

2024年04月1日

看好 (维持)

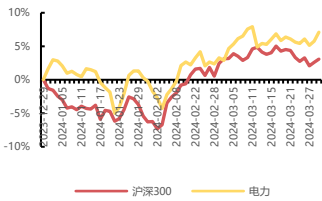
证券分析师

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com

板块表现:



相关研究



用电量增速超预期 火电产业链持续催化

——公用事业 2024 年第 13 周周报 (24/03/25-24/03/31)

投资要点:

- **推荐组合, 继续看好低协方差标的“四水两核”: 长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核。新增推荐组合: 黔源电力+湖北能源**, 黔源电力现金流强劲, 有望享受低协方差扩散行情; 湖北能源水火共振业绩大幅向好, 央企改革估值有望提振。**新增推荐标的: 理工能科**, 现金流优秀且重视股东回报, 油色谱更新换代量价齐升带动公司业绩快速提升。
- **涨幅回顾:** 本周推荐组合 (等权配置) 上涨 2.71%, 沪深 300 上涨 0.33%, wind 全 A 下跌 0.005%, 主动股基下跌 0.60%, 关注组合跑赢沪深 300 2.38 个百分点, 跑赢主动股基 3.31 个百分点。2024 年以来关注组合上涨 15.76%, 沪深 300 上涨 3.10%, wind 全 A 下跌 2.85%, 主动股基下跌 4.25%, 关注组合跑赢沪深 300 12.66 个百分点, 跑赢主动股基 20.01 个百分点。
- **中电联披露 2024 年 1-2 月全社会用电量详细数据, 补充诸多细节。**两会期间国家发改委主任在回答记者问时指出, 2024 年 1-2 月全国统调发电量增速为 11.7% (对应两年复合增速 6.06%), 超过市场预期。近日中电联披露 1-2 月发用电详细数据, 从分类用电数据来看, 2024 年 1-2 月工业部门贡献了全社会用电增量的 55.4% (其中制造业贡献 38.4%), 第三产业贡献 25%, 城乡居民贡献 17.2%。汽车制造业、电气机械、计算机通信、信息传输服务业、批发零售业等新质生产力用电增速强劲; 与大数据、AI 等信息化产业相关的行业, 用电量增速普遍超过 2 位数。分省来看, 发达地区用电增速领跑。靠前省份中, 去除基数极低的西藏、海南, 仅新疆、内蒙古为西部省份, 安徽、浙江、广东、江苏四大省份用电增速全部超过全国均值, 且两年复合增速保持前列, 合计贡献 2024 年 1-2 月全国用电增量的 1/3 以上。
- **2024 年电力供需格局仍然偏紧, 继续看好传统电源保供价值。**2020 年以来受双碳战略压制煤电建设影响, 我国电力供需格局逐步进入偏紧周期, 2022 年以来能源局强调“先立后破”, 但是受火电建设周期、核电投产断档等影响, 根据中电联及我们的模型预测, 2024 年迎峰度夏期间均可能是近年全国电力供需最紧张的时间点, 预计届时电力供需格局将对市场化交易电价提供支撑, 同时为电力板块行情提供催化。
- **电力公司业绩陆续披露 火电大幅扭亏, 绿电整体稳定。**受煤价下降以及 2022 年低基数影响, 主要火电公司的盈利均大幅改善, 其中华能国际盈利 84.5 亿元 (归母净利润口径, 下同, 上年同期亏损 73.9 亿元), 华电国际盈利 45.2 亿元 (上年同期盈利 1 亿元), 大唐发电盈利 13.7 亿元 (上年同期亏损 4.1 亿元)。中国电力盈利 26.6 亿元, 同比增长 7%, 华润电力盈利 110 亿港元, 增长 56%。但是分业务板块来看, 上述公司煤电业务盈利仍然微薄, 新能源贡献主要利润。3) 纯绿电公司 2023 年利润稳定增长, 中广核新能源增长 37.2%, 大唐新能源下滑 24% (主因电价下滑和计提减值), 龙源电力同比增长 22.3%, 其中龙源电力 2023 年受以大代小影响, 再次计提 20 亿元减值, 导致利润不及预期。本周中国广核公布 2023 年年报, 全年实现归母净利润 107.2 亿元, 同比增长 7.6%, 基本符合预期。
- **东方电气、哈尔滨电气火电业务表现亮眼。**两家公司 2023 年煤电、气电业务收入都有较快增长, 其中气电收入增速远高于煤电。订单层面也都保持较高增速, 其中哈尔滨电气订单同比翻倍, 东方电气未披露分项订单, 但两家公司煤电+气电+核电订单之和均有超 40% 增长。而两家公司毛利率水平出现了较为明显的分化, 东方电气 23H2 煤电毛利率比 23H1 提高约 9.4pct, 而哈尔滨电气则下降了 5.2pct。
- **23 年火电装机规模增长明显, 煤电相关公司业绩有望迎来爆发。**而从行业数据层面, 2023 年我国煤电基建新增发电容量 4774 万千瓦, 同比+63.5%, 燃机基建新增发电容量 1012 万千瓦, 同比+56%, 装机量高速增长也是两家公司相关业务迎来较好表现的原因。《2024 年能源工作意见》中提到全年化石能源装机 (主要是煤电和气电) 有望新增 85GW (同比+47%)。中电联预测 2024 年我国最高负荷 14.5 亿千瓦 (同比+1 亿千瓦), 仅 85GW 火电装机难以应对持续上涨的负荷需求, 火电建设有望持续。2023 年我国煤电开工主要集中在下半年, 下半年开工达 61GW, 考虑煤电 2 年左右建设周期, 目前正处于排产高峰期间。24 年相关厂家业绩有望迎来爆发, 关注火电产业链业绩爆发逻辑。建议关注: 火电主机供应商**东方电气、哈尔滨电气、上海电气**。
- **风险提示: 煤价及来水存在不确定性, 政策刺激效果低于预期, 相关政策推进不及预期等。**

## 目录

1. 中电联披露 1-2 月用电数据详情 新兴产业与东部省份增速领跑.....	3
2. 电力公司业绩陆续披露 不乏结构性亮点.....	6
3. 火电交付高峰来临 关注火电产业链业绩爆发逻辑.....	9
4. 继续看好“四水两核”组合 新增推荐黔源电力、湖北能源、理工能科.....	10
5. 重点公司估值表 .....	13
图 1: 22M1-24M2 各月煤电核准及开工装机 (万千瓦) .....	10
图 2: 本周推荐组合涨幅 .....	11
图 3: 推荐组合历史涨幅 .....	11
表 1: 2024 年 1-2 月全社会分类用电数据情况 (亿千瓦时) .....	3
表 2: 2024 年 1-2 月全社会分省用电数据情况 (亿千瓦时) .....	5
表 3: 火转绿公司 2023 年利润、减值及分红等 .....	7
表 4: 火转绿公司 2023 年电价及煤价数据 .....	7
表 5: 纯绿电公司 2023 年利润、减值、分红及 2024 年规划 .....	8
表 6: 纯绿电公司风电及光伏电价情况 .....	8
表 7: 中国广核 2023 年年报基本情况 .....	8
表 8: 东方电气和哈尔滨电气 23 年火电业务表现 (亿元人民币) .....	9
表 9: 公用事业重点公司估值表 (元, 元/股, 来自 ifind 一致预期) .....	13
表 10: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股, 单位均为人民币, 来自 ifind 一致预期) ..	14

## 1. 中电联披露1-2月用电数据详情 新兴产业与东部省份增速领跑

**中电联披露 2024 年 1-2 月全社会用电量详细数据，补充诸多细节。**两会期间国家发改委主任在回答记者问时指出，2024 年 1-2 月全国统调发电量增速为 11.7%（对应两年复合增速 6.06%），超过市场预期。3 月中旬国家统计局披露 1-2 月全国用电量数据，全社会累计用电量同比增长 11%，其中第一、二、三产业和城乡居民分别同比增长 11.1%、9.7%、15.7%和 10.5%。总量数据看，我国用电需求强劲，但是缺乏细节。近日中电联披露 1-2 月发用电详细数据，包括分省、分行业类别用电需求，为我们提供更多增量信息。

结合国家统计局披露的经济数据，2024 年 1-2 月全国工业增加值累计同比增长 7.0%，两年复合增速 4.7%；社零总额累计同比增长 5.5%，两年复合增速 4.5%；固定资产投资累计同比增长 4.2%，两年复合增速 4.85%，高于 2023 年 4-12 月的两年复合增速；房地产开发投资累计增速-9%，销售面积累计增速-20.5%。**除房地产投资、销售仍维持低位外，各项经济数据指标均在改善过程中，与用电数据高增相互印证，但是用电数据明显更强。**

**从分类用电数据来看，2024 年 1-2 月工业部门贡献了全社会用电增量的 55.4%（其中制造业贡献了 38.4%），第三产业贡献了 25.7%，城乡居民贡献了 17.2%。**就具体行业而言，结合两年用电复合增速，水泥制造、黑色金属冶炼、金属制品业和建筑业是用电增速的主要拖累项。汽车制造业、电气机械和器材制造业、计算机通信制造业等工业，以及交通运输业、信息传输服务业、批发零售业等第三产业用电量保持高增速，反映了新质生产力的强劲动力；与大数据、AI 等信息化产业相关的行业，用电量增速普遍超过 2 位数。

表 1：2024 年 1-2 月全社会分类用电数据情况（亿千瓦时）

行业	2024 年 1-2 月用电量	2024 年 1-2 月增速	2023 年 1-2 月增速	两年复 合增速	2024 年 1-2 月 用电增量贡献度
<b>全社会用电量总计</b>	<b>15316</b>	<b>10.95%</b>	<b>2.34%</b>	<b>6.56%</b>	<b>100%</b>
<b>A、各行业用电量合计</b>	12581	11.05%	2.25%	6.56%	82.8%
第一产业	192	11.11%	6.20%	8.63%	1.3%
第二产业	9520	9.73%	2.88%	6.25%	55.8%
第三产业	2869	15.66%	-0.16%	7.46%	25.7%
<b>B、城乡居民生活用电量合计</b>	2735	10.51%	2.75%	6.56%	17.2%
城镇居民	1456	13.41%	-0.79%	6.07%	11.4%
乡村居民	1279	7.39%	6.87%	7.13%	5.8%
<b>全行业用电分类</b>	<b>12581</b>	<b>11.05%</b>	<b>2.25%</b>	<b>6.56%</b>	<b>82.8%</b>
一、农、林、牧、渔业	245	8.29%	6.52%	7.40%	1.2%
二、工业	9378	9.80%	3.16%	6.43%	55.4%
(一) 采矿业	471	6.44%	-1.06%	2.62%	1.9%
(二) 制造业	6806	9.32%	1.36%	5.26%	38.4%
1. 农副食品加工业	123	5.80%	-1.95%	1.85%	0.4%
2. 食品制造业	78	14.47%	1.01%	7.53%	0.7%
3. 酒、饮料及精制茶制造业	26	8.48%	-1.48%	3.38%	0.1%

4. 烟草制品业	6	6.28%	-3.75%	1.14%	0.0%
5. 纺织业	227	15.83%	-10.32%	1.92%	2.1%
6. 纺织服装、服饰业	48	17.40%	-9.77%	2.92%	0.5%
7. 皮革、毛皮、羽毛及其制品	27	16.37%	-8.17%	3.37%	0.3%
8. 木材加工制品业	50	14.28%	-12.78%	-0.16%	0.4%
9. 家具制造业	26	26.28%	-12.75%	4.97%	0.4%
10. 造纸和纸制品业	149	14.63%	0.19%	7.17%	1.3%
11. 印刷和记录媒介复制业	21	11.74%	-5.88%	2.55%	0.1%
12. 文教、工美、体育等用品制造业	22	19.53%	-11.66%	2.76%	0.2%
13. 石油、煤炭及其他燃料加工业	330	9.81%	14.04%	11.91%	2.0%
14. 化学原料和化学制品制造业	942	6.14%	0.62%	3.34%	3.6%
15. 医药制造业	86	11.49%	7.83%	9.64%	0.6%
16. 化学纤维制造业	76	23.23%	-8.82%	6.00%	0.9%
17. 橡胶和塑料制品业	226	11.95%	-4.30%	3.51%	1.6%
18. 非金属矿物制品业	526	9.94%	0.35%	5.04%	3.1%
其中：水泥制造	119	1.87%	-22.69%	-11.26%	0.1%
19. 黑色金属冶炼和压延加工业	990	1.85%	1.38%	1.61%	1.2%
20. 有色金属冶炼和压延加工业	1277	4.92%	7.62%	6.26%	4.0%
21. 金属制品业	320	11.77%	-7.11%	1.89%	2.2%
22. 通用设备制造业	168	12.99%	-5.50%	3.33%	1.3%
23. 专用设备制造业	65	11.19%	-4.50%	3.05%	0.4%
24. 汽车制造业	119	18.15%	-2.14%	7.53%	1.2%
25. 铁路、船舶、航空等制造业	50	10.24%	-7.08%	1.21%	0.3%
26. 电气机械和器材制造业	276	31.03%	19.82%	25.30%	4.3%
27. 计算机、通信和其他电子设备制造业	387	16.78%	0.68%	8.43%	3.7%
(三) 电力、热力、燃气及水供应业	2101	12.22%	10.83%	11.52%	15.1%
三、建筑业	154	4.60%	-11.97%	-4.04%	0.4%
四、交通运输、仓储和邮政业	407	10.44%	1.47%	5.86%	2.5%
1. 铁路运输业	221	10.48%	5.81%	8.12%	1.4%
2. 道路运输业	79	4.87%	-3.61%	0.54%	0.2%
五、信息传输、软件和信息技术服务业	247	12.22%	5.82%	8.97%	1.8%
1. 电信、广播电视和卫星传输服务	110	6.13%	5.33%	5.73%	0.4%
2. 互联网和相关服务	98	18.15%	10.53%	14.28%	1.0%
3. 软件和信息技术服务业	38	16.56%	-3.36%	6.13%	0.4%
六、批发和零售业	625	23.31%	2.17%	12.24%	7.8%
其中：充电服务业	116	74.64%	55.02%	64.54%	3.3%
七、住宿和餐饮业	197	18.62%	-0.45%	8.67%	2.0%
八、金融业	39	8.53%	-3.76%	2.20%	0.2%
九、房地产业	323	14.81%	-2.65%	5.72%	2.8%
十、租赁和商务服务业	141	22.11%	1.37%	11.26%	1.7%
十一、公共服务及管理组织	826	14.41%	-3.53%	5.06%	6.9%

资料来源：中电联，华源证券研究

从分省情况来看，2024年开年数据的显著特点是发达地区领跑。“十三五”以来我国分省用电需求的一个显著特点是东部省份增速中枢下移，中西部省份受益于产业转移，用电增速领跑全国。但是进入“十四五”后，传统高耗能产业增长承压，新兴产业增速显著提高，从2024年开年数据来看，东部发达省份，尤其是长三角区域用电增速领跑全国。

增速靠前省份中，去除基数极低的西藏、海南，仅新疆、内蒙古为西部省份，与全球能源价格高企背景下，新疆、内蒙古享受能源价格洼地优势有关。**安徽、浙江、广东、江苏四大省份用电增速全部超过全国均值，且两年复合增速保持前列，合计贡献2024年1-2月全国用电增量的1/3以上**，判断与上述分行业用电增速中的新兴产业发展有关。

北方工业省份用电增速整体偏低，除河北用电增速与全国均值相当外，东北三省、河南、山东、山西等均低于全国均值。

表 2：2024 年 1-2 月全社会分省用电数据情况（亿千瓦时）

省份	2024年 1-2月用电量	2024年 1-2月增速	2023年 1-2月增速	两年复合增速	2024年1-2月 用电增量贡献度
全国	15316	10.95%	2.34%	6.56%	100%
西藏	25	22.21%	-0.76%	10.13%	0.30%
海南	74	19.29%	5.56%	12.22%	0.79%
安徽	569	17.79%	0.60%	8.86%	5.69%
新疆	680	17.51%	3.57%	10.32%	6.70%
浙江	906	15.70%	-2.93%	5.98%	8.13%
内蒙古	866	15.69%	7.92%	11.74%	7.77%
广东	1112	14.68%	1.10%	7.68%	9.42%
福建	447	14.49%	-0.83%	6.56%	3.74%
江苏	1289	13.53%	-0.98%	6.03%	10.16%
贵州	332	12.51%	-7.31%	2.12%	2.44%
湖北	453	12.37%	-4.36%	3.67%	3.30%
广西	394	12.24%	4.31%	8.20%	2.84%
湖南	398	10.64%	1.09%	5.76%	2.53%
河北	846	10.58%	6.20%	8.37%	5.35%
青海	181	10.35%	12.45%	11.40%	1.12%
江西	326	10.28%	-4.31%	2.73%	2.01%
上海	315	10.03%	-4.18%	2.68%	1.90%
甘肃	291	9.72%	9.59%	9.65%	1.71%
吉林	179	9.45%	2.29%	5.81%	1.02%
河南	720	9.40%	3.31%	6.31%	4.09%
陕西	443	9.14%	3.86%	6.47%	2.45%
天津	183	8.37%	3.43%	5.87%	0.94%
辽宁	482	7.33%	0.87%	4.05%	2.18%
山东	1329	6.87%	2.67%	4.75%	5.65%
北京	261	6.51%	-0.89%	2.74%	1.06%

重 庆	235	6.27%	3.34%	4.79%	0.92%
山 西	516	5.85%	5.47%	5.66%	1.89%
宁 夏	235	5.17%	16.45%	10.67%	0.76%
四 川	596	4.92%	3.23%	4.07%	1.85%
黑龙江	220	4.42%	3.40%	3.91%	0.62%
云 南	412	2.45%	16.30%	9.16%	0.65%

资料来源：中电联，华源证券研究

**年内后续月份全社会用电量两年复合增速中枢可能进一步上移。**从经济数据来看，1-2月份基础设施投资同比增长 6.3%，制造业投资增长 9.4%，均超过市场预期，但是与高频数据显示的焦煤、螺纹钢价格以及水泥产量背离，显示出万亿国债等对投资额带来支撑，但是尚未落实到实物需求量。按照统计局说法，“国内有效需求不足问题犹存，经济持续回升向好基础还需巩固”，为实现全年 5%GDP 实际增速目标，预计后续财政政策仍有望进一步发力，届时有望带动全社会用电两年复合增速中枢进一步上移。

