

# 公用事业

## 央企考核指挥棒：“一利五率”年底回顾

### 专题：

国资委提出 2024 年中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”。临近 24 年底，我们从“一利五率”入手，梳理公用环保行业核心央企的经营表现。

### 核心观点：

#### 考核“指挥棒”的变迁，引导中央企业高质量转型

自我国经济转向高质量发展阶段后，国务院国资委通过对中央企业考核指标的动态调整，主动适应高质量发展在不同阶段的新要求，引导中央企业逐渐向高质量发展转型。自 2019 年至今，国务院国资委针对中央企业高质量发展的考核指标从“两利一率”，到“两利三率”，又到“两利四率”，再到“一利五率”，考核指标不断优化。2024 年，国务院国资委提出，在保持“一利五率”目标管理体系不变的同时实现“一利稳定增长、五率持续优化”，以此推进中央企业以价值创造为导向的高质量发展进一步升级。

#### 哪家央企资产负债率压力较大？盈利水平较高？

在“一利五率”的考核指标下，我们选取国家能源集团、国电投集团、华能集团、华电集团等 11 个集团及其旗下上市公司展开分析：

**一、资产负债率：**①**集团维度：**大唐集团、中核集团资产负债率最高、压力相对较大，2024Q3 末均已达 70%；同期国电投集团、华能集团、华电集团、广核集团、中节能集团资产负债率也处于相对较高水平，位于[68.0%，70%)区间；②**上市公司维度：**2024Q3 末各集团旗下资产负债率超过 80%的上市公司名单有华电辽能（93%）、华银电力（92%）、中国核能科技\*（83%）、节能铁汉（82%）、中国核建（81%）。

**二、ROE：**①**集团维度：**2024Q1-3 ROE（平均）对比，华电集团盈利水平最高（11.7%），其次为国家能源集团（7.5%）和华能集团（7.3%），而盈利水平相对较低的集团为中节能集团（1.6%）、国家电网（2.2%）和大唐集团（2.7%）；②**上市公司维度：**国电电力（17%）、长江电力（14%）、电投能源（14%）为 2024Q1-3 ROE（平均）最高前三名；英力特（-17%）、节能铁汉（-13%）、中广核技（-2%）为 2024Q1-3 ROE（平均）最低前三名。

\*注：上市公司财务指标优先选用 2024 年三季报数据，但部分港股公司由于未披露三季报而改用 2024 年半年报数据

### 投资建议

考核“指挥棒”的变迁，引导中央企业高质量转型，在 2024 年“一利五率”的考核框架下，大唐集团、中核集团资产负债率压力相对较大，同时华电集团的 ROE 盈利水平最高。标的方面，绿电行业建议关注【龙源电力】【中国电力】；环保行业建议关注【光大环境】【瀚蓝环境】【北控水务集团】；火电行业建议关注【内蒙华电】【浙能电力】【国电电力】【华润电力 H】【华电国际】【华能国际】；水电行业建议关注【华能水电】【川投能源】【长江电力】【国投电力】；核电行业建议关注【中广核电力 H】【中国核电】【中国广核】。

**风险提示：**政策变动风险、宏观经济大幅波动、煤价大幅波动的风险、电力需求不及预期、来水大幅波动、发电量不及预期、电价波动风险等。

证券研究报告

2024 年 12 月 03 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

裴振华 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524050003  
peizhenhua@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《公用事业-行业专题研究:火电核准窗口期已过，开工与投产规模仍然可观》 2024-11-09
- 《公用事业-行业深度研究:如何看待电力行业并购重组》 2024-10-25
- 《公用事业-行业点评:电投产融：金融资产置出，“电投核能”拟借壳上市！》 2024-10-07

