

超配 (维持)

新形势下，关注电力及燃气板块优质机会

公用事业行业专题报告

2025年4月29日

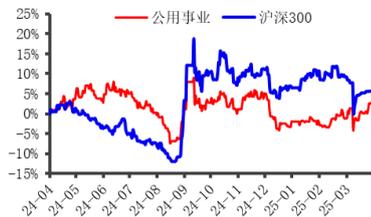
投资要点：

分析师：苏治彬
SAC 执业证书编号：
S0340523080001
电话：0769-22110925
邮箱：suzhibin@dgzq.com.cn

分析师：刘兴文
SAC 执业证书编号：
S0340522050001
电话：0769-22119416
邮箱：
liuxingwen@dgzq.com.cn

- **水电：**为了推动能源结构向绿色、低碳的方向转型，近年来我国高度重视清洁能源，出台一系列政策，支持水电发展。我国水电装机容量从2020年底的3.70亿千瓦增长至2024年底的4.36亿千瓦，年均复合增速为4%，水电装机稳步增长。主要水电公司长江电力、华能水电、雅砻江公司均有新增装机的计划，未来水电装机容量增长可期。而且，水电公司重视现金分红，积极与投资者分享发展成果。根据2023年度权益分派实施公告等公司资料，11家水电行业上市公司中有9家通过现金分红的方式回报股东，其中桂冠电力的现金分红总额超过当年的归母净利润、长江电力的现金分红比例超过七成。综合而言，建议关注长江电力（600900）、华能水电（600025）、川投能源（600674）。
- **燃气：**《2025年国务院政府工作报告》提到，2025年要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。综合来看，一系列政策将助力工业经济发展，并有望带动天然气需求提升。另外，当前我国有序推进天然气上下游价格联动。在天然气价格大幅波动的背景下，价格联动机制逐步落地有助于燃气企业疏导天然气采购成本，从而促进燃气行业良性发展。建议关注新天然气（603393）、新奥股份（600803）、九丰能源（605090）。
- **煤电：**在我国能源绿色低碳转型的过程中，合规煤电机组由于发挥对电力系统支撑调节的作用，将获得容量电费。煤电容量电价机制的落实将助力符合条件的煤电企业回收固定成本，从而有助于煤电行业健康运行。另外，国家发改委提到，南方区域市场、川渝一体化调峰辅助服务市场启动试运行，长三角电力市场建设已经启动，正在研究京津冀电力市场建设方案，各区域省间中长期、辅助服务市场持续健全。当前我国“中长期+现货+辅助服务”的多品类电力市场体系初步建成，煤电公司积极参与辅助服务市场，拓展辅助服务收入。并且，今年以来动力煤价格同比下降，有望促进煤电企业的业绩提升。建议关注华电国际（600027）、国电电力（600795）。
- **风险提示：**政策推进不及预期；经济发展不及预期；上网电价波动风险；气源获取风险；原材料价格波动风险等。

申万公用事业指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目录

1、水电：多因素促良性发展	4
1.1 一系列政策支持水电发展	4
1.2 近年来我国水电装机稳步增长	4
1.3 积极与投资者分享发展成果	5
2、煤电：原材料煤炭价格下降，容量电价助成本回收	7
2.1 煤电容量电价机制助力固定成本回收	7
2.2 辅助服务市场持续健全	8
2.3 煤价下降有望促煤电业绩提升	9
3、燃气：气价联动有序推进	11
3.1 工业经济发展有助于天然气需求提升	11
3.2 气价联动有序推进，助力企业疏导采购成本	13
4、投资建议	15
5、风险提示	16

插图目录

图 1：中国水电装机容量及同比增速	5
图 2：申万水电板块营收及同比增速	6
图 3：申万水电板块归母净利润及同比增速	6
图 4：2023 年度水电公司的现金分红比例	6
图 5：2024-2025 年各省级电网煤电容量电价（元/千瓦）	7
图 6：中国规模以上工业原煤产量及同比增速	9
图 7：中国动力煤消费量及同比增速	10
图 8：中国炼焦煤消费量及同比增速	10
图 9：大唐发电&华能国际的发电（含供热）燃料成本占公司总成本的比例	11
图 10：秦皇岛港动力煤(Q5500)综合交易价（元/吨）（截至 4 月 25 日）	11
图 11：中国 GDP 同比增速	11
图 12：中国规模以上工业增加值同比增速	11
图 13：中国社会消费品零售总额及同比增速	12
图 14：中国出口商品总值及同比增速	12
图 15：2023 年中国天然气消费结构	12
图 16：中国天然气消费量（亿立方米）	12
图 17：中国 LNG 出厂价格（元/吨）（截至 4 月 27 日）	14
图 18：中国 LNG 综合进口到岸价格指数（截至 4 月 20 日）	14

表格目录

表 1: 水电支持政策及内容	4
表 2: 主要水电公司境内装机情况	5
表 3: 煤电两部制电价	7
表 4: 辅助服务有关文件	8
表 5: 电煤中长期合同签订履行相关工作	10
表 6: 经济政策及政府工作报告	12
表 7: 部分城市天然气价格联动调整情况	13
表 8: 党的二十届三中全会关于能源领域的内容.....	14
表 9: 重点公司盈利预测及投资评级 (2025/4/28)	15

1、水电：多因素促良性发展

1.1 一系列政策支持水电发展

一系列政策支持水电发展。为了推动能源结构向绿色、低碳的方向转型，近年来我国高度重视清洁能源，出台一系列政策，支持水电发展。《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》提到，加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。《2025年能源工作指导意见》要求，稳步推进重大水电工程建设。

