

低碳研究行业

证监会释放分红利好信号，看好火水核分红外潜力

投资要点：

事件：3月6日，十四届全国人大二次会议经济主题记者会召开，证监会主席吴清表示，近年来A股上市公司分红情况持续改善，但常年不分红的公司也不少，稳定性、及时性、可预期性分红的比例还有待进一步提高。对多年不分红或者分红比例偏低的公司区分不同情况采取硬措施，包括限制控股股东减持等；鼓励有条件的上市公司一年多次分红，鼓励春节前分红。

➤ **近一年核水火板块跑赢大盘。**近一年电力细分板块涨跌幅中，核电、水电和火电分别跑赢沪深300指数38.23pct、22.10pct、3.02pct。火电困境反转迎修复，水电持续性温和上涨，核电建设提速强势上涨。

➤ **火电盈利持续修复，减值风险逐步释放，分红水平或有所提高。**我们预计23Q1现货煤价中枢降幅明显，24年火电公司盈利有望进一步修复。此外容量电价的出台增强了煤电企业盈利稳定性。火电公司陆续发布业绩预告，市场对资产减值担忧逐步落地。展望24年，火电业绩有望进一步修复，今年火电板块资产减值风险或有望降低。此外由于过去两年火电板块的业绩承压，华能国际、浙能电力等公司并未分红。考虑到火电盈利持续修复以及证监会对分红的鼓励，我们认为火电公司分红水平或有望提高。

➤ **来水改善明显，带动24年水电业绩向好。**截至2024年3月7日，三峡水库水位163.72米，同比增加4.26%。水位仍低于20-22年平均水平，但明显高于23年水位。国家气候中心监测，一次中等强度厄尔尼诺事件已经形成，并将持续到今年春季。预计今年春季全国大部地区气温偏高，降水接近常年到偏多。目前虽厄尔尼诺现象高峰已过，但影响仍将持续。来水有望改善带动发电同比增加，业绩具有向上弹性。水电公司现金流充沛，保障高分红，凸显防御价值。

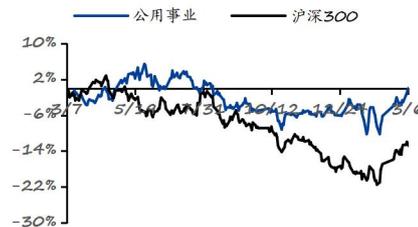
➤ **核电投产即将步入高峰期，预计27年投产8.72GW，未来分红比例有望提升。**23年核准10台机组，延续22年高景气度。“十四五”时期我国有望保持每年6至8台甚至10台的核准开工节奏。受益于核电核准常态化，我国在运在建核电有望稳步提升。据我们梳理，预计2024/2025/2026/2027分别投产2/2/4/7台，对应2.4/2.41/3.81/8.72GW。核电建设提速，即将步入投产高峰期。核电可对标十年前水电，未来核电分红比例有望提升。

➤ **投资建议：**1) 23年火电企业盈利修复明显，煤电容量电价机制正式出台，价值迎来重估。24年各省长协电价逐步落地，煤价趋势稳中有降，业绩有望持续修复和改善，分红水平或有所提高，建议关注**华能国际、华电国际、国电电力、内蒙华电、浙能电力、皖能电力**；2) 新型电力系统的建设带动水风光一体化稳步推进，建议关注**华能水电、长江电力、国投电力、川投能源**；3) 核电核准常态化，建议关注**中国核电、中国广核**。

➤ **风险提示：**项目推进不及预期；政策执行不及预期；市场竞争加剧；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师： 王磊(S0210523030001)
 WL30040@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、华福证券低碳研究行业周报：年后氢能重要政策频出，挖掘产业链高弹性环节——2024.03.03
- 2、低碳研究行业点评：氢能利好政策频频加码，产业发展驶入“快车道”——2024.03.01
- 3、新型电力系统月报24M1：多省峰谷价差下降，1月核准煤电装机2.7GW——2024.02.27



正文目录

1 证监会释放分红利好信号，看好火水核分红潜力	3
2 风险提示	7

图表目录

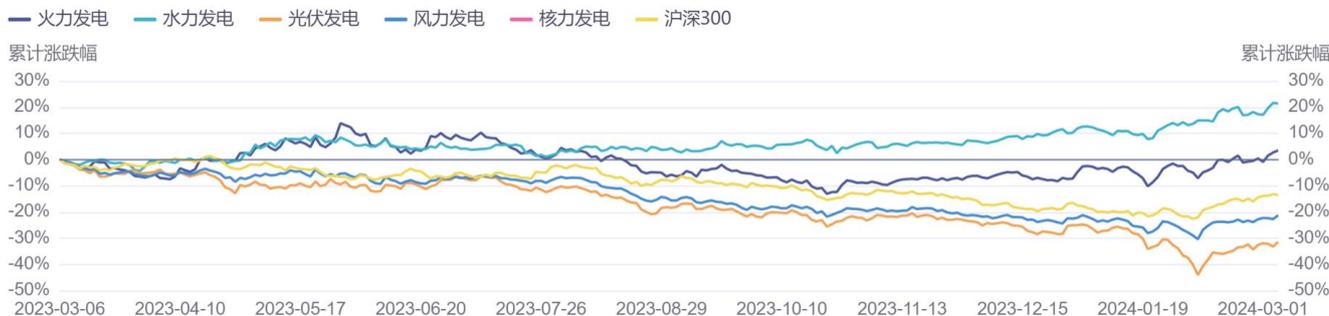
图表 1: 近一年电力细分指数累计涨跌幅	3
图表 2: 近一年电力细分板块涨跌幅（总市值加权）	3
图表 3: 近一月电力细分板块涨跌幅（总市值加权）	3
图表 4: 预计 23Q1 现货煤价中枢降幅明显	4
图表 5: 部分火电公司的煤电度电盈利	4
图表 6: 火电板块各公司资产减值计提金额（单位：亿元）	4
图表 7: 火电板块各公司资产减值力度情况	5
图表 8: 火电板块股息率预期	5
图表 9: 三峡水位明显高于去年同期	6
图表 10: 水电板块股息率预期	6
图表 11: 23 年核准 10 台核电机组	7
图表 12: 核电板块股息率预期	7



1 证监会释放分红外利好信号，看好火水核分红潜力

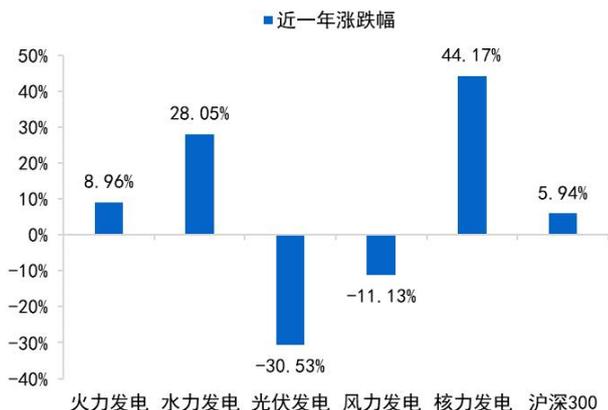
近一年核水火电板块跑赢大盘：火电困境反转迎修复，水电持续性温和上涨，核电建设提速强势上涨。近一年电力细分板块涨跌幅中，核电、水电和火电分别上涨44.17%、28.05%、8.96%，分别跑赢沪深300指数38.23pct、22.10pct、3.02pct。近一月电力细分板块涨跌幅中，核电、水电和火电分别上涨7.81%、5.87%、11.56%，其中火电跑赢沪深300指数1.89pct。我们认为主要系火电公司陆续发布业绩预告，市场担忧的资产减值风险落地；同时今年煤价弱势运行、旺季不旺，共同作用下近一个月的火电板块表现较为突出。

图表 1: 近一年电力细分指数累计涨跌幅



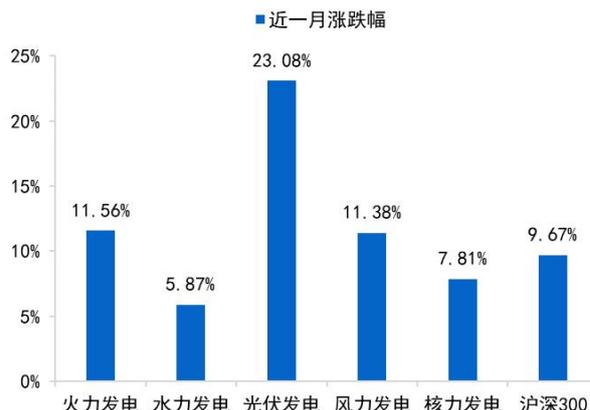
来源：同花顺，华福证券研究所

图表 2: 近一年电力细分板块涨跌幅 (总市值加权)



来源：同花顺，华福证券研究所

图表 3: 近一月电力细分板块涨跌幅 (总市值加权)

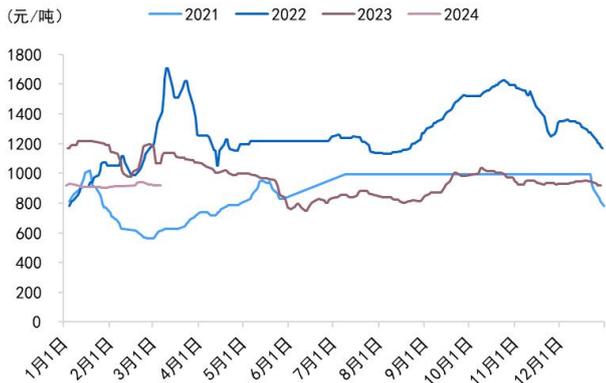


来源：同花顺，华福证券研究所

预计 23Q1 现货煤价中枢降幅明显，24 年火电公司盈利有望进一步修复。2023 年煤价中枢明显低于 2022 年，火电公司度电盈利逐步好转，实现扭亏为盈。2024 年 1 月 1 日-2024 年 3 月 7 日秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价均价 917 元/吨，同期 1138 元/吨，较同期下降 19.36%。我们预计 23Q1 现货煤价中枢降幅明显，24 年火电公司盈利有望进一步修复。此外容量电价的出台增强了煤电企业盈利稳定性。

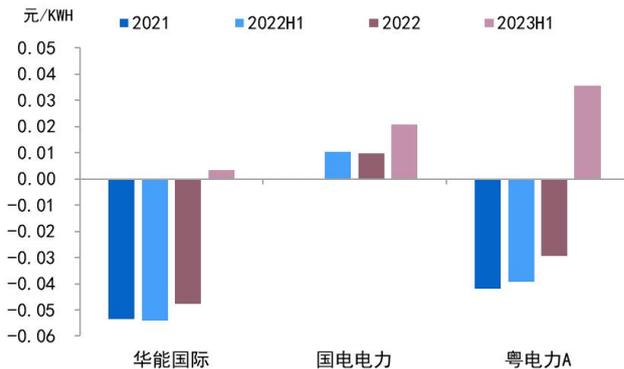


图表 4: 预计 23Q1 现货煤价中枢降幅明显



来源: wind, 华福证券研究所

图表 5: 部分火电公司的煤电度电盈利



来源: 公司公告, 华福证券研究所 (华能国际为度电利润总额、国电电力为度电净利润、粤电力 A 为度电毛利)

火电盈利持续修复, 减值风险逐步释放, 分红水平或有所提高。各火电公司陆续发布业绩预告, 以资产减值计提金额居前的全国性火电企业为例。大唐发电、华能国际、国电电力和华电国际 23 年业绩预告中值分别为 12.50、85.00、55.50 和 45.65 亿元, 分别低于一致预期 12.44、46.78、10.50 和 7.94 亿元, 或主要系资产减值所致。华能国际和大唐发电的资产减值力度或大于国电电力和华电国际。我们认为随着业绩预告陆续发布, 市场对资产减值担忧逐步落地。展望 24 年, 火电业绩有望进一步修复, 今年火电板块资产减值风险或有望降低。此外由于过去两年火电板块的业绩承压, 华能国际、浙能电力等公司并未分红。考虑到火电盈利持续修复以及证监会对分红的鼓励, 我们认为火电公司分红水平或有望提高。

图表 6: 火电板块各公司资产减值计提金额 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国电电力	6.10	4.95	13.33	35.14	15.71	16.08	18.42	36.46
华能国际	30.90	12.05	11.88	11.46	58.12	61.14	0.89	27.32
华电国际	16.85	10.88	7.72	1.21	7.82	15.97	29.34	10.15
大唐发电	29.33	-0.27	5.24	4.89	16.58	18.06	11.66	4.14
内蒙华电	1.79	0.16	0.04	1.02	2.78	3.56	0.00	4.13
宝新能源	-0.31	0.17	2.88	2.12	0.00	0.00	0.00	2.26
粤电力A	0.23	7.58	1.46	2.52	1.62	4.88	0.29	1.74
浙能电力	-0.54	0.04	0.02	1.45	1.73	0.06	0.18	1.37
京能电力	0.60	0.00	0.23	2.39	1.08	2.55	0.12	0.66
皖能电力	0.07	0.10	0.05	0.24	0.05	0.03	0.92	0.34
广州发展	0.36	3.79	0.58	0.47	0.26	3.09	0.77	0.01
申能股份	0.06	0.06	0.00	0.30	0.00	0.00	5.12	0.00
上海电力	0.82	0.52	0.10	0.81	1.87	5.24	5.98	0.00
建投能源	1.01	0.15	0.52	0.26	0.31	0.07	0.00	0.00

来源: 同花顺, 华福证券研究所

图表 7: 火电板块各公司资产减值力度情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
大唐发电	56.85%	3.07%	15.80%	11.98%	32.19%	25.49%	10.17%	229.48%
宝新能源	3.66%	1.93%	256.81%	30.72%	0.00%	0.00%	0.00%	143.02%
华电国际	12.16%	18.35%	59.40%	3.38%	14.23%	23.61%	34.32%	76.03%
皖能电力	0.31%	0.69%	3.50%	3.34%	0.42%	0.18%	3.66%	29.74%
国电电力	6.57%	5.72%	37.26%	111.40%	22.39%	15.34%	116.35%	29.66%
华能国际	13.43%	8.52%	29.02%	31.41%	125.28%	63.50%	0.60%	26.24%
内蒙华电	11.52%	2.03%	0.37%	7.01%	18.21%	39.42%	0.00%	17.45%
京能电力	1.70%	0.02%	8.07%	29.49%	6.24%	13.59%	0.28%	5.62%
浙能电力	0.53%	0.05%	0.03%	2.80%	2.98%	0.07%	0.61%	4.30%
粤电力A	0.40%	37.49%	9.38%	21.06%	6.36%	13.82%	0.58%	4.28%
广州发展	1.56%	25.96%	4.38%	4.33%	2.22%	23.46%	21.63%	0.07%
中能股份	0.19%	0.15%	0.00%	1.10%	0.00%	0.00%	21.22%	0.00%
上海电力	3.09%	2.53%	0.53%	2.06%	7.50%	21.00%	58.77%	0.00%
建投能源	3.10%	0.60%	12.12%	2.90%	2.71%	0.46%	0.00%	0.00%

来源: 同花顺, 华福证券研究所 (图中数值为资产减值损失/营业利润的绝对值, 用来衡量各公司资产减值力度)

图表 8: 火电板块股息率预期

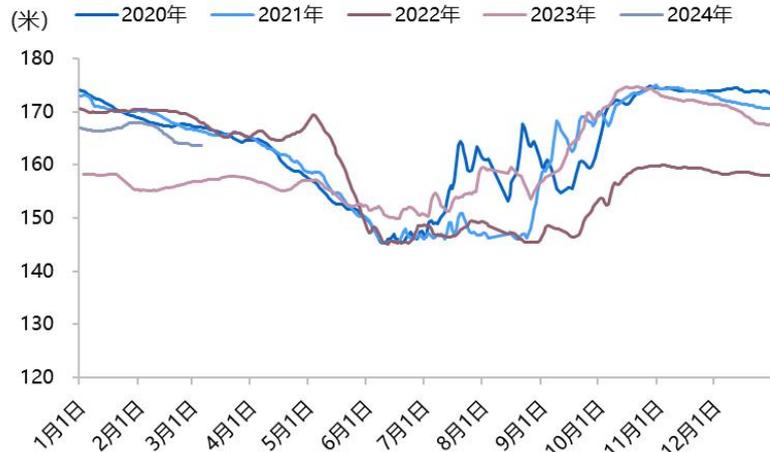
代码	简称	PB		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
		23E	24E	23E	24E	21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
600863.SH	内蒙华电	11.55	10.23	25.82	29.14	144%	61%	70%	70%	2.2%	3.6%	6.1%	6.8%
2380.HK	中国电力	9.80	6.58	41.21	57.88	-83%	55%	50%	50%	1.8%	3.7%	5.4%	7.6%
600011.SH	华能国际	11.05	9.48	131.8	153.7	0%	0%	50%	50%	0.0%	0.0%	4.5%	5.3%
600023.SH	浙能电力	10.98	9.36	70.69	82.93	0%	0%	50%	50%	0.0%	0.0%	4.6%	5.3%
000690.SZ	宝新能源	9.46	6.92	11.23	15.34	13%	36%	40%	40%	1.0%	0.6%	4.2%	5.8%
600027.SH	华电国际	12.58	9.95	53.59	67.71	-50%	2049%	50%	50%	3.8%	3.0%	4.0%	5.0%
0836.HK	华润电力	6.80	5.74	117.9	139.8	14%	26%	30%	30%	1.6%	3.2%	4.5%	5.3%
600098.SH	广州发展	10.44	8.06	19.91	25.79	173%	52%	50%	50%	1.7%	3.4%	4.8%	6.2%
600642.SH	中能股份	11.63	10.45	32.58	36.26	60%	73%	50%	50%	2.6%	2.1%	4.3%	4.8%
600795.SH	国电电力	13.54	10.71	66.00	83.44	0%	63%	50%	50%	0.0%	2.0%	3.7%	4.7%
000539.SZ	粤电力 A	12.08	8.85	21.85	29.85	0%	0%	50%	50%	0.0%	0.0%	4.1%	5.7%
600578.SH	京能电力	19.35	12.97	10.90	16.26	0%	100%	70%	70%	0.0%	3.8%	3.6%	5.4%
601991.SH	大唐发电	20.11	11.19	24.94	44.83	0%	-131%	50%	50%	0.0%	1.1%	2.5%	4.5%
600021.SH	上海电力	11.36	8.11	21.67	30.34	0%	31%	30%	30%	0.0%	0.4%	2.6%	3.7%
000543.SZ	皖能电力	12.18	10.12	14.35	17.28	0%	26%	25%	25%	0.0%	0.6%	2.1%	2.5%
000600.SZ	建投能源	25.64	15.00	3.79	6.47	0%	52%	50%	50%	0.0%	0.6%	2.0%	3.3%

来源: 同花顺, 华福证券研究所 (截至 2024 年 3 月 7 日; PE 和归母净利润来自 ifind 一致预期)

来水改善明显, 带动 24 年水电业绩向好。截至 2024 年 3 月 7 日, 三峡水库水位 163.72 米, 同比增加 4.26%。水位仍低于 20-22 年平均水平, 但明显高于 23 年水位。国家气候中心监测, 一次中等强度厄尔尼诺事件已经形成, 并将持续到今年春季。预计今年春季全国大部地区气温偏高, 降水接近常年到偏多。目前虽厄尔尼诺现象高峰已过, 但影响仍将持续。来水有望改善带动发电同比增加, 业绩具有向上弹性。水电公司现金流充沛, 保障高分红, 凸显防御价值。



图表 9: 三峡水位明显高于去年同期



来源: wind, 华福证券研究所

图表 10: 水电板块股息率预期

代码	简称	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
		23E	24E	23E	24E	21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
600900.SH	长江电力	21.96	18.50	288.6	342.6	71%	94%	70%	70%	3.1%	3.3%	3.2%	3.8%
600886.SH	国投电力	16.68	14.38	66.95	77.67	50%	50%	50%	50%	1.1%	1.8%	3.0%	3.5%
600674.SH	川投能源	18.10	16.10	45.00	50.59	57%	51%	50%	50%	2.4%	2.4%	2.8%	3.1%
600025.SH	华能水电	22.98	20.60	77.07	85.98	52%	46%	50%	50%	1.7%	1.8%	2.2%	2.4%
600236.SH	桂冠电力	32.63	15.73	14.54	30.16	87%	49%	60%	60%	2.5%	3.3%	1.8%	3.8%
002039.SZ	黔源电力	26.49	10.70	2.61	6.46	26%	31%	35%	35%	1.2%	1.9%	1.3%	3.3%
000791.SZ	甘肃能源	14.59	13.75	5.68	6.03	21%	32%	30%	30%	0.8%	1.2%	2.1%	2.2%

来源: 同花顺, 华福证券研究所 (截至 2024 年 3 月 7 日; PE 和归母净利润来自 ifind 一致预期)

核电投产即将步入高峰期, 预计 27 年投产 8.72GW, 未来分红比例有望提升。

2011 年日本福岛核事故后, 我国政府一度暂停了新增核电审批。2011 年发布的十二五规划中表示“在确保安全的基础上高效发展核电”; 2016 年发布的十三五规划中提及“以沿海核电带为重点, 安全建设自主核电示范工程和项目”, 将“安全”“有序”作为核电发展关键词, 核电在建也有所放缓。直到 2019 年开始, 我国核电发展才逐渐回归正轨; 2021 年初, 政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”, 系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电, 此后核电核准审批常态化, 2022 年核准 10 台机组, 创 2012 年以来的历史新高; 2023 年已核准 10 台机组, 延续 2022 年核电高景气度。“十四五”时期我国有望保持每年 6 至 8 台甚至 10 台核电机组的核准开工节奏。受益于核电核准常态化, 我国在运在建核电项目有望稳步提升。据我们梳理, 预计 2024/2025/2026/2027 分别投产核电机组 2/2/4/7 台, 对应 2.4/2.41/3.81/8.72GW。核电建设提速, 即将步入投产高峰期。核电可对标十年前水电, 未来核电分红比例有望提升。



图表 11: 23 年核准 10 台核电机组



来源：中国核能行业协会，华夏时报，南方能源观察，国家原子能机构，中国政府网，华福证券研究所

图表 12: 核电板块股息率预期

代码	简称	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
		23E	24E	23E	24E	21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
601985.SH	中国核电	16.32	14.86	104.4	114.6	35%	36%	35%	35%	1.7%	1.9%	2.1%	2.4%
003816.SZ	中国广核	18.28	16.46	112.5	124.9	44%	44%	45%	45%	2.1%	2.1%	2.5%	2.7%

来源：同花顺，华福证券研究所（截至 2024 年 3 月 7 日；PE 和归母净利润来自 ifind 一致预期）

2 风险提示

政策执行不及预期：政策落地执行对环保公用行业中的企业业绩有重大影响，若政策推进不及预期，可能会对行业内上市公司业绩带来不利影响，进而影响公司的市场表现。

项目推进不及预期：项目执行进度对行业内企业的营业收入确定影响重大，若项目推进不及预期，将会使得企业业绩增长不及预期，对企业市场表现带来不利影响。

市场竞争加剧：若未来市场竞争激烈程度不断增加，将会影响企业的业绩增长，同时对企业盈利能力带来不利影响。

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn