

电力及公用事业

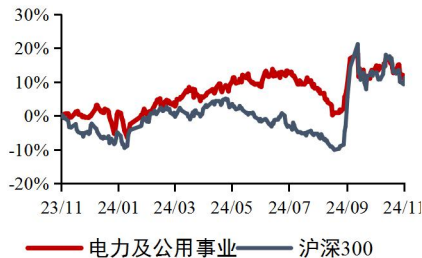
电力行业 2024 年三季度报综述 同步大市-A(维持)

供需两旺，火电改善超预期

2024 年 11 月 27 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】9 月用电量增速超预期，火电边际改善显著-【山证煤炭公用】电力月报 2024.11.13

【山证电力及公用事业】辅助服务机制持续优化，电改推进火电迎价值重估-【山证煤炭公用】电力行业政策点评 2024.10.14

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：

➢ 24 年三季度行业基本面整体供需两旺，8 月至 9 月火电边际回暖。24 年三季度用电量整体实现高速增长。24 年前三季度实现用电量 74094 亿千瓦时，同比增长 7.9%。24 年三季度全社会用电量累计实现 27520 亿千瓦时，同比增长 7.7%。整体发电量稳健增长；火电 7 月增速触底后，8、9 月显著回暖。

➢ 电力板块报表总结：营收增长，盈利能力提升。收入端，24 年三季度电力板块营收转增，主因发电量高增及火电回暖。2024 年前三季度电力板块实现收入 11963 亿元，同比下降 0.2%。2024 年三季度电力板块实现收入 4394 亿元，同比增长 1.6%；其中，水电板块收入增速最高，达 8.4%；火电板块收入同比增长 0.1%（二季度下降 9.5%），绿电收入同比增长 2.8%（二季度下降 2.3%）。利润端，2024 年前三季度整体盈利水平提升，主因火电及水电贡献。2024 三季度电力板块实现毛利率 25.2%，同比增长 0.7 个百分点；归母净利润实现 543.9 亿元，同比增长 2.0%。

➢ 火电板块：电量回暖，收入转增。行业：收入方面，三季度来水减弱火电板块收入复苏。2024 年前三季度火电板块收入同比下降 1.9%，三季度同比增长 0.09%，虽然三季度来水仍一定程度挤占火电电量，但已现向好趋势。三季度电价下降和燃料成本下降共同影响下毛利率基本持平；同期山西优混 5500 动力煤均价 871 元/吨，同比下降 11.2%。24 年三季度火电板块财务费用率持续下降。个股：业绩整体改善，部分区域电厂承压。2024 年三季度有 13 家营收实现正增长，其中长源电力、建投能源、华电能源、上海电力、申能股份位列增速前五。利润端，三季度火电板块公司盈利能力整体上行但表现分化。从毛利率角度，24 年前三季度全国及地方性火电公司毛利率多呈现上升趋势，但单三季度样本公司中毛利率同比下降范围扩大，或因电价降幅快于成本端降幅影响，天富能源、长源电力、华电国际等三季度毛利率同环比均有提升。从归母净利润角度公司业绩分化，有 11 家公司归母净利润下滑，广东地区电力公司业绩略承压。从股息率水平来看，宝新能源、申能股份、浙能电力、内蒙华电、华电国际股息率位列前五。

➢ 水电板块，来水高位回落，业绩整体稳中有增。行业：来水改善下水电板块营收水平提升显著。24 年前三季度及三季度水电板块收入分别同比增长 9.8%、8.4%；上半年重点流域来水由枯转丰，8 至 9 月回落明显。利润方面 24 年三季度延续增长趋势。2024 年三季度水电板块毛利率同比增加 1.88 个百分点，归母净利润 255.77 亿元，同比增长 21.0%。水电板块偿债能力呈现提升趋势。个股：三季度改善显著，股息率水平整体稳定。收入端，2024 年三季度 5 家营收实现正增长，其中桂冠电力、湖南发展、长江电力位列增速前三；利润端，24 年前三季度盈利能力整体上行。水电板块公司股息率水平整体稳定，桂冠电力、国投电力、长江电力股息率位列前



三。

➤ **绿电板块，业绩复苏但盈利能力仍待提升。**行业：三季度收入端及利润端整体向好。24年三季度绿电板块收入转增。装机增长影响下，24年前三季度绿电板块实现营收1941.5亿元，同比增长1.0%；24年三季度实现营收658.7亿元，同比增长2.8%。利润端整体同比向好。24年三季度绿电板块毛利率39.5%，同比增长0.2个百分点，归母净利润实现102亿元，同比增长6.1%。**个股：**业绩复苏，盈利能力仍待提升。收入端，绿电板块公司表现较为分化。2024年前三季度和三季度绿电板块12个样本公司中分别有6家、7家实现收入增长，部分公司装机所在区域新能源电价承压。利润端，部分绿电板块公司仍待复苏。从毛利率角度，24年三季度绿电板块12家样本公司中有8家毛利率环比下降，我们认为或主因电价下降。从归母净利润角度，三季度绿电12家公司中有9家公司归母净利润提升，主因电量增长。个股业绩来看，三季度江苏新能、吉电股份改善显著。

➤ **投资策略：三季度电力板块业绩整体符合预期，看好四季度火电持续修复。**用电侧，9月全社会及分部门用电增速均维持增长趋势，其中三产及城乡居民用电量高增；长期来看，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，且我们认为短期用电量增速或仍将高于GDP增速；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增长弹性较大。发电侧，火电板块：短期来看，上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，利好火电板块成本端；9月水电对火电电量挤占影响进一步削弱，预计后续火电电量持续向好；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；新型电力系统建设下火电辅助服务收入有望提升；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，来水持续性需持续跟踪；长期来看，水电资本开支高峰已过，市场化改革背景下电价或仍将上行，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】、【中能股份】、【浙能股份】、【上海电力】；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】；业绩稳健红利逻辑持续的【长江电力】。

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 24年三季报总结：营收增长，盈利能力提升.....	7
2. 火电板块：.....	10
2.1 行业：电量回暖，收入转增.....	10
2.2 个股：业绩整体改善，部分区域电厂承压.....	12
3. 水电板块：.....	17
3.1 行业：来水高位回落，业绩整体稳中有增.....	17
3.2 个股：三季度改善显著，股息率水平整体稳定.....	19
4. 绿电板块：.....	21
4.1 行业：三季度收入端及利润端整体向好.....	21
4.2 个股：业绩复苏，盈利能力仍待提升.....	22
5. 投资建议.....	25
6. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：全社会用电量累计值&同比增速.....	6
图 2：全社会用电量当月值&同比增速.....	6
图 3：全国累计发电量及增速（亿千瓦时；%）.....	7
图 4：火电发电量当月值及同比增速.....	7
图 5：电力板块营收及同比（累计）.....	9
图 6：电力板块分季度营收及同比.....	9
图 7：电力分板块营收增速对比（累计）.....	9
图 8：电力分板块分季度营收增速对比.....	9

图 9: 电力板块年度毛利率及同比变化.....	10
图 10: 电力板块季度毛利率及同比变化.....	10
图 11: 电力板块分季度归母净利润及同比增速.....	10
图 12: 24 年前三季度电力分板块归母净利润同比增速对比.....	10
图 13: 火电板块累计营收及同比增速.....	11
图 14: 火电板块分季度营收及同比增速.....	11
图 15: 火电板块累计毛利率及同比变化.....	11
图 16: 火电板块分季度毛利率及同比变化.....	11
图 17: 火电板块累计归母净利润.....	12
图 18: 火电板块分季度归母净利润.....	12
图 19: 火电板块分季度财务费用率.....	12
图 20: 火电板块分季度资产负债率.....	12
图 21: 水电板块营收及同比增速（累计）.....	17
图 22: 水电板块分季度营收及同比增速.....	17
图 23: 三峡水库站出库流量.....	17
图 24: 三峡水库站入库流量.....	17
图 25: 水电板块毛利率及同比变化（累计）.....	18
图 26: 水电板块分季度毛利率及同比变化.....	18
图 27: 水电板块累计归母净利润及同比增速.....	18
图 28: 水电板块分季度归母净利润及同比增速.....	18
图 29: 水电板块分季度财务费用率及同比变化.....	19
图 30: 水电板块分季度资产负债率及同比变化.....	19
图 31: 绿电板块营收（累计）及同比增速.....	21
图 32: 绿电分季度营收及同比增速.....	21
图 33: 绿电板块分季度毛利率及同比变化.....	22
图 34: 绿电板块分季度归母净利润及同比增速.....	22



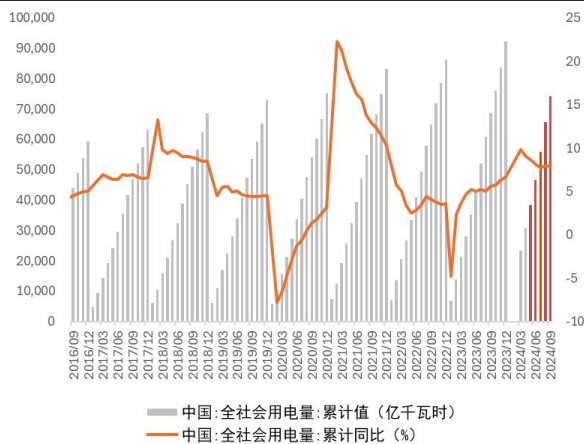
图 35: 绿电板块分季度财务费用率及同比变化.....	22
图 36: 绿电板块分季度资产负债率及同比变化.....	22
表 1: 电力板块样本标的.....	8
表 2: 火电样本公司收入及增速.....	13
表 3: 火电板块样本公司毛利率.....	14
表 4: 火电板块样本公司归母净利润及同环比.....	15
表 5: 火电板块样本公司股息率水平（近 12 个月，截至日 2024/11/15）.....	16
表 6: 水电板块公司营收及同比.....	19
表 7: 水电板块公司毛利率及同比变化.....	20
表 8: 水电板块公司归母净利润及同比.....	20
表 9: 水电板块样本公司股息率水平（近 12 个月，截至日 2024/11/15）.....	20
表 10: 绿电板块公司营收及同比.....	23
表 11: 绿电板块公司毛利率及同比.....	23
表 12: 绿电板块公司归母净利润及同比.....	24

1. 电力板块

1.1 行业基本面观察：供需两旺，高景气延续

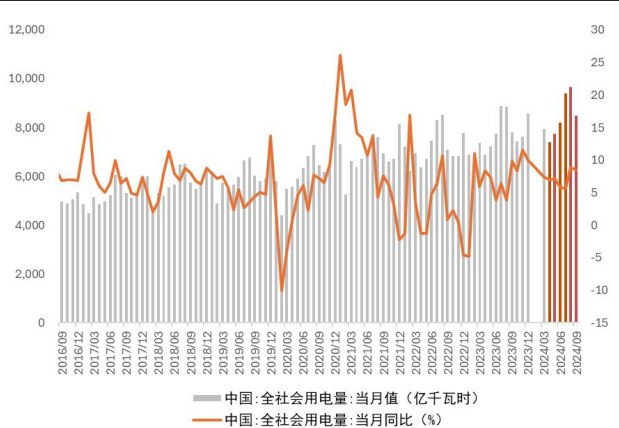
24年三季度用电量整体实现高速增长。24年前三季度实现用电量74094亿千瓦时，同比增长7.9%。24年三季度全社会用电量累计实现27520亿千瓦时，同比增长7.7%。

图1：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

图2：全社会用电量当月值&同比增速

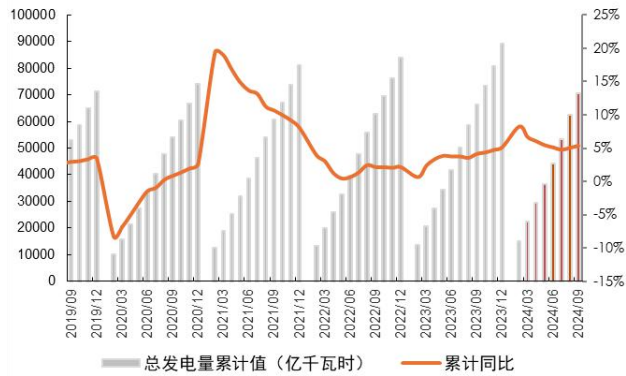


资料来源：Wind，山西证券研究所

整体发电量稳健增长；火电7月增速触底后，8、9月显著回暖。2024年前三季度规模以上电厂累计发电量70560亿千瓦时，同比增长5.4%，增速较去年同期增加1.2pct；其中，火电发电量47438亿千瓦时，同比增长1.09%，占比达67.2%；水电发电量10039亿千瓦时，同比增长16.00%，占比14.2%；风电发电量6733亿千瓦时，同比增长10.8%，占比9.5%；核电发电量3276亿千瓦时，同比增长1.5%，占比4.6%；光伏发电量3073亿千瓦时，同比增长27.0%，占比4.4%。

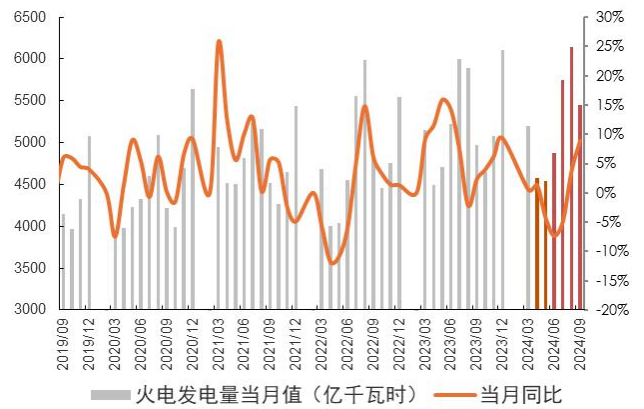


图 3：全国累计发电量及增速（亿千瓦时；%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 4：火电发电量当月值及同比增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.2 24 年三季报总结：营收增长，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。

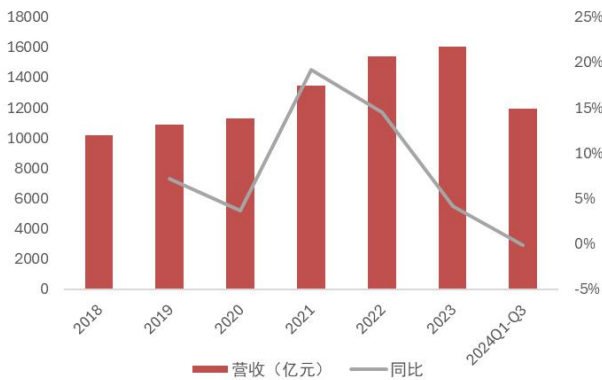
表 1：电力板块样本标的

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		
大唐发电		

资料来源：Wind，山西证券研究所

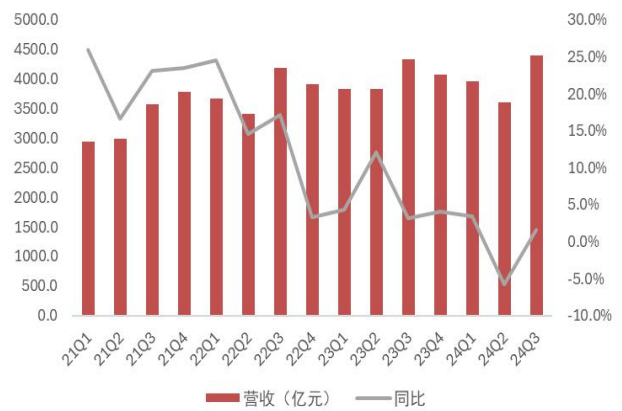
收入端，24 年三季度电力板块营收转增，主因发电量高增及火电回暖。2024 年前三季度电力板块实现收入 11963 亿元，同比下降 0.2%。2024 年三季度电力板块实现收入 4394 亿元，同比增长 1.6%；其中，水电板块收入增速最高，达 8.4%；火电板块收入同比增长 0.1%（二季度下降 9.5%），绿电收入同比增长 2.8%（二季度下降 2.3%）。

图 5：电力板块营收及同比（累计）



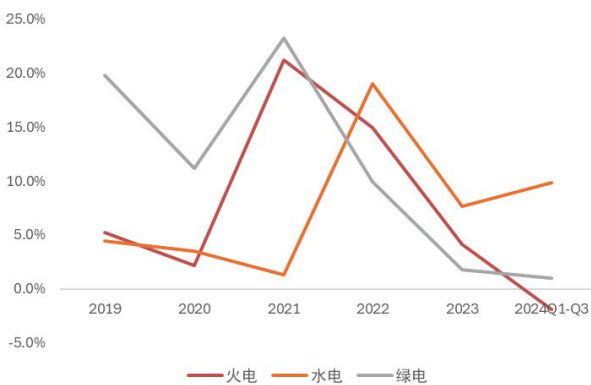
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：电力板块分季度营收及同比



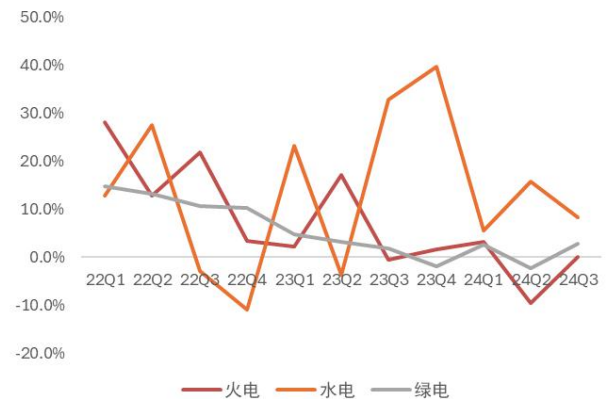
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：电力分板块营收增速对比（累计）



资料来源：Wind，山西证券研究所

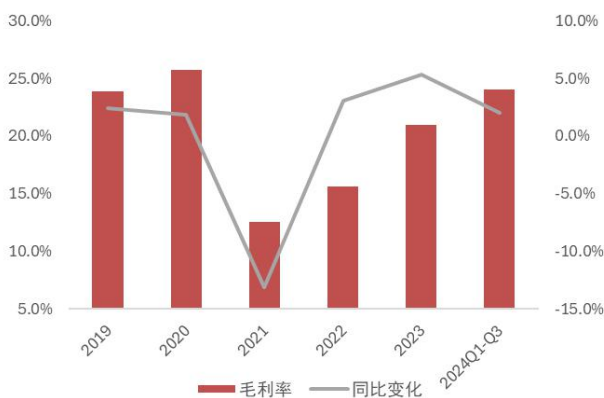
图 8：电力分板块分季度营收增速对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

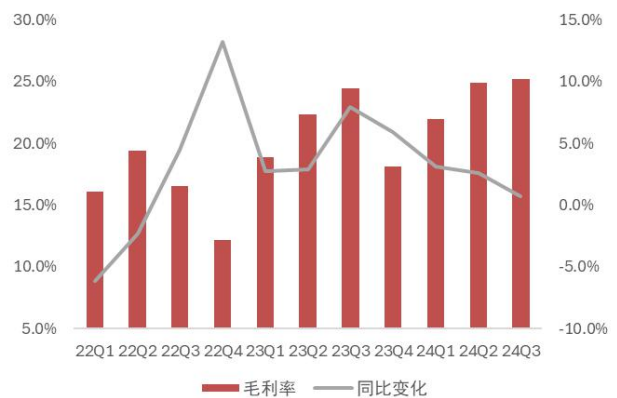
利润端，2024 年前三季度整体盈利水平提升，主因火电及水电贡献。2024 年前三季度电力板块实现毛利率 24.0%，同比增长 2.1 个百分点；归母净利润实现 1402.3 亿元，同比增长 13.4%。2024 三季度电力板块实现毛利率 25.2%，同比增长 0.7 个百分点；归母净利润实现 543.9 亿元，同比增长 2.0%。24 年前三季度电力板块业绩增长主要由火电及水电贡献，火电及水电板块归母净利润同比增速高于绿电，对电力板块盈利水平拉动效果明显。

图 9：电力板块年度毛利率及同比变化



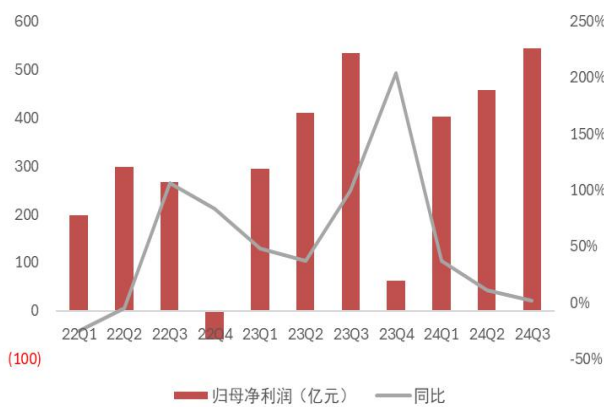
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：电力板块季度毛利率及同比变化



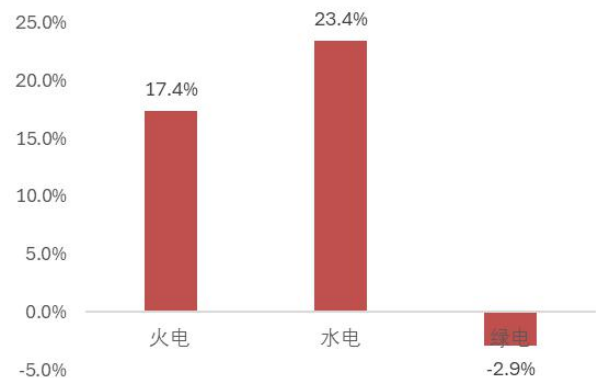
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：电力板块分季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：24 年前三季度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

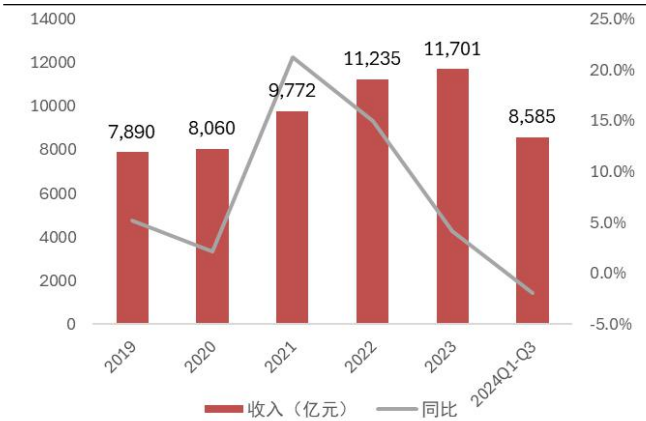
2. 火电板块：

2.1 行业：电量回暖，收入转增

收入方面，三季度来水减弱火电板块收入复苏。2024 年前三季度火电板块实现收入 8585 亿元，同比下降 1.9%。2024 年三季度火电板块实现收入 3123 亿元，同比增长 0.09%，虽然

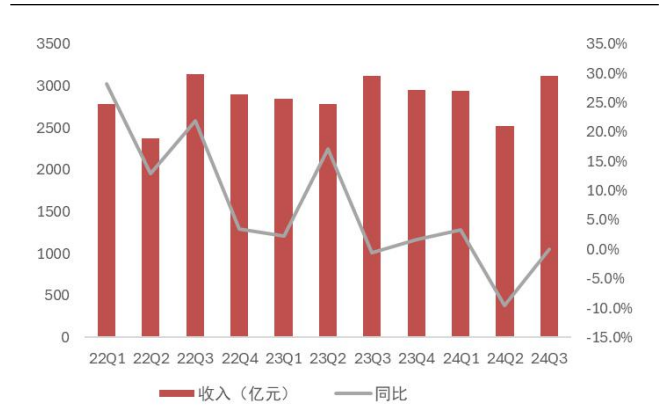
三季度来水仍一定程度挤占火电电量，但已现向好趋势。

图 13：火电板块累计营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

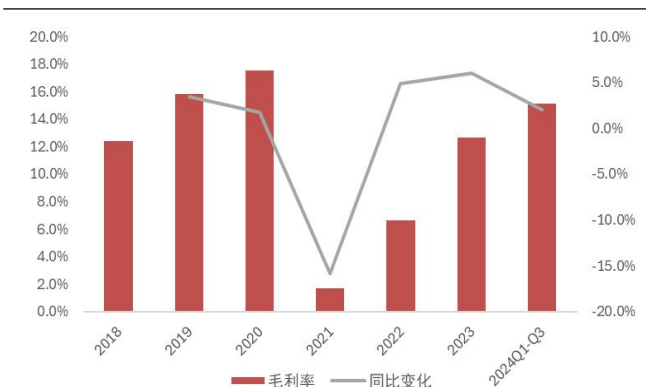
图 14：火电板块分季度营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

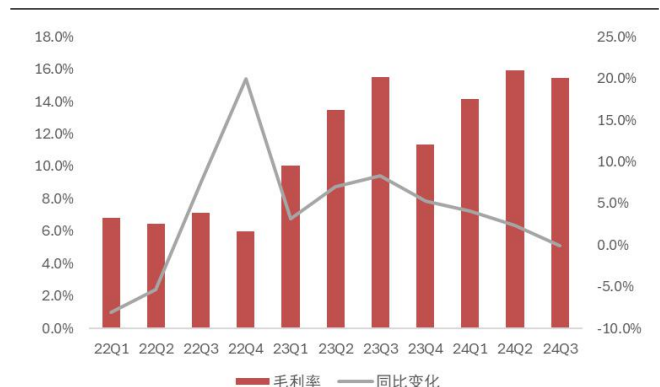
上游燃料价格改善增厚火电业绩，三季度电价下降和燃料成本下降共同影响下毛利率基本持平。24年前三季度火电板块实现毛利率 15.2%，同比提升 2.1 个百分点；整体实现归母净利润 564.9 亿元，同比增长 17.4%。24 年三季度火电板块实现毛利率 15.48%，同比下降 0.02 个百分点；实现归母净利润 186.1 亿元，同比下降 17.5%。燃料成本为火电企业最主要经营成本，2024 年前三季度盈利水平提高主因上游燃料价格边际回落，同期山西优混 5500 动力煤均价 871 元/吨，同比下降 11.2%。

图 15：火电板块累计毛利率及同比变化



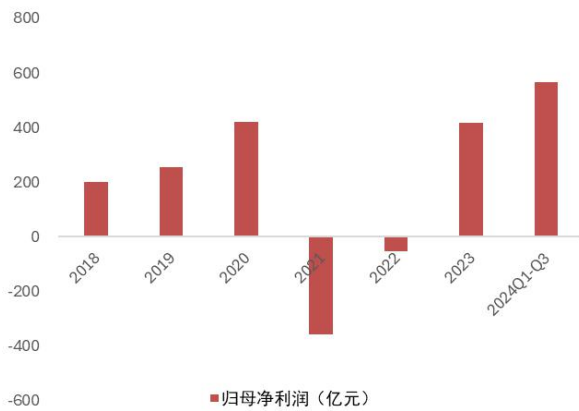
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：火电板块分季度毛利率及同比变化



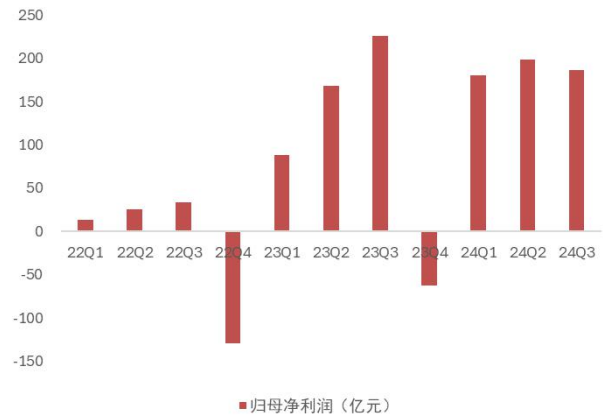
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：火电板块累计归母净利润



资料来源：Wind，山西证券研究所

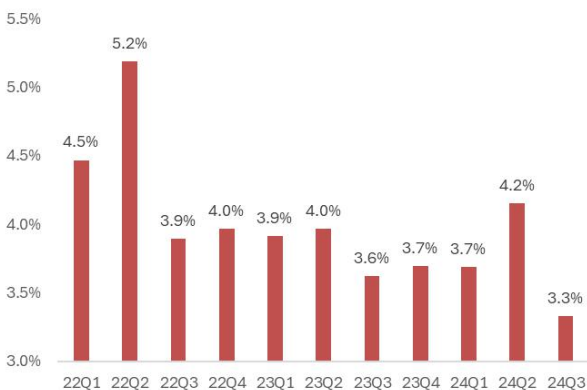
图 18：火电板块分季度归母净利润



资料来源：Wind，山西证券研究所

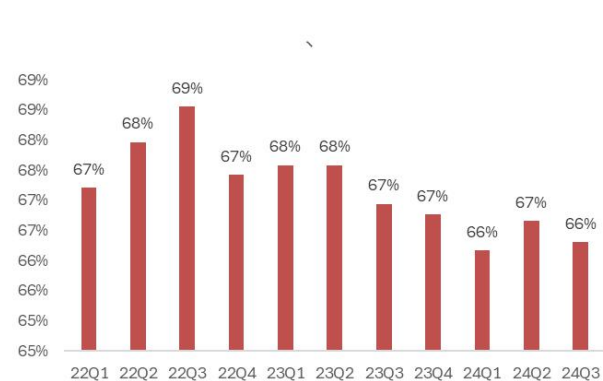
24 年三季度火电板块财务费用率持续下降。2024 年三季度火电板块财务费用率为 3.3%、同比下降 0.3 个百分点，或因低利率环境下利息费用降低；2024 年三季度资产负债率为 66.31%，同比下降 0.6 个百分点，环比下降 0.4 个百分点。

图 19：火电板块分季度财务费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：火电板块分季度资产负债率



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 个股：业绩整体改善，部分区域电厂承压

收入端，火电板块公司整体改善。2024 年前三季度火电板块 23 家样本公司中有 11 家营收实现正增长，营收同比增速中位数为-2.0%，其中长源电力（新能源装机占比较高）、建投

能源、皖能电力、豫能控股、湖北能源位列增速前五，增速分别为 21.2%、18.9%、11.5%、6.9%、6.7%。2024 年三季度有 13 家营收实现正增长，营收同比增速中位数为 0.8%，其中长源电力、建投能源、华电能源、上海电力、申能股份位列增速前五，增速分别为 32.8%、16.6%、14.7%、11.1%、8.8%。

表 2：火电样本公司收入及增速

公司	24 前三季度营收（百万元）	同比	公司	24Q3 营收（百万元）	同比
长源电力	129	21.2%	长源电力	50	32.8%
建投能源	158	18.9%	建投能源	50	16.6%
皖能电力	225	11.5%	华电能源	40	14.7%
豫能控股	94	6.9%	上海电力	124	11.1%
湖北能源	154	6.7%	申能股份	87	8.8%
天富能源	67	6.0%	皖能电力	85	7.1%
京能电力	250	5.7%	天富能源	22	6.1%
深圳能源	304	3.6%	湖北能源	56	4.5%
上海电力	326	3.4%	赣能股份	20	3.3%
申能股份	224	2.2%	华电国际	316	1.1%
大唐发电	910	0.4%	京能电力	87	1.1%
华电能源	133	-2.0%	大唐发电	327	0.8%
内蒙华电	166	-2.4%	华能国际	656	0.5%
国电电力	1339	-2.8%	内蒙华电	58	-1.2%
华能国际	1844	-3.6%	国电电力	480	-2.0%
浙能电力	663	-4.6%	粤电力 A	164	-2.4%
赣能股份	51	-5.2%	豫能控股	33	-3.8%
穗恒运 A	33	-5.3%	深圳能源	106	-4.3%
粤电力 A	425	-5.9%	浙能电力	261	-5.9%
华电国际	848	-6.5%	宝新能源	24	-11.5%
宝新能源	61	-20.7%	华银电力	26	-12.6%
晋控电力	119	-21.4%	晋控电力	38	-21.5%
华银电力	62	-21.8%	穗恒运 A	11	-23.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，三季度火电板块公司盈利能力整体上行但表现分化。从毛利率角度，24年前三季度全国及地方性火电公司毛利率多呈现上升趋势，但单三季度样本公司中毛利率同比下降范围扩大，或因电价降幅快于成本端降幅影响，天富能源、长源电力、华电国际等三季度毛利率同环比均有提升。从归母净利润角度，24年三季度火电板块公司业绩分化，有11家公司归母净利润下滑，广东地区电力公司业绩略承压。

表 3：火电板块样本公司毛利率

公司	24Q1-Q3 毛利率	同比变化	24Q3 毛利率	同比变化	环比变化
深圳能源	22.0%	-2.4%	21.5%	-5.4%	0.8%
穗恒运 A	13.7%	-1.2%	16.6%	-1.2%	3.4%
粤电力 A	13.8%	-0.7%	14.6%	-5.5%	-0.8%
皖能电力	12.3%	4.2%	12.4%	1.7%	-1.1%
建投能源	15.3%	4.2%	18.4%	3.9%	2.3%
宝新能源	15.2%	3.1%	14.3%	-3.5%	-4.4%
晋控电力	6.5%	-2.9%	11.4%	5.8%	-3.7%
湖北能源	29.2%	8.0%	29.5%	6.5%	-0.3%
赣能股份	16.7%	4.5%	18.4%	-0.6%	2.2%
长源电力	13.5%	1.5%	15.8%	3.0%	4.1%
豫能控股	7.5%	5.0%	7.0%	-2.0%	0.4%
华能国际	16.0%	3.2%	16.8%	2.4%	1.9%
上海电力	25.3%	2.1%	23.7%	0.7%	-3.1%
浙能电力	12.5%	2.1%	14.7%	-1.5%	2.0%
华电国际	9.1%	2.2%	9.9%	0.1%	1.0%
天富能源	19.3%	0.5%	21.1%	2.4%	3.0%
京能电力	11.0%	3.0%	11.5%	2.3%	0.4%
申能股份	19.4%	2.1%	19.2%	-0.3%	-2.3%
华电能源	22.0%	2.7%	15.9%	1.7%	-10.2%
华银电力	7.9%	2.2%	7.9%	-1.9%	-0.9%
国电电力	14.8%	-0.3%	15.1%	-1.9%	-1.0%
内蒙华电	22.2%	-0.2%	20.0%	-0.9%	-1.5%
大唐发电	14.6%	3.9%	13.2%	-0.4%	-4.5%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：火电板块样本公司归母净利润及同环比

公司	24Q1-Q3 归母净利润 (百万元)	同比	24Q3 归母净利润 (百万元)	同比	环比
深圳能源	2,125	-30%	372	-68%	-43%
穗恒运 A	184	-37%	92	-40%	52%
粤电力 A	1,467	-15%	564	-35%	-27%
皖能电力	1,583	21%	512	-29%	-17%
建投能源	436	93%	103	-28%	26%
宝新能源	592	-8%	226	-32%	44%
晋控电力	-306	-155%	70	148%	-47%
湖北能源	2,461	43%	1,036	27%	60%
赣能股份	639	57%	300	10%	122%
长源电力	908	41%	460	76%	133%
豫能控股	-89	85%	-46	-884%	5%
华能国际	10,413	-17%	2,959	-53%	4%
上海电力	2,459	67%	1,132	68%	63%
浙能电力	6,700	12%	2,773	-13%	31%
华电国际	5,156	15%	1,933	1%	42%
天富能源	494	21%	181	9%	9%
京能电力	1,415	71%	502	9%	13%
申能股份	3,281	31%	1,090	66%	6%
华电能源	453	801%	-177	3%	-185%
华银电力	34	71%	29	-83%	1155%
国电电力	9,191	63%	2,475	-7%	-50%
内蒙华电	2,469	13%	702	0%	-20%
大唐发电	4,429	56%	1,321	0%	-26%

资料来源：Wind，山西证券研究所

从股息率水平来看，宝新能源、申能股份、浙能电力、内蒙华电、华电国际股息率位列前五。

表 5：火电板块样本公司股息率水平（近 12 个月，截至日 2024/11/15）

	股息率(近 12 个月)
宝新能源	6.55%
申能股份	4.89%
浙能电力	4.35%
内蒙华电	4.23%
华电国际	4.12%
国电电力	3.36%
皖能电力	2.92%
京能电力	2.85%
华能国际	2.81%
天富能源	2.38%
深圳能源	2.11%
上海电力	2.04%
湖北能源	1.83%
赣能股份	1.76%
穗恒运 A	1.75%
建投能源	1.56%
长源电力	0.82%
粤电力 A	0.43%
大唐发电	0.26%

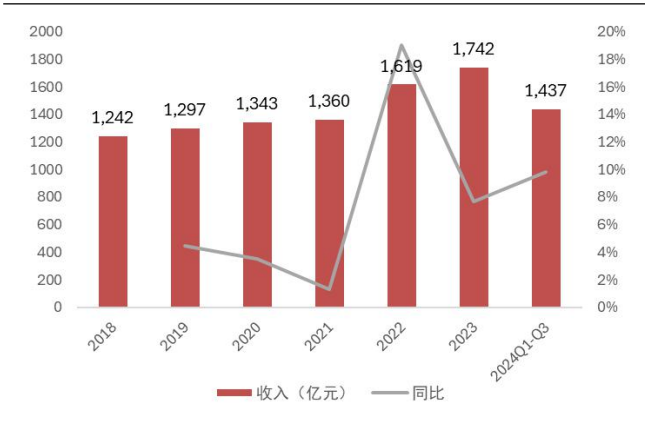
资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 水电板块：

3.1 行业：来水高位回落，业绩整体稳中有增

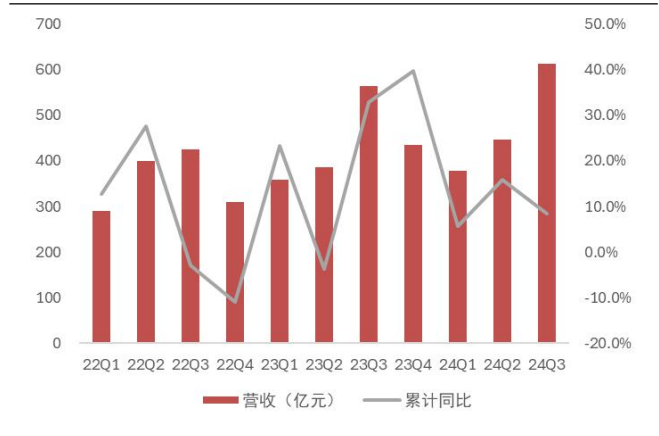
来水改善下水电板块营收水平提升显著。根据选取样本公司，24年前三季度及三季度水电板块实现收入分别为1437、612亿元，同比增长9.8%、8.4%；24年上半年重点流域来水由枯转丰，8至9月回落明显。根据长江三峡集团公司数据，24年三季度三峡日均出库流量为20698立方米/秒，同比增加79.7%；24年三季度峡入库流量为18831.5立方米/秒，同比增加49.0%。

图 21：水电板块营收及同比增速（累计）



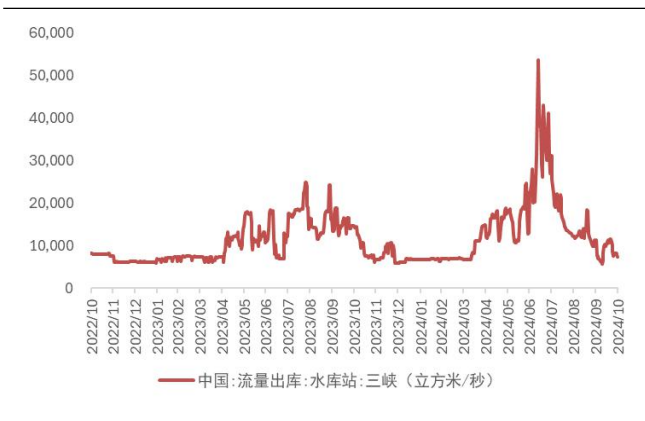
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：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 23：三峡水库站出库流量



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 24：三峡水库站入库流量

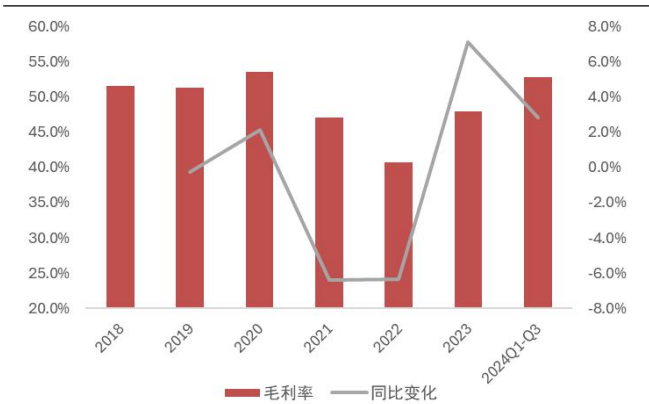


资料来源：长江三峡集团公司，Wind，山西证券研究所

资料来源：长江三峡集团公司，Wind，山西证券研究所

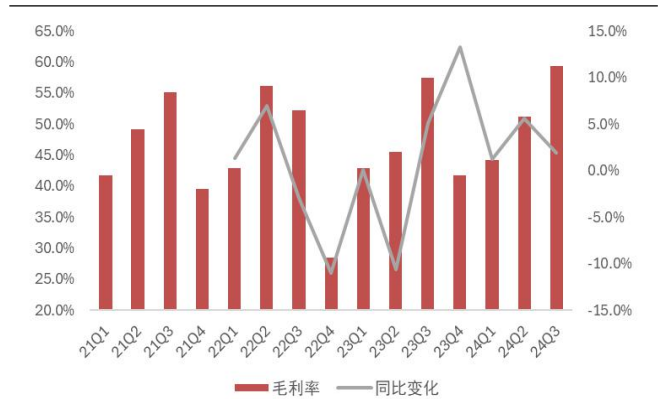
利润方面 24 年三季度延续增长趋势。2024 年前三季度水电板块实现毛利率 52.8%，同比增长 2.8 个百分点；整体实现归母净利润 489.38 亿元，同比增长 23.4%。2024 年三季度水电板块实现毛利率 59.27%，同比增加 1.88 个百分点；实现归母净利润 255.77 亿元，同比增长 21.0%。

图 25：水电板块毛利率及同比变化（累计）



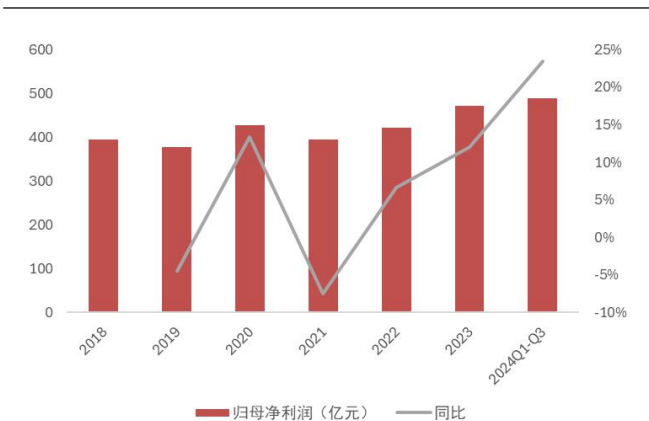
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：水电板块分季度毛利率及同比变化



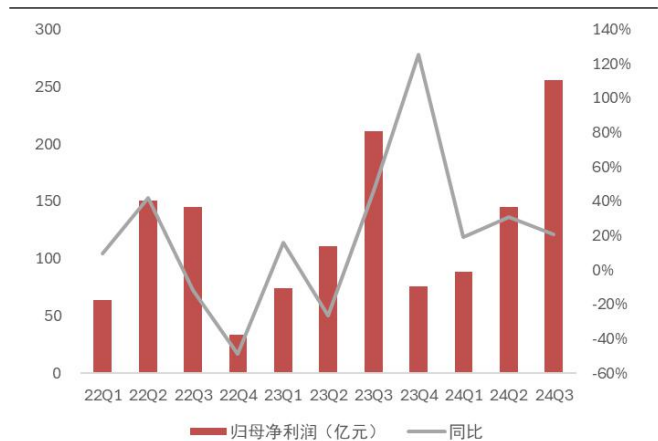
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：水电板块累计归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

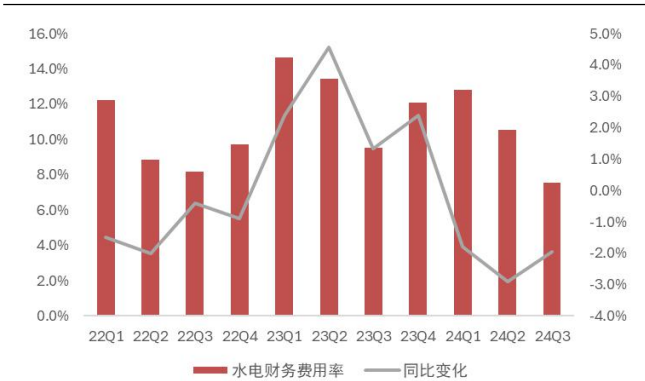
图 28：水电板块分季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

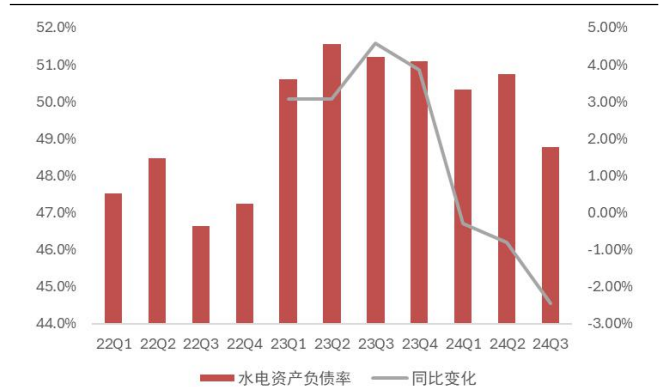
水电板块偿债能力呈现提升趋势。2024年三季度水电板块财务费用率为7.5%，同比下降2.0个百分点。24年三季度资产负债率延续下降趋势，实现48.77%，同比下降2.45个百分点，或因在建工程、资本开支下滑以及部分公司置换部分高成本负债所致。

图 29：水电板块分季度财务费用率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：水电板块分季度资产负债率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 个股：三季度改善显著，股息率水平整体稳定

收入端，24年前三季度水电板块营收整体增长。2024年前三季度水电板块8家样本公司中有6家营收实现正增长，其中桂冠电力、长江电力、华电水电位列增速前三，增速分别为20.6%、14.6%、7.1%。2024年三季度5家营收实现正增长，其中桂冠电力、湖南发展、长江电力位列增速前三，增速分别为29.9%、29.6%、17.3%。

表 6：水电板块公司营收及同比

公司	24Q1-Q3 营收 (百万元)	同比	公司	24Q3 营收 (百万元)	2024Q1 同比
桂冠电力	7354	20.6%	桂冠电力	2524	29.9%
长江电力	66331	14.6%	湖南发展	79	29.6%
华能水电	19418	7.1%	长江电力	31522	17.3%
川投能源	1087	6.5%	国投电力	17294	6.9%
湖南发展	259	5.7%	川投能源	483	2.1%
国投电力	44395	4.3%	华能水电	7537	-1.3%
韶能股份	3363	-1.0%	韶能股份	1180	-2.5%
黔源电力	1466	-5.6%	黔源电力	593	-35.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，24年前三季度盈利能力整体上行。从毛利率角度，24年前三季度水电板块样本公司中仅1家毛利率下降。从归母净利润角度，24年三季度公司业绩大幅回暖，8家公司有6家实现正增长，其中湖南发展归母净利润同比增长826%。

表7：水电板块公司毛利率及同比变化

公司	24Q1-Q3 毛利率	同比变化	24Q3 毛利率	同比变化	环比变化
桂冠电力	49.2%	-11.4%	49.6%	17.2%	-8.8%
湖南发展	55.3%	16.2%	57.8%	14.0%	4.2%
长江电力	61.2%	11.5%	70.9%	3.9%	15.1%
川投能源	52.6%	16.9%	62.7%	3.1%	17.8%
韶能股份	20.6%	9.8%	17.6%	2.7%	-10.1%
华能水电	59.8%	3.0%	61.1%	-2.0%	-2.3%
国投电力	40.0%	23.8%	41.4%	-2.5%	3.8%
黔源电力	55.8%	18.4%	57.9%	-5.9%	-1.8%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表8：水电板块公司归母净利润及同比

公司	24Q1-Q3 归母净利润 (百万元)	同比	24年 Q3 归母净利润 (百万元)	同比	环比
湖南发展	61	36%	15	826%	-29.3%
桂冠电力	2,164	90%	727	225%	-27.9%
长江电力	28,025	30%	16,663	32%	125.3%
韶能股份	197	201%	30	29%	-78.8%
川投能源	4,422	15%	2,120	22%	105.9%
国投电力	6,578	9%	2,834	4%	65.9%
华能水电	7,226	8%	3,056	-7%	-1.5%
黔源电力	265	-4%	132	-46%	8.6%

资料来源：Wind，山西证券研究所

水电板块公司股息率水平整体稳定，桂冠电力、国投电力、长江电力股息率位列前三。

表9：水电板块样本公司股息率水平（近12个月，截至日2024/11/15）

公司	股息率（近12个月）
桂冠电力	3.26%
国投电力	3.22%
长江电力	3.03%
川投能源	2.40%
黔源电力	1.94%
华能水电	1.88%
湖南发展	0.49%

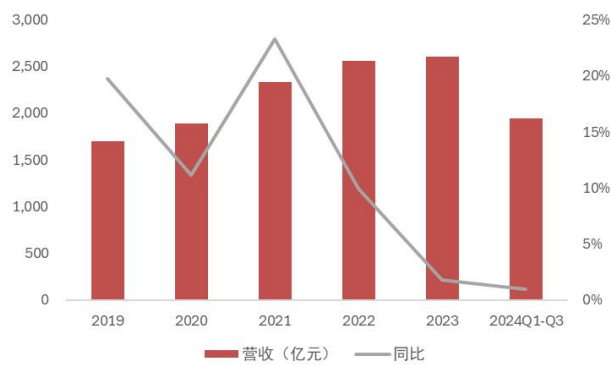
资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 绿电板块：

4.1 行业：三季度收入端及利润端整体向好

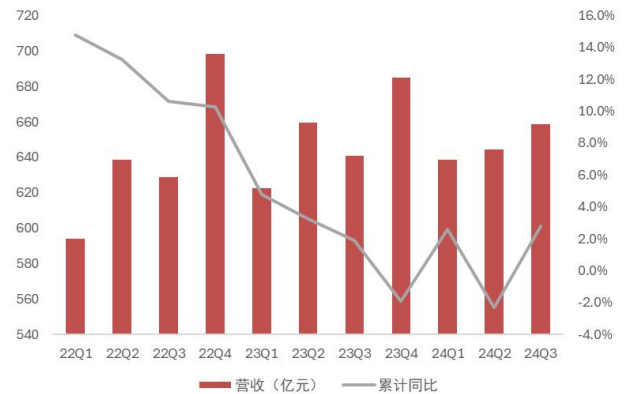
24 年三季度绿电板块收入转增。装机增长影响下，24 年前三季度绿电板块实现营收 1941.5 亿元，同比增长 1.0%；24 年三季度实现营收 658.7 亿元，同比增长 2.8%

图 31：绿电板块营收（累计）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

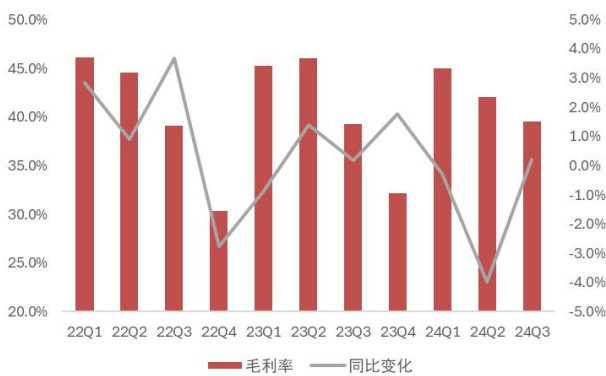
图 32：绿电分季度营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

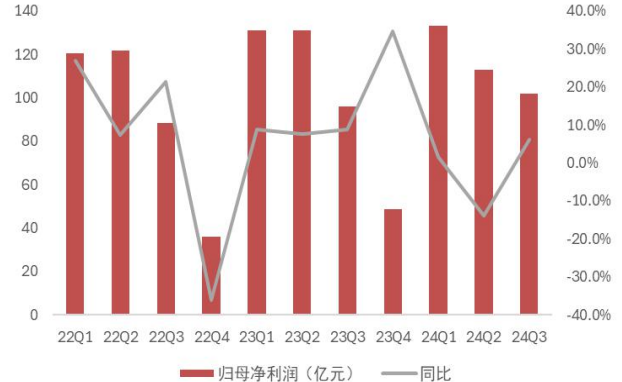
利润端整体同比向好。24 年三季度绿电板块毛利率 39.5%，同比增长 0.2 个百分点，归母净利润实现 102 亿元，同比增长 6.1%。

图 33：绿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

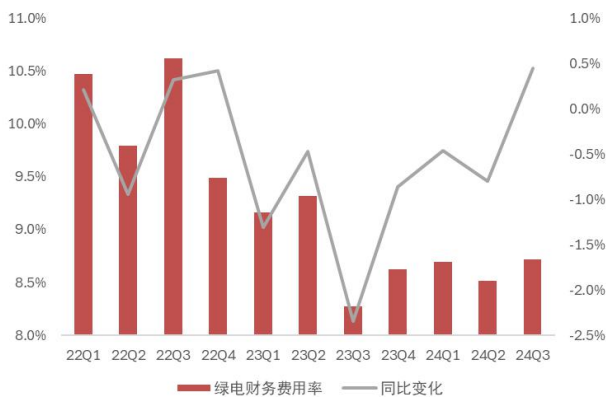
图 34：绿电板块分季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

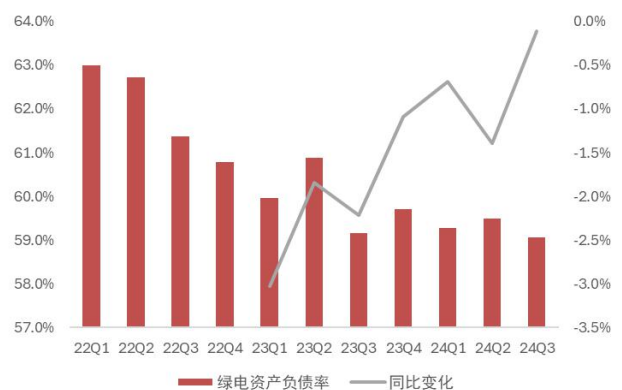
2024 年三季度绿电板块财务费用率为 8.7%，同比增加 0.4 个百分点；资产负债率为 59.1%，同比下降 0.1 个百分点。

图 35：绿电板块分季度财务费用率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 36：绿电板块分季度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：业绩复苏，盈利能力仍待提升

收入端，绿电板块公司表现较为分化。2024 年前三季度和三季度绿电板块 12 个样本公司中分别有 6 家、7 家实现收入增长，部分公司装机所在区域新能源电价承压。

表 10：绿电板块公司营收及同比

公司	24Q1-Q3 营收（百万元）	同比	公司	24Q3 营收（百万元）	同比	环比
吉电股份	10166	-7.8%	吉电股份	3279	-3.2%	6.7%
太阳能	4773	-25.9%	太阳能	1530	-36.6%	-16.5%
银星能源	930	-11.1%	银星能源	306	-3.7%	-6.4%
龙源电力	26350	-6.4%	龙源电力	7467	-9.9%	-17.1%
中闽能源	1095	-0.9%	中闽能源	277	1.2%	-21.4%
三峡能源	21760	12.8%	三峡能源	6701	20.0%	-6.4%
节能风电	3811	-0.4%	节能风电	1168	1.1%	-11.4%
晶科科技	3890	11.0%	晶科科技	1967	12.2%	71.8%
中国核电	56986	1.6%	中国核电	19545	-1.2%	0.5%
芯能科技	566	4.1%	芯能科技	227	7.2%	26.6%
中国广核	62270	4.1%	中国广核	22893	11.3%	13.4%
江苏新能	1558	6.9%	江苏新能	509	39.1%	33.1%

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，24 年三季度绿电板块 12 家样本公司中有 8 家毛利率环比下降，我们认为或主因电价下降。从归母净利润角度，三季度绿电 12 家公司中有 9 家公司归母净利润提升，主因电量增长。个股业绩来看，三季度江苏新能、吉电股份改善显著，业绩同比分别增长 216%、69%。

表 11：绿电板块公司毛利率及同比

公司	24Q1-Q3 毛利率	同比变化	24Q3 毛利率	同比变化	环比变化
吉电股份	31.7%	-26.2%	27.2%	1.8%	-8.9%
太阳能	48.4%	20.1%	55.1%	14.1%	8.8%
银星能源	36.0%	-4.7%	34.2%	1.6%	-7.4%
龙源电力	35.1%	-1.8%	32.3%	2.0%	0.1%
中闽能源	53.9%	15.8%	39.9%	3.2%	-12.9%
三峡能源	53.5%	0.4%	48.5%	1.9%	-3.6%
节能风电	51.8%	-3.5%	46.0%	-4.2%	-7.8%
晶科科技	40.1%	-14.6%	33.1%	-0.3%	-18.9%
中国核电	47.3%	5.9%	46.8%	-0.9%	0.8%
芯能科技	61.3%	13.1%	65.7%	4.1%	-2.4%
中国广核	36.7%	-22.2%	33.6%	-1.2%	-4.3%
江苏新能	52.0%	12.0%	48.6%	11.2%	11.4%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 12：绿电板块公司归母净利润及同比

公司	24Q1-Q3 归母净利润（百万元）	同比	24 年 Q3 归母净利润（百万元）	同比
吉电股份	1,413	30%	319	69%
太阳能	1,291	-11%	477	-14%
银星能源	191	-6%	60	27%
龙源电力	5,475	-11%	1,648	42%
中闽能源	409	6%	67	15%
三峡能源	5,093	-6%	1,055	15%
节能风电	1,180	-1%	307	0%
晶科科技	220	-44%	132	-48%
中国核电	8,934	-4%	3,052	-7%
芯能科技	186	0%	82	7%
中国广核	9,984	3%	2,874	5%
江苏新能	424	12%	131	216%

资料来源：Wind，山西证券研究所

5. 投资建议

三季度电力板块业绩整体符合预期，看好四季度火电持续修复。用电侧，9月全社会及分部门用电增速均维持增长趋势，其中三产及城乡居民用电量高增；长期来看，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，且我们认为短期用电量增速或仍将高于GDP增速；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增长弹性较大。发电侧，火电板块：短期来看，上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，利好火电板块成本端；9月水电对火电电量挤占影响进一步削弱，预计后续火电电量持续向好；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；新型电力系统建设下火电辅助服务收入有望提升；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，来水持续性需持续跟踪；长期来看，水电资本开支高峰已过，市场化改革背景下电价或仍将上行，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】、【上海电力】；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】；业绩稳健红利逻辑持续的【长江电力】。

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到任何形式的补偿。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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

