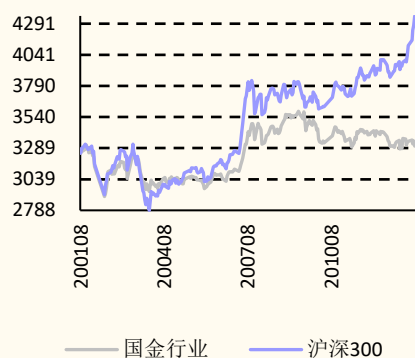


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金公用事业与环保产业指数	3306
沪深300指数	5514
上证指数	3576
深证成指	15356
中小板综指	13314



## 相关报告

- 1.《区域性限电推动煤价上涨与特高压审批-电力行业点评》，2020.12.21
- 2.《用电看经济：10月用电放缓-电力10月月报》，2020.12.14
- 3.《2020年环保行业年度策略报告-看好固废和水务，多点布局精选...》，2020.11.30
- 4.《用电看经济：9月复苏延续且放缓-9月电力月报》，2020.11.2
- 5.《合理小时数政策奠定可再生下步发展方向-电力行业点评》，2020.10.23

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005  
guojingpu@gjzq.com.cn

3

## 清洁能源成长性机会显现，静待拐点性机遇

## 行业观点

- 预计 2020 年全社会用电增速 3%。2020 年下半年，我国经济强劲复苏，全社会月度用电量增速逐渐提高。本年度冬季气温相比往年较低，预计进入冬季将继续维持较高的居民用电增速，2020 年全社会用电量增速为 3%。
- 预计 2021 年全社会用电增速 6.5%。据国家电网公司预计，2021 年全国全社会用电量 7.9 万亿千瓦时，同比增长 6.5%。在此基础上，我们认为 2021 年第三产业有望在已有的低基数上实现两位数以上增速，预计一、二、三产与居民用电增速分别为 8%、5%、12%、7%。
- 双循环格局下能源安全被重视。从我国能源禀赋出发，可将新时代的能源观分为两个维度：长期将推进本土化、多元化的可再生能源发展，鼓励交通电气化等油气消费替代、促进石油消费尽快达到峰值；近期则应做好能源国际合作，保证油气采购通道的安全。
- 2021 年是十四五规划的第一年，根据我国巴黎气候承诺目标，到 2025 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 20%。在“十四五”GDP 年均增速 5.6%，五年单位能耗下降 13%，能源消费年均增速 2.7%，用电增速 5.2% 的假设下，我们预计十四五期间风光装机分别为 1.7 亿千瓦和 4.1 亿千瓦。
- 水电：水电装机容量增长有限，2020-2022 年将是近十年最后一轮装机容量密集投放期。2020 年汛期我国降水增多，多个水系来水增多，在长江流域多个水库带动 2020 年 Q3-Q4 水电企业发电量提高。这将继续影响 2020-2021 年枯期蓄水，预计 2021 年上半年枯期水电企业发电量相比 2020 年将有所增长。
- 核电：目前在建的核电机组 16 台，2021-2025 年每年预计将有 2-3 台机组投产并网。其中中国核电控股装机容量占比 44%，中广核占比 36%。2019 年我国重启核电项目核准，2019-2020 年每年审批通过 3-4 台核电机组，预计未来核电机组审批将会继续稳步推进。
- 风电、光伏：预计进入 2021 年，补贴欠款到顶，行业装机规模持续扩大营业收入增长，应收账款周转天数有望下降。综合来看，我国解决存量补贴的可能性和迫切性都在提高。但由于涉及资金规模巨大，累计欠款超千亿，预计解决方案将需要多方论证，难以短期落地，需要长期跟踪。未来补贴拖欠方案一旦落实，将带来风光运营行业：(1) 财务费用率下降，企业净利率提高；(2) 经营现金流增加，企业再投资能力增强，资本支出有望提高；(3) 行业盈利能力和经营能力全面改善，行业估值提升。行业将迎来拐点性机会，触发戴维斯双击。

## 投资建议

- 推荐长江电力、华能水电，建议关注中国广核、中国核电、龙源电力。

## 风险提示

- 水电蓄水情况不佳，机组投产延后，风光补贴政策落不及预期，煤价大幅提高。

## 内容目录

全社会用电量分析预测 .....	4
需求：预计 2021 年全社会用电量持续复苏，三产有望实现两位数增速 .....	4
供给：碳中和推动清洁能源发展，预计 2021 年全国装机容量增速 7.7% .....	6
水电：预计 21H1 发电量低基数高增速，大机组密集投产期 .....	9
风光：补贴拖欠解决方案落地将决定行业拐点性机会 .....	13
火电：与煤炭行业博弈将持续 .....	14
投资建议 .....	15
风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：2019、2020 年 1-10 月累计用电增速 .....	4
图表 2：2020 年 1-10 月累计用电量新增贡献率 .....	4
图表 3：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时） .....	4
图表 4：2019、2020 年分月全社会用电量增速 .....	4
图表 5：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比 .....	5
图表 6：能源板块用电量同比增速与历史增速对比 .....	5
图表 7：制造板块用电量同比增速与历史增速对比 .....	5
图表 8：交运板块用电量同比增速与历史增速对比 .....	5
图表 9：消费板块用电量同比增速与历史增速对比 .....	5
图表 10：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比 .....	5
图表 11：预计 2020、2021 年全社会用电量（亿千瓦时）增速分别为 3.0%、6.5% .....	6
图表 12：预计 2021 年第三产业将达到两位数增速 .....	6
图表 13：2010-2019 年我国一次能源产量与自给率 .....	7
图表 14：2015-2019 年我国石油与天然气依存度 .....	7
图表 15：碳中和目标 .....	7
图表 16：“十四五”能源规划初步预测 .....	7
图表 17：各电源发电量结构 .....	8
图表 18：各电源装机容量结构 .....	8
图表 19：预计 2021 年全国发电装机容量（兆千瓦）增速 7.7% .....	9
图表 20：水电装机容量已近上限 .....	9
图表 21：水电装机容量占比 .....	9
图表 22：2020-2022 年水电项目投产情况 .....	10
图表 23：主要水系具备调节能力水电站 .....	10
图表 24：水电利用小时数趋于稳定（小时） .....	11

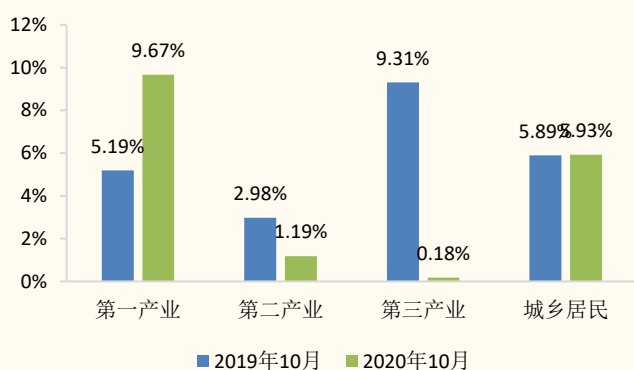
图表 25: 水电利用小时数增减量缩窄 (小时) .....	11
图表 26: 2020 年汛期来水大增 (立方米/秒) .....	11
图表 27: 主要水电公司股息率 .....	12
图表 28: 在运机组装机容量市场格局 .....	12
图表 29: 在建机组装机容量市场格局 .....	12
图表 30: 我国大陆核电机组分布情况 (截至 2020 年 9 月) .....	13
图表 31: 在建机组情况 .....	13
图表 32: 应收账款周转天数 (天) .....	14
图表 33: 财务费用率 .....	14
图表 34: 经营活动现金流 (亿元) .....	14
图表 35: 投资活动现金流 (亿元) .....	14
图表 36: 2020 年煤炭固定资产投资完成额相比微幅提高 .....	15
图表 37: 动力煤产量、进口量累计同比 (%) .....	15
图表 38: 秦皇岛动力煤(Q5500,山西产)市场价 (元/吨) .....	15

