

电力行业 2023 及 2024Q1 财报总结：

成本改善利润提升，红利资产属性突出

➤ 电力行业：运营商业绩高增，用电需求提升

2023 年年初至 4 月底电力及公用事业板块总体涨幅为 7%，30 个行业指数中位列第 8 位，一方面受益用电需求高增、火电煤炭成本降低、新能源装机成本降低等，电力行业业绩高增，另一方面电改政策频发，电力行业盈利能力逐步稳定，高现金流带动装机增势持续，稳定分红，红利资产属性突出。

➤ 火电：机制理顺，成本改善促业绩修复

2023 年火电运营商板块营收同比+4.41%，归母净利润同比扭亏为盈。2024Q1 营收同比+3.03%，归母净利润同比+106.25%。一方面用电需求提升，支撑火电上网电量，另一方面 2024Q1 煤炭成本同比改善明显，火电盈利能力增厚。电改政策频发，火电成本回收持续提升，稳定性盈利能力突出，分红比例有望提升。

➤ 新能源运营商：装机成本降低、装机规模提升

2023 年风电运营商营收同比+2.49%，归母净利润同比+7.75%。2023 年光伏运营商营收同比+4.08%，归母净利润同比+12.53%。2024Q1 风电运营商营收同比+8.72%，归母净利润同比+1.19%。2024Q1 光伏运营商营收同比-2.75%，归母净利润同比-10.21%。风电、光伏装机成本降低，低成本装机促进装机规模提升，新增装机盈利能力有望增强。

➤ 水电、核电：盈利稳健，成长性较好

2023 年水电运营商营收同比+20.68%，归母净利润同比+19.31%。2023 年核电运营商营收同比+2.2%，归母净利润同比+12.51%。2024Q1 水电运营商营收同比+5.61%，归母净利润同比+18.71%。2024Q1 核电运营商营收同比+2.73%，归母净利润同比+2.36%。水电、核电盈利能力具备稳定性，高现金流带动分红比例提升，核电有望年均审批 10 台机组以上，具备成长性。

➤ 投资建议：关注电改背景下盈利稳定增长

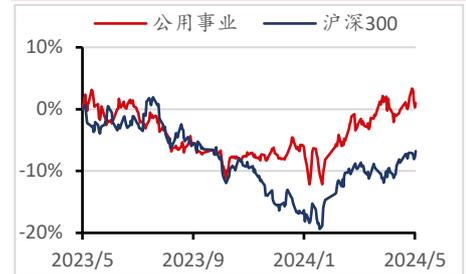
电改背景下各类电源盈利能力稳定增长，运营商向公用事业化属性迈进。火电方面，成本改善保障火电 2024 年全年盈利能力高增。现货稀缺电价+容量电价回收成本+辅助服务补偿促进火电收益更具稳定性，**建议关注华能国际、皖能电力、宝新能源等**。新能源方面，消纳问题逐步解决，新能源电价环境价值有望凸显，**建议关注三峡能源、江苏新能等**。水电、核电方面，盈利稳定属性，红利资产属性突出，**建议关注中国核电**。

风险提示：装机规模不及预期，市场化交易电价波动，煤价、装机成本变动

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezhang@glsc.com.cn

相关报告

1、《公用事业：17 省代购电价下降，2 省峰谷时段调整》2024.04.03

2、《公用事业：丹麦和德国新能源变迁对我国借鉴意义》2024.02.04

正文目录

1. 电力行业：运营商业绩高增，用电需求提升	5
1.1 电改催化叠加成本改善，电力板块涨势明显	5
1.2 2024 用电需求高增，电力企业盈利有望增强	7
2. 火电：机制理顺，成本改善业绩修复	9
2.1 业绩：2023 业绩修复，2024Q1 业绩高增	9
2.2 成本改善，容量电价提供稳定收益	12
3. 新能源运营商：装机成本降低，装机规模提升	15
3.1 风电：装机规模稳步提升带动业绩增长	15
3.2 光伏：成本大幅改善促业绩高增	17
3.3 成本降低，消纳问题有望改善	20
4. 水电、核电：盈利稳健，成长性较高	22
4.1 水电：盈利稳定，来水增长促发电量提升	22
4.2 水电：Q1 来水改善发电量提升，折旧降低提升利润	25
4.3 核电：高核准装机，成长性凸显	26
4.4 核电：审批加速提升成长性，市场化电量提升	29
5. 投资建议：关注电改背景下盈利稳定增长	30
6. 风险提示	31

图表目录

图表 1：2023 年初至今电力及公共事业板块指数走势	5
图表 2：运营商价值提升	6
图表 3：2023 年初至今所有板块指数变化	6
图表 4：所有行业 2023 年归母净利润同比变化（电力及公用事业排第 6 位）	7
图表 5：所有行业 2024Q1 归母净利润同比变化（电力及公用事业排第 4 位）	7
图表 6：全社会用电量月度累计值及同比	8
图表 7：分产业用电量累计增速	8
图表 8：电力板块公司标的划分情况	8
图表 9：火电运营商 2023 年年报业绩情况	9
图表 10：火电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况	9
图表 11：火电运营商近五年营收情况	10
图表 12：火电运营商近五年归母净利润情况	10
图表 13：火电运营商近五年毛利率、净利率情况	10
图表 14：火电运营商近五年销售/管理/财务费用率情况（%）	10
图表 15：火电运营商 2024Q1 业绩情况	11
图表 16：火电运营商近五年 Q1 营收情况	11
图表 17：火电运营商近五年 Q1 归母净利润情况	11
图表 18：火电运营商近五年 Q1 毛利率、净利率（%）	12
图表 19：火电运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况（%）	12
图表 20：国内典型港口煤价情况（元/吨）	12
图表 21：广州港进口煤价情况（元/吨）	13
图表 22：中国煤炭统调电厂库存	13
图表 23：北方四港库存情况	13
图表 24：各省级电网煤电容量电价表（2024-2025）/（2026 年后）	14
图表 25：风电运营商 2023 年年报业绩情况	15
图表 26：风电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况	15
图表 27：风电运营商近五年营收情况	16

图表 28:	风电运营商近五年归母净利润情况	16
图表 29:	风电运营商近五年毛利率、净利率 (%)	16
图表 30:	风电运营商近五年销售/管理/财务费用率情况 (%)	16
图表 31:	风电运营商 2024Q1 业绩情况	16
图表 32:	风电运营商近五年 Q1 营收情况	17
图表 33:	风电运营商近五年 Q1 归母净利润情况	17
图表 34:	风电运营商近五年 Q1 毛利率、净利率 (%)	17
图表 35:	风电运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况 (%)	17
图表 36:	光伏运营商 2023 年年报业绩情况	18
图表 37:	光伏运营商代表公司近五年营收、利润变化情况	18
图表 38:	光伏运营商近五年营收情况 (%)	18
图表 39:	光伏运营商近五年归母净利润情况 (%)	18
图表 40:	光伏运营商近五年毛利率、净利率 (%)	19
图表 41:	光伏运营商近五年销售/管理/财务费用率情况 (%)	19
图表 42:	光伏运营商 2024Q1 业绩情况	19
图表 43:	光伏运营商近五年 Q1 营收情况	19
图表 44:	光伏运营商近五年 Q1 归母净利润情况	19
图表 45:	光伏运营商近五年 Q1 毛利率、净利率 (%)	20
图表 46:	光伏运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况 (%)	20
图表 47:	多晶硅 (致密料) 价格 (元/kg)	20
图表 48:	电池片 PERC-210 价格 (元/W)	20
图表 49:	近年陆上风机含塔筒中标价格 (元/kW)	21
图表 50:	近年海上风机含塔筒中标价格 (元/kW)	21
图表 51:	风电装机情况	21
图表 52:	光伏装机情况	21
图表 53:	光伏、风电累计发电量同比	22
图表 54:	风电、光伏累计利用小时数 (小时)	22
图表 55:	2024 年 1-3 月新能源消纳情况	22
图表 56:	水电运营商 2023 业绩情况	23
图表 57:	水电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况	23
图表 58:	水电运营商近五年营收情况	23
图表 59:	水电运营商近五年归母净利润情况	23
图表 60:	水电运营商近五年毛利率、净利率情况 (%)	24
图表 61:	水电运营商近五年期间销售/管理/财务费用率情况 (%)	24
图表 62:	水电运营商 2024Q1 业绩情况	24
图表 63:	水电运营商近五年 Q1 营收情况	24
图表 64:	水电运营商近五年 Q1 归母净利润情况	24
图表 65:	水电运营商近五年 Q1 毛利率、净利率情况 (%)	25
图表 66:	水电运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况 (%)	25
图表 67:	三峡水库站水位情况 (米)	25
图表 68:	三峡水库站蓄水量情况 (亿立方米)	25
图表 69:	水电累计发电量及同比	26
图表 70:	水电累计利用小时数及同比 (小时)	26
图表 71:	长江电力折旧情况 (亿元)	26
图表 72:	核电运营商近五年业绩情况	27
图表 73:	核电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况	27
图表 74:	核电运营商近五年营收情况	27
图表 75:	核电运营商近五年归母净利润情况	27
图表 76:	核电运营商近五年营收情况 (%)	28
图表 77:	核电运营商近五年销售/管理/财务费用率情况 (%)	28
图表 78:	核电运营商 2024Q1 业绩情况	28
图表 79:	核电运营商近五年 Q1 营收情况	28
图表 80:	核电运营商近五年 Q1 归母净利润情况	28
图表 81:	核电运营商近五年 Q1 毛利率、净利率情况 (%)	29

图表 82: 核电运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况 (%)	29
图表 83: 2010-2023 核电机组审批台数.....	29
图表 84: 核电发电量情况.....	30
图表 85: 核电累计利用小时数情况.....	30
图表 86: 中国核电、中国广核市场化交易电量及变动	30

1. 电力行业：运营商业绩高增，用电需求提升

1.1 电改催化叠加成本改善，电力板块涨势明显

受益成本改善叠加电改催化，电力及公用事业指数走强。电改核心一方面为推进各主体市场化，从计划电价逐步转变成各主体同台竞价方式，合理配置电源成本，另一方面将过去单一制电价依据各类发电侧电源主体发挥价值不同，拆解成不同收益方式，由单纯电价和成本转变为不同电源的综合收益，电力行业红利资产属性重视度提升，行业景气度有望延续。

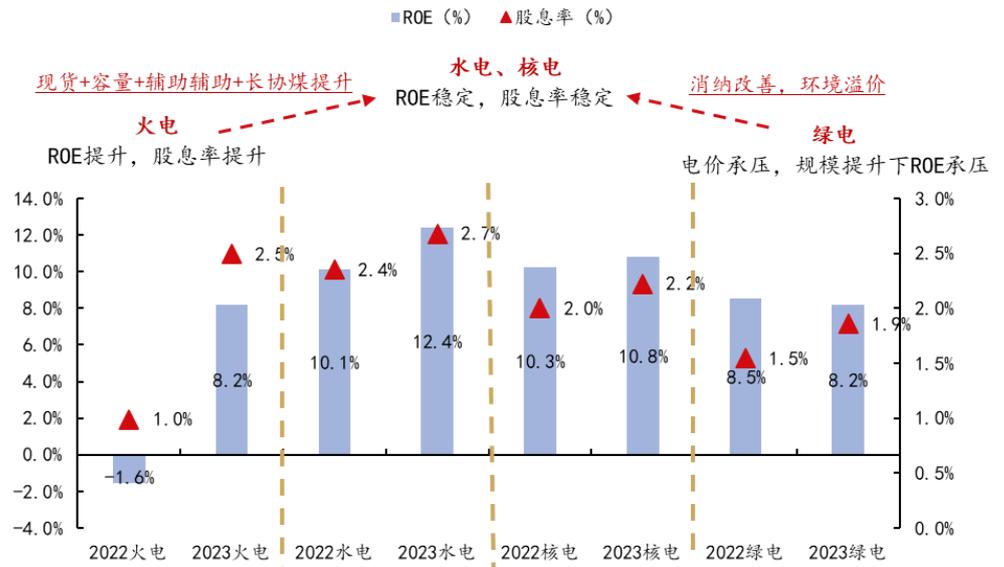
图表1：2023年初至今电力及公共事业板块指数走势



资料来源：Wind，国联证券研究所

水电、核电盈利能力稳定，2023年水电、核电ROE分别为12.4%、10.8%，同比分别提升2.3、0.5pct，股息率分别为2.7%、2.2%，盈利能力稳定，分红稳定提升逻辑逐步强化。**火电ROE修复**，2023年ROE为8.2%同比提升9.8pct，业绩修复，股息率均值提升1.5pct至2.5%，成本改善+容量电价促进火电业绩修复，火电业绩修复后分红比例提升，公用事业属性提升。绿电ROE同比降低0.35pct，主要系消纳问题影响，消纳逐步解决后，绿电运营商装机增长体现成长性，绿电环境溢价体现稀缺性，利润估值有望迎来双重提振。

图表2：运营商价值提升

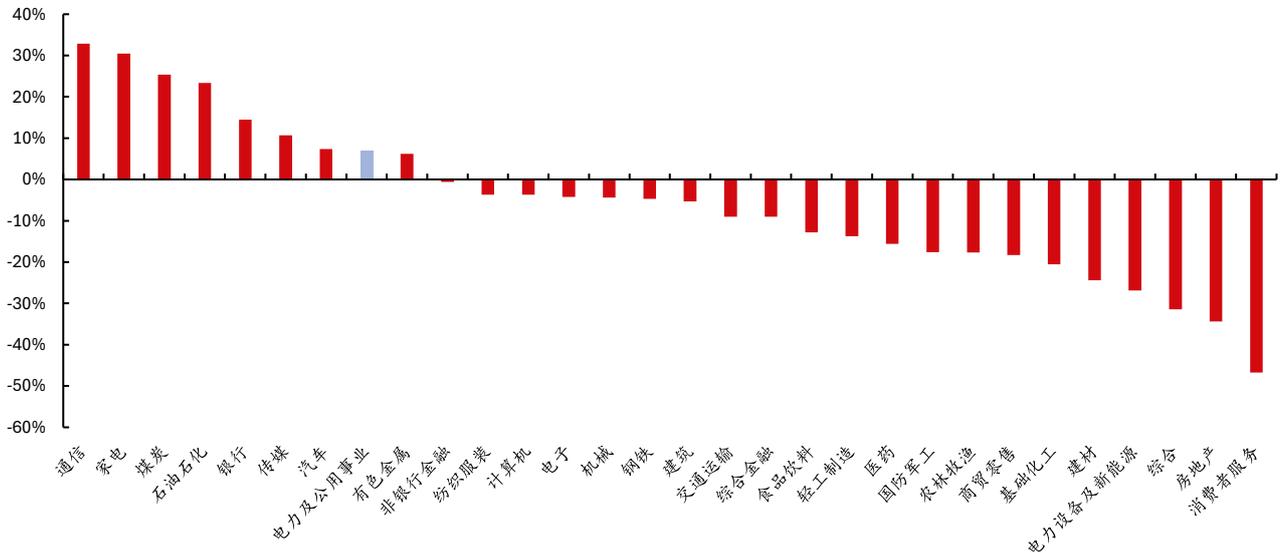


资料来源：Wind，国联证券研究所

备注：火电（粤电力A、皖能电力、宝新能源、华能国际、华电国际、国电电力），绿电（三峡能源、龙源电力、中绿电、节能风电），水电（长江电力、华能水电、川投能源、国投电力），核电（中国核电、中国广核）

根据中信行业分类，2023年初至今，30个行业中指数上涨的行业有9个，其中电力及公用事业行业总体涨幅为7%，位列第8位。

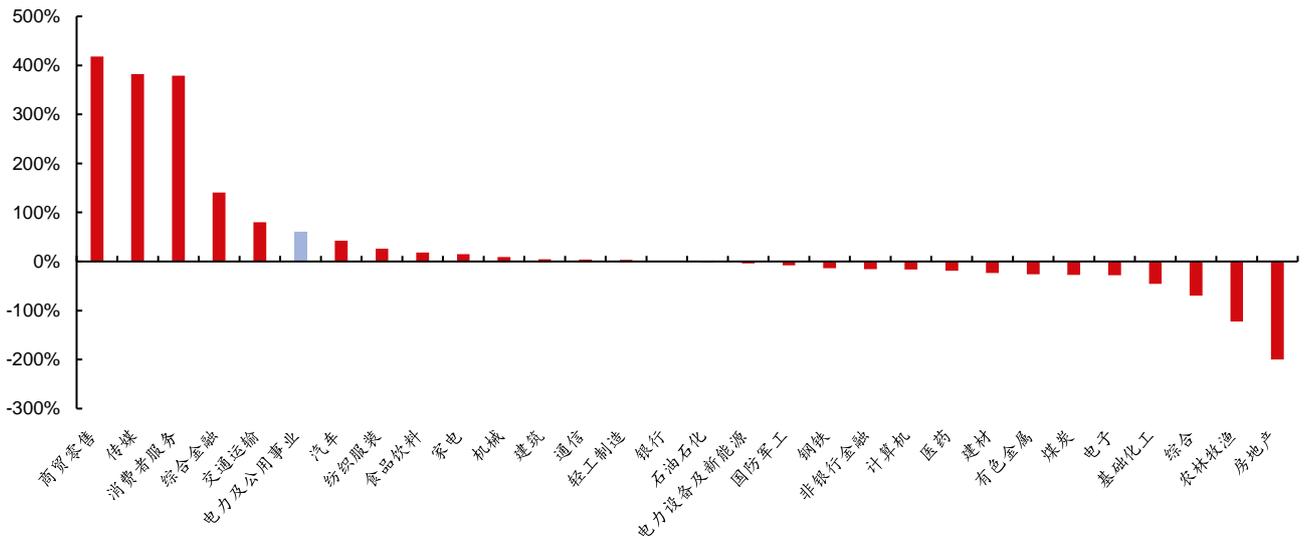
图表3：2023年初至今所有板块指数变化



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：股价截至2024.04.30

2023年电力及公用事业整体归母净利润同比+60.52%，在中信30个行业分类中，位于第6位。

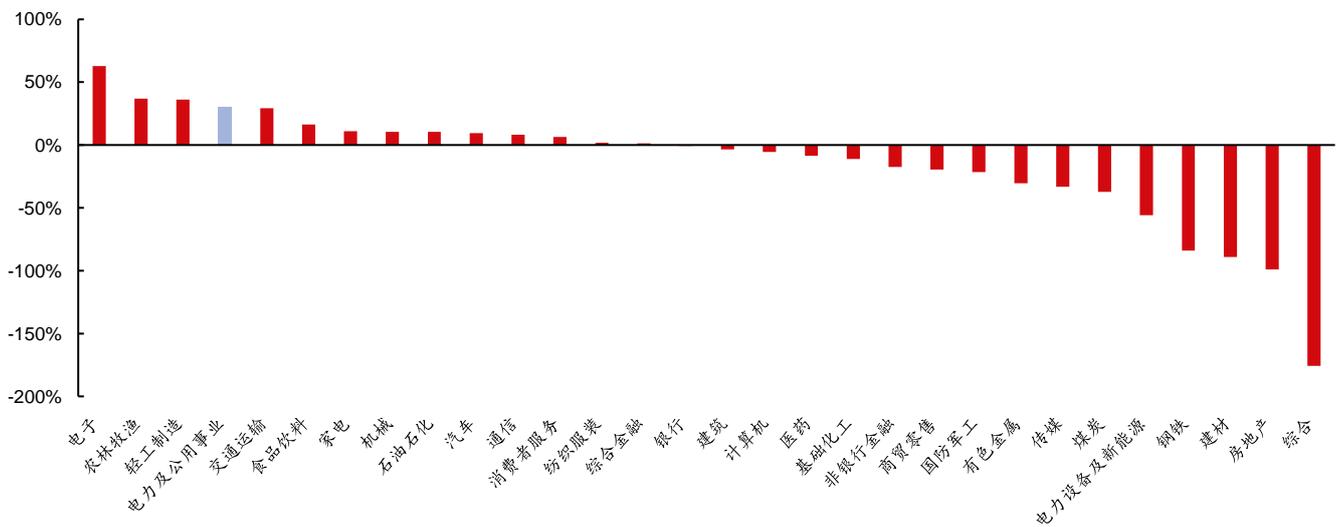
图表4：所有行业 2023 年归母净利润同比变化（电力及公用事业排第 6 位）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q1 电力及公用事业整体归母净利润同比+30.33%，在中信 30 个行业分类中，位于第 4 位。

图表5：所有行业 2024Q1 归母净利润同比变化（电力及公用事业排第 4 位）

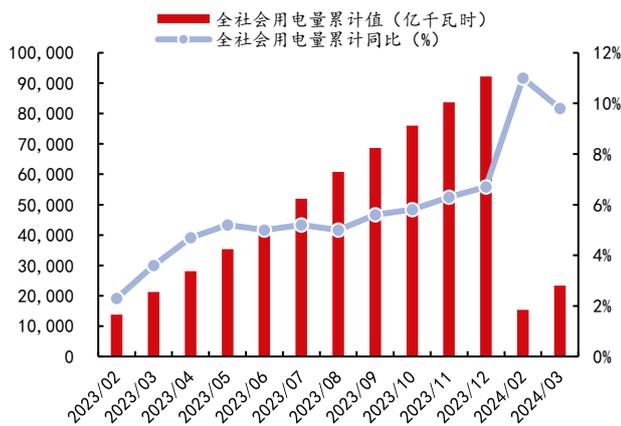


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 2024 用电需求高增，电力企业盈利有望增强

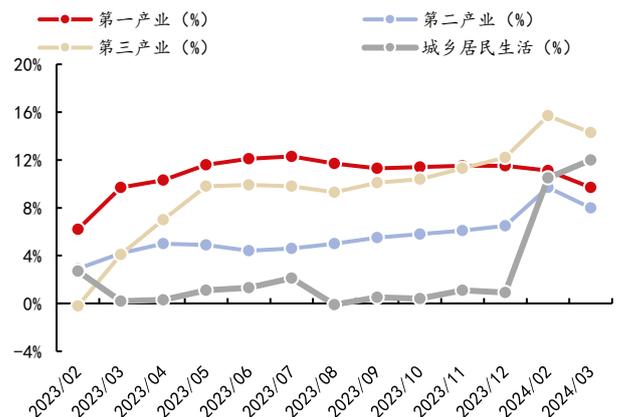
2024 年全国用电量高增速促进电力需求提升。2024 年 1-3 月，全社会用电量累计值为 23373 亿千瓦时，同比增长 9.8%，分产业增速来看，第一产业/第二产业/第三产业/城乡居民生活用电量累计增速分别为 9.7%/8.0%/14.3%/12.0%。全社会用电量高增代表电力需求提升，电厂有望保持较高利用小时数，上网电量保持高位，运营商业绩有望增强。

图表6: 全社会用电量月度累计值及同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 分产业用电量累计增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

在电力运营商子行业, 我们依据申万行业-三级行业分类 (2021 版), 选取 52 家公司作为代表公司, 并依据主营业务按照火力发电、水力发电、核力发电、风力发电、光伏发电进行分类。

图表8: 电力板块公司标的划分情况

行业	业务领域	企业
电力运营商	火力发电	大唐发电、内蒙华电、国电电力、通宝能源、华银电力、申能股份、京能电力、天富能源、金山股份、广州发展、华电国际、浙能电力、上海电力、华能国际、江苏国信、豫能控股、长源电力、赣能股份、晋控电力、宝新能源、建投能源、皖能电力、粤电力 A、穗恒运 A、深南电 A、深圳能源
	水力发电	长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力、华能水电、黔源电力、闽东电力、甘肃电投
	核力发电	中国核电、中国广核
	风力发电	江苏新能、嘉泽新能、节能风电、新天绿能、三峡能源、中闽能源、龙源电力、立新能源、银星能源、川能动力
	光伏发电	晶科科技、金开新能、浙江新能、珈伟新能、太阳能

资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 火电：机制理顺，成本改善业绩修复

2.1 业绩：2023 业绩修复，2024Q1 业绩高增

➤ 2023：成本改善，业绩修复

火力发电行业我们选取 26 家子公司作为样本。

图表9：火电运营商 2023 年年报业绩情况

	2019	2020	2021	2022	2023
板块营收 (亿元)	8281.08	8041.84	10146.80	11797.64	12317.35
营收 YOY (%)		-2.89%	26.18%	16.27%	4.41%
归母净利润 (亿元)	277.66	410.97	-406.16	-56.42	465.41
归母净利润 YOY (%)		48.01%	由盈转亏	减少亏损	扭亏为盈
销售费用率	0.12%	0.13%	0.10%	0.09%	0.12%
管理费用率	2.60%	2.84%	2.49%	2.13%	2.33%
财务费用率	5.97%	5.62%	4.55%	4.17%	3.66%
毛利率 (%)	15.57%	18.13%	1.48%	6.15%	12.28%
净利率 (%)	4.70%	7.05%	-5.44%	-0.66%	5.08%

资料来源：Wind，国联证券研究所

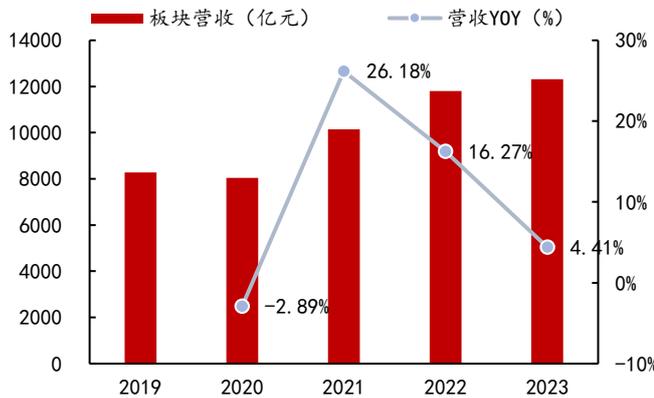
图表10：火电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况

证券代码	证券简称	2023年营收 (亿元)	同比变化 (%)	营业收入变化 (2019-2023)	2023年归母净 利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润 (2019-2023)
601991.SH	大唐发电	1224.0	4.8%		10.7	扭亏为盈	
600863.SH	内蒙华电	225.3	-2.3%		11.1	13.4%	
600795.SH	国电电力	1810.0	-6.1%		18.7	98.6%	
600780.SH	通宝能源	108.9	-2.1%		2.8	扭亏为盈	
600744.SH	华银电力	99.4	2.4%		0.3	扭亏为盈	
600642.SH	申能股份	291.4	3.4%		22.9	219.5%	
600578.SH	京能电力	328.8	7.8%		13.6	9.3%	
600509.SH	天富能源	95.1	16.8%		-4.1	减小亏损	
600396.SH	金山股份	62.7	-12.0%		0.7	扭亏为盈	
600098.SH	广州发展	468.0	-2.3%		8.1	21.0%	
600027.SH	华电国际	1171.8	9.5%		34.1	4430.7%	
600023.SH	浙能电力	959.8	19.7%		42.9	扭亏为盈	
600021.SH	上海电力	424.0	8.3%		9.6	396.5%	
600011.SH	华能国际	2544.0	3.1%		16.9	扭亏为盈	
002608.SZ	江苏国信	345.7	6.6%		24.0	2643.6%	
001896.SZ	豫能控股	119.8	-8.5%		1.0	扭亏为盈	
000966.SZ	长源电力	144.6	-1.4%		5.7	184.2%	
000899.SZ	赣能股份	70.9	71.1%		2.4	4497.9%	
000767.SZ	晋控电力	196.2	-3.0%		0.7	扭亏为盈	
000690.SZ	宝新能源	102.7	9.1%		8.8	385.1%	
000600.SZ	建投能源	189.5	3.5%		6.4	62.2%	
000543.SZ	皖能电力	278.7	14.8%		7.7	236.2%	
000539.SZ	粤电力A	597.1	13.4%		11.5	扭亏为盈	
000531.SZ	穗恒运A	48.2	22.6%		4.1	扭亏为盈	
000037.SZ	深南电A	5.9	-15.0%		0.2	扭亏为盈	
000027.SZ	深圳能源	405.0	7.9%		17.0	扭亏为盈	

资料来源：Wind，国联证券研究所

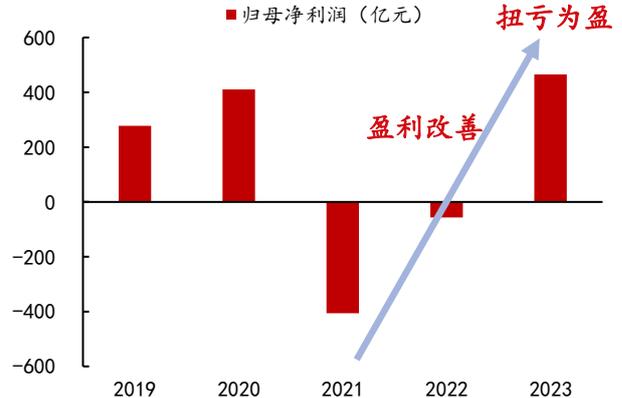
2023 年火电板块营收实现 12317.35 亿元，同比增长 4.41%，实现归母净利润 465.41 亿元，同比大幅度扭亏为盈。营收实现同比小幅增长，主要系一方面受益火电装机增长，另一方面受益用电量需求增加，火电利用小时数提升。利润方面实现大幅度扭亏为盈，主要系煤价同比降低，电厂盈利能力提升。

图表11：火电运营商近五年营收情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

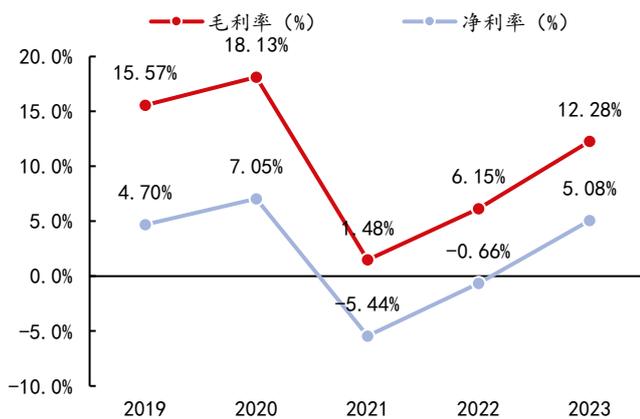
图表12：火电运营商近五年归母净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

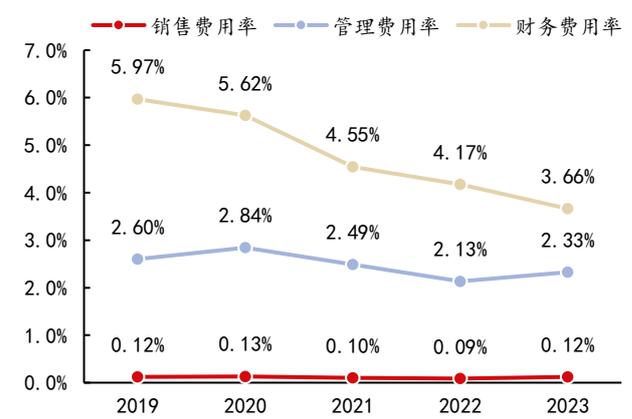
毛利率、净利润同比高增，成本管控期间费用率降低。2023 年火力发电板块实现毛利率/净利率分别为 12.28%/5.08%，同比分别提升 6.13/5.74 pct，主要系煤价下降，毛利率提升。2023 年板块销售费率/管理费用率/财务费率分别为 3.66%/2.33%/0.12%，财务费率降低主要系低成本融资情况，整体来看成本管控合理，期间费率稳定降低。

图表13：火电运营商近五年毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：火电运营商近五年销售/管理/财务费用率情况 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 2024Q1：成本改善，盈利能力和质量提升

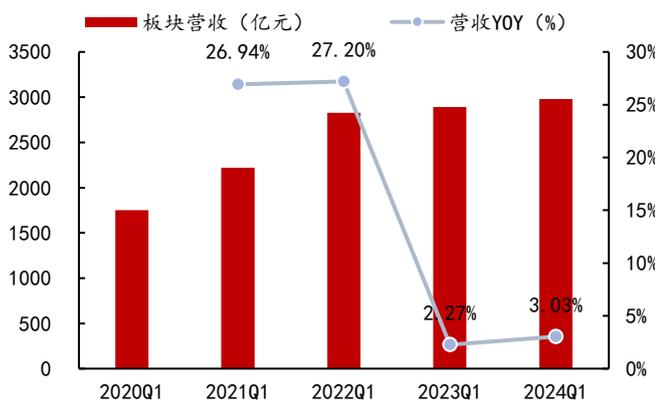
图表15：火电运营商 2024Q1 业绩情况

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1	2024Q1
板块营收 (亿元)	1750.30	2221.81	2826.08	2890.14	2977.85
营收 YOY (%)		26.94%	27.20%	2.27%	3.03%
归母净利润 (亿元)	71.21	108.10	14.36	83.40	172.01
归母净利润 YOY (%)		51.82%	-86.72%	480.78%	106.25%
销售费用率	0.12%	0.11%	0.08%	0.09%	0.11%
管理费用率	2.47%	2.08%	1.61%	1.68%	1.82%
财务费用率	6.68%	4.80%	4.27%	3.74%	3.50%
毛利率 (%)	17.35%	13.99%	6.48%	9.20%	13.22%
净利率 (%)	5.87%	6.62%	1.07%	3.73%	7.69%

资料来源：Wind，国联证券研究所

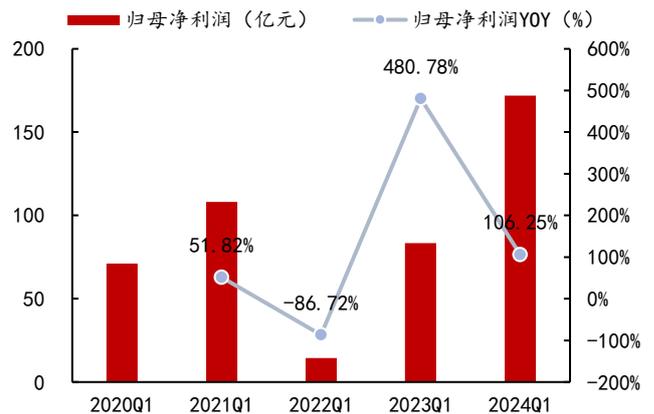
营收稳定提升，利润大幅增长。2024Q1，火电运营商实现营收 2977.85 亿元，同比+3.03%，实现归母净利润 172.01 亿元，同比+106.25%。营收增长主要系用电需求增长，利润增长主要系煤价同比降低，成本改善明显。

图表16：火电运营商近五年 Q1 营收情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

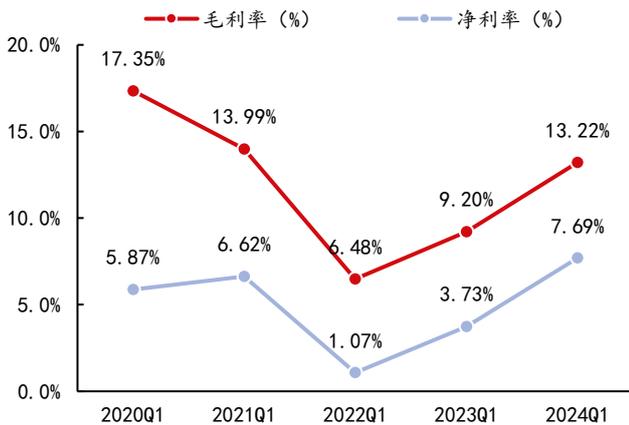
图表17：火电运营商近五年 Q1 归母净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

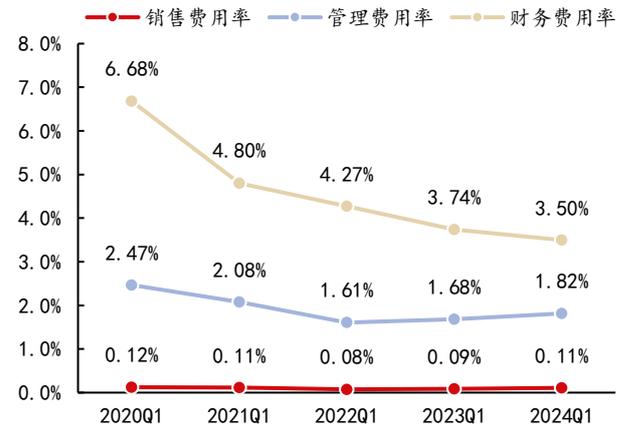
毛利率、净利率大幅提升，期间费用率稳定。2024Q1 火电运营商实现毛利率/净利率分别为 13.22%/7.69%，同比提升分别为 4.01%/3.96 pct，主要系煤价成本降低。2024Q1 火电运营商实现销售费率/管理费用率/财务费率分别为 3.5%/1.82%/0.11%，成本管控合理，费用率稳定。

图表18: 火电运营商近五年 Q1 毛利率、净利率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 火电运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况 (%)



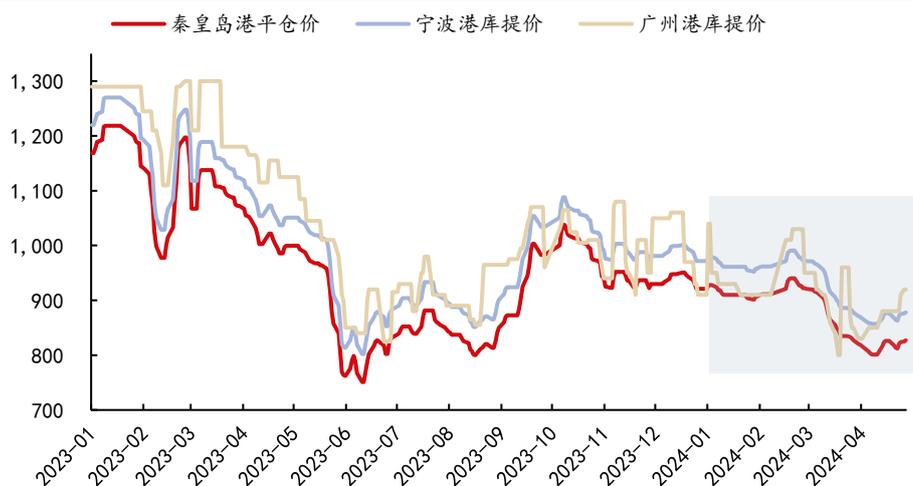
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 成本改善, 容量电价提供稳定收益

国内港口煤价 Q1 同比降低约 21.6%。以国内产 Q5500 煤炭为准, 我们统计国内典型港口煤价情况, 2024Q1 秦皇岛平仓价/宁波港库提价/广州港库提价分别为 902/953/931 元/吨, 同比降低分别为 20.1%/19.3%/25.5%, 平均同比降低 21.6%。煤价降低后火电厂盈利能力提升明显。

截至 2024 年 4 月 29 日数据, 秦皇岛平仓价/宁波港库提价/广州港库提价分别为 827/878/920 元/吨, 同比降低 17.3%/16.5%/18.2%, 相对 2024Q1 平均煤价也略有降低, 考虑到电厂存煤情况, 低煤价有望提升 2024 年火电业绩。

图表20: 国内典型港口煤价情况 (元/吨)

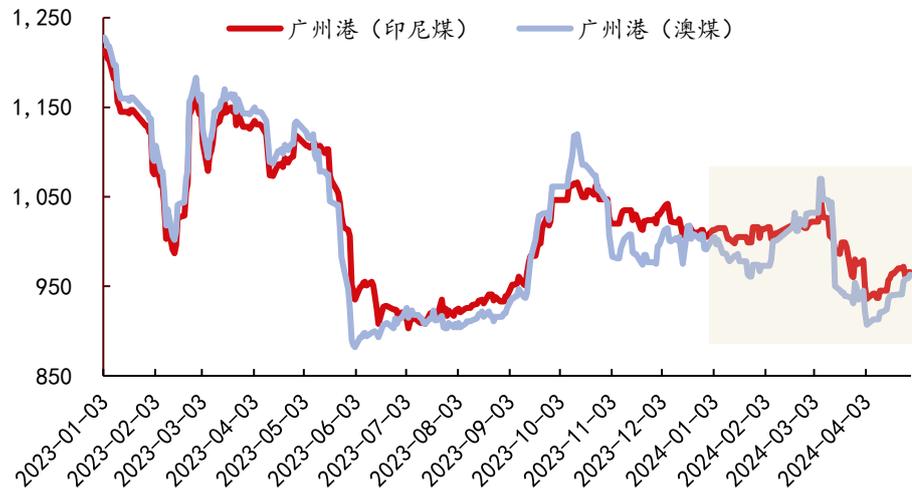


资料来源: Wind, 国联证券研究所

进口煤价 Q1 同比降低 11%。受需求降低, 国内煤价走低影响, 进口煤价也同比降低。我们统计广州港 Q5500 品种的印尼煤、澳煤情况, 2024Q1 印尼煤/澳煤均价分别为 1008/991 元/吨, 分别同比降低 9.7%/12.4%, 平均同比降低 11%。

截至 2024 年 4 月 29 日数据，广州港 Q5500 品种的印尼煤、澳煤价格分别为 966/963 元/吨，分别同比降低 13.6%/15.1%，进口煤价下行有望促进广东等进口比例较高地区火电厂成本改善。

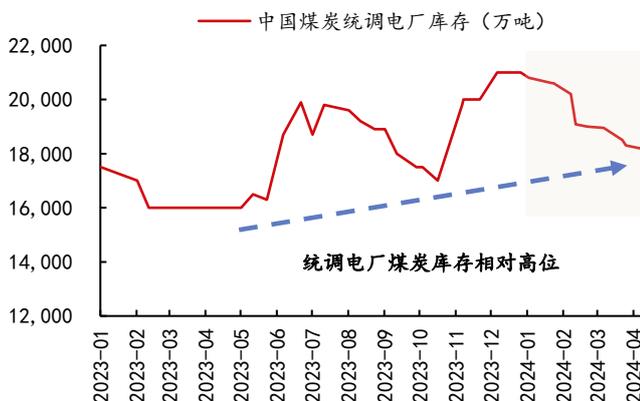
图表21：广州港进口煤价情况（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

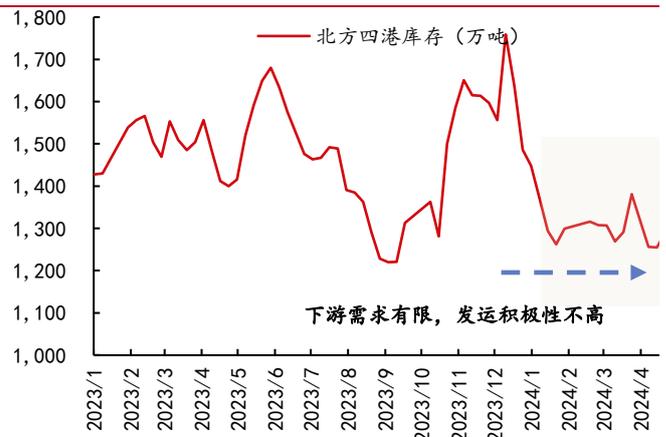
统调电厂煤炭库存高位，2024Q1 港口煤炭库存维持稳定。截至 2024 年 4 月 15 日，中国统调电厂 1.82 亿吨，同比增长 13.75%，春季为火电厂需求淡季，一般 3-5 月份也为部分电厂检修期，耗煤量相对较低，当前电厂煤库存较高情况下电厂购煤意愿较低。截至 2024 年 4 月 26 日，北方四港（秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港、国投京唐港）合计库存 1290 万吨，同比降低 7.86%，年初至今库存变化幅度较小，主要系下游电厂、非电领域需求较小，仅有部分刚需采购，库存仅小幅波动。

图表22：中国煤炭统调电厂库存



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：北方四港库存情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

煤电容量回收比例有望持续提升。煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定，煤电机组固定成本实行全国统一标准，为 330 元/kW，通过容量电价回收的固定成本比例逐年提升，2024~2025 年多数地方为 30%左右（100 元/kW·年），河南、湖南、重庆、四川、青海、云南、广西为 50%左右（165 元/kW·年）。2026 年

起，云南、四川等地比例提升至70%，其他地方提升至不低于50%，容量部分收益有望逐年增厚。

图表24：各省级电网煤电容量电价表（2024-2025） / （2026年后）

省级电网	2024-2025年 回收比例	容量电价(元/千瓦· 年, 含税)	2026年起 回收比例	容量电价(元/千瓦· 年, 含税)
北京	30%	100	50%	165
天津	30%	100	50%	165
冀北	30%	100	50%	165
河北	30%	100	50%	165
山西	30%	100	50%	165
山东	30%	100	50%	165
蒙西	30%	100	50%	165
蒙东	30%	100	50%	165
辽宁	30%	100	50%	165
吉林	30%	100	50%	165
黑龙江	30%	100	50%	165
上海	30%	100	50%	165
江苏	30%	100	50%	165
浙江	30%	100	50%	165
安徽	30%	100	50%	165
福建	30%	100	50%	165
江西	30%	100	50%	165
河南	50%	165	70%	231
湖北	30%	100	50%	165
湖南	50%	165	70%	231
重庆	50%	165	70%	231
四川	50%	165	70%	231
陕西	30%	100	50%	165
新疆	30%	100	50%	165
青海	50%	165	70%	231
宁夏	30%	100	50%	165
甘肃	30%	100	50%	165
深圳	30%	100	50%	165
广东	30%	100	50%	165
云南	50%	165	70%	231
海南	30%	100	50%	165
贵州	30%	100	50%	165
广西	50%	165	70%	231

资料来源：国家发改委，国联证券研究所

3. 新能源运营商：装机成本降低，装机规模提升

3.1 风电：装机规模稳步提升带动业绩增长

风力发电行业我们选取 11 家子公司作为样本。

➤ 2023：装机带动业绩提升，财务费率降低

图表25：风电运营商 2023 年年报业绩情况

	2019	2020	2021	2022	2023
板块营收 (亿元)	810.73	827.13	998.33	1023.55	1049.08
营收 YOY (%)		2.02%	20.70%	2.53%	2.49%
归母净利润 (亿元)	136.44	140.72	159.08	195.97	211.15
归母净利润 YOY (%)		3.13%	13.05%	23.19%	7.75%
销售费用率	0.69%	0.67%	0.62%	0.01%	0.01%
管理费用率	2.65%	2.82%	3.42%	3.59%	4.14%
财务费用率	9.63%	10.17%	10.90%	11.75%	10.55%
毛利率 (%)	38.54%	37.88%	38.65%	42.91%	42.35%
净利率 (%)	18.81%	19.16%	18.27%	22.78%	22.89%

资料来源：Wind，国联证券研究所

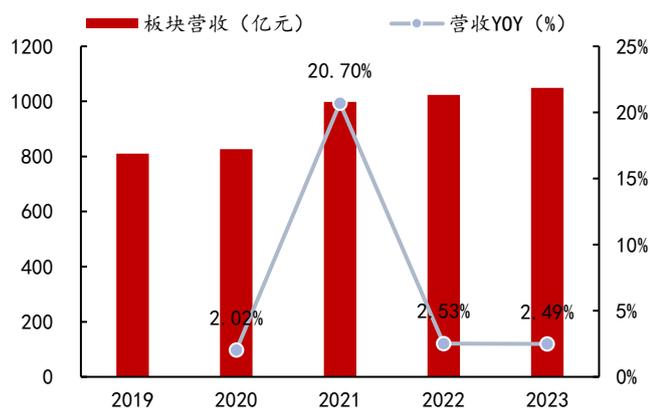
图表26：风电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况

证券代码	证券简称	2023年营收 (亿元)	同比变化 (%)	营业收入 (2019- 2023)	2023年归母净 利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润 (2019-2023)
603693.SH	江苏新能	19.5	-1.3%		4.7	-0.7%	
601619.SH	嘉泽新能	24.0	30.5%		8.0	50.0%	
601016.SH	节能风电	51.2	-2.4%		15.1	-7.3%	
600956.SH	新天绿能	202.8	9.3%		22.1	-3.8%	
600905.SH	三峡能源	264.9	11.2%		71.8	0.4%	
600163.SH	中闽能源	17.3	-3.3%		6.8	-6.9%	
001289.SZ	龙源电力	376.4	-5.6%		62.5	22.2%	
001258.SZ	立新能源	9.9	12.2%		1.4	-31.0%	
000862.SZ	银星能源	13.1	12.5%		1.6	27.4%	
000537.SZ	广宇发展	36.9	7.6%		9.2	45.3%	
000155.SZ	川能动力	33.1	-12.8%		8.0	12.3%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

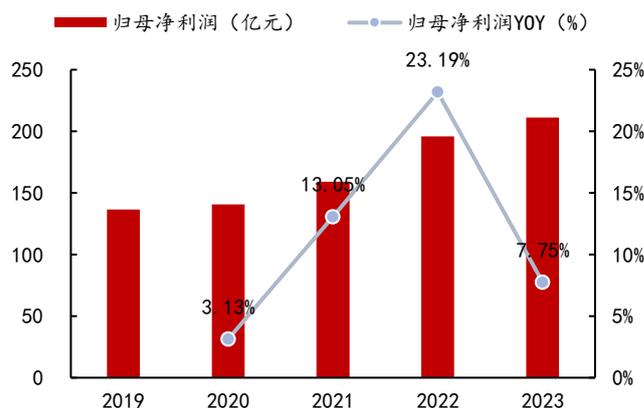
2023 年风电运营商实现营业收入 1049.08 亿元，同比增长 2.49%，实现归母净利润 211.15 亿元，同比增长 7.75%。业绩增长主要系运营商装机规模增长所致。

图表27: 风电运营商近五年营收情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

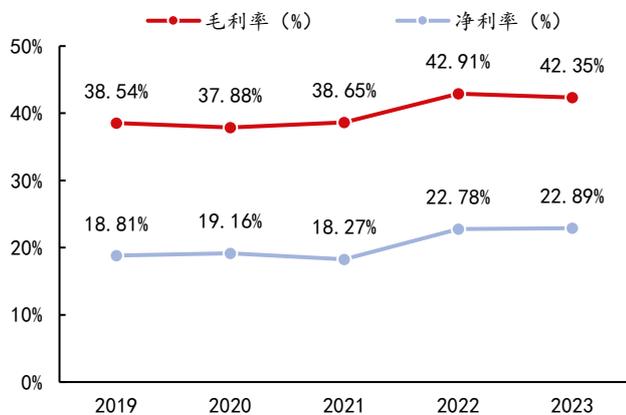
图表28: 风电运营商近五年归母净利润情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

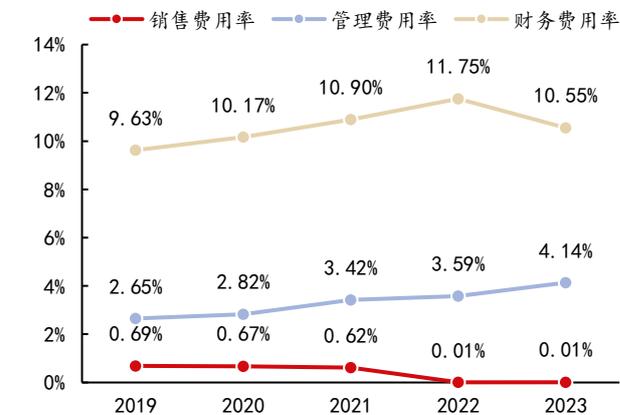
2023年风电运营商实现毛利率/净利率分别为42.35%/22.89%，同比变化分别为-0.56/+0.12pct，2023年风电运营商销售费率/管理费用率/财务费率分别为0.01%/4.14%/10.55%。风电装机成本降低带动度电成本降低，毛利率略有降低主要系新能源市场化交易电量占比提升，市场化电价价格承压。财务费率降低主要系融资成本降低。

图表29: 风电运营商近五年毛利率、净利率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表30: 风电运营商近五年销售/管理/财务费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 2024Q1: 市场化交易电价承压, 期间费用改善

图表31: 风电运营商 2024Q1 业绩情况

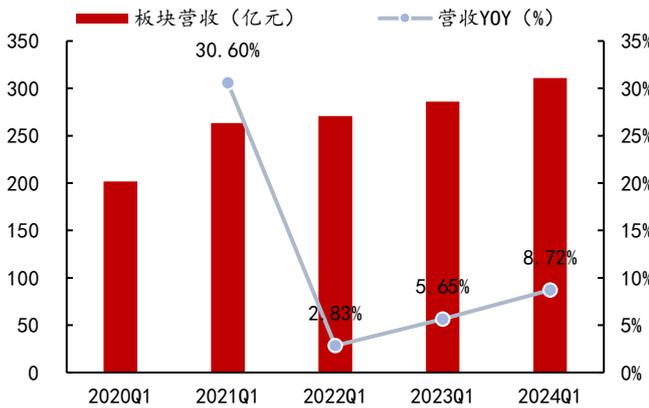
	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1	2024Q1
板块营收 (亿元)	201.61	263.29	270.75	286.04	310.97
营收 YOY (%)	-	30.60%	2.83%	5.65%	8.72%
归母净利润 (亿元)	46.26	62.93	70.92	72.96	73.82
归母净利润 YOY (%)	-	36.04%	12.69%	2.87%	1.19%
销售费用率 (%)	0.20%	0.29%	0.01%	0.01%	0.01%
管理费用率 (%)	1.84%	1.92%	2.26%	2.53%	2.74%
财务费用率 (%)	9.68%	9.82%	11.77%	9.66%	9.35%
毛利率 (%)	41.81%	43.36%	46.73%	44.35%	42.96%

净利率 (%) 25.85% 27.26% 29.57% 29.50% 27.38%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

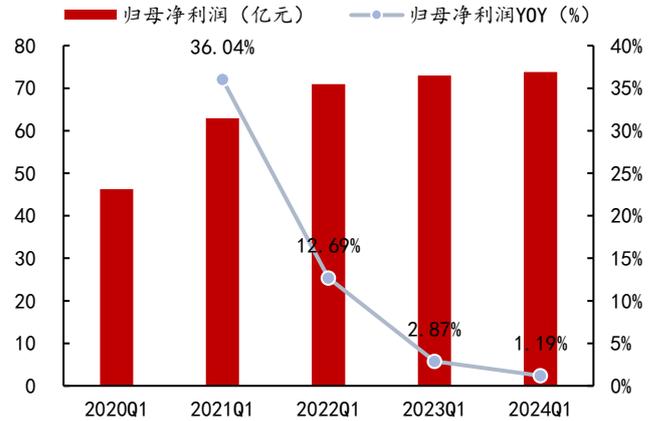
2024Q1 年风电运营商实现营业收入 310.97 亿元, 同比增长 8.72%, 实现归母净利润 73.82 亿元, 同比增长 1.19%。

图表32: 风电运营商近五年 Q1 营收情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

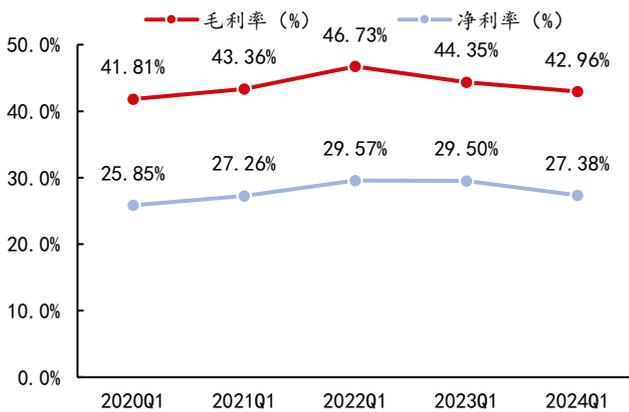
图表33: 风电运营商近五年 Q1 归母净利润情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

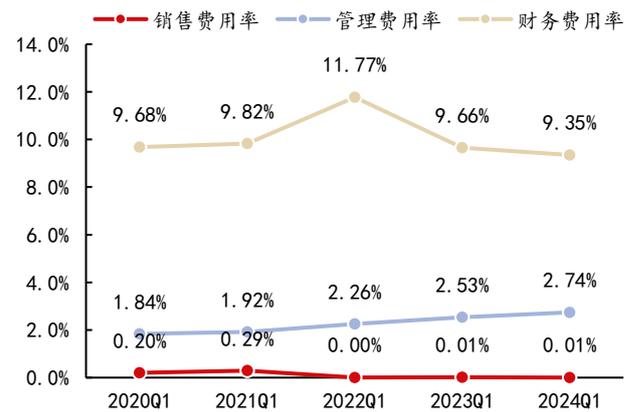
2024Q1 风电运营商实现毛利率/净利率分别为 42.96%/27.38%, 同比变化分别为 -1.38/-2.12pct, 2024Q1 年风电运营商销售费率/管理费用率/财务费率分别为 0.01%/2.74%/9.35%。毛利率、净利率降低主要系 2023 年市场化交易电价部分承压所致。

图表34: 风电运营商近五年 Q1 毛利率、净利率 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表35: 风电运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 光伏: 成本大幅改善促业绩高增

光伏发电行业我们选取 5 家子公司作为样本。

➤ 2023: 装机带动业绩增长

图表36：光伏运营商 2023 年年报业绩情况

	2019	2020	2021	2022	2023
板块营收 (亿元)	133.64	133.96	160.88	206.18	226.16
营收 YOY (%)		0.24%	20.10%	28.16%	9.69%
归母净利润 (亿元)	7.45	18.74	21.93	31.94	34.07
归母净利润 YOY (%)		151.35%	17.05%	45.65%	6.67%
销售费用率 (%)	1.57%	1.29%	1.10%	1.12%	1.05%
管理费用率 (%)	6.92%	7.33%	6.54%	5.28%	5.89%
财务费用率 (%)	18.39%	22.00%	19.58%	17.81%	13.88%
毛利率 (%)	44.46%	49.36%	46.19%	44.13%	41.80%
净利率 (%)	7.20%	16.99%	15.06%	17.71%	17.00%

资料来源：Wind，国联证券研究所

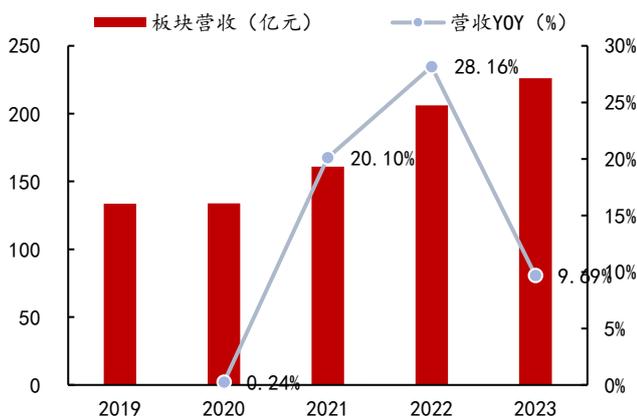
图表37：光伏运营商代表公司近五年营收、利润变化情况

证券代码	证券简称	2023年营收 (亿元)	同比变化 (%)	营业收入 (2019-2023)	2023年归母净利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润 (2019-2023)
601778.SH	晶科科技	43.7	36.7%		3.8	83.2%	
600821.SH	金开新能	33.3	8.0%		8.0	9.6%	
600032.SH	浙江新能	45.2	-1.6%		6.3	-19.1%	
300317.SZ	珈伟新能	8.5	68.9%		0.2	-82.6%	
000591.SZ	太阳能	95.4	3.3%		15.8	13.9%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

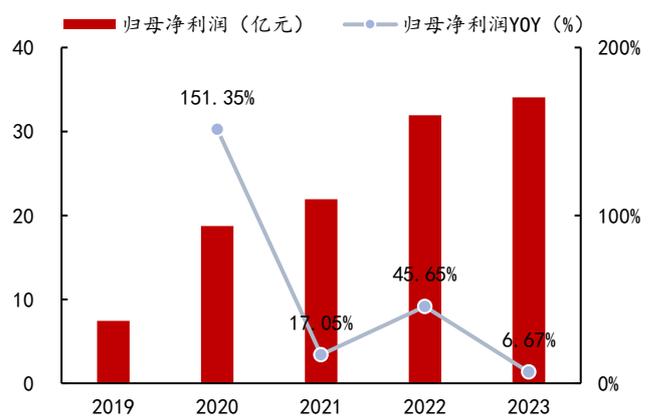
2023 年光伏运营商实现营业收入 226.16 亿元，同比增长 9.69%，实现归母净利润 34.07 亿元，同比增长 6.67%。

图表38：光伏运营商近五年营收情况 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

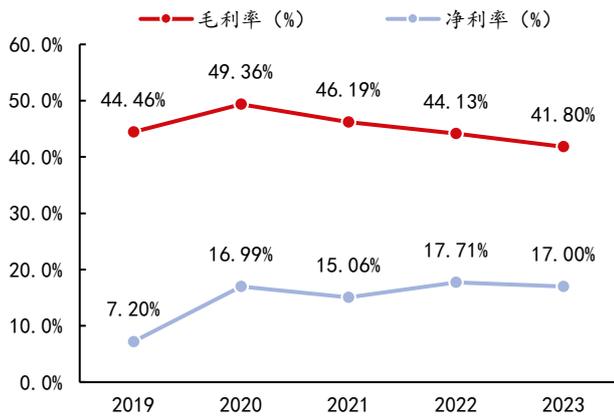
图表39：光伏运营商近五年归母净利润情况 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

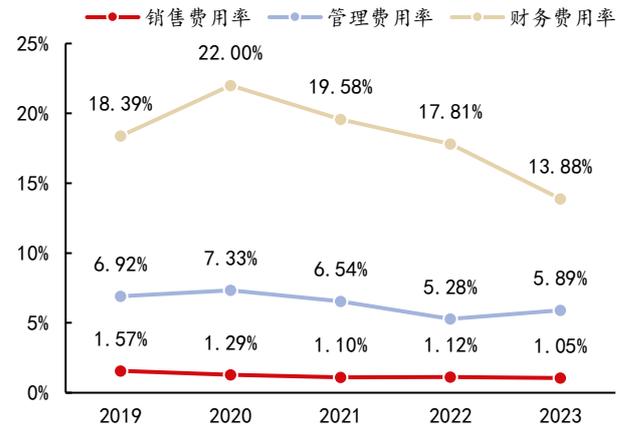
2023 年光伏运营商实现毛利率/净利率分别为 41.8%/17.0%，同比变化分别为-2.33/-0.71pct，2023 年风电运营商销售费率/管理费/财务费率分别为 1.05%/5.89%/13.88%。

图表40：光伏运营商近五年毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表41：光伏运营商近五年销售/管理/财务费用率情况（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 2024Q1：市场化交易电价承压，期间费用改善

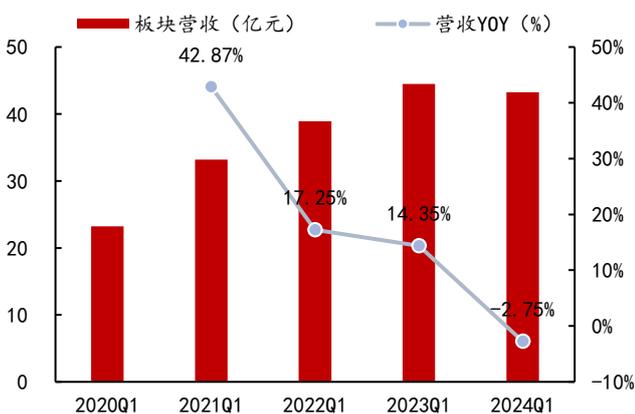
图表42：光伏运营商 2024Q1 业绩情况

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1	2024Q1
板块营收 (亿元)	23.22	33.18	38.90	44.49	43.27
营收 YOY (%)		42.87%	17.25%	14.35%	-2.75%
归母净利润 (亿元)	1.10	2.71	5.11	6.92	6.21
归母净利润 YOY (%)		145.48%	88.72%	35.30%	-10.21%
销售费用率 (%)	1.84%	1.26%	1.27%	1.42%	1.61%
管理费用率 (%)	7.63%	5.72%	5.38%	6.19%	7.00%
财务费用率 (%)	28.22%	21.80%	23.51%	18.94%	18.40%
毛利率 (%)	43.79%	40.86%	47.39%	45.55%	45.91%
净利率 (%)	5.70%	8.40%	15.38%	17.56%	16.06%

资料来源：Wind，国联证券研究所

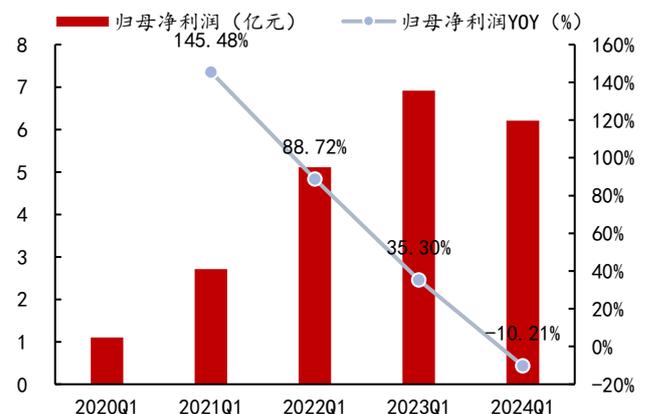
2024Q1 光伏运营商实现营业收入 43.27 亿元，同比变化-2.75%，实现归母净利润 6.21 亿元，同比变化-10.21%。

图表43：光伏运营商近五年 Q1 营收情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

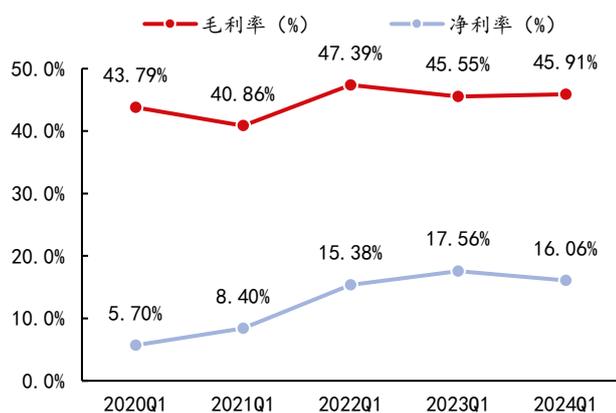
图表44：光伏运营商近五年 Q1 归母净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

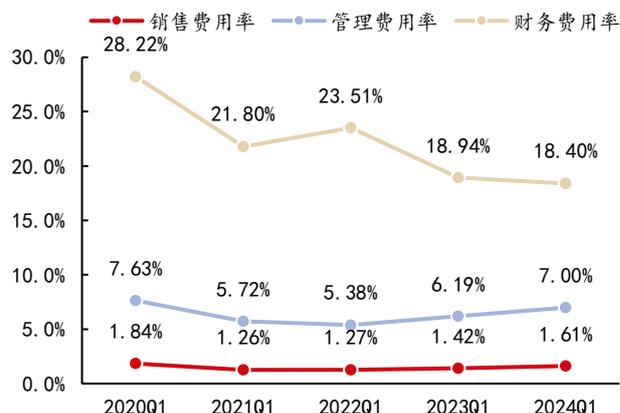
2024Q1 光伏运营商实现毛利率/净利率分别为 45.91%/16.06%，同比变化分别为 +0.36/-1.5pct，2024Q1 光伏运营商销售费率/管理费用率/财务费率分别为 1.61%/7.00%/18.4%。毛利率降低一方面为新能源市场化交易电价降低所致，另一方面主要系运营商非电业务承压。

图表45：光伏运营商近五年 Q1 毛利率、净利率 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表46：光伏运营商近五年 Q1 销售/管理/财务费用率情况 (%)

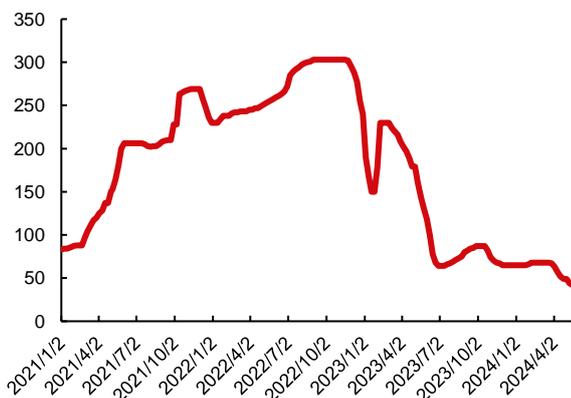


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.3 成本降低，消纳问题有望改善

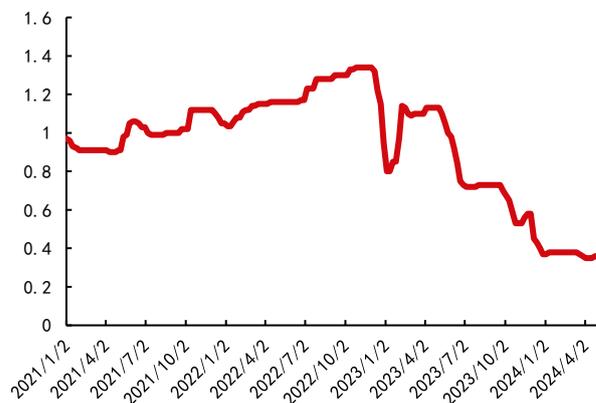
原材料价格下行，2023 年硅料价格下降 72.9%，组件下降 61.1%。截至 2023 年底，多晶硅价格为 65 元/kg，同比降低 72.9%，截至 2024 年 5 月 15 日，多晶硅价格为 42 元/kg，较年初降低 35.4%。组件端来看，我们以电池片 PERC-210 价格来看，2023 年底为 0.37 元/W，同比降低 61.1%，截至 2024 年 5 月 15 日，价格为 0.34 元/W，较年初降低 8.1%，原材料价格下行，运营商采购价格下降，整体项目经济性提升。

图表47：多晶硅（致密料）价格（元/kg）



资料来源：Infolink Consulting，国联证券研究所

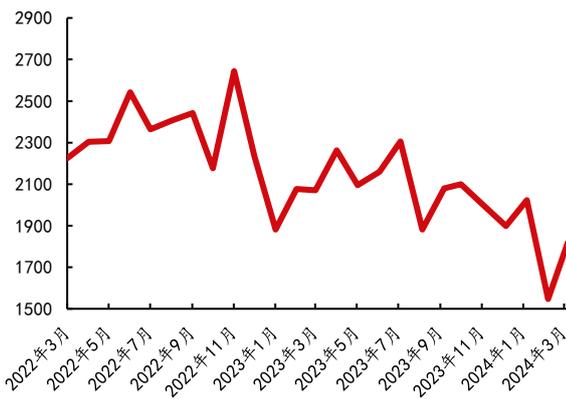
图表48：电池片 PERC-210 价格（元/W）



资料来源：Infolink Consulting，国联证券研究所

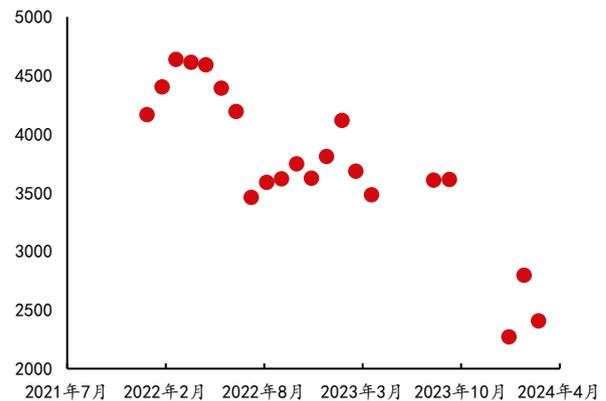
风机中标价格同样处于历史低位。近年来，在风机大型化趋势下，以及风机环节较为激烈的竞争环节下，国内风机中标价持续走低，2023年12月，陆上风机（含塔筒）中标价为1899元/kW，同比-15%，2024年3月中标价格为1818元/kW，同比降低12.2%。2024年3月，海上风机（含塔筒）中标价为2409元/kW，同比降低34.63%。展望未来，在风机大型化趋势下，国内风机价格或继续下探，进一步降低风电建设成本。

图表49：近年陆上风机含塔筒中标价格（元/kW）



资料来源：风电头条，风芒能源，每日风电，风电之音，国联证券研究所

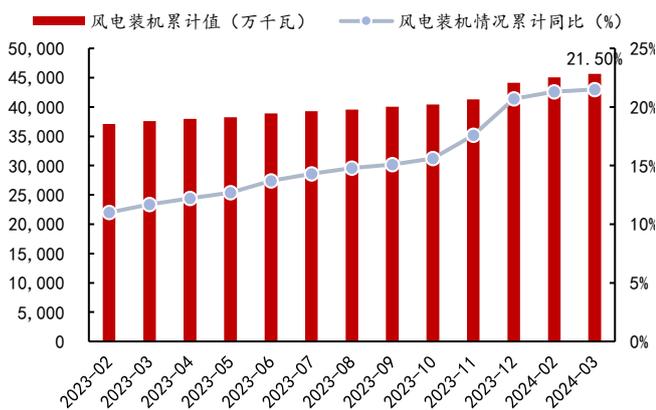
图表50：近年海上风机含塔筒中标价格（元/kW）



资料来源：风电头条，风芒能源，每日风电，风电之音，国联证券研究所

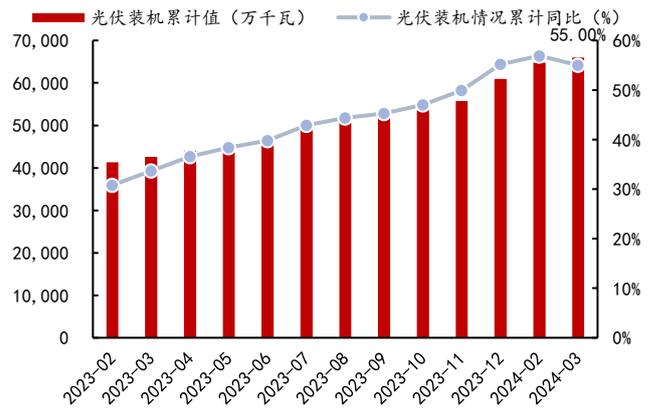
风电、光伏装机规模高增。截止2024年3月，风电、光伏累计装机分别为456.6GW、660.1GW，累计同比分别为+21.5%/+55%，装机增长带动运营商资产增加，带动业绩提升。

图表51：风电装机情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

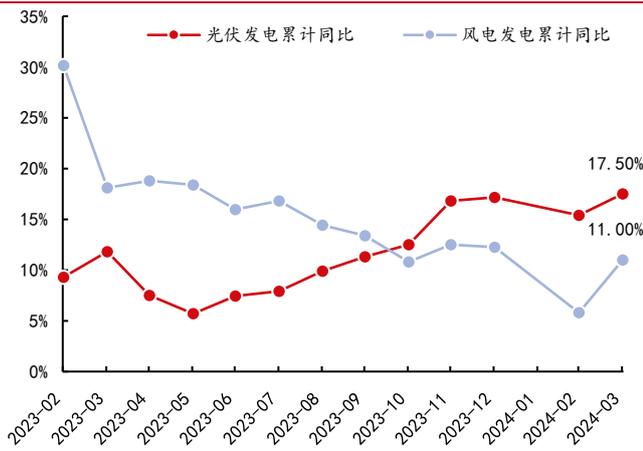
图表52：光伏装机情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

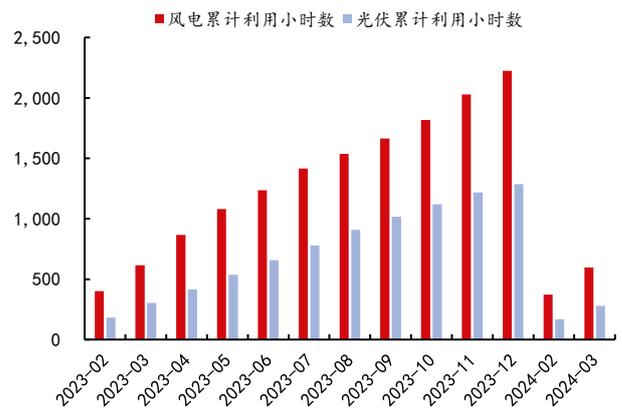
装机规模带动发电量提升。截至2024年3月，风电、光伏累计发电量分别同比增长11%、17.5%，主要系装机规模提升。利用小时数方面，风电、光伏累计利用小时数同比分别为-3.09%/+7.92%，主要系新能源消纳略有承压。

图表53：光伏、风电累计发电量同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表54：风电、光伏累计利用小时数 (小时)



资料来源：Wind，国联证券研究所

新能源消纳问题有望持续改善。依据全国新能源消纳预警中心数据，2024年1-3月，全国风电利用率为96.1%、光伏利用率为96%，新能源利用较低省份主要存在于新能源装机高增的西北地区，风电方面利用率较低省份为甘肃、吉林河北，分别为91.4%、91.7%、92.7%；光伏方面，利用率较低省份为西藏、青海、甘肃，分别为71.3%、91.2%、92.1%。随着特高压外送通道建成，电力市场化交易推进，新能源消纳问题有望逐步改善。

图表55：2024年1-3月新能源消纳情况

	1-3月风电利用率	1-3月光伏利用率		1-3月风电利用率	1-3月光伏利用率
全国	96.1%	96.0%	河南	93.6%	95.7%
北京	97.5%	99.2%	湖北	98.5%	94.7%
天津	98.8%	98.0%	湖南	97.8%	99.8%
河北	92.7%	93.2%	重庆	100.0%	100.0%
山西	98.1%	96.5%	四川	100.0%	100.0%
山东	94.7%	96.6%	陕西	95.4%	94.1%
蒙西	94.1%	92.4%	甘肃	91.4%	92.1%
蒙东	93.1%	97.7%	青海	92.9%	91.2%
辽宁	94.7%	96.5%	宁夏	97.7%	96.1%
吉林	91.7%	95.9%	新疆	95.4%	96.0%
黑龙江	95.5%	95.6%	西藏	98.8%	71.3%
上海	100.0%	100.0%	广东	99.7%	99.9%
江苏	99.8%	99.7%	广西	100.0%	100.0%
浙江	100.0%	100.0%	海南	99.8%	98.9%
安徽	99.8%	99.7%	贵州	99.3%	98.3%
福建	100.0%	100.0%	云南	98.9%	96.8%
江西	99.2%	96.6%			

资料来源：全国新能源消纳预警中心，国联证券研究所

4. 水电、核电：盈利稳健，成长性较高

4.1 水电：盈利稳定，来水增长促发电量提升

水力发电行业我们选取8家子公司作为样本。

➤ 2023：业绩规模提升，盈利质量提升

图表56：水电运营商 2023 业绩情况

	2019	2020	2021	2022	2023
板块营收 (亿元)	1280.29	1316.47	1363.28	1435.68	1739.93
营收 YOY (%)		2.83%	3.56%	5.31%	21.19%
归母净利润 (亿元)	377.23	428.11	400.47	402.47	482.28
归母净利润 YOY (%)		13.49%	-6.46%	0.50%	19.83%
销售费用率	0.08%	0.15%	0.19%	0.19%	0.19%
管理费用率	2.54%	3.05%	2.87%	2.90%	2.62%
财务费用率	13.20%	11.67%	10.90%	9.76%	12.17%
毛利率 (%)	52.13%	54.62%	47.97%	47.05%	48.60%
净利率 (%)	33.31%	36.77%	32.44%	31.90%	31.92%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表57：水电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况

证券代码	证券简称	2023年营收 (亿元)	同比变化 (%)	营业收入 (2019-2023)	2023年归母净利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润 (2019-2023)
600900.SH	长江电力	781.1	50.0%		272.4	27.8%	
600886.SH	国投电力	567.1	12.3%		67.0	64.4%	
600674.SH	川投能源	14.8	4.4%		44.0	25.2%	
600236.SH	桂冠电力	80.9	-23.8%		12.3	-61.8%	
600025.SH	华能水电	234.6	-0.5%		76.4	5.6%	
002039.SZ	黔源电力	19.9	-23.8%		2.6	-36.1%	
000993.SZ	闽东电力	15.0	105.4%		2.3	27.5%	
000791.SZ	甘肃能源	26.4	29.1%		5.2	72.6%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

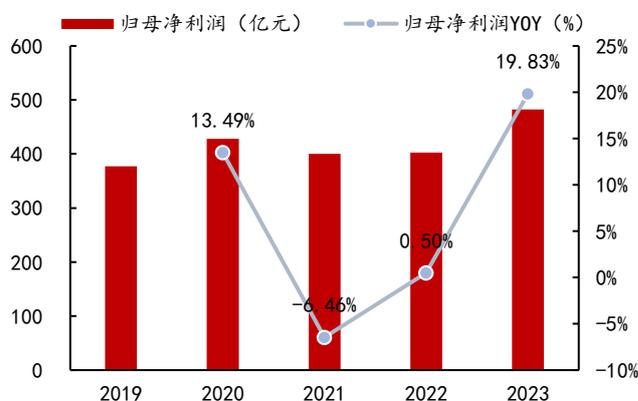
2023 年水电运营商实现营业收入 1739.93 亿元，同比变化+21.19%，实现归母净利润 482.28 亿元，同比变化+19.83%。

图表58：水电运营商近五年营收情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

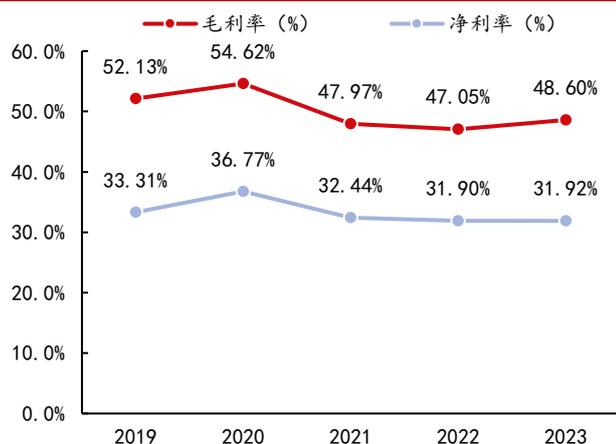
图表59：水电运营商近五年归母净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

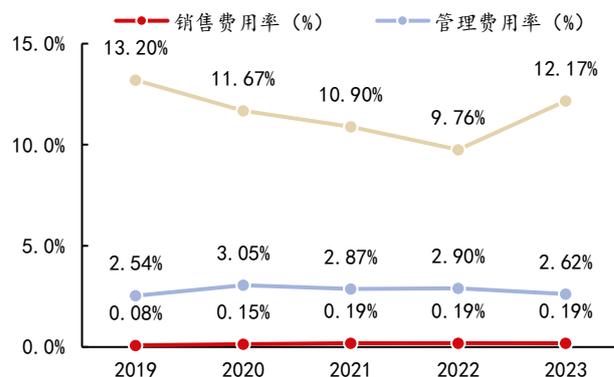
2023 年水电运营商实现毛利率/净利率分别为 48.6%/31.92%，同比变化分别为+1.55/+0.01pct，2023 水电运营商销售费率/管理费用率/财务费率分别为 0.19%/2.62%/12.17%。

图表60：水电运营商近五年毛利率、净利率情况（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表61：水电运营商近五年期间销售/管理/财务费用率情况（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 2024Q1：业绩高增，毛利率提升

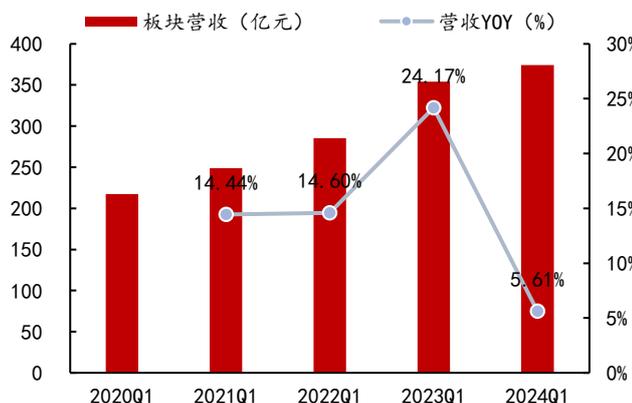
图表62：水电运营商 2024Q1 业绩情况

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1	2024Q1
板块营收 (亿元)	217.49	248.91	285.24	354.20	374.08
营收 YOY (%)		14.44%	14.60%	24.17%	5.61%
归母净利润 (亿元)	45.08	57.39	63.31	74.24	88.13
归母净利润 YOY (%)		27.30%	10.31%	17.27%	18.71%
销售费用率 (%)	0.07%	0.18%	0.17%	0.17%	0.16%
管理费用率 (%)	2.43%	3.07%	2.81%	2.43%	2.41%
财务费用率 (%)	17.89%	14.46%	12.62%	14.87%	13.05%
毛利率 (%)	46.55%	42.68%	43.37%	43.38%	44.56%
净利率 (%)	24.72%	27.53%	26.48%	25.65%	29.10%

资料来源：Wind，国联证券研究所

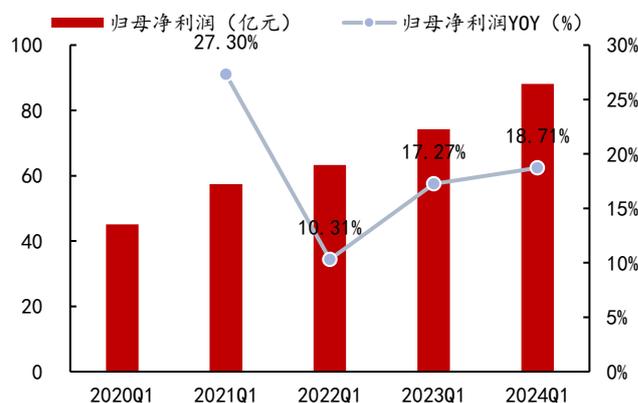
2024Q1 水电运营商实现营业收入 374.08 亿元，同比变化+5.61%，实现归母净利润 88.13 亿元，同比变化+18.71%。

图表63：水电运营商近五年 Q1 营收情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

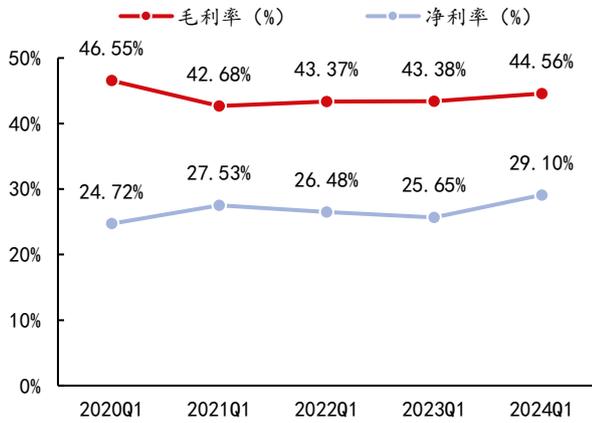
图表64：水电运营商近五年 Q1 归母净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

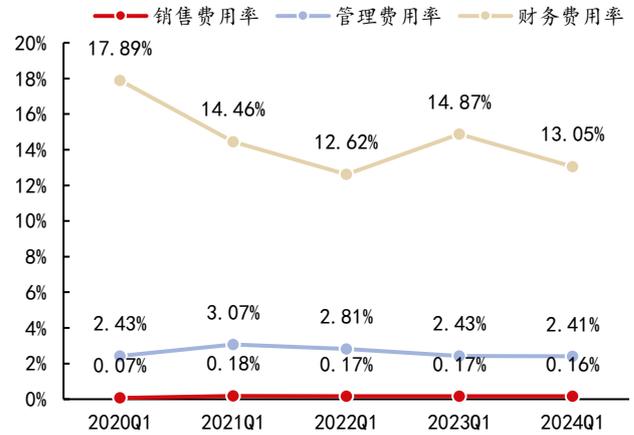
2024Q1 水电运营商实现毛利率/净利率分别为 44.56%/29.1%，同比变化分别为 +1.18/+3.44pct，2024Q1 水电运营商销售费率/管理费用率/财务费率分别为 0.16%/2.41%/13.05%。折旧摊销降低，成本管控能力提升，毛利率、净利率稳定增长。

图表65：水电运营商近五年Q1毛利率、净利率情况(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表66：水电运营商近五年Q1销售/管理/财务费用率情况(%)

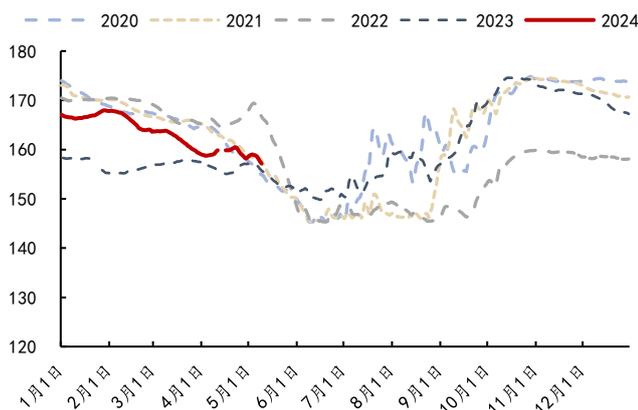


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 水电：Q1 来水改善发电量提升，折旧降低提升利润

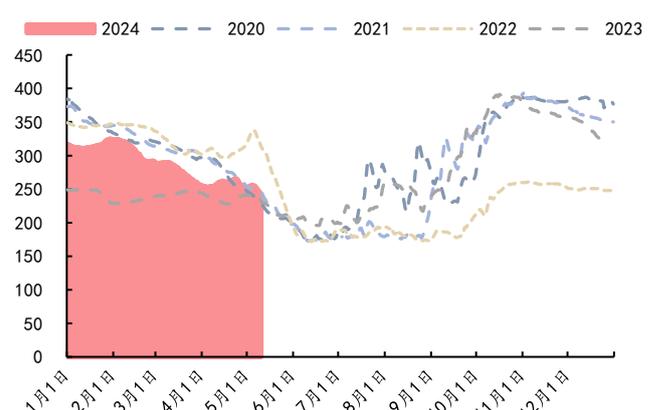
2024Q1 来水相对高位。截至 2024 年 5 月 10 日，三峡水库站水位 157.15 米，2024Q1 水位平均值为 165 米，同比+5.1%，以水库蓄水量情况来看，三峡水库站蓄水量为 243 亿立方米，2024Q1 水位平均值为 300 亿立方米，同比+24.8%，蓄水量较高保障水电发电量提升。

图表67：三峡水库站水位情况(米)



资料来源：Wind，国联证券研究所

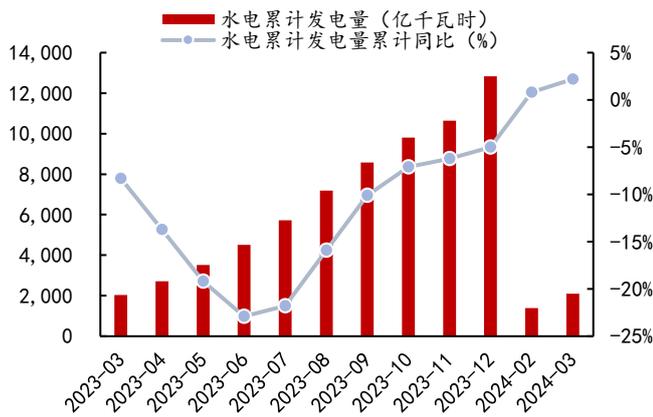
图表68：三峡水库站蓄水量情况(亿立方米)



资料来源：Wind，国联证券研究所

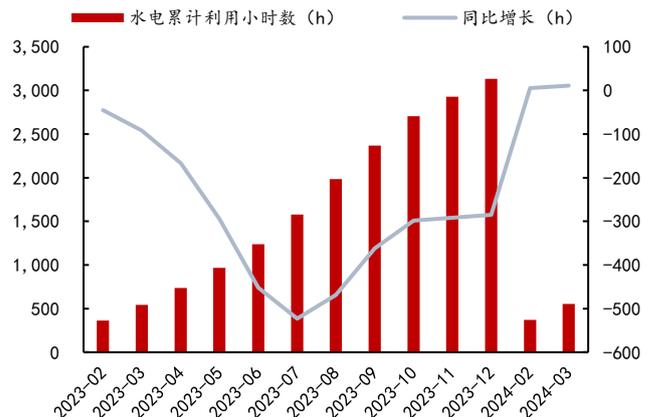
受益来水情况改善，水电发电量提升。截至 2024 年 3 月，水电累计发电量 2102 亿千瓦时，同比增长 2.2%。截至 2024 年 3 月，水电累计利用小时数为 555 小时，同比增长 11 小时。

图表69：水电累计发电量及同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

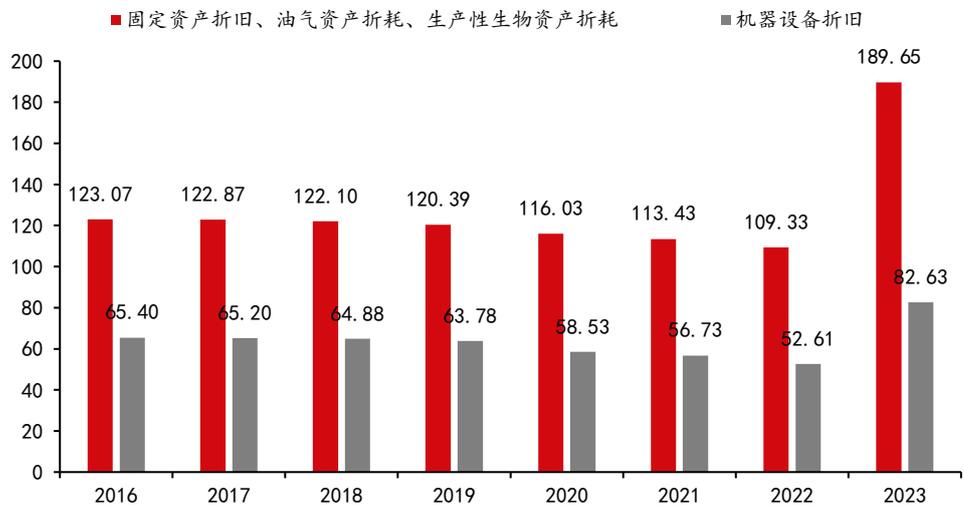
图表70：水电累计利用小时数及同比 (小时)



资料来源：Wind，国联证券研究所

水电机组折旧陆续到期，盈利能力逐步提升。长江电力机组于2003年开始陆续投产，公司机器设备的折旧年限平均为17-18年，依据固定资产折旧及机器设备折旧数据来看，2020年后水电机组折旧费用逐年降低（2023年费用增加主要系乌东德、白鹤滩机组并表）。

图表71：长江电力折旧情况 (亿元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

4.3 核电：高核准装机，成长性凸显

核电发电行业我们选取2家子公司作为样本。

➤ 2023：装机稳定促进业绩增长

图表72：核电运营商近五年业绩情况

	2019	2020	2021	2022	2023
板块营收 (亿元)	1069.42	1228.61	1430.46	1541.08	1575.06
营收 YOY (%)		14.89%	16.43%	7.73%	2.20%
归母净利润 (亿元)	140.78	155.58	177.71	189.75	213.48
归母净利润 YOY (%)		10.51%	14.22%	6.78%	12.51%
销售费用率	0.13%	0.11%	0.11%	0.08%	0.10%
管理费用率	4.31%	3.86%	3.93%	4.57%	4.12%
财务费用率	13.86%	12.04%	9.28%	9.56%	8.23%
毛利率 (%)	41.78%	40.35%	37.99%	38.98%	40.09%
净利率 (%)	21.69%	21.02%	20.79%	20.48%	23.15%

资料来源：Wind，国联证券研究所

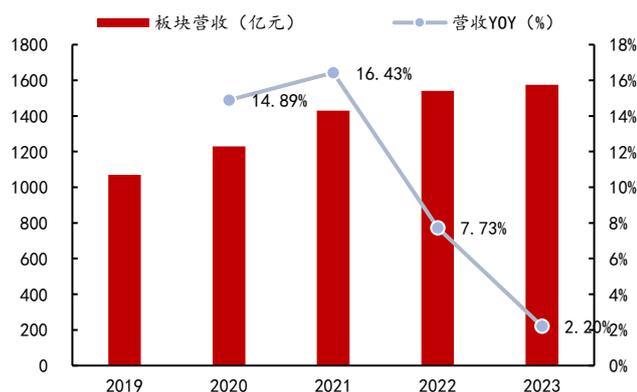
图表73：核电运营商代表公司近五年营收、利润变化情况

证券代码	证券简称	2023年营收 (亿元)	同比变化 (%)	营业收入 (2019-2023)	2023年归母净利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润 (2019-2023)
601985.SH	中国核电	749.6	5.2%		106.2	17.9%	
003816.SZ	中国广核	825.5	-0.3%		107.2	7.6%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

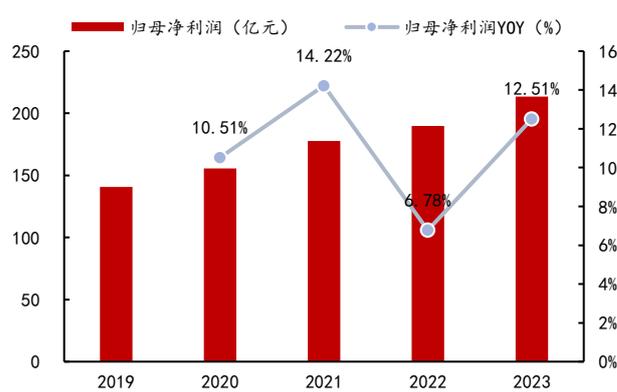
2023年核电运营商实现营业收入1575.06亿元，同比变化+2.2%，实现归母净利润213.48亿元，同比变化+12.51%。

图表74：核电运营商近五年营收情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

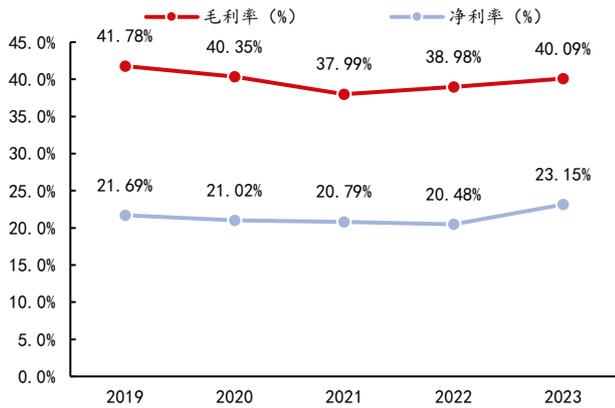
图表75：核电运营商近五年归母净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

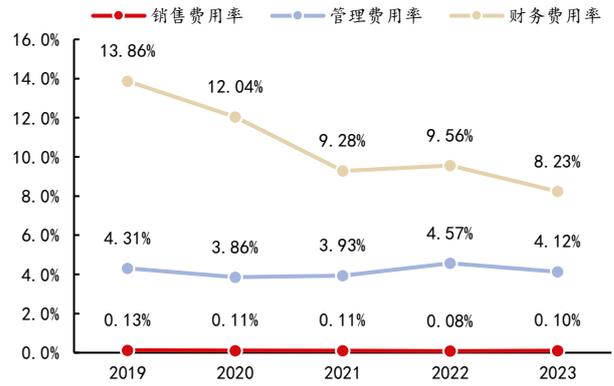
2023年核电运营商实现毛利率/净利率分别为40.09%/23.15%，同比变化分别为+1.11/+2.66pct，2023年核电运营商销售费率/管理费用率/财务费率分别为0.1%/4.12%/8.23%。成本管控能力提升，毛利率、净利率稳定增长。

图表76: 核电运营商近五年营收情况 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表77: 核电运营商近五年销售/管理/财务费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 2024Q1: 业绩稳定, 盈利质量提升

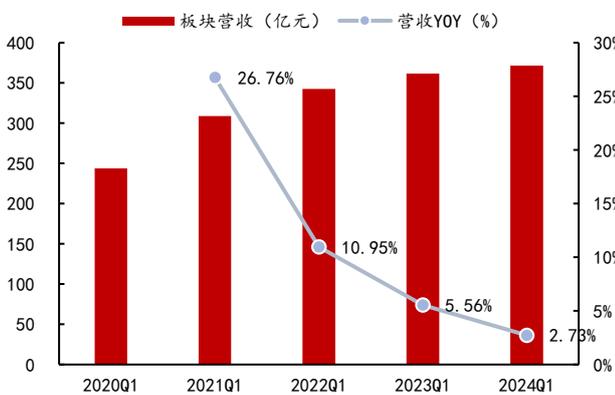
图表78: 核电运营商 2024Q1 业绩情况

	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1	2024Q1
板块营收 (亿元)	243.73	308.95	342.77	361.82	371.70
营收 YOY (%)		26.76%	10.95%	5.56%	2.73%
归母净利润 (亿元)	25.69	41.61	57.36	65.09	66.63
归母净利润 YOY (%)		61.95%	37.85%	13.49%	2.36%
销售费用率	0.14%	0.17%	0.07%	0.10%	0.05%
管理费用率	4.20%	3.57%	3.15%	3.29%	3.52%
财务费用率	16.50%	9.45%	9.66%	8.75%	7.95%
毛利率 (%)	43.30%	40.39%	45.86%	45.49%	44.06%
净利率 (%)	17.89%	23.09%	28.08%	29.37%	29.61%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

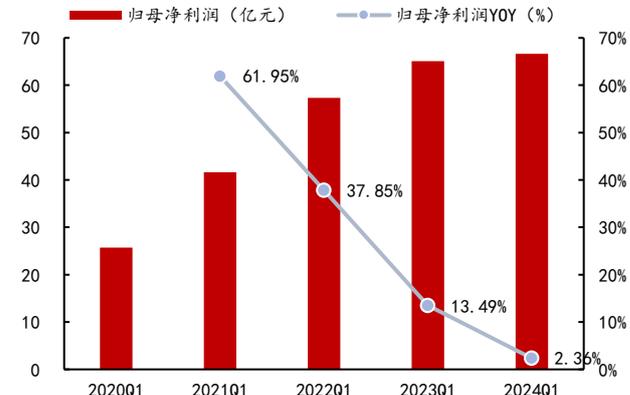
2024Q1 核电运营商实现营业收入 371.7 亿元, 同比变化+2.73%, 实现归母净利润 66.63 亿元, 同比变化+2.36%。

图表79: 核电运营商近五年 Q1 营收情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表80: 核电运营商近五年 Q1 归母净利润情况

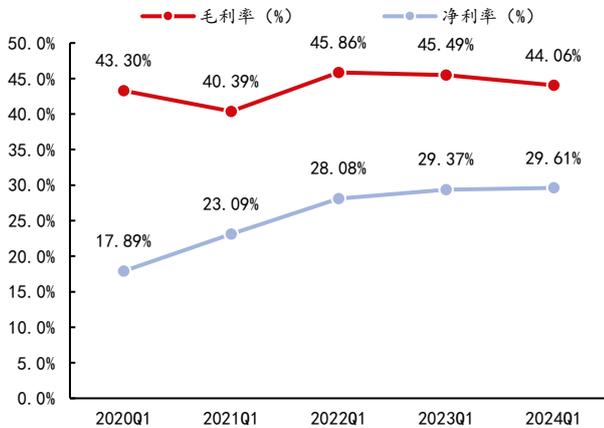


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2024Q1 核电运营商实现毛利率/净利率分别为 44.06%/29.61%, 同比变化分别为

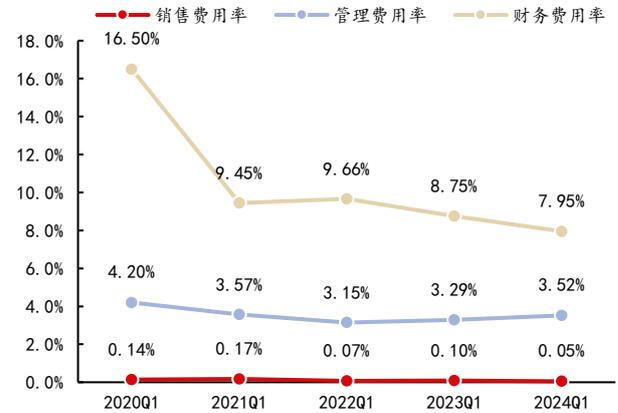
-1.43/+0.23pct，2024Q1 核电运营商销售费率/管理费用率/财务费率分别为 0.05%/3.52%/7.95%。

图表81：核电运营商近五年Q1毛利率、净利率情况(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表82：核电运营商近五年Q1销售/管理/财务费用率情况(%)

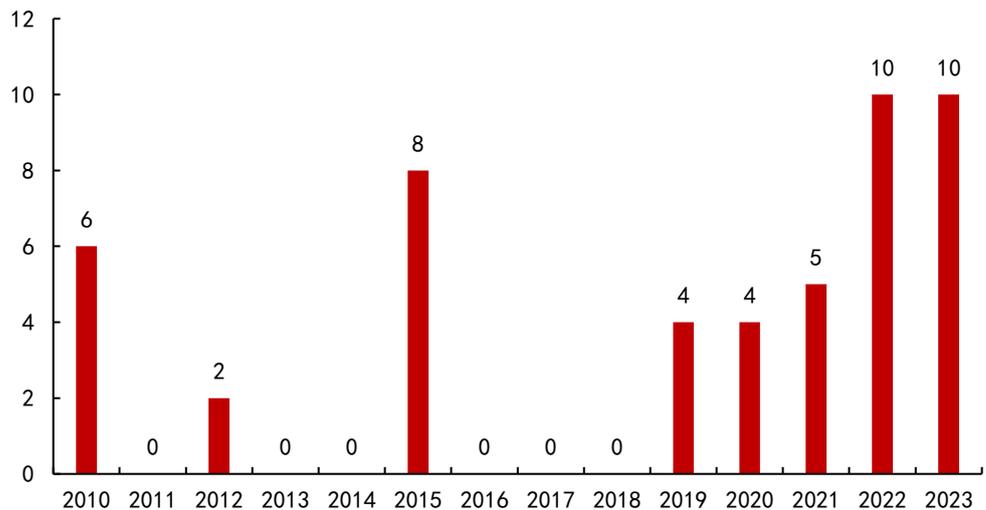


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.4 核电：审批加速提升成长性，市场化电量提升

2022年核准10台机组创近年新高，2023年核准10台机组，高增延续。2023年7月国常会核准石岛湾一期扩建1、2号机组、宁德5、6号机组、徐大堡1、2号机组，12月底，国常会核准广东太平岭3、4号机组、浙江金七门1、2号机组，其中金七门为新获批厂址，2023年全年共计核准10台机组。

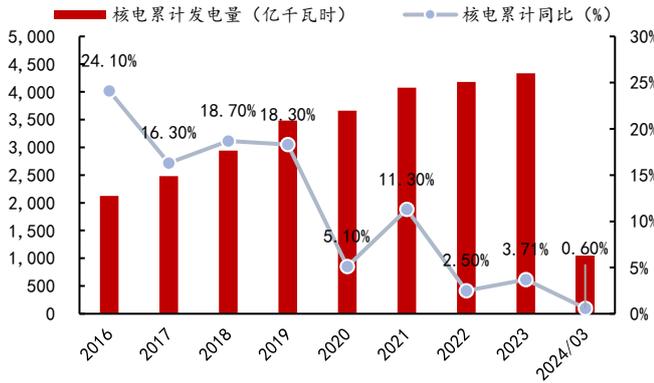
图表83：2010-2023 核电机组审批台数



资料来源：中国政府网，国联证券研究所

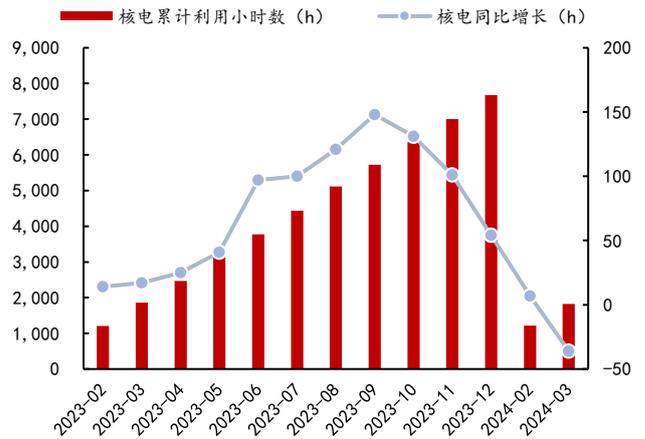
核电发电量稳定。截至2024年3月，核电累计发电量1039.2亿千瓦时，累计同比+0.6%。以利用小时数角度来看，核电累计利用小时数为1828小时，同比降低36小时，利用小时数下降主要系核电站大修影响。

图表84：核电发电量情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表85：核电累计利用小时数情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

市场化交易电量稳定提升。2023 年中国核电市场化交易电量同比-0.14%，核电市场化交易电量占比为 42.65%，同比降低 0.37pct，中国广核市场化交易电量同比+5.57%，占比 57.3%，同比增长 2pct。市场化交易电量比例提升有助于带动核电上网电价提升空间。

图表86：中国核电、中国广核市场化交易电量及变动

	2022	2023	同比变动
市场化交易的总电量 (亿千瓦时)	745.15	744.1	-0.14%
中国核电 (核电部分)			
总上网电量 (亿千瓦时)	1,732.16	1,744.58	0.72%
占比 (%)	43.67%	42.65%	-0.37pct
中国广核			
上网电量 (亿千瓦时)	1,983.75	2,141.46	7.95%
市场化交易电量	1,097.01	1,227.06	5.57%
占比 (%)	55.30%	57.30%	+2.0pct

资料来源：公司公告，国联证券研究所

5. 投资建议：关注电改背景下盈利稳定增长

电改背景下，各类机组当前角色不同，火电、水电、核电作为基荷电源，对电力需求起到支撑作用，新能源装机促进电力系统向低碳、清洁转型。当前处于转型关键节点，水电、核电 ROE 稳定，盈利能力稳定，充沛现金流保障成长，同时保障分红能力；火电受益长协煤政策、容量电价政策，稳定收益能力逐步提升，分红能力增强，公用事业化逻辑提升；新能源运营商当前面临的消纳问题持续改善，绿电交易规模提升，环境属性有望贡献价值。建议关注当前电改背景下各类电源盈利能力稳定增长，运营商向公用事业化属性迈进。

火电方面，电力需求高增保障当前火电高利用小时数，保障火电装机规模提升。煤价较低保障火电 2024 年全年盈利能力高增。现货稀缺电价+容量电价回收成本+辅

助服务补偿促进火电收益更具稳定性，稳定现金流保障分红比例，建议关注火电龙头公司，**华能国际、皖能电力、宝新能源**等。

绿电方面，低成本装机促进运营商装机规模高增，特高压通道建设+新能源市场化交易政策等有望改善新能源消纳情况，新能源运营商电价短期承压，未来绿证+绿电交易等方式拓展，新能源电价环境价值有望凸显，建议关注绿电公司，**三峡能源、江苏新能**等。

水电、核电方面，盈利稳定属性，现金流充沛，分红比例有望提升，红利资产属性突出，核电 2024 年有望核准 10-12 台，兼备成长性。建议关注核电龙头公司，**中国核电**。

6. 风险提示

1) **装机规模不及预期**：运营商装机进度和装机规模影响营收情况，如果装机进度不及预期，则影响当年增量业绩。

2) **市场化交易电价波动**：电量市场化交易比例逐年提升，市场化电价更具波动性，影响运营商当年业绩。

3) **煤价、装机成本变动**：煤炭是火电重要营业成本支出项，若煤价波动则影响火电当年业绩，硅料、风机价格上涨则影响新增新能源项目盈利能力。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