

2024年09月30日

市场回暖利好绿电 并购六条利于电力央企重组

——公用事业 2024 年第 39 周周报（20240929）

看好（维持）

证券分析师

查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
戴映昕
S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com
蔡思
S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

板块表现：



相关研究

投资要点：

- **本周起新增核心推荐组合：**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、中国电力；**电力设备组合依旧为：**东方电气、理工能科、云路股份。
- **公用事业：市场回暖利好绿电 证监会发布并购六条**
- **市场流动性与风险偏好回暖利好绿电板块。**央行在9月24日在国新办发布会上宣布，创设5000亿元证券、基金、保险公司互换便利，提升机构的资金获取能力和股票增持能力；创设3000亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。我们认为该措施将大幅改善流动性以及市场风险偏好，在电力行业更利好绿电。2023年以来，受经济复苏低于预期、市场流动性收窄等多方面因素影响，A股宽基指数走势不佳，电力行业尤其是水电、核电成为权益资金的“避风港”，其业绩与宏观经济的低协方差属性受到投资者追捧。与之对应的，绿电由于成长属性明显、远期收益率存在一定的不确定性，在市场风险偏好偏弱背景下，估值水平持续下移。
- **结合估值模型，我们认为未来绿电估值修复的动力，或许不在IRR绝对值的提升，而是在多重政策落地下，IRR的确定性增强，以及市场风险偏好改善，降低折现率，使得IRR与折现率的差值重新扩张。**目前港股绿电普遍处于破净状态，预计未来具备较大向上空间。重点推荐港股低估值**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、中国电力**，建议关注**新天绿色能源**。重点推荐A股新能源运营商**三峡能源**，建议关注**云南能投、甘肃能源、金开新能、新天绿能、嘉泽新能、晶科科技**。
- **证监会发布并购六条，有利于电力央企资产重组。**9月24日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“并购六条”），进一步优化重组审核程序，提高重组审核效率，活跃并购重组市场。此次发布主要包括六方面内容：一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级；二是鼓励上市公司加强产业整合；三是进一步提高监管包容度；四是提升重组市场交易效率；五是提升中介机构服务水平；六是依法加强监管。
- 我们分析此次证监会政策有助于央企借助时间窗口，通过加快并购重组等方式提高资产证券化率、降低资产负债率。对于电力行业，我国省级平台资产证券化率普遍较高，五大发电集团相对较低（资产证券化率=上市公司及拟上市公司控股装机/集团总控股装机），尤其是华电集团（不足50%）和国电投集团（不足40%）明显偏低，后续重组值得期待。建议关注国电投集团旗下平台**中国电力和上海电力**，以及广西能源集团旗下**广西能源**。
- **环保：中国资源循环利用集团呼之欲出 有望从更高层面加快构建废弃物循环利用体系**
- **近日，国家发改委举行专题新闻发布会，会上国家发改委党组成员、副主任赵辰昕透露，中国资源循环利用集团正在筹建中，我们分析，作为第98家央企，该集团的组建具有重要意义：1）集团出资方主要为上游资源集团，有助于资源回收集约化发展。**除了国资委外，集团出资方还包括中国石油化工集团、中国宝武钢铁集团、中国铝业集团、中国五矿集团、中国建材集团、华润（集团）等，有望充分利用股东资源，发挥各自的专业优势，资源共享，集约使用，提升资源回收利用的效率；2）该集团的组建，有望促进加快构建覆盖各领域、各环节的废弃物循环利用体系，持续畅通资源回收利用链条，该集团的组建，有望从更高层面促进加快构建覆盖各领域、各环节的废弃物循环利用体系，持续畅通资源回收利用链条，加快解决过去回收企业面临产能“吃不饱”的难题，提高回收企业利用率；3）此外，本次会议也提出解决用地难题、抵税难题。会上也提到持续推进资源回收企业向报废产品出售者“反向开票”，从而降低回收企业经营成本，同时针对困扰行业多年的用地难题，指导各地把废弃物回收设施纳入市县国土空间规划，为回收循环利用提供用地支撑。建议关注**高能环境、格林美、碧水源**。
- **风险提示：电力市场改革不及预期，电价下滑幅度超出预期**



目录

1. 市场回暖利好绿电 证监会发布并购六条	3
1.1 市场流动性与风险偏好回暖利好绿电板块	3
1.2 证监会发布并购六条 有利于电力央企资产重组	8
2. 中国资源循环利用集团呼之欲出 有望从更高层面加快构建废弃物循环利用体系	9
3. 推荐组合	10
4. 重点公司估值	11

1. 市场回暖利好绿电 证监会发布并购六条

1.1 市场流动性与风险偏好回暖利好绿电板块

央行宣布首期共 8000 亿规模创新工具稳定股市发展。央行在 9 月 24 日在国新办发布会上宣布，创设 5000 亿元证券、基金、保险公司互换便利，提升机构的资金获取能力和股票增持能力；创设 3000 亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。具体来看，互换便利工具支持的是符合条件的证券、基金、保险公司，本次计划互换便利首期操作规模 5000 亿元，未来可视情况扩大规模。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。

我们认为该措施将大幅改善流动性以及市场风险偏好，在电力行业更利好绿电。2023 年以来，受经济复苏低于预期、市场流动性收窄等多方面因素影响，A 股宽基指数走势不佳，电力行业尤其是水电、核电成为权益资金的“避风港”，其业绩与宏观经济的低协方差属性受到投资者追捧。与之对应的，绿电由于成长属性明显、远期收益率存在一定的不确定性，在市场风险偏好偏弱背景下，估值水平持续下移。

以一个极简 DCF 模型量化说明：假设某项目初始投资金额 100 元，项目期限 5 年，每年获得净现金流入 30 元。则该项目 IRR 的 15.24%，只与项目本身的现金流有关。但是在计算项目估值时，需要引入一个新的参数，即折现率，与估值时点的市场环境、利率环境和风险偏好有关，属于外部变量。该案例我们假设为 10%，则项目的净现值为 13.72 元，投产后项目价值为 113.72 元。

表 1：使用必要收益率折现

年份	0	1	2	3	4	5
现金流	-100	30	30	30	30	30
必要收益率=折现率		10%	10%	10%	10%	10%
现金流现值	-100	27.3	24.8	22.5	20.5	18.6
投资前项目价值	13.72					
内部收益率 (IRR)	15.24%					

资料来源：华源证券研究

我们将该过程拆解，采用摊余成本法处理方式，将未来 5 年的现金流分解成等价的 5 笔单独投资，视为第 0 年投资 100 元，第 1 年按照 15.24% 的收益率获得 115.24 元，取走 30 元，将剩余 85.24 元进行第二次投资。

定义每一期的经济增加值 EVA (economic value added) = (内部收益率-必要收益率) * 每期投资本金。经济增加值的数学内涵就是每一期资本金的实际收益减去机会成本后

的净收益。从第 0 年的时点来看，该笔投资的总的价值增厚，等于未来每一期经济增加值在必要收益率下的折现值加总。即：

$$\text{企业价值增厚} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(\text{IRR} - \text{资本成本}) * \text{每期投资本金}}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}_t}{(1+r)^t}$$

表 2：经济增加值与企业价值增厚的关系示意

年份	0	1	2	3	4	5
期初账面价值①		100	85.24	68.23	48.62	26.03
内部收益率②		15.24%	15.24%	15.24%	15.24%	15.24%
实际投资收益③=①*②		15.24	12.99	10.40	7.41	3.97
收到的分红④		30	30	30	30	30
期末账面价值⑤=①+③-④	100	85.24	68.23	48.62	26.03	0.00
必要收益率⑥		10%	10%	10%	10%	10%
必要投资收益⑦=①*⑥		10.00	8.52	6.82	4.86	2.60
经济增加值⑧=③-⑦		5.2	4.5	3.6	2.5	1.4
经济增加值的折现值（按照⑥折现）		4.76	3.69	2.69	1.74	0.85
折现值加总		13.72				

资料来源：华源证券研究

由此可得，一笔投资的价值增厚取决于四个参数，分别是该笔投资的内部收益率 IRR、必要收益率（资金成本）、投资金额以及项目期限。其中内部收益率与必要收益率的差值，是投资创造价值的基础；投资金额以及项目期限分别是空间和时间维度的乘数。

进一步的，将模型拓展到多期项目，假设公司预期在第 1 年末再投资一个一模一样的项目，从第 2 年开始公司有两个项目。折现后可得公司的价值为 126.2 元。

表 3：两期项目 DCF 折现示意（10%折现率）

年份	0	1	2	3	4	5	6
项目 1 现金流	-100	30	30	30	30	30	
项目 2 现金流		-100	30	30	30	30	30
公司整体现金流	-100	-70	60	60	60	60	30
内部收益率	15.24%						
必要收益率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
现金流折现值		-63.6	49.6	45.1	41.0	37.3	16.9
第 0 年末公司总价值	126.20						

初始资本金	100
现有项目价值增厚	13.72
未来项目价值增厚	12.48

资料来源：华源证券研究

可见，对于持续投资的企业，企业总价值为初始投资本金、现有资产的价值增厚、未来资产的价值增厚三部分构成，该式同时揭示了 PB 的本质。其中，第三项可以理解成潜在市场空间的期权价值，伸缩弹性最大。

$$\text{企业价值} = \text{初始投资本金} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}_{t, \text{现有资产}}}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}_{t, \text{未来资产}}}{(1+r)^t}$$

回到绿电板块，我们认为此前估值回落的根本原因是未来收益率的不确定性导致股权风险溢价扩张，必要收益率增加。IRR 与必要收益率的差值收缩幅度，显著大于 IRR 自身的变化，引发市场空间的期权价值坍塌。因此，我们认为未来绿电估值修复的动力，或许不在 IRR 绝对值的提升，而是在多重政策落地下，IRR 的确定性增强，以及市场风险偏好改善，降低折现率，使得 IRR 与折现率的差值重新扩张。

对于典型绿电公司模型，基本模式即存量项目产生现金流，一部分资金用于分红，富余资金用于投资新的项目，只要资本金 IRR 大于折现率，即可实现企业价值的滚动增厚。因此，资本金 IRR、折现率以及分红比例（项目拓展速度）是决定公司价值的核心因素。

表 4：典型风电公司滚雪球模型（单位：元）

自我增值模型	y0	y1	y2	y3	y4	y5	y6	y7	y8	y9	y10	y11	y12	y13	y14	y15	y16
分红率	40%																
合计净利润		106	120	135	141	156	172	177	193	210	227	245	264	283	304	324	346
每年分红金额		42.4	48.0	53.9	56.3	62.3	68.7	70.8	77.2	83.8	90.7	98.0	105.5	113.3	121.4	129.8	138.4
每年用于再投资的资本金现金流		100	103	106	103	104	106	100	99	98	96	94	91	88	83	78	414
考虑自我增值后分红金额当年折现值		40	43	45	45	47	48	47	48	50	51	52	52	53	54	54	54
考虑自我增值后对应 PB	3442.9	2.09															
基期项目净利润		106	113	121	119	127	135	132	140	148	156	165	174	184	194	204	215
基期项目资本金现金流	-1650	142	142	142	132	132	131	119	117	116	115	113	111	110	108	106	446
T1期投资项目净利润		6.4	6.9	7.3	7.2	7.7	8.2	8.0	8.4	8.9	9.4	10.0	10.5	11.1	11.7	12.3	
T1期投资项目资本金现金流		-100	8.6	8.6	8.0	8.0	7.9	7.2	7.1	7.0	6.9	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	
T2期投资项目净利润		6.6	7.1	7.4	7.9	8.4	8.2	8.7	9.2	9.7	10.3	10.9	11.4	12.1			
T2期投资项目资本金现金流		-103	8.8	8.8	8.2	8.2	8.2	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	6.8	6.7		
T3期投资项目净利润		6.8	7.3	7.8	7.7	8.1	8.7	8.4	8.9	9.5	10.0	10.6	11.2	11.8			
T3期投资项目资本金现金流		-106	9.1	9.1	9.1	8.5	8.4	8.4	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0		
T4期投资项目净利润		6.6	7.1	7.5	7.4	7.9	8.4	8.2	8.7	9.2	9.7	10.3	10.8				
T4期投资项目资本金现金流		-103	8.8	8.8	8.8	8.2	8.2	8.2	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	6.8		
T5期投资项目净利润		6.7	7.2	7.7	7.7	8.2	8.7	8.3	8.9	9.5	10.1	10.7	11.3				
T5期投资项目资本金现金流		-104.3	8.98	8.98	8.98	8.37	8.33	8.29	7.51	7.42	7.33	7.24	7.14				
T6期投资项目净利润		6.8	7.3	7.8	7.6	8.1	8.6	8.4	8.9	9.5	10.0	10.6	11.2				
T6期投资项目资本金现金流		-105.6	9.1	9.1	9.1	8.5	8.4	8.4	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0		
T7期投资项目净利润		6.4	6.8	7.3	7.2	7.7	8.2	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5				
T7期投资项目资本金现金流		-100	8.6	8.6	8.0	8.0	7.9	7.2	7.1	7.0	6.9	6.8	6.7	6.6	6.5		
T8期投资项目净利润		6.4	6.8	7.3	7.2	7.7	8.2	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5				
T8期投资项目资本金现金流		-99	8.5	8.5	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
T9期投资项目净利润		6.29	6.73	7.19	7.09	7.54	8.01	8.48	8.95	9.42	9.89	10.36	10.83				
T9期投资项目资本金现金流		-98	8.4	8.4	8.4	7.9	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
T10期投资项目净利润		6.2	6.6	7.1	7.0	7.4	7.9	8.3	8.8	9.3	9.8	10.3	10.8				
T10期投资项目资本金现金流		-96	8.3	8.3	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
T11期投资项目净利润		6.0	6.5	6.9	6.8	7.2	7.7	8.1	8.6	9.1	9.6	10.1	10.6				
T11期投资项目资本金现金流		-94	8.1	8.1	8.1	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
T12期投资项目净利润		5.9	6.3	6.7	6.6	7.0	7.4	7.8	8.2	8.6	9.0	9.4	9.8				
T12期投资项目资本金现金流		-91	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
T13期投资项目净利润		5.6	6.0	6.4	6.3	6.7	7.1	7.5	7.9	8.3	8.7	9.1	9.5				

资料来源：华源证券研究。注：基期项目为 5500 元初始总投资，30%资本金比例，8%资本金 IRR；分红比例 40%，富余资金再投资；

在前述滚雪球模型基础上，我们计算绿电公司合理 PB 对折现率的敏感度极高，如果收益率企稳，绿电公司具备较大弹性。

假设绿电公司每年分红金额保持在净利润的 40%（以净利润为基数而非权益现金流为基数），使用富余权益现金作为资本金进行再投资，新项目保持 70%资产负债率（资本金比例 30%），增量盈利能力与存量项目相同，自我增殖 20 年后不再扩张。项目 IRR 测算年限为 20 年。但是考虑到可行性分析年限通常较为保守，风电光伏实际使用寿命更长，我们分别采用 20 年和 25 年实使用寿命进行 DCF 折现，将未来 40 或 45 年（滚动 20 次+寿命 20 或 25 年）分红折现值加总，除以初始投资成本，即可得到绿电公司在理想状态下的合理 PB。

我们预计在政策呵护下，未来新能源项目资本金 IRR 有望稳定在 6-8%，绿电公司合理 PB 对折现率异常敏感，如果未来绿电收益率企稳、不确定性下降，折现率下行将带动绿电公司估值大幅回升。目前港股绿电普遍处于破净状态，预计未来具备较大向上空间。重点推荐港股低估值**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、中国电力**，建议关注**新天绿色能源**。重点推荐 A 股新能源运营商**三峡能源**，建议关注**云南能投、甘肃能源、金开新能、新天绿能、嘉泽新能、晶科科技**。

表 5: 标准模型下，绿电公司合理 PB 与资本金 IRR 和折现率的敏感性分析（不考虑延寿）

绿电公司		资本金 IRR										
合理 PB		5%	5.50%	6%	6.50%	7%	7.50%	8%	8.50%	9%	9.50%	10%
折现率	5%	1.00	1.10	1.23	1.36	1.50	1.63	1.78	1.97	2.14	2.33	2.53
	6%	0.81	0.89	1.00	1.10	1.22	1.33	1.45	1.60	1.74	1.89	2.05
	7%	0.67	0.74	0.82	0.91	1.00	1.09	1.19	1.32	1.43	1.56	1.69
	8%	0.56	0.61	0.68	0.76	0.84	0.91	1.00	1.10	1.19	1.29	1.40
	9%	0.47	0.52	0.58	0.64	0.71	0.77	0.84	0.92	1.00	1.08	1.17
	10%	0.40	0.44	0.49	0.54	0.60	0.65	0.71	0.78	0.85	0.92	1.00

资料来源：华源证券研究自制

表 6: 标准模型下，绿电公司合理 PB 与资本金 IRR 和折现率的敏感性分析（考虑 5 年延寿）

绿电公司		资本金 IRR										
合理 PB		5%	5.50%	6%	6.50%	7%	7.50%	8%	8.50%	9%	9.50%	10%
折现率	5%	1.61	1.76	1.90	2.07	2.23	2.41	2.61	2.82	3.06	3.30	3.54
	6%	1.29	1.41	1.52	1.66	1.79	1.93	2.09	2.26	2.45	2.64	2.83
	7%	1.05	1.14	1.23	1.34	1.45	1.56	1.69	1.83	1.98	2.13	2.28
	8%	0.85	0.93	1.01	1.10	1.18	1.28	1.38	1.49	1.62	1.74	1.86
	9%	0.70	0.77	0.83	0.91	0.98	1.06	1.14	1.23	1.34	1.44	1.54
	10%	0.59	0.64	0.69	0.76	0.82	0.88	0.95	1.03	1.11	1.20	1.28

资料来源：华源证券研究自制。上述资本金 IRR 为投资前按照 20 年可行性分析计算的 IRR，但是考虑到风电光伏实际使用寿命在 25-30 年，我们在 DCF 折现时采用 25 年现金流折现，实际 IRR 更高，因此即便资本金 IRR=折现率，折现后的 PB 仍然可以大于 1

表 7: 主流 A+H 股绿电运营商估值指标（亿元，%，估值时间点为 2024/9/27，2024 年分红比例为华源证券预期值）

股票代码	企业简称	属性	市值	负债率	截至 2023 年底装机规模 (万千瓦)							PB	PE	ROE	归母 净利润	分 红 比 例	股息 率	应收 账款
					总 装 机	火 电	新 能 源	风 电	光 伏	水 电	其 他							
					24E	24E	24E	24E	24E	24E	24H1							
600163.SH	中闽能源	地方国企	90	44%	96	0	96	91	2	3	1.39	12	11	7.4	20%	1.60%	28	
600821.SH	金开新能	地方国企	111	71%	448	0	448	310	126	12	1.21	11	11	10.3	20%	1.90%	75	
601016.SH	节能风电	中央企业	194	58%	535	0	535	535			1.15	12	9	15.8	40%	3.30%	74	
000591.SZ	太阳能	中央企业	184	51%	1068	0	1068		1068		0.81	11	7	16.6	40%	3.60%	127	
601619.SH	嘉泽新能	民营企业	74	68%	203	0	203	185	17		1.11	8	13	9.1	35%	4.30%	36	
601778.SH	晶科科技	民营企业	95	62%	536	0	536		536		0.62	14	4	6.6	15%	1.00%	62	
000537.SZ	中绿电	中央企业	188	71%	562	0	562				1	20	5	9.5	40%	2.00%	62	
000862.SZ	银星能源	中央企业	43	56%	192	0	192	161	31		1	17	6	2.5	0%	0.00%	24	
001258.SZ	立新能源	地方国企	58	69%	154	0	154	72	82		1.97		0	0	55%	0.00%	20	
600905.SH	三峡能源	中央企业	1285	69%	4004	0	3924	1942	1982	20	1.56	16	9	78.8	35%	2.10%	424	
603693.SH	江苏新能	地方国企	85	55%	138	0	128	114	14	10	1.29		0	0	30%	0.00%	30	
600032.SH	浙江新能	地方国企	182	65%	525	0	412	173	239	113	1.5	17	8	10.8	30%	1.80%	87	
000875.SZ	吉电股份	中央企业	143	74%	1342	330	1012				1.13	12	9	11.7	35%	2.90%	100	
000791.SZ	甘肃能源	地方国企	98	52%	354	0	184	110	74	170	1.11	15	7	6.6	35%	2.40%	22	
600483.SH	福能股份	地方国企	256	45%	599	414	185	181	4		1.19	9	12	29.4	30%	3.40%	56	
601222.SH	林洋能源	民营企业	146	33%	93	0	93	0	93		0.94	12	7	11.9	60%	4.90%	43	
603105.SH	芯能科技	民营企业	41	52%	83	0	83	0	83		2.08	16	12	2.6	35%	2.20%	3	
003035.SZ	南网能源	中央企业	167	60%	234	0	222	0	222	12	2.42	41	6	4.1	10%	0.20%	29	
002053.SZ	云南能投	地方国企	106	55%	158	0	158	158			1.44	13	11	8.3	30%	2.40%	15	
600956.SH	新天绿能	中央企业	312	67%	642	0	642	629	13		1.49	12	11	26	45%	3.70%	72	
0916.HK	龙源电力	中央企业	501	65%	3559	188	3372	2775	596		0.71	7	10	72.1	30%	4.30%	383	
2208.HK	金风科技	地方国企	215	73%	729	0	729	729	0		0.58	9	7	23.9	35%	3.90%	278	
0956.HK	新天绿色能源	地方国企	135	67%	642	0	642	629	13		0.65	5	11	26.5	45%	8.80%	72	
1798.HK	大唐新能源	中央企业	134	79%	1542	0	1542	1298	244		0.42	5	9	26.5	25%	5.00%	206	
0579.HK	京能清洁能源	地方国企	148	66%	1448	470	938	557	382	40	0.48	5	10	31.2	40%	8.40%	118	
1250.HK	山高新能源	地方国企	32	65%	-	-	450	118	333		0.25		0	0	0.00%		78	
0182.HK	协合新能源	民营企业	41	73%	405	0	405	347	58		0.5	4	13	11.2	30%	8.10%	14	
1811.HK	中广核新能源	中央企业	96	80%	962	156	620	444	176	6	0.83	5	17	21.2	30%	6.60%	55	
3868.HK	信义能源	民营企业	76	37%	365	0	365	0	365		0.58	8	7	10	50%	6.60%	39	
2380.HK	中国电力	中央企业	412	74%	4502	1159	2717	1202	1515	595	1.06	8	9	52.3	60%	7.60%	252	
0836.HK	华润电力	中央企业	1005	71%	5976	3717	2206	1862	344	54	1.11	7	14	147.4	50%	7.30%	328	

资料来源: wind, 华源证券研究。注: 1) 盈利预测均采用 wind 一致预期。2) 协合新能源、金风科技、华润电力为权益装机, 其余均为控股装机; 3) 华润电力、信义能源为港币, 其余货币单位均为人民币; 4) 资产负债率考虑永续债; 5) 归母净利润扣除永续债利息

1.2 证监会发布并购六条 有利于电力央企资产重组

9月24日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(简称“并购六条”)，进一步优化重组审核程序，提高重组审核效率，活跃并购重组市场。

此次发布的并购六条主要包括六方面内容：一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级；二是鼓励上市公司加强产业整合；三是进一步提高监管包容度；四是提升重组市场交易效率；五是提升中介机构服务水平；六是依法加强监管。

从具体措辞来看，文件强调“资本市场在支持新兴行业发展的同时，**将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率**.....证监会将在尊重规则的同时，**尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度**，更好发挥市场优化资源配置的作用。建立重组简易审核程序，**对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率**”。

结合2023年6月国资委印发的《国有企业改革深化提升行动方案(2023—2025年)》，文件提出“坚持以企业为主体、市场化为手段，突出主业、聚焦实业，更加注重做强和做专，**推进国有企业整合重组**、有序进退、提质增效，从整体上增强服务国家战略的能力，完善主责主业动态管理制度，引导企业做强主业”。目前国有企业改革深化提升行动方案已经进入中期，此前A股市场情绪低迷、并购重组放缓，对央企资源政策构成较大制约。

我们分析此次证监会政策有助于央企借助时间窗口，通过加快并购重组等方式提高资产证券化率、降低资产负债率。对于电力行业，我国省级平台资产证券化率普遍较高，五大发电集团相对较低(资产证券化率=上市公司及拟上市公司控股装机/集团总控股装机)，尤其是华电集团(不足50%)和国电投集团(不足40%)明显偏低，后续重组值得期待。建议关注国电投集团旗下平台**中国电力**和**上海电力**，以及广西能源集团旗下**广西能源**。

表 8：主要能源集团 2023 年底资产证券化率情况 (不完全统计)

证券化比例	总装机	煤电	气电	水电	风电	光伏	核电
国电投集团	37.40%	36.60%		23.30%	43.60%		0%
中广核集团	40.19%	13.57%			13.77%		在运口径 100%
广西投资集团	44.09%						
华电集团	49.68%	50.83%		18.4	64.26%		
大唐集团	60.14%	60.36%		59.89%			
国家能源集团	60.66%	60.89%		83.88%	61.39%	44.80%	
江西省投资集团	64.58%	62.96%		100.00%	75.43%		
广东省能源集团	70.50%	76.74%	90.47%	5.64%	52.07%		
北京能源集团	71.86%	72.22%	70.38%				
华能集团	73.51%	83.01%		94.13%	44.95%		
福建省投资集团	75.66%				74.66%	100%	

新疆能源集团	83.70%						
江苏国信集团	87.53%	100%	79.29%		99.93%		
三峡能源	87.85%	100%		87.81%	83.80%		
中核集团	88.18%			76.58%			100%
安徽省能源集团	89.31%	100.00%	100.00%		0.00%	8.10%	
浙能集团	96.05%	95.91%		94.98%	95.84%	89.07%	
陕西投资集团	99.82%	100%		100%	99.97%	97.79%	
河北建投集团	100%	100%		0.00%	100%	100%	
广州产投集团	100%	100%			100%		
福建省能源集团	100%	100%	100%				

资料来源：各公司公告，各公司官网，华源证券研究

2. 中国资源循环利用集团呼之欲出 有望从更高层面加快构建废弃物循环利用体系

9月23日，国家发改委举行专题新闻发布会，介绍大规模设备更新和消费品以旧换新政策总体进展成效。会上，国家发改委党组成员、副主任赵辰昕透露，中国资源循环利用集团正在筹建中，我们分析，作为第98家央企，该集团的组建具有重要意义：

- 1) **集团出资方主要为上游资源集团，有助于资源回收集约化发展。**除了国资委外，中国资源循环利用集团出资方主要还包括中国石油化工集团有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、中国建材集团有限公司、华润（集团）有限公司等企业，其中，由中石化负责废塑料循环利用，华润集团负责废旧纺织品循环利用，中国宝武将其废钢资源回收业务或整体并入新集团。该集团的组建，意味着全国性、功能性资源回收利用平台有望设立，而出资方以大型上游资源集团为主，有望充分利用股东资源，发挥各自的专业优势，利于资源共享，集约使用，从而提升资源回收利用的效率；
- 2) **该集团的组建，有望促进加快构建覆盖各领域、各环节的废弃物循环利用体系，持续畅通资源回收利用链条。**会上提出，这段时间发改委会同有关部门深入推进垃圾分类网点与废旧物资回收网点“两网融合”，提高可回收物分类准确率。截至目前，全国建成回收网点约15万个，各类大型分拣中心约1800个，有效解决了过去回收网点不够、不完善的问题。同时会上也强调下一步将加快“换新+回收”物流体系和新模式发展，进一步完善废旧产品设备回收网络。我们认为，当前“以旧换新”政策的持续推进，未来一段时间将持续产生废旧物资，提高回收循环利用迫在眉睫，而该集团的组建，有望从更高层面促进加快构建覆盖各领域、各环节的废弃物循环利用体系，持续畅通资源回收利用链条，加快解决过去回收企业面临产能“吃不饱”的难题，提高回收企业利用率；

- 3) 此外，本次会议也提出解决用地难题、抵税难题。会上也提到，针对企业在抵扣减税方面的难题，持续推进资源回收企业向报废产品出售者“反向开票”，从而降低回收企业经营成本，同时针对困扰行业多年的用地难题，指导各地把废弃物回收设施纳入市县国土空间规划，为回收循环利用提供用地支撑。

我们认为，当前“以旧换新”政策的持续推进，未来一段时间内将会持续产生废旧物资，因此提高回收循环利用迫在眉睫。该集团的组建，实际上是建立起“换新+回收”的模式，有望从更高层面加快促进构建起覆盖各领域、各环节的废弃物循环利用体系，持续畅通资源回收利用链条，解决过去回收企业面临产能“吃不饱”的难题，提高回收企业利用率，利好可再生产业的发展，建议关注**高能环境，格林美，碧水源**。

3. 推荐组合

我们预计在政策呵护下，未来新能源项目资本金 IRR 有望稳定在 6-8%，绿电公司合理 PB 对折现率异常敏感，如果未来绿电收益率企稳、不确定性下降，折现率下行将带动绿电公司估值大幅回升。目前港股绿电普遍处于破净状态，预计未来具备较大向上空间。**故本周起新增核心推荐组合：龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、中国电力。**

4. 重点公司估值

表 9：公用事业重点公司估值表（元，元/股）

板块	代码	简称	评级	收盘价				EPS				PE				PB (lf)
				2024/9/27	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E				
	600011.SH	华能国际	增持	7.24	0.35	0.62	0.67	0.72	21	12	11	10	2.03			
	600027.SH	华电国际	增持	5.60	0.35	0.48	0.58	0.63	16	12	10	9	1.40			
	601991.SH	大唐发电	增持	2.76	-0.02	0.16	0.21	0.26	-	17	13	11	1.72			
	2380.HK	中国电力	买入	3.33	0.22	0.39	0.46	0.52	15	9	7	6	0.75			
	0836.HK	华润电力	买入	20.90	2.29	2.96	3.34	3.80	9	7	6	6	1.11			
	600795.SH	国电电力	增持	5.11	0.31	0.51	0.37	0.39	16	10	14	13	1.67			
	000883.SZ	湖北能源	买入	5.01	0.27	0.48	0.53	0.59	19	10	9	8	1.00			
	600863.SH	内蒙华电	买入	4.56	0.29	0.38	0.43	0.46	16	12	11	10	1.85			
火电转型	000539.SZ	粤电力 A		4.71	0.19	0.30	0.40	0.49	25	16	12	10	1.09			
	000543.SZ	皖能电力	买入	7.76	0.63	0.83	1.04	1.11	12	9	7	7	1.23			
	600483.SH	福能股份	买入	9.74	1.03	1.08	1.14	1.25	9	9	9	8	1.12			
	600021.SH	上海电力	买入	8.98	0.50	0.77	0.91	1.09	18	12	10	8	1.34			
	600578.SH	京能电力		3.45	0.11	0.20	0.24	0.27	31	18	15	13	1.09			
	600098.SH	广州发展		6.27	0.47	0.61	0.69	0.76	13	10	9	8	0.85			
	000690.SZ	宝新能源		4.48	0.41	0.42	0.57	0.66	11	11	8	7	0.82			
	600642.SH	申能股份	买入	8.02	0.71	0.76	0.80	0.83	11	11	10	10	1.16			
	600023.SH	浙能电力		6.34	0.49	0.60	0.65	0.70	13	11	10	9	1.24			
	0916.HK	龙源电力	买入	5.99	0.74	0.71	0.82	0.88	8	8	7	7	0.71			
	1798.HK	大唐新能源	买入	1.84	0.31	0.34	0.37	0.41	6	5	5	4	0.71			
	1811.HK	中广核新能源	买入	2.24	0.44	0.45	0.48	0.50	5	5	5	4	0.83			
	600905.SH	三峡能源	增持	4.49	0.25	0.24	0.25	0.26	18	19	18	17	1.52			
新能源	600163.SH	中闽能源	买入	4.74	0.36	0.36	0.37	0.40	13	13	13	12	1.39			
	601619.SH	嘉泽新能	买入	3.03	0.33	0.35	0.42	0.48	9	9	7	6	1.11			
	601778.SH	晶科科技		2.66	0.11	0.17	0.23	0.28	24	16	12	9	0.62			
	000862.SZ	银星能源	增持	4.67	0.20	0.27	0.34	0.42	23	17	14	11	1.00			
	600310.SH	广西能源	买入	3.77	0.00	0.13	0.27	0.43	-	29	14	9	1.87			
核电	601985.SH	中国核电	买入	10.63	0.55	0.56	0.59	0.61	19	19	18	17	2.18			
	003816.SZ	中国广核	买入	4.20	0.21	0.24	0.25	0.26	20	18	17	16	1.83			
	600900.SH	长江电力	买入	28.99	1.11	1.39	1.46	1.53	26	21	20	19	3.66			
	600025.SH	华能水电	买入	10.89	0.40	0.47	0.51	0.53	27	23	21	21	3.56			
水电	600886.SH	国投电力	买入	15.90	0.88	1.01	1.14	1.22	18	16	14	13	2.22			
	600674.SH	川投能源	买入	17.84	0.99	1.05	1.11	1.15	18	17	16	16	2.18			
	600236.SH	桂冠电力	买入	6.62	0.14	0.36	0.38	0.39	46	18	17	17	3.21			
	002039.SZ	黔源电力	买入	15.55	0.62	1.17	1.26	1.31	25	13	12	12	1.72			
综合能源	003035.SZ	南网能源		4.41	0.08	0.11	0.16	0.19	55	39	28	23	2.42			
服务	600116.SH	三峡水利		7.10	0.27	0.36	0.42	0.49	26	20	17	15	1.22			

	600509.SH	天富能源	买入	5.47	0.34	0.39	0.48	0.60	16	14	11	9	1.00
	601139.SH	深圳燃气	买入	6.94	0.50	0.53	0.57	0.63	14	13	12	11	1.37
	603393.SH	新天然气		34.04	2.47	3.39	4.06	4.70	14	10	8	7	1.91
燃气	2688.HK	新奥能源		54.55	6.05	6.11	6.73	7.38	9	9	8	7	1.46
	603689.SH	皖天然气	买入	8.72	0.72	0.77	0.91	1.05	12	11	10	8	1.38
	1193.HK	华润燃气		32.85	2.30	2.50	2.74	3.02	14	13	12	11	1.83
环保	0257.HK	光大环境	买入	3.75	0.72	0.67	0.70	0.73	5	6	5	5	0.46
	600461.SH	洪城环境		9.38	0.99	0.92	0.99	1.06	9	10	9	9	1.39

资料来源: wind, 华源证券研究。注: (1) 华润电力、华润燃气、光大环境采用港币, 其他公司采用人民币。人民币/港币汇率取值为 1.1; (2) 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 wind 机构一致预期

表 10: 电力设备重点公司估值表 (元, 元/股)

板块	代码	简称	评级	收盘价		EPS				PE				PB (lf)
				2024/9/27	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
电力信息化	600131.SH	国网信通		18.35	0.69	0.83	0.95	1.08	27	22	19	17	3.64	
	300286.SZ	安科瑞		17.67	0.95	1.15	1.45	1.81	19	15	12	10	2.86	
	000682.SZ	东方电子		11.07	0.40	0.52	0.64	0.78	27	21	17	14	3.14	
	002322.SZ	理工能科	买入	13.41	0.65	0.92	1.13	1.37	21	15	12	10	1.78	
	300682.SZ	朗新集团		10.08	0.56	0.62	0.73	0.88	18	16	14	11	1.47	
	301162.SZ	国能日新		36.50	0.85	1.10	1.43	1.85	43	33	25	20	3.31	
发电设备	600875.SH	东方电气	买入	14.56	1.14	1.16	1.56	1.75	13	13	9	8	1.21	
	002438.SZ	江苏神通		10.68	0.53	0.64	0.79	0.95	20	17	14	11	1.62	
电网设备	000400.SZ	许继电气	买入	32.24	1.00	1.16	1.55	1.72	32	28	21	19	2.97	
	600406.SH	国电南瑞		26.12	0.90	1.00	1.13	1.28	29	26	23	20	4.62	
	002028.SZ	思源电气		69.71	2.02	2.65	3.29	3.99	35	26	21	17	4.89	
	600312.SH	平高电气		19.69	0.60	0.87	1.09	1.30	33	23	18	15	2.60	
	600089.SH	特变电工		13.69	2.39	1.34	1.67	2.06	6	10	8	7	1.10	
	601179.SH	中国西电		8.13	0.17	0.24	0.33	0.41	47	34	25	20	1.92	
	002270.SZ	华明装备		16.62	0.61	0.74	0.90	1.07	27	23	19	15	4.71	
配用电设备	688676.SH	金盘科技		32.70	1.18	1.48	2.15	2.86	28	22	15	11	3.57	
	688190.SH	云路股份	买入	72.12	2.77	2.96	3.40	4.41	26	24	21	16	3.69	
	301291.SZ	明阳电气		34.38	1.82	2.06	2.68	3.30	19	17	13	10	2.52	
	300001.SZ	特锐德		19.56	0.48	0.67	0.93	1.24	41	29	21	16	3.11	
	603556.SH	海兴电力		43.66	2.02	2.47	3.00	3.62	22	18	15	12	3.22	
输电设备	603606.SH	东方电缆		50.26	1.45	1.85	2.69	3.24	35	27	19	16	5.21	
	002276.SZ	万马股份		7.48	0.55	0.69	0.88	1.11	14	11	9	7	1.37	
氢能及储能	688248.SH	南网科技		28.60	0.50	0.76	1.07	1.41	57	38	27	20	5.60	
	600475.SH	华光环能	买入	9.17	0.79	0.90	1.01	1.08	12	10	9	8	1.03	
	601226.SH	华电重工		5.19	0.08	0.24	0.30	0.37	62	22	17	14	1.44	
	601222.SH	林洋能源		7.10	0.51	0.58	0.67	0.76	14	12	11	9	0.94	

资料来源: wind, 华源证券研究。注: 所有有评级的公司, 盈利预测为华源证券研究预测值, 没有评级的公司盈利预测为 ifind 机构一致预期

风险提示：电力市场化改革程度不及预期，电价下滑幅度超出预期

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

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。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。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，本公司均不承担任何法律责任。

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，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。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。

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。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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 : 沪深 300 指数