

证券研究报告

2024年01月10日

行业报告 | 行业专题研究

公用事业

火电盈利向好，股息吸引力有望提升

作者：

分析师 郭丽丽 SAC执业证书编号：S1110520030001

联系人 王钰舒



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 从三要素展望火电经营状况

**收入端**，电价上，煤电调整为两部制电价，容量电价回收固定成本比例将逐步提升，同时近期各省2024年年度电力交易成交价格陆续公布，我们预计多数省份年度长协电价有望维持较高上浮比例；电量上，煤电利用小时有望处于近年来的偏高水平。**成本端**，我们认为，2024年煤价仍有望处于较低水平。**综合来看**，我们认为2024年火电盈利能力仍将进一步改善；而从季度来看，受煤价基数等影响，上半年业绩改善程度或将较下半年更为显著。

## 火电是否可以作为高股息标的

**减值回顾及展望：**①行业层面：我们发现2019年是火电企业开始大幅计提资产减值损失的一年。“十三五”末，行业政策导向利好不多，而“十四五”初火电重要性再次被强调。②企业层面：我们发现出于谨慎性原则对出现减值迹象的机组计提减值准备、由于淘汰落后产能或者行业优化升级的原因而提前关停、停产或者技术改造导致的资产减值是火电资产减值的重要原因。

**分红回顾及展望：**从历史分红比例来看，受近几年盈利波动较大、分红承诺等因素影响，分红比率差异较大。①华能国际、浙能电力、粤电力等公司受煤价高企影响，2021-2022年亏损额较高，未进行分红。②华电国际因《2020-2022年股东回报规划》等，在对应年份虽然处于亏损或低盈利状态，但仍保持了较高分红水平。

**投资建议：**我们认为2024年火电盈利能力仍将进一步改善，上半年业绩改善程度或将较下半年更为显著，且下半年需待利用小时、煤炭供需等进一步明朗。伴随着火电盈利能力的改善，各公司分红水平或将有所提高，从而带动火电在股息方面的吸引力提升。具体标的方面，全国性公司建议关注【国电电力】【华电国际】【华能国际】【华润电力H】，区域性公司建议关注【浙能电力】【皖能电力】。

**风险提示：**宏观经济大幅下滑的风险、政策推进不及预期、电价下调的风险、煤价大幅上涨的风险、股息率测算的盈利假设或受计提减值等影响不及预期、股息率测算的分红比例假设存在主观性等

# 1

## 从三要素展望火电经营状况

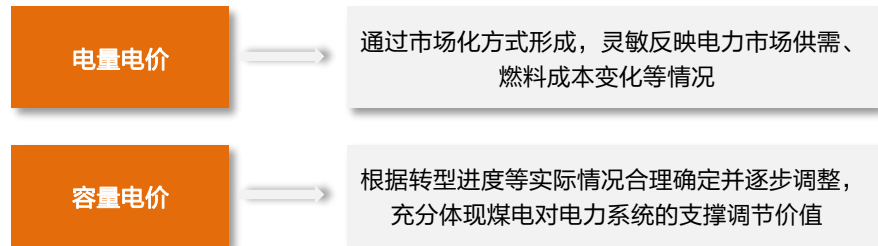
# 1.1 煤电调整为两部制电价，多省电量电价有望保持较高上浮比例

煤电调整为两部制电价，容量电价回收固定成本比例将逐步提升。

2023年11月，国家发改委、国家能源局联合印发了《关于建立煤电容量电价机制的通知》（发改价格〔2023〕1501号），提出当前阶段，适应煤电功能加快转型需要，将现行煤电单一制电价调整为两部制电价。

根据随《通知》印发的《省级电网煤电容量电价表》，2024~2025年，多数地方通过容量电价回收固定成本的比例为30%左右（每年100元/千瓦）；对云南、四川、河南、重庆、青海、广西、湖南7个转型速度较快的地区，按照50%容量电价（每年165元/千瓦）执行；2026年起，各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于50%（每年165元/千瓦）。

图：煤电两部制电价机制示意图



资料来源：国家发改委、天风证券研究所

图：省级电网煤电容量电价表（2024-2025年）

省级电网	容量电价 (元/千瓦·年, 含税)	省级电网	容量电价 (元/千瓦·年, 含税)
北京	100	河南	165
天津	100	湖北	100
冀北	100	湖南	165
河北	100	重庆	165
山西	100	四川	165
山东	100	陕西	100
蒙西	100	新疆	100
蒙东	100	青海	165
辽宁	100	宁夏	100
吉林	100	甘肃	100
黑龙江	100	深圳	100
上海	100	广东	100
江苏	100	云南	165
浙江	100	海南	100
安徽	100	贵州	100
福建	100	广西	165
江西	100		

资料来源：国家发改委、天风证券研究所

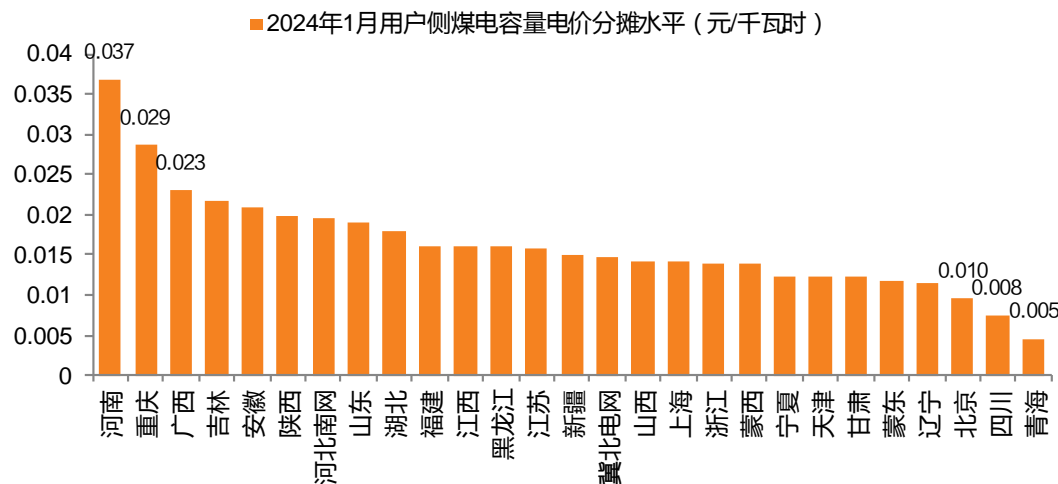
## 1.1 煤电调整为两部制电价，多省电量电价有望保持较高上浮比例

据享能汇公众号，从2024年1月电网代理购电价格明细来看，大多数地区的用户侧煤电容量电费分摊在1分-2分/千瓦时区间。

目前超过2分/千瓦时的共5个省，分别为：河南0.036775元/千瓦时、重庆0.02861元/千瓦时、广西0.023元/千瓦时、吉林0.02176元/千瓦时、安徽0.021元/千瓦时，其中前三个省份均为2024-2025年年均煤电容量补贴165元/千瓦水平的地区。

而低于1分/千瓦时的共3个省，分别为：青海0.0046元/千瓦时、四川0.0075元/千瓦时、北京0.009581元/千瓦时。

图：2024年1月用户侧煤电容量电价分摊水平



资料来源：享能汇公众号、天风证券研究所

# 1.1 煤电调整为两部制电价，多省电量电价有望保持较高上浮比例

各省2024年年度电力交易成交价格陆续公布。

(1) 江苏2024年年度交易总成交电量3606.24亿千瓦时，加权均价452.94元/兆瓦时，较燃煤基准价上浮比例为15.84%。假设江苏煤电利用小时为4500小时，不考虑日最大出力与铭牌容量的差异、容量电费考核等的影响，可简单得出容量电价对应度电水平为22.22元/兆瓦时，对应综合电价较燃煤基准价上浮比例为21.52%。

