

2024年05月06日

## 电力公用以及电力设备行业 23 年报&24 年一季报回顾

### ——公用事业 2024 年第 18 周周报 (24/04/29-24/05/05)

看好 (维持)

#### 证券分析师

刘晓宁

S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

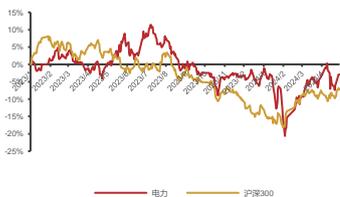
#### 联系人

刘晓宁

S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

#### 板块表现:



#### 相关研究

#### 投资要点:

- **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。推荐：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。推荐：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 0.7%，沪深 300 上涨 0.6%，同花顺全 A 上涨 1.2%，主动股基上涨 0.9%，推荐组合跑赢沪深 300 0.1 个百分点，跑输主动股基 0.2 个百分点。2024 年以来推荐组合上涨 16.97%，沪深 300 上涨 5.05%，同花顺全 A 下跌 1.74%，主动股基下跌 1.01%，关注组合跑赢沪深 300 11.92 个百分点，跑赢主动股基 17.98 个百分点。
- **电力板块 2023 年报及 2024 年一季报业绩回顾：传统能源普超预期 新能源压力犹存**
- **火电概览：受减值拖累，火电板块 2023 年四季度业绩整体低于预期，但是标的分化显著，2024 年一季度业绩整体超预期，点火价差走扩**。在煤价小幅反弹以及减值损失影响下，煤电板块一线龙头 2023 年四季度业绩普遍不及预期，煤电主流公司四季度合计净利润仍然为负（较 2022 年减亏），对板块整体拖累明显。但是受益于电力供需格局持续偏紧以及更高的资产平均质量，华东地区省级公司 2023 年四季度全部扭亏或实现正增长，延续了一直以来的区域分化格局。2024 年一季度大部分煤电公司均实现了高增长，主要火电公司一季度合计归母净利润同比增长 91%，煤价下跌带来的业绩弹性超过市场预期。煤电业绩超预期的另一因素为容量电价落实较为到位，有效弥补电价的小幅下滑。
- **展望未来，短期来看，考虑到当前全国煤炭供需紧张程度有所缓和，秦皇岛 5500 大卡动力煤在 800 元/吨左右已停留较长时间，预计煤电板块二季度业绩有望继续改善。中期来看，我们分析煤电板块利润率进一步扩张空间有限，股价进一步表现需要分母端发力，而后者需要政策落地与时间验证。**
- **水电核电概览：水电在来水持续偏枯背景下，以价补量实现利润增长，业绩出现流域分化；核电表现基本平稳，短期业绩受检修影响**。整体来看，2023 年及 2024 年一季度水电板块呈现电量低于预期，但是电价涨幅持续超预期的格局，前者影响短暂，后者改变市场中长期预期。除传统的西南电力供需格局趋紧逻辑外，我们分析东部省份寻求低成本电源、国家能源双控收紧等因素正在提供边际力量。就投资逻辑而言，我们认为当前时点以水电、核电为代表的低协方差资产仍有较高配置价值，分母端驱动力大于分子端，业绩利好更多是估值重塑的催化剂。
- **与传统电源相比，新能源业绩明显承压。根据中电联数据，2023 年我国新增风电光伏装机合计近 300GW，创历史新高**。但是从上市公司业绩来看，2023 年全年主要绿电上市公司合计归母净利润仅同比增长 2.9%。2024 年一季度同比下滑 1.3%，绿电板块从此前的“弱预期”变成了当前的“弱现实”，我们分析主要系碳市场建设仍然滞后，市场机制不健全，调峰压力极大，绿电有效需求不足导致弃风弃光率大幅回升，电量电价同时承压。国家能源局 4 月 26 日印发《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则（征求意见稿）》，明确证电可以分离，为后续进一步提升绿证交易效率奠定基础，但是反转仍需要相关机制理顺。
- **电力设备：23 年报及 24 年一季报回顾**
- **电网板块：国内外需求共振，业绩稳健增长**。2023 年电网设备板块业绩整体呈现较好增长，主要得益于国内电网和电源建设，以及海外需求增长。分板块来看，由于近年来电网建设以超高压、特高压为主，一次设备公司受益较为明显，均保持较高增长。二次设备受益不显著，增速整体低于一次设备。此外海外需求大幅提高，变压器、开关柜等设备出口均有两位数增长，海外布局较早的公司均因此受益。23 年国网一次设备招标金额大幅增长，特高压保持高强度建设，建议继续关注特高压（以及柔直化）、出海等逻辑：（1）特高压及柔性直流：许继电气、平高电气、中国西电、国电南瑞等；（2）电力设备出海：华明装备、思源电气、金盘科技等。
- **配用电及信息化：电改推动用电及信息化变革**。2023 年是我国电力体制改革重要一年。第三监管周期输配电价、电力需求侧管理办法、电力现货市场时间表、煤电容量电价建立等政策先后出台，进而促进诸如传统电源价值重估、新能源收益构成改变、电力交易业务兴起、储能价值得到体现和评估、用户侧灵活性得到体现等各方面价值挖掘。2023 年有出海逻辑的智能电表公司业绩表现良好，电改取得突破性进展但市场空间尚未大规模打开。展望 2024 年，消纳压力以及电改推进打开行业天花板。关注电力信息化方向公司机会。重点推荐：理工能科。建议关注：海兴电力、三星医疗、国能日新、朗新集团等。
- **电源板块：核电、煤电、抽蓄同时发力**。2023 年是我国电源装机大年，其中火电新增 5793 万千瓦为 2015 年以来新高。核电全年核准 10 台核电机组，与 2022 年一起创 08 年以来新高。22、23 年抽蓄累计核准 134GW，煤电 22、23 年分别核准 89.1GW 和 74.3GW 显著复苏。在电源建设高景气背景下，相关公司业绩均有不同程度改善。展望 2024 年，在核电、煤电、抽蓄同时发力背景下，相关公司业绩有望实现较高增长。至于更长远来看，由于我国用电需求存在较强韧性，负荷仍保持较高增长，新能源保供能力差，在高峰期供电方面难以发挥作用。因此仍然需要大量的传统电源建设才能保证供电安全，因此仍继续看好电源板块长期逻辑。建议关注：东方电气、哈尔滨电气、上海电气、江苏神通等
- **风险提示**：煤电最大的风险为煤价上涨超出预期，电力市场化进度不及预期，水电核电的收益率受到利率环境的影响。



## 目录

1. 电力板块 2023 年报及 2024 年一季报业绩回顾：传统能源大超预期 新能源压力犹存....	3
1.1 火电：减值拖累 2023Q4 业绩 2024Q1 煤价弹性超预期.....	3
1.2 水核：水电电价持续上涨 核电进入装机增长期.....	8
1.3 新能源：消纳矛盾凸显 运营商增量不增利.....	11
2. 电力设备 23 年报及 24 年一季报回顾 .....	14
2.1 电网板块：国内外需求共振 业绩稳健增长.....	14
2.2 配用电及信息化：电改推动用电及信息化变革.....	19
2.3 电源板块：核电、煤电、抽蓄同时发力 .....	23
3. 推荐组合本周表现 .....	26
4. 重点公司估值 .....	27

## 1. 电力板块 2023 年报及 2024 年一季度业绩回顾： 传统能源大超预期 新能源压力犹存

2024 年一季度全社会用电量同比增长 9.8%，远超 GDP 增速，提供电力板块超额收益底色。根据国家能源局数据，2024 年一季度全社会用电量 23373 亿千瓦时，同比增长 9.8%，其中第一、二、三产业及城乡居民用电量分别同比增长 9.7%、8%、14.3%和 12%。增速整体超过市场预期，我们分析主要包括三方面因素：

1) 房地产相关产业是宏观经济增速的主要拖累，高端制造业延续高增速。但是从用能方式来看，前者往往直接使用一次能源（如水泥窑直接烧煤），对电力需求的影响相对较小；后者则以电力为主要能源。根据国家能源局数据，一季度高技术及装备制造业用电量同比增长 14.5%，四大高载能行业（黑色、有色、非金属矿物、化工）用电量同比增长 3.4%。

2) PPI 为负，实体经济产量增速高于 GDP 增速。用电量增速与产量相关性更高。

3) 电能替代贡献持续动能。以电动车为例，国家能源局披露，一季度电动车行业快速发展，拉动充换电服务业用电量同比增长 70.1%。

电力行业一季度超额收益来自分母端折现率下降与分子端业绩超预期的共振，以上三点背景可以帮助我们理解电力行业一季度分子端超预期，尤其是第一点，在经济发展模式转型过程中，不同行业对电力和煤炭需求的影响程度差别，导致了当下的电强煤弱格局。在煤电上即体现为点火价差持续走扩，在水电上即体现为供需趋紧，电价持续上涨。以下我们就煤电、水电、核电、新能源具体展开。

### 1.1 火电：减值拖累 2023Q4 业绩 2024Q1 煤价弹性超预期

**整体概览：受减值拖累，火电板块 2023 年四季度业绩整体低于预期，但是标的分化显著，2024 年一季度业绩整体超预期，点火价差走扩。**

受国内外大宗商品周期影响，我国 2023 年煤价前高后低态势明显。以秦皇岛 5500 大卡动力末煤价格为例，2023 年一季度仍全程维持在 1000 元/吨以上，5 月底跌破 800 元/吨，下跌速度超过市场预期。但是从 6 月开始，现货煤价出现震荡式反弹，在 10 月初一度超过 1000 元/吨，随后四季度再次下行，年底在 900 元/吨左右。受此影响，**煤电板块 2023 年前三季度业绩逐季度改善**（申能股份 2023Q3 下滑主要系投资收益影响）。

然而，在煤价小幅反弹以及减值损失影响下，**煤电板块一线龙头 2023 年四季度业绩普遍不及预期**，尤其受华能国际、大唐发电等公司计提减值较多、亏损同比扩大影响，煤电主流公司四季度合计净利润仍然为负（较 2022 年减亏），对板块整体拖累明显。

**华东地区省级公司四季度业绩继续改善，成为板块结构性亮点。**受益于电力供需格局持续偏紧以及更高的资产平均质量，华东地区省级公司申能股份、浙能电力、皖能电力、上海电力 2023 年四季度全部扭亏或实现正增长，延续了一直以来的区域分化格局。

**表 1：火电公司 2022-2023Q4 单季度归母净利润情况（亿元）**

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
华能国际	-9.56	-20.52	-9.34	-34.45	22.50	40.58	62.55	-41.18
华电国际	6.22	10.34	6.81	-22.21	11.34	14.48	19.17	0.24
大唐发电	-4.14	18.13	-6.36	-11.71	1.37	13.80	13.18	-14.70
国电电力	10.57	12.74	27.11	-22.20	9.46	20.41	26.37	-0.16
内蒙华电	4.97	6.71	3.96	2.03	8.63	6.20	7.00	-1.79
粤电力 A	-4.49	-9.23	-3.36	-12.73	0.88	7.68	8.70	-7.52
皖能电力	1.38	1.97	1.65	-0.01	1.57	4.28	7.20	1.25
上海电力	1.01	-1.43	2.77	0.99	3.35	4.53	6.81	1.23
京能电力	2.93	2.22	2.62	0.26	4.08	-0.39	4.60	0.50
广州发展	2.56	4.63	4.98	1.37	4.04	7.12	4.11	1.10
宝新能源	0.04	0.05	1.81	-0.07	0.26	2.88	3.31	2.43
申能股份	2.02	6.11	3.34	-0.64	7.34	11.13	6.57	9.55
浙能电力	6.27	-2.32	0.57	-22.80	10.11	17.68	31.84	5.57
华电能源	-2.87	-3.28	-1.17	-2.83	1.62	-0.44	-1.83	-0.26
华银电力	-1.11	-1.54	0.11	2.78	-1.06	-0.49	1.74	-2.07
通宝能源	2.68	1.89	2.55	1.43	2.37	1.59	1.43	1.40
深圳能源	5.18	5.56	7.02	4.23	6.34	12.44	11.49	-9.81
建投能源	0.70	-1.29	3.44	-1.79	-1.41	2.25	1.42	-0.60
晋控电力	0.03	0.17	0.28	-7.28	-1.41	1.66	-1.45	-3.94
赣能股份	-0.01	0.36	1.25	-1.49	0.06	1.30	2.73	0.82
江苏国信	3.60	4.52	-2.02	-5.50	2.57	8.61	8.45	-0.93
长源电力	0.80	0.17	1.62	-1.37	2.21	1.59	2.61	-2.93
合计	28.76	35.98	49.64	-133.98	96.23	178.90	228.02	-61.80

资料来源：公司公告，华源证券

**2024 年一季度火电公司业绩全面高增，在新能源业务增长普遍乏力的背景下（具体分析见新能源章节），推算业绩增长主要由煤电业务带来。**作为最早发布一季报的火电公司之一，2024 年一季度华能国际归母净利润达到 46 亿元，同比增长超过一倍，显著提振板块信心。分标的来看，除煤电一体化模式的内蒙华电、非电力业务较多的广州发展增速较低外，大部分标的均实现了高增长。主要火电公司一季度合计归母净利润同比增长 91%，煤价下跌带来的业绩弹性超过市场预期，为板块 2024 年奠定良好开局。

**表 2：火电转型公司 2023 年年报及 2024 年一季度归母净利润回顾（亿元）**

	2022	2023	同比	2023Q1	2024Q1	同比
华能国际	-73.87	84.46	扭亏	22.50	45.96	104%
华电国际	1.16	45.22	3789%	11.34	18.62	64%
大唐发电	-4.08	13.65	扭亏	1.37	13.31	872%
中国电力	24.81	26.60	7%			
华润电力	70.42	110.03	56%			
国电电力	28.21	56.09	99%	9.46	17.85	89%

内蒙华电	17.67	20.05	13%	8.63	8.88	3%
粤电力 A	-29.80	9.75	扭亏	0.88	1.26	43%
皖能电力	4.99	14.30	186%	1.57	4.53	188%
上海电力	3.34	15.93	377%	3.35	6.34	89%
京能电力	8.03	8.78	9%	4.08	4.69	15%
广州发展	13.54	16.38	21%	4.04	4.47	11%
宝新能源	1.83	8.89	385%	0.26	2.09	713%
申能股份	10.82	34.59	220%	7.34	11.59	58%
浙能电力	-18.27	65.20	扭亏	10.11	18.15	80%
华电能源	-10.16	-0.91	减亏	1.62	4.22	160%
华银电力	0.24	-1.87	亏损	-1.06	0.08	扭亏
通宝能源	8.55	6.80	-20%	2.37	1.33	-44%
深圳能源	21.99	20.46	-7%	6.34	11.05	74%
建投能源	1.06	1.67	57%	-1.41	2.52	扭亏
晋控电力	-6.81	-5.15	减亏	-1.41	-5.08	亏损扩大
赣能股份	0.11	4.90	4498%	0.06	2.04	3566%
江苏国信	0.60	18.70	3014%	2.57	7.79	203%
长源电力	1.23	3.49	184%	2.21	2.50	13%
合计	75.63	577.98	664%	96.23	184.20	91%

资料来源：公司公告，华源证券

**煤电业绩超预期的另一因素为容量电价落实较为到位，有效弥补的电量电价的小幅下滑。**在能源转型需求下，2023年11月国家能源局发布《建立煤电容量电价机制的通知》，宣告市场期待已久的容量电价机制正式落地。但是从2023年四季度股价表现来看，市场对容量电价的落实节奏可能存在疑虑，尤其是在2024年长协电价普遍同比下浮下滑的情况下，落实节奏对煤电公司的业绩至关重要。

**但是从煤电板块一季度业绩来看，煤电容量电价落实进度超过市场预期。**根据上述文件，2024-2025年多数省份补偿固定成本的30%，2026年起回收固定成本的比例提升至不低于50%。虽然按照当前各省主流煤电利用小时倒算，30%的容量成本补偿仅相当于提升2.2-2.5分/千瓦时电量电价，但是信号意义非凡，标志着煤电公司的商业模式开始转变。

**表 3：2023 年 11 月国家能源局《建立煤电容量电价机制的通知》**

要点	内容	点评
应用范围	煤电容量电价机制 <b>适用于合规在运的公用煤电机组</b>	明确是所有在运机组，并非此前有人担忧的增量机组或特定区域机组
电价水平	固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定， <b>2024~2025 年多数地方为 30%左右</b> ，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50%左右。 <b>2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%。</b>	起步为 30%，未来几年有明确的增长预期，2026 年后不低于 50%

电费分摊	煤电机组可获得的容量电费，根据当地煤电容量电价和机组申报的最大出力确定。新建煤电机组自投运次月起执行煤电容量电价机制。 <b>各地煤电容量电费纳入系统运行费用，每月由工商业用户按当月用电量比例分摊</b> ，由电网企业按月发布、滚动清算。	明确由下游用户支付，纳入系统运营成本
电费考核	正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令提供申报最大出力的，月内发生两次扣减当月容量电费的 10%，发生三次扣减 50%，发生四次及以上扣减 100%。对自然年内月容量电费全部扣减累计发生三次的煤电机组，取消其获取容量电费的资格	权利与义务对等，需要满足容量支撑

资料来源：国家发改委，华源证券

**资产负债率持续下行，如果不将永续债纳入负债率计算，大部分公司 2024 年 3 月底资产负债率低于 70% 红线，为市场提供更大的分红想象空间。**受业绩改善（通过未分配利润增厚负债率分母）以及偿还债务影响（减少负债率分子），2023 年以来煤电板块资产负债率整体持续下行，截至 2024 年 3 月底，如果不将永续债纳入负债率计算，大部分火电公司资产负债率已降至 70% 以下，为资本运作提供更多空间。

站在当前时点，我们仍然认为，低资产负债率公司有更大的转型优势以及分红灵活性。从资产负债率角度看，华东地区省级公司仍具备相对优势。

表 4：火电公司资产负债率情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
华能国际	71.3%	70.9%	70.0%	68.3%	67.6%
华电国际	66.4%	64.6%	61.8%	62.6%	60.4%
大唐发电	71.2%	71.3%	68.9%	70.9%	69.4%
国电电力	73.3%	73.5%	73.0%	73.9%	73.5%
内蒙华电	45.9%	47.8%	45.3%	41.0%	38.3%
粤电力 A	79.0%	79.7%	80.1%	79.0%	79.3%
皖能电力	63.6%	67.1%	65.9%	66.4%	65.9%
上海电力	71.6%	70.6%	69.7%	70.0%	69.9%
京能电力	65.2%	64.2%	64.2%	63.5%	63.0%
广州发展	58.1%	58.6%	58.9%	62.0%	61.9%
宝新能源	44.9%	44.1%	43.7%	41.7%	41.4%
申能股份	57.2%	56.5%	55.8%	56.2%	54.5%
浙能电力	47.9%	47.7%	45.8%	45.7%	44.3%
华电能源	77.9%	79.9%	79.6%	78.6%	76.0%
华银电力	93.2%	93.4%	93.0%	92.4%	92.3%
通宝能源	31.7%	30.3%	28.4%	28.2%	26.5%
深圳能源	62.5%	63.3%	62.4%	63.6%	64.7%
建投能源	69.0%	66.5%	66.7%	67.5%	68.2%
晋控电力	83.5%	82.2%	82.6%	82.1%	83.3%
赣能股份	62.5%	61.0%	60.8%	61.5%	59.8%
江苏国信	54.3%	54.2%	52.8%	55.6%	53.9%
长源电力	68.2%	69.9%	69.7%	72.6%	71.6%

资料来源：公司公告，华源证券

表 5：火电公司分红率情况（以归母净利润为分母）

	2019	2020	2021	2022	2023
华能国际	125.7%	61.9%	0.0%	0.0%	37.2%
华电国际	42.3%	59.0%	-49.7%	2049.4%	33.9%
大唐发电	112.9%	55.4%	0.0%	-130.8%	10.2%
国电电力	52.6%	27.1%	0.0%	63.1%	22.3%
内蒙华电	66.2%	96.1%	143.7%	60.6%	60.2%
粤电力 A	54.9%	36.1%	0.0%	0.0%	10.8%
皖能电力	34.9%	17.0%	0.0%	21.8%	35.0%
上海电力	35.4%	32.4%	0.0%	30.7%	35.4%
京能电力	59.2%	57.4%	0.0%	100.0%	80.0%
广州发展	16.5%	50.1%	173.1%	51.8%	53.5%
宝新能源	49.3%	35.9%	13.2%	35.6%	73.5%
申能股份	47.3%	56.9%	59.8%	72.6%	56.6%
浙能电力	63.5%	50.3%	0.0%	0.0%	51.4%
华电能源	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
华银电力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
通宝能源	32.8%	34.4%	0.0%	0.0%	30.4%
深圳能源	58.3%	31.0%	39.1%	30.3%	32.6%
建投能源	33.6%	32.9%	0.0%	52.2%	86.7%
晋控电力	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
赣能股份	40.1%	30.9%	0.0%	0.0%	30.1%
江苏国信	0.0%	33.2%	0.0%	554.2%	20.2%
长源电力	30.9%	36.0%	0.0%	31.3%	30.7%

火电转型

资料来源：公司公告，华源证券

**展望未来，短期来看，考虑到当前全国煤炭供需紧张程度有所缓和，秦皇岛 5500 大卡动力煤在 800 元/吨左右已停留较长时间，预计煤电板块二季度业绩有望继续改善。**

**但是中期来看，我们分析煤电板块利润率进一步扩张空间有限，股价进一步表现需要分母端发力，而后者需要政策落地与时间验证。**如本章开头所述，近年来高端制造业快速发展、房地产相关产业持续调整是当前“电强煤弱”格局的根本原因。

根据国家统计局数据，2024 年一季度我国规上工业原煤产量 11.1 亿吨，同比下降 4.1%，进口煤炭 1.2 亿吨，同比增长 13.9%。与之前几年煤炭产能严重不足期间不同，我们认为当前煤炭供需紧张程度已经大幅缓和，需求侧提供价格向上空间，但是由于供给侧分布较为集中，供给侧可以通过减产为价格向下托底，因此煤炭大幅下跌空间可能较为有限。相反，如果二季度以及下半年财政政策发力（拉动地产与基建需求），煤价存在反弹可能。

**在当前供需格局下，我们分析 800 元/吨的煤价（略高于 770 元/吨的长协价格）是对煤电板块较为理想的价格区间，该价格水平可以更好地平衡煤电与煤炭公司、电力央企与地方政府的利益关系，保证煤电公司较为稳定的利润率。**从历史来看，3 分/千瓦时的度电利润（净利润口径，含少数股东损益）也属于煤电板块较为理想的利润水平，2024 年一季

度部分煤电公司已达到或接近该水平，随着二季度业绩进一步修复，煤电利润率基本回归正常（与水电不同，煤电没有资源瓶颈以及绝对电价的低成本优势，价差难以持续扩张）。

由此，我们分析煤电板块的进一步表现，需要 DCF 模型分母端发力，即由周期股向真正意义的稳定收益型公用事业股转变，带动折现率下降。容量电价机制以及煤炭供需格局的演进为煤电商业模式转变提供有利条件，但是在当前市场风险偏好水平下，我们分析仍需要政策落地（如进一步还原电力商品属性）与时间验证。

## 1.2 水核：水电电价持续上涨 核电进入装机增长期

**整体概览：水电在来水持续偏枯背景下，以价补量实现利润增长，业绩出现流域分化；核电表现基本平稳，短期业绩受检修影响。**

**水电 2023 年全域来水偏枯，2024 年一季度西南来水继续承压，长江中游改善明显。**受拉尼娜现象影响，我国主要流域 2023 年来水持续偏枯，长江电力六座电站总发电量 2763 亿千瓦时，同比增长 5.34%，但是考虑到乌东德、白鹤滩 2022 年蓄水尚未完成，发电量基数较低，2023 年实际发电量不及预期。长江流域 2024 年一季度降雨呈东多西少格局，长江电力一季度发电量同比减少 5.13%，但是归母净利润逆势增长约 3.5 亿元。

雅砻江水电 2023 年发电量同比减少 4.84%，但是受益于四川省内电力供需趋紧、外送江苏电价上调以及两河口电价超预期等因素，全年平均上网电价同比增长 11.1%，超过市场预期。综合影响下，雅砻江水电 2023 年实现净利润 86.6 亿元，同比增长 17.7%。2024 年一季度来水继续偏枯，雅砻江的水电发电量同比减少 8.21%，但是电价在高基数基数上再次上涨 4.46%，带动国投电力与川投能源业绩增长。

华能水电 2023 年发电量同比减少 4.04%，2024 年一季度发电量同比减少 7.17%，但是归母净利润分别同比增长 6%和 17%，亦超过市场预期。从更长的视角来看，华能水电是近年来水电板块中电价弹性最显著的公司，云南水电价格已经连续多年处于上行通道。

与云南、四川相比，2024 年一季度广西、贵州、湖北来水改善明显，湖北能源、桂冠电力、黔源电力业绩增长显著。

**表 6：水电公司 2023 年年报及 2024 年一季报归母净利润回顾（亿元）**

	2022Q4	2023Q4	同比	2022	2023	同比	2023Q1	2024Q1	同比
长江电力	30.56	57.15	87.0%	237.26	272.39	15%	36.13	39.67	10%
华能水电	8.63	9.34	8.3%	72.34	76.38	6%	9.09	10.65	17%
国投电力	-0.45	6.53	扭亏	40.81	67.05	64%	16.14	20.35	26%
川投能源	5.96	5.58	-6.3%	35.15	44.00	25%	11.36	12.73	12%
桂冠电力	-0.08	0.89	扭亏	32.09	12.26	-62%	2.94	4.30	46%
黔源电力	-1.40	-0.11	减亏	4.14	2.65	-36%	-0.16	0.12	扭亏

湖北能源	-6.74	0.31	扭亏	11.63	17.49	50%	3.11	7.80	151%
合计	43.22	79.38	83.7%	421.80	474.73	12.5%	75.50	87.82	16.3%

资料来源：公司公告，华源证券

整体来看，2023 年及 2024 年一季度水电板块呈现电量低于预期，但是电价涨幅持续超预期的格局，前者影响短暂，后者改变市场中长期预期。除传统的西南电力供需格局趋紧逻辑外（西南地区电源结构高度依赖水电，但是水电基本开发殆尽，其余电源资源禀赋较差，导致电源供给出现瓶颈，该逻辑市场演绎已经较为充分，此处不再赘述），我们分析东部省份寻求低成本电源、国家能源双控收紧等因素正在提供边际力量。

在“十三五”期间，受东部省份供给侧改革、高耗能产业西迁等影响，中西部省份用的需求增速一度领跑全国，东部省份电力供给有一定富余度。但是受环保政策、双碳战略等综合影响，东部省份煤电机组增量有限，加之当前外需强劲，出口导向的制造业带动东部省份用电需求激增，东部省份电力供需持续紧张，尤其是华东省份煤电电价高度坚挺。

在此背景下，东部省份对西南低价水电的青睞度进一步提高，并愿意支付更高电价。例如，2022 年迎峰度夏期间华东与四川同时出现电力供给瓶颈，2022 年 7 月江苏省主动将锦官电源组送苏电价形成机制完善为“基准落地电价+浮动电价”机制，其中基准落地电价为江苏省燃煤发电基准电价 0.391 元/千瓦时，浮动电价参照江苏省煤电市场交易结果，上浮空间由送、受双方按照 1:1 比例分享。从 2022 年 8 月 1 日起，锦官电源组送江苏上网电价提升至 0.3195 元/千瓦时。在市场机制下，外送电量涨价带来四川本地水电上网电价同步上涨，即省间竞争导致稀缺的低价水电在更大范围内“向上看齐”。

此外，我国收紧能耗双控政策，或进一步加剧各省对水电的争夺。根据我国政策导向，能耗双控制度将逐步向碳排放双控转变。根据 2024 年 2 月国家能源局、国家发改委、国家统计局联合发布的《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》，非化石能源已不纳入能源消耗总量以及强度控制，因此使用水电不仅有成本优势，还可以节省能源双控指标，打开水电电价向上空间。

核电表现平稳，中国核电与中国广核的增速差异主要系机组检修节奏影响，在建机组陆续进入投产期。核电公司 2023 年及业绩主要来自于原有机组的提质增效，在建机组尚未进入大规模投产期。我国 2018 年底核电审批重启，2022-2023 年每年核准机组达到 10 台，核准速度明显提升，按照平均 60 个月的建设周期计算，新一轮投产周期在 2024 年开始，启动核电公司业绩新一轮增长，2026 年投产开始进入高峰期。

表 7：核电公司 2023 年年报及 2024 年一季度归母净利润回顾（亿元）

		2022Q4	2023Q4	同比	2022	2023	同比	2023Q1	2024Q1	同比
核电	中国核电	9.77	12.97	32.7%	90.10	106.24	18%	30.23	30.59	1%
	中国广核	11.74	10.25	-12.7%	99.64	107.25	8%	34.86	36.04	3%
	合计	21.51	23.22	7.9%	189.74	213.48	12.5%	65.09	66.63	2.4%

资料来源：公司公告，华源证券

**水电资产负债率稳步下行，财务费用减少贡献一定业绩增量，核电负债率整体平稳。**

从自由现金流的角度看，水电公司大规模资本开支接近尾声，绝大部分成本为折旧，自由现金流极佳。经过过去几年的高强度还债，目前资产负债率已经降至较低水平，后续分红比例具备提升空间。桂冠电力 2023 年度拟分红 0.12 元/股，分红比例 77.16%，加上已经实施的中期分红，全年总分红比例达到 128.59%，大超市场预期。核电负债率整体平稳，未来几年资本开支规模仍然较大，三代核电的收益率成为估值焦点。

**表 8：水电核电公司资产负债率情况**

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
水电	长江电力	66.4%	66.0%	64.0%	62.9%	61.9%
	华能水电	57.1%	58.6%	64.2%	63.8%	63.4%
	国投电力	63.0%	64.1%	62.5%	63.2%	62.4%
	川投能源	38.7%	42.1%	38.9%	36.1%	31.8%
	桂冠电力	49.9%	52.4%	52.5%	55.4%	55.3%
	黔源电力	61.8%	61.7%	60.0%	58.6%	58.3%
核电	中国核电	67.9%	69.7%	69.5%	69.8%	70.2%
	中国广核	61.0%	60.7%	60.2%	60.2%	59.8%

资料来源：公司公告，华源证券

**表 9：水电核电公司分红率情况**

		2019	2020	2021	2022	2023
水电	长江电力	69.4%	60.5%	70.6%	94.3%	73.7%
	华能水电	49.4%	59.6%	52.4%	46.3%	42.4%
	国投电力	35.0%	35.4%	50.0%	50.3%	55.0%
	川投能源	50.8%	53.0%	57.1%	50.8%	44.3%
	桂冠电力	70.8%	68.2%	87.5%	49.1%	128.6%
	黔源电力	34.7%	24.8%	78.1%	31.0%	30.7%
核电	中国核电	41.2%	37.9%	35.2%	35.6%	34.7%
	中国广核	40.5%	42.2%	43.6%	44.1%	44.3%

资料来源：公司公告，华源证券

**但是就投资逻辑而言，我们认为当前时点以水电、核电为代表的低协方差资产仍有较高配置价值，分母端驱动力大于分子端，业绩利好更多是估值重塑的催化剂。**

随着国内外宏观环境的变化，市场对风险的重新定价将成为未来一段时间板块轮动的核心驱动力。从 DCF 模型的角度看，分母端的权重或边际上升，由此带来估值体系的重构。结合经典的投资组合理论，就“收益-风险比”而言，无论个股多么优质，构建组合都优于全仓个股，于是个股的定价取决于其在组合中的地位。由此进一步引出协方差概念（个股风险与市场风险的相关程度）以及著名的 CAPM 模型。

$$r_i = r_f + \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \cdot (r_M - r_f), \text{ 定义 } \beta = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}, \text{ 可进一步简化为 } r_i = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

在市场对分母端重新定价的过程中，低协方差资产（与宏观经济弱相关）的折现率有望持续下降，即上式中的 $\sigma_{i,M}$ 下降，带动估值提升。低协方差资产重估是市场均衡的必然结果，与市场对宏观经济的预期无关，即 $r_M$ 与 $r_f$ 的取值。

进一步的，当折现率下降时，久期越长的资产越受益，因此，我们认为**低协方差且长久期资产将在未来一段时间内持续占优，水电、核电即两条线索的交汇点**。水电核电的另一个特点是商业模式简单，财务报表简洁清晰，在“新国九条”背景下，极高的财务报表质量也有望提供一定的估值溢价。推荐核心标的“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**，以及扩散行情**黔源电力、湖北能源**。

### 1.3 新能源：消纳矛盾凸显 运营商增量不增利

**与传统电源相比，新能源业绩明显承压。**根据中电联数据，2023 年我国新增风电光伏装机合计近 300GW，创历史新高。龙头公司三峡能源 2023 年新增风电装机 349.44 万千瓦，年底累计风电装机同比增长 22%，新增光伏装机 954.02 万千瓦，年底累计光伏装机同比增长 93%。龙源电力 2023 年新增风电装机 156 万千瓦，新增光伏装机 295 万千瓦，增速相对较慢，但是提出 2024 年新开工新能源项目 10GW，投产 7.5GW。

然而，从上市公司业绩来看，2023 年全年主要上市公司合计归母净利润仅同比增长 32.9%。其中龙头公司龙源电力归母净利润增长 22%（风电发电量同比增长 5.22%，业绩增长主要来自煤电分部利润改善），三峡能源归母净利润增长仅 1%（发电量同比增长 14.12%）。

2024 年一季度新能源板块继续承压，主要上市公司合计归母净利润同比下滑 1.3%。其中三峡能源一季度发电量同比增长 28.69%，业绩持平上年同期；龙源电力风电发电量同比增长 1.37%，业绩同比增长 2%。绿电板块从此前的“弱预期”变成了当前的“弱现实”。

表 10：新能源运营商 2023 年年报及 2024 年一季报归母净利润回顾（亿元）

	2022Q4	2023Q4	同比	2022	2023	同比	2023Q1	2024Q1	同比
龙源电力	-2.42	1.41	扭亏	51.11	62.49	22%	23.36	23.93	2%
大唐新能源	11.55	4.98	-56.9%	34.88	27.52	-21%	11.35	10.69	-6%
三峡能源	9.68	17.45	80.3%	71.14	71.81	1%	24.19	24.22	0%
中闽能源	2.76	2.94	6.4%	7.29	6.78	-7%	2.73	2.13	-22%
嘉泽新能	1.55	1.54	-1.0%	5.82	8.03	38%	2.46	1.97	-20%
银星能源	0.14	-0.42	亏损	2.04	1.60	-21%	0.75	0.46	-39%
福能股份	9.86	9.87	0.2%	25.95	26.23	1%	5.32	5.26	-1%
浙江新能	7.76	6.27	-19.2%	7.76	6.27	-19%	1.21	1.73	43%
节能风电	16.30	15.11	-7.3%	16.30	15.11	-7%	4.02	4.32	8%
太阳能	13.88	15.79	13.8%	13.88	15.79	14%	3.89	3.51	-10%
协合新能源				8.72	9.64	11%			

