

公用事业

公用环保公司现金分红行为分析

本周专题

2023年12月15日，证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，引导上市公司合理分红。我们以上市公司分红为抓手，梳理公用环保行业的分红情况。

核心观点

政策出台引导合理分红，需兼顾投资者回报和公司发展

上市公司现金分红总额屡创新高，积极回报投资者正成为上市公司共识，2022年全体A股上市公司完成现金分红1.87万亿元，同比+10.2%，CAGR 4达13.1%。2023年12月证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，指出上市公司制定现金分红政策时，应综合考虑自身盈利水平、资金支出安排和债务偿还能力，兼顾投资者回报和公司发展需要。

公用环保企业的现金分红，意愿主导？还是能力主导？

我们统计了公用环保行业269家上市公司2018-2022年归母净利润、企业自由活动现金流和现金分红行为，在1345次“分红决策”中，有769次进行了现金分红、576次未分红。我们经过分析，得到以下结论：①**上市公司现金分红，意愿或比能力更重要**；②对比净利润，现金分红与企业自由活动现金流相关性更弱，但“净利润为正”并非上市公司现金分红的充分条件；③从运营稳定性、分红比例和分红持续性的角度综合考虑，建议优先关注水电、火电、核电、燃气、水务及水治理等行业。

公用事业核心标的股息率展望

从历史分红比例来看，火电及火转绿标的方面，近几年盈利波动较大，分红比率差异较大。水电方面，我们选取的公司中，除了湖北能源和黔源电力，其他公司近两年分红比率均在40%以上，其中长江电力分红比率均在70%以上。核电方面，中国核电和中国广核近几年分红比率均在35%-45%。**基于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。**火电及火转绿标的方面，华润电力、华能国际、内蒙华电、申能股份、浙能电力等股息率相对较高；水电方面，国投电力、湖北能源、川投能源、长江电力等股息率相对较高；核电方面，中国核电和中国广核每股派息稳定增长。

投资建议

政策引导上市公司合理分红，从运营稳定性、分红比例和分红持续性的角度综合考虑，我们建议关注火电运营商【**国电电力**】【**内蒙华电**】【**华电国际**】【**浙能电力**】【**华能国际**】；水电运营商【**长江电力**】【**华能水电**】【**国投电力**】【**川投能源**】；核电双寡头【**中国广核(A+H)**】【**中国核电**】。

风险提示：宏观经济下行、政策推行不及预期、用电需求不及预期、现货市场建设进度不及预期等风险

证券研究报告

2024年01月15日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

裴振华 联系人
peizhenhua@tfzq.com

赵阳 联系人
zhaoyang@tfzq.com

王钰舒 联系人
wangyushu@tfzq.com

胡冰清 联系人
hulingqing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《公用事业-行业深度研究:核电运营商 ROE 如何变动? 如何资产定价?》
2024-01-10
- 《公用事业-行业专题研究:火电盈利向好, 股息吸引力有望提升》
2024-01-10
- 《公用事业-行业投资策略:绿电行业 2024 年年度策略: 新能源入市专题》
2023-12-25

内容目录

1. 公用环保公司现金分红行为分析.....	3
1.1. 政策出台引导合理分红，需兼顾投资者回报和公司发展.....	3
1.2. 公用环保企业的现金分红，意愿主导？还是能力主导？.....	4
1.3. 公用事业核心标的股息率展望.....	6
1.4. 投资建议.....	8
2. 环保公用投资组合.....	8
3. 重点公司外资持股变化.....	8
4. 行业重点数据跟踪.....	9
5. 行业历史估值.....	10
6. 上周行情回顾.....	10

图表目录

图 1：2018-2022 年全体 A 股现金分红总额.....	3
图 2：2018-2022 年全体 A 股平均分红比例.....	3
图 3：2018-2022 年全体 A 股营业收入、归母净利润情况.....	3
图 4：现金分红示意图.....	4
图 5：2021-2022 年公用环保细分行业分红比例.....	5
图 6：各公司盈利、分红比率历史情况及预测假设.....	7
图 7：各公司分红、股息率历史情况及预测（2024-01-12）.....	7
图 8：长江电力外资持股情况.....	9
图 9：华能水电外资持股情况.....	9
图 10：国投电力外资持股情况.....	9
图 11：川投能源外资持股情况.....	9
图 12：华测检测外资持股情况.....	9
图 13：秦皇岛 Q5500 动力煤价格（元/吨）.....	9
图 14：秦皇岛港煤炭库存（单位：万吨）.....	9
图 15：电力行业历史估值.....	10
图 16：燃气行业历史估值.....	10
图 17：上周申万一级行业涨跌幅排名.....	11
图 18：上周电力、燃气涨跌幅.....	11
表 1：申万行业（2021）公用事业、环保行业上市公司信息.....	4
表 2：2018-2022 年公用环保上市公司分红行为统计.....	5
表 3：公用环保上市公司在 2018-2022 年 5 年内分红次数统计（单位：个）.....	6
表 4：环保公用投资组合（截至 1 月 12 日收盘）.....	8
表 5：上周个股涨跌幅排名.....	10

1. 公用环保公司现金分红行为分析

2023年12月15日，证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，引导上市公司合理分红。我们以上市公司分红为抓手，梳理公用环保行业的分红情况。

1.1. 政策出台引导合理分红，需兼顾投资者回报和公司发展

上市公司现金分红总额屡创新高，积极回报投资者正成为上市公司共识。根据wind统计，伴随经营业绩稳定向上，2022年全体A股上市公司完成现金分红1.87万亿元，同比+10.2%，CAGR 4 达 13.1%。

值得注意的是，在2020年受全球新冠疫情影响的背景下，上市公司经营业绩增长降速，全体A股营业总收入、归母净利润同比增速仅为+5.5%、+6.1%，但同年全体A股平均现金分红比例同比+1.8pct至36.4%，进而使得当年现金分红总额同比增速达到10%以上。

图 1：2018-2022 年全体 A 股现金分红总额



资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：2018-2022 年全体 A 股平均分红比例



资料来源：wind、天风证券研究所

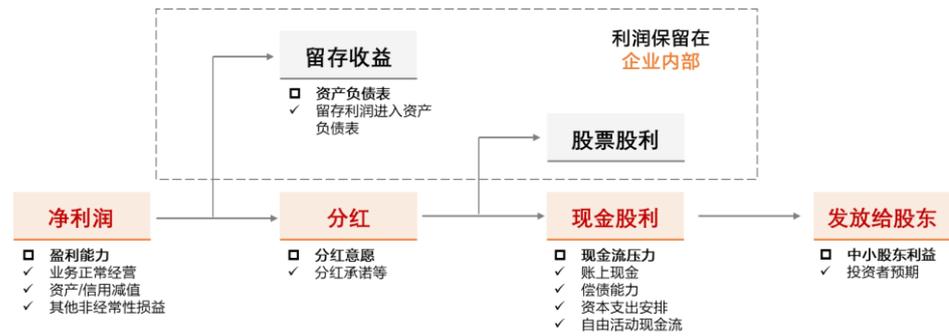
图 3：2018-2022 年全体 A 股营业收入、归母净利润情况



资料来源：wind、天风证券研究所

分红新规出台，引导上市公司合理分红。2023年12月证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，指出上市公司制定现金分红政策时，应综合考虑自身盈利水平、资金支出安排和债务偿还能力，兼顾投资者回报和公司发展需要。

图 4：现金分红示意图



资料来源：前瞻经济学人官网、天风证券研究所

1.2. 公用环保企业的现金分红，意愿主导？还是能力主导？

我们将视角聚焦公用事业、环保领域，选取申万行业（2021）中的 269 家上市公司对其分红进行分析。

表 1：申万行业（2021）公用事业、环保行业上市公司信息

板块	上市公司数量	2022 年分红总额（亿元）	占所属板块比重
公用事业	133	611.0	100.0%
电力	101	560.6	91.8%
火力发电	31	91.9	15.0%
水力发电	10	288.8	47.3%
核力发电	2	76.0	12.4%
光伏发电	13	11.1	1.8%
风力发电	12	53.2	8.7%
热力服务	17	15.1	2.5%
其他能源发电	1	0.0	0.0%
电能综合服务	15	24.4	4.0%
燃气 II	32	50.4	8.2%
燃气 III	32	50.4	8.2%
环保	136	105.3	100.0%
环境治理	107	85.3	81.0%
大气治理	8	2.0	1.9%
水务及水治理	53	51.2	48.6%
固废治理	31	28.9	27.4%
综合环境治理	15	3.2	3.0%
环保设备 II	29	20.0	19.0%
环保设备 III	29	20.0	19.0%

资料来源：wind、天风证券研究所

我们统计了公用环保行业 269 家上市公司 2018-2022 年归母净利润、企业自由活动现金流和现金分红行为，在 1345 次“分红决策”中，有 769 次进行了现金分红、576 次未分红。我们得到以下结论：

一、上市公司现金分红，意愿或比能力更重要。在经营情况相似条件下，分红决策迥然不同。例如，在归母净利润为正、企业自由活动现金流为正的 588 个情形中，有 388 次分红，而 200 次未分红。

因此，在意愿优先性高于能力的情况，分红承诺成为衡量上市公司分红意愿的重要表征，

我们已在 2023 年 12 月 7 日的报告《由分红承诺及历史数据展望公用事业标的股息率》中对此做了详细梳理。

二、对比净利润，现金分红与企业自由活动现金流相关性更弱。在 769 次现金分红中，760 次净利润为正，仅 9 次净利润为负值；391 次企业自由活动现金流为正，而 378 次现金流为负。不过，“净利润为正”并非上市公司现金分红的充分条件，在 576 次未分红的情形中，仍有 407 次情形中净利润为正值。

表 2：2018-2022 年公用环保上市公司分红行为统计

分红	企业自由活动现金流	归母净利润	分红次数	分红情况
+	+	+	388	利润为正，自由活动现金流为正，正常分红
+	+	-	3	利润为负，自由活动现金流为正，正常分红
+	-	+	372	利润为正，自由活动现金流为负，但是分红
+	-	-	6	利润为负，自由活动现金流为负，但是分红
-	+	+	200	利润为正，自由活动现金流为正，不分红
-	+	-	75	利润为负，自由活动现金流为正，不分红
-	-	+	207	利润为正，自由活动现金流为负，不分红
-	-	-	94	利润为负，自由活动现金流为负，不分红

资料来源：wind、天风证券研究所

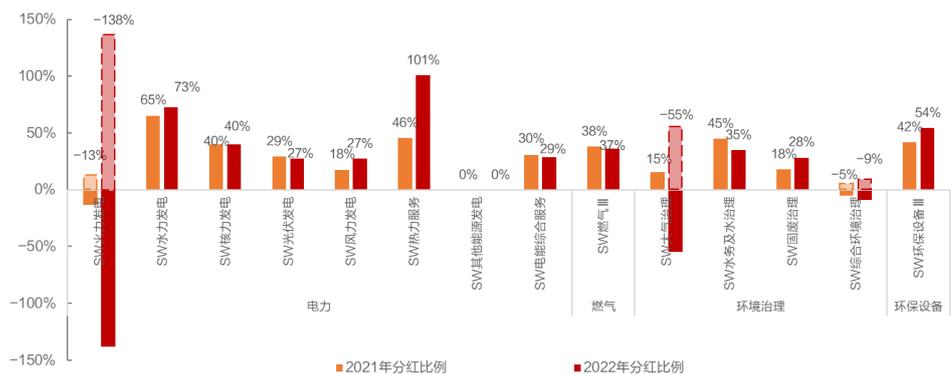
注：①分红所在列“+”表示分红、“-”表示未分红；②企业自由活动现金流、归母净利润所在列的“+”“-”表示正数或负数

三、从分红比例、稳定性和持续性的角度综合考虑，建议优先关注水电、火电、核电、燃气、水务及水治理等行业。

①从分红比例的角度来看，2022 年热力服务、水电、环保设备、核电、燃气、水务及水治理等行业现金分红比例分别为 101%、73%、54%、40%、37%、35%，位居公用环保行业前列。

②从分红稳定性的角度来看，火电行业在连续两年净利润为负的情况下，仍然坚持分红，分红稳定性相对较强。

图 5：2021-2022 年公用环保细分行业分红比例



资料来源：wind、天风证券研究所

③从分红持续性的角度来看，在公用环保公司 2018-2022 年五年分红决策中：

- 分红超过 3 次的上市公司数量超过 10 家的细分行业是水务及水处理（35 家）、燃气（22 家）、火电（19 家）、固废治理（16 家）、环保设备（14 家）、电能综合服务（12 家）；
- 分红超过 3 次的公司占比超过 60%的细分行业是核电（100%）、其他能源发电（100%）、水电（90%）、电能综合服务（80%）、燃气（69%）、水务及水治理（66%）、大气治理（63%）、火电行业（61%）。

表 3：公用环保上市公司在 2018-2022 年 5 年内分红次数统计（单位：个）

行业	公司总数	未分过红	分红 1 次	分红 2 次	分红 3 次	分红 4 次	分红 5 次
电力--电能综合服务	15	3	0	0	1	1	10
电力--风力发电	12	2	2	2	0	1	5
电力--光伏发电	13	6	1	2	1	2	1
电力--核力发电	2	0	0	0	0	1	1
电力--火力发电	31	6	3	3	5	7	7
电力--其他能源发电	1	0	0	0	1	0	0
电力--热力服务	17	3	1	6	3	1	3
电力--水力发电	10	1	0	0	0	2	7
燃气 II -- 燃气 III	32	4	3	3	3	6	13
环保设备 II -- 环保设备 III	29	6	3	6	3	5	6
环境治理--大气治理	8	2	0	1	3	1	1
环境治理--固废治理	31	3	7	5	5	4	7
环境治理--水务及水治理	53	6	5	7	14	3	18
环境治理--综合环境治理	15	4	5	1	2	2	1
总计	269	46	30	36	41	36	80
行业	公司总数	分红次数≥0	分红次数≥1	分红次数≥2	分红次数≥3	分红次数≥4	分红次数=5
电力--电能综合服务	15	100.0%	80.0%	80.0%	80.0%	73.3%	66.7%
电力--风力发电	12	100.0%	83.3%	66.7%	50.0%	50.0%	41.7%
电力--光伏发电	13	100.0%	53.8%	46.2%	30.8%	23.1%	7.7%
电力--核力发电	2	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	50.0%
电力--火力发电	31	100.0%	80.6%	71.0%	61.3%	45.2%	22.6%
电力--其他能源发电	1	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%
电力--热力服务	17	100.0%	82.4%	76.5%	41.2%	23.5%	17.6%
电力--水力发电	10	100.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	70.0%
燃气 II -- 燃气 III	32	100.0%	87.5%	78.1%	68.8%	59.4%	40.6%
环保设备 II -- 环保设备 III	29	100.0%	79.3%	69.0%	48.3%	37.9%	20.7%
环境治理--大气治理	8	100.0%	75.0%	75.0%	62.5%	25.0%	12.5%
环境治理--固废治理	31	100.0%	90.3%	67.7%	51.6%	35.5%	22.6%
环境治理--水务及水治理	53	100.0%	88.7%	79.2%	66.0%	39.6%	34.0%
环境治理--综合环境治理	15	100.0%	73.3%	40.0%	33.3%	20.0%	6.7%
总计	269	100.0%	82.9%	71.7%	58.4%	43.1%	29.7%

资料来源：wind、天风证券研究所

1.3. 公用事业核心标的股息率展望

从历史分红比例来看，火电及火转绿标的方面，近几年盈利波动较大，分红比率差异较大。水电方面，我们选取的公司中，除了湖北能源和黔源电力，其他公司近两年分红比率均在 40%以上，其中长江电力分红比率均在 70%以上。核电方面，中国核电和中国广核近几年分红比率均在 35%-45%。

图 6：各公司盈利、分红比率历史情况及预测假设

板块	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
火电/火转绿	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%	60%	60%	60%
	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%	50%	50%	50%
	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%	55%	55%	55%
	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	3.3	6.0	8.0	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%	
水电	600900.SH	长江电力	226.1	215.4	263.0	262.7	213.1	291.2	343.6	366.6	66%	69%	61%	71%	94%	70%	70%	70%
	600025.SH	华能水电	58.0	55.4	48.3	58.4	68.0	81.7	93.3	99.4	47%	49%	60%	52%	46%	50%	50%	50%
	600886.SH	国投电力	43.6	47.6	55.2	24.4	40.8	75.4	85.2	90.7	35%	35%	35%	50%	50%	50%	50%	50%
	600674.SH	川投能源	35.7	29.5	31.6	30.9	35.2	46.7	49.0	51.1	37%	51%	53%	57%	51%	50%	50%	50%
	600236.SH	桂冠电力	23.8	21.1	22.0	13.5	32.1	16.1	30.2	33.0	64%	71%	68%	87%	49%	70%	70%	70%
	000883.SZ	湖北能源	18.1	15.0	24.6	23.4	11.6	20.5	24.7	27.9	40%	43%	32%	42%	34%	50%	50%	50%
	002039.SZ	黔源电力	3.7	2.9	4.4	2.3	4.1	3.0	5.5	6.2	25%	35%	25%	26%	31%	30%	30%	30%
核电	601985.SH	中国核电	47.4	46.1	60.0	80.4	90.1	103.8	113.4	123.8	39%	41%	38%	35%	36%	35%	35%	35%
	003816.SZ	中国广核	87.0	94.7	95.6	97.3	99.6	113.1	123.5	131.4		41%	42%	44%	44%	45%	45%	45%

资料来源：各公司公告、wind、天风证券研究所

注：①粤电力、上海电力、内蒙华电、京能电力、建投能源、桂冠电力、湖北能源、黔源电力、中国广核采用 wind 一致预期 (20240112)，其他公司均采用天风预测；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

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。火电及火转绿标的方面，华润电力、华能国际、内蒙华电、申能股份、浙能电力等股息率相对较高；水电标的方面，国投电力、湖北能源、川投能源、长江电力等股息率相对较高；核电标的方面，中国核电和中国广核每股派息稳定增长。

图 7：各公司分红、股息率历史情况及预测 (2024-01-12)

板块	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
火电/火转绿	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%	2.1%	0.0%	0.0%	5.6%	5.9%	6.5%
	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	2.0%	3.4%	3.9%	1.8%	3.6%	9.6%	7.8%	9.2%
	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%	2.4%	4.9%	6.1%	7.0%
	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%	3.6%	0.0%	1.1%	4.1%	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	2.9%	3.2%	4.1%	2.9%	2.4%	6.0%	7.0%	7.7%
	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%	4.8%	6.3%	7.9%
	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%	1.6%	1.3%	0.0%	0.4%	2.7%	3.8%	4.6%
	600863.SH	内蒙华电	0.10	0.13	0.13	0.10	0.16	0.29	0.34	0.38	2.4%	3.1%	3.1%	2.5%	4.0%	7.1%	8.3%	9.3%
	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%	5.2%
	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%	3.3%	0.0%	0.6%	1.8%	3.4%	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%	
水电	600900.SH	长江电力	0.68	0.68	0.70	0.82	0.85	0.83	0.99	1.05	2.9%	2.9%	3.0%	3.5%	3.6%	3.5%	4.2%	4.5%
	600025.SH	华能水电	0.18	0.18	0.16	0.17	0.18	0.23	0.26	0.28	2.1%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.6%	3.0%	3.2%
	600886.SH	国投电力	0.23	0.25	0.28	0.16	0.28	0.51	0.57	0.61	1.7%	1.8%	2.1%	1.2%	2.1%	3.8%	4.3%	4.6%
	600674.SH	川投能源	0.30	0.34	0.38	0.40	0.40	0.51	0.53	0.56	2.0%	2.3%	2.6%	2.7%	2.7%	3.4%	3.6%	3.8%
	600236.SH	桂冠电力	0.25	0.19	0.19	0.15	0.20	0.14	0.27	0.29	4.4%	3.3%	3.3%	2.6%	3.5%	2.5%	4.7%	5.1%
	000883.SZ	湖北能源	0.11	0.10	0.12	0.15	0.06	0.16	0.19	0.21	2.5%	2.3%	2.7%	3.4%	1.4%	3.6%	4.3%	4.9%
	002039.SZ	黔源电力	0.30	0.33	0.36	0.20	0.30	0.21	0.39	0.43	2.1%	2.3%	2.5%	1.4%	2.1%	1.5%	2.7%	3.1%
核电	601985.SH	中国核电	0.12	0.12	0.13	0.15	0.17	0.19	0.21	0.23	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%	2.1%	2.4%	2.6%	2.9%
	003816.SZ	中国广核	0.00	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12	0.0%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.9%	3.2%	3.4%

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

1.4. 投资建议

政策引导上市公司合理分红，从运营稳定性、分红比例和分红持续性的角度综合考虑，我们建议关注：

- **火电**：电价端，2024 年度长协电价开始逐步落地，有望维持较高上浮比例；成本端，23 年冬市场煤价有望保持较低水平，综合来看火电盈利能力有望在明年上半年继续实现同比改善。此外各公司分红水平或有所提高，建议关注【**国电电力**】【**内蒙华电**】【**华电国际**】【**浙能电力**】【**华能国际**】。
- **水电**：基本面看，23 年汛期后蓄水情况良好，将为 24 年 Q1 发电量和利润增长打下良好基础；外部环境看，充裕的现金流以及高分红使得水电资产具备较强的防御性，逆周期属性较强。建议关注【**长江电力**】【**华能水电**】【**国投电力**】【**川投能源**】。
- **绿电**：新能源入市仍存在显著空间，24 年节奏或进一步加快。从分时电价机制与部分省份 24 年电力交易规则来看，短期内新能源市场化交易的电价压力或将持续。
- **核电**：核电双寡头，每股派息稳定增长，持续看好核电运营商的经营稳定性和持续成长性，建议关注【**中国广核 (A+H)**】【**中国核电**】。

2. 环保公用投资组合

表 4：环保公用投资组合（截至 1 月 12 日收盘）

代码	股票简称	30 日涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE		核心逻辑	最新收盘价 (元)
				2022	2023E	2022	2023E		
600795.SH	国电电力	0.71	754	28.2	74.1	27	10	国家能源集团旗下常规能源发电业务平台，立足优质常规能源资产，清洁能源加速转型	4.23
600027.SH	华电国际	4.95	564	1.0	60.6	565	9	发电业务盈利能力修复，参股新能源和煤炭企业增厚收益	5.51
600023.SH	浙能电力	5.87	677	-18.3	76.5	-37	9	火电盈利修复弹性可期，参股核电支撑业绩	5.05
600011.SH	华能国际	7.37	1,326	-73.9	165.5	-18	8	煤电盈利环比持续改善，新能源装机有望加速扩张	8.45
000543.SZ	皖能电力	4.26	161	4.3	16.9	38	10	存量机组盈利能力持续向好，新投疆电机组助增业绩	7.10
0836.HK	华润电力	7.18	705	70.4	126.0	10	6	传统火电转型先锋，可再生能源带动业绩增长	16.12
600900.SH	长江电力	2.39	5,757	213.1	290.8	27	20	全球最大水电上市公司，“水风光互补”向综合清洁能源平台型企业进发	23.53
600025.SH	华能水电	-1.15	1,543	68.0	81.7	23	19	看好资产注入+机组投产带来的增量	8.57
600886.SH	国投电力	4.14	994	40.8	75.4	24	13	从周期到价值，从价值到成长	13.34
600674.SH	川投能源	0.61	680	35.2	46.7	19	15	雅砻江即将开启黄金十年	14.85
601985.SH	中国核电	8.58	1,505	90.1	103.8	17	14	我国核电行业双寡头之一，布局新风光开辟新增长曲线	7.97
1816.HK	中广核电力	14.81	1,569	99.6	114.3	16	14	核电双寡头，每股派息稳定增长，经营稳定性和持续成长性较强	2.17

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：均采用天风预测数据（中广核电力为 wind 一致预期）

3. 重点公司外资持股变化

截至 2024 年 1 月 12 日，剔除限售股解禁影响后，长江电力、华能水电、国投电力、川投能源和华测检测外资持股比例分别为 7.62%、0.73%、1.73%、3.94%和 12.55%，较年初（1 月 2 日）分别变化-0.06、+0.03、+0.00、+0.33%和-0.01 个百分点，较上周分别变化-0.04、+0.03、+0.02、-0.01 和-0.01 个百分点。

图 8：长江电力外资持股情况



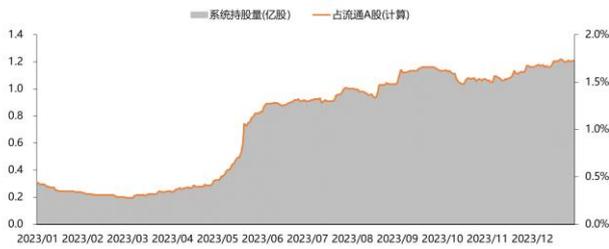
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：华能水电外资持股情况



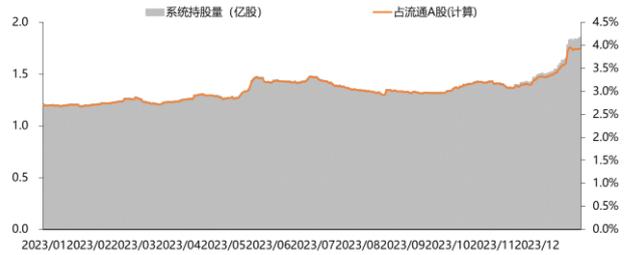
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：国投电力外资持股情况



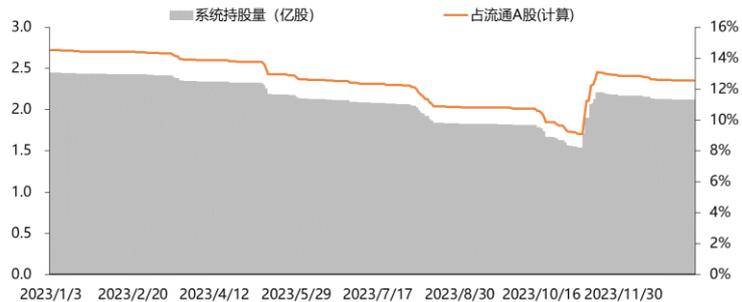
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：川投能源外资持股情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：华测检测外资持股情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 行业重点数据跟踪

煤价方面，截至 2024 年 1 月 12 日，秦皇岛港动力末煤（5500K）平仓价为 910 元/吨，较去年同期降低 305 元/吨，同比变化-25.1%，较 2024 年 1 月 2 日 921 元/吨环比变化-2.1%。

库存方面，截至 2024 年 1 月 12 日，秦皇岛港煤炭库存总量为 555 万吨，较去年同期上涨 178 万吨，同比变化+47.2%，较 2024 年 1 月 1 日 570 万吨环比变化-2.6%。

图 13：秦皇岛 Q5500 动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：秦皇岛港煤炭库存（单位：万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 行业历史估值

图 15: 电力行业历史估值



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 燃气行业历史估值



资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 上周行情回顾

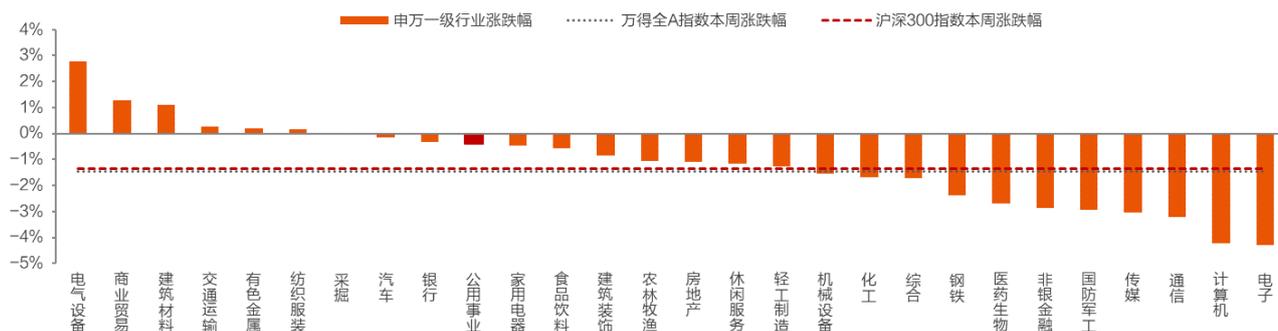
表 5: 上周个股涨跌幅排名

排名	代码	股票简称	周涨跌幅	总市值	EPS (元)		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
涨幅前 10 个股								
1	600744.SH	华银电力	13.02	66	-	-	-	-
2	002310.SZ	东方园林	11.29	50	-	-	-	-
3	000966.SZ	长源电力	7.73	120	0.30	0.51	15	9
4	000546.SZ	金圆股份	7.59	70	0.09	0.21	109	45
5	000826.SZ	启迪环境	5.57	40	-	-	-	-
6	300631.SZ	久吾高科	5.11	34	0.55	1.44	50	19
7	300437.SZ	清水源	4.93	31	-	-	-	-
8	300203.SZ	聚光科技	4.86	71	-0.28	0.32	-57	50
9	600277.SH	亿利洁能	3.82	97	0.22	0.27	11	9
10	600864.SH	哈投股份	3.76	113	-	-	-	-
跌幅前 5 个股								
1	603603.SH	*ST 博天	-14.52	10	-	-	-	-
2	603177.SH	德创环保	-12.38	24	0.38	0.59	32	21
3	600509.SH	天富能源	-11.01	79	0.44	0.59	14	11
4	000993.SZ	闽东电力	-7.30	47	-	-	-	-
5	600452.SH	涪陵电力	-5.85	135	0.59	0.70	21	18

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 均采用 Wind 一致预期

图 17：上周申万一级行业涨跌幅排名



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：上周电力、燃气涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

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/或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/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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com