



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

行业报告

2026电力板块：重构

展望：看好

主要内容

电力行业及其在2026-2030年GDP增长计划中的战略作用

2026年将继续是电力基础设施系统加速发展的一年。据管理机构和研究组织估计，在越南，**每增长1%，电力增长需达到1.5至2倍**。在此背景下，即使GDP维持在“高位正常增长”（7-8%），电力需求仍将保持两位数增长，对中短期电力系统造成巨大压力。

对电源及电网系统的大规模投资需求：根据第八号电力规划，2021-2030年阶段电源和输电电网的总投资金额为1347亿美元，其中输电领域为149亿美元。在2026-2030年阶段，电力行业所需投资为776亿美元，其中输电电网为59亿美元。预计到2050年的总需求将达到7000亿美元。

尽管在经济增长计划中具有战略作用，但越南电力行业的发展仍存在一些挑战，需要在政策方面大力改进，包括：

- 能源基础设施，尤其是绿色能源基础设施仍较为薄弱。
- **政策虽有革新但进展缓慢：**修订后的第八号电力规划强调优先发展国内天然气发电项目，以确保国家能源安全和实现经济增长目标。越南已发现多个大型天然气田，如：B区块或蓝鲸等重点项目，因涉及消纳路线图及价格机制建设等问题，持续面临延期。与此同时，风电和太阳能项目的**上网电价补贴政策（FIT）**对现有项目产生影响，引发投资者对政策稳定性的担忧，以及后续项目的实施信心。

2026年电力企业经营展望：

- **水电：**得益于拉尼娜现象预计将持续至2026年3月，水电前景依然乐观，随后转为中性状态，降水量回归常年平均水平。西原和南部地区的降水量预计将偏多，其中2026年3月的降水量可能较平均水平高出10-25毫米。
- **煤电：**鉴于水电发电量的调度将不如2025年高，预计煤电的调度量将在明年有所改善，电价更为有利，这将有助于改善行业内企业的收入和毛利润。此外，煤电企业短期内仍受益于煤炭价格的下降趋势，然而长期来看，由于全球电力需求巨大，仍潜藏着价格风险。
- **天然气发电：**产能扩张，特别是液化天然气（LNG）发电领域取得里程碑进展，首座LNG发电厂将于2025年底投入运营。然而，该领域仍面临诸多挑战，因其对天然气价格波动和国内气源供应较为敏感。由于对天然气价格波动和国内天然气供应的敏感性，该领域仍面临许多挑战。
- 对于**工程建设企业**，随着行业内投资的扩大，预计其积压订单（backlog）价值在下一阶段将继续保持良好的增长势头。

2026年投资展望：

- **电力股：**在水电调度减少及煤价处于利好周期的情景下，煤电股有望迎来积极复苏。水电表现积极，但增长势头减弱。
- **电力工程建设股：**积压订单量庞大，加上根据第八号电力规划关于电源与电网的投资周期。

推荐关注股票：PC1、REE、POW

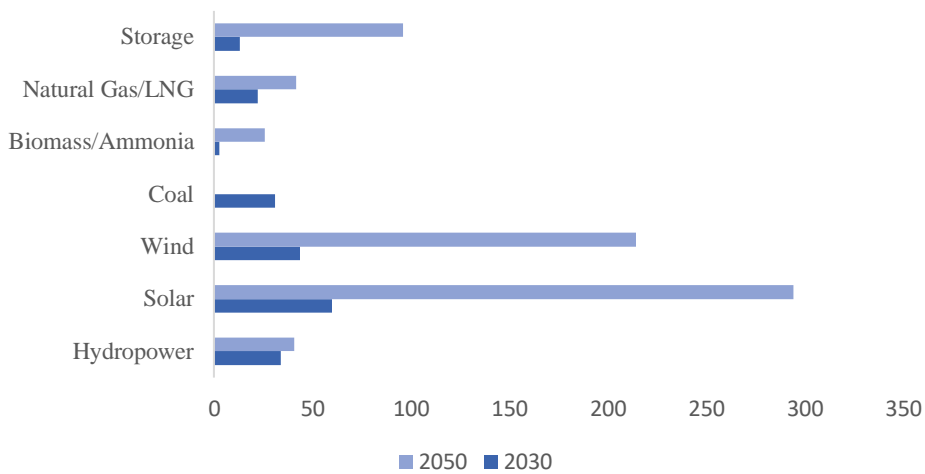
2025年越南电力行业价值链



2025年颁布/生效的电力政策

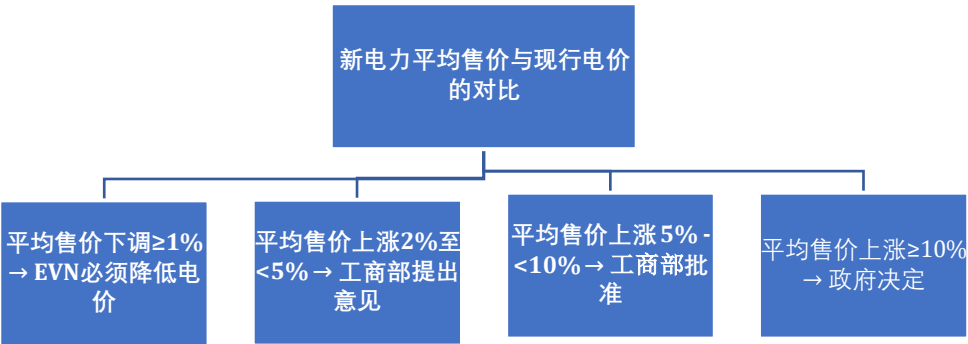
文件	生效时间	主要内容
《2024年电力法》	2025年2月1日	框架法规范电力行业的所有活动：规划、电源与电网投资、竞争性电力市场、电力购销、电力安全、可再生能源发展。
第 56/2025/NĐ-CP 号议定	2025年3月3日	《电力法》实施指导细则，关于电力规划、投资及项目招标。
第 57/2025/NĐ-CP 号议定 (DPPA)	2025年3月3日	可再生能源电厂与大型客户（通过专线或国家电网）之间的直接购电机制（DPPA）扩大参与的可再生能源范围。
第 58/2025/NĐ-CP 号议定	2025年3月3日	规定海上风电及可再生能源项目。
第 72/2025/NĐ-CP 号议定	2025年3月28日	根据生产 - 分销环节的实际成本调整平均零售电价的时间和机制。
第 07/2025/QĐ-TTg 号决定	2025年3月31日	规定：平均零售电价最低为 1,826.22越南盾/kWh，最高为 2,444.09越南盾/kWh。
第 768/QĐ-TTg 号决定 (调整PDP8)	2025年4月15日	调整提升产能，增加新电源，优先可再生能源。
第 1415/QĐ-TTg 号决定	2025年6月30日	至2030年电力行业发展战略、2050年愿景（电源与电网、人力资源、技术发展的长期方向）。
第 253/2025/QH15 号决议	2025年12月11日	国家能源发展的综合机制与政策（涉及电力、市场、可再生能源、碳排放、基础设施）。

Capacity Changes of Power Sources (GW)



源: 调整的第八电力规划

越南平均零售电价的调整机制



源: 工商部

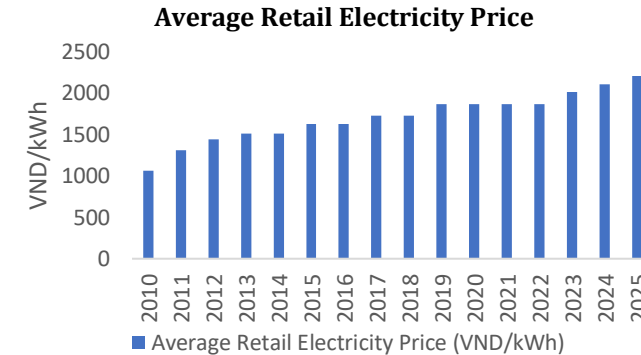
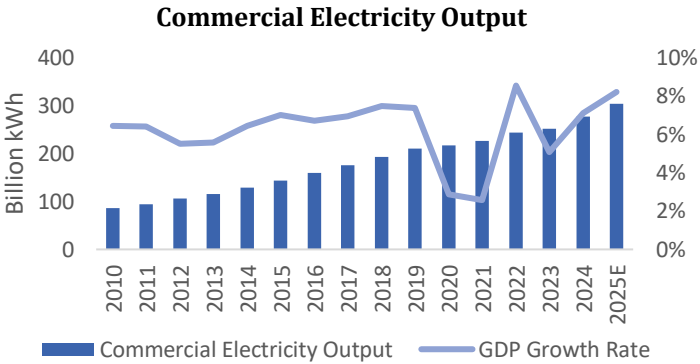
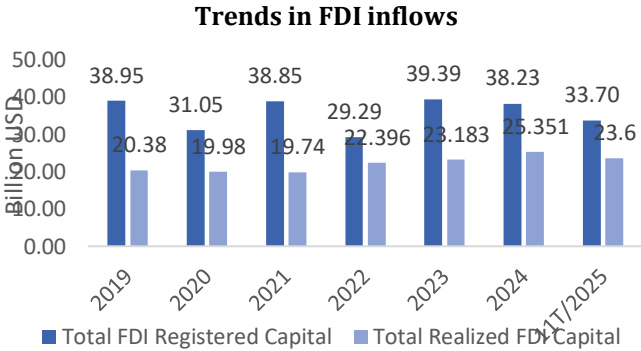
经济增长及其对电力需求的影响

宏观经济背景：经济高速增长与电力供应能力迫切需求

- 预计到2026年，越南经济将继续保持高于区域平均水平的正增长，基准情景下GDP增速将达到两位数，在有利情景下甚至可能更高。增长动力将来自公共投资、工业生产复苏、服务业扩张以及吸引新的外国直接投资。
- 在此背景下，**电力需求增速持续高于GDP增速**，反映出电力在工业化、城镇化、基础设施建设和经济数字化进程中日益重要的作用。这种关系表明，无论哪个行业，经济增长都必然拉升电力需求。
- 据监管机构和研究机构估计，在越南，**经济活动每增长1%，电力需求就会增长1.5至2倍**。在此背景下，即使GDP增速保持在“高正常”水平（7%~8%），电力需求仍将以较低的两位数增速增长，这将在中短期内给电力系统带来巨大压力。

重点在于扩大系统容量

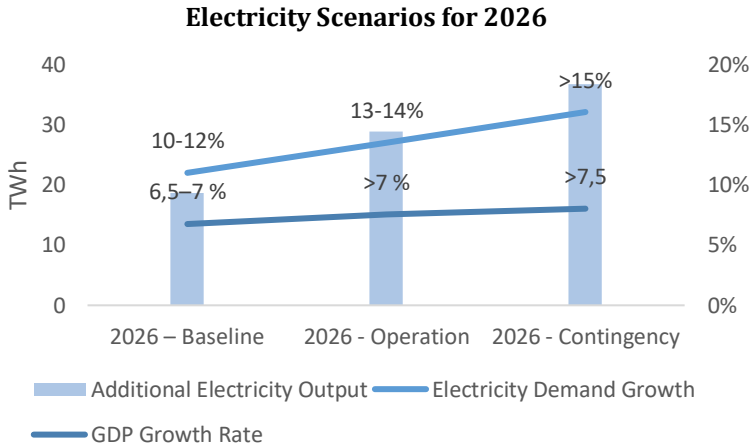
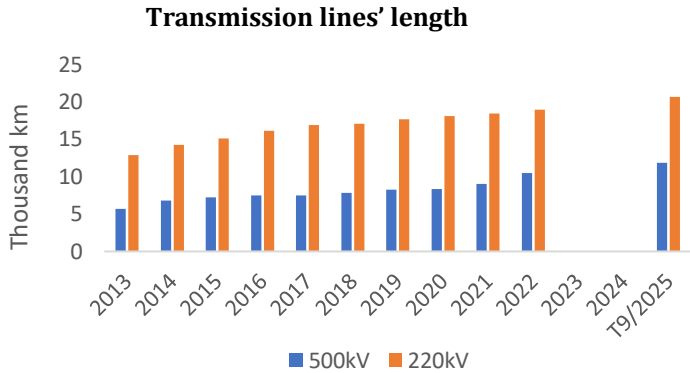
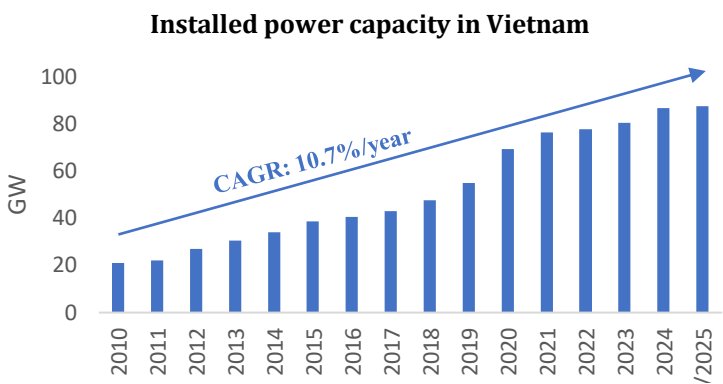
- 根据越南电力集团（EVN）的报告：到2025年底，整个电力系统的总发电容量（不包括进口电力）达到约**87600兆瓦**，比2024年增加约**6400兆瓦**。越南电力系统的发电容量在东盟地区排名第二。在电网建设方面，2025年，越南电力集团及其子公司启动了215个项目，并完成投运260项110千伏至500千伏输变电工程，为系统新增约27000兆伏安的容量和3900公里的输电线路。
- 关于2026-2030年期间的投资资金需求：用于开发能源和输电网的总投资额相当于1363亿美元，其中：能源投资约1182亿美元，输电网投资约181亿美元。具体而言，2026年，越南电力集团计划开工建设87个项目，并完成及投运86个项目，以确保电力系统安全运行并满足不断增长的用电需求。