(2) 广东2024年年度双边协商交易价格为465.64元/兆瓦时，较市场参考价上浮比例为0.57%，同比有所下滑，我们认为或系煤价、现货市场、省内竞争格局等多重因素影响所致。

展望未来，从短期来看，2024年电力供需或仍将处于中性偏紧的态势；从长期来看，在新型电力系统的建设中，火电的兜底保供和调峰调频价值将逐步凸显。我们预计多数省份年度长协电价有望维持较高上浮比例。

表：年度电力交易成交价格（单位：元/兆瓦时）

省份	燃煤基准价	交易类型	2022年	2023年	2024年
江苏	391	年度双边协商交易	466.78	466.65	452.86
		年度挂牌交易	464.76	465.14	446.76
		年度交易（总）	466.69	466.64	452.94
广东	453	年度双边协商交易	497.04	553.88	465.64
		年度挂牌交易		552.28	463.3
		年度集中竞争交易		553.96	485.64
		可再生能源年度交易	513.89	529.94	465.64

资料来源：江苏电力交易中心公众号、广东电力交易中心公众号、北极星售电网、微能网公众号、天风证券研究所

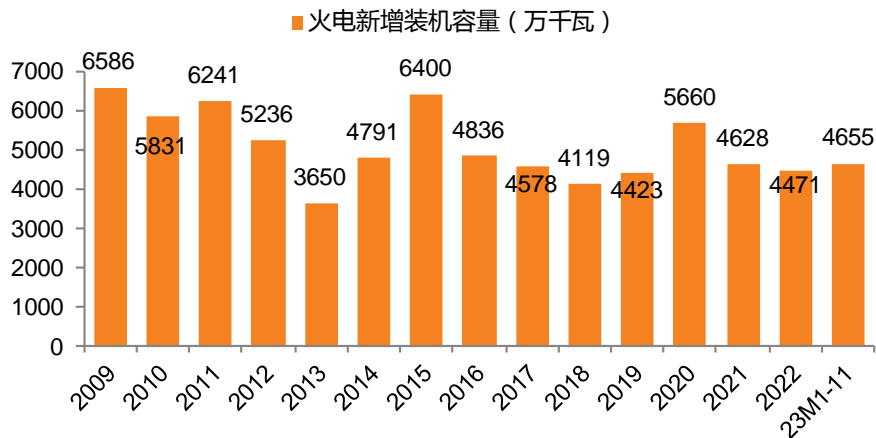
## 1.2 近期全社会用电量增长势头迅猛，2024年煤电利用小时或仍将处于较高水平

火电装机容量“十二五”期间快速增长，年均新增装机约53GW，进入“十三五”期间有所下滑。

受装机快速增长等影响，火电利用小时2015年下降至4500小时以下，“十三五”至今均在4000-4500小时范围内波动。2022年火电4379小时，同比降低65小时；其中煤电4594小时，同比降低8小时；气电2429小时，同比降低258小时。2023年1-11月火电利用小时为4040小时，同比提高61小时。

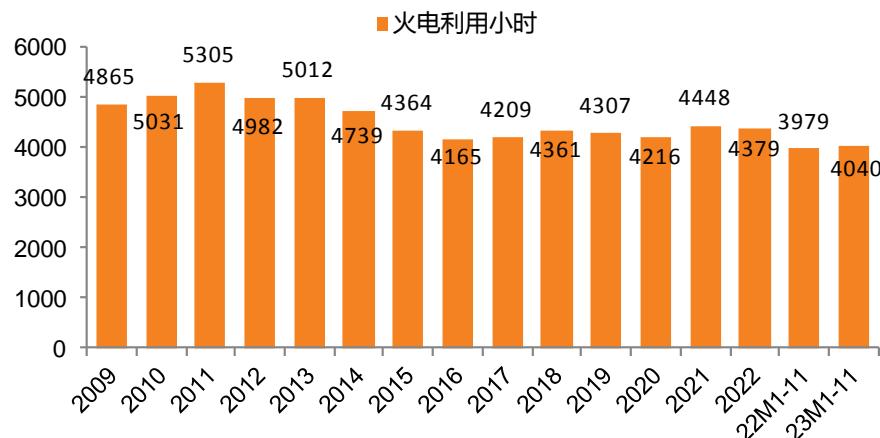
近期全社会用电量增长势头迅猛。2023M9-2023M11全社会单月用电量同比增速呈显著抬升态势，连续三个月同比增速约10%。我们认为，虽有基数效应影响，但难掩经济复苏势头。展望2024年，稳定性电源增量或将有限，同时伴随着负荷的增长，煤电利用小时有望处于近年来的偏高水平。

图：我国火电新增装机容量



资料来源：wind、天风证券研究所

图：我国火电利用小时



资料来源：wind、天风证券研究所

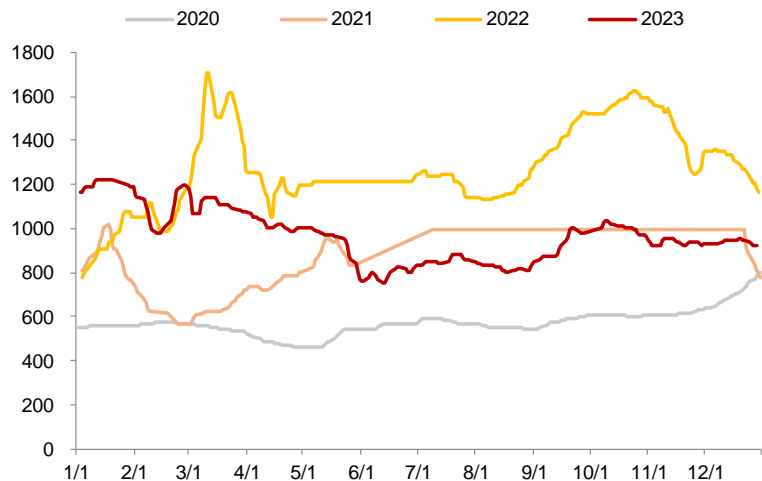
## 1.3 进口煤仍有望保持较好补充，煤价或将处于较低水平

今年上半年煤价总体呈现下跌趋势。大同南郊弱粘煤坑口价、陕西榆林烟煤末坑口价、秦皇岛港动力末煤平仓价、广州港山西优混库提价（Q5500）上半年均值分别为862、899、1021、1129元/吨，分别同比降低6.7%、5.7%、14.4%、17.4%。

6月中下旬起，国内煤价有所反弹。秋季煤价小幅回落数次，总体呈上涨走势。

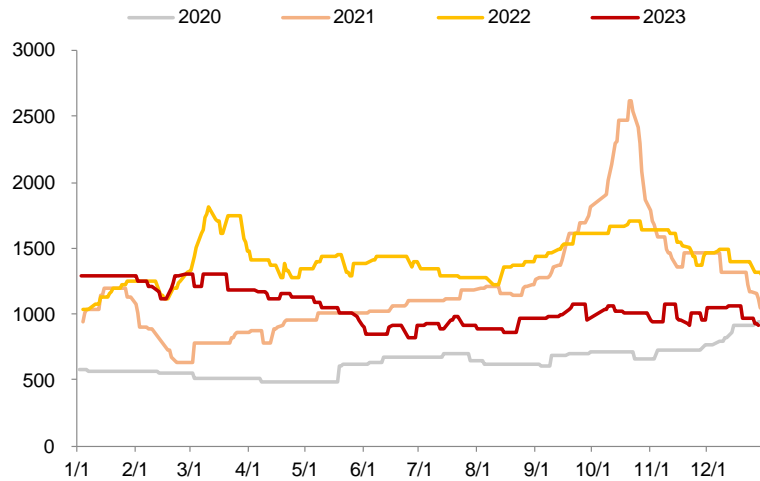
10月以来，煤价再次出现下行趋势，近日煤价止跌趋稳。12月29日，秦皇岛港动力末煤（5500K）平仓价为921元/吨，较10月10日的1038元/吨下降了117元/吨。

图：秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产



资料来源：WIND、天风证券研究所

图：广州港:库提价(含税):山西优混(A14%,V28%,0.6%S,Q5500)



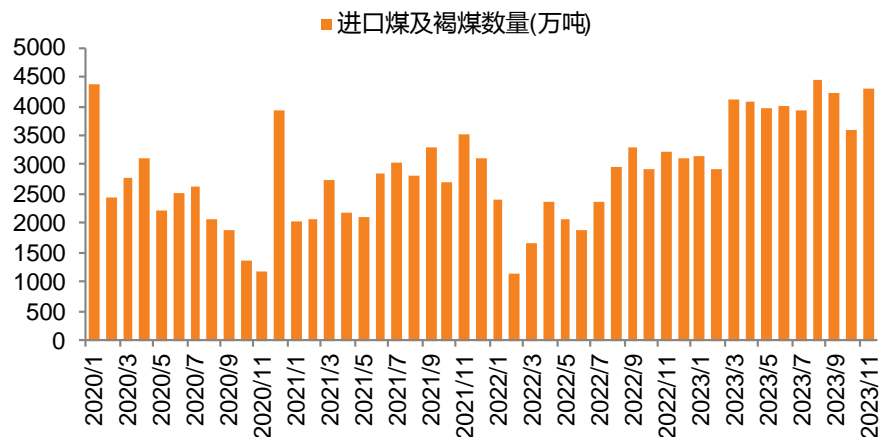
资料来源：WIND、天风证券研究所



## 1.3 进口煤仍有望保持较好补充，煤价或将处于较低水平

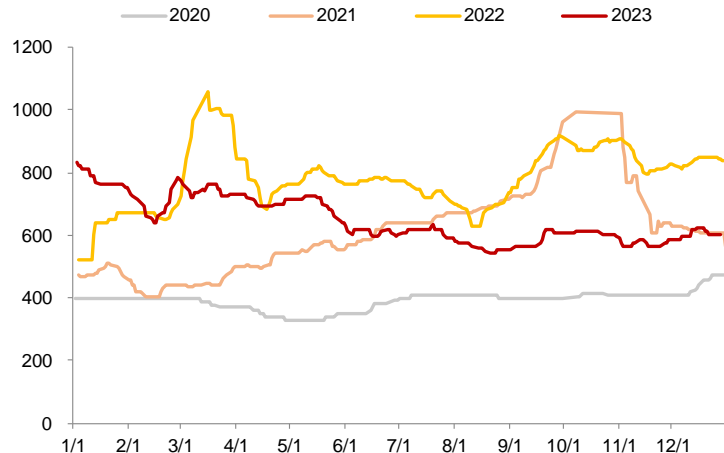
我国进口煤量大幅增长且煤价显著回落。具体来看，数量方面，2023年1-11月我国煤及褐煤累计进口量4.2亿吨，同比大幅增长63%；从月度来看，2023年1-11月中共8个月份煤及褐煤进口量在3900万吨以上，为沿海地区带来重要补充。据微信公众号：鄂尔多斯煤炭网，预计2023年进口煤将达到4.7亿吨，同比增加1.8亿吨。价格方面，2023年12月28日印尼煤广州港场地价Q3800、Q4500、Q4800分别为600、765、820元/吨，同比下降29.0%、18.2%、25.5%。

图：我国进口煤及褐煤数量



资料来源：WIND、天风证券研究所

图：广州港场地价:印尼煤3#(Q3800,印尼产)（单位：元/吨）

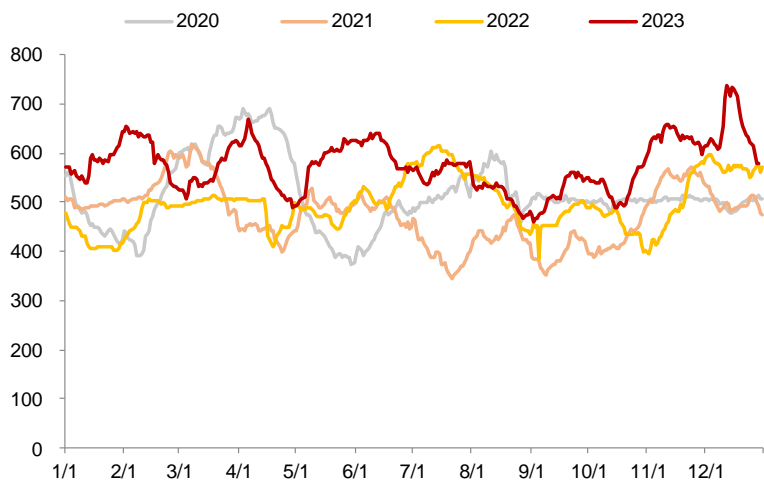


资料来源：WIND、天风证券研究所

## 1.3 进口煤仍有望保持较好补充，煤价或将处于较低水平

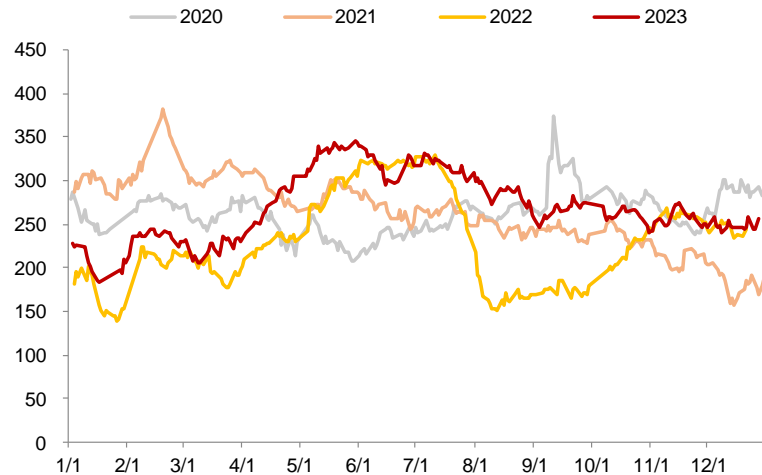
展望后续，煤价或将处于较低水平。煤炭库存方面，12月29日，秦皇岛港煤炭库存约579万吨，同比微增，较2021年同期增长18%；12月29日，广州港煤炭库存约249.8万吨，同比增长10%，较2021年同期增长了40%。进口煤方面，据鄂尔多斯煤炭网，进口煤以印尼和澳洲为主，仍处于零关税状态，进口煤仍有望对国内煤炭市场形成较好的补充。此外，据电煤中长期合同签订履约工作的通知，发电、供热企业的签订长协比例由2023年的最高105%下调至不低于80%。我们认为比例的下调或反映出了当前我国煤炭供需形势有所趋松。

图：秦皇岛港煤炭库存（单位：万吨）



资料来源：wind、天风证券研究所

图：广州港煤炭库存（单位：万吨）



资料来源：wind、天风证券研究所

## 1.4 火电盈利能力仍将持续改善，24H1同比改善程度或将更为显著

收入端，电价上，煤电调整为两部制电价，容量电价回收固定成本比例将逐步提升，近期各省2024年年度电力交易成交价格陆续公布，我们预计多数省份年度长协电价有望维持较高上浮比例；电量上，煤电利用小时有望处于近年来的偏高水平。

成本端，我们认为，2024年煤价仍有望处于较低水平。同时从2023年煤价来看，一至四季度秦皇岛港动力末煤（5500K）平仓价均值分别为1129、1015、866、958元/吨，可见上半年整体煤价水平仍然较高，而下半年下行较为明显。

综合来看，我们认为2024年火电盈利能力仍将进一步改善；而从年内来看，受煤价基数等影响，上半年业绩改善程度或将较下半年更为显著。

# 2

## 火电是否可以作为高股息标的

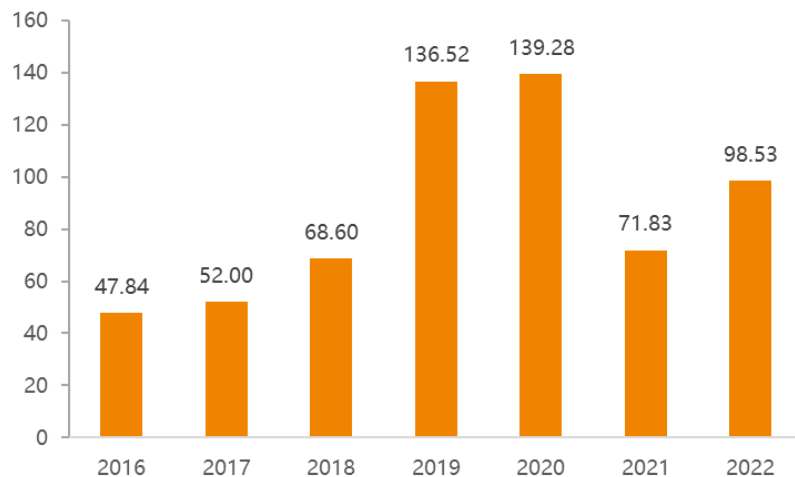
## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

我们选取包括华能国际、华电国际、国电电力、华润电力在内的一共13家A股和H股火电上市企业（详见下表），对2016年-2022年火电行业的资产减值计提情况进行梳理。

①从计提资产减值损失总金额上看，火电企业大规模计提资产减值始于2019年。2016-2018年，13家火电公司的年均资产减值损失总额为56.1亿元；2019年-2020年资产减值损失总额均超130亿；2021年和2022年有所下降，但仍高于2016-2018年均值。

②从单个企业计提规模上看，2019年开始，单次计提减值规模在10亿元以上的企业数量开始增多。2019-2022年，计提减值金额超10亿元的次数一共14次，其中华能国际在2019年和2020年的计提资产减值损失金额分别达到58.1和61.1亿元。

图：火电上市公司计提资产减值损失总额（单位：亿元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

表：主要火电上市公司计提资产减值损失情况（单位：亿元）

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
华能国际	-12.05	-11.88	-11.46	-58.12	-61.14	-0.89	-27.32
华电国际	-10.88	-7.72	-1.21	-7.82	-15.97	-29.34	-10.15
国电电力	-4.95	-13.33	-35.14	-15.71	-16.08	-18.42	-36.46
大唐发电	0.27	-5.24	-4.89	-16.58	-18.06	-11.66	-4.14
华润电力	-11.48	-7.08	-8.45	-20.42	-5.05	-3.53	-9.25
中国电力	0	-4.46	-0.45	-8.54	-7.03	0	-2.65
上海电力	-0.52	-0.1	-0.81	-1.87	-5.24	-5.98	0
福能股份	-0.21	-0.1	-0.7	-0.98	-2.12	-0.62	-0.98
皖能电力	-0.1	-0.05	-0.24	-0.05	-0.03	-0.92	-0.34
浙能电力	-0.04	-0.02	-1.45	-1.73	-0.06	-0.18	-1.37
内蒙华电	-0.16	-0.04	-1.02	-2.78	-3.56	0	-4.13
粤电力A	-7.58	-1.46	-2.52	-1.62	-4.88	-0.29	-1.74
建投能源	-0.15	-0.52	-0.26	-0.31	-0.07	0	0

资料来源：WIND、天风证券研究所

注：减值金额超过30亿标注为深红色、介于10-30亿之间标注为浅红色、介于5-10亿之间标注为灰色

## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

① 行业层面找共性：从计提年份和计提金额上我们发现，2019年是火电企业开始大幅计提资产减值损失的一年。

“十三五”和“十四五”开局，由于煤价的上涨，火电企业利润均出现下滑。2016年申万火电指数成分股利润同比2015年下滑39%，2017年同比下滑65.9%。2021-2022年申万火电指数成分股利润连续两年为负。

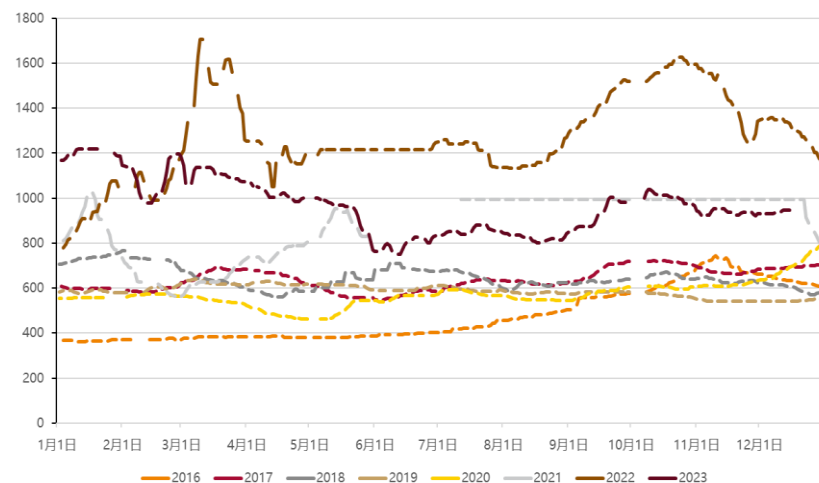
“十三五”中后期的2019年，火电企业开始大幅计提资产减值，“十四五”中后期这一现象是否会重现？我们从电量供需、电价变化以及政策对于火电发展的转变等多重角度分析火电在前后两个时期的定位变化。

图：2013-2022年申万火电指数成分股归母净利润及同比增速



资料来源：WIND、天风证券研究所（注：单位为亿元）

图：2016-2023年秦皇岛平仓价



资料来源：WIND、天风证券研究所（注：单位为元/吨）

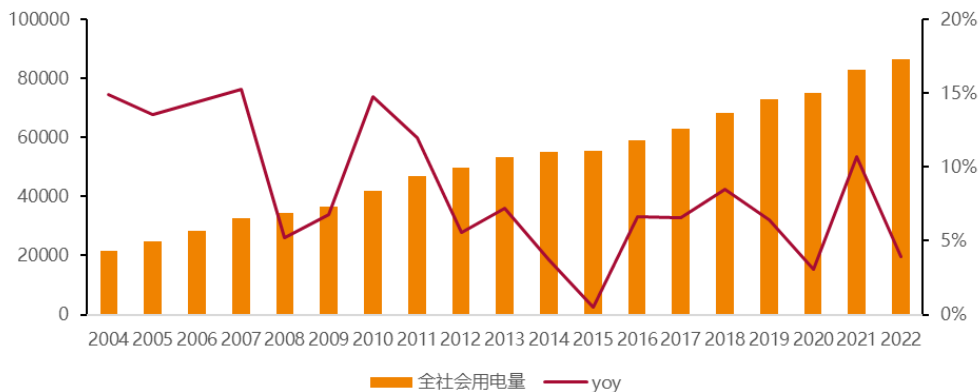
## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

➤ “十三五”末期：利用小时下行、电价有所下调

• 用电量增速的放缓以及持续新增投产的装机导致火电出现产能过剩问题，利用小时数也在逐步下台阶。

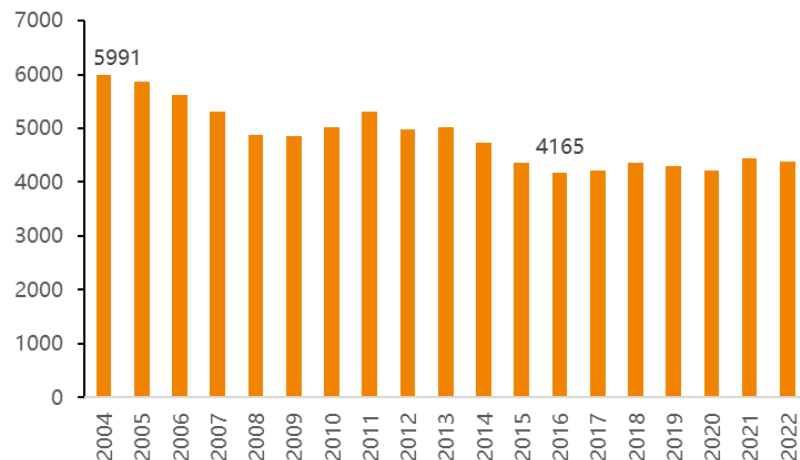
一方面，我国用电量增速逐步放缓：“十一五”平均增速11.3%；“十二五”平均增速5.8%；“十三五”平均增速小幅回升至6.3%。另一方面，由于2014年火电项目审批权的下放和2015年火电项目环评审批权的下放，地方政府对于煤电项目的投资热情迅速提高，新上煤电项目数量大幅增长。2016-2020年，我国新增投产火电装机超过2亿千瓦，达到2.45亿千瓦。火电利用小时数从2004年的5991小时下滑至2016年的4165小时，2017和2018年止跌企稳（分别为4209、4361小时）。

图：全社会用电量及增速（单位：万千瓦时）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图：火电利用小时数（单位：小时）



资料来源：WIND、天风证券研究所



## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

- 在产能过剩的背景下，政策开始对火电增量进行限制，同时对存量机组进行超低排放改造。

新增机组方面，分别从总量和节奏上对火电新增产能规模进行限制。《电力发展“十三五”规划》提出，“十三五”期间要力争将煤电装机控制在11亿千瓦以内，取消和推迟煤电建设项目1.5亿千瓦以上。2016年上半年，国家发改委、能源局接连下发《关于进一步做好煤电行业淘汰落后产能的通知》、《关于促进我国煤电有序发展的通知》、《关于建立煤电规划建设风险预警机制暨发布2019年煤电规划建设风险预警的通知》三份重要文件，提出要“取消一批，缓核一批，缓减一批”，除江西、安徽、海南、湖北外，28个省级电网区域被列为煤电规划建设红色预警地区。

存量机组方面，超低排放改造全面进行。国家能源局、环保部于2016年6月28日发布《关于印发2016年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知》，地方政府则通过出台相关配套政策，提高火电企业改造积极性。

- 电价政策层面，工商业电价持续下调，给火电企业带来一定的经营压力。

2015年4月20日和2016年1月1日，国家发改委连续下调工商业销售电价和一般工商业销售电价，下调幅度分别为每千瓦时1.8分和3分；

2018-2020年，《政府工作报告》连续三年降低工商业电价：2018年提出“一般工商业电价平均降低10%”，2019年提出“一般工商业电价平均再降10%”，2020年明确提出降低工商业电价5%政策延长到当年年底；

国家发改委于2019年10月下发的文件，从2020年1月1日起，将煤电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，并且2020年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升。

## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

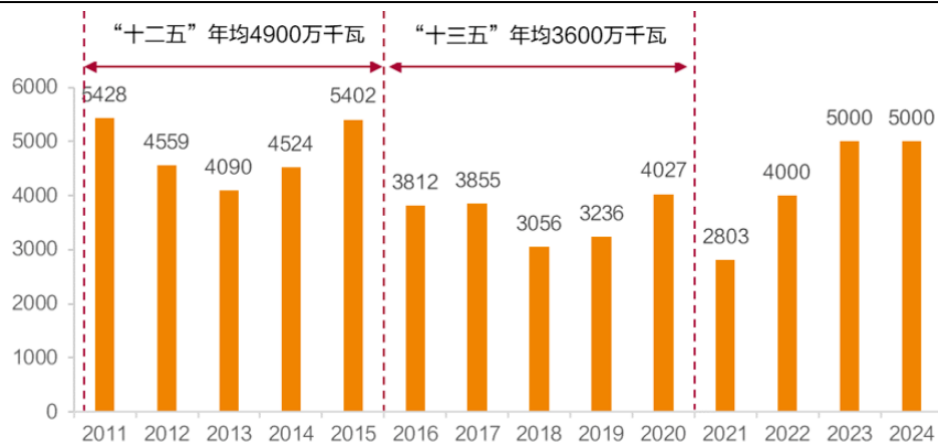
### ➤ “十四五”初：火电重要性再次被强调

政策对火电态度出现转变，强调火电“压舱石”作用。2022年3月《政府工作报告》提出，确保能源供应，立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划，推进能源低碳转型。2022年8月19日，电规总院发布《未来三年电力供需形势分析》，提出在保证安全的前提下，加快推进明确煤电建设，保障未来三年1.4亿千瓦煤电按期投产。

电价政策方面，2021年10月《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》发布，提出将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大至20%，电价上涨空间拉大；另一方面，国家发改委、国家能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，决定自2024年1月1日起，在全国建立煤电容量电价机制，利于火电更好发挥基础性支撑调节作用。

➤ 结论：虽然“十三五”和“十四五”前期，火电企业均面临燃料成本上升、利润下滑的经营困境，但是由于时代背景的变化，新型电力系统的建设需求让火电的角色定位发生了转变，火电的压舱石作用在“十四五”时期进一步被凸显。

图：全国煤电装机年增量及预测（单位：万千瓦）



资料来源：电规总院公众号、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

② 企业层面找共性：我们梳理2019年开始，单年计提减值损失金额高于10亿元的上市公司减值原因，具体见下表

表：2019-2022年固定资产减值损失在10亿元以上的公司情况梳理

公司	年份	计提资产减值损失原因
华能国际	2019	<p>(1) 计提减值的资产组共10个，减值额为38.18亿元。其中华能榆社、华能沾化热电、华能济宁高新区热电计划提前关停；上海石洞口第一电厂将于2022年进行等容量替代，一期电厂计划提前关停；</p> <p>(2) 华能曲阜热电及黄台8号机组受外电入鲁政策影响，预期利用小时数下降；</p> <p>(3) 华能新华发电、华能鹤岗发电由于黑龙江省内煤价高位运行且发电市场份额下降，分别计提减值6.20亿元、2.55亿元；</p> <p>(4) 云南滇东雨汪能源有限公司发电机组被列为省内备用电源，同时与贵州进行的产能合作计划拖延，计提减值3.67亿元；</p> <p>(5) 华能（福建）海港有限公司由于将军帽一期工程投资较大且未来吞吐量难达预期，计提减值4.85亿元。</p> <p>(6) 拟报废资产减值14.37亿元；</p> <p>(7) 前期费用减值5.30亿元，由于项目停建或继续推进可能性较小，计提减值准备。</p>
华能国际	2020	<p>(1) 计提减值的资产组共13个，减值额为47.44亿元；</p> <p>(2) 报废资产减值2.17亿元；</p> <p>(3) 在建工程前期项目减值损失0.68亿元，其他前期项目减值损失3.50亿元。</p>
华能国际	2021	<p>(1) 主要为长期减值损失，其中固定资产组经减值测试计提固定资产减值准备人民币15.59亿元；燃料价格大幅上涨，山东区域聊城热电、临沂发电和白杨河电厂共3家电厂出现连续亏损；2022年南京电厂、南通电厂、杨柳青热电均连续两年大额亏损（2020年盈利），出现减值迹象。</p> <p>(2) 商誉减值7.22亿元：包括临沂发电3.83亿元，聊城热电3.39亿元。</p> <p>(3) 其他减值3.75亿元。</p> <p>(4) 关停拟报废资产等减值0.40亿元。</p>
华电国际	2020	对煤炭采矿权计提减值准备。本集团所属煤炭生产运营效率低于预期，对部分煤矿的采矿权资产计提无形资产减值准备，确认减值损失13.04亿元。
华电国际	2021	本公司在整体出售茂华公司前，对因此产生的持有待售资产预计处置损失计提减值准备的影响。 在建工程减值3.61亿元。
华电国际	2022	<p>上年对持有待售资产计提减值准备的影响。</p> <p>(1) 在建工程减值5.14亿元</p> <p>(2) 固定资产减值4.33亿元，主要系所属24家单位因机组政策性关停，环保、节能减排及设备性能不能满足生产需求，运营指标达不到国家要求等原因，进行技术改造及设备更新，拆除了部分固定资产。</p>

资料来源：各公司公告、天风证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

② 企业层面找共性：我们梳理2019年开始，单年计提减值损失金额高于10亿元的上市公司减值原因，具体见下表

表：2019-2022年固定资产减值损失在10亿元以上的公司情况梳理

公司	年份	计提资产减值损失原因
国电电力	2019	(1) 子公司国电宣威破产清算，计提减值9.6亿元。 (2) 子公司神华国华（舟山），一期机组须于2020年前关停，计提减值1.37亿元。 (3) 子公司国家能源集团江苏电力，因产业政策和政府有关部门要求关停机组，计提减值2.53元。 (4) 子公司国电寿县风电公司于2019年拆除团山风电机组，计提减值准备1.07亿元。
国电电力	2020	(1) 子公司国电内蒙古晶阳能源有限公司于2020年停产，计提固定资产减值准备5.94亿元。 (2) 因技术改造拆除设备分别计提减值1.77亿元、1.11亿元、1亿元。 (3) 增加商誉减值1.63亿元
国电电力	2021	(1) 机组拟关停，当期分别计提减值2.91亿元、5.64亿元、3.93亿元。 (2) 在建工程计提减值3.86亿元，主要系多项目停止推进。 (3) 商誉减值0.33亿元。
国电电力	2022	(1) 依据经营性资产组合减值测试的评估结果，分别对发电机组等相关资产计提固定资产减值12.65亿元、4.08亿元、3.15亿元、0.69亿元； (2) 2×135MW发电机组因设备关停，计提减值4.19亿元； (3) 因节能减排升级改造，计提减值准备5165万元。 (4) 商誉减值2.02亿元
大唐发电	2019	(1) 分别计提在建工程减值准备1.2亿元、0.55亿元。 (3) 浙江大唐乌沙山发电有限责任公司煤场改造拆除的资产不具备使用价值，计提固定资产减值准备0.2亿元。 (4) 计提商誉减值准备1.04亿元。
大唐发电	2020	(1) 机组已关停，计提固定资产减值准备1.60亿元 (2) 大唐安庆生物质能发电有限公司处于停产状态，固定资产存在减值迹象，计提固定资产减值准备0.8亿元 (3) 多项在建工程，受政策调整影响，项目推进困难，计提在建工程减值准备1.73亿元。 (4) 计提存货跌价准备0.27亿元。”
大唐发电	2021	(1) 鄂尔多斯年产50万吨氧化铝项目无法达到预期收益，项目不具备可行性，经长期资产减值测试后计提5.87亿元。
华润电力	2019	(1) 电力资产计提减值9.57亿港元，主要是商誉计提减值、以及对因技术改造而报废的设备计提减值等； (2) 对煤炭资产计提减值约13.27亿港元。

## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

细化到单个电厂，我们对华能国际2020年固定资产的减值金额及原因进行进一步分析。2020年，华能国际计提固定资产减值损失金额50.88亿元，其中经减值测试计提固定资产减值准备人民币47.44亿元，单项资产计提3.44亿元。

从减值原因上看，不同机组由于所处经营区以及面临情况的不同，减值原因各有差异。比如，华能伊春热电厂受黑龙江省新能源发电量持续增长挤占火电发电空间影响，以及黑龙江煤炭市场供给紧张程度加剧的原因，经营效益短期内难以转好，计提减值6.61亿元；华能国际在山东区域运营的火电厂中，出现减值迹象的电厂有7家，主要原因在于山东省新能源机组建设力度及“外电入鲁”电量超过预期，导致火电厂的发电利用小时数下降，共计提固定资产减值25.28亿元。

从减值比例上看，当年华能国际计提固定资产减值金额占减值前发电设施账面价值的比例在27%左右。相较于电厂的资产存量账面价值，减值部分仅占较小的比例。

图：2020年华能国际固定资产组减值明细（单位：亿元）

单位名称	计提减值后账面价值（2020年12月31日）			计提减值金额		
	房屋及建筑物	运营中的发电设施	土地使用权及归属于资产组的其他资产	2020	2019	2018
华能伊春热电有限公司	0.5	14.88	2.42	6.61	-	-
华能桂林燃气分布式能源有限责任公司	0.2	3.1	1.62	4.92	-	-
华能山东发电有限公司白杨河发电厂	0.47	10.35	0.9	4.65	-	-
华能山东发电有限公司众泰电厂	0.04	1.59	0.42	4.58	-	-
华能嘉祥发电有限公司	0.49	6.39	1.25	4.06	-	-
华能济宁运河发电有限公司	0.11	11.85	2.27	3.98	-	-
华能山东发电有限公司烟台发电厂	0.34	3.31	2.8	3.33	-	-
华能聊城热电有限公司	0.06	13.88	4.58	1.9	-	-
华能临沂发电有限公司	0.08	20.8	2.26	2.78	-	-
华能通渭风电有限责任公司	0.05	5.86	0.12	3.52	-	-
华能营口仙人岛热电有限责任公司	0	8.86	0.63	2.74	-	-
华能左权煤电有限责任公司	0.35	26.6	0.57	2.69	-	-
华能海南发电股份有限公司戈枕水电厂	0.03	0.42	2.7	1.68	-	-
合计	2.72	127.89	22.54	47.44	-	-

资料来源：WIND、天风证券研究所

## 2.1 火电资产计提减值原因为何，持续与否？

---

总结来看，火电上市公司计提资产减值损失的原因包括：由于燃料成本上涨或者预期利用小时数降低，出于谨慎性原则，对出现减值迹象的机组计提减值准备；环保监管趋严，因淘汰落后产能或者行业优化升级而提前关停或者技术改造而导致的资产减值；报废资产减值；在建工程减值；商誉减值；煤炭资产相关的计提减值等。

其中由于燃料成本上涨或者预期利用小时数降低，出于谨慎性原则，对出现减值迹象的机组计提减值准备、环保监管趋严，因淘汰落后产能或者行业优化升级而提前关停或者技术改造而导致的资产减值是火电资产减值的重要原因。



## 2.2 火电公司分红承诺详解

火电及火转绿标的方面，多数公司对单一年份的分红比例进行了承诺，不同公司间存在一定差异。其中分红比例较高的公司有华能国际、大唐发电等，以华能国际为例，其提出在满足一定条件后，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的50%；国电电力、上海电力、建投能源等公司承诺的分红比例处于中等水平，以国电电力为例，其提出在满足一定条件后，每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的30%；皖能电力、浙能电力、粤电力、宝新能源、吉电股份等公司承诺的单一年份分红比例相对较低，以皖能电力为例，其提出在满足一定条件后，以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的10%。

对于连续/最近三年的分红方面，也有较多公司进行了一定承诺。我们所选取的公司中，承诺单一年份在一定条件下以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的10%的公司，均承诺在连续/最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。

此外，内蒙华电、京能电力等部分公司对某固定年份制定了股东回报规划。以内蒙华电为例，其提出2022-2024年，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的70%且每股派息不低于0.1元人民币（含税）。

表：火电公司（包含清洁能源转型中的火电公司）分红规划

公司	文件名称	具体内容
华能国际	公司章程	公司在当年盈利及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的50%。
	2020-2022年股东回报规划	2020-2022年，公司拟每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的50%，且每股派息不低于0.2元人民币。
华电国际	公司章程	如无可预见的未来经营发展需要导致的重大现金支出，在不影响公司正常经营的基础上，在公司当年实现的净利润为正数、当年末公司累计未分配利润为正数且公司经营活动现金流量为正的情况下，公司应当进行现金分红，且连续三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。
		在满足现金分红条件下，公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到20%。

资料来源：各公司公告、天风证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 2.2 火电公司分红承诺详解

表：火电公司（包含清洁能源转型中的火电公司）分红规划

公司	文件名称	具体内容
国电电力	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> <li>在保证公司持续经营和长期发展的前提下，如公司当年盈利及累计未分配利润为正，且无重大投资计划或其他重大现金支出等事项发生，公司在足额提取法定公积金、任意公积金以后，<b>每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的30%，且任意三个连续年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%</b>；</li> </ul>
大唐发电	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司在当年盈利且累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利，<b>每年以现金方式分配的利润原则上为当年实现的中国会计准则下母公司净利润的50%</b>。</li> <li>公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。</li> </ul>
皖能电力	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> <li>原则上公司每年进行一次利润分配，但公司董事会可以根据公司当期的盈利规模、现金流状况、发展阶段及资金需求状况，提议公司进行中期分红</li> <li>公司在弥补亏损、足额提取法定公积金、任意公积金以后，<b>以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的10%。三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%</b>。</li> <li>公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。</li> </ul>
浙能电力	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> <li>在足额提取盈余公积金后，<b>每年以现金方式分配的利润应不少于当年实现的可分配利润的10% (按合并报表口径)且公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30% (按合并报表口径)</b>。</li> <li>公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在各期利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在各期利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在各期利润分配中所占比例最低应达到20%；</li> </ul>
申能股份	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。</b></li> </ul>
粤电力	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的10%，且最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%</b>。公司进行利润分配时，现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到20%；</li> </ul>
	长期股东回报规划	<ul style="list-style-type: none"> <li>当年实现的归属于上市公司股东的净利润为正数且当年末累计可分配利润为正数时，可以现金或现金与股票相结合的方式分配股利。</li> <li>每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的百分之十，且最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。</li> </ul>
宝新能源	公司章程	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的百分之十，且最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。</b></li> <li>公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%；</li> </ul>

资料来源：各公司公告、天风证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



## 2.2 火电公司分红承诺详解

表：火电公司（包含清洁能源转型中的火电公司）分红规划

公司	文件名称	具体内容
	未来三年（2021年-2023年）股东回报规划的议案	公司可以采用现金、股票或者现金与股票相结合的方式分配股利。公司一般以年度利润分配为主，在有条件的情况下，公司可以进行中期利润分配除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采取现金方式分配股利的， <b>公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的30%。</b>
上海电力	公司章程	除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采取现金方式分配股利的， <b>公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的30%。</b> 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%；
内蒙华电	未来三年（2022-2024年）股东回报规划	公司在当年盈利、累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利。 <b>2022-2024年，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的70%且每股派息不低于0.1元人民币（含税）。</b>
	公司章程	现金分红的具体条件：以公司按照本章程第一百六十条的规定弥补亏损和提取法定公积金后仍有盈利且累计可分配利润可以实现0.01元/股以上的现金分红为前提。 <b>公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的可分配平均利润的百分之四十；</b>
京能电力	未来三年（2023年—2025年）股东回报规划	除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利。公司 <b>未来三年（2023年-2025年）以现金方式分配的股利在满足《公司章程》利润分配政策的同时，年均现金分红金额不低于当年实现可供分配利润的70%。</b>
	公司章程	除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利， <b>公司每年以现金方式分配的股利不低于当年实现的可供股东分配利润的40%。</b>
建投能源	未来三年股东回报规划（2021年-2023年）	除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下， <b>每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的30%。</b> 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。
	公司章程	在满足生产经营和发展需要的情况下， <b>公司每年以现金方式分配的股利应不低于当年实现的可供股东分配利润的百分之三十。</b>
	未来三年（2023-2025）股东回报规划	在保证公司能够持续经营和长期发展的前提下，如公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，公司应当采用现金方式分配股利。 <b>每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的可分配利润的30%；</b> 公司年度利润分配金额不得超过公司当年末累计未分配利润，不得损害公司持续经营能力。
吉电股份	公司章程	在保证公司能够持续经营和长期发展的前提下，如公司无重大投资计划或重大现金支出等事项（募集资金投资项目除外）发生，公司应当采取现金方式分配股利， <b>公司每年以现金方式分配的利润应不少于当年实现的公司可供分配利润的10%，且任意连续三年以现金方式累计分配的利润原则上应不少于该三年实现的公司年均可分配利润的30%，</b> 具体每个年度的分红比例由董事会根据公司年度盈利状况和未来资金使用计划提出预案。 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%；公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。

资料来源：各公司公告、天风证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 2.3 火电公司分红的回顾及展望

从历史分红比例来看，受近几年盈利波动较大、分红承诺等因素影响，分红比率差异较大。

(1) 华能国际、浙能电力、粤电力等公司受煤价高企影响，2021-2022年亏损额较高，未进行分红。

(2) 华电国际在《2020-2022年股东回报规划》中承诺，公司拟每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的50%，且每股派息不低于0.2元人民币。公司在对应年份虽然处于亏损或低盈利状态，但仍保持了较高分红水平。

表：各公司盈利、现金分红比率历史情况及预测假设

公司代码	公司简称	归母净利润(亿元)								分红比率							
		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
600011.SH	华能国际	14.4	16.9	45.6	-102.6	-73.9	165.5	174.7	191.6	109%	126%	62%	0%	0%	45%	45%	45%
600027.SH	华电国际	17.0	34.1	41.8	-49.7	1.0	60.6	75.2	86.6	38%	42%	59%	-50%	2049%	45%	45%	45%
0836.HK	华润电力	39.5	65.9	75.8	15.9	70.4	126	151	179	40%	40%	40%	89%	40%	40%	40%	40%
600795.SH	国电电力	13.7	18.7	26.3	-18.5	28.2	74.1	92.1	106.1	57%	53%	27%	0%	63%	50%	50%	50%
601991.SH	大唐发电	12.3	10.7	30.4	-92.6	-4.1	34.9	49.3	64.5	150%	113%	55%	0%	-131%	55%	55%	55%
000543.SZ	皖能电力	5.6	7.7	10.1	-13.4	4.3	16.9	19.3	21.6	14%	35%	17%	0%	26%	25%	25%	25%
600023.SH	浙能电力	40.3	42.9	60.8	-8.6	-18.3	76.5	85.5	93.9	61%	63%	50%	0%	0%	50%	50%	50%
600642.SH	申能股份	18.3	22.9	23.9	16.4	10.8	33.4	38.9	42.8	50%	47%	57%	60%	73%	60%	60%	60%
000539.SZ	粤电力A	4.7	11.5	17.5	-31.5	-30.0	26.0	33.9	42.7	66%	55%	36%	0%	0%	50%	50%	50%
000690.SZ	宝新能源	4.6	8.8	18.2	8.2	1.8	12.7	15.2	24.4	47%	49%	36%	13%	36%	40%	40%	40%
600021.SH	上海电力	27.7	9.6	8.9	-18.9	3.2	21.1	29.9	36.3	31%	35%	32%	0%	31%	30%	30%	30%
600863.SH	内蒙华电	7.8	11.0	7.6	4.5	17.6	27.4	32.0	35.7	71%	66%	96%	144%	61%	70%	70%	70%
600578.SH	京能电力	8.9	13.6	14.0	-31.1	8.0	10.9	15.7	17.5	61%	59%	57%	0%	100%	60%	60%	60%
000600.SZ	建投能源	4.3	6.4	9.2	-22.1	1.0	3.4	6.3	8.3	41%	34%	33%	0%	52%	50%	50%	50%
000875.SZ	吉电股份	1.1	1.5	4.8	4.5	6.7	12.7	15.0	17.6	0%	0%	0%	0%	0%	20%	20%	20%

资料来源：各公司公告、WIND、天风证券研究所

注：①除粤电力、上海电力、内蒙华电、京能电力、建投能源采用wind一致预期外其他公司盈利预测均采用天风预测；②各公司2023-2025年分红比率为基于各公司历史分红情况及分红承诺的预测数据；③华润电力2023年分红比率中未包含上市20周年特别派息；④华润电力货币单位为港元

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 2.3 火电公司分红的回顾及展望

基于上述分红比率预测及盈利预测数据，我们测算了各公司的股息率情况。

其中，华润电力、内蒙华电、申能股份、浙能电力、华能国际、华电国际等股息率相对较高。

表：各公司分红、股息率历史情况及预测

公司代码	公司简称	每股现金分红（元/股）									股息率						
		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
600011.SH	华能国际	0.10	0.14	0.18	0.00	0.00	0.47	0.50	0.55	1.2%	1.6%	2.2%	0.0%	0.0%	5.7%	6.0%	6.6%
600027.SH	华电国际	0.07	0.15	0.25	0.25	0.20	0.27	0.33	0.38	1.2%	2.6%	4.5%	4.5%	3.6%	4.8%	6.0%	6.9%
0836.HK	华润电力	0.33	0.55	0.63	0.30	0.59	1.55	1.26	1.49	2.1%	3.5%	4.0%	1.9%	3.7%	9.8%	7.9%	9.4%
600795.SH	国电电力	0.04	0.05	0.04	0.00	0.10	0.21	0.26	0.30	0.9%	1.2%	0.9%	0.0%	2.3%	4.8%	5.9%	6.9%
601991.SH	大唐发电	0.10	0.07	0.09	0.00	0.03	0.10	0.15	0.19	3.9%	2.5%	3.5%	0.0%	1.1%	4.0%	5.7%	7.5%
000543.SZ	皖能电力	0.04	0.12	0.08	0.00	0.05	0.19	0.21	0.24	0.6%	1.7%	1.1%	0.0%	0.7%	2.6%	3.0%	3.4%
600023.SH	浙能电力	0.18	0.20	0.23	0.00	0.00	0.29	0.32	0.35	3.6%	4.0%	4.5%	0.0%	0.0%	5.7%	6.3%	6.9%
600642.SH	申能股份	0.20	0.22	0.28	0.20	0.16	0.41	0.48	0.52	3.0%	3.3%	4.1%	3.0%	2.4%	6.1%	7.0%	7.8%
000539.SZ	粤电力A	0.06	0.12	0.12	0.00	0.00	0.25	0.32	0.40	1.2%	2.3%	2.3%	0.0%	0.0%	4.7%	6.2%	7.8%
000690.SZ	宝新能源	0.10	0.20	0.30	0.05	0.03	0.23	0.28	0.45	2.2%	4.3%	6.5%	1.1%	0.6%	5.0%	6.0%	9.7%
600021.SH	上海电力	0.33	0.13	0.11	0.00	0.04	0.22	0.32	0.39	3.9%	1.5%	1.3%	0.0%	0.4%	2.6%	3.7%	4.5%
600863.SH	内蒙华电	0.10	0.13	0.13	0.10	0.16	0.29	0.34	0.38	2.3%	3.1%	3.1%	2.4%	4.0%	7.0%	8.2%	9.1%
600578.SH	京能电力	0.08	0.12	0.12	0.00	0.12	0.10	0.14	0.16	2.6%	3.9%	3.9%	0.0%	3.9%	3.2%	4.6%	5.1%
000600.SZ	建投能源	0.10	0.12	0.17	0.00	0.03	0.10	0.17	0.23	1.9%	2.3%	3.2%	0.0%	0.6%	1.8%	3.3%	4.4%
000875.SZ	吉电股份	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09	0.11	0.13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	2.5%	2.9%

资料来源：各公司公告、WIND、天风证券研究所

注：华润电力2023年分红中包含上市20周年特别派息

# 3 投资建议

### 3. 投资建议

---

收入端，电价上，煤电调整为两部制电价，容量电价回收固定成本比例将逐步提升，近期各省2024年年度电力交易成交价格陆续公布，我们预计多数省份年度长协电价有望维持较高上浮比例；电量上，煤电利用小时有望处于近年来的偏高水平。

成本端，我们认为，2024年煤价仍有望处于较低水平。

综合来看，我们认为2024年火电盈利能力仍将进一步改善。具体来看，受煤价基数等影响，上半年业绩改善程度或将较下半年更为显著，且下半年需待利用小时、煤炭供需等进一步明朗。

伴随着火电盈利能力的改善，各公司分红水平或将有所提高，从而带动火电在股息方面的吸引力提升。

具体标的方面，全国性公司建议关注【国电电力】【华电国际】【华能国际】【华润电力H】，区域性公司建议关注【浙能电力】【皖能电力】。

# 4 风险提示

## 4. 风险提示

---

**宏观经济大幅下滑的风险：**用电量与宏观经济息息相关，若宏观经济大幅下行，短期内全社会用电量增速恐会放缓。

**政策推进不及预期：**国家出台了煤电容量电价等政策确保煤电行业持续健康运行，若政策推进不及预期，或导致火电企业盈利低于预期。

**电价下调的风险：**电力是各公司主要销售产品，若电价大幅下行，在同样的电力销售情况下，营收会受其影响而大幅下降。

**煤价大幅上涨的风险：**若煤炭供给出现较大收缩，则可能导致煤炭价格大幅上涨，盈利能力将出现较大幅度的下滑。

**股息率测算的盈利假设或受计提减值等影响不及预期：**各公司盈利预测基于装机、利用小时、煤价等预期，若出现大额计提减值等，将对业绩影响较大，致使股息率测算偏离真实值较多。

**股息率测算的分红比例假设存在主观性：**未来的分红比例由历史数据以及分红承诺进行推演，存在一定主观性风险。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下



THANKS