## 内容目录

1. 考核“指挥棒”的变迁，引导中央企业高质量转型.....	3
2. 哪家央企资产负债率压力较大？盈利水平较高？ .....	4
2.1. 资产负债率：大唐集团、中核集团压力较大，24Q3 均已超过 70%.....	4
2.2. ROE：华电集团盈利水平最高，24Q1-3 ROE (平均) 高达 11.7%.....	6
3. 投资建议.....	7
4. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：中央考核“指挥棒”的变迁 .....	3
图 2：各集团资产证券化比例对比（2024H1） .....	4
图 3：2022-2024Q3 各集团资产负债率对比 .....	4
图 4：各集团资产负债率对比（2024Q3） .....	5
图 5：部分集团及上市公司资产负债率（一） .....	5
图 6：部分集团及上市公司资产负债率（二） .....	5
图 7：部分集团及上市公司资产负债率（三） .....	5
图 8：2024Q1-3 各集团 ROE (平均) 对比.....	6
图 9：2022 年至 2024Q1-3 各集团 ROE (平均) 对比.....	6
图 10：部分集团及上市公司 ROE (平均)（一） .....	7
图 11：部分集团及上市公司 ROE (平均)（二） .....	7
图 12：部分集团及上市公司 ROE (平均)（三） .....	7
表 1：中央企业“一利五率”考核指标 .....	3

## 1. 考核“指挥棒”的变迁，引导中央企业高质量转型

自我国经济转向高质量发展阶段后，国务院国资委通过对中央企业考核指标的动态调整，主动适应高质量发展在不同阶段的新要求，引导中央企业逐渐向高质量发展转型。自 2019 年至今，国务院国资委针对中央企业高质量发展的考核指标经历了四次变化：

- 2019 年国资委提出“两利一率”（利润总额、净利润、资产负债率）；
- 2020 年增加营业收入利润率和研发经费投入强度两个指标，形成“两利三率”指标体系，引导中央企业关注经营效率，加大科技创新投入力度；
- 2021 年增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”，引导中央企业改善劳动力配置效率，提高人力资本水平；
- 2022 年提出“两增一控三提高”（两利四率）：利润总额和净利润增速要高于国民经济增速；资产负债率要控制在 65% 以内；营业收入利润率要再提高 0.1pct、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高；
- 2023 年，国资委将 2023 年中央企业经营指标体系优化为“一利五率”：利润总额增速高于全国 GDP 增速；资产负债率总体保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升；
- 2024 年，国务院国资委提出，在保持“一利五率”目标管理体系不变的同时实现“一利稳定增长，五率持续优化”，以此推进中央企业以价值创造为导向的高质量发展进一步升级。

图 1：中央考核“指挥棒”的变迁



资料来源：久其 Gcloud 公众号、国务院国资委官网、天风证券研究所

表 1：中央企业“一利五率”考核指标

中央企业“一利五率”考核指标	
2023 年初提出 “一增一稳四提升”	2023 年底提出 “一利稳定增长，五率持续优化”
<p>“一增”：确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量；</p> <p>“一稳”：资产负债率总体保持稳定；</p> <p>“四提升”：净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率进一步提升。</p>	<p>“一利稳定增长”：中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长；</p> <p>“五率持续优化”：净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。</p>

资料来源：高新企业研究院公众号、天风证券研究所

## 2. 哪家央企资产负债率压力较大？盈利水平较高？

在“一利五率”的考核指标下，我们选取国家能源集团、国电投集团、华能集团、华电集团、大唐集团、三峡集团、广核集团、中核集团、国家电网、南方电网、中节能集团共 11 个集团针对资产负债率、ROE 两个指标做研究分析。

图 2：各集团资产证券化比例对比（2024H1）



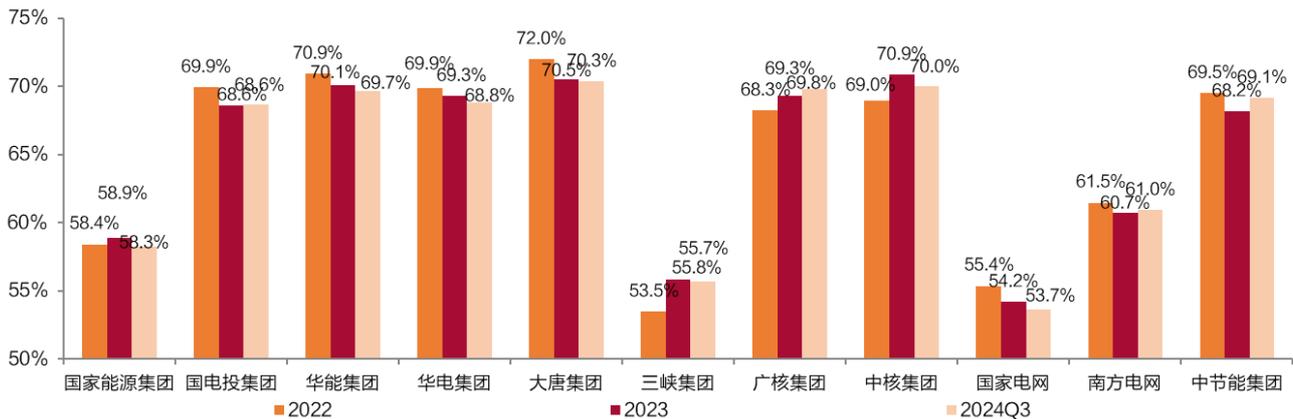
资料来源：wind、天风证券研究所

注：①资产证券化比例，由旗下上市公司总资产之和占集团总资产的比例；②汇率选用 2024 年 11 月 19 日收盘价

### 2.1. 资产负债率：大唐集团、中核集团压力较大，24Q3 均已超过 70%

在“一利五率”的考核要求下，2023 年国电投集团、华能集团、华电集团、大唐集团、国家电网、南方电网、中节能集团资产负债率均较 2022 年实现不同程度的压降；同期，国家能源集团、三峡集团、广核集团、中核集团的资产负债率略有提升。

图 3：2022-2024Q3 各集团资产负债率对比

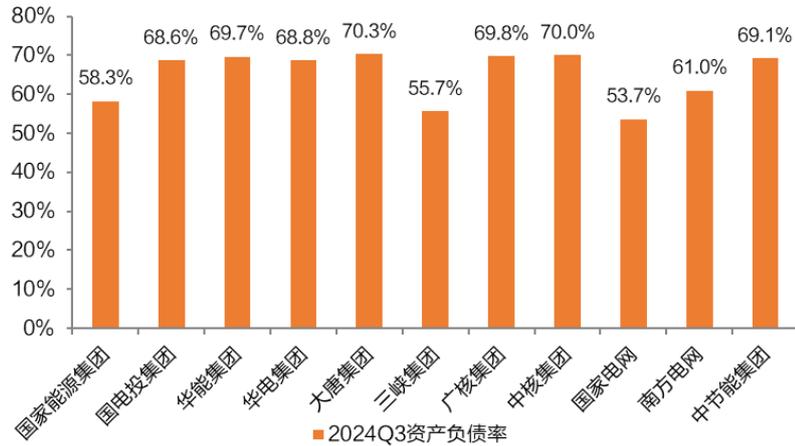


资料来源：wind、天风证券研究所

从 2024Q3 静态资产负债率的维度观测：

- ①大唐集团、中核集团资产负债率最高、压力相对较大，均已达 70%；
- ②国电投集团、华能集团、华电集团、广核集团、中节能集团资产负债率也处于相对较高水平，位于[68.0%，70%]区间；
- ③国家能源集团、三峡集团、国家电网、南方电网资产负债率压力相对较小。

图 4：各集团资产负债率对比（2024Q3）

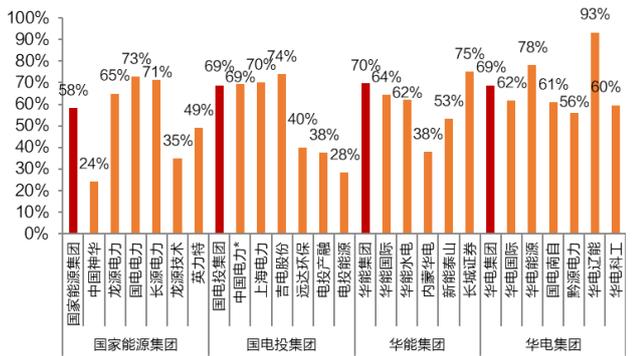


资料来源：wind、天风证券研究所

我们进一步将视角聚焦在各集团的上市公司平台，2024Q3 末资产负债率超过 70%的上市公司名单为：华电辽能（93%）、华银电力（92%）、中国核能科技\*（83%）、节能铁汉（82%）、中国核建（81%）、中广核新能源\*（79%）、华电能源（78%）、长城证券（75%）、吉电股份（74%）、国电电力（73%）、节能国祯（72%）、长源电力（71%）。

\*注：上市公司资产负债率优先选用 2024Q3 末数据，但部分港股公司由于未披露三季度而改用 2024H1 末数据

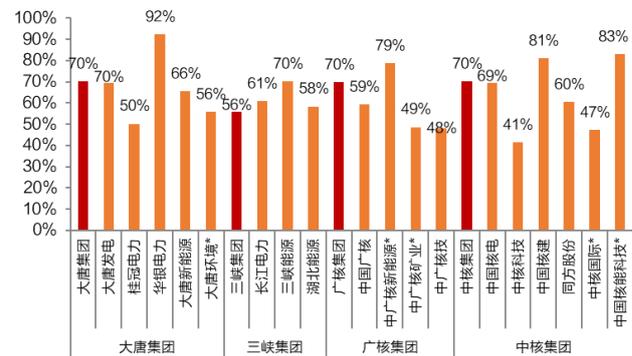
图 5：部分集团及上市公司资产负债率（一）



资料来源：wind、天风证券研究所

注：标注\*公司未披露三季度而选用 2024H1 数据，其他公司取 2024Q3 数据

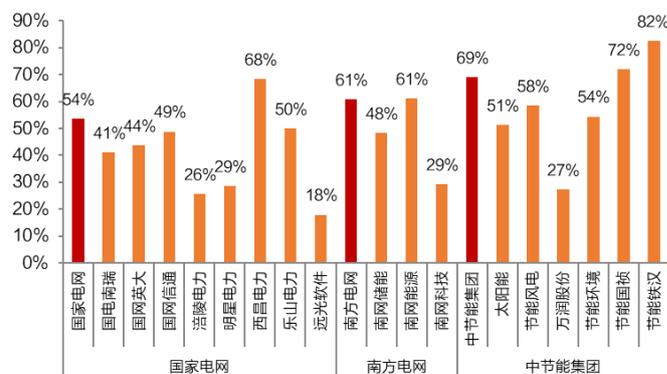
图 6：部分集团及上市公司资产负债率（二）



资料来源：wind、天风证券研究所

注：标注\*公司未披露三季度而选用 2024H1 数据，其他公司取 2024Q3 数据

图 7：部分集团及上市公司资产负债率（三）



资料来源：wind、天风证券研究所

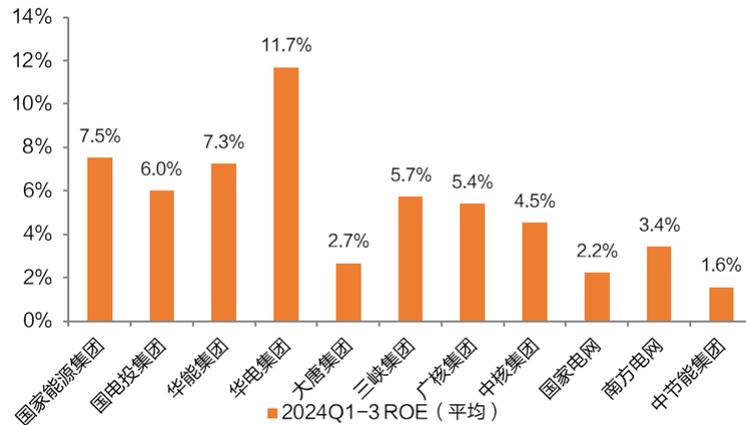
注：标注\*公司未披露三季度而选用 2024H1 数据，其他公司取 2024Q3 数据

## 2.2. ROE：华电集团盈利水平最高，24Q1-3 ROE (平均) 高达 11.7%

在所选集团 2024Q1-3 ROE (平均) 对比中，华电集团盈利水平最高 (11.7%)，其次为国家能源集团 (7.5%) 和华能集团 (7.3%)，而盈利水平相对较低的集团为中节能集团 (1.6%)、国家电网 (2.2%) 和大唐集团 (2.7%)。

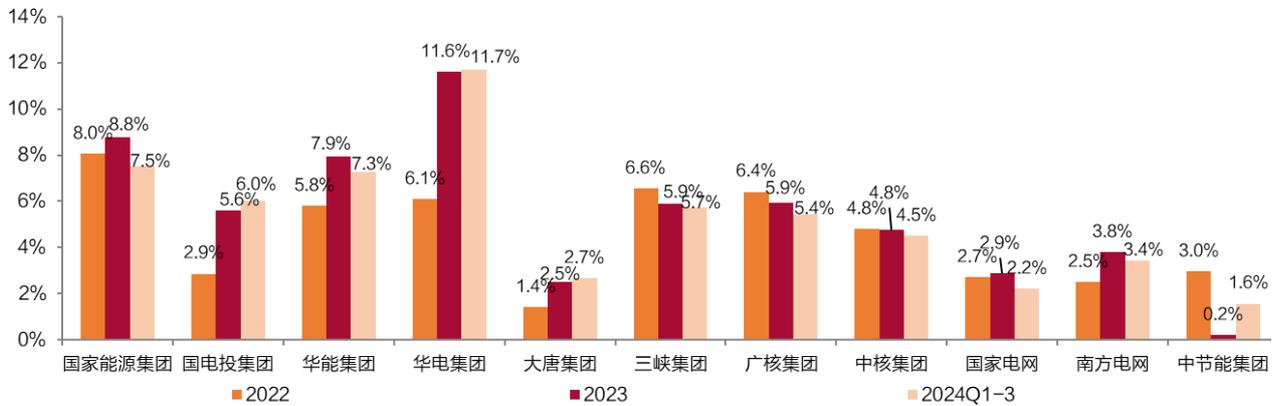
而从纵向时间维度来看，在煤炭价格回落的背景下，2023 年五大电力集团的盈利能力均出现不同幅度的回升，2023 年国家能源集团、国电投集团、华能集团、华电集团、大唐集团 ROE (平均) 为 8.8%、5.6%、7.9%、11.6%、2.5%，分别同比+0.7、+2.7、+2.1、+5.5、+1.1pct。

图 8：2024Q1-3 各集团 ROE (平均) 对比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：2022 年至 2024Q1-3 各集团 ROE (平均) 对比



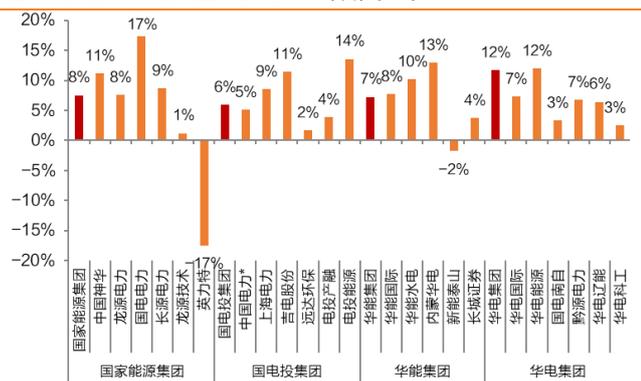
资料来源：wind、天风证券研究所

我们进一步将视角聚焦在各集团的上市公司平台，对比其 2024Q1-3 净资产平均收益率：

- **盈利水平最高的上市平台：**国电电力 (17%)、长江电力 (14%)、电投能源 (14%)、内蒙华电 (13%)、华电能源 (12%)、中广核新能源 (12%)、吉电股份 (11%)、中国神华 (11%)、桂冠电力 (11%)、华能水电 (10%)；
- **盈利水平最低的上市平台：**英力特 (-17%)、节能铁汉 (-13%)、中广核技 (-2%)、新能泰山 (-2%)、中核国际\* (-2%)、西昌电力 (0%)、同方股份 (1%)、龙源技术 (1%)、远达环保 (2%)、华银电力 (2%)。

\*注：上市公司 ROE (平均) 优先选用 2024Q1-3 数据，但部分港股公司由于未披露季报而改用 2024H1 数据

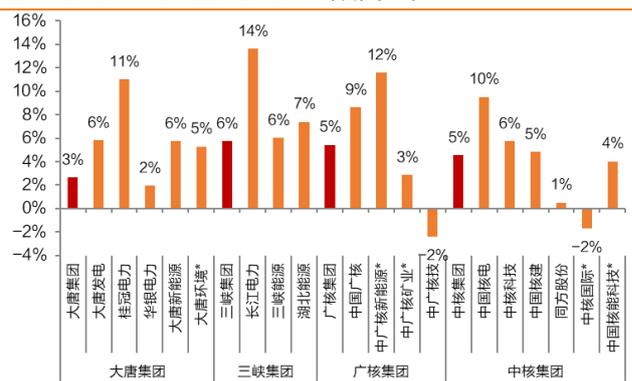
图 10：部分集团及上市公司 ROE<sub>(平均)</sub> (一)



资料来源：wind、天风证券研究所

注：标注\*公司未披露三季报而取 2024H1 数据，其他公司取 2024Q1-3 数据

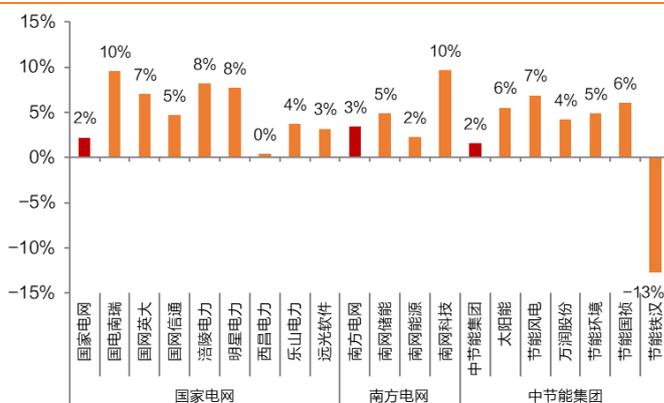
图 11：部分集团及上市公司 ROE<sub>(平均)</sub> (二)



资料来源：wind、天风证券研究所

注：标注\*公司未披露三季报而取 2024H1 数据，其他公司取 2024Q1-3 数据

图 12：部分集团及上市公司 ROE<sub>(平均)</sub> (三)



资料来源：wind、天风证券研究所

注：标注\*公司未披露三季报而取 2024H1 数据，其他公司取 2024Q1-3 数据

### 3. 投资建议

考核“指挥棒”的变迁，引导中央企业高质量转型，在 2024 年“一利五率”的考核框架下，大唐集团、中核集团资产负债率压力相对较大，同时华电集团的 ROE 盈利水平最高。

标的方面，绿电行业建议关注【龙源电力】【中国电力】；环保行业建议关注【光大环境】【瀚蓝环境】【北控水务集团】；火电行业建议关注【内蒙华电】【浙能电力】【国电电力】【华润电力 H】【华电国际】【华能国际】；水电行业建议关注【华能水电】【川投能源】【长江电力】【国电电力】；核电行业建议关注【中广核电力 H】【中国核电】【中国广核】。

### 4. 风险提示

**政策变动风险：**公用环保行业与政策紧相关，若政策大幅波动，相关上市公司盈利水平或产生较大影响。

**宏观经济大幅波动：**用电需求与宏观经济走势高度相关，若宏观经济超预期波动或对各行业用电需求造成不利影响。

**煤价大幅波动的风险：**火电电价是电力行业定价的锚点，若煤炭价格大幅波动，或将对电力行业电价产生较大影响。

**电力需求不及预期：**用电需求是影响电力企业发电量的重要因素，对电力公司业绩有重要影响。

**来水大幅波动：**来水大幅波动或将影响水电发电量，进而对发电侧的供给情况产生较大干扰。

**发电量不及预期：**发电量对电力行业上市公司的收入和利润起着关键作用，发电量若不及预期会对电力上市公司业绩造成负面影响。

**电价波动风险：**电价对电力行业上市公司的收入和利润起着关键作用，电价若超预期波动会对电力上市公司业绩造成较大影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com