



## 下半年火电业绩继续向好，蓄水支撑水电表现

—— 公用事业板块 2024 年中报总结

2024 年 09 月 06 日

- **24H1，公用事业板块整体业绩同比实现增长。** 24H1，公用事业板块实现营业收入 7915.9 亿元，同比下降 1.0%；实现归母净利润 876.2 亿元，同比增长 22.2%。分板块来看，火电增速最快，水电次之，核电相对稳健，绿电有所承压。
- **火电：24H1 盈利持续改善，24H2 业绩或向好。** 24H1，SW 火电板块实现归母净利润 404.63 亿元，同比增长 47.7%。盈利能力方面，24H1 净利率为 8.9%，同比提升 3.1pct。24H1，受水电挤压影响，火电发电量同比下滑。展望下半年，来水边际减弱，且考虑到 23 年同期水电发电量基数较高，我们认为水电对火电的挤压有望自 8 月份开始得到缓解，火电企业下半年发电量同比有望改善。此外，煤炭供需偏松背景下，我们预计煤价仍偏弱运行。以上两点均有望支撑 24H2 火电业绩向好。长期来看，煤电将从主力电源向支撑性和调节性电源转变，收入结构随之发生变化，我们测算至 2030 年，煤电将有接近 50% 的收入来自容量补偿和辅助服务，推动盈利稳定性大幅提升，火电估值有望迎来重塑。
- **水电：业绩亮眼，蓄水支撑 24H2 发电量表现。** 24H1，SW 水电板块实现归母净利润 237.14 亿元，同比增长 24.8%。盈利能力方面，24H1 净利率为 33.0%，同比提升 3.9pct。24H1，来水偏丰驱动发电量增长，电价受电量结构影响有所下行。进入 8-9 月份，尽管来水边际减弱，但考虑到各大水库蓄水情况优于去年同期，其中，雅砻江锦屏一级、二滩已接近蓄满状态，我们预计 24H2 各大水电企业的发电量仍有支撑。
- **核电：经营稳健，长期成长性突出。** 24H1，SW 核电板块实现归母净利润 129.91 亿元，同比下降 0.1%，业绩波动主要受检修安排导致的发电量变化和市场化电价下行影响。展望 24H2，基于对两家核电企业的检修安排和新机组投产节奏的判断，我们预计核电发电量同比或有所改善。中长期来看，核电进入积极有序发展新阶段，中国广核、中国核电在建+核准装机容量分别为 19.41GW（含控股股东委托在建机组）、20.64GW，对应装机弹性达 61%、87%，成长空间广阔。
- **绿电：短期业绩承压，但装机高增预期不改。** 24H1，绿电板块实现归母净利润 104.5 亿元，同比下降 14.9%。业绩下滑主要系上半年风资源条件同比偏弱，且上网电价下降所致。展望未来，新能源装机高增的预期不变，相关企业均有丰富的项目储备支撑十四五装机目标的达成。至于电价方面，我们认为随着绿电、绿证交易规模的快速增长，新能源环境价值将持续兑现，有望对冲电价下行压力。
- **投资建议：** 全年看好具备政策催化、业绩持续改善、估值有提升空间的火电板块；长期看好业绩确定性高、分红能力强的水电、核电板块。新能源已在底部区域。个股关注华能国际、皖能电力、川投能源、长江电力、中国广核等。
- **风险提示：** 资源条件不及预期的风险；用电需求不及预期的风险；上网电价超预期下降的风险；煤炭价格超预期上涨的风险等。

### 公用事业

推荐 维持评级

### 分析师

陶贻功

☎: 010-8092-7673

✉: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

梁悠南

☎: 010-8092-7656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

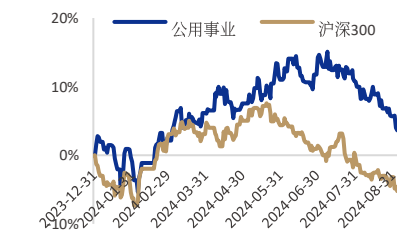
分析师登记编码: S0130523070002

研究助理: 马敏

✉: mamin\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深 300 表现图

2024-09-05



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

## 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600011.SH	华能国际	0.54	0.78	0.90	12.6	8.7	7.5	推荐
000543.SZ	皖能电力	0.63	0.88	0.99	12.5	9.0	8.0	推荐
600674.SH	川投能源	0.90	1.07	1.16	19.4	16.4	15.1	推荐
600900.SH	长江电力	1.11	1.40	1.48	26.2	20.8	19.7	推荐
003816.SZ	中国广核	0.21	0.22	0.24	20.5	19.8	18.2	推荐

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## 目录

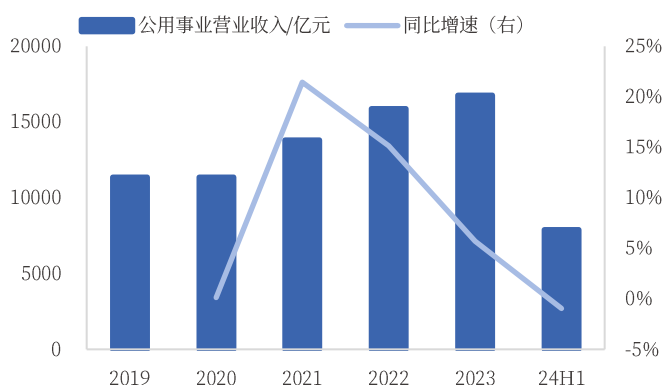
### Catalog

一、公用事业整体业绩增长，火电增幅最大.....	4
二、火电：24H1 盈利持续改善，24H2 业绩或向好 .....	5
(一) 盈利能力持续改善.....	5
(二) 发电量同比改善&煤炭供需偏松，24H2 业绩或向好 .....	6
(三) 长期收入结构变革增强盈利稳定性，估值修复空间大.....	7
三、水电：业绩亮眼，蓄水支撑 24H2 发电量表现 .....	10
(一) 来水偏丰促业绩增长.....	10
(二) 蓄水情况优于 23 年同期，支撑下半年发电量表现 .....	11
四、核电：经营稳健，长期成长性突出.....	13
(一) 业绩表现相对稳健.....	13
(二) 在建+核准项目充足，长期成长空间广阔.....	14
五、绿电：短期业绩承压，但装机高增预期不改.....	16
(一) 业绩短期承压 .....	16
(二) 装机高增预期不改，环境价值持续兑现有望缓解电价下行压力.....	17
六、投资建议.....	19
七、风险提示.....	20

## 一、公用事业整体业绩增长，火电增幅最大

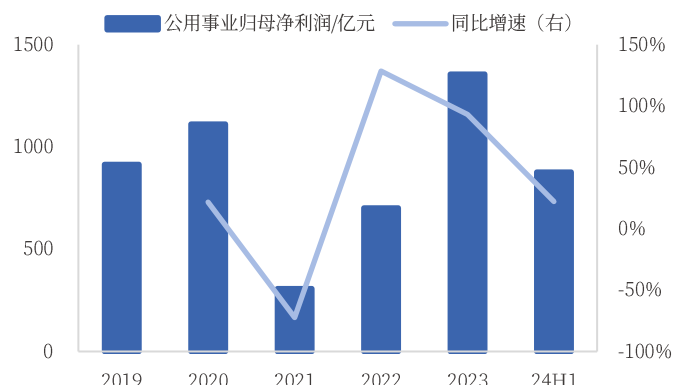
24H1，公用事业板块整体业绩同比实现增长。24H1，公用事业板块实现营业收入 7915.9 亿元，同比下降 1.0%；实现归母净利润 876.2 亿元，同比增长 22.2%。

图1：公用事业板块营收&同比增速



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

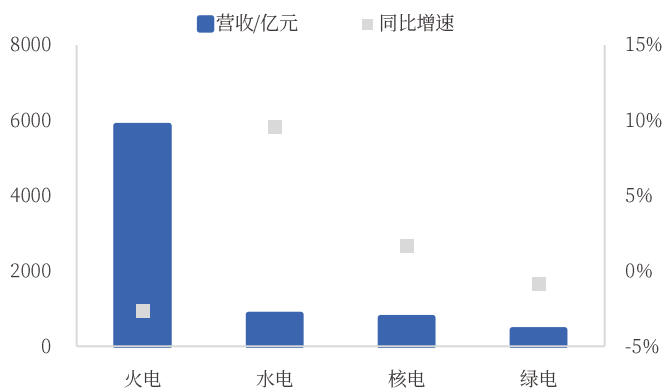
图2：公用事业板块归母净利润&同比增速



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

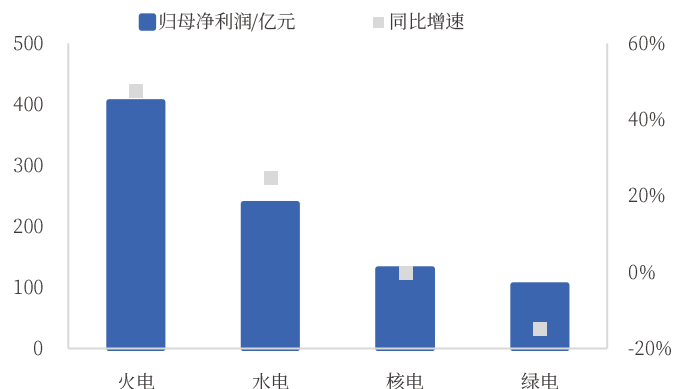
分板块来看，火电增速最快，水电次之，核电相对稳健，绿电有所承压。24H1，火电、水电、核电、绿电板块分别实现营业收入 5862.9、841.1、768.2、443.7 亿元，同比增速分别为-2.6%、9.6%、1.6%、-0.9%；实现归母净利润 404.6、237.1、129.9、104.5 亿元，同比增速分别为 47.7%、24.8%、-0.1%、-14.9%。其中，火电业绩同比高增主要受益于煤炭价格下行；水电得益于来水改善和财务费用压降；核电业绩相对稳健；绿电在利用小时数和电价的双重不利影响之下，业绩承压明显。

图3：24H1 公用事业分板块营收&同比增速



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图4：24H1 公用事业分板块归母净利润&同比增速



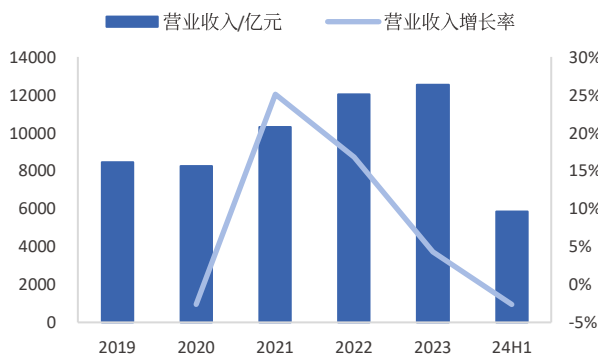
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 二、火电：24H1 盈利持续改善，24H2 业绩或向好

### (一) 盈利能力持续改善

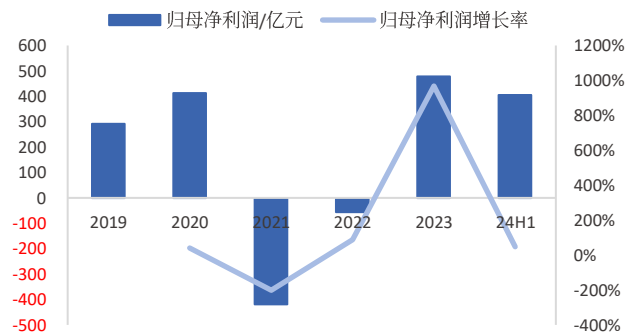
24H1, SW 火电板块实现营业收入 5862.88 亿元, 同比下降 2.6%; 实现归母净利润 404.63 亿元, 同比增长 47.7%。盈利能力方面, 24H1 火电板块净利率为 8.9%, 同比提升 3.1pct。拆分开来看, 受益于煤炭价格下行, 毛利率同比提升 3.0pct 至 14.5%; 期间费用率同比小幅抬升 0.2pct 至 6.4%。此外, 资产减值损失成为火电板块业绩的制约因素之一, 24H1, 火电板块产生资产减值损失 21.61 亿元, 同比增长 1536%; 主要系国电电力对大兴川电站计提资产减值准备 8.42 亿元, 大唐发电计提在建工程、固定资产减值等合计 9.61 亿元所致。

图5: 火电板块营业收入&同比增速



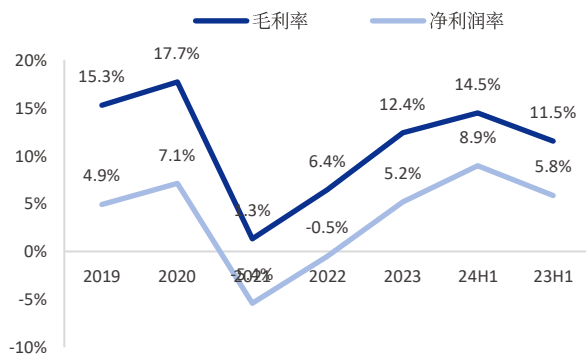
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图6: 火电板块归母净利润&同比增速



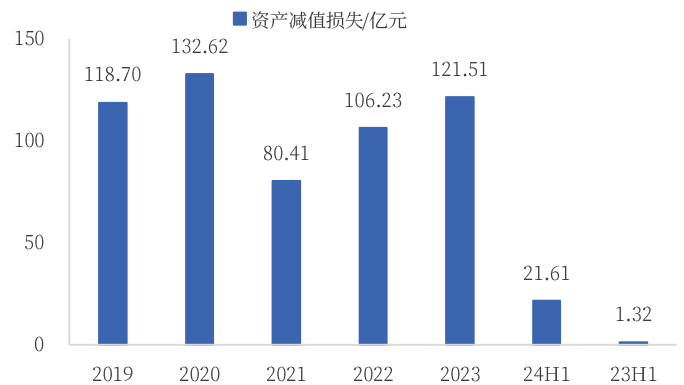
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图7: 火电板块盈利能力变化



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

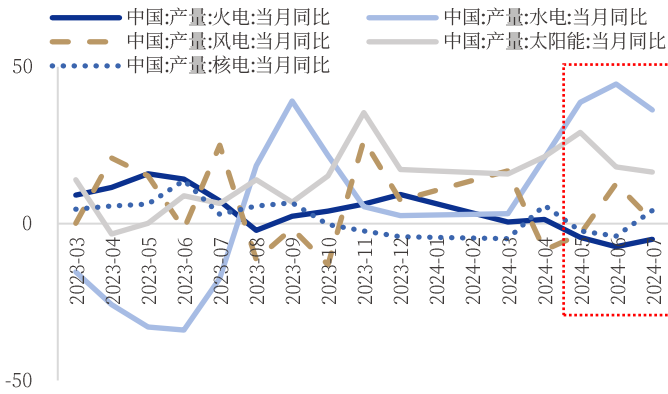
图8: 火电板块资产减值损失



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

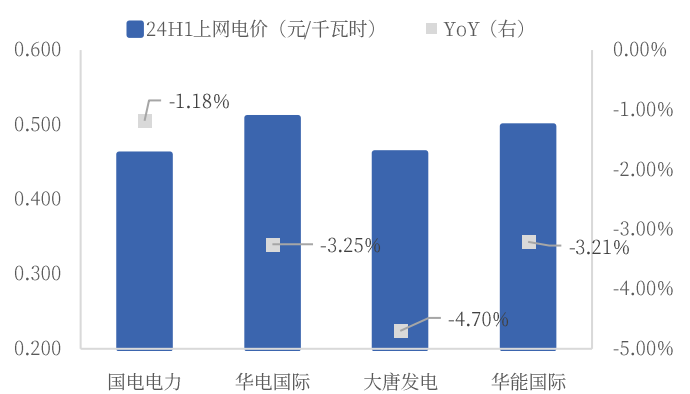
**24H1, 电量、电价同比均有所下降。**电量方面, 受水电挤压影响, 24H1, 华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电四家全国性火电企业上网电量均出现同比下滑。由于来水改善主要发生在二季度, 24Q2 四家企业上网电量同比分别下滑 9.51%、13.46%、6.98%、12.04%, 拖累上半年电量表现。电价方面, 煤价下行趋势下, 24H1, 华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电四家企业上网电价分别下滑 3.21%、3.25%、1.18%、4.70%。

图9: 全国不同电源发电量同比增速



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图10: 全国性火电企业上网电价



资料来源: 华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电公司公告、中国银河证券研究院

表1: 全国性火电企业火电上网电量 (亿千瓦时)

发电量	24H1	同比	24Q1	同比	24Q2	同比
华能国际	1827.34	-3.26%	994.21	2.69%	833.13	-9.51%
华电国际	913.1712	-6.69%	514.771	-0.69%	398.4002	-13.46%
国电电力	1641.77	-1.42%	860.23	4.24%	781.54	-6.98%
大唐发电	979.847	-0.96%	509.113	12.10%	470.734	-12.04%

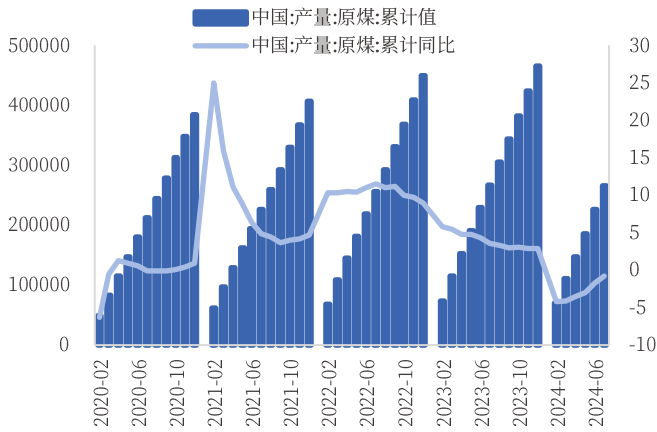
资料来源: 华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电公司公告、中国银河证券研究院

## (二) 发电量同比改善&煤炭供需偏松, 24H2 业绩或向好

**展望下半年, 火电发电量同比有望改善。**2024年7月, 全国规上工业火电发电量下降4.9%, 降幅较6月收窄2.4pct; 规上工业水电发电量增长36.2%, 增速较6月回落8.3pct。进入8-9月份, 来水边际减弱, 且考虑到23年同期水电发电量基数较高, 我们认为水电对火电的挤压有望自8月份开始得到缓解, 火电企业下半年发电量同比有望改善。

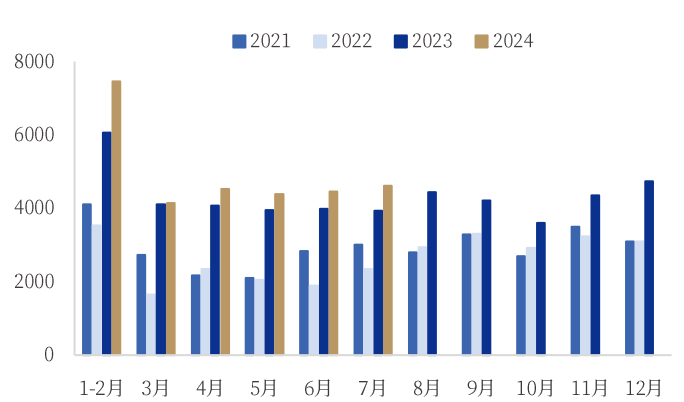
**供需偏松背景下, 煤炭价格预计仍偏弱运行。**自2024年6月起, 国内煤炭产量同比增速转正, 2024年1-7月, 国内累计原煤产量达到26.6亿吨, 同比小幅下降0.8%。进口煤方面, 2024年1-7月累计进口量达到2.96亿吨, 在23年高基数背景下, 仍然实现了13%的增长, 有力弥补了国内煤炭产量的下滑。库存方面, 9月第一周, 主流港口煤炭库存为6696万吨, 较去年同期高出14.6%。全年来看, 考虑到水电和新能源发电对火电的挤出效应, 以及钢铁等行业受累于房地产市场的疲软, 我们预计全年煤炭供需仍偏松, 煤炭价格有望维持偏弱运行。

图11: 国内煤炭产量(万吨)及同比增速(%)



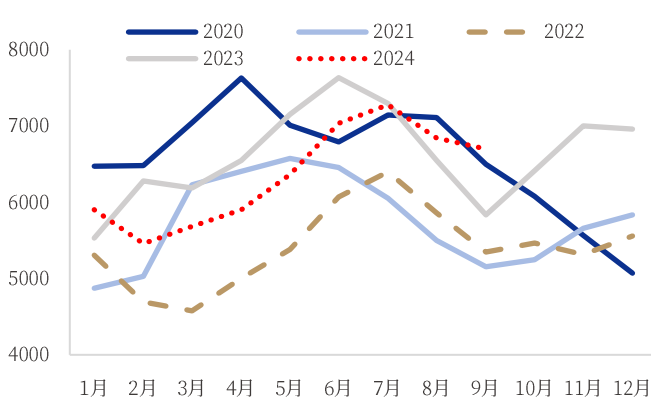
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图12: 国内煤炭进口量(万吨)



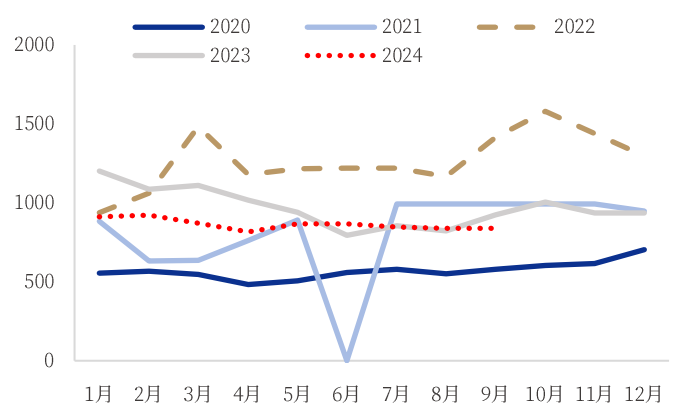
资料来源: CCTD、中国银河证券研究院

图13: 库存:煤炭:CCTD主流港口(万吨)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图14: 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)(元/吨)



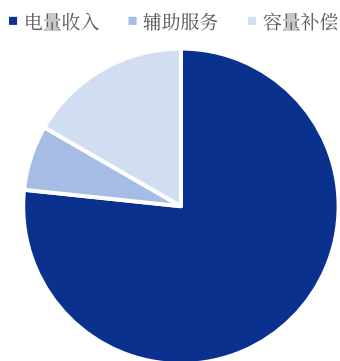
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

注: 2021年6月数据缺失。

### (三) 长期收入结构变革增强盈利稳定性, 估值修复空间大

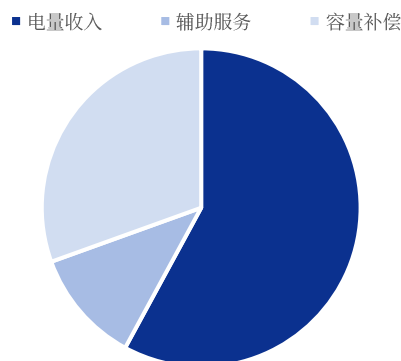
长期来看, 煤电将从主力电源向支撑性和调节性电源转变。煤电固定运营成本主要包括折旧、运维、财务费用等; 其收入主要来自电能量(点火价差)、容量补偿以及辅助服务。目前煤电收入以电能量市场为主, 容量补偿和辅助服务占比较低, 盈利能力易随煤价、电价大幅波动; 至2030年, 随着煤电向支撑性和调节性电源转变, 利用小时数逐渐走低, 预计将有接近50%的收入来自容量补偿和辅助服务, 其对于煤价、电价敏感性低, 推动煤电盈利稳定性大幅提升。长期来看, 容量补偿和辅助服务占比将持续提高, 推动煤电盈利稳定性继续提升。

图15: 当前煤电收入构成



资料来源: 中国银河证券研究院

图16: 2030年煤电收入构成展望



资料来源: 中国银河证券研究院

**容量补偿、辅助服务比例有望提升，增强煤电盈利稳定性。**我们预计 2025 年，煤电利用小时数将由目前 4600 小时下滑至 4000-4200 小时，容量补偿比例在 30-50%，辅助服务度电收入 0.01 元，据此测算，单位 GW 煤电每年利润总额可达 2.1-3 亿元左右。随着火电利用小时数不断走低，容量补偿和辅助服务比例有望进一步提升，增强煤电盈利稳定性。我们测算 2030 年单位 GW 煤电每年利润总额可达 2.55-3.8 亿元左右。

表2: 单位 GW 煤电盈利能力预测

	2025		2030	
	保守	乐观	保守	乐观
固定运营成本	33000 万元	33000 万元	33000 万元	33000 万元
利用小时	4000 小时	4200 小时	3500 小时	4000 小时
发电量	40 亿千瓦时	42 亿千瓦时	35 亿千瓦时	40 亿千瓦时
点火价差	0.1 元/千瓦时	0.1 元/千瓦时	0.1 元/千瓦时	0.1 元/千瓦时
电量收入	40000 万元	42000 万元	35000 万元	40000 万元
容量补偿比例	30%	50%	50%	70%
容量补偿收入	10000 万元	16500 万元	16500 万元	23000 万元
辅助服务返还	0.01 元/千瓦时	0.01 元/千瓦时	0.02 元/千瓦时	0.02 元/千瓦时
辅助服务收入	4000 万元	4200 万元	7000 万元	8000 万元
毛利润	21000 万元	29700 万元	25500 万元	38000 万元

资料来源: 国家能源局、中国银河证券研究院

**火电估值有望向水电靠拢，估值修复空间大。**过去 10 年间，火电板块 PB 均值为 1.14x，水电板块 PB 均值为 2.25x，火电估值相对水电低 49%。长期电改将推动火电业绩从强周期性转向高度稳定性，且在发展新能源方面具有消纳优势，估值有望迎来重估，带动火电板块估值向水电靠拢。

