59%	5.1%	6.7%	5.2%
申能股份	39.4	40.1	37.1	22.0	22.5	20.7	57%	58%		4.7%	5.9%	5.0%
皖能电力	20.6	21.5	18.3	7.2	8.6	8.2	35%	40%		4.0%	4.8%	4.9%
华能国际	101.4	144.1	120.5	42.4	62.8	50.5	55%	52%	52%	4.0%	5.4%	4.7%
华能蒙电	23.3	24.9	25.1	14.4	17.2	17.3	63%	70%	70%	5.1%	5.9%	4.7%
建投能源	5.3	18.8	19.0	2.4	5.8	6.5	44%	31%	35%	2.3%	3.8%	4.5%
华电国际	57.0	60.7	55.4	22.4	26.7	24.6	45%	49%	50%	3.9%	4.6%	4.5%
广州发展	17.3	23.2	18.3	9.5	12.3	9.7	55%	53%	53%	4.2%	5.4%	4.4%
国电电力	98.3	71.6	61.8	35.7	43.0	39.2	36%	60%	60%	4.4%	4.8%	4.2%
京能电力	17.2	35.3	36.3	8.0	11.4	11.7	53%	34%	34%	3.4%	3.3%	3.1%
大唐发电	45.1	73.9	67.7	11.5	27.4	24.7	37%	46%	46%	2.2%	4.2%	2.3%
江苏国信	32.4	34.7	27.8	3.8	4.9	3.9	12%	14%	14%	1.3%	1.8%	1.5%

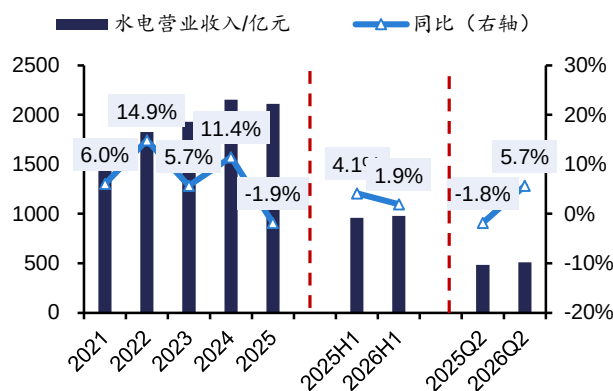
来源：Wind，国金证券研究所

三、水电：量价整体平稳，费用下降推动利润增长

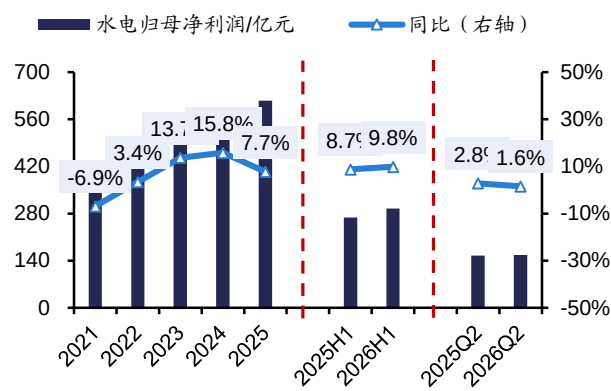
水电量价整体平稳，费用下降推动利润增速高于收入增速。2026H1 主要流域来水表现分化，样本水电公司发电量同比+4.7%。上半年水电板块实现营业收入 978 亿元，同比+1.9%；实现归母净利润 295 亿元，同比+9.8%，利润端表现优于收入端。2026Q2 板块实现归母净利润 157 亿元，同比+1.6%。由于水电成本以折旧及财务费用等固定成本为主，收入波动向利润端传导弹性较高，同时贷款利率下行、债务结构优化带动财务费用下降，共同推动利润增速持续高于营收增速。



图表47：2026H1 水电板块营收同比增长 1.9%



图表48：2026H1 水电板块归母净利润同比+9.8%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2026H1主要流域来水表现分化，样本水电公司发电量整体增长。上半年板块公司水电发电量2781.3亿千瓦时，同比+4.7%，长江电力、国能大渡河、华能水电、桂冠电力、湖北能源、黔源电力同比增长，雅砻江水电同比下滑。2026Q2板块公司水电发电量1489.6亿千瓦时，同比+1.5%，其中雅砻江水电受来水偏枯影响下滑较为明显。

图表49：水电公司上半年水电发电量情况

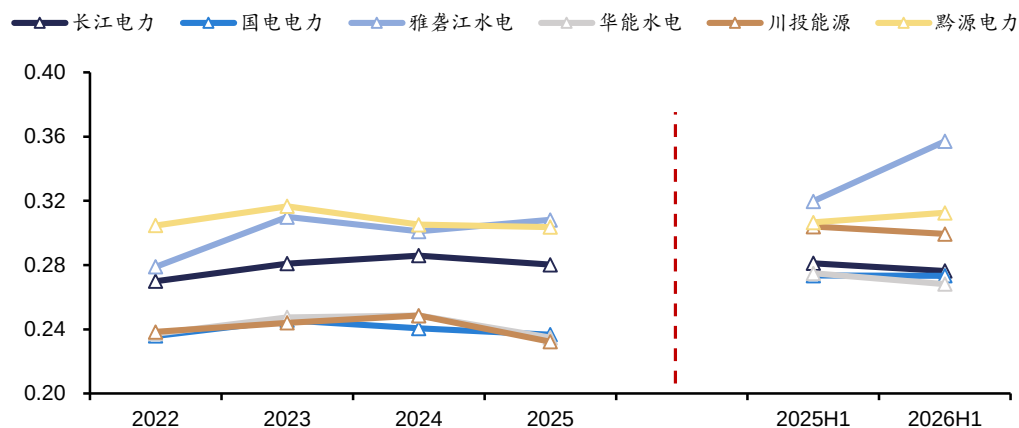
水电发电量/亿千瓦时	2023	2024	2025	同比	2025Q1	2026Q1	同比	2025Q2	2026Q2	同比
长江电力	2762.6	2959.0	3071.9	3.82%	576.8	618.2	7.19%	689.8	709.2	2.82%
雅砻江水电	842.4	929.4	871.5	-6.23%	232.4	209.3	-9.93%	197.6	134.6	-31.87%
国能大渡河	455.3	488.1	454.4	-6.91%	56.5	62.1	9.95%	125.5	130.7	4.20%
国投电力	942.1	1040.9	980.9	-5.76%	252.7	232.9	-7.82%	225.1	161.6	-28.22%
华能水电	1052.6	1079.3	1208.2	11.94%	197.3	217.9	10.42%	297.3	285.6	-3.92%
川投能源	52.3	58.2	66.3	13.85%	9.6	8.9	-7.40%	14.0	14.9	6.50%
桂冠电力	211.0	305.8	415.7	35.92%	63.2	99.5	57.59%	72.1	113.8	57.83%
湖北能源	110.1	109.7	112.5	2.58%	18.8	34.9	85.63%	26.9	50.6	88.36%
黔源电力	69.5	70.5	121.2	71.89%	14.4	17.2	19.18%	17.6	23.2	31.77%
合计	5655.5	6111.5	6431.1	5.23%	1189.3	1291.7	8.61%	1468.1	1489.6	1.46%

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

发电量结构变化导致水电上网电价出现分化。雅砻江水电上网电价同比上涨11.7%，主要由于来水偏枯、高价电量占比提升；华能水电上网电价同比下降2.5%，主要受澜沧江上游高电价电站发电量下降、电量结构变化影响；长江电力上网电价同比下降1.7%，主要由于金沙江下游电站发电量下降，而三峡、葛洲坝电站发电量增长，高价电站发电量占比下降。其余公司水电上网电价整体保持稳定。总体来看，水电电价仍低于其他主要电源，成本优势和较低电价波动构成较厚安全边际。



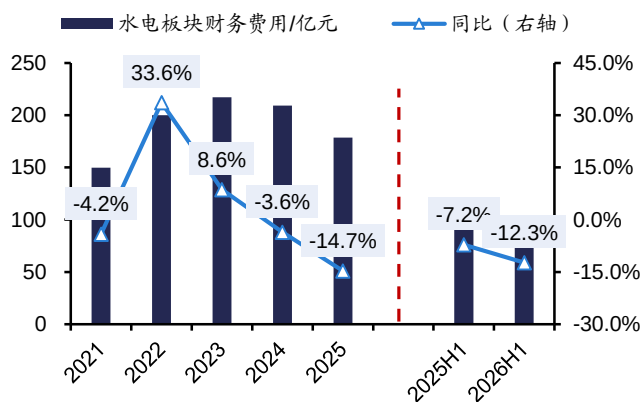
图表50: 2026H1 公司水电上网电价分化



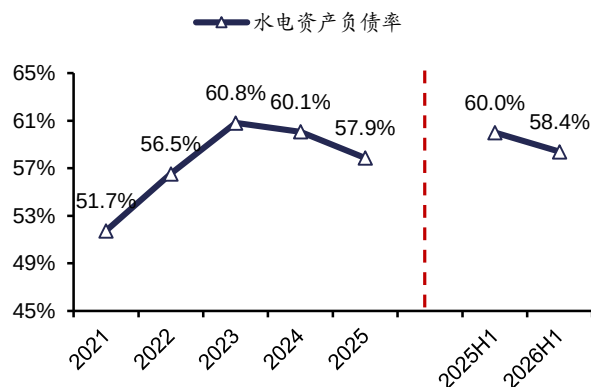
来源: 各公司经营公告, 公司财报, 国金证券研究所 备注: 单位为元/千瓦时

偿债和债务置换推动水电板块财务费用及资产负债率继续下降。2026H1水电板块财务费用同比下降11.4亿元(同比-12.3%)。截至2026H1末, 水电板块资产负债率58.4%, 同比降低1.6pct。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, 2026H1已降低至59.4%, 财务费用同步下降。

图表51: 2026H1 水电板块财务费用同比-12.3%



图表52: 2026H1 水电资产负债率降至 58.4%



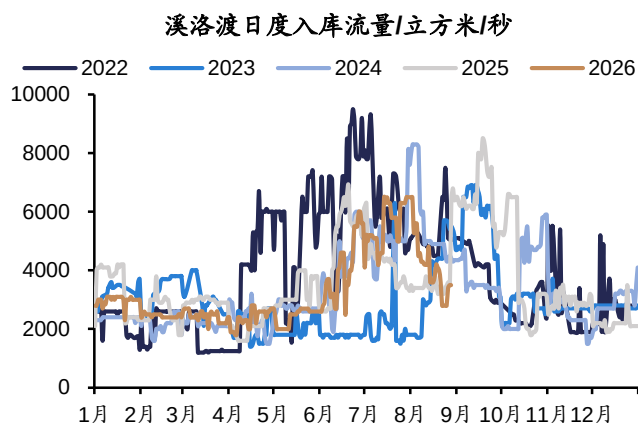
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

进入主汛期后, 主要流域水文条件较上年同期有所改善, 叠加去年同期部分流域来水偏枯形成的低基数, 水电发电量具备进一步增长空间。从平均入库流量看, 7月金沙江下游溪洛渡、向家坝电站同比增长31.3%/34.5%, 三峡电站同比下降16.4%, 雅砻江锦屏一级、二滩电站同比增长41.0%/12.1%, 大渡河瀑布沟电站同比下降6.7%, 红水河龙滩电站在一年来水偏丰的基础上继续增长, 同比增长15.1%。8月溪洛渡、向家坝电站同比增长8.7%/6.5%, 三峡电站同比增长2.0%, 锦屏一级、二滩电站同比增长39.2%/24.7%, 猴子岩、瀑布沟电站同比增长14.3%/10.2%。

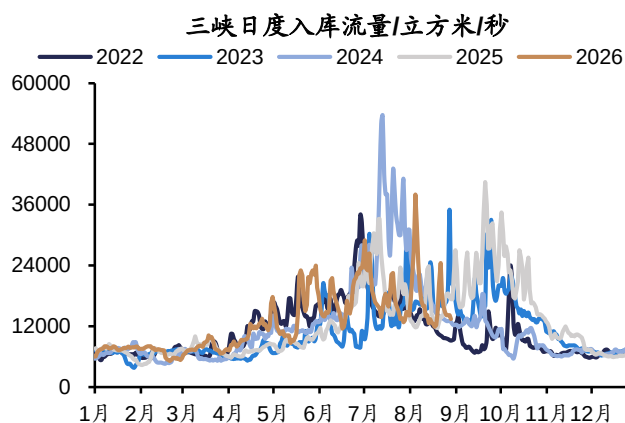


图表53: 溪洛渡日度入库流量



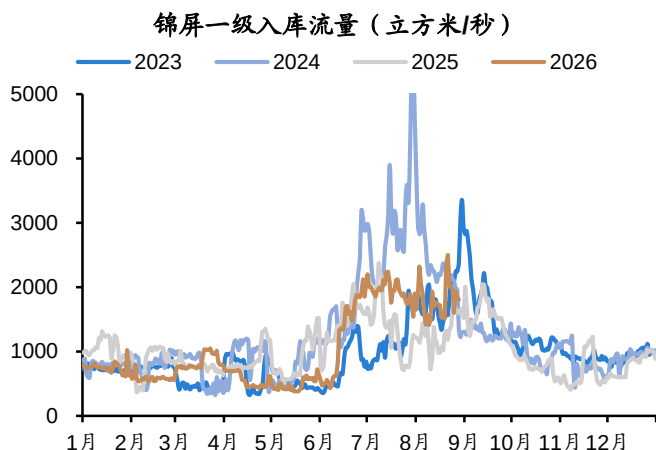
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表54: 三峡日度入库流量



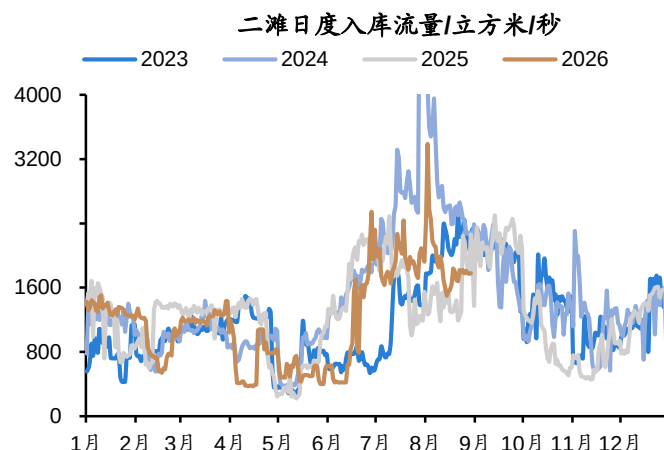
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表55: 锦屏一级日度入库流量



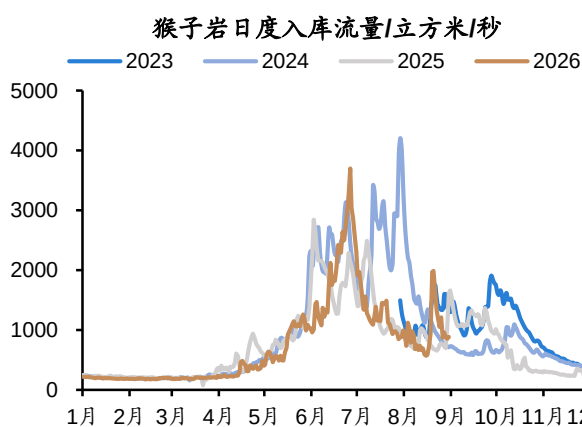
来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

图表56: 二滩日度入库流量



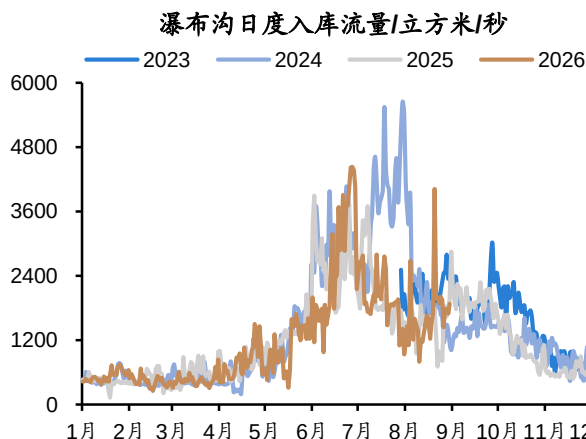
来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

图表57: 猴子岩日度入库流量



来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

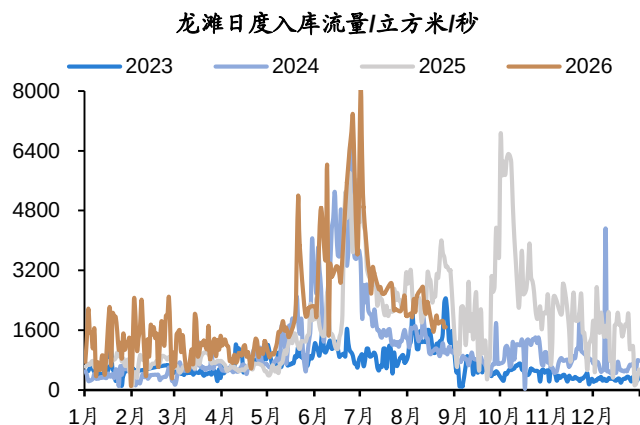
图表58: 瀑布沟日度入库流量



来源: 四川省水文水资源勘测中心, 国金证券研究所

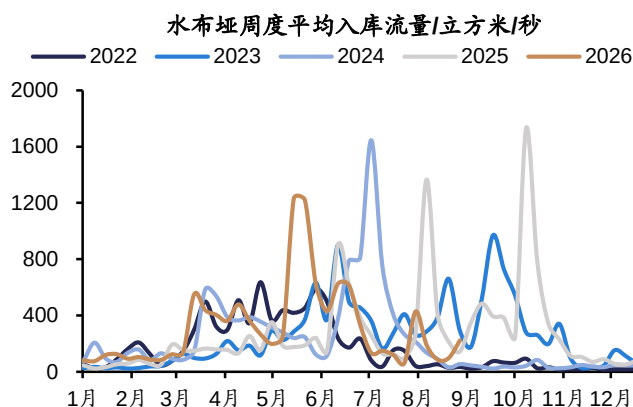


图表59: 龙滩日度入库流量



来源: 贵州省南北盘江红水河航道管理局, 国金证券研究所

图表60: 水布垭周度入库流量



来源: 湖北省水文水资源中心, 国金证券研究所

图表61: 主要流域电站月末水位分位数

所在流域			1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
乌东德		2024	67%	76%	62%	57%	48%	23%	76%	72%
		2025	67%	58%	60%	72%	48%	37%	43%	85%
		2026	66%	53%	30%	40%	27%	10%	3%	30%
白鹤滩	金沙江下游	2024	47%	32%	27%	18%	15%	28%	74%	77%
		2025	73%	66%	45%	51%	34%	37%	54%	78%
		2026	78%	68%	58%	47%	37%	33%	33%	58%
溪洛渡		2024	74%	71%	76%	45%	44%	39%	61%	81%
		2025	79%	76%	80%	54%	47%	41%	33%	61%
		2026	87%	72%	57%	53%	50%	42%	50%	62%
向家坝		2024	35%	72%	36%	55%	42%	26%	43%	68%
		2025	88%	68%	50%	60%	33%	31%	36%	35%
		2026	94%	63%	70%	50%	50%	20%	30%	40%
三峡	长江上游	2024	76%	62%	47%	45%	9%	28%	53%	25%
		2025	72%	59%	59%	43%	33%	24%	53%	61%
		2026	81%	69%	67%	67%	30%	10%	20%	40%
锦屏一级	雅砻江	2024	56%	54%	30%	32%	38%	55%	97%	96%
		2025	81%	72%	49%	36%	59%	61%	65%	73%
		2026	61%	51%	31%	25%	23%	43%	64%	78%
二滩		2024	68%	42%	33%	29%	34%	54%	95%	99%
		2025	79%	59%	53%	39%	24%	58%	61%	66%
		2026	76%	56%	49%	36%	38%	37%	73%	84%
猴子岩	大渡河	2024	65%	54%	30%	30%	83%	87%	81%	89%
		2025	80%	55%	14%	60%	76%	87%	87%	80%
		2026	49%	44%	56%	33%	81%	81%	83%	71%
瀑布沟		2024	68%	53%	26%	30%	52%	79%	89%	75%
		2025	68%	64%	46%	41%	69%	78%	82%	81%
		2026	71%	61%	37%	34%	52%	80%	81%	82%
龙滩	红水河	2024	46%	39%	27%	28%	25%	67%	71%	78%



		2025	41%	35%	25%	17%	22%	63%	75%	86%
		2026	75%	55%	38%	26%	25%	70%	79%	77%
水布垭	清江	2024	75%	61%	56%	51%	43%	65%	70%	68%
		2025	56%	53%	52%	58%	61%	70%	77%	81%
		2026	53%	32%	32%	33%	68%	67%	72%	77%

来源：iFinD，四川省水文水资源勘测中心，贵州省南北盘江红水河航道管理局，湖北省水文水资源中心，国金证券研究所

图表62：主要流域电站月平均入库流量同比增速

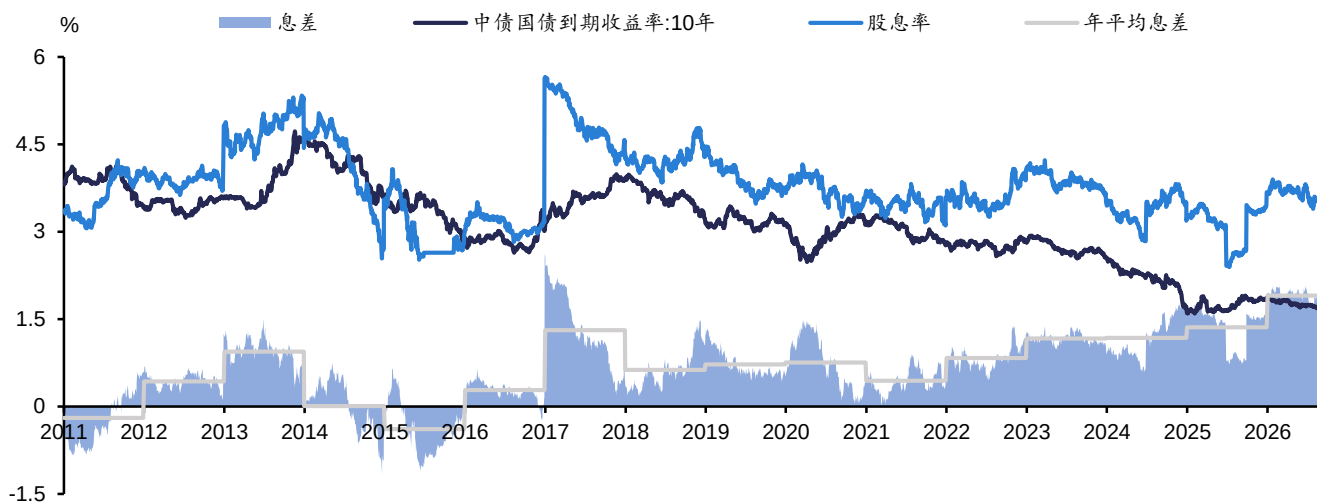
月度平均 入库流量/ 立方米/秒	所在 流域	年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
溪洛渡	金沙江下游	2024	-4.9%	-31.0%	-26.1%	6.5%	18.1%	112.3%	63.4%	22.2%	-24.4%	-21.9%	-13.4%	6.7%
		2025	2.6%	4.4%	25.7%	-2.7%	17.4%	2.0%	-36.8%	-47.0%	41.8%	21.3%	12.2%	-37.7%
		2026	-12.0%	-6.3%	-17.5%	11.4%	-25.9%	-17.7%	31.3%	8.7%				
向家坝	金沙江下游	2024	17.8%	-39.1%	-27.0%	45.3%	22.6%	132.3%	67.9%	32.4%	-24.5%	-17.3%	-15.7%	19.9%
		2025	-14.6%	-9.4%	10.5%	-2.1%	-2.0%	3.1%	-25.3%	-37.7%	42.8%	19.3%	0.3%	-37.0%
		2026	17.7%	35.0%	26.2%	-15.7%	-10.6%	-18.6%	34.5%	6.5%				
三峡	长江上游	2024	18.7%	-18.2%	-11.5%	38.6%	28.2%	39.9%	97.1%	-3.3%	-29.0%	-44.4%	-20.2%	4.4%
		2025	-4.7%	12.7%	32.3%	-21.3%	-23.5%	-12.6%	-34.2%	-7.0%	94.7%	132.7%	45.9%	-9.6%
		2026	11.8%	4.5%	-1.9%	54.0%	75.0%	20.1%	-16.4%	2.0%				
锦屏一级	雅砻江	2024	5.0%	0.2%	37.3%	32.1%	48.0%	110.1%	158.0%	18.4%	-26.4%	-11.9%	-8.3%	-1.8%
		2025	36.8%	2.4%	19.7%	-4.6%	15.5%	-14.8%	-53.9%	-42.6%	20.6%	-20.9%	-18.3%	-13.9%
		2026	-29.5%	-31.1%	8.8%	-35.4%	-43.9%	-12.5%	40.9%	39.2%				
二滩	雅砻江	2024	23.5%	-29.2%	-19.2%	-22.7%	17.8%	133.2%	126.8%	32.2%	-7.6%	-10.8%	11.0%	9.0%
		2025	-5.5%	28.0%	17.2%	26.2%	-24.6%	8.1%	-42.8%	-45.2%	13.8%	-28.2%	-39.2%	3.8%
		2026	15.7%	-21.8%	-5.7%	-40.3%	-0.9%	-38.1%	12.1%	24.7%				
龙滩	红水河	2024	-18.8%	-37.6%	40.2%	-10.8%	67.7%	251.9%	103.4%	-12.1%	41.9%	118.3%	140.3%	145.2%
		2025	79.7%	115.0%	16.6%	-8.0%	-21.0%	-23.5%	57.6%	124.4%	139.5%	239.2%	109.1%	93.9%
		2026	65.1%	98.8%	57.2%	68.0%	68.9%	34.1%	15.1%	-26.7%				
水布垭	清江	2024	279.4%	303.7%	143.8%	138.5%	25.5%	-42.7%	164.2%	-67.8%	-91.7%	-88.7%	-74.9%	-48.8%
		2025	-67.8%	-47.4%	-28.1%	-59.0%	-25.1%	36.8%	-75.6%	294.0%	770.4%	1440.4%	284.9%	67.1%
		2026	175.8%	46.3%	105.0%	121.3%	220.0%	18.7%	-33.7%	-62.2%				
猴子岩	大渡河	2024	-16.6%	-14.0%	-1.8%	14.2%	85.7%	273.5%	87.2%	11.1%	-48.1%	-34.0%	-7.3%	-4.9%
		2025	3.0%	7.3%	-1.2%	50.4%	-3.9%	-19.6%	-45.3%	-35.0%	78.3%	-37.3%	-41.1%	-21.6%
		2026	-11.1%	-8.1%	-5.7%	-39.1%	-9.9%	5.0%	-10.6%	14.3%				
瀑布沟	大渡河	2024	-29.5%	-28.9%	14.5%	-4.0%	50.7%	239.4%	86.7%	-0.1%	-27.7%	-29.6%	-0.2%	-0.1%
		2025	-15.2%	11.6%	17.8%	30.4%	3.8%	-15.5%	-43.3%	-27.4%	32.5%	-9.4%	-27.8%	-19.5%
		2026	24.9%	-8.3%	-16.9%	3.3%	-16.4%	3.4%	-6.7%	10.2%				

来源：iFinD，四川省水文水资源勘测中心，贵州省南北盘江红水河航道管理局，湖北省水文水资源中心，国金证券研究所

利率下行背景下，水电龙头股息率与长端利率的息差处于历史高位。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，长江电力年平均息差自2021年的0.44%起持续抬升，截至2026年8月31日已提升至1.91%，处于历史高位。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63：长江电力股息率与十年期国债收益率



来源：iFind，国金证券研究所

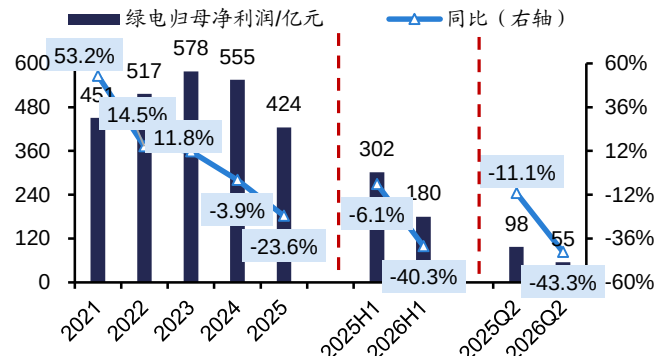
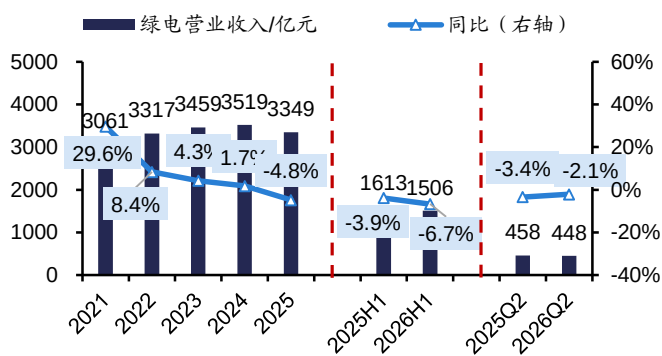
四、绿电仍有压力、核电关注投产、燃气评估气价

（一）绿电：补贴发放经营现金流持续提升，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持续下滑，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，2026H1营收同比继续下降6.4%。而成本端改善相对有限下，2025年绿电归母净利润仅完成424亿元（同比-23.6%），2026H1业绩降幅进一步扩大至38.8%。细分个股来看，2026年上半年27家绿电样本股业绩均为下滑，剔除港股后，2026年二季度19家绿电样本股中，业绩同比增长仅6家，均为风电占比较高的运营商，绿电板块业绩承压明显。