表 1：水电支持政策及内容

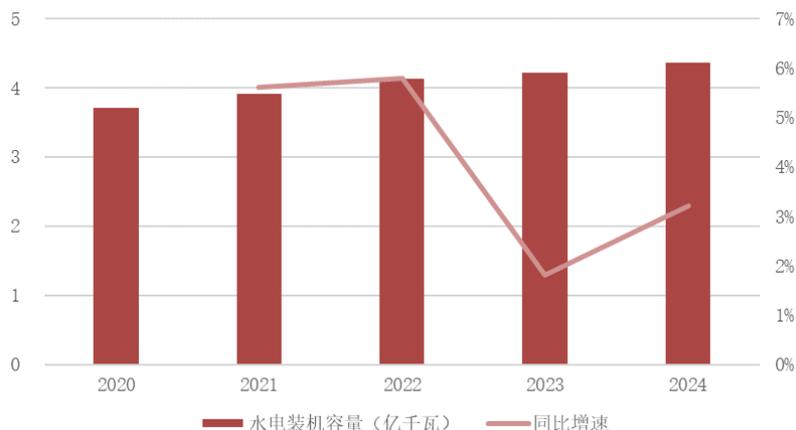
时间	政策文件	有关内容
2021年	《2030年前碳达峰行动方案》	因地制宜开发水电。积极推进水电基地建设，推动金沙江上游、澜沧江上游、雅砻江中游、黄河上游等已纳入规划、符合生态保护要求的水电项目开工建设，推进雅鲁藏布江下游水电开发，推动小水电绿色发展。推动西南地区水电与风电、太阳能发电协同互补。统筹水电开发和生态保护，探索建立水能资源开发生态保护补偿机制。“十四五”、“十五五”期间分别新增水电装机容量 4000 万千瓦左右，西南地区以水电为主的可再生能源体系基本建立。
2022年	《“十四五”现代能源体系规划》	1、坚持生态优先、统筹考虑、适度开发、确保底线，积极推进水电基地建设，推动金沙江上游、雅砻江中游、黄河上游等河段水电项目开工建设。实施雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程。实施小水电清理整改，推进绿色改造和现代化提升。推动西南地区水电与风电、太阳能发电协同互补。到 2025 年，常规水电装机容量达到 3.8 亿千瓦左右。 2、以长江经济带上游四川、云南和西藏等地区为重点，坚持生态优先，优化大型水电开发布局，推进西电东送接续水电项目建设。
2024年	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	大力发展非化石能源。加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设，积极发展分布式光伏、分散式风电，因地制宜开发生物质能、地热能、海洋能等新能源，推进氢能“制储输用”全链条发展。统筹水电开发和生态保护，推进水风光一体化开发。积极安全有序发展核电，保持合理布局和平稳建设节奏。到 2030 年，非化石能源消费比重提高到 25% 左右。
2025年	《2025年能源工作指导意见》	积极推进第二批、第三批“沙戈荒”大型风电光伏基地和主要流域水风光一体化基地建设，科学谋划“十五五”“沙戈荒”新能源大基地布局方案，稳步推进重大水电工程建设，积极推动海上风电项目开发建设，加大光伏治沙、光热项目建设力度，推动抽水蓄能装机容量达到 6200 万千瓦以上，核准一批条件成熟的沿海核电项目，因地制宜推动核能综合利用。

资料来源：中共中央，国务院，国家发改委，国家能源局，东莞证券研究所

1.2 近年来我国水电装机稳步增长

近年来我国水电装机稳步增长。在一系列政策支持下，水电项目开发建设有序推进，包括 2022 年白鹤滩电站实现全部机组投产发电、2024 年托巴水电站多台机组投产发电等。我国水电装机容量从 2020 年底的 3.70 亿千瓦增长至 2024 年底的 4.36 亿千瓦，年均复合增速为 4%，水电装机稳步增长。

图 1：中国水电装机容量及同比增速



资料来源：国家能源局，WinD，东莞证券研究所

未来水电装机容量增长可期。截至 2024 年 6 月底，雅砻江公司在建及核准水电装机 372 万千瓦。长江电力拟通过扩机方式增加装机容量 224 万千瓦。华能水电的在建项目包含硬梁包水电站、RM 水电站等，其中硬梁包水电站装机容量 111.6 万千瓦，已投产 30.6 万千瓦，计划 2025 年全部投产；RM 水电站装机容量 260 万千瓦，已开工建设，计划 2035 年投产。综合来看，未来水电装机容量增长可期。

表 2：主要水电公司境内装机情况

公司	计划新增装机 (万千瓦)	在运水电装机 (万千瓦)
雅砻江公司	372	1920
长江电力	224	7169.5
华能水电	341	2730.6
总和	937	11820.1

资料来源：国投电力及长江电力 2024 年半年报，华能水电 2024 年年报，长江电力 2024 年 5 月 8 日业绩说明会的回答，华能水电 2025 年 1 月投产公告，华能水电 2024 年发行 A 股募集说明书（申报稿）等，东莞证券研究所