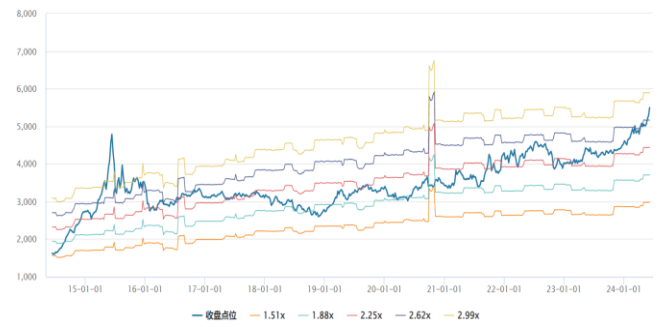


图17: 过往10年火电板块PB走势



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图18: 过往10年水电板块PB走势



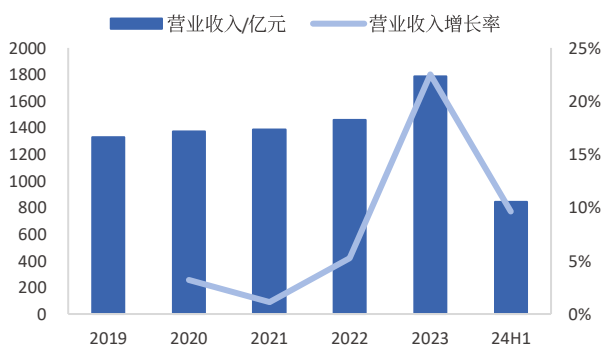
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

### 三、水电：业绩亮眼，蓄水支撑 24H2 发电量表现

#### （一）来水偏丰促业绩增长

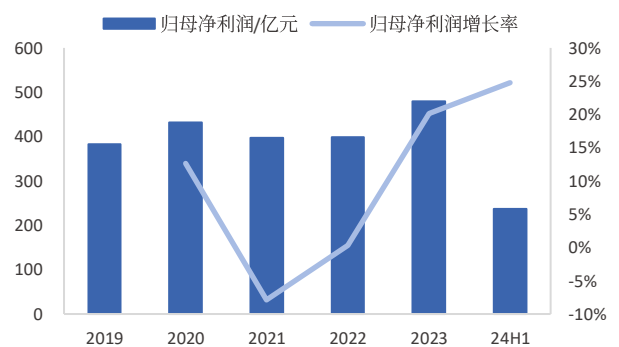
24H1，SW 水电板块实现营业收入 841.10 亿元，同比增长 9.6%；实现归母净利润 237.14 亿元，同比增长 24.8%。盈利能力方面，24H1 水电板块净利率为 33.0%，同比提升 3.9pct。拆分来看，毛利率同比提升 3.7pct 至 47.8%，期间费用率同比下降 2.2pct 至 14.6%。期间费用率的下降主要得益于利率下行周期中财务费用的优化，24H1，水电板块产生财务费用 97.33 亿元，同比减少 8.24%，带动财务费用率同比下降 2.3pct 至 11.6%。

图19：水电板块营业收入&同比增速



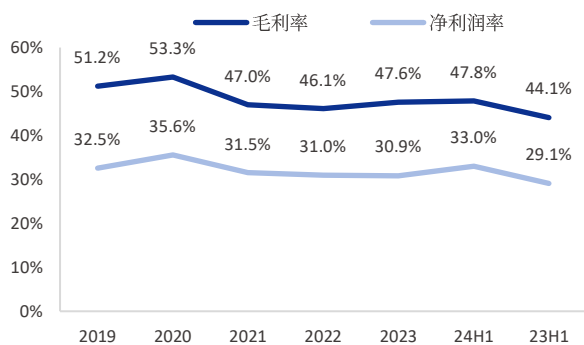
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图20：水电板块归母净利润&同比增速



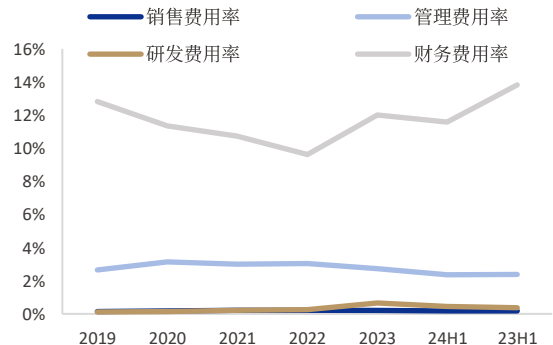
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图21：水电板块盈利能力变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图22：水电板块期间费用率变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

24H1，来水偏丰驱动发电量增长，电价受电量结构影响有所下行。24H1，主要水电企业实现发电量 2642.61 亿千瓦时，同比增长 13.64%，其中 Q2 来水偏丰明显，发电量为 1478.53 亿千瓦时，同比增长 30.52%。上网电价方面，汛期发电量增加拉低整体上网电价，24H1，华能水电、国投电力、川投能源上网电价同比增速分别为 0.66%、-2.24%、-2.03%，华能水电电价同比上涨主要系 24Q1 来水偏枯、云南省电力供需偏紧导致市场交易电价同比上涨较多所致。

表3: 主要水电企业发电量 (亿千瓦时)

公司	23H1	24H1	同比	23Q1	24Q1	同比	23Q2	24Q2	同比
长江电力	1032.14	1206.18	16.86%	555.98	527.47	-5.13%	476.16	678.71	42.54%
华能水电	416.37	466.95	12.15%	174.79	162.26	-7.17%	241.58	304.69	26.12%
国投电力	712.85	773.64	8.53%	382.89	395.42	3.27%	329.96	378.22	14.63%
川投能源	17.01	20.05	17.87%	7.09	7.84	10.58%	9.92	12.21	23.08%
桂冠电力	147.13	175.79	19.48%	71.95	71.09	-1.20%	75.18	104.7	39.27%
<b>合计</b>	<b>2325.5</b>	<b>2642.61</b>	<b>13.64%</b>	<b>1192.7</b>	<b>1164.08</b>	<b>-2.40%</b>	<b>1132.8</b>	<b>1478.53</b>	<b>30.52%</b>

资料来源: 长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、桂冠电力公司公告、中国银河证券研究院

表4: 主要水电企业上网电价 (元/千瓦时)

公司	23H1	24H1	同比	23Q1	24Q1	同比	23Q2	24Q2	同比
华能水电	0.255	0.257	0.66%	0.246	0.275	11.68%	0.261	0.247	-5.50%
国投电力	0.312	0.305	-2.24%	0.305	0.318	4.26%	0.322	0.292	-9.32%
川投能源	0.246	0.241	-2.03%	0.282	0.283	0.35%	0.220	0.213	-3.18%

资料来源: 华能水电、国投电力、川投能源公司公告、中国银河证券研究院

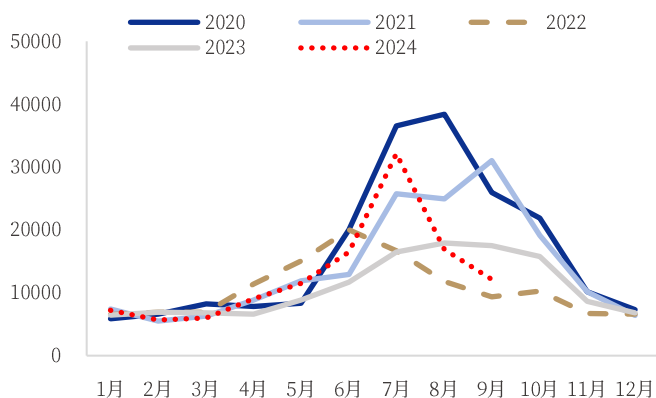
注: 华能水电为度电营收, 国投电力为水电上网电价 (含税), 川投能源为水电上网电价 (不含税)。

## (二) 蓄水情况优于 23 年同期, 支撑下半年发电量表现

8-9 月份来水边际减弱, 但考虑到各大水库蓄水情况优于去年同期, 下半年发电量仍有支撑。

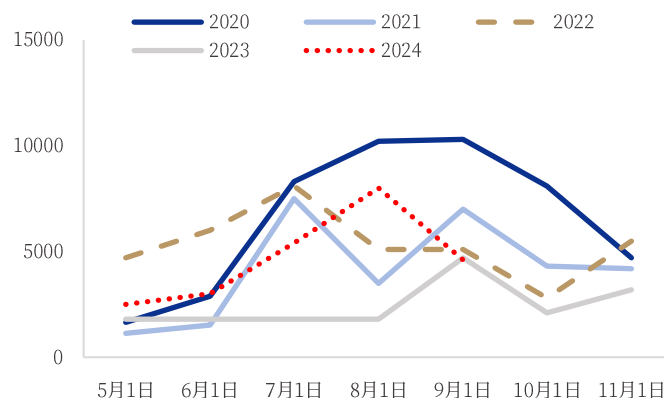
进入 8-9 月份, 主要水库来水趋势有所减弱, 叠加 23 年同期高基数, 预计水电发电量增速将有所放缓。但考虑到主要水库蓄水情况优于去年同期, 其中, 雅砻江锦屏一级、二滩已接近蓄满状态, 我们预计 24H2 各大水电企业的发电量仍有支撑。

图23: 长江-三峡入库流量 (立方米/秒)



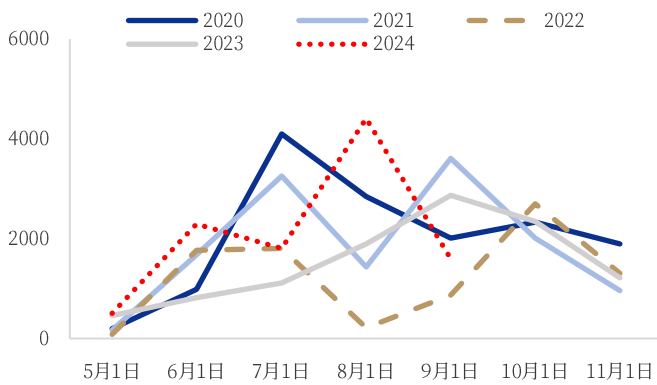
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图24: 金沙江-溪洛渡入库流量 (立方米/秒)



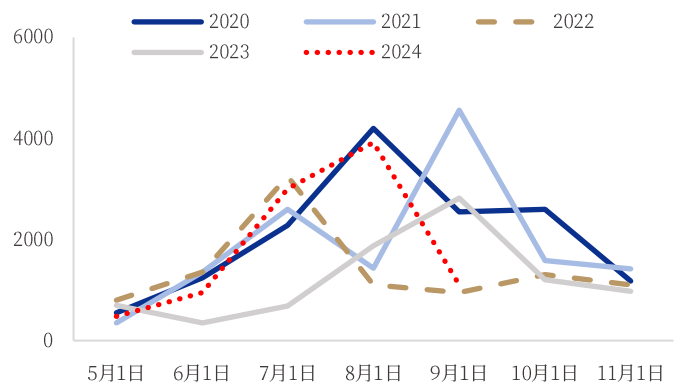
资料来源: 长江水文网、中国银河证券研究院

图25: 大渡河-瀑布沟入库流量 (立方米/秒)



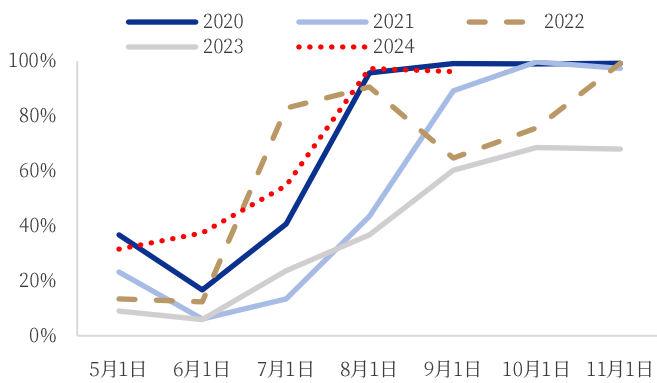
资料来源: 长江水文网、中国银河证券研究院

图26: 雅砻江-锦屏一级入库流量 (立方米/秒)



资料来源: 长江水文网、中国银河证券研究院

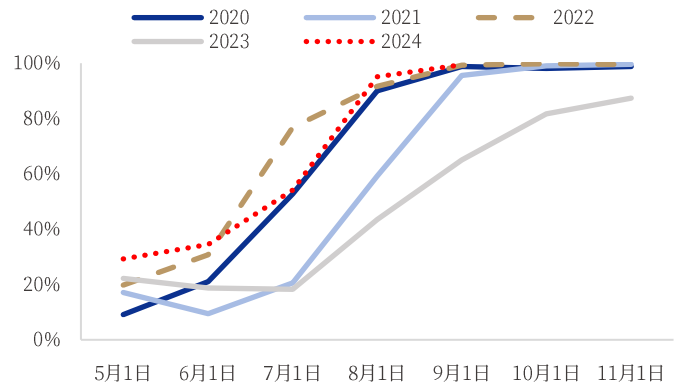
图27: 雅砻江-锦屏一级水库水位分位数



资料来源: 长江水文网、中国银河证券研究院

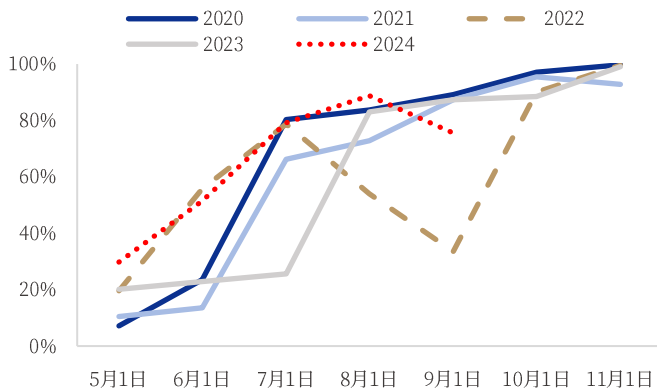
注: 水位分位数= (当前水位-死水位) / (正常蓄水位-死水位)

图28: 雅砻江-二滩水库水位分位数



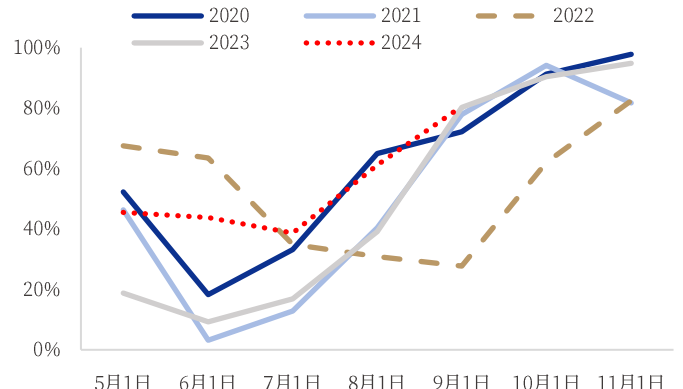
资料来源: 长江水文网、中国银河证券研究院

图29: 大渡河-瀑布沟水库水位分位数



资料来源: 长江水文网、中国银河证券研究院

图30: 金沙江-溪洛渡水库水位分位数



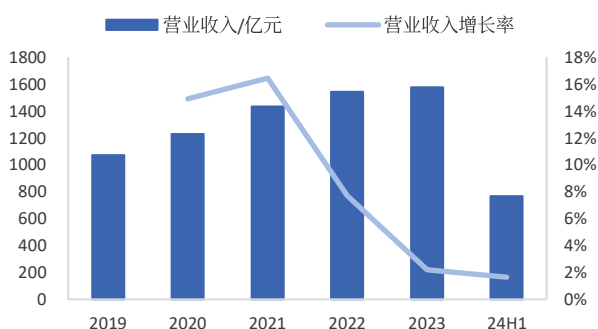
资料来源: 长江水文网、中国银河证券研究院

## 四、核电：经营稳健，长期成长性突出

### （一）业绩表现相对稳健

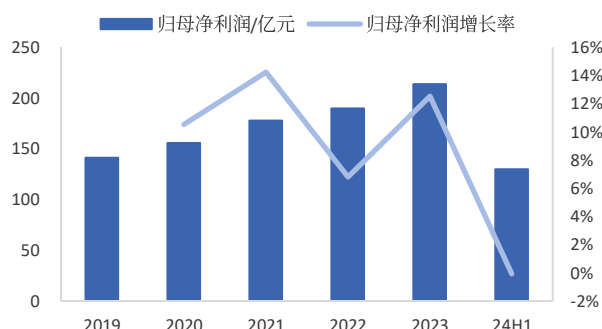
24H1，SW 核电板块实现营业收入 768.18 亿元，同比增长 1.6%；实现归母净利润 129.91 亿元，同比下降 0.1%。盈利能力方面，24H1 核电板块净利率为 28.2%，同比下降 0.5pct。拆分开来看，毛利率同比下降 2.6pct 至 42.9%，期间费用率同比下降 1.7pct 至 12.3%。期间费用率的下降主要得益于利率下行周期中财务费用的优化，24H1，核电板块产生财务费用 59.69 亿元，同比减少 12.7%，带动财务费用率同比下降 1.3pct 至 7.8%。

图31：核电板块营业收入&同比增速



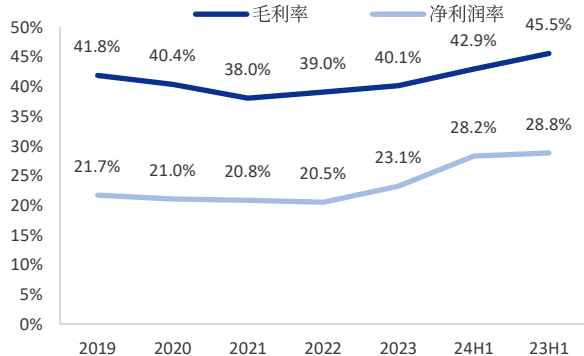
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图32：核电板块归母净利润&同比增速



