

2025 年 02 月 09 日

# 火电具备弹性 水电整体回暖

## ——公用事业 2024 年业绩前瞻

投资评级：看好（维持）

### 投资要点：

#### 证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩

SAC: S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

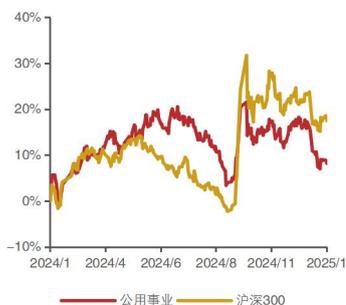
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 板块表现：



- **除华能国际外，火电公司前三季度业绩普遍高增，全年业绩受年底减值计提情况影响较大，存在不确定性，但是预计四季度煤价下行带动经营业绩继续向好。**从 2024 年前三季度业绩来看，除华能国际业绩下滑 17.1% 外，其余火电公司均实现高速增长。从 2024 年 11 月中旬开始，我国动力煤价格出现一轮急速下跌，秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价跌幅超过 100 元/吨，预计对火电业绩产生一定提振。但是考虑到火电公司在年底往往进行减值测试，导致全年最终业绩存在一定不确定性。不考虑大额减值的情况下，我们预计火电板块四季度经营性业绩继续向好，减值计提金额的减少或成为火电公司 2024 年全年业绩弹性的重要来源。
- **水电板块全年业绩预计增速可观，但是四季度来水转弱，核电业绩整体平稳。**受 2023 年同期我国主要流域来水显著偏枯影响，水电板块 2023 年业绩整体较差，2024 年前三季度我国降雨恢复往年正常水平，带动水电业绩整体回暖，长江电力前三季度增速领跑大型水电公司。但是进入四季度后，以长江流域为代表的区域来水再次转弱，预计不同水电公司四季度单季度利润可能出现分化，华能水电、桂冠电力可能出现增长。核电业绩整体平稳，中国核电和中国广核的增速差异主要与机组投产节奏带来的同比效应以及大修周期有关。
- **绿电板块仍然承压，增收不增利现象延续。**受弃风弃光率抬头、现货市场价格承压等因素影响，2024 年我国绿电板块压力犹存，叠加上半年风况较差，行业净利润增速与营业收入增速不匹配，增收不增利现象仍然明显。但是考虑到 2023 年同期龙源电力等公司计提大额减值，如果 2024 年减值金额减少，可能带来业绩同比增量。对于行业整体而言，预计绿电板块业绩将出现较大分化，大部分公司可能承压。
- **投资建议：**当前时点我们继续看好以长江电力为代表的大水电现金流价值，其商业模式稳定性、在行业成本曲线中的位置以及本身的电价优势使得其拥有更强的抗风险能力，在稳定收益型资产愈发稀缺的背景下，有望通过折现率下降持续提升估值。对于煤电板块，各地 2025 年电价长协陆续出台，短期业绩更多取决于煤价走势，最近一段时间煤价处于弱势地位，未来需进一步观察煤价供需格局，但是中期来看，我们认为区域供需格局仍然是影响火电公司投资价值最重要的因素，**建议优选供需格局更好的申能股份、皖能电力**。绿电板块目前仍然承压，但是从投资的角度，我们认为当下的压力更多是电力市场不健全导致的，未来有望逐步纠偏，在新能源板块内部，从商业模式以及资源属性来看，我们更看好风电占比高的公司，推荐**龙源电力（H）、大唐新能源、新天绿色能源（H）**等公司。
- **风险提示：**来水波动，煤价超预期上涨，新能源补贴拖欠与现货市场电价风险。