**2024 年电力供需格局仍然偏紧，继续看好传统电源保供价值，华东地区电力公司受益。**2020 年以来受双碳战略压制煤电建设影响，我国电力供需格局逐步进入偏紧周期，2022 年以来能源局强调“先立后破”，但是受火电建设周期、核电投产断档等影响，根据中电联及我们的模型预测，2024 年迎峰度夏期间均可能是近年全国电力供需最紧张的时间点，预计届时电力供需格局将对市场化交易电价提供支撑，同时为电力板块行情提供催化。

## 2. 电力公司业绩陆续披露 不乏结构性亮点

本周部分电力公司陆续发布 2023 年度业绩，分电源来看：

**1) 火电转型公司：**受煤价下降以及 2022 年低基数影响，主要火电公司的盈利均大幅改善，其中华能国际实现归母净利润 84.5 亿元（上年同期亏损 73.9 亿元），华电国际实现归母净利润 45.2 亿元（上年同期盈利 1 亿元），大唐发电实现归母净利润 13.7 亿元（上年同期亏损 4.1 亿元）。中国电力实现归母净利润 26.6 亿元，同比增长 7%，华润电力实现归母净利润 110 亿港元，增长 56%。

从盈利影响因素来看，除华润电力电价小幅下降外，其余电力公司 2023 年度电价与 2022 年基本持平，煤价下降幅度相差不大，主要公司综合燃料成本降幅均在 10%左右。资产减值是拖累业绩表现的重要原因，其中华能国际计提 32 亿元，华润电力计提 27 亿港元，大唐发电计提 14 亿元。

从分红的角度来看，多数公司 2024 年分红率均有所提升，其中华能国际分红率增长至 57%，中国电力从 53.3%增长至 61.3%，华润电力从 40%增长至 62%。尤其是中国电力和华润电力，分红金额较高，测算 2023 年股息率分别为 4.1%和 7.7%。

**表 3：火转绿公司 2023 年利润、减值及分红等**

公司	归母净利润 (亿元)		减值 (亿元)		分红金额 (元/股)		分红率		股息率	2024 年 装机规划
	2023	yoy	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2023	
华能国际	84.5	扭亏	27.8	32	0	0.2	0	57.1%	2.1%	
华电国际	45.2	3789.00%	10.5	3	0.2	0.15	2049.40%	45.0%	2.2%	
中国电力	26.6	7%	0	1	0.11	0.132	53.30%	61.3%	4.1%	7GW (自建)
华润电力	110	56%	10	27	0.586	1.415	40%	62.0%	7.7%	10GW
大唐发电	13.7	扭亏	4.2	13.8	0.03	0.01			0.3%	

资料来源：wind，公司公告，华源证券研究

注：华润电力采用港币，其他公司采用人民币；减值为正数表明减值损失；股息率=每股分红/股价，股价选取 2024 年 3 月 30 日收盘价。华润电力分红金额为中期股息、特别股息、期末股息合计值

**表 4：火转绿公司 2023 年电价及煤价数据**

公司	全年综合煤价 (元/吨)			单位燃料成本 (元/千瓦时)			煤电电价 (元/千瓦时)		
	2022	2023	yoy	2022	2023	yoy	2022	2023	yoy
华能国际			同比减少 115.78 元/吨				0.4912	0.4918	0.12%
华电国际	1182.87	1038.56	-12.2%	0.3777	0.3373	-10.7%	0.4733	0.4706	-0.57%
中国电力				0.3262	0.2855	-12.5%	0.4081	0.3968	-2.77%
华润电力	1130	987.5	-12.6%	0.3382	0.2963	-12.4%	0.561	0.5356	-4.5%
大唐发电	1043.49	940.78	-9.8%	0.3278	0.2943	-10.2%	0.4342	0.4372	0.69%

资料来源：wind，公司公告，华源证券研究

注：华能国际煤价口径为煤炭采购均价，其余公司煤价口径为入炉标煤单价；华能国际煤电电价为公告披露，其余公司煤电电价为火电收入/售电量计算所得

**分业务板块来看，煤电业务盈利仍然微薄，新能源贡献火电转型公司主要利润。**根据华能国际公告，2023 年公司煤电板块实现利润总额 4.33 亿元（2022 年同期亏损 173.25 亿元），燃机板块实现利润总额 7.77 亿元，同比增长 35.08%，风电板块实现利润总额 59.13 亿元，同比减少 5.16%，光伏板块实现利润总额 20.44 亿元，同比增长 78.08%。

华电国际 2023 年全年归母净利润 45.22 亿元，其中四季度 0.24 亿元，处于业绩预告的中值位置。全年永续债利息约 10 亿元，扣除后普通股东口径利润约 35 亿元。全年投资收益 37.59 亿元，其中华电新能 29.5 亿元，华电煤业 5.8 亿元，银星煤业 3.54 亿元。扣除投资收益和永续债利息后，公司控股资产（煤电）基本处于盈亏平衡状态。

**2) 纯绿电公司：**2023 年绿电公司利润稳定增长，其中中广核新能源增长 37.2%，大唐新能源下滑 24%（主因电价下滑和计提减值），龙源电力同比增长 22.3%。其中龙源电力 2023 年受以大代小影响，再次计提 20 亿元减值，导致利润不及预期。

新能源公司均公布 2024 年计划投资情况，其中中国电力计划 2024 年自建新能源装机超 7GW（不含收购），华润电力计划新增 10GW，大唐新能源计划新增新能 2GW，龙源电力计划开工 10GW，并网 7.5GW，中广核新能源计划新增 50-100 万千瓦。

从分红的角度来看,三家公司 2023 年的现金分红比例较 2022 年均有一定程度的上升,当前中广核新能源、大唐新能源、龙源电力的股息率分别为 5.8%、4.3%、4%。

表 5: 纯绿电公司 2023 年利润、减值、分红及 2024 年规划

公司	归母净利润		减值		2024 年装机规划	分红率		分红金额 (元/股)		股息率
	2023 年	yoy	2022	2023		2022	2023	2022	2023	
中广核新能源	18.96	37.20%	5	1	50-100 万千瓦	20%	25%	0.07	0.12	5.8%
大唐新能源	22.4	-24%	1	2	2GW	10.40%	18.50%	0.05	0.07	4.3%
龙源电力	63.60	22.30%	20	21	开工 10GW, 并网 7.5GW	19%	29.80%	0.12	0.22	4.0%

资料来源: wind, 公司公告, 华源证券研究

注: 中广核新能源采用港币, 其他公司采用人民币, 股息率=每股分红/股价, 股价选取 2024 年 3 月 30 日收盘价

表 6: 纯绿电公司风电及光伏电价情况

公司	风电电价 (元/千瓦时)			光伏电价 (元/千瓦时)		
	2022	2023	yoy	2022	2023	yoy
中广核新能源	0.57	0.56	-1.8%	0.64	0.64	0%
大唐新能源	0.4799	0.4742	-1.2%	0.4823	0.3685	-23.6%
龙源电力	0.481	0.457	-5.0%	0.403	0.308	-23.6%

资料来源: wind, 公司公告, 华源证券研究

注: 龙源电力电价为不含税电价, 其余公司电价为含税电价

**3) 核电:** 本周中国广核公布 2023 年年报, 全年实现归母净利润 107.2 亿元, 同比增长 7.6%, 基本符合预期。2023 年公司分红率在 2022 年的基础上再次提升至 44.3%, 当前股息率 2.3%。中国广核 2024 年上半年有望投产防城港 4 号机组, 叠加台山 1 号机组恢复正常, 预期 2024 年利润有望继续实现小幅增长。

表 7: 中国广核 2023 年年报基本情况

公司	归母净利润		分红率		分红金额 (元/股)		股息率	2024 年投产机组
	2023 年	yoy	2022	2023	2022	2023		
中国广核	107.2	7.60%	44.09%	44.30%	0.09	0.09	2.3%	防城港 4 号

资料来源: wind, 公司公告, 华源证券研究



### 3. 火电交付高峰来临 关注火电产业链业绩爆发逻辑

本周东方电气发布 2023 年年报, 公司火电板块业绩和订单表现亮眼。**收入层面:** 2023 年煤电收入 139 亿元 (+29%), 燃机收入 38 亿元 (+107%), 都显示出较高的增速。**毛利率层面:** 全年煤电毛利率 23.4% (同比+0.81pct), 其中下半年煤电板块毛利率高达 28.4%, 远高于此前三个半年度 (22H1、22H2、23H1 分别为 23.3%、21.7%、19%)。**订单层面:** 清洁高效能源装备 (煤电+气电+核电) 全年生效订单 341 亿元 (同比+57.4%)

哈尔滨电气也发布 2023 年业绩公告, **收入层面:** 煤电收入 80 亿元, 同比+17.8%, 燃机设备 11.4 亿元, 同比+86.4%。**毛利率层面:** 煤电毛利率 9.55% (同比-3.91pct), 气电毛利率 5.37% (同比+0.66pct), 其中下半年煤电毛利率 6.94%, 低于上半年 (12.09%)。**订单层面:** 煤电订单 139.7 亿 (同比+101.7%), 气电订单 16.87 亿 (同比-16.81%), 煤电+气电+核电总订单 176.42 亿元 (同比+42.73%)。

总的来看, 两家公司 2023 年煤电、气电业务收入都有较快增长, 其中气电收入增速远高于煤电。订单层面也都保持较高增速, 其中哈尔滨电气订单同比翻倍, 东方电气未披露分项订单, 但两家公司煤电+气电+核电订单之和均有超 40% 增长。而两家公司毛利率水平出现了较为明显的分化, 东方电气 23H2 煤电毛利率比 23H1 提高约 9.4pct, 而哈尔滨电气则下降了 5.2pct。

表 8: 东方电气和哈尔滨电气 23 年火电业务表现 (亿元人民币)

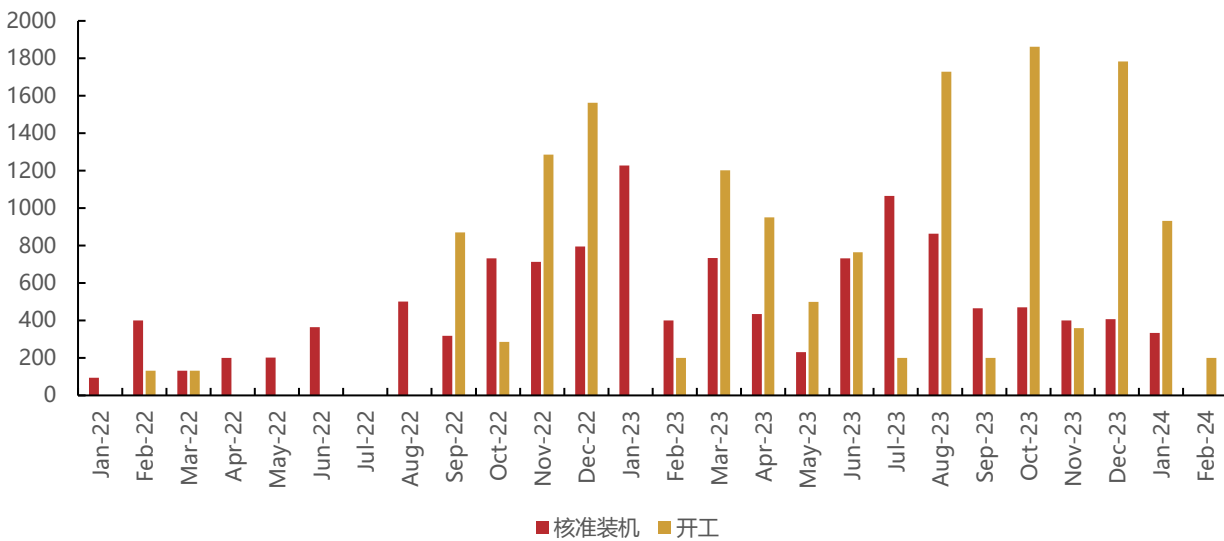
东方电气		哈尔滨电气	
<b>23A 营收</b>	<b>同比</b>	<b>23A 营收</b>	<b>同比</b>
煤电	139	29%	80
气电	38	107%	11
			86%
<b>23A 毛利率</b>	<b>同比</b>	<b>23A 毛利率</b>	<b>同比</b>
煤电	23.40%	0.81pct	9.55%
气电	12.15%	12.64pct	5.37%
			0.66pct
<b>23H1 毛利率</b>	<b>23H2 毛利率</b>	<b>23H1 毛利率</b>	<b>23H2 毛利率</b>
煤电	19.00%	28.40%	12.09%
			6.94%
<b>23A 订单</b>	<b>同比</b>	<b>23A 订单</b>	<b>同比</b>
煤电		139.73	101.66%
气电		16.87	-16.81%
核电		19.82	-41.77%
总计	341.3	57.4%	176.42
			42.73%

