国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 02 日

# 公用事业三季报总结

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

## 电价向上供需趋紧，困境反转红利已现

### 投资逻辑：

- **煤价上涨压制业绩，基金持仓触底向上**

2026 前三季度公用事业板块营收 1.53 万亿元（同比-2.3%），归母净利润为 1453 亿元（同比-23.9%），2026Q3 公用板块归母净利润为 431 亿元（同比-39.0%）。收入利润下滑主要系电价下行、煤价上涨、来水偏枯、增值税退税政策调整等因素。从数据上来看：（1）板块 ROE 下降 2.1pct 至 5%，前三季度财务费用下降 3%；（2）前三季度板块经营性现金流同比-5.3%，投资现金流净流出下降 14.6%，水火绿燃自由现金流均为正；（3）公募持仓底部改善，重仓股持股比例从 Q2 的 0.26%提升至 Q3 的 0.6%，仍远低于市值占比的 4%，Q3 前十大持仓中保险更进一步。（4）三季度以来板块超额明显，核电/水电/火电分别较沪深 300 超额 31%/25%/17%，交易拥挤度仍然低位，电力已经进入配置窗口期。

- **火电底部已现、核电弹性明确，水电重视基数、绿电逐步明朗**

细分子行业：（1）火电——三季度业绩触底，仍重视火电的 4%：三季度火电板块业绩同比下降 75%，主要系长协电价下降、Q3 现货煤价同比提升 209 元/吨、长协煤兑现率下降，华能国际煤电税前度电利润下降至 1.1 分（已接近 2023 年以来底部，高点为 6 分）。前三季度自由现金流 751 亿元（同比仅-12.7%），投资现金流下降 19.2%，自由现金流/归母净利润达 1.76。从股息率来看，今年的底部利润对应 A 股公司绝大多数仍可实现 4%左右、H 股超 5%的股息率。展望明年，业绩困境反转、供需改善、分红提升，火电将成为新型红利中的优势品种。（2）水电——基数因素导致业绩下滑，个股分化更加明显：Q3 板块业绩同比-16.9%，主要系电量同比下降近 7%，流域差异较大，长江电力去年高基数下今年电量同比下降 15%，雅砻江则相反电量同比增长 19%，Q4 分化仍持续，展望明年水电或迎量价双升。我们强调水电仍将迎来息差的下降，估值提升在即。（3）核电——量增税减业绩大增 23%、超预期，Q3 中国核电、中国广核上网电量同比分别增长 14.2%、8.2%，系装机投产与大修减少，成本侧持续管控，所得税下降 6.5 亿元，展望明年电价上涨装机投产，弹性显著。（4）绿电——收入首次成为业绩正贡献：26Q3 板块业绩同比-43%，增速环比首次稳定，拆解来看，收入、成本、其他收益（主要是退税政策影响）对利润下降的贡献度分别为-15%、108%、23%，收入受电量增长拉动业绩，关注板块 ROE 及利润增速的拐点持续性。（5）燃气 Q3 业绩下滑 11%，系气价上涨拖累城燃。

- **电价向上供需趋紧，困境反转红利已现**

电力的预期正逐步向上：广东、江苏最新月度电价超过年度长协 10 分/7 分，涨电价的确定性持续增加；三季报业绩陆续落地，虽不及预期，但股价反应为利空落地。展望后市，11-12 月电煤需求回升或带动煤价上行，提升电价签订预期；用户对长协需求的提升，尤其是今年售电公司亏损面扩大，将强化签订环节的供需，或使电价签订超预期；容量电价上涨的区域和幅度均有扩大机会。火电投产高峰已过，负荷供需即将走向紧张。综上，看好板块收入端走向通胀期，业绩困境反转，回归合理盈利中枢。电力可作为红利的优势品种，火电底部利润具备股息且业绩分红向上将成为新型红利、核电作为低波红利品种中业绩高增的品种将成为利与红利的优选、水电息差回落将驱动红利估值提升。

- **火电行情依次展开，核电水电均已在途**

火电当前建议侧重盈利改善确定性，如南方/高长协煤/高股息，如国电电力、宝新能源、广西能源、内蒙华电、陕西能源、华润电力、华能国际、华电国际。伴随电价逐步落地，长三角江苏国信、皖能电力、浙能电力、赣能股份、申能股份等，北方建投能源、京能电力等。核电如中国核电、中国广核 AH。水电如川投能源、国投电力、长江电力等。

### 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、前三季度板块业绩承压，Q3 核电增长、火电蓄势待发 ..... 6
（一）板块业绩同比下滑，核电业绩增长、火电蓄势待发 ..... 6
（二）红利行情来临，板块基金持仓回升，水火核年初至今表现领先 ..... 9
（三）电价反转预期逐渐明确，驱动板块行情向上 ..... 13
二、火电：Q3 业绩短期大幅下降，重视火电的“4%” ..... 15
三、水电：来水表现分化，雅砻江来水向好 ..... 20
四、核电弹性突出、绿电承压见底、燃气关注气价 ..... 26
（一）核电：投产高峰来临，明年成为利润增长型低波红利 ..... 26
（二）绿电：补贴发放自由现金流首次回正，Q3 成本增加成为业绩下滑主因 ..... 29
（三）燃气：气价上行，资源受益、城燃承压 ..... 33
五、投资建议：火电行情依次展开，核电水电均已在途 ..... 35
六、风险提示 ..... 35

# 图表目录

图表 1： 2026Q1-3 公用事业板块营收同比-2.3% ..... 6
图表 2： 2026Q1-3 公用事业板块归母净利润同比-23.9% ..... 6
图表 3： 2026Q1-3 火电仍为公用板块的收入占比最大 ..... 6
图表 4： 2026Q1-3 火电绿电归母净利承压 ..... 6
图表 5： 2026Q1-3 公用事业经营性现金流净额同比-5.3% ..... 7
图表 6： 2026Q1-3 公用事业投资性现金流净流出-14.6% ..... 7
图表 7： 2026Q1-3 公用事业筹资现金流净流出 672 亿元 ..... 7
图表 8： 2026Q1-3 公用事业自由现金流 1159 亿元 ..... 7
图表 9： 2026Q1-3 公用事业应收账款同比-1.8% ..... 8
图表 10： 2026Q1-3 公用事业水电燃气资产负债率下降 ..... 8
图表 11： 2026Q1-3 公用事业各板块 ROE ..... 8
图表 12： 2026Q1-3 公用事业板块减值计提同比-58.4% ..... 9
图表 13： 2026Q1-3 公用事业板块财务费用同比-3.0% ..... 9
图表 14： 2026 年三季度末公用事业股基金配置占比为 0.60%、环比+0.34pct、同比+0.16pct ..... 9
图表 15： 细分板块来看，2026 年二季度末水电、火电板块配置比例回升至 0.27%、0.11% ..... 10
图表 16： 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 ..... 10
图表 17： 2026 年初至今核电、水电、火电板块涨幅靠前 ..... 11
图表 18： 公用子版块历史涨跌幅情况 ..... 11
图表 19： 公用子版块年初至今相对大盘涨跌幅情况 ..... 11

图表 20： 公用事业板块 Q2-3 部分个股受保险资金大额增持 ..... 12
图表 21： 公用事业板块 PE 近十年分位数 78.3% ..... 12
图表 22： 公用事业板块 PB 近十年分位数 31.6% ..... 12
图表 23： 公用事业成交量/额占比位于年初至今低位 ..... 13
图表 24： 广东月度电价今年 5 月起连续超过年度电价 ..... 13
图表 25： 江苏月度电价今年 6 月起连续超过年度电价 ..... 14
图表 26： 2026 上半年广东售电公司仅实现盈亏平衡 ..... 14
图表 27： 2026 上半年广东售电公司近六成亏损 ..... 14
图表 28： 火电核准 22 年见顶，投产 25-26 年见顶 ..... 14
图表 29： 2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升 ..... 15
图表 30： 2026Q1-3 火电板块营收同比-2.5% ..... 16
图表 31： 2026Q1-3 火电板块归母净利润同比-41.5% ..... 16
图表 32： 2026Q1-3 火电板块扣非归母净利润同比-42.1% ..... 16
图表 33： 2026Q1-3 火电公司归母净利润同比增速 ..... 16
图表 34： 2026Q3 火电公司归母净利润同比增速 ..... 17
图表 35： 2026Q1-3 及 2026Q3 火电板块业绩同比增速前十名公司（单位：亿元） ..... 17
图表 36： 2026Q1-3 火电板块经营现金流净额同比-17.0% ..... 17
图表 37： 2026Q1-3 火电投资现金流净额同比收窄 26.0% ..... 17
图表 38： 2026Q1-3 火电板块筹资现金流持续流出 ..... 18
图表 39： 2026Q1-3 火电板块自由现金流为 751 亿元 ..... 18
图表 40： 2026Q1-3 火电板块资产负债率为 65% ..... 18
图表 41： 2026Q1-3 火电板块财务费用同比-1.4% ..... 18
图表 42： 公司火电上网电量及同比变化情况（亿千瓦时） ..... 18
图表 43： 26Q3 火电公司单季扣非归母净利润底部显现（亿元） ..... 19
图表 44： 华能国际单季煤电度电税前利润(元/千瓦时) ..... 19
图表 45： 容量电费有力抬升火电盈利基石 ..... 19
图表 46： 当前火电板块自由现金流可有效覆盖分红 ..... 20
图表 47： 火电公司现金分红及股息率情况 ..... 20
图表 48： 2026Q1-3 水电板块营收同比下降 1.2% ..... 21
图表 49： 2026Q1-3 水电板块归母净利润同比-3.2% ..... 21
图表 50： 水电公司 2026 前三季度归母净利润情况 ..... 21
图表 51： 2026Q1-3 水电板块财务费用同比-11.2% ..... 22
图表 52： 2026Q1-3 水电资产负债率降至 56.3% ..... 22
图表 53： 2026Q1-3 公司水电上网电价整体平稳 ..... 22
图表 54： 水电公司前三季度水电发电量情况 ..... 23

图表 55： 溪洛渡日度入库流量 ..... 23
图表 56： 三峡日度入库流量 ..... 23
图表 57： 锦屏一级日度入库流量 ..... 23
图表 58： 二滩日度入库流量 ..... 23
图表 59： 猴子岩日度入库流量 ..... 24
图表 60： 瀑布沟日度入库流量 ..... 24
图表 61： 龙滩日度入库流量 ..... 24
图表 62： 水布垭周度入库流量 ..... 24
图表 63： 主要流域电站月末水位分位数 ..... 24
图表 64： 主要流域电站月平均入库流量同比增速 ..... 25
图表 65： 长江电力股息率与十年期国债收益率 ..... 26
图表 66： 2026Q1-3 核电板块营收同比-1.1% ..... 27
图表 67： 2026Q1-3 核电板块归母净利润同比-4.3% ..... 27
图表 68： 2026Q3 中国核电核电上网电量同比+8.2% ..... 27
图表 69： 2026Q3 中国广核上网电量同比+14.2% ..... 27
图表 70： 中国核电核电上网电价 ..... 28
图表 71： 中国广核核电上网电价 ..... 28
图表 72： 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》 ..... 28
图表 73： 2026-2031 年全国核电预计每年投产机组及装机容量 ..... 29
图表 74： 2026Q1-3 绿电板块营收同比-2.6% ..... 30
图表 75： 2026Q1-3 绿电板块归母净利润同比-37.2% ..... 30
图表 76： 2026Q1-3 绿电公司归母净利润同比增速 ..... 30
图表 77： 2026Q3 绿电公司归母净利润同比增速 ..... 30
图表 78： 2026Q1-3 绿电板块应收账款同比-2.6% ..... 31
图表 79： 2026Q1-3 绿电板块经营现金流同比+5.6% ..... 31
图表 80： 2026Q1-3 绿电板块投资现金流体量同比-24.4% ..... 31
图表 81： 2026Q1-3 绿电板块筹资现金流体量同比-90.5% ..... 31
图表 82： 2026Q1-3 绿电板块自由现金流首次回正 ..... 31
图表 83： 2026Q3 营业成本的提升成本业绩下滑主因，营收转为正贡献 ..... 32
图表 84： A 股绿电板块单季归母净利润同比变化拆解 ..... 32
图表 85： 受制于电价下降等影响，绿电业绩近年持续承压 ..... 33
图表 86： 期待绿电回归 PB-ROE 估值体系 ..... 33
图表 87： 2026Q1-3 燃气板块营收同比-2.8% ..... 34
图表 88： 2026Q1-3 燃气板块归母净利润同比-7.8% ..... 34
图表 89： A 股燃气公司 2026 前三季度归母净利润情况 ..... 34

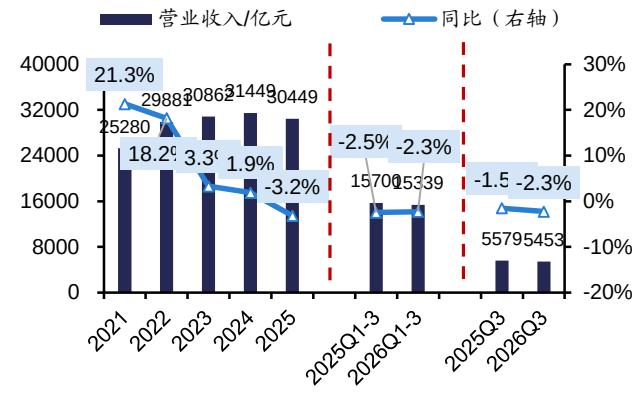
图表 90： 2026 前三季度天然气价格上升 ..... 35

# 一、前三季度板块业绩承压，Q3 核电增长、火电蓄势待发

## （一）板块业绩同比下滑，核电业绩增长、火电蓄势待发

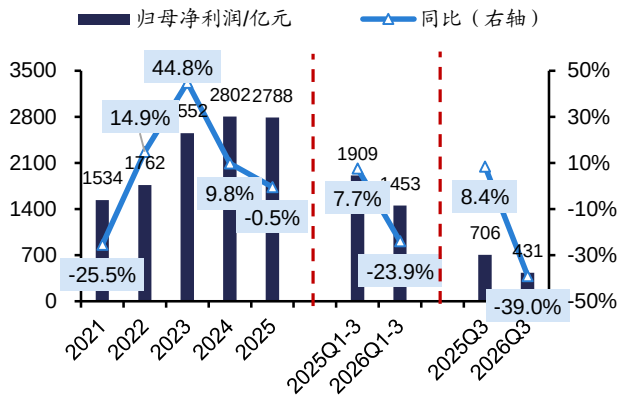
2026 年前三季度，公用事业板块实现营业收入 15339 亿元，同比下降 2.3%；实现归母净利润 1453 亿元，同比下降 23.9%。电价下行拖累板块收入，煤价上涨推升火电燃料成本，叠加新能源市场化交易电价下降，板块盈利承压。2026Q3 板块归母净利润合计 431 亿元，同比下降 39.0%。

*图表1：2026Q1-3 公用事业板块营收同比-2.3%*




来源：Wind，国金证券研究所

*图表2：2026Q1-3 公用事业板块归母净利润同比-23.9%*



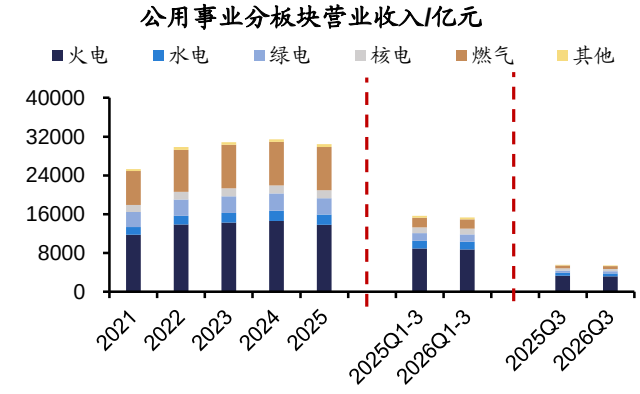

来源：Wind，国金证券研究所

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

**分子行业来看：核电业绩增长，水电、燃气表现稳健，火电和绿电业绩承压。**2026Q1-3 火电业绩同比下降 302 亿元/-41.5%，主要受电价下行及煤价上涨影响。水电发电量小幅下降同时财务费用下降，归母净利润同比下降 17 亿元/-3.2%。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 124 亿元/-37.2%。核电受新能源业务亏损影响，归母净利润同比下降 9 亿元/-4.3%，燃气板块归母净利润同比下降 7 亿元/-7.8%。

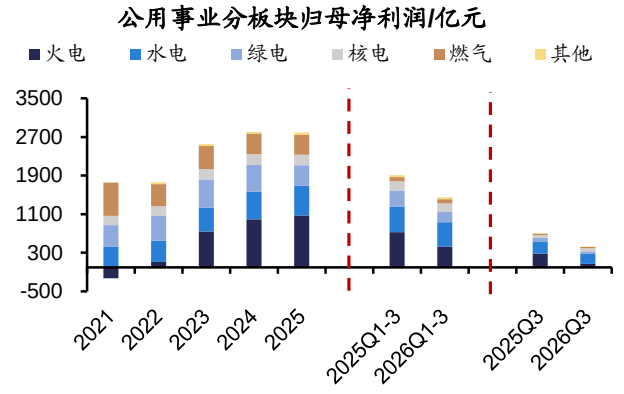
2026Q3 火电板块同时面临电价下跌和煤价上涨的压力测试，归母净利润同比下降 75.3%。尽管盈利同比回落，板块在周期底部仍能保持整体盈利，大部分公司股息率仍在 4%以上，盈利韧性和股息吸引力好于市场此前预期。水电主要流域水文分化，整体发电量下降，板块归母净利润同比下降 16.9%。核电大修天数同比下降，同时装机增长，归母净利润同比增长 22.6%。绿电板块归母净利同比下降 36.7%，主要受消纳压力及电价下滑等因素影响。燃气板块归母净利润同比-10.8%，主要受天然气价格上涨，部分公司商品套保损益影响。

*图表3：2026Q1-3 火电仍为公用板块的收入占比最大*




来源：Wind，国金证券研究所

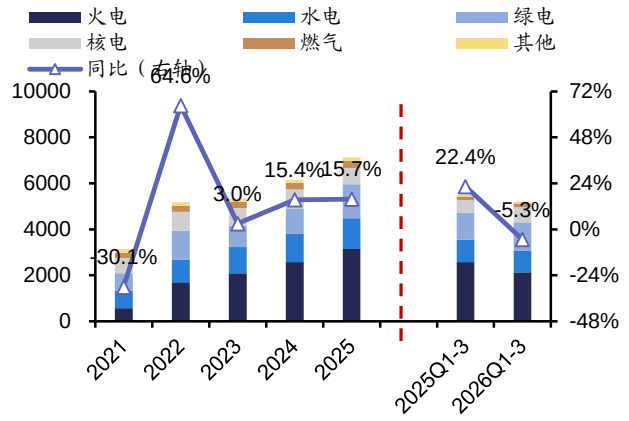
*图表4：2026Q1-3 火电绿电归母净利承压*




来源：Wind，国金证券研究所

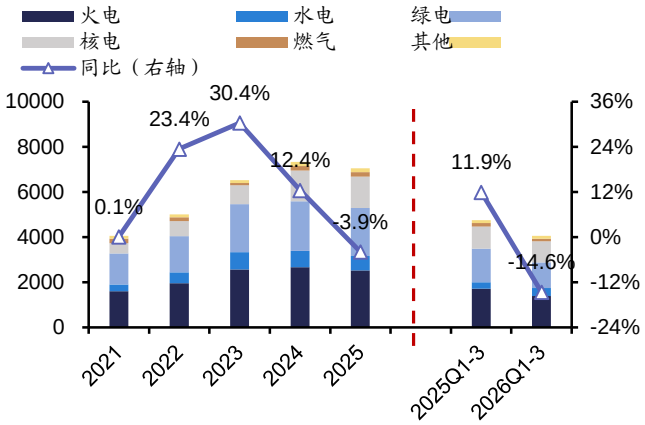
**现金流方面，经营端小幅回落，投资端延续收缩，筹资端持续偿债并分红。**2026Q1-3 板块经营性现金流净额为 5211 亿元（同比-5.3%），其中火电受煤价上涨、成本端承压影响，经营性现金流同比下降 17.0%；水电同比下降 4.7%；绿电同比增长 5.6%，主要受新能源补贴发放带动，核电、燃气分别同比+17.5%、+13.5%。投资活动现金流净流出同比下降 14.6%，绿电及火电投资强度继续边际放缓。筹资性现金流净流出 672 亿元，其中火电公司继续积极偿还债务，筹资性现金流净流出 566 亿元，绿电公司融资下降，筹资性现金流净额同比下降 405 亿元。自由现金流 1159 亿元，其中绿电公司自由现金流 105 亿元（同比增长 429 亿元）。板块应收账款同比-1.8%。