1.3 积极与投资者分享发展成果

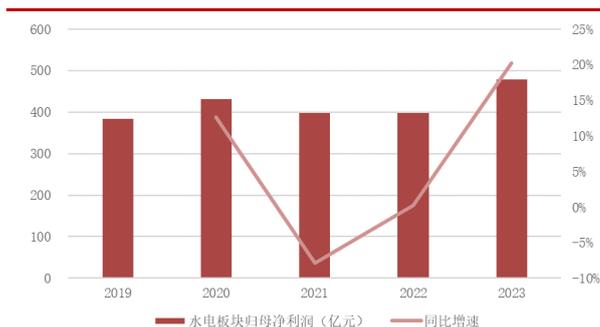
2019-2023 年水电板块保持盈利。申万水电板块涵盖 11 家水电行业上市公司。水电板块 2023 年实现营收 1787.06 亿元，同比增长 22.51%，2019-2023 年营收总和持续增长。水电板块 2023 年实现归母净利润 479.12 亿元，同比增长 20.18%，2019-2023 年水电板块保持盈利。同时，在运营期内水电的主要成本为电站资产折旧，为非付现成本，因此在整个运营期内，水电站的现金流通常较好。

图2：申万水电板块营收及同比增速



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

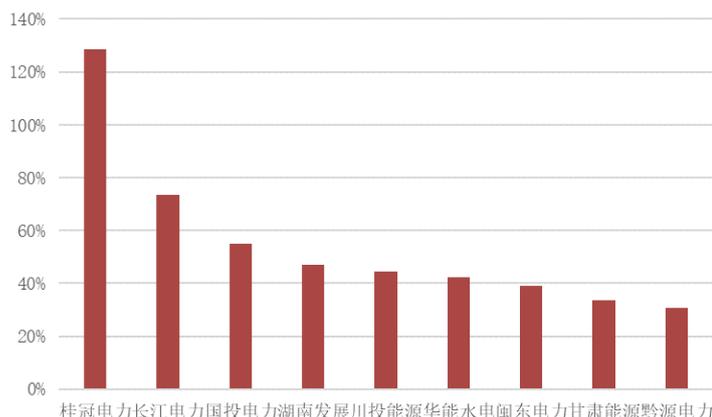
图3：申万水电板块归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

水电公司重视现金分红，积极与投资者分享发展成果。根据 2023 年度权益分派实施公告等公司资料，11 家水电行业上市公司中有 9 家通过现金分红的方式回报股东（余下 2 家公司由于当年归母净利润为负值而未进行现金分红），其中桂冠电力的现金分红总额超过当年的归母净利润、长江电力的现金分红比例超过七成。

图 4：2023 年度水电公司的现金分红比例



资料来源：Wind，iFinD，东莞证券研究所

多家水电公司对未来的利润分配作出了具体规定。根据长江电力公司章程，“公司可以采取现金或者股票方式分配股利，并优先采用现金分红的方式进行分配，原则上每年度进行一次现金分红，在有条件的情况下，公司可以进行中期利润分配。公司每年现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的 50%。公司对 2021 年至 2025 年每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70%进行现金分红”。根据华能水电公司章程，“公司在当年盈利、且无未弥补亏损的条件下，如无重大投资计划或重大现金支出事项发生、资产负债率未超过 75%，应当采取现金方式分配股利。公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50%”。中长期来看，长江电力、华能水电等主要水电公司对未来的利润分配作出了具体规定，体现了公司持续与投资者分享发展成果的价值观。

2、煤电：原材料煤炭价格下降，容量电价助成本回收

2.1 煤电容量电价机制助力固定成本回收

我国建立煤电容量电价机制。2023年11月，国家发改委、国家能源局提出建立煤电容量电价机制，为适应煤电功能加快转型需要，在原有的电量电价基础上，新增容量电价，其中电量电价通过市场化方式形成，反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；容量电价水平根据煤电功能转型进度等实际情况合理确定并逐步调整。

表 3：煤电两部制电价

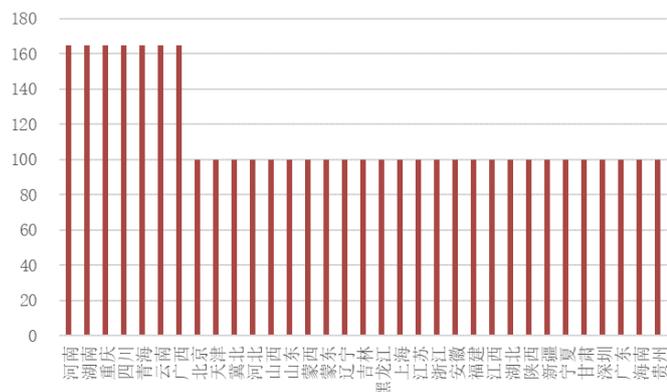
	调整前	调整后
电量电价	√	√
容量电价	/	√
煤电总电价	=电量电价	=电量电价+容量电价

资料来源：国家发改委，国家能源局，东莞证券研究所

煤电机组需满足特定要求且执行调度指令才可获得容量电费。煤电容量电价机制适用于合规在运的公用煤电机组。燃煤自备电厂、不符合国家规划的煤电机组，以及不满足国家对于能耗、环保和灵活调节能力等要求的煤电机组，不执行容量电价机制。正常在运情况下，煤电机组无法按照调度指令提供申报最大出力的，月内发生两次扣减当月容量电费的10%，发生三次扣减50%，发生四次及以上扣减100%。

煤电容量电价机制助力固定成本回收。煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定，其中，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦330元。通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024-2025年多数地方为30%左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为50%左右。具体来看，2024-2025年，河南、湖南、重庆、四川、青海、云南、广西等地按照165元/千瓦的年度标准执行容量电价政策，其他地区按照100元/千瓦的年度标准。我们认为，在我国能源绿色低碳转型的过程中，合规煤电机组由于发挥对电力系统支撑调节的作用，将获得容量电费。煤电容量电价机制的落实将助力符合条件的煤电企业回收固定成本，从而有助于煤电行业健康运行。