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

**23 年火电装机规模增长明显。**而从行业数据层面, 2023 年我国煤电基建新增发电容量 4774 万千瓦, 同比+63.5%, 燃机基建新增发电容量 1012 万千瓦, 同比+56%, 装机量高速增长也是两家公司相关业务迎来较好表现的原因。

**展望 24 年，火电投资建设将继续高增。**（1）政策层面：《2024 年能源工作意见》中提到，全年我国化石能源装机（主要是煤电和气电）全年有望新增 85GW，相比 2023 年（煤电+气电）增加约 47%。（2）对火电的需求层面：根据中电联预测，2024 年我国统调最高负荷将达到 14.5 亿千瓦，相比 2023 年增加 1 亿千瓦，如此计算 2023 年新增的 85GW 火电装机仅能勉强应付一年的新增负荷需求，后续我国电力需求有望继续维持较高增速，火电保供压力依然显著；（3）实际核准开工数据：根据我们不完全统计，2022 年我国核准（只包括正式核准项目，不包括核准前公示、环评通过等项目）、开工装机分别为 44.5GW/42.7GW，而 2023 年则为 62GW/97.5GW。特别是 2023 年下半年以来，煤电开工数量大增。

图 1：22M1-24M2 各月煤电核准及开工装机（万千瓦）



资料来源：北极星电力，华源证券研究。注：核准装机仅包括正式核准装机，数据非官方统计，可能存在遗漏。

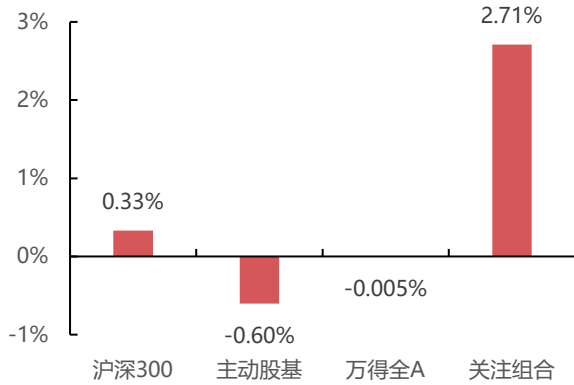
**24 年煤电相关公司业绩有望迎来爆发。**2023 年我国煤电开工主要集中在下半年，下半年开工达 61GW，考虑煤电 2 年左右建设周期，目前正处于排产高峰期间。24 年相关厂家业绩有望迎来爆发，关注火电产业链业绩爆发逻辑。建议关注：火电主机供应商**东方电气、哈尔滨电气、上海电气**。

## 4. 继续看好“四水两核”组合 新增推荐黔源电力、湖北能源、理工能科

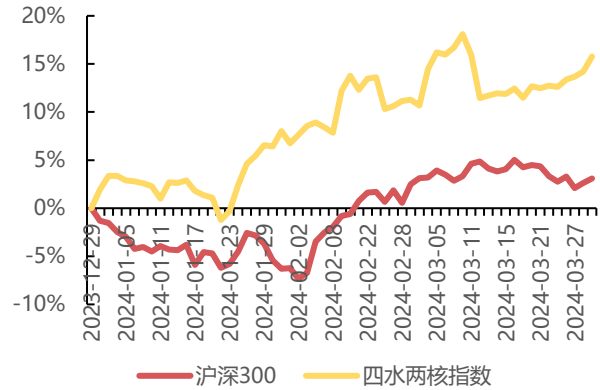
**推荐组合 1：长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核。**

**涨幅回顾：**本周推荐组合（等权配置）上涨 2.71%，沪深 300 上涨 0.33%，wind 全 A 下跌 0.005%，主动股基下跌 0.60%，关注组合跑赢沪深 300 2.38 个百分点，跑赢主动

股基 3.31 个百分点。2024 年以来关注组合上涨 15.76%，沪深 300 上涨 3.10%，wind 全 A 下跌 2.85%，主动股基下跌 4.25%，关注组合跑赢沪深 300 12.66 个百分点，跑赢主动股基 20.01 个百分点。

**图 2：本周推荐组合涨幅**


资料来源：ifind，华源证券研究

**图 3：推荐组合历史涨幅**


资料来源：ifind，华源证券研究

**逻辑要点：**我们认为市场对以长江电力为代表的低协方差资产重估远远没有结束。为水电的核心预期差是商业模式的抗风险能力，抗风险能力会影响到风险溢价，折现率下降带动估值水平持续提升。对此，教科书上的金融学理论可以提供支持：

根据马科维茨的投资组合理论，个股的定价是由其在组合中的地位决定的，威廉·夏普进一步指出，在均衡状态下，任何一只股票，给组合带来的贡献应该与组合为其付出的成本成正比，前者是个股收益率，后者是组合方差的变化，由个股与组合的协方差决定。**模型的推论简单来说，就是协方差越低的资产越贵。**

**回顾水电的商业模式，长期以来，相当部分的投资者将水电公司归为稳定价值类资产，但是水电公司的商业模式与公路/机场/港口/银行/消费品等存在本质差别，市场对其绝对低协方差属性并没有充分认知。**

首先，水电公司营业收入的驱动力非常特殊，降雨与宏观经济绝对脱钩；其次，从产品特性来看，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，决定了价格端的低风险；加之商业模式简单，财务报表质量极高，杜绝了大部分管理层风险，联合调度提高水资源利用效率，水电资产的特性就是“全方位的低协方差”，市场对此并没有充分认知。

站在当前时点。即便以长江电力为代表的“四水两核”过去几年机构持仓比例持续提升，公募基金持仓绝对额仍然处于显著低配状态，我们认为公司乃至整个水电板块具备长期配置价值，在公募基金达到平配之前可能均有超额收益。

**推荐组合 2：黔源电力、湖北能源。**

**1) 黔源电力：看好低协方差扩散行情。**从 2023 年开始，低协方差行情从水电龙头扩散到包括核电在内的多个板块，“四水两核”（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核）股价走势整体趋同，均远远跑赢沪深 300。作为水电的黔源电力表现却不尽人意，虽然相较沪深 300 仍有相对收益，但是绝对收益为负。

**经营性现金流量净额是更能体现水电公司价值的指标，公司的净现比处于水电板块首位。**由于所在流域来水波动天然较大，公司归母净利润不稳定是压制公司估值的重要原因。但是从 DCF 模型出发，将折旧加回后，公司经营性现金流量净额的波动性远小于归母净利润。同行业对比来看，剔除投资收益的影响，定义经营性净现比=（经营性现金流量净额-财务费用）/（净利润-投资收益），黔源电力该指标远高于长江电力等龙头水电。公司净现比高的原因即度电折旧高，而度电折旧表征了净利润的失真程度。

在不考虑应收应付变化的情况下，（经营性净现金流-财务费用）近似等于（净利润+折旧），取近 5 年均值，再乘以公司水电资产加权平均权益占比，公司年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 7.34 亿元，以公司最新市值 60 亿计算，公司近 5 年年均“等效分红率”高达 12.2%。**将水电公司视为永续资产，按照沪深 300 平均的 7% 股权折现率计算，公司合理市值即可超过 100 亿元。**按照相对中性的 6% 折现率计算（考虑到来水波动性，高于龙头水电），公司合理市值可超过 120 亿元。分子端来看，贵州水电开发殆尽，其他能源禀赋先天不足的问题格外突出，电力供需趋紧有望为公司估值重塑提供基本面支撑。

## 2) 湖北能源：水火共振业绩大幅向好 央企改革估值有望提振

湖北能源为三峡集团旗下区域性综合能源平台，2023H1 合计装机 1275 万千瓦，其中水电/火电/风电/光伏分别为 466/463/112/234 万千瓦。核心推荐逻辑为低协方差行情扩散下水电资产重估+火电类煤电联营装机倍增+央企改革提质增效，短期催化为来水倍增+煤价大幅下滑（电价稳健、电量正增长），一季度业绩亮眼。

**水电为公司最核心资产，现金流价值亟待重估。**按照现金流价值对公司水电资产进行重估，年均归属于普通股股东的可分配现金流达到 20.4 亿元，8% 折现率下水电业务价值 255 亿元。**火电受益于湖北供需格局偏紧，盈利企稳装机翻倍。**公司火电机组质量省内占优，省内供需偏紧电价有韧性，叠加鄂州电厂长协比例提升，24-26 年火电权益装机翻倍。

预计公司 24-25 年归母净利润 28.9、34.4 亿元，对应 PE 分别为 11、10 倍。分部估值法下，公司内在价值约 427 亿元，保守测算暂不考虑煤炭贸易、天然气销售等业务，仍有 30% 左右向上空间。

**推荐标的：理工能科，低估的电力信息化标的 油色谱更换贡献新成长曲线。**

**财务质量优秀，增持+回购彰显信心。**公司整体毛利率（超 60%）、资产负债率（仅 10% 且 0 有息负债）、净现比（大于 1.0）、分红率（历史平均大于 55%）均位居同行前列。近期连续大股东增持+回购彰显信心。

**国网提高油色谱标准+特高压更换在即，行业需求大幅增加+设备单价大幅提高+市占率上升三重逻辑。**公司最新中标山东项目 37 万/台，比老型号价值量提升近 3 倍，行业空间快速膨胀，24 年相关业务有望翻倍增长，并于 25 年继续保持高增。

**电力信息化实力被低估，相关投入增加下明显受益。**(1) 电网造价软件：市占率领先，新造价定额标准发布后收入有望继续提升；(2) 配网信息化业务：新配网发展指导意见提出要提高配网工程建设标准及数字化水平，公司深耕数字工地、配网一体化解决方案、无人机巡检等业务有效解决上述问题。电网信息化加强投入下上述业务有望恢复增长，考虑其 90%+ 的毛利率，对公司整体业绩贡献依然显著。

预计 23-25 年净利润 2.5/3.3/4 亿，对应估值仅 20/15/12X。考虑公司历史分红意愿较强，按 24 年 20~25 倍+现金估值，即  $3.3 \times 20 \sim 25 + 9 = 75 \sim 92$  亿，还有 50%~84% 空间。

## 5. 重点公司估值表

表 9：公用事业重点公司估值表（元，元/股，来自 ifind 一致预期）

板块	代码	简称	评级	收盘价 2024/3/29	EPS			PE			PB (lf)
					23E	24E	25E	23E	24E	25E	
火电转型	600011.SH	华能国际		9.38	0.54	0.91	1.02	17	10	9	2.80
	600027.SH	华电国际		6.87	0.51	0.64	0.71	13	11	10	1.80
	601991.SH	大唐发电		2.93	-0.02	0.24	0.30	-147	12	10	1.98
	2380.HK	中国电力	买入	3.21	0.30	0.40	0.53	11	8	6	0.68
	0836.HK	华润电力		18.26	2.66	3.14	3.61	7	6	5	1.03
	600795.SH	国电电力		5.05	0.31	0.46	0.54	16	11	9	1.81
	000833.SZ	湖北能源	买入	5.52	0.28	0.44	0.53	20	13	10	1.11
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.60	0.33	0.40	0.45	14	12	10	1.90
	000539.SZ	粤电力 A		5.17	0.19	0.57	0.72	27	9	7	1.23
	000543.SZ	皖能电力	买入	8.32	0.61	0.83	1.04	14	10	8	1.34
	600483.SH	福能股份	买入	10.53	1.05	1.08	1.14	10	10	9	1.29
	600021.SH	上海电力		8.68	0.75	1.06	1.29	12	8	7	1.33
	600578.SH	京能电力		3.36	0.16	0.25	0.28	21	14	12	1.07
	600098.SH	广州发展		6.14	0.57	0.74	0.80	11	8	8	0.85
	000690.SZ	宝新能源		5.04	0.52	0.71	0.95	10	7	5	0.92
600642.SH	申能股份	买入	7.91	0.70	0.74	0.80	11	11	10	1.18	
600023.SH	浙能电力		6.67	0.52	0.60	0.67	13	11	10	1.33	
新能源	0916.HK	龙源电力		5.48	0.95	1.11	1.28	6	5	4	0.59
	1798.HK	大唐新能源		1.61	0.31	0.39	0.42	5	4	4	0.33