## 全社会用电量分析预测

需求：预计 2021 年全社会用电量持续复苏，三产有望实现两位数增速

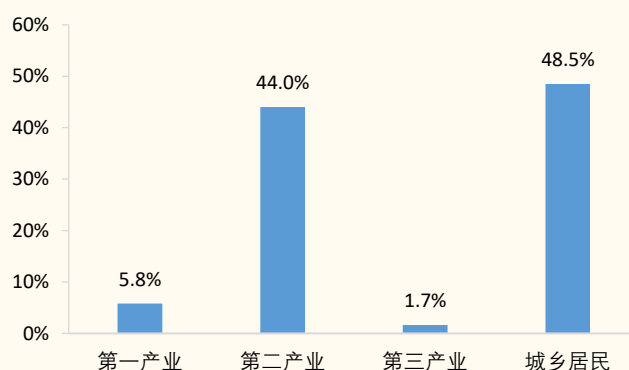
- 2020 年 1-10 月，全社会累计用电量 60305.6 亿千瓦时，同比 1.8%，增速比去年同期下降 2.6 个百分点。第一产业用电量 709.9 亿千瓦时，同比增长 9.7%，占全社会用电量的比重为 1.2%；第二产业用电量 40339.8 亿千瓦时，同比增长 1.2%，增速比上年同期下降 1.8 个百分点，占全社会用电量的比重为 66.9%，对全社会用电量新增贡献率为 44.0%；第三产业用电量 9958.3 亿千瓦时，同比增长 0.2%，增速比上年同期下降 9.1 个百分点，占全社会用电量的比重为 16.5%，对全社会用电量新增贡献率为 1.7%；城乡居民生活用电量 9,297.6 亿千瓦时，同比增长 5.9%，增速与上年同期持平，占全社会用电量的比重为 15.4%，对全社会用电量新增贡献率为 48.5%。

图表 1：2019、2020 年 1-10 月累计用电增速



来源：中电联，国金证券研究所

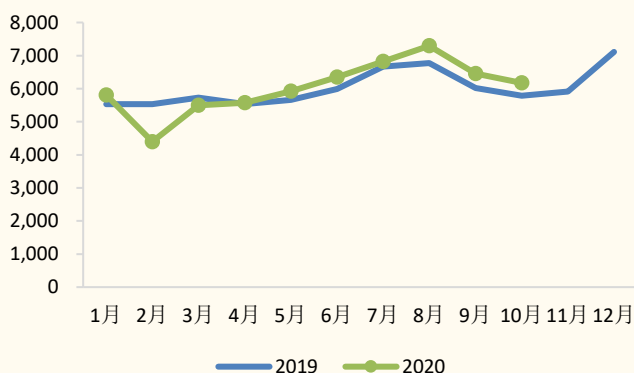
图表 2：2020 年 1-10 月累计用电量新增贡献率



来源：中电联，国金证券研究所

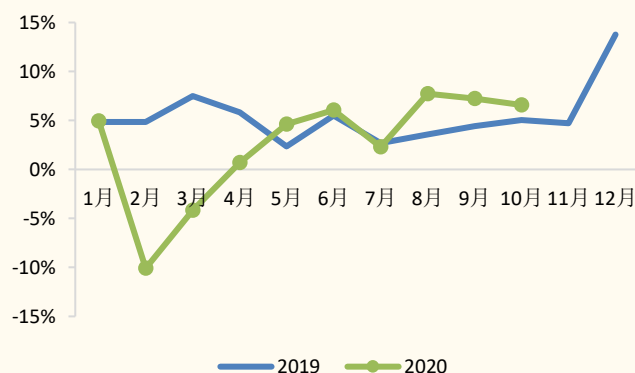
- 2020 年一季度受疫情影响，全社会用电量大幅下降，经过二、三季度复苏，我国经济及用电量表现出强劲韧性，目前 1-10 月累计全社会用电量已恢复至 1.8%。第二、第三产业用电量增速为正，居民用电增速接近去年同期。1-10 月全社会新增用电量中，第二产业和居民用电贡献绝大部分，分别为 44.0%和 48.5%。

图表 3：2019、2020 年分月全社会用电量（亿千瓦时）



来源：中电联，国金证券研究所

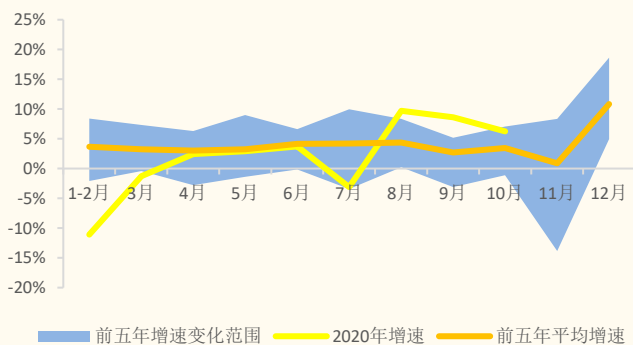
图表 4：2019、2020 年分月全社会用电量增速



来源：中电联，国金证券研究所

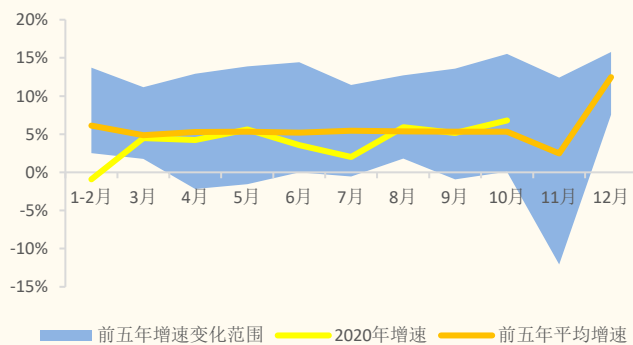
- 六大板块中，TMT 板块受疫情影响最小，始终维持高月度用电量增速；其他五大板块的复苏呈现梯度顺序，依次是能源、地产周期、制造、消费、交运板块。

