

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

做耐心资本，长期拥抱价值

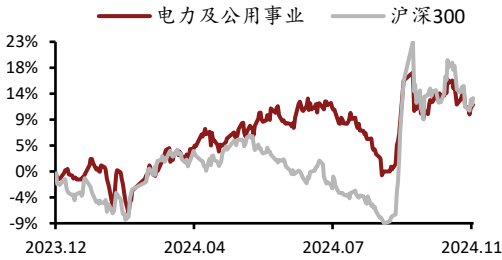
——电力及公用事业行业年度策略

证券研究报告-行业年度策略

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 12 月 02 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：10 月用电量增速回落，风光装机占比首超 40%》
2024-11-29

《电力及公用事业行业专题研究：行业业绩表现稳健，关注水电与核电》
2024-11-20

《电力及公用事业行业月报：水电前三季度来水偏丰，省间电力现货市场正式运行》
2024-10-29

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- **电力及公用事业行业经营业绩稳健，稳定性和防御性突出。**截至 11 月 25 日，电力及公用事业指数上涨 11.75%，跑输沪深 300 指数（13.87%）2.12 个百分点。行业盈利情况在 2023 年同期的高基数上进一步增长。2024 年前三季度，行业实现营业收入 18748.02 亿元，同比增长 0.19%；归母净利润 1946.86 亿元，同比增长 9.67%。
- **电力运营商投资价值得到市场重估，核电、水电在二级市场表现突出。**一方面是行业基本面的支撑，另一方面是在目前国内较为复杂的经济环境下，作为支撑社会经济运行和居民生活的基础性行业，对投资者而言，电力及公用事业行业展现出稳定的投资价值与防御性特征。随着部分公司在短期内的持续上涨，其估值得到了提升，需要其持续创造价值，以消化估值。
- **行业评级及投资主线。**基于电力公用事业行业发展前景，及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。

行业改革红利持续释放。电力、水务、燃气等公用事业领域的市场化改革正在加快推进。电力现货市场加速建设，电力辅助服务市场价格机制形成，电力供需总体呈现紧平衡，绿电、绿证交易提速。从供需端看，电力供应结构持续绿色低碳转型，电力需求维持高增长。从价格上看，市场化交易电价随供需面的波动，风险与机遇并存。电力及公用事业不仅是基础能源供应的核心，也是技术驱动创新与数字化转型的关键，为新质生产力的蓬勃兴起提供了坚实支撑，并在推动各行业实现高质量发展的进程中发挥着不可或缺的赋能作用。

建议重点关注水电、核电电力运营商。由于在 2024 年前三季度电力运营商贡献了电力及公用事业行业八成以上的归母净利润，我们重点关注电力运营商在从二级市场的投资价值。结合基本面、盈利能力、分红比例等因素，我们建议重点水电、核电两个子板块。

水电：水电作为我国优势传统能源，行业发展成熟，天生的自然垄断性使其行业护城河极深。由于特有的经营模式，经营周期亦足够长。受益于发电成本低，水电上网电价具备较大的上涨空间。2024 年二、三季度，来水由枯转丰，水电发电量高速增长。结合基本面、股息率等因素，建议从中长期视角关注规模最大的**水电龙头**、水火共同发力的**国投电力**。

核电：当前属于我国加快核电机组核准的历史机遇期，预计 2027

年起，新建成的核电机组将加快投入商运。核电企业目前仍处在业绩积累期，需要增加资本开支进行核电机组的建设，其盈利能力存在继续提升的潜力，分红比例在未来有逐渐提高的预期。从中长期视角看，核电发电企业与水电相似，来的核电会成为现在的水电，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：随着容量电价等煤电电价机制的逐步理顺，火电企业的公用事业属性在逐步增强。2024 年前三季度，水电发电量大增挤压了火电的供电规模。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，火力发电将依旧在电力供给端占据重要地位。从中远期看，煤电机组向调峰电源转型为大势所趋。若燃料价格上涨或上网电价下跌，将影响火电企业的经营业绩。

新能源发电：虽然出力不够稳定，但装机容量的快速上升，大幅增加了新能源发电量。新能源发电占比依旧较低，未来有很大的提升空间。但市场竞争的加剧，平价项目占比的增加，降低了其平均上网电价水平。新能源行业的发展符合政策导向，平价上网的本意在于提升新能源发电公司的市场竞争力，新能源发电龙头有望在未来重回业绩回升的轨道。后续需密切关注风、光发电上网电价走势。

风险提示：火电燃料成本波动风险；水电来水不及预期风险；新能源市场竞争加剧风险；市场化交易电价下滑风险；运营效率提升不及预期；成本管控不及预期；其他不可预测风险。

内容目录

1. 行情与业绩回顾	5
1.1. 行业整体防御性强，业绩稳健增长	5
1.2. 电力运营商投资价值得到市场重估，核电、水电在二级市场表现突出	6
2. 火电：公用事业属性显著增强，调峰电源转型之路任重道远	7
3. 水电：前三季度来水偏丰，关注长期投资价值	11
4. 其他发电：平价项目影响新能源电价，核电将新增第三家上市平台	14
4.1. 新能源发电：装机快速增长行业竞争加剧，平价项目增长电价下滑	14
4.2. 核电：国家电投集团打造第三家核电运营商上市平台	16
5. 投资评级及主线	20
5.1. 维持“强于大市”的投资评级	20
5.2. 投资主线及重点标的	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：电力及公用事业营业总收入情况(亿元，%)	5
图 2：电力及公用事业归母净利润情况(亿元，%)	5
图 3：2024 年各行业涨幅对比 (%)	5
图 4：三级子行业市盈率估值对比	7
图 5：三级子行业涨跌幅对比 (%)	7
图 6：历年前三季度火电发电量情况	8
图 7：历年前三季度我国总体发电量情况	8
图 8：各类型电源发电量占比	8
图 9：2024 年前三季度火电企业煤电上网电量对比	8
图 10：秦皇岛港山西产动力末煤(Q5500)平仓价(元/吨)	9
图 11：火电企业上网电价对比 (元/兆瓦时)	9
图 12：火电单季度营业收入(亿元，%)	10
图 13：火电单季度归母净利润(亿元，%)	10
图 14：我国水电发电量走势图	11
图 15：水电单季度归母净利润对比(亿元，%)	11
图 16：水电行业竞争格局(截至 2024H1)	12
图 17：水电装机容量发展趋势	12
图 18：水电平均上网电价对比 (元/兆瓦时)	12
图 19：国投电力水、火上网电价对比 (元/兆瓦时)	12
图 20：水电前三季度盈利能力指标对比 (%)	13
图 21：水电单季度盈利能力指标对比 (%)	13
图 22：水电指数 PE(TTM)估值情况 (倍)	14
图 23：水电指数 PB-MRQ 估值情况 (倍)	14
图 24：各类型电源装机占比趋势	15
图 25：各类型电源装机规模趋势 (万千瓦)	15
图 26：风电平均上网电价走势对比(元/兆瓦时)	16
图 27：太阳能平均上网电价走势对比(元/兆瓦时)	16
图 28：2024 年我国核电机组核准数量创新高(台)	17
图 29：我国核电装机情况	18
图 30：我国核电发电量情况	18

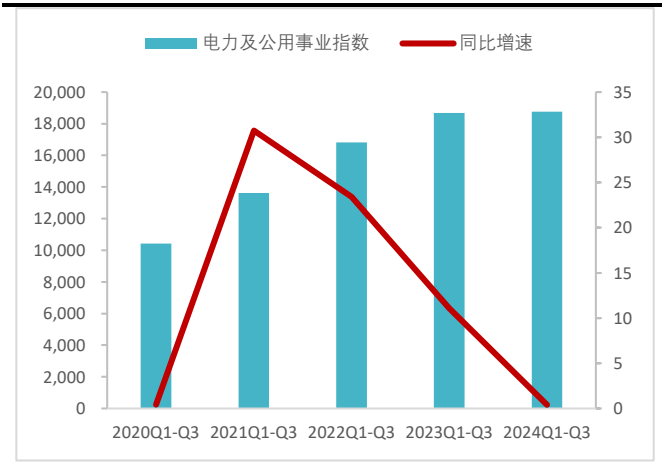
图 31: 各类型发电设备历年前三季度平均利用小时数对比 (小时)	18
图 32: 中国核电盈利能力 (%)	19
图 33: 中国广核盈利能力 (%)	19
图 34: 电力及公用事业指数 PE(TTM)估值情况(倍)	20
图 35: 电力及公用事业指数 PB-MRQ 估值情况(倍)	20
表 1: 电力及公用事业子板块经营业绩对比	6
表 2: 子行业毛利率和净利率对比 (%)	6
表 3: 2024 年以来上市公司积极并购火电资产	10
表 4: 国家电投集团整合水电资产	13
表 5: 水电分红情况对比 (截至 2024 年 11 月 25 日)	13
表 6: 促进新能源消纳重点法规	15
表 7: 2024 年核准核电机组明细	17
表 8: 国家电投集团整合核电资产	19
表 9: 核电分红情况对比	19
表 10: 电力及公用事业 2025 年度投资策略重点公司估值及投资评级	21

1. 行情与业绩回顾

1.1. 行业整体防御性强，业绩稳健增长

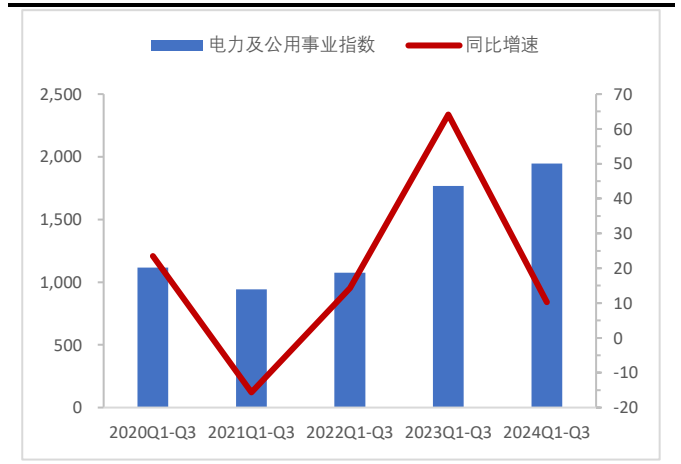
电力及公用事业行业在一定区域内存在自然垄断性，行业经营业绩稳健，稳定性和防御性突出。行业盈利情况在 2023 年同期的高基数上进一步增长。根据同花顺 iFinD 数据，2024 年前三季度，中信电力及公用事业行业实现营业收入 18748.02 亿元，同比增长 0.19%；归母净利润 1946.86 亿元，同比增长 9.67%。

图 1：电力及公用事业营业总收入情况(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

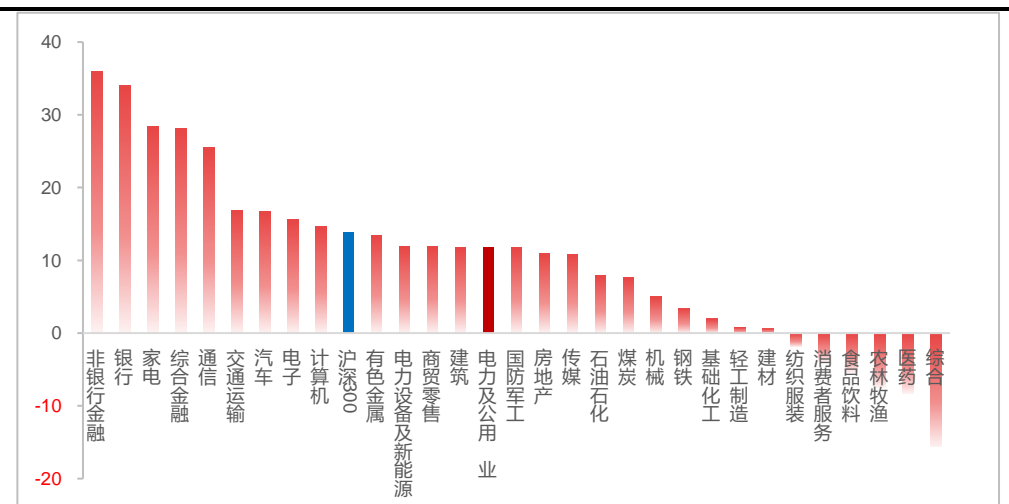
图 2：电力及公用事业归母净利润情况(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

从全年二级市场表现看，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。根据同花顺 iFind 数据，截至 11 月 25 日，电力及公用事业指数上涨 11.75%，跑输沪深 300 指数 (13.87%) 2.12 个百分点。截至 11 月 25 日，在 30 个中信一级行业中有 24 个行业实现上涨，电力及公用事业指数涨幅排名第 14，位于中游水平。涨幅排名前三的行业为非银行金融 (35.96%)、银行 (34.01%)、家电 (28.45%)，跌幅排名前三的行业为综合 (-15.61%)、医药 (-8.26%)、农林渔牧 (-7.41%)。

图 3：2024 年各行业涨幅对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2024 年 11 月 25 日）

1.2. 电力运营商投资价值得到市场重估，核电、水电在二级市场表现突出

2024 年前三季度，发电企业贡献了电力及公用事业行业超过 80% 的归母净利润。从细分子行业看，火电整体业绩受益于燃料价格中枢下跌、容量电价落地、以及辅助服务细则的出台等因素，但市场化电价下跌也在一定程度上影响了火电的业绩。水电则受益于来水由枯转丰、财务费用下降等因素，第三季度归母净利润增速达 24.58%。其他发电板块中，核电受整体大修时间增加、市场化交易电价下降等影响，业绩增速有所放缓；新能源发电则受到行业竞争加剧、消纳问题、平价项目增加等因素影响，盈利能力下降。

表 1：电力及公用事业子板块经营业绩对比

子板块	营业总收入				归母净利润			
	2024Q1-Q3 (亿元)	2024Q1-Q3 同比增速 (%)	2024Q3 (亿元)	2024Q3 同比增速 (%)	2024Q1-Q3 (亿元)	2024Q1-Q3 同比增速 (%)	2024Q3 (亿元)	2024Q3 同比增速 (%)
火电	10145.42	(1.24)	3687.70	1.07	733.22	12.21	244.91	(19.93)
水电	1018.19	11.19	449.49	11.81	430.93	25.01	231.35	24.58
其他发电	2196.00	2.71	749.91	3.64	398.00	(1.73)	118.39	4.65
电网	291.06	(27.65)	106.02	(17.18)	28.96	47.78	16.24	83.80
环保及水务	2171.17	1.40	738.58	(2.60)	222.64	0.92	81.19	4.78
燃气	2474.41	4.83	775.17	5.27	118.67	7.79	29.37	12.23
供热或其他	465.77	2.31	155.33	8.25	14.43	12.73	4.11	(1.78)

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

水电、其他发电是电力及公用事业行业盈利能力最强的两个子行业。2024 年前三季度，水电盈利能力最强，毛利率、净利率分别为 58.16%、43.87%，分别同比提升 3.49 个百分点、4.68 个百分点。其他发电由于包含两家核电运营商，其盈利能力仅次于水电，其毛利率、净利率分别为 41.93%、25.35%，分别同比降低 1.05 个百分点、1.12 个百分点。供热或其他子行业盈利能力排名最后，毛利率、净利率分别为 8.44%、3.45%，分别同比提升 0.40 个百分点、0.17 个百分点。

表 2：子行业毛利率和净利率对比 (%)

子板块	毛利率				净利率			
	2024Q1-Q3 (%)	2024Q1-Q3 同比 (pct)	2024Q3 (%)	2024Q3 同比 (pct)	2024Q1-Q3 (%)	2024Q1-Q3 同比 (pct)	2024Q3 (%)	2024Q3 同比 (pct)
火电	16.54	1.99	16.80	(0.19)	9.90	1.38	9.52	(1.35)
水电	58.16	3.49	66.00	9.51	43.87	4.68	52.72	10.44
其他发电	41.93	(1.05)	39.42	(2.35)	25.35	(1.12)	22.31	(3.06)
电网	23.00	8.61	25.70	0.64	11.25	5.75	16.79	6.24
环保及水务	28.13	0.24	27.97	(0.55)	11.09	0.11	11.85	1.30
燃气	13.85	(0.68)	12.81	(3.08)	6.43	(0.30)	5.07	(2.74)
供热或其他	8.44	0.40	6.32	(1.45)	3.45	0.17	3.00	0.90

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

从 2024 年二级市场的表现来看，其他发电中的核电双寡头表现突出，水电板块也延续了 2023 年以来的优异表现，整个电力运营商中业绩稳健、股息率高的公司投资价值得到了市场的

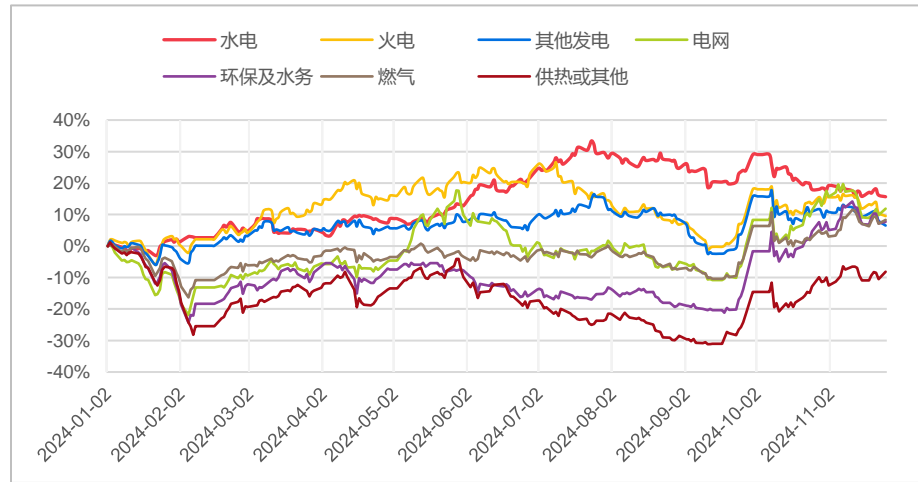
重估，国家电投集团开启整合旗下的核电、水电上市运营平台。截至 2024 年 11 月 25 日，涨幅排名前三的子行业为水电（16.77%）、火电（11.88%）、电网（11.43%）。这其中最基本的逻辑一方面行业基本面的支撑，另一方面是在目前国内外较为复杂的经济环境下，对投资者而言，作为支撑社会经济运行和居民生活的基础性行业，电力及公用事业行业展现出稳定的投资价值与防御性特征。随着部分公司在短期内的持续上涨，其估值也得到提升，需要其持续创造价值，以消化估值。

图 4：三级子行业市盈率估值对比

三级子行业	滚动市盈率(倍)	近十年分位数
水电	19.86	66.27%
环保及水务	28.18	27.51%
火电	14.15	20.14%
其他发电	18.72	19.32%
电网	27.46	18.39%
燃气	15.27	6.39%
供热或其他	17.96	5.76%

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2024 年 11 月 25 日）

图 5：三级子行业涨跌幅对比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2024 年 11 月 25 日）

2. 火电：公用事业属性显著增强，调峰电源转型之路任重道远

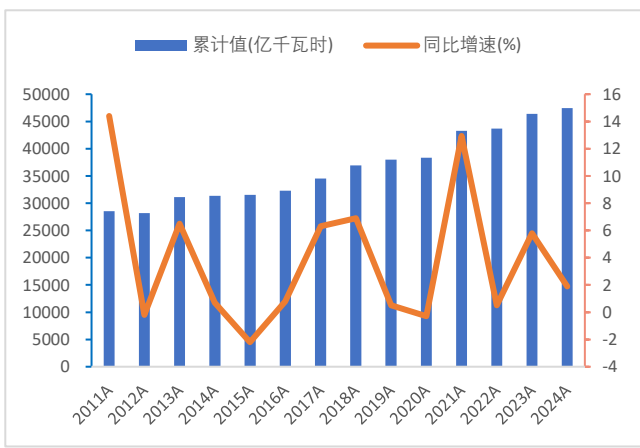
在我国加快建设新型电力系统的大背景下，电价市场化改革持续推进，电力商品“电量电价+容量电价+辅助服务电价”的价格体系确立。2024 年年初，煤电容量电价政策正式落地实施，由过去施行的煤电单一制电价，调整为容量电价和电量电价的两部制电价机制。其中电量电价由市场化方式形成，容量电价用来分摊煤电机组的折旧等固定成本。2024 年 2 月，国家发改委发布《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》，对调峰、调频、备用等辅助服务交易和价格机制进行优化，使得电力商品价格体系市场化改善。

从全国整体看，2024 年二季度以来水电发电量大幅增长相应影响了煤电机组的上网电量。

2024 年前三季度，由于我国水电站流域整体来水偏丰，水电发电量大幅增长，在我国清洁能源优先上网的政策背景下，相应挤占了同为传统能源的煤电机组的出力空间。根据国家统计局数据，2024 年前三季度，我国规上工业火电发电量 4.74 万亿千瓦时，同比增加 1.90%，这一增速低于 2023 年同期 5.80% 的增速，亦低于全国发电量同期 5.4% 的增速，同时火电发电量全国占比由 2023 年前三季度的 70.07% 下滑至 67.23%。虽然火电发电量占比同比下滑，但在构建新型电力系统的过程中，作为发电行业的压舱石，火电具有基础保障性、系统调节性的作用，将在未来相当长的时间内作为供给端的主导电源。

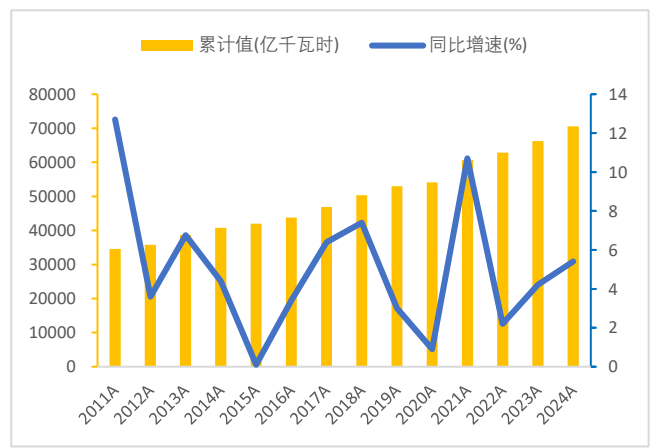
大型火电上市公司煤电上网电量同比下降。2024 年前三季度，在全国规上工业火电发电量同比下降的背景下，大型火电公司的煤电发电量普遍出现下滑。从火电上市公司煤电上网电量看，2024 年前三季度，四家大型发电集团旗下的火电公司有 3 家煤电上网电量同比下滑，仅 1 家同比略有增长。华能国际、国电电力、华电国际的煤电上网电量同比下降，仅大唐发电维持基本持平。

图 6：历年前三季度火电发电量情况



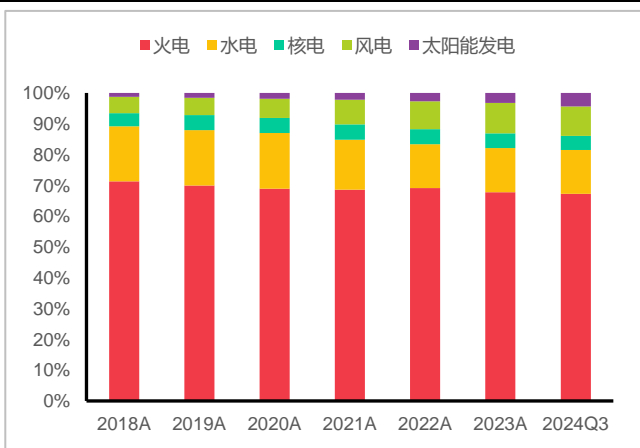
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 7：历年前三季度我国总体发电量情况



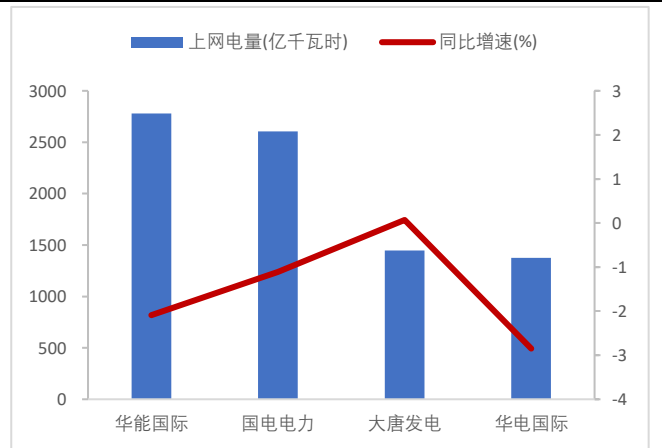
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 8：各类型电源发电量占比



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 9：2024 年前三季度火电企业煤电上网电量对比



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

2024 年以来动力煤价格震荡下跌，预计冬季取暖季到来、水电挤兑效应减少等导致需求

端偏紧，对动力煤价格将有支撑。2024 年以来，由于煤炭进口量增长、水电挤兑效应增强等因素，动力煤价格呈震荡下跌走势。2024 年 9 月 30 日，秦皇岛港动力末煤平仓价为 867 元/吨，较年初价格下降 5.86%。根据海关总署数据，2024 年 10 月份，我国进口动力煤（非炼焦煤）3629.1 万吨，同比增长 29.56%，环比下降 2.51%。2024 年 1-10 月份，我国累计进口动力煤 33620.9 万吨，同比增长 11.13%。同时前三季度水电对煤电的挤兑效应增强，也抑制了对动力煤的需求。然而，一方面 10 月份水电发电量同比下降，另一方面进入冬季取暖季，这些因素将对动力煤价格产生支撑，预计动力煤价格将维持小幅震荡。

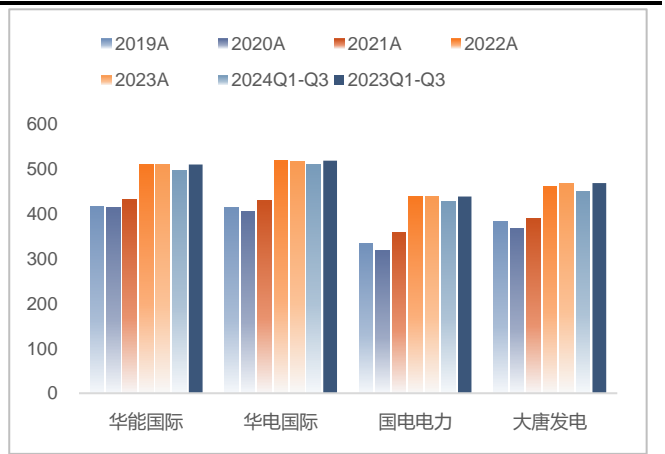
由于 2024 年燃料成本中枢的回落，大型火电上市公司上网电价亦出现同比下降。一方面，电力市场化建设体系加速推进，火电价格市场化定价机制日趋完善，火电企业电价受煤价波动影响；另一方面，2024 年前三季度，大型火电企业的市场化交易电量占比已在九成左右的水平，华能国际、国电电力、大唐发电的市场化交易电量比例分别为 87.06%、91.49%、92.88%。2024 年前三季度，华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电的平均上网电价分别同比下降 2.63%、1.46%、2.31%、3.98%。

图 10：秦皇岛港山西产动力末煤(Q5500)平仓价(元/吨)



资料来源：Wind，中原证券研究所

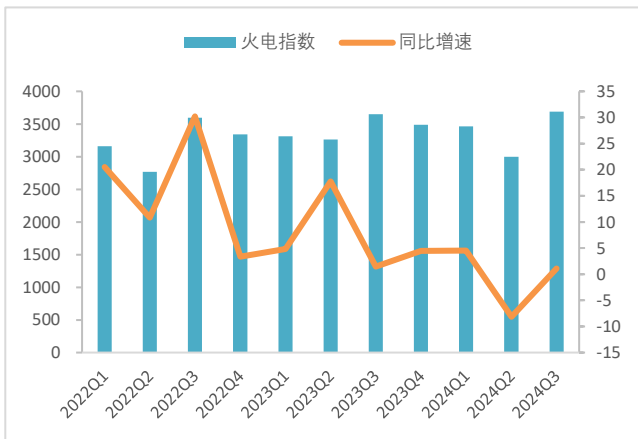
图 11：火电企业上网电价对比（元/兆瓦时）



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

随着煤电电价机制的逐步理顺，2024 年以来火电行业的盈利波动已大幅减小。根据同花顺 iFind 数据，2024 年第一、二、三季度，火电行业归母净利润分别为 240.44 亿元、247.99 亿元、244.91 亿元，与 2023 年同期相比，各季度盈利绝对值变动幅度已大幅减小，同比增速较 2023 年波动较大，是因为 2023 年单季度盈利规模波动较大。因此，2024 年以来火电公司周期属性明显减弱，同时其公用事业属性显著增强。

图 12: 火电单季度营业收入(亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中原证券研究所

图 13: 火电单季度归母净利润(亿元, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中原证券研究所

火电作为基础保障性、系统调节性电源，在新型电力系统建设中仍将发挥重要作用，2024 年以来上市公司积极并购火电资产。2024 年以来，华电国际、甘肃能源、陕西煤业等上市公司一致看好火电发展前景，积极并购火电资产，这些交易有助于优化上市公司资源配置、提升市场竞争力、聚焦煤电业务或打造煤电一体化运营模式。

表 3: 2024 年以来上市公司积极并购火电资产

序号	公告主体	公告日期	具体内容
1	华电国际	10.31	拟收购 8 家火电企业资产 华电国际拟通过发行股份的方式向中国华电集团购买其持有的江苏公司 80% 股权, 拟通过支付现金的方式向华电福瑞收购上海福新 51% 股权、上海闵行 100% 股权、广州大学城 55.0007% 股权、福新广州 55% 股权、福新江门 70% 股权、福新清远 100% 股权, 向运营公司收购贵港公司 100% 股权, 并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。交易价格 (不含募集配套资金金额) 为 71.67 亿元。本次拟注入标的资产合计在运装机规模约为 1597.28 万千瓦, 占华电国际现有控股装机规模 5,881.53 万千瓦的比例为 27.16%, 注入后将显著提高华电国际控股装机规模至 7478.81 万千瓦。
2	甘肃能源	11.23	收购甘肃电投常乐发电股权 甘肃能源以向电投集团发行股份及支付现金方式购买其持有的常乐公司 66.00% 股权。本次交易已经完成过户, 常乐公司成为公司甘肃能源子公司, 甘肃能源主营业务将新增火力发电业务, 主营业务为水力发电、风力发电、光伏发电及火力发电。本次交易有利于甘肃能源向新能源发电相关的调峰火电业务领域扩展, 将有效平衡水电、风电、光伏等清洁能源发电及调峰火电的布局。
3	陕西煤业	9.6	收购陕煤电力集团 陕西煤业与控股股东陕西煤业化工集团签订《资产转让意向协议》, 陕煤集团有意将其持有的陕煤电力集团有限公司全部股权转让给陕西煤业。截至 2024 年 3 月末, 陕煤电力集团可控装机容量为 941.8 万千瓦, 其中火电 902 万千瓦。机组主要分布在河南、陕西、山西、湖南等省份。本次收购, 将有助于陕西煤业打造煤电一体化运营模式, 减少关联交易, 增加营业收入, 延伸煤炭主业产业链。

资料来源: 相关上市公司公告, 中原证券研究所

总体来看，我们认为随着容量电价等煤电电价机制的逐步理顺，火电企业的公用事业属性在逐步增强。在国家加速构建以新能源为主体的新型电力系统的背景下，火电的调峰价值亦得到市场的广泛关注和认可。未来在相当长时间内，作为发电端的主导电源，建议关注盈利预期稳定的火电企业。若燃料价格的上涨或上网电价下跌，将影响火电企业的经营业绩。

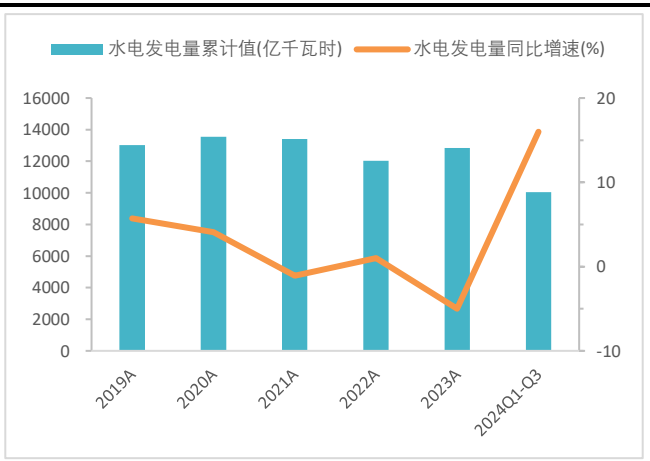
3. 水电：前三季度来水偏丰，关注长期投资价值

水电行业是我们在电力及公用事业中推荐长期关注的板块，以大型水电公司为主，因其具备稀缺性和自然垄断的属性，且其独有的商业模式使其能长期稳健盈利。

在经历之前来水偏枯的两年后，水电在 2024 年迎来了来水由枯转丰的业绩机遇期。根据国家统计局数据，2024 年前三季度，规上工业水电发电量 10040 亿千瓦时，同比增长 16%。具体到上市公司，2024 年前三季度，长江电力乌东德水库来水总量约 888.52 亿立方米，较 2023 年同期偏丰 12.56%；三峡水库来水总量约 3131.10 亿立方米，较 2023 年同期偏丰 20.26%，所属六座梯级电站总发电量 2358.14 亿千瓦时，同比增加 15.97%。华能水电澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰 5%、3.6%和 8.5%，前三季度完成发电量 860.26 亿千瓦时，同比增加 3.82%。国投电力旗下雅砻江水电、国投大朝山和国投小山峡亦由于流域来水偏丰，前三季度水电发电量同比增长 23%。川投能源控股水电企业前三季度累计完成发电量 41.19 亿千瓦时，同比增长 8.00%。在水电站所在流域来水偏丰、水电发电量增长的背景下，长江电力、华能水电、国投电力、川投能源前三季度归母净利润分别同比增加 30.20%、7.78%、8.69%、15.10%。

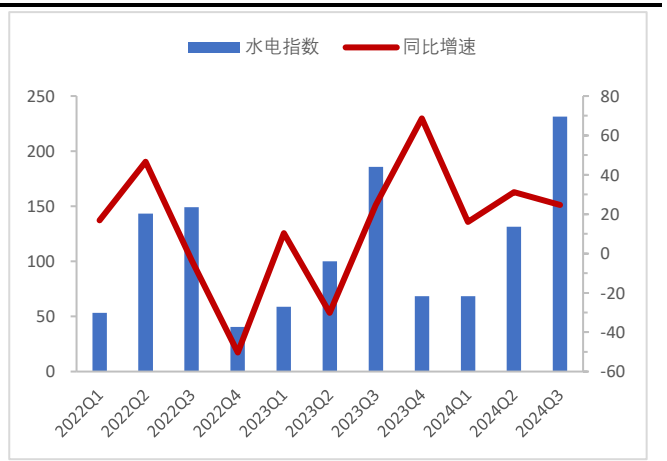
水电发电量短期受气候等因素影响，波动较大。进入 9 月份，水电未能延续来水偏丰的局面，9 月、10 月我国规上工业水电当月发电量分别同比下降 14.6%、14.9%。然而根据水电单季度盈利情况看，水电业绩的贡献主要集中在每年的二、三季度，一、四季度对业绩的贡献较小、影响不大。从长期看，基于自然界的水文循环和气候系统的周期性变化，水电来水存在均值回归的规律，长期波动较小。

图 14：我国水电发电量走势图



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

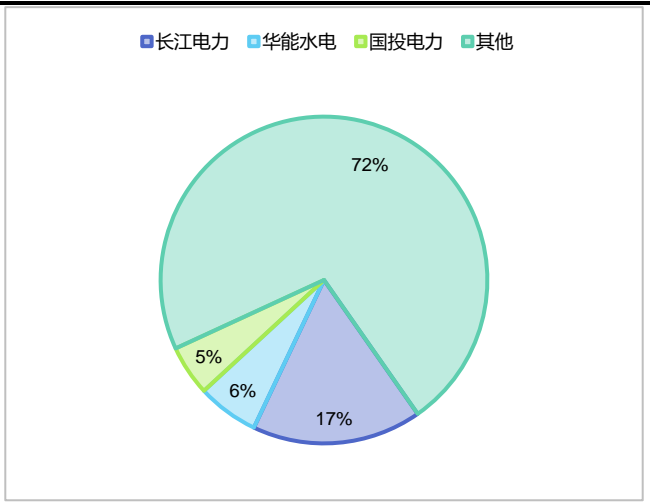
图 15：水电单季度归母净利润对比(亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

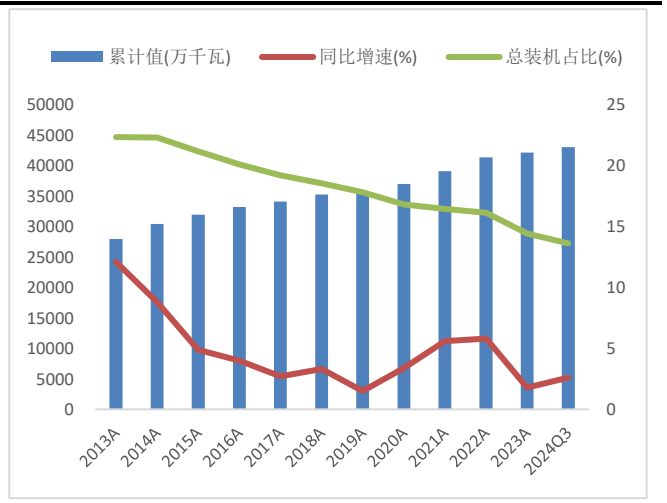
水电行业发展成熟，竞争格局清晰。截至 2024 年上半年末，国内装机容量排名前三的水电公司分别为长江电力、华能水电、国投电力，国内水电装机容量分别达到 7169.5 万千瓦、2594.98 万千瓦、2130.4 万千瓦，合计全国占比接近 28%。华能水电、国投电力分别拥有托巴、硬梁包、如美、卡拉、孟底沟等装机容量 100 万千瓦以上在建水电站项目，水电装机规模仍有增量。截至 2024 年三季度末，我国水电装机容量为 4.31 亿千瓦，这与国家能源局总工程师在 2023 年中国水电发展论坛中预计的 2030 年 5.4 亿千瓦的装机目标相比仍有增长空间。

图 16：水电行业竞争格局(截至 2024H1)



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

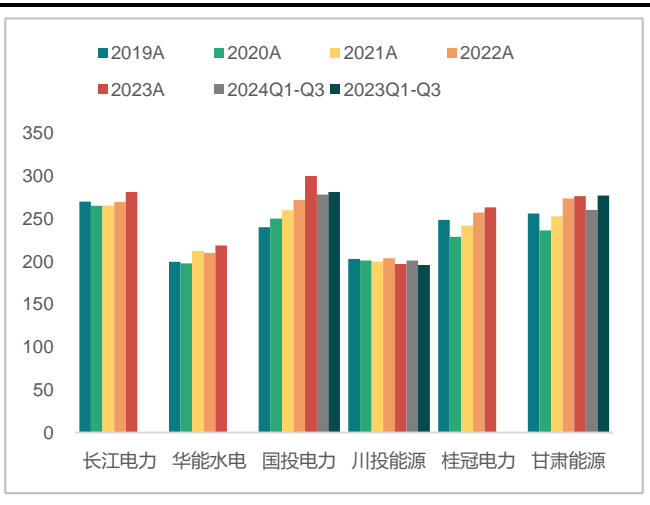
图 17：水电装机容量发展趋势



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

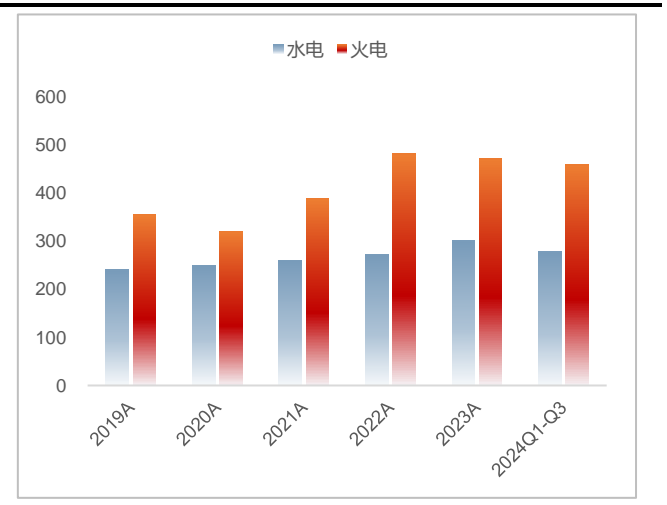
水电作为低成本清洁能源，其上网电价偏低，具备上涨空间。由于水力发电利用水流驱动涡轮机转动进而发电，不涉及化石燃料的燃烧，水电整体平均电价低于煤电和核电。水电电价长期具备上涨的空间，随着可再生能源发电比例的逐步提高、电力市场化改革的深入推进，水电作为重要的清洁能源之一，其电价上涨有助于反映其环保价值和市场供需关系。

图 18：水电平均上网电价对比（元/兆瓦时）



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

图 19：国投电力水、火上网电价对比（元/兆瓦时）

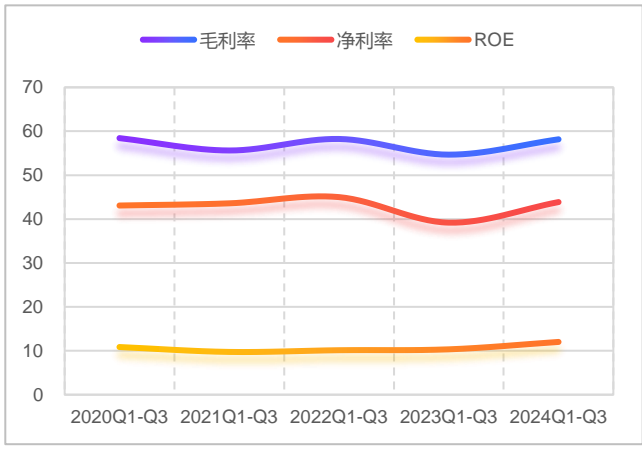


资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

水电盈利能力强且稳健。水电因其独特模式，水电站设备使用寿命远超会计折旧年限，在折旧期满后，水电站将继续创造利润而无需额外的资本支出。2023 年由于来水偏枯，水电盈利指标有一定程度的下滑，但随着 2024 年前三季度来水偏丰，水电毛利率、净利率等盈利能

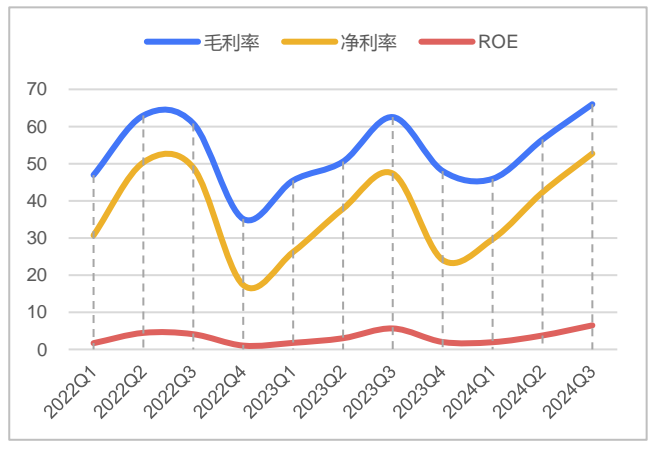
力指标回升。2024 年前三季度，水电毛利率、净利率分别为 58.16%、43.87%，分别同比提升 3.49 个百分点、4.68 个百分点；ROE 达到 12.02%，较 2023 年同期提升 1.88 个百分点。从单季度指标看，2024 年第三季度，水电毛利率为 66%，环比二季度提升了 9.5 个百分点，较 2023 年度同期提升了 3.47 个百分点，为近五年来最高水平。水电单季度净利率到达了 52.72%，环比二季度提升了 10.45 个百分点，较 2023 年度同期提升了 5.39 个百分点，亦为近五年来最高水平。

图 20：水电前三季度盈利能力指标对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 21：水电单季度盈利能力指标对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

国家电投集团计划通过旗下上市公司远达环保整合水电资产。水电作具有可再生、无污染、技术成熟、调峰能力强等特点，稳定性、经济性和清洁性较强。远达环保作为国家电投集团控股的环保上市平台，主营能源生态融合业务，拟收购国家电投旗下五凌电力 100% 股权、长洲水电 64.93% 股权，从而新增水力发电、流域水电站新能源一体化综合开发运营业务。

表 4：国家电投集团整合水电资产

公告主体	公告时间	事件	交易方案	对上市公司影响
远达环保	10.19	收购五凌电力 100% 股权、长洲水电 64.93% 股权	通过发行股份及支付现金的方式向中国电力购买其持有的五凌电力 63% 股权、向湘投国际购买其持有的五凌电力 37% 股权，以及向广西公司购买其持有的长洲水电 64.93% 股权。	本次交易后，上市公司的控股股东将由国家电投集团变更为中国电力，实际控制人仍为国家电投集团，上市公司主营业务将新增水力发电及流域水电站新能源一体化综合开发运营业务。

资料来源：远达环保公司公告，中原证券研究所

源于稳定的现金流和成熟的运营模式，水电具备高股息特征。截至 2024 年 11 月 25 日，股息率超过 3% 的有桂冠电力、国投电力和长江电力。部分水电公司存在进一步提高分红比例的空间，也将进一步提升分红金额和股息率。

表 5：水电分红情况对比 (截至 2024 年 11 月 25 日)

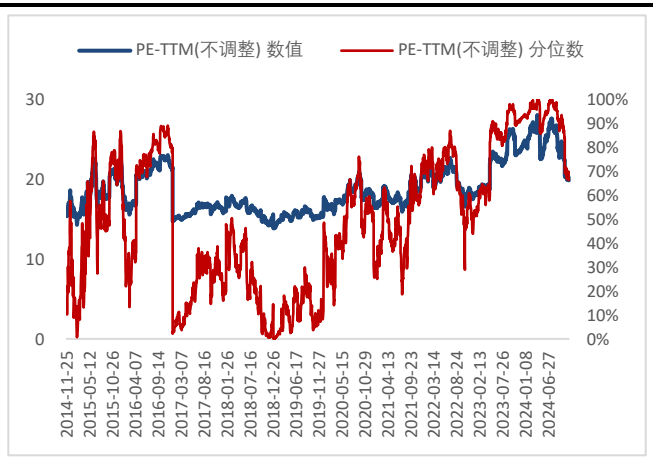
证券代码	证券名称	近 12 个月股息率 (%)	2023 年度分红比例 (%)	2023 年度累计分红金额 (亿元)
600900.SH	长江电力	3.02	73.66	200.64
600886.SH	国投电力	3.26	55.01	36.88
600025.SH	华能水电	1.94	42.42	32.40

600674.SH	川投能源	2.39	44.31	19.50
600236.SH	桂冠电力	4.61	77.16	15.76
000791.SZ	甘肃能源	1.82	33.79	1.76
000993.SZ	闽东电力	2.16	39.06	0.92
002039.SZ	黔源电力	1.92	30.68	0.81
000722.SZ	湖南发展	0.48	46.92	0.23

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

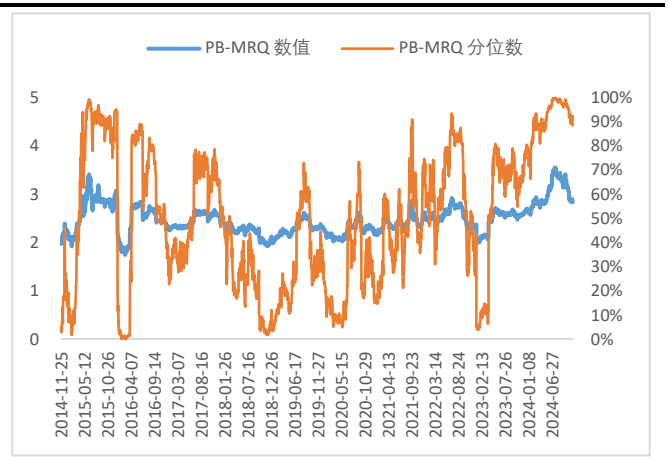
从估值上看，根据同花顺 iFinD 数据统计，截至 2024 年 11 月 25 日，水电市盈率为 19.86 倍，高于近十年中位数 17.88 倍，近十年分位值 66.32%，属于合理偏高估状态。

图 22：水电指数 PE(TTM)估值情况（倍）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 23：水电指数 PB-MRQ 估值情况（倍）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

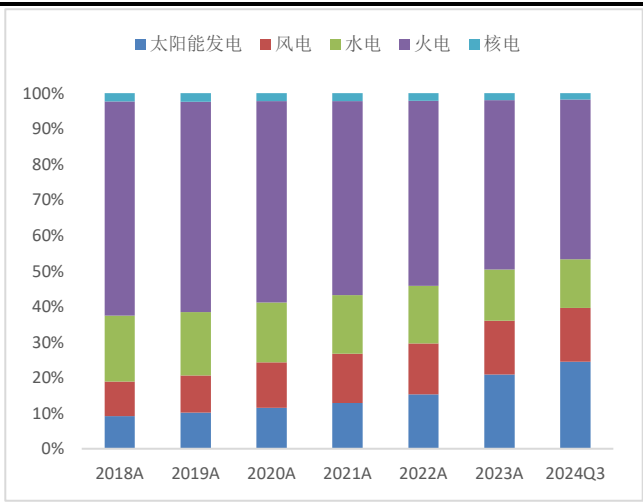
总体上看，水电板块在电力及公用事业行业中盈利能力最强，经营周期亦最长。2024 年二季度后来水由枯转丰，水电电价长期存在上涨空间，综合考虑股息率水平等因素，建议从中长期视角关注长江电力、国投电力。

4. 其他发电：平价项目影响新能源电价，核电将新增第三家上市平台

4.1. 新能源发电：装机快速增长行业竞争加剧，平价项目增长电价下滑

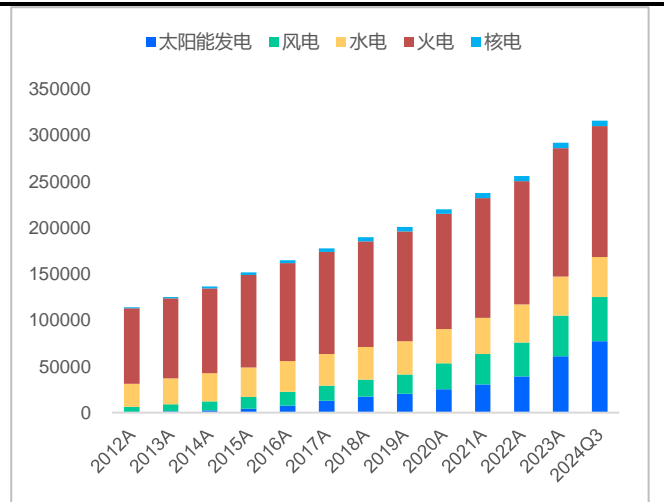
以新能源为主体的新型电力系统正在加快构建。新能源发电装机尤其是太阳能发电装机快速增长，新能源已成为装机增量的主体。2024 年前三季度，我国新增电力装机合计 2.40 亿千瓦，新增新能源装机合计 2.02 亿千瓦，占比超过八成，达到 83.98%。其中新增太阳能装机 1.63 亿千瓦，在 2024 年新增电力装机中占比 68.06%；新增风电装机 3821 万千瓦，占比 15.91%。截至 2024 年三季度末，我国新能源装机合计 12.52 亿千瓦，占比 39.64%。其中，太阳能发电装机容量 7.73 亿千瓦，同比增长 48.3%；风电装机容量 4.86 亿千瓦，同比增长 19.8%。随着装机规模的提升，新能源发电量在供应端占比由 2023 年末的 13.24% 提升至 2024 年三季度末的 13.90%。

图 24：各类型电源装机占比趋势



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

图 25：各类型电源装机规模趋势 (万千瓦)



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

新能源装机快速发展，相应的消纳需求亦大幅增加，我国发布一系列法规以提升新能源消纳水平。2024年5月，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》，强调提升电力系统对新能源的消纳能力，确保新能源大规模发展的同时保持合理利用水平，要求加快电力市场建设，从经济上促进新能源的消纳。2024年10月，国家发展改革委等六部委发布《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》，围绕规划建设新型能源体系、以更大力度推动新能源高质量发展，重点对可再生能源安全可靠供应、传统能源稳妥有序替代，以及工业、交通、建筑、农业农村等重点领域加快可再生能源替代应用提出具体要求。

表 6：促进新能源消纳重点法规

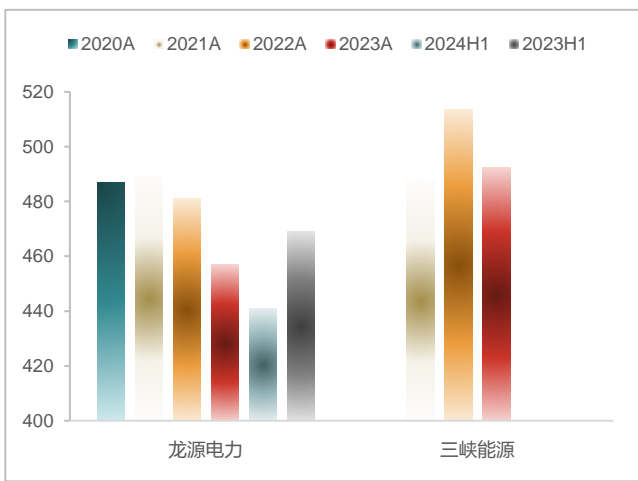
发布时间	政策/会议主题	核心内容
2024.5	国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》	强调提升电力系统对新能源的消纳能力，确保新能源大规模发展的同时保持合理利用水平，要求加快电力市场建设，从经济上促进新能源的消纳。
2024.8	国家发改委、国家能源局、国家数据局发布《加快构建新型电力系统行动方案(2024—2027年)》	开展9项专项行动，提升电网对清洁能源的接纳、配置和调控能力。将通过建设一批智能微电网项目、共享储能电站、虚拟电厂等一系列举措，提升新能源消纳能力。
2024.8	国家能源局《配电网高质量发展行动实施方案(2024—2027年)》	围绕提升供电能力、抗灾能力和承载能力，我国将加快推动一批供电薄弱区域配电网升级改造，针对性实施一批防灾抗灾能力提升，创新探索一批分布式智能电网项目等，高质量推进配电网发展。
2024.10	国家发展改革委等六部委发布《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》	围绕规划建设新型能源体系、以更大力度推动新能源高质量发展，重点对可再生能源安全可靠供应、传统能源稳妥有序替代，以及工业、交通、建筑、农业农村等重点领域加快可再生能源替代应用提出具体要求，对加快在各领域各行业实施可再生能源替代，统筹推进全社会绿色低碳转型意义重大。在提升可再生能源的安全可靠替代能力、重点领域替代应用、替代创新试点等三个方面提出重点任务。
2024.11	十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过《中华人民共和国能源法》	第二十三条，国务院能源主管部门会同国务院有关部门制定并组织实施可再生能源在能源消费中的最低比重目标。国家完善可再生能源电力消纳保障机制。供电企业、售电企业、相关电力用户和使用自备电厂供电的企业等应当按照国家有关规定，承担消纳可再生能源发电量的责任。国务院能源主管部门会同国务院有关部门对可再生能源在能源消费中的最低比重目标以及可再生能源电

力消纳责任的实施情况进行监测、考核。

资料来源：国家能源，国家发改委，国家数据局，工业和信息化部，住房城乡建设部，交通运输部，十四届全国人大常委会，中原证券研究所

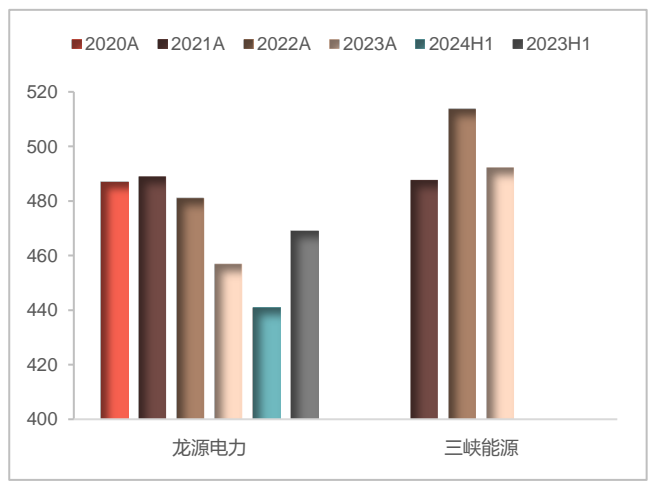
自 2021 年《关于 2021 年新能源上网电价政策有关事项的通知》发布后，新能源平价上网政策正式全面实施。平价上网政策实施以来，对新能源发电的平均上网价格产生了一定的影响。新能源电力市场交易规模扩大，平价项目占比增加导致新能源上网电价呈下降趋势。2024 年上半年，龙源电力风电平均上网电价为 441 元/兆瓦时，同比下降 28 元/兆瓦时；太阳能平均上网电价为 283 元/兆瓦时，同比下降 31 元/兆瓦时。2023 年，三峡能源风电平均上网电价为 492.3 元/兆瓦时，同比下降 21.3 元/兆瓦时；太阳能平均上网电价为 492.7 元/兆瓦时，同比下降 2.4 元/兆瓦时。电价下降影响了新能源发电公司的利润水平，2024 年前三季度，龙源电力、三峡能源归母净利润分别同比下降 10.61%、6.31%。

图 26：风电平均上网电价走势对比(元/兆瓦时)



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

图 27：太阳能平均上网电价走势对比(元/兆瓦时)



资料来源：相关上市公司公告，中原证券研究所

新能源整体面临行业竞争加剧的风险，平价项目占比提升影响了上网电价水平，新能源发电公司的收入和利润水平也由此产生了波动。新能源行业的发展符合政策导向，平价上网的本意在于提升新能源发电公司的市场竞争力，新能源发电龙头有望在未来重回业绩回升的轨道。

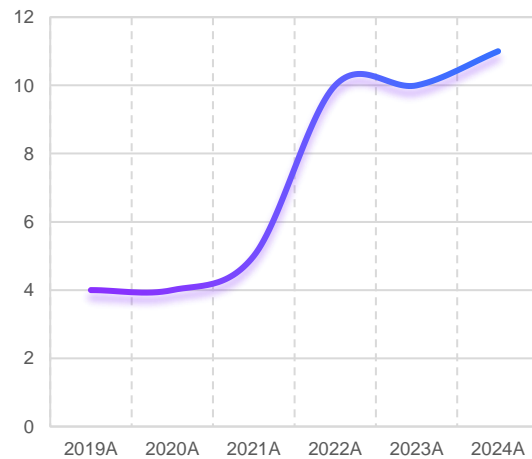
4.2. 核电：国家电投集团打造第三家核电运营商上市平台

核电同样属于我们长期关注和推荐的板块，其盈利能力仅次于水电，我国积极安全有序发展核电，核电装机水平整体处于快速发展的上行期，2024 年下半年国家电投集团整合核电资产，核电发电企业也将新增一家，提升了板块的市场关注度。2022 年起我国核电核准数量加速。2022-2023 年每年核准 10 台核电机组，2024 年 8 月核准 11 台核电机组，是历年来最高水平。我国核电站的建设周期一般为 5-7 年，根据具体的项目和地质条件有所不同。根据核电站的建设周期，预计将在 2027 年后迎来核电机组的投产高峰，核电运营商业绩将迎来集中兑现期。

表 7：2024 年核准核电机组明细

序号	机组	堆型	投资方	地址	核准装机容量(万千瓦)
1	山东招远 1 号	华龙一号	中广核集团	山东招远	121.4
2	山东招远 2 号				121.4
3	广东陆丰 1 号	CAP1000		广东汕尾	124.5
4	广东陆丰 2 号				124.5
5	浙江三澳 3 号	华龙一号		浙江温州	121.5
6	浙江三澳 4 号				121.5
7	广西白龙 1 号	CAP1000	国家电投	广西防城港	125
8	广西白龙 2 号				125
9	江苏徐圩 1 号	华龙一号	中核集团	江苏连云港	120.8
10	江苏徐圩 2 号				120.8
11	江苏徐圩高温堆	HTR-PM600S			66

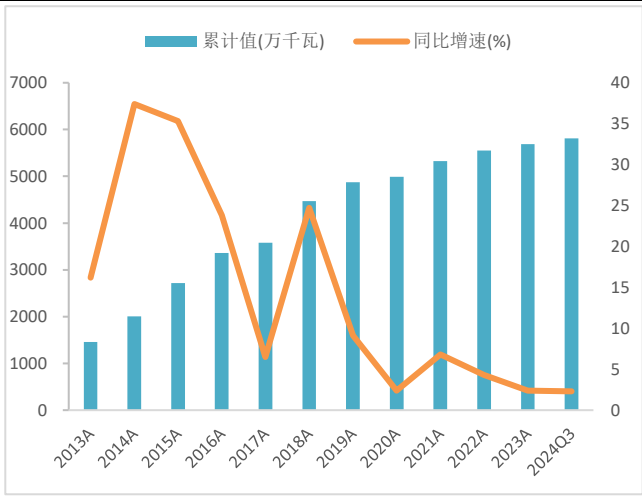
资料来源：中国核能行业协会，中原证券研究所

图 28：2024 年我国核电机组核准数量创新高(台)


资料来源：国常会，中国核能行业协会，中原证券研究所

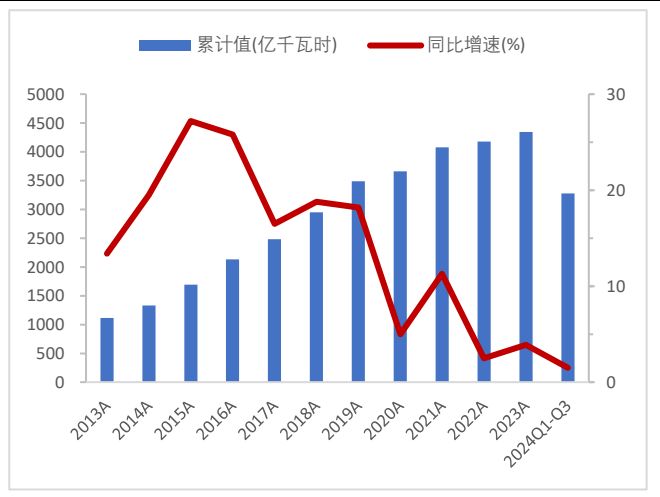
我国核电装机容量存在较大的增长空间，核电发电量受部分机组大修时间增加影响。根据中国核能行业协会公布的《全国核电运行情况（2024 年 1-9 月）》报告，2024 年前三季度全国共有中国广核防城港 4 号机组等 1 台核电机组投入商运。根据国家能源局数据，截至 2024 年 9 月末，我国运行核电机组共 56 台，装机容量为 5808 万千瓦；我国已核准的在建核电机组数量为 46 台，装机容量是 5505 万千瓦。根据国家统计局数据，受部分核电站换料大修时间同比增加的影响，2024 年前三季度，我国规上工业核电发电量 3275 亿千瓦时，仅同比微增 1.50%，整体发电量占比不足 5%，距离发达国家 10% 的发电量占比仍有较大的空间。

图 29：我国核电装机情况



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

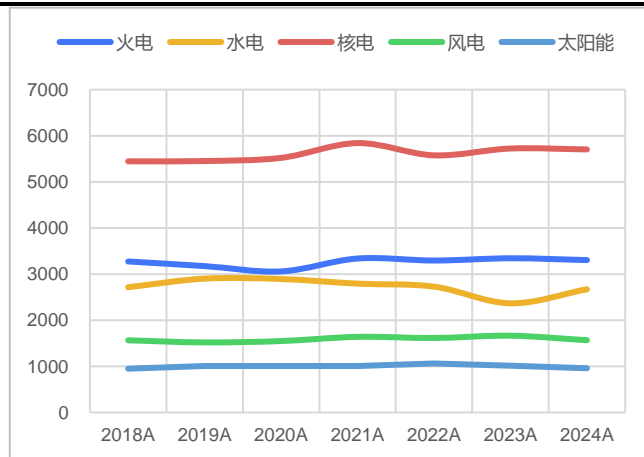
图 30：我国核电发电量情况



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

相较其他发电类型，核电平均利用小时数最高，在新型电力系统中将充当重要的基荷能源的角色。受部分机组大修时间增加影响，2024 年前三季度，核电平均利用小时数为 5704 小时，同比下降 20 小时。

图 31：各类型发电设备历年前三季度平均利用小时数对比（小时）



资料来源：国家能源局，中原证券研究所

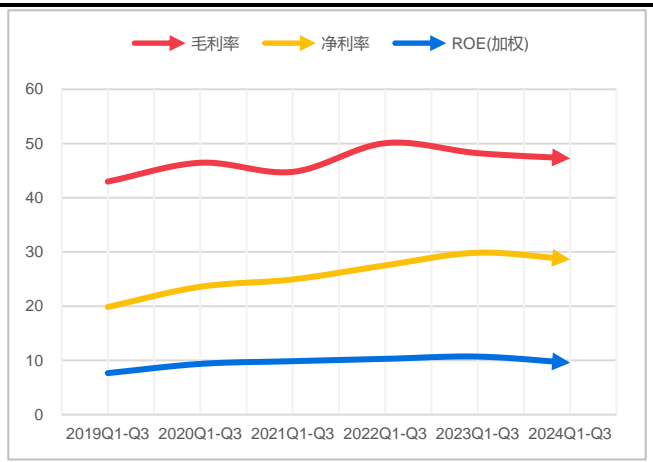
我国在运核电机组的上网电价分为计划电价和市场电价两类，其中计划电价由有关政府部门核准批复，市场电价通过市场化交易方式形成。中国广核、中国电价市场化交易电价在 2024 年出现下降，亦在一定程度上影响了公司的盈利水平。

核电双寡头装机规模将持续增长。截至 2024 年三季度末，中国广核、中国核电管理的核电装机容量分别为 3175.6 万千瓦，2175 万千瓦。2024 年下半年，中国广核、中国核电公告在建核电项目的稳步推进，中国广核宁德 5 号机组于 7 月 28 日进行核岛首罐混凝土浇筑(FCD)，进入土建施工阶段，中国核电漳州核电站 4 号机组于 9 月 27 日进行 FCD，随着 2025—2028 年核电机组陆续建成投产，预计到 2028 年中国广核、中国核电的核电装机容量分别达到 3897.6 万千瓦、3517 万千瓦。

核电运营商盈利能力稳健。中国核电、中国广核的毛利率、净利率、ROE 部分年份受机组

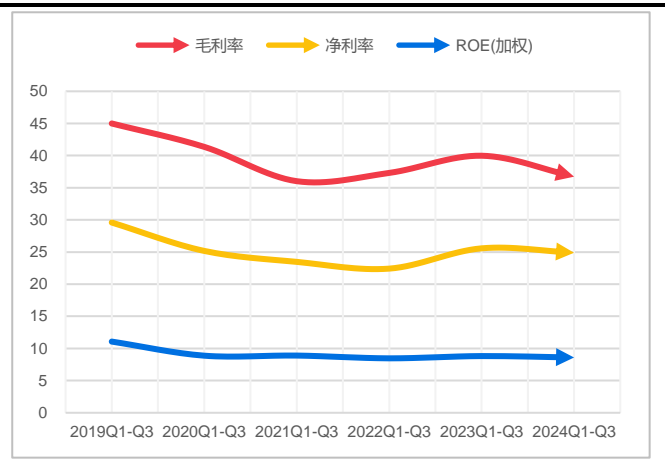
大修时间增加及市场化交易电价下降影响，但整体维持在较高的水平，2024 年前三季度，其毛利率分别为 47.26%、36.72%，净利率分别为 28.63%、24.89%，ROE 分别为 9.57%、8.60%。

图 32：中国核电盈利能力 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 33：中国广核盈利能力 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

国家电投集团整合核电资产，电投产融将成为第三家核能发电上市公司。国家电投集团作为我国第三大核电投资运营商，旗下的上市公司电投产融将置入电投核能的核电资产，置出资本控股的金融资产，从而成为继中国广核、中国核电之后的第三家上市核电运营平台。截至 2024 年 10 月 18 日，电投核能控股（包括共同控制）在运核电机组 8 台，装机规模 921 万千瓦；管理国家电投集团控股核准在建机组 8 台，装机规模 1056 万千瓦。

表 8：国家电投集团整合核电资产

公告主体	公告时间	事件	交易方案	对上市公司影响
电投产融	10.19	拟置入资产：国家核电及中国人寿合计持有的电投核能 100% 股权；拟置出资产：上市公司所持的资本控股 100% 股权。	拟以所持的资本控股 100% 股权与国家核电所持有的电投核能股权的等值部分进行置换；针对置入资产和置出资产的差额部分，由上市公司发行股份向国家核电及中国人寿购买。	本次交易完成后，上市公司现有金融业务将置出，同时注入主要从事建设、运营及管理核电站的资产，上市公司将成为国家电投集团核电运营资产整合平台。

资料来源：电投产融公司公告，中原证券研究所

核电在中长期存在提升分红比例的预期。由于要兼顾核电机组建设的资本开支等资金需求，中国核电、中国广核在 2023 年度的分红比例分别为 35%、44%，2023 年度累计分红金额均接近 37 亿。除了年度分红，中国核电将在 2024 年 12 月实施临时分红，分红总金额 3.78 亿。

表 9：核电分红情况对比

证券代码	证券名称	近 12 个月股息率 (%)	2023 年度分红比例 (%)	2023 年度累计分红金额 (亿元)
601985.SH	中国核电	2.05	34.66	36.82
003816.SZ	中国广核	2.39	44.26	36.97

资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所（截至 2024 年 11 月 25 日）

核电机组将在 2027 年迎来投产高峰，我们将持续看好中国广核、中国核电两家核电运营

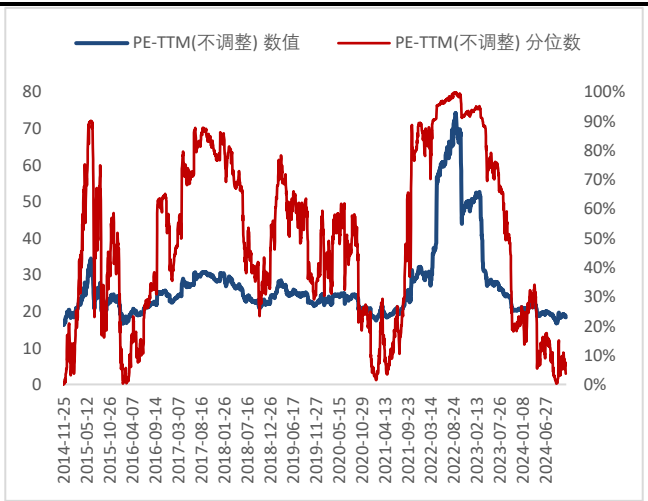
商的中长期业绩表现。整体上看，核电运营商盈利能力较强，但需要关注核电市场化交易部分的电价波动情况对业绩的影响。

5. 投资评级及主线

5.1. 维持“强于大市”的投资评级

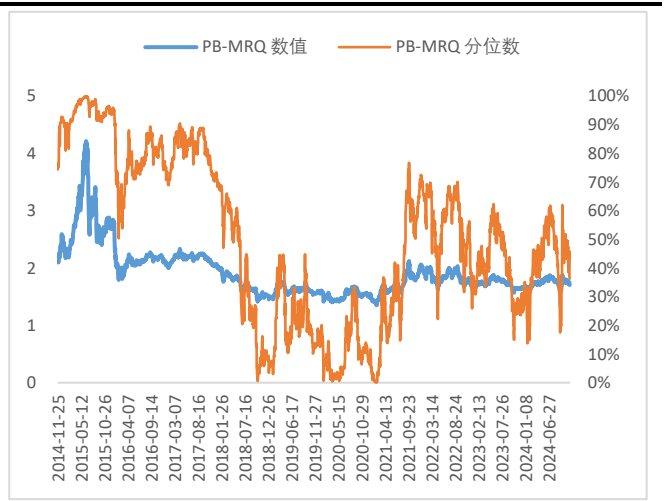
电力及公用事业板块整体业绩的持续增长消化了部分估值，板块整体估值仍处于合理偏低估区间。根据同花顺 iFinD 数据统计，截至 2024 年 11 月 25 日，电力及公用事业市盈率估值为 18.35 倍，低于近十年中位数 24.12 倍，近十年分位值 3.62%，属于低估状态；市净率估值为 1.70 倍，低于近十年中位数 1.78 倍，近十年分位值 36.27%，属于合理偏低估状态。基于电力公用事业行业发展前景，及业绩增长预期和估值水平，维持电力及公用事业行业“强于大市”的投资评级。

图 34：电力及公用事业指数 PE(TTM)估值情况(倍)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 35：电力及公用事业指数 PB-MRQ 估值情况(倍)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

5.2. 投资主线及重点标的

行业改革红利持续释放。电力、水务、燃气等公用事业领域的市场化改革正在加快推进。电力现货市场加速建设，电力辅助服务市场价格机制形成，电力供需总体呈现紧平衡状态，绿电、绿证交易提速。从供需端看，电力供应结构持续绿色低碳转型，电力需求维持高增长。从价格上看，市场化交易电价随供需面的波动，风险与机遇并存。电力及公用事业不仅是基础能源供应的核心，也是技术驱动创新与数字化转型的关键，为新质生产力的蓬勃兴起提供了坚实支撑，并在推动各行业实现高质量发展的进程中发挥着不可或缺的赋能作用。

建议重点关注水电、核电电力运营商。由于在 2024 年前三季度电力运营商贡献了电力及公用事业行业八成以上的归母净利润，我们重点关注电力运营商在从二级市场的投资价值。结合基本面、盈利能力、分红比例等因素，我们建议重点水电、核电两个子板块。

水电：水电作为我国优势传统能源，行业发展成熟，天生的自然垄断性使其行业护城河极深。由于特有的经营模式，经营周期亦足够长。受益于发电成本低，水电上网电价具备较大的

上涨空间。2024年二、三季度，来水由枯转丰，水电发电量高速增长。结合基本面、股息率等因素，建议从中长期视角关注规模最大的水电企业**长江电力**、水火共同发力的**国投电力**。

核电：当前属于我国加快核电机组核准的历史机遇期，预计2027年起，新建成的核电机组将加快投入商运。核电企业目前仍处在业绩积累期，需要增加资本开支进行核电机组的建设，其盈利能力存在继续提升的潜力，分红比例在未来有逐渐提高的预期。从中长期视角看，核电发电企业与水电相似，属于业绩稳定增长的优质标的，以时间来换取空间，未来的核电会成为现在的水电，建议关注核电“双寡头”运营商**中国核电**、**中国广核**。

火电：随着容量电价等煤电电价机制的逐步理顺，火电企业的公用事业属性在逐步增强。2024年前三季度，水电发电量大增挤压了火电的供电规模。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，火力发电将依旧在电力供给端占据重要地位。从中远期看，煤电机组向调峰电源转型为大势所趋。若燃料价格上涨，或电价下，将影响火电企业的经营业绩。

新能源发电：虽然出力不够稳定，但装机容量的快速上升，大幅增加了新能源发电量。新能源发电占比依旧较低，未来有很大的提升空间。但市场竞争的加剧，平价项目占比的增加，降低了其平均上网电价水平。新能源行业的发展符合政策导向，平价上网政策的本意在于提升新能源发电公司的市场竞争力，新能源发电龙头有望在未来重回业绩回升的轨道。后续需密切关注风、光发电上网电价走势。

表 10：电力及公用事业 2025 年度投资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	6638	1.11	1.35	1.45	24.37	20.10	18.71	增持
	600025.SH	华能水电	1674	0.40	0.48	0.53	23.25	19.55	17.60	未评级
	600886.SH	国投电力	1131	0.88	1.03	1.12	17.33	14.73	13.54	增持
	600674.SH	川投能源	816	0.93	1.04	1.11	17.97	16.08	15.08	未评级
核电	003816.SZ	中国广核	1824	0.21	0.22	0.24	18.58	17.91	16.42	增持
	601985.SH	中国核电	1800	0.55	0.59	0.65	17.20	16.15	14.66	增持
火电	600011.SH	华能国际	939	0.35	0.73	0.83	19.77	9.47	8.31	未评级
	600795.SH	国电电力	813	0.31	0.55	0.51	14.52	8.26	8.93	未评级
	600023.SH	浙能电力	731	0.49	0.58	0.63	11.12	9.35	8.61	未评级
	600027.SH	华电国际	509	0.35	0.61	0.68	15.23	8.80	7.81	未评级
新能源发电	600905.SH	三峡能源	1297	0.25	0.26	0.30	18.06	17.29	15.20	未评级
	001289.SZ	龙源电力	1057	0.73	0.82	0.90	23.53	20.89	19.02	未评级
电网	600995.SH	南网储能	327	0.32	0.37	0.47	31.97	27.65	21.77	买入
燃气	600803.SH	新奥股份	579	2.30	1.91	2.18	8.13	9.80	8.57	未评级
	605368.SH	蓝天燃气	82	0.85	0.91	0.97	13.62	12.73	11.94	买入
环保及水务	000598.SZ	兴蓉环境	213	0.62	0.69	0.77	11.58	10.40	9.30	未评级
	000885.SZ	城发环境	86	1.67	1.61	1.71	7.99	8.31	7.82	买入
	000544.SZ	中原环保	86	0.88	1.14	1.27	10.01	7.75	6.95	增持
供热或其他	603071.SH	物产环能	71	1.90	1.42	1.52	6.68	8.92	8.33	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11月25日收盘价计算）

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com

请阅读最后一页各项声明

第21页 / 共23页

6. 风险提示

行业面临的主要风险包括：

- 1) 火电燃料成本波动风险；
- 2) 水电来水不及预期风险；
- 3) 新能源市场竞争加剧风险；
- 4) 市场化交易电价下滑风险；
- 5) 运营效率提升不及预期；
- 6) 成本管控不及预期；
- 7) 其他不可预测风险。

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、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。