中广核新能源				1.95	2.68	37%			
合计	71.06	74.94	5.5%	246.84	253.97	2.9%	79.29	78.22	-1.3%

资料来源：公司公告，华源证券

**资产负债率较为健康，但是应收账款回收情况仍不乐观。**从资产负债率来看，主要新能源公司均保持在 70%以下，但是补贴回收情况尚不乐观，主要公司 2023 年以来存量应收账款规模持续攀升，绝对值增量较多。

**表 11：新能源公司资产负债率情况**

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
龙源电力	63.6%	63.7%	63.6%	64.1%	64.0%
大唐新能源	63.8%	62.7%	63.9%	64.6%	
三峡能源	66.4%	66.8%	67.4%	69.4%	69.4%
中闽能源	47.5%	48.0%	45.2%	44.2%	42.7%
嘉泽新能	68.3%	67.6%	67.1%	67.5%	68.1%
银星能源	60.8%	69.3%	56.7%	55.6%	54.8%
福能股份	48.2%	47.9%	46.6%	44.9%	43.8%
浙江新能	69.2%	64.7%	64.8%	65.5%	65.4%
节能风电	61.2%	60.5%	58.6%	58.2%	58.1%
太阳能	51.7%	50.7%	51.3%	51.3%	50.3%

资料来源：公司公告，华源证券

**表 12：新能源公司存量应收账款情况（亿元）**

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
龙源电力	296.1	337.5	345.1	353.3	383.2
大唐新能源	157.9	172.6	171.8	177.8	
三峡能源	300.4	328.8	334.7	367.2	401.0
中闽能源	22.0	22.8	22.6	24.5	26.4
嘉泽新能	27.4	29.8	30.4	31.6	34.6
银星能源	14.8	20.3	20.6	21.7	22.3
福能股份	47.4	49.4	51.0	48.6	52.3
浙江新能	67.3	72.3	74.5	75.1	80.0
节能风电	55.4	60.3	61.8	64.8	69.4
太阳能	98.6	108.7	114.9	115.1	118.2

资料来源：公司公告，华源证券

**从更底层逻辑看，绿电板块预期回落的根本原因在于机制不协调，环境价值的优势与时间价值的劣势无法对冲。**对于能源领域，清洁、经济和安全是不可能三角，新能源与传统能源（特指煤电）的优劣刚好相反。从新型电力系统机制框架来看，电力的价值=能量价值+时间价值+环境价值，在过去新能源占比较低时，新能源既没有承担的时间价值，也没有获得正的环境价值，国家根据准许收益率核定能量价值，保障新能源收益率相对稳定。

然而，随着现货市场快速推进，新能源发电时段与用电需求错位的劣势被纳入定价范畴，实践表明，**考虑到时间价值后，新能源平价远远没有到来**。从全球经验来看，碳-电市场协同，通过收紧碳配额提高社会绿电需求，是提高绿电收益率、促进减碳的有效方式。

**从目前来看，我国碳市场建设仍然滞后，绿电有效需求不足导致弃风弃光率大幅回升**。由于碳市场建设滞后、绿电环境价值缺失，我国绿电有效需求不足，加之火电灵活性改造不足，需求侧尚需磨合等，**新能源区域性、时段性过剩明显**，导致现阶段中午电力过剩、傍晚电力短缺同时存在。结合能源局数据，2024年2月全国风电和光伏利用率均环比下降4.6个百分点，近年来首次低于95%，部分省份弃风或弃光率突破10%，3月有所回升。

**表 13：2024 年 1-3 月我国新能源消纳情况**

	风电利用率			光伏利用率		
	2024 年 1 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月	2024 年 1 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月
<b>全国</b>	<b>98.30%</b>	<b>93.70%</b>	<b>96.30%</b>	<b>98.00%</b>	<b>93.40%</b>	<b>98.20%</b>
北京	100.00%	94.90%	96.40%	100.00%	98.60%	100.00%
天津	100.00%	95.30%	99.80%	100.00%	93.60%	100.00%
河北	97.10%	84.00%	94.80%	97.80%	87.40%	96.40%
山西	99.70%	95.90%	97.90%	96.30%	94.40%	99.40%
山东	98.60%	90.10%	96.10%	99.40%	90.80%	99.60%
蒙西	97.10%	90.30%	94.20%	96.40%	88.60%	94.70%
蒙东	96.80%	87.80%	94.20%	99.10%	97.80%	98.10%
辽宁	97.30%	91.00%	95.60%	98.70%	94.10%	99.50%
吉林	96.20%	82.90%	93.90%	95.00%	94.70%	96.80%
黑龙江	99.80%	91.20%	95.40%	99.70%	91.50%	98.20%
上海	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
江苏	100.00%	99.50%	100.00%	100.00%	98.60%	100.00%
浙江	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
安徽	100.00%	99.40%	100.00%	100.00%	98.60%	100.00%
福建	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
江西	100.00%	97.90%	99.90%	100.00%	87.50%	100.00%
河南	98.10%	89.10%	93.40%	97.70%	95.10%	97.20%
湖北	100.00%	97.10%	98.70%	99.30%	88.30%	100.00%
湖南	100.00%	93.90%	99.40%	100.00%	99.50%	100.00%
重庆	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
四川	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
陕西	97.60%	94.20%	94.60%	97.70%	89.70%	97.40%
甘肃	91.90%	91.20%	91.10%	92.90%	93.20%	97.00%
青海	94.50%	92.40%	92.40%	93.10%	89.70%	95.00%
宁夏	98.90%	97.70%	96.90%	98.70%	92.20%	97.60%
新疆	97.40%	95.90%	93.50%	97.90%	95.10%	98.30%
西藏	100.00%	100.00%	97.40%	74.10%	70.90%	73.10%
广东	100.00%	99.60%	99.60%	99.50%	99.80%	100.00%
广西	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
海南	100.00%	100.00%	99.50%	99.20%	97.80%	100.00%
贵州	100.00%	98.90%	99.50%	99.40%	97.40%	99.40%

云南 99.90% 97.80% 99.50% 98.90% 94.20% 99.90%

资料来源：全国新能源消纳预警中心，华源证券

国家能源局4月26日印发《可再生能源绿色电力证书核发和交易规则(征求意见稿)》，明确证电可以分离，为后续进一步提升绿证交易效率奠定基础，但是反转仍需要相关机制理顺。我们分析此次国家能源局文件对绿电行业发展具备积极意义，但是更多仍然是理顺供给侧机制，而目前对绿电行业发展更重要的是需求侧机制。

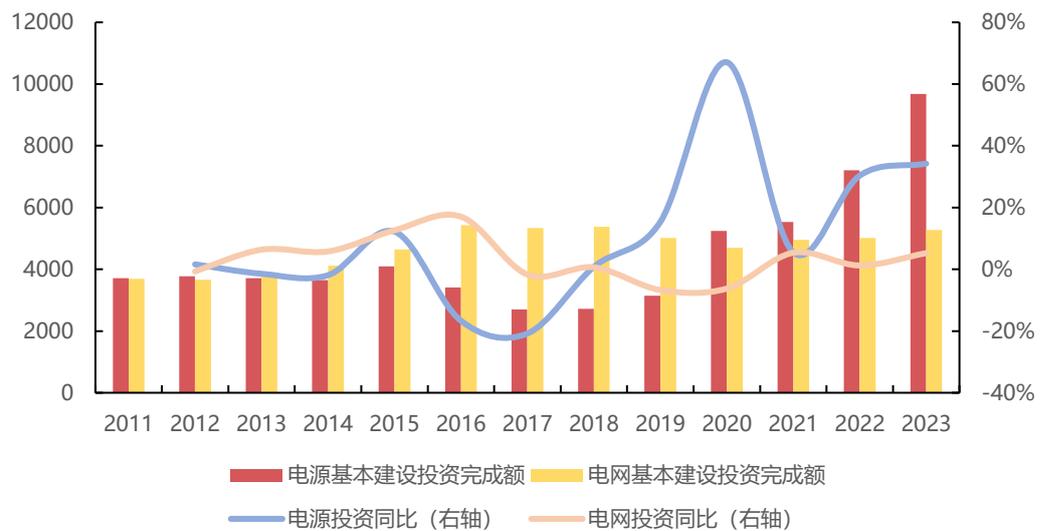
适当扩大高耗能行业碳排放监测范围、收紧免费碳配额、通过绿证作为消纳可再生能源的凭证，建立绿证对碳排放的抵扣机制，即打通碳-电循环，是促进绿电行业发展、助力能源转型的胜负手，也是下一步政策的看点。落实到投资，我们分析经过长时间调整，目前绿电板块估值已处于历史低位，但是反转仍需要相关机制理顺。建议关注中广核新能源、三峡能源、龙源电力、银星能源、嘉泽新能、大唐新能源等公司。

## 2. 电力设备 23 年报及 24 年一季报回顾

### 2.1 电网板块：国内外需求共振 业绩稳健增长

电源侧和电网投资快速增长带动电网设备需求。受益于双碳战略，电源侧投资呈现高速增长态势。2023年我国电网和电源基本建设投资完成额分别为5275亿元和9675亿元，分别同比增长5.4%和30.1%，两大行业保持较高投资增长也带动了电网设备需求。

图 1：2011—2023 年电源、电网基本建设投资完成额及同比增速（亿元，%）



资料来源：中电联，华源证券

**交流特高压项目设备开始交付，后续仍将保持较高建设速度。**由于目前我国仍然以交流电为最主要的用电形式，直流输电只在长距离输电经济性和安全性上具备优势，因此仍需要交流电网配套将电力送至终端用户，交流特高压将承担此功能的第一环。我国过去几年特高压交流建设也主要围绕特高压直流落点展开，如 2017 年上海庙—临沂和扎鲁特—青州两条特高压直流投运，2018 年山东特高压交流环网建成。2020、2021 年海南—驻马店、陕北—武汉、雅中—江西等送华中特高压直流投运，华中环网也同步完成。此外 24 年浙江环网也启动招标，我们推测，后续随着特高压直流高强度建设，特高压交流的建设节奏也将会持续进行。