第八电力规划为加强越南电力系统奠定了基础

- 电力规划导向——短期内优先保障供电安全（2025–2026年）：尽管《电力发展规划八》（修订版）在长期具有较大的扩张雄心，但受电源和电网建设进度仍然受限的影响，当前运行管理的重点仍是确保电力供应充足。
- 负荷压力持续上升：在高经济增长和最大负荷（Pmax）快速增长的推动下，电力系统被迫在高负荷状态下运行。2025年全国用电量估计为3310亿千瓦时，同比增长7.4%。
- 2026年灵活性运行：越南工贸部制定了2026年电力系统运行的三种方案（350–370太瓦时），反映了为应对高负荷增长情景和供电风险所需的准备。
- 基荷电源仍发挥主导作用：在过渡阶段，燃煤电厂、水电和燃气轮机电源仍是系统调度的支柱；可再生能源则在电网技术约束和系统平衡能力允许的范围内提供支持。

情景	2025年（参考）	2026年 - 基础	2026年 - 高	2026年 - 极高
电力需求增长率		10-12%（天气正常）	13-14%（持续高温）	>15%（极端天气广泛）
发电量（10亿千瓦时）	331.4	350.01	360.26	368.1
发电量增长率（%）		10-12%	13-14%	>15%
预期 GDP（%）		6.5-7%	>7%	>7.5%



电力市场改革为中期发展奠定了坚实基础

越南电力市场发展路线图早在多年前开始启动，分为三个主要阶段——从越南电力集团（EVN）的垄断模式过渡到竞争性电力生产市场（VCGM 2012）、竞争性批发市场（VWEM 2019）和竞争性零售市场（VREM，2025年后）。新的法律框架包括：2024年《电力法》，该法首次明确定义了“竞争性电力市场”；以及第16/2025/TT-BCT号通知，旨在完善了VWEM的机制，并为VREM奠定了基础（据nangluongvietnam报道）。

根据已公布的路线图，预计：

- 自2026年7月1日起越南将正式实施竞争性批发电力市场（VWEM）；
- 自2027年1月1日起，越南将逐步过渡到竞争性零售电力市场（VREM）。

在初期阶段，这些模式通过受控的试点机制实施，参与度和自由化程度有限，旨在评估其影响并在推广前完善制度框架。

然而，*短期内，由于以下原因，电力市场改革并未显著改变供需状况和峰值功率风险：*

- 基础和灵活电源结构在基础设施方面未得到改善；
- 电价未能充分反映高峰时段的电力短缺程度；
- 国家在系统运行中仍占据主导地位。

因此，试点阶段竞争性电力市场的影响主要体现在制度层面，而非立即提升供电能力。

然而，从长远来看，企业将迎来巨大的机遇。能源投资商可以更加积极地通过市场机制开发和销售电力；大型电力用户可以获得灵活的购电方式，例如购电协议（DPPA）；未来，私营电力零售商的出现将构建一个更具竞争力、更加多元化、更加以消费者为中心的电力生态系统。

总结

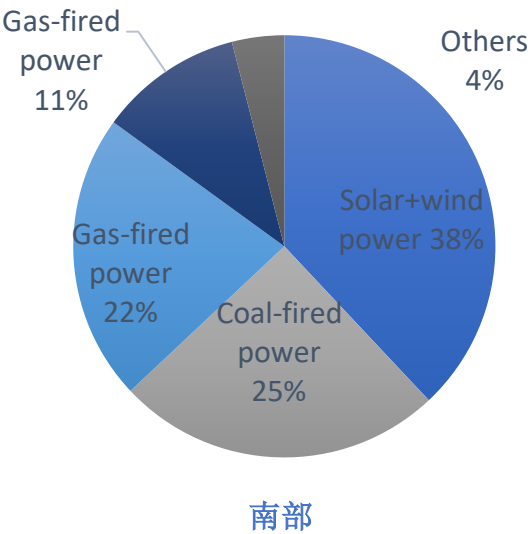
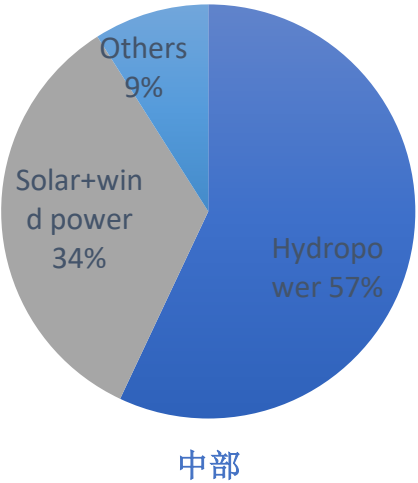
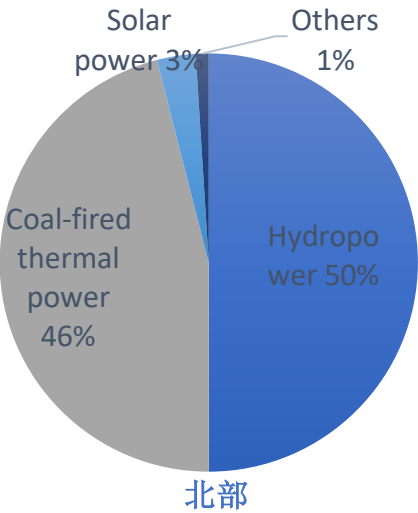
宏观经济和政策因素综合分析表明，越南电力行业正面临增长悖论：电力需求随着经济发展而快速增长，但快速补充基础电源和输电基础设施的能力仍然有限。在此背景下，短期政策优先考虑供电安全和系统稳定，而规划和市场改革在中长期内则发挥着至关重要的作用。

2025年电力生产现状

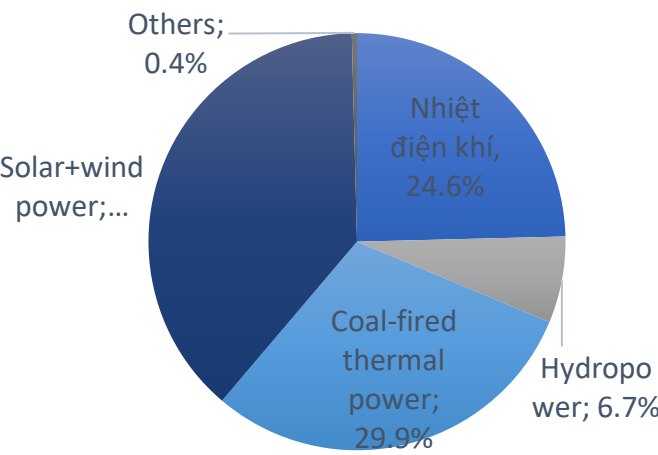
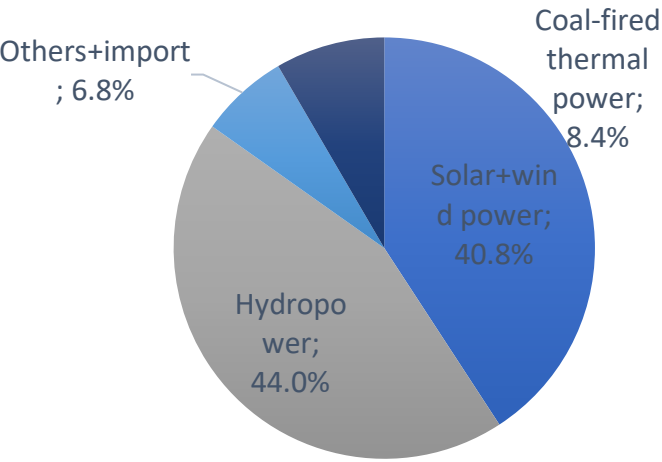
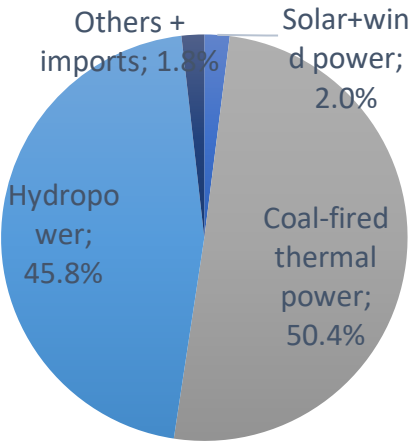
由于能源输入资源分布不均，导致全国三大区域在电力能源配置方面存在失衡现象。据此，燃煤火电作为装机容量占比最大的电源，主要集中在北部地区，如海防、海阳和广宁等省份。水电则主要分布在三大河流系统周边地区，包括沱江（sông Đà）、色山河（Sê San）和同奈河（Đồng Nai）。与此同时，燃气火电以及可再生能源（太阳能和风能）主要集中在中部和南部地区。电力生产设施按照区域集中建设，主要基于能源资源的地理优势以及生产技术要求，以实现输入成本的最优化。

区域电力供应结构

2020年



2024年



2025年各类电源生产现状

1. 热电

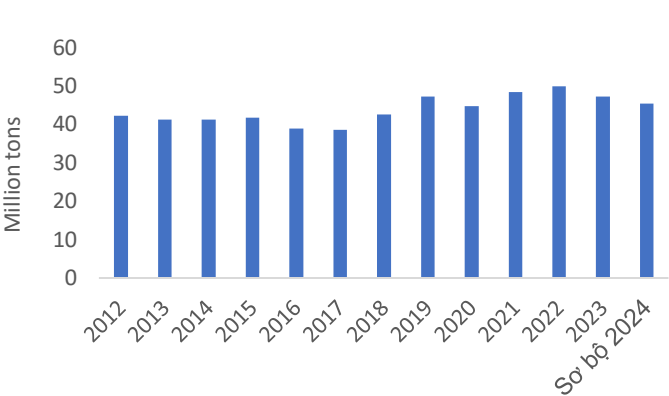
1.1 煤电继续发挥基荷电源作用，受益于煤炭价格低廉，但2025年优先水电，因此其调度的发电容量有所下降

在越南的电源结构中，煤电在系统运行方面继续发挥着关键作用。尽管其装机容量占比仅为30-32%左右，但煤电贡献了近一半的总发电量，这反映了其较高的可用系数和大多数时段的稳定发电能力。在最大用电负荷快速增长且集中于夜间的背景下，煤电是少数能够确保持续基荷供电的电源之一，特别是在用电负荷压力最大的北部地区。然而，由于环境、财务以及减排政策导向等障碍，未来煤电的扩产空间非常有限。因此，煤电在未来阶段的前景更多是维持其运行作用，而非扩大规模，重点在于优化现有电厂的效率和确保其可靠性。

在努力提高内在效率的同时，进口煤炭继续在保障能源安全方面发挥战略作用，近年来，在进口煤价下降的背景下，进口煤量持续增长——2025年前9个月，进口煤炭价格约为102.2美元/吨（同比下降17.1%）。根据第174/2025/ND-CP号议定，煤炭的增值税（VAT）从10%降至8%，预计未来煤炭需求将趋于增加。从长期来看，该行业致力于在2030年后形成充分竞争的煤炭市场，并在2040年前做好重点红河煤盆地试验开采项目的准备工作，为能源行业开启可持续发展潜力。

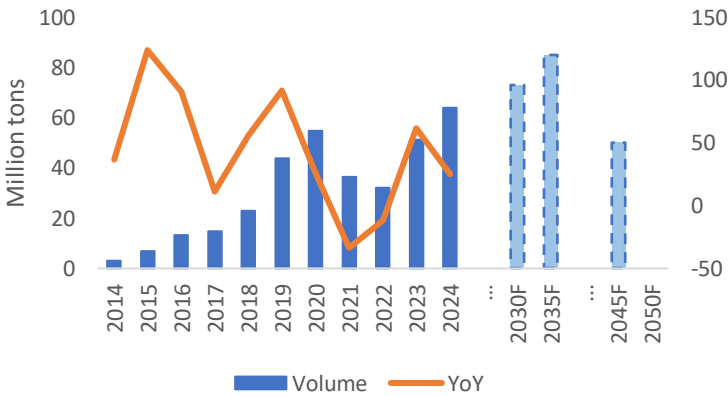
越南预计将继续增加煤炭进口，其背景是：(1) 全球煤炭市场进入稳定期，电力生产用煤的需求增速放缓（同比增长1.5%）；(2) 供应过剩的状况，尤其是中国市场的高库存，导致国际煤价降至2021年以来的最低点，并在2025年上半年维持在低位。这为越南等煤炭进口国创造重要的短期机遇，当煤电的投入成本变得更加合理时，有助于稳定国内零售电价。然而，这只是暂时性因素，因为国际能源署（IEA）预测未来两年全球贸易量将缩减，而越南却是少数几个被预测将增加进口的主要进口国之一，这表明其电力生产的内在需求依然巨大，长期价格压力依然存在。

Coal production in Vietnam



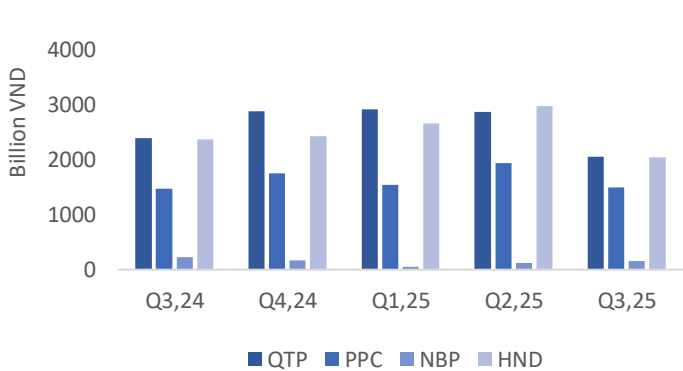
源: GSO, 煤炭行业发展战略草案

Coal import volume in Vietnam



源: 海关总局

Thermal power enterprise revenue



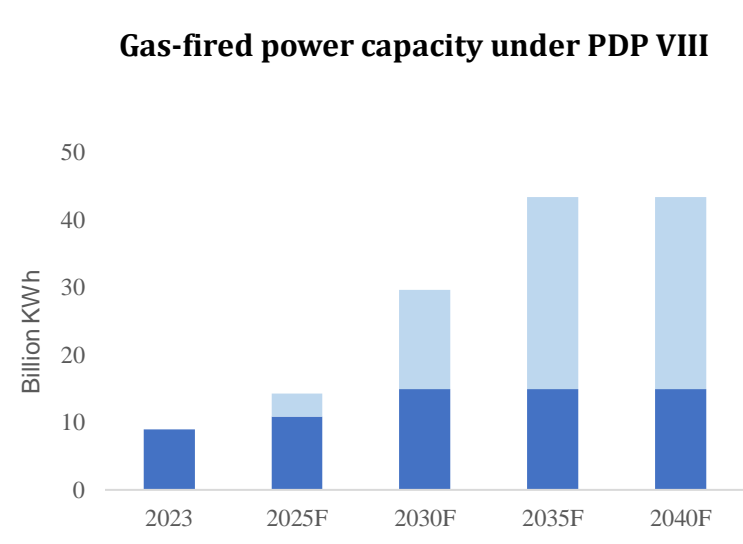
源: FiiiproX, GTJASVN Research

1.2 天然气发电与液化天然气（LNG）——政策上的过渡性能源，但受成本与基础设施制约

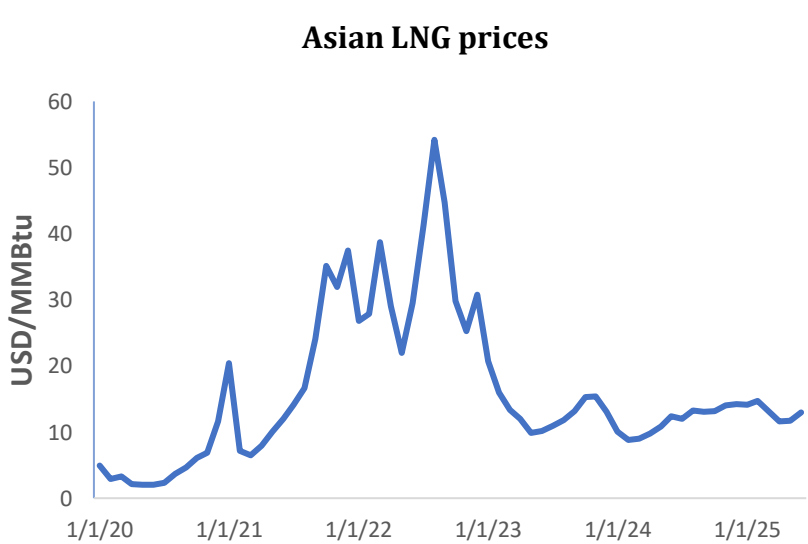
天然气发电，特别是液化天然气（LNG），在减少对煤炭依赖和迈向更低排放的战略中被定位为过渡性的基荷电源。2025年具有特殊的里程碑意义，越南首批两个LNG发电厂（仁泽3&4号）正式投入运营。与此同时，多个其他LNG项目正处于启动阶段。

从技术角度看，与煤电相比，联合循环燃气电厂具备运行灵活性与更低排放的优势。然而，在越南，天然气发电的短期作用仍然受限，原因在于国内天然气资源递减、进口液化天然气成本高昂且波动较大，以及合同机制和融资安排方面存在障碍。大型液化天然气项目需要一个具备足够吸引力和稳定性的电价机制来确保财务可行性，而这仍是尚未完全解决的瓶颈。因此，在2026年，液化天然气发电难以成为主力电源，其主要作用将是在系统紧张时期提供补充，具有战术性意义。

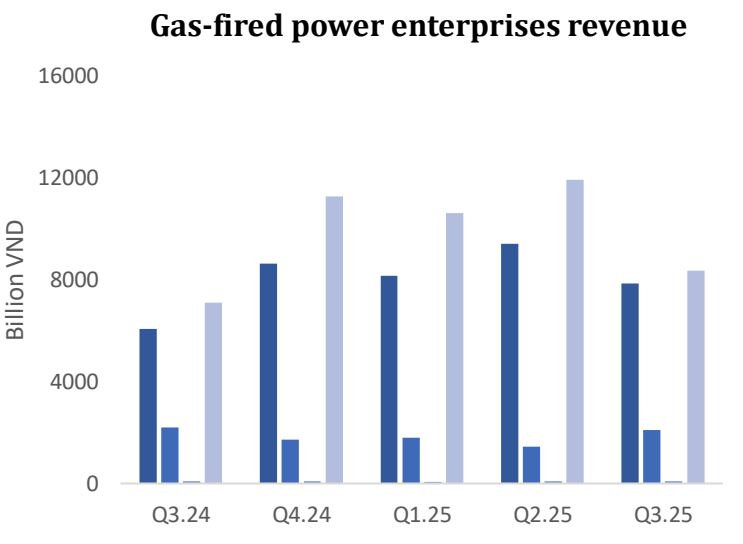
T在天然气发电行业中，2025年经营业绩继续显示出企业间明显的分化态势。POW是效益最为稳定的公司，其税后净利润连续多个季度增长，并在2025年第三季度达到9480亿越南盾（较上年底增长近9倍），尽管收入仅在7.855万亿越南盾水平小幅波动。NT2也实现显著改善，其2025年第三季度税后净利润大幅增长至3260亿越南盾，尽管收入因季节性调整，达到2.081万亿越南盾。相反，PGV 的经营状况不稳定，利润波动较大，第二季度出现亏损，2025年第三季度营收为8.346万亿越南盾，税后利润仅为1670亿越南盾。最后，BTP仍是利润率稳定性最差的企业：尽管2025年第三季度营收达678亿越南盾，税后利润仅为85亿越南盾，反映出其运营效益尚未稳固。总体而言，天然气发电组仍呈现较大分化，其中POW和NT2保持优于其他企业的效益。



源: 第4967/TTr-BCT 号签呈, 2022年8月



源: Bloomberg



源: PVGAS, GTJASVN RS 10

根据第八电力规划调整方案 2025-2030年阶段重点燃气发电项目清单

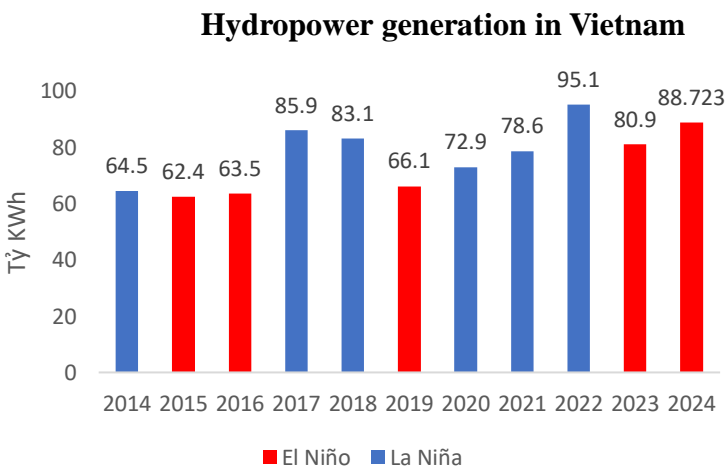
电厂	预计容量(MW)	投资方	完成时间	进度
LNG 广宁	1500	PV Power – Colavi – Tokyo Gas – Marubeni	2028 - 2029	预计2026年初开始建设
LNG 太平	1500	Tokyo Gas, Kyuden Int., Truong Thanh VN	2028	正在施工
LNG 广泽 II	1500		2028	正在编制可行性研究报告（FS）
LNG 海陵一期	1500	T&T Group, KOGAS, KOSPO	2028 - 2029	自2022年施工但进度缓慢
仁泽3号和仁泽4号电厂	1624	PV Power	2025	预计2025年底投入商业运行
LNG 协福一期	1200	Hiep Phuoc Power Co., Ltd. (HPPC)	2028 (可能提前至2027年)	正在施工
LNG 隆安 I	1500	VinaCapital GS Energy Pte. Ltd.	2028 - 2029	正在编制可行性研究报告（FS）
山美 I BOT 热电厂	2250	EDF – Kyushu EP – Sojitz – Thai Binh Duong Group JSC	2028	
山美 II BOT 热电厂	2250	AES Group	2028	
LNG 薄辽 (*)	3200	Delta Offshore Energy (DOE)	2025-2030	
LNG 宜山 (*)	1500	POSCO International	2028	规划建设琼立-宜山LNG项目群，预计2027年第一季度动工
LNG Ca Na (*)	1500		2028	投资商遴选阶段末期
LNG 海防一期	1600	VinEnergó Energy JSC	2030	正在施工
LNG 协福二期	1500	Hiep Phuoc Power Co., Ltd. (HPPC)	2025 - 2030	
LNG 龙山 (*)	1500		2031 - 2035	正在寻找投资商
LNG 隆安 II	1500	VinaCapital and GS Energy	2031	
LNG 公青 (**)	1500	VinaCapital and GS Energy	2031 - 2035 (可能提前至 2026-2030年)	已签署谅解备忘录（MOU）
LNG 海防二期 (**)	3200	VinEnergó Energy JSC	2031 - 2035 (可能提前至 2025 – 2030年)	
LNG 永昂 III (**)	1500		2031 - 2032	建议由PV Power作为投资商
LNG 广泽 III (**)	1500		2031 - 2035	正在编制可行性研究报告（FS）

源：第八电力规划调整、GTJASVN Research

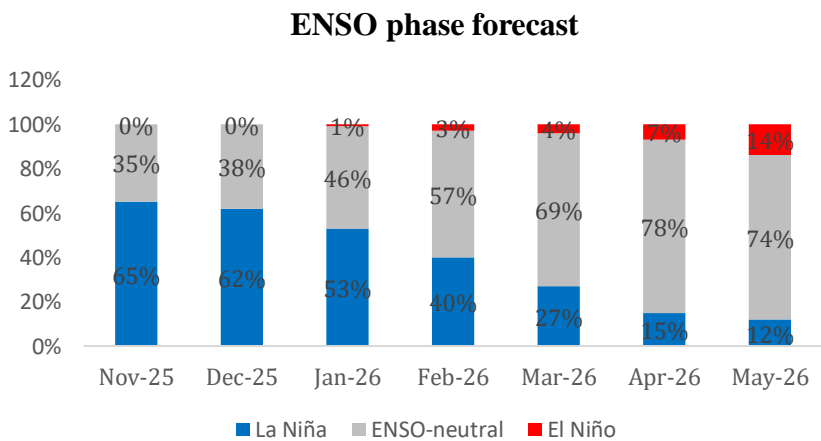
2. 水电——2025年因水文条件有利而表现积极

提升发电容量与发展抽水蓄能水电。根据第八电力规划（第768/QĐ-TTg号决定），水电总装机容量（含小水电）预计到2030年将增至33294–34667兆瓦，相当于较2022年增长约41–47%，并在2050年达到40624兆瓦（较2030年阶段再增长约20%）。水电容量的扩展方向是基于保护环境、森林和水资源的前提，最大限度地挖掘剩余潜力，而非无序开发大型项目。

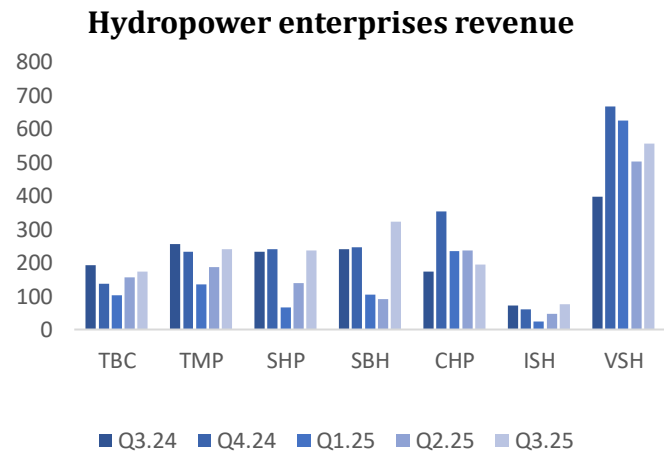
得益于有利的水文条件，预计**2025年底和2026年初**将取得积极的营业成果。据预测，水电企业有望受益于2025年最后三个月开始出现并持续至2026年初的拉尼娜现象。拉尼娜现象发生的概率较高，意味着越南北部和中部的降雨量将较为充沛，有助于水库蓄水，从而推动发电量强劲复苏。从2026年3月起，拉尼娜现象预计将减弱，ENSO中性状态将重新占据主导地位，届时水库来水量将回归平均水平。因此，预计水力发电量将保持稳定，并有望在2026年第三季度末之前保持稳定的发电水平，不受ENSO的影响。



源: EVN, GTJASVN Research



源: NOAA, IRI, GTJASVN Research



源: FiiiproX, GTJASVN Research 12

2. 水电——2025年因水文条件有利而表现积极

- 2025年11月，和平二号水电站已投入运营。同时确保重点项目进度：和平水电站扩建：2025年11月实现2号机组发电；力争2025年12月完成全部工程；集中一切资源，紧密跟进并督促完成征地拆迁工作，以开展治安水电站扩建项目；按照已签署的合同进度，实施博爱抽水蓄能电站项目。
- 在电网投资建设方面，加快推进220千伏相阳-都良、都良-南禁输电线路的投产送电；2025年第四季度启动500千伏和平二号开关站及其并网工程；加快连接石美500千伏变电站的4回500千伏输电线路的建设进度。

根据第八电力规划实施计划的水电项目清单

项目名称	新增容量 (MW)	投资方	完成时间	进度
和平水电站扩建	480	EVN	2025	完成
安山水电站	90	平明旅游与建设集团	2026	正在施工
Nam Cum 1、4、5号水电站	100,8	芒齐电力发展股份公司	2025-2030	Nam Cum 4、5号已完成；1号正在施工
Nam Cum 2、3、6号水电站	83	芒齐电力发展股份公司	2027	Nam Cum 2、3号已完成；6号已交地
回春水电站	102	VNECO	2027	正在调整投资主张
美里水电站	120	美里- Nam Mo水电股份公司	2029-2030	正在调整投资主张
Nam Mo 1号水电站（越南段）	51	美里- Nam Mo水电股份公司	2029-2030	正在调整投资主张
Ialy 水电站扩建	360	EVN	2024	完成
Đak Mi 1号水电站	84	BB Group	2026-2030	正在施工；预计1号机组2026年发电
治安水电站扩建	200	EVN	2027	正在施工

3. 可再生能源发电（包括太阳能和风能）- 增长但不稳定

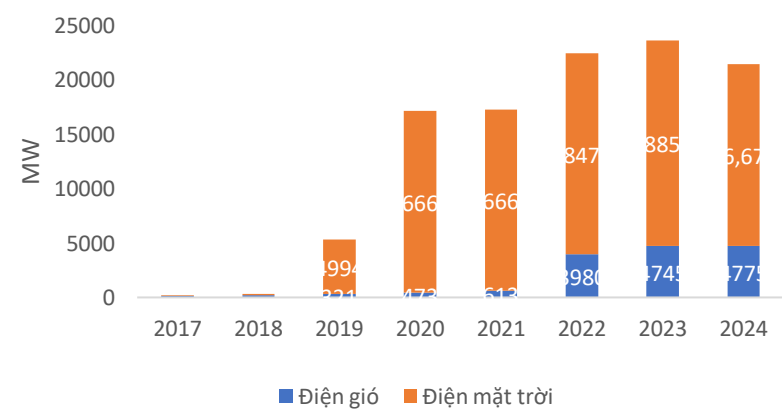
2025年被视为行动的关键之年，多项政策开始落地实施，推动可再生能源项目投入运营。根据2025年4月获批的修订国家电力发展规划（PDP8），到2030年可再生能源的规模目标被大幅提高，其中太阳能发电目标设定为46-73吉瓦，陆上风电为26-38吉瓦（不包括海上风电）。这反映了在2025-2030年加快装机容量部署的趋势。

然而，由于许多项目尚未签署购电合同，实际装机容量与安装规模之间存在较大差距。到2025年中期，85个转型可再生能源项目中仅有约16个（约943兆瓦）与越南电力集团就购电价格达成一致。这反映出市场瓶颈与电价机制仍是本年度的突出难题。

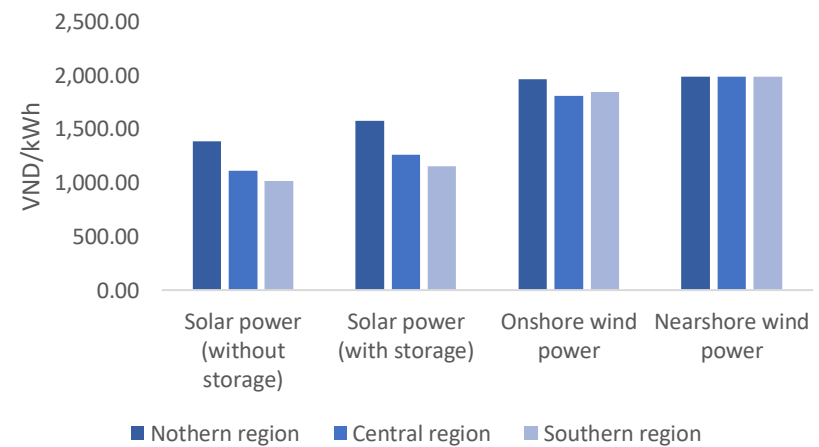
海上风电——长期潜力，但短期内尚无法成为主要发电来源

海上风电在长期规模和产量方面被评估具有巨大潜力，同时符合能源转型的方向。然而，该领域在技术、法律和财务方面都非常复杂，准备和实施时间较长。在当前背景下，许多海上风电项目仍处于研究或准备阶段，在2030年之前难以对电力系统做出显著贡献。因此，对于2026年的展望，海上风电应被视为长期战略选择，而非实际的运行变量。

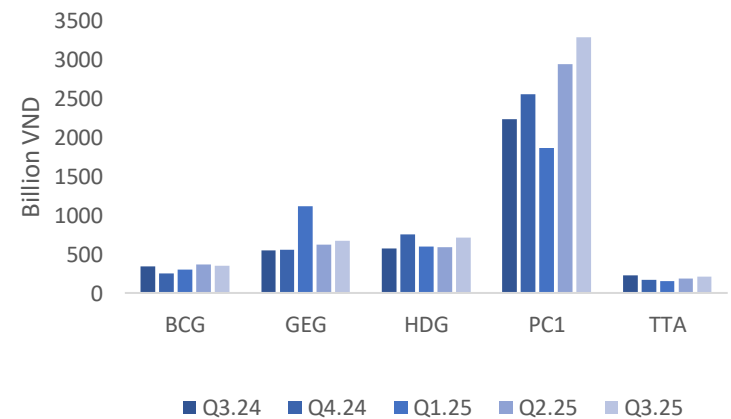
Renewable energy capacity



2025 electricity generation price framework by region



Renewable energy enterprises revenue



3. 可再生能源发电（包括太阳能和风能）- 增长但不稳定

根据第八电力规划可再生能源规划

电源类型	根据第八电力规划的容量	根据调整后的第八电力规划预计2024-2030年新增容量（MW）
太阳能发电	12,836 MW	46,459 – 73,416 MW
陆上风电	21,880 MW	26,066 – 38,029 MW（陆上及近海）
海上风电	6,000 MW	6,000 – 17,032
生物质发电及垃圾发电	2,270 MW	2,964 - 4836 MW
灵活电源（火电、燃气等灵活性改造）	300 MW	2,000 – 3,000 MW
抽水蓄能电站	2,400 MW	2,400 – 6,000 MW
电池储能系统（BESS）	300 MW	10,000 – 16,300 MW

储能与负荷管理——电力系统中缺失的拼图

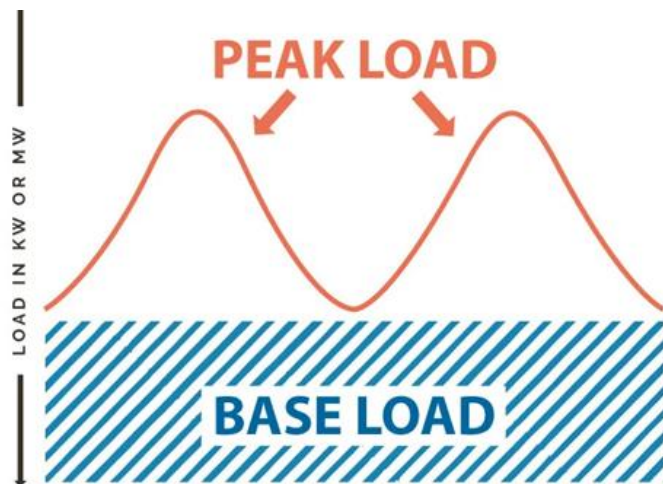
储能能力以及高效负荷管理机制的缺失，是可再生能源系统价值未能充分发挥的原因之一。储能可将白天多余电力转移至高峰时段，同时提供调频和顶峰服务。

然而，在当前阶段，越南的储能规模仍非常有限，不足以显著改变电源调度方式。因此，储能和负荷管理措施目前仅发挥辅助作用，尚无法替代基荷电源保障供电安全。随着分时电力市场及辅助服务机制的完善，这些解决方案的作用预计将在中期得到更明显的体现。

源: VEA, GTJASVN Research

4. 核能 - 重启

根据修订后的第八电力规划（2025年），越南核电进程正得到大力重启，目标是使宁顺1号和2号核电站（4-6.4吉瓦）在2030-2035年间投入运营，以确保国家能源安全并满足高增长的电力需求，重点完善组织机构、解决法律与技术障碍，尽管面临人才与资金挑战，但发展小型模块化反应堆（SMR）仍是到2050年的优先事项。



电力来源的总体结论

综合以上分析显示，在2025-2026年间，越南的供电安全仍主要依赖于现有基荷电源和灵活电源，而可再生能源起补充发电量的作用，尚未能解决系统尖峰容量问题。电力行业的中期前景将取决于改善电源结构、发展电网和储能基础设施，以及市场改革和能源规划的实施进展。

电力板块成分股与投资观点

投资观点与推荐股票:

- ❖ 在明年厄尔尼诺现象再次出现的背景下，预计降雨量将低于多年平均水平，导致水文条件不利，水电产量下降。当水电不再发挥主要的灵活电源作用时，系统将增加燃煤热电以弥补基荷电力缺口，尤其是在负荷高峰期。
- ❖ 因此，投资前景由水电转向燃煤热电，其中水电仅适合拥有大型水库的企业，而燃煤热电则在厄尔尼诺条件下成为直接受益板块。

- ❖ 在第八电力规划优先推动能源结构转型的背景下，风电与太阳能发电仍是中长期受鼓励发展的板块。然而，短期内（2025-2026年），可再生能源的利用受限于电网传输能力与系统平衡要求，尤其是当间歇性电源比例越来越高。
- ❖ 因此，投资前景聚焦于拥有稳定运营的可再生能源组合、地理位置优越且限电率较低的企业，而非那些价格机制尚未完善的新项目。针对此类电源的策略具有选择性及中长期属性，适合愿意承受短期波动以从能源转型趋势中获益的投资者。

投资建议

PC1 – 积累 – 25,100 VND (+11.3%)
REE – 积累 – 68,100 VND (+11.16%)
POW – 中性 – 13,300 VND (+4.7%)

电力板块成分股与投资观点

2026年电力需求持续两位数增长背景下的压力与机遇：

根据已获批的2026年国家电力系统运行方案，其中包含三个主要情景：基础方案：约3500亿千瓦时；运行方案：约3600-3650亿千瓦时；备用方案：约3680-3700亿千瓦时。这些情景均表明2026年电力负荷将保持两位数增长，为各类发电模式带来增长前景：

- 根据中部电力系统调度中心（CSO）数据，预计2026年中部地区电力负荷将较2025年增长9%，总发电量将超过330亿千瓦时。同时系统将新增超过1600兆瓦的电源以及多项重要电网工程。
- 多年来，北部电力系统负荷持续增长，预计未来数年仍将保持约10%的平均增速。其最高日用电负荷和发电量已约占国家电力系统的52%，而北部地区的发电量仅占全系统产量的约三分之一。这对调度和运行工作构成巨大压力，必须确保系统安全、稳定且不间断地运行。
- 越南电力集团（EVN）副总经理表示，预计2026年，全国电力负荷可能增长8%至10%，其中工业领域增长约6%，结合天气因素，预计未来几年电力负荷需求将继续上升。经测算，基本上仍能保障电力供需平衡，但局部在某些时段仍可能出现电力短缺风险，特别是在500千伏输电线路满负荷运行或电压偏低的区域。EVN已要求下属单位加快推进21个提升输变电容量及改造电网的项目，力争于2026年4月30日前完成；同时制定用电高峰时段的负荷调节方案，确保电网最优运行。

电力投资项目实施进度加速：大多数项目按计划展开并如期完成，但由于需求增高，挑战依然巨大。据北方输电项目管理委员会（NPMB）报告，在投资资金计划执行方面，年初EVNNPT下达给NPMB的计划为2749.064万亿越南盾。截至报告之时，实际完成价值达4743.62万亿越南盾（172%），实现到位资金达4012.29万亿越南盾（145%）。预计到2025年底，完成价值将达4752.56万亿越南盾，实现到位资金达4226.72万亿越南盾，基本完成年度下达计划。对于通电投运工作，2025年NPMB完成9个项目的通电。预计2026年，NPMB建议集中资源力争实现13个项目开工，完成11个项目的通电投运。

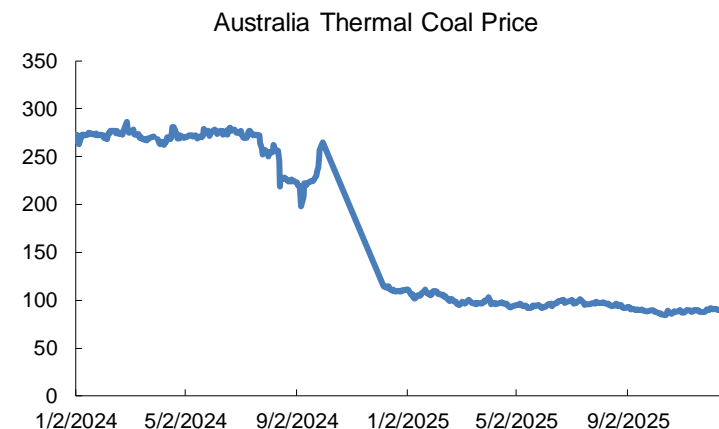
电力板块成分股与投资观点

2025年电力行业企业经营业绩：

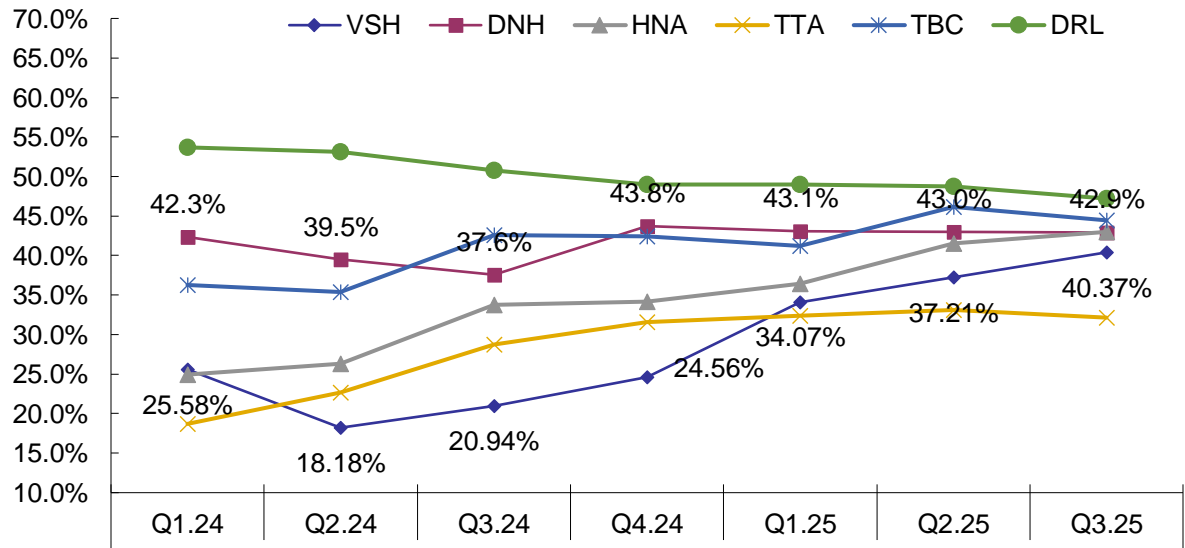
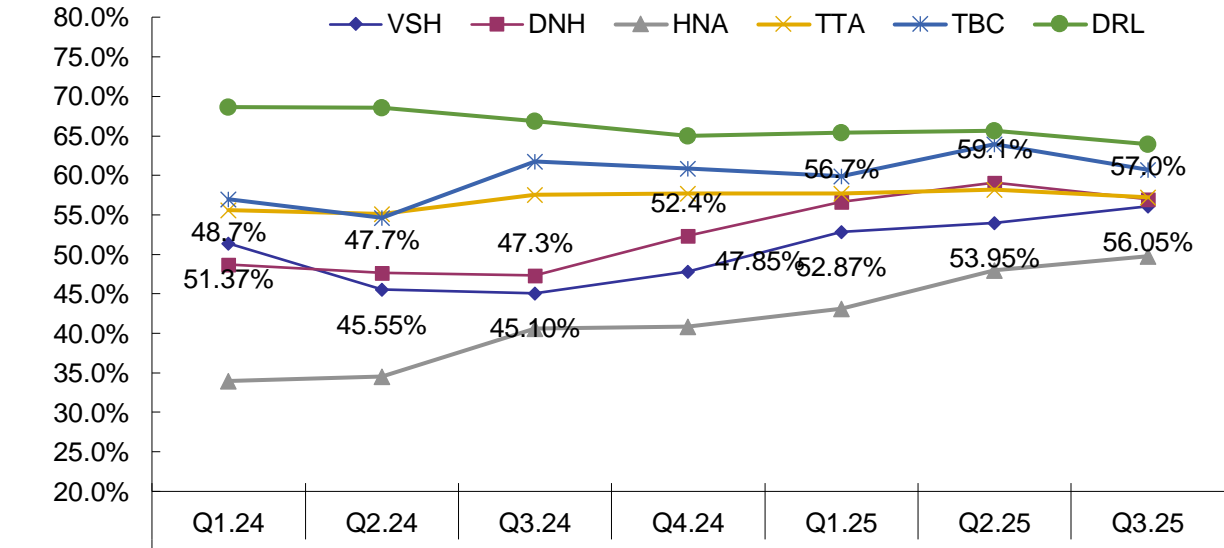
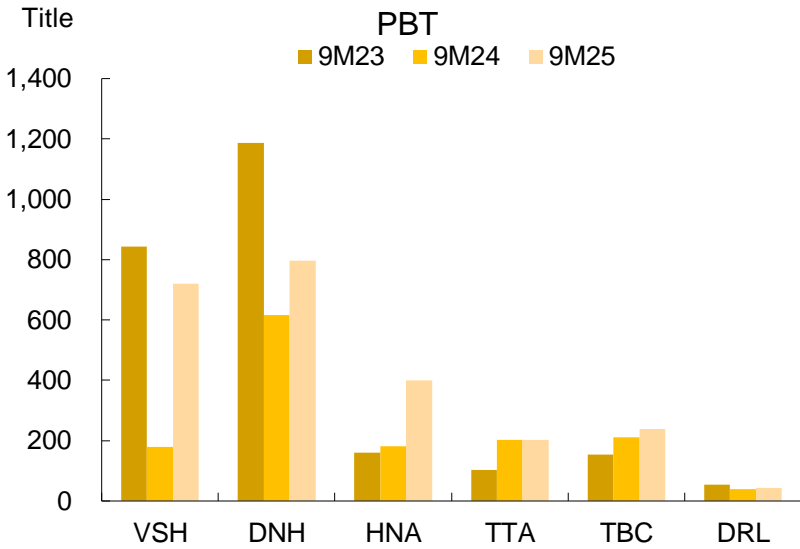
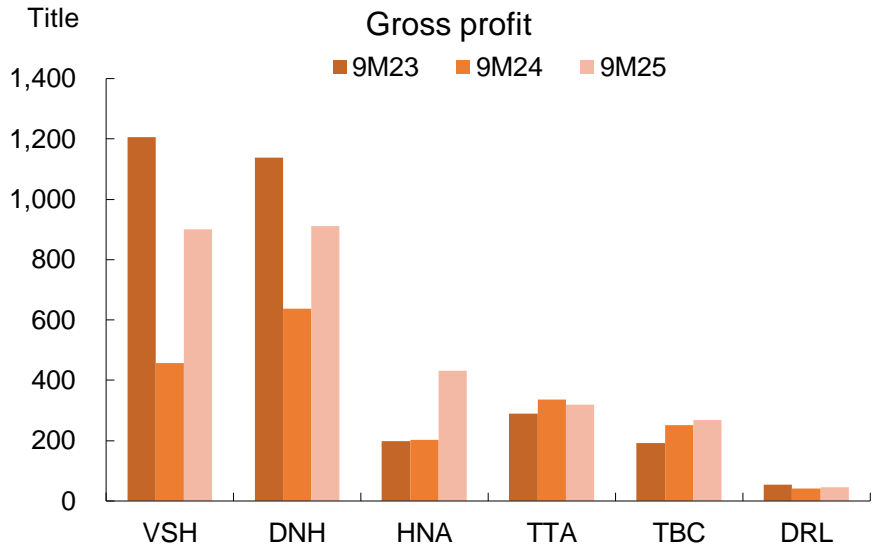
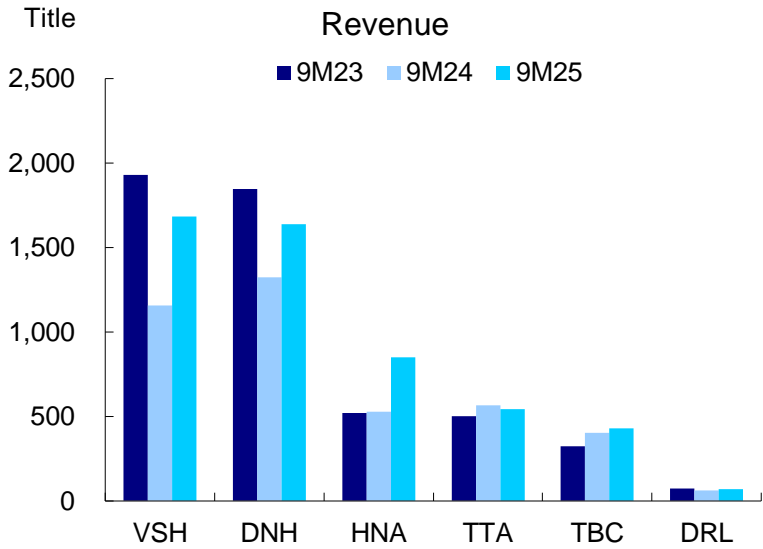
- 2025年，火电企业面临一定困难，主要原因是水文条件良好，水电占优势，且平均上网电价下降。尽管如此，受益于煤价相对有利，火电企业整体利润率仍保持相对稳定。
- 大多数水电企业因发电量增加、利润率显著改善而录得较为积极的经营业绩。
- 电力工程建设企业受施工量增加及在手订单（backlog）规模较大推动，收入和利润均实现良好增长。

2026年经营展望：

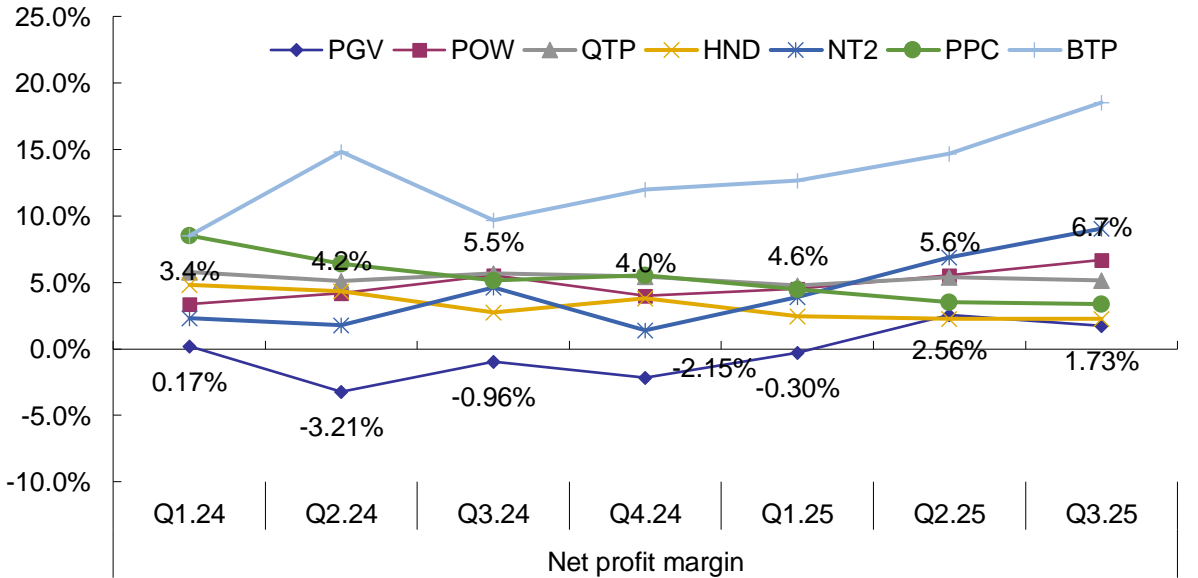
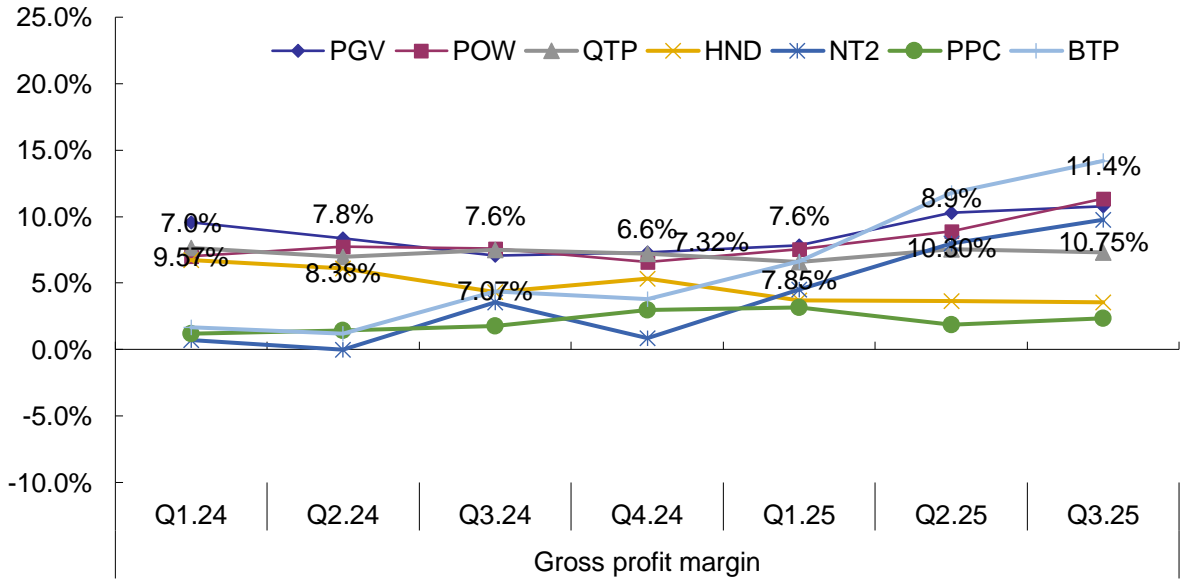
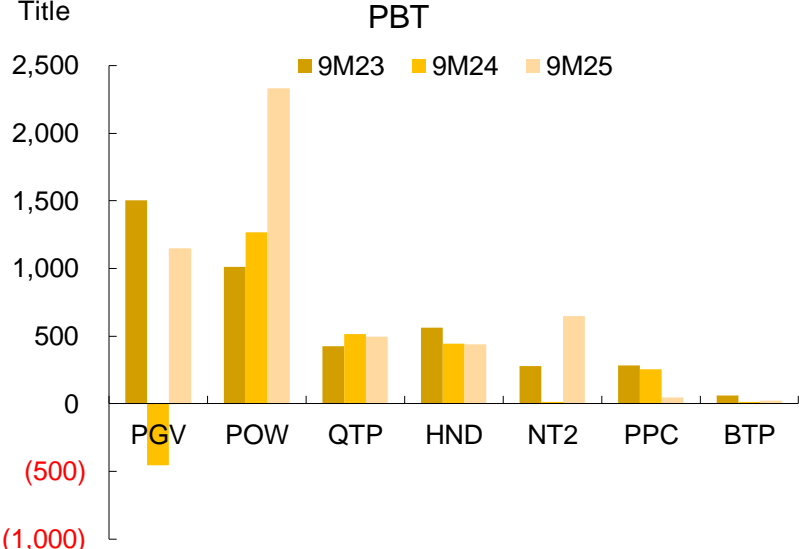
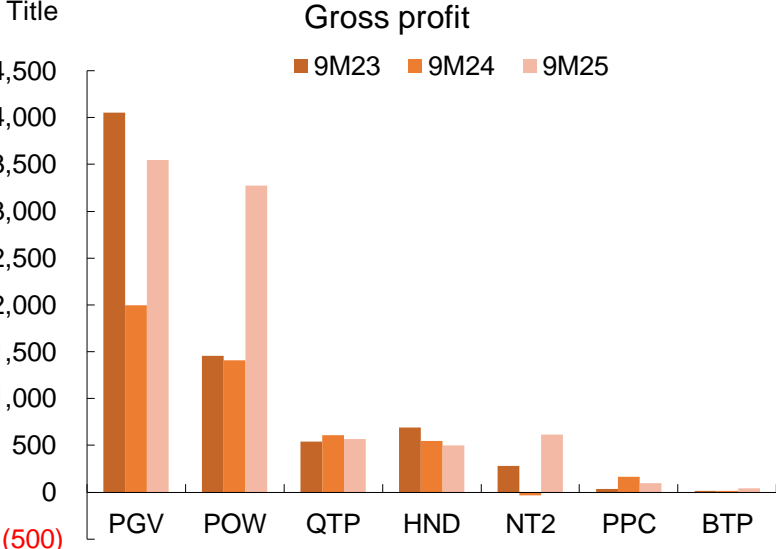
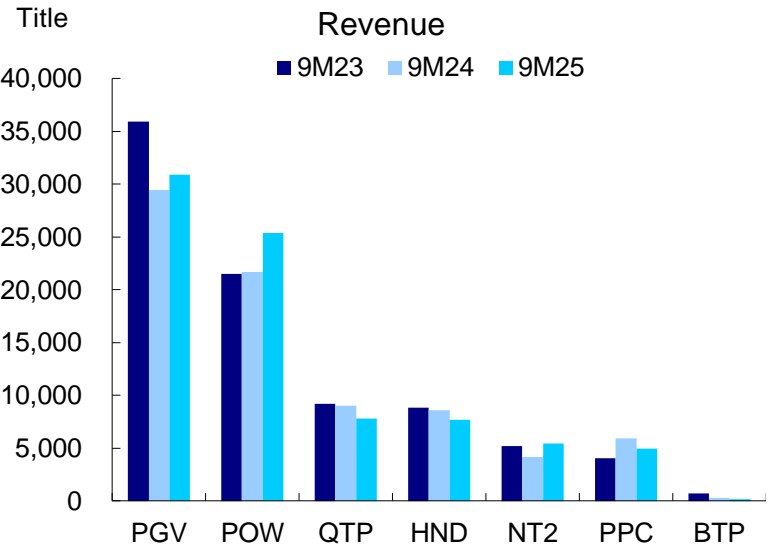
- **水电：**前景持续向好。预计拉尼娜现象将持续至2026年3月，随后转为中性阶段降雨量接近往年平均水平。其中，西原地区和南部地区降雨量有望偏多，2026年3月的降雨量可能较往年平均水平高出10–25毫米。
- **燃煤火电：**预计系统内水电调度水平将不及2025年。在此背景下，燃煤火电的调度水平有望提升，电价有望改善，将有助于提升行业企业的收入和毛利水平。短期内可受益于煤价下降趋势，但由于电力需求庞大，长期仍存在煤价波动风险。
- **燃气发电：**装机容量持续扩张，但对天然气价格波动及国内气源供应情况较为敏感。
- **电力工程建设企业：**预计未来一段时间在手订单价值将继续保持良好增长。



2025年电力板块成分股营业结果 – 水电

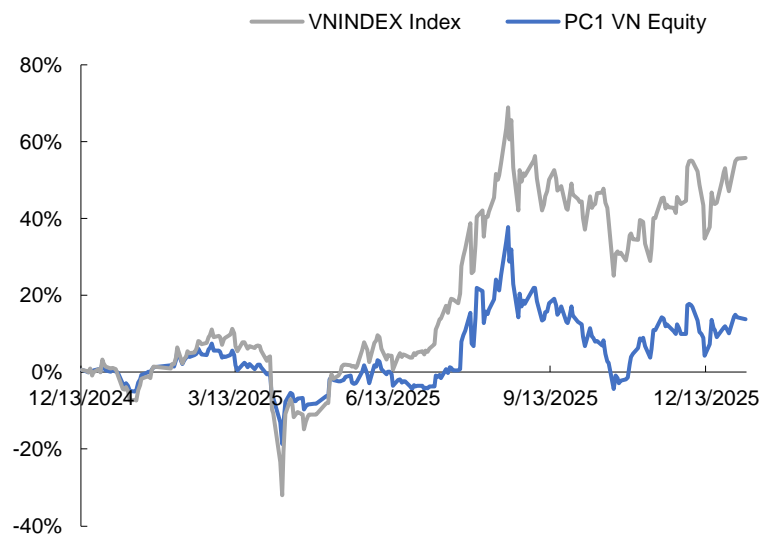


2025年电力板块成分股营业结果 – 水电



PC1集团股份有限公司 (HOSE: PC1)

股价走势



股票信息 (2025年12月31日)

当日价 (VND)	22,850
52周价格波动	16,043 – 27,217
52周平均交易量	3,453,432
市值 (10亿VND)	9,274.12
P/E	16.58
P/B	1.55

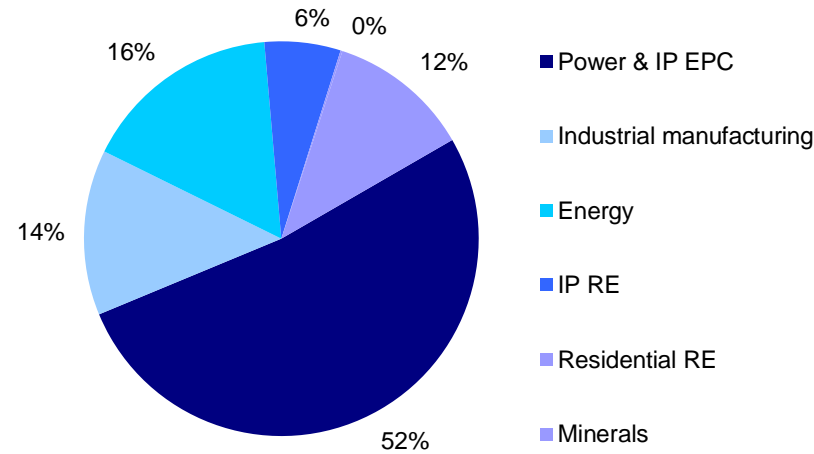
PC1集团股份有限公司是全国电力工程建设领域的领先企业，拥有丰富的国家级输电项目经验，特别是在500千伏电压等级的EPC、PC总承包项目。在确立电力建设咨询领域的行业地位后，PC1已进一步拓展至工业生产、能源投资和房地产投资经营等领域。

投资论点

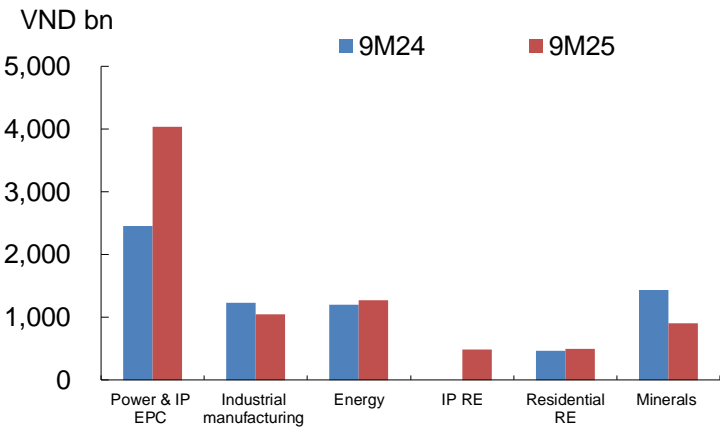
- 电力建设板块在第八电力规划的推动下前景持续看好。PC1的EPC合同积压量因越南电力容量和电网扩展的迫切需求不断刷新纪录。截至2025年9月底，该公司的积压合同价值已达8万亿越南盾。
- 能源板块短期内受益于拉尼娜天气。预计到2026年底两座电站完工后，发电容量将得到扩展。保乐A水电站（30兆瓦）和上河（13兆瓦）两座水电站预计将于2026年底完工，PC1的水电站总装机容量将达到212兆瓦（同比增长25%）。
- 镍矿将在长期内贡献巨大且稳定的收入来源
- 长期前景源于住宅和工业区房地产市场的拓展。黄金塔项目预计将成为2025年第四季度至2026年第一季度的增长动力，而Nomura 2号项目则是中期的增长引擎。

建议: 我们将PC1的目标股价定为25,100越南盾/股，较2025年12月31日收盘价有11.3%的上行空间。**建议: 积累持仓**

Revenue breakdown 9M25



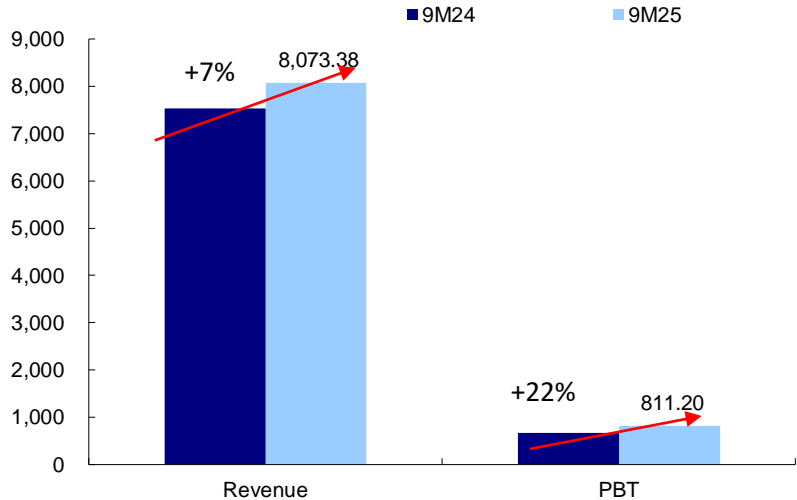
2025年前9个月营收结构



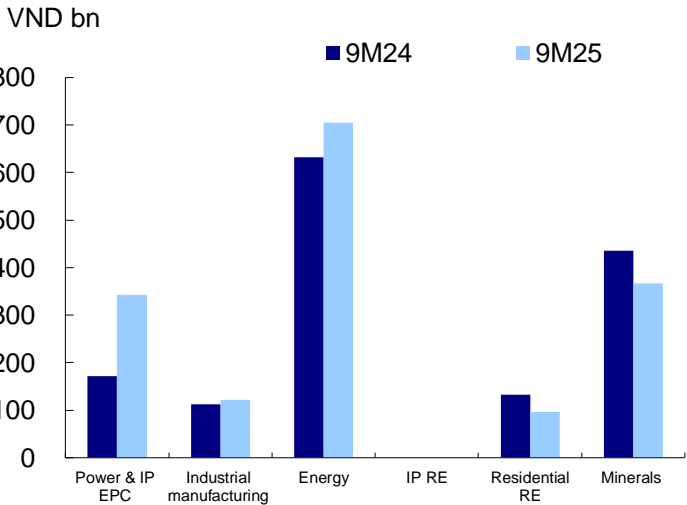
PC1正在实施的工业区房地产项目

工业区	持有比例	面积	租金 (USD/m2)	更新
Nomura 第一期	70%	123	120	已出租，入驻率约100%，提供稳定现金流
Nomura 第二期	99%	123	120	2025年12月动工
安峰 IIA	18.6 %	151	170	已出租约20%，预计2025-2027年加速提升入驻率
安令	30%	49	83	正在分期开发与运营
安卢	30%	66	115	已完成重要法律手续
同文 5	30%	166	90	已完成重要法律手续

VND bn



2025年前9个月毛利润结构



经营前景详情:

1. 电力建设板块在第八电力规划的推动下前景持续看好

由于越南电力容量和电网扩展需求迫切，PC1的EPC合同积压量连续创新高。截至2025年9月底，公司合同积压价值已达8万亿越南盾。

2025年前9个月，PC1成功交付多个大型项目，包括昆岛海底光缆EPC项目、500kV老街-永安输电线路以及 Chan May 物流中心第一期竣工。同时，公司正在实施一系列重点项目：新山一-顺安海底光缆项目、500kV太平-海防输电线路、220kV申渊-老街输电线路。

2. 能源板块短期内受益于拉尼娜天气。预计到2026年底两座电站完工后，发电容量将得到扩展。

随着保乐A水电站（30兆瓦）和上河水电站（13兆瓦）预计于2026年底完工，PC1水电站的总装机容量将达到212兆瓦（同比增长25%）。对于风电领域，我们预计2025年将保持稳定。根据谨慎预测，两座新电站将于2027年初完工并正式并网发电。我们预计PC1电力板块的营收在2026年将与上年持平，随后在2027年实现突破性增长。

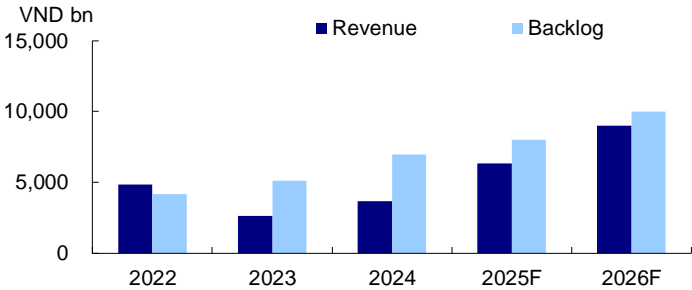
3. 镍矿将在长期内贡献巨大且稳定的收入来源

2025年前9个月，通过优化开采运营，PC1镍板块的利润率从30.4%提升至40.6%，使镍成为PC1毛利润中第二大贡献板块，仅次于水电板块。

4. 长期前景源于住宅和工业区房地产市场的拓展

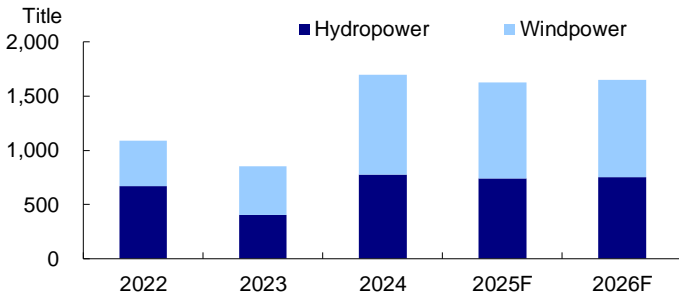
- 住宅地产： PC1预计将于2025年交付并确认来自嘉林县黄金塔住宅区的1.5万亿越南盾收入。
- 工业区地产： 2025年12月19日，日本-海防工业园区二期项目（Nomura-海防二期）举行动工仪式。项目总投资额约2.783万亿越南盾，实施进度不超过24个月，预计将从2028年起为公司带来收入。

2026年电力安装（EPC）板块预估营收与合同积压

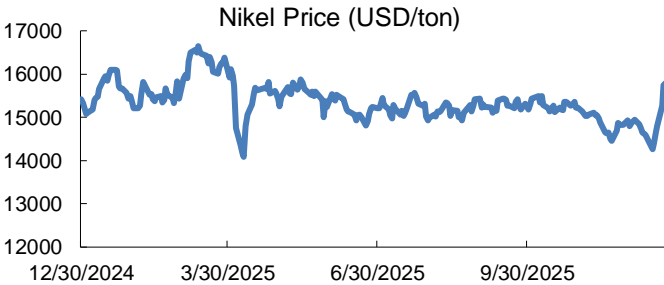


源: PC1, GTJASVN Research

2026年电力板块营收预测



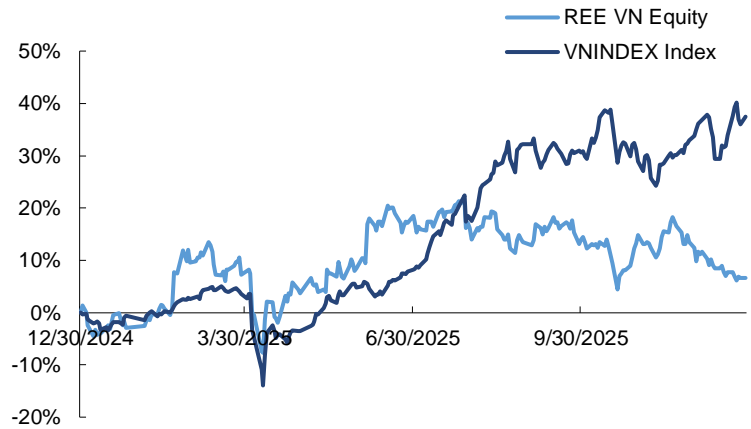
源: PC1, GTJASVN Research



源: Bloomberg 24

冷机电股份有限公司 (HOSE: REE)

股价走势



股票信息 (2025年12月31日)

当日价 (VND)	61,000
52周价格波动	53,043 – 69,700
52周平均交易量	780,531
市值 (10亿VND)	33,041
P/E	12.77
P/B	1.63

2025年前9个月经营结果：收入同比增长18%，税前利润同比增长45%：

- 电力板块在有利的天文条件和发电量的推动下，以水力发电为主导，实现突破性增长。
- 水务板块营收增长3倍，主要得益于旗下成员公司 TK+ 相关水处理项目的完成。
- 房地产板块营收增长超2倍，主要来自土地转让收入。而办公室租赁业务小幅增长，入驻率为50%。
- 与此同时，M&E板块收入较去年同期有所下降，原因是去年部分大型项目的缺失。

投资展望：

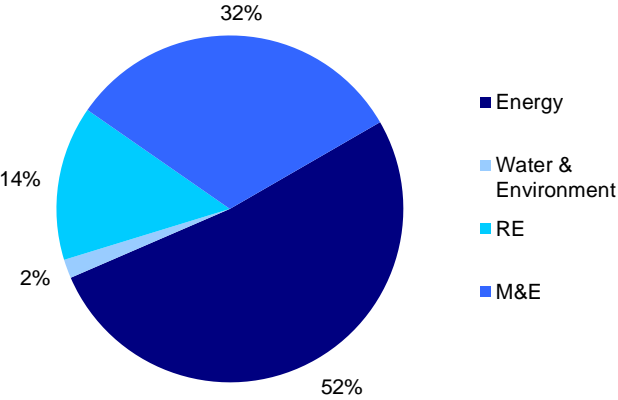
- 我们预计，在经历良好增长的一年后，2026年 REE 收入将较2025年略有下降，原因包括：(1) 电力板块走弱，主要是由于今年水文条件不利和收入基数高企导致水电板块的驱动力将下滑；热电、风电和太阳能发电板块预计将与今年持平或小幅改善；(2) 水务板块方面，与水处理项目相关的收入预计持平，而供水收入将小幅增长；(3) M&E板块收入将小幅改善；(4) 房地产板块收入预计小幅增长，主要由办公室租赁业务的改善所驱动。
- 尽管如此，REE 仍是行业内基本面稳固的企业，这得益于其均衡的收入结构，结合经济中的必需领域（水电），而M&E板块收入也因均匀的项目储备而得到巩固。此外，REE的资产质量也是一个亮点，其净负债率低于20%，并能保持稳定的股息派发（包括现金股息和股票股息）。

建议： 我们将REE的目标股价定为68,100越南盾/股，较2025年12月31日收盘价有11.16%的上行空间。**建议： 积累持仓。**

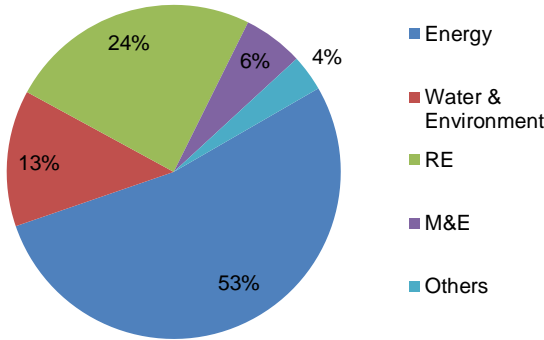
主要风险： 水文条件波动、新风电场项目的实际建设进度，以及投资扩张期间的财务成本。

冷机电股份有限公司 (HOSE: REE)

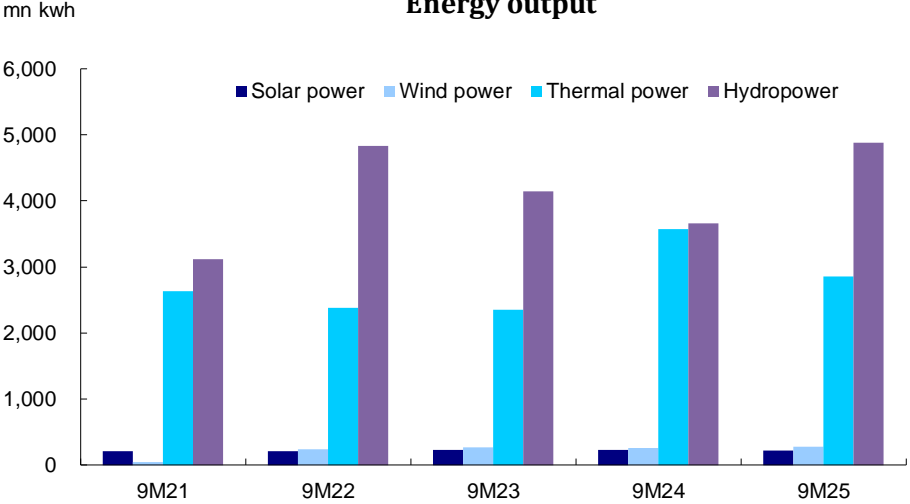
Revenue Structure by segment 9M25



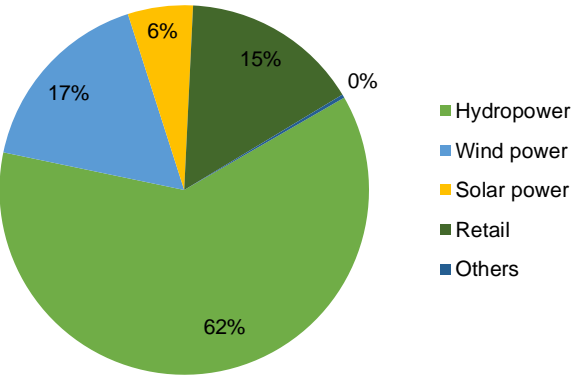
PBT Structure by segment 9M25



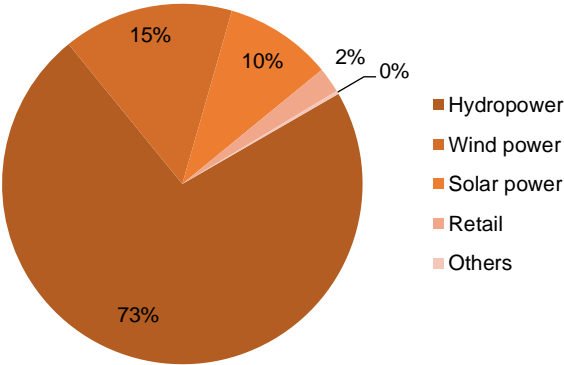
Energy output



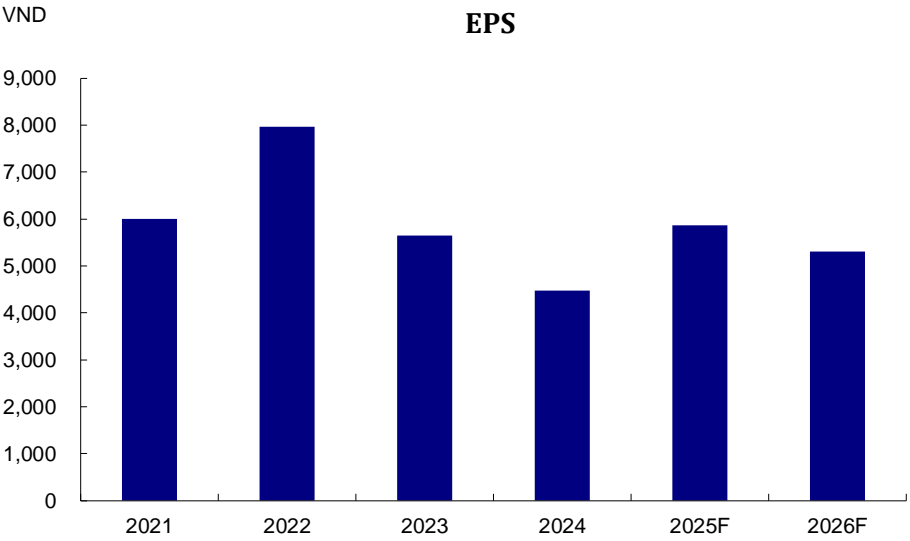
Energy sector- Revenue Structure by segment 9M25



Energy sector - PBT Structure by segment 9M25

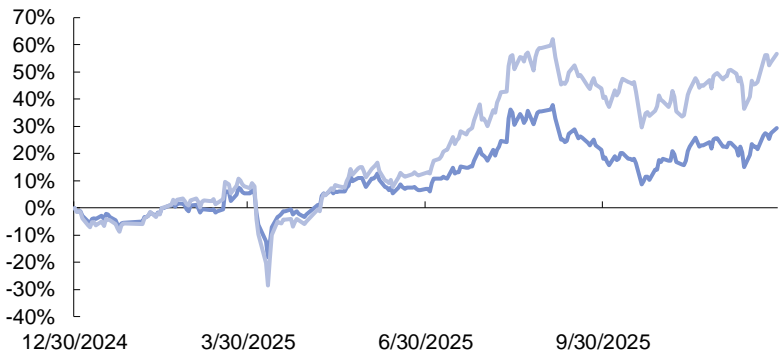


EPS



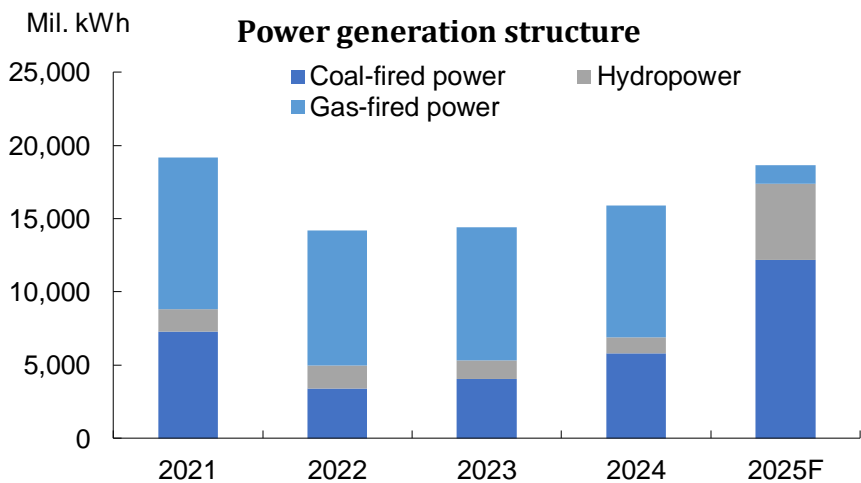
越南油气电力总公司 (HOSE: POW)

股价走势



股票信息 (2025年12月31日)

当日价 (VND)	12,700
52周价格波动	8,207 – 13,844
52周平均交易量	11,444,324
市值 (10亿VND)	39,881.21



2025年经营结果：得益于有利发电条件而强势复苏

- 2025年母公司股东预计税后利润将达到约**2.3–2.5万亿越南盾**（同比增长**85–106%**），主要得益于：(i) 在高峰负荷（Pmax）背景下，越南电力集团（EVN）提高对热电的调度；(ii) 有利天气条件支持水电；以及 (iii) 得益于电力合同（Qc）比例较高。
- POW整个系统预计发电量（2025F）** 约为**177-180亿千瓦时**（同比增长约**10%**），其中燃气电力和燃煤电力发挥支柱作用；水电贡献积极但受天气周期影响。

2026年展望：营收跃升，利润面临成本压力

- 预计**2026年收入**将大幅增长至约**41-53万亿越南盾**（同比增长**22–58%**），主要原因是仁泽三号和四号（NT3&4）正式投入商业运营，预计每年贡献约60亿千瓦时发电量（最低Qc比例约65%）。然而，由于新项目开始计提大额折旧和贷款利息，预计税后利润将同比小幅下降。
- 2026年电力系统背景对POW有利**：全国预计电力需求约为3500亿千瓦时（同比增长8–9%），而多个其他液化天然气（LNG）发电项目进度延迟 → **竞争压力较低**，优先调度现有燃气电厂。
- 国内天然气供应可保障至2026年**（南昆山、PM3-CAA），支持维持在NT1、NT2、金瓯一号和二号的**高发电量**；从2027年起，LNG电价重新谈判机制（根据第54/2025号通函）将成为改善利润率的催化剂。

建议： 我们将POW的目标股价定为13,300越南盾/股，较2025年12月31日收盘价有4.7% 的上行空间。**建议：中性。**

主要风险： NT3&4的购电协议（PPA）进度与条款、液化天然气/煤炭价格波动、以及项目运营初期的财务成本上升。

免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考，投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定，投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券（越南）股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券（越南）股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券（越南）股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点，不能视为国泰君安证券（越南）股份公司的观点。另外，本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券（越南）的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。

GTJA证券（越南） – 研究部

武琼如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

阮岐明

Chief Economist

minhmk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:706

阮玉侠

Research Analyst

hiepnn@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:708

陈氏红绒

Deputy Director

nhungth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

GTJA证券（越南）– 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:113

阮秋庄

Customer Service Specialist
and translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:114



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

联系方式	河内总部地址	胡志明分行地址
咨询电话: (024) 35.730.073	越南，河内市，安和坊，陈维兴路 117 号， Charm Vit Tower 大厦，一楼，9-10房	越南，胡志明市，春和坊，国际广场 Bis 2号，一楼
挂单电话: (024) 35.779.999	电话: (024) 35.730.073	电话: (028) 38.239.966
Email: info@gtjas.com.vn Website: www.gtjai.com.vn	传真: (024) 35.730.088	传真: (028) 38.239.696