

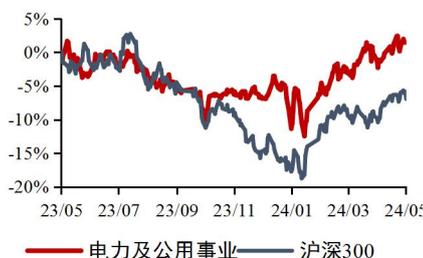
## 电力及公用事业

2023 年报及 2024 年一季报综述同步大市-A(维持)  
需求侧高增，火电业绩超预期

2024 年 5 月 23 日

行业研究/行业分析

## 电力及公用事业板块近一年市场表现



资料来源：最闻

## 首选股票

## 评级

## 相关报告：

【山证电力及公用事业】电力月报：3月用电高增，用电增速继续高于规上发电 2024.4.26

## 分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

## 投资要点：

➢ **行业基本面供需两旺，高景气延续。**23 年及 24 年一季度用电量实现高速增长。23 年全年用电量同比增长 6.7%。24 年一季度全社会用电量同比增长 9.8%，较去年同期高 6.20 pct。23 年度规模以上电厂累计发电量 89091 亿千瓦时，同比增长 5.2%，较去年同期增加 3.0 个百分点；其中，火电、水电、风电、核电、光伏发电量分别同比+6.1%、-5.6%、+12.3%、+3.7%、+17.2%。24 年一季度规模以上电厂累计发电量 22372 亿千瓦时，同比增长 6.7%，较去年同期增加 4.3 个百分点；其中火电、水电、风电、核电、光伏发电量分别同比+6.6%、+2.2%、+11.0%、+0.6%、+17.5%。

➢ **电力板块报表总结：收入稳健，盈利能力提升。**收入端，23 年电力板块营收超预期增长；24 年一季度电力板块营收整体缓增，火电板块收入增速较去年同期有所增加。23 年电力板块实现收入 15907.1 亿元，同比增加 4.2%。24 年一季度电力板块实现收入 3921.36 亿元，同比增加 3.1%，其中，水电板块收入增速最高，达 4.1%；火电板块收入同比增速达 3.0%，较去年同期增长微增；绿电收入增速较去年同期微降。利润端，24 年一季度整体盈利水平提升，主因火电贡献。23 年年度电力板块实现毛利率 21.0%，同比增长 5.3 个百分点；归母净利润实现 1289.1 亿元，同比增长 77.2%。24 年一季度电力板块实现毛利率 21.9%，同比增长 3.2 个百分点；归母净利润实现 395.6 亿元，同比增长 36.5%。

➢ **火电板块：成本改善增厚业绩，盈利水平提升显著。**行业方面：收入端，23 年火电板块实现收入 11701.3 亿元，同比增长 4.2%。24 年一季度火电板块实现收入 2942.3 亿元，同比增长 3.0%，高于去年同期增速 1.3 个百分点，我们认为或因一季度用电需求稳健增长以及成本端改善背景下火电优势凸显。利润端，上游燃料价格改善显著增厚火电业绩。23 年全年火电板块实现毛利率 12.7%，同比增长 6.0 个百分点；归母净利润同比大幅扭亏。24 年一季度火电板块实现毛利率 14.16%，同比增加 4.13 个百分点；归母净利润同比大幅增长 104.5%。财务费用下降，资本结构持续优化。**个股方面：**收入端，发电量稳增下火电板块公司实现高比例增长。23 年火电板块 23 家样本公司中有 16 家营收实现正增长，营收同比增速中位数为 4.8%。24 年一季度有家 14 营收实现正增长，营收同比增速中位数为 4.3%。利润端，23 年全年及 24 年一季度全国及地方性火电公司毛利率多呈现上升趋势，仅有个别公司毛利率下降。23 年共有 7 家公司扭亏为盈；24 年共有 3 家公司扭亏为盈，分别为建投能源、豫能控股、华银电力。长三角及广东沿海地区度电毛利提升较快，我们认为或因沿海地区上网电价较高、电力市场化程度更高以及相关区域公司进行成本改善举措。23 年火电板块公司股息率水平较 22 年有明显抬升，宝新能源、申能股份、浙能电力、内蒙华电、京能电力、皖能电力股息率位列前六。

➢ **水电板块，来水偏枯影响叠加电价上涨，业绩整体稳中有增。**行业方



面：收入端，来水偏枯影响叠加水电价格上涨，营收水平整体保持稳健。根据选取样本公司，23年全年及24年一季度水电板块实现收入分别为1742.5、378.6亿元，同比增长7.7%、4.1%；利润端，23年全年水电板块实现毛利率47.9%，同比增长7.1个百分点；归母净利润同比增长12.0%。24年一季度水电板块实现毛利率44.1%，同比增加1.81个百分点；归母净利润同比增长17.4%。23年水电板块公司上网电价平均为322.6元/兆瓦时，同比增长5.96%。一季度水电板块偿债能力呈现提升趋势。**个股方面：**收入端，23年表现分化，24年一季度营收整体增长。利润端，23年部分水电板块公司略承压，24年一季度盈利能力整体上行。在经历23年水电板块半数公司业绩由于来水偏枯下行后，24年一季度公司业绩回暖，8家公司归母净利润均实现正增长。从度电盈利能力来看，23年水电板块公司整体度电毛利提升，主因相关送电区域电价超预期增长。23年水电板块公司股息率水平整体稳定，国投电力、桂冠电力、长江电力股息率位列前三。

➤ **绿电板块，收入微增，利润端整体承压。**行业方面：装机增长与新能源上网电价下跌叠加影响下，23年全年绿电板块实现营收2463.3亿元，同比增加2.1%；24年一季度实现营收600.5亿元，同比增加3.0%。利润端整体略承压。23年全年绿电板块实现毛利率41.4%，同比增加0.7个百分点，归母净利润同比增加10.4%。24年一季度绿电板块毛利率45.8%，同比下降0.5个百分点，归母净利润同比增加0.5%；一季度毛利率承压主要受新能源电价下跌、设备平均利用小时下降以及风况影响风电发电量下部分公司业绩不及预期等因素影响。**个股方面：**收入端，绿电板块公司业绩表现较分化。利润端，部分绿电板块公司仍待复苏。受新能源电价进一步市场化、装机量快速增加及平价上网政策指导影响，风电及光伏上网电价进一步下降，绿电板块公司度电毛利多有承压。

➤ **投资策略：**用电侧，2024年一季度全社会及分部门用电增速均维持高增趋势，三产占比进一步提升；未来新质生产力发展及电能替代趋势推动下，用电量需求或将进一步提升。其中长三角及粤皖地区新兴产业布局较早、规模占比较高，且相关产业如光伏制造、AI数据中心等多为新高耗能产业，预期上述地区用电需求将进一步提升。发电侧，火电板块：短期来看，24年一季度火电公司受益于成本端改善业绩多有显著增长，预计上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，良好开局下全年火电板块优势仍将凸显；长期来看，煤电容量电价机制逐步推进，通过容量电价回收固定成本的比例逐步提升；两部制电价将持续支撑火电企业稳定盈利能力及分红能力，火电标的商业模式改善下的新价值点仍有待市场挖掘。水电板块：短期来看，24年广西、贵州等地多发暴雨，二季度来水情况或迎边际改善；长期来看，水电资本开支高峰已过，电价或仍将上行，且随着资本结构的持续优化，分红比例仍有提升空间。建议关注区域优势更为显著的长三角火电龙头【皖能电力】、【申能股份】、【浙能股份】；充分受益电力市场改革成果的全国性电厂【国电电力】、【华电国际】；来水预期改善和红利风格持续背景下的【长江电力】和【国投电力】。

**风险提示：**电力市场化交易造成上网电价波动；动力煤价格上涨；用电需求不及预期；降水量减少导致来水情况不及预期。

## 目录

1. 电力板块.....	6
1.1 行业基本面观察：供需两旺，高景气延续.....	6
1.2 23 年年报及 24 年一季报总结：收入稳健，盈利能力提升.....	7
2. 火电板块：.....	10
2.1 行业：成本改善增厚业绩，盈利水平提升显著.....	10
2.2 个股：业绩高比例增长，股息率水平抬升.....	12
3. 水电板块：.....	17
3.1 行业：来水偏枯影响叠加电价上涨，业绩整体稳中有增.....	17
3.2 个股：一季度改善显著，分红整体稳定.....	20
4. 绿电板块：.....	23
4.1 行业：收入微增，利润端整体承压.....	23
4.2 个股：业绩表现分化，部分公司仍待复苏.....	24
5. 投资建议.....	27
6. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1：全社会用电量当月值&同比增速.....	6
图 2：全社会用电量累计值&同比增速.....	6
图 3：全国累计发电量及增速（亿千瓦时；%）.....	6
图 4：分类型发电量占比.....	6
图 5：电力板块年度营收及同比.....	8
图 6：电力板块季度营收及同比.....	8
图 7：电力分板块年度营收增速对比（累计）.....	8
图 8：电力分板块季度营收增速对比（累计）.....	8



图 9： 电力板块年度毛利率及同比变化.....	9
图 10： 电力板块季度毛利率及同比变化.....	9
图 11： 电力板块归母净利润（累计）及同比增速.....	9
图 12： 电力分板块归母净利润同比增速对比.....	9
图 13： 2023 年火电板块营收及同比增速.....	10
图 14： 2024Q1 火电板块分季度营收及同比增速.....	10
图 15： 23 年火电板块毛利率及同比变化.....	10
图 16： 24 年 Q1 火电板块分季度毛利率及同比变化.....	10
图 17： 23 年火电板块归母净利润.....	11
图 18： 24 年 Q1 火电板块分季度归母净利润.....	11
图 19： 火电板块财务费用率.....	11
图 20： 火电板块资产负债率.....	11
图 21： 火电板块各公司上网电价（元/兆瓦时） .....	15
图 22： 2023 年水电板块营收及同比增速.....	17
图 23： 2024Q1 水电板块分季度营收及同比增速.....	17
图 24： 三峡水库站出库流量.....	17
图 25： 三峡水库站入库流量.....	17
图 26： 2023 年水电板块毛利率及同比变化.....	18
图 27： 2024 年水电板块一季度毛利率及同比变化.....	18
图 28： 2023 年水电板块归母净利润及同比增速.....	18
图 29： 2024 年一季度水电板块归母净利润及同比增速.....	18
图 30： 水电板块各公司上网电价及同比.....	19
图 31： 水电板块财务费用率及同比变化.....	19
图 32： 水电板块资产负债率变化.....	19
图 33： 2023 年绿电板块营收及同比增速.....	23
图 34： 2024 年 Q1 绿电分季度营收及同比增速.....	23

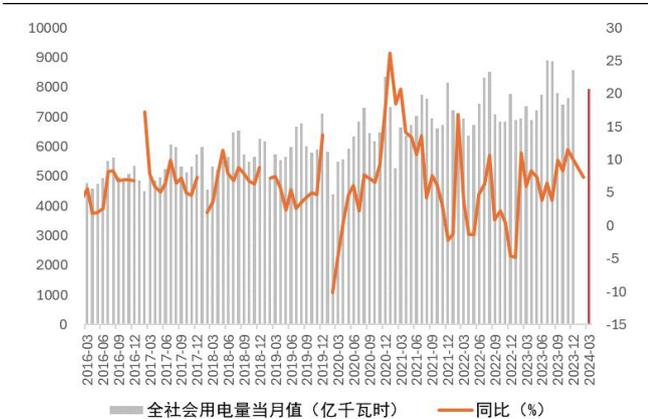
图 35: 绿电板块毛利率及同比变化.....	23
图 36: 绿电板块归母净利润及同比增速.....	23
图 37: 绿电板块财务费用率及同比变化.....	24
图 38: 绿电板块资产负债率及同比变化.....	24
图 39: 绿电板块各公司上网电价及同比增速.....	26
表 1: 电力板块样本标的.....	7
表 2: 2023 年及 2024 年一季度火电样本公司收入及增速.....	12
表 3: 火电板块 2023 年及 2024 年一季度毛利率.....	13
表 4: 火电板块归母净利润及同比.....	14
表 5: 火电板块度电收入、成本及毛利水平.....	14
表 6: 火电板块公司股息率水平.....	16
表 7: 水电板块公司营收及同比.....	20
表 8: 水电板块公司毛利率及同比变化.....	21
表 9: 水电板块公司归母净利润及同比.....	21
表 10: 水电板块公司度电收入、成本、毛利.....	21
表 11: 水电板块公司股息率水平.....	22
表 12: 绿电板块公司营收及同比.....	25
表 13: 绿电板块公司毛利率及同比.....	25
表 14: 绿电板块公司归母净利润及同比.....	25
表 15: 绿电板块公司度电收入、成本、毛利.....	26

## 1. 电力板块

### 1.1 行业基本面观察：供需两旺，高景气延续

23年及24年一季度用电量实现高速增长。23年全年实现用电量92241亿千瓦时，同比增长6.7%。24年一季度全社会用电量累计实现23373亿千瓦时，同比增长9.8%，较去年同期高6.20 pct。

图1：全社会用电量当月值&同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图2：全社会用电量累计值&同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

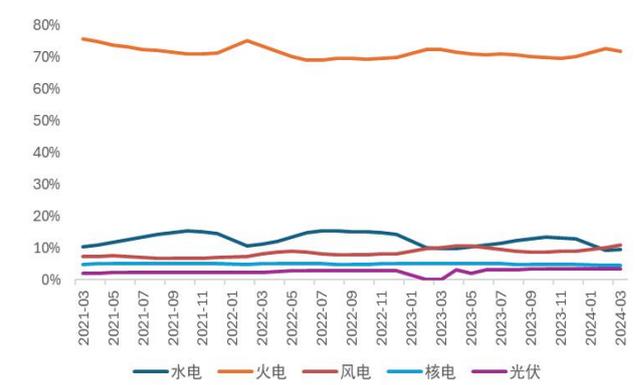
**发电量超预期，火电稳健增长。**2023年度规模以上电厂累计发电量89091亿千瓦时，同比增长5.2%，较上年同期增加3.0个百分点；其中，火电发电量62318亿千瓦时，同比增长6.1%；水电发电量11409亿千瓦时，同比增长-5.6%；风电发电量8090亿千瓦时，同比增长12.3%；核电发电量4333亿千瓦时，同比增长3.7%；光伏发电量2940亿千瓦时，同比增长17.2%。2024年一季度规模以上电厂累计发电量22372亿千瓦时，同比增长6.7%，较上年同期增加4.3个百分点；火电发电量16028亿千瓦时，同比增长6.6%，占比达71.6%；水电发电量2102亿千瓦时，同比增长2.2%，占比9.4%；风电发电量2419亿千瓦时，同比增长11.0%，占比10.8%；核电发电量1039亿千瓦时，同比增长0.6%，占比4.7%；光伏发电量783亿千瓦时，同比增长17.5%，占比3.5%。

图3：全国累计发电量及增速（亿千瓦时；%）

图4：分类型发电量占比



资料来源：国家统计局，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

## 1.2 23 年年报及 24 年一季报总结：收入稳健，盈利能力提升

参考中信行业分类，我们选取了电力行业 43 个标的进行分析，其中包括火电标的 23 个、绿电标的 12 个、水电标的 8 个。

表 1：电力板块样本标的

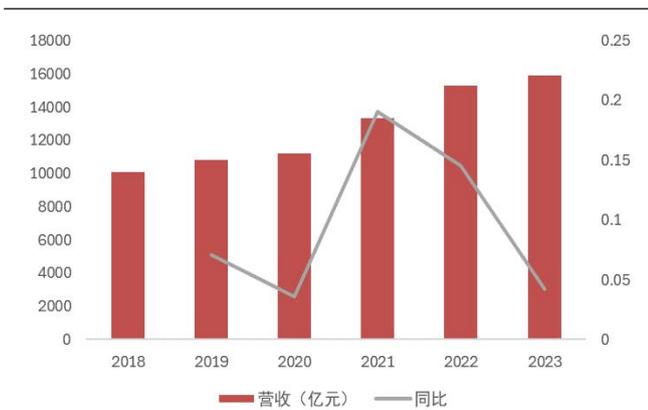
火电板块	水电板块	绿电板块
深圳能源	韶能股份	吉电股份
穗恒运 A	国投电力	太阳能
粤电力 A	湖南发展	银星能源
皖能电力	黔源电力	龙源电力
建投能源	华能水电	中闽能源
宝新能源	桂冠电力	三峡能源
晋控电力	川投能源	节能风电
湖北能源	长江电力	晶科科技
赣能股份		中国核电
长源电力		芯能科技
豫能控股		中国广核
华能国际		江苏新能
上海电力		
浙能电力		
华电国际		
天富能源		
京能电力		
申能股份		
华电能源		
华银电力		
国电电力		
内蒙华电		

火电板块	水电板块	绿电板块
大唐发电		

资料来源：Wind，山西证券研究所

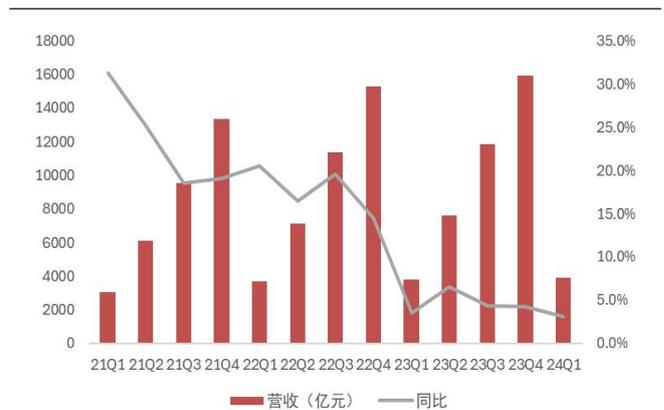
收入端，23年电力板块营收超预期增长；24年一季度电力板块营收整体缓增，火电板块收入增速较去年同期有所增加。2023年电力板块实现收入15907.1亿元，同比增加4.2%。2024年一季度电力板块实现收入3921.36亿元，同比增加3.1%，其中，水电板块收入增速最高，达4.1%；火电板块收入同比增速达3.0%，较去年同期增长微增；绿电收入增速较去年同期微降。

图 5：电力板块年度营收及同比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：电力板块季度营收及同比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：电力分板块年度营收增速对比（累计）

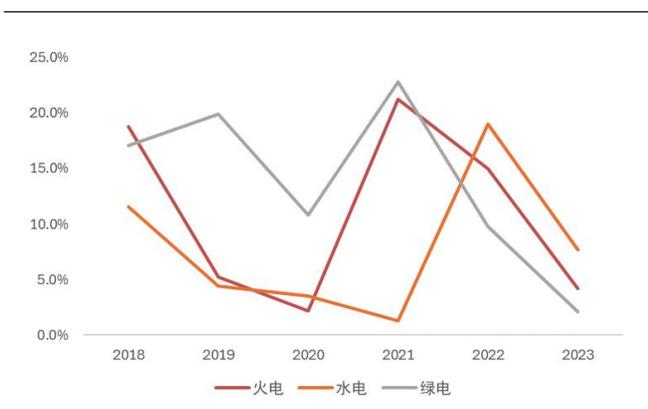
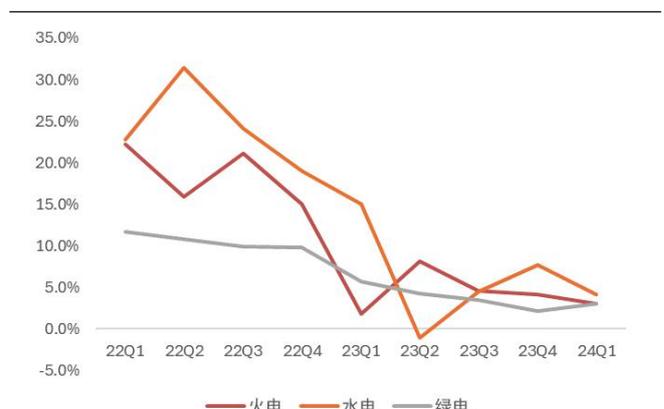


图 8：电力分板块季度营收增速对比（累计）

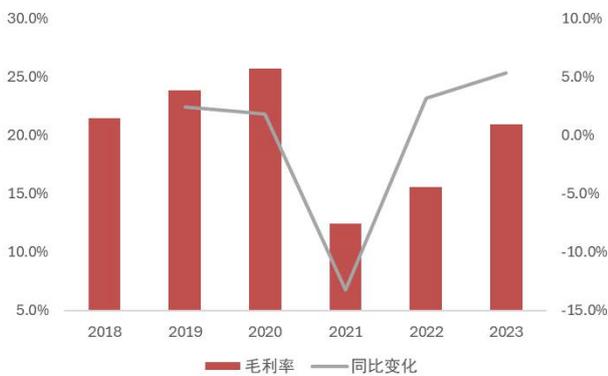


资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，2024年一季度整体盈利水平提升，主因火电贡献。2023年年度电力板块实现毛利率21.0%，同比增长5.3个百分点；归母净利润实现1289.1亿元，同比增长77.2%。2024年一季度电力板块实现毛利率21.9%，同比增长3.2个百分点；归母净利润实现395.6亿元，同比增长36.5%。23年及24年一季度电力板块业绩增长主要由火电贡献，火电板块归母净利润同比增速达104.5%，远高于水电及绿电，对电力板块盈利水平拉动效果明显。

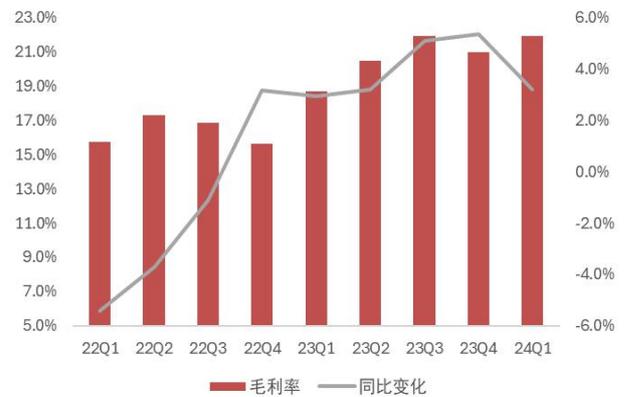
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：电力板块年度毛利率及同比变化



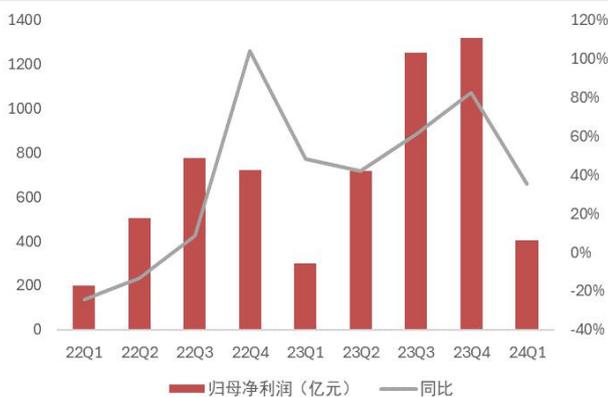
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：电力板块季度毛利率及同比变化



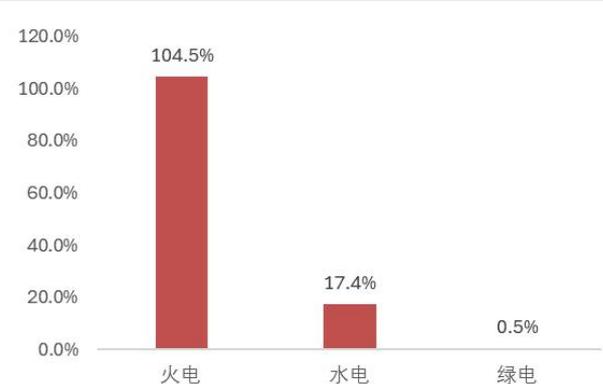
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：电力板块归母净利润（累计）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：电力分板块归母净利润同比增速对比



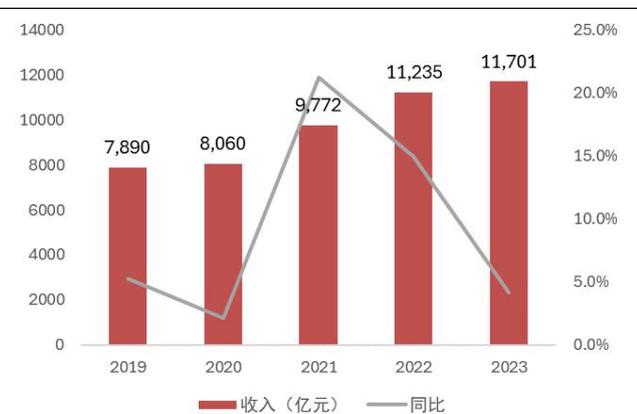
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 火电板块：

### 2.1 行业：成本改善增厚业绩，盈利水平提升显著

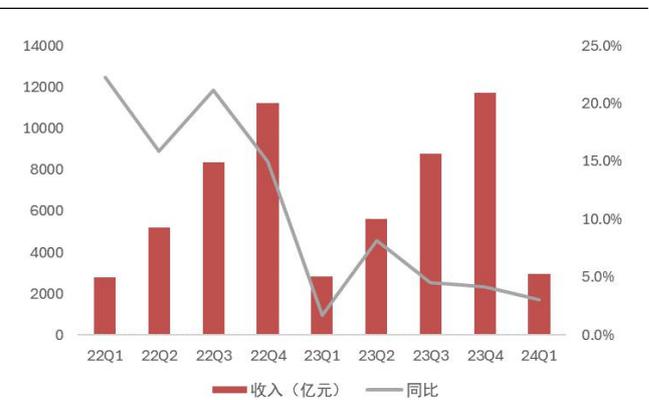
收入方面，火电板块收入增速高于去年同期，主因发电量增长提速。2023 年火电板块实现收入 11701.3 亿元，同比增长 4.2%。2024 年一季度火电板块实现收入 2942.3 亿元，同比增长 3.0%，高于去年同期增速 1.3 个百分点，我们认为或因一季度用电需求稳健增长以及成本端改善背景下火电优势凸显。

图 13：2023 年火电板块营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：2024Q1 火电板块分季度营收及同比增速

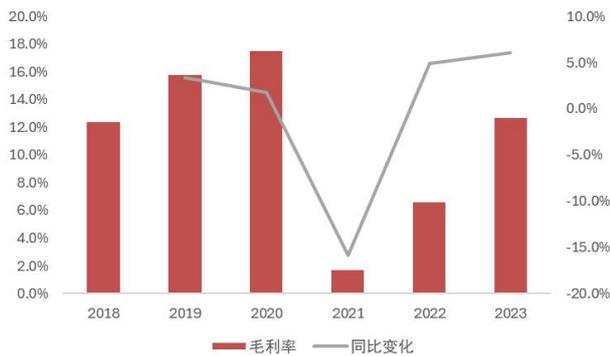


资料来源：Wind，山西证券研究所

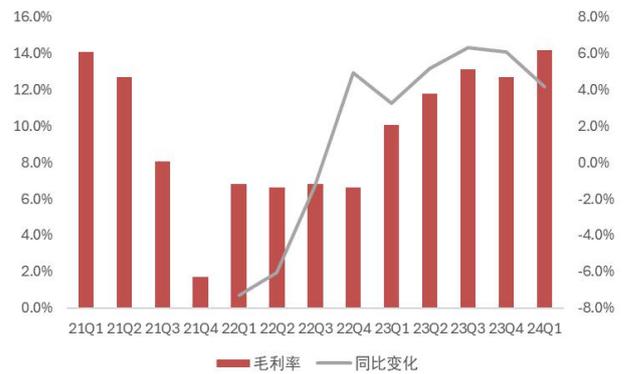
利润方面，上游燃料价格改善显著增厚火电业绩。23 年全年火电板块实现毛利率 12.7%，同比增长 6.0 个百分点；整体实现归母净利润 418.7 亿元，同比大幅扭亏。24 年一季度火电板块实现毛利率 14.16%，同比增加 4.13 个百分点；实现归母净利润 180.2 亿元，同比大幅增长 104.5%。燃料成本为火电企业最主要经营成本，2023 年全年及 2024 年一季度盈利水平大幅提高主因上游燃料价格边际回落；23 年煤价高位回落，山西优混 5500 动力煤均价 978.3 元/吨，同比减-22.9%；24 年一季度煤价持续走弱，山西优混 5500 动力煤均价元 882.1 元/吨，同比减-19.4%

图 15：23 年火电板块毛利率及同比变化

图 16：24 年 Q1 火电板块分季度毛利率及同比变化



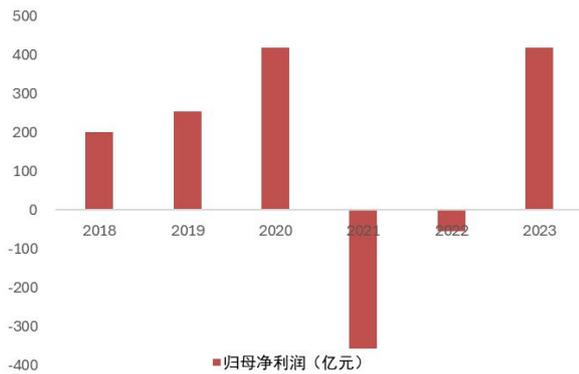
资料来源: Wind, 山西证券研究所



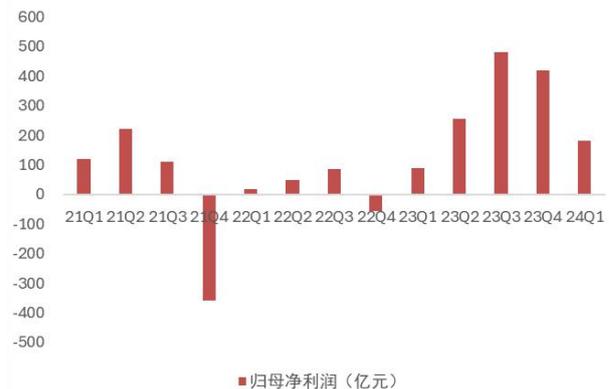
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 17: 23 年火电板块归母净利润

图 18: 24 年 Q1 火电板块分季度归母净利润



资料来源: Wind, 山西证券研究所

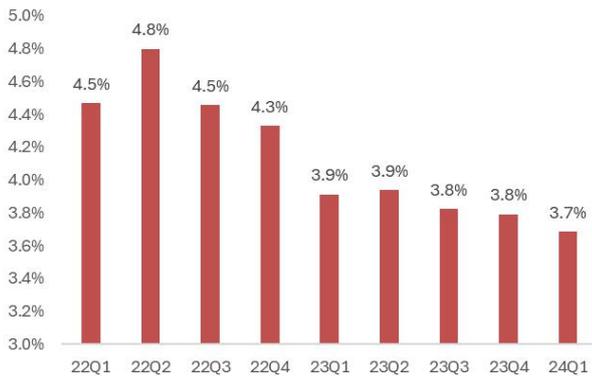


资料来源: Wind, 山西证券研究所

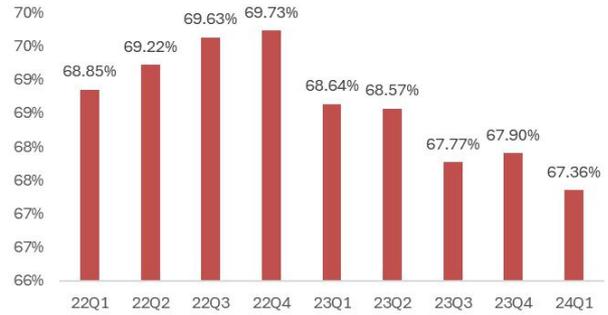
财务费用下降, 资本结构持续优化。2023 年全年及 2024 年一季度火电板块财务费用率分别为 3.8%、3.7%, 同比下降 0.5、0.2 个百分点, 或因整体融资环境宽松背景下融资成本降低以及融资规模下降; 2023 年全年及 2024 年一季度资产负债率分别为 67.90%、67.36%, 同比下降 1.3、1.8 个百分点。经营性现金流持续改善, 2023 年及 2024 年一季度火电板块经营性现金流同比增加 22.8%、73.2%, 充足的现金流支撑公司提高偿债能力及分红能力, 并支持未来几年新项目的投产建设。

图 19: 火电板块财务费用率

图 20: 火电板块资产负债率



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2 个股：业绩高比例增长，股息率水平抬升

收入端，发电量稳增下火电板块公司实现高比例增长。2023 年火电板块 23 家样本公司中有 16 家营收实现正增长，营收同比增速中位数为 4.8%，其中赣能股份、穗恒运、浙能电力、天富能源、粤电力位列增速前五，增速分别为 71.1%、22.6%、19.7%、16.8%、13.4%。2024 年一季度有家 14 营收实现正增长，营收同比增速中位数为 4.3%，其中湖北能源、建投能源、深圳能源、穗恒运、浙能电力位列增速前五，增速分别为 27.2%、23.5%、18.7%、14.8%、13.5%。

表 2：2023 年及 2024 年一季度火电样本公司收入及增速

公司	2023 年营收 (百万元)	2023 同比	公司	2024Q1 营收 (百万元)	2024Q1 同比
赣能股份	7089	71.1%	湖北能源	5206	27.2%
穗恒运 A	4822	22.6%	建投能源	6608	23.5%
浙能电力	95975	19.7%	深圳能源	9610	18.7%
天富能源	9508	16.8%	穗恒运 A	1106	14.8%
粤电力 A	59708	13.4%	浙能电力	20024	13.5%
华电国际	117176	9.5%	皖能电力	6985	12.4%
宝新能源	10275	9.1%	申能股份	8071	10.9%
皖能电力	27867	8.3%	豫能控股	3433	10.7%
上海电力	42402	8.0%	大唐发电	30737	9.6%
深圳能源	40504	7.9%	长源电力	4224	7.7%
京能电力	32878	7.8%	京能电力	9114	6.3%
大唐发电	122404	4.8%	天富能源	2281	4.3%
建投能源	18946	3.5%	上海电力	10608	2.6%
申能股份	29142	3.4%	华能国际	65367	0.1%
华能国际	254397	3.1%	国电电力	45555	-0.1%

公司	2023 年营收 (百万元)	2023 同比	公司	2024Q1 营收 (百万元)	2024Q1 同比
华银电力	9939	2.4%	赣能股份	1694	-0.4%
华电能源	18844	-0.2%	宝新能源	2127	-1.9%
长源电力	14457	-1.4%	粤电力 A	12789	-2.0%
内蒙华电	22525	-2.3%	华电国际	30952	-3.2%
晋控电力	19616	-3.0%	内蒙华电	5572	-7.4%
国电电力	180999	-7.0%	华电能源	5354	-7.5%
豫能控股	11984	-8.5%	晋控电力	4617	-15.8%
湖北能源	18669	-9.3%	华银电力	2196	-17.5%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，受益于上游燃料成本下降影响，火电板块公司盈利能力整体上行。从毛利率角度，23 年全年及 24 年一季度全国及地方性火电公司毛利率多呈现上升趋势，23 年、24 年一季度 23 家样本公司中仅有个别公司毛利率下降。其中，长三角及广东沿海地方性火电公司毛利率同比增长幅度较大，业绩弹性强。从归母净利润角度，23 年及 24 年一季度火电板块公司业绩高比例改善。23 年共有 21 家公司实现正增长，共有 6 家公司扭亏为盈，分别为穗恒运、粤电力、华能国际、浙能电力、天富能源、大唐发电，仅有 2 家公司归母净利润下滑。24 年一季度受益于上游价格改善火电板块业绩全面提升，有 21 家公司实现正增长，共有 3 家公司扭亏为盈，分别为建投能源、豫能控股、华银电力。

表 3：火电板块 2023 年及 2024 年一季度毛利率

公司	2023 年毛利率	同比变化	2024 年 Q1 毛利率	同比变化
湖北能源	20.1%	6.3%	28.4%	12.7%
上海电力	21.9%	2.7%	25.7%	4.3%
内蒙华电	21.0%	3.4%	25.0%	0.6%
深圳能源	22.6%	5.2%	24.0%	1.9%
华电能源	18.0%	-2.3%	23.7%	3.9%
天富能源	16.7%	7.4%	18.8%	-2.0%
申能股份	18.5%	6.5%	18.1%	5.5%
华能国际	12.1%	9.1%	16.1%	6.0%
赣能股份	12.3%	6.0%	15.1%	11.0%
宝新能源	13.6%	8.1%	13.7%	9.1%
大唐发电	11.7%	4.6%	13.4%	6.7%
国电电力	14.6%	1.1%	13.3%	0.0%
长源电力	8.6%	3.8%	12.6%	1.0%
建投能源	11.8%	1.3%	12.5%	6.3%
穗恒运 A	14.9%	16.2%	11.3%	1.0%
粤电力 A	14.6%	15.0%	11.2%	3.6%
皖能电力	6.9%	6.0%	10.9%	6.3%
京能电力	9.8%	0.3%	10.4%	1.1%
浙能电力	9.4%	13.4%	9.3%	5.0%

公司	2023 年毛利率	同比变化	2024 年 Q1 毛利率	同比变化
豫能控股	2.7%	12.9%	8.6%	14.6%
华电国际	6.4%	6.0%	8.4%	4.2%
华银电力	4.8%	5.1%	7.3%	5.2%
晋控电力	7.3%	0.2%	-4.1%	-11.2%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：火电板块归母净利润及同比

公司	2023 年归母净利润（百万元）	同比	2024 年 Q1 归母净利润（百万元）	同比
深圳能源	2,046	-7%	1,105	74%
穗恒运 A	293	611%	31	-56%
粤电力 A	975	133%	126	43%
皖能电力	1,430	186%	453	188%
建投能源	167	57%	252	278%
宝新能源	889	385%	209	713%
晋控电力	-515	24%	-508	-260%
湖北能源	1,749	50%	780	151%
赣能股份	490	4498%	204	3566%
长源电力	349	184%	250	13%
豫能控股	-554	74%	6	101%
华能国际	8,446	214%	4,596	104%
上海电力	1,593	377%	634	89%
浙能电力	6,520	457%	1,815	80%
华电国际	4,522	3789%	1,862	64%
天富能源	431	317%	147	15%
京能电力	878	9%	469	15%
申能股份	3,459	220%	1,159	58%
华电能源	-91	91%	422	160%
华银电力	-187	-874%	8	107%
国电电力	5,609	99%	1,785	89%
内蒙华电	2,005	13%	888	3%
大唐发电	1,365	435%	1,331	872%

资料来源：Wind，山西证券研究所

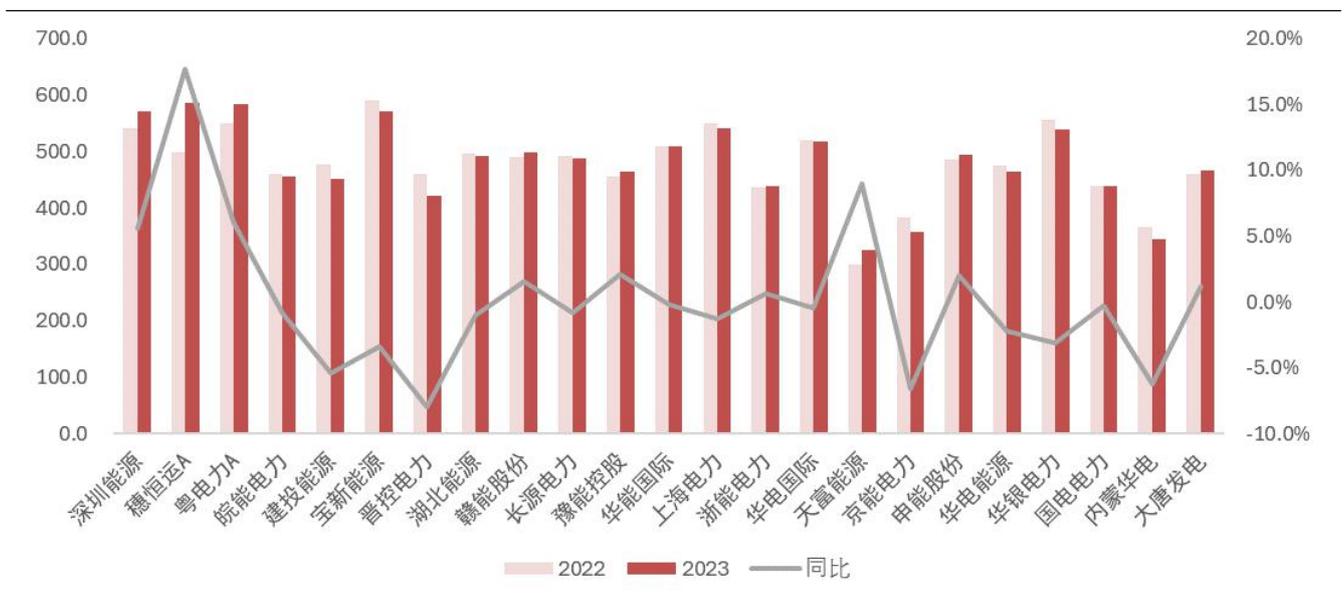
从度电盈利能力来看，2023 年火电板块公司整体度电毛利提升。2023 年火电样本公司中度电毛利仅一家下滑，排名前五的公司为申能股份、上海电力、深圳能源、湖北能源、天富能源。长三角及广东沿海地区度电毛利提升较快，我们认为或因沿海地区上网电价较高、电力市场化程度更高以及相关区域公司进行成本改善举措。

表 5：火电板块度电收入、成本及毛利水平

2023年	度电收入 (元/千瓦时)	度电成本 (元/千瓦时)	度电毛利 (元/千瓦时)	同比变化 (元/千瓦时)	2022年	度电收入 (元/千瓦时)	度电成本 (元/千瓦时)	度电毛利 (元/千瓦时)
申能股份	0.66	0.54	0.12	0.042	上海电力	0.57	0.45	0.11
上海电力	0.55	0.43	0.12	0.005	申能股份	0.67	0.59	0.08
深圳能源	0.48	0.38	0.10	-	建投能源	0.42	0.35	0.07
湖北能源	0.43	0.33	0.10	0.024	湖北能源	0.44	0.36	0.07
天富能源	0.36	0.29	0.07	0.037	内蒙华电	0.37	0.31	0.06
粤电力A	0.52	0.44	0.07	0.079	京能电力	0.38	0.33	0.05
建投能源	0.40	0.33	0.07	0.000	晋控电力	0.41	0.36	0.05
宝新能源	0.51	0.44	0.07	0.043	国电电力	0.42	0.37	0.05
华能国际	0.55	0.49	0.06	0.054	天富能源	0.34	0.31	0.04
大唐发电	0.41	0.35	0.06	0.023	大唐发电	0.41	0.37	0.04
国电电力	0.41	0.35	0.06	0.009	长源电力	0.43	0.40	0.03
穗恒运A	0.50	0.45	0.06	0.121	宝新能源	0.52	0.50	0.02
内蒙华电	0.34	0.29	0.06	0.000	赣能股份	0.43	0.41	0.02
京能电力	0.36	0.30	0.05	0.000	皖能电力	0.43	0.40	0.02
赣能股份	0.44	0.39	0.05	0.030	华电国际	0.46	0.45	0.01
长源电力	0.42	0.37	0.04	0.017	华能国际	0.55	0.55	0.01
晋控电力	0.37	0.33	0.04	-0.005	粤电力A	0.48	0.49	-0.01
华电国际	0.46	0.42	0.04	0.029	华电能源	0.42	0.43	-0.01
浙能电力	0.45	0.41	0.03	0.070	华银电力	0.49	0.51	-0.02
皖能电力	0.42	0.39	0.03	0.012	浙能电力	0.445	0.482	-0.04
华银电力	0.48	0.46	0.02	0.035	豫能控股	0.43	0.49	-0.06
豫能控股	0.46	0.44	0.02	0.073	穗恒运A	0.44	0.51	-0.06
华电能源	0.41	0.40	0.01	0.018	深圳能源	0.45	未公布	-

资料来源：各公司公告，Wind，山西证券研究所

图 21：火电板块各公司上网电价（元/兆瓦时）



资料来源：各公司公告，山西证券研究所

从计划分红情况来看，2023年火电板块公司股息率水平较2022年有明显抬升。火电板块23家样本公司中，共有18家公布了分红预案，其中16家公司股息率较上年增加，分红意愿强烈。2023年拟分红情况来看，宝新能源、申能股份、浙能电力、内蒙华电、京能电力、皖能电力股息率位列前六。

表 6：火电板块公司股息率水平

	2020	2021	2022	2023
宝新能源	4%	1%	0%	7%
申能股份	5%	3%	3%	6%
浙能电力	6%	0%	0%	5%
内蒙华电	5%	3%	5%	5%
京能电力	4%	0%	4%	4%
皖能电力	2%	0%	1%	4%
华电国际	7%	5%	3%	3%
国电电力	2%	0%	2%	3%
华能国际	4%	0%	0%	3%
天富能源	0%	0%	0%	2%
上海电力	2%	0%	0%	2%
深圳能源	4%	2%	2%	2%
湖北能源	3%	3%	1%	2%
赣能股份	1%	0%	0%	2%
建投能源	3%	0%	1%	2%
穗恒运 A	3%	2%	1%	1%
长源电力	1%	0%	0%	1%
粤电力 A	3%	0%	0%	0%
大唐发电	4%	0%	1%	0%
晋控电力	0%	0%	0%	0%
豫能控股	0%	0%	0%	0%
华电能源	0%	0%	0%	0%
华银电力	0%	0%	0%	0%

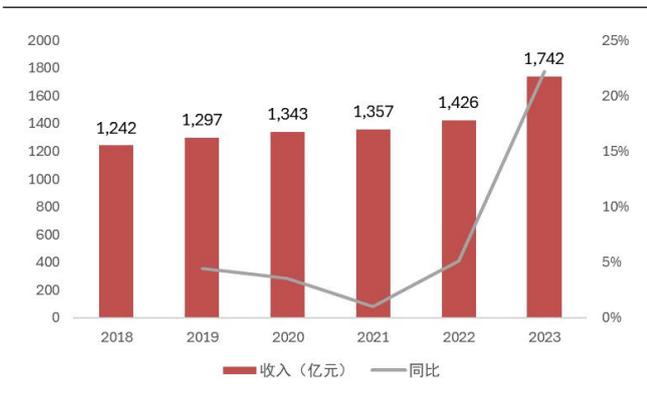
资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3. 水电板块：

#### 3.1 行业：来水偏枯影响叠加电价上涨，业绩整体稳中有增

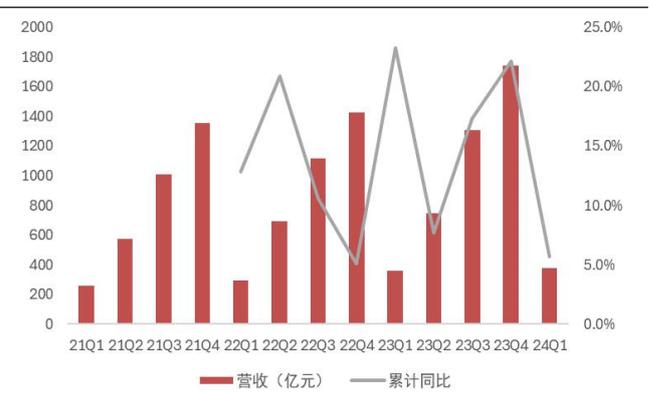
来水偏枯影响叠加水电价格上涨，营收水平整体保持稳健。根据选取样本公司，2023 年全年及 2024 年一季度水电板块实现收入分别为 1742.5、378.6 亿元，同比增长 7.7%、4.1%；23 年及 24 年一季度重点流域来水延续偏枯局面，根据长江三峡集团公司数据，23 年三峡日均出库流量为 10957.18 立方米/秒，较 22 年下降 0.8%，较 21 年下降 26.9%；23 年三峡入库流量为 10975.61 立方米/秒，较 22 年下降 6.4%，较 21 年下降 22.9%。24 年一季度三峡日均出库流量 6733.7 立方米/秒，较去年同期下降 1.8%；24 年一季度三峡日均入库流量为 6302.2 立方米/秒，较去年下降 6.4%。23 年及 24 年一季度水电公司上网电价整体下行，以价补量叠加影响下板块营收整体缓增。

图 22：2023 年水电板块营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

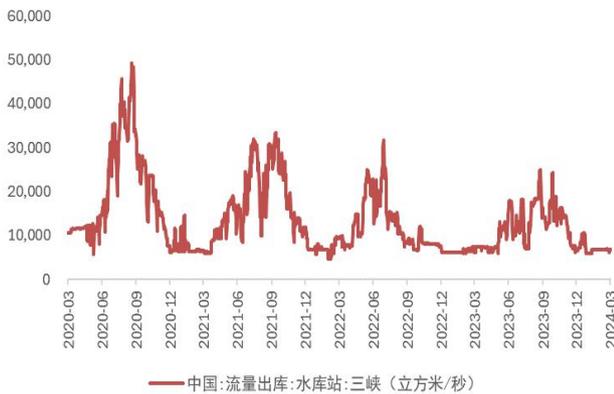
图 23：2024Q1 水电板块分季度营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：三峡水库站出库流量

图 25：三峡水库站入库流量



资料来源:长江三峡集团公司, Wind, 山西证券研究所



资料来源:长江三峡集团公司, Wind, 山西证券研究所

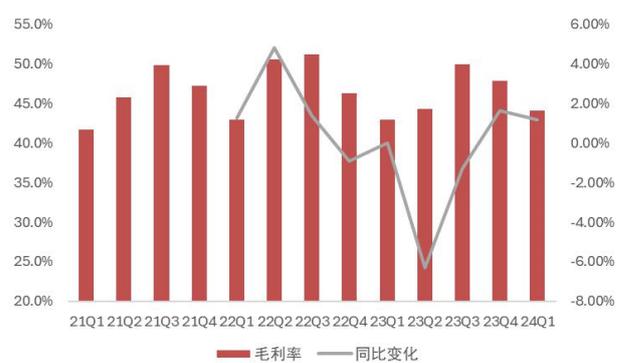
利润方面超预期增长, 24 年一季度延续增长趋势, 主因水电价格上行及投资收益增长。2023 年全年水电板块实现毛利率 47.9%, 同比增长 7.1 个百分点; 整体实现归母净利润 472.6 亿元, 同比增长 12.0%。2024 年一季度水电板块实现毛利率 44.1%, 同比增加 1.81 个百分点; 实现归母净利润 88.32 亿元, 同比增长 17.4%。23 年水电板块公司上网电价平均为 322.6 元/兆瓦时, 同比增长 5.96%。

图 26: 2023 年水电板块毛利率及同比变化



资料来源: Wind, 山西证券研究所

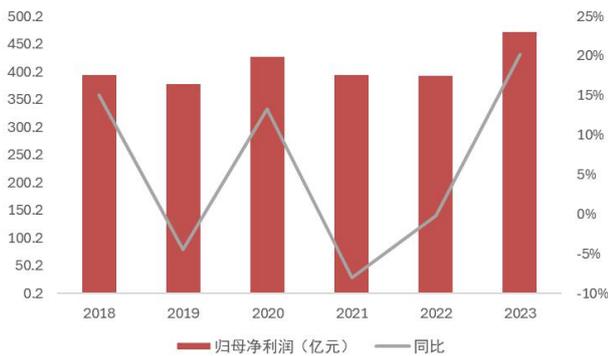
图 27: 2024 年水电板块一季度毛利率及同比变化



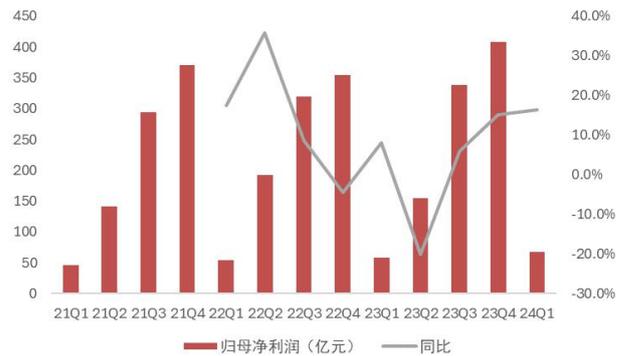
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 28: 2023 年水电板块归母净利润及同比增速

图 29: 2024 年一季度水电板块归母净利润及同比增速

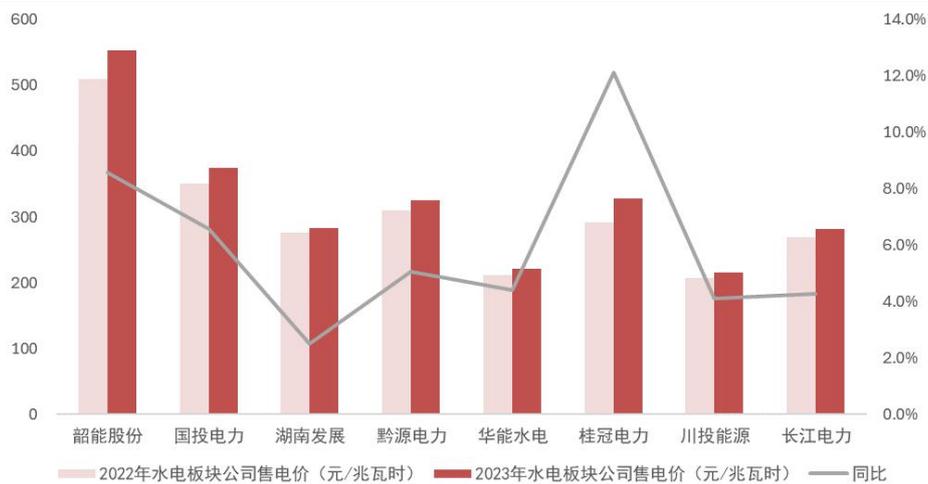


资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：水电板块各公司上网电价及同比

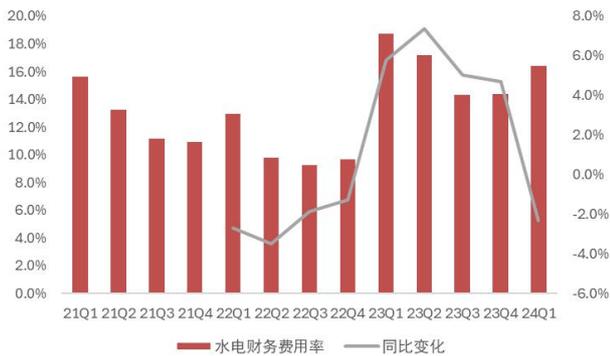


资料来源：Wind，山西证券研究所

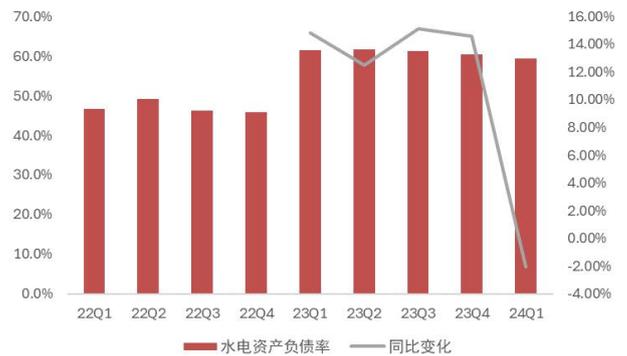
24 年一季度水电板块偿债能力呈现提升趋势。2023 年及 2024 年一季度水电板块财务费用率分别为 12.1%、12.8%，同比增加 1.2%、下降 1.7 个百分点。23 年由于资本开支需求仍然较大，资产负债率水平整体提升；24 年一季度资产负债率高位下降，实现 60.25%，同比下降 1.66 个百分点；24 年一季度报表改善或因在建工程、资本开支下滑以及部分公司置换部分高成本负债所致。

图 31：水电板块财务费用率及同比变化

图 32：水电板块资产负债率变化



资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.2 个股：一季度改善显著，分红整体稳定

收入端，23 年表现分化，24 年一季度营收整体增长。2023 年水电板块 8 家样本公司中有 4 家营收实现正增长，营收同比增速中位数为 1.9%，其中长江电力、国投电力、韶能股份、川投能源、华能水电位列增速前五，增速分别为 13.4%、12.3%、6.7%、4.4%、-0.5%。2024 年一季度 8 家营收全部实现正增长，营收同比增速中位数为 5.2%，其中湖南发展、黔源电力、桂冠电力、国投电力、韶能股份位列增速前五，增速分别为 44.8%、18.8%、6.8%、6.4%、3.9%。

表 7：水电板块公司营收及同比

公司	2023 年营收 (百万元)	2023 同比	公司	2024Q1 营收 (百万元)	2024Q1 同比
长江电力	78112	13.4%	湖南发展	85	44.8%
国投电力	56712	12.3%	黔源电力	261	18.8%
韶能股份	4107	6.7%	桂冠电力	2130	6.8%
川投能源	1482	4.4%	国投电力	14108	6.4%
华能水电	23461	-0.5%	韶能股份	956	3.9%
黔源电力	1990	-23.8%	华能水电	4420	3.6%
桂冠电力	8091	-23.8%	川投能源	258	2.9%
湖南发展	292	-30.5%	长江电力	15641	1.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，23 年部分水电板块公司略承压，24 年一季度盈利能力整体上行。从毛利率角度，23 年水电板块样本公司中有 3 家毛利率下降，24 年一季度有 1 家公司毛利率下降，主要原因为来水整体偏枯背景下发电量不同程度减少，其中长江电力在 23 年来水不佳情况下毛利率仍

逆向提升 14.5 个百分点，或因市场化电量占比提升以及乌白注入。从归母净利润角度，在经历 23 年水电板块半数公司业绩下行后，24 年一季度公司业绩大幅回暖，8 家公司均实现正增长，其中黔源电力归母净利润同比增长 175%，或因一季度贵州来水改善下发电量同比高增；桂冠电力同比增长 46%，主因火电增发有边际效益的电量以及风电发电量同比增加。

表 8：水电板块公司毛利率及同比变化

公司	2023 年毛利率	同比变化	2024 年 Q1 毛利率	同比变化
湖南发展	38.1%	13.0%	55.0%	41.3%
华能水电	56.4%	5.8%	51.7%	8.3%
长江电力	57.8%	14.5%	48.1%	-1.4%
川投能源	46.4%	7.9%	44.3%	3.9%
黔源电力	51.6%	-4.3%	42.0%	6.6%
国投电力	36.1%	4.0%	40.3%	2.8%
桂冠电力	30.1%	-20.3%	36.9%	5.2%
韶能股份	7.9%	-7.2%	15.1%	2.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 9：水电板块公司归母净利润及同比

公司	2023 年归母净利润（百万元）	同比	2024 年 Q1 归母净利润（百万元）	同比
韶能股份	-266	-258%	24	174%
国投电力	6,705	64%	2,035	26%
湖南发展	49	-28%	26	571%
黔源电力	265	-36%	12	175%
华能水电	7,638	6%	1,065	17%
桂冠电力	1,226	-62%	430	46%
川投能源	4,400	25%	1,273	12%
长江电力	27,239	15%	3,967	10%

资料来源：Wind，山西证券研究所

从度电盈利能力来看，2023 年水电板块公司整体度电毛利提升。2023 年火电样本公司中度电毛利仅三家企业小幅下滑，度电毛利排名前三的公司为长江电力、黔源电力、国投电力；国投电力以及川投能源度电毛利率改善幅度领先，主因相关送电区域电价超预期增长。

表 10：水电板块公司度电收入、成本、毛利

2023 年	度电收入（元/千瓦时）	度电成本（元/千瓦时）	度电毛利（元/千瓦时）	同比变化（元/千瓦时）	2022 年	度电收入（元/千瓦时）	度电成本（元/千瓦时）	度电毛利（元/千瓦时）
长江电力	0.25	0.10	0.15	0.008	黔源电力	0.27	0.12	0.15
黔源电力	0.29	0.14	0.15	-0.002	长江电力	0.24	0.09	0.14

2023年	度电收入 (元/千瓦时)	度电成本 (元/千瓦时)	度电毛利 (元/千瓦时)	同比变化 (元/千瓦时)	2022年	度电收入 (元/千瓦时)	度电成本 (元/千瓦时)	度电毛利 (元/千瓦时)
国投电力	0.34	0.21	0.13	0.023	桂冠电力	0.25	0.13	0.13
湖南发展	0.25	0.12	0.13	0.009	韶能股份	0.46	0.33	0.13
华能水电	0.22	0.10	0.12	0.004	华能水电	0.21	0.09	0.12
川投能源	0.22	0.11	0.11	0.022	湖南发展	0.25	0.13	0.12
桂冠电力	0.29	0.20	0.09	-0.041	国投电力	0.31	0.21	0.11
韶能股份	0.41	0.37	0.04	-0.085	川投能源	0.21	0.13	0.09

资料来源：各公司公告，Wind，山西证券研究所

从计划分红情况来看，2023年水电板块公司股息率水平整体稳定。水电板块8家样本公司中，共有7家公布了分红预案，其中国投电力、桂冠电力以及湖南发展股息率较上年同期提升。拟分红情况来看，国投电力、桂冠电力、长江电力股息率位列前三。

表 11：水电板块公司股息率水平

	2020	2021	2022	2023
国投电力	3%	1%	3%	4%
桂冠电力	4%	2%	3%	4%
长江电力	4%	4%	4%	4%
川投能源	4%	3%	3%	3%
华能水电	4%	3%	3%	2%
黔源电力	2%	1%	2%	1%
湖南发展	1%	1%	0%	1%
韶能股份	1%	1%	0%	0%

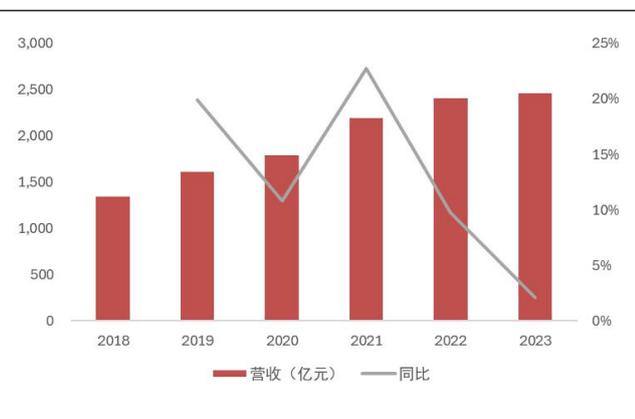
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 4. 绿电板块：

### 4.1 行业：收入微增，利润端整体承压

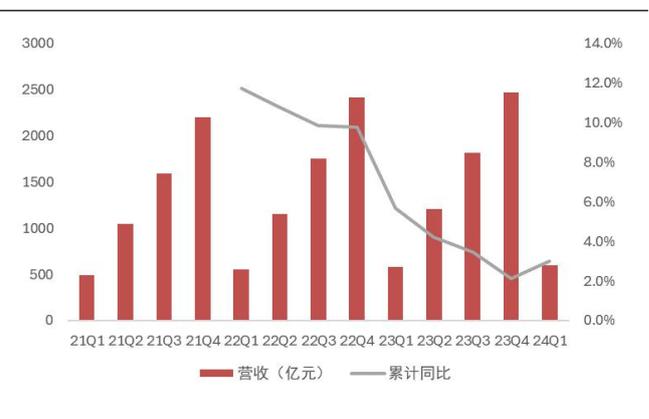
装机量快速增长拉动绿电板块收入提升。2023 年及 2024 年一季度，光伏、风电新增装机增速表现亮眼，23 年风机和光伏组件价格持续退坡激励新能源项目开发加速，全年风电、光伏累计装机容量分别同比增加 20.77%、55.24%。23 年风电、核电、光伏发电量整体上行，装机增长与新能源上网电价下跌叠加影响下，23 年全年绿电板块实现营收 2463.3 亿元，同比增加 2.1%；24 年一季度实现营收 600.5 亿元，同比增加 3.0%

图 33：2023 年绿电板块营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：2024 年 Q1 绿电分季度营收及同比增速

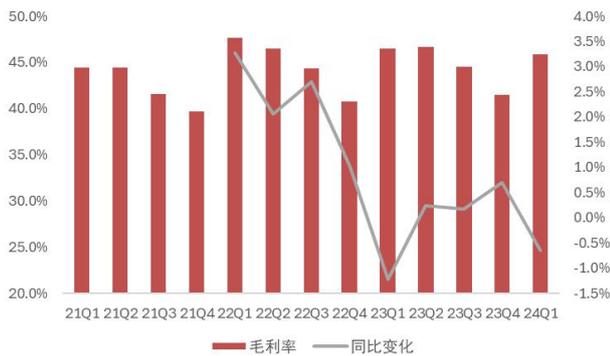


资料来源：Wind，山西证券研究所

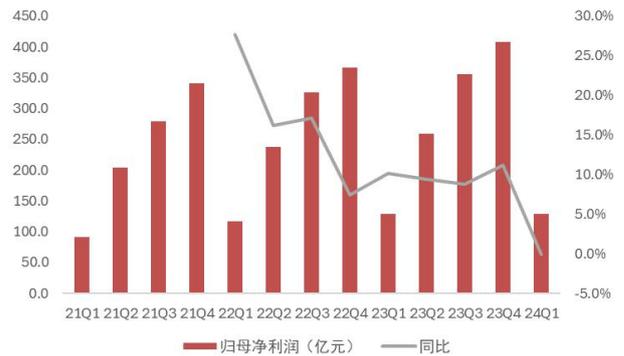
利润端整体略承压。2023 年全年绿电板块实现毛利率 41.4%，同比增加 0.7 个百分点，实现归母净利润 397.8 亿元，同比增加 10.4%。24 年一季度绿电板块毛利率 45.8%，同比下降 0.5 个百分点，归母净利润实现 127.0 亿元，同比增加 0.5%；一季度毛利率承压主要受新能源电价下跌、设备平均利用小时下降以及风况影响风电发电量下部分公司业绩不及预期等因素影响。

图 35：绿电板块毛利率及同比变化

图 36：绿电板块归母净利润及同比增速



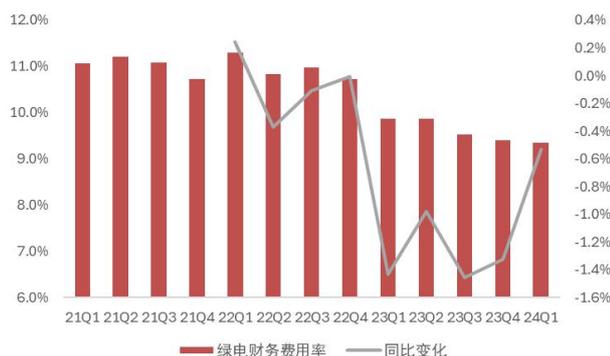
资料来源：Wind，山西证券研究所



资料来源：Wind，山西证券研究所

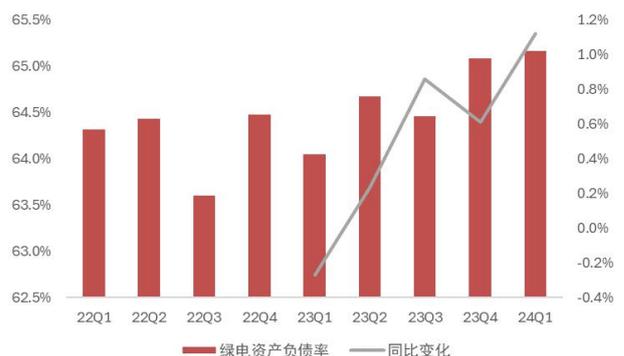
财务费用率改善，或因汇兑收益提升及市场利率下降。2024年一季度绿电板块财务费用率为9.2%，同比下降0.6个百分点；资产负债率为65.2%，同比上升1.1个百分点。

图 37：绿电板块财务费用率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 38：绿电板块资产负债率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 4.2 个股：业绩表现分化，部分公司仍待复苏

收入端，绿电板块公司业绩表现较分化。2023年绿电板块12个样本公司中有5家实现收入增长，2024年一季度有7家公司实现增长。其中，芯能科技及江苏新能一季度表现亮眼；芯能科技23年营收同比增长5.6%，24年一季度营收同比增长25.0%，主因公司光伏发电业务发展较快；江苏新能一季度营收增速较快，主因一季度江苏地区风资源较好，与去年同期相比，平均风速升高，风电项目发电量增加。

表 12：绿电板块公司营收及同比

公司	2023 年营收（百万元）	2023 同比	公司	2024Q1 营收（百万元）	2024Q1 同比
吉电股份	14443	-3.4%	吉电股份	3815	-5.2%
太阳能	9540	3.3%	太阳能	1411	-17.4%
银星能源	1309	-2.4%	银星能源	297	-15.5%
龙源电力	37642	-5.6%	龙源电力	9877	0.1%
中闽能源	1732	-3.3%	中闽能源	465	-16.1%
三峡能源	26485	11.2%	三峡能源	7899	15.3%
节能风电	5116	-2.4%	节能风电	1325	4.2%
晶科科技	4370	36.7%	晶科科技	778	-4.9%
中国核电	74957	5.2%	中国核电	17988	0.5%
芯能科技	686	5.6%	芯能科技	159	25.0%
中国广核	82549	-0.3%	中国广核	19182	4.9%
江苏新能	1946	-1.3%	江苏新能	667	20.2%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，部分绿电板块公司仍待复苏。从毛利率角度，23 年及 24 年一季度绿电板块 12 家样本公司中均有 6 家毛利率下降，我们认为或主因电价下降。从 23 年绿电板块公司公布的售电价或上网电价情况来看，均有不同程度下行，最高降幅达 11.6%。从归母净利润角度，23 年及 24 年一季度绿电 12 家公司中均有 8 家公司归母净利润提升。个股来看，江苏新能、吉电股份受益于地区性风况改善 24 年一季度盈利能力表现较佳。

表 13：绿电板块公司毛利率及同比

公司	2023 年毛利率	同比变化	2024 年 Q1 毛利率	同比变化
吉电股份	25.8%	1.8%	31.9%	3.1%
太阳能	34.4%	1.7%	43.9%	3.5%
银星能源	32.6%	6.2%	31.7%	3.5%
龙源电力	36.4%	1.9%	39.9%	-0.1%
中闽能源	56.7%	-5.0%	63.1%	-6.0%
三峡能源	55.1%	-3.3%	59.0%	0.2%
节能风电	53.6%	-4.4%	54.9%	0.0%
晶科科技	40.4%	-7.9%	40.0%	-0.1%
中国核电	44.6%	-1.0%	49.2%	-0.7%
芯能科技	57.4%	2.5%	47.3%	-5.7%
中国广核	36.0%	2.7%	39.3%	-2.0%
江苏新能	49.7%	-0.6%	63.1%	5.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

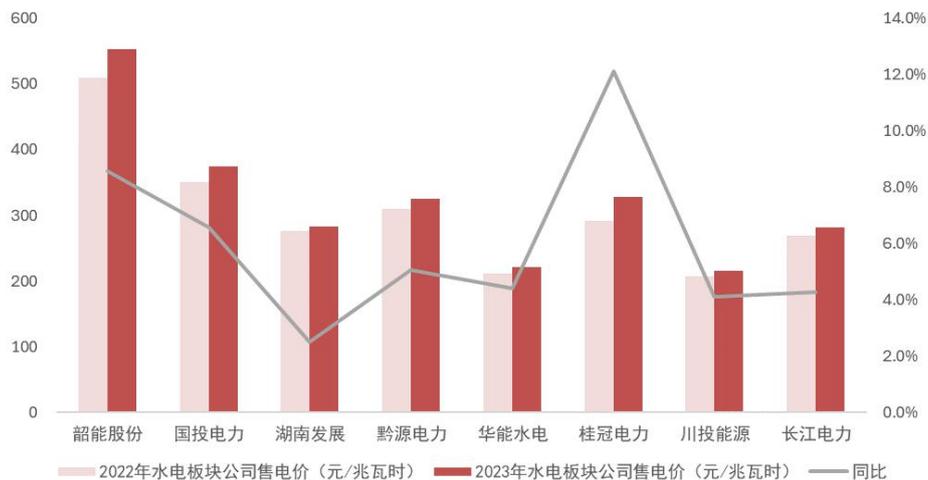
表 14：绿电板块公司归母净利润及同比

公司	2023 年归母净利润（百万元）	同比	2024 年 Q1 归母净利润（百万元）	同比
----	------------------	----	----------------------	----

公司	2023年归母净利润（百万元）	同比	2024年Q1归母净利润（百万元）	同比
吉电股份	908	35%	619	23%
太阳能	1,579	14%	351	-10%
银星能源	160	-21%	46	-39%
龙源电力	6,249	22%	2,393	2%
中闽能源	678	-7%	213	-22%
三峡能源	7,181	1%	2,422	0%
节能风电	1,511	-7%	432	8%
晶科科技	383	77%	-99	-507%
中国核电	10,624	18%	3,059	1%
芯能科技	220	15%	31	3%
中国广核	10,725	8%	3,604	3%
江苏新能	472	-1%	250	42%

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 39：绿电板块各公司上网电价及同比增速



资料来源：各公司公告，山西证券研究所

23年绿电板块公司度电盈利能力整体有所下降。受新能源电价进一步市场化、装机量快速增加及平价上网政策指导影响，风电及光伏上网电价进一步下降，绿电板块公司度电毛利多有承压。

表 15：绿电板块公司度电收入、成本、毛利

公司	2023年				2022年		
	度电收入 (元/千瓦时)	度电成本 (元/千瓦时)	度电毛利 (元/千瓦时)	同比变化 (元/千瓦时)	度电收入 (元/千瓦时)	度电成本 (元/千瓦时)	度电毛利 (元/千瓦时)
吉电股份	0.44	0.29	0.15	-0.001	0.44	0.28	0.16

	2023年				2022年		
太阳能	0.70	0.25	0.45	-0.025	0.73	0.26	0.48
银星能源	0.43	0.28	0.15	-0.019	0.50	0.33	0.16
龙源电力	0.43	0.26	0.17	-0.010	0.47	0.29	0.18
中闽能源	0.60	0.25	0.34	-0.010	0.57	0.21	0.35
三峡能源	0.49	0.22	0.27	-0.025	0.50	0.21	0.30
节能风电	0.43	0.20	0.23	-0.031	0.45	0.19	0.26
中国核电	0.37	0.20	0.17	-0.005	0.37	0.20	0.17
中国广核	0.37	0.20	0.17	0.000	0.37	0.20	0.17
江苏新能	0.59	0.27	0.32	-0.010	0.61	0.28	0.33

资料来源：各公司公告，Wind，山西证券研究所

## 5. 投资建议

**用电侧**，2024年一季度全社会及分部门用电增速均维持高增趋势，三产占比进一步提升；未来新质生产力发展及电能替代趋势推动下，用电量需求或将进一步提升。其中长三角及粤皖地区新兴产业布局较早、规模占比较高，且相关产业如光伏制造、AI数据中心等多为新高耗能产业，预期上述地区用电需求将进一步提升。**发电侧，火电板块**：短期来看，24年一季度火电公司受益于成本端改善业绩多有显著增长，预计上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，良好开局下全年火电板块优势仍将凸显；长期来看，煤电容量电价机制逐步推进，通过容量电价回收固定成本的比例逐步提升；两部制电价将持续支撑火电企业稳定盈利能力及分红能力，火电标的商业模式改善下的新价值点仍有待市场挖掘。**水电板块**：短期来看，24年广西、贵州等地多发暴雨，二季度来水情况或迎边际改善；长期来看，水电资本开支高峰已过，电价或仍将上行，且随着资本结构的持续优化，分红比例仍有提升空间。建议关注区域优势更为显著的长三角火电龙头【皖能电力】、【申能股份】、【浙能股份】；充分受益电力市场改革成果的全资性电厂【国电电力】、【华电国际】；来水预期改善和红利风格持续背景下的【长江电力】和【国投电力】。

## 6. 风险提示

电力市场化交易造成上网电价波动；动力煤价格上涨；用电需求不及预期；降水量减少导致来水情况不及预期。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