图表 5：地产周期板块用电量同比增速与历史增速对比



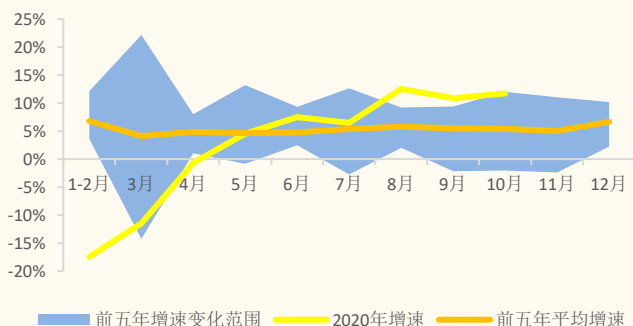
来源：中电联，国金证券研究所

图表 6：能源板块用电量同比增速与历史增速对比



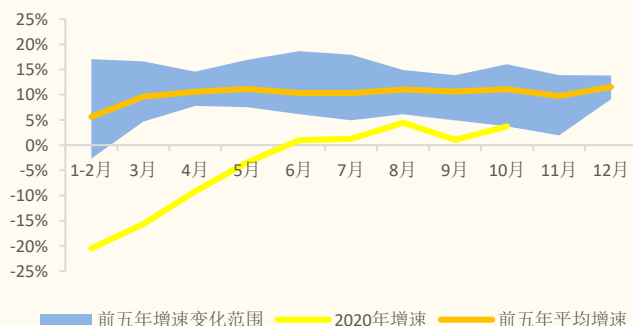
来源：中电联，国金证券研究所

图表 7：制造板块用电量同比增速与历史增速对比



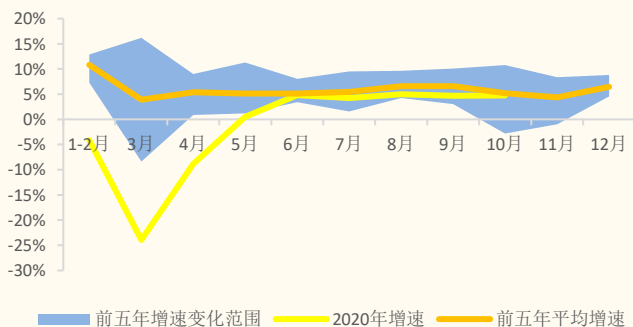
来源：中电联，国金证券研究所

图表 8：交运板块用电量同比增速与历史增速对比



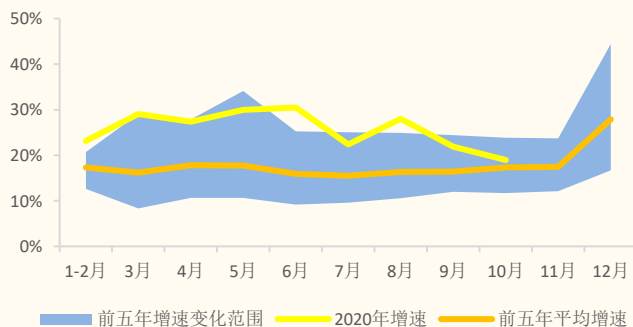
来源：中电联，国金证券研究所

图表 9：消费板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

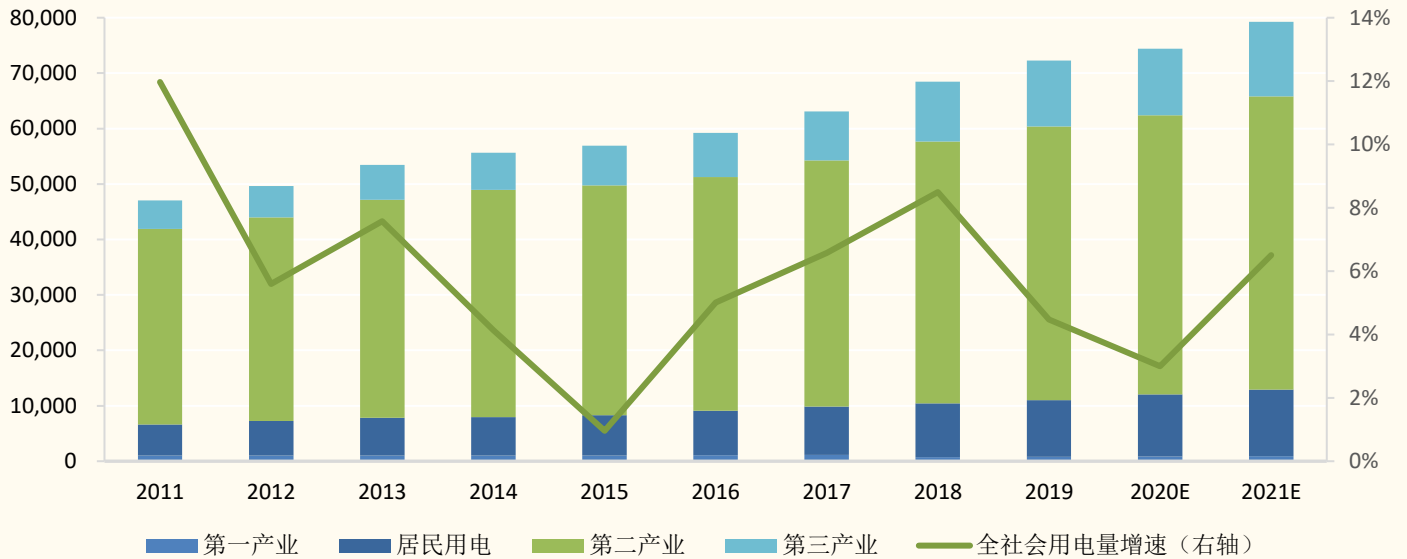
图表 10：TMT 板块用电量同比增速与历史增速对比



来源：中电联，国金证券研究所

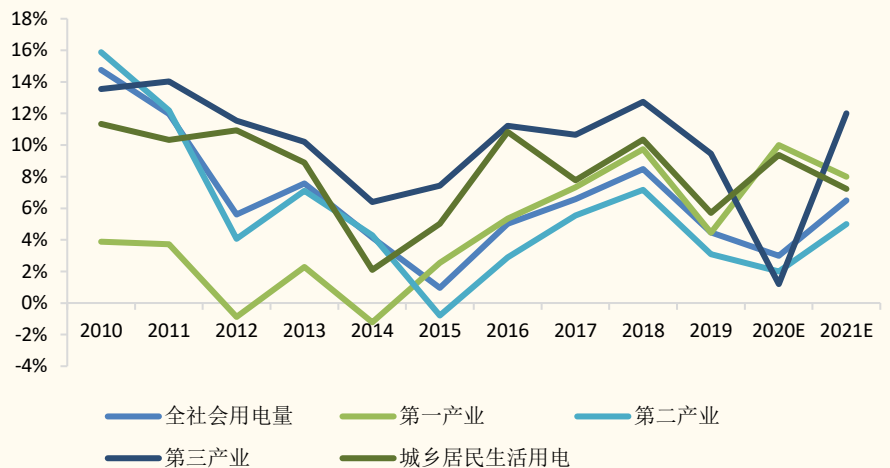
- **预计 2020 年全社会用电增速 3%：**2020 年下半年，我国经济强劲复苏，全社会月度用电量增速逐渐提高。本年度冬季气温相比往年较低，预计进入冬季将继续维持较高的居民用电增速，2020 年全社会用电量增速为 3%。
- **预计 2021 年全社会用电增速 6.5%。**据国家电网公司预计，2021 年全国全社会用电量 7.9 万亿千瓦时，同比增长 6.5%。在此基础上，我们认为 2021 年第三产业将有望在已有的低基数上实现两位数以上增速，预计一、二、三产与居民用电增速分别为 8%、5%、12%、7%。

图表 11: 预计 2020、2021 年全社会用电量 (亿千瓦时) 增速分别为 3.0%、6.5%



来源: 中电联, 国家电网, 国金证券研究所

图表 12: 预计 2021 年第三产业将达到两位数增速

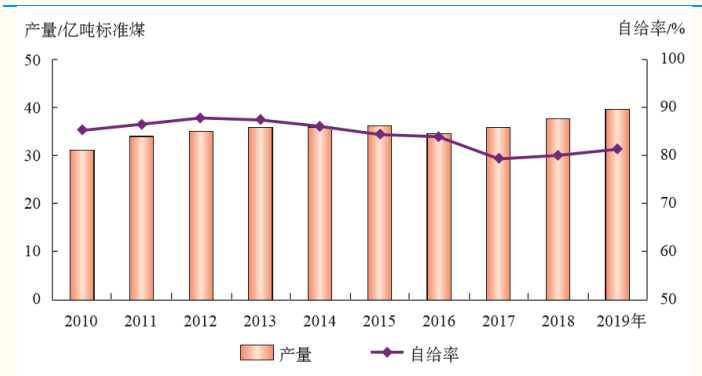


来源: 中电联, 国金证券研究所

**供给: 碳中和推动清洁能源发展, 预计 2021 年全国装机容量增速 7.7%**

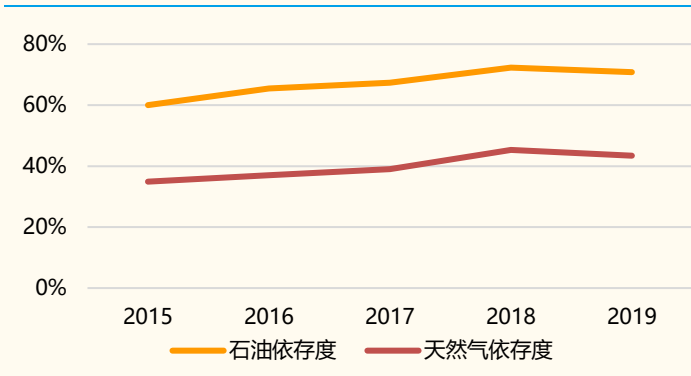
- **双循环格局下能源安全被重视。**2019 年一次能源生产总量为 35.9 亿吨标准煤, 较上年增长 3.6%; 2019 年, 一次能源生产总量为 39.7 亿吨标准煤, 较上年增长 5.1%; 能源消费总量为 48.6 亿吨标准煤, 增长 3.3%, 能源自给率为 81.7%。2017 年能源消费结构中煤炭占 60.4%, 石油占 18.8%, 天然气等能源占 20.8%。
- 从我国能源禀赋出发, 可将新时代的能源观分为两个维度: 长期将推进本土化、多元化的可再生能源发展, 鼓励交通电气化等油气消费替代、促进石油消费尽快达到峰值; 近期则应做好能源国际合作, 保证油气采购通道的安全。

