

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

电力市场化改革有望提速，建议长期关注真正创造价值的好公司

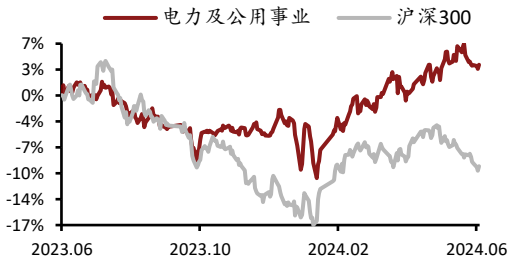
——电力及公用事业行业 2024 年中期投资策略

证券研究报告-行业半年度策略

强于大市(维持)

电力及公用事业相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 06 月 28 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《电力及公用事业行业月报：电力需求延续快速增长，1-4 月电力行业利润增长 44.1%》
2024-05-30

《电力及公用事业行业专题研究：电力产业链分析及河南省产业概况》
2024-04-30

《电力及公用事业行业月报：工业拉动用电量增长，一季度电力板块全面盈利》
2024-04-30

投资要点：

- 2024 年上半年电力及公用事业走势强于市场。截至 6 月 25 日，作为防御属性较强的板块，电力及公用事业指数上涨 8.47%，跑赢沪深 300 指数（0.78%）7.69 个百分点，在 30 个中信一级行业中排名第 5。电力板块整体上涨，火电、水电、其他发电分别上涨 23.09%、22.02%、6.46%。
- 电力市场化改革有望加速，新质生产力快速发展提升用电量需求。《电力市场运行基本规则》发布，为加快建设全国统一电力市场体系做出顶层设计，电力市场化加速改革或为电价提升打开空间。随着新型能源体系建设的深入推进，我国以新能源供给为主体的新型电力系统的建设也在加快，2024 年一季度，太阳能发电、风电、水电在新增发电装机容量中占比合计超过 90%。
- 行业评级及投资主线。基于电力公用事业行业政策、发展前景，及行业业绩增长预期和估值水平，维持电力及公用事业行业“强于大市”的投资评级。

建议长期拥抱护城河宽广、真正创造价值的好公司，这些公司盈利能力稳健，能够持续拿出真金白银进行高比例现金分红。

水电：护城河足够宽广，使得大型水电企业盈利能力强、经营周期长。白鹤滩水电站单机容量世界最大，长江电力六座水电站组成了世界最大的清洁能源走廊。受益于发电成本低，水电上网电价也有足够的市场竞争力，电力市场化改革是对水电的实质利好。在经历了 2022、2023 年连续两年来水极度偏枯的不利影响后，2024 年 4 月以来，来水逐步转丰，水电发电量持续高速增长。随着二级市场的持续上涨，水电 PE 估值已有所抬升，建议从中长期视角关注大型水电企业长江电力、华能水电。

核电：核电具备低碳、清洁、可靠的特点，平均利用小时数最高。随着新质生产力的加快发展，我国科技自主的核电技术更加成熟，国家政策明确支持核电行业积极安全有序发展建设。秦山核电站、大亚湾核电站 2023 年发电量均创商运以来的新高。核电的上网电价具有上涨空间。核电政策红利将逐步释放，未来几年新核电机组也将陆续投产运营，核电企业盈利能力将继续提升，分红比例存在逐渐提高的预期。从中长期视角看，核电发电企业与水电且有相似，属于业绩稳定增长的优质标的，建议关注核电“双寡头”运营商中国核电、中国广核。

火电：虽然新能源装机占比在持续增长，但在未来相当长的时间内，

火电发电量依旧在电力供给端占据主导地位，从中远期看，煤电机组存在向调节性电源转型的趋势，在经历了燃料价格的下降后，火电业绩已迎来复苏，后续继续关注煤价走势。建议关注火电装机容量最大、新能源装机水平不断提升的**华能国际**。

新能源发电：随着我国电力结构的绿色转型，风光发电装机容量持续快速增长，然而平价项目的增加，也降低了新能源上网电价，三峡能源 2023 年风电平均电价同比下降 4.15%，光伏发电平均电价同比下降 0.49%；龙源电力 2023 年风电平均电价较 2022 年减少 24 元/兆瓦时，光伏发电平均电价较 2022 年减少 95 元/兆瓦时。平价上网的积极意义在于推动产业技术的进步，降级新能源发电成本，并推动能源结构的优化，因此从长期看将利好新能源产业发展。后续需密切关注风、光发电上网电价走势。

燃气：我国天然气消费拥有较大增长空间，预计 2040 年天然气需求占一次能源的比例将近 13%。2024 年 1-4 月，全国天然气表观消费量 1437.3 亿立方米，同比增长 11.9%。随着天然气上下游价格联动机制持续推进，城燃业务存在顺价调整的预期，建议关注分红比例高的**蓝天燃气**。

风险提示：产业链价格波动风险；电力需求不及预期；发电量不及预期；电价下滑风险；项目进展不及预期；政策波动风险；安全生产风险；系统风险。

内容目录

1. 行情与业绩回顾:	5
1.1. 板块整体回顾: 防御属性较强, 业绩支撑板块行情表现	5
1.2. 子行业回顾: 电力板块整体上涨, 水电、其他发电盈利能力最强	6
2. 电力市场化改革有望提速, 新质生产力快速发展提升用电量需求	8
3. 水电护城河足够宽广, 仍具长期投资价值	11
4. 核电行业红利持续释放, 双寡头经营稳健, 分红比例将逐步提升	15
5. 投资评级及主线	19
5.1. 维持“强于大市”的投资评级	19
5.2. 投资主线及重点标的	19
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 2024 年行业指数相对沪深 300 指数表现	5
图 2: 2024 年电力及公用事业涨幅排名第 5 (单位: %)	5
图 3: 电力及公用事业营业总收入情况	6
图 4: 电力及公用事业归母净利润情况	6
图 5: 中信一级行业估值对比 (单位: 倍)	6
图 6: 子行业涨跌幅对比	7
图 7: 电力及公用事业子行业估值对比 (单位: 倍)	8
图 8: 我国电力市场化改革进程	9
图 9: 我国主要电力装机结构占比 (单位: %)	9
图 10: 2024Q1 我国新增发电装机容量分布 (单位: %)	9
图 11: 全社会用电量	10
图 12: 第一产业用电量	10
图 13: 第二产业用电量	10
图 14: 第三产业用电量	11
图 15: 城乡居民生活用电量	11
图 16: 2023 年以来水电单月发电量走势	11
图 17: 水电平均上网电价对比 (单位: 元/兆瓦时)	13
图 18: 大型水电企业毛利率情况 (%)	13
图 19: 大型水电企业净利率情况 (%)	13
图 20: 大型水电企业加权 ROE 情况 (%)	14
图 21: 水电行业 PEBands	15
图 22: 我国核电装机情况	15
图 23: 我国核电发电量情况	15
图 24: 2019 年起我国核电机组核准进入常态化(单位:台)	16
图 25: 我国核电机组分布情况 (截至 2024 年一季度)	16
图 26: 中国广核未来五年管理在运核电装机容量	17
图 27: 中国核电未来五年控股在运核电装机容量	17
图 28: 中国核电盈利能力 (单位: %)	17
图 29: 中国广核盈利能力 (单位: %)	17
图 30: 中国核电分红情况	18
图 31: 中国广核分红情况	18
图 32: 核电稳定可靠的发电利用小时数 (单位: 小时)	18

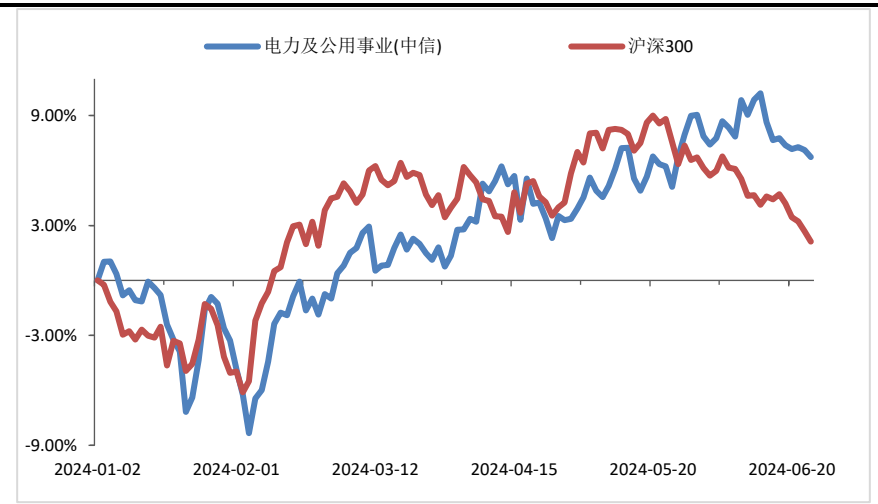
图 33: 电力及公用事业板块市盈率(TTM)对比	19
表 1: 子行业业绩表现对比	7
表 2: 子行业盈利能力 (%)	8
表 3: 华能水电、国投电力在建 100 万千瓦以上水电站.....	12
表 4: 2023 年各类型发电设备平均上网电价对比 (单位: 元/兆瓦时)	12
表 5: 水电公司分红情况	14
表 6: 电力及公用事业 2024 年中期策略重点公司估值及投资评级	20

1. 行情与业绩回顾:

1.1. 板块整体回顾: 防御属性较强, 业绩支撑板块行情表现

2024年上半年, 中信电业及公用事业板块在经历了年初调整后, 开启了震荡上涨走势, 整体表现强于市场。截至6月25日, 电力及公用事业指数上涨8.47%, 跑赢沪深300指数(0.78%) 7.69个百分点。