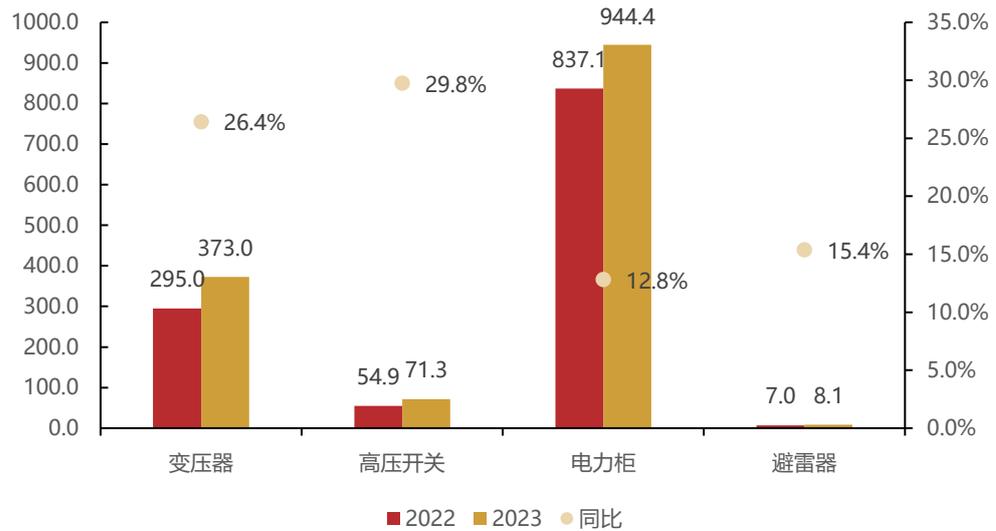
**表 14：近年来开工建设的特高压交流项目**

项目名称	投资额 (亿元)	线路长度 (km)	核准年份	开工年份	预计投产	当前状态	新建站点数量	新增变电容量 (MVA)
驻马店—武汉	38	2×287	2022	2022	2024E	已投运	0	
福州—厦门	71	2×238	2022	2022	2024E	已投运	1	6000
川渝特高压	255	2×658	2022	2022	2024E	建设中	4	24000
武汉—南昌	90	2×231.5	2022	2022	2024E	建设中	0	0
张北—胜利	68	2×140	2023	2023	2024E	建设中	0	9000
黄石特高压	34		2023	2023	2024E	建设中	1	6000
阿坝—成都东	145	2×372	2024	2024		建设中	1	6000
大同—怀来—天津北—天津南		2×772	2024E	2024E	2025E	可研	4	18000

资料来源：国家电网，华源证券

**受益于 AI 带来的电力需求增长及海外产能紧张等因素，国内电力设备出口情况旺盛。**2023 年主要电力设备出口均有比较明显增长，其中变压器全年出口 373 亿元，同比增长 26.4%，此外高压开关、电力柜、避雷器等主要一次设备均有两位数以上的出口增长。国内、国外需求共振，国内电力设备公司显著受益。

**图 2：2022、2023 年部分电力设备出口金额及同比增速（亿元）**



资料来源：海关总署，华源证券

在电网和电源建设保持强劲、海外需求提升的背景下，一次设备在 23 年业绩都有较为突出表现，都实现了两位数以上增长。其中：

**平高电气、中国西电**都隶属于中国电气装备集团，在交流特高压设备交付以及公司自身盈利能力改善的情况下，业绩均取得了明显增长，其中平高电气 23 年业绩增幅达到 284.5%，24 年一季度增速亦有 52.7%。中国西电 23 年归母净利润增长幅度达 43%。

**许继电气**主要业绩由智能电表、智能变配电以及直流输电等贡献，2023 年属于直流输电交付空档期，对业绩贡献较小，但智能电表等板块表现良好，公司全年利润增速达到 28%。2023 年为特高压招标高峰，公司全年特高压累计中标 15.5 亿元，后续业绩预计仍将保持较高增速。

**思源电气、华明装备**分别取得了 27.7%和 50.9%的业绩增速，二者均具有较好的出口逻辑。其中思源电气长期深耕海外市场并取得了不错的成果，2023 年实现海外收入 21.58 亿元，同比增长 16%。华明装备在受益于国内电网和新能源建设的同时，海外也开始发力，23 年实现海外收入 2.74 亿元，同比增长 79%。

其他一次设备公司如**长高电新、安靠智电**也取得不错的增长。**特变电工**全年业绩 107 亿，下降约 32.7%，主要与硅料价格下跌有关，而变压器产品则取得了 184.8 亿元收入，同比大幅增加 32.39%。

二次设备整体表现略差于一次设备，主要于近两年电网侧重投资特高压、超高压的情况下二次设备受益不显著有关。其中 2023 年**国电南瑞、四方股份**分别取得了 11.4%和 15.5%的业绩增长，较为平稳，**东方电子**利润增速达到 23.5%，主要与智能电表板块表现较好有关，而国电南自、长园集团业绩波动主要于公司自身经营情况有关。

配网设备中**金盘科技、明阳电气**主要以新能源侧一次升压设备为主，受益于 2023 年新能源建设快速发展，两家公司业绩也取得了高速增长，其中金盘科技归母净利润 5.05 亿元，同比增长 78.2%，明阳电气 4.98 亿元，同比增长 87.7%，两家公司业务结构、所处行业类似，但金盘科技海外出口占比更高。

**表 15：电网设备公司 2023 年年报及 2024 年一季度报归母净利润回顾（亿元）**

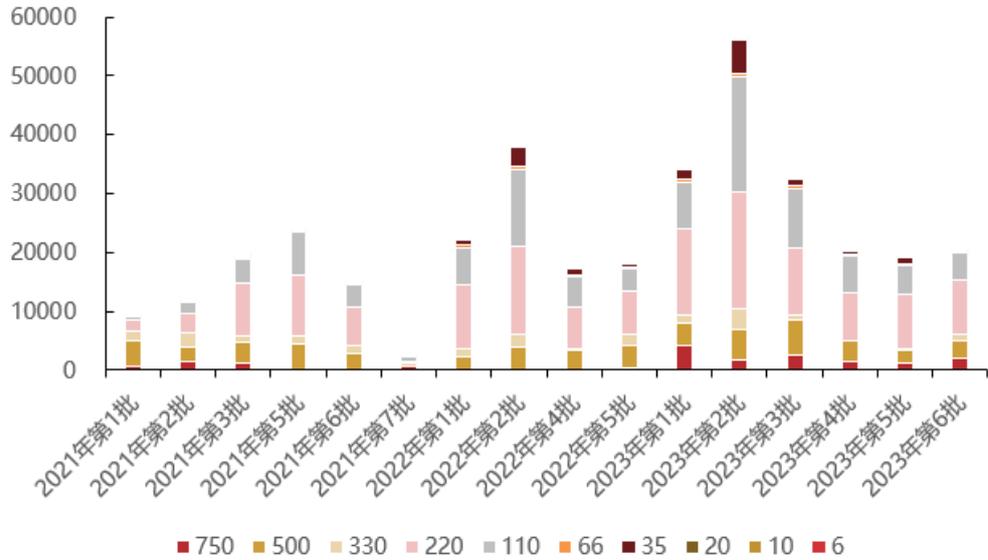
	2022Q4	2023Q4	同比	2022	2023	同比	23Q1	24Q1	同比	
一次设备	特变电工	48.35	13.26	-72.6%	159.14	107.03	-32.7%	47.34	19.94	-57.9%
	中国西电	1.49	3.64	144.3%	6.19	8.85	43.0%	1.89	2.03	7.3%
	许继电气	1.37	2.33	70.2%	7.85	10.05	28.0%	1.61	2.37	47.4%
	平高电气	0.34	2.63	678.2%	2.12	8.16	284.5%	1.51	2.30	52.7%
	思源电气	4.35	4.11	-5.5%	12.21	15.59	27.7%	2.18	3.63	66.3%
	长高电新	-0.26	0.09	-134.9%	0.58	1.73	198.6%	0.20	0.30	45.7%
	安靠智电	0.06	0.40	599.6%	1.51	2.01	32.9%	0.81	0.62	-23.6%
	华明装备	0.72	0.83	14.9%	3.59	5.42	50.9%	1.18	1.27	7.6%
	四方股份	1.05	1.06	1.1%	5.43	6.27	15.5%	1.42	1.81	27.5%
二次设备	国电南瑞	27.91	30.23	8.3%	64.46	71.84	11.4%	5.24	5.96	13.7%
	国电南自	1.33	1.69	26.8%	1.52	2.27	49.0%	-0.32	-0.19	-42.5%
	长园集团	3.26	-0.16	-104.9%	6.74	0.86	-87.3%	0.16	0.15	-2.5%
配网设备	东方电子	1.58	1.97	24.9%	4.38	5.41	23.5%	0.77	1.01	32.0%
	金盘科技	1.15	1.71	48.8%	2.83	5.05	78.2%	0.87	0.95	8.6%
	明阳电气	0.96	1.79	85.9%	2.65	4.98	87.7%	0.44	0.90	104.3%

资料来源：公司公告，华源证券

**展望 2024 年，电网设备公司依然有望取得较高的业绩增速。**2023 年电网招标放量，特高压等建设进度符合预期，24Q1 相关公司业绩已开始体现，平高电气、许继电气、思源电气、长高电新等一次设备公司 24Q1 业绩依然保持高增，特变电工由于硅料价格持续位于低位，业绩较 2023 年大幅下滑 57.9%。二次设备公司整体表现较为平稳。

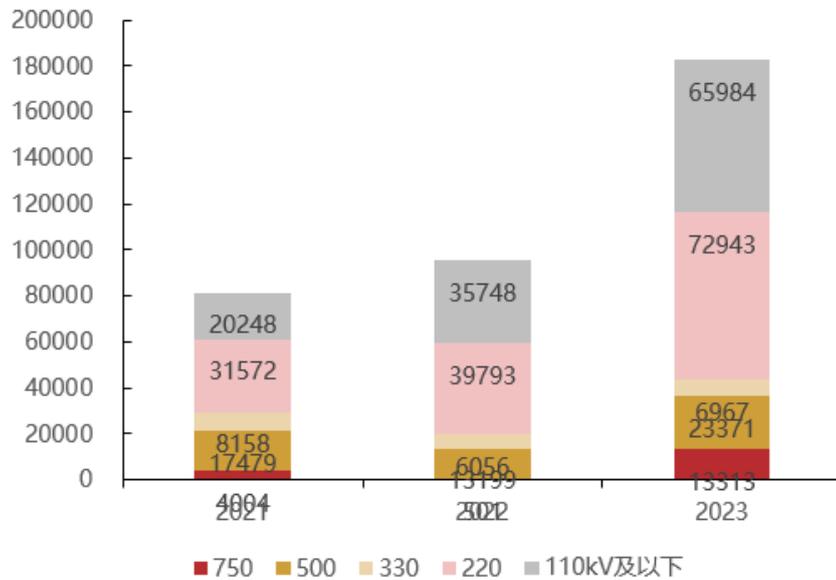
**2023 年电网招标开始放量，从一次设备最具代表性的变压器来看，**2021-2023 年，国网总部统招变压器容量分别为 163、190、365GVA，22 年、23 年增速分别达到 17% 和 92%，呈现加速上升趋势。两年招标容量绝对值分别增加 27644MVA 和 174390MVA。其中 2023 年呈现快速增长，除 330kV 招标容量与 2022 年基本相当外，其余电压等级均有接近翻倍增长。750kV 招标容量接近 21 和 22 年之和的 3 倍，增长幅度最大。这也意味着随着西北地区风光资源大力开发以及特高压外送需求产生，西北主网架加强也将成为电网建设的重点（750kV 电压等级仅在我国西北地区使用）。

**图 3：2021-2023 年国网总部各批次各电压等级变压器招标容量（单位：MVA）**



资料来源: 国网招标平台, 华源证券。注: 21 年第 4 批和 22 年第 3 批未招标变压器, 不显示

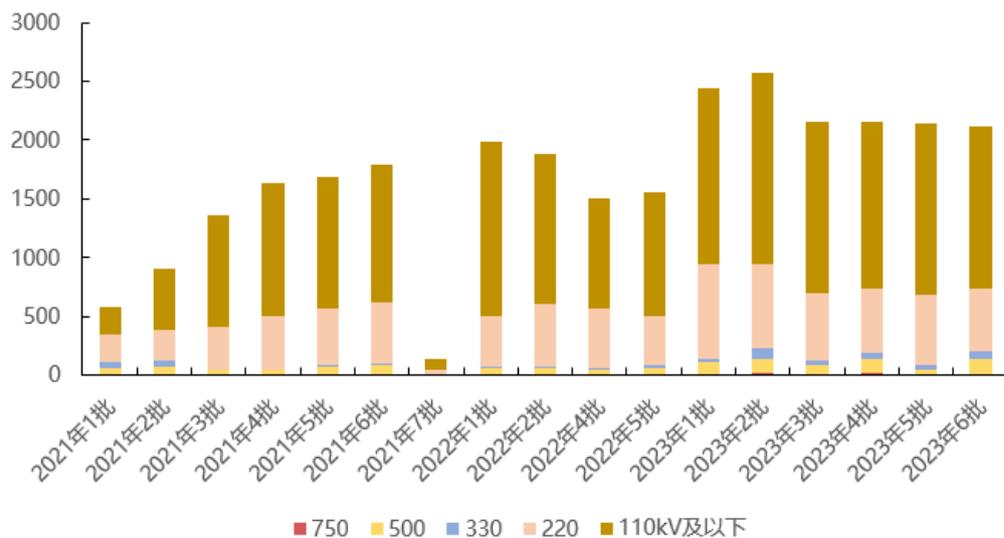
图 4: 2021-2023 年国网总部年度各电压等级变压器招标容量 (单位: MVA)



资料来源: 国网招标平台, 华源证券

另一个代表性设备组合电器增幅也是十分显著。从招标总数量来看, 2023 年在比 2022 年多一个批次的情况下, 每个批次都大于 2022 年任意批次。2021-2023 年分别招标 7965、6929、13582 间隔/套, 2023 年上升明显。从数量来看 110kV 及以下占 6 成以上, 但高价值量的 750kV 增幅最为显著, 与变压器招标对应。

图 5: 2021-2023 年国网总部各批次组合电器招标数量 (间隔/套)



资料来源：国网招标平台，华源证券

表 16：2021-2023 年各电压等级组合电器招标数量（间隔/套）

年份	750kV	500kV	330kV	220kV	110kV 及以下	总计
2021	17	363	160	2290	5135	7965
2022	3	214	80	1882	4750	6929
2023	88	573	321	3768	8832	13582

资料来源：国网招标平台，华源证券

**特高压直流核准加速，柔直进度超预期。**历经 2022 年特高压直流核准空档后，2023 年特高压直流核准和开工明显加速。金上一湖北、陇东—山东、宁夏—湖南、哈密—重庆等 4 条特高压直流先后核准、开工。一个自然年内核准 4 条特高压直流，数量仅次于 2015 年，为历史第二高水平。此外，2023 年还有甘肃—浙江和蒙西—京津冀两条特高压直流进入可研阶段，与以往不同的是，这两条直流明确将新建±800 千伏柔直换流站，是历史首次（此前白鹤滩—江苏、乌东德送广东广西均为混合型柔直）。

**2024 年建议继续关注特高压（以及柔直化）、出海等逻辑：**（1）特高压及柔性直流：许继电气、平高电气、中国西电、国电南瑞等；（2）电力设备出海：华明装备、思源电气、金盘科技等。

## 2.2 配用电及信息化：电改推动用电及信息化变革

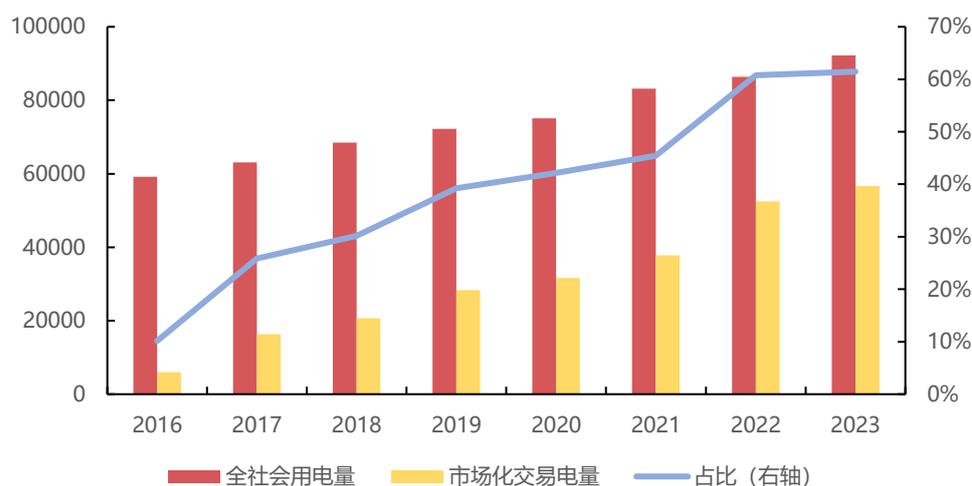
**2023 年是我国电力体制改革重要一年。**5 月：第三监管周期输配电价出台，分离了容量电价、修改线损计算方式使其更适应市场化机制等措施，为新一轮电改厘清了机制。5 月《电力需求侧管理办法（2023 版）》（征求意见稿）公布（9 月出台正式稿），明确采

用市场化机制对负荷侧进行管理，将以往常用的有序用电措施列为兜底措施，需求侧潜力有望得到释放。7月，中央深改委发布《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》以及《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》，标志新一轮电改顶层文件形成。10月，《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》发布，电力现货市场建立给出明确时间表。11月，煤电容量电价建立。

电力充分市场化可以体现出传统电源容量价值、新能源环境价值、电力的时间价值等价值，进而促进诸如传统**电源价值重估、新能源收益构成改变、电力交易业务兴起、储能价值得到体现和评估、用户侧灵活性得到体现**等各方面价值挖掘。

2023年我国电力市场化交易比例与2022年大致相当，都略高于60%，而市场化程度较高的广东省2022年仍有超过4成电力交易通过电网代购电完成。展望2024年，我们认为随着电力现货市场建设时间表的出台，2024年电力市场有望从政策出台逐步转为落地，将会导致电网代购电的规模进一步缩小，进而催生更多新业态诞生。

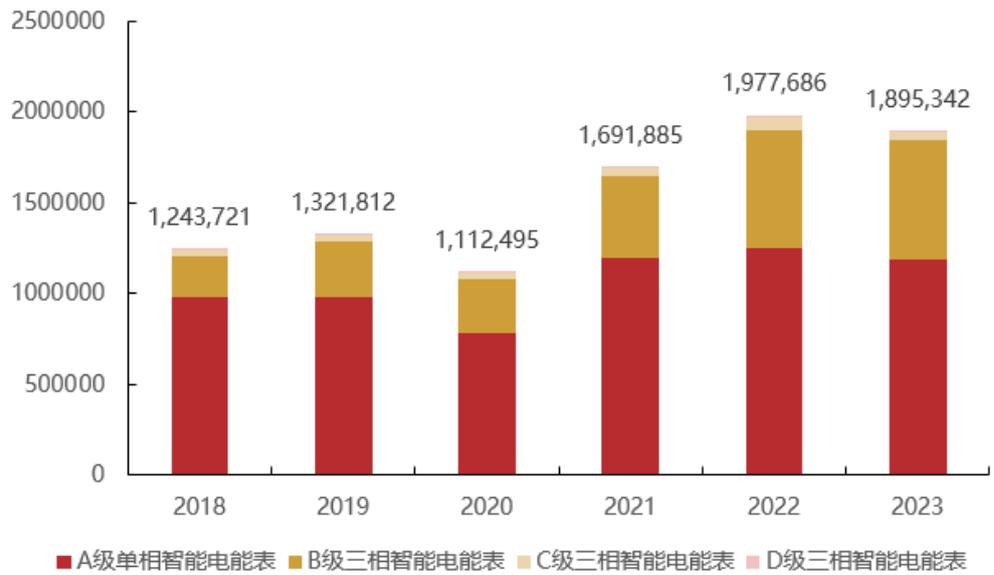
**图 6：2016—2023 年我国全社会用电量、市场化交易电量及占比（亿千瓦时）**



资料来源：国家能源局，华源证券

**2023 年国网电能表招标金额略有下降但仍维持在较高水平。**2023 年国网电能表共招标两个批次，总投标报价为 189.5 亿元，略低于 2022 年的 197.8 亿，但仍维持在高水平位置。随着新标准推广，智能电表更换速度和产品价格提升，由此带来招标总额上升。2023 年总额略低于 2022 年原因之一是 2023 年仅有两个批次而 2022 年有三个批次，根据国网公布的 2024 年招标计划，智能电表将有三个批次，因此 2024 年招标量还值得期待。

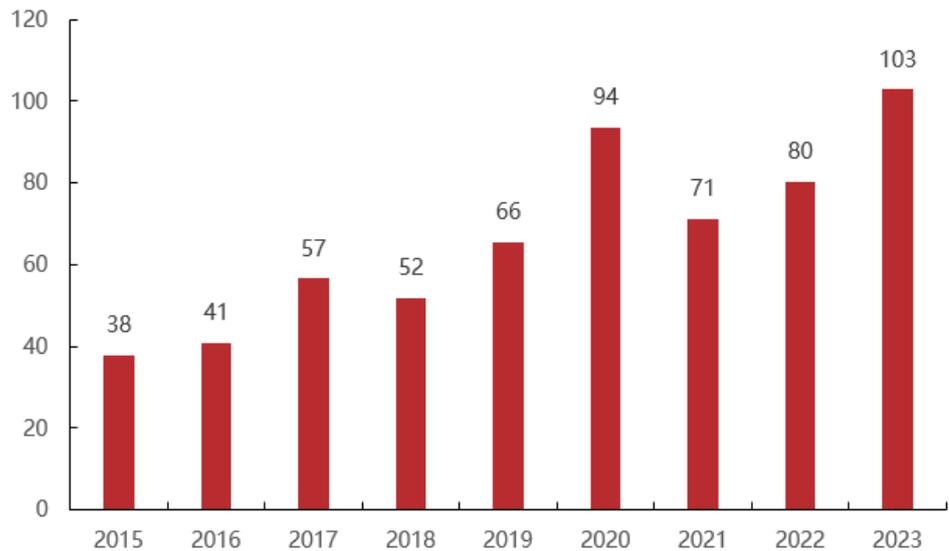
**图 7：2018—2023 年国网电能表招标金额（万元）**



资料来源：国网招标平台，华源证券

**智能电表出海需求强劲，相关公司打开更高天花板。**根据海关总署数据，2015—2022年我国智能电表出海金额呈现稳步上升态势，从2015年的30多亿稳步增加至2023年的103亿元。在国内智能电表天花板明确的情况下，海外出口实力较强的公司因此获得更高的行业天花板。

图 8：2015—2023 年我国智能电表出口金额（亿元）



资料来源：海关总署，华源证券

**2023 年智能电表、特别是海外出口情况较好的智能电表公司业绩表现良好。**海兴电力、三星医疗、林洋能源、炬华科技、威胜信息分别取得了 9.82 亿、19.04 亿、10.31 亿元、6.07 亿元、5.25 亿元的归母净利润，分别同比增长 47.9%、100.8%、20.5%、28.6%、

31.3%，除三星医疗增速较高外其他公司增速较为接近。其中海兴电力 2023 年海外收入 27.91 亿元，占总营收的 66%，同比 2022 年增长 51.2%。

**电改取得突破性进展，但市场空间尚未大规模打开。**2023 年国能日新、安科瑞、朗新集团归母净利润分别为 0.84、2.01、6.04 亿元，同比增长 25.6%、18.1%、17.4%，均保持了稳定增长。电力信息化方向，理工能科、国网信通 2023 年归母净利润分别为 2.46 亿、8.28 亿元，同比增长 14.6%和 3.4%。

**表 17：智能配用电及信息化公司 2023 年年报及 2024 年一季度归母净利润回顾（亿元）**

	2022Q4	2023Q4	同比	2022	2023	同比	23Q1	24Q1	同比	
智能电表	海兴电力	1.95	3.14	61.2%	6.64	9.82	47.9%	1.76	2.14	21.5%
	三星医疗	2.47	4.14	68.1%	9.48	19.04	100.8%	2.70	3.64	35.2%
	林洋能源	1.22	1.80	47.6%	8.56	10.31	20.5%	1.97	2.18	10.8%
	炬华科技	1.77	1.65	-7.0%	4.72	6.07	28.6%	1.20	1.12	-6.8%
	威胜信息	1.16	1.79	54.3%	4.00	5.25	31.3%	0.91	1.11	22.0%
电力信息化	国能日新	0.31	0.32	6.1%	0.67	0.84	25.6%	0.10	0.12	18.7%
	安科瑞	0.32	0.28	-14.2%	1.71	2.01	18.1%	0.42	0.45	8.2%
	理工能科	0.91	1.12	23.1%	2.15	2.46	14.6%	0.17	0.41	142.6%
	朗新集团	2.27	3.99	75.8%	5.14	6.04	17.4%	0.20	-0.19	-195.8%
	国网信通	3.82	4.86	27.2%	8.01	8.28	3.4%	0.72	0.12	-83.2%

资料来源：公司公告，华源证券

**展望 2024 年，消纳压力以及电改推进打开行业天花板。**《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》已经明确电力现货推广时间表，大部分地区电力现货市场有望在 2024 年底前建设完毕。在消纳压力明显的背景下，电改推广下的电力交易、虚拟电厂、微电网等业务形态，以及电网随之配套的数字化、智能化建设行业天花板有望进一步打开，相关公司业绩有望迎来更高增长。重点推荐：**理工能科**。建议关注：**海兴电力、三星医疗、国能日新、朗新集团**等。

**表 18：《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》明确的现货市场推进时间表**

	时间点	省份	要求
省级现货市场	2023 年底	福建	开展长周期结算试运行
	2023 年底	辽宁、江苏、安徽、河南、湖北、河北南网、江西、陕西	力争开展长周期结算试运行
	2023 年底	其它地区（除西藏）	力争在 2023 年底前具备结算试运行条件
区域电力市场	2024 年 6 月	浙江	启动连续结算试运行
	2023 年底	南方区域	启动区域电力市场结算试运行
	2023 年底	长三角	建立长三角电力市场一体化合作机制，加快推动长三角电力市场建设工作
	2024 年 6 月	京津冀	启动模拟试运行

资料来源：《关于进一步加快电力现货市场建设工作的通知》，华源证券

## 2.3 电源板块：核电、煤电、抽蓄同时发力

**2023 年是我国电源装机大年，火电新增装机创 2015 年以来新高。**截止 23 年年底我国电力装机总容量达到 29.2 亿千瓦，同比增加 3.56 亿千瓦，为历史最高。其中风光仍是最大贡献来源，合计新增 2.93 亿千瓦（光伏 2.17 亿千瓦，风电 0.76 亿千瓦）。火电新增 5793 万千瓦为 2015 年以来新高，水电仅新增 804 万千瓦，低于 2022 年的 2258 万千瓦。

图 9：2010—2023 年我国电力装机容量及年同比增长容量（万千瓦）



资料来源：中电联，华源证券

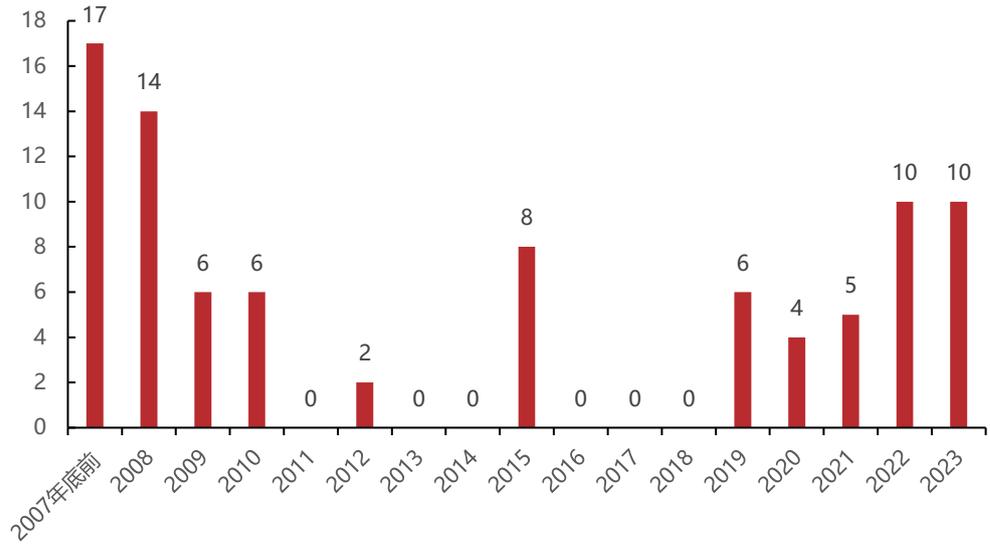
图 10：2010—2023 年我国火电装机容量及年同比增长容量（万千瓦）



资料来源：中电联，华源证券

**核电：**2023 年全国核准核电机组 10 台，与 2022 年持平，并且均为 2008 年以来新高。2023 年 7 月和 12 月，我国先后核准山东石岛湾、福建宁德、辽宁徐大堡、浙江金七门以及广东太平岭 5 个核电基地共 10 台核电机组。核电作为稳定、清洁的能源形式，十分适配沿海地区电力供应紧张、陆上新能源资源相对匮乏的特点，预计未来一段时间核电仍将保持较高强度的建设。

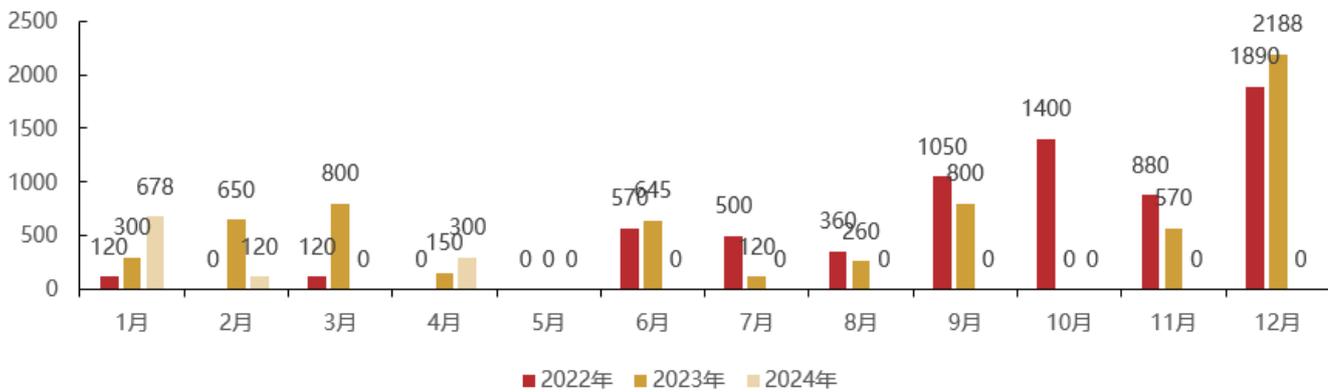
图 11：我国历年核电机组核准数量（台）



资料来源：国家政府网，国家核安全局，华源证券

**抽蓄：**继续维持较高核准规模，设备招标高峰临近。2022年，我国新核准抽蓄项目48个，总核准量达68.9GW，2023年核准项目50个，总规模64.8GW，两年合计核准133.7GW。而进入2024年核准量依旧不减，前4个月累计核准约11GW。

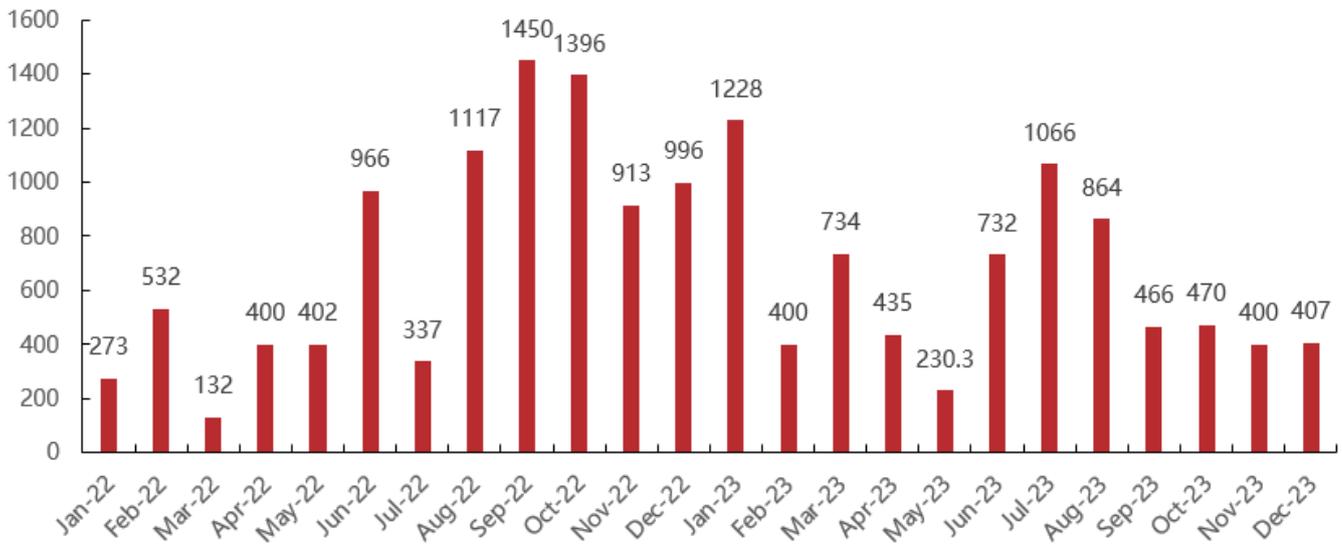
图 12：我国 2022—2024 年各月抽水蓄能核准容量（万千瓦）



资料来源：各地政府官网，北极星电力网，华源证券

**煤电：**根据我们不完全统计，2022、2023年煤电核准装机分别达到89.1GW和74.3GW，煤电建设显著复苏。

图 13：2022—2023 年各月煤电机组核准容量（万千瓦）



资料来源：各地政府官网，北极星电力网，华源证券

**2023 年电源设备公司业绩整体保持平稳增长。**受益于火电建设复苏，东方电气 23 年实现归母净利润 35.5 亿，同比增长 24.2%，哈尔滨电气实现归母净利润 5.75 亿，同比增长 482.9%。东方电气、哈尔滨电气煤电收入分别增长 29%、18%，气电收入则均有接近翻倍增长，分别增长 107%、86%。上海电气业绩同比扭亏，但 23 年盈利仅 2.85 亿元，主要与公司仍然存在大规模减值以及风电板块亏损严重有关。以核电阀门业务为主的江苏神通 23 年业绩同比增长 18.2%，其中核电板块实现收入 6.94 亿元，同比增长 10.4%。

表 19：电源设备公司 2023 年年报及 2024 年一季报归母净利润回顾（亿元）

	2022Q4	2023Q4	同比	2022	2023	同比	23Q1	24Q1	同比
东方电气	3.58	6.39	78.4%	28.58	35.50	24.2%	10.19	9.06	-11.1%
哈尔滨电气				0.99	5.75	482.9%			
上海电气	-21.50	-5.36	-75.1%	-35.66	2.85	扭亏	3.67	0.32	-91.3%
江苏神通	0.49	0.67	38.7%	2.28	2.69	18.2%	0.76	0.84	10.2%

资料来源：公司公告，华源证券

24Q1 东方电气和上海电气业绩都同比出现下滑，其中东方电气业绩下滑主要由于公允价值变动损失约 2.38 亿导致。上海电气 24Q1 毛利率恢复，但减值规模同比仍然增加，导致业绩大幅下滑 91.3%。江苏神通整体增速则保持平稳。

表 20：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	
	23A 营收	同比	23A 营收	同比
煤电	139	29%	80	18%
气电	38	107%	11	86%
	23A 毛利率	同比	23A 毛利率	同比
煤电	23.40%	0.81pct	9.55%	-3.91pct

气电	12.15%	12.64pct	5.37%	0.66pct
	23H1 毛利率	23H2 毛利率	23H1 毛利率	23H2 毛利率
煤电	19.00%	28.40%	12.09%	6.94%
	23A 订单	同比	23A 订单	同比
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%

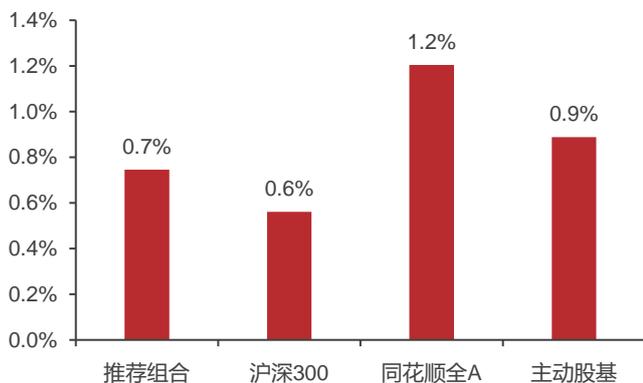
资料来源：公司公告，华源证券

展望 2024 年,在核电、煤电、抽蓄同时发力背景下,相关公司业绩有望实现较高增长。至于更长远来看,由于我国用电需求存在较强韧性,负荷仍保持较高增长,新能源保供能力差,在高峰期供电方面难以发挥作用。因此仍然需要大量的传统电源建设才能保证供电安全,因此仍继续看好电源板块长期逻辑。建议关注:东方电气、哈尔滨电气、上海电气、江苏神通等。

### 3. 推荐组合本周表现

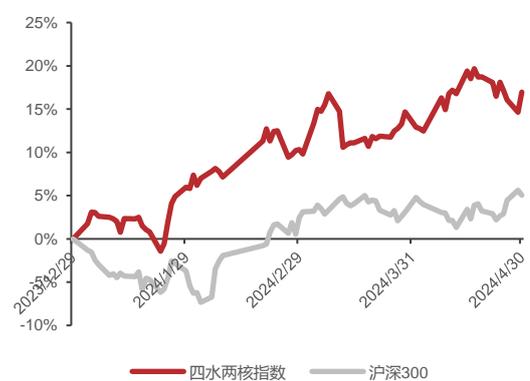
**涨幅回顾:** 本周推荐组合(等权配置)上涨 0.7%,沪深 300 上涨 0.6%,同花顺全 A 上涨 1.2%,主动股基上涨 0.9%,推荐组合跑赢沪深 300 0.1 个百分点,跑输主动股基 0.2 个百分点。2024 年以来推荐组合上涨 16.97%,沪深 300 上涨 5.05%,同花顺全 A 下跌 1.74%,主动股基下跌 1.01%,关注组合跑赢沪深 300 11.92 个百分点,跑赢主动股基 17.98 个百分点。

图 14: 本周推荐组合涨幅



资料来源: ifind, 华源证券

图 15: 推荐组合历史涨幅



资料来源: ifind, 华源证券

## 4. 重点公司估值

**表 21：公用事业重点公司估值表（元，元/股）**

板块	代码	简称	评级	收盘价 2024/4/30	EPS				PE				PB (lf)
					23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
火电转型	600011.SH	华能国际	增持	9.36	0.54	0.62	0.74	0.81	17	15	13	12	2.6
	600027.SH	华电国际	增持	6.76	0.44	0.48	0.58	0.63	15	14	12	11	1.7
	601991.SH	大唐发电		3.02	0.07	0.21	0.26	0.31	41	14	12	10	2.0
	2380.HK	中国电力	买入	2.87	0.22	0.39	0.56	0.70	13	7	5	4	0.7
	0836.HK	华润电力		19.50	2.29	3.05	3.51	4.02	9	6	6	5	1.1
	600795.SH	国电电力		5.13	0.31	0.46	0.52	0.57	16	11	10	9	1.8
	000833.SZ	湖北能源	买入	6.53	0.10	0.48	0.53	0.59	66	14	12	11	1.3
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.37	0.31	0.36	0.41	0.46	14	12	11	10	1.8
	000539.SZ	粤电力 A		5.32	0.19	0.44	0.57	0.60	29	12	9	9	1.3
	000543.SZ	皖能电力	买入	8.33	0.63	0.83	1.04	1.11	13	10	8	8	1.3
	600483.SH	福能股份	买入	9.99	1.03	1.11	1.14	1.22	10	9	9	8	1.1
	600021.SH	上海电力		9.19	0.57	0.60	0.76	0.82	16	15	12	11	1.4
	600578.SH	京能电力		3.41	0.13	0.19	0.22	0.25	26	18	16	14	1.1
	600098.SH	广州发展		6.37	0.47	0.61	0.70	0.78	14	11	9	8	0.9
	000690.SZ	宝新能源		5.62	0.41	0.54	0.64	0.67	14	10	9	8	1.0
	600642.SH	申能股份	买入	8.51	0.70	0.74	0.80		12	12	11		1.2
600023.SH	浙能电力		6.23	0.52	0.60	0.67	0.72	12	10	9	9	1.2	
新能源	0916.HK	龙源电力		5.01	0.75	0.98	1.11	1.14	7	5	5	4	1.5
	1798.HK	大唐新能源		1.52	0.31	0.36	0.38	0.41	5	4	4	4	0.3
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.34	0.44	0.45	0.48	0.50	5	5	5	5	0.8
	600905.SH	三峡能源		4.69	0.26	0.31	0.37	0.43	18	15	13	11	1.6
	600163.SH	中闽能源	增持	4.52	0.36	0.36	0.37		13	13	12		1.3
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.44	0.33	0.41	0.48	0.57	10	8	7	6	1.3
	601778.SH	晶科科技		2.99	0.11	0.20	0.24	0.30	28	15	12	10	0.7
000862.SZ	银星能源		5.16	0.17				30				1.1	
核电	601985.SH	中国核电	买入	9.24	0.55	0.59	0.64	0.68	17	16	14	14	1.9
	003816.SZ	中国广核	买入	4.11	0.21	0.24	0.25	0.26	20	17	16	16	1.8
水电	600900.SH	长江电力	买入	25.79	1.12	1.39	1.46	1.53	23	19	18	17	3.1
	600025.SH	华能水电	买入	9.56	0.42	0.47	0.51		23	20	19		3.1
	600886.SH	国投电力	买入	16.03	0.85	1.01	1.14	1.22	19	16	14	13	2.2
	600674.SH	川投能源	买入	16.75	0.96	1.05	1.11	1.15	17	16	15	15	2.0
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.31	0.16	0.36	0.38	0.39	41	18	17	16	3.1
002039.SZ	黔源电力	买入	16.99	0.62	1.17	1.26	1.31	27	15	13	13	1.9	
综合能源服务	003035.SZ	南网能源		4.91	0.08	0.14	0.19	0.23	60	35	25	22	2.7
	600116.SH	三峡水利		7.18	0.27	0.31			27	23			1.2
	600509.SH	天富能源		5.68	0.31	0.48	0.62	0.82	18	12	9	7	1.0

燃气	601139.SH	深圳燃气		7.50	0.50	0.61	0.68	0.75	15	12	11	10	1.5
	603393.SH	新天然气		34.30	2.47	3.77	4.24	4.37	14	9	8	8	1.9
	2688.HK	新奥能源		61.50	6.03	6.30	6.88	7.51	10	10	9	8	1.6
	1193.HK	华润燃气		22.50	2.06	2.39	2.60	2.79	11	9	9	8	1.4
环保	0257.HK	光大环境	买入	2.90	0.66	0.67	0.69		4	4	4		0.4
	600461.SH	洪城环境		10.21	0.96	0.96	1.05	1.13	11	11	10	9	1.5

资料来源：ifind，华源证券。注：（1）华润电力、光大环境、中广核新能源采用港币，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预测值，没有评级的公司盈利预测为 ifind 机构一致预期

表 22：电力设备重点公司估值表（元，元/股，单位均为人民币）

板块	代码	简称	评级	收盘价	EPS				PE				PB (lf)
				2024/4/30	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
电力信息化	600131.SH	国网通信		17.14	0.69	0.86	0.98	0.98	25	20	17	17	3.2
	300286.SZ	安科瑞		22.00	0.95	1.22	1.60	2.00	23	18	14	11	3.5
	000682.SZ	东方电子		10.51	0.40	0.52	0.64	0.77	26	20	16	14	3.0
	002322.SZ	理工能科	买入	14.11	0.65	0.92	1.13	1.37	22	15	12	10	1.7
	300682.SZ	朗新集团		9.97	0.56	0.71	0.88	0.91	18	14	11	11	1.4
	301162.SZ	国能日新		41.51	0.85	1.18	1.53	1.95	49	35	27	21	3.8
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	16.86	1.14	1.34	1.60	1.83	15	13	11	9	1.4
	002438.SZ	江苏神通		13.10	0.53	0.68	0.83	0.97	25	19	16	14	2.0
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	26.49	1.00	1.16	1.55	1.72	27	23	17	15	2.5
	600406.SH	国电南瑞		23.54	0.90	1.04	1.18	1.30	26	23	20	18	4.0
	002028.SZ	思源电气		65.14	2.02	2.61	3.26	4.04	32	25	20	16	4.7
	600312.SH	平高电气		14.81	0.60	0.83	1.04	1.25	25	18	14	12	2.0
	600089.SH	特变电工		14.15	2.39	1.93	2.16	2.24	6	7	7	6	1.1
	601179.SH	中国西电		7.07	0.17	0.24	0.32	0.41	41	29	22	17	1.7
	002270.SZ	华明装备		20.34	0.61	0.75	0.91	1.10	33	27	22	19	5.2
	688676.SH	金盘科技		49.30	1.18	1.80	2.53	3.29	42	27	19	15	6.6
配用电设备	301291.SZ	明阳电气		37.26	1.82	2.03	2.69	3.55	20	18	14	10	2.7
	300001.SZ	特锐德		19.40	0.48	0.65	0.91	1.25	40	30	21	15	3.1
输电设备	603556.SH	海兴电力		45.68	2.02	2.44	2.98	3.64	23	19	15	13	3.3
	603606.SH	东方电缆		44.09	1.45	1.99	2.74	3.23	30	22	16	14	4.8
	300617.SZ	安靠智电		25.71	1.23	1.69	2.36		21	15	11		1.5
	002276.SZ	万马股份		8.35	0.55	0.73	0.93	1.15	15	11	9	7	1.6
氢能及储能	688248.SH	南网科技		29.33	0.50	0.79	1.13	1.42	59	37	26	21	5.8
	600475.SH	华光环能	买入	10.06	0.79	0.90	1.01	1.08	13	11	10	9	1.1
	601226.SH	华电重工		5.83	0.08	0.29	0.37	0.43	69	20	16	14	1.7
601222.SH	林洋能源		6.62	0.51	0.63	0.74	0.78	13	11	9	9	0.9	

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：**煤价上涨超出预期、电力市场化进度不及预期。煤价仍是火电公司的重要成本项，一旦煤价上涨超出预期且电力市场化进度不及预期导致电价传导出现困难，将影响相关公司的利润表现。同时，水电核电的收益率受到利率环境的影响。

## 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 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@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