*图表5：2026Q1-3 公用事业经营性现金流净额同比-5.3%*



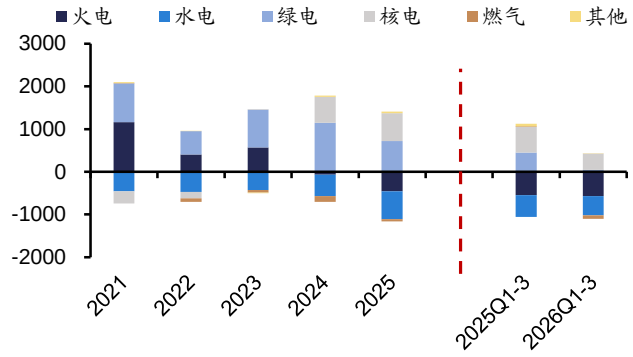

来源：Wind，国金证券研究所　　备注：单位为亿元，不考虑港股

*图表6：2026Q1-3 公用事业投资性现金流净流出-14.6%*



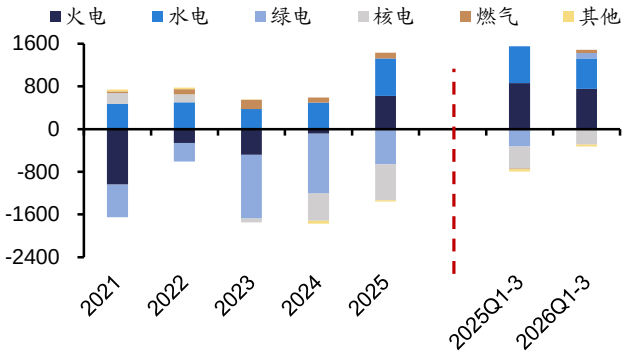

来源：Wind，国金证券研究所　　备注：单位为亿元，不考虑港股

*图表7：2026Q1-3 公用事业筹资现金流净流出 672 亿元*



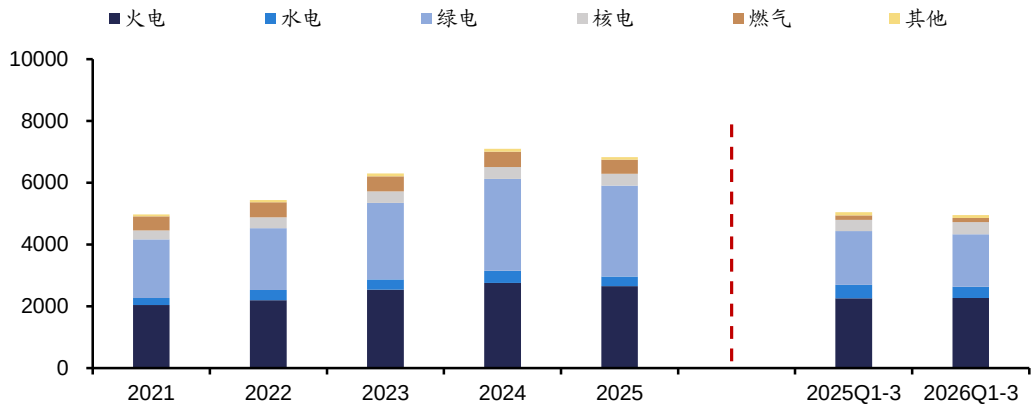

来源：Wind，国金证券研究所　　备注：单位为亿元，不考虑港股

*图表8：2026Q1-3 公用事业自由现金流 1159 亿元*




来源：Wind，国金证券研究所 备注：自由现金流=经营性现金流-投资性现金流；单位为亿元，不考虑港股

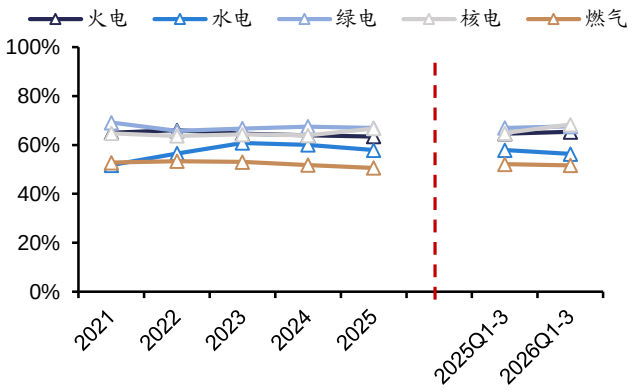
**图表9：2026Q1-3 公用事业应收账款同比-1.8%**




来源：Wind，国金证券研究所　备注：单位为亿元，不考虑港股

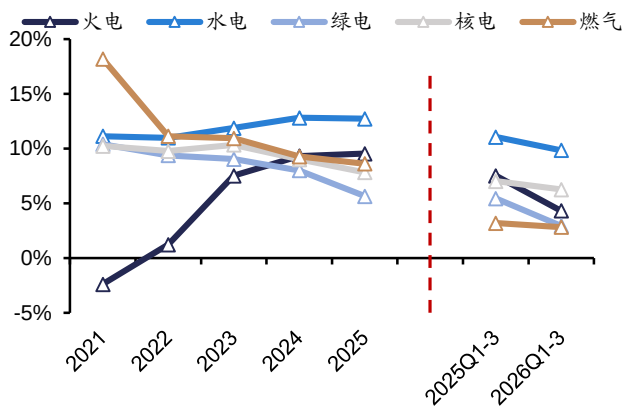
**资产负债率总体稳定，火电绿电拖累板块 ROE 回落。**2026Q1-3 板块资产负债率保持相对稳定，为 64.1%（同比+0.8pct）。火电绿电核电因在建及新投产项目推进而有所上升，其余子板块资产负债率小幅下降。同期板块 ROE 降至 5.0%，同比下降 2.1 个百分点。分板块看，火电受煤价上涨和电价下降影响，ROE 降至 4.3%（同比-3.2pct）；水电因来水偏枯 ROE 为 9.8%（同比-1.3pct）；绿电受消纳压力、电量不及预期及电价承压影响，ROE 降低 2.5pct 至 2.9%；核电 ROE 同比降低 0.7pct 至 6.3%，主要受市场化电价下滑影响。燃气板块 ROE 维持相对稳定（同比-0.4pct）。

**图表10：2026Q1-3 公用事业水电燃气资产负债率下降**




来源：Wind，国金证券研究所

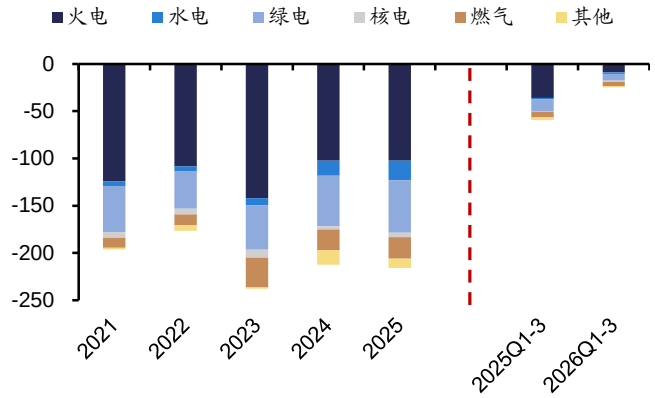
**图表11：2026Q1-3 公用事业各板块 ROE**




来源：Wind，国金证券研究所

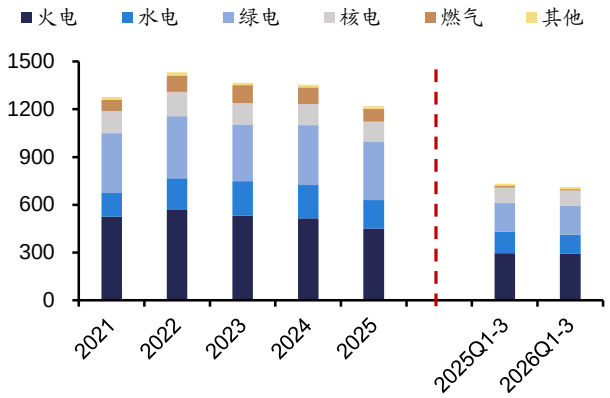
**减值计提和财务费用同步下降，盈利质量边际改善。**2026Q1-3 公用事业板块减值计提同比下降 58.4%，规模为 24.7 亿元，主要受火电、绿电减值计提减少带动。财务费用同比下降 3.0%，主要受贷款利率下行及存量债务置换影响。随着融资成本下降，高负债运营资产的利润弹性仍有望继续释放。

图表12：2026Q1-3公用事业板块减值计提同比-58.4%




来源：Wind，国金证券研究所　　备注：单位为亿元，不包含港股

图表13：2026Q1-3公用事业板块财务费用同比-3.0%

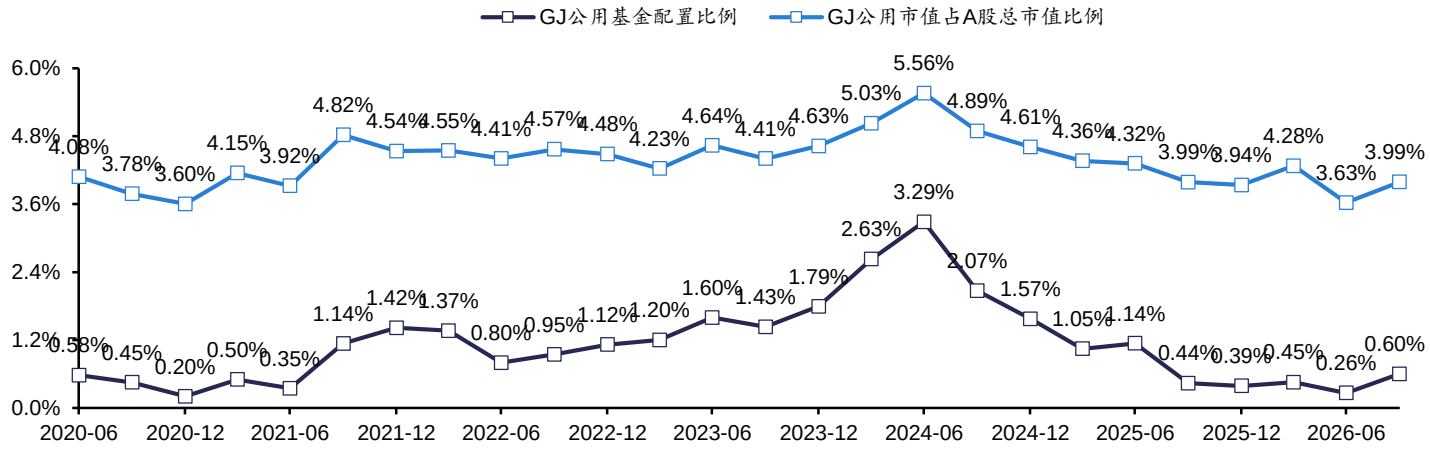



来源：Wind，国金证券研究所　　备注：单位为亿元

### （二）红利行情来临，板块基金持仓回升，水火核年初至今表现领先

2026Q3公募基金对公用事业板块的配置比例回升，低配背景下配置价值持续显现。2026Q3公募基金对公用事业板块配置比例环比提升0.34pct至0.60%，同比提升0.16pct（GJ公用样本股，下同），较二季度低点明显修复，但仍处历史较低水平。同期，样本股市值占A股总市值的比例为3.99%，板块仍处低配状态。三季度基金持仓回升，反映在市场行情偏弱的情况下，红利板块关注度再度提高，资金对公用事业板块的关注度有所恢复。盈利稳健、现金流充裕、分红可持续的优质公用事业资产具备配置吸引力，随着电价上涨带来的业绩增长及股东回报提升，板块配置价值有望进一步获得市场认可。

图表14：2026年三季度末公用事业股基金配置占比为0.60%、环比+0.34pct、同比+0.16pct

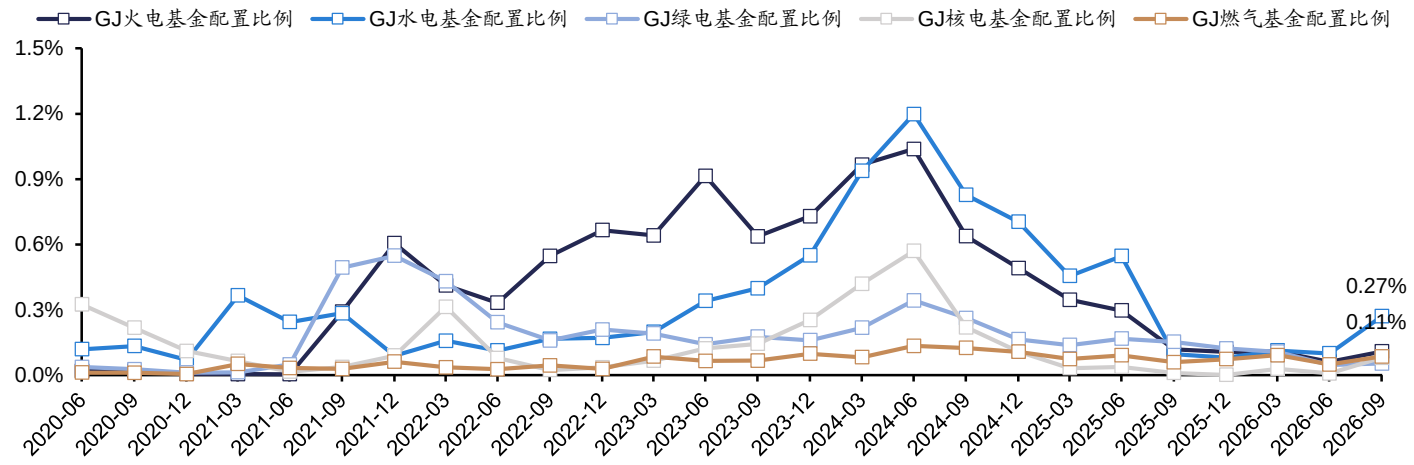



来源：iFinD，国金证券研究所

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，2026Q3公用事业各子板块基金配置比例环比均有回升，水电、核电增幅较为明显。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0.11%、0.27%、0.08%、0.05%、0.09%，环比分别提升0.05pct、0.17pct、0.07pct、0.01pct、0.04pct。水电配置比例回升幅度居首，核电配置比例亦明显修复。整体来看，板块持仓有所修复，但多数子板块配置比例仍处历史较低水平。

**图表15：细分板块来看，2026年二季度末水电、火电板块配置比例回升至0.27%、0.11%**




来源：iFinD，国金证券研究所

截至2026年三季度末，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、国电电力、中国核电、首华燃气，持股市值分别占基金股票投资市值比的0.15%/0.09%/0.07%/0.06%/0.03%。其中，长江电力、川投能源凭借水电资产的现金流和分红优势吸引资金回补，国电电力的盈利修复弹性、中国核电的装机成长与电价弹性也得到更多关注。

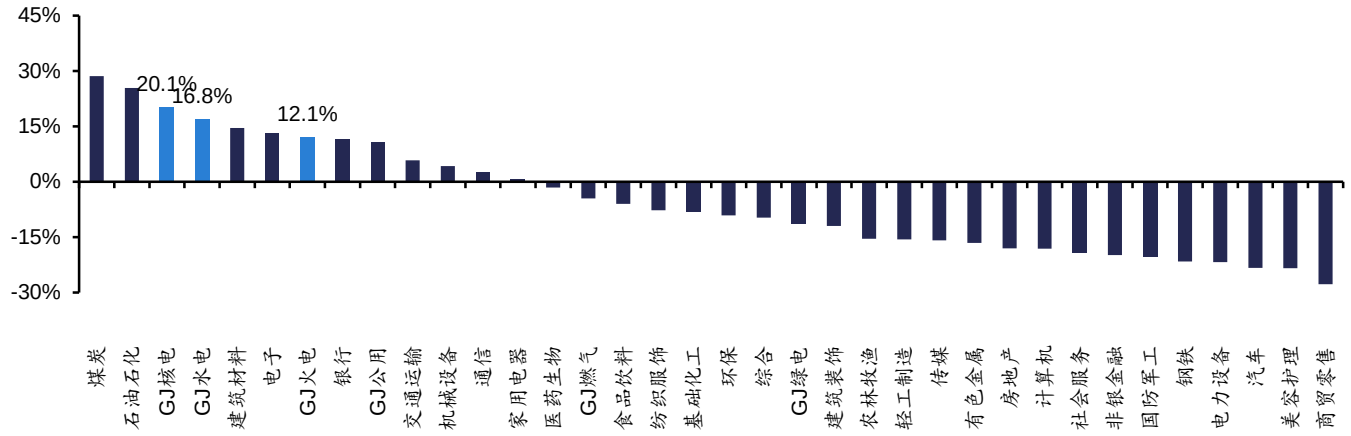
**图表16：公用事业板块基金重仓个股持股市值占基金股票投资市值比**

| | 2025/12/31 | 2026/3/31 | 2026/6/30 | 2026/9/30 | 环比变化 |
|---|---|---|---|---|---|
| 长江电力 | 0.05% | 0.07% | 0.05% | 0.15% | 0.10% |
| 川投能源 | 0.02% | 0.04% | 0.03% | 0.09% | 0.05% |
| 国电电力 | 0.00% | 0.01% | 0.02% | 0.07% | 0.05% |
| 中国核电 | 0.00% | 0.01% | 0.01% | 0.06% | 0.05% |
| 首华燃气 | 0.00% | 0.01% | 0.00% | 0.03% | 0.03% |
| 国投电力 | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.03% | 0.01% |
| 龙源电力H | 0.05% | 0.04% | 0.02% | 0.02% | 0.00% |
| 中国电力 | 0.02% | 0.02% | 0.01% | 0.01% | 0.00% |
| 中广核电力 | 0.00% | 0.01% | 0.00% | 0.01% | 0.01% |
| 新天绿色能源 | 0.02% | 0.02% | 0.01% | 0.01% | 0.00% |
| 新奥股份 | 0.02% | 0.03% | 0.01% | 0.01% | 0.00% |
| 新天然气 | 0.00% | 0.01% | 0.00% | 0.01% | 0.01% |
| 华能国际 | 0.03% | 0.02% | 0.01% | 0.01% | 0.00% |
| 九丰能源 | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.01% | -0.01% |
| 华润燃气 | 0.02% | 0.02% | 0.01% | 0.01% | 0.00% |

来源：iFinD，国金证券研究所

**2026年初至今核电、水电、火电板块涨幅靠前。**GJ火电、水电、绿电、核电、燃气涨幅分别为+12.1%、+16.8%、-11.3%、+20.1%、-4.6%。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，前三季度火电是阶段性超额收益主线，10月以来风格更加向有成长性的红利资产转变，核电、水电超额收益明显。

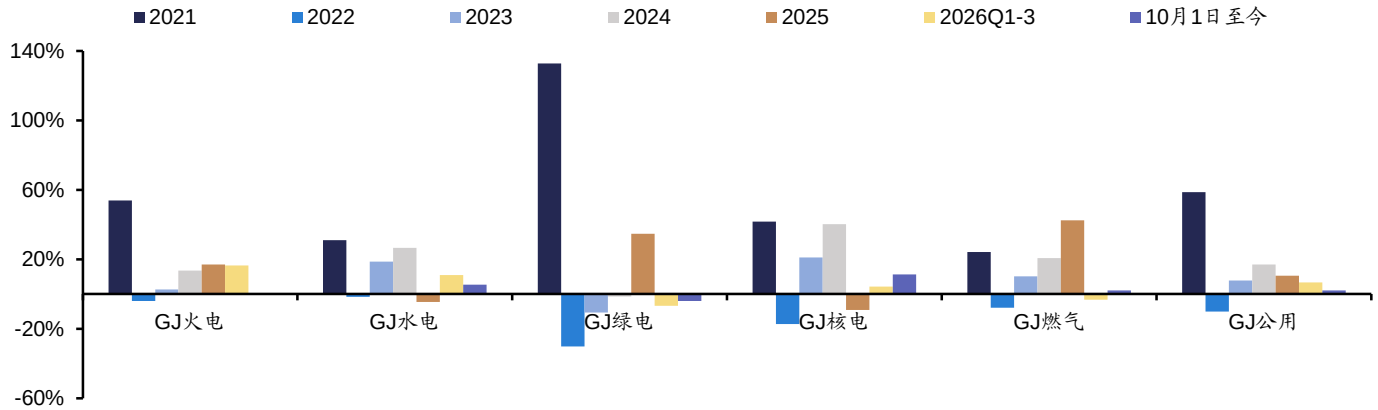
**图表17：2026年初至今核电、水电、火电板块涨幅靠前**




来源：iFind，国金证券研究所

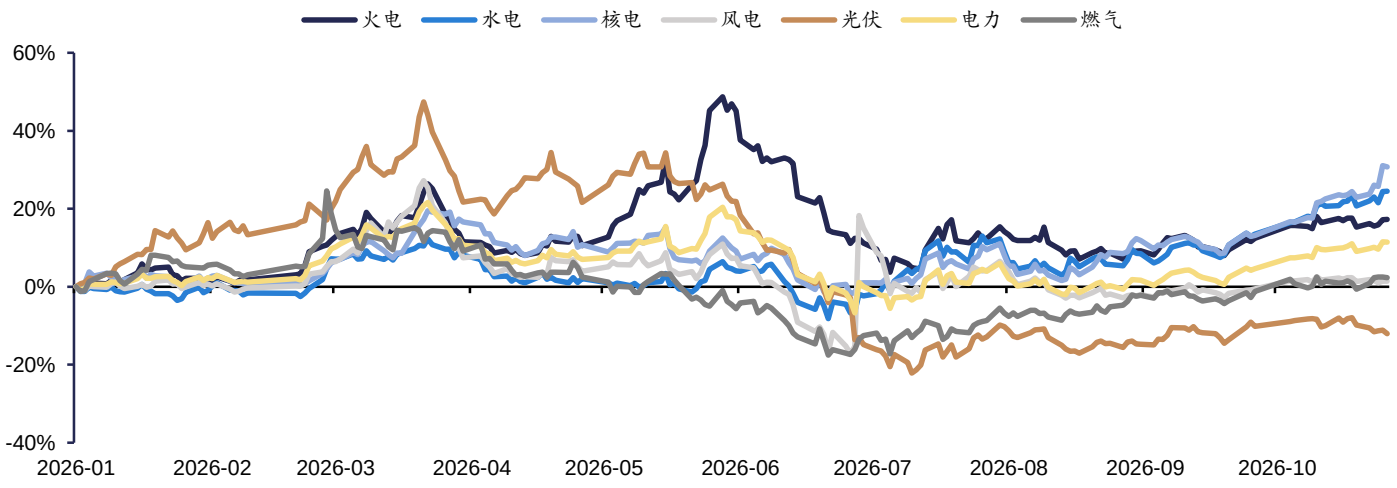
备注：涨跌幅统计起始日期为2025年12月31日，截至日期为2026年10月30日，口径为流通市值加权平均值

**图表18：公用子版块历史涨跌幅情况**




来源：iFind，国金证券研究所

**图表19：公用子版块年初至今相对大盘涨跌幅情况**




来源：iFind，国金证券研究所

2026Q2-Q3，公用事业板块部分个股受保险资金大额增持，如 Q2 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%；阳光人寿增持福能股份至 4.96%；中国人寿增持申能股份至 2.01%等。Q3 福能股份、华电国际、国电电力、广州发展等继续受到长线资金增持。

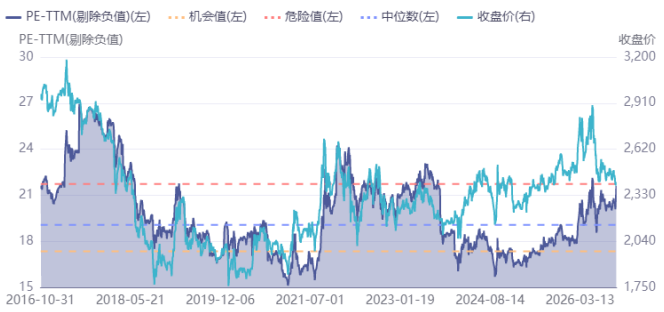
**图表20：公用事业板块 Q2-3 部分个股受保险资金大额增持**

| 公司 | 股东名称 | 2026Q1 持股比例 | 2026H1 持股比例 | 2026Q3 持股比例 | Q3 变化 |
|---|---|---|---|---|---|
| 福能股份 | 阳光人寿保险-传统保险产品 | 未进 | 5.0% | 5.0% | 持平 |
| | 国新投资有限公司 | 未进 | 未进 | 1.6% | 新进 |
| | 中国人民健康保险-传统-普通保险产品 | 未进 | 2.8% | 4.5% | 增持 1.66pct |
| 中国核电 | 中国平安人寿保险-自有资金 | 未进 | 4.3% | 4.3% | 减持 0.02pct |
| | 国新产业资本管理有限公司 | 3.7% | 4.7% | 4.8% | 增持 0.12pct |
| 华电国际 | 中国平安人寿保险-自有资金 | 未进 | 2.6% | 2.6% | 减持 0.01pct |
| | 中国人寿保险-传统-普通保险产品 | 未进 | 未进 | 0.6% | 新进 |
| | 中国平安人寿保险-新分红 4 号 | 未进 | 1.0% | 1.0% | 持平 |
| 浙能电力 | 中国平安人寿保险-自有资金 | 0.9% | 3.6% | 3.5% | 减持 0.01pct |
| 中国广核 | 中国平安人寿保险-自有资金 | 0.8% | 2.6% | 2.5% | 减持 0.07pct |
| 申能股份 | 中国人寿保险-传统-普通保险产品 | 未进 | 1.4% | 1.4% | 增持 0.06pct |
| | 中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品-港股通 | 未进 | 0.6% | 0.6% | 持平 |
| 电投产融 | 国新投资有限公司 | 未进 | 1.0% | 1.0% | 持平 |
| | 中国国有企业结构调整基金二期 | 未进 | 0.8% | 0.8% | 持平 |
| 国电电力 | 新华人寿保险-分红 | 未进 | 未进 | 0.6% | 新进 |
| | 新华人寿保险-传统-普通保险产品 | 未进 | 1.0% | 1.0% | 增持 0.01pct |
| 电投绿能 | 中国人民人寿保险-传统-普通保险产品 | 未进 | 1.0% | 1.1% | 增持 0.18pct |
| 广州发展 | 中国人寿保险-分红 | 未进 | 未进 | 0.6% | 新进 |
| | 中国人寿保险-传统-普通保险产品 | 未进 | 0.6% | 1.0% | 增持 0.36pct |
| 电投能源 | 国新发展投资管理有限公司 | 未进 | 未进 | 2.2% | 新进 |
| 黔源电力 | 国新产业资本管理有限公司 | 未进 | 未进 | 1.9% | 新进 |

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 22.5，近十年估值分位数为 85.3%，市净率为 1.65，近十年估值分位数为 25.0%。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 月短期快速回升后近期再度回到低位，10 月 29 日公用事业板块成交量占比 4.02%，成交额占比 1.74%。

**图表21：公用事业板块 PE 近十年分位数 85.3%**



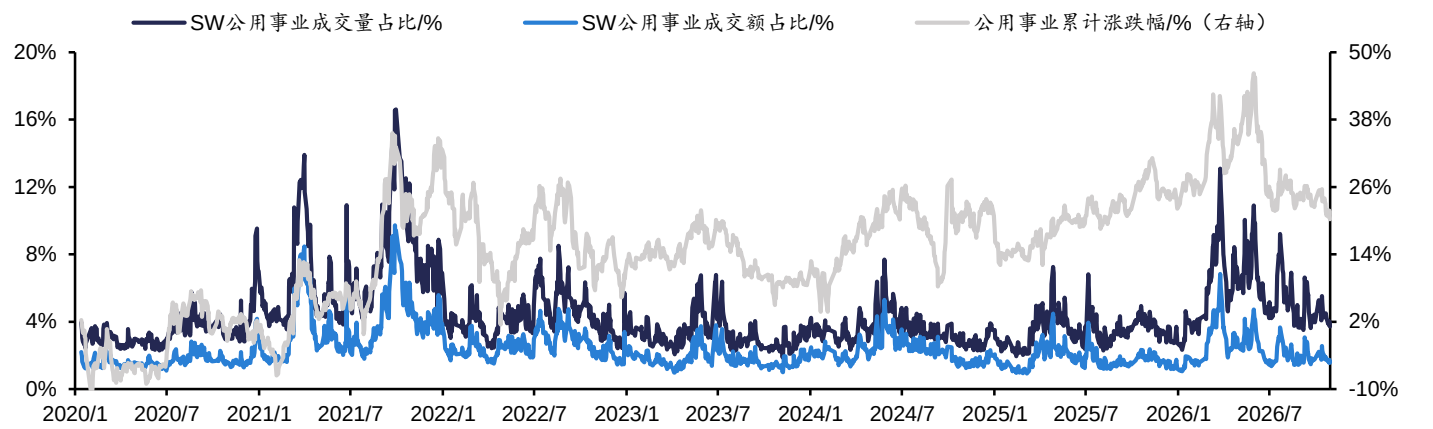

来源：iFinD，国金证券研究所

**图表22：公用事业板块 PB 近十年分位数 25.0%**




来源：iFinD，国金证券研究所

**图表23：公用事业成交量/额占比位于年初至今低位**

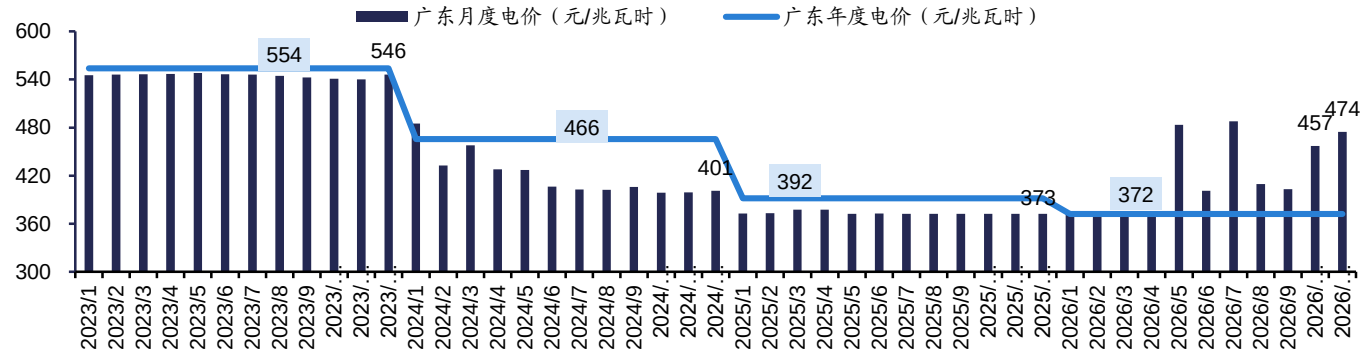



来源：iFinD，国金证券研究所

### （三）电价反转预期逐渐明确，驱动板块行情向上

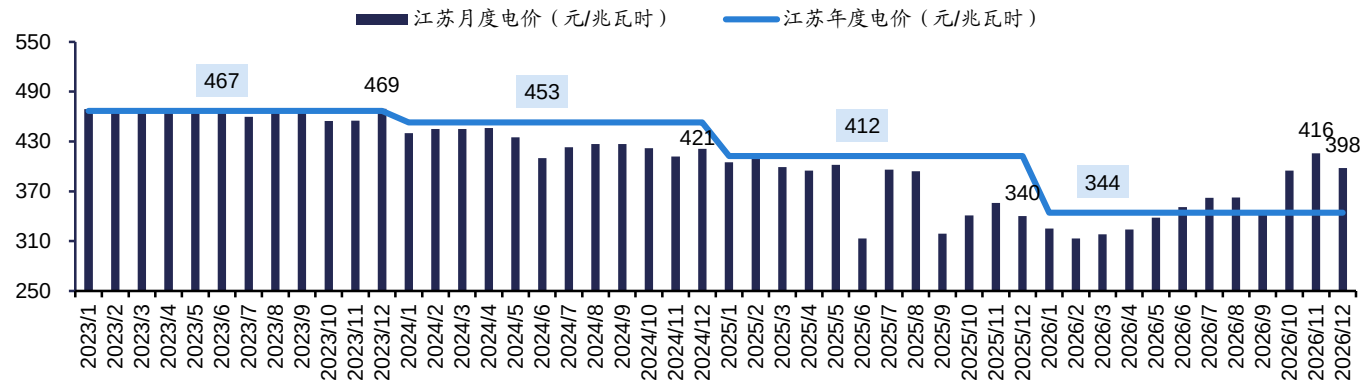
电力的预期正逐步向上：广东、江苏最新月度电价超过年度长协 10 分/7 分，涨电价的确定性持续增加；三季报业绩陆续落地，虽不及预期，但股价反应为利空落地。展望后市，11-12 月电煤需求回升或带动煤价上行，提升电价签订预期；用户对长协需求的提升，尤其是今年售电公司亏损面扩大，将强化签订环节的供需，或使电价签订超预期；容量电价上涨的区域和幅度均有扩大机会。火电投产高峰已过，负荷供需即将走向紧张。综上，看好板块收入端走向通胀期，业绩困境反转，回归合理盈利中枢。电力可作为红利的优势品种，火电底部利润具备股息且业绩分红向上将成为新型红利、核电作为低波红利品种中业绩高增的品种将成为利与红利的优选、水电息差回落将驱动红利估值提升。

**图表24：广东月度电价今年 5 月起连续超过年度电价**




来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

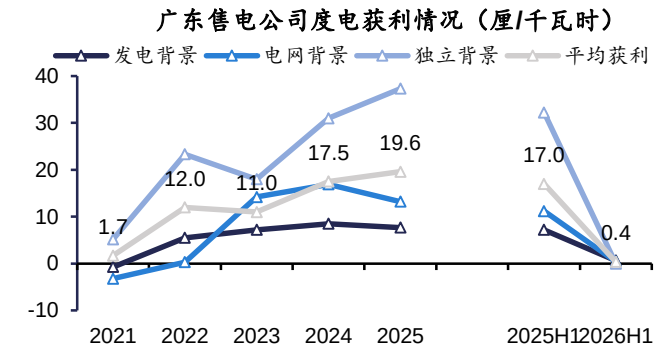
**图表25：江苏月度电价今年6月起连续超过年度电价**




来源：江苏电力交易中心，国金证券研究所

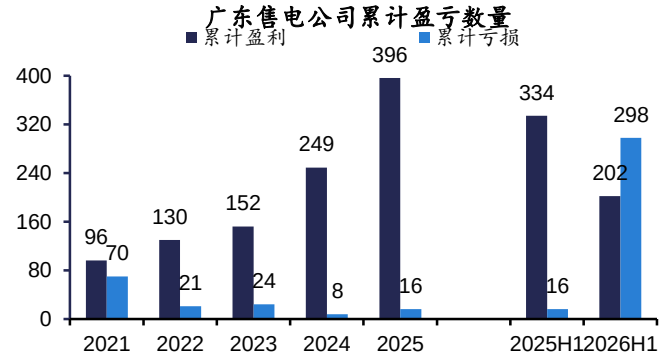
26年内批零价格倒挂明显（售电公司在批发市场采购电力的综合成本高于其与用户签订的零售合同价格），根据广东电力交易中心报告数据，2026年上半年广东售电公司平均度电获利仅0.0039元/千瓦时（上年同期度电获利0.017元/千瓦时），其中202家累计盈利、298家累计亏损；售电公司购/售敞口过大导致亏损扩大，2026年售电公司有望降低敞口，提升对长协电的需求。此外火电核准22年见顶，投产25-26年见顶，国内电力供需逐步趋紧，今年沿海地区气电出力下降影响供给，受天然气电量下降影响，电量/电力供需或比市场预期更加紧张，亦可能导致年度长协供需紧张。

**图表26：2026上半年广东售电公司仅实现盈亏平衡**



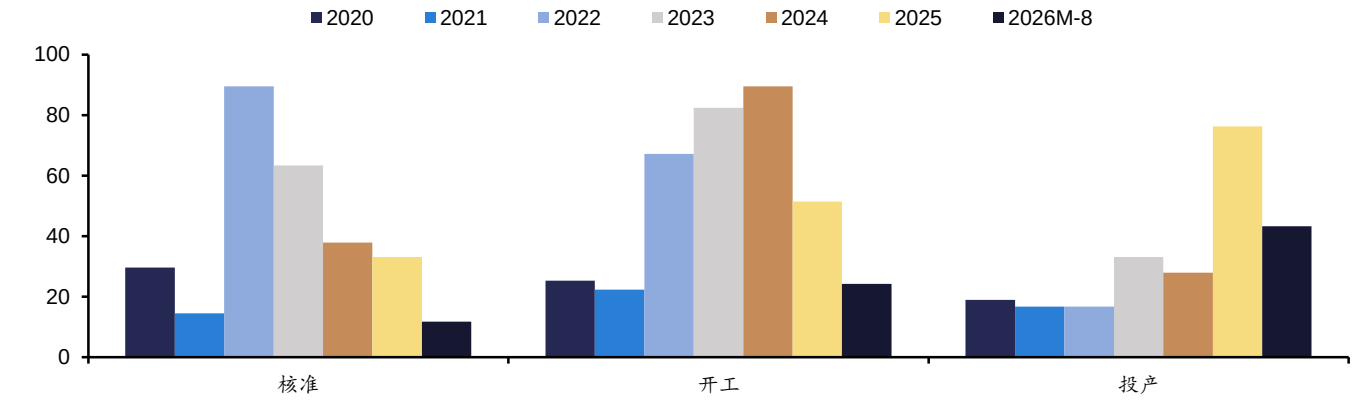

来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

**图表27：2026上半年广东售电公司近六成亏损**




来源：广东电力交易中心，国金证券研究所

**图表28：火电核准22年见顶，投产25-26年见顶**




来源：国家能源局，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。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29：2026 年甘肃、吉林等地容量电价超额提升*

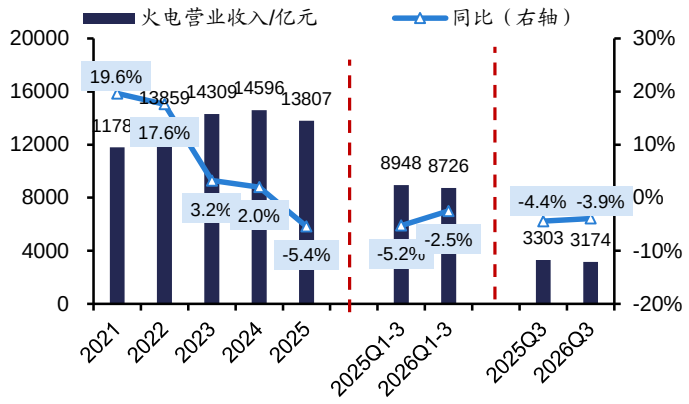
| 省级电网 | 容量电价（元/千瓦·年，含税） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024-2025 | 2026 | 提升幅度 | 省级电网 | 2024-2025 | 2026 | 提升幅度 |
| 甘肃 | 100 | **330** | 230% | 北京 | 100 | 165 | 65% |
| 吉林 | 100 | **330** | 230% | 上海 | 100 | 165 | 65% |
| 云南 | 165 | **330** | 100% | 江苏 | 100 | 165 | 65% |
| 广西 | 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：Q3 业绩短期大幅下降，重视火电的“4%”

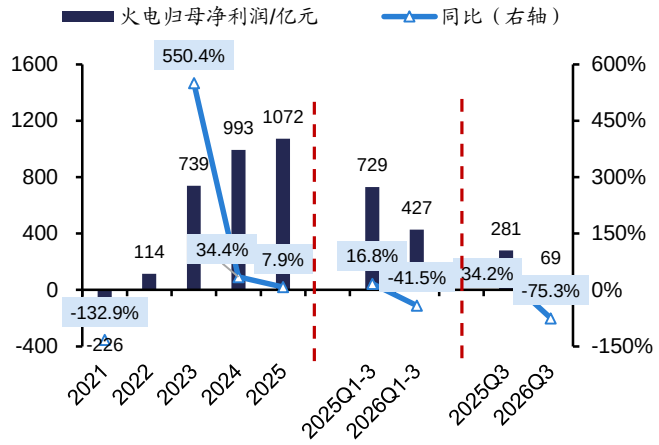
**2026Q1-3 火电板块营收同比-2.5%，归母净利润同比-41.5%。**2026 年内火电在现货煤价提升、电价下降双重压力下，前三季度实现营收 8726 亿元，同比下滑 2.5%（量价双降），归母净利润实现 427 亿元（同比-41.5%），扣非归母净利润实现 397 亿元（同比-42.1%）；其中单三季度实现营收 3174 亿元（同比-3.9%），归母净利润 69 亿元（同比-75.3%），扣非归母净利润 58 亿元（同比-78.8%）。三季度业绩显著承压，主要受三季度用煤成本同比涨幅扩大、月度现货电价等提升有限影响。

**图表30：2026Q1-3火电板块营收同比-2.5%**



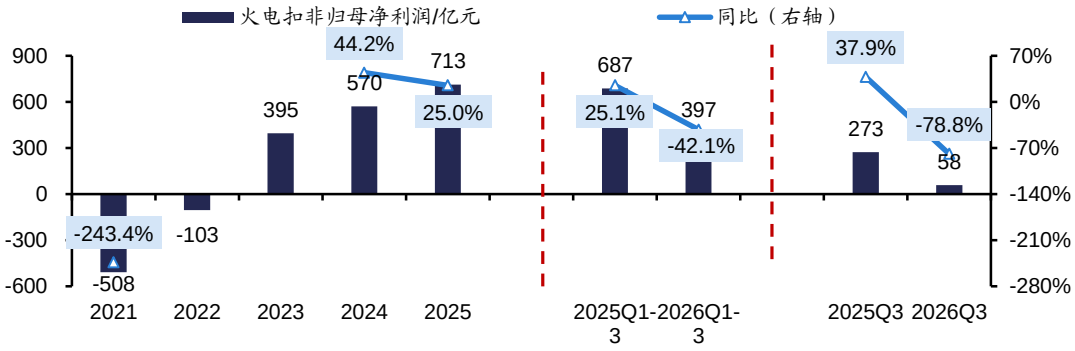

来源：Wind，国金证券研究所　备注：单季数据不含港股

**图表31：2026Q1-3火电板块归母净利润同比-41.5%**




来源：Wind，国金证券研究所　备注：单季数据不含港股

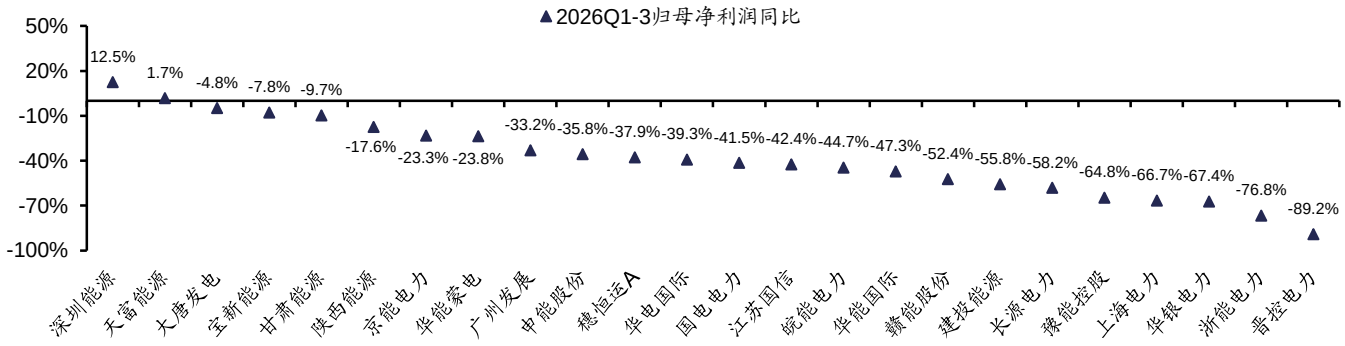
**图表32：2026Q1-3火电板块扣非归母净利润同比-42.1%**




来源：Wind，国金证券研究所　备注：单季数据不含港股

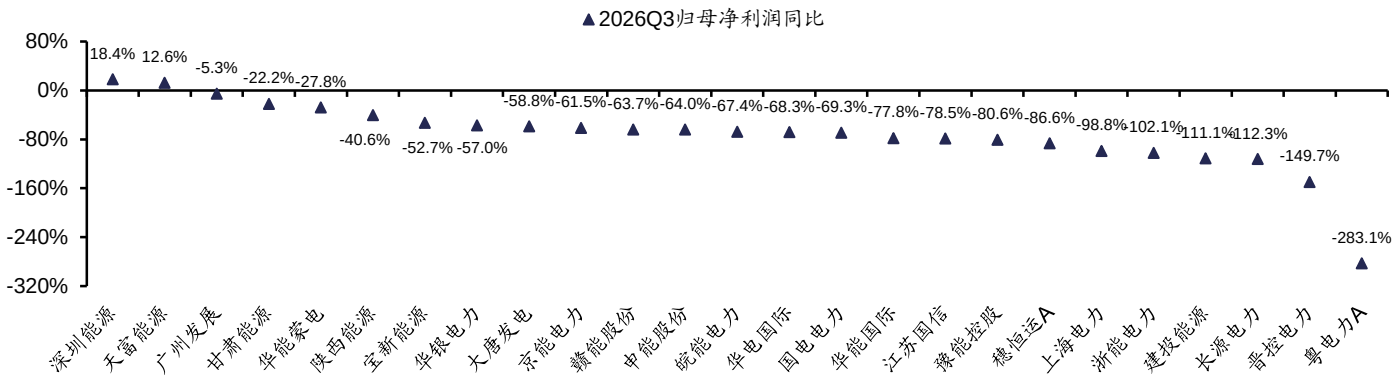
细分个股来看，2026年前三季度、及单三季度归母净利润同比为增长均仅剩2家，深圳能源主要为上年同期计提减值低基数影响；天富能源受益于新能源投产及新疆煤价下降，计提减值后三季度业绩仍同比增长12.6%。聚焦三季度而言，华能蒙电、陕西能源等煤电一体公司业绩降幅仍优于行业平均水平；龙头公司中，华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电三季度业绩分别同比下滑77.8%、68.3%、69.3%、58.8%，整体受煤价上涨影响、火电承压明显。

**图表33：2026Q1-3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、华电辽能由盈转亏未显示

**图表34：2026Q3 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：华电辽能 26Q3 亏损扩大未显示

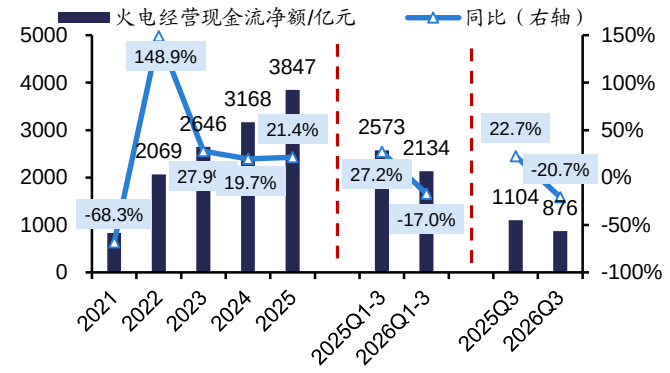
**图表35：2026Q1-3 及 2026Q3 火电板块业绩同比增速前十名公司（单位：亿元）**

| 公司名称 | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | 26Q1-3 同比 | 公司名称 | 2025Q3 | 2026Q3 | 26Q3 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 深圳能源 | 19.6 | 22.1 | 12.5% | 深圳能源 | 2.6 | 3.1 | 18.4% |
| 天富能源 | 3.7 | 3.8 | 1.7% | 天富能源 | 0.7 | 0.8 | 12.6% |
| 大唐发电 | 67.1 | 63.9 | -4.8% | 广州发展 | 5.2 | 5.0 | -5.3% |
| 宝新能源 | 8.2 | 7.6 | -7.8% | 甘肃能源 | 7.6 | 5.9 | -22.2% |
| 甘肃能源 | 15.8 | 14.3 | -9.7% | 内蒙华电 | 7.0 | 5.0 | -27.8% |
| 陕西能源 | 24.2 | 19.9 | -17.6% | 陕西能源 | 10.8 | 6.4 | -40.6% |
| 京能电力 | 32.1 | 24.6 | -23.3% | 宝新能源 | 2.6 | 1.2 | -52.7% |
| 内蒙华电 | 26.2 | 20.0 | -23.8% | 华银电力 | 1.5 | 0.6 | -57.0% |
| 广州发展 | 21.6 | 14.4 | -33.2% | 大唐发电 | 21.3 | 8.8 | -58.8% |
| 申能股份 | 33.1 | 21.3 | -35.8% | 京能电力 | 12.3 | 4.7 | -61.5% |

来源：Wind，国金证券研究所

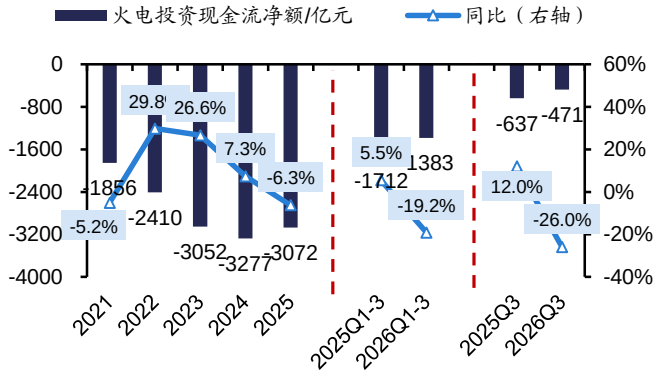
**经营现金流有所回落、投资收窄下，前三季度火电板块自由现金流仍达 751 亿元。**受盈利承压影响，2026Q1-3 火电板块经营现金流净额为 2134 亿元（同比-17.0%），而投资规模下降、投资现金流净流出 1383 亿元、绝对值同比-19.2%；综合影响下，火电自由现金流仍保持 751 亿元（同比-12.7%）。此外，火电公司持续偿还负债，2025 年筹资现金流净流出 577 亿元，板块财务费用同比下降 12.3%，2026 年前三季度筹资现金流继续净流出 566 亿元，板块财务费用继续同比下降 1.4%，截止 2026Q3 资产负债率为 65.3%。

**图表36：2026Q1-3 火电板块经营现金流净额同比-17.0%**



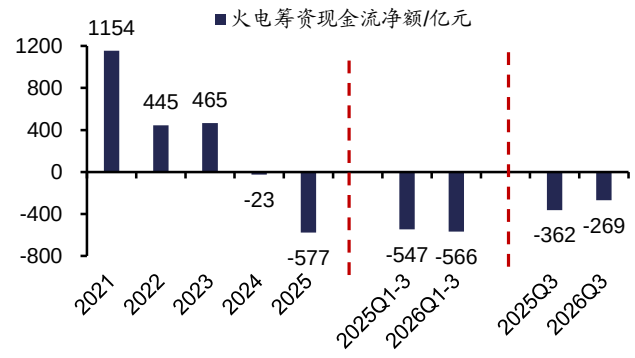

来源：Wind，国金证券研究所

**图表37：2026Q1-3 火电投资现金流净额同比收窄 26.0%**



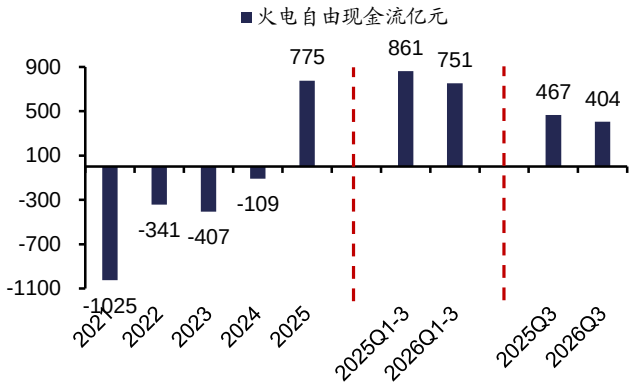

来源：Wind，国金证券研究所

**图表38：2026Q1-3 火电板块筹资现金流持续流出**



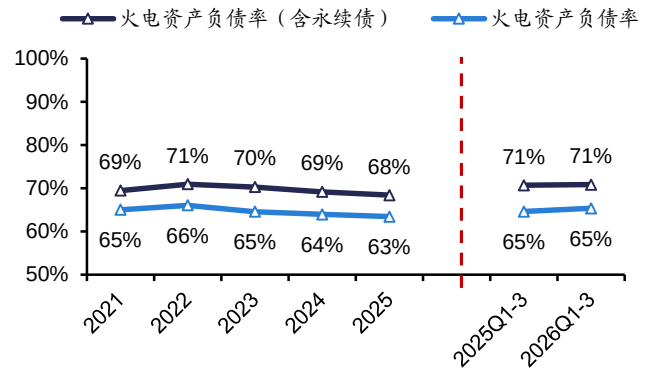

来源：Wind，国金证券研究所

**图表39：2026Q1-3 火电板块自由现金流为 751 亿元**



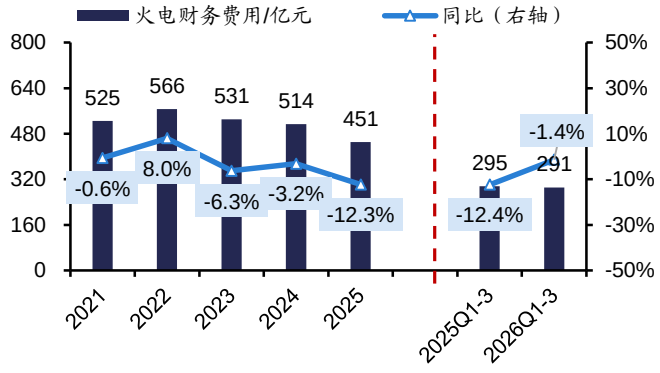

来源：Wind，国金证券研究所

**图表40：2026Q1-3 火电板块资产负债率为 65%**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表41：2026Q1-3 火电板块财务费用同比-1.4%**




来源：Wind，国金证券研究所

**电量角度而言，**全国性公司中，华能国际、华电国际 2026 年前三季度火电上网电量分别同比下降 7.4%、13.3%，单 Q3 分别下降 12.8%、18.3%，火电电量承压主要为新能源增长、水电挤占及区域需求变化等影响；国电电力、大唐发电、华润电力前三季度火电电量分别增长 2.3%、0.2%、10.3%，单 Q3 则分别下降 5.7%、4.0%和增长 0.2%。区域性公司中，粤电力、赣能股份前三季度分别增长 22.1%、29.4%，单 Q3 分别增长 19.8%、9.8%，主要为装机投产贡献增量；申能股份、浙能电力、华能蒙电前三季度分别下降 2.9%、1.6%、5.4%，单 Q3 分别下降 8.1%、7.3%、3.2%，华能蒙电 Q3 电量环比有所改善。

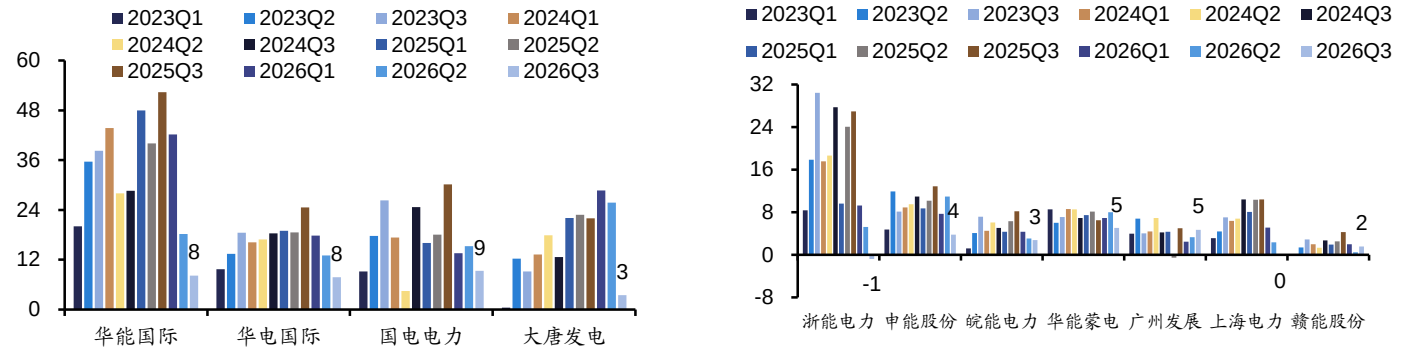
**图表42：公司火电上网电量及同比变化情况（亿千瓦时）**

| 全国性公司 | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | 2026Q1-3 同比 | 2025Q3 | 2026Q3 | 2026Q3 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 华能国际 | 2804 | 2596 | -7.4% | 1088 | 949 | -12.8% |
| 华电国际 | 1813 | 1571 | -13.3% | 728 | 595 | -18.3% |
| 国电电力 | 2549 | 2609 | 2.3% | 1031 | 972 | -5.7% |
| 大唐发电 | 1575 | 1578 | 0.2% | 617 | 592 | -4.0% |
| 华润电力 | 1186 | 1307 | 10.3% | 469 | 470 | 0.2% |
| 区域性公司 | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | 2026Q1-3 同比 | 2025Q3 | 2026Q3 | 2026Q3 同比 |
| 申能股份 | 342 | 332 | -2.9% | 141 | 130 | -8.1% |
| 浙能电力 | 1270 | 1250 | -1.6% | 529 | 491 | -7.3% |
| 粤电力 | 808 | 987 | 22.1% | 325 | 389 | 19.8% |
| 华能蒙电 | 346 | 327 | -5.4% | 140 | 135 | -3.2% |
| 赣能股份 | 113 | 146 | 29.4% | 47 | 52 | 9.8% |