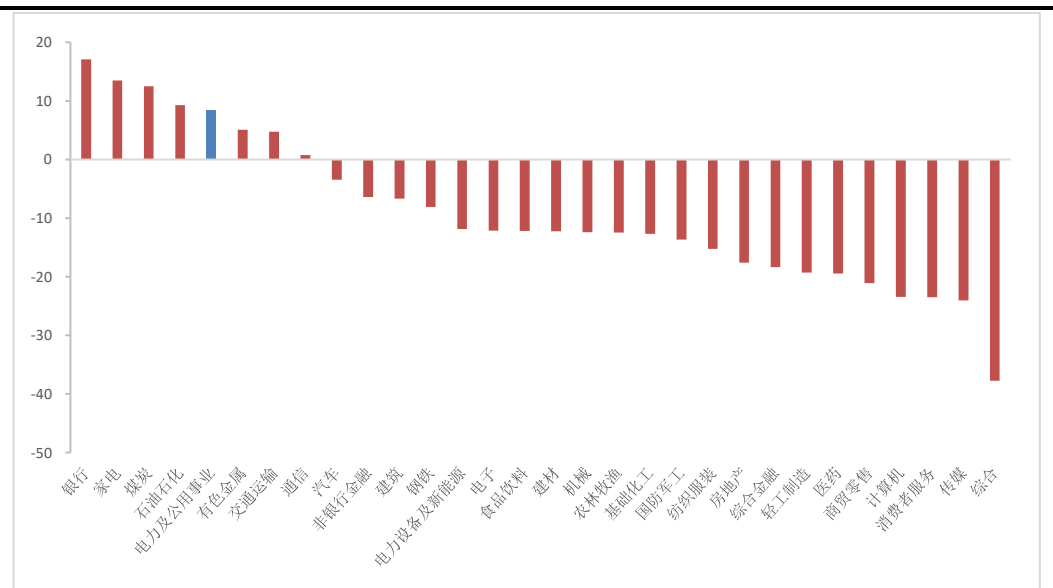
图 1: 2024 年行业指数相对沪深 300 指数表现



资料来源: Wind, 中原证券研究所 (截至 2024 年 6 月 25 日)

2024年上半年, 高股息行业涨幅领先, 在 30 个中信一级行业中仅有 8 个板块上涨, 截至 6 月 25 日, 作为防御属性较强的板块, 电力及公用事业指数涨幅排名第 5, 仅次于银行、家电、煤炭、石油石化板块。

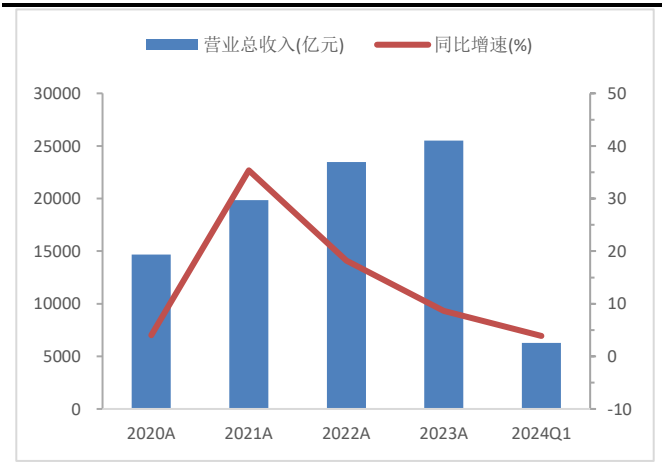
图 2: 2024 年电力及公用事业涨幅排名第 5 (单位: %)



资料来源: Wind, 中原证券研究所 (截至 2024 年 6 月 25 日)

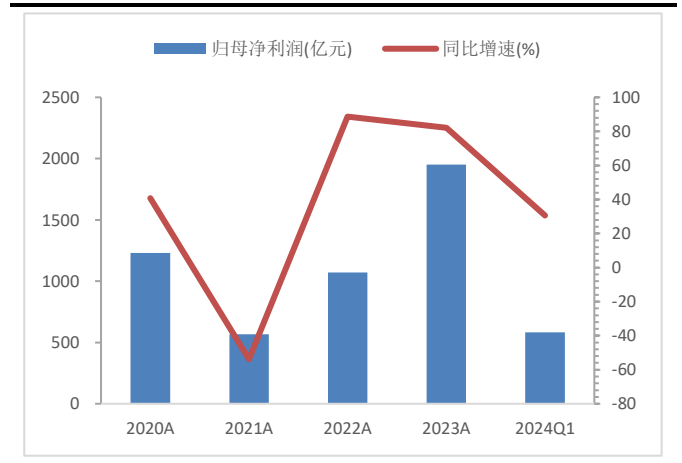
近年来,电力及公用事业板块整体业绩保持增长,为板块在二级市场表现提供了有力支撑。2023年,电力及公用事业板块营业收入达到2.55万亿元,首次突破2.5万亿元,同比增长8.83%;归母净利润1951.47亿元,接近2000亿元,同比增长82.11%。2024年一季度,板块整体实现营业收入6280.75亿元,同比增长3.88%;归母净利润582.67亿元,同比增长30.53%。水电、其他发电板块业绩稳步增长,火电板块盈利能力随煤价下降大幅反弹,行业整体盈利能力实现高增长。

图3: 电力及公用事业营业总收入情况



资料来源: Wind, 中原证券研究所

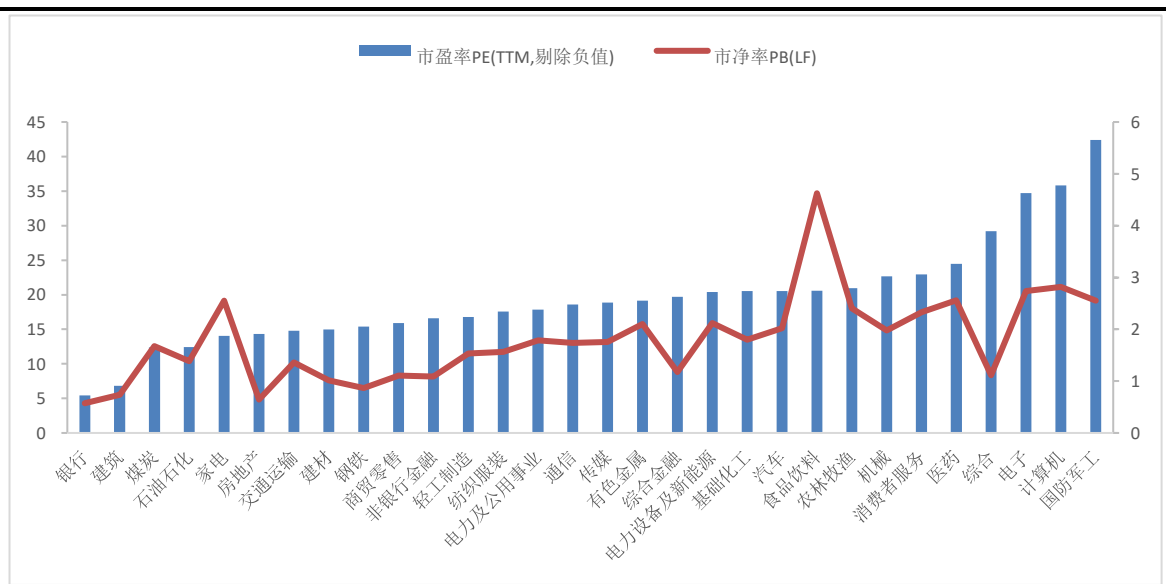
图4: 电力及公用事业归母净利润情况



资料来源: Wind, 中原证券研究所

截至2024年6月25日,电力及公用事业PE(TTM,剔除负值)为17.84倍,PB(LF)为1.79倍,在30个中信一级行业中分别排名第14、18位,处于中游位置,属于相对合理水平。

图5: 中信一级行业估值对比(单位:倍)



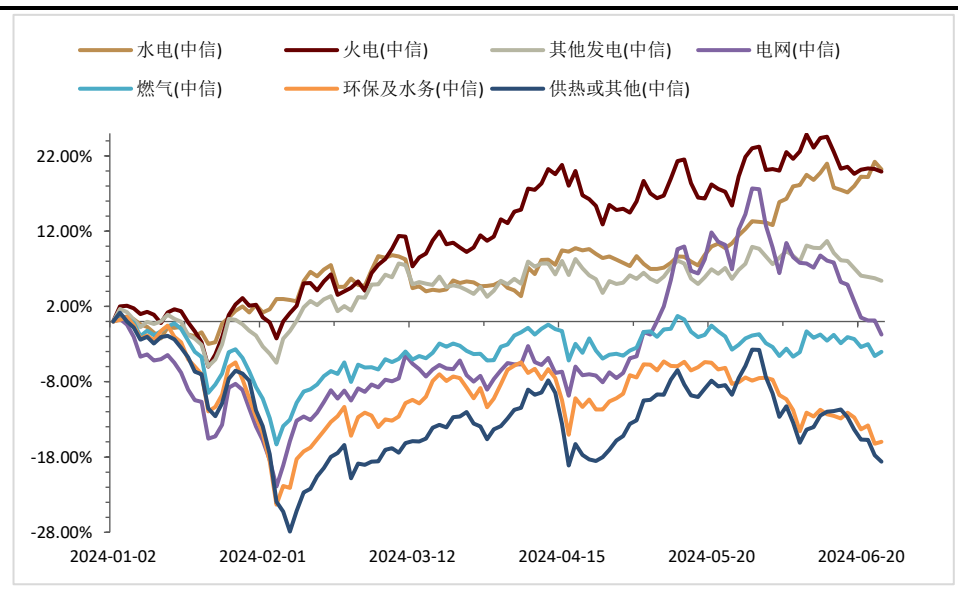
资料来源: Wind, 中原证券研究所(截至2024年6月25日)

1.2. 子行业回顾: 电力板块整体水涨, 其他发电盈利能力最强

电力股防御属性强,近年来业绩稳步增长、积极分红,2024年上半年,截至6月25日,

发电及电网中的火电、水电、其他发电分别上涨 23.09%、22.02%、6.46%，而电网下跌 0.06%；环保及公用事业整体下跌，其中燃气、环保及水务、供热或其他分别下跌 3.12%、14.74%、17.01%。水电板块在二级市场的优异表现，除了高股息防御性的体现，也存在市场对水电发电量回升、水电电价增长的预期；2024 年伊始，火电容量电价政策落地，火电企业也迎来了利好刺激，动力煤价格自 2023 年年初高位逐步回落，促使火电业绩持续复苏；其他发电包含核电和新能源发电，核电技术成熟领先，核电发电企业业绩稳定增长，且存在分红持续提升的预期，新能源发电走势震荡，体现了市场对平价项目增加引发风、光电价水平下滑的担忧。

图 6：子行业涨跌幅对比



资料来源：Wind，中原证券研究所（截至 2024 年 6 月 25 日）

从中长期视角看，各子行业在二级市场表现以业绩驱动为主。2023 年及 2024 年一季度，由于动力煤价格回落，火电业绩持续复苏回暖，在电力及公用事业中增速最高，2024 年容量电价的落地，也促使火电从中远期向调节电源逐渐转型；水电虽然经历了来水持续偏枯，但大型水电企业通过多库联调增发发电量，新水电站的投产增加了对高电价地区的电力供应，整体依然取得了稳定增长的业绩；其他发电中，核电发电量增长且电价相对稳定，核电业绩稳健，而源于平价项目的增加引起的风、光电价下滑，新能源发电业绩增速有所下降。

表 1：子行业业绩表现对比

子板块	营业总收入				归母净利润			
	2023A (亿元)	2023A 同比增速(%)	2024Q1 (亿元)	2024Q1 同比增速(%)	2023A (亿元)	2023A 同比增速(%)	2024Q1 (亿元)	2024Q1 同比增速(%)
火电	13,747.29	5.15	3,461.99	4.75	609.04	4,687.76	240.44	92.96
水电	1,216.80	28.22	243.41	5.20	413.07	15.61	68.27	18.09
其他发电	2,890.32	49.65	711.70	3.95	472.13	61.47	147.71	2.27
电网	507.69	1.71	90.96	-37.26	23.80	-1.18	4.29	-18.37
燃气	3,466.47	2.10	933.64	5.71	174.26	14.89	46.11	-5.10
供热或其他	651.13	-12.07	171.60	-2.12	36.41	395.06	7.98	50.54
环保及水务	3,019.57	4.66	667.44	7.38	222.76	-1.48	67.88	12.39

资料来源：Wind，中原证券研究所

水电、其他发电盈利能力最强。从毛利率和净利率来看，水电、其他发电板块毛利率、净利率水平远高于其他板块，一季度是水电相较于其他季度来水相对偏枯的时间段，水电板块全年的毛利率维持在 50% 以上，其他发电毛利率也达到 40% 以上；水电板块净利率维持在 35-40% 之间，其他发电达到 20% 以上。从净资产收益率看，水电、其他发电全年水平接近 10%。周期性较强的火电板块在经历了煤炭成本降低后，毛利率、净利率和净资产收益率均在逐步提升。

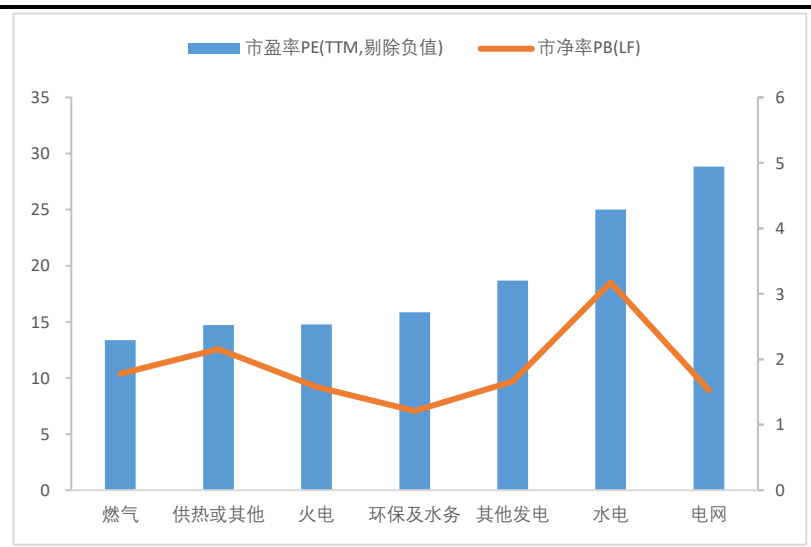
表 2：子行业盈利能力 (%)

板块	毛利率	毛利率	毛利率	净利率	净利率	净利率	ROE	ROE	ROE
	2022A	2023A	2024Q1	2022A	2023A	2024Q1	2022A	2023A	2024Q1
水电	53.58	53.03	45.92	39.43	35.45	29.67	8.70	6.94	1.19
其他发电	37.16	40.71	44.74	19.99	22.74	28.54	7.44	8.15	2.18
环保及水务	26.97	26.31	27.81	8.66	7.78	10.84	0.42	-2.35	0.10
电网	17.31	14.68	17.72	5.82	5.16	5.53	3.48	3.17	0.39
燃气	14.94	14.20	13.04	6.43	7.03	6.42	4.95	5.11	2.38
火电	7.77	14.03	15.88	0.38	6.28	9.47	-3.79	5.24	3.26
供热或其他	5.78	8.31	10.89	1.34	6.05	4.95	10.51	16.44	-7.52

资料来源：Wind，中原证券研究所

在经历了上涨后，水电估值已有所提升。电力及公用事业总体属于估值偏低的板块。从子行业估值角度看，PE 超过 20 倍的有水电和电网，分别为 25.01 倍、28.82 倍；PB 超过 2 倍的有水电和供热及其他板块，分别为 3.17、2.16 倍。

图 7：电力及公用事业子行业估值对比 (单位：倍)



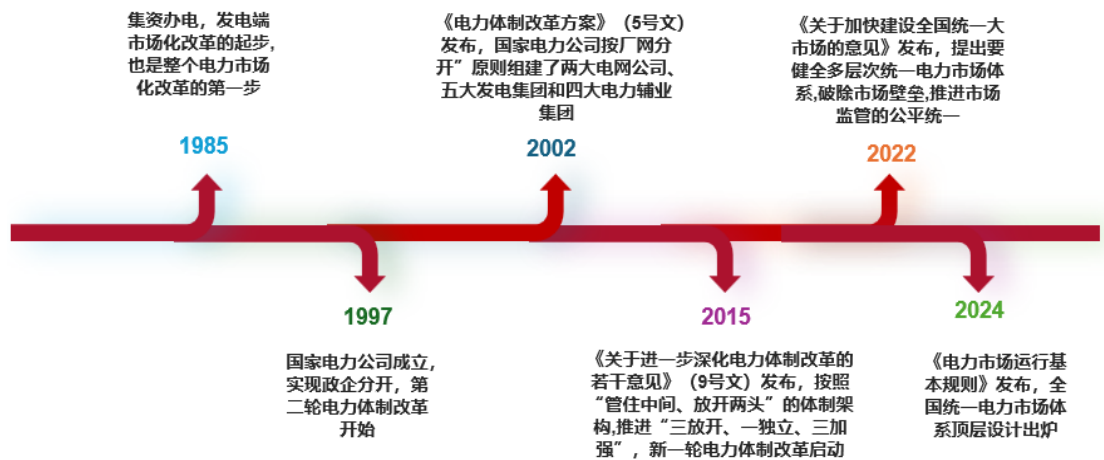
资料来源：Wind，中原证券研究所 (截至 2024 年 6 月 25 日)

2. 电力市场化改革有望提速，新质生产力快速发展提升用电量需求

电力市场化加速改革或为电价提升打开空间。作为全国统一大市场的重要组成部分，我国电力市场在历史上经历了从垄断走向竞争、从传统走向现代、从封闭走向开放的逐步变革进程。2015 年新一轮电力体制改革启动以来，电力市场建设快速推进，全国统一电力市场体系加快构建。2022 年《关于加快建设全国统一大市场的意见》发布，提出健全多层次统一电力市场体系。

根据国家能源局数据，2023 年全国电力市场交易电量 5.67 万亿千瓦时，占全社会用电量比例上升至 61%。2024 年 5 月 14 日，国家发展改革委发布了《电力市场运行基本规则》，为加快建设全国统一电力市场体系做出顶层设计，充分考虑新型电力系统发展的新形势，对新型经营主体进行了定义，对电力辅助服务交易、容量交易等进行了明确，着力构建适应高比例新能源接入、传统电源提供可靠电力支撑、新型经营主体发展的电力市场体系架构。2024 年 5 月 23 日，国家召开企业家座谈会，国家电力投资集团有限公司董事长就深化电力体制改革提出建议，也释放了进一步深化电力体制改革的信号。

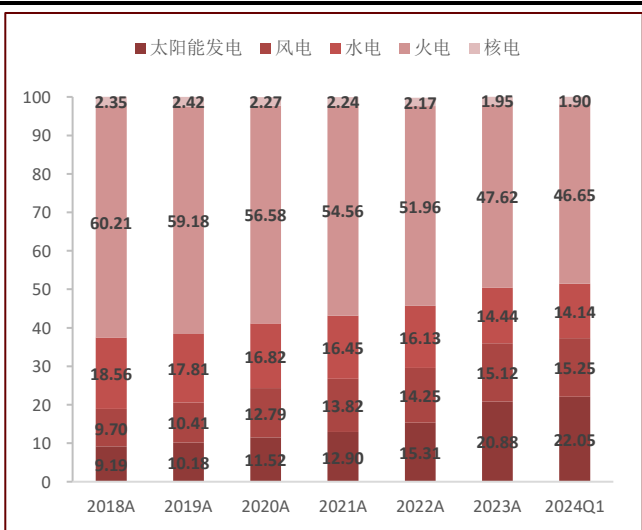
图 8：我国电力市场化改革进程



资料来源：公开资料整理，中原证券研究所中原证券研究所

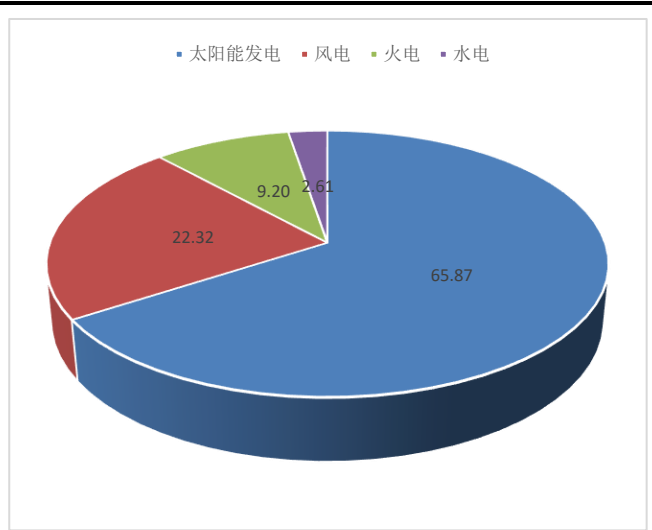
我国非化石能源供给提速。随着新型能源体系建设的深入推进，我国以新能源供给为主体的新型电力系统的建设也在加快，截至 2024 年一季度，我国火电装机占比已降至 47% 以下。在新增发电装机中，非化石能源已占据绝对优势，2024 年一季度，太阳能发电、风电、水电在新增发电装机容量中占比合计超过 90%。

图 9：我国主要电力装机结构占比（单位：%）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

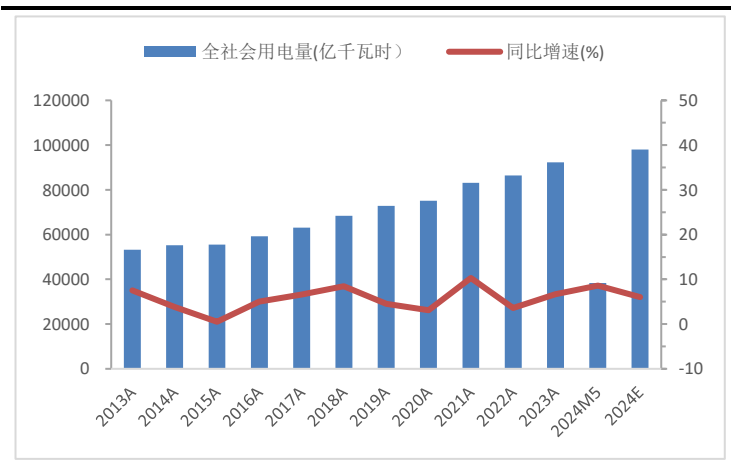
图 10：2024Q1 我国新增发电装机容量分布（单位：%）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

全社会用电量持续增长。根据国家能源局数据，我国年度全社会用电量已从2013年的5.2万亿千瓦时上涨至2023年的9.22万亿千瓦时。中电联预计2024年用电量达9.8万亿千瓦时。2024年1-5月全社会用电量3.84万亿千瓦时，同比增长8.6%。夏季用电进入新高峰，国家能源局预计2024年度夏期间，全国用电负荷仍将快速增长，最高负荷同比增长超过1亿千瓦。新质生产力发展也将提升对用电量的需求。根据IEA数据，到2026年，预计全球数据中心、人工智能等行业的电力消费量将翻倍。数据中心将在全球电力需求增长中起到关键作用，2022年电力消费量约为460太瓦时，到2026年预计将超过1000太瓦时。

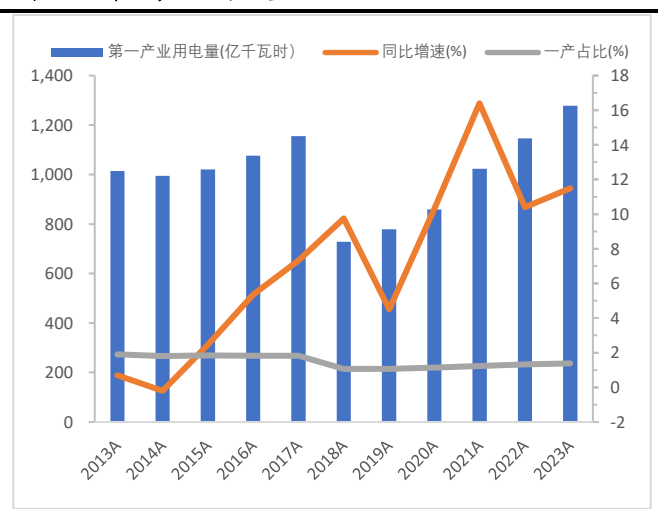
图 11：全社会用电量



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

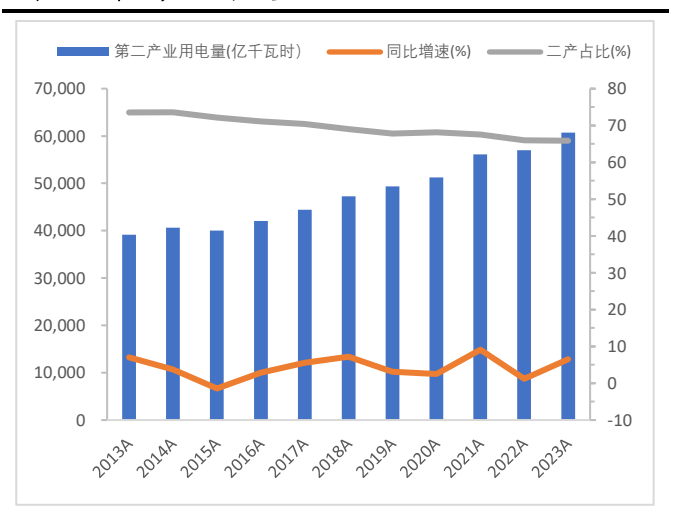
随着经济结构高质量转型，信息技术、人工智能、互联网、新能源行业、高端装备制造等行业高速发展，我国电力能源消费也正向更加高效、绿色和可持续方向发展，电力市场需求将持续提升。我国第二产业用电量占比最高，但持续下降，第三产业用电量占比呈上升态势。2013年以来，第二产业用电量占比已从73.55%下降至2023年的65.85%；第三产业用电量占比从11.79%上涨至2023年的18.1%。

图 12：第一产业用电量



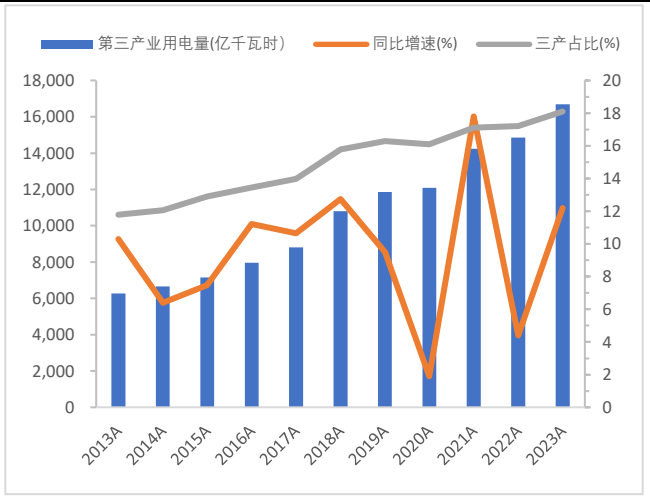
资料来源：国家能源局，中原证券研究所

图 13：第二产业用电量



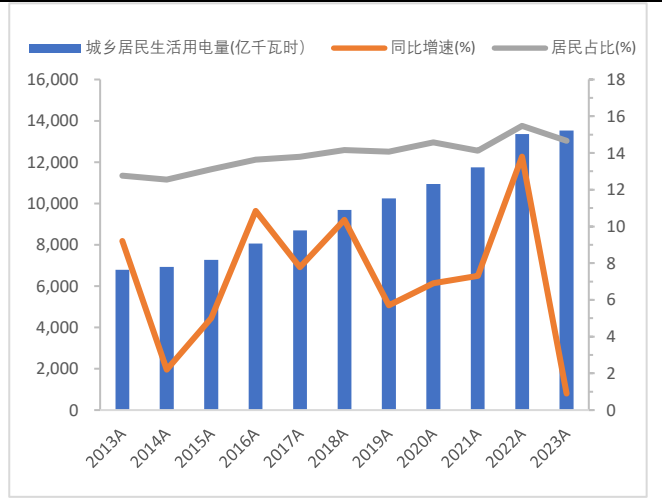
源：国家能源局，中原证券研究所

图 14: 第三产业用电量



资料来源: 国家能源局, 中原证券研究所

图 15: 城乡居民生活用电量

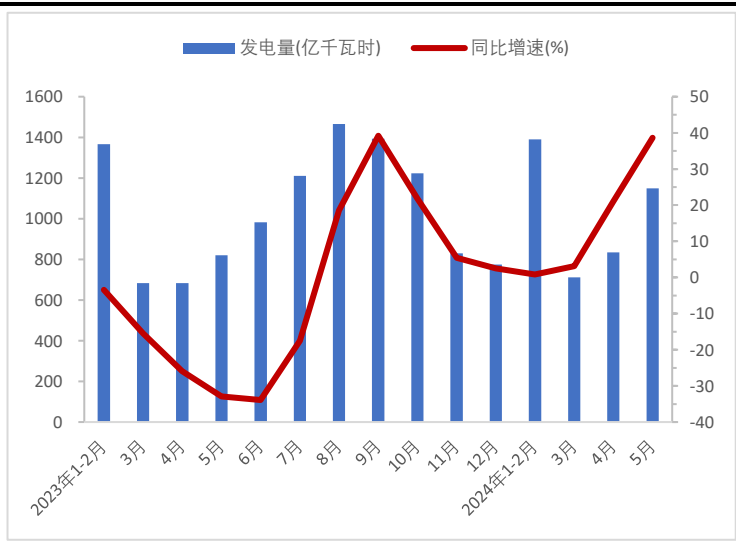


资料来源: 国家能源局, 中原证券研究所

3. 水电护城河足够宽广, 仍具长期投资价值

2024 年 4 月以来水电发电量持续提升。2023 年以来水电整体发电量情况可以分为四个阶段: 一是 2023 年年初至 7 月, 来水持续偏枯, 水电发电量持续下降, 6 月份单月发电量增速跌至 -33.9%, 7 月份跌幅收窄, 同比下降 17.5%; 二是 8 月至 10 月, 水电单月发电量增速经历了短暂高增长, 其中 9 月份增速达到 39.2%, 10 月份增速为 21.8%保持了两位数高增长; 三是 2023 年 11 月至 2024 年 3 月, 水电单月发电量增维持速低个位数增长; 四是 2024 年 4 月份至今, 水电单月发电量增速提升至 20% 以上, 5 月份水电发电量 1150 亿千瓦时, 同比增长 38.6%, 接近 40%。2023 年来水整体偏枯, 长江上游乌东德水库来水总量约 1029.08 亿立方米, 较 2022 年同期偏枯 5.46%; 三峡水库来水总量约 3428.46 亿立方米, 较 2022 年同期基本持平。2024 年进入汛期以来, 南方降雨较常年同期偏多, 预计水电单月发电量将延续增长的态势。

图 16: 2023 以来水电单月发电量走势



资料来源: 国家统计局, 同花顺 iFinD, 中原证券研究所

大型水电站具有区域垄断性，属于优质稀缺资产，装机容量拥有增长空间。我国十三大水电基地正在开发和将开发的水电站中，装机 500 万千瓦以上的大型水电站增量近乎为零。在乌东德（1020 万千瓦）、白鹤滩（1600 万千瓦）电站注入后，长江电力水电装机已达到 7179.5 万千瓦，六座巨型水电站在长江流域组成世界最大的清洁能源走廊。大型水电企业的水电容量依然具备增长空间。截至 2023 年底，华能水电的水电装机容量 2559.98 万千瓦，托巴水电站（140 万千瓦）1 号机组已于 2024 年 6 月投产，在建的硬梁包水电站（111.6 万千瓦）预计 2025 年投产，如美水电站（260 万千瓦）预计 2035 年投产。截至 2023 年底，国投电力的水电装机容量为 2128 万千瓦，在建的孟底沟水电站（240 万千瓦）预计 2030 年投产，卡拉水电站（102 万千瓦）预计 2029 年投产。

表 3：华能水电、国投电力在建 100 万千瓦以上水电站

上市公司	在建项目	区域	装机容量	预计投产时间
华能水电	托巴水电站	澜沧江上游云南段	140 万千瓦	1 号机组已于 24 年 6 月投产
	硬梁包水电站	大渡河中游	111.6 万千瓦	预计 2025 年投产
	如美水电站	澜沧江上游西藏段	260 万千瓦	预计 2035 年投产
国投电力	卡拉水电站	雅砻江中游	102 万千瓦	预计 2029 年投产
	孟底沟水电站	雅砻江中游	240 万千瓦	预计 2030 年投产

资料来源：华能水电、国投电力公告，中原证券研究所

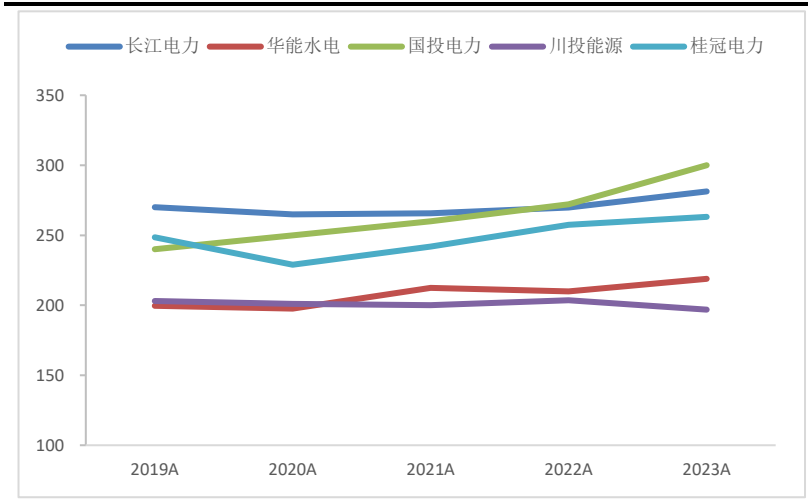
水电电价处在长期价格重估阶段。由于发电成本低，水电整体平均电价远低于风电、光伏发电、火电和核电等其他类型发电设备，随着电力市场化的进一步改革推进，水电将在电力市场竞争中拥有较强的竞争优势。2023 年，大型水电企业长江电力、华能水电、国投电力水电平均上网电价分别为 281.28 元/兆瓦时、218.85 元/兆瓦时、300 元/兆瓦时，分别同比增长 4.3%、4.3%、10.3%。从长期视角看，水电电价存在价格重估的逻辑，具备上行空间。

表 4：2023 年各类型发电设备平均上网电价对比（单位：元/兆瓦时）

上网电价	风电	光伏发电	水电	火电	核电
华能水电	453.64	326.8	218.85	/	/
川投能源	/	622.7	196.85	/	/
桂冠电力	583.47	415.17	263.13	513.9	/
国投电力	486	665	300	472	/
华能国际	533.65	476	366.45	491.76	/
中国核电	/	/	/	/	405.6（秦山一期）
中国广核	/	/	/	/	405.6（大亚湾）

资料来源：Wind，部分电力及公用事业公司公告，中原证券研究所

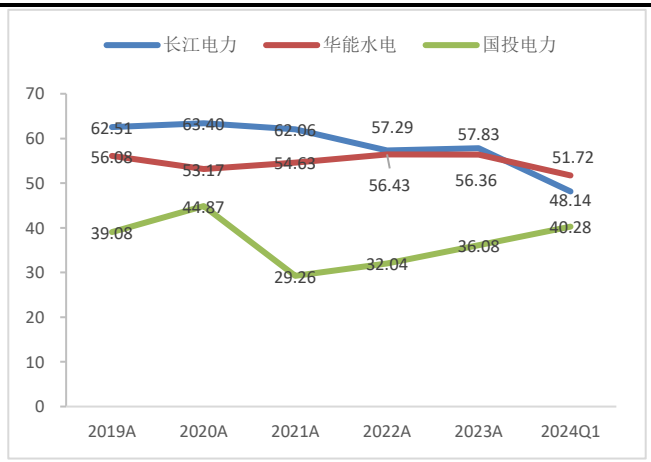
图 17: 水电平均上网电价对比 (单位: 元/兆瓦时)



资料来源: Wind, 部分电力及公用事业公司公告, 中原证券研究所

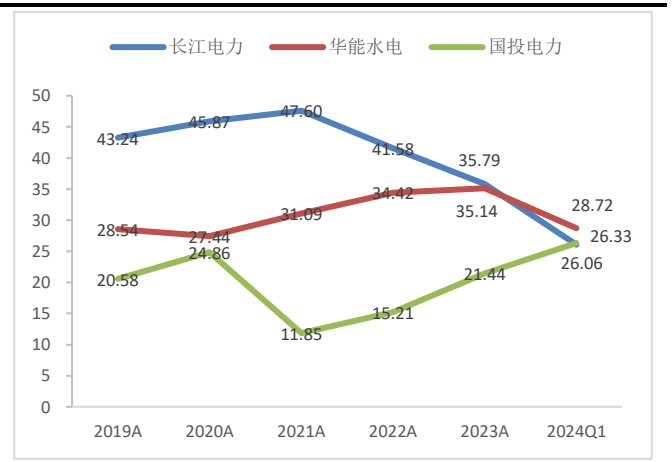
大型水电公司盈利能力稳健。大型水电企业具备自然垄断的经营模式,水电发电机器设备、水轮机、挡水建筑物实际经营年限远高于会计折旧年限,随着水电企业持续稳健经营,上网电费将最大程度上体现为水电企业的盈利。大型水电企业长江电力、华能水电、国投电力的毛利率、净利率和 ROE 等盈利能力指标长期稳定在较高区间。2022、2023 年,由于来水偏枯,长江电力的盈利指标有一定程度的下滑,但随着来水的回升,毛利、净利等指标有望修复。

图 18: 大型水电企业毛利率情况 (%)



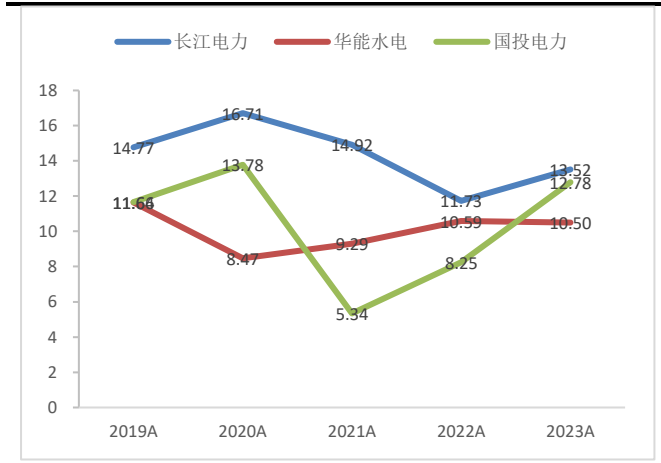
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 19: 大型水电企业净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 20：大型水电企业加权 ROE 情况 (%)



资料来源：Wind，中原证券研究所

较强的盈利能力，较高的盈利质量，为水电公司高比例分红打下基础。水电企业经营稳健，盈利能力强且稳定，作为价值蓝筹标杆和高股息标的，为长期持有的投资者带来了较为丰厚的回报。长江电力近三年现金分红比例分别为 70.57%、94.29%、73.66%，在 2023 年度利润分配尚未实施的情况下，上市以来累计分红金额达到了 1650.79 亿元。不含 2023 年度利润分配金额，国投电力、华能水电、桂冠电力、川投能源上市以来累计分红金额均突破 100 亿元，分别为 173.13 亿元、155.24 亿元、149.14 亿元、128.99 亿元。

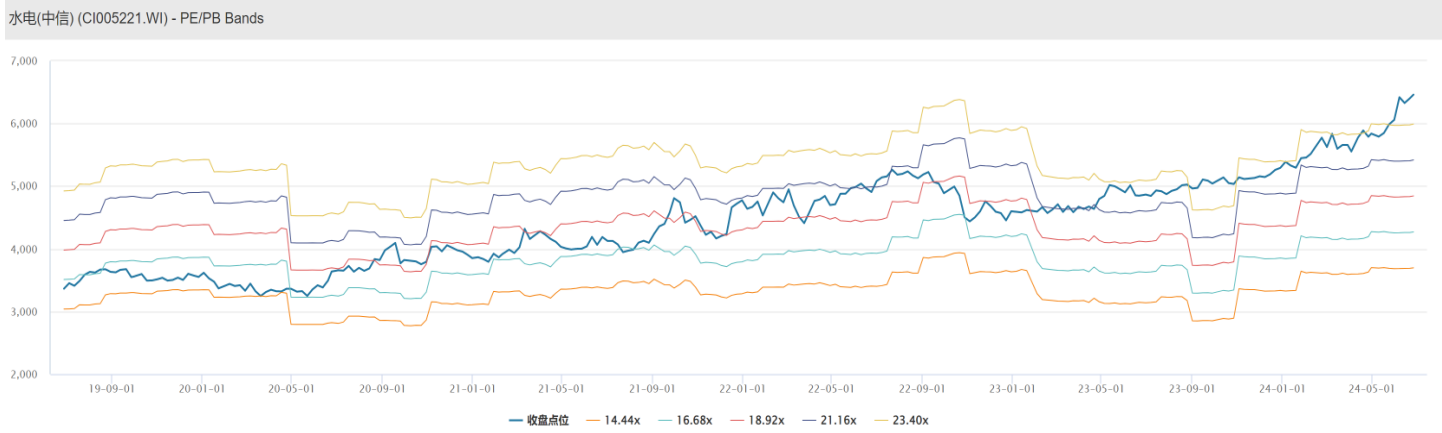
表 5：水电公司分红情况

证券名称	每股税 前股利 (2021A, 元)	每股税 前股利 (2022A, 元)	每股税 前股利 (2023A, 元)	分红 比例 (2021A, %)	分红 比例 (2022A, %)	分红 比例 (2023A, %)	累计 分红金额 (亿元)
长江电力	0.82	0.85	0.82	70.57	94.29	73.66	1,650.79
国投电力	0.16	0.28	0.49	50.01	50.25	55.01	173.13
华能水电	0.17	0.18	0.18	48.71	46.32	42.42	155.24
桂冠电力	0.15	0.20	0.12	87.45	49.13	77.16	149.14
川投能源	0.40	0.40	0.40	57.10	50.76	44.31	128.99
黔源电力	0.20	0.30	0.19	78.15	30.96	30.68	12.05
甘肃能源	0.04	0.06	0.11	20.89	31.81	33.79	10.70

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

水电大型水电企业护城河足够宽广，盈利能力强且稳定，分红比例高，2023 年以来，大幅跑赢了沪深 300 指数，属于穿越周期的配置之一。虽然经历了 2022 年、2023 年来水极度偏枯的不利因素，大型水电企业通过“多库联调”节水增发电量，水电电价偏低，处在价格重估的阶段，大型水电企业属于盈利能力强、分红比例高的优质标的。随着二级市场的持续上涨，水电 PE 估值已有所抬升，建议从长期视角关注大型的水电企业。

图 21: 水电行业 PEBands

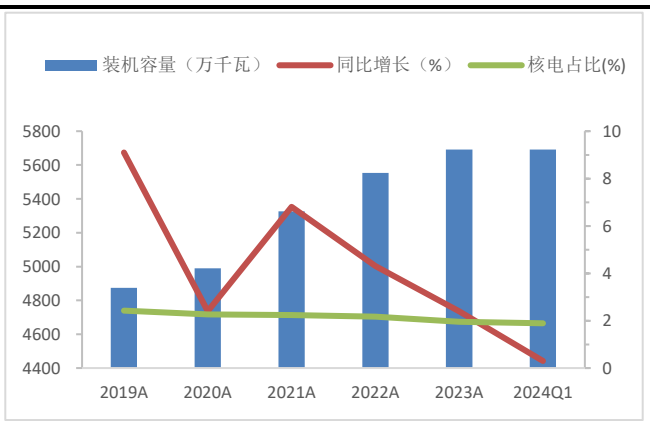


资料来源: Wind, 中原证券研究所 (截至 2024 年 6 月 25 日)

4. 核电行业红利持续释放, 双寡头经营稳健, 分红比例将逐步提升

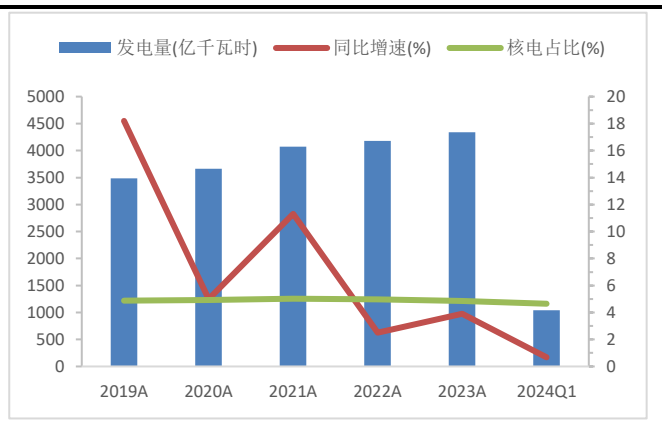
我国核电发电量占比具备较大增长空间。根据中国核能行业协会数据, 预计到 2025 年, 核电在运装机容量达 7000 万千瓦以上; 预计 2030 年前, 我国在运核电装机规模有望成为世界第一; 到 2035 年, 我国核能发电量约在总发电量的占比将达到 10%, 与当前全球平均水平相当。截至 2023 年底, 我国商运核电机组数量达 55 台, 装机容量达 5691 万千瓦, 同比增长 2.4%, 2023 年发电量 4341 亿千瓦时, 同比增长 3.9%, 占我国累计发电量的 4.86%, 与 2035 年预期占比水平相比存在翻倍的增长空间。2024 年一季度, 核电发电量为 1040.31 亿千瓦时, 比 2023 年同期上升了 0.68%。

图 22: 我国核电装机情况



资料来源: 国家能源局, 中原证券研究所

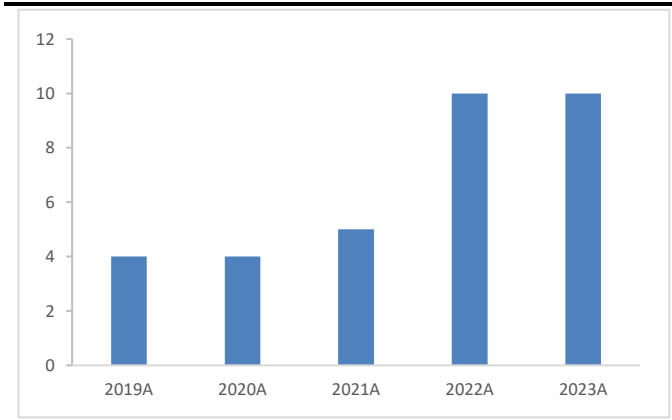
图 23: 我国核电发电量情况



资料来源: 国家能源局, 中原证券研究所

在积极安全有序发展的基调下, 2019 年以来, 我国核电机组核准恢复常态化, 2022-2023 每年核准 10 机组。截至 2023 年底, 国家连续五年核准核电新项目, 共核准 33 台核电机组。根据中国核能行业协会数据, 截至 2023 年底, 我国在建核电机组 26 台, 总装机容量 3030 万千瓦, 均保持世界第一。

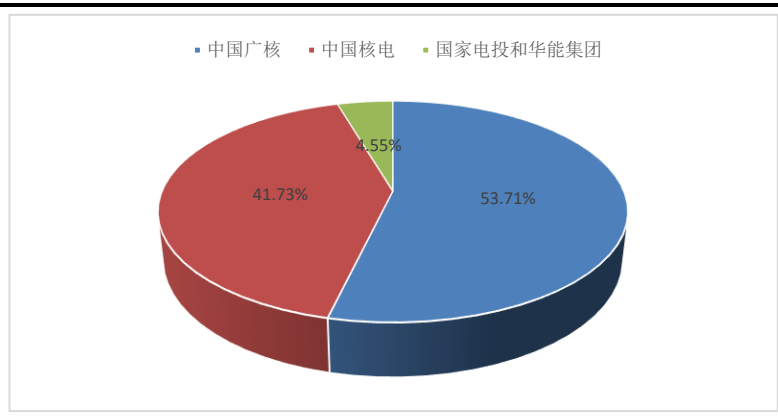
图 24:2019 年起我国核电机组核准进入常态化(单位:台)



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

准入门槛高，使得核电行业集中度显著。目前我国具有大型核电站业主身份的仅有四家大型发电集团，分别是中核集团、中广核集团、国家电投集团以及华能集团。截至 2024 年一季度，中国核电控股在运机组 25 台，总装机 2375 万千瓦；在建及已核准待建机组 15 台，总装机 1756.5 万千瓦。中国广核管理核电机组 27 台，总装机 3056.8 万千瓦；在建核电机组 11 台，总装机 1324.6 万千瓦。两家控股及管理的在运机组合计占比达到 95.4%。

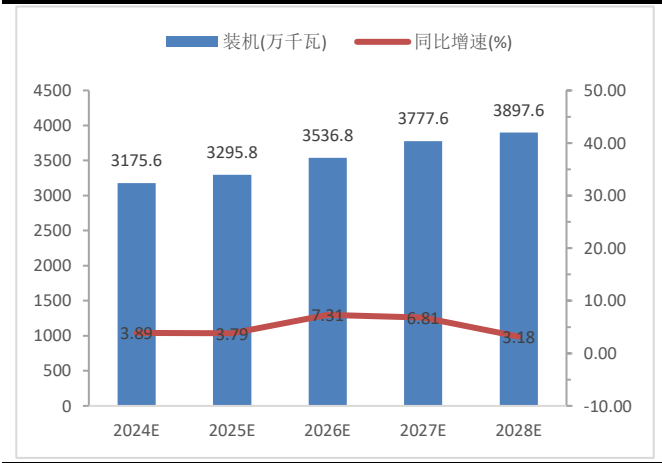
图 25：我国核电机组分布情况（截至 2024 年一季度）



资料来源：国家能源局，中国广核、中国核电公司公告，中原证券研究所

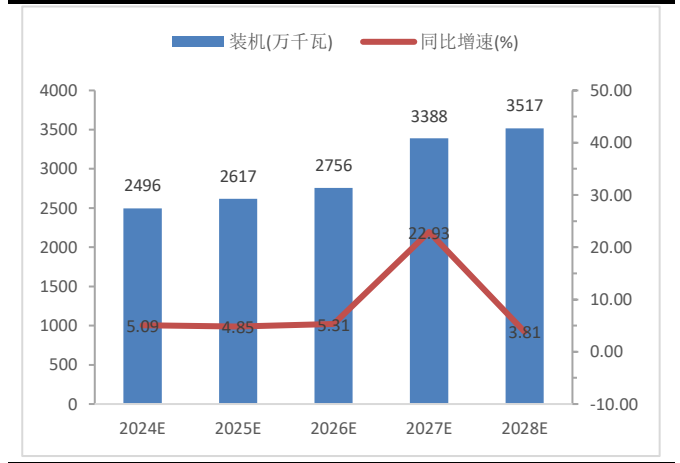
核电双寡头装机规模将持续增长。《2024 年能源工作指导意见》提出，积极安全有序推动沿海核电项目核准，建成投运山东荣成“国和一号”示范工程 1 号机组、广西防城港“华龙一号”示范工程 4 号机组等。2024 年 5 月，防城港 4 号机组具备商运条件，中国广核管理的在运核电机组数量增至 28 台，在运机组装机容量由 3056.8 万千瓦增至 3175.6 万千瓦。6 月 18 日，中国核电投资控股的徐大堡核电 4 号机组顺利实现穹顶吊装就位，徐大堡核电 3、4 号机组全部进入设备安装阶段。根据中国核电、中国广核公告，随着在建项目的稳步推进，预期到 2028 年，中国广核的核电装机容量将由目前的 3175.6 万千瓦增长至 3897.6 万千瓦；中国核电的核电装机容量将由 2375 万千瓦增长至 3517 万千瓦。

图 26: 中国广核未来五年管理在运核电装机容量



资料来源: 中国广核公告, 中原证券研究所

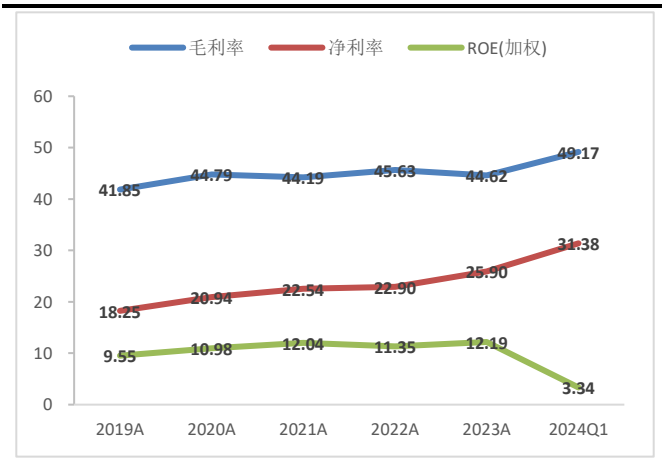
图 27: 中国核电未来五年控股在运核电装机容量



资料来源: 中国核电公告, 中原证券研究所

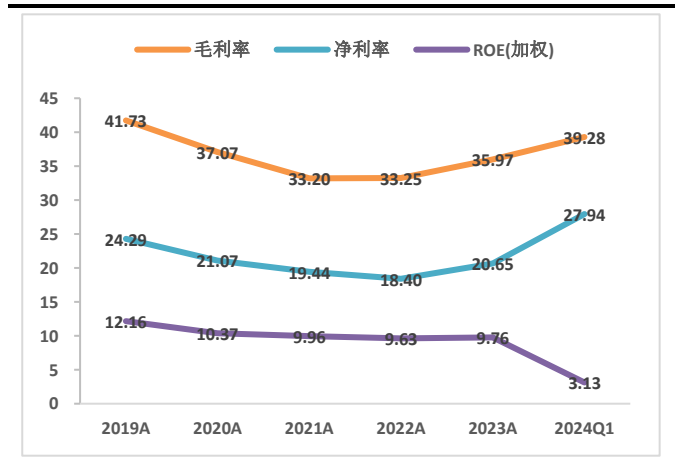
与大型水电企业类似, 核电运营商双寡头盈利能力稳健。核电行业经过多年发展积累, 核电机组发电能力稳定, 上网电价标准统一, 成本控制能力也已相对成熟, 在安全稳定运行前提下, 核电行业的毛利率相对稳定。近年来中国核电、中国广核毛利率和净利率整体处于较高水平。从毛利率看, 2019-2023 年, 中国核电毛利率整体维持稳步增长, 2024 年一季度达到 49.17%; 2019-2021 年, 中国广核毛利率经历小幅下降, 2022 年后持续提升, 2024 年一季度达到了 39.28%。从净利率看, 中国核电表现更为突出, 从 2019 年的 18.25% 增长至 2023 年的 25.9%, 2024 年一季度达 31.38%; 中国广核净利率则跟随毛利率经历了小幅下降后逐步回升。从净资产收益率看, 两家公司的 ROE 整体维持在 10% 左右的水平, 中国核电 2023 年 ROE 达到 12.19%。按照两家公司的规划, 预计未来随着新核电机组不断投入商运, 毛利率将逐步提升, 盈利能力将逐步越强。

图 28: 中国核电盈利能力 (单位: %)



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 29: 中国广核盈利能力 (单位: %)

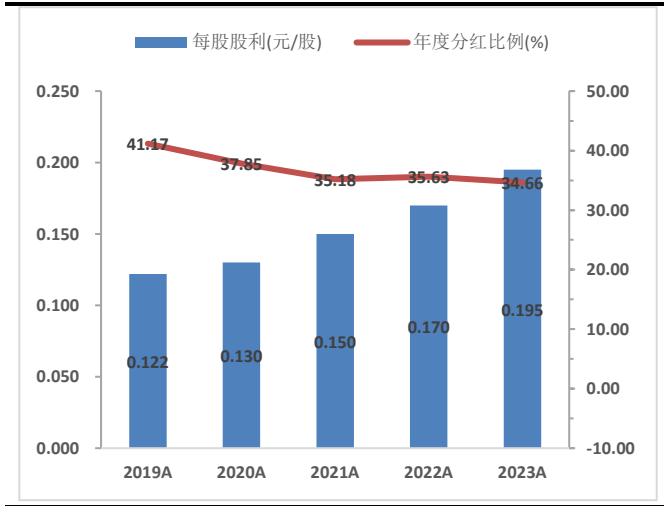


资料来源: Wind, 中原证券研究所

核电企业整体分红稳健。在资本开支不断加大的前提下, 核电企业整体依旧维持较高分红金额。随着核电机组的逐步投运, 中国核电自 2021 年开始加大资本开支, 2024 年资本开支达 1215.5 亿元, 然而公司近年来每股股利保持增长, 2022 年度之前的分红比例保持在 35% 以上, 加上 2023 年度派息 36 亿元, 公司累计现金分红 206 亿元。中国广核的分红比例、每股股利均

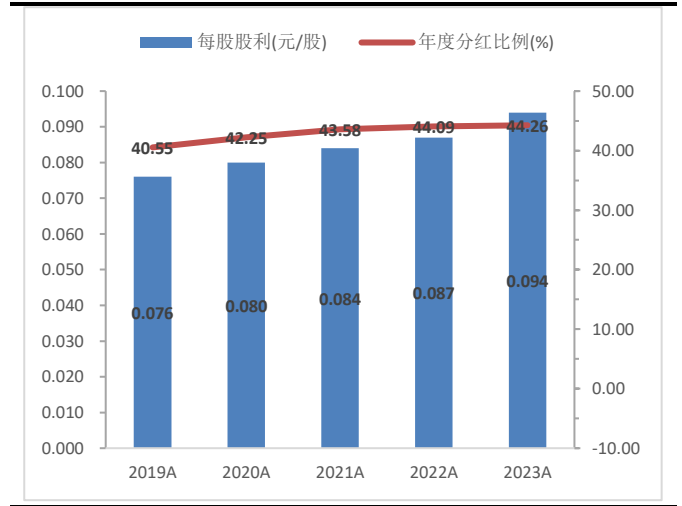
维持增长趋势，并于 2021 年发布《未来五年（2021 年-2025 年）股东分红回报规划》，承诺在 2020 年分红比例基础上，未来五年保持分红比例适度增长，2019 年以来公司分红比例保持在 40% 以上且逐步增长。未来几年，中国广核、中国核电在建核电项目将陆续投产，为两核电公司提升分红能力提供保障。

图 30：中国核电分红情况



资料来源：中国核电公司公告，中原证券研究所

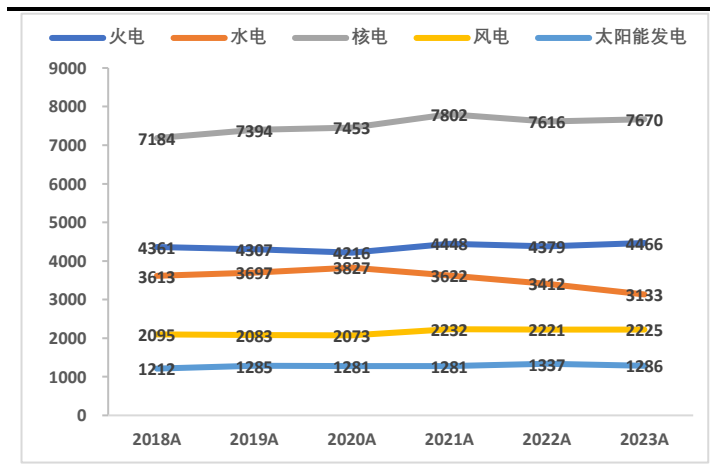
图 31：中国广核分红情况



资料来源：中国广核公司公告，中原证券研究所

核电是出力最稳定，平均利用小时数最高的发电类型，具有电清洁低碳、稳定可靠的属性，在国家实现“双碳”目标的大背景下，核能产业仍处于发展的重要战略机遇期。加快规划建设新型能源体系，加快构建新型电力系统，需要积极安全有序发展核电。核电在电力供应方面将发挥更大作用，成为新型电力系统安全稳定运行的重要支撑性电源之一。

图 32：核电稳定可靠的发电利用小时数（单位：小时）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

我们持续看好核电企业的中长期业绩表现。核电的上网电价具有上涨空间。核电上网电价相较于除了水电以外的其他发电依然偏低，中国核电秦山一期和中国广核大亚湾核电上网电价均为 405.6 元/兆瓦时。与水电相似，核电企业前期固定资产投资额较大，随着核电站运营期间折旧成本的逐步计提，核电公司的资本开支也会逐步下降，售电收入会最大程度的体现为利润，盈利能力将逐步提升。未来几年，随着新机组的陆续投产运营，核电企业的盈利能力会逐步得

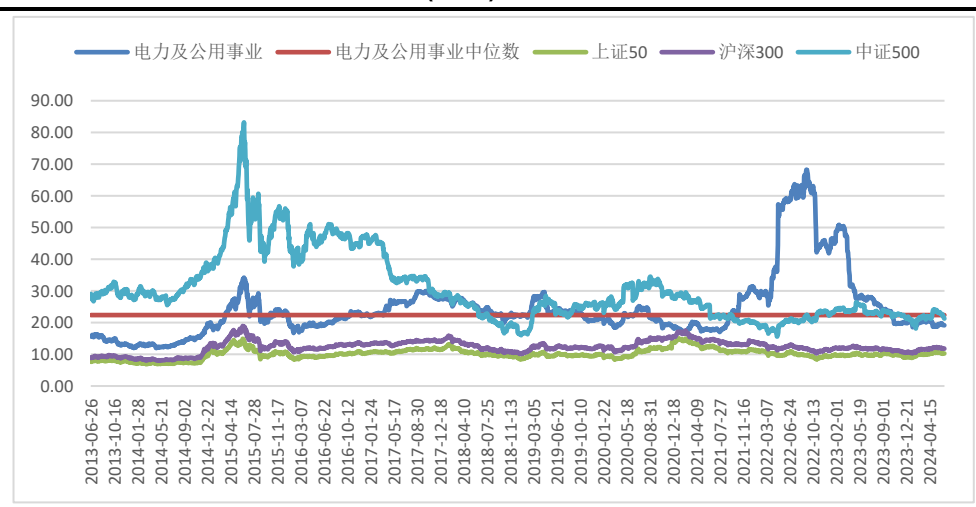
到提升，为提升分红能力打下基础。核电企业盈利能力稳健，属于穿越周期的最佳配置之一。

5. 投资评级及主线

5.1. 维持“强于大市”的投资评级

电力及公用事业板块整体业绩的增长消化了部分估值，根据 Wind 数据统计，截至 2024 年 6 月 25 日，电力及公用事业市盈率估值为 19.12 倍，低于 2024 年初的 20.36 倍，并低于 2013 年以来的中位数 22.28 倍。基于电力公用事业行业政策、发展前景，及行业业绩增长预期和估值水平，维持电力及公用事业行业“强于大市”的投资评级。

图 33：电力及公用事业板块市盈率(TTM)对比



资料来源：Wind，中原证券研究所

5.2. 投资主线及重点标的

从行业政策面看，我国电力市场正在加速市场化改革，改革也意味着红利的持续释放，新型能源体系的深入建设，新型电力系统的加快构建，都将推动电力行业绿色低碳清洁转型，发电企业也将整体受益于电改深化所引起的电价市场化合理波动。

从电力需求端看，用电量数据的快速增长，从一定程度上反映了我国各项经济活动增长的态势，1-5 月，我国用电量同比增长 8.6%，其中广东、海南等南方五省用电量增速更是达到 10%，电力需求的快速增长，反映出我国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变。

从二级市场投资的角度看，建议长期拥抱护城河宽广、真正创造价值的好公司，这些公司盈利能力稳健，能够持续拿出真金白银进行高比例现金分红。

水电：水电行业属于我国优势传统能源，行业护城河深。护城河足够宽广，使得大型水电企业盈利能力强、经营周期长。白鹤滩水电站单机容量世界最大，长江电力六座水电站组成了世界最大的清洁能源走廊。受益于发电成本低，水电上网电价也有足够的市场竞争力，电力市场化改革是对水电的实质利好。在经历了 2022、2023 年连续两年来水极度偏枯的不利影响后，2024 年 4 月以来，来水逐步转丰，水电发电量持续高速增长。随着二级市场的持续上涨，水

电 PE 估值已有所抬升，建议从中长期视角关注大型水电企业**长江电力、华能水电**。

核电：核电具备低碳、清洁、可靠的特点，平均利用小时数最高。随着新质生产力的加快发展，我国科技自主的核电技术更加成熟，国家政策明确支持核电行业积极安全有序发展建设。秦山核电站、大亚湾核电站 2023 年发电量均创商运以来的新高。核电的上网电价具有上涨空间。核电政策红利将逐步释放，未来几年新核电机组也将陆续投产运营，核电企业盈利能力将继续提升，分红比例存在逐渐提高的预期。从中长期视角看，核电发电企业与水电且有相似，属于业绩稳定增长的优质标的，建议关注核电“双寡头”运营商**中国核电、中国广核**。

火电：虽然新能源装机占比在持续增长，但在未来相当长的时间内，火电发电量依旧在电力供给端占据主导地位，从中远期看，煤电机组存在向调节性电源转型的趋势，在经历了燃料价格的下降后，火电业绩已迎来复苏，后续继续关注煤价走势。建议关注火电装机容量最大、新能源装机水平不断提升的**华能国际**。

新能源发电：随着我国电力结构的绿色转型，风光发电装机容量持续快速增长，然而平价项目的增加，也降低了新能源上网电价，三峡能源 2023 年风电平均电价同比下降 4.15%，光伏发电平均电价同比下降 0.49%；龙源电力 2023 年风电平均电价较 2022 年减少 24 元/兆瓦时，光伏发电平均电价较 2022 年减少 95 元/兆瓦时。平价上网的积极意义在于推动产业技术的进步，降级新能源发电成本，并推动能源结构的优化，因此从长期看将利好新能源产业发展。后续需密切关注风、光发电上网电价走势。

电网：在“双碳”大背景下，储能行业迎来广阔发展前景，构建以新能源为主体的新型电力系统，需要加快发展抽水蓄能和新型储能。抽水蓄能主要用于电网大规模调节，新型储能反应迅速、调节灵活性强。建议从中长期角度关注 A 股抽水蓄能装机容量最大、新型储能快速发展的**南网储能**。

燃气：我国天然气消费拥有较大增长空间，《中国能源展望 2060（2024 年版）》预计 2040 年天然气需求占一次能源的比例将近 13%。2024 年 1-4 月，全国天然气表观消费量 1437.3 亿立方米，同比增长 11.9%。随着天然气上下游价格联动机制持续推进，城燃业务存在顺价调整的预期，建议关注分红比例高的**蓝天燃气**。

表 6：电力及公用事业 2024 年中期策略重点公司估值及投资评级

子行业	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS2023A (元/股)	EPS2024E (元/股)	EPS2025E (元/股)	PE2023A (倍)	PE2024E (倍)	PE2025E (倍)	投资评级
水电	600900.SH	长江电力	7010.14	1.11	1.35	1.45	25.74	21.22	19.76	增持
	600025.SH	华能水电	1904.40	0.40	0.48	0.58	26.45	21.97	18.20	增持
	600886.SH	国投电力	1334.30	0.88	1.06	1.27	20.45	16.82	14.13	未评级
	600674.SH	川投能源	889.13	0.99	1.06	1.18	18.49	17.26	15.42	未评级
核电	003816.SZ	中国广核	2119.42	0.21	0.24	0.26	21.23	18.84	17.03	增持
	601985.SH	中国核电	1986.52	0.55	0.61	0.71	18.99	17.34	14.72	增持

火电	600011.SH	华能国际	1264.73	0.35	0.84	1.05	26.43	11.04	8.81	增持
新能源发电	600905.SH	三峡能源	1227.85	0.25	0.30	0.38	17.10	14.30	11.17	未评级
	001289.SZ	龙源电力	1079.91	0.73	0.92	1.15	23.58	18.62	14.95	未评级
电网	600995.SH	南网储能	313.53	0.32	0.37	0.47	30.66	26.51	20.87	买入
燃气	605368.SH	蓝天燃气	94.64	0.88	0.92	0.98	15.52	14.85	13.94	增持
	600803.SH	新奥股份	646.02	2.30	2.12	2.78	9.07	9.84	7.50	未评级

资料来源：： Wind，中原证券研究所（盈利预测选用 Wind 一致预期平均值，估值用 2024 年 6 月 25 日收盘价计算）

6. 风险提示

行业面临的主要风险包括：1) 产业链价格波动风险；2) 电力需求不及预期；3) 发电量不及预期；4) 电价下滑风险；5) 项目进展不及预期；6) 政策波动风险；7) 安全生产风险；8) 系统风险。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。