图表 13: 2010-2019 年我国一次能源产量与自给率



来源: 自然资源部《中国矿产资源报告 2018》, 国金证券研究所

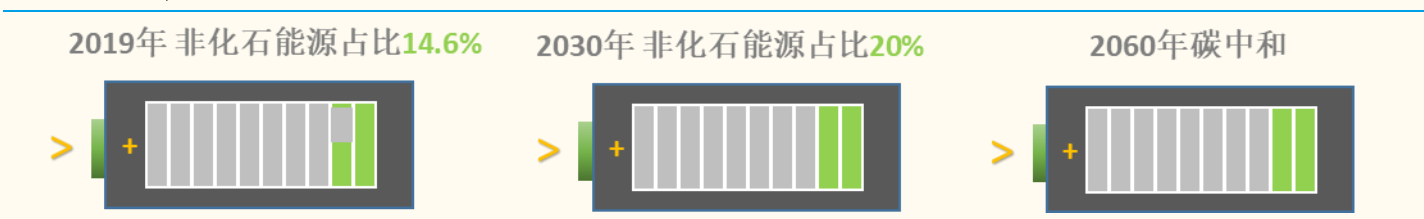
图表 14: 2015-2019 年我国石油与天然气依存度



来源: BP 能源统计, 国金证券研究所

- 引领气候变化提出 2060 碳中和。2019 年, 包括水电、风能、太阳能发电和生物质在内的非化石能源约 14.6%。国际上巴黎协定生效, 国际社会为本世纪末全球温度变化控制 2 摄氏度以内, 并为控制在 1.5 度以内而努力, 为此中国对外承诺 2030 年非化石能源占比 20%。国家主席习近平在七十五届联合国大会一般性辩论上, 提到要努力争取 2060 年前实现碳中和 (通过碳汇, CCS, 绿氢等手段中和)。

图表 15: 碳中和目标



来源: 能源局, 国金证券研究所

- 2021 年是十四五规划的第一年, 根据我国巴黎气候承诺目标, 到 2025 年, 非化石能源占一次能源消费比重达到 20%。在“十四五”GDP 年均增速 5.6%, 五年单位能耗下降 13%, 能源消费年均增速 2.7%, 用电增速 5.2% 的假设下, 我们预计十四五期间风光装机分别为 1.7 亿千瓦和 4.1 亿千瓦。
- 预计装机指标将分解为两个阶段执行, 规划阶段由地方逐级报规划, 核算至 20%非化石能源比例; 建设阶段则由央企通过煤电灵活性改造等项目换取可再生建设指标。

图表 16: “十四五”能源规划初步预测

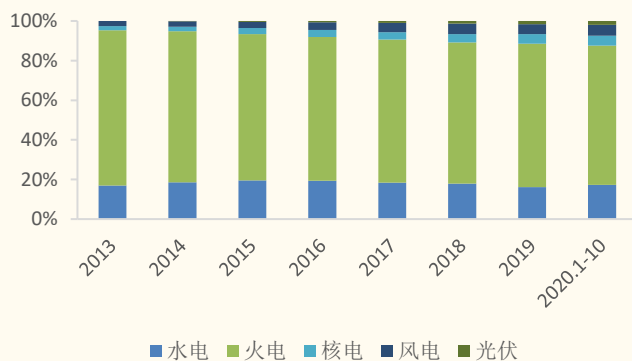
类别	指标	单位	2020 年	2025 年	十三五 CAGR	十四五 CAGR	属性
能源总量	一次能源生产量	亿吨标准煤	39	44	2.6%	2.4%	预期性
	电力装机总量	亿千瓦	21	29	7.1%	6.7%	预期性
	能源消费总量	亿吨标准煤	49	55	2.5%	2.5%	预期性
	煤炭消费总量	亿吨原煤	38.5	38.6	2.5%	2.5%	预期性
	全社会用电量	万亿千瓦时	7.5	9.0	5.6%	4.5%	预期性
能源安全	能源自给率	%	>80	>78			预期性
能源结构	非化石能源装机比重	%	42	52			预期性
	非化石能源发电量比重	%	32	41	9.7%	8.8%	预期性
	非化石能源消费比重	%	15	20	9.1%	8.3%	约束性
	天然气消费比重	%	8.5	8.7	10.2%	5.6%	预期性

能源效率	煤炭消费比重	%	57	52	0.1%	0.1%	约束性
	电煤占煤炭消费比重	%	53	52			预期性
	单位国内生产总值能耗降低(五年累计)	%	15	14			约束性
	煤电机组供电煤耗	克标准煤/千瓦时	310	300			约束性
风光数据	风电新增装机	亿千瓦	1.14	1.7	13.4%	11.1%	预期性
	光伏新增装机	亿千瓦	2.05	4.1	42.4%	21.6%	预期性
	风光发电量	亿千瓦时	7602	17373			预期性
	风光发电占比(五年年末数)	%	10.1%	19.4%			预期性

来源:《中国能源年鉴》、中电联, 国金证券研究所

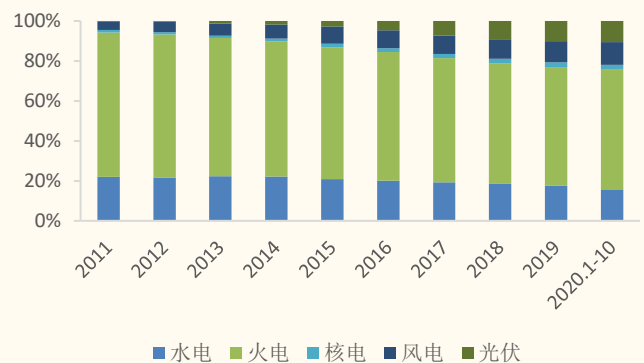
- **全国发电量、装机容量结构变化贯彻清洁能源转型趋势:** 2020年1-11月, 全国规模以上电厂发电量66824.4亿千瓦时, 同比增长2.0%, 增速比上年同期下滑1.1个百分点。其中, 火电、水电、核电、风电、光伏发电量分别同比变化0.3%、4.9%、5.0%、10.7%、8.1%。
- 在装机容量方面, 我国火电发电量占比和装机容量占比逐年平稳降低, 发电量占全国总发电量份额下降至2020年1-10月的70.2%, 装机容量占全国总装机容量份额下降至2018年的61.6%。与此同时, 清洁能源尤其新能源(核电、风电、光伏)发电量占比和装机容量占比正在稳步提高, 发电量占全国总发电量份额扩大至2020年1-10月的12.5%, 装机容量占全国总装机容量份额提高至2020年1-10月的25%。

