

2026 年 01 月 23 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

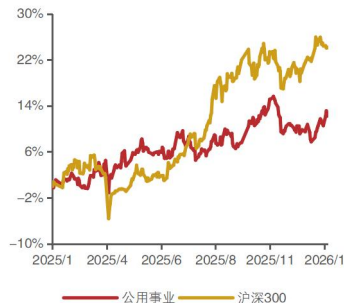
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



火电高增 水电稳健有弹性 风光核承压

——电力环保 2025 年年报业绩前瞻

投资要点：

- **火电业绩反映煤价弹性，全国性火电与京津冀区域火电增幅或更明显。**受益于 2025 年煤价下降，我们预计全国煤电机组经营情况将迎来普遍改善。我们在年度策略报告中复盘，2025 年火电业绩或仍与点火价差强相关，或受益于 2025 年京津冀区域电价下降较少，火电机组改善或最为明显，其中建投能源已经发布业绩预告，预计 2025 年全年归母净利润同比增长 253%。除京津冀区域，我们判断，全国性火电运营商如华能国际、大唐发电也有望在 2025 年收获较优的利润，一方面得益于 2025 年煤价走低，或在煤炭采购上更具优势；另一方面得益于公司经营管理降本增效。
- **展望 2026 年，当前各省年度交易或已基本结束，我们预计京津冀与西北省份以及其他区域零散省份火电电价边际下降或不明显，若 2026 年煤价超预期下降，火电机组盈利能力改善或更为明显。**
- **水电经营有望稳健，小水电来水弹性凸显，稀缺商业模式下关注其成长性与确定性。**2025 年电量方面，受降雨多少与时空不均影响，我们预计四川来水偏枯，乌东德水库同比偏枯 6.44%，雅砻江水电全年发电量同比-6.23%；云南、湖北、广西、贵州预计来水或偏丰，澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 1.5 成，三峡水库同比偏丰 5.93%，桂冠电力水电发电量同比增幅 36%，黔源电力同比来水偏多 45%。我们预计四大水电业绩或较为稳定，归母净利润同比增速或在 10%以内；桂冠电力与黔源电力受益于区域来水偏丰，归母净利润或大幅增长。
- **展望 2026 年电价谈判，考虑到一方面本地消纳的水电上网电价与本地其他电源比较仍然有价格优势，另一方面，水电在过去仅体现其电量价值，调节性电源的价值仍未被定价。我们预计水电入市对其电价影响短期或可控。从投资的角度，我们仍然强调水电商业模式的独特性，其资源的稀缺性以及盈利能力的稳定性。**
- **风光核入市影响明显，低估值风电龙头与高成长区域公司值得关注。**我们预计 136 号文有望加速新能源供需拐点的到来；同时在 394 号文现货推动下，136 号文为存量新能源项目给予较大的保护。落实到经营层面，预计在限电率提升，以及入市交易电价下滑的趋势下，新能源运营商 2025 年经营利润将受到扰动。
- **展望 2026 年，风电增值税退税的取消对风电运营商利润的影响或将体现更为充分，并且考虑到较多省份在 2025 年启动电力现货市场，预计在电量供需较为宽松的情况下，2026 年的现货电价或承压。我们判断，2026 年在市场与机制双重调整下，新能源运营商面临挑战，建议关注全国性低估值且经营效益较优的风电龙头，以及电价格局企稳且具备成长性的公司。**
- **环保：我们预计垃圾焚烧发电企业有望维持高增长，提质增效、供热改造为利润主要贡献来源。**受产能利用率提高、供热规模提升、提质增效等因素影响，我们预计主要垃圾焚烧企业有望延续前三季度利润增长态势。预计 2025Q4 主要垃圾焚烧企业归母净利润表现分别为：永兴股份（同比约+6.9%）、瀚蓝环境（同比约+36.4%）、

军信股份（同比约+39.3%），2025 年光大环境（同比约+3.6%）。同时考虑到国补资金发放加快，预计垃圾焚烧发电企业现金流有望好转。

- **投资分析意见。重点推荐：**1）兼具股息率与成长性的**桂冠电力**；2）已充分反映入市预期的**龙源电力（H）**，3）兼具 Alpha 与低估值的**华润电力**；4）低估值的绿醇公司**嘉泽新能**。**建议关注：**1）持续关注优质商业模式的大水电**长江电力、国投电力、川投能源**；以及港股低估值风电**大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源**；2）关注具备潜在装机增量与较高股息率的公司：**华能国际（H）、国电电力、中国电力**等；3）绿色消纳方向（绿醇等）：**吉电股份**等；4）资产整合方向：**远达环保、电投产融、黔源电力、新筑股份**等。
- **风险提示：**用电需求低于预期、新能源入市政策低于预期、煤价涨幅超预期。

图表 1：公用环保 2025 年年报归母净利润前瞻（亿元）

板块	代码	简称	2024q4	2025q4 E	2025q4 E yoy	2024A	2025A E	2025A E yoy
火电转型	600011.SH	华能国际	-2.77	-2.00	减亏	101.35	146.41	44%
	600027.SH	华电国际	5.46	3.63	-34%	57.03	68.00	19%
	601991.SH	大唐发电	0.77	3.88	405%	45.06	71.00	58%
	2380.HK	中国电力	-	-	-	38.62	40.00	4%
	0836.HK	华润电力	-	-	-	143.88	139.31	-3%
	600795.SH	国电电力	6.40	6.23	-3%	98.31	74.00	-25%
	000883.SZ	湖北能源	-6.47	-4.40	减亏	18.14	18.96	5%
	600863.SH	内蒙华电	-1.44	-2.00	亏损扩大	23.25	20.08	-14%
	000543.SZ	皖能电力	4.81	1.94	-60%	20.64	21.00	2%
	600483.SH	福能股份	10.20	9.20	-10%	27.93	29.09	4%
	000600.SZ	建投能源	0.95	2.94	210%	5.31	18.77	253%
	600098.SH	广州发展	1.45	0.41	-72%	17.32	22.00	27%
新能源	600642.SH	申能股份	6.64	6.85	3%	39.44	40.00	1%
	0916.HK	龙源电力	7.57	13.87	83%	64.25	60.00	-7%
	0956.HK	新天绿色能源	1.77	3.51	98%	16.72	19.10	14%
	1798.HK	大唐新能源	5.08	1.97	-61%	23.78	18.50	-22%
	600163.SH	中闽能源	2.42	1.78	-26%	6.51	5.06	-22%
核电	600310.SH	广西能源	-3.87	-2.73	减亏	0.63	-1.95	转亏
	601985.SH	中国核电	-1.56	8.48	扭亏	87.77	88.50	1%
水电	003816.SZ	中国广核	8.30	7.20	-13%	108.14	92.96	-14%
	600900.SH	长江电力	44.71	59.74	34%	324.96	341.67	5%
	600025.SH	华能水电	10.71	12.61	18%	82.97	88.00	6%
	600886.SH	国投电力	0.65	6.83	947%	66.43	72.00	8%
	600674.SH	川投能源	0.86	4.79	458%	45.08	47.00	4%
	600236.SH	桂冠电力	1.19	8.68	627%	22.83	32.87	44%
	002039.SZ	黔源电力	-0.47	1.07	扭亏	2.18	6.00	175%
综合能源服务	003035.SZ	南网能源	-2.10	-0.12	减亏	-0.58	3.30	扭亏
	600509.SH	天富能源	-2.45	-0.74	减亏	2.48	3.00	21%
固废	0257.HK	光大环境	-	-	-	33.77	35.00	4%
	301109.SZ	军信股份	1.29	1.80	39%	5.36	7.85	46%
	601033.SH	永兴股份	1.72	1.84	7%	8.21	9.30	13%
	600323.SH	瀚蓝环境	2.79	3.80	36%	16.64	19.85	19%

资料来源：wind，华源证券研究所。注：1）建投能源、广西能源、黔源电力、南网能源为业绩预告中值；2）华润电力、光大环境为港币，其他公司为人民币

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。