图表64：2026H1 绿电板块营收同比-6.7%

图表65：2026H1 绿电板块归母净利润同比-40.3%

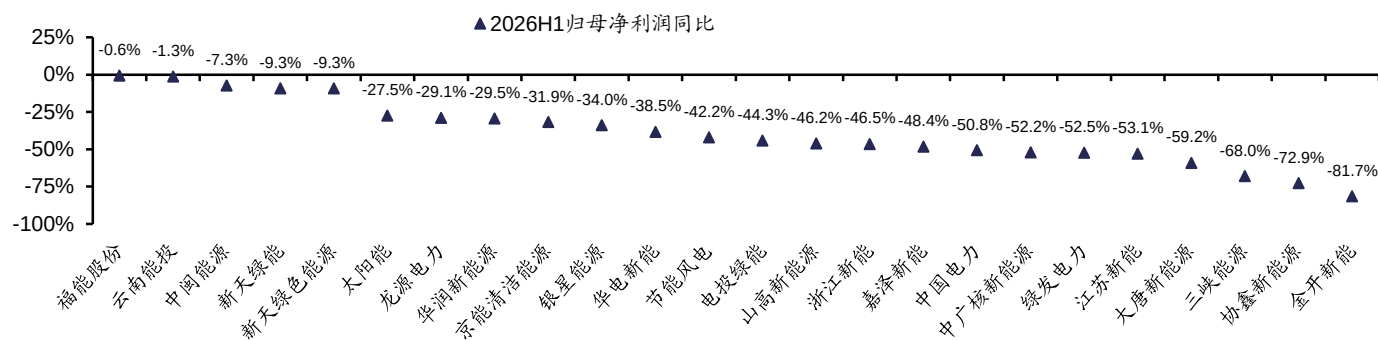


来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股

来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股



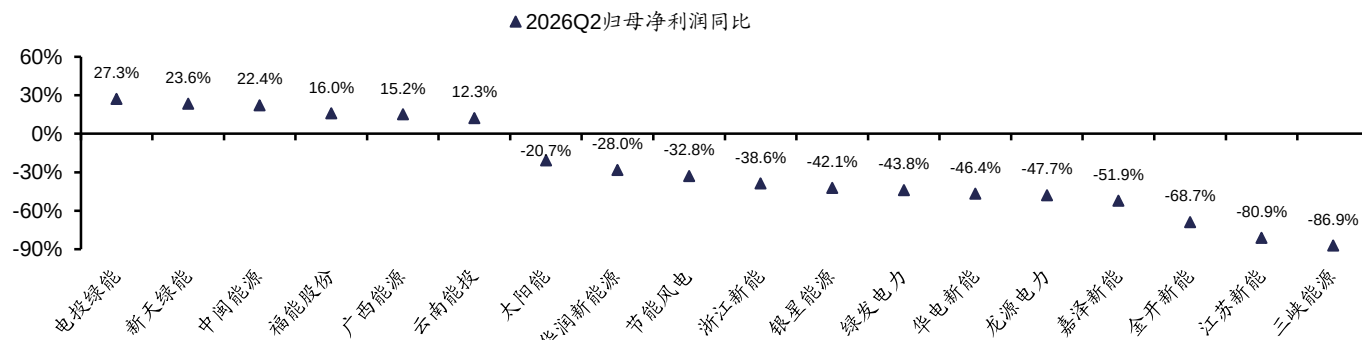
图表66：2026H1 绿电公司归母净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

备注：广西能源由亏转盈、北京能源国际、晶科科技由盈转亏未显示

图表67：2026Q2 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：晶科科技由盈转亏未显示

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，截至2026年6月末华电新能风电累计运营装机达45GW、光伏达56GW，上半年分别新增2.47、3.03GW，风电、光伏规模均位居首位；风电装机规模二、三名分别为龙源电力32GW、华润电力30GW；光伏装机规模二、三名分别为三峡能源27GW、华能国际26GW。从新增装机量来看，上半年大部分绿电公司新增投产装机显著下降。

图表68：2026 年上半年绿电公司新增装机情况

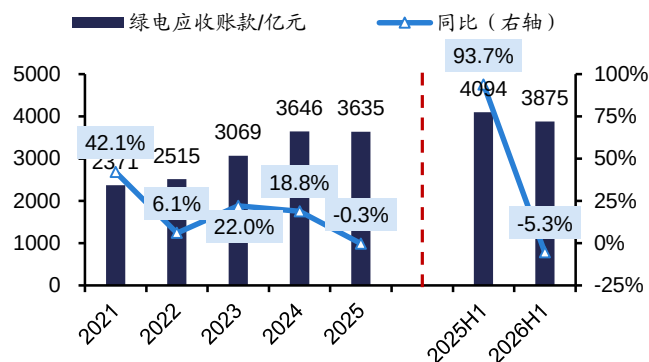
风电装机/GW	2026H1	上半年新增	太阳能装机/GW	2026H1	上半年新增
华能国际	22.22	1.60	华能国际	26.01	0.94
国电电力	10.67	0.18	国电电力	19.74	0.85
大唐发电	11.25	0.05	大唐发电	7.25	0.07
华润电力	29.50	0.42	华润电力	6.01	0.67
中国电力	17.55	1.56	中国电力	23.15	1.08
三峡能源	24.49	0.06	三峡能源	26.94	0.16
龙源电力	32.49	0.34	龙源电力	13.90	0.06
华电新能	44.99	2.47	华电新能	55.89	3.03

来源：Wind，国金证券研究所

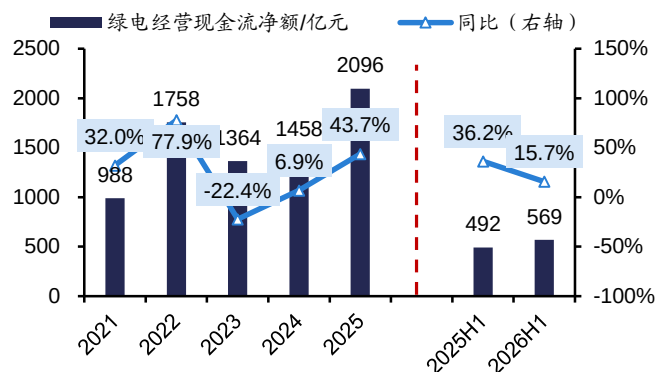
应收账款或已见顶，受益于补贴发放上半年绿电经营现金流同比继续改善。2026H1绿电板块应收账款为3875亿元（同比-5.3%），同比下降主要为国家发放可再生能源补贴影响，带动经营现金流净额达569亿元（同比+15.7%）；2023-2025年绿电投资净流出均超2500亿元、但2025年同比已有所回落、2026H1净流出进一步同比下降19.5%，反映绿电资本开支开始收窄。筹资现金流方面，2026H1板块筹资现金流为458亿元（同比+6.9%）。



图表69：2026H1 绿电板块应收账款同比-5.3%



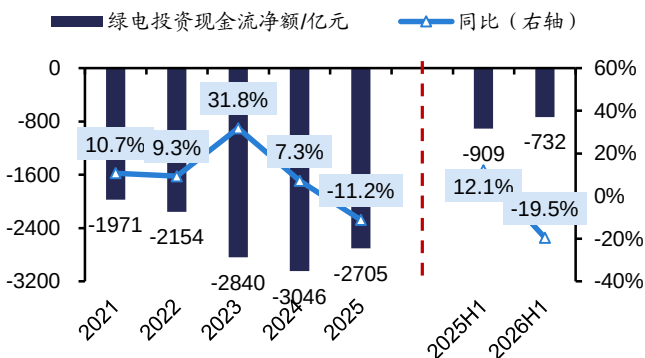
图表70：2026H1 绿电板块经营现金流同比+15.7%



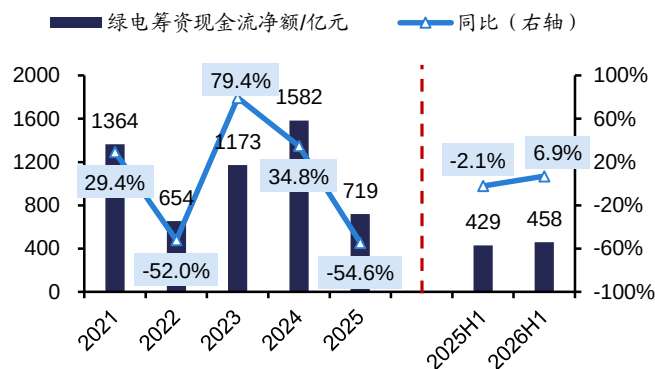
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表71：2026H1 绿电板块投资现金流体量同比-19.5%



图表72：2026H1 绿电板块筹资现金流体量同比+6.9%

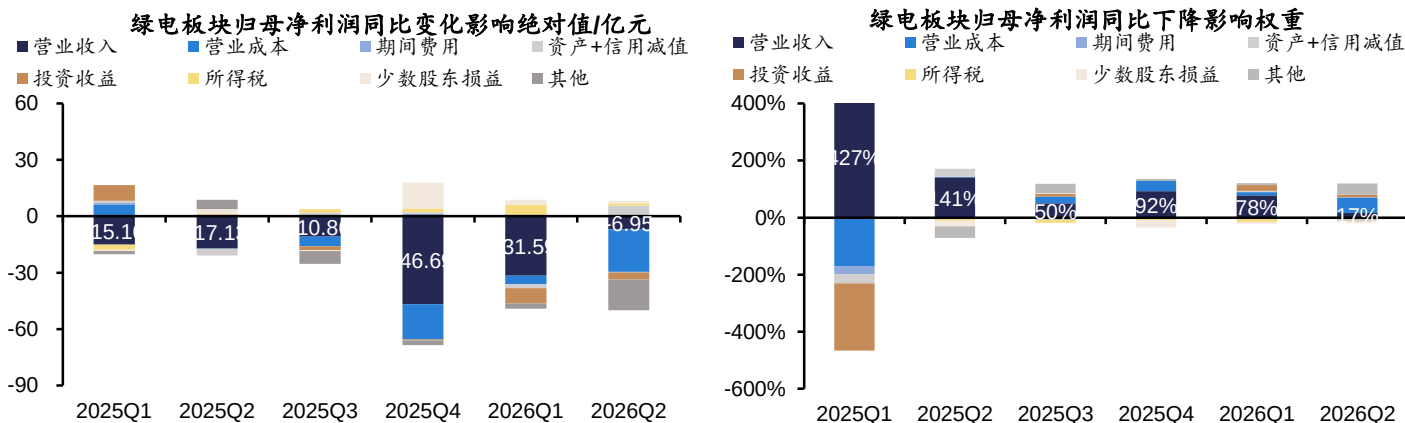


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

业绩影响因子来看，收入因子在弱化、成本因子和退税因子的权重在提升。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主要因素之一、但二季度已显著弱化，以2026年二季度为例，营收影响权重占17%（营收同比下滑/归母净利润同比下滑*100%），装机投产固定资产折旧等增加、营收成本同比上涨对归母净利润下滑影响权重达54%，所得税同比减少对利润为正向贡献、权重为-3%。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39%权重。

图表73：除电价（营业收入）影响外，2026Q2 营业成本亦占业绩下滑54%权重





来源：Wind，国金证券研究所

图表74：A股绿电板块单季归母净利润同比变化拆解

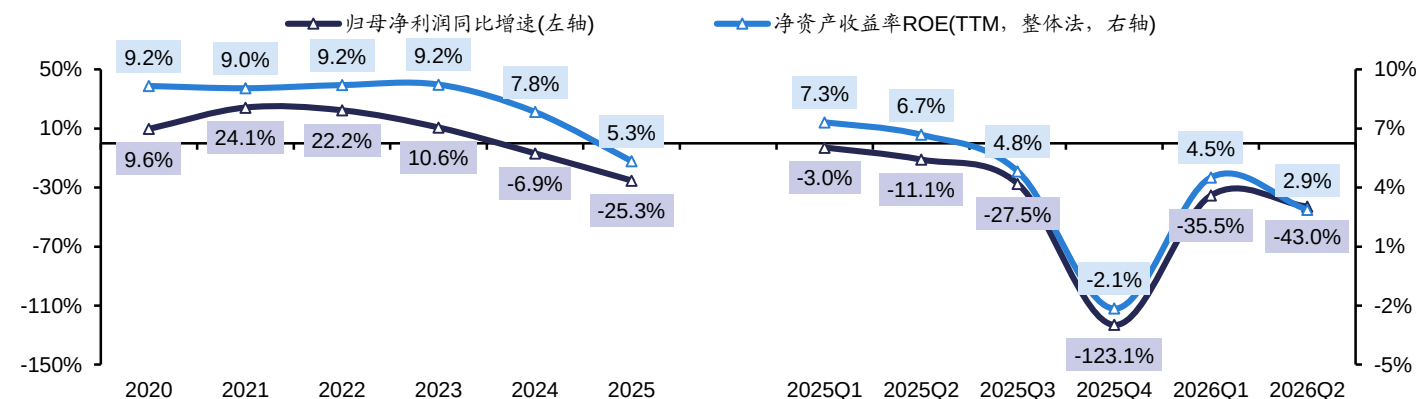
绝对值/亿元	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
营业收入	-15.16	-17.13	-10.86	-46.69	-31.59	-6.95
营业成本	6.05	-0.21	-5.06	-18.82	-4.61	-22.55
期间费用	0.98	0.09	0.02	1.38	0.37	-0.38
资产+信用减值	1.15	-3.50	1.84	0.65	-1.97	5.65
投资收益	8.39	0.37	-2.13	-0.48	-8.28	-3.79
所得税	-2.75	0.86	2.01	2.09	5.77	1.17
少数股东损益	-0.52	2.40	-0.49	13.86	2.51	1.45
其他	-1.70	4.98	-6.87	-2.49	-2.78	-16.28
合计/亿元	-3.55	-12.15	-21.53	-50.49	-40.58	-41.68
权重	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
营业收入	427%	141%	50%	92%	78%	17%
营业成本	-170%	2%	23%	37%	11%	54%
期间费用	-28%	-1%	0%	-3%	-1%	1%
资产+信用减值	-32%	29%	-9%	-1%	5%	-14%
投资收益	-236%	-3%	10%	1%	20%	9%
所得税	77%	-7%	-9%	-4%	-14%	-3%
少数股东损益	15%	-20%	2%	-27%	-6%	-3%
其他	48%	-41%	32%	5%	7%	39%

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年业绩增速已转负），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、绿色价值等）预期。

图表75：受制于电价下降等影响，绿电业绩近年持续承压



来源：Wind，国金证券研究所



图表76：期待绿电回归PB-ROE估值体系



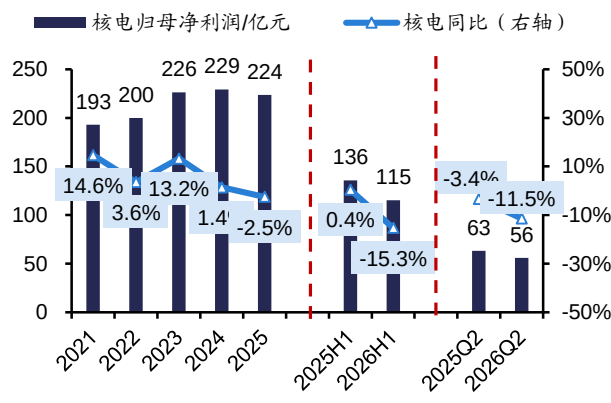
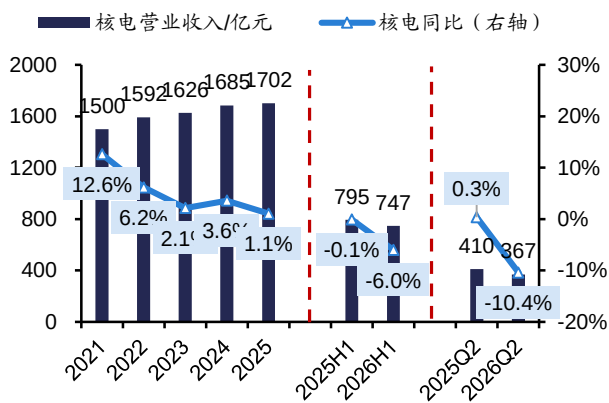
来源：Wind，国金证券研究所

（二）核电：投产高峰临近，市场化电价与新能源亏损拖累业绩

核电投产高峰临近，电价回落及新能源业务亏损压制盈利。“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，2026年起将迎来核电投产高峰。2026H1核电板块实现营业收入747亿元（同比-6.0%），归母净利润115亿元（同比-15.3%），利润降幅高于收入降幅，主要由于市场化电价下降、机组大修导致发电量减少及检修成本增加，同时中国核电新能源业务亏损进一步拖累利润。

图表77：2026H1 核电板块营收同比-6.0%

图表78：2026H1 核电板块归母净利润同比-15.3%



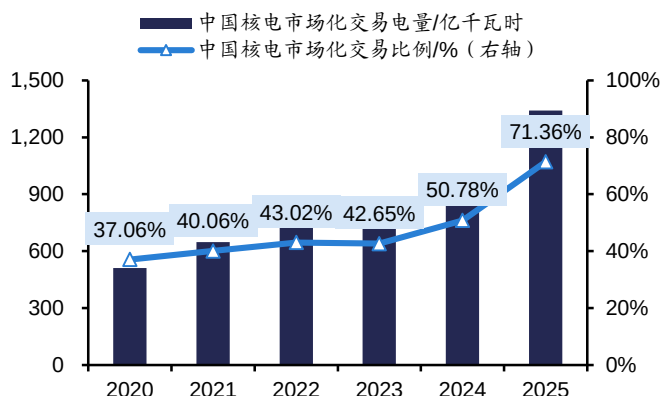
来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股

来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股

2026H1 核电市场化比例继续提升。随着各省电力市场化交易机制逐步推进，核电企业参与市场化交易的电量占比持续提高。根据中国广核财报，截至2026H1，中国广核市场化交易比例快速提升至65.9%，同比+9.8pct。

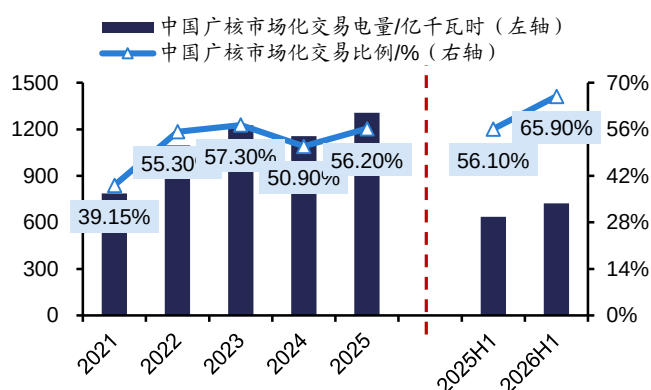


图表79：2025 年中国核电市场化交易比例大幅上升



来源：中国核电财报，国金证券研究所

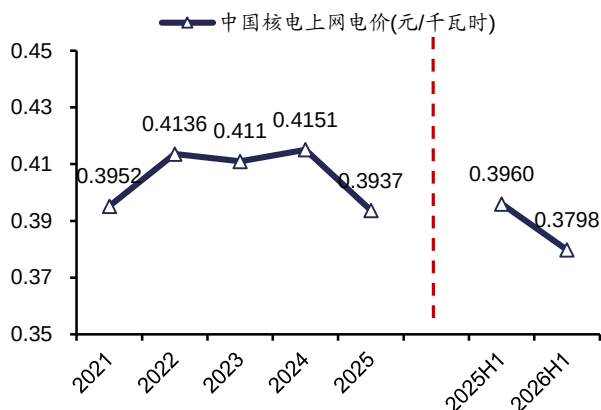
图表80：2026H1 中国广核市场化交易比例继续提升



来源：中国广核财报，国金证券研究所

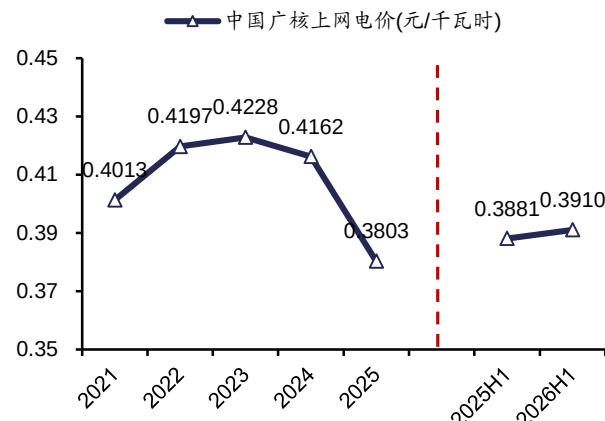
2026H1 核电上网电价有所分化。中国核电核电上网电价同比下滑 1.6 分/千瓦时，主要受福建福清、浙江三门及江苏核电市场化交易电价下行影响；中国广核核电上网电价同比上涨 0.3 分/千瓦时，主要受广西、辽宁机制电价执行后上网电价抬升带动。

图表81：中国核电 2026H1 核电电价下滑 1.6 分/千瓦时



来源：中国核电财报，国金证券研究所

图表82：中国广核 2026H1 核电电价上涨 0.3 分/千瓦时



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83：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小时时段的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，计入中长期合同签订比例。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2026H1底，我国核电在运59台核电机组，装机容量62.52GW。2026年1月漳州2号商运，4月三澳1号、太平岭1号商运，8月太平岭2号商运，截至目前在建34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年预计共有7台、7.4GW核电机组投运，2026年起将迎来核电投产高峰期。



图表84：预期在建机组投产节奏



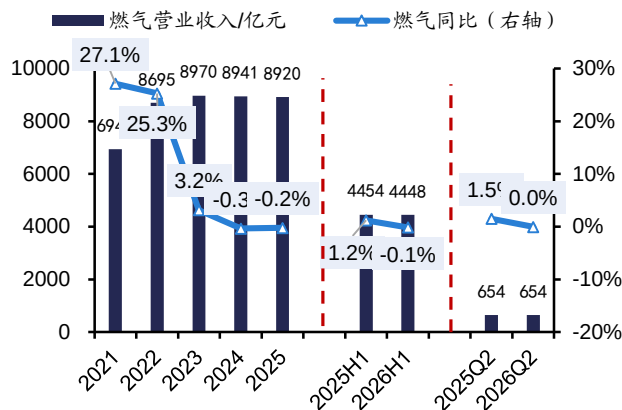
来源：国常会，中国核能行业协会，中国核电、中国广核财报，国电投，国金证券研究所

（三）燃气：气量低增长，资源型业务增利对冲接驳及气价压力

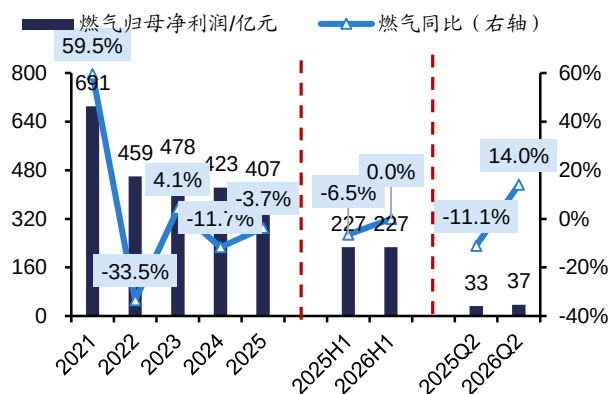
2026H1燃气板块气量增长偏低，但资源型及其他业务增利对冲了气价上涨和接驳业务下滑，归母净利润总体保持稳定。2026H1燃气板块实现营业收入4448亿元（同比-0.1%），归母净利润为227亿元，同比持平。气量端，近两年行业并购项目减少，增量主要来自自然增长，整体来看气量增速有限。利润端，部分城燃企业受国际气价上涨、采购成本传导滞后影响，销气毛差收窄；房地产调整导致新增接驳户数和高毛利接驳利润继续收缩；但居民顺价推进、气源结构优化及LNG/LPG资源等其他业务增利，对冲了部分售气和接驳利润下滑，推动全样本归母净利润整体保持稳定。



图表85：2026H1 燃气板块营收同比-0.1%



图表86：2026H1 燃气板块归母净利润同比持平



来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股

来源：Wind，国金证券研究所 备注：单季数据不含港股

全国燃气公司归母口径利润分化。根据 Wind 数据，2026H1 六家全国性城燃公司营收同比增长 2.1%，归母净利润同比增长 2.3%，整体保持稳定。其中，香港中华煤气、新奥能源及昆仑能源归母净利润同比增长 17.0%、9.8%、4.6%，中国燃气、港华智慧能源、华润燃气归母净利润同比下降 23.3%、13.3%、3.7%。公司之间的差异主要与气源结构、其他业务占比、接驳业务敞口及成本传导速度有关。

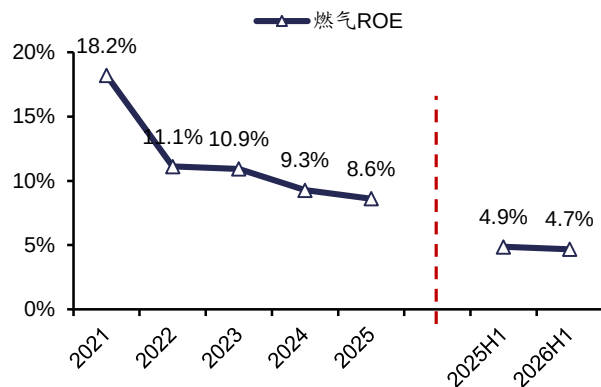
图表87：全国性城燃公司营业收入、利润对比

	营业收入/亿元						归母净利润/亿元					
	2023	2024	2025	2025H1	2026H1	同比%	2023	2024	2025	2025H1	2026H1	同比%
香港中华煤气	516	514	491	251	256	2.2%	55.0	52.9	51.4	27.0	31.6	17.0%
新奥能源	1139	1099	1119	557	570	2.4%	68.2	59.9	59.0	24.3	26.7	9.8%
昆仑能源	1774	1870	1940	975	1000	2.6%	56.8	59.6	53.5	31.6	33.1	4.6%
华润燃气	918	951	883	454	464	2.1%	47.3	37.9	32.0	21.9	21.1	-3.7%
中国燃气	805	738	731	317	315	-0.6%	37.6	28.9	30.0	15.9	12.2	-23.3%
港华智慧能源	180	197	189	95	98	3.4%	14.3	14.9	14.3	6.9	6.0	-13.3%
合计	5331	5369	5353	2649	2704	2.1%	279	254	240	128	131	2.3%

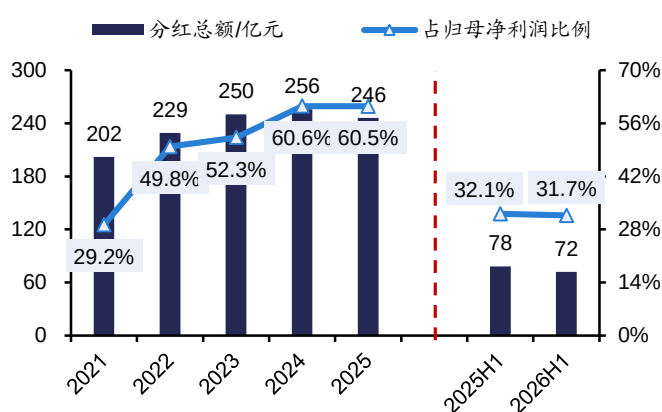
来源：Wind，国金证券研究所

2026H1 燃气板块 ROE 及分红比例均有所回落。2026H1 燃气板块 ROE 为 4.7%，同比-0.2pct。分红方面，2026H1 板块中期分红总额 72 亿元，同比-7.8%；分红比例 31.7%，同比-0.4pct。整体来看，燃气板块盈利和分红水平虽有小幅回落，但仍维持相对稳定。

图表88：2026H1 燃气板块 ROE 为 4.7%



图表89：2026H1 燃气板块分红比例 60.7%





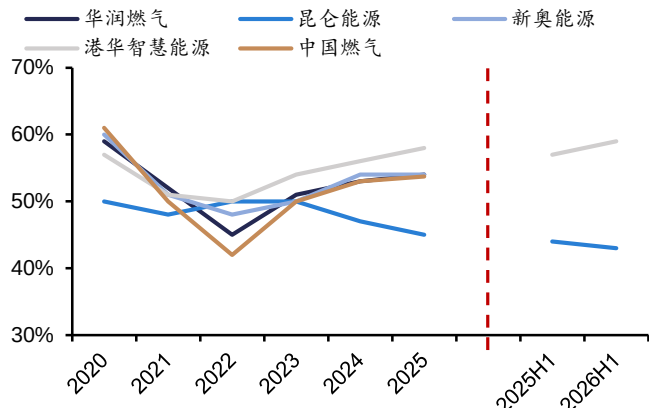
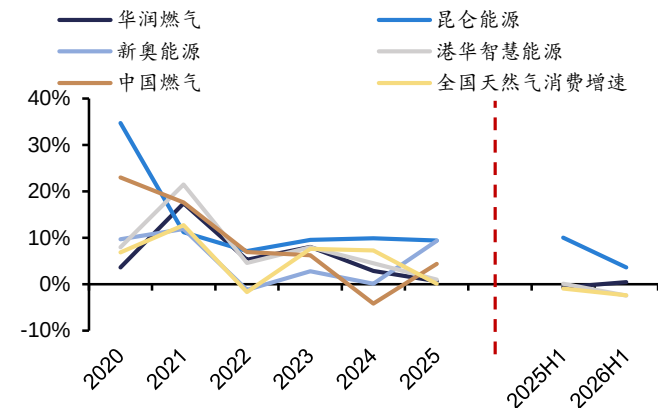
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

2026H1 全国天然气消费同比下降 2.4%，全国性城燃公司销气量增速整体偏低。昆仑能源/华润燃气/港华智慧能源总销气量分别同比+3.6%/+0.5%/-2.5%，而 2026H1 昆仑能源和港华智慧能源分别为 0.43 元/方和 0.59 元/方，由于现货气采购占比相对有限，且居民顺价仍在推进，天然气现货价格上涨对上述公司毛差的直接冲击相对可控。

图表 90: 全国性城燃公司总销气量增速/%

图表 91: 全国城燃毛差数据

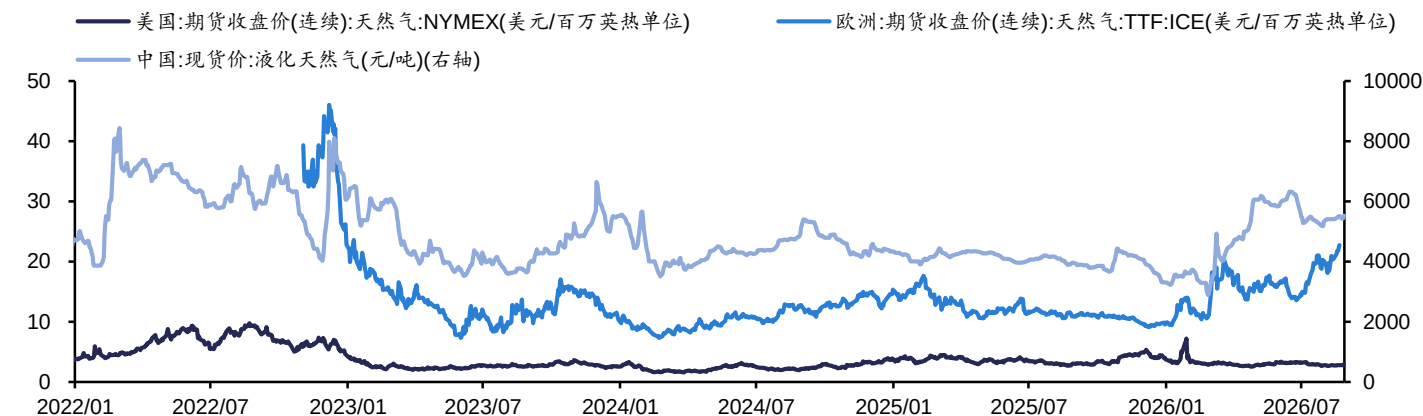


来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 国金证券研究所 备注: 单位为元/方

2026H1 天然气价格走势分化，欧洲和国内价格明显上涨。2026 年初美国 HH/欧洲 TTF/中国 LNG 价格分别为 3.71 美元/百万英热单位、28.42 欧元/兆瓦时、3859 元/吨，2026H1 末分别为 3.26 美元/百万英热单位、43.60 欧元/兆瓦时、5962 元/吨，较年初分别-12.2%、+53.4%、+54.5%。受地缘政治扰动影响，美国 HH 价格回落，欧洲 TTF 和中国 LNG 价格则明显上涨。

图表 92: 2026H1 受地缘政治扰动影响天然气价格上升



来源: ICE, Wind, NYMEX, CME, 国金证券研究所

五、投资建议：煤与煤电、利与红利，关注红利的再深化与再拓展

相关标的：火电：国电电力、宝新能源、华能国际、华电国际；水电：川投能源、长江电力、国投电力；煤炭：陕西煤业、淮北矿业。燃气：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