图表 17: 各电源发电量结构



来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 18: 各电源装机容量结构

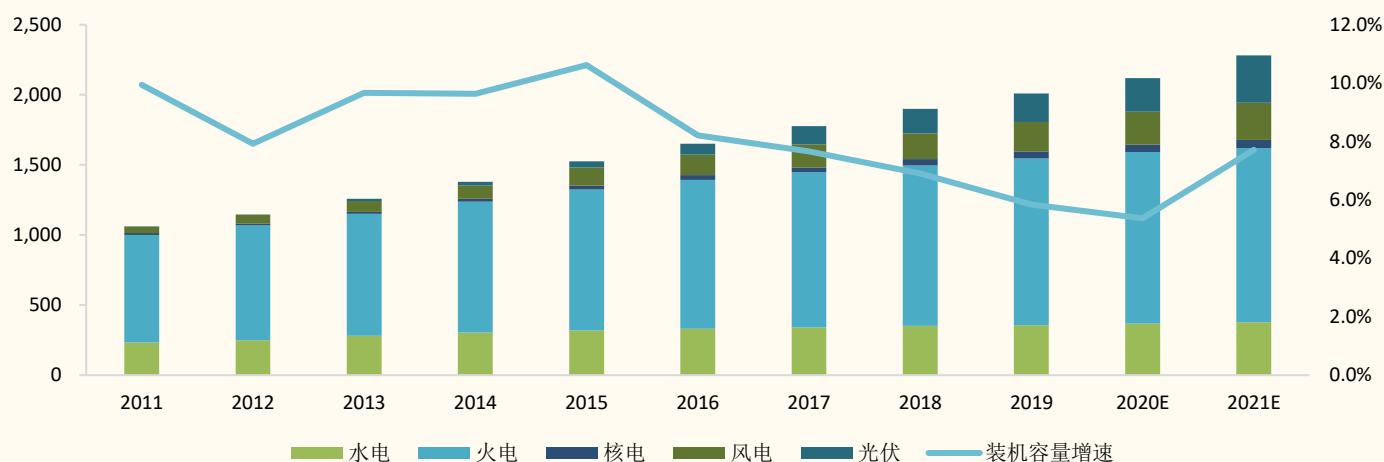


来源: 中电联, 国金证券研究所

- **预计 2021 年全国发电装机容量同比增速为 7.7%。** 其中, 预计水电、火电、核电、风电、光伏新增装机容量分别为 9、20、4.6、30、100GW, 装机容量增速分别为 2.4%、1.6%、8.7%、12.8%、41.8%。



图表 19: 预计 2021 年全国发电装机容量 (兆千瓦) 增速 7.7%



来源: 中电联, 国金证券研究所

### 水电: 预计 21H1 发电量低基数高增速, 大机组密集投产期

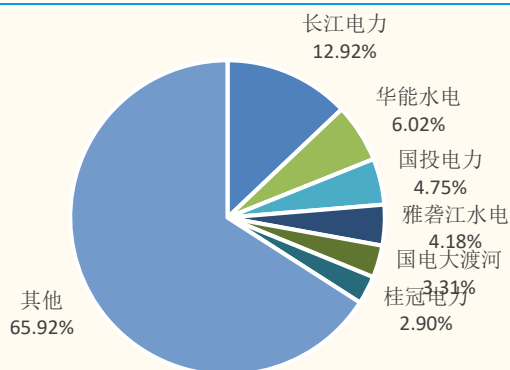
- 水电装机容量增长有限, 2020-2022 年将是近十年最后一轮装机容量密集投放期: 我国经济可开发水电资源约 402GW, 截至 2019 年年底已开发 356GW 接近上限, 未来远期开发空间约 35GW, 增长空间非常有限。我国水电企业装机容量排名前三位为长江电力、华能水电、国投电力, 装机容量占比分别为 13%、6%、5%。2020-2022 年将有 34.5GW 装机容量投产, 预计将是水电行业在 2030 年之前迎来的最后一轮大水电密集释放期, 之后行业将进入开发停滞期。

图表 20: 水电装机容量已近上限



来源: 中电联, 国金证券研究所

图表 21: 水电装机容量占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 2020-2022 年水电项目投产情况

投产时间	水电站	开工时间	地区	装机容量 (万千瓦)	流域
2020	苏洼龙	2017	四川/西藏	120	金沙江
	乌东德	2012	四川/云南	1020	金沙江
	杨房沟	2015	四川	150	雅砻江
	金沙	2017	四川	56	金沙江
2021	两河口	2014	四川	300	雅砻江
2022	双江口	2015	四川	200	大渡河
	白鹤滩	2017	四川/云南	1600	金沙江
2024	叶巴滩	2017	四川/西藏	224	金沙江

来源: 公司公告, 国金证券研究所

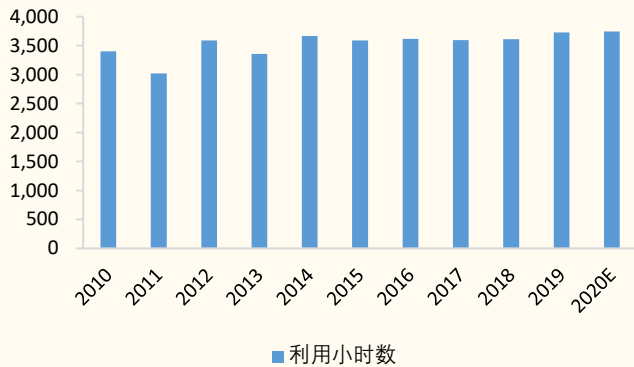
- **具备调节能力的水电站对平滑来水具有重要意义:** 在全国范围内, 多年调节水库都是少有的优质资产。小湾和糯扎渡水电站承担了稳定云南省枯期发电的功能, 小湾水电站的调节能力可达到汛枯期比 55:45, 二者联合调节的情况下, 糯扎渡水电站枯期的电量可以比汛期更大, 一方面对电网的安全稳定运行提供较大的支持, 另一方面可以在电价更高的枯期实现更多售电量。除此之外, 长江电力的溪洛渡、向家坝水电站目前具备不完全年调节能力, 建成乌东德、白鹤滩水电站以后的六库联调体系也仅仅具有年调节功能。雅砻江水电在两河口水电站建成之后, 加上锦屏一级、二滩三库联调后, 才具有多年调节性能。龙羊峡水电站是黄河流域上唯一的多年调节水库。受益于具备调节能力水电站发挥作用, 我国水电利用小时数近年来变化平稳, 波动幅度收窄。

图表 23: 主要水系具备调节能力水电站

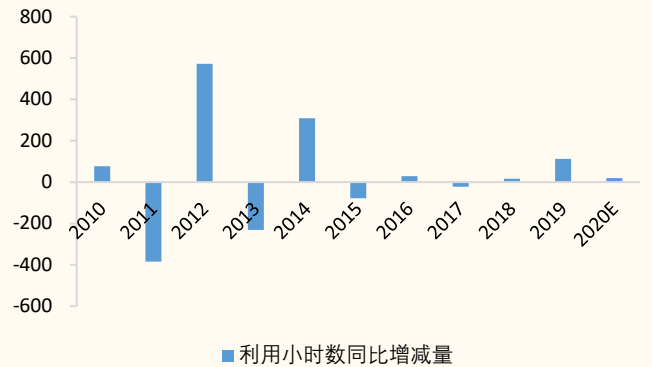
流域	上市公司	主要电站	装机容量 (万千瓦)	调节能力	
				各电站情况	流域调节能力
长江流域	长江电力	白鹤滩电站 (在建)	1600	年调节能力	已实现三峡为核心的四库联调, 随着乌东德和白鹤滩的投产, 有望实现六库联调
		乌东德电站 (在建)	1020	调节库容 26 亿立方米	
		三峡电站	2250	季度调节调节能力	
		溪洛渡电站	1386	不完全年调节能力	
		向家坝电站	640	不完全年调节能力	
		葛洲坝电站	273.5		
雅砻江流域	国投电力 川投能源	两河口水电站 (在建)	300	多年调节能力	三大控制性水库电站 (即两河口、锦屏一级和二滩水电站) 全部建成后可实现雅砻江全梯级年调节
		二滩水电站	330	季调节能力	
		桐子林	60	日调节性能	
		官地水电站	240	日调节能力	
		锦屏一级	360	年调节能力	
		锦屏二级	480	日调节能力	
澜沧江流域	华能水电	小湾水电站	420	多年调节能力	澜沧江以小湾和糯扎渡两个多年调节能力的电站, 形成了两库八级多年调节能力; 新建的如美和古水水电站可作为规划河段及其下游河段的控制性调节水库
		糯扎渡水电站	585	多年调节能力	
		如美水电站 (筹建)	210	年调节能力	
		古水水电站 (筹建)	180	季度调节能力	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：水电利用小时数趋于稳定（小时）



