

2024年06月16日

完善新能源上网电价机制势在必行 从信用债框架看水电估值

看好 (维持)

—— 公用事业 2024 年第 24 周周报 (24/06/10-24/06/16)

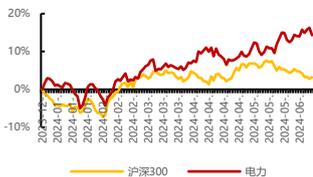
证券分析师

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:

➢ **推荐低协方差资产组合:** 长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核。同时推荐上海电力、中国电力、黔源电力、湖北能源、东方电气、理工能科。

推荐组合回顾 (等权): 本周推荐组合 (长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核, 等权配置) 下跌 0.77%, 沪深 300 下跌 0.04%, 同花顺全 A 上涨 0.27%, 主动股基下跌 0.03%, 推荐组合跑输沪深 300 0.74 个百分点, 跑输主动股基 0.74 个百分点。2024 年以来推荐组合上涨 28.87%, 沪深 300 上涨 3.22%, 同花顺全 A 下跌 4.83%, 主动股基下跌 3.00%, 推荐组合跑赢沪深 300 25.66 个百分点, 跑赢主动股基 31.87 个百分点。

➢ **公用事业: 市场普遍担忧绿电盈利前景 亟待电价机制+环境机制共同发力**

2023 年我国新能源装机迎来高速增长, 这除了导致弃风弃光率上升外, 部分电力市场开展较为超前的省份新能源电价也面临了一定的压力。以山西、山东、甘肃、蒙西 2023 年 3 月至今的电力现货市场运行情况来看, 光伏平均电价<风电平均电价且光伏电价呈逐月下跌趋势, 山东 2024 年 3 月、4 月光伏均价/月均价跌破 30%, 均小于 0.07 元/kWh, 显著低于光伏成本线, 新能源收益率面临较大压力。

长期来看进一步完善碳市场, 用碳市场取代能耗双控, 仍然是我国减排政策的演进路径。但碳市场的建立是一个较为漫长的过程, 与电力现货市场、辅助服务市场等不同, 碳市场是一个多行业共同参与的机制, 设计较为复杂。此外与欧美等国家不同, 我国尚处于碳达峰的过程中, 同时还要考虑减碳与发展的平衡。**当前我国新能源行业面临的困境的解决, 一方面需要绿证绿电市场扩容以提高环境溢价: 我国 2023 年以来绿电绿证市场持续扩容, 24 年前 5 个月绿电绿证交易量同比增加 327%。**

政府授权合约等机制有望得到应用, 保证新能源收益率。2023 年国家发改委印发的《电力现货市场基本规则 (试行) 》中就提出过政府授权合约机制, 广西成为我国首个实行该机制的省份。根据方案, 政府授权合约的核心目的是给新能源一个合理的“标准电价”, 使得市场价较高时避免新能源获得过高的超额收益, 市场价较低时避免新能源过度亏损。此政策与非市场化的“标杆电价”区别在于, 最终回收或补贴的力度仍然与电力市场的交易结果相关, 这样既可以限定新能源的电价范围、又可以相对保证电力市场交易的完整性。

➢ **公用事业: 从长周期信用债框架看水电板块估值: 继续看好商业模式重估**

本周五 (6 月 14 日) 水电板块放量回调, 引发市场对水电高估值的担忧。我们认为在近期水电板块加速上涨背景下, 交易性因素的重要性被放大, **但是长期来看, 水电板块估值仍有进一步提升空间。**

水电股价上涨的核心驱动力是折现率下降, 但是我们认为无风险收益率下降只能解释水电股价 1/3 的涨幅。水电可以视为超长周期类债资产, 折现率由三部分构成, 无风险收益率、高等级信用债较无风险收益率的利差、水电较高等级信用债的利差 (毕竟不是真的债券)。以长江电力为例, 通过市值倒算 DCF 模型折现率, 2020 年 9 月 (国债收益率近年高点) 至今隐含折现率从 10% 下降至当前的 7.1% (取整, 约等于 500 亿现金流/7000 亿市值), 折现率下降 2.9 个百分点, 我们认为这是水电公司股价上涨的根本原因。

分拆来看, 10 年期国债收益率从 3.3% 降到 2.3%, 下降 1pct, 本质是长周期资产回报率下行; 10 年期 AA 级企业信用债利差从 1.8% 降到 0.7%, 下降 1.1pct, 本质是稳定收益型资产荒; 剩余 0.8 pct 为水电相较高等级信用债利差的收窄, 本质上是市场对水电商业模式低风险属性的重估。从当前时点看, 长电隐含折现率 7.1%, 分解为 2.3% 的国债收益率、0.7% 的 AA 级信用债利差、4.1% 的水电相较信用债利差。基于对水电商业模式的认可, 我们认为水电相较信用债利差仍有一定下降空间。

➢ **投资分析意见:** 我们认为后续我国电力市场可能将在多个方向同时改进, 在碳市场逐渐建立的同时, 类似于广西政府授权合约机制可能会因地制宜在多地推广, 进一步保证绿电收益率、促进行业健康发展。当前绿电运营商, **重点推荐: 中国电力、大唐新能源、中广核新能源, 建议关注龙源电力、三峡能源等。**

➢ **风险提示:** 电力市场化改革程度不及预期, 碳市场政策推进不及预期。



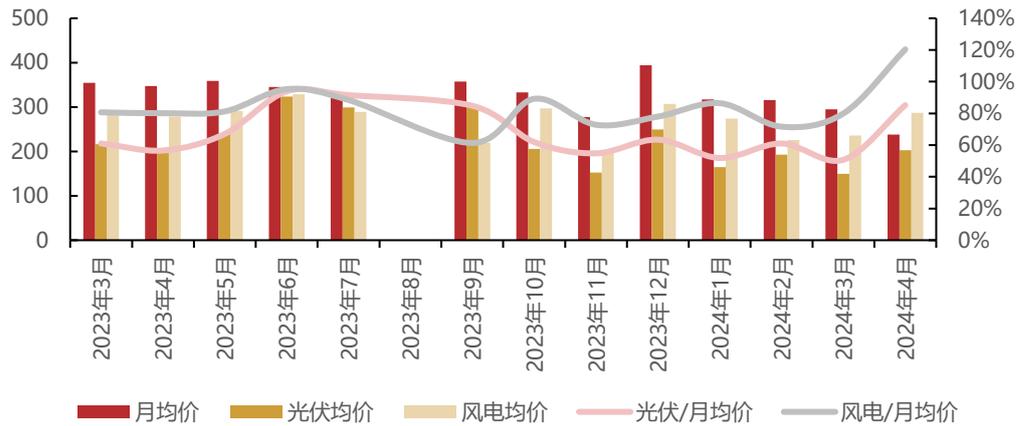
目录

1. 市场普遍担忧绿电盈利前景 亟待电价机制+环境机制共同发力	3
2. 从长久期信用债框架看水电板块估值：继续看好商业模式重估	6
3. 推荐组合本周表现	8
4. 重点公司估值	8

1. 市场普遍担忧绿电盈利前景 亟待电价机制+环境机制共同发力

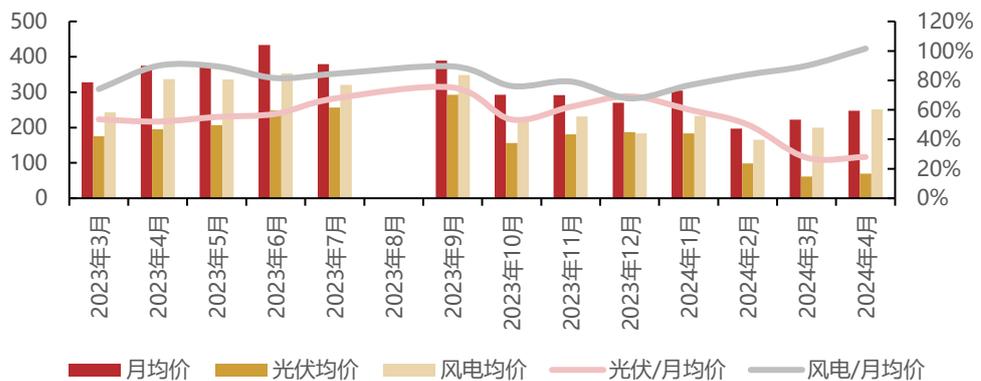
2023 年我国新能源装机迎来高速增长，这除了导致弃风弃光率上升外，部分电力市场开展较为超前的省份新能源电价也面临了一定的压力。由于新能源发电呈现较强的集中性，因此在新能源比例较高的省份，当风况、光照条件较好时往往造成发电侧供给过剩、电价降低，而风况、光照较差时发电侧供给不足、电价升高，由此造成新能源平均电价低于市场平均电价。以山西、山东、甘肃、蒙西 2023 年 3 月至今的电力现货市场运行情况来看，**新能源有如下特点：（1）光伏平均电价<风电平均电价。**这主要由于光伏的发电特性更为极致，集中在午间时段发电，而风电则在全天均可出力，与高电价重合时段较长；**（2）光伏电价呈下跌趋势，**一年以来 4 省光伏均价/月均价均呈现下降趋势，证明光伏装机比例对电价有显著的负面影响，这在光伏装机比例较高的山东省尤为典型，2024 年 3 月、4 月光伏均价/月均价跌破 30%，均小于 0.07 元/kWh，显著低于光伏成本线。

图 1：2023 年 3 月—2024 年 4 月山西现货均价（元/MWh）



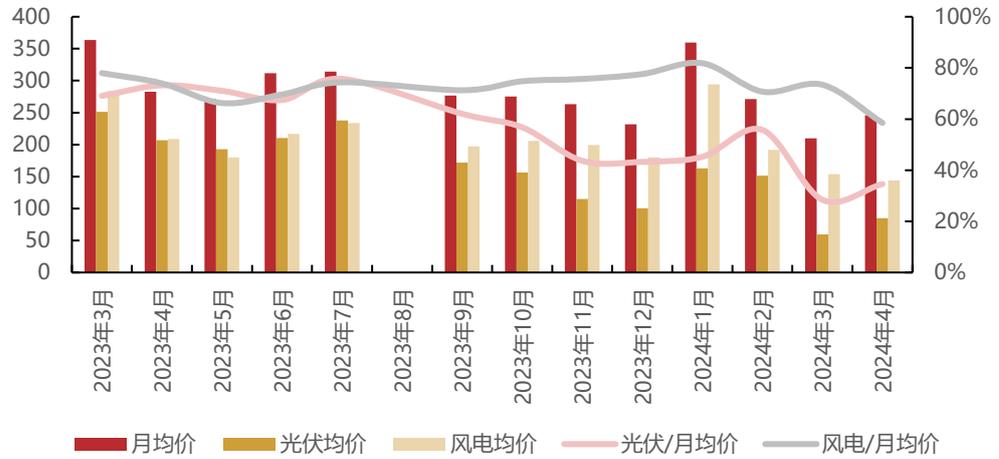
资料来源：兰木达，华源证券研究。注：2023 年 8 月数据缺失

图 2：2023 年 3 月—2024 年 4 月山东现货均价（元/MWh）



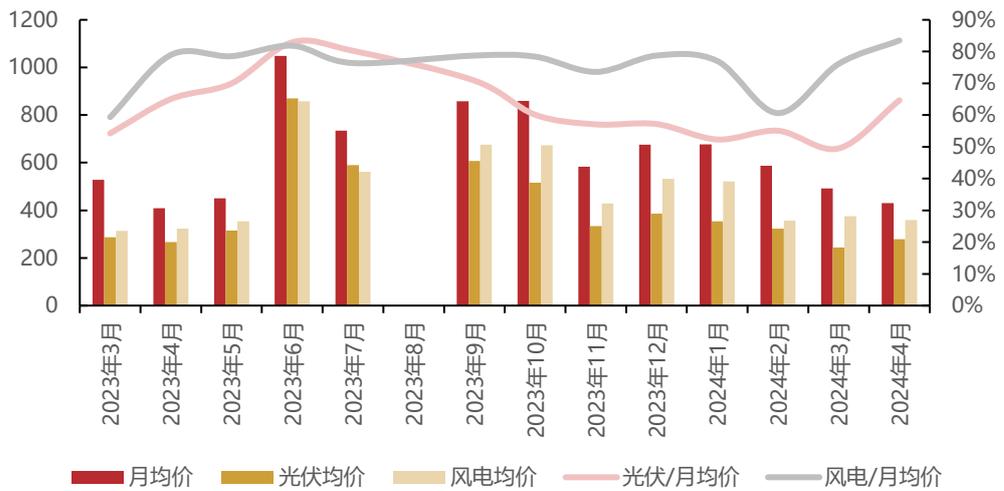
资料来源：兰木达，华源证券研究。注：2023年8月数据缺失

图 3：2023 年 3 月—2024 年 4 月甘肃现货均价（元/MWh）



资料来源：兰木达，华源证券研究。注：2023年8月数据缺失

图 4：2023 年 3 月—2024 年 4 月蒙西现货均价（元/MWh）



资料来源：兰木达，华源证券研究。注：2023年8月数据缺失

我国大力推行电力市场的主要出发点之一是为了促进新能源发展，但电力市场中新能源电价面临较大压力、造成新能源电站收益率下滑却与主要出发点相悖，核心原因之一在于碳市场未充分建立。当前我国主要依靠能耗双控政策控制碳排放、促进可再生能源需求，但绿证、碳市场等市场化机制尚未建立。长期来看**进一步完善碳市场，用碳市场取代能耗双控，仍然是我国减排政策的演进路径。**

但碳市场的建立是一个较为漫长的过程，与电力现货市场、辅助服务市场等不同，碳市场是一个多行业共同参与的机制，设计较为复杂。此外与欧美等国家不同，我国尚处于

碳达峰的过程中，同时还要考虑减碳与发展的平衡。**当前我国新能源行业面临的困境的解决，一方面需要绿证绿电市场，另一方面可能需要保障机制加以支持。**

我国于 2021 年 9 月启动绿电交易试点，但是，受新能源并未全部入市、绿电省间外送积极性不高、电—碳市场机制尚未打通等因素影响，此前我国绿电交易规模有限，市场化机制还不够成熟。一方面市场交易不够活跃，2022、2023 年我国绿电省内交易规模分别为 227.8 亿千瓦时和 537.7 亿千瓦时，分别仅占市场总交易量的 0.4%和 0.95%，整体活跃度较低。此外跨省区交易难度较大、电碳市场协同力度不足等问题均影响了绿电交易的开展。

绿电绿证交易扩容在即，环境价值有望显现。根据中电联数据，今年前 5 月，中国绿电绿证交易量超 1800 亿千瓦时，同比增长约 327%。其中，绿电交易电量 1481 亿千瓦时；绿证交易 3907 万张，对应电量 390.7 亿千瓦时。随着绿电绿证交易规模快速扩大，新能源环境价值有望得到体现，收益情况有望改善。

政府授权合约等保障机制有望得到应用，保证新能源收益率。2023 年国家发改委印发的《电力现货市场基本规则（试行）》中就提出过政府授权合约机制：针对不同发电类型，可设计不同的政府授权合约结算公式。主要区别在于如何规定政府授权合约价格、合约电量曲线以及合约结算参考点。具体可在相关市场实施细则中明确。

2023 年底，广西省发改委印发了《2024 年广西电力市场交易实施方案》中提出集中式风电、光伏发电企业执行政府授权合约机制，成为我国首个实行该机制的省份。根据方案，新能源企业市场化部分收益将由合约电量（即政府授权合约电量）、合约价格（2024 年合约价格为 0.38 元/kWh）、对标价格（标的月各时段批发交易用户市场交易计划加权平均价格）决定。

(1) 当对标价格 \geq 合约价格（即市场均价高于 0.38 元/kWh）时：

$K_c = \text{对标价格} / \text{发电交易单元标的月各时段市场交易计划加权平均价格}$ （不低于 0.9）

政府授权合约差价费用 = 政府授权合约电量 \times （合约价格 - 对标价格） $\times K_c$

简而言之：此时要向新能源场站回收超过 0.38 元/kWh 部分的电价，且该场站越接近市场均价，回收数额越低（即结算电价越高）。

(2) 当对标价格 $<$ 合约价格（即市场均价高于 0.38 元/kWh）时：

$K_c = \text{对标价格} / \text{发电交易单元标的月各时段市场交易计划加权平均价格}$

当 $K_c \geq 1$ 时，政府授权合约差价费用 = 政府授权合约电量 \times （合约价格 - 对标价格） $\times K_c$ ，不高于 1.1。

当 $K_c < 1$ 时，政府授权合约差价费用 = 政府授权合约电量 \times （合约价格 - 发电交易单元标的月各时段市场交易计划加权平均价格）

简而言之：此时要向新能源场站补贴低于 **0.38 元/kWh** 部分的电价，且该场站越接近市场均价，补贴数额越高（即结算电价越高）。

总的来看，由于目前我国电力市场仍然主要靠火电定价，因此政府授权合约的核心目的是给新能源一个合理的“标准电价”，使得市场价较高时避免新能源获得过高的超额收益，市场价较低时避免新能源过度亏损。此政策与非市场化的“标杆电价”区别在于，最终回收或补贴的力度仍然与电力市场的交易结果相关，这样既可以限定新能源的电价范围、又可以相对保证电力市场交易的完整性。

我们认为后续我国电力市场可能将在多个方向同时改进，在碳市场逐渐建立的同时，类似于广西政府授权合约机制可能会因地制宜在多地推广，进一步保证绿电收益率、促进行业健康发展。当前绿电运营商重点推荐：**中国电力、大唐新能源、中广核新能源**，建议关注**龙源电力、三峡能源**等。

2. 从长久期信用债框架看水电板块估值：继续看好商业模式重估

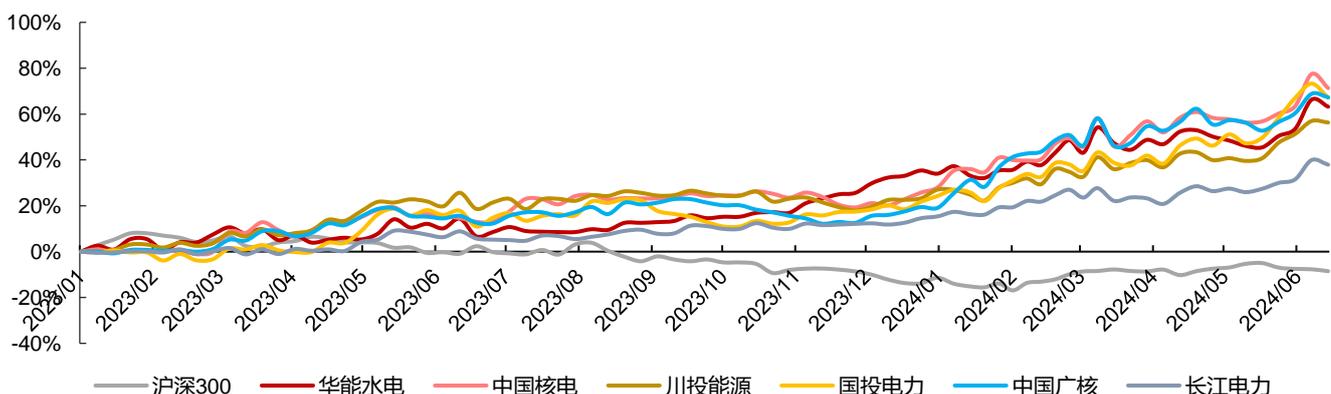
本周五（6月14日）水电板块放量回调，引发市场对水电高估值的担忧。我们认为在近期水电板块加速上涨背景下，交易性因素的重要性被放大，但是长期来看，水电板块估值仍有进一步提升空间，本质是水电商业模式重估带来的风险溢价收窄。

以下我们通过问答方式回答近期投资者关注的问题。

问题 1：长江电力股息率与国债收益率的差距已经很小了，还有压缩空间吗？

答：复盘历史走势，水电并不是按照股息率定价的，而是按照全口径 DCF 模型的隐含折现率定价的。股息率没有给没分红的钱定价，还债和再投资并没有减损企业价值，川投能源的股息率长年低于国债收益率，但是股价走势与长电趋同。核电（中国核电、中国广核）分红率仅有 40%左右，今年以来股价走势和水电相似，背后是同一个逻辑。

图 5：2023 年至今水电核电公司股价走势



资料来源：ifind，华源证券研究

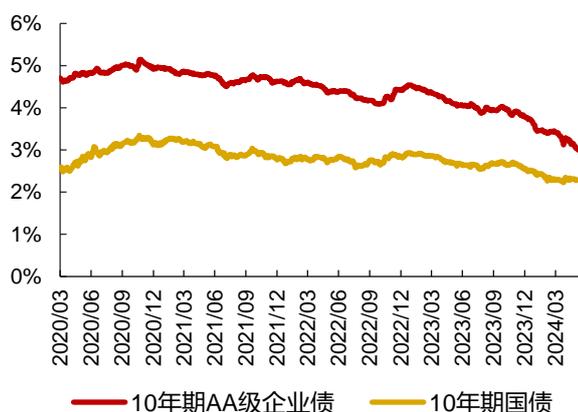
问题 2：水电股价上涨的真正驱动力是什么，如何拆解？

答：核心驱动力是折现率下降，**但是我们认为无风险收益率下降只能解释水电股价 1/3 的涨幅**。低协方差理论及 CAPM 模型过于学术了，用一个更好理解且容易量化的拆解方式，水电可以视为超长久期类债资产，折现率由三部分构成，**无风险收益率、高等级信用债较无风险收益率的利差、水电较高等级信用债的利差**（毕竟不是真的债券）。

以长江电力为例，以可供分配前权益现金流为分子（对于永续资产约等于净利润+折旧），长江电力约为 500 亿元，通过市值倒算 DCF 模型折现率，2020 年 9 月（国债收益率近年高点）至今隐含折现率从 10% 下降至当前的 7.1%（取整，约等于 500 亿现金流/7000 亿市值），**折现率下降 2.9 个百分点，我们认为这是水电公司股价上涨的根本原因**。

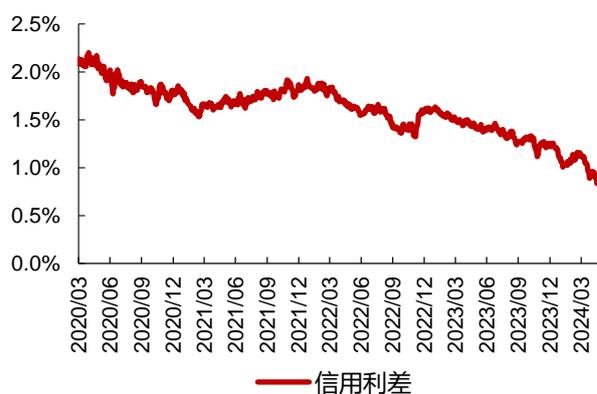
但是分拆来看，10 年期国债收益率从 3.3% 降到 2.3%，下降 1 个百分点，本质是长周期资产回报率下行；10 年期 AA 级企业信用债利差从 1.8% 降到 0.7%，下降 1.1 个百分点，本质是稳定收益型资产荒；剩余 0.8 个百分点为水电较高等级信用债利差的收窄，本质上是市场近年来对风险更加重视，对水电商业模式低风险属性的重估。

图 6：10 年期 AA 级企业债及 10 年期国债利率



资料来源：ifind，华源证券研究

图 7：10 年期 AA 级企业债与 10 年期国债利率利差



资料来源：ifind，华源证券研究

问题 3：长江电力的估值空间怎么看？

从当前时点看，**长电隐含折现率 7.1%，分解为 2.3% 的国债收益率、0.7% 的 AA 级信用债利差、4.1% 的水电相较信用债利差**。最关键的，我们认为水电相较信用债利差仍有一定下降空间。

其一，水电是终端同质化商品中的少数低成本供给，而且占比会越来越低，电力供需趋紧格局下，电价下行风险极低，反而有上行动力（尤其西南地区）；其二，降雨与宏观经济脱钩；其三，极简商业模式带来极高的报表质量；其四，构建水电组合可以一定程度上降低来水波动影响。因此，**第三项利差未来可能被进一步压缩**。核心逻辑不是国债收益率与信用债利差，而是水电商业模式重估。

问题 4：水电买哪个好，买大票求稳定还是买小票博弹性？

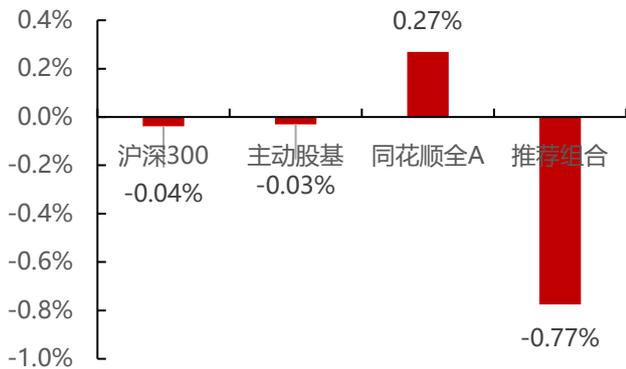
马科维茨投资组合理论的基本推论，组合优于个股。折现率逻辑下，避免分子端风险敞口，可以规避公司治理、来水丰枯、交易性行为的影响。精选个股，不如长江电力/华能水电/国投电力/川投能源/桂冠电力/黔源电力均衡配置。

核电逻辑类似，中国核电/中国广核也可加入组合，现阶段高强度资本开支意味着更长的久期，长久期资产价值对折现率变化更敏感。

3. 推荐组合本周表现

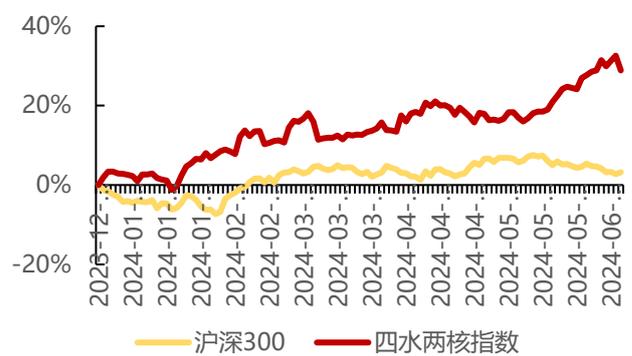
涨幅回顾：本周推荐组合（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核，等权配置）下跌 0.77%，沪深 300 下跌 0.04%，同花顺全 A 上涨 0.27%，主动股基下跌 0.03%，推荐组合跑输沪深 300 0.74 个百分点，跑输主动股基 0.74 个百分点。2024 年以来推荐组合上涨 28.87%，沪深 300 上涨 3.22%，同花顺全 A 下跌 4.83%，主动股基下跌 3.00%，推荐组合跑赢沪深 300 25.66 个百分点，跑赢主动股基 31.87 个百分点。

图 8：本周推荐组合涨幅



资料来源：ifind，华源证券研究

图 9：推荐组合历史涨幅



资料来源：ifind，华源证券研究

4. 重点公司估值

表 1：公用事业重点公司估值表（元，元/股，来自 iFinD 一致预期）

板块	代码	简称	评级	收盘价 2024-06-14	EPS				PE				PB (lf)
					23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
火电转型	600011.SH	华能国际	增持	9.25	0.54	0.62	0.74	0.81	17	15	13	11	2.55
	600027.SH	华电国际	增持	7.02	0.44	0.48	0.58	0.63	16	15	12	11	1.76
	601991.SH	大唐发电		3.09	0.07	0.21	0.26	0.31	42	14	12	10	2.01
	2380.HK	中国电力	买入	3.48	0.22	0.39	0.56	0.65	16	9	6	5	0.80
	0836.HK	华润电力	买入	23.55	2.29	2.96	3.34	3.80	10	8	7	6	1.33

	600795.SH	国电电力	增持	5.83	0.31	0.42	0.45	0.54	19	14	13	11	2.04
	000833.SZ	湖北能源	买入	4.90	0.10	0.48	0.53	0.59	49	10	9	8	1.16
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.61	0.31	0.36	0.41	0.46	15	13	11	10	1.85
	000539.SZ	粤电力 A		5.54	0.19	0.19	0.53	0.59	30	29	10	9	1.32
	000543.SZ	皖能电力	买入	8.64	0.63	0.83	1.04	1.11	14	10	8	8	1.37
	600483.SH	福能股份	买入	11.46	1.03	1.11	1.14	1.22	11	10	10	9	1.32
	600021.SH	上海电力	买入	10.18	0.57	0.77	0.91	1.09	18	13	11	9	1.52
	600578.SH	京能电力		3.33	0.13	0.19	0.22	0.25	25	18	15	13	1.04
	600098.SH	广州发展		6.71	0.47	0.62	0.69	0.76	14	11	10	9	0.91
	000690.SZ	宝新能源		5.11	0.41	0.44	0.59	0.69	13	12	9	7	0.90
	600642.SH	申能股份	买入	8.95	0.70	0.88	0.97	1.02	13	10	9	9	1.26
	600023.SH	浙能电力		6.88	0.52	0.60	0.66	0.71	13	11	10	10	1.33
	0916.HK	龙源电力	增持	7.05	0.75	0.81	0.89	0.97	9	9	8	7	0.84
	1798.HK	大唐新能源	买入	1.86	0.31	0.34	0.37	0.41	6	5	5	5	0.65
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.56	0.44	0.45	0.48	0.50	6	6	6	6	1.10
新能源	600905.SH	三峡能源	增持	4.70	0.25	0.26	0.28	0.31	19	18	17	15	1.58
	600163.SH	中闽能源	增持	4.85	0.36	0.36	0.37	0.40	13	13	13	12	1.43
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.21	0.33	0.41	0.48	0.57	10	8	7	6	1.17
	601778.SH	晶科科技		2.65	0.11	0.45	0.48	0.50	25	6	6	5	0.63
	000862.SZ	银星能源	增持	5.12	0.17	0.27	0.34	0.42	29	19	15	12	1.12
	600310.SH	广西能源	买入	3.82	0.00	0.13	0.27	0.43	3473	29	14	9	1.91
核电	601985.SH	中国核电	买入	10.04	0.55	0.59	0.64	0.68	18	17	16	15	2.04
	003816.SZ	中国广核	买入	4.37	0.21	0.24	0.25	0.26	21	18	17	17	1.89
水电	600900.SH	长江电力	买入	27.90	1.12	1.39	1.46	1.53	25	20	19	18	3.32
	600025.SH	华能水电	买入	10.51	0.42	0.47	0.51	0.53	25	22	21	20	3.42
	600886.SH	国投电力	买入	17.73	0.85	1.01	1.14	1.22	21	18	16	15	2.39
	600674.SH	川投能源	买入	18.60	0.96	1.05	1.11	1.15	19	18	17	16	2.22
	600236.SH	桂冠电力	买入	7.00	0.16	0.36	0.38	0.39	45	19	18	18	3.40
	002039.SZ	黔源电力	买入	17.58	0.62	1.17	1.26	1.31	28	15	14	13	1.96
综合能源服务	003035.SZ	南网能源		4.69	0.08	0.13	0.18	0.23	57	36	26	21	2.60
	600116.SH	三峡水利		7.22	0.27	0.36	0.42	0.49	27	20	17	15	1.24
	600509.SH	天富能源		5.89	0.31	0.61	0.70	0.78	19	10	8	8	1.07
燃气	601139.SH	深圳燃气		7.01	0.50	0.61	0.70	0.78	14	11	10	9	1.38
	603393.SH	新天然气		34.34	2.47	0.61	0.70	0.78	14	56	49	44	1.90
	2688.HK	新奥能源		62.86	6.03	6.30	6.88	7.51	10	10	9	8	1.67
	1193.HK	华润燃气		26.59	2.06	2.31	2.52	2.80	13	12	11	10	1.66
环保	0257.HK	光大环境	买入	3.68	0.66	0.67	0.69	0.71	5	5	5	5	0.43
	600461.SH	洪城环境		11.80	0.96	0.96	1.05	1.13	12	12	11	10	1.68

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

表 2：电力设备重点公司估值表（元，元/股，单位均为人民币，来自 iFinD 一致预期）

板块	代码	简称	评级	收盘价	EPS				PE				PB (lf)
				2024-06-14	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
电力信息化	600131.SH	国网信通		19.49	0.69	0.85	0.98	1.11	28	23	20	18	3.69
	300286.SZ	安科瑞		23.53	0.95	1.20	1.57	1.98	25	20	15	12	3.73
	000682.SZ	东方电子		11.84	0.40	0.52	0.64	0.77	29	23	19	15	3.39
	002322.SZ	理工能科	买入	15.21	0.65	0.92	1.13	1.37	23	17	13	11	1.80
	300682.SZ	朗新集团		9.85	0.56	0.66	0.81	0.90	18	15	12	11	1.41
	301162.SZ	国能日新		49.71	0.85	1.15	1.51	1.92	58	43	33	26	4.57
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	18.04	1.14	1.34	1.60	1.83	16	13	11	10	1.47
	002438.SZ	江苏神通		12.09	0.53	0.67	0.83	0.98	23	18	15	12	1.83
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	32.73	1.00	1.16	1.55	1.72	33	28	21	19	3.04
	600406.SH	国电南瑞		23.90	0.90	1.01	1.15	1.31	27	24	21	18	4.03
	002028.SZ	思源电气		71.00	2.02	2.64	3.28	4.03	35	27	22	18	5.10
	600312.SH	平高电气		16.84	0.60	0.84	1.06	1.26	28	20	16	13	2.23
	600089.SH	特变电工		14.36	2.39	1.72	1.95	2.18	6	8	7	7	1.16
	601179.SH	中国西电		7.41	0.17	0.24	0.32	0.41	43	31	23	18	1.74
	002270.SZ	华明装备		20.87	0.61	0.75	0.91	1.09	34	28	23	19	5.38
配用电设备	688676.SH	金盘科技		56.32	1.18	1.80	2.51	3.26	48	31	22	17	7.90
	301291.SZ	明阳电气		33.97	1.82	2.06	2.72	3.47	19	16	12	10	2.47
	300001.SZ	特锐德		21.75	0.48	0.65	0.90	1.19	45	34	24	18	3.49
	603556.SH	海兴电力		47.59	2.02	2.46	3.00	3.61	24	19	16	13	3.39
输电设备	603606.SH	东方电缆		48.98	1.45	1.97	2.72	3.25	34	25	18	15	5.36
	300617.SZ	安靠智电		27.44	1.23	1.69	2.36		22	16	12		1.65
	002276.SZ	万马股份		7.96	0.55	0.72	0.90	1.11	14	11	9	7	1.50
氢能及储能	688248.SH	南网科技		31.14	0.50	0.77	1.08	1.42	62	41	29	22	6.19
	600475.SH	华光环能	买入	9.43	0.79	0.90	1.01	1.08	12	10	9	9	1.04
	601226.SH	华电重工		5.22	0.08	0.25	0.31	0.38	62	21	17	14	1.49
	601222.SH	林洋能源		6.70	0.51	0.58	0.68	0.77	13	12	10	9	0.88

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：电力市场化改革程度不及预期，碳市场政策推进不及预期

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