	1811.HK	中广核新能源		2.07	0.44	0.45	0.48	5	5	4	0.74
	600905.SH	三峡能源		4.69	0.26	0.32	0.37	18	15	13	1.67
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.31	0.32	0.41	0.48	10	8	7	1.27
	601778.SH	晶科科技		3.17	0.10	0.18	0.23	32	17	14	0.75
	000862.SZ	银星能源		5.59	0.2	0.55	0.88	28	10	6	1.23
核电	601985.SH	中国核电	买入	9.19	0.54	0.60	0.66	17	15	14	1.95
	003816.SZ	中国广核	买入	4.04	0.21	0.24	0.25	19	17	16	1.80
水电	600900.SH	长江电力	买入	24.93	1.12	1.39	1.46	22	18	17	3.09
	600025.SH	华能水电	买入	9.58	0.42	0.47	0.51	23	20	19	3.22
	600886.SH	国投电力	买入	15.05	0.85	1.01	1.14	18	15	13	2.12
	600674.SH	川投能源	买入	16.65	0.96	1.12	1.18	17	15	14	2.31
	600236.SH	桂冠电力	买入	5.87	0.15	0.36	0.38	39	16	15	2.81
	002039.SZ	黔源电力	买入	16	0.58	1.17	1.26	28	14	13	1.79
综合能源服务	003035.SZ	南网能源		5.02	0.15	0.21	0.27	33	23	18	2.82
	600116.SH	三峡水利		7.18	0.29	0.46	0.59	25	16	12	1.23
	600509.SH	天富能源		5.75	0.33	0.62	0.8	17	9	7	1.08
燃气	601139.SH	深圳燃气		7.47	0.53	0.61	0.70	14	12	11	1.50
	603393.SH	新天然气		31.19	2.61	3.86	4.35	12	8	7	1.90
	2688.HK	新奥能源		60.30	6.20	6.10	6.78	10	10	9	1.46
	1193.HK	华润燃气		24.95	2.51	2.77	3.00	10	9	8	1.42
环保	0257.HK	光大环境	买入	3.04	0.67	0.67	0.69	5	5	4	0.39
	600461.SH	洪城环境		9.8	0.33	1.11	1.19	30	9	8	1.65

资料来源: ifind, 华源证券研究。注: (1) 华润电力、光大环境采用港币, 其他公司采用人民币。人民币/港币汇率取值为 1.1; (2) 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 ifind 机构一致预期

表 10: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股, 单位均为人民币, 来自 ifind 一致预期)

板块	代码	简称	评级	收盘价 2024/3/29	EPS			PE			PB (lf)
					23E	24E	25E	23E	24E	25E	
电力信息化	600131.SH	国网信通		18.85	0.70	0.87	1.01	27	22	19	3.88
	300286.SZ	安科瑞		21.95	0.94	1.43	1.91	23	15	12	3.60
	000682.SZ	东方电子		9.12	1.14	0.52	0.64	8	17	14	2.79
	002322.SZ	理工能科	买入	13.46	0.66	0.87	1.06	20	15	13	1.59
	300682.SZ	朗新集团		11.64	0.56	1.00	1.29	21	12	9	1.70
	301162.SZ	国能日新		49.45	0.98	1.28	1.67	50	39	30	4.75
发电设备	600875.SH	东方电气		15.75	1.14	1.53	1.78	14	10	9	1.32
	002438.SZ	江苏神通		11.25	0.56	0.75	0.95	20	15	12	1.83
电网设备	000400.SZ	许继电气		24.98	0.91	1.15	1.50	28	22	17	2.37
	600406.SH	国电南瑞		24.34	0.93	1.08	1.25	26	23	20	4.42
	002028.SZ	思源电气		59.65	2.00	2.67	3.28	30	22	18	4.57
	600312.SH	平高电气		14.37	0.55	0.77	0.99	26	19	14	1.99

	600089.SH	特变电工	15.32	2.22	2.08	2.28	7	7	7	1.30
	601179.SH	中国西电	5.5	0.14	0.20	0.26	39	28	21	1.32
	002270.SZ	华明装备	18.15	2.40	0.77	0.93	8	24	20	4.95
配用电设备	688676.SH	金盘科技	39.57	1.18	1.84	2.60	34	21	15	5.42
	301291.SZ	明阳电气	33.97	1.52	2.01	2.66	22	17	13	2.61
	300001.SZ	特锐德	19.31	0.41	0.64	0.93	47	30	21	3.14
	603556.SH	海兴电力	36.9	1.71	2.09	2.56	22	18	14	2.85
输电设备	603606.SH	东方电缆	44.28	1.45	2.02	2.78	31	22	16	4.84
	300617.SZ	安靠智电	27.21	1.25	1.83	2.49	22	15	11	1.68
	002276.SZ	万马股份	9.17	0.59	0.80	1.04	16	12	9	1.79
氢能及储能	688248.SH	南网科技	28.26	0.50	0.91	1.33	57	31	21	5.70
	600475.SH	华光环能	11.25	0.86	0.99	1.12	13	11	10	1.33
	601226.SH	华电重工	6.04	0.08	0.32	0.38	74	19	16	1.69
	601222.SH	林洋能源	6.35	0.56	0.77	0.95	11	8	7	0.86

资料来源：ifind，华源证券研究。注：所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为ifind机构一致预期

**风险提示：**相关政策推动不及预期，电力市场化进展不及预期等。解决新能源消纳本身需要相关政策及电力市场化机制推动，一旦政策不及预期可能影响消纳产业链受益逻辑。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数       ： 沪深 300 指数