**图表 1：公用事业重点公司 2024 年业绩前瞻（亿元）**

板块	代码	简称	2023Q1-3	2024Q1-3	yoy	2023	2024E	yoy	2023Q4	2024Q4E	yoy
火电 转型	600011.SH	华能国际	125.6	104.1	-17.1%	84.5	100	18.3%	-41.1	-4.1	减亏
	600027.SH	华电国际	45	51.6	14.7%	45.2	60	32.7%	0.2	8.4	4100%
	2380.HK	中国电力				30.8	45	46.1%	30.8	45	46.1%
	600795.SH	国电电力	56.2	91.9	63.5%	56.1	97	72.9%	-0.1	5.1	扭亏
	000883.SZ	湖北能源	17.2	24.6	43.0%	17.5	22.6	29.1%	0.3	-2	转亏
	600863.SH	内蒙华电	21.8	24.7	13.3%	20	25.5	27.5%	-1.8	0.8	扭亏
	000543.SZ	皖能电力	13	15.8	21.5%	14.3	21	46.9%	1.3	5.2	300.0%
	600483.SH	福能股份	16.4	17.7	7.9%	26.2	28	6.9%	9.8	10.3	5.1%
	600021.SH	上海电力	14.7	24.6	67.3%	15.9	20	25.8%	1.2	-4.6	亏损
	600642.SH	申能股份	25	32.8	31.2%	34.6	39	12.7%	9.6	6.2	-35.4%
新能源	0916.HK	龙源电力	63.8	56.7	-11.1%	63.6	70	10.1%	-0.2	13.3	扭亏
	0956.HK	新天绿色能源	15.1	15	-0.7%	22.1	21.7	-1.8%	7	6.7	-4.3%
	1798.HK	大唐新能源	22.5	18.7	-16.9%	27.5	24	-12.7%	5	5.3	6.0%
	1811.HK	中广核新能源				18.96	19.47	2.7%	18.96	19.47	2.7%
	600905.SH	三峡能源	54.4	50.9	-6.4%	71.8	70	-2.5%	17.4	19.1	9.8%
	600163.SH	中闽能源	3.8	4.1	7.9%	6.8	7.2	5.9%	3	3.1	3.3%
	601619.SH	嘉泽新能	6.5	5.5	-15.4%	8	6.8	-15.0%	1.5	1.3	-13.3%
	601778.SH	晶科科技	3.9	2.2	-43.6%	3.8	4.8	26.3%	-0.1	2.6	扭亏
	000862.SZ	银星能源	2	1.9	-5.0%	1.6	0.9	-43.8%	-0.4	-1	增亏
	600310.SH	广西能源	0.2	4.5	2150%	0	2.5		-0.2	-2	增亏
核电	601985.SH	中国核电	93.3	89.3	-4.3%	106.2	100	-5.8%	12.9	10.7	-17.1%
	003816.SZ	中国广核	97	99.8	2.9%	107.2	116	8.2%	10.2	16.2	58.8%
水电	600900.SH	长江电力	215.2	280.2	30.2%	272.4	325.2	19.4%	57.2	45	-21.3%
	600025.SH	华能水电	67	72.3	7.9%	76.4	84	9.9%	9.4	11.7	24.5%
	600886.SH	国投电力	60.5	65.8	8.8%	67	74	10.4%	6.5	8.2	26.2%
	600674.SH	川投能源	38.4	44.2	15.1%	44	48	9.1%	5.6	3.8	-32.1%
	600236.SH	桂冠电力	11.4	21.6	89.5%	12.3	23	87.0%	0.9	1.4	55.6%
	002039.SZ	黔源电力	2.8	2.7	-3.6%	2.6	2.1	-19.2%	-0.2	-0.6	增亏
燃气	601139.SH	深圳燃气	11.1	10.6	-4.5%	14.4	14.57	1.2%	3.3	3.97	20.3%
	603689.SH	皖天然气	3	2.8	-6.7%	3.4	3.49	2.6%	0.4	0.69	72.5%
环保	0257.HK	光大环境				44.3	33	-25.5%			
综合能源	600509.SH	天富能源	4.1	4.9	19.5%	4.3	4.8	11.6	0.2	-0.1	转亏

资料来源：wind，华源证券研究所

## 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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、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。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。