图 5：2024-2025 年各省级电网煤电容量电价（元/千瓦）



资料来源：国家发改委，国家能源局，东莞证券研究所

2.2 辅助服务市场持续健全

辅助服务有关政策持续完善。2021年，国家能源局发布《电力辅助服务管理办法》，明确了各类电力辅助服务品种的补偿机制。2024年，我国发布《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》，明确由用户侧承担的辅助服务成本，限定在电能量市场无法补偿的因提供辅助服务而未能发电带来的损失；同年我国发布《电力市场运行基本规则》，明确电力辅助服务交易是指由经营主体通过市场化方式提供调频、备用和调峰等有偿电力辅助服务。

表 4：辅助服务有关文件

时间	文件	主要内容
2021年	《电力辅助服务管理办法》	1、电力辅助服务是指为维持电力系统安全稳定运行，保证电能质量，促进清洁能源消纳，除正常电能生产、输送、使用外，由火电、水电、核电、风电、光伏发电、光热发电、抽水蓄能、自备电厂等发电侧并网主体，电化学、压缩空气、飞轮等新型储能，传统高载能工业负荷、工商业可中断负荷、电动汽车充电网络等能够响应电力调度指令的可调节负荷（含通过聚合商、虚拟电厂等形式聚合）提供的服务。 2、明确了各类电力辅助服务品种的补偿机制，其中固定补偿方式确定补偿标准时应综合考虑电力辅助服务成本、性能表现及合理收益等因素，按“补偿成本、合理收益”的原则确定补偿力度；市场化补偿形成机制应遵循考虑电力辅助服务成本、合理确定价格区间、通过市场化竞争形成价格的原则。
2023年	《南方(以广东起步)电力现货市场建设实施方案(试行)》	建立“中长期+现货+辅助服务”的电力市场体系。中长期市场主要指多日以上周期的电能量交易市场，采用场内集中交易与场外协商交易互补的模式。现货市场指日前和实时的电能量交易市场，采用全电量竞价的模式，按照“发电侧报量报价、用户侧报量不报价”的方式起步，逐步过渡到发用双侧报量报价模式。辅助服务市场指为维护电力系统安全稳定运行、保证电能质量所开展的交易，包括调频、备用等辅助服务市场。有序放开发用电计划，不断扩大发用两侧市场交易规模。
2024年	《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》	一是优化调峰、调频、备用等辅助服务交易和价格机制，对影响辅助服务价格形成的交易机制作出原则性规定，统一明确计价规则。 二是规范辅助服务价格传导，明确由用户侧承担的辅助服务成本，限定在电能量市场无法补偿的因提供辅助服务而未能发电带来的损失。 三是强化政策配套保障。推动各类经营主体公平参与辅助服务市场，加强辅助服务市场与中长期市场、现货市场等统筹衔接；健全辅助服务价格管理工作机制，加强市场运行和价格机制跟踪监测，及时评估完善价格机制，促进辅助服务价格合理形成。
2024年	《电力市场运行基本规则》	1、对新型经营主体进行了定义，对电力辅助服务交易、容量交易等进行了明确，着力构建适应高比例新能源接入、传统电源提供可靠电力支撑、新型经营主体发展的电力市场体系架构。 2、电力辅助服务交易是指由经营主体通过市场化方式提供调频、备用和调峰等有偿电力辅助服务。

资料来源：国家发改委，国家能源局，广东发改委，国家能源局南方监管局，东莞证券研究所

“中长期+现货+辅助服务”的多品类电力市场体系初步建成。国家发改委提到，南方区域市场、川渝一体化调峰辅助服务市场启动试运行，长三角电力市场建设已经启动，正

在研究京津冀电力市场建设方案,各区域省间中长期、辅助服务市场持续健全。截至 2024 年 7 月 18 日,包括西藏在内的全国 31 个省(区、市)均出台了电力中长期、辅助服务交易实施细则,电力现货市场已覆盖全国 80%以上地区,山西、广东、山东三个省级现货市场转入正式运行,“中长期+现货+辅助服务”的多品类电力市场体系初步建成。

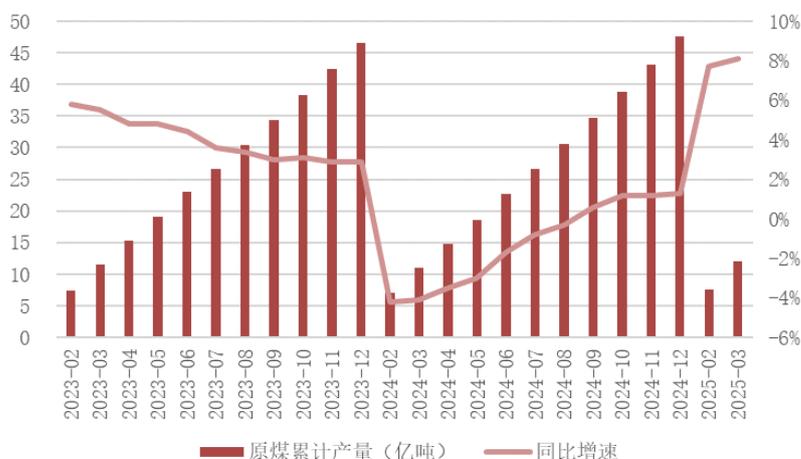
辅助服务市场将进一步健全。下一步,国家发改委、国家能源局将编制印发《电力辅助服务市场基本规则》《电力市场注册基本规则》《电力市场计量结算基本规则》,建立以电力市场运行基本规则为基础,电力中长期、现货、辅助服务规则为主干,信息披露、注册服务、计量结算规则为支撑的全国统一电力市场“1+N”基础规则体系,从顶层设计上统一电力市场技术标准,进一步推动各类主体公平参与市场。

煤电公司积极参与辅助服务市场,拓展辅助服务收入。以煤电上市公司华能国际为例,2024 年公司完成 10 台煤电机组灵活性改造,实现调峰辅助服务电费净收入 21.65 亿元、调频辅助服务电费净收入 2.93 亿元。

2.3 煤价下降有望促煤电业绩提升

煤炭产量同比提升。2025 年 1-3 月,我国规模以上工业原煤产量为 12.0 亿吨,同比增长 8.1%,煤炭企业扎实做好生产工作,煤炭产量同比提升。

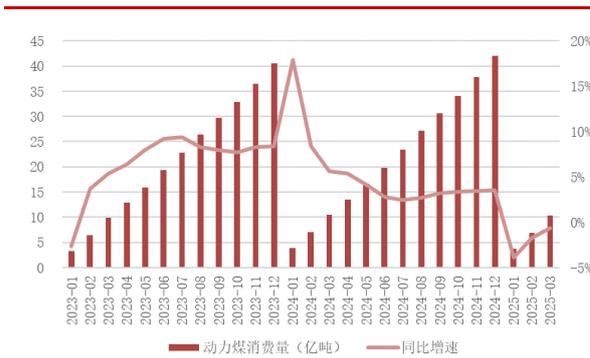
图 6: 中国规模以上工业原煤产量及同比增速



资料来源: iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

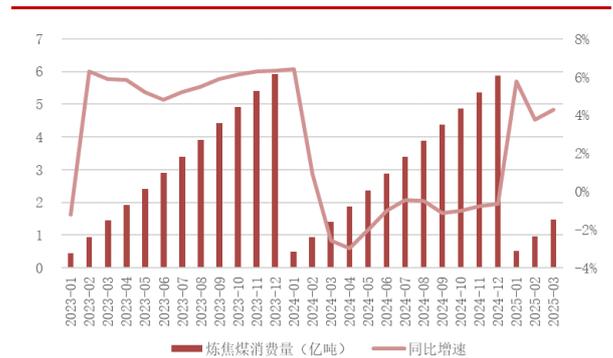
煤炭消费总量略有下降。2025 年 1-3 月,我国动力煤消费量为 10.4 亿吨,同比下降 0.7%;炼焦煤消费量为 1.5 亿吨,同比增长 4.3%。整体来看,煤炭消费总量略有下降。

图7：中国动力煤消费量及同比增速



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图8：中国炼焦煤消费量及同比增速



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

我国有序推进电煤中长期合同签订履行相关工作。2024年10月，国家发改委召开2024-2025年供暖季全国能源保供会议，其中强调，严格履行已签订的电煤、天然气、电力中长期合同，坚决避免合同不履约造成的供应缺口，有序做好2025年度合同签订工作。2024年12月，2024年煤炭经济运行分析座谈会召开。会议强调，煤炭企业要严格落实国家发展改革委关于2025年电煤中长期合同签订履约工作的通知精神，积极主动推进中长期合同签订进度，认真做好2025年的煤炭产运需衔接工作。

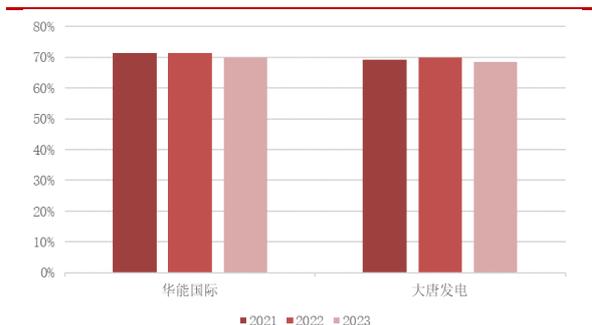
表5：电煤中长期合同签订履行相关工作

时间	具体内容
2024年1月	国家发改委强调，坚持冬季能源保供日调度、日监测机制，保持煤炭、电力、天然气高位供应能力，督促各方履行好能源中长期合同，加强煤电油气品种互济和区域协同。
2024年4月	国家能源局发布《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》，其中提到，产能储备煤矿要严格履行煤炭保供稳价责任，按照有关要求签订电煤中长期合同，执行国家有关价格政策。
2024年5月	中国煤炭运销协会召开重点煤炭企业工作座谈会，会上国家发改委有关领导要求，要加强电煤长协合同履行双向监管，完善监管机制和手段，确保电煤长协合同履行兑现。
2024年10月	国家发改委召开2024-2025年供暖季全国能源保供会议，其中强调，抓好能源中长期合同签订履约。严格履行已签订的电煤、天然气、电力中长期合同，坚决避免合同不履约造成的供应缺口，有序做好2025年度合同签订工作。
2024年12月	2024年煤炭经济运行分析座谈会召开。会议强调，煤炭企业要严格落实国家发展改革委关于2025年电煤中长期合同签订履约工作的通知精神，积极主动推进中长期合同签订进度，认真做好2025年的煤炭产运需衔接工作。

资料来源：国家发改委，国家能源局，中国煤炭运销协会，东莞证券研究所

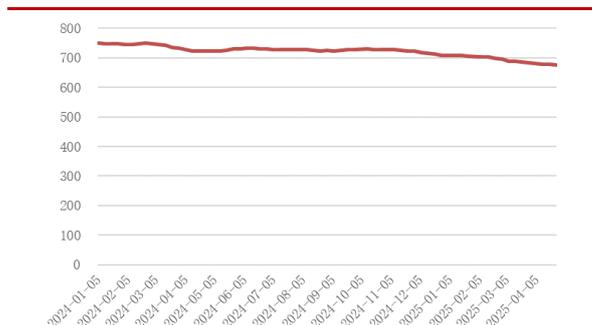
动力煤价格下降有望促进煤电企业的业绩提升。动力煤是煤电生产主要的燃料，且燃料成本占比较高，以大唐发电、华能国际为例，发电（含供热）燃料成本占公司总成本的比例约为七成。因此，动力煤的价格变动直接影响煤电企业的生产成本，进而影响经营业绩。截至2025年4月25日，今年以来秦皇岛港动力煤（Q5500）综合交易价的平均值为693.73元/吨，同比下降6.28%。动力煤价格下降有望促进煤电企业的业绩提升。

图9：大唐发电&华能国际的发电（含供热）燃料成本占公司总成本的比例



资料来源：华能国际、大唐发电2021-2023年年报，东莞证券研究所

图10：秦皇岛港动力煤(Q5500)综合交易价（元/吨）（截至4月25日）



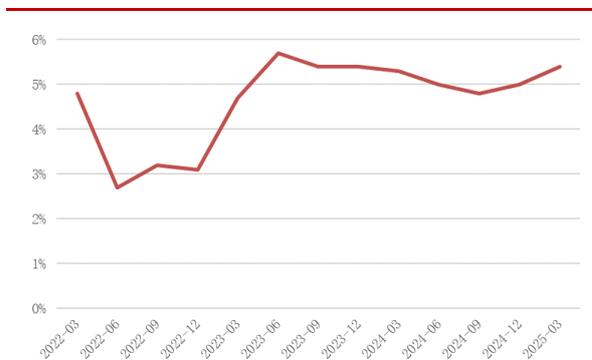
资料来源：Wind, CCTD, 东莞证券研究所

3、燃气：气价联动有序推进

3.1 工业经济发展有助于天然气需求提升

工业经济平稳运行。随着宏观政策落实落细，2024 年我国 GDP 同比增长 5.0%，经济运行总体平稳。2024 年我国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，工业生产增势较好。

图11：中国GDP同比增速



资料来源：iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

图12：中国规模以上工业增加值同比增速



资料来源：iFind, 国家统计局, 东莞证券研究所

居民消费需求持续释放，外部需求同比增长。在一系列促消费政策措施的作用下，居民消费需求持续释放，2024 年我国社会消费品零售总额同比增长 3.5%，其中服务零售额同比增长 6.2%。2024 年我国出口商品总值为 25.5 万亿元，同比增长 7.1%，外部需求同比增长。

图13：中国社会消费品零售总额及同比增速



资料来源：iFinD，国家统计局，东莞证券研究所

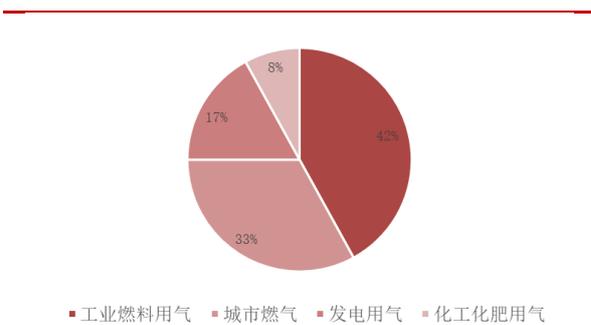
图14：中国出口商品总值及同比增速



资料来源：iFinD，海关总署，东莞证券研究所

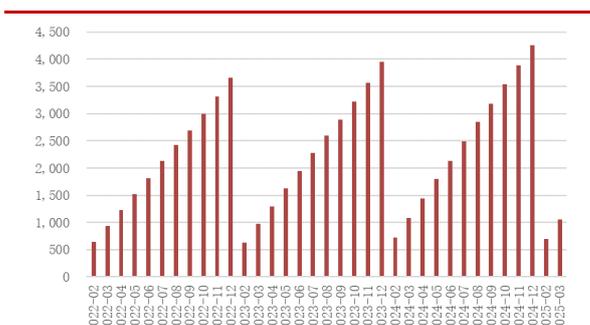
工业经济发展有助于天然气需求提升。工业生产为天然气重要的应用场景，工业燃料用气约占天然气消费量的四成。伴随着工业经济平稳运行，2024 年我国天然气消费量达 4260.5 亿立方米，同比增长 8%。

图15：2023年中国天然气消费结构



资料来源：《中国天然气发展报告（2024）》，东莞证券研究所

图16：中国天然气消费量（亿立方米）



资料来源：国家发改委，iFinD，东莞证券研究所

一系列政策将助力工业经济发展，并有望带动天然气需求提升。2024 年 11 月我国公布地方化债政策。《2025 年国务院政府工作报告》提到，2025 年要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。综合来看，一系列政策将助力工业经济发展，并有望带动天然气需求提升。根据《中国天然气发展报告 2021》的规划，通过合理引导和市场建设，2025 年中国天然气消费规模达到 4300 亿-4500 亿立方米。

表 6：经济政策及政府工作报告

政策或报告	相关内容
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	1. “十四五”时期经济社会发展主要目标包括在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内生产总值年均增长保持在合理区间、各年度视情提出等。 2. 2035 年远景目标包括经济实力、科技实力、综合国力将大幅跃升，经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶，关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列；基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，建成现代化经济体系等。

《“十四五”扩大内需战略实施方案》	1. 全面促进消费，加快消费提质升级。 2. 优化投资结构，拓展投资空间。 3. 推动城乡区域协调发展，释放内需潜能。
2024年11月公布的地方化债政策	1. 增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务；从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债。 2. 通过实施置换政策，将原本用来化债的资源腾出来，用于促进发展、改善民生；将原本受制于化债压力的政策空间腾出来，可以更大力度支持投资和消费、科技创新等；将原本用于化债化险的时间精力腾出来，更多投入到谋划和推动高质量发展中去。同时，还可以改善金融资产质量，增强信贷投放能力，利好实体经济。
《2025年国务院政府工作报告》	1. 大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。 2. 因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。推动科技创新和产业创新融合发展，大力推进新型工业化，做大做强先进制造业，积极发展现代服务业，促进新动能积厚成势、传统动能焕新升级。
2025年2月国务院常务会议	提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，提升消费能力。要聚焦牵动性强、增长空间大的消费领域，深挖消费潜力。

资料来源：国务院，国家发改委，财政部，东莞证券研究所

3.2 气价联动有序推进，助力企业疏导采购成本

天然气上下游价格联动有序推进。为深化天然气价格改革，2023年6月国家发改委发布了建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见，同年12月，再次印发加快推进供气供热供水价格改革的通知，督促各地要瞄准物价低位运行的有利窗口期，建立健全居民和非居民用气上下游价格联动机制，保障天然气安全稳定供应。近期，徐州、德州等多地上调了天然气销售价格。

表 7：部分城市天然气价格联动调整情况

城市	发布时间	天然气价格联动调整情况
深圳市	2024年3月	联动调整后，管道天然气居民销售价格仍采用三级阶梯气价，第一档价格为3.41元/立方米，第二档价格为3.91元/立方米，第三档价格为5.16元/立方米；工商用气的基准销售价格为4.30元/立方米。
乌鲁木齐市	2024年6月	居民用天然气销售价格由1.37元/立方米调整为1.50元/立方米；集中供热用气销售价格由1.37元/立方米调整为1.70元/立方米；工商业用气销售价格由2.25元/立方米调整为2.50元/立方米。
天津市	2024年8月	根据上游气价变化，自2024年9月1日起调整我市城市燃气管网居民用管道天然气销售价格，每立方米平均提高0.07元。调整后的居民生活用气价格：一档用气价格2.86元/立方米，二档用气价格3.36元/立方米，三档用气价格4.11元/立方米。
郑州市	2024年10月	居民管道天然气第一阶梯（每户每月用气量50立方米及以下部分）价格由2.58元/立方米疏导至2.94元/立方米；第二阶梯（每户每月用气量50立方米以上部分）价格由3.35元/立方米疏导至3.82元/立方米。

德州市	2025年1月	调整德城区、天衢新区（不含京津冀产业园、马颊岛生态园）非居民用管道天然气（不含LNG、车用天然气）最高销售价格为4.16元/立方米。
徐州市	2025年3月	调整主城区居民用管道天然气销售价格。居民生活用管道天然气一、二、三阶梯销售价格分别调整为2.98元/立方米、3.58元/立方米、4.17元/立方米。

资料来源：天津、郑州、深圳、乌鲁木齐、德州、徐州等发改委，东莞证券研究所

党的二十届三中全会要求优化居民阶梯气价制度。2024年7月15日至18日，党的二十届三中全会在北京召开。2024年7月21日，新华社授权发布《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，其中要求，推进能源领域价格改革，优化居民阶梯气价制度。

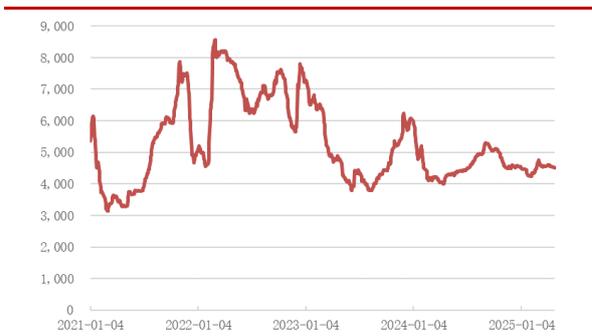
表8：党的二十届三中全会关于能源领域的内容

序号	相关内容
1	推进水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制。
2	推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制。
3	加快规划建设新型能源体系，完善新能源消纳和调控政策措施。
4	深化能源管理体制改革，建设全国统一电力市场，优化油气管网运行调度机制。

资料来源：新华社，东莞证券研究所

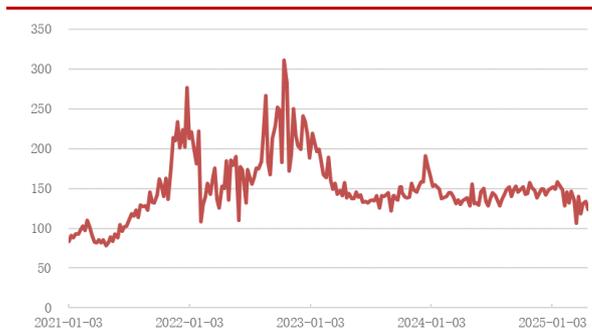
价格联动机制逐步落地有助于燃气企业疏导天然气采购成本。港华智慧能源有限公司提到，2024年通过顺价工作及精细化管理，城市燃气综合价差提升到0.56元/立方米，同比增加0.02元/立方米。新奥股份提到，截至2024年8月底，公司经营区内居民顺价完成比例达59%。深圳燃气提到，根据政策的规定，公司深圳地区管道燃气销售价格向上联动调整0.31元/立方米，有利于公司改善毛利率。在天然气价格大幅波动的背景下，价格联动机制逐步落地有助于燃气企业疏导天然气采购成本，从而促进燃气行业良性发展。