来源：公司公告，国金证券研究所。

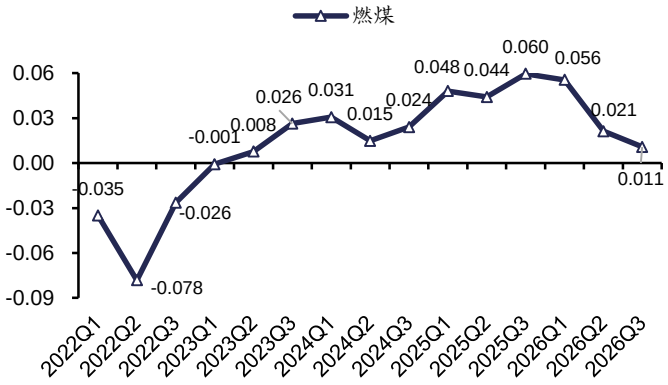
三季度现货煤价同比大幅上涨200元/吨以上，大部分公司度电利润亏损有限，以龙头华能国际披露数据为例，2026Q3煤电板块度电税前利润为1.1分，我们再次强调容量电价的上涨已显著提升火电的盈利基石。根据各公司中报分板块利润及经营数据，使用【火电装机容量×165元/千瓦·年/1.13/火电利润总额】衡量上半年容量电费对利润的贡献度，华能国际、国电电力、大唐发电、华润电力分别达116%、118%、141%、77%，预计三季度煤价大幅提升下，容量电价对火电利润的贡献度更高。

**图表43：26Q3火电公司单季扣非归母净利润底部显现（亿元）**



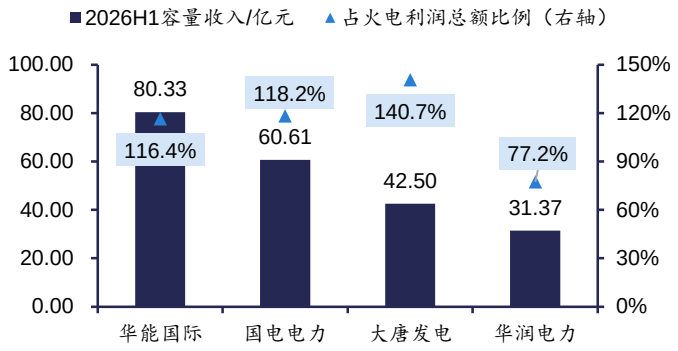

来源：Wind，国金证券研究所

**图表44：华能国际单季煤电度电税前利润(元/千瓦时)**




来源：Wind，国金证券研究所

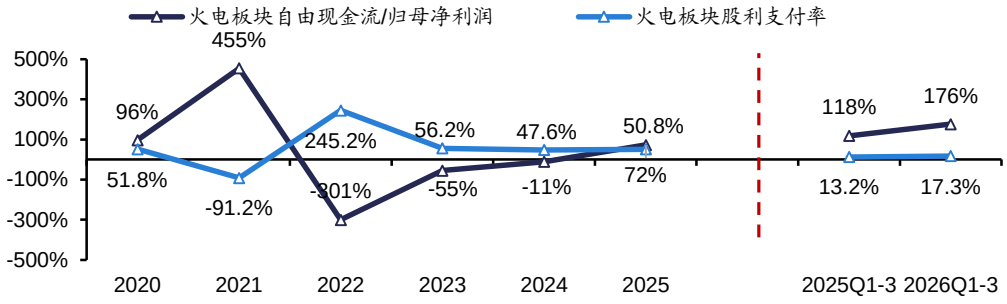
**图表45：容量电费有力抬升火电盈利基石**




来源：Wind，国金证券研究所

**盈利底部仍具“4%”股息率，展望明年业绩、股息双升。**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年前三季度业绩同比下滑41.5%，但仍具备自由现金流751亿元（同比-12.7%），为归母净利润的1.76倍，具备分红保障。此外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%。展望后续，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8月末我们发布报告强调，2026年底部利润下滑、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），明年电价上涨修复盈利，业绩、股息双升，景气度有望提升，近期行情持续演绎中。

**图表46：当前火电板块自由现金流可有效覆盖分红**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表47：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 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E |
| 大唐发电 H | 73.9 | 75.0 | 81.1 | 27.4 | 27.9 | 30.7 | 46% | 46% | 46% | 7.4% | **7.0%** | **7.7%** |
| 华润电力 | 130.3 | 118.5 | 128.7 | 51.5 | 46.2 | 50.3 | 40% | 40% | 40% | 6.4% | **5.2%** | **5.7%** |
| 宝新能源 | 10.2 | 11.2 | 11.7 | 5.4 | 5.6 | 5.8 | 53% | 50% | 50% | 6.0% | **4.8%** | **5.0%** |
| 浙能电力 | 75.3 | 54.3 | 63.8 | 44.2 | 31.9 | 37.5 | 59% | 59% | 59% | 6.7% | **4.5%** | **5.3%** |
| 广州发展 | 23.2 | 18.6 | 20.7 | 12.3 | 9.8 | 10.9 | 53% | 53% | 53% | 5.4% | **4.2%** | **4.7%** |
| 华能国际电力股份 | 144.1 | 89.2 | 125.3 | 62.8 | 34.3 | 53.0 | 52% | 52% | 52% | 7.7% | **4.2%** | **6.5%** |
| 华电国际电力股份 | 60.7 | 41.3 | 60.3 | 26.7 | 17.5 | 27.0 | 49% | 50% | 50% | 6.3% | **4.1%** | **6.4%** |
| 国电电力 | 71.6 | 49.2 | 76.7 | 43.0 | 39.2 | 46.0 | 60% | 60% | 60% | 4.8% | **4.1%** | **4.8%** |
| 陕西能源 | 30.1 | 29.4 | 33.3 | 15.4 | 14.7 | 16.6 | 51% | 50% | 50% | 4.4% | **3.9%** | **4.4%** |
| 皖能电力 | 21.5 | 13.7 | 20.8 | 8.6 | 6.2 | 10.4 | 40% | 45% | 50% | 4.8% | **3.8%** | **6.4%** |
| 华能蒙电 | 24.9 | 22.4 | 28.6 | 17.2 | 15.5 | 19.8 | 70% | 70% | 70% | 5.9% | **3.7%** | **4.7%** |
| 申能股份 | 40.1 | 28.2 | 34.4 | 22.5 | 16.1 | 19.8 | 58% | 60% | 60% | 5.9% | **3.6%** | **4.4%** |
| 建投能源 | 18.8 | 13.9 | 17.0 | 5.8 | 4.2 | 5.2 | 31% | 31% | 31% | 3.8% | 3.4% | 4.1% |
| 大唐发电 | 73.9 | 75.0 | 81.1 | 27.4 | 27.9 | 30.7 | 46% | 46% | 46% | 4.2% | 3.3% | 3.6% |
| 湖北能源 | 19.1 | 17.7 | 18.8 | 10.6 | 8.8 | 9.4 | 56% | 50% | 50% | 3.3% | 3.0% | 3.2% |
| 华电国际 | 60.7 | 41.3 | 60.3 | 26.7 | 17.5 | 27.0 | 49% | 50% | 50% | 4.6% | 3.0% | 4.6% |
| 华能国际 | 144.1 | 89.2 | 125.3 | 62.8 | 34.3 | 53.0 | 52% | 52% | 52% | 5.4% | 2.9% | 4.5% |
| 新集能源 | 21.4 | 24.5 | 27.5 | 4.4 | 7.3 | 8.3 | 21% | 30% | 30% | 2.6% | 2.9% | 3.3% |
| 江苏国信 | 34.7 | 20.7 | 31.5 | 4.9 | 4.1 | 6.3 | 14% | 20% | 20% | 1.8% | 1.5% | 2.3% |

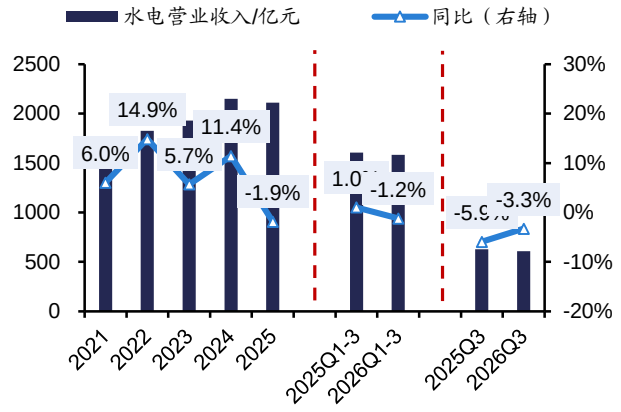
来源：Wind，国金证券研究所

备注：华能国际、华电国际、国电电力、皖能电力、华能蒙电、申能股份、江苏国信为国金证券盈利预测，其余为 Wind 一致盈利预测

## 三、水电：来水表现分化，雅砻江来水向好

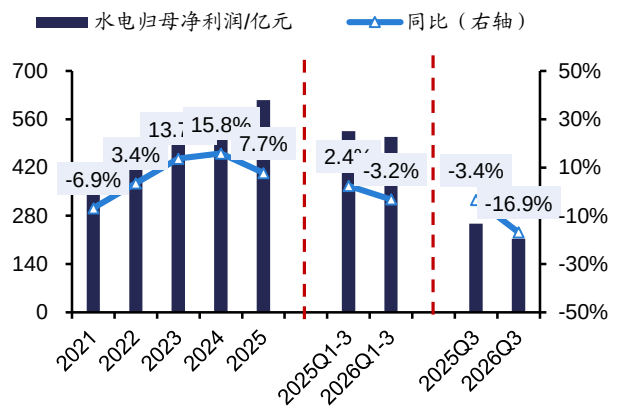
**水电电价整体平稳，三季度电量下降拖累业绩，关注后续来水修复。**前三季度水电板块实现营业收入 1584 亿元，同比-1.2%；实现归母净利润 508 亿元，同比-3.2%。2026Q3 板块实现归母净利润 214 亿元，同比-16.9%，主要系三季度主要流域来水分化、整体偏枯，发电量同比下降 6.8%。水电电价整体平稳，但折旧等固定成本占比较高，导致利润降幅高于营收，费用下降形成一定支撑。展望四季度，雅砻江、大渡河流域蓄水情况较好，在去年同期来水极端偏枯情况下，发电量有望继续高增；展望明年，在厄尔尼诺影响下主要流域来水有望改善，电量回升叠加固定成本相对刚性，有望释放利润弹性。

**图表48：2026Q1-3 水电板块营收同比下降 1.2%**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表49：2026Q1-3 水电板块归母净利润同比-3.2%**




来源：Wind，国金证券研究所

细分个股来看，9 家水电公司中前三季度归母净利润同比增长为 5 家，其中第三季度归母净利润同比增长为 4 家。三季度川投能源受益于雅砻江及大渡河三季度来水在低基数下高增长，归母净利润同比+17.9%，国投电力亦受益于雅砻江电量增长，但受火电绿电板块影响，归母净利润小幅下滑 6.9%。长江电力、黔源电力由于来水在去年秋汛高基数下有所下滑，归母净利润分别下降 23.4%/52.1%。湖北能源主要系去年同期股权处置收益抬高基数，同时清江流域三季度来水偏枯。电投水电主要系重组后水电利润贡献提升。

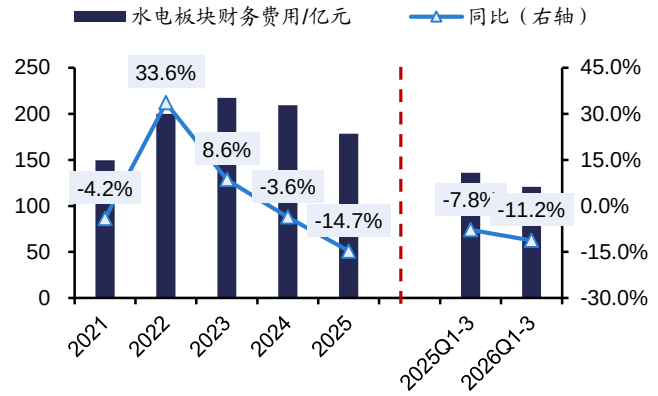
**图表50：水电公司 2026 前三季度归母净利润情况**

| 归母净利润/亿元 | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 同比 | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | 同比 | 2025Q3 | 2026Q3 | 同比 |
| 长江电力 | 237.3 | 272.4 | 325.0 | 345.0 | 6.17% | 281.9 | 263.4 | -6.56% | 151.4 | 115.9 | -23.44% |
| 华能水电 | 72.3 | 76.4 | 83.0 | 85.0 | 2.50% | 75.4 | 75.5 | 0.19% | 29.3 | 31.8 | 8.43% |
| 国投电力 | 40.8 | 67.0 | 66.4 | 73.9 | 11.30% | 65.2 | 60.7 | -6.84% | 27.2 | 25.4 | -6.86% |
| 电投水电 | -0.3 | 0.5 | 8.1 | 5.3 | -34.07% | 6.5 | 14.4 | 120.19% | 1.2 | 2.5 | 107.07% |
| 川投能源 | 35.2 | 44.0 | 45.1 | 47.5 | 5.47% | 42.2 | 44.1 | 4.36% | 17.6 | 20.8 | 17.91% |
| 桂冠电力 | 32.1 | 12.3 | 22.8 | 32.8 | 43.63% | 24.2 | 28.8 | 19.04% | 12.3 | 11.2 | -8.98% |
| 湖北能源 | 11.6 | 17.5 | 18.1 | 19.1 | 5.26% | 23.4 | 14.6 | -37.66% | 13.8 | 3.6 | -73.78% |
| 黔源电力 | 4.1 | 2.6 | 2.2 | 6.0 | 175.02% | 4.9 | 4.1 | -17.18% | 3.7 | 1.8 | -52.06% |
| 湖南发展 | 0.7 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 6.39% | 1.7 | 2.7 | 65.44% | 0.6 | 0.9 | 45.07% |

来源：Wind，国金证券研究所

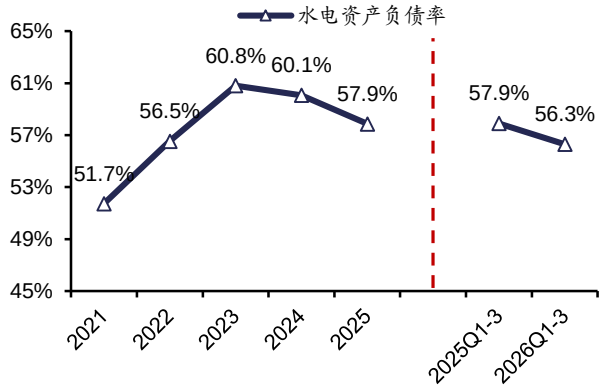
**偿债和债务置换推动水电板块财务费用及资产负债率继续下降。**2026Q1-3水电板块财务费用同比下降15.3亿元（同比-11.2%）。截至2026Q3末，水电板块资产负债率56.3%，同比降低1.6pct。以长江电力为例，收购乌白并稳定运营后，资产负债率逐渐下降，2023年底长江电力资产负债率提升至62.9%，公司通过偿还和置换负债降低资产负债率和财务费用，2026Q3已降低至57.0%，财务费用同步下降。

**图表51：2026Q1-3水电板块财务费用同比-11.2%**




来源：Wind，国金证券研究所

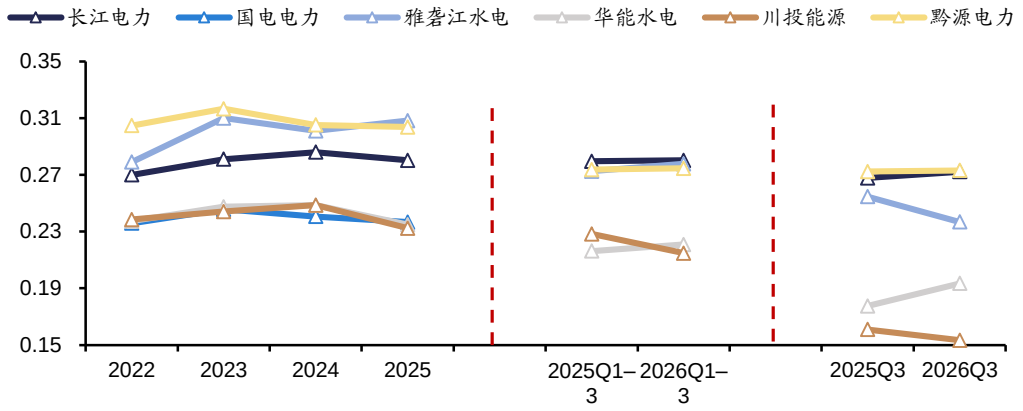
**图表52：2026Q1-3水电资产负债率降至56.3%**




来源：Wind，国金证券研究所

水电电价整体平稳，季度度电收入变化主要系发电量结构变化导致。前三季度各水电公司度电收入整体平稳微增，长江电力、雅砻江、华能水电、黔源电力分别同比提升0.2%、1.9%、2.2%、0.3%；川投能源因丰水期来水高增，低价电量占比提升，度电收入微降。总体来看，水电电价平稳且低于其他主要电源，成本优势和较低电价波动构成较厚安全边际。

**图表53：2026Q1-3公司水电上网电价整体平稳**




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；季度数据为营业收入/上网电量测算的度电收入

**2026Q3主要流域来水表现分化，雅砻江及大渡河发电量高增。**前三季度板块公司水电发电量4881亿千瓦时，同比-0.61%，国能大渡河、桂冠电力、湖北能源同比增长。2026Q3板块公司水电发电量2104亿千瓦时，同比-6.83%，其中雅砻江水电来水在去年极端偏枯情况下高增长，同比增长19.0%；国能大渡河双江口、金川、枕头坝二级、沙坪一级水电站密集投产，同时来水恢复，发电量同比增长24.0%。长江电力、桂冠电力、湖北能源及黔源电力所在流域来水在去年秋汛高基数下回落，发电量同比下滑。

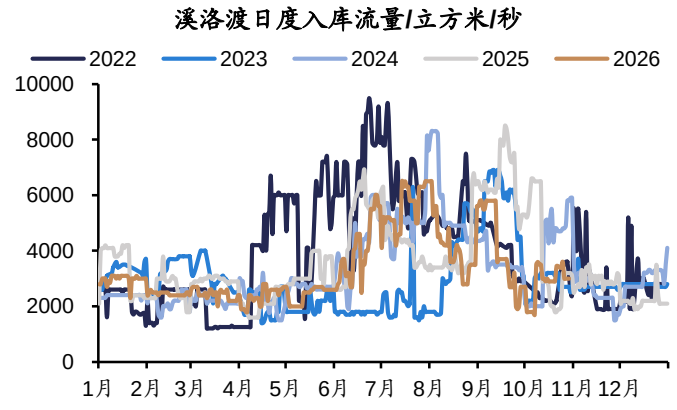
**图表54：水电公司前三季度水电发电量情况**

| 水电发电量/亿千瓦时 | 2023 | 2024 | 2025 | 同比 | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | 同比 | 2025Q3 | 2026Q3 | 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 长江电力 | 2762.6 | 2959.0 | 3071.9 | 3.82% | 2351.3 | 2250.6 | -4.28% | 1084.7 | 923.1 | -14.89% |
| 雅砻江水电 | 842.4 | 929.4 | 871.5 | -6.23% | 713.1 | 680.9 | -4.51% | 283.1 | 337.0 | 19.04% |
| 国能大渡河 | 455.3 | 488.1 | 454.4 | -6.91% | 367.0 | 422.2 | 15.06% | 185.0 | 229.4 | 23.98% |
| 国投电力 | 942.1 | 1040.9 | 980.9 | -5.76% | 793.3 | 759.4 | -4.27% | 315.4 | 364.9 | 15.68% |
| 华能水电 | 1052.6 | 1079.3 | 1208.2 | 11.94% | 916.5 | 894.9 | -2.36% | 421.9 | 391.4 | -7.24% |
| 川投能源 | 52.3 | 58.2 | 66.3 | 13.85% | 48.6 | 51.7 | 6.46% | 26.3 | 29.0 | 10.19% |
| 桂冠电力 | 211.0 | 305.8 | 415.7 | 35.92% | 281.6 | 329.7 | 17.10% | 146.4 | 116.5 | -20.43% |
| 湖北能源 | 110.1 | 109.7 | 112.5 | 2.58% | 79.3 | 109.7 | 38.38% | 33.6 | 24.2 | -28.04% |
| 黔源电力 | 69.5 | 70.5 | 121.2 | 71.89% | 73.7 | 62.9 | -14.69% | 44.9 | 25.5 | -43.17% |
| 合计 | 5655.5 | 6111.5 | 6431.1 | 5.23% | 4911.1 | 4881.1 | -0.61% | 2258.2 | 2103.9 | -6.83% |

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

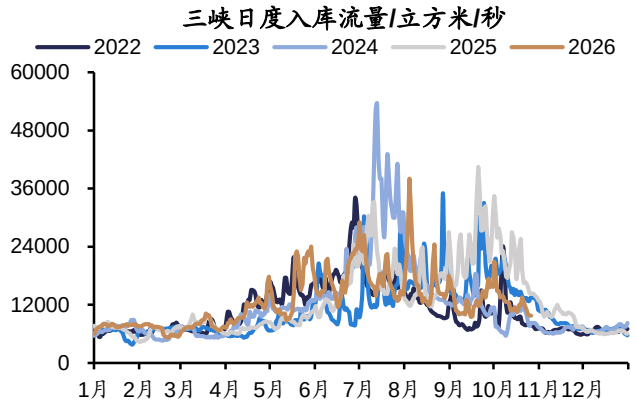
四季度雅砻江及大渡河流域去年同期来水极端偏枯，水电发电量具备进一步增长空间。从平均入库流量看，10月雅砻江锦屏一级、二滩电站同比增长42.1%/21.6%，大渡河猴子岩、瀑布沟电站同比增长86.0%/35.4%。金沙江下游、长江上游、红水河及清江流域去年四季度受秋汛影响来水偏丰，今年可能有所承压。10月溪洛渡电站平均入库流量同比下滑25.8%，三峡电站同比下降43.3%，龙滩电站同比下降89.4%。

**图表55：溪洛渡日度入库流量**



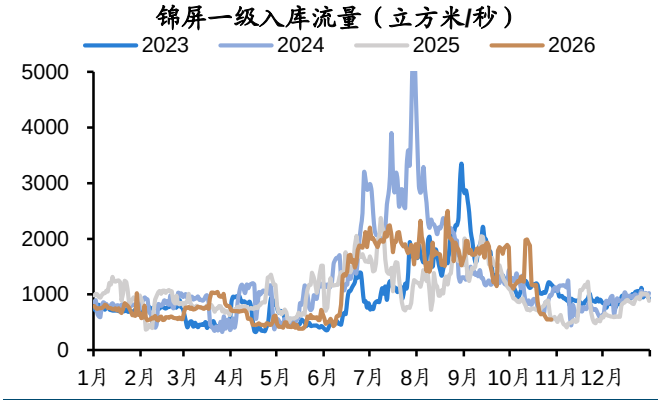

来源：iFinD，国金证券研究所

**图表56：三峡日度入库流量**



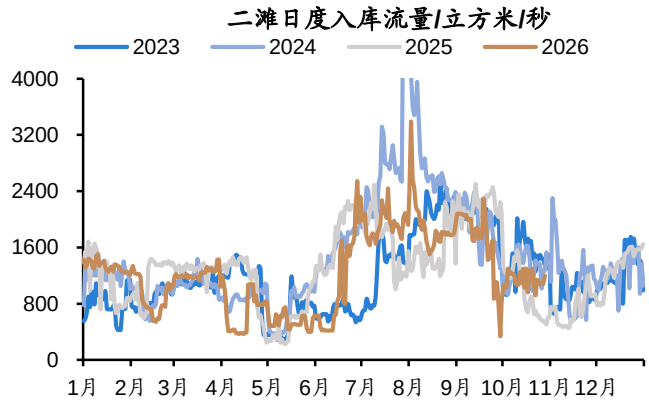

来源：iFinD，国金证券研究所

**图表57：锦屏一级日度入库流量**



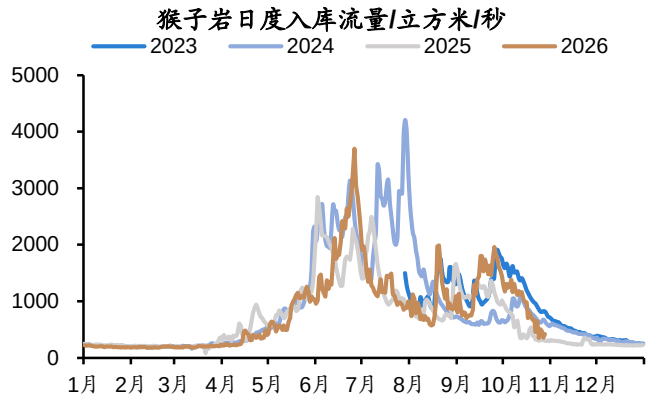

来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

**图表58：二滩日度入库流量**



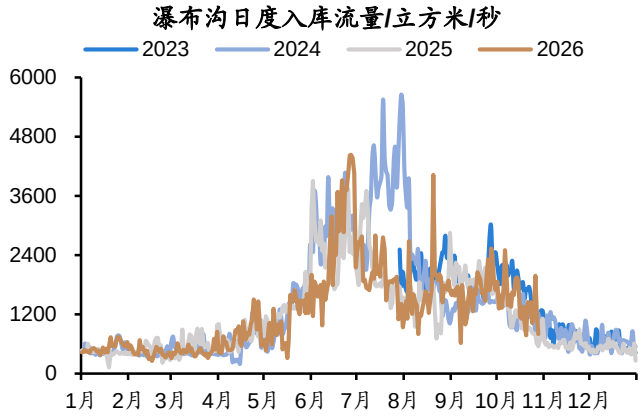

来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

**图表59：猴子岩日度入库流量**



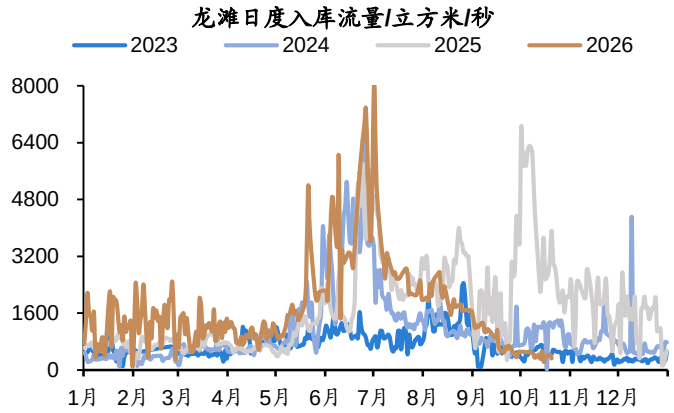

来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

**图表60：瀑布沟日度入库流量**



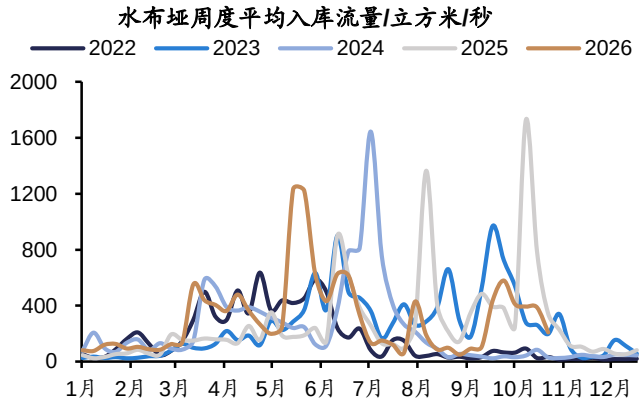

来源：四川省水文水资源勘测中心，国金证券研究所

**图表61：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62：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63：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 | 9月 | 10月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 乌东德 | 金沙江下游 | 2024 | 67% | 76% | 62% | 57% | 48% | 23% | 76% | 72% | 61% | 91% |
| | | 2025 | 67% | 58% | 60% | 72% | 48% | 37% | 43% | 85% | 56% | 75% |
| | | 2026 | 66% | 53% | 30% | 40% | 27% | 10% | 3% | 30% | 57% | 77% |
| 白鹤滩 | | 2024 | 47% | 32% | 27% | 18% | 15% | 28% | 74% | 77% | 88% | 88% |
| | | 2025 | 73% | 66% | 45% | 51% | 34% | 37% | 54% | 78% | 94% | 98% |
| | | 2026 | 78% | 68% | 58% | 47% | 37% | 33% | 33% | 63% | 85% | 93% |
| 溪洛渡 | | 2024 | 74% | 71% | 76% | 45% | 44% | 39% | 61% | 81% | 80% | 91% |
| | | 2025 | 79% | 76% | 80% | 54% | 47% | 41% | 33% | 61% | 94% | 92% |
| | | 2026 | 87% | 72% | | 53% | 50% | 42% | 50% | 62% | 97% | 87% |
| 向家坝 | | 2024 | 35% | 72% | 36% | 55% | 42% | 26% | 43% | 68% | 27% | 64% |
| | | 2025 | 88% | 68% | 50% | 60% | 33% | 31% | 36% | 35% | 56% | 73% |
| | | 2026 | 94% | 63% | 70% | 50% | 50% | 20% | 30% | 40% | 70% | 60% |
| 三峡 | 长江上游 | 2024 | 76% | 62% | 47% | 45% | 9% | 28% | 53% | 25% | 59% | 77% |

| | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2025 | 72% | 59% | 59% | 43% | 33% | 24% | 53% | 61% | 76% | 97% |
| | | 2026 | 81% | 69% | 67% | 67% | 30% | 10% | 20% | 40% | 77% | 93% |
| 锦屏一级 | 雅砻江 | 2024 | 56% | 54% | 30% | 32% | 38% | 55% | 97% | 96% | 91% | 91% |
| | | 2025 | 81% | 72% | 49% | 36% | 59% | 61% | 65% | 73% | 77% | 88% |
| | | 2026 | 61% | 51% | 31% | 25% | 23% | 43% | 64% | 78% | 88% | 94% |
| 二滩 | | 2024 | 68% | 42% | 33% | 29% | 34% | 54% | 95% | 99% | 98% | 97% |
| | | 2025 | 79% | 59% | 53% | 39% | 24% | 58% | 61% | 66% | 85% | 96% |
| | | 2026 | 76% | 56% | 49% | 36% | 38% | 37% | 73% | 84% | 90% | 94% |
| 猴子岩 | 大渡河 | 2024 | 65% | 54% | 30% | 30% | 83% | 87% | 81% | | | 97% |
| | | 2025 | 80% | 55% | 14% | 60% | 76% | 87% | 87% | 80% | 84% | 60% |
| | | 2026 | 49% | 44% | 56% | 33% | 81% | 81% | 83% | 71% | 86% | 93% |
| 瀑布沟 | | 2024 | 68% | 53% | 26% | 30% | 52% | 79% | 89% | 75% | 86% | 87% |
| | | 2025 | 68% | 64% | 46% | 41% | 69% | 78% | 82% | 81% | 94% | 83% |
| | | 2026 | 71% | 61% | 37% | 34% | 52% | 80% | 81% | 82% | 88% | 93% |
| 龙滩 | 红水河 | 2024 | 46% | 39% | 27% | 28% | 25% | 67% | 71% | 78% | 81% | 84% |
| | | 2025 | 41% | 35% | 25% | 17% | 22% | 63% | 75% | 86% | 91% | 97% |
| | | 2026 | 75% | 55% | 38% | 26% | 25% | 70% | 79% | 77% | 83% | 81% |
| 水布垭 | 清江 | 2024 | 75% | 61% | 56% | 51% | 43% | 65% | 70% | 68% | 60% | 60% |
| | | 2025 | 56% | 53% | 52% | 58% | 61% | 70% | 77% | 81% | 85% | 97% |
| | | 2026 | 53% | 32% | 32% | 33% | 68% | 67% | 72% | 77% | 70% | 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64：主要流域电站月平均入库流量同比增速**

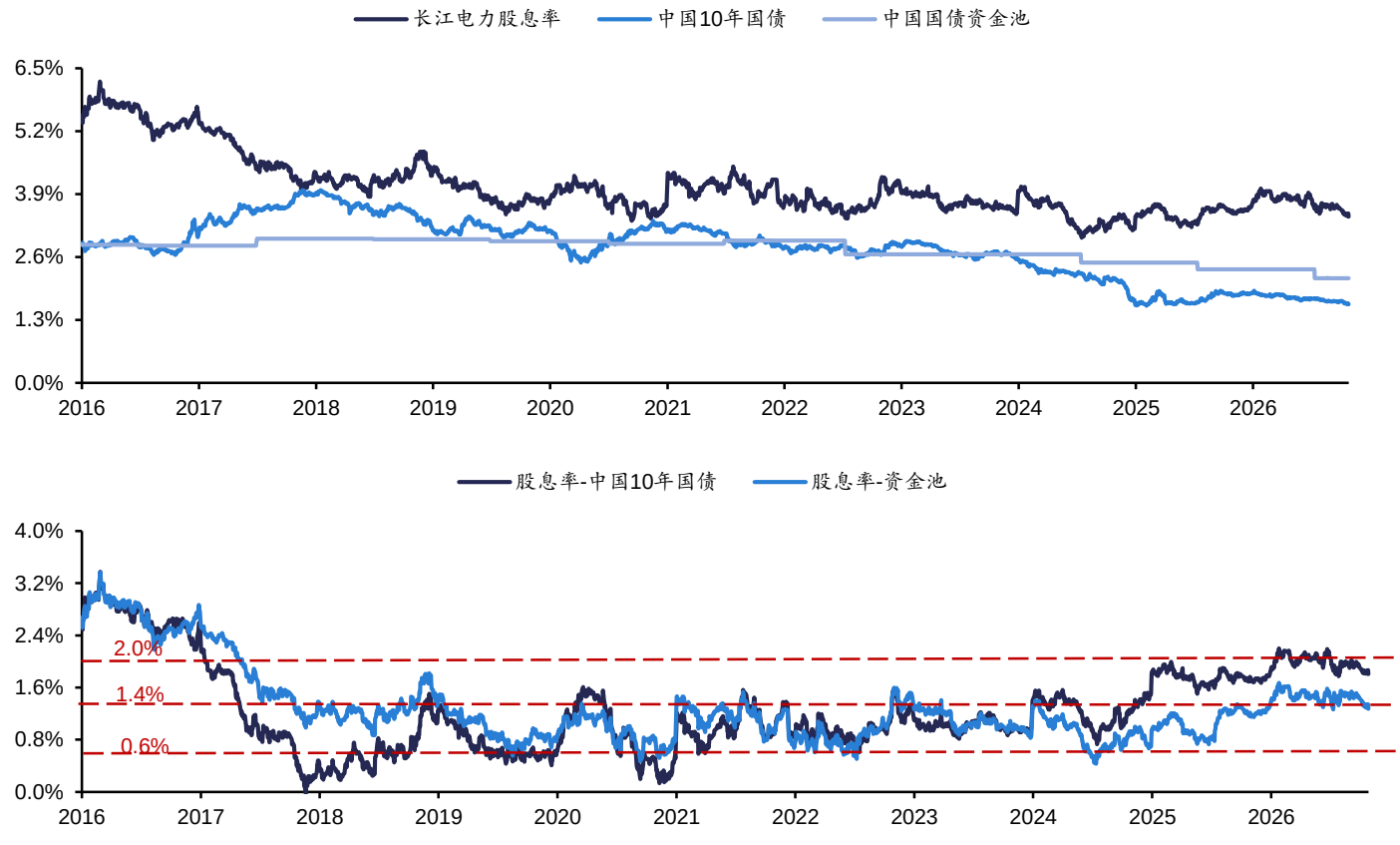
| 月度平均入库流量/立方米/秒 | 所在流域 | 年份 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 溪洛渡 | 金沙江下游 | 2024 | -4.9% | -31.0% | -26.1% | 6.5% | 18.1% | 112.3% | 63.4% | 22.2% | -24.4% | -21.9% | -13.4% | 6.7% |
| | | 2025 | 2.6% | 4.4% | 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% | -37.5% | -25.8% | | |
| 向家坝 | | 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% | -48.0% | -18.8% | | |
| 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% | -47.6% | -43.3% | | |
| 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% | 11.1% | **42.1%** | | |
| 二滩 | | 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% | -21.5% | **21.6%** | | |
| 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% | -53.6% | -89.4% | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 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% | -44.2% | -44.0% | | |
| 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% | 12.0% | 86.0% | | |
| 瀑布沟 | | 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% | -13.9% | 35.4% | | |

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

水电龙头息差仍处高位，低利率环境下估值具备修复空间。以长江电力为例，当前股息率约3.43%，较10年期国债收益率高约181bp，高于过往多数年份60-140bp的水平。进一步考虑存量债券到期再投资的滞后性，以国债发行节奏和规模加权构建资金池收益率，长电相对资金池的息差仍约127bp，处于2019年以来较高水平，对照历史息差水平，股息率要求仍有40bp的下行空间。随着低利率环境延续、存量固收资产逐步到期置换，水电龙头的现金流与分红优势将进一步凸显，推动股息率要求下降和估值修复。

*图表65：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

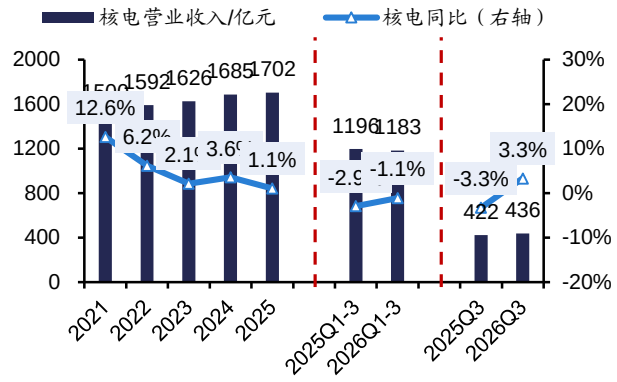
## 四、核电弹性突出、绿电承压见底、燃气关注气价

### （一）核电：投产高峰来临，明年成为利润增长型低波红利

**核电装机投产高峰来临，电价企稳盈利恢复。**“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年起迎来核电投产高峰。2026Q1-3核电板块实现营

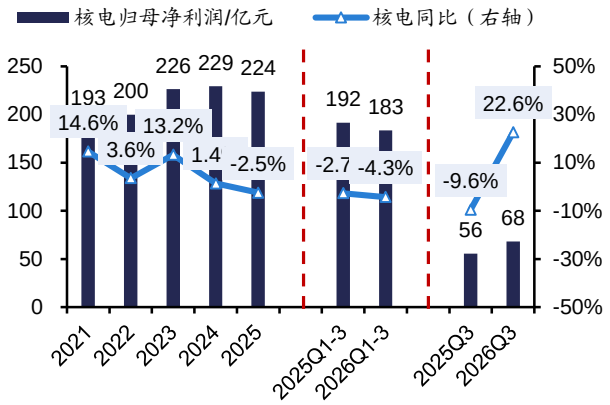
业收入 1183 亿元（同比-1.1%），归母净利润 183 亿元（同比-4.3%）。三季度板块归母净利润 68 亿元(同比+22.6%)，利润增速高于营收增速，主要系三季度装机投产与大修减少，发电量同比提升，成本侧持续管控，所得税下降 6.5 亿元。中国核电受新能源业务亏损及部分机组增值税退税比例下降影响，对板块业绩形成拖累，剔除该因素后，核电主业盈利改善更为明显。

**图表66：2026Q1-3 核电板块营收同比-1.1%**




来源：Wind，国金证券研究所　备注：单季数据不含港股

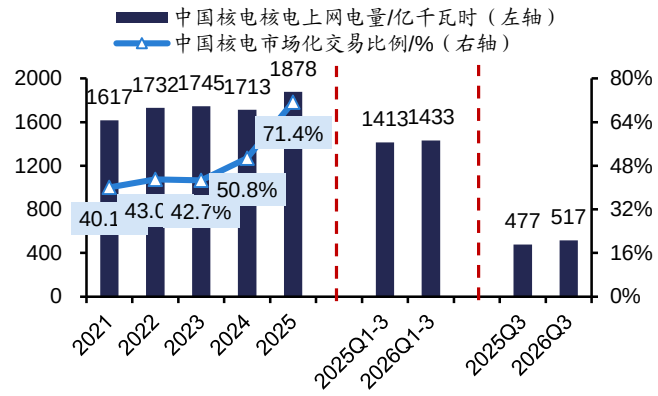
**图表67：2026Q1-3 核电板块归母净利润同比-4.3%**




来源：Wind，国金证券研究所　备注：单季数据不含港股

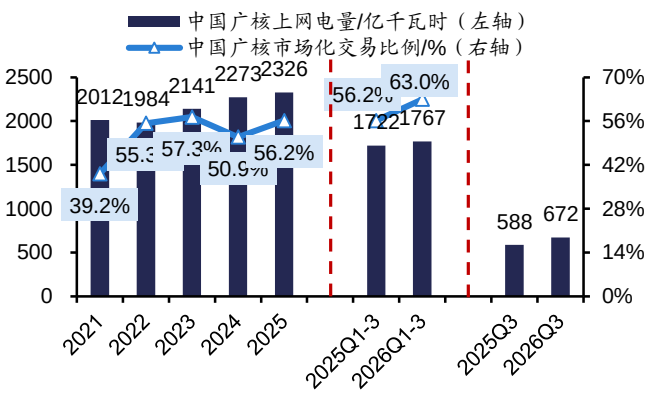
2026Q3 中国核电及中国广核核电上网电量同比分别增长 14.2%、8.2%，主要系年内多台装机投产发电，同时三季度大修天数同比减少。此外，随着各省电力市场化交易机制逐步推进，核电企业参与市场化交易的电量占比持续提高。根据中国广核财报，截至 2026Q3 中国广核市场化交易比例提升至 63.0%，同比+6.8pct。

**图表68：2026Q3 中国核电核电上网电量同比+8.2%**




来源：中国核电财报，国金证券研究所

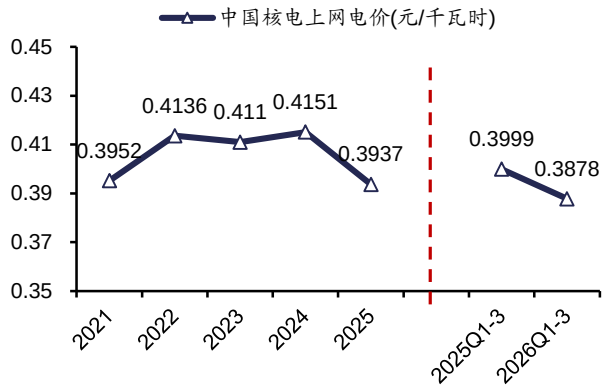
**图表69：2026Q3 中国广核上网电量同比+14.2%**




来源：中国广核财报，国金证券研究所

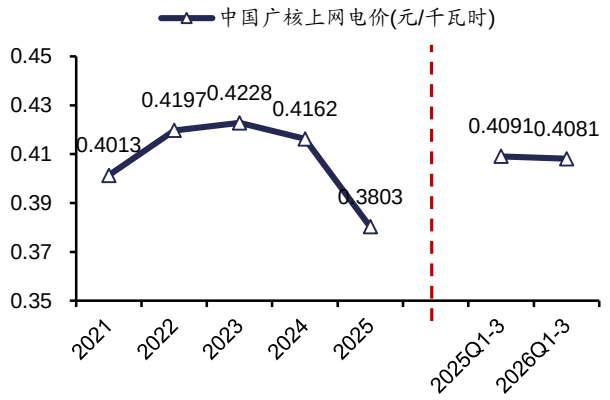
2026 前三季度核电上网电价下滑幅度收窄，2027 年在市场化电价回升的预期下核电有望实现较高的业绩弹性。中国核电核电上网电价同比下滑 1.2 分/千瓦时，下滑幅度有所收窄，主要受福建福清、浙江三门及江苏核电市场化交易电价下行影响；中国广核核电上网电价同比下滑 0.1 分/千瓦时，广西、辽宁机制电价执行后对冲市场化电价下行影响。展望 2027 年，核电市场化交易电量有望直接受益于电价回升，机制电价政策在电价上行周期内也有望为核电提供更有利的定价环境，叠加新机组投产，推动业绩弹性释放。

**图表70：中国核电核电上网电价**




来源：中国核电财报，国金证券研究所

**图表71：中国广核核电上网电价**




来源：中国广核财报，国金证券研究所　备注：季报上网电价为营业总收入/子公司上网电量测算

广西、辽宁、浙江等省出台核电电价托底政策，为后续政策演进提供参考。辽宁将每日 21 小时内的 80%上网电量纳入机制；机制电价统一执行 0.3798 元/千瓦时，市场均价低于或高于机制电价的部分，开展双向差价结算；广西自 2026 年 1 月起实施核电差价合约机制；浙江于 2026 年 9 月将政府授权合约覆盖比例由 40%提高至 50%，进一步降低现货价格波动对核电收益的影响。上述政策反映出各地在推进核电入市的同时，也在完善其收益稳定机制。当前部分地区核电电价承压，亦有望推动保障政策进一步完善，后续更多省份乃至全国层面的制度安排值得期

**图表72：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》**

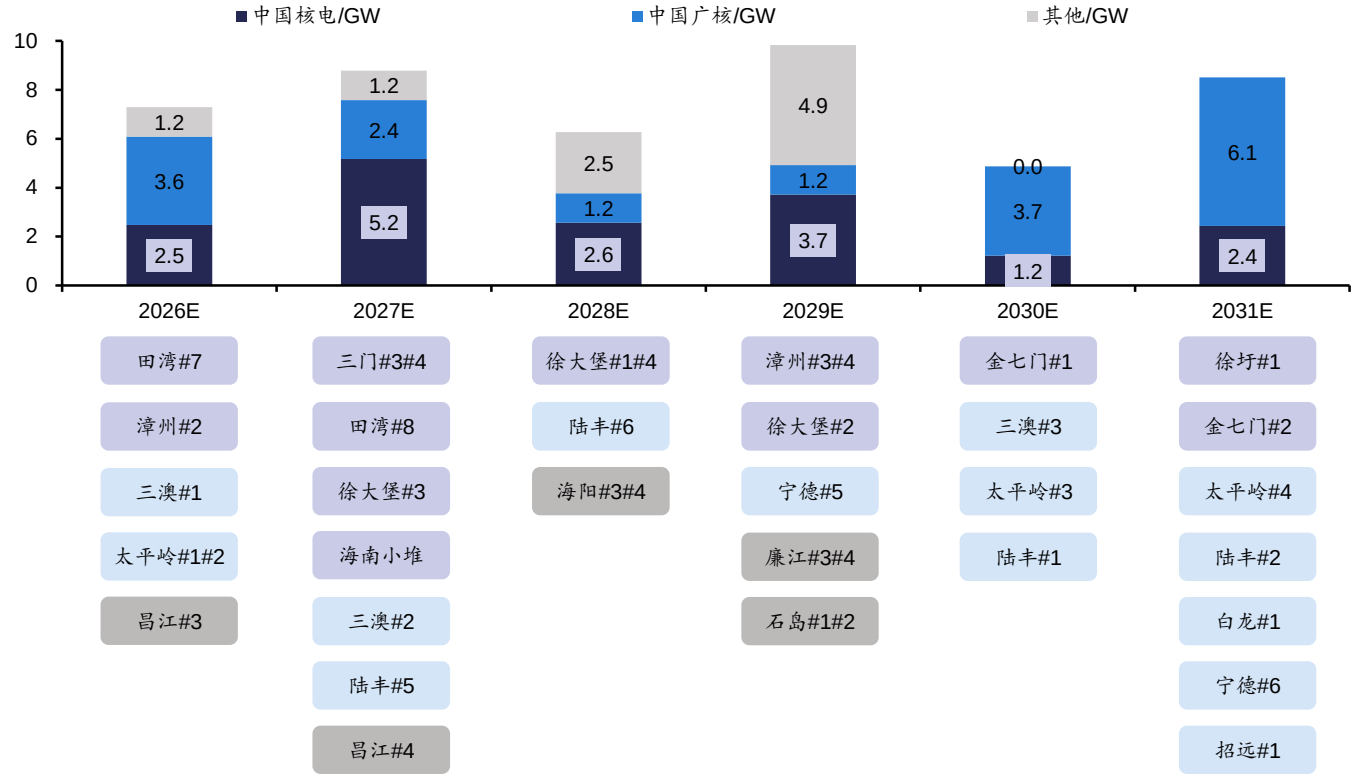
| 章节 | 具体内容 |
|---|---|
| 结算机制 | 2026 年，执行差价结算机制的核电机组，其纳入机制的电量规模、机制电价等由省发展改革委明确。对机制电量，市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业按规定开展差价结算，差价结算费用暂纳入系统运行费用，由全体工商业用户进行分摊。 |
| 机制电量规模 | 2026 年，核电月度机制电量规模在当月机组实际上网电量的基础上，将每日 21 小时时段的 80%上网电量纳入机制；其余 3 小时时段的上网电量不纳入机制。结合核电机组发电运行特性及新能源消纳等实际因素，不纳入机制的 3 小时时段，由省电力公司调度机构结合我省电力实际供需情况按月研究，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

**在建及核准机组储备充裕，核电装机进入持续增长阶段。**截至 2026Q3 末，我国商运核电机组增至 64 台，装机容量约 68.59GW。2026 年前三季度，漳州 2 号、太平岭 1 号 2 号、三澳 1 号及昌江 3 号机组陆续商运，年内新增商运机组已达 5 台，田湾 7 号已于 10 月首次并网，预计年内商运。核电项目储备持续充实，截至 2026 年 9 月底，全国已颁发建造

许可证的核电机组 36 台、核准待建机组 19 台，为后续装机增长提供支撑。随着 2019 年核准重启后的项目陆续进入投产阶段，核电装机增长正逐步兑现。2027 年预计共有 8 台、8.8GW 核电机组投运，后续机组接续投产有望持续贡献电量及盈利增量，景气度有望上行。

**图表73：2026-2031 年全国核电预计每年投产机组及装机容量**

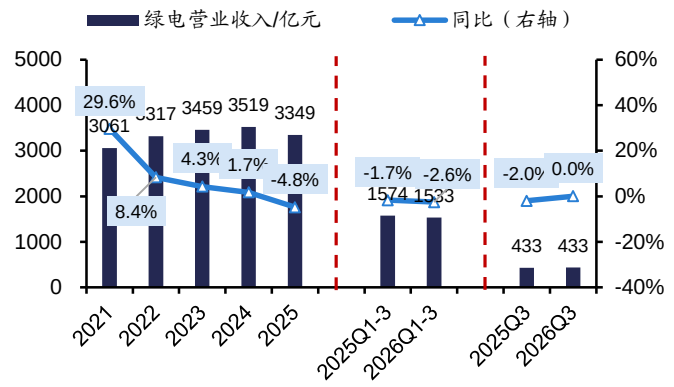



来源：国常会，中国核能行业协会，中国核电、中国广核财报，国电投，国金证券研究所

### （二）绿电：补贴发放自由现金流首次回正，Q3 成本增加成为业绩下滑主因

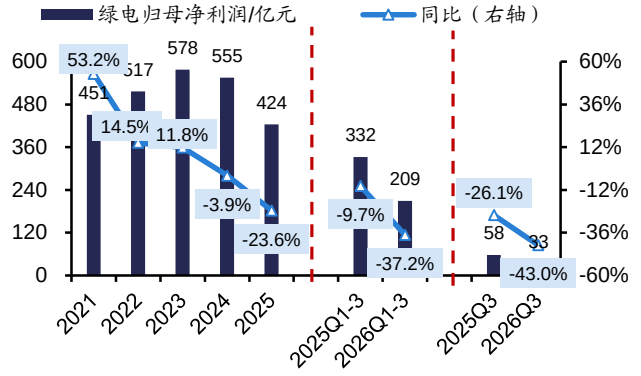
**单三季度收入端同比持平，利润承压仍然明显。**近年新能源装机持续高增，电量增长抵消电价下行影响下2023-2024年收入端尚可保持增长，2025年营收开始下降主要为2025年6月新能源全面市场化后（136号文）电价再次大幅下降影响，2026Q1-3营收同比继续下降2.6%。其中第三季度营收同比持平，预计主要为电量提升影响。成本端改善相对有限下，2025年绿电归母净利润仅完成424亿元（同比-23.6%），2026Q1-3业绩降幅进一步扩大至37.2%，其中第三季度同比下滑43.0%。细分个股来看，2026年前三季度仅广西能源同比增长，主要为上年同期水电低基数影响；中闽能源前三季度同比基本持平，三季度同比高增57.3%，主要为上年同期计提减值低基数影响；其余绿电样本股业绩均为下滑，板块盈利承压明显。

**图表74：2026Q1-3绿电板块营收同比-2.6%**



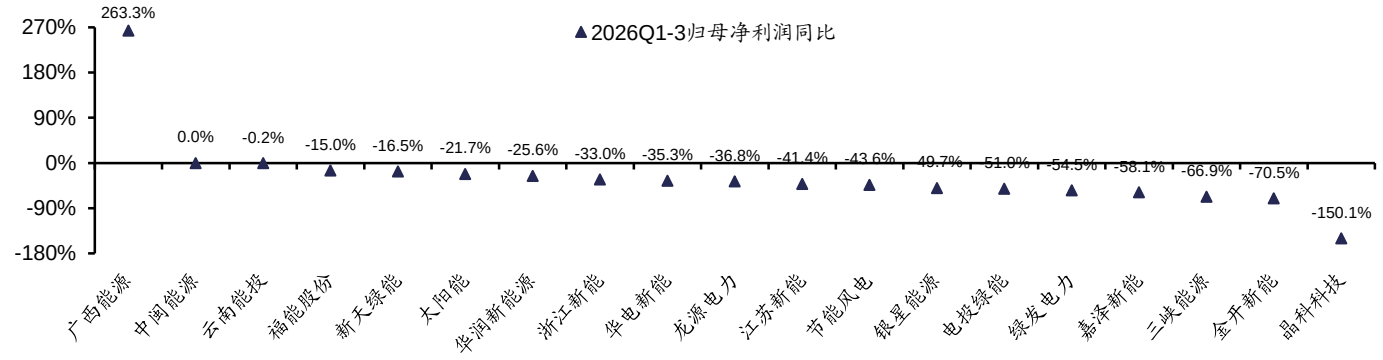

来源：Wind，国金证券研究所　备注：单季数据不含港股

**图表75：2026Q1-3绿电板块归母净利润同比-37.2%**



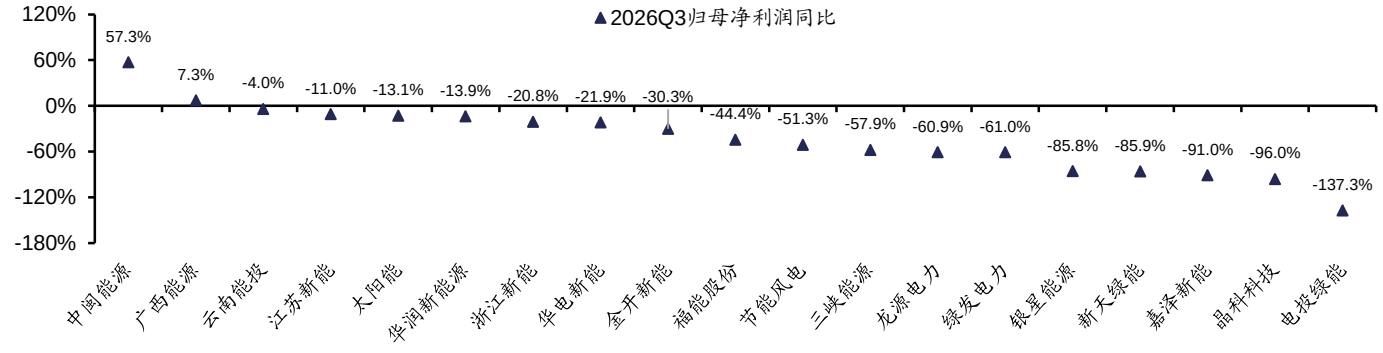

来源：Wind，国金证券研究所　备注：单季数据不含港股

**图表76：2026Q1-3绿电公司归母净利润同比增速**




来源：Wind，国金证券研究所

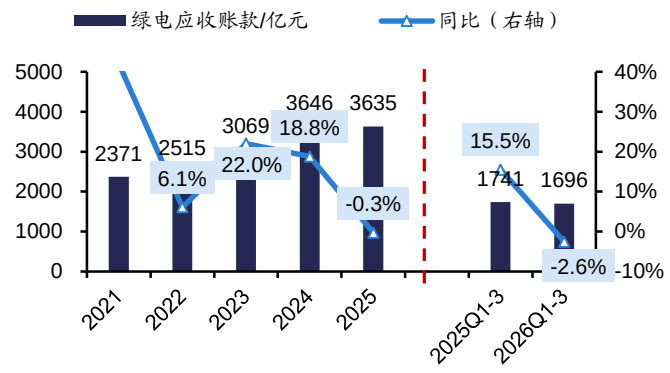
**图表77：2026Q3绿电公司归母净利润同比增速**




来源：Wind，国金证券研究所

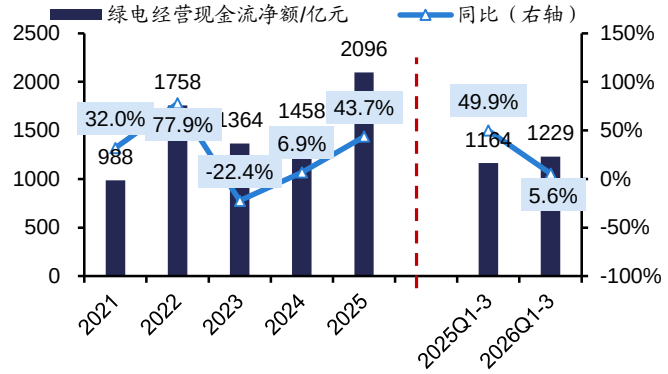
**应收账款见顶，受益于补贴发放经营现金流改善、绿电自由现金流首次回正。**2026Q1-3绿电板块应收账款为1696亿元（同比-2.6%），同比下降主要为国家发放可再生能源补贴影响，带动经营现金流净额达1229亿元（同比+5.6%）；2023-2025年绿电投资净流出均超2500亿元、但2025年同比已有所回落、2026Q1-3净流出进一步同比下降24.4%，反映绿电资本开支开始收窄；综合影响下，前三季度绿电板块自由现金流回正至105亿元（上年同期为-324亿元）。筹资现金流方面，2026Q1-3板块筹资现金流为43亿元（同比-90.5%）。

图表78：2026Q1-3绿电板块应收账款同比-2.6%



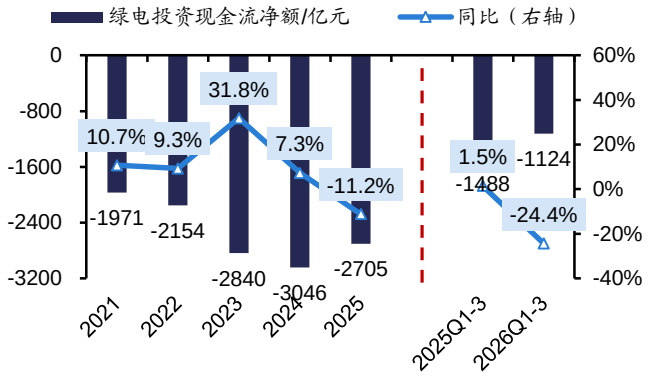

来源：Wind，国金证券研究所

图表79：2026Q1-3绿电板块经营现金流同比+5.6%



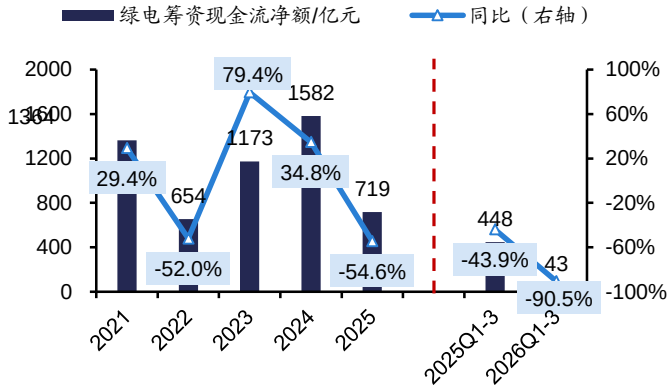

来源：Wind，国金证券研究所

图表80：2026Q1-3绿电板块投资现金流体量同比-24.4%



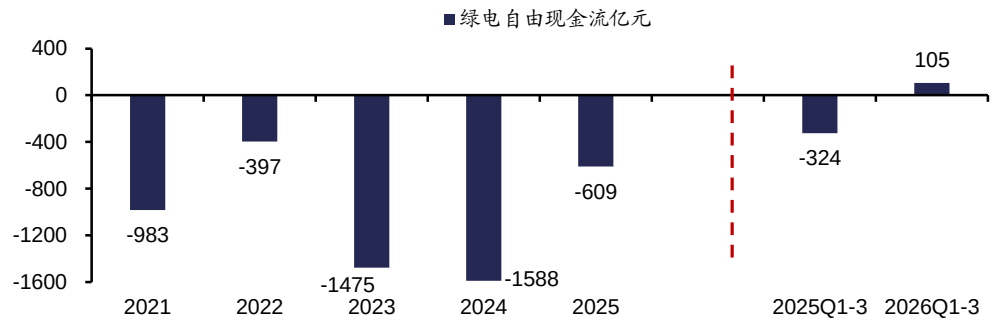

来源：Wind，国金证券研究所

图表81：2026Q1-3绿电板块筹资现金流体量同比-90.5%




来源：Wind，国金证券研究所

图表82：2026Q1-3绿电板块自由现金流首次回正

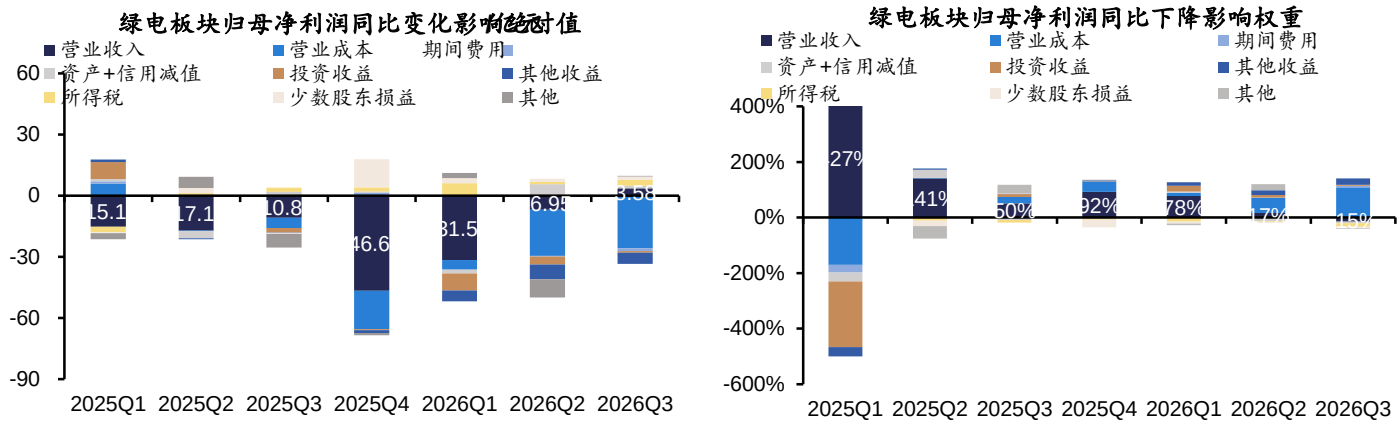



来源：Wind，国金证券研究所

**业绩影响因子来看，Q3收入因子转为支撑业绩、成本因子和退税因子对业绩下滑影响的权重在提升。**对绿电归母净利润同比变动进行拆解来看，上半年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；三季度成本提升成为主要影响，以2026年三季度为例，营收影响已转为正贡献、权重占-15%（营收同比提升/归母净利同比下滑*100%），主要为三季度电量同比改善影响；装机投产固定资产折旧等增加、营业成本同比上涨对归母净利润下滑影响权重达108%，所得税同比减少对利润为正向贡献、权重为-12%。此外，

受2025年11月1日起陆风增值税即征即退50%取消的政策影响（海风为2028年1月1日起取消），其他收益亦对归母净利润下滑存有23%权重。

**图表83：2026Q3营业成本的提升成本业绩下滑主因，营收转为正贡献**




来源：Wind，国金证券研究所

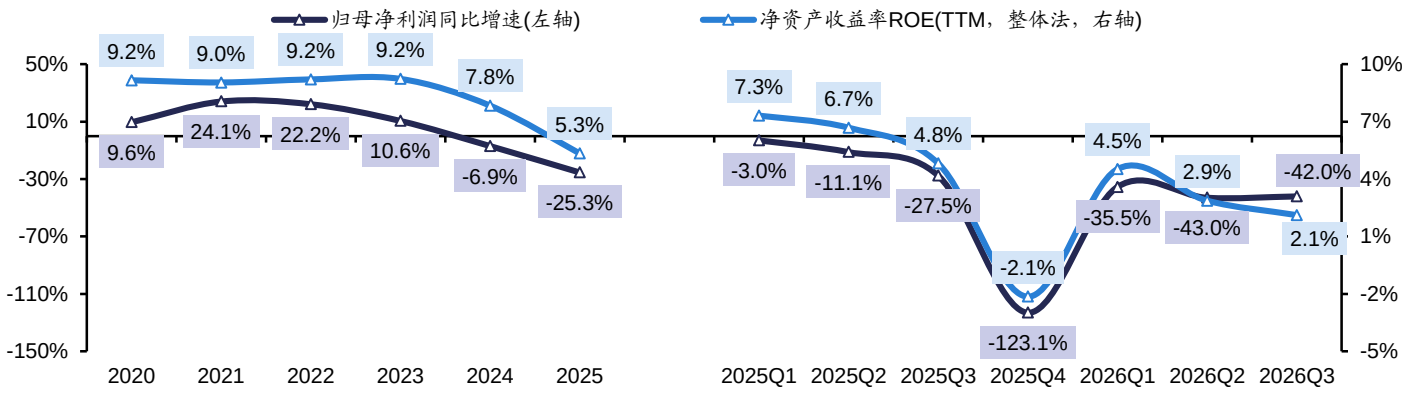
**图表84：A股绿电板块单季归母净利润同比变化拆解**

| 绝对值/亿元 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2026Q1 | 2026Q2 | 2026Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | -15.16 | -17.13 | -10.86 | -46.69 | -31.59 | -6.95 | 3.58 |
| 营业成本 | 6.05 | -0.21 | -5.06 | -18.82 | -4.61 | -22.55 | -25.68 |
| 期间费用 | 0.98 | 0.09 | 0.02 | 1.38 | 0.37 | -0.38 | -1.49 |
| 资产+信用减值 | 1.15 | -3.50 | 1.84 | 0.65 | -1.97 | 5.65 | 1.32 |
| 投资收益 | 8.39 | 0.37 | -2.13 | -0.48 | -8.28 | -3.79 | -0.82 |
| 其他收益 | 1.17 | -0.53 | -0.20 | -1.40 | -5.28 | -7.31 | -5.51 |
| 所得税 | -2.75 | 0.86 | 2.01 | 2.09 | 5.77 | 1.17 | 2.96 |
| 少数股东损益 | -0.52 | 2.40 | -0.49 | 13.86 | 2.51 | 1.45 | 1.51 |
| 其他 | -2.88 | 5.51 | -6.67 | -1.09 | 2.50 | -8.98 | 0.34 |
| 合计/亿元 | -3.55 | -12.15 | -21.53 | -50.49 | -40.58 | -41.68 | -23.79 |
| 权重 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2026Q1 | 2026Q2 | 2026Q3 |
| 营业收入 | 427% | 141% | 50% | 92% | 78% | 17% | -15% |
| 营业成本 | -170% | 2% | 23% | 37% | 11% | **54%** | **108%** |
| 期间费用 | -28% | -1% | 0% | -3% | -1% | 1% | 6% |
| 资产+信用减值 | -32% | 29% | -9% | -1% | 5% | -14% | -6% |
| 投资收益 | -236% | -3% | 10% | 1% | 20% | 9% | 3% |
| 其他收益 | -33% | 4% | 1% | 3% | 13% | **18%** | **23%** |
| 所得税 | 77% | -7% | -9% | -4% | -14% | -3% | -12% |
| 少数股东损益 | 15% | -20% | 2% | -27% | -6% | -3% | -6% |
| 其他 | 81% | -45% | 31% | 2% | -6% | 22% | -1% |

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

**期待消纳问题逐步解决、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85：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86：期待绿电回归 PB-ROE 估值体系**

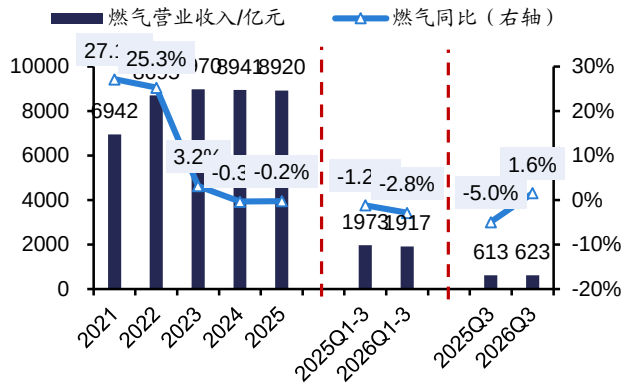



来源：Wind，国金证券研究所

### （三）燃气：气价上行，资源受益、城燃承压

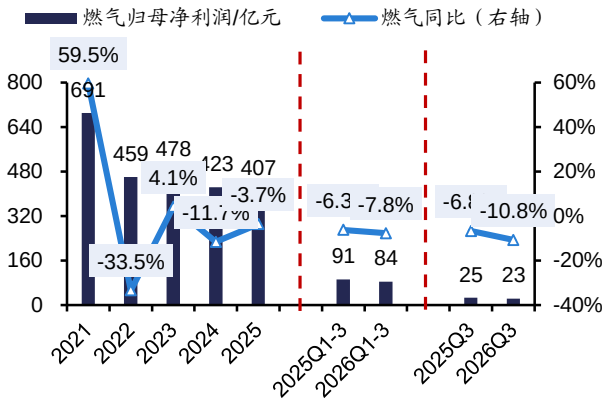
2026Q1-3燃气板块（不含港股）盈利表现分化，上游资源企业受益于气价上涨及产量释放，首华燃气、天壕能源、新天然气利润增长，部分城燃企业受采购成本上升、销气量及接驳业务下滑影响，盈利承压。2026Q1-3燃气板块实现营业收入1917亿元（同比-2.8%），归母净利润为84.0亿元（同比-7.8%），其中三季度板块归母净利润为22.7亿元（同比-10.8%）。

**图表87：2026Q1-3燃气板块营收同比-2.8%**




来源：Wind，国金证券研究所　备注：季度数据不含港股，下同

**图表88：2026Q1-3燃气板块归母净利润同比-7.8%**




来源：Wind，国金证券研究所

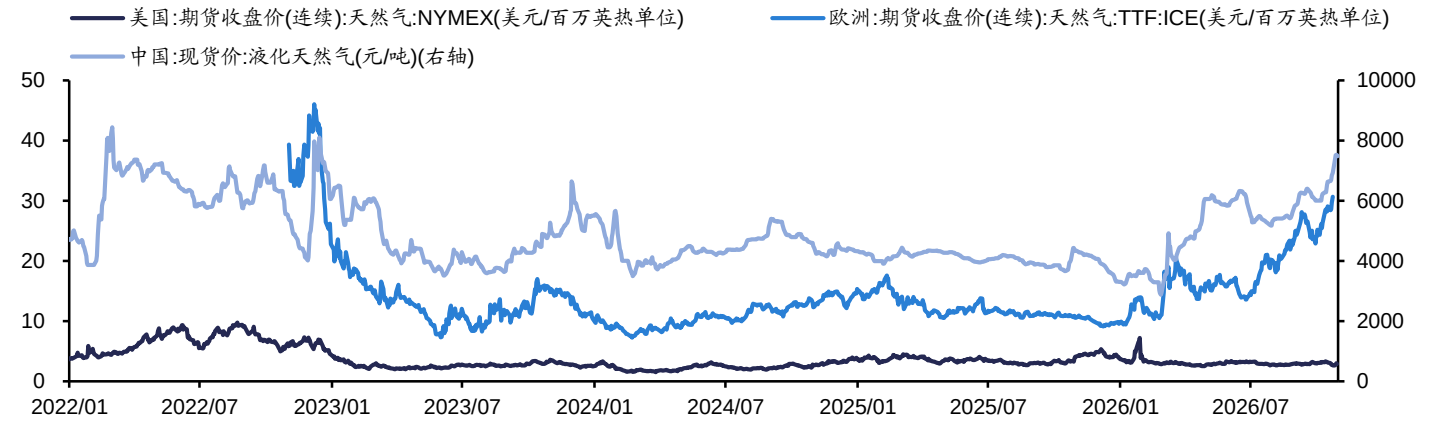
**图表89：A股燃气公司2026前三季度归母净利润情况**

| 归母净利润/亿元 | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 同比 | 2025Q1-3 | 2026Q1-3 | 同比 | 2025Q3 | 2026Q3 | 同比 |
| 新奥股份 | 58.4 | 70.9 | 44.9 | 46.8 | 4.19% | 34.3 | 28.7 | -16.15% | 10.2 | 7.9 | -22.93% |
| 九丰能源 | 10.9 | 13.1 | 16.8 | 14.8 | -12.11% | 12.4 | 13.0 | 5.08% | 3.8 | 3.5 | -6.97% |
| 深圳燃气 | 12.2 | 14.4 | 14.6 | 14.1 | -3.37% | 9.2 | 11.6 | 26.70% | 2.8 | 3.8 | 37.35% |
| 佛燃能源 | 6.6 | 8.4 | 8.5 | 10.3 | 20.74% | 4.9 | 5.3 | 7.40% | 1.8 | 2.0 | 8.83% |
| 大众公用 | -3.3 | 2.1 | 2.3 | 4.2 | 78.07% | 5.2 | 3.0 | -41.63% | 1.9 | 0.5 | -71.19% |
| 胜通能源 | 1.7 | -0.4 | -0.2 | 0.2 | 扭亏 | 0.4 | -0.1 | 转亏 | 0.1 | 0.0 | -83.29% |
| 新天然气 | 9.2 | 10.5 | 11.9 | 8.1 | -31.92% | 8.2 | 6.4 | -20.91% | 1.9 | 2.6 | 33.77% |
| 成都燃气 | 4.9 | 5.3 | 4.9 | 4.8 | -1.54% | 4.2 | 2.4 | -42.36% | 1.4 | -0.1 | 转亏 |
| 重庆燃气 | 4.0 | 5.0 | 3.8 | 2.1 | -44.98% | 1.4 | 0.2 | -89.20% | 0.3 | -0.6 | 转亏 |
| 陕天然气 | 6.2 | 5.4 | 7.2 | 5.8 | -19.34% | 4.7 | 3.8 | -19.15% | -0.4 | -0.2 | -41.02% |
| 蓝天燃气 | 5.9 | 6.1 | 5.0 | 2.8 | -43.98% | 2.6 | 2.0 | -24.71% | 0.6 | 0.4 | -33.13% |
| 首华燃气 | 0.4 | -2.5 | -7.1 | 1.7 | 扭亏 | 0.0 | 3.4 | 扭亏 | -0.1 | 1.5 | 扭亏 |
| 天壕能源 | 3.7 | 2.4 | 1.2 | -2.8 | 转亏 | 1.0 | 1.2 | 27.99% | 0.3 | 0.5 | 89.09% |
| 皖天然气 | 2.6 | 3.4 | 3.3 | 3.2 | -2.45% | 2.6 | 2.9 | 11.03% | 0.8 | 0.9 | 10.67% |

来源：Wind，国金证券研究所

**2026前三季度欧洲和国内价格大幅上涨。**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，截至2026年10月29日，分别为2.91美元/百万英热单位、95.88欧元/兆瓦时、7520元/吨，较年初分别-29.4%、+217.0%、+73.0%。美国本土天然气生产恢复，叠加消费淡季需求偏弱，HH价格承压；欧洲则受到霍尔木兹海峡LNG运输受阻、挪威气田检修及储气水平偏低影响，供应缺口与冬季补库需求共同推升气价。国内LNG价格上涨主要受到进口现货成本抬升、海气供应收紧及采暖季前备货带动。展望四季度，我们预计采暖需求释放将继续支撑欧亚及国内气价，低库存也将放大寒潮和供应扰动引发的价格波动。

*图表90：2026 前三季度天然气价格上升*




来源：ICE，Wind，NYMEX，CME，国金证券研究所

## 五、投资建议：火电行情依次展开，核电水电均已在途

火电当前建议侧重盈利改善确定性，如南方/高长协煤/高股息，如国电电力、宝新能源、广西能源、内蒙华电、陕西能源、华润电力、华能国际、华电国际。伴随电价逐步落地，长三角江苏国信、皖能电力、浙能电力、赣能股份、申能股份等，北方建投能源、京能电力等。核电如中国核电、中国广核AH。水电如川投能源、国投电力、长江电力等。

## 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**
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

**北京**
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

**深圳**
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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