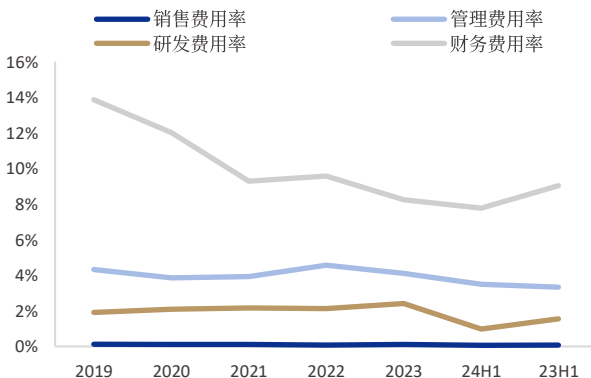
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图33：核电板块盈利能力变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图34：核电板块期间费用率变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

**24H1 受检修影响，核电发电量小幅波动。**24H1，两家核电企业合计实现发电量 2025.31 亿千瓦时，同比小幅下降 0.51%。有利因素方面，中广核台山 1 号机组于 23 年 11 月份恢复并网，且防城港 3 号机组、4 号机组分别于 2023 年 3 月 25 日、2024 年 5 月 25 日投入商业运营，对 24H1 发电量有所贡献。不利因素方面，两家企业 24H1 大修次数/天数多于 23 年同期，其中，中广核 24H1 换料大修天数为 523 天，高于 23 年同期的 413 天；中国核电下属秦山核电、三门核电、福清核电检修安排均较上年同期有所增加。

表5: 核电企业发电量 (亿千瓦时)

公司	23H1	24H1	同比	23Q1	24Q1	同比	23Q2	24Q2	同比
中国广核	1,132.92	1,133.78	0.08%	548.68	550.8	0.39%	584.24	582.98	-0.22%
中国核电	902.69	891.53	-1.24%	450.84	436.74	-3.13%	451.85	454.79	0.65%
<b>合计</b>	<b>2,035.61</b>	<b>2,025.31</b>	<b>-0.51%</b>	<b>999.52</b>	<b>987.54</b>	<b>-1.20%</b>	<b>1,036.09</b>	<b>1,037.77</b>	<b>0.16%</b>

资料来源: 中国广核、中国核电公司公告、中国银河证券研究院

注: 中国广核发电量包括红沿河核电站, 中国核电发电量为核电发电量数据。

**24H1 受火电容量电价和市场化交易电价下行影响, 核电综合上网电价有所下降。**根据我们测算, 24H1 中国广核上网电价为 0.370 元/千瓦时, 同比下降 1.60%; 中国核电上网电价为 0.371 元/千瓦时, 同比下降 0.11%; 上网电价下行主要受火电容量电价政策实施和市场化交易电价下行两方面因素影响。

表6: 核电上网电价 (元/千瓦时)

公司	23H1	24H1	同比变化-绝对值	同比变化-相对值
中国广核	0.376	0.370	-0.006	-1.60%
中国核电	0.371	0.371	-0.0004	-0.11%

资料来源: 中国广核、中国核电公司公告、中国银河证券研究院

注: 均为不含税电价。

## (二) 在建+核准项目充足, 长期成长空间广阔

**展望 24H2, 预计核电发电量同比或有所改善。**对于中广核, 一方面, 防城港 4 号机组投运带来的增量有望在 24H2 得到充分释放; 另一方面, 其 24H2 计划开展 8 个换料大修, 低于 23H2 的 12 个。对于中国核电, 根据其全年检修安排, 24H2 计划完成 8 个换料大修, 而 23H2 完成 6 个换料大修, 检修次数同比增加, 但考虑到漳州 1 号机组 (121.2 万千瓦) 将在年内投产, 有望对 24H2 发电量形成支撑。基于此, 我们预计 24H2 核电发电量同比或有所改善。

**中长期来看, 核电进入积极有序发展新阶段, 中广核、中国核电装机弹性分别达 61%、87%。**截至 24 年 6 月末, 中国广核 (含红沿河核电)、中国核电在运核电装机容量分别为 31.76、23.75GW。根据我们梳理, 中国广核在建+核准机组装机容量为 19.41GW (含控股股东委托在建机组), 对应装机弹性 61%。从投产节奏来看, 预计 25-28 年分别投产 1.20、2.41、2.41、1.20GW。中国核电在建+核准机组装机容量达到 20.64GW, 对应装机弹性 87%。从投产节奏来看, 预计 24-29 年分别投产 1.21、1.21、1.39、6.32、2.50、1.29GW。

表7: 中国广核在建+核准机组情况

核电厂	机组	地址	装机容量 (MW)	核准时间	预计投产时间
陆丰核电	1 号机组	广东	1245	2024 年 8 月	/
	2 号机组	广东	1245	2024 年 8 月	/
	5 号机组	广东	1200	2022	2027
	6 号机组	广东	1200	2022	2028
太平岭 (惠州) 核电	1 号机组	广东	1202	2019	2025
	2 号机组	广东	1202	2019	2026
	3 号机组	广东	1209	2023 年 12 月	FCD 准备阶段
	4 号机组	广东	1209	2023 年 12 月	/
宁德核电	5 号机组	福建	1210	2023 年 7 月	土建施工阶段

	6号机组	福建	1210	2023年7月	FCD准备阶段
三澳（苍南）核电	1号机组	浙江	1208	2020	2026
	2号机组	浙江	1208	2020	2027
	3号机组	浙江	1215	2024年8月	/
	4号机组	浙江	1215	2024年8月	/
招远核电	1号机组	山东	1214	2024年8月	/
	2号机组	山东	1214	2024年8月	/
<b>合计</b>			<b>19406</b>		

资料来源：中国广核公司公告、中国银河证券研究院

表8：中国核电在建+核准机组情况

核电厂	机组	地址	装机容量（MW）	核准时间	预计投产时间
三门核电	3号机组	浙江	1251	2022	2027
	4号机组	浙江	1251	2022	2027
金七门核电	1号机组	浙江	1215	2023年12月	/
	2号机组	浙江	1215	2023年12月	/
田湾核电	7号机组	江苏	1265	2021	2026
	8号机组	江苏	1265	2021	2027
漳州核电	1号机组	福建	1212	2019	2024
	2号机组	福建	1212	2019	2025
	3号机组	福建	1212	2022	2028
	4号机组	福建	1212	2022	/
昌江核电	模块式小型堆	海南	125	2021	2026
徐大堡核电	1号机组	辽宁	1291	2023年7月	2028
	2号机组	辽宁	1291	2023年7月	2029
	3号机组	辽宁	1274	2021	2027
	4号机组	辽宁	1274	2021	2027
江苏徐圩核能供热发电厂		江苏	1208	2024年8月	/
		江苏	1208	2024年8月	/
		江苏	660	2024年8月	/
<b>合计</b>			<b>20641</b>		

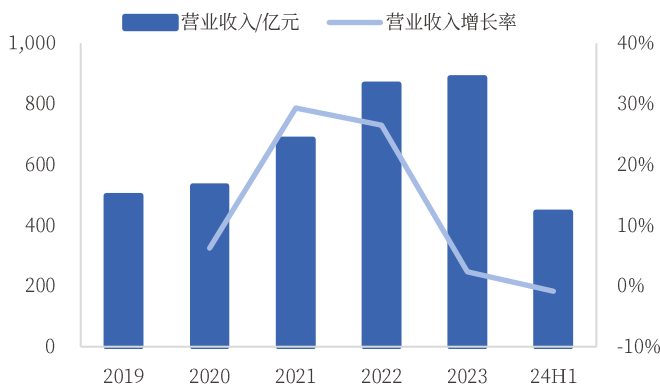
资料来源：中国核电公司公告、中国银河证券研究院

## 五、绿电：短期业绩承压，但装机高增预期不改

### （一）业绩短期承压

24H1，绿电板块实现营业收入 443.7 亿元，同比下降 0.9%；实现归母净利润 104.5 亿元，同比下降 14.9%。盈利能力方面，24H1 绿电板块净利率为 27.2%，同比下降 3.5pct。拆分来看，毛利率同比下降 2.6pct 至 46.3%，期间费用率同比上升 0.7pct 至 15.6%。此外，由于绿电企业普遍存在大额应收补贴款，信用减值损失计提也成为拖累板块业绩的核心因素之一，24H1，绿电板块产生信用减值损失 5.37 亿元，同比增长 27.0%。

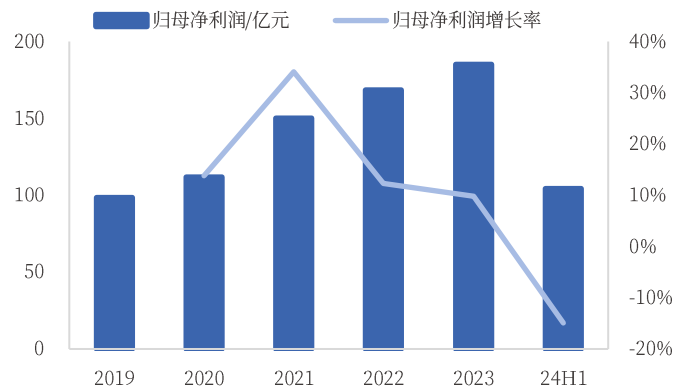
图35：绿电板块营业收入&同比增速



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

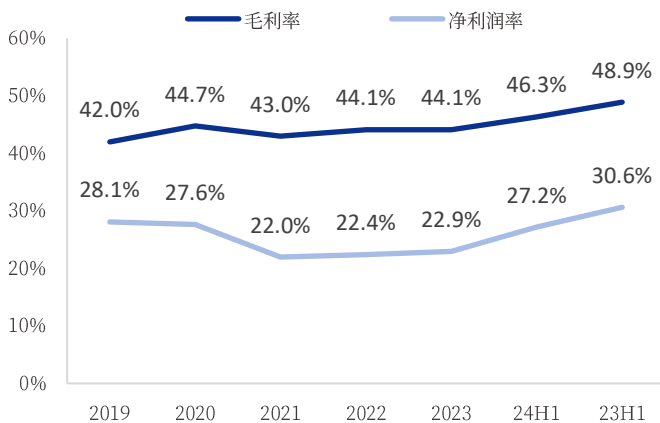
注：样本企业包括三峡能源、龙源电力、中绿电、节能风电、太阳能、晶科科技、中闽能源，下同。

图36：绿电板块归母净利润&同比增速



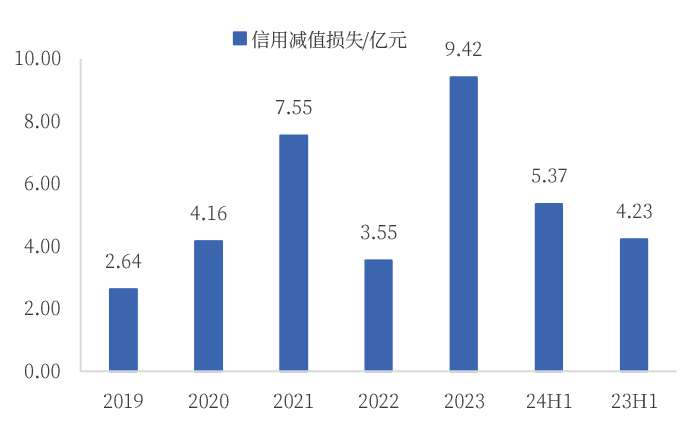
资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图37：绿电板块盈利能力变化



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图38：绿电板块信用减值损失



资料来源：Wind、中国银河证券研究院



**24H1 风、光发电量表现有所分化。**24H1，绿电企业合计实现发电量 886.18 亿千瓦时，同比增长 10.21%。从结构上来看，风、光表现有所分化，24H1 受风资源同比偏弱影响，以风电运营为主的龙源电力、节能风电、中闽能源、中绿电发电量表现逊色于以光伏发电为主的晶科科技。

表9：绿电企业发电量（亿千瓦时）

发电量	23H1	24H1	同比	23Q1	24Q1	同比	23Q2	24Q2	同比
三峡能源	280.90	361.18	28.58%	137.81	177.35	28.69%	143.09	183.83	28.47%
龙源电力	397.47	400.82	0.84%	196.03	212.25	8.27%	201.44	188.57	-6.39%
中绿电	46.96	46.15	-1.72%	21.61	20.47	-5.28%	25.35	25.68	1.30%
节能风电	64.08	63.85	-0.35%	30.71	32.67	6.39%	33.37	31.18	-6.55%
中闽能源	14.68	14.18	-3.42%	9.69	8.00	-17.45%	4.99	6.18	23.79%
晶科科技	22.81	32.83	43.91%	9.85	13.41	36.16%	12.97	19.42	49.79%
<b>合计</b>	<b>804.09</b>	<b>886.18</b>	<b>10.21%</b>	<b>395.85</b>	<b>450.74</b>	<b>13.87%</b>	<b>408.24</b>	<b>435.44</b>	<b>6.66%</b>

资料来源：三峡能源、龙源电力、中绿电、节能风电、中闽能源、晶科科技公司公告、中国银河证券研究院

**受市场化交易占比提升和新增平价项目并网，绿电上网电价下行。**24H1，各绿电企业上网电价普遍呈现下行趋势，这一方面源于新能源入市比例持续提升，另一方面源于新增平价项目大规模并网拉低了整体电价水平。分风、光来看，由于光伏新增装机规模更大，且出力曲线与负荷曲线的错配更为严重，在市场交易报价中处于更加不利的地位，因此，24H1 光伏上网电价降幅普遍大于风电。24H1，三峡能源、龙源电力、节能风电的风电上网电价同比分别下降 8.22%、5.97%、0.06%；三峡能源、龙源电力、太阳能的光伏上网电价同比分别下降 26.45%、9.87%、9.95%。具体而言，考虑到节能风电、太阳能 23 年、24H1 新增装机规模较小（见表 12），其上网电价下降预计主要受市场化交易的影响；三峡能源 23 年新增装机规模较大，其上网电价的下降受市场化交易和平价项目并网的双重影响。

表10：风电上网电价（元/千瓦时）

公司	23H1	24H1	同比变化-绝对值	同比变化-相对值
三峡能源	0.496	0.456	-0.041	-8.22%
龙源电力	0.469	0.441	-0.028	-5.97%
节能风电	0.478	0.478	-0.0003	-0.06%

资料来源：三峡能源、龙源电力、节能风电公司公告、中国银河证券研究院

注：节能风电为含税电价，其余为不含税电价。

表11：光伏上网电价（元/千瓦时）

公司	23H1	24H1	同比变化-绝对值	同比变化-相对值
三峡能源	0.506	0.372	-0.134	-26.45%
龙源电力	0.314	0.283	-0.031	-9.87%
太阳能	0.804	0.724	-0.080	-9.95%

资料来源：三峡能源、龙源电力、太阳能公司公告、中国银河证券研究院

注：三峡能源、龙源电力为不含税电价，太阳能为含税电价。

## （二）装机高增预期不改，环境价值持续兑现有望缓解电价下行压力

量的方面，绿电装机高增的预期不变，相关企业项目储备丰富。

- **三峡能源**：截至 24 年 6 月末，累计装机容量为 4137.08 万千瓦，在建项目的计划装机容量 2347.70 万千瓦；
- **龙源电力**：截至 24 年 6 月末，累计装机容量为 3788.04 万千瓦，计划 24 年全年投产 750

万千瓦，到十四五末累计装机达到 5000 万千瓦；

- **中绿电**：截至 24 年 6 月末，累计装机容量为 1200.65 万千瓦，在建装机规模 918 万千瓦，预计到 24 年末在运装机规模突破 2000 万千瓦，25 年末建设运营装机规模达到 3000 万千瓦；
- **节能风电**：截至 24 年 6 月末，累计装机容量为 594.016 万千瓦，在建项目装机容量合计为 104.05 万千瓦，可预见的筹建项目装机容量合计达 194 万千瓦。
- **太阳能**：截至 24 年 6 月末，累计装机容量为 494.4 万千瓦，在建项目的计划装机容量为 220 万千瓦，核准项目的计划装机容量为 443.8 万千瓦。

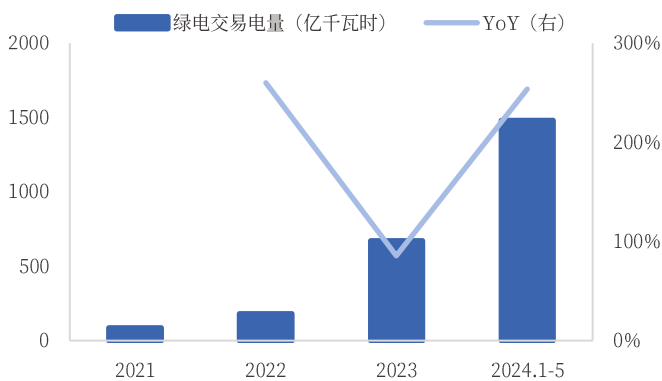
表12：主要绿电企业装机规划（万千瓦）

公司	22 年末装机	23 年末装机	24 年 6 月末装机	2024/十四五装机规划
三峡能源	2652.1	4004.4	4137.1	截至 24 年 6 月末，在建项目的计划装机容量 2347.70 万千瓦
龙源电力	3110.8	3559.4	3788.0	2024 年计划开工新能源项目 1000 万千瓦，力争投产 750 万千瓦；力争十四五末装机规模达到 5000 万千瓦
中绿电	429.7	561.7	1200.7	截至 24 年 6 月末，在建装机规模 918 万千瓦；24 年末在运装机预计超 2000 万千瓦，25 年建设运营装机目标 3000 万千瓦
节能风电	532.5	566.7	594.0	截至 24 年 6 月末，在建项目装机容量合计为 104.05 万千瓦，可预见的筹建项目装机容量合计达 194 万千瓦
太阳能	434.7	467.4	494.4	截至 24 年 6 月末，在建项目的计划装机容量为 220 万千瓦，核准项目的计划装机容量为 443.8 万千瓦

资料来源：三峡能源、龙源电力、中绿电、节能风电、太阳能公司公告、中国银河证券研究院

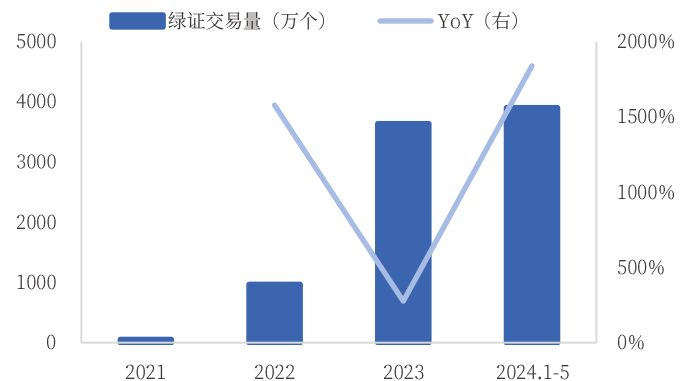
**电价方面，绿电、绿证交易规模快速增长，新能源环境价值持续兑现。**十四五以来，国家级绿电、绿证交易支持政策不断出台，交易规模快速增长。2024 年 1-5 月，全国绿色电力（绿证）消费总量 1871 亿千瓦时，同比增长 327%。其中，绿电交易量约 1481 亿千瓦时，同比增长 254%，为 2023 年交易量的 2.1 倍；绿证交易 3907 万张，对应电量 390.7 亿千瓦时，同比增长 1839%，为 2023 年交易量的 1.1 倍。绿电、绿证交易规模的持续扩张有助于新能源环境价值兑现，有望对冲新能源电价下行压力。

图39：绿电交易量



资料来源：华电集团、中电联、中国银河证券研究院

图40：绿证交易量



资料来源：国家能源局、中电联、中国银河证券研究院

## 六、投资建议

全年看好具备政策催化、业绩持续改善、估值有提升空间的火电板块；长期看好业绩确定性高、分红能力强的水电、核电板块。新能源已在底部区域。个股关注华能国际、皖能电力、川投能源、长江电力、中国广核等。

表13：重点公用事业公司盈利预测与估值（2024年9月5日）

代码	简称	股价	EPS				PE				投资评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600011.SH	华能国际	6.76	0.54	0.78	0.90	0.96	12.6	8.7	7.5	7.0	推荐
600027.SH	华电国际	5.44	0.44	0.60	0.70	0.78	12.3	9.1	7.8	7.0	推荐
600795.SH	国电电力	5.25	0.31	0.54	0.52	0.58	16.7	9.7	10.1	9.1	推荐
600863.SH	内蒙华电	4.33	0.31	0.39	0.43	0.46	14.1	11.1	10.1	9.4	推荐
000543.SZ	皖能电力	7.89	0.63	0.88	0.99	1.07	12.5	9.0	8.0	7.4	推荐
600023.SH	浙能电力	6.06	0.49	0.60	0.65	0.72	12.5	10.1	9.3	8.4	推荐
002608.SZ	江苏国信	6.80	0.50	0.79	0.91	1.04	13.7	8.6	7.5	6.5	推荐
002015.SZ	协鑫能科	6.95	0.56	0.67	0.83	1.06	12.4	10.4	8.4	6.6	推荐
600905.SH	三峡能源	4.19	0.25	0.26	0.31	0.35	16.7	16.1	13.5	12.0	推荐
001289.SZ	龙源电力	14.66	0.75	0.76	0.83	0.91	19.6	19.3	17.7	16.1	推荐
603105.SH	芯能科技	7.49	0.44	0.54	0.66	0.78	17.0	13.9	11.3	9.6	推荐
000537.SZ	中绿电	8.27	0.44	0.45	0.72	0.98	18.6	18.4	11.5	8.4	推荐
600900.SH	长江电力	29.12	1.11	1.40	1.48	1.53	26.2	20.8	19.7	19.0	推荐
600025.SH	华能水电	10.86	0.42	0.49	0.55	0.60	25.6	22.2	19.7	18.1	推荐
600674.SH	川投能源	17.50	0.90	1.07	1.16	1.28	19.4	16.4	15.1	13.7	推荐
601985.SH	中国核电	10.29	0.56	0.58	0.63	0.69	18.3	17.7	16.3	14.9	推荐
003816.SZ	中国广核	4.36	0.21	0.22	0.24	0.27	20.5	19.8	18.2	16.1	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## 七、风险提示

---

资源条件不及预期的风险；用电需求不及预期的风险；上网电价超预期下降的风险；煤炭价格超预期上涨的风险等。

## 图表目录

图 1: 公用事业板块营收&同比增速 .....	4
图 2: 公用事业板块归母净利润&同比增速 .....	4
图 3: 24H1 公用事业分板块营收&同比增速 .....	4
图 4: 24H1 公用事业分板块归母净利润&同比增速 .....	4
图 5: 火电板块营业收入&同比增速 .....	5
图 6: 火电板块归母净利润&同比增速 .....	5
图 7: 火电板块盈利能力变化 .....	5
图 8: 火电板块资产减值损失 .....	5
图 9: 全国不同电源发电量同比增速 .....	6
图 10: 全国性火电企业上网电价 .....	6
图 11: 国内煤炭产量及同比增速 (%) .....	7
图 12: 国内煤炭进口量 (万吨) .....	7
图 13: 库存:煤炭:CCTD 主流港口 (万吨) .....	7
图 14: 秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产) (元/吨) .....	7
图 15: 当前煤电收入构成 .....	8
图 16: 2030 年煤电收入构成展望 .....	8
图 17: 过往 10 年火电板块 PB 走势 .....	9
图 18: 过往 10 年水电板块 PB 走势 .....	9
图 19: 水电板块营业收入&同比增速 .....	10
图 20: 水电板块归母净利润&同比增速 .....	10
图 21: 水电板块盈利能力变化 .....	10
图 22: 水电板块期间费用率变化 .....	10
图 23: 长江-三峡入库流量 (立方米/秒) .....	11
图 24: 金沙江-溪洛渡入库流量 (立方米/秒) .....	11
图 25: 大渡河-瀑布沟入库流量 (立方米/秒) .....	12
图 26: 雅砻江-锦屏一级入库流量 (立方米/秒) .....	12
图 27: 雅砻江-锦屏一级水库水位分位数 .....	12
图 28: 雅砻江-二滩水库水位分位数 .....	12
图 29: 大渡河-瀑布沟水库水位分位数 .....	12
图 30: 金沙江-溪洛渡水库水位分位数 .....	12
图 31: 核电板块营业收入&同比增速 .....	13
图 32: 核电板块归母净利润&同比增速 .....	13
图 33: 核电板块盈利能力变化 .....	13

图 34: 核电板块期间费用率变化.....	13
图 35: 绿电板块营业收入&同比增速 .....	16
图 36: 绿电板块归母净利润&同比增速 .....	16
图 37: 绿电板块盈利能力变化.....	16
图 38: 绿电板块信用减值损失.....	16
图 39: 绿电交易量.....	18
图 40: 绿证交易量.....	18
表 1: 全国性火电企业火电上网电量 (亿千瓦时) .....	6
表 2: 单位 GW 煤电盈利能力预测.....	8
表 3: 主要水电企业发电量 (亿千瓦时) .....	11
表 4: 主要水电企业上网电价 (元/千瓦时) .....	11
表 5: 核电企业发电量 (亿千瓦时) .....	14
表 6: 核电上网电价 (元/千瓦时) .....	14
表 7: 中国广核在建+核准机组情况.....	14
表 8: 中国核电在建+核准机组情况.....	15
表 9: 绿电企业发电量 (亿千瓦时) .....	17
表 10: 风电上网电价 (元/千瓦时) .....	17
表 11: 光伏上网电价 (元/千瓦时) .....	17
表 12: 主要绿电企业装机规划 (万千瓦) .....	18
表 13: 重点公用事业公司盈利预测与估值 (2024 年 9 月 5 日) .....	19

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn