

行业研究 | 行业专题研究 | 电力

水火业绩高增，运营商稳定兼具成长



| 报告要点

截至8月底,根据中信行业分类30个行业中指数上涨的行业有6个,其中电力及公用事业行业总体涨幅为6.8%,位列第6位。发电端:火电/水电/核电发电量同比分别为+0.5%/+24.5%/+0.8%;用电端:2024M1-M7全社会用电量累计值约为5.6万亿kWh,同比增幅为7.7%,用电需求向好,电力运营商资产和业绩有望增长。

| 分析师及联系人



贺朝晖

SAC: S0590521100002

电力

水火业绩高增，运营商稳定兼具成长

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 《电力：全球核电发展景气共振，产业链充分受益》2024.08.26
- 《电力：电网代购电月报（2024年8月）》2024.08.20



扫码查看更多

➤ 电力行业：行业涨幅居前，基本面向好

截至8月底，根据中信行业分类30个行业中指数上涨的行业有6个，其中电力及公用事业行业总体涨幅为6.8%，位列第6位。发电端：火电/水电/核电发电量同比分别为+0.5%/+24.5%/+0.8%；用电端：2024M1-M7全社会用电量累计值约为5.6万亿kWh，同比增幅为7.7%，用电需求向好。

➤ 火电：业绩修复，盈利与规模同增

2024H1火电运营商实现营收5864.8亿元，同比-2.35%，实现归母净利润414.7亿元，同比+42.9%。2024Q2实现营收2730.5亿元，同比-8.4%，实现归母净利润221.4亿元，同比+18.0%。发电量端，24H1火电发电量端略有承压，但火电发电量各省分化明显，江浙沪皖地区发电量韧性较强，水电路域发电量同比降幅明显。成本端改善明显，以Q5500动力煤为例，秦皇岛港/宁波港/广州港2024H1同比降幅分别为-5.95%/-13.42%/-12.42%。同时火电装机规模持续提升，截至到7月底，火电投资额同比+23.6%，火电建设提速。

➤ 新能源：营收随规模增长，利润受消纳影响承压

2024H1新能源运营商实现营收659.2亿元，同比+3.1%，实现归母净利润142.4亿元，同比-11.1%。2024Q2实现营收307.0亿元，同比-1.3%，实现归母净利润62.5亿元，同比-22.4%。营收随装机规模增长，2024M1-M7，风电/光伏新增装机2991/12353万千瓦，同比分别为+13.68%/+27.14%，光伏新增12353万千瓦。受消纳影响，利用小时数承压2024M1-M7，风电/光伏累计利用小时数分别同比降低123/40小时。

➤ 水电、核电：盈利稳健、核心资产属性凸显

2024H1水电运营商实现营收905.3亿元，同比+8.3%，归母净利润240.2亿元，同比+25.6%。2024Q2水电运营商实现营收489.1亿元，同比+12.3%，实现归母净利润150.7亿元，同比+28.7%。2024H1核电运营商实现营收768.2亿元，同比+1.7%，实现归母净利润129.9亿元，同比-0.1%。2024Q2核电运营商实现营收396.5亿元，同比+0.7%，实现归母净利润63.3亿元，同比-2.5%。水电受益上半年来水充沛业绩高增，折旧成本+利息成本降低，利润逐步释放。核电方面，2024年8月国常会新核准11台核电机组，核电高景气度有望延续，核电运营商成长可期。

➤ 投资建议：电力资产盈利趋稳兼备成长性

电改背景下各类电源盈利能力稳定增长，运营商向公用事业化属性迈进。火电方面，成本改善或使火电2024年全年盈利能力高增。现货稀缺电价+容量电价回收成本+辅助服务补偿促进火电收益更具稳定性，建议关注浙能电力、皖能电力等。新能源方面，消纳问题逐步解决，新能源电价环境价值有望凸显，建议关注三峡能源、江苏新能等。水电、核电方面，盈利属性稳定，红利资产属性突出，建议关注中国核电，中国广核。

风险提示：1) 核准或装机进度不及预期 2) 市场化交易电价波动 3) 煤价、装机成本变动

正文目录

1. 行业：板块涨幅居前，基本面向好	6
1.1 24H1 电力及公用事业涨幅居前	6
1.2 用电量呈高增速趋势，运营商基本面向好	8
2. 火电：业绩修复，盈利与规模同增	9
2.1 收入略降，利润大增	10
2.2 发电量区域分化，成本改善	13
3. 新能源：营收随规模增长，利润受消纳影响	18
3.1 营收稳定增长，利润承压	18
3.2 装机规模持续增长，利用小时数受消纳影响	21
4. 水电、核电：盈利稳健，核心资产属性凸显	22
4.1 水电：来水改善促业绩高增	22
4.2 核电：大修影响业绩，核准新机组成长性高	28
5. 投资建议：电力资产盈利趋稳兼备成长性	32
5.1 火电：盈利稳定逻辑逐步兑现	32
5.2 绿电：消纳有望改善，绿色属性溢价体现	32
5.3 水电、核电：优质电力资产，关注龙头	32
6. 风险提示	33

图表目录

图表 1：电力及公用事业板块指数走势（年初至 2024 年 9 月 4 日）	6
图表 2：电力及公用事业板块涨幅（年初至 2024 年 8 月 31 日）	7
图表 3：2024H1 电力及公用事业板块归母净利润增速	7
图表 4：2024Q2 电力及公用事业板块归母净利润增速	8
图表 5：2024M1-M7 全国累计发电量及增速	8
图表 6：2024M1-M7 水/火/核累计发电量及增速	8
图表 7：2023-2024M7 全社会累计用电量情况	9
图表 8：2023-2024M7 分产业累计用电量增速	9
图表 9：电力板块公司标的划分情况	9
图表 10：2020H1-2024H1 火电板块业绩情况	10
图表 11：2020H1-2024H1 火电板块代表公司营收、利润变化情况	10
图表 12：2020H1-2024H1 火电板块营收情况	11
图表 13：2020H1-2024H1 火电板块归母净利润情况	11
图表 14：2020H1-2024H1 火电板块毛利率、净利率情况	11
图表 15：2020H1-2024H1 火电板块期间费用率情况	11
图表 16：2020Q2-2024Q2 火电板块业绩情况	12
图表 17：2020Q2-2024Q2 火电板块营收情况	12
图表 18：2020Q2-2024Q2 火电板块归母净利润情况	12
图表 19：2020Q2-2024Q2 火电板块毛利率、净利率	13
图表 20：2020Q2-2024Q2 火电板块费用率（%）	13
图表 21：火电 2023/2024 累计利用小时数情况（小时）	13

图表 22:	火电发电量当月值及同比 (%)	13
图表 23:	2024M1-M7 火电发电量累计值同比增减情况 (%)	14
图表 24:	港口煤价情况 (截至 2023 年 8 月 30 日)	15
图表 25:	山东滕州坑口价 (Q5500) (元/吨)	15
图表 26:	火电/煤机/燃机累计新增装机及增速 (万千瓦, %)	16
图表 27:	火电投资完成额累计值及同比增速	16
图表 28:	分省看火电新增装机情况	17
图表 29:	2020H1-2024H1 新能源运营商业绩情况	18
图表 30:	2020H1-2024H1 新能源运营商代表公司营收、利润变化情况	18
图表 31:	2020H1-2024H1 新能源运营商营收及增速	19
图表 32:	2020H1-2024H1 新能源运营商归母净利润及增速	19
图表 33:	2020H1-2024H1 新能源运营商毛利率、净利率	19
图表 34:	2020H1-2024H1 新能源费用率情况 (%)	19
图表 35:	2020Q2-2024Q2 新能源运营商业绩情况	20
图表 36:	2020Q2-2024Q2 新能源运营商营收及增速	20
图表 37:	2020Q2-2024Q2 新能源运营商归母净利润及增速	20
图表 38:	2020Q2-2024Q2 新能源运营商毛利率、净利率	21
图表 39:	2020Q2-2024Q2 新能源运营商费用率 (%)	21
图表 40:	2023-2024M7 风电累计发电量及同比	21
图表 41:	2023-2024M7 光伏累计发电量及同比	21
图表 42:	2023-2024M7 风电累计新增装机容量及同比	22
图表 43:	2023-2024M7 光伏累计新增装机容量及同比	22
图表 44:	2024M1-M7 风电累计利用小时数	22
图表 45:	2024M1-M7 光伏累计利用小时数	22
图表 46:	2020H1-2024H1 水电业绩情况	23
图表 47:	2020H1-2024H1 水电运营商代表公司营收、利润变化情况	23
图表 48:	2020H1-2024H1 水力发电营收及增速	24
图表 49:	2020H1-2024H1 水力发电归母净利润及增速	24
图表 50:	2020H1-2024H1 水力发电毛利率及净利率	24
图表 51:	2020H1-2024H1 水力发电期间费用率	24
图表 52:	2020Q2-2024Q2 水力发电业绩情况	25
图表 53:	2020Q2-2024Q2 水力发电营收及增速	25
图表 54:	2020Q2-2024Q2 水力发电归母净利润及增速	25
图表 55:	2020Q2-2024Q2 水力发电毛利率、净利率	26
图表 56:	2020Q2-2024Q2 水力发电费用率情况 (%)	26
图表 57:	2024M1-M7 水电累计发电量及同比	26
图表 58:	2024M1-M7 水电累计新增装机容量及同比	26
图表 59:	2024M1-M7 水电累计利用小时数同比高增	27
图表 60:	2024M1-M7 分省水电发电量同比变化情况	27
图表 61:	2020H1-2024H1 核电业绩情况	28
图表 62:	2020H1-2024H1 核电运营商代表公司营收、利润变化情况	28
图表 63:	2020H1-2024H1 核电营收及增速	29
图表 64:	2020H1-2024H1 核电归母净利润及增速	29
图表 65:	2020H1-2024H1 核电毛利率、净利率	29
图表 66:	2020H1-2024H1 核电费用率 (%)	29
图表 67:	2020Q2-2024Q2 核电业绩情况	30
图表 68:	2020Q2-2024Q2 核电营收及增速	30
图表 69:	2020Q2-2024Q2 核电归母净利润及增速	30

图表 70:	2020Q2-2024Q2 核电毛利率、净利率	31
图表 71:	2020Q2-2024Q2 核电费用率情况 (%)	31
图表 72:	2024M1-M7 核电累计发电量及同比	31
图表 73:	2024M1-M7 核电累计利用小时数	31
图表 74:	每年核电核准机组数量 (台)	32

1. 行业：板块涨幅居前，基本面向好

1.1 24H1 电力及公用事业涨幅居前

受益成本改善叠加电改催化，2024 上半年电力及公用事业指数走强。电改核心一方面为推进各主体市场化，从计划电价逐步转变成各主体同台竞价方式，合理配置电源成本，另一方面将过去单一制电价依据各类发电侧电源主体发挥价值不同，拆解成不同收益方式，由单纯电价和成本转变为不同电源的综合收益，电力行业红利资产属性重视度提升。上半年水电、核电受益经营稳定性，股息属性等涨幅明显，火电受益成本修复，容量电价、辅助服务政策等促进盈利稳定性提升，涨幅明显。

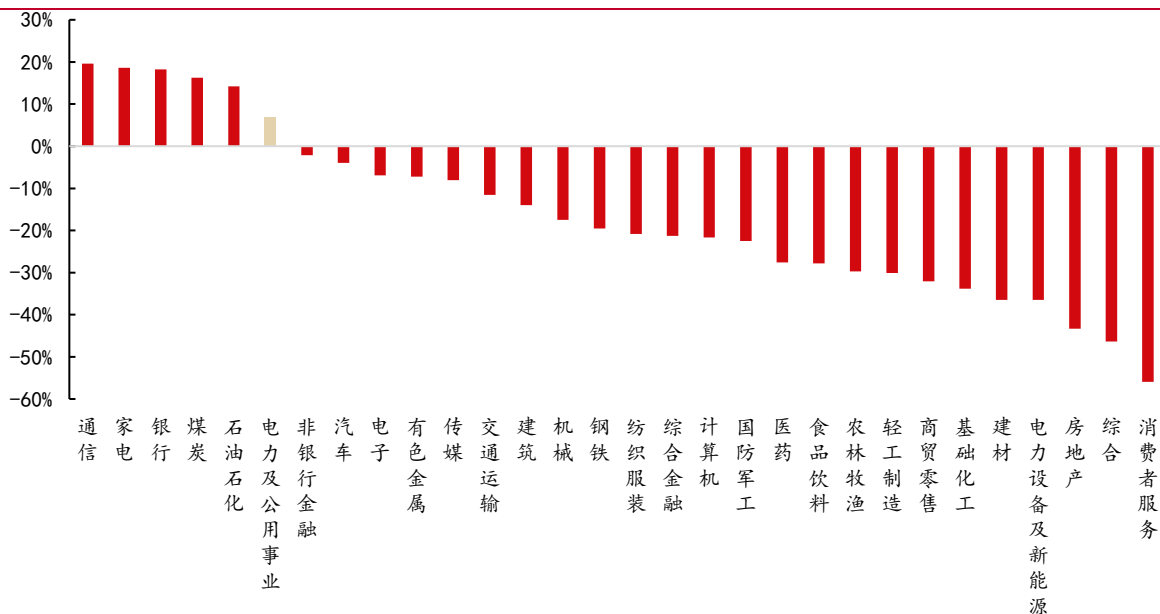
图表1：电力及公用事业板块指数走势（年初至 2024 年 9 月 4 日）



资料来源：IFind，国联证券研究所

根据中信行业分类，2024 年初至 8 月 31 日，30 个行业中指数上涨的行业有 6 个，其中电力及公用事业行业总体涨幅为 6.8%，位列第 6 位。

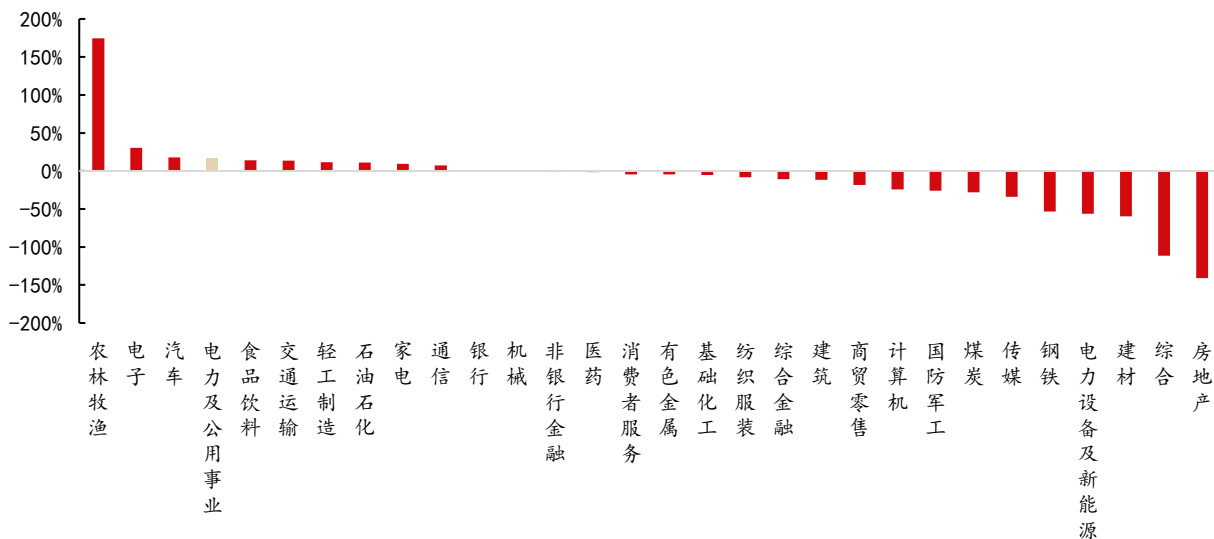
图表2：电力及公用事业板块涨幅（年初至2024年8月31日）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024H1 电力及公用事业整体归母净利润同比+16.18%，在中信30个行业分类中，位于第4位。

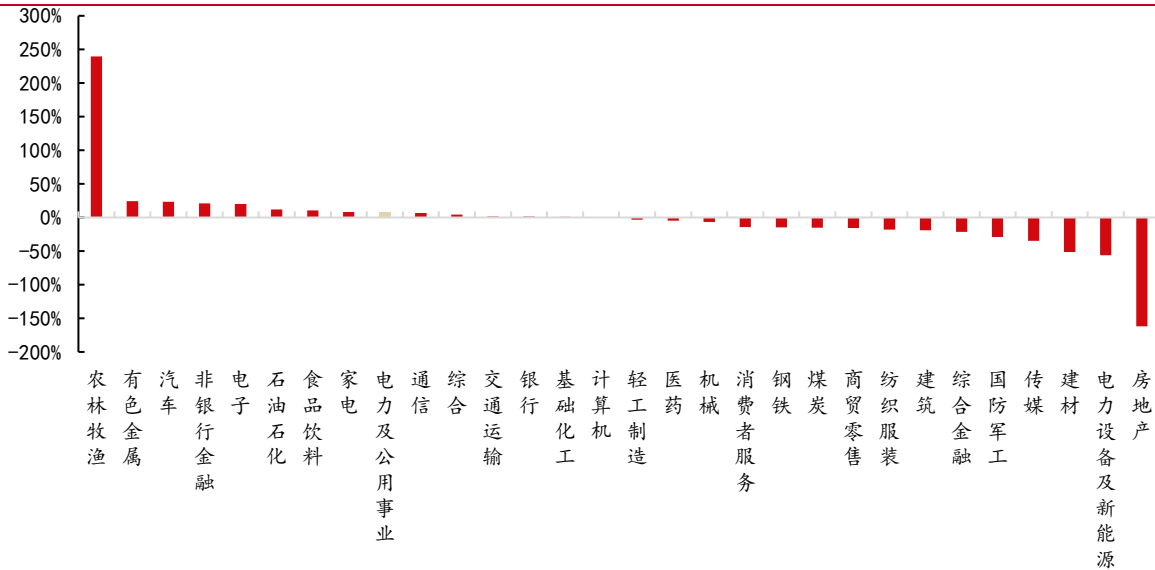
图表3：2024H1 电力及公用事业板块归母净利润增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 电力及公用事业整体归母净利润同比+7.87%，在中信30个行业分类中，位于第9位。

图表4：2024Q2 电力及公用事业板块归母净利润增速

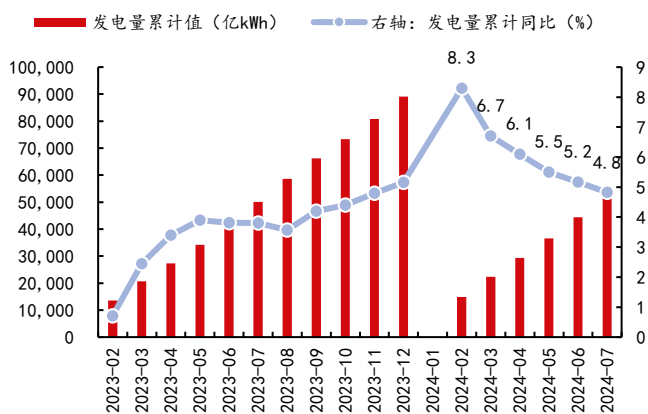


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 用电量呈高增速趋势，运营商基本面向好

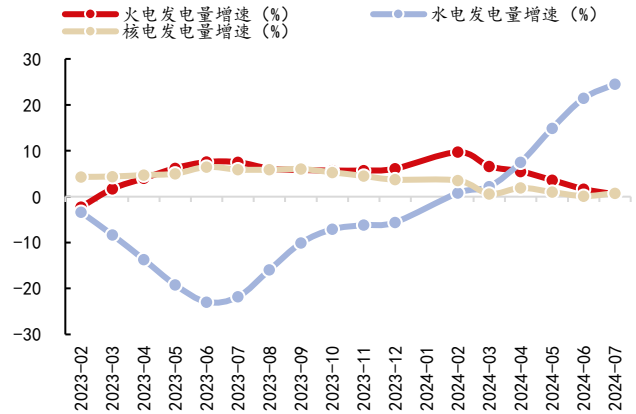
发电端：发电端电量同比稳定提升，水电发电量高增。依据国家统计局数据，2024M1-M7 全国累计发电量约为 5.3 亿 kWh，同比+4.8%。分种类来看，火电/水电/核电发电量为 3.58/0.72/0.25 亿 kWh，同比分别为+0.5%/+24.5%/+0.8%，发电量增长主要系装机规模提升、用电规模提升、水电来水较好等原因。

图表5：2024M1-M7 全国累计发电量及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：统计口径为规模以上工业法人单位

图表6：2024M1-M7 水/火/核累计发电量及增速

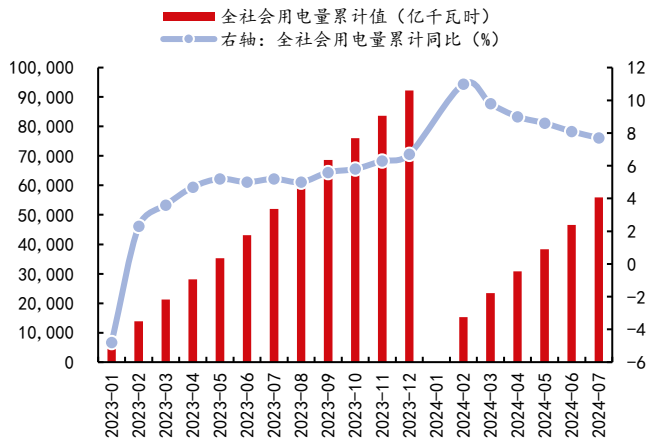


资料来源：Wind，国联证券研究所
注：统计口径为规模以上工业法人单位

用电端：全国用电量高增，第三产业和居民用电增幅居前。依据 Wind 数据，年初至 2024 年 7 月底，全社会用电量累计值约为 5.6 万亿 kWh，同比增幅为 7.7%。分产业

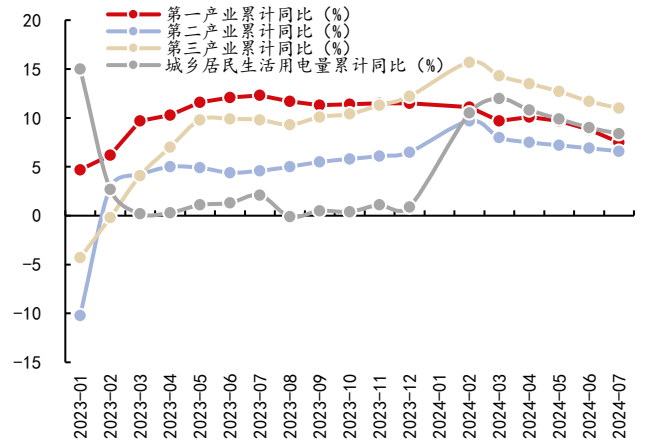
用电量情况来看，第一产业/第二产业/第三产业/城乡居民用电量累计值同比分别为+7.5%/+6.6%/+11.0%/+8.4%，受益终端电气化率提升，第三产业、居民用电量增幅明显。

图表7：2023-2024M7 全社会累计用电量情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：2023-2024M7 分产业累计用电量增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

在电力运营商子行业，我们依据申万行业-三级行业分类（2021版），选取55家公司作为代表公司，并依据主营业务按照火力发电、水力发电、核力发电、风力发电、光伏发电进行分类。

图表9：电力板块公司标的划分情况

行业	业务领域	企业
电力运营商	火力发电	大唐发电、内蒙华电、国电电力、通宝能源、华银电力、申能股份、京能电力、天富能源、福能股份、广州发展、华电国际、浙能电力、上海电力、华能国际、江苏国信、豫能控股、长源电力、赣能股份、吉电股份、晋控电力、宝新能源、建投能源、皖能电力、粤电力A、穗恒运A、深圳能源
	水力发电	长江电力、国投电力、川投能源、桂冠电力、三峡水利、明星电力、华能水电、黔源电力、闽东电力、甘肃能源、湖南发展、韶能股份
	核力发电	中国核电、中国广核
	风力发电	江苏新能、嘉泽新能、节能风电、新天绿能、三峡能源、中闽能源、龙源电力、银星能源、中绿电、川能动力
	光伏发电	晶科科技、金开新能、浙江新能、珈伟新能、太阳能

资料来源：国联证券研究所

2. 火电：业绩修复，盈利与规模同增

2.1 收入略降，利润大增

火力发电行业我们选取 26 家子公司作为样本。

图表 10：2020H1-2024H1 火电板块业绩情况

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
板块营收 (亿元)	3715.80	4580.86	5543.47	6005.96	5864.84
营收 YOY (%)		23.28%	21.01%	8.34%	-2.35%
归母净利润 (亿元)	260.69	233.66	78.24	290.26	414.66
归母净利润 YOY (%)		-10.37%	-66.52%	271.01%	42.86%
销售费用率	0.13%	0.13%	0.09%	0.10%	0.12%
管理费用率	2.37%	2.16%	1.81%	1.86%	2.08%
财务费用率	6.48%	4.96%	4.70%	3.88%	3.81%
毛利率 (%)	19.24%	13.32%	7.22%	11.67%	14.62%
净利率 (%)	9.37%	6.35%	1.77%	6.07%	9.08%

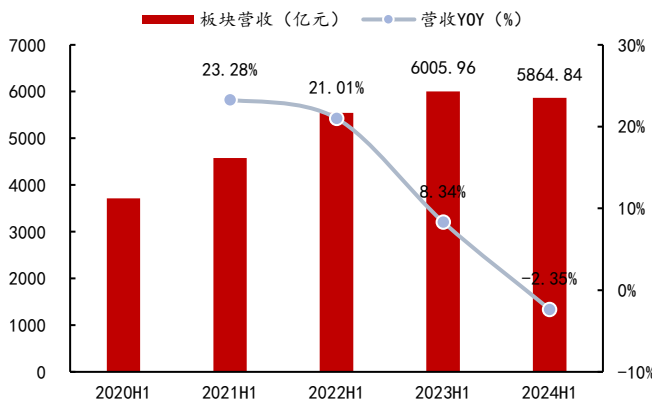
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：2020H1-2024H1 火电板块代表公司营收、利润变化情况

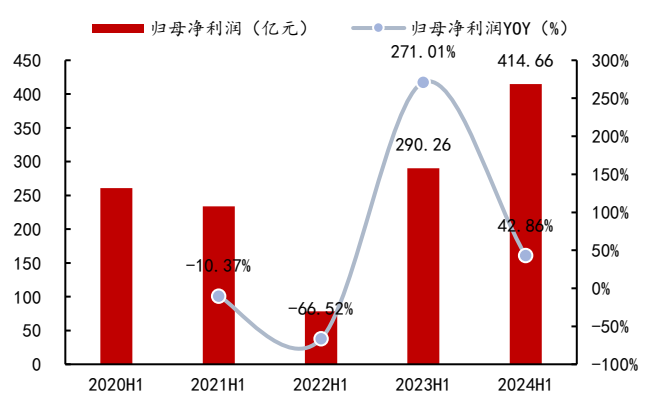
证券代码	证券简称	24H1 营收 (亿元)	同比变化 (%)	营收变化 (2020H1-2024H1)	24H1 归母净利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (2020H1-2024H1)
601991.SH	大唐发电	583.1	0.19%		31.1	104.85%	
600863.SH	内蒙华电	107.7	-2.97%		17.7	19.17%	
600795.SH	国电电力	858.3	-2.86%		67.2	124.81%	
600780.SH	通宝能源	52.6	-4.05%		2.5	-36.49%	
600744.SH	华银电力	35.5	-27.41%		0.0	-103.15%	
600642.SH	中能股份	136.8	-1.60%		21.9	18.66%	
600578.SH	京能电力	162.7	8.42%		9.1	147.98%	
600509.SH	天富能源	45.5	5.88%		3.1	28.63%	
600483.SH	福能股份	66.6	4.57%		11.9	27.12%	
600098.SH	广州发展	228.7	5.16%		11.5	2.73%	
600027.SH	华电国际	531.8	-10.54%		32.2	24.84%	
600023.SH	浙能电力	401.6	-3.75%		39.3	41.33%	
600021.SH	上海电力	201.2	-0.62%		13.3	68.46%	
600011.SH	华能国际	1188.1	-5.73%		74.5	18.16%	
002608.SZ	江苏国信	177.8	16.28%		19.5	74.56%	
001896.SZ	豫能控股	61.4	13.61%		-0.4	-92.65%	
000966.SZ	长源电力	79.5	14.82%		4.5	17.60%	
000899.SZ	赣能股份	30.8	-10.05%		3.4	150.67%	
000875.SZ	吉电股份	68.9	-9.79%		10.9	22.03%	
000767.SZ	晋控电力	81.0	-21.32%		-3.8	-1625.37%	
000690.SZ	宝新能源	37.1	-25.69%		3.7	16.62%	
000600.SZ	建投能源	107.2	19.97%		3.3	295.59%	
000543.SZ	皖能电力	140.0	14.42%		10.7	83.06%	
000539.SZ	粤电力A	260.8	-7.98%		9.0	5.42%	
000531.SZ	穗恒运A	22.2	8.23%		0.9	-34.28%	
000027.SZ	深圳能源	198.0	8.42%		17.5	-6.60%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024H1 火电板块实现营收 5864.84 亿元，同比-2.35%，实现归母净利润 414.66 亿元，同比+42.86%。营收略有下降，一方面或与清洁能源发电量提升，挤压火电出力空间有关，另一方面或与火电上网电价略有降低有关。利润方面同比高增，主要系煤价成本降低，电厂盈利能力提升。

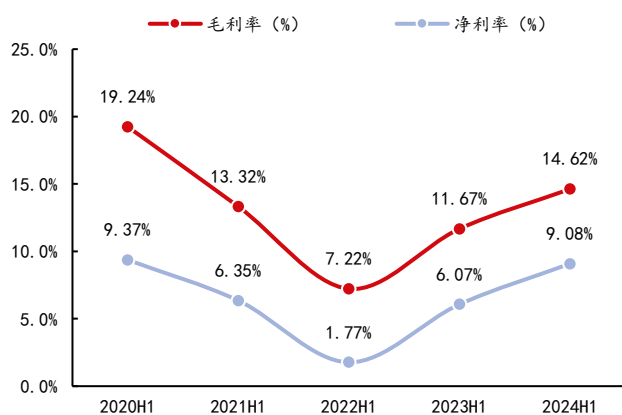
图表12：2020H1-2024H1 火电板块营收情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

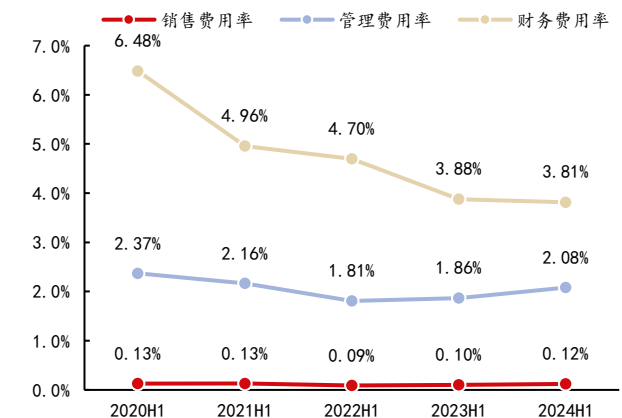
图表13：2020H1-2024H1 火电板块归母净利润情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

毛利率、净利率同比高增，财务费率有所降低。2024H1 火电板块毛利率、净利率分别为 14.62%、9.08%，分别同比增加 2.95pct、3.01pct，主要受益于成本改善，期间费用率方面，销售费率/管理费用率/财务费率分别为 0.12%/2.08%/3.81%，同比分别为 +0.02%/+0.22%/-0.06%，管理费用率提升或为新增装机规模提升进而增加员工开支等，受益利息支出降低财务费率有所降低。

图表14：2020H1-2024H1 火电板块毛利率、净利率情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：2020H1-2024H1 火电板块期间费用率情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 2024Q2：营收略降，利润提升

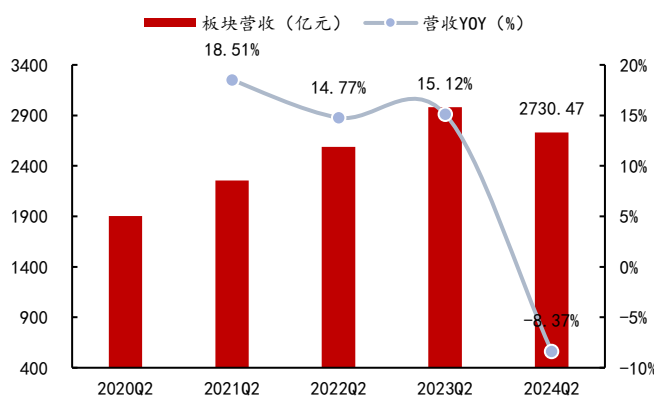
图表16：2020Q2-2024Q2 火电板块业绩情况

	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2
板块营收 (亿元)	1902.99	2255.29	2588.50	2979.92	2730.47
营收 YOY (%)		18.51%	14.77%	15.12%	-8.37%
归母净利润 (亿元)	185.53	111.37	43.33	187.63	221.39
归母净利润 YOY (%)		-39.97%	-61.09%	332.99%	17.99%
销售费用率	0.13%	0.14%	0.10%	0.11%	0.14%
管理费用率	2.27%	2.17%	1.99%	1.98%	2.36%
财务费用率	6.11%	4.99%	5.01%	3.88%	4.02%
毛利率 (%)	20.56%	11.79%	6.81%	13.20%	15.37%
净利率 (%)	12.63%	5.61%	1.72%	7.81%	10.20%

资料来源：Wind，国联证券研究所

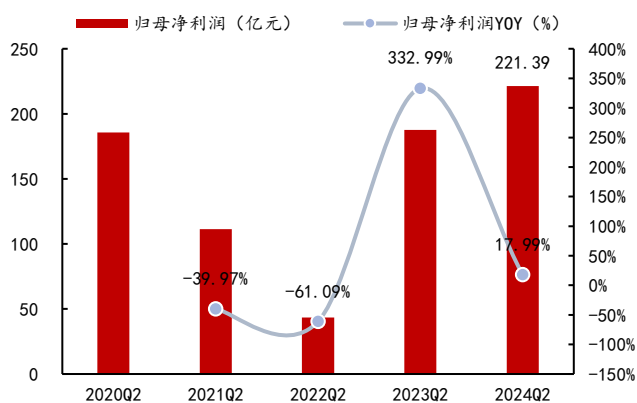
2024Q2，火电板块实现营收 2730.5 亿元，同比-8.37%，实现归母净利润 221.39 亿元，同比+17.99%。营收略有降幅主要系上网电量或有承压，利润高增主要系煤价降低，成本改善明显。

图表17：2020Q2-2024Q2 火电板块营收情况



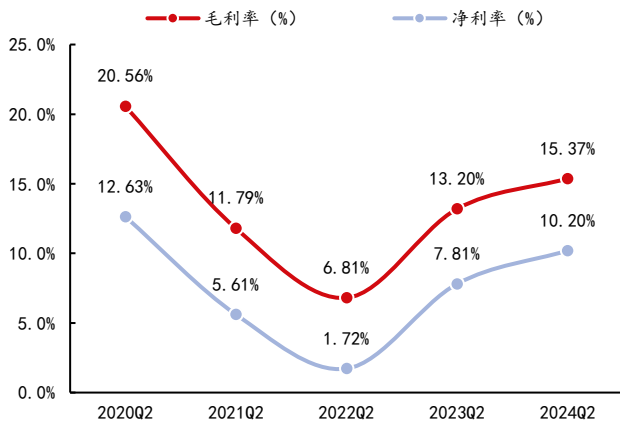
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：2020Q2-2024Q2 火电板块归母净利润情况

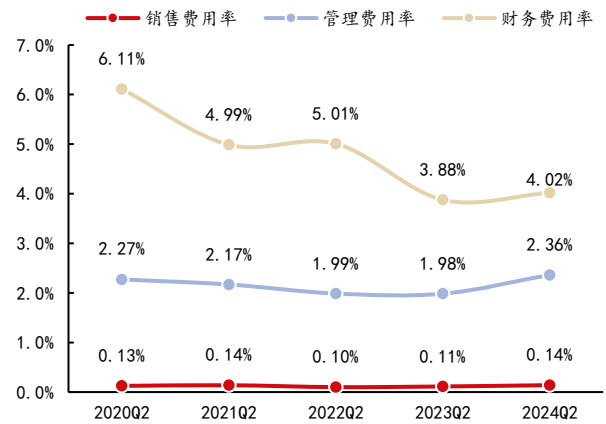


资料来源：Wind，国联证券研究所

毛利率、净利率持续修复。2024Q2 火电运营商实现毛利率、净利率分别为 15.37%、10.20%，同比分别+2.18pct、+2.39pct，主要系煤价成本降低，盈利能力提升。2024Q2 火电运营商实现销售费率/管理费用率/财务费率分别为 0.14%/2.36%/4.02%，同比分别为+0.03%/+0.38%/+0.14%。

图表19: 2020Q2-2024Q2 火电板块毛利率、净利率


资料来源: Wind, 国联证券研究所

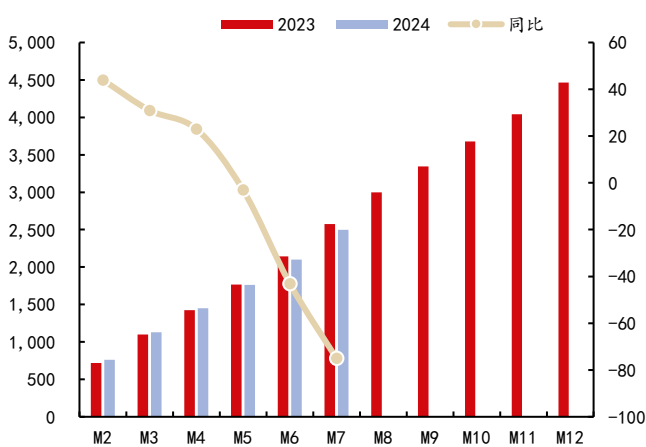
图表20: 2020Q2-2024Q2 火电板块费用率 (%)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

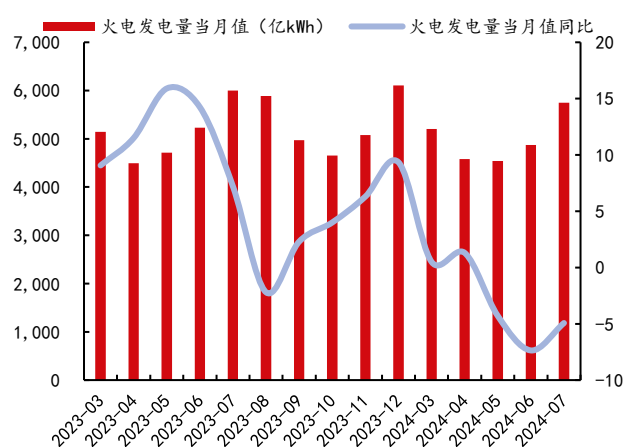
2.2 发电量区域分化, 成本改善

➤ 火电发电量整体承压, 但江浙沪皖闽地区电量韧性较强

火电发电量端略有承压, H1 火电利用小时数降低, Q2 发电量承压。从发电量角度来看, 2024M1-M7 火电累计利用小时数为 2499 小时, 同比降低 75 小时, 以累计值来看, 2024M2-M7 利用小时数同比由+44 小时下降到-75 小时, Q2 利用小时数降低略多, 或为清洁能源挤占等原因。从发电量角度来看, 我们依据火电发电量当月值, 2024M3/M4/M5/M6/M7 发电量同比分别为+0.5%/+1.3%/-4.3%/-7.36%/-4.93%, Q2 火电发电量承压。

图表21: 火电 2023/2024 累计利用小时数情况 (小时)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

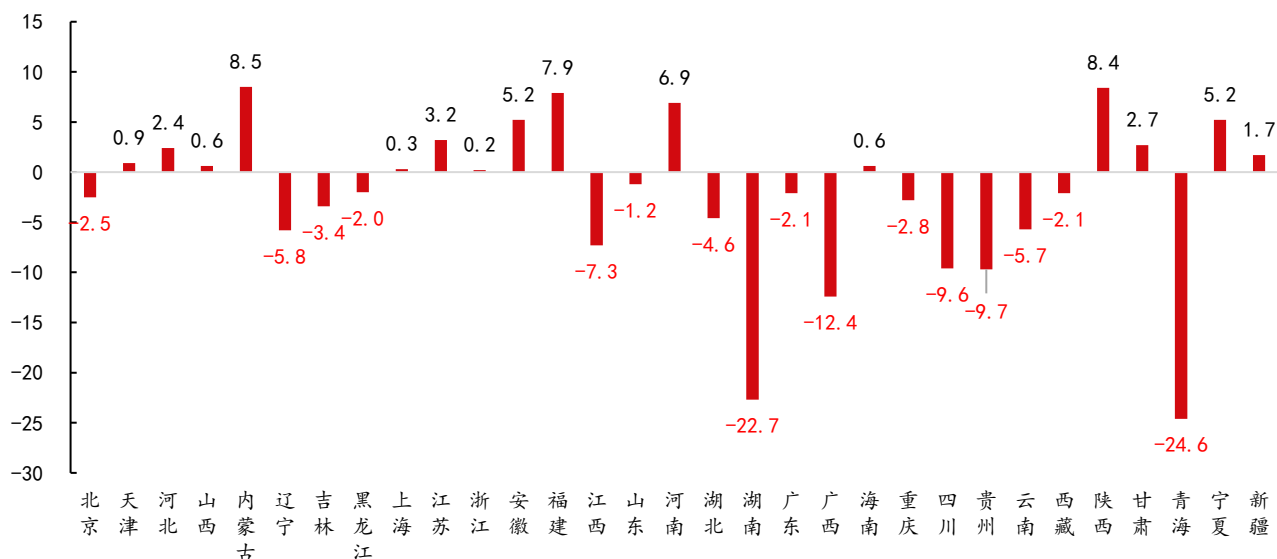
图表22: 火电发电量当月值及同比 (%)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

火电发电量各省分化明显: 江浙沪地区发电量韧性较强, 水电路域发电量同比降幅明

显。我们统计各省 2024 年 M1-M7 火电发电量累计值情况，其中福建 (Yoy+7.9%)、安徽 (Yoy+5.2%)、江苏 (Yoy+3.2%)、上海 (Yoy+0.3%)、浙江 (Yoy+0.2%) 火电发电量保持韧性，内蒙古、陕西火电发电量增长或为风光火储电厂、坑口电厂新增装机规模提升。江西 (Yoy-7.3%)、湖南 (Yoy-22.7%)、湖北 (Yoy-4.6%)、四川 (Yoy-9.6%) 等地或为水电发电量高增，有挤占效应。青海或为新能源装机规模较多，有挤占效应。

图表23：2024M1-M7 火电发电量累计值同比增减情况 (%)

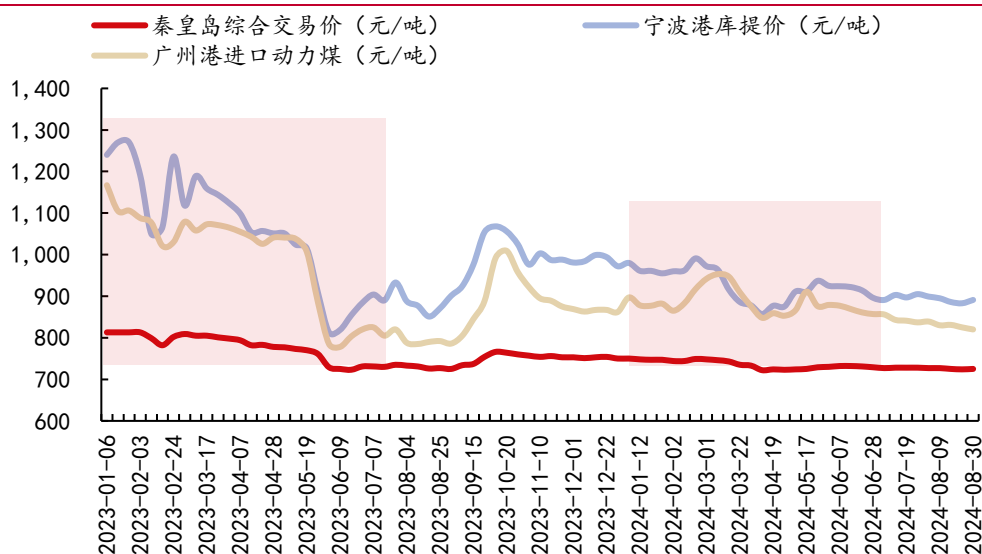


资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 成本端：煤价趋稳，盈利释放

港口煤价同比降低，宁波港、广州港同比降幅明显，分季度来看 Q1 煤价降幅更多。依据 Wind 数据，以 Q5500 为例，秦皇岛港/宁波港/广州港 (进口) 2024H1 均价分别为 735.9/926.6/885.4 元/吨，同比降幅分别为-5.95%/-13.42%/-12.42%，宁波港、广州港 (进口) 煤价降幅相对明显，因此江浙沪皖、湾区地方电厂相对盈利弹性或更足。分季度来看以宁波港为例，Q1 均价 948.8 元/吨，同比-19.0%，Q2 均价 904.5 元/吨，同比-6.7%，Q1 煤价相对降幅明显。

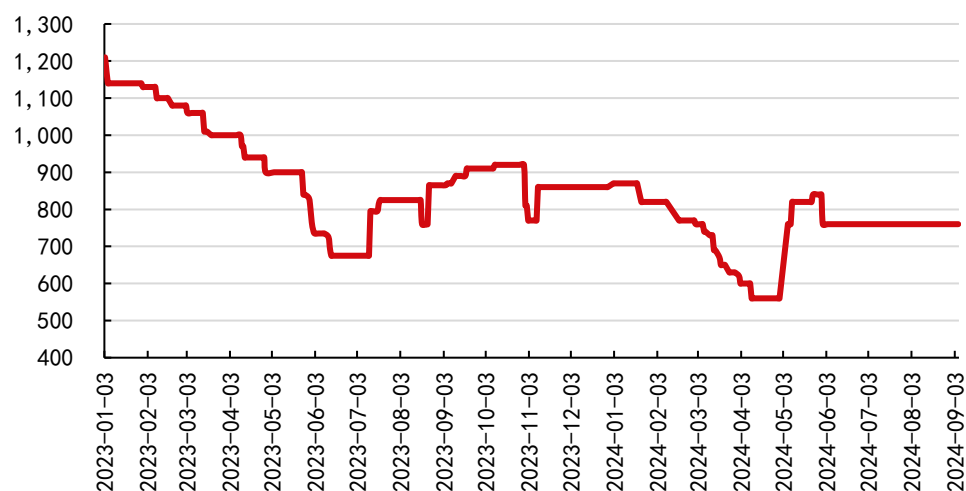
图表24：港口煤价情况（截至 2023 年 8 月 30 日）



资料来源：Wind，国联证券研究所

坑口煤价降幅明显。我们以山东滕州 Q5500 坑口价为例，2024H1 均价为 744.8 元/吨，同比-22.74%，分季度来看，Q1 均价为 778.9 元/吨，同比-28.21%，Q2 均价为 711.3 元/吨，同比-15.64%。

图表25：山东滕州坑口价（Q5500）（元/吨）



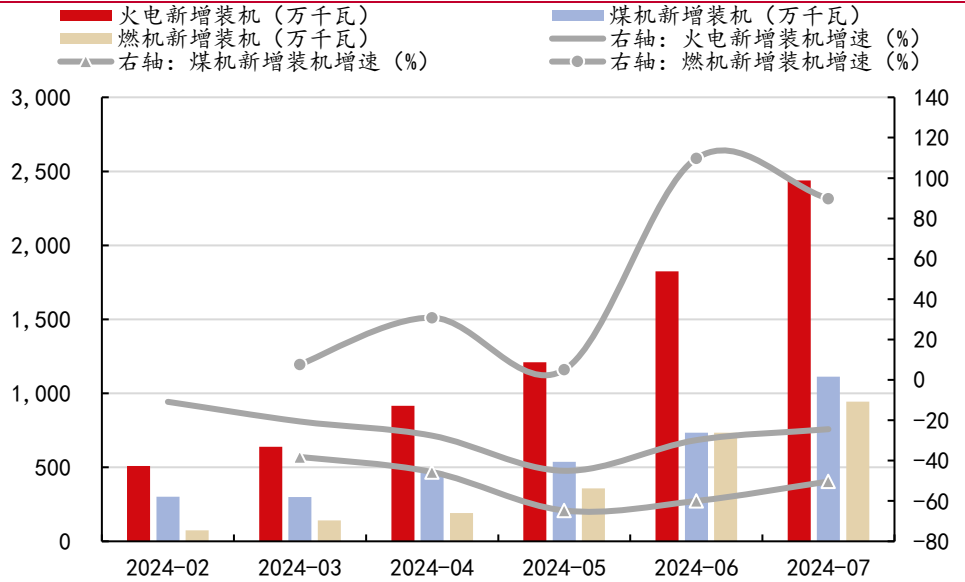
资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 规模：火电装机持续，规模持续提升

火电装机持续增长，增速略有降低。截至 2024M7，火电/煤机/燃机累计新增装机分别为 2438/1112/943 万千瓦，同比增速分别为-24.45%/-50.36%/+89.74%，火电装机

规模持续增长，增速降低或许装机节奏有关。

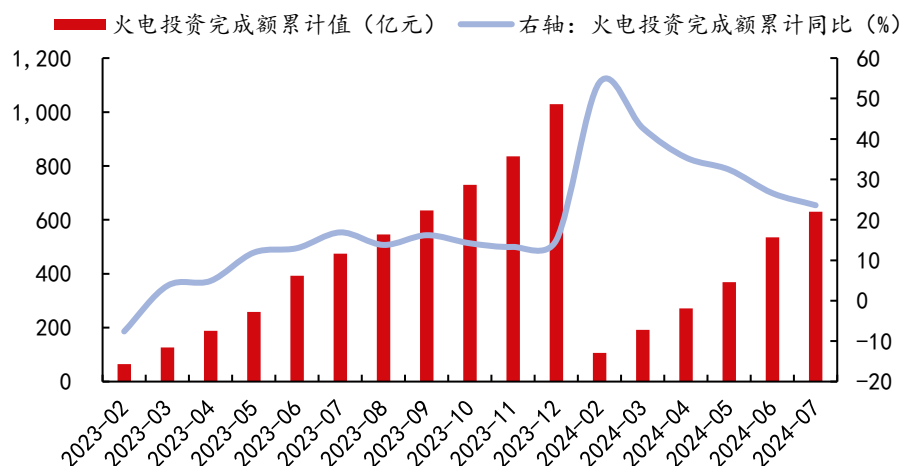
图表26：火电/煤机/燃机累计新增装机及增速（万千瓦，%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

但从火电投资金额角度来看，截至到7月底，投资额累计同比+23.6%，火电建设提速。2024M1-M7火电投资完成额为630亿元，同比增长23.6%，高投资额增速或代表在建火电机组规模提升，火电运营商资产有望不断提升。

图表27：火电投资完成额累计值及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

新增装机区域分布来看，新增装机主要为电力供应紧缺地区和具备外送通道地区。上半年新增装机地区主要为两类，第一类为电力供应紧缺地区如广东（同比+1137万

千瓦)、江苏(同比+244万千瓦)、安徽(同比+222万千瓦)、浙江(同比+156万千瓦),另一类为具备外送通道地区或坑口电厂,如内蒙古(同比+736万千瓦)、陕西(同比+357万千瓦)。

图表28: 分省看火电新增装机情况

指标名称	2023-07	2024-07	同比新增装机容量 (万千瓦)
北京	1,136	1,150	14
天津	1,901	1,897	-4
河北	5,503	5,547	44
山西	7,908	8,057	149
内蒙古	11,216	11,952	736
辽宁	3,848	3,889	41
吉林	1,878	1,888	10
黑龙江	2,538	2,564	26
上海	2,551	2,548	-3
江苏	10,493	10,737	244
浙江	6,767	6,923	156
安徽	5,950	6,172	222
福建	3,682	3,745	63
江西	2,984	2,978	-6
山东	11,812	11,893	81
河南	7,296	7,397	101
湖北	3,726	4,031	305
湖南	2,676	2,881	205
广东	11,068	12,205	1,137
广西	2,722	2,997	275
海南	848	853	5
重庆	1,703	1,786	83
四川	1,820	1,986	166
贵州	3,668	3,807	139
云南	1,256	1,136	-120
西藏	41	42	1
陕西	5,559	5,916	357
甘肃	2,324	2,509	185
青海	396	396	0
宁夏	3,310	3,313	3
新疆	7,149	7,213	64

资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 新能源：营收随规模增长，利润受消纳影响

3.1 营收稳定增长，利润承压

风力发电行业我们选取 10 家子公司作为样本，光伏发电行业我们选取 6 家子公司作为样本。

➤ 2024H1：营收增长，利润承压

图表29：2020H1-2024H1 新能源运营商业绩情况

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
板块营收 (亿元)	497.76	613.03	650.03	671.56	693.84
营收 YOY (%)		23.16%	6.04%	3.31%	3.32%
归母净利润 (亿元)	105.69	140.87	161.84	165.90	148.35
归母净利润 YOY (%)		33.28%	14.89%	2.50%	-10.58%
销售费用率	0.64%	0.51%	0.26%	0.30%	0.30%
管理费用率	2.66%	2.69%	3.00%	3.64%	3.84%
财务费用率	11.12%	11.22%	11.79%	10.44%	10.28%
毛利率 (%)	42.01%	43.55%	46.60%	45.82%	42.41%
净利率 (%)	23.56%	25.81%	28.99%	28.20%	24.53%

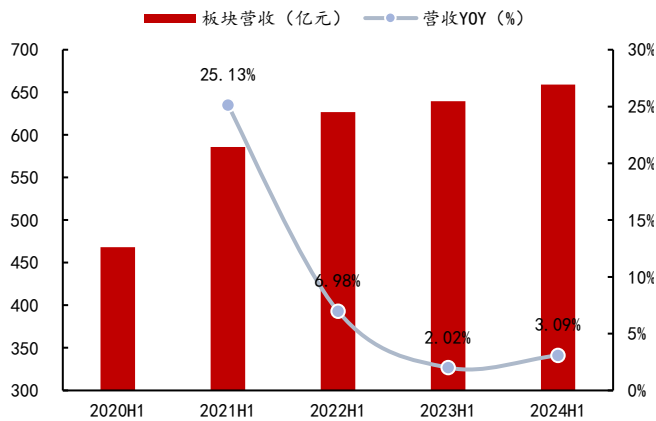
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表30：2020H1-2024H1 新能源运营商代表公司营收、利润变化情况

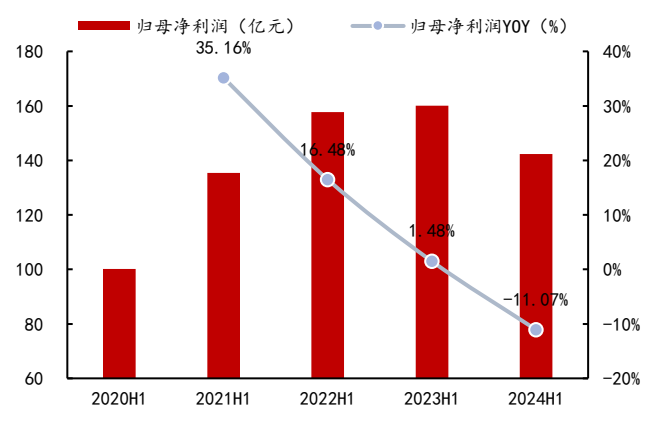
证券代码	证券简称	24H1 营收 (亿元)	同比变化 (%)	营收变化 (2020H1-2024H1)	24H1 归母净利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (2020H1-2024H1)
603693.SH	江苏新能	10.5	-3.90%		2.9	-13.60%	
601619.SH	嘉泽新能	12.4	-4.19%		4.1	-20.58%	
601016.SH	节能风电	26.4	-1.02%		8.7	-1.67%	
600956.SH	新天绿能	121.4	20.80%		14.3	-0.62%	
600905.SH	三峡能源	150.6	9.89%		40.4	-10.58%	
600163.SH	中润能源	8.2	-1.59%		3.4	4.80%	
001289.SZ	龙源电力	188.8	-4.88%		38.3	-22.81%	
000862.SZ	银星能源	6.2	-14.30%		1.3	-15.57%	
000537.SZ	中绿电	18.0	-5.89%		4.6	-16.22%	
000155.SZ	川能动力	18.0	0.90%		6.3	38.76%	
601778.SH	晶科科技	19.2	9.83%		0.9	-36.21%	
600821.SH	金开新能	18.8	10.26%		4.9	-5.70%	
600032.SH	浙江新能	26.0	16.06%		4.5	49.92%	
300317.SZ	珈伟新能	2.2	-27.16%		-0.4	-787.83%	
000591.SZ	太阳能	32.4	-19.57%		8.1	-9.37%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024H1 新能源运营商实现营收 659.2 亿元，同比+3.09%，实现归母净利润 142.36 亿元，同比-11.07%。营收增长主要系装机规模提升带动发电量提升，利润承压主要系新能源消纳问题，利用小时数、电价略有承压。

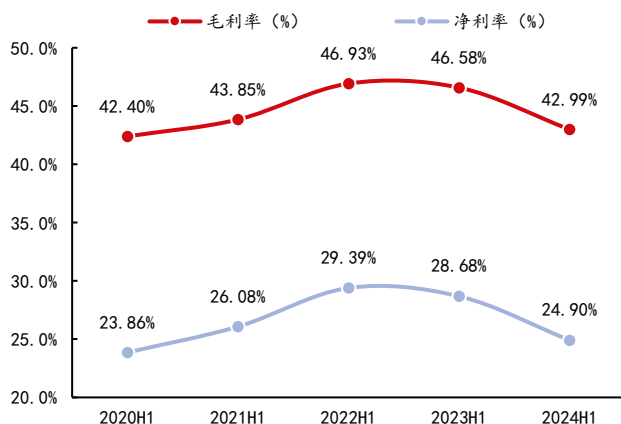
图表31：2020H1-2024H1 新能源运营商营收及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

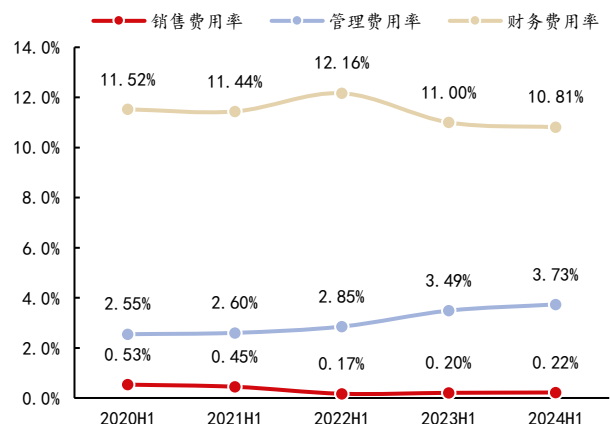
图表32：2020H1-2024H1 新能源运营商归母净利润及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024H1 新能源运营商实现毛利率、净利率分别为 42.99%、24.90%，同比分别变化为 -3.59%、-3.77%，主要系平价上网项目增多、新能源消纳等导致电价承压，2024H1 销售费率、管理费率、财务费率分别为 0.22%、3.73%、10.81%，分别同比变化为+0.01pct、+0.25pct、-0.19pct，销售费率、管理费率提升主要系装机规模提升，员工增加，财务费率降低主要系利息费用降低。

图表33：2020H1-2024H1 新能源运营商毛利率、净利率


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：2020H1-2024H1 新能源费用率情况 (%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

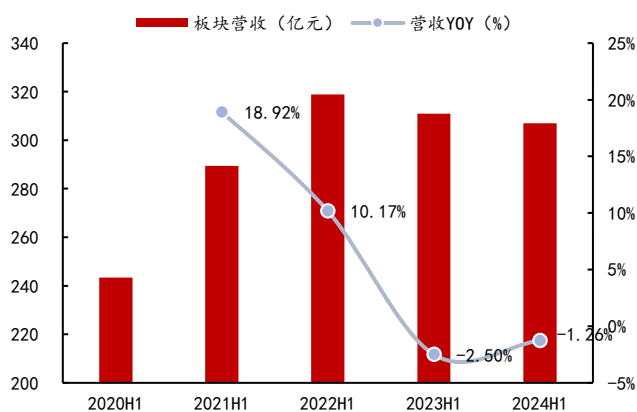
➤ 2024Q2：营收略降，利润降幅明显

图表35：2020Q2-2024Q2 新能源运营商业绩情况

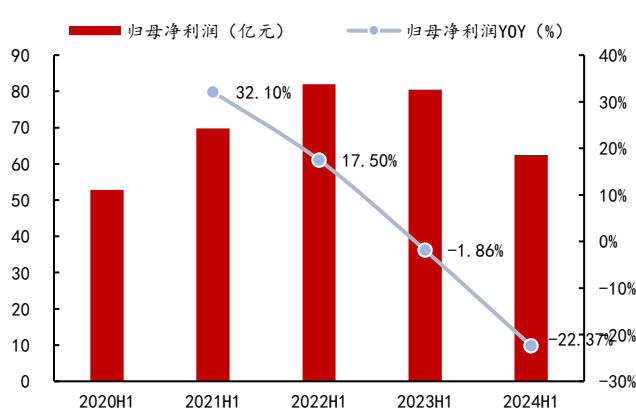
	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2
板块营收 (亿元)	243.41	289.46	318.91	310.95	307.03
营收 YOY (%)		18.92%	10.17%	-2.50%	-1.26%
归母净利润 (亿元)	52.83	69.79	82.00	80.48	62.47
归母净利润 YOY (%)		32.10%	17.50%	-1.86%	-22.37%
销售费用率	0.69%	0.50%	0.17%	0.21%	0.24%
管理费用率	2.65%	2.86%	3.04%	3.97%	4.28%
财务费用率	11.45%	11.72%	11.20%	11.17%	11.30%
毛利率 (%)	42.75%	44.63%	47.08%	48.83%	42.61%
净利率 (%)	23.95%	27.03%	30.88%	29.41%	23.53%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 新能源运营商实现营收 307.03 亿元，同比-1.26%，实现归母净利润 62.47 亿元，同比-22.37%，主要系 Q2 水电发电量增长或有挤占，新能源消纳问题明显，影响发电量。

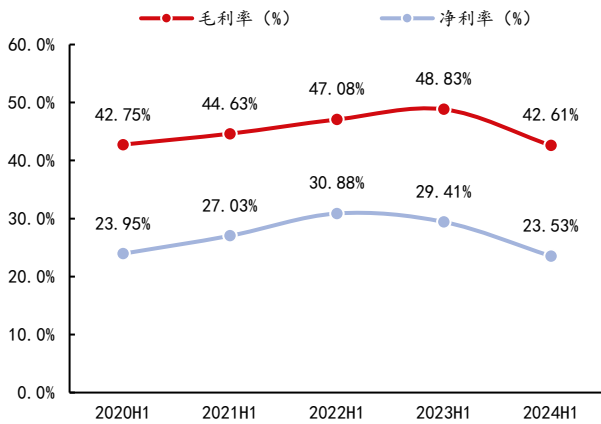
图表36：2020Q2-2024Q2 新能源运营商营收及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

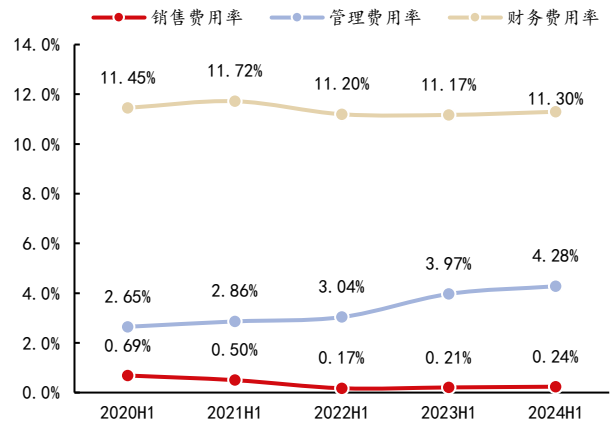
图表37：2020Q2-2024Q2 新能源运营商归母净利润及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 新能源运营商实现毛利率、净利率分别为 42.61%、23.53%，分别同比-6.22pct、-5.89pct，新能源运营商 Q2 销售费率、管理费用率、财务费率分别为 0.24%、4.28%、11.3%，分别同比+0.03pct、+0.31pct、+0.13pct。

图表38：2020Q2-2024Q2 新能源运营商毛利率、净利率


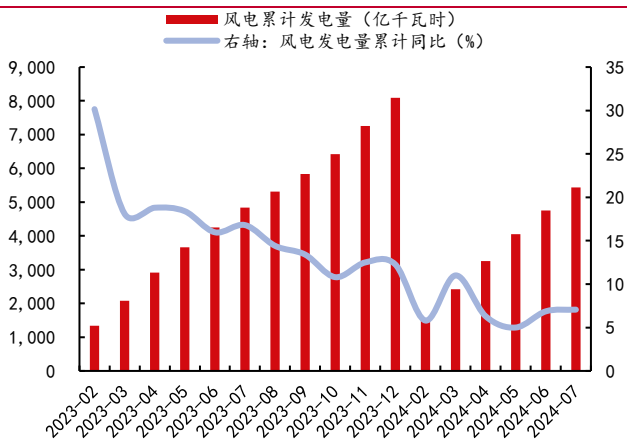
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：2020Q2-2024Q2 新能源运营商费用率 (%)


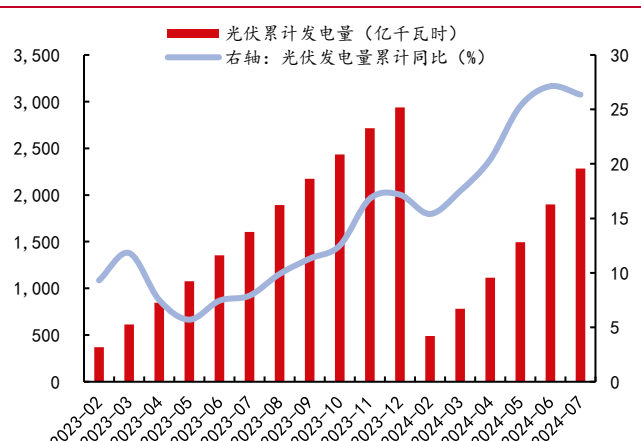
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 装机规模持续增长，利用小时数受消纳影响

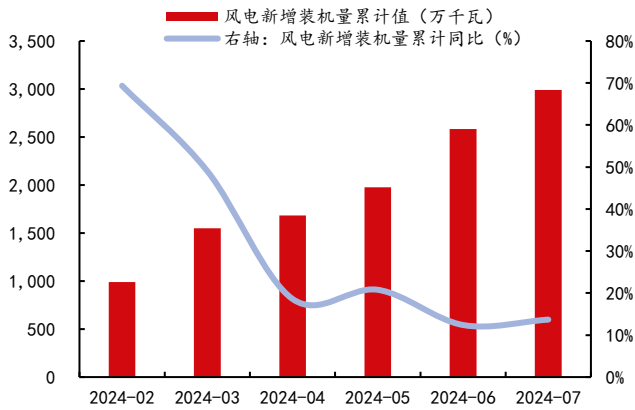
发电量角度来看，2024M1-M7，风电累计发电量为 5437.3 亿 kWh，同比+7.06%，光伏累计发电量为 2281.8 亿 kWh，同比+26.35%。从新增装机角度来看，2024M1-M7，风电累计新增装机 2991 万千瓦，同比+13.68%，光伏累计新增 12353 万千瓦，同比+27.14%，发电量增长主要受益装机规模增长。

图表40：2023-2024M7 风电累计发电量及同比


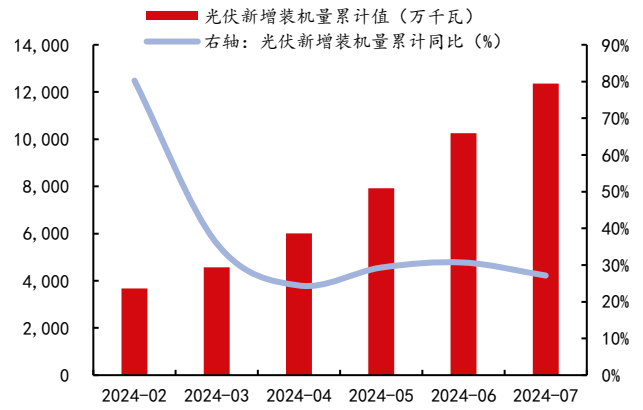
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表41：2023-2024M7 光伏累计发电量及同比


资料来源：Wind，国联证券研究所

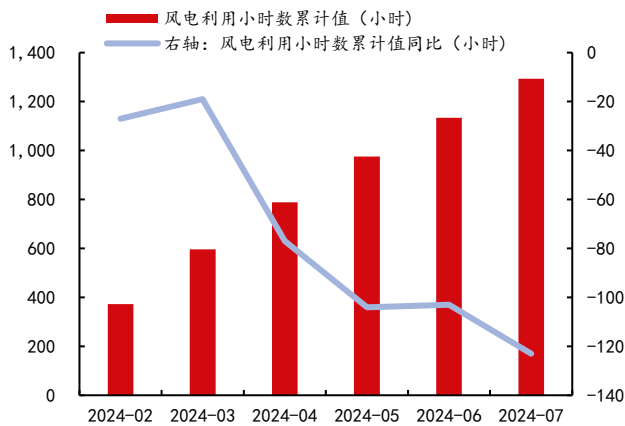
图表42：2023-2024M7 风电累计新增装机容量及同比


资料来源：Wind，国联证券研究所

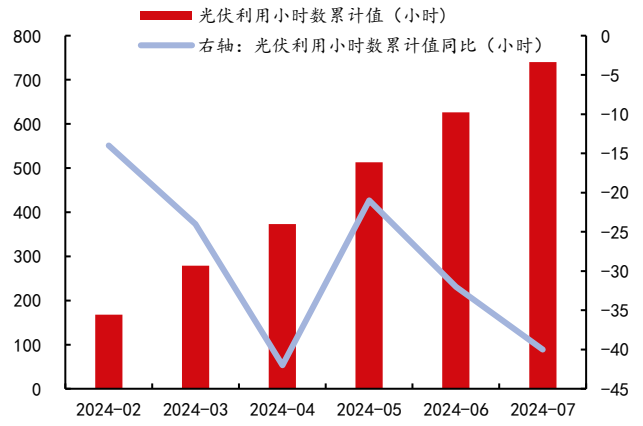
图表43：2023-2024M7 光伏累计新增装机容量及同比


资料来源：Wind，国联证券研究所

消纳问题略显严重，利用小时数下降。2024M1-M7，风电累计利用小时数为 1293 小时，同比降低 123 小时，光伏累计利用小时数为 740 小时，同比降低 40 小时。一方面受气象条件影响，今年上半年为小风年，风电发电量略有降低，另一方面受新能源电量消纳影响，风光弃电率或有增长，利用小时数下降。

图表44：2024M1-M7 风电累计利用小时数


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表45：2024M1-M7 光伏累计利用小时数


资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 水电、核电：盈利稳健，核心资产属性凸显

4.1 水电：来水改善促业绩高增

➤ 2024H1：业绩迎来高增

水力发电行业我们选取 12 家子公司作为样本。

图表46：2020H1-2024H1 水电业绩情况

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
板块营收 (亿元)	563.61	636.81	765.91	835.59	905.26
营收 YOY (%)		12.99%	20.27%	9.10%	8.34%
归母净利润 (亿元)	155.46	171.65	221.23	191.21	240.16
归母净利润 YOY (%)		10.41%	28.89%	-13.57%	25.60%
销售费用率	0.22%	0.20%	0.18%	0.20%	0.19%
管理费用率	2.54%	2.88%	2.69%	2.41%	2.42%
财务费用率	14.20%	11.47%	9.70%	12.83%	10.88%
毛利率 (%)	49.32%	43.17%	47.50%	41.08%	45.18%
净利率 (%)	31.95%	30.63%	32.73%	26.82%	30.98%

资料来源：Wind，国联证券研究所

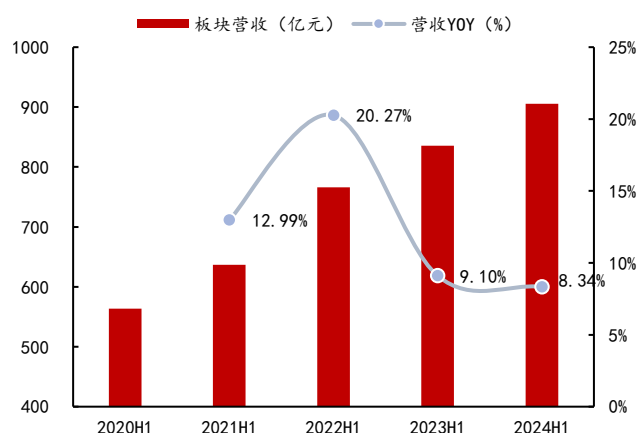
图表47：2020H1-2024H1 水电运营商代表公司营收、利润变化情况

证券代码	证券简称	24H1营收 (亿元)	同比变化 (%)	营收变化 (2020H1-2024H1)	24H1归母净利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (2020H1-2024H1)
600900.SH	长江电力	348.1	12.38%		113.6	27.92%	
600886.SH	国投电力	271.0	2.79%		37.4	12.19%	
600674.SH	川投能源	6.0	10.24%		23.0	9.74%	
600236.SH	桂冠电力	48.3	16.25%		14.4	57.40%	
600116.SH	三峡水利	52.1	-8.33%		2.3	631.74%	
600101.SH	明星电力	13.4	3.37%		0.8	-16.54%	
600025.SH	华能水电	118.8	27.37%		41.7	32.21%	
002039.SZ	黔源电力	8.7	39.12%		1.3	316.76%	
000993.SZ	闽东电力	2.8	-75.97%		0.5	-78.11%	
000791.SZ	甘肃电投	12.3	14.08%		2.9	18.11%	
000722.SZ	湖南发展	1.8	13.26%		0.5	7.27%	
000601.SZ	韶能股份	21.8	-0.10%		1.7	297.62%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

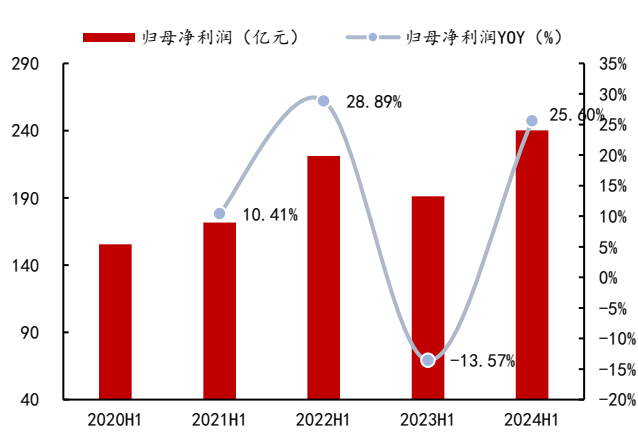
2024H1 水电运营商实现营收 905.26 亿元，同比+8.34%，实现归母净利润 240.16 亿元，同比+25.60%，业绩增长主要系上半年来水较好，水电发电量提升。

图表48：2020H1-2024H1 水力发电营收及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

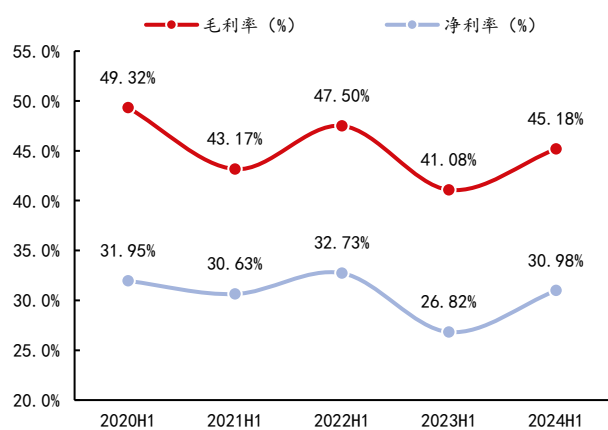
图表49：2020H1-2024H1 水力发电归母净利润及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

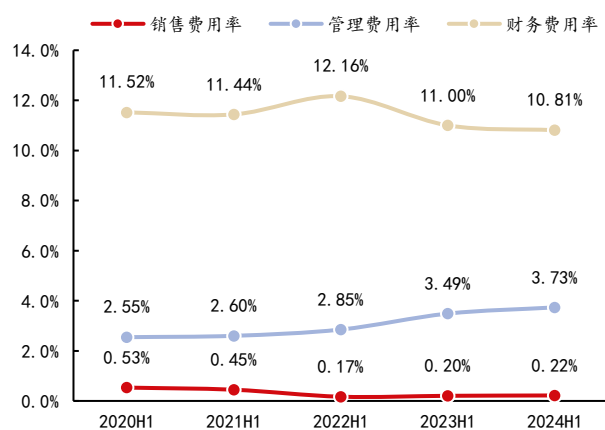
2024H1 水电运营商实现毛利率、净利率分别为 45.18%、30.98%，同比变化分别为 +4.10pct、+4.16pct，主要系发电量提升，收入端提升，成本端主要为固定资产折旧，变化较低，收入提升带动毛利率增长。期间费用率方面销售费率、财务费率同比变化分别为-0.01pct、-1.94pct，财务费率降低主要系利息支出降低。

图表50：2020H1-2024H1 水力发电毛利率及净利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表51：2020H1-2024H1 水力发电期间费用率



资料来源：Wind，国联证券研究所

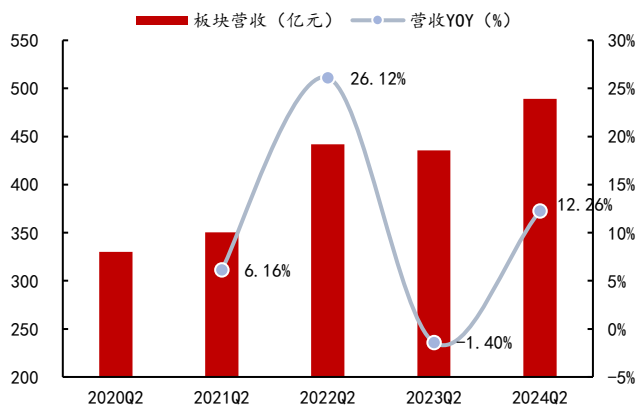
➤ 2024Q2：来水旺季，业绩增速高于H1

图表52：2020Q2-2024Q2 水力发电业绩情况

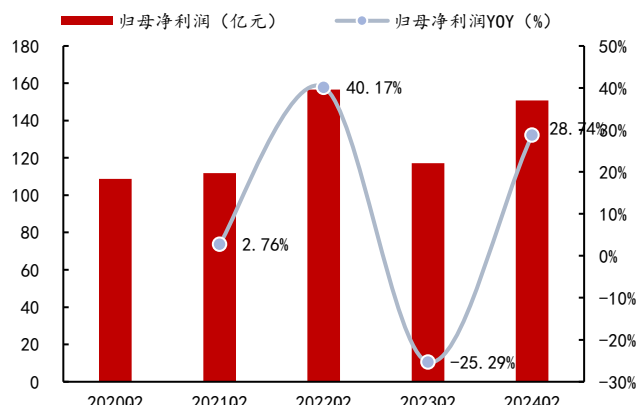
	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2
板块营收 (亿元)	330.05	350.37	441.88	435.70	489.12
营收 YOY (%)		6.16%	26.12%	-1.40%	12.26%
归母净利润 (亿元)	108.77	111.78	156.68	117.07	150.71
归母净利润 YOY (%)		2.76%	40.17%	-25.29%	28.74%
销售费用率	0.26%	0.18%	0.18%	0.20%	0.19%
管理费用率	2.46%	2.60%	2.45%	2.23%	2.24%
财务费用率	12.29%	10.24%	8.42%	12.21%	9.91%
毛利率 (%)	52.59%	46.55%	52.97%	42.79%	48.62%
净利率 (%)	37.78%	35.41%	39.36%	30.63%	34.83%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 水电运营商实现营收 489.12 亿元，同比+12.26%，实现归母净利润 150.71 亿元，同比+28.74%。

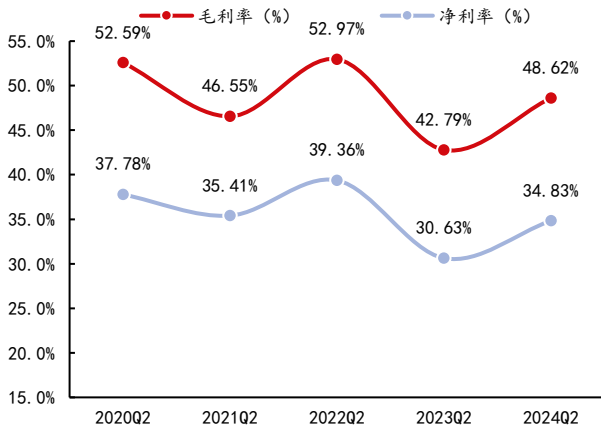
图表53：2020Q2-2024Q2 水力发电营收及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

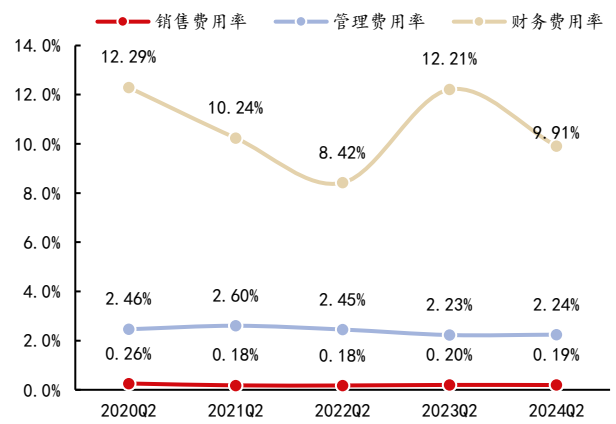
图表54：2020Q2-2024Q2 水力发电归母净利润及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 水电运营商实现毛利率、净利率分别为 48.62%、34.83%，分别同比+5.82cpt、+4.2pct。实现销售费率、管理费用率、财务费率分别为 0.19%/2.24%/9.91%，分别变化为+0.0cpt/+0.02pct/-2.3pct。

图表55：2020Q2-2024Q2 水力发电毛利率、净利率


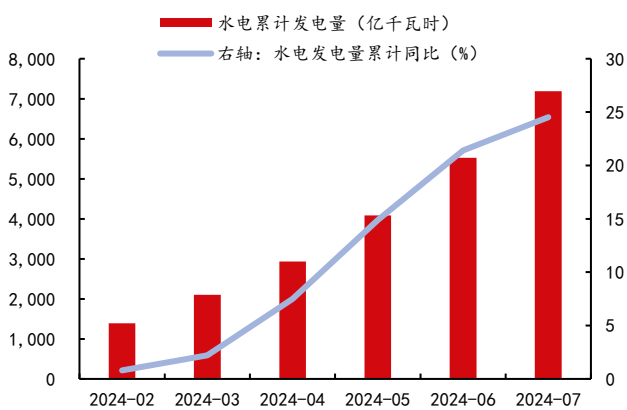
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表56：2020Q2-2024Q2 水力发电费用率情况 (%)


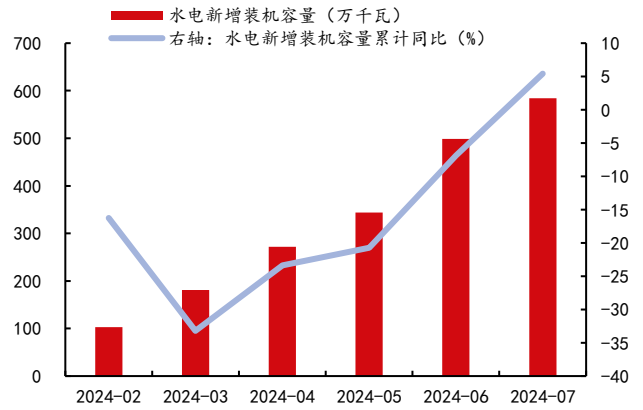
资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 来水充沛、发电量提升

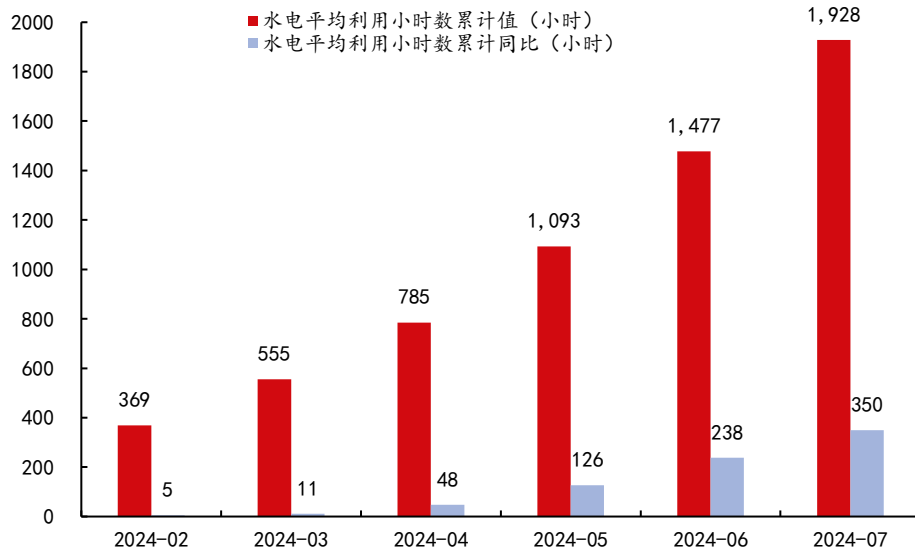
从发电量角度来看，2024M1-M7，水电累计发电量为 7188 亿 kWh，同比+24.52%，从新增装机角度来看，2024M1-M7 水电累计新增装机为 584 万千瓦，同比+5%。从利用小时数角度来看，2024M1-M7 水电累计利用小时数同比提升 350 小时，发电量提升主要系上半年各流域来水情况较好，来水增加带动水电发电量提升。

图表57：2024M1-M7 水电累计发电量及同比


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表58：2024M1-M7 水电累计新增装机容量及同比


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表59：2024M1-M7 水电累计利用小时数同比高增


资料来源：Wind，国联证券研究所

以各省分情况来看，2024M1-M7 水电发电量同比增速最高省份分别为四川(+82.4%)、江西(+68.8%)、广西(+56.1%)、湖北(+51.2%)、广东(+46.8%)，主要集中在南方水电大省。

图表60：2024M1-M7 分省水电发电量同比变化情况

地区	变化 (%)	地区	变化 (%)
北京	-19.90	湖北	51.20
天津	-	湖南	25.40
河北	7.90	广东	46.80
山西	12.70	广西	56.10
内蒙古	23.00	海南	32.40
辽宁	12.40	重庆	19.50
吉林	12.30	四川	82.40
黑龙江	20.20	贵州	15.80
上海	4.60	云南	-2.70
江苏	43.10	西藏	-20.10
浙江	7.10	陕西	11.50
安徽	26.10	甘肃	31.50
福建	41.00	青海	16.20
江西	68.80	宁夏	8.30
山东	16.90	新疆	-
河南	35.40		

资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 核电：大修影响业绩，核准新机组成长性高

核电子行业我们选取 2 家子公司作为样本。

➤ 2024H1：营收稳步增长，利润稳定

图表61：2020H1-2024H1 核电业绩情况

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
板块营收 (亿元)	547.40	666.39	711.95	755.74	768.18
营收 YOY (%)		21.74%	6.84%	6.15%	1.65%
归母净利润 (亿元)	81.80	99.72	113.42	130.01	129.91
归母净利润 YOY (%)		21.91%	13.73%	14.63%	-0.08%
销售费用率	0.09%	0.12%	0.07%	0.08%	0.07%
管理费用率	3.30%	2.92%	4.08%	3.33%	3.50%
财务费用率	14.74%	9.87%	10.01%	9.05%	7.77%
毛利率 (%)	44.28%	41.19%	45.19%	45.51%	42.92%
净利率 (%)	23.84%	24.79%	26.25%	28.77%	28.23%

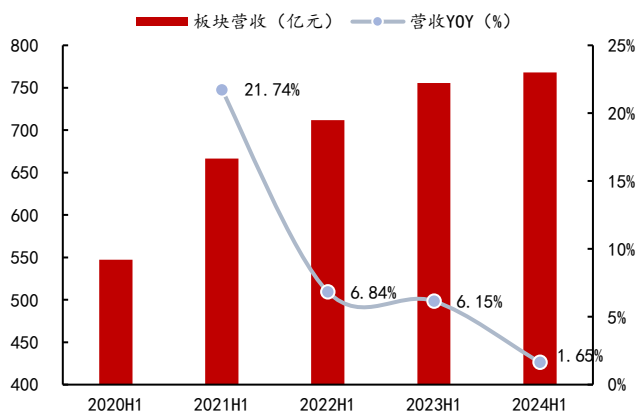
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表62：2020H1-2024H1 核电运营商代表公司营收、利润变化情况

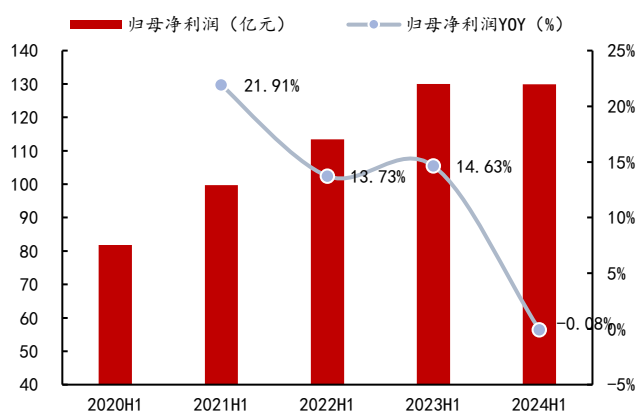
证券代码	证券简称	24H1 营收 (亿元)	同比变化 (%)	营收变化 (2020H1-2024H1)	24H1 归母净利润 (亿元)	同比变化 (%)	归母净利润变化 (2020H1-2024H1)
601985.SH	中国核电	374.4	3.15%		58.8	-2.65%	
003816.SZ	中国广核	393.8	0.26%		71.1	2.16%	

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024H1 核电运营商实现营收 768.18 亿元，同比+1.65%，实现归母净利润 129.91 亿元，同比-0.08%，营收增长主要系装机规模同比提升，利润降低主要系机组大修影响发电量，市场化电价下降影响利润。

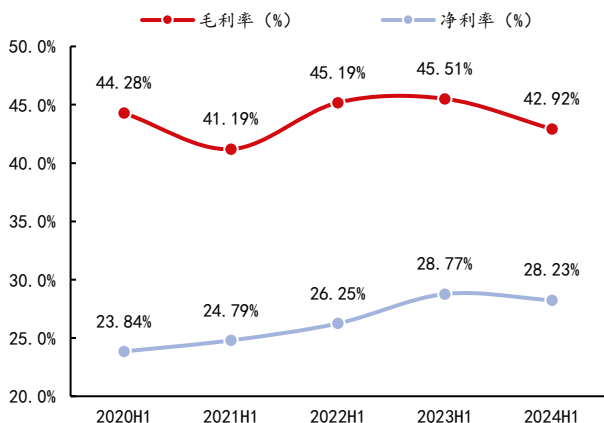
图表63：2020H1-2024H1 核电营收及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

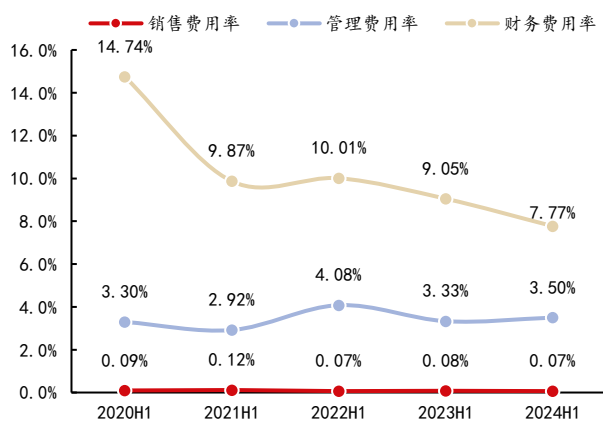
图表64：2020H1-2024H1 核电归母净利润及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024H1 核电运营商实现毛利率、净利率分别为 42.92%、28.23%，同比变化分别为-2.59pct、-0.53pct。毛利率下降主要系电价略有下降、大修影响发电量等，净利率降幅略低于毛利率降幅，主要系利息降低，财务费用支出降低。期间费用率方面销售费率、财务费率同比变化分别为-0.02pct、-1.28pct，财务费率降低主要系利息支出降低。

图表65：2020H1-2024H1 核电毛利率、净利率


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表66：2020H1-2024H1 核电费用率 (%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

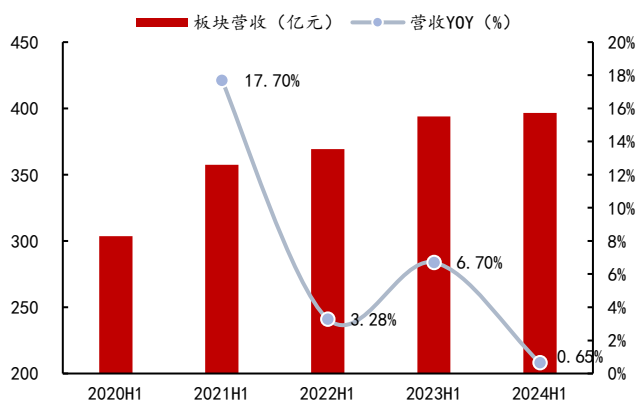
➤ 2024Q2：营收稳定，利润略降

图表67：2020Q2-2024Q2 核电业绩情况

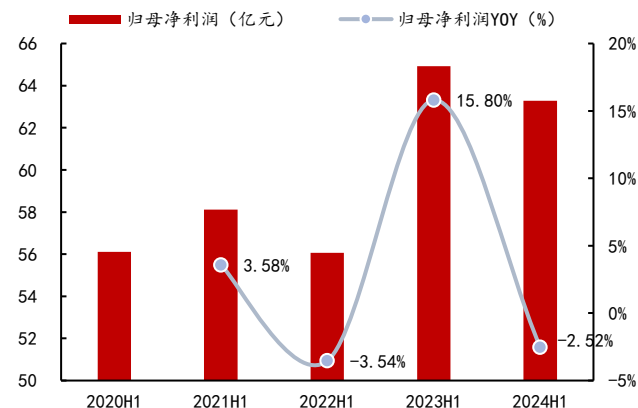
	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2
板块营收 (亿元)	303.68	357.44	369.17	393.91	396.48
营收 YOY (%)		17.70%	3.28%	6.70%	0.65%
归母净利润 (亿元)	56.11	58.11	56.06	64.92	63.28
归母净利润 YOY (%)		3.58%	-3.54%	15.80%	-2.52%
销售费用率	0.05%	0.07%	0.07%	0.07%	0.08%
管理费用率	2.57%	2.35%	4.95%	3.37%	3.48%
财务费用率	13.33%	10.23%	10.34%	9.32%	7.60%
毛利率 (%)	45.08%	41.89%	44.56%	45.52%	41.85%
净利率 (%)	28.62%	26.27%	24.55%	28.21%	26.95%

资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 核电运营商实现营收 396.48 亿元，同比+0.65%，实现归母净利润 63.28 亿元，同比-2.52%，主要系市场化电价略有降幅，同时中国核电新能源部分业务电价降幅明显，影响利润。

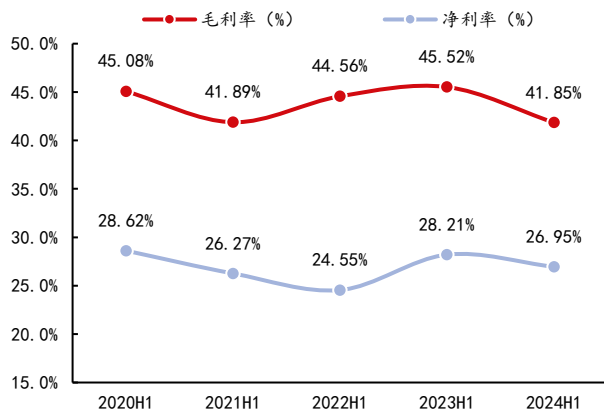
图表68：2020Q2-2024Q2 核电营收及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

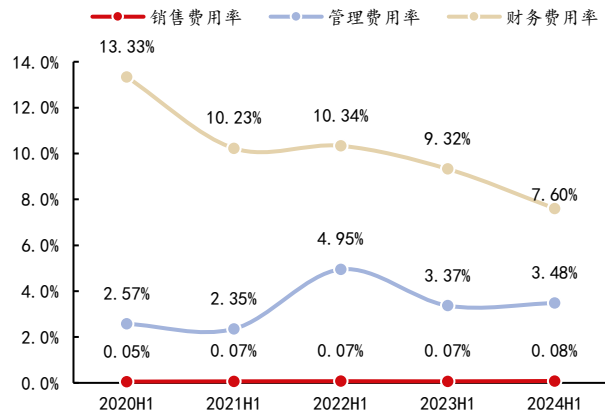
图表69：2020Q2-2024Q2 核电归母净利润及增速


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024Q2 核电运营商实现毛利率、净利率分别为 41.85%、26.95%，分别同比-3.67pct、-1.26pct。实现销售费率、管理费用率、财务费率分别为 0.08%/3.48%/7.60%，分别变化为+0.01pct/+0.11pct/-1.72pct。

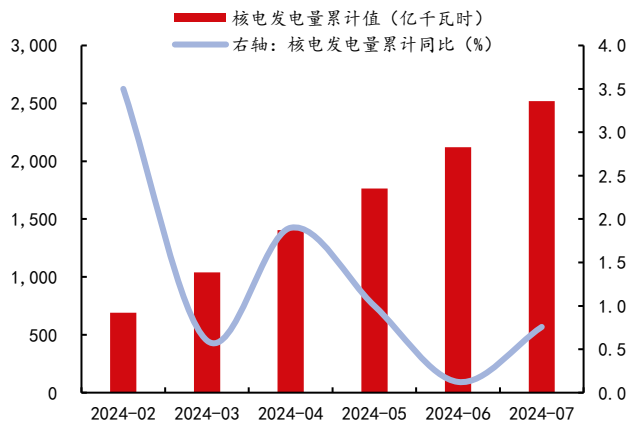
图表70: 2020Q2-2024Q2 核电毛利率、净利率


资料来源: Wind, 国联证券研究所

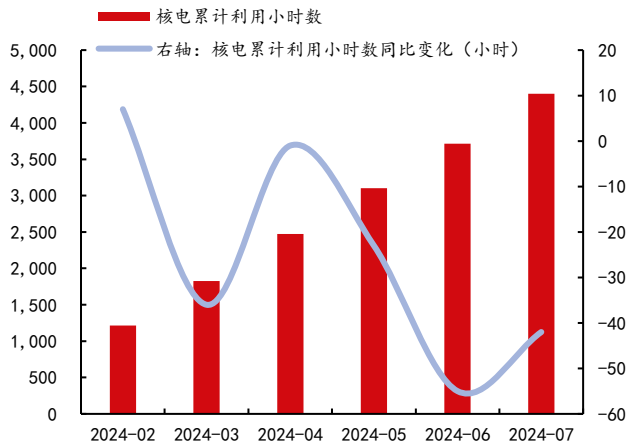
图表71: 2020Q2-2024Q2 核电费用率情况 (%)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

从发电量角度来看, 2024M1-M7 核电累计发电量为 2518.2 亿 kWh, 同比+0.76%。装机方面, 上半年中国广核防城港 4 号机组投产发电。利用小时数方面, 2024M1-M7 核电累计利用小时数为 4399 小时, 同比降低 42 小时, 主要系核电机组大修影响。

图表72: 2024M1-M7 核电累计发电量及同比


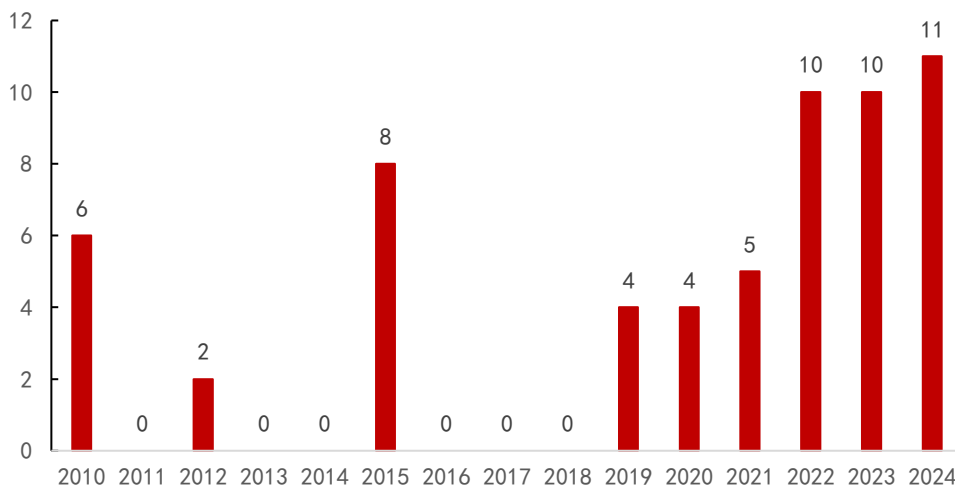
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表73: 2024M1-M7 核电累计利用小时数


资料来源: Wind, 国联证券研究所

新核准 11 台机组, 行业具备长期成长性。2024 年 8 月 19 日国常会, 新增核准 11 台机组。具体项目来看分别为中核江苏徐圩一期工程, 中广核广东陆丰一期工程、山东招远一期工程、浙江三澳二期工程, 国家电投广西白龙一期工程, 合计 11 台机组。按运营商主体区分, 中核 3 台, 中广核 6 台, 国电投 2 台。本次国常会核准 11 台机组, 也是近年单次核准数量最多一次, 充分体现了对核电发展的重视, 大规模核准数量有望带动行业景气度持续提升。

图表74：每年核电核准机组数量（台）



资料来源：北极星核电网，国联证券研究所

5. 投资建议：电力资产盈利趋稳兼备成长性

5.1 火电：盈利稳定逻辑逐步兑现

电力需求高增保障当前火电高利用小时数，保障火电装机规模提升。煤价较低保障火电 2024 年全年盈利能力高增。现货稀缺电价+容量电价回收成本+辅助服务补偿促进火电收益更具稳定性，稳定现金流保障分红比例，建议关注火电龙头公司，**皖能电力**、**浙能电力**等。

5.2 绿电：消纳有望改善，绿色属性溢价体现

低成本装机促进运营商装机规模高增，特高压通道建设+新能源市场化交易政策等有望改善新能源消纳情况，新能源运营商电价短期承压，未来绿证+绿电交易等方式拓展，新能源电价环境价值有望凸显，建议关注绿电公司，**三峡能源**、**江苏新能**等。

5.3 水电、核电：优质电力资产，关注龙头

盈利稳定属性，现金流充沛，分红比例有望提升，红利资产属性突出，核电 2024 年 8 月国常会核准 11 台，高成长性延续。建议关注核电龙头公司，**中国核电**、**中国广核**。

6. 风险提示

- 1) **核准或装机进度不及预期**: 运营商新增装机资产主要依靠政府核准决定, 如果核准进度或者数量不及预期, 则未来资产增量或受影响。同时新增装机规模和当年装机进度则影响营收情况, 如果装机进度不及预期, 则影响当年增量业绩。
- 2) **市场化交易电价波动**: 电量市场化交易比例逐年提升, 市场化电价更具波动性, 影响运营商当年业绩。
- 3) **煤价、装机成本变动**: 煤炭是火电重要营业成本支出项, 若煤价波动则影响火电当年业绩, 硅料、风机价格上涨则影响新增新能源项目盈利能力。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