图17：中国LNG出厂价格（元/吨）（截至4月27日）



资料来源：SHPGX, iFind, 东莞证券研究所

图18：中国LNG综合进口到岸价格指数（截至4月20日）



资料来源：SHPGX, Wind, 东莞证券研究所

4、投资建议

展望未来，在新形势下，建议关注公用事业行业细分领域机会：

水电：为了推动能源结构向绿色、低碳的方向转型，近年来我国高度重视清洁能源，出台一系列政策，支持水电发展。我国水电装机容量从 2020 年底的 3.70 亿千瓦增长至 2024 年底的 4.36 亿千瓦，年均复合增速为 4%，水电装机稳步增长。主要水电公司长江电力、华能水电、雅砻江公司均有新增装机的计划，未来水电装机容量增长可期。而且，水电公司重视现金分红，积极与投资者分享发展成果。根据 2023 年度权益分派实施公告等公司资料，11 家水电行业上市公司中有 9 家通过现金分红的方式回报股东，其中桂冠电力的现金分红总额超过当年的归母净利润、长江电力的现金分红比例超过七成。综合而言，建议关注长江电力（600900）、华能水电（600025）、川投能源（600674）。

燃气：《2025 年国务院政府工作报告》提到，2025 年要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。综合来看，一系列政策将助力工业经济发展，并有望带动天然气需求提升。另外，当前我国有序推进天然气上下游价格联动。在天然气价格大幅波动的背景下，价格联动机制逐步落地有助于燃气企业疏导天然气采购成本，从而促进燃气行业良性发展。建议关注新天然气（603393）、新奥股份（600803）、九丰能源（605090）。

煤电：在我国能源绿色低碳转型的过程中，合规煤电机组由于发挥对电力系统支撑调节的作用，将获得容量电费。煤电容量电价机制的落实将助力符合条件的煤电企业回收固定成本，从而有助于煤电行业健康运行。另外，国家发改委提到，南方区域市场、川渝一体化调峰辅助服务市场启动试运行，长三角电力市场建设已经启动，正在研究京津冀电力市场建设方案，各区域省间中长期、辅助服务市场持续健全。当前我国“中长期+现货+辅助服务”的多品类电力市场体系初步建成，煤电公司积极参与辅助服务市场，拓展辅助服务收入。并且，今年以来动力煤价格同比下降，有望促进煤电企业的业绩提升。建议关注华电国际（600027）、国电电力（600795）。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2025/4/28）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级	评级变动
			2023A	2024E (A)	2025E	2026E	2023A	2024E (A)	2025E	2026E		
600900	长江电力	29.72	1.11	1.33	1.44	1.47	26.70	22.36	20.70	20.20	买入	维持
600025	华能水电	9.58	0.42	0.46	0.51	0.54	22.58	20.78	18.92	17.84	买入	维持
600674	川投能源	17.00	0.90	0.92	1.07	1.14	18.83	18.38	15.88	14.94	买入	维持
603393	新天然气	28.25	2.47	2.80	3.25	3.65	11.43	10.10	8.70	7.73	买入	维持
600803	新奥股份	20.10	2.29	1.45	1.70	1.92	8.78	13.85	11.82	10.46	买入	维持
605090	九丰能源	24.99	2.01	2.59	2.62	2.97	12.42	9.64	9.55	8.41	买入	维持

600027	华电国际	6.03	0.44	0.56	0.63	0.67	13.64	10.81	9.59	9.02	买入	维持
600795	国电电力	4.59	0.31	0.55	0.42	0.47	14.60	8.33	10.97	9.70	买入	维持

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

注：长江电力未披露 2024 年年报。华电国际、长江电力、新天然气的盈利预测来自最新研报，其他公司的盈利预测采用 iFinD 一致预期。

5、风险提示

(1) 政策推进不及预期：目前我国鼓励使用清洁能源，并制定一系列政策。如果相关政策在未来出现重大不利变化，可能在一定程度上对水电公司、燃气公司造成不利影响。另外，动力煤为煤电行业重要的原材料，煤炭保供稳价政策的变化可能对煤电公司的业绩造成重大影响。

(2) 经济发展不及预期：电力及天然气需求受经济周期影响较大。若未来经济发展不及预期，将影响全社会的电力及天然气需求，从而发电及燃气公司将受到影响。

(3) 上网电价波动风险：发电公司的主要产品为电力，电力价格通常以上网电价指标衡量。上网电价大幅波动可能会对发电公司的业绩造成直接影响。

(4) 气源获取风险：燃气公司的气源获取主要依靠国际采购和中国石油、中国石化和中国海油等供应，对上游供应商的依赖性较强。若国内上游供应商出现供应问题或海外 LNG 发生不可抗力情形，则会对燃气公司造成不利影响。

(5) 原材料价格波动风险：煤电方面，动力煤作为煤电行业主要的原材料，其价格变动对煤电公司的生产成本及经营业绩有重大影响。燃气方面，受国内外复杂的政治、经济形势等影响，近年来天然气采购价格波动较大，若天然气销售价格调整不及时或调整幅度不足，将对燃气公司的毛利产生影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn