

2024年09月10日

电力公用以及电力设备行业 2024 年中报回顾

——公用事业 2024 年第 36 周周报（20240908）

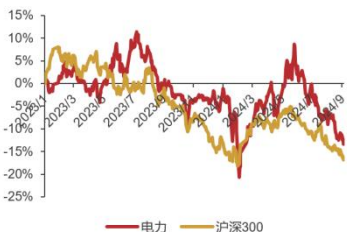
看好（维持）

投资要点：

证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
戴映昕
S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com
邓思平
S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

板块表现：



相关研究

- **1) 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；**2) 低协方差扩散组合：**上海电力、黔源电力、湖北能源、皖天然气；**3) 绿电组合：**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、中国电力；**4) 电力设备组合：**东方电气、理工能科、云路股份。
- **部分推荐组合回顾（等权）：**本周四水两核组合（长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核）下跌 3.67%，沪深 300 下跌 1.03%，同花顺全 A 下跌 0.73%，主动股基上涨 0.56%，组合跑输沪深 300 2.64pct，跑输主动股基 4.23pct。2024 年以来四水两核组合上涨 23.53%，沪深 300 下跌 4.58%，同花顺全 A 下跌 12.86%，主动股基下跌 11.12%，组合跑赢沪深 300 28.11pct，跑赢主动股基 34.65pct。
- **电力板块 2024 年中报业绩回顾：火电边际回落，水电大幅改善，新能源压力犹存**
- **火电：量价回落拖累业绩，关注点火价差演绎。**2024 年一季度火电公司业绩全面同比高增，二季度业绩增速大幅回落，主要系电量、电价同时受到冲击所致。若剔除国电电力出售股权带来的非经常性损益 46.2 亿元，板块二季度整体业绩同比小幅负增长。展望未来，短期来看，考虑到当前全国煤炭供需紧张程度有所缓和，秦皇岛 5500 大卡动力煤在 850 元/吨左右已停留较长时间，但是中期来看，随着四季度 2025 年电价谈判启动，我们分析煤电板块利润率进一步扩张空间有限，股价进一步表现需要分母端发力，而后者需要政策落地与时间验证。
- **水电：水电受益来水改善，核电业绩整体平稳。**受拉尼娜现象影响，我国主要流域 2023 年来水严重偏枯，2024 年一季度长江流域降雨呈东多西少格局，二季度我国全流域降水向好。综合影响下，水电板块二季度以及上半年业绩普遍同比大幅改善。核电表现平稳，中国核电与中国广核的增速差异主要系机组检修节奏影响，在建机组陆续进入投产期。但是就投资逻辑而言，我们认为当前时点以水电、核电为代表的低协方差资产仍有较高配置价值，分母端驱动力大于分子端，业绩利好更多是估值重塑的催化剂。推荐核心标的“四水两核”**长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核**，以及扩散行情**黔源电力、湖北能源**。
- **新能源：消纳矛盾仍然严重，风光不佳进一步拖累业绩。**与传统电源相比，新能源业绩明显承压，消纳+风光+电价同时拖累。从上市公司业绩来看，2024 年二季度新能源板块继续承压，主要上市公司合计归母净利润一季度同比下滑 1.24%，二季度增速进一步降低至-21.53%。从估值的角度看，我们认为绿电估值回落的根本原因是未来收益率的不确定性导致股权风险溢价扩张，必要收益率增加。IRR 与必要收益率的差值收缩幅度，显著大于 IRR 自身的变化。因此，我们认为未来绿电估值修复的动力，或许不在 IRR 绝对值的提升，而是在多重政策落地下，IRR 的确定性增强，降低风险溢价。未来看点包括广西等地政府授权差价合约落实情况、内蒙古等省份高耗能企业强制消纳绿证政策落地节奏以及全国碳市场进展等。重点推荐港股低估值**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、中国电力**，建议关注**新天绿色能源**。重点推荐 A 股新能源运营商**三峡能源**，建议关注**金开新能、新天绿能、嘉泽新能**。
- **电力设备：电力设备上半年业绩总结：电网设备业绩稳健增长 电源设备出现分化**
- **国网上调 2024 年投资额，上半年全国电网投资额增长显著。**今年国家电网公司全年电网投资将超过 6000 亿元，比去年新增 711 亿元，新增投资主要用于特高压交直流工程建设、电网数字化智能化升级等。今年 1—6 月，全国电网投资完成额达到 2540 亿元，同比增长 23.7%。这两年投资额大幅上涨都与特高压建设节奏有关，2015 年我国核准特高压直流 5 条为历史之最，而 2023 年核准 4 条为历史第二高水平，其投资额都在次年充分体现。
- **主要电网设备公司上半年业绩均取得了不同程度的增长。**理工能科、平高电气利润增速显著高于行业投资增速，24H1 分别达到了 102%和 60%，其中理工能科业务增长主要由电力造价软件业务驱动，平高电气产品以高压开关为主，受交流特高压及超高压电网建设影响较大。许继电气利润增速略高于 10%，中国西电、国电南瑞的利润增速低于 10%，主要由于直流特高压的设备交付周期所致。非晶合金变压器应用领域逐渐拓展，但受产能限制，云路股份上半年取得了 1.6%的业绩增长。
- **上半年火电新增装机出现下滑，新能源继续高速增长。**今年上半年水电、风电、太阳能装机均有明显增长，其中风电、太阳能新增装机继续创历史新高，分别达到 2537 万千瓦和 10401 万千瓦。火电装机则有明显下滑，上半年仅新增 1480 万千瓦，显著低于 2023 年。上半年东方电气营业收入达到 329 亿元，同比增长 12.2%，其中火电收入 85.22 亿元，同比增长 16%，但整体毛利率有所下滑，导致公司 24H1 归母净利润同比下滑 15.5%。上海电气、哈尔滨电气则由于各自经营逐渐改善，业绩表现均有不同程度增长。
- 特高压持续建设投产下电网投资额持续创新高，受设备交付周期等因素影响，上半年相关公司业绩表现一般，但后续业绩有望持续较高增长。火电投资同时出现空档期，2022 年下半年后核准的火电机组有望从今年下半年起陆续交付，对电源设备公司业绩产生正面影响。电网设备重点推荐：**理工能科、云路股份**，建议关注**许继电气、平高电气、思源电气、华明装备**等。电源设备重点推荐**东方电气**，建议关注**哈尔滨电气、上海电气**等。
- **风险提示：**煤电最大的风险为煤价上涨超出预期，电力市场化进度不及预期，水电核电的收益率受到利率环境的影响，电网投资不及预期。



目录

1. 电力板块 2024 年中报业绩回顾：火电边际回落 水电大幅改善 新能源压力犹存.....	3
1.1 火电：量价回落拖累业绩 关注点火价差演绎.....	3
1.2 水核：水电受益来水改善 核电业绩整体平稳.....	4
1.3 新能源：消纳矛盾仍然严重 风况不佳进一步拖累业绩.....	6
2. 电力设备上半年业绩总结：电网设备业绩稳健增长 电源设备出现分化.....	7
3. 推荐组合本周表现.....	9
4. 重点公司估值.....	10

1. 电力板块 2024 年中报业绩回顾：火电边际回落 水电大幅改善 新能源压力犹存

1.1 火电：量价回落拖累业绩 关注点火价差演绎

2024 年一季度火电公司业绩同比全面高增，二季度业绩增速同比大幅回落，剔除国电电力非经常性损益影响后，板块整体业绩同比负增长，主要系电价与电量压力。

煤电板块 2024 年一季度业绩普遍超预期，主要系煤价下行以及容量电价落实进度超过市场预期，根据政策文件，2024-2025 年多数省份容量电价补偿固定成本的 30%，2026 年起回收固定成本的比例提升至不低于 50%。虽然按照当前各省主流煤电利用小时倒算，30%的容量成本补偿仅相当于提升 2.2-2.5 分/千瓦时电量电价，但是信号意义非凡。

然而，进入二季度后，受水电冲击、夏季气温偏低等因素影响，火电发电量受到较大影响，以华能国际为例，公司 2024 年上半年煤价上网电量同比下降 3.19%，其中二季度同比下降 9.65%；上半年全电源口径上网电价同比下降 3.21%。除此之外，受风光较小以及新能源上网电价下滑影响，火电转型公司绿电板块业绩同样下滑，或以量补价、增收不增利，进一步拖累业绩。综合影响下，火电板块 2024 年二季度业绩增速同比下滑明显，若剔除国电电力出售股权带来的非经常性损益 46.2 亿元以及减值损失 8.42 亿元，板块二季度整体业绩同比小幅负增长。

表 1：火电转型公司 2024 年一、二季报归母净利润回顾（亿元）

	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H2	同比	
华能国际	22.5	46.0	104.2%	40.6	28.6	-29.6%	63.1	74.5	18.2%	
华电国际	11.3	18.6	64.2%	14.5	13.6	-6.0%	25.8	32.2	24.8%	
大唐发电	1.4	13.3	872.3%	13.8	17.8	28.7%	15.2	31.1	104.8%	
国电电力	9.6	17.8	85.0%	20.2	49.3	143.8%	29.9	67.2	124.8%	
内蒙华电	8.6	8.9	3.0%	6.2	8.8	41.7%	14.8	17.7	19.2%	
粤电力 A	0.9	1.3	42.8%	7.7	7.8	1.1%	8.6	9.0	5.4%	
皖能电力	1.3	4.5	259.7%	4.6	6.2	34.6%	5.8	10.7	83.1%	
上海电力	3.4	6.3	89.2%	4.5	6.9	53.1%	7.9	13.3	68.5%	
火电转型	京能电力	4.1	4.7	15.0%	-0.4	4.4	扭亏	3.7	9.1	148.0%
广州发展	4.0	4.5	10.7%	7.1	7.0	-1.8%	11.2	11.5	2.7%	
宝新能源	0.3	2.1	713.1%	2.9	1.6	-45.5%	3.1	3.7	16.6%	
申能股份	7.3	11.6	58.0%	11.1	10.3	-7.3%	18.5	21.9	18.7%	
浙能电力	10.1	18.2	79.6%	17.7	21.1	19.4%	27.8	39.3	41.3%	
华电能源	1.6	4.2	160.3%	-0.4	2.1	扭亏	1.2	6.3	432.4%	
华银电力	-1.1	0.1	扭亏	-0.5	0.0	亏损减少	-1.5	0.0	扭亏	
通宝能源	2.4	1.3	-43.8%	1.6	1.2	-25.5%	4.0	2.5	-36.5%	
深圳能源	6.3	11.1	74.3%	12.4	6.5	-47.8%	18.8	17.5	-6.6%	

建投能源	-1.4	2.5	扭亏	2.3	0.8	-63.7%	0.8	3.3	295.6%
晋控电力	-1.4	-5.1	亏损扩大	1.6	1.3	-20.0%	0.2	-3.8	-1625.4%
赣能股份	0.1	2.0	3565.8%	1.3	1.4	4.3%	1.4	3.4	150.7%
江苏国信	2.6	7.8	204.7%	8.6	11.7	36.0%	11.2	19.5	74.6%
长源电力	2.2	2.5	13.0%	1.6	2.0	24.1%	3.8	4.5	17.6%
合计	96.1	184.2	92%	179.0	210.3	17%	275.1	394.5	43%

资料来源：公司公告，华源证券研究

展望未来，考虑到当前全国煤炭供需紧张程度有所缓和，秦皇岛 5500 大卡动力煤在 850 元/吨左右已停留较长时间，但是中期来看，随着四季度 2025 年电价谈判启动，我们分析煤电板块利润率进一步扩张空间有限，股价进一步表现需要分母端发力，而后者需要政策落地与时间验证。

在当前供需格局下，我们分析 800 元/吨的煤价（略高于 770 元/吨的长协价格）是对煤电板块较为理想的价格区间，该价格水平可以更好地平衡煤电与煤炭公司、电力央企与地方政府的利益关系，保证煤电公司较为稳定的利润率。煤价大幅下跌往往意味着实体需求不足，对煤电可能并非利好。区域供需格局是决定煤电公司相对 alpha 的关键变量。

从历史来看，3 分/千瓦时的度电利润（净利润口径）也属于煤电板块较为理想的利润水平，2024 年上半年部分煤电公司已达到或接近该水平，煤电利润率基本回归正常（与水电不同，煤电没有资源瓶颈以及绝对电价的低成本优势，价差难以持续扩张）。

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

1.2 水核：水电受益来水改善 核电业绩整体平稳

2024 年一季度西南来水继续承压，长江中游改善明显，二季度全流域向好。受拉尼娜现象影响，我国主要流域 2023 年来水严重偏枯，2024 年一季度长江流域降雨呈东多西少格局，二季度我国全流域降水向好。

其中，长江电力 6 座电站 2024 年上半年完成发电量 1206.18 亿千瓦时，较上年同期增加 16.86%，其中二季度较上年同期增加 42.54%；华能水电上半年完成发电量 466.95 亿千瓦时，同比增加 12.15%；雅砻江水电上半年完成发电量 381.62 亿千瓦时，同比增长 9.38%。综合影响下，水电板块二季度以及上半年业绩普遍同比大幅改善。

表 2：水电公司 2024 年一、二季报归母净利润回顾（亿元）

	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H2	同比
--	--------	--------	----	--------	--------	----	--------	--------	----

	长江电力	36.1	39.7	9.8%	52.7	74.0	40.4%	88.8	113.6	27.9%
	华能水电	8.0	10.7	32.6%	23.5	31.0	32.1%	31.5	41.7	32.2%
	国投电力	16.1	20.4	26.1%	17.2	17.1	-0.9%	33.4	37.4	12.2%
水电	川投能源	11.4	12.7	12.1%	9.6	10.3	7.0%	21.0	23.0	9.7%
	桂冠电力	2.9	4.3	46.0%	6.2	10.1	62.8%	9.1	14.4	57.4%
	黔源电力	-0.2	0.1	扭亏	0.5	1.2	156.2%	0.3	1.3	316.8%
	湖北能源	3.1	7.8	151.0%	5.9	6.5	9.3%	9.0	14.3	58.1%
	合计	77.6	95.6	23.3%	115.6	150.1	29.8%	193.2	245.7	27.2%

资料来源：公司公告，华源证券研究

核电表现平稳，中国核电与中国广核的增速差异主要系机组检修节奏影响，在建机组陆续进入投产期。核电公司 2023 年以来业绩主要来自于原有机组的提质增效，在建机组尚未进入大规模投产期。我国 2018 年底核电审批重启，2022-2023 年每年核准机组达到 10 台，核准速度明显提升，按照平均 60 个月的建设周期计算，新一轮投产周期在十四五后期开始，启动核电公司业绩新一轮增长，预计 2026 年投产开始进入高峰期。

受检修以及水电冲击影响，中国核电和中国广核上半年发电量均有小幅下滑，其中中国核电核电机组上半年发电量 891.53 亿千瓦时，同比下降 1.24%；中国广核运营核电机组上半年发电量 1133.78 亿千瓦时，同比增长 0.08%，但是增长主要来自台山核电，其余大部分机组电量同比下滑。综合影响下，中国核电二季度业绩小幅下滑，中国广核基本平稳。

表 3：核电公司 2024 年一、二季报归母净利润回顾（亿元）

		2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H2	同比
核电	中国核电	30.2	30.6	1.2%	30.2	28.2	-6.5%	60.4	58.8	-2.7%
	中国广核	34.9	36.0	3.4%	34.7	35.1	0.9%	69.6	71.1	2.2%
	合计	65.1	66.6	2.36%	64.9	63.3	-2.52%	130.0	129.9	-0.08%

资料来源：公司公告，华源证券研究

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

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

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

在市场对分母端重新定价的过程中，低协方差资产（与宏观经济弱相关）的折现率有望持续下降，即上式中的 $\sigma_{i,M}$ 下降，带动估值提升。低协方差资产重估是市场均衡的

必然结果，与市场对宏观经济的预期无关，即 r_M 与 r_f 的取值。

进一步的，当折现率下降时，久期越长的资产越受益，因此，我们认为**低协方差且长久期资产将在未来一段时间内持续占优，水电、核电即两条线索的交汇点**。水电核电的另一个特点是商业模式简单，财务报表简洁清晰，在“新国九条”背景下，极高的财务报表质量也有望提供一定的估值溢价。推荐核心标的“四水两核”**长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、中国核电、中国广核**，以及扩散行情**黔源电力、湖北能源**。

1.3 新能源：消纳矛盾仍然严重 风况不佳进一步拖累业绩

与传统电源相比，新能源业绩明显承压，消纳+风况+电价同时拖累。从上市公司业绩来看，2024年二季度新能源板块继续承压，主要上市公司合计归母净利润一季度同比下滑1.24%，二季度增速进一步下滑至-21.53%。

以龙源电力为例，公司上半年新增风电装机59.5万千瓦，但是受风况较差拖累，公司上半年实现风电发电量316亿千瓦时，同比下降4.60%，**风电平均利用小时数为1170小时，同比下降101小时**。同时，受消纳以及平价项目增多影响，公司上半年风电平均上网电价为441元/兆瓦时（不含增值税），较2023年同期的469元/兆瓦时（不含增值税）减少人民币28元/兆瓦时，下滑6.35%，系业绩下滑的重要原因。

表 4：新能源运营商 2024 年一、二季报归母净利润回顾（亿元）

	2023Q1	2024Q1	同比	2023Q2	2024Q2	同比	2023H1	2024H2	同比
龙源电力	23.3	23.9	2.5%	26.2	14.3	-45.3%	49.6	38.3	-22.8%
大唐新能源	11.4	10.7	-5.9%	9.6	7.0	-27.3%	20.9	17.7	-15.7%
三峡能源	24.3	24.2	-0.5%	20.8	16.2	-22.4%	45.2	40.4	-10.6%
中闽能源	2.7	2.1	-22.2%	0.5	1.3	143.8%	3.3	3.4	4.8%
嘉泽新能	2.5	2.0	-19.9%	2.7	2.1	-21.2%	5.2	4.1	-20.6%
银星能源	0.5	0.5	-13.7%	1.0	0.8	-16.6%	1.5	1.3	-15.6%
福能股份	5.3	5.3	-1.1%	4.0	6.6	64.5%	9.3	11.9	27.1%
浙江新能	1.2	1.7	42.9%	1.8	2.7	54.8%	3.0	4.5	49.9%
节能风电	4.0	4.3	7.7%	4.9	4.4	-9.4%	8.9	8.7	-1.7%
太阳能	3.9	3.5	-9.8%	5.1	4.6	-9.0%	9.0	8.1	-9.4%
合计	79.2	78.2	-1.24%	76.7	60.2	-21.53%	155.9	138.4	-11.22%

资料来源：公司公告，华源证券研究

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

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

从估值的角度看，我们认为绿电估值回落的根本原因是未来收益率的不确定性导致股权风险溢价扩张，必要收益率增加。IRR 与必要收益率的差值收缩幅度，显著大于 IRR 自身的变化。因此，我们认为未来绿电估值修复的动力，或许不在 IRR 绝对值的提升，而是在多重政策落地下，IRR 的确定性增强，降低风险溢价。**未来看点包括广西等地政府授权差价合约落实情况、内蒙古等省份高耗能企业强制消纳绿证政策落地节奏以及全国碳市场进展等。**

2. 电力设备上半年业绩总结：电网设备业绩稳健增长 电源设备出现分化

国网上调 2024 年投资额，上半年全国电网投资额增长显著。据央视 7 月 26 日报道，为加快构建新型电力系统，今年国家电网公司全年电网投资将超过 6000 亿元，比去年新增 711 亿元，新增投资主要用于特高压交直流工程建设、电网数字化智能化升级等，这意味着国网电网投资将首次突破 6000 亿元，我国电网投资有望迎来又一个高峰。

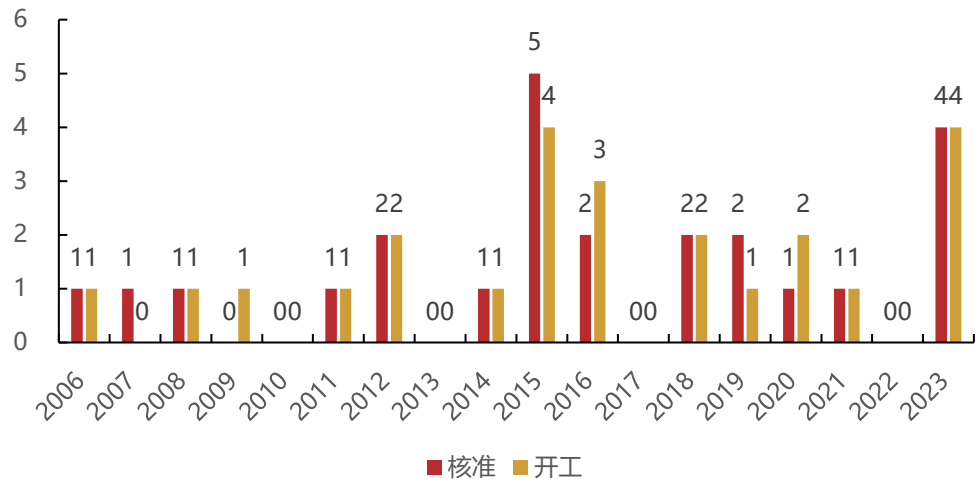
此外今年 1—6 月，全国电网投资完成额达到 2540 亿元，同比增长 23.7%，其中上半年 2540 亿元投资额创历史之最，而增速也仅次于 2016 年的 33.3%。这两年投资额大幅上涨都与特高压建设节奏有关，2015 年我国核准特高压直流 5 条为历史之最，而 2023 年核准 4 条为历史第二高水平，其投资额都在次年充分体现。

图 1：2010—2024 年全国 1—6 月电网基本建设投资累计完成额及同比增速（亿元）



资料来源：广东电力交易中心，华源证券研究

图 2：2006—2023 年历年核准和开工特高压直流数量（条）



资料来源：国家电网，南方电网，华源证券研究

主要电网设备公司上半年业绩均取得了不同程度的增长。其中理工能科、平高电气利润增速显著高于行业投资增速，24H1 分别达到了 102%和 60%，其中理工能科业务增长主要由电力造价软件业务驱动，平高电气产品以高压开关为主，受交流特高压及超高压电网建设速度加快影响较大。许继电气利润增速略高于 10%，中国西电、国电南瑞的利润增速低于 10%，主要由于直流特高压的设备交付通常位于工程中后期，而 2022 年我国直流特高压开工量为 0，目前尚处于交付空档期所致。在节能降碳的宏观政策要求下，非晶合金变压器由于空载损耗较低，在低负载场景下节能效果突出，应用领域逐渐拓展，但受公司自身产能限制，云路股份上半年取得了 1.6%的业绩增长。

表 5:主要电网设备公司上半年归母净利润情况（亿元）

公司名称	23Q1	23Q2	23H1	24Q1	24Q2	24Q2 YOY	24H1	24H1 YOY
许继电气	1.61	4.08	5.69	2.37	3.91	-4.26%	6.28	10.35%
国电南瑞	5.24	19.76	25.00	5.96	21.14	6.95%	27.09	8.36%
理工能科	0.17	0.54	0.71	0.41	1.02	89.21%	1.43	101.97%
平高电气	1.51	1.83	3.33	2.30	3.04	66.02%	5.34	60.00%
思源电气	2.18	4.82	7.01	3.63	5.24	8.66%	8.87	26.64%
中国西电	1.89	2.40	4.30	2.03	2.49	3.63%	4.52	5.23%
云路股份	0.73	0.91	1.64	0.76	0.91	0.53%	1.67	1.62%
华明装备	1.18	1.69	2.87	1.27	1.88	11.07%	3.15	9.64%

资料来源：Wind，华源证券研究

上半年火电新增装机出现下滑，新能源继续高速增长。今年上半年水电、风电、太阳能装机均有明显增长，其中风电、太阳能新增装机继续创历史新高，分别达到 2537 万千瓦

和 10401 万千瓦。火电装机则有明显下滑，上半年仅新增 1480 万千瓦，最近 5 年仅高于 2022 年的 818 万千瓦，显著低于 2023 年，主要受到 2016 年煤电供给侧改革以及 2020 年双碳政策等影响。上半年东方电气营业收入达到 329 亿元，同比增长 12.2%，其中火电收入 85.22 亿元，同比增长 16%，但整体毛利率有所下滑，导致公司 24H1 归母净利润同比下滑 15.5%。上海电气、哈尔滨电气则由于各自经营逐渐改善，业绩表现均有不同程度增长。

表 6: 2020—2024 年上半年我国各类型电源累计净增装机 (万千瓦)

年份	水电	火电	核电	风电	太阳能
2020	296	1817	3	760	
2021	769	2141	227	1039	
2022	907	818	227	1376	3021
2023	443	2459	123	2377	7806
2024	561	1480	117	2537	10401

资料来源: Wind, 华源证券研究

表 7: 主要发电设备公司上半年业绩表现 (亿元)

公司名称	23Q1	23Q2	23H1	24Q1	24Q2	YOY	24H1	YOY
东方电气	10.19	9.83	20.02	9.06	7.86	-20.08%	16.91	-15.52%
上海电气	3.67	2.24	5.90	0.32	5.70	154.90%	6.02	1.93%
哈尔滨电气	—	—	0.85	—	—	—	5.23	515.70%

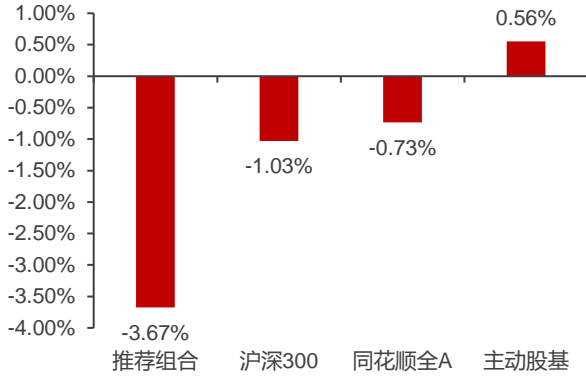
资料来源: Wind, 华源证券研究

投资分析意见: 特高压持续建设投产下电网投资额持续创新高，受设备交付周期等因素影响，上半年相关公司业绩表现一般，但后续业绩有望持续较高增长。火电投资同时出现空档期，2022 年下半年后核准的火电机组有望从今年下半年起陆续交付，对电源设备公司业绩产生正面影响。电网设备重点推荐：**理工能科、云路股份**，建议关注**许继电气、平高电气、思源电气、华明装备**等。电源设备重点推荐**东方电气**，建议关注**哈尔滨电气、上海电气**等。

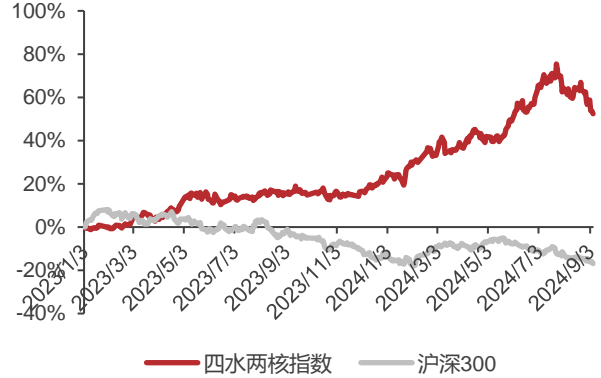
3. 推荐组合本周表现

涨幅回顾: 本周四水两核组合（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 3.67%，沪深 300 下跌 1.03%，同花顺全 A 下跌 0.73%，主动股基上涨 0.56%，组合跑输沪深 300 2.64 个百分点，跑输主动股基 4.23 个百分点。

2024 年以来四水两核组合上涨 23.53%，沪深 300 下跌 4.58%，同花顺全 A 下跌 12.86%，主动股基下跌 11.12%，组合跑赢沪深 300 28.11 个百分点，跑赢主动股基 34.65 个百分点。

图 3：本周推荐组合涨幅


资料来源：ifind，华源证券研究

图 4：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 8：公用事业重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价					EPS				PE				PB (lf)
				2024/9/6	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
	600011.SH	华能国际	增持	6.67	0.35	0.62	0.67	0.72	19	11	10	9	1.87				
	600027.SH	华电国际	增持	5.39	0.35	0.48	0.58	0.63	15	11	9	9	1.35				
	601991.SH	大唐发电	增持	2.57	-0.02	0.16	0.21	0.26	-	16	12	10	1.60				
	2380.HK	中国电力	买入	3.14	0.22	0.39	0.46	0.52	14	8	7	6	0.71				
	0836.HK	华润电力	买入	20.60	2.29	2.96	3.34	3.80	9	7	6	5	1.10				
	600795.SH	国电电力	增持	5.20	0.31	0.51	0.37	0.39	17	10	14	13	1.70				
	000883.SZ	湖北能源	买入	4.74	0.27	0.48	0.53	0.59	18	10	9	8	0.94				
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.26	0.29	0.38	0.43	0.46	15	11	10	9	1.73				
火电转型	000539.SZ	粤电力 A		4.26	0.19	0.28	0.37	0.46	22	15	12	9	0.99				
	000543.SZ	皖能电力	买入	7.81	0.63	0.83	1.04	1.11	12	9	8	7	1.24				
	600483.SH	福能股份	买入	9.65	1.03	1.08	1.14	1.25	9	9	8	8	1.11				
	600021.SH	上海电力	买入	8.40	0.50	0.77	0.91	1.09	17	11	9	8	1.25				
	600578.SH	京能电力		3.23	0.11	0.19	0.23	0.26	29	17	14	12	1.02				
	600098.SH	广州发展		5.69	0.47	0.61	0.69	0.76	12	9	8	7	0.77				
	000690.SZ	宝新能源		3.93	0.41	0.42	0.57	0.66	10	9	7	6	0.72				
	600642.SH	申能股份	买入	7.75	0.71	0.88	0.97	1.02	11	9	8	8	1.12				
	600023.SH	浙能电力		6.02	0.49	0.60	0.66	0.71	12	10	9	9	1.18				
新能源	0916.HK	龙源电力	买入	5.29	0.74	0.71	0.82	0.88	7	7	6	6	0.63				
	1798.HK	大唐新能源	买入	1.83	0.31	0.34	0.37	0.41	6	5	5	4	0.71				

	1811.HK	中广核新能源	买入	1.90	0.44	0.45	0.48	0.50	4	4	4	4	0.71
	600905.SH	三峡能源	增持	4.17	0.25	0.24	0.25	0.26	17	17	17	16	1.41
	600163.SH	中闽能源	买入	4.37	0.36	0.36	0.37	0.40	12	12	12	11	1.28
	601619.SH	嘉泽新能	买入	2.75	0.33	0.35	0.42	0.48	8	8	7	6	1.01
	601778.SH	晶科科技		2.35	0.11	0.20	0.25	0.30	21	12	9	8	0.55
	000862.SZ	银星能源	增持	4.17	0.20	0.27	0.34	0.42	20	15	12	10	0.89
	600310.SH	广西能源	买入	3.50	0.00	0.13	0.27	0.43	-	27	13	8	1.73
核电	601985.SH	中国核电	买入	10.09	0.55	0.56	0.59	0.61	18	18	17	17	2.07
	003816.SZ	中国广核	买入	4.24	0.21	0.24	0.25	0.26	20	18	17	16	1.85
水电	600900.SH	长江电力	买入	29.10	1.11	1.39	1.46	1.53	26	21	20	19	3.67
	600025.SH	华能水电	买入	10.90	0.40	0.47	0.51	0.53	27	23	21	21	3.56
	600886.SH	国投电力	买入	15.79	0.88	1.01	1.14	1.22	18	16	14	13	2.20
	600674.SH	川投能源	买入	17.61	0.99	1.05	1.11	1.15	18	17	16	15	2.16
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.26	0.14	0.36	0.38	0.39	43	17	16	16	3.03
	002039.SZ	黔源电力	买入	15.68	0.62	1.17	1.26	1.31	25	13	12	12	1.73
综合能源服务	003035.SZ	南网能源		4.02	0.08	0.11	0.16	0.19	50	36	25	21	2.20
	600116.SH	三峡水利		6.81	0.27	0.36	0.42	0.49	25	19	16	14	1.17
	600509.SH	天富能源	买入	4.91	0.34	0.39	0.48	0.60	14	13	10	8	0.90
燃气	601139.SH	深圳燃气	买入	6.62	0.50	0.53	0.57	0.63	13	12	12	11	1.30
	603393.SH	新天然气		31.76	2.47	3.41	4.08	4.75	13	9	8	7	1.78
	2688.HK	新奥能源		43.86	6.05	6.11	6.73	7.38	7	7	7	6	1.17
	603689.SH	皖天然气	买入	8.01	0.72	0.77	0.91	1.05	11	10	9	8	1.27
	1193.HK	华润燃气		29.45	2.30	2.50	2.74	3.02	13	12	11	10	1.64
环保	0257.HK	光大环境	买入	3.56	0.72	0.67	0.70	0.73	5	5	5	5	0.44
	600461.SH	洪城环境		9.48	0.99	0.92	1.00	1.07	10	10	10	9	1.40

资料来源：wind，华源证券研究。注：（1）华润电力、华润燃气、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wind机构一致预期

表 9：电力设备重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价					EPS				PE				PB (lf)
				2024/9/6	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E					
电力信息化	600131.SH	国网信通		16.82	0.69	0.84	0.96	1.09	24	20	17	15	3.33				
	300286.SZ	安科瑞		15.55	0.95	1.16	1.48	1.83	16	13	11	8	2.48				
	000682.SZ	东方电子		10.52	0.40	0.52	0.64	0.78	26	20	16	13	2.98				
	002322.SZ	理工能科	买入	14.69	0.65	0.92	1.13	1.37	23	16	13	11	1.86				
	300682.SZ	朗新集团		8.84	0.56	0.62	0.74	0.88	16	14	12	10	1.29				
	301162.SZ	国能日新		32.28	0.85	1.12	1.47	1.85	38	29	22	17	2.93				
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	12.94	1.14	1.16	1.56	1.75	11	11	8	7	1.08				
	002438.SZ	江苏神通		9.95	0.53	0.64	0.79	0.95	19	16	13	11	1.51				
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	29.62	1.00	1.16	1.55	1.72	30	26	19	17	2.73				
	600406.SH	国电南瑞		25.11	0.90	1.00	1.14	1.29	28	25	22	20	4.44				
	002028.SZ	思源电气		66.85	2.02	2.65	3.29	4.00	33	25	20	17	4.69				

	600312.SH	平高电气		17.84	0.60	0.87	1.08	1.29	30	21	16	14	2.35
	600089.SH	特变电工		12.33	2.39	1.53	1.76	2.05	5	8	7	6	0.99
	601179.SH	中国西电		6.92	0.17	0.24	0.33	0.41	40	29	21	17	1.64
	002270.SZ	华明装备		17.92	0.61	0.74	0.90	1.07	29	24	20	17	5.08
	688676.SH	金盘科技		30.85	1.18	1.56	2.24	2.91	26	20	14	11	3.37
	688190.SH	云路股份	买入	62.49	2.77	2.96	3.40	4.41	23	21	18	14	3.19
配用电设备	301291.SZ	明阳电气		29.40	1.82	2.06	2.68	3.30	16	14	11	9	2.16
	300001.SZ	特锐德		17.42	0.48	0.66	0.91	1.22	36	26	19	14	2.77
	603556.SH	海兴电力		45.89	2.02	2.47	2.99	3.59	23	19	15	13	3.39
	603606.SH	东方电缆		46.82	1.45	1.87	2.70	3.26	32	25	17	14	4.86
输电设备	002276.SZ	万马股份		6.49	0.55	0.69	0.88	1.11	12	9	7	6	1.19
	688248.SH	南网科技		25.69	0.50	0.76	1.07	1.42	51	34	24	18	5.03
	600475.SH	华光环能	买入	8.46	0.79	0.90	1.01	1.08	11	9	8	8	0.95
氢能及储能	601226.SH	华电重工		4.65	0.08	0.24	0.30	0.37	55	19	15	12	1.29
	601222.SH	林洋能源		7.04	0.51	0.58	0.67	0.76	14	12	11	9	0.94

资料来源：wind，华源证券研究。注：所有有评级的公司，盈利预测为华源证券研究预测值，没有评级的公司盈利预测为 ifind 机构一致预期

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

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