图表 25：水电利用小时数增减量缩窄（小时）

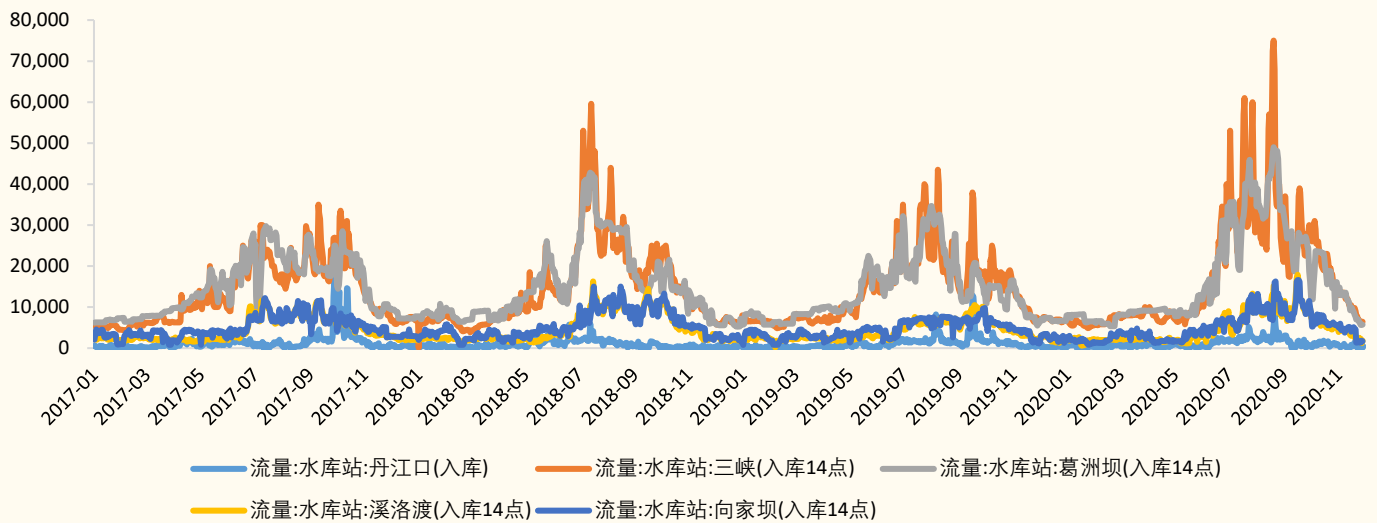


来源：中电联，国金证券研究所

来源：中电联，国金证券研究所

- **汛期来水增多助力未来短期发电量增长：**2020 年汛期我国降水增多，多个水系来水增多，在长江流域多个水库带动 2020 年 Q3-Q4 水电企业发电量提高。这将继续影响 2020-2021 年枯期蓄水，预计 2021 年上半年枯期水电企业发电量相比 2020 年将会有较为显著的增长。

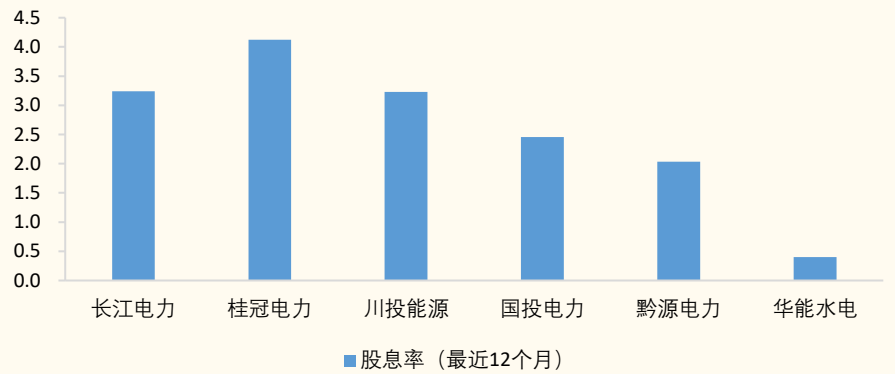
图表 26：2020 年汛期来水大增（立方米/秒）



来源：wind，水利部，国金证券研究所

- **收入稳定加高分红使得水电公司具备类债券属性：**稳定的利用小时数帮助水电企业具有非常稳定的收益，加上水电企业近年来股息率逐渐提高，尤其长江电力，股息率和分红显著高于同行，使得水电行业股票具备类债券属性。在海外市场不确定性增强的背景下，具有更高的投资价值。

图表 27: 主要水电公司股息率

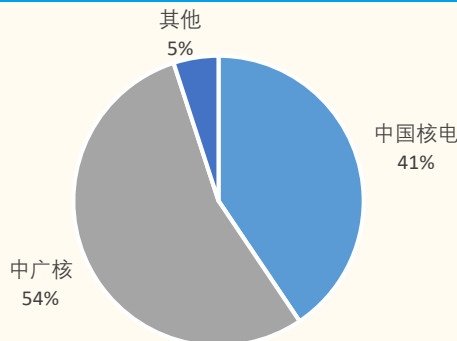


来源: wind, 国金证券研究所

### 核电: 未来机组投产、审批稳步推进

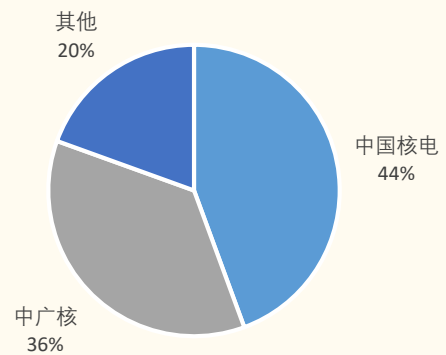
- 我国核电行业长期以来有中核、中广核、国家电投有运营资质，近期新增了华能集团。全国 96% 以上的核电机组由中国核电、中广核在运营。目前投入商运的核电机组中除海阳核电站为国家电投控股、红沿河核电站为国家电投与中广核等比控股外，其余均为中国核电与中广核控股。
- 目前正在建的核电机组 16 台，2021-2025 年每年预计将有 2-3 台机组投产并网。其中中国核电控股装机容量占比 44%，中广核占比 36%。2019 年我国重启核电项目核准，2019-2020 年每年审批通过 3-4 台核电机组，预计未来核电机组审批将会继续稳步推进。

图表 28: 在运机组装机容量市场格局



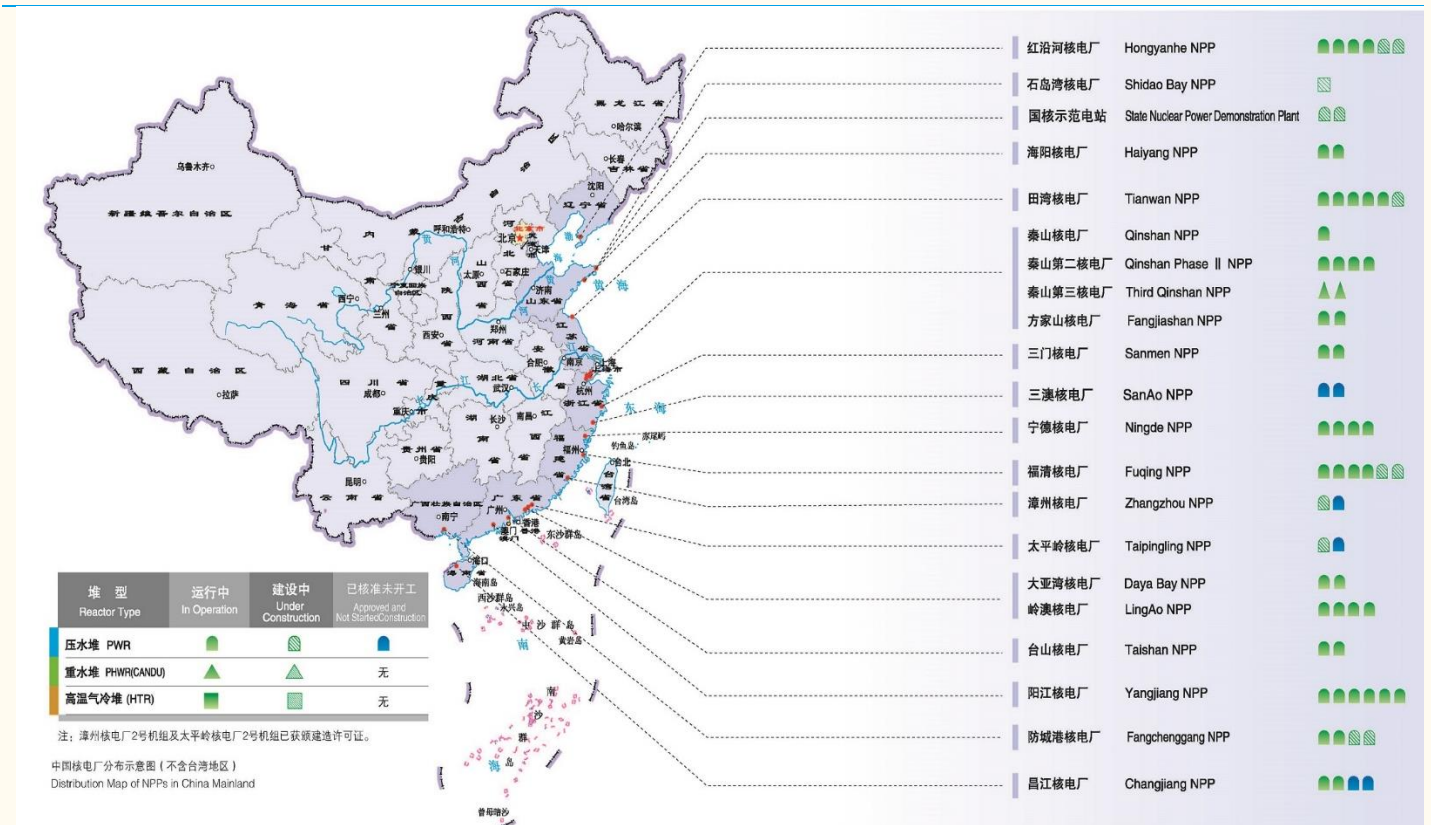
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 在建机组装机容量市场格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 我国大陆核电机组分布情况 (截至 2020 年 9 月)



来源: 中国核能行业协会, 国金证券研究所

图表 31: 在建机组情况

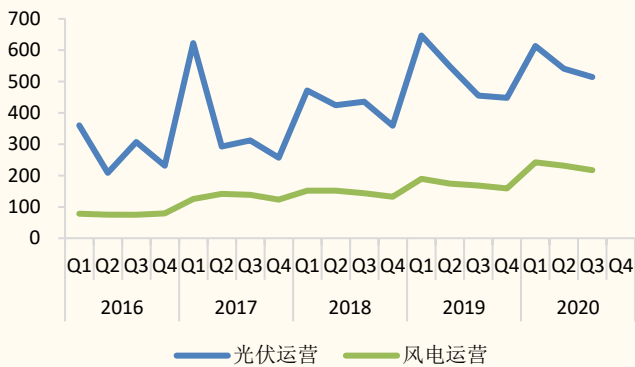
核电机组	省份	装机规模 (兆瓦)	反应堆型号	控制方	预期并网时间
石岛湾示范工程	山东	200	HTR-PM	华能	2020 年
红沿河 5、6 号机组	辽宁	2x1119	ACPR1000	中广核&国家电投	2021 年、2022 年
福清 5、6 号机组	福建	2x1161	华龙一号	中国核电	2020 年、2021 年
防城港 3、4 号机组	广西	2x1180	华龙一号	中广核	2022 年、2022 年
田湾 6 号机组	江苏	1118	ACPR1000	中国核电	2021 年
霞浦示范快堆	福建	2x600	CFR600	中国核电	2023 年
国核示范机组	山东	2x1450	国和一号	国家电投	2023 年、2024 年
漳州 1 号、2 号机组	福建	2x1212	华龙一号	中国核电&中国国电集团	2024 年、2025 年
太平岭 1 号	广东	1150	华龙一号	中广核	2025 年
总计: 16		15912			

来源: 公司公告, 国金证券研究所

风光: 补贴拖欠解决方案落地将决定行业拐点性机会

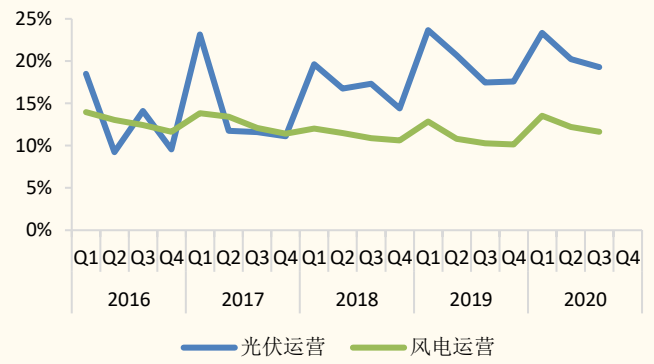
- 2020 年是光伏和陆上风电补贴的最后一年，风、光运营商均抓紧最后机会抢装，尤其风电行业，投资活动现金流同比大幅增加。2016 年以来风光运营行业由于补贴拖欠，应收账款周转天数和财务费用率持续增加，风光运营板块估值长期处于低谷。预计进入 2021 年，补贴欠款到顶，行业装机规模持续扩大营业收入增长，应收账款周转天数有望下降。
- 一方面，我国承诺到 2025 年非化石能源占一次能源消费比重达到 20%；另一方面，补贴欠款问题的解决方案一直受到各方的关注和讨论，中国可再生能源学会风能专业委员会秘书长秦海岩强调补贴拖欠问题已经到了非解决不可的程度。综合来看，我国解决存量补贴的可能性和迫切性都在提高。但由于涉及资金规模巨大，累计欠款超千亿，预计解决方案将需要多方论证，难以短期落地，需要长期跟踪。未来补贴拖欠方案一旦落实，将带来风光运营行业：(1) 财务费用率下降，企业净利率提高；(2) 经营现金流增加，企业再投资能力增强，资本支出有望提高；(3) 行业盈利能力和经营能力全面改善，行业估值提升。行业将迎来拐点性机会，触发戴维斯双击。

图表 32：应收账款周转天数（天）



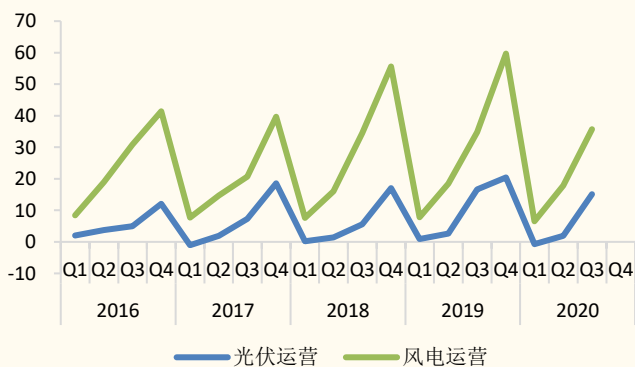
来源：wind，国金证券研究所

图表 33：财务费用率



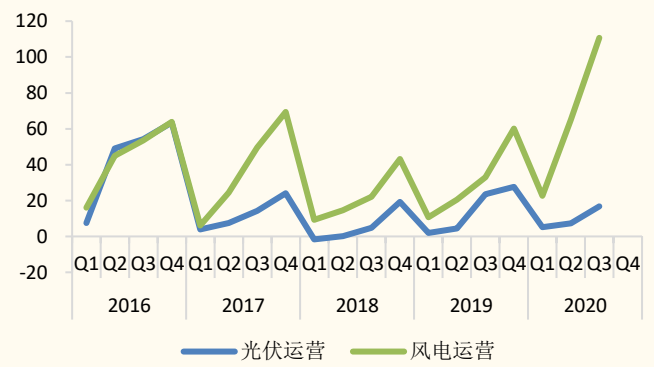
来源：wind，国金证券研究所

图表 34：经营活动现金流（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 35：投资活动现金流（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

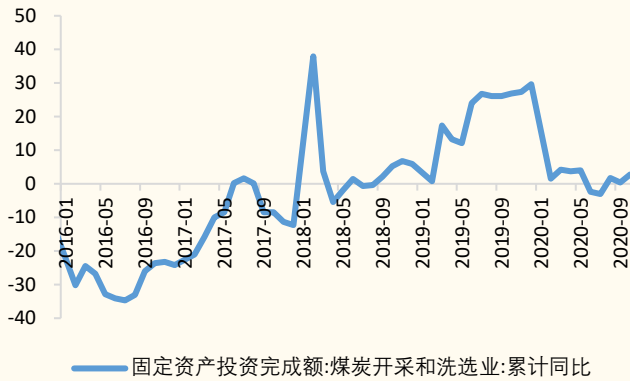
### 火电：与煤炭行业博弈将持续

- “十四五”将清洁能源装机容量提升，火电发电空间受到挤压。在成本端方面，2020 年煤炭行业投资额相比增幅缩减，煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额相比去年同期微幅提高。
- 2020 年动力煤供给端与去年同期基本持平。受疫情影响，2020 年动力煤进口量大幅下降，截止 10 月动力煤累计进口量下滑 19%。动力煤产量方

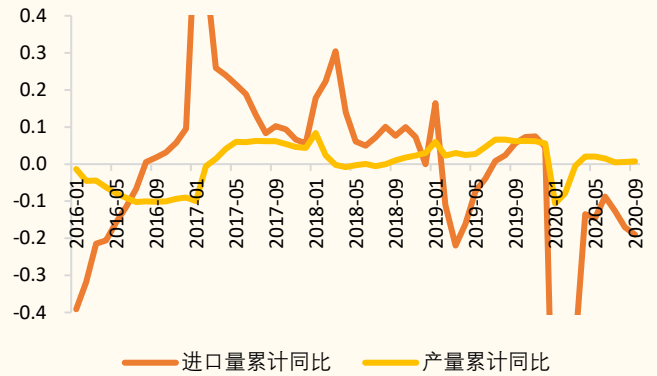
面，2020年产量基本与去年同期持平，截止10月动力煤累计产量同比增长0.7%。两方面因素综合，2020年10月动力煤供给量累计同比增长0.2%，与去年同期持平。

- 在供给端基本不变的情况下，2020年动力煤的短期价格变化主要受到需求端短期变化影响。4月采暖季结束需求下降，动力煤价格在去年同期高基数基础上大幅下降。进入采暖季，且今年北方天气普遍偏低，采暖需求上升带动动力煤价格上涨。预计2020-2021年采暖季动力煤价格都将处于较高位置。

图表 36：2020 年煤炭固定资产投资完成额相比微幅提高



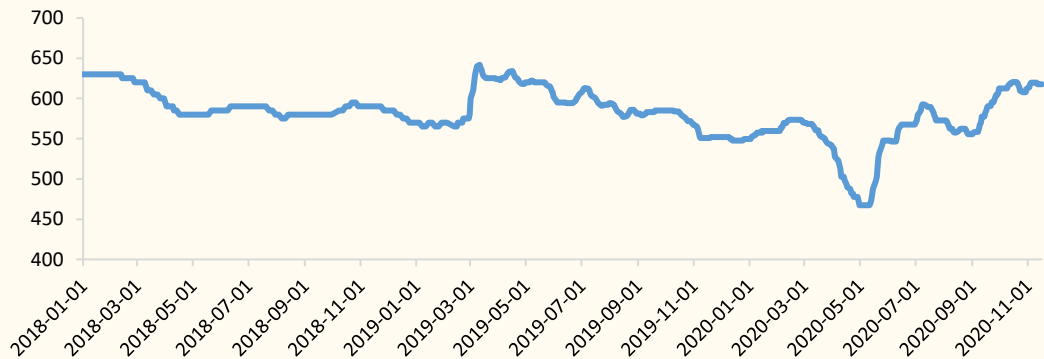
图表 37：动力煤产量、进口量累计同比 (%)



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，秦皇岛煤炭网，国金证券研究所

图表 38：秦皇岛动力煤(Q5500,山西产)市场价 (元/吨)



来源：wind，国金证券研究所

## 投资建议

### ■ 长江电力

- 乌东德、白鹤滩电站将于 2022 年底全部投产。根据三峡集团避免同业竞争承诺，并参考溪向电站收购方案，我们假设 2023 年乌东德、白鹤滩电站完全投产、运营稳定后，长江电力将以增发股份并支付现金的方式收购两电站的所有方云川公司。考虑乌东德、白鹤滩电站总投资 2755 亿元，装机容量 2620 万千瓦，我们认为增发后 EPS 增厚 18%，相比 2019 年 EPS 增厚 31%，对应收购后市值 6600 亿元是较为合理的测算结果。

- 2020H1 公司新增对外投资 319 亿元，实现投资收益 22.45 亿元，同比增长 17.79%，投资收益占利润总额 23.6%，投资收益成长为新的利润增长点。本期公司举牌、增持多家水电上市公司，完成金中项目、秘鲁项目股权交割，秘鲁路德斯项目并表，投资布局不断扩张深入，预计到年底新增

投资将贡献更多利润。公司海外发行 GDR，从长期战略角度看，有利海外金融市场了解公司，吸引成熟金融市场的长期价值投资者，提升公司估值；有利在全球范围内提升公司行业地位，为未来投资全球优质水电资产铺垫，拓展海外多种融资渠道。

#### ■ 华能水电

2020H1 受 2019H2 来水不佳影响，发电量同期下降 30%以上。2020H2 我国汛期降水丰沛，预计 2021H1 公司发电量有望实现 25%以上增长。

电解铝行业向西南地区产能置换，目前我国西南地区电解铝产能 726 万吨，预计 2021 年云南和广西将分别有 140、33 万吨电解铝产能投产。电解铝产能的提高将拉动用电需求增长，云南电力市场化程度最高，预计 2021 年有望拉动电价上涨。

#### ■ 中国广核

公司是中国核电行业最大的参与者，管理的在运核电装机容量份额为国内市场第一。目前公司在运核电机组 24 台，装机容量 27142 兆瓦，全国占比 56%。

未来在行业壁垒充分保障公司利用小时数和电价稳定的基础上，公司业绩增长的核心驱动因素是装机容量的增长。公司共 4 台在建机组，装机规模 4598 兆瓦，预计 2022 年全部投产完毕，届时公司装机容量将提高 16.9%。公司目前储备项目 12 台机组，公司控股股东中广核集团的全资子公司惠州核电太平岭 1、2 号机组已于 2019 年获得核准，中广核集团计划将两个核电项目在正式开工后不超过 5 年的时间内注入上市公司。

#### ■ 中国核电

公司是中国核电行业两大龙头之一，管理的在运机组全国第二、在建机组全国第一。截至 2020 年 11 月，公司在运核电机组 22 台、装机容量 2023.0 万千瓦；公司在建机组 5 台、装机容量 586.4 万千瓦。

2020 年公司新增田湾 5 号机组投产，预计年内福清 5 号机组也将投产，田湾 6 号、福清 6 号机组预计 2021 年将投入商运，届时公司在役机组装机容量较 2019 年底将增加 24%。

#### ■ 龙源电力

公司为我国最大的风电运营企业，控股装机容量 2022.6 万千瓦，其中国内控股装机容量 1988.2 万千瓦，2020 中报应收账款周转天数 240 天。预计未来风电补贴政策的出台落地，将显著改善企业的盈利能力和经营能力，提升估值水平。

### 风险提示

- 水电蓄水情况不佳；
- 机组投产延后；
- 风光补贴政策落不及预期；
- 煤价大幅提高。



**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402