

电力及公用事业

电力行业 2024 年半年报综述 同步大市-A(维持)
火电业绩有支撑，水电改善超预期

2024 年 10 月 11 日

行业研究/行业分析

电力及公用事业板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票

评级

相关报告：

【山证电力及公用事业】8月用电量增速超预期，火电边际改善显著-【山证煤炭公用】电力月报 2024.10.9

【山证电力及公用事业】7月用电增速仍稳，来水改善下水电持续发力-【山证煤炭公用】电力月报 2024.9.3

分析师：

胡博

执业登记编码：S0760522090003

邮箱：hubo1@sxzq.com

刘贵军

执业登记编码：S0760519110001

邮箱：liuguijun@sxzq.com

投资要点：

➢ 24年上半年行业基本面整体供需稳健，来水改善带动水电向好。24年上半年用电量整体实现高速增长，二季度增速有所放缓。24年上半年实现用电量46575亿千瓦时，同比增长8.1%；二季度全社会用电量累计实现23202亿千瓦时，同比增长6.1%，增速较24年一季度放缓(-3.7pct)，环比下降0.7%。发电侧，水电高增，火电电量略承压。

➢ 电力板块报表总结：收入端，24年上半年电力板块营收微降，主因二季度火电板块营收承压。2024年上半年电力板块营收同比下降1.2%；二季度营收同比下降5.7%；其中，水电板块收入增速最高，达15.8%；火电板块收入同比下降9.5%，绿电收入同比下降2.3%。利润端，2024年上半年整体盈利水平提升，主因火电成本改善贡献。2024年上半年电力板块实现毛利率23.4%，同比增长2.8个百分点；归母净利润同比增长22.2%。2024二季度电力板块实现毛利率24.9%，同比增长2.6个百分点；归母净利润同比增长11.5%。火电板块归母净利润同比增速达48.3%，高于水电及绿电，对电力板块盈利水平拉动效果明显。

➢ 火电板块：电量承压扰动收入，成本改善增厚业绩。收入方面，24年上半年火电板块收入同比下降3.0%；二季度同比下降9.5%，主因二季度来水改善一定程度挤占火电电量以及电价略降。利润方面，上游燃料价格改善增厚火电业绩。24年上半年火电板块实现毛利率15.0%，同比提升3.2个百分点；归母净利润同比增长48.3%。24年二季度火电板块实现毛利率15.90%，同比增加2.4个百分点；归母净利润同比增长18.4%。24年二季度火电板块财务费用率及资产负债率略增。24年上半年火电板块23家样本公司中有10家营收实现正增长，营收同比增速中位数为-1.6%，二季度有9家营收实现正增长，营收同比增速中位数为-7.6%，已公布24年上半年上网电价的火电公司整体表现较去年同期下降。利润端，24年二季度样本公司业绩同环比变化较为分歧。从度电盈利能力来看，24年上半年统计的17火电样本公司中有5家度电毛利下滑；湖北能源、赣能股份、建投能源、中能股份等公司度电毛利提升较快。

➢ 水电板块，来水改善下水电板块营收水平提升显著。24年上半年及二季度水电收入同比增长10.9%、15.8%；利润方面超预期增长，24年上半年水电板块实现毛利率47.9%，同比增长3.6个百分点；归母净利润同比增长26.3%；二季度实现毛利率51.1%，同比增加5.61个百分点；归母净利润同比增长31.1%。水电板块偿债能力呈现提升趋势。2024年上半年水电板块8家样本公司中有6家营收实现正增长，其中黔源电力、桂冠电力、华能水电位列增速前三，二季度5家营收实现正增长，其中黔源电力、桂冠电力、长江电力位列增速前三。24年上半年及二季度水电板块样本公司中仅1家毛利率下降。24年上半年公司业绩大幅回暖，8家公司均实现正增长，其中黔源电力归母净利润同比增长317%，或因贵州来水改善下发电量





同比高增。水电板块公司股息率水平整体稳定，国投电力、桂冠电力、长江电力股息率位列前三。

➤ **绿电板块，业绩仍待复苏。**24年上半年绿电板块收入持稳，二季度略降。装机增长与新能源上网电价下跌叠加影响下，24年上半年绿电板块实现营收同比增加0.1%；二季度同比下降2.3%。利润端整体略承压，24年上半年绿电板块实现毛利率43.5%，同比下降2.1个百分点；归母净利润同比下降6.2%；二季度毛利率42.0%，同比下降4.0个百分点，归母净利润同比下降13.9%；二季度毛利率承压主要受新能源电价下跌、设备平均利用小时下降以及风况影响风电发电量下部分公司业绩不及预期等因素影响。绿电板块财务费用率持续改善，或因市场利率下降。2024年上半年绿电板块12个样本公司中有5家实现收入增长，2024年二季度有4家公司实现同比增长。利润端，从毛利率角度，24年上半年及二季度绿电板块12家样本公司中均有8家下降；从归母净利润角度，24年上半年及二季度绿电12家公司中分别有3家和5家公司归母净利润提升。个股来看，吉电股份、中闽能源以及中国广核上半年业绩持续改善。

➤ **投资策略：**需求端，用电量增速仍高于GDP增速；来水边际改善带动水电持续向好，火电后续或有望回暖。用电侧，8月全社会及分部门用电增速均维持增长趋势，虽增速环比略有下降但仍然处于高位；未来新质生产力发展及电能替代趋势推动下，用电量需求或将进一步提升，且我们认为短期用电量增速或仍将高于GDP增速；其中长三角及粤皖地区新兴产业布局较早、规模占比较高，且相关产业如光伏制造、AI数据中心等多为新高耗能产业，预期上述地区用电需求增长弹性较大。发电侧，火电板块：短期来看，上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，利好火电板块成本端；三四季度预计水电对火电电量挤占影响将逐步削弱；长期来看，煤电容量电价机制逐步推进，通过容量电价回收固定成本的比例逐步提升，两部制电价将持续支撑火电企业稳定盈利能力及分红能力；新型电力系统建设下火电辅助服务收入有望提升；火电标的商业模式改善下的新价值点仍有待市场挖掘。水电板块：短期来看，来水情况显著改善；长期来看，水电资本开支高峰已过，市场化改革背景下电价或仍将上行，且随着资本结构的持续优化，分红比例仍有提升空间。

➤ **建议关注：**①区域优势更为显著的长三角火电龙头【皖能电力】、【申能股份】、【浙能股份】、【淮河能源】；②充分受益电力市场改革成果的全国性电厂【国电电力】、【华电国际】；③来水预期改善和红利风格持续背景下的【长江电力】和【国投电力】。

风险提示：电力市场化交易造成上网电价波动；动力煤价格上涨；用电需求不及预期；降水量减少导致来水情况不及预期。

目录

1. 电力板块.....	6
1.1 行业基本面观察：供需两旺，高景气延续.....	6
1.2 24年半年报总结：板块分化，盈利能力提升.....	7
2. 火电板块：.....	10
2.1 行业：电量承压扰动收入，成本改善增厚业绩.....	10
2.2 个股：业绩高比例增长，股息率水平抬升.....	12
3. 水电板块：.....	18
3.1 行业：来水偏枯影响叠加电价上涨，业绩整体稳中有增.....	18
3.2 个股：二季度改善显著，分红整体稳定.....	20
4. 绿电板块：.....	22
4.1 行业：二季度收入及利润端均承压.....	22
4.2 个股：业绩仍待复苏.....	23
5. 投资建议.....	26
6. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：全社会用电量当月值&同比增速.....	6
图 2：全社会用电量累计值&同比增速.....	6
图 3：全国累计发电量及增速（亿千瓦时；%）.....	7
图 4：分类型发电量占比.....	7
图 5：电力板块营收及同比（累计）.....	9
图 6：电力板块分季度营收及同比.....	9
图 7：电力分板块营收增速对比（累计）.....	9
图 8：电力分板块季度营收增速对比（累计）.....	9



图 9： 电力板块年度毛利率及同比变化.....	10
图 10： 电力板块季度毛利率及同比变化.....	10
图 11： 电力板块归母净利润（累计）及同比增速.....	10
图 12： 24H1 电力分板块归母净利润同比增速对比.....	10
图 13： 24 年 H1 火电板块营收及同比增速（累计）	11
图 14： 24 年 Q2 火电板块分季度营收及同比增速.....	11
图 15： 24 年 H1 火电板块毛利率及同比变化.....	11
图 16： 24 年 Q2 火电板块分季度毛利率及同比变化.....	11
图 17： 24 年 H1 火电板块归母净利润.....	12
图 18： 24 年 Q2 火电板块分季度归母净利润.....	12
图 19： 火电板块分季度财务费用率.....	12
图 20： 火电板块资产负债率（累计）	12
图 21： 24H1 水电板块营收及同比增速（累计）	18
图 22： 24Q2 水电板块分季度营收及同比增速.....	18
图 23： 三峡水库站出库流量.....	18
图 24： 三峡水库站入库流量.....	18
图 25： 24H1 年水电板块毛利率及同比变化.....	19
图 26： 24Q2 水电板块分季度毛利率及同比变化.....	19
图 27： 24H1 水电板块归母净利润及同比增速.....	19
图 28： 24Q2 水电板块分季度归母净利润及同比增速.....	19
图 29： 水电板块财务费用率及同比变化.....	20
图 30： 水电板块资产负债率变化.....	20
图 31： 24H1 绿电板块营收（累计）及同比增速.....	22
图 32： 24Q2 绿电分季度营收及同比增速.....	22
图 33： 绿电板块毛利率及同比变化.....	23
图 34： 绿电板块归母净利润及同比增速.....	23



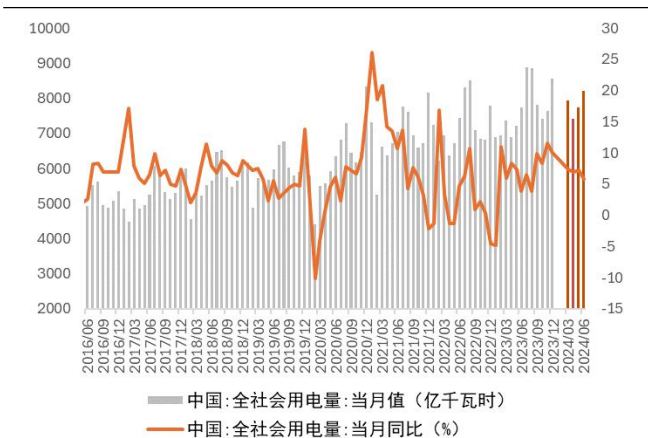
图 35: 绿电板块财务费用率及同比变化.....	23
图 36: 绿电板块资产负债率及同比变化.....	23
表 1: 电力板块样本标的.....	8
表 2: 24H1 及 24Q2 火电样本公司收入及增速.....	13
表 3: 火电板块样本公司毛利率.....	14
表 4: 火电板块样本公司归母净利润及同环比.....	15
表 5: 火电板块 2024H1 度电毛利水平.....	16
表 6: 火电板块样本公司股息率水平（近 12 个月，截至日 2024/09/30）.....	17
表 7: 水电板块公司营收及同比.....	20
表 8: 水电板块公司毛利率及同比变化.....	21
表 9: 水电板块公司归母净利润及同比.....	21
表 10: 水电板块样本公司股息率水平（近 12 个月，截至日 2024/09/30）.....	21
表 11: 绿电板块公司营收及同比.....	24
表 12: 绿电板块公司毛利率及同比.....	24
表 13: 绿电板块公司归母净利润及同比.....	25

1. 电力板块

1.1 行业基本面观察：供需两旺，高景气延续

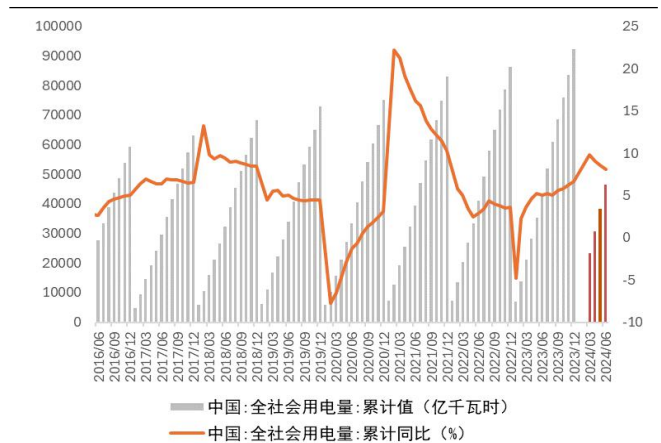
24年上半年用电量整体实现高速增长，二季度增速有所放缓。24年上半年实现用电量46575亿千瓦时，同比增长8.1%。24年二季度全社会用电量累计实现23202亿千瓦时，同比增长6.1%，增速较24年一季度放缓（-3.7pct），环比下降0.7%。

图 1：全社会用电量当月值&同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：全社会用电量累计值&同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

水电发电量超预期，火电电量承压。2024年上半年规模以上电厂累计发电量44355亿千瓦时，同比增长5.2%，较上年同期增加1.36个百分点；其中，火电发电量30053亿千瓦时，同比增长1.66%，占比达67.8%；水电发电量5526亿千瓦时，同比增长21.4%，占比达12.5%；风电发电量4755亿千瓦时，同比增长6.9%，占比达10.7%；核电发电量2122亿千瓦时，同比增长0.12%，占比达4.8%；光伏发电量1899亿千瓦时，同比增长27.1%，占比达4.3%。2024年二季度规模以上电厂累计发电量21983亿千瓦时，同比增长4.8%，增速较一季度下降1.9个百分点；火电发电量14025亿千瓦时，同比下降3.3%；水电发电量3,424亿千瓦时，同比增长38.7%；风电发电量2336亿千瓦时，同比增长7.8%；核电发电量1082亿千瓦时，同比下降0.34%；光伏发电量1116亿千瓦时，同比增长50.7%。

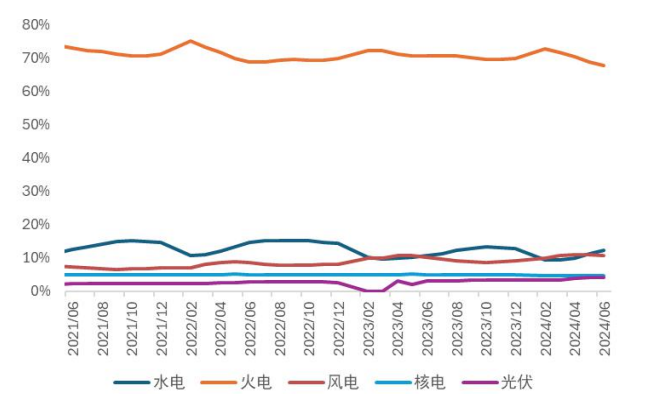


图 3：全国累计发电量及增速（亿千瓦时；%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 4：分类型发电量占比



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

1.2 24 年半年报总结：板块分化，盈利能力提升

参考中信行业分类，我们选取了电力行业 43 个标的进行分析，其中包括火电标的 23 个、绿电标的 12 个、水电标的 8 个。

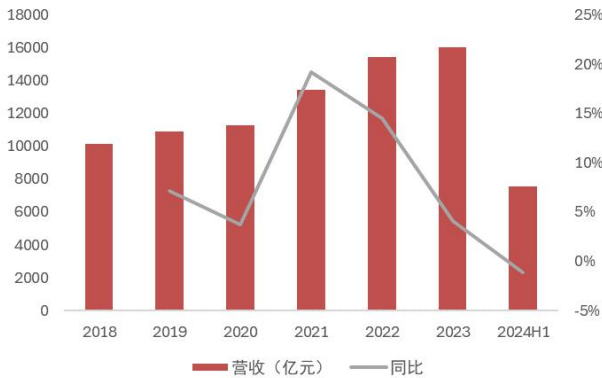
表 1：电力板块样本标的

火电板块	水电板块	绿电板块
深圳能源	韶能股份	吉电股份
穗恒运 A	国投电力	太阳能
粤电力 A	湖南发展	银星能源
皖能电力	黔源电力	龙源电力
建投能源	华能水电	中闽能源
宝新能源	桂冠电力	三峡能源
晋控电力	川投能源	节能风电
湖北能源	长江电力	晶科科技
赣能股份		中国核电
长源电力		芯能科技
豫能控股		中国广核
华能国际		江苏新能
上海电力		
浙能电力		
华电国际		
天富能源		
京能电力		
申能股份		
华电能源		
华银电力		
国电电力		
内蒙华电		
大唐发电		

资料来源：Wind，山西证券研究所

收入端，24 年上半年电力板块营收微降，主因二季度火电板块营收承压。2024 年上半年电力板块实现收入 7568.8 亿元，同比下降 1.2%。2024 年二季度电力板块实现收入 3609.3 亿元，同比下降 5.7%；其中，水电板块收入增速最高，达 15.8%；火电板块收入同比下降 9.5%，绿电收入同比下降 2.3%。

图 5：电力板块营收及同比（累计）



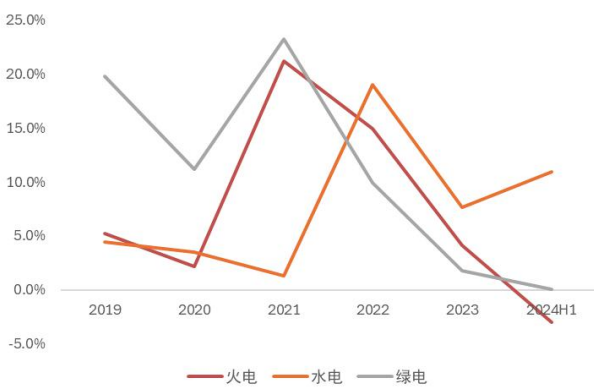
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：电力板块分季度营收及同比



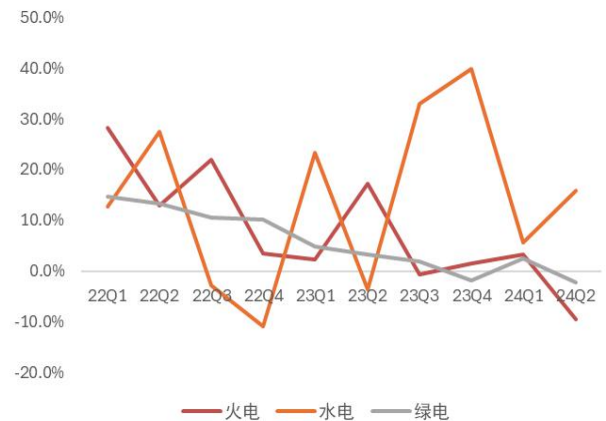
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：电力分板块营收增速对比（累计）



资料来源：Wind，山西证券研究所

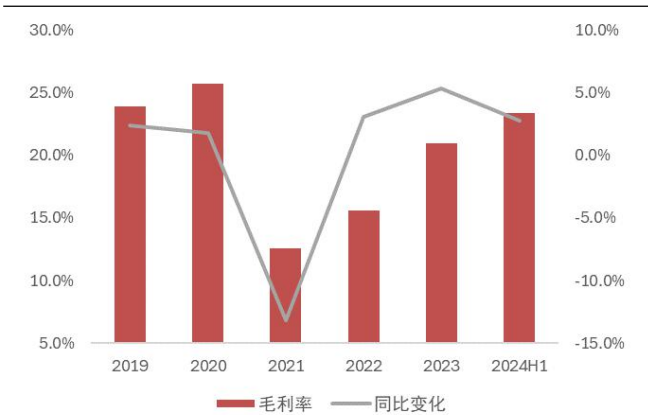
图 8：电力分板块季度营收增速对比（累计）



资料来源：Wind，山西证券研究所

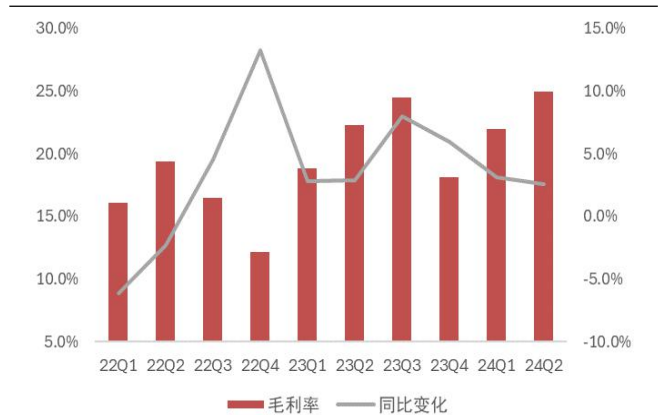
利润端，2024 年上半年整体盈利水平提升，主因火电贡献。2024 年上半年电力板块实现毛利率 23.4%，同比增长 2.8 个百分点；归母净利润实现 858.5 亿元，同比增长 22.2%。2024 二季度电力板块实现毛利率 24.9%，同比增长 2.6 个百分点；归母净利润实现 456.7 亿元，同比增长 11.5%。24 年上半年电力板块业绩增长主要由火电贡献，火电板块归母净利润同比增速达 48.3%，高于水电及绿电，对电力板块盈利水平拉动效果明显。

图 9：电力板块年度毛利率及同比变化



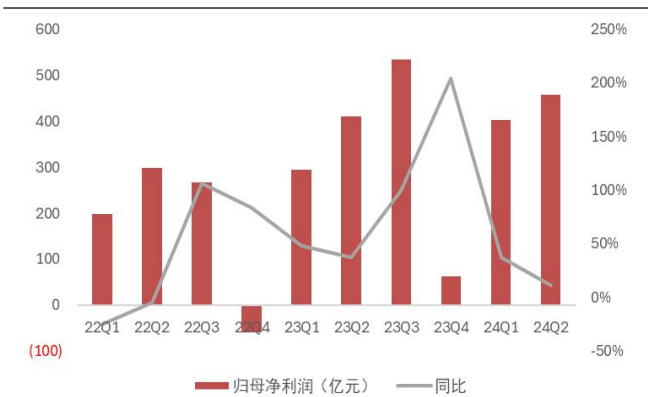
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：电力板块季度毛利率及同比变化



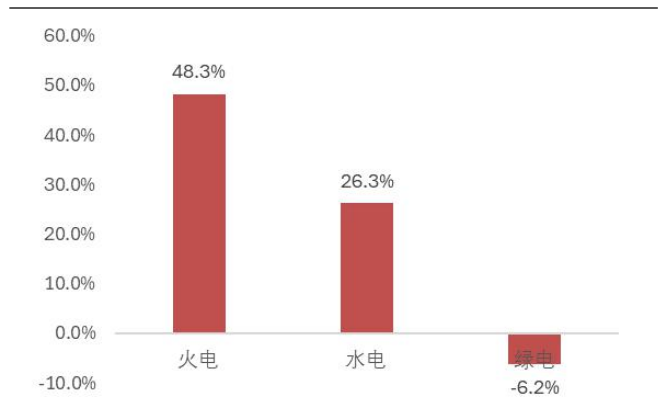
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：电力板块归母净利润（累计）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：24H1 电力分板块归母净利润同比增速对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

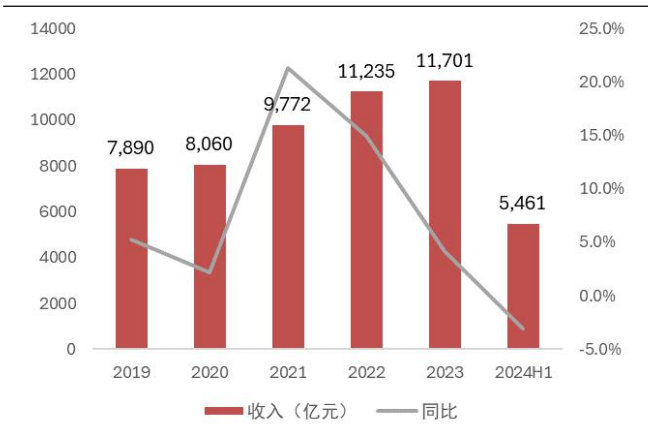
2. 火电板块：

2.1 行业：电量承压扰动收入，成本改善增厚业绩

收入方面，受电量影响火电板块收入不及预期。2024 年上半年火电板块实现收入 5461 亿元，同比下降 3.0%。2024 年二季度火电板块实现收入 2519 亿元，同比下降 9.5%，主因二季度来水改善一定程度挤占火电电量以及电价略降。

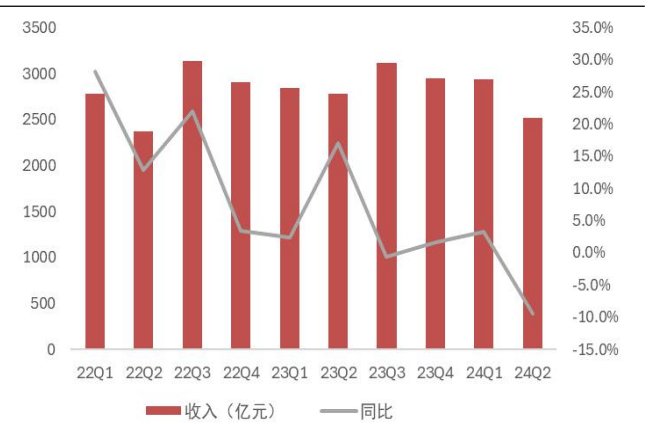


图 13：24 年 H1 火电板块营收及同比增速（累计）



资料来源：Wind，山西证券研究所

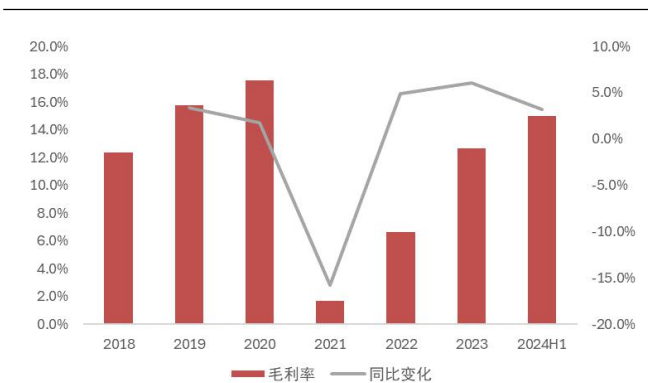
图 14：24 年 Q2 火电板块分季度营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

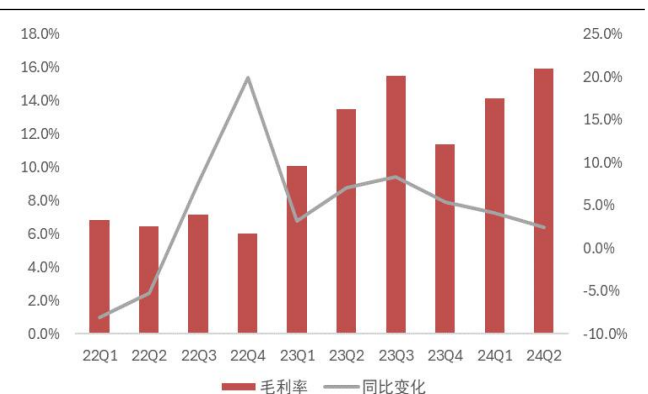
利润方面，上游燃料价格改善增厚火电业绩。24 年上半年火电板块实现毛利率 15.0%，同比提升 3.2 个百分点；整体实现归母净利润 378.9 亿元，同比增长 48.3%。24 年二季度火电板块实现毛利率 15.90%，同比增加 2.40 个百分点；实现归母净利润 198.6 亿元，同比增长 18.4%。燃料成本为火电企业最主要经营成本，2024 年上半年盈利水平提高主因上游燃料价格边际回落；24 年上半年山西优混 5500 动力煤均价 880.8 元/吨，较 23 年均价减-10.0%；24 年二季度煤价持续走弱，山西优混 5500 动力煤均价元 852.3 元/吨，同比减-12.9%

图 15：24 年 H1 火电板块毛利率及同比变化



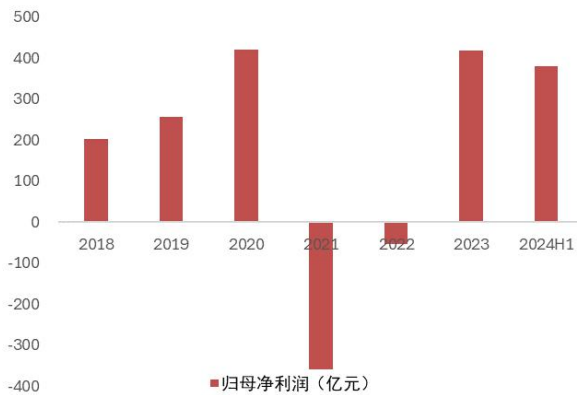
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：24 年 Q2 火电板块分季度毛利率及同比变化



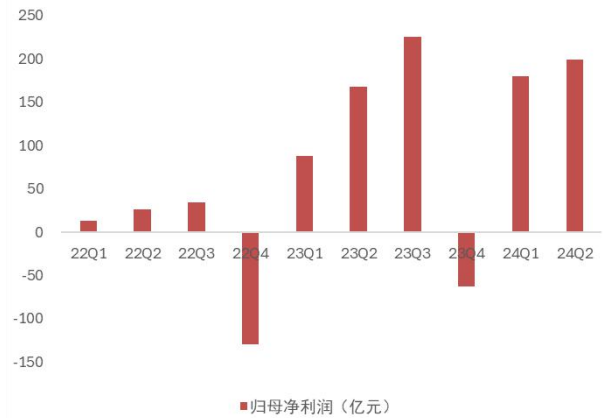
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：24 年 H1 火电板块归母净利润



资料来源：Wind，山西证券研究所

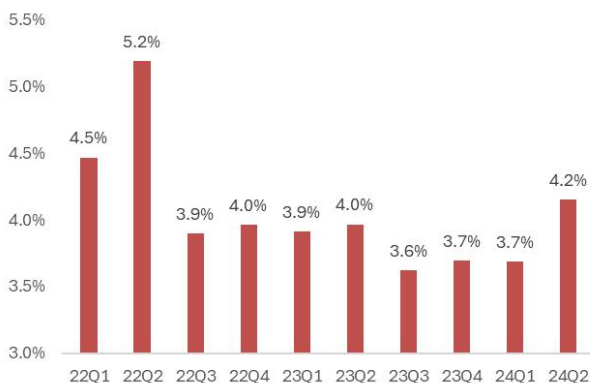
图 18：24 年 Q2 火电板块分季度归母净利润



资料来源：Wind，山西证券研究所

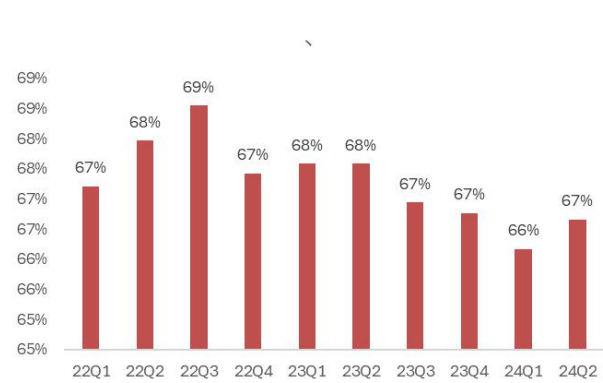
24 年二季度火电板块财务费用率及资产负债率略增。2024 年上半年及 2024 年二季度火电板块财务费用率分别为 3.9%、4.2%，同比基本持平、增加 0.2 个百分点，或因整体营收下降；2024 年上半年资产负债率为 66.66%，较一季度水平略升，或因融资成本降低环境下进行再融资。经营性净现金流持续改善，24 年上半年火电板块经营性净现金流同比增加 81.4%，充足的现金流支撑公司提高偿债能力及分红能力，并支持未来几年新项目的投产建设。

图 19：火电板块分季度财务费用率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：火电板块资产负债率（累计）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 个股：业绩高比例增长，股息率水平抬升

收入端，火电板块公司整体承压。2024 年上半年火电板块 23 家样本公司中有 10 家营收

实现正增长，营收同比增速中位数为-1.6%，其中建投能源、长源电力、皖能电力、豫能控股、深圳能源位列增速前五，增速分别为 20.0%、14.8%、14.4%、13.6%、8.4%。2024 年二季度有 9 家营收实现正增长，营收同比增速中位数为-7.6%，其中长源电力、京能电力、穗恒运 A、浙能电力、宝新能源位列增速前五，增速分别为 24.2%、17.6%、16.5%、14.7%、11.3%。

表 2：24H1 及 24Q2 火电样本公司收入及增速

公司	24H1 营收（百万元）	同比	公司	24Q2 营收（百万元）	同比
建投能源	107	20.0%	长源电力	37	24.2%
长源电力	79	14.8%	京能电力	27	17.6%
皖能电力	140	14.4%	穗恒运 A	70	16.5%
豫能控股	61	13.6%	浙能电力	41	14.7%
深圳能源	198	8.4%	宝新能源	72	11.3%
京能电力	163	8.4%	赣能股份	23	7.6%
穗恒运 A	22	8.2%	建投能源	11	2.4%
湖北能源	98	8.0%	晋控电力	52	2.3%
天富能源	45	5.9%	湖北能源	102	0.2%
大唐发电	583	0.2%	上海电力	95	-4.4%
上海电力	201	-0.9%	华电能源	403	-6.5%
申能股份	137	-1.6%	豫能控股	46	-7.6%
内蒙华电	108	-3.0%	华电国际	39	-8.2%
国电电力	858	-3.2%	华银电力	276	-8.6%
浙能电力	402	-3.7%	天富能源	534	-12.1%
华能国际	1188	-5.7%	深圳能源	133	-13.1%
华电能源	93	-7.8%	粤电力 A	56	-15.3%
粤电力 A	261	-8.0%	华能国际	201	-16.4%
赣能股份	31	-10.0%	国电电力	222	-19.1%
华电国际	532	-10.5%	大唐发电	14	-19.6%
晋控电力	81	-21.3%	申能股份	35	-27.6%
宝新能源	37	-25.7%	内蒙华电	14	-39.3%
华银电力	35	-27.4%	皖能电力	16	-43.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，受益于上游燃料成本下降影响，2024年上半年火电板块公司盈利能力整体上行。从毛利率角度，24年上半年及二季度全国及地方性火电公司毛利率多呈现上升趋势，23家样本公司中仅有个别公司毛利率下降，其中2024年上半年仅有4家公司毛利率略降，二季度晋控电力、大唐发电、粤电力、宝新能源等环比改善显著。从归母净利润角度，24年上半年火电板块公司业绩高比例改善，仅有3家公司归母净利润下滑。24年二季度样本公司业绩同环比变化较为分歧。

表3：火电板块样本公司毛利率

公司	24H1 毛利率	同比变化	24Q2 毛利率	同比变化	环比变化
湖北能源	29.1%	8.9%	29.8%	6.0%	1.4%
上海电力	26.2%	2.9%	26.8%	1.5%	1.1%
华电能源	24.7%	3.6%	26.1%	3.1%	2.4%
内蒙华电	23.4%	0.1%	21.6%	-0.2%	-3.5%
深圳能源	22.3%	-0.7%	20.7%	-3.0%	-3.3%
申能股份	19.5%	3.5%	21.5%	1.8%	3.4%
天富能源	18.4%	-0.4%	18.1%	1.1%	-0.8%
宝新能源	15.8%	6.7%	18.7%	6.1%	5.0%
赣能股份	15.6%	7.3%	16.2%	3.7%	1.2%
华能国际	15.6%	3.5%	15.0%	0.8%	-1.1%
大唐发电	15.4%	6.3%	17.7%	6.2%	4.3%
国电电力	14.6%	0.6%	16.1%	1.3%	2.7%
建投能源	13.8%	4.4%	16.0%	1.7%	3.6%
粤电力 A	13.3%	2.1%	15.4%	1.0%	4.2%
穗恒运 A	12.2%	-0.7%	13.2%	-2.0%	1.9%
皖能电力	12.2%	5.9%	13.5%	5.6%	2.6%
长源电力	12.2%	0.4%	11.6%	-0.2%	-1.0%
浙能电力	11.0%	4.6%	12.7%	4.7%	3.4%
京能电力	10.7%	3.5%	11.1%	6.7%	0.7%
华电国际	8.6%	3.2%	8.9%	2.1%	0.5%
华银电力	7.9%	4.7%	8.8%	4.4%	1.5%
豫能控股	7.7%	9.4%	6.6%	2.4%	-2.1%
晋控电力	4.2%	-7.0%	15.1%	-0.6%	19.2%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 4：火电板块样本公司归母净利润及同环比

公司	24H1 归母净利润 (百万元)	同比	24Q2 归母净利润 (百万元)	同比	环比
深圳能源	1,754	-7%	649	-48%	-41%
穗恒运 A	92	-34%	60	-11%	92%
粤电力 A	903	5%	777	1%	515%
皖能电力	1,071	83%	618	44%	37%
建投能源	333	296%	82	-64%	-67%
宝新能源	366	17%	157	-46%	-25%
晋控电力	-376	-1609%	132	-20%	126%
湖北能源	1,426	58%	646	9%	-17%
赣能股份	339	151%	135	4%	-34%
长源电力	448	18%	198	24%	-21%
豫能控股	-43	93%	-49	70%	-900%
华能国际	7,454	18%	2,858	-30%	-38%
上海电力	1,327	66%	693	49%	9%
浙能电力	3,927	41%	2,112	19%	16%
华电国际	3,223	25%	1,361	-6%	-27%
天富能源	313	29%	166	43%	13%
京能电力	913	148%	445	1235%	-5%
申能股份	2,191	19%	1,032	-7%	-11%
华电能源	630	432%	207	571%	-51%
华银电力	5	103%	-3	94%	-136%
国电电力	6,716	127%	4,932	146%	176%
内蒙华电	1,768	19%	879	42%	-1%
大唐发电	3,108	105%	1,777	29%	33%

资料来源：Wind，山西证券研究所

从度电盈利能力来看，2024 年上半年火电板块公司整体度电毛利提升。24 年上半年统计的 17 火电样本公司中有 5 家度电毛利下滑；湖北能源、赣能股份、建投能源、申能股份等公司度电毛利提升较快，我们认为或因电力市场化程度在相关区域进一步提高以及公司进行成本改善举措。

表 5：火电板块 2024H1 度电毛利水平

公司	板块	23H1 度电毛利（元/度）	24H1 度电毛利（元/度）	24H1 同比（元/度）
深圳能源	电力	0.0978	0.0962	(0.002)
	电力-燃煤	0.0229	0.0406	0.018
穗恒运 A	电力	0.0372	0.0354	(0.002)
粤电力 A	电力	0.0570	0.0626	0.006
皖能电力	电力		0.0536	
建投能源	电力	0.0320	0.0593	0.027
晋控电力	电力	0.0692	0.0318	(0.037)
湖北能源	电力	0.0970	0.1245	0.028
	电力-火电	0.0215	0.0552	0.034
赣能股份	电力	0.0326	0.0684	0.036
长源电力	电力	0.0578	0.0555	(0.002)
华能国际	电力	0.0718	0.0878	0.016
上海电力	电力		0.1410	
浙能电力	电力		0.0447	
京能电力	电力		0.0537	
申能股份	煤电	0.0191	0.0472	0.028
华银电力	电力及其他	0.0228	0.0408	0.018
国电电力	电力	0.0552	0.0624	0.007
	电力-火电	0.0345	0.0449	0.010
内蒙华电	电力	0.0703	0.0611	(0.009)

资料来源：Wind，山西证券研究所

从股息率水平来看，宝新能源、申能股份、内蒙华电、浙能电力、京能电力股息率位列前五。

表 6：火电板块样本公司股息率水平（近 12 个月，截至日 2024/09/30）

	股息率(近 12 个月)
宝新能源	6.70%
申能股份	4.99%
内蒙华电	4.06%
浙能电力	3.94%
京能电力	3.04%
天富能源	2.88%
皖能电力	2.85%
华能国际	2.76%
华电国际	2.68%
国电电力	2.35%
上海电力	2.23%
深圳能源	2.20%
穗恒运 A	1.96%
赣能股份	1.82%
湖北能源	1.80%
建投能源	1.60%
长源电力	0.87%
粤电力 A	0.42%
大唐发电	0.27%
宝新能源	6.70%
申能股份	4.99%
内蒙华电	4.06%
浙能电力	3.94%

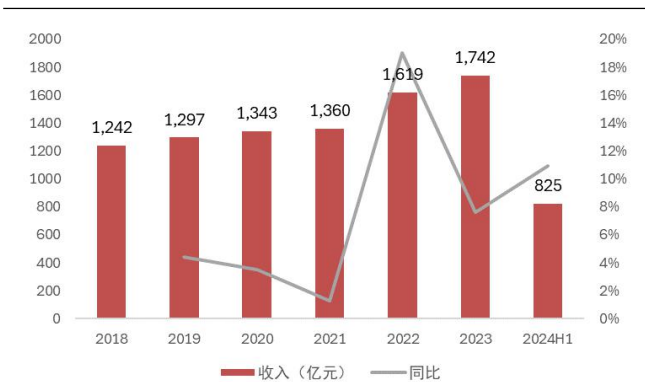
资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 水电板块：

3.1 行业：来水偏枯影响叠加电价上涨，业绩整体稳中有增

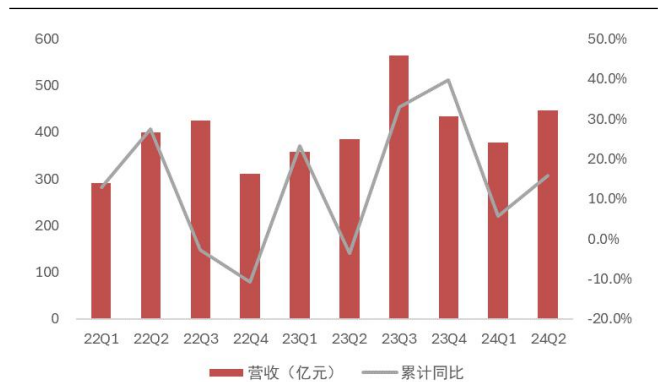
来水改善下水电板块营收水平提升显著。根据选取样本公司，24年上半年及二季度水电板块实现收入分别为825、446亿元，同比增长10.9%、15.8%；24年上半年重点流域来水由枯转丰，根据长江三峡集团公司数据，24年上半年三峡日均出库流量为10227.80立方米/秒，同比增加17.1%；24年上半年三峡入库流量为9307.14立方米/秒，同比增加17.2%。

图 21：24H1 水电板块营收及同比增速（累计）



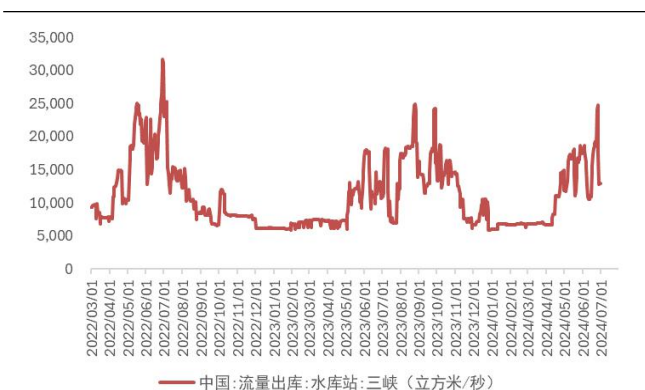
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：24Q2 水电板块分季度营收及同比增速



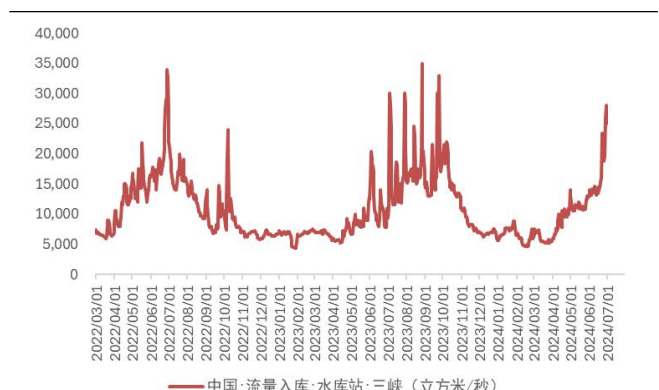
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：三峡水库站出库流量



资料来源：长江三峡集团公司，Wind，山西证券研究所

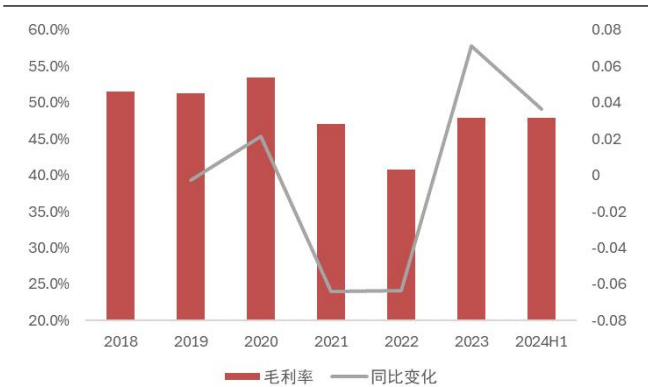
图 24：三峡水库站入库流量



资料来源：长江三峡集团公司，Wind，山西证券研究所

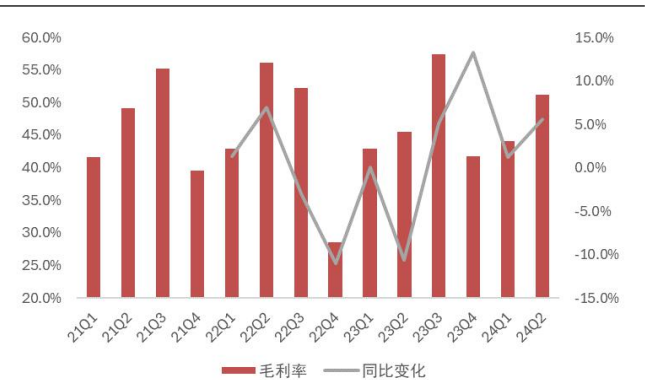
利润方面超预期增长，24年二季度延续增长趋势。2024年上半年水电板块实现毛利率47.9%，同比增长3.6个百分点；整体实现归母净利润233.6亿元，同比增长26.3%。2024年二季度水电板块实现毛利率51.1%，同比增加5.61个百分点；实现归母净利润145.3亿元，同比增长31.1%。

图 25：24H1 年水电板块毛利率及同比变化



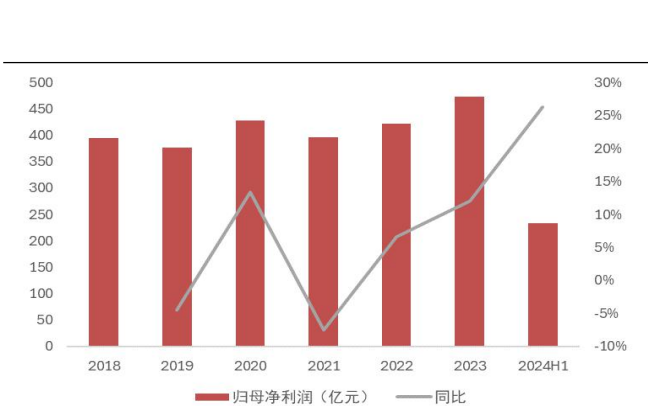
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：24Q2 水电板块分季度毛利率及同比变化



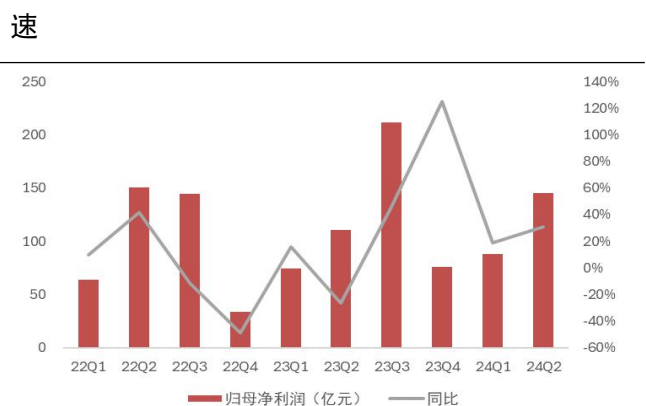
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：24H1 水电板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

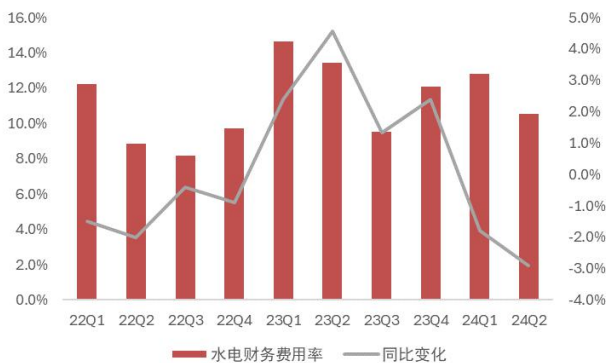
图 28：24Q2 水电板块分季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

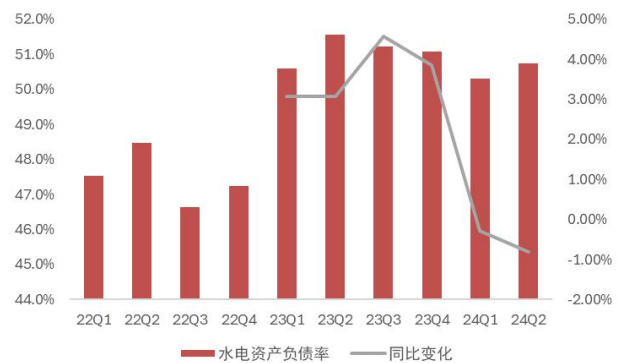
水电板块偿债能力呈现提升趋势。2024年上半年及二季度水电板块财务费用率分别为11.6%、10.5%，同比下降2.4、2.9个百分点。24年二季度资产负债率延续下降趋势，实现50.74%，同比下降0.81个百分点，或因在建工程、资本开支下滑以及部分公司置换部分高成本负债所致。

图 29：水电板块财务费用率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：水电板块资产负债率变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 个股：二季度改善显著，分红整体稳定

收入端，24 年上半年及二季度季度营收整体增长。2024 年上半年水电板块 8 家样本公司中有 6 家营收实现正增长，其中黔源电力、桂冠电力、华能水电位列增速前三，增速分别为 39.1%、16.3%、13.1%。2024 年二季度 5 家营收实现正增长，其中黔源电力、桂冠电力、长江电力位列增速前三，增速分别为 50.1%、25.0%、23.0%。

表 7：水电板块公司营收及同比

公司	24H1 营收 (百万元)	同比	公司	24Q2 营收 (百万元)	2024Q1 同比
黔源电力	873	39.1%	黔源电力	612	50.1%
桂冠电力	4830	16.3%	桂冠电力	2700	25.0%
华能水电	11880	13.1%	长江电力	19167	23.0%
长江电力	34808	12.4%	华能水电	7461	19.6%
川投能源	603	10.2%	川投能源	346	16.4%
国投电力	27102	2.8%	国投电力	12994	-0.9%
韶能股份	2183	-0.1%	韶能股份	1227	-3.0%
湖南发展	181	-2.1%	湖南发展	96	-24.0%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，24 年上半年盈利能力整体上行。从毛利率角度，24 年上半年及二季度水电板块样本公司中仅 1 家毛利率下降。从归母净利润角度，24 年上半年公司业绩大幅回暖，8 家公司均实现正增长，其中黔源电力归母净利润同比增长 317%，或因贵州来水改善下发电量同

比高增。

表 8：水电板块公司毛利率及同比变化

公司	24H1 毛利率	24H1 同比变化	24Q2 毛利率	24Q2 同比变化	24Q2 环比变化
韶能股份	22.2%	13.0%	27.7%	7.8%	12.7%
国投电力	39.0%	22.3%	37.7%	2.8%	-2.6%
湖南发展	54.2%	18.0%	53.6%	7.8%	-1.4%
黔源电力	54.4%	19.0%	59.6%	6.9%	17.6%
华能水电	59.0%	12.4%	63.4%	-0.4%	11.6%
桂冠电力	48.9%	-9.2%	58.4%	16.0%	21.5%
川投能源	44.6%	7.3%	44.9%	3.3%	0.6%
长江电力	52.4%	11.3%	55.8%	5.5%	7.7%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 9：水电板块公司归母净利润及同比

公司	24H1 归母净利润 (百万元)	同比	24 年 Q2 归母净利润 (百万元)	同比	环比
韶能股份	167	298%	143	92%	491.7%
国投电力	3,744	12%	1,708	-1%	-16.1%
湖南发展	47	7%	21	-47%	-18.9%
黔源电力	133	317%	122	156%	952.0%
华能水电	4,169	22%	3,104	24%	191.3%
桂冠电力	1,437	57%	1,007	63%	134.3%
川投能源	2,302	10%	1,029	7%	-19.1%
长江电力	11,362	28%	7,395	40%	86.4%

资料来源：Wind，山西证券研究所

水电板块公司股息率水平整体稳定，国投电力、桂冠电力、长江电力股息率位列前三。

表 10：水电板块样本公司股息率水平（近 12 个月，截至日 2024/09/30）

公司	股息率（近 12 个月）
国投电力	3.11%
桂冠电力	3.02%
长江电力	2.83%
川投能源	2.24%
华能水电	1.65%
黔源电力	1.22%
湖南发展	0.53%
国投电力	3.11%

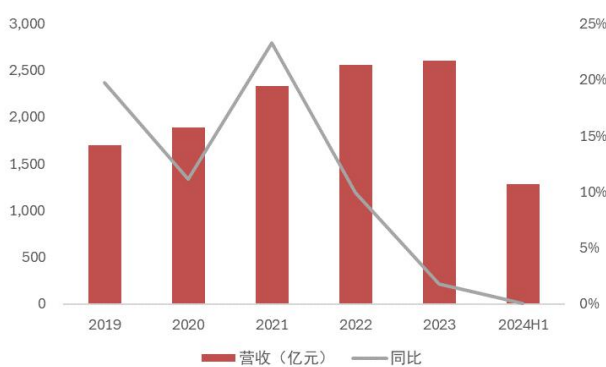
资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 绿电板块：

4.1 行业：二季度收入及利润端均承压

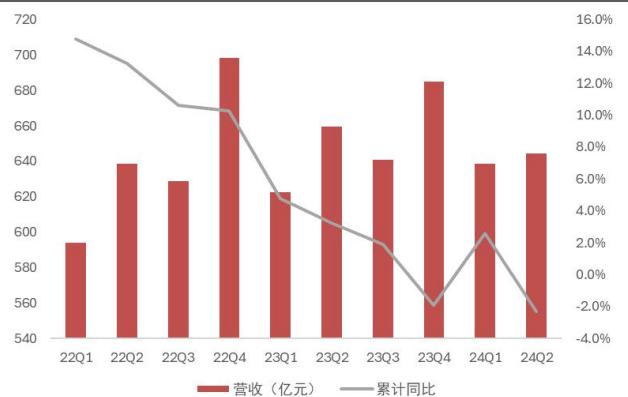
24年上半年绿电板块收入持稳，二季度略降。装机增长与新能源上网电价下跌叠加影响下，24年上半年绿电板块实现营收1282.9亿元，同比增加0.1%；24年二季度实现营收644.2亿元，同比下降2.3%

图 31：24H1 绿电板块营收（累计）及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

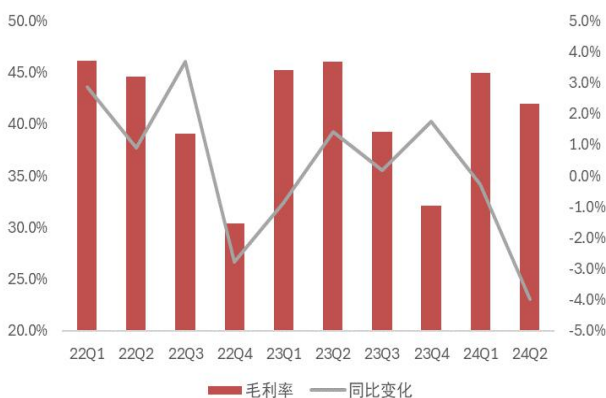
图 32：24Q2 绿电分季度营收及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

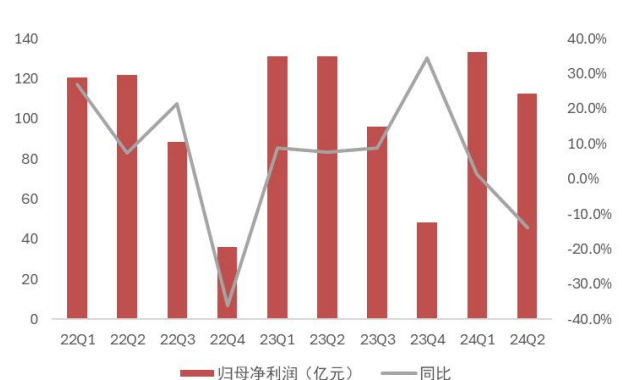
利润端整体略承压。2024年上半年绿电板块实现毛利率43.5%，同比下降2.1个百分点，实现归母净利润246.0亿元，同比下降6.2%。24年二季度绿电板块毛利率42.0%，同比下降4.0个百分点，归母净利润实现112.8亿元，同比下降13.9%；二季度毛利率承压主要受新能源电价下跌、设备平均利用小时下降以及风况影响风电发电量下部分公司业绩不及预期等因素影响。

图 33：绿电板块毛利率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

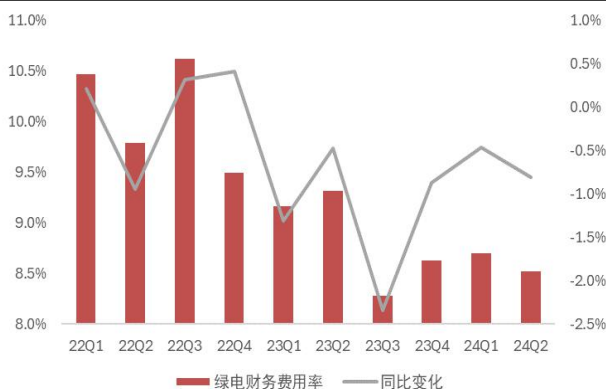
图 34：绿电板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

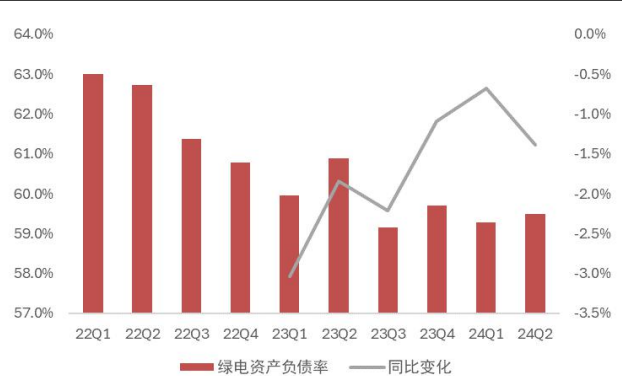
绿电板块财务费用率持续改善，或因市场利率下降。2024 年二季度绿电板块财务费用率为 8.5%，同比下降 0.8 个百分点，环比下降 0.2 个百分点；资产负债率为 59.5%，同比下降 1.4 个百分点。

图 35：绿电板块财务费用率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 36：绿电板块资产负债率及同比变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 个股：业绩仍待复苏

收入端，绿电板块公司表现较为弱势。2024 年上半年绿电板块 12 个样本公司中有 5 家实现收入增长，2024 年二季度有 4 家公司实现增长。

表 11：绿电板块公司营收及同比

公司	24H1 营收 (百万元)	同比	公司	24Q2 营收 (百万元)	同比	环比
吉电股份	6887	-9.8%	吉电股份	3073	-14.9%	-19.5%
太阳能	3243	-19.6%	太阳能	1833	-21.2%	29.9%
银星能源	624	-14.3%	银星能源	327	-13.2%	10.4%
龙源电力	18883	-4.9%	龙源电力	9006	-9.9%	-8.8%
中闽能源	818	-1.6%	中闽能源	353	27.4%	-24.2%
三峡能源	15059	9.9%	三峡能源	7160	4.5%	-9.4%
节能风电	2643	-1.0%	节能风电	1318	-5.7%	-0.5%
晶科科技	1923	9.8%	晶科科技	1145	22.8%	47.2%
中国核电	37441	3.1%	中国核电	19453	5.7%	8.1%
芯能科技	339	2.2%	芯能科技	179	-12.1%	12.7%
中国广核	39377	0.3%	中国广核	20195	-3.8%	5.3%
江苏新能	1049	-3.9%	江苏新能	382	-28.8%	-42.7%

资料来源：Wind，山西证券研究所

利润端，部分绿电板块公司仍待复苏。从毛利率角度，24年上半年及二季度绿电板块12家样本公司中均有8家毛利率下降，我们认为或主因电价下降。从归母净利润角度，24年上半年及二季度绿电12家公司中分别有3家和5家公司归母净利润提升。个股来看，吉电股份、中闽能源以及中国广核上半年业绩持续改善。

表 12：绿电板块公司毛利率及同比

公司	24H1 毛利率	同比变化	24Q2 毛利率	同比变化	环比变化
吉电股份	33.8%	-16.1%	36.1%	5.5%	4.2%
太阳能	45.3%	15.6%	46.3%	5.7%	2.4%
银星能源	36.9%	-3.6%	41.6%	-1.5%	9.9%
龙源电力	36.2%	-2.5%	32.2%	-10.6%	-7.7%
中闽能源	58.7%	17.3%	52.8%	15.6%	-10.4%
三峡能源	55.7%	-2.8%	52.1%	-6.8%	-6.9%
节能风电	54.4%	-4.5%	53.8%	-4.4%	-1.1%
晶科科技	47.2%	-9.5%	52.0%	-5.4%	12.0%
中国核电	47.5%	-1.8%	46.0%	-1.3%	-3.2%
芯能科技	58.4%	9.8%	68.2%	8.5%	20.9%
中国广核	38.6%	-18.6%	37.9%	-6.1%	-1.4%
江苏新能	53.7%	11.0%	37.2%	-17.8%	-25.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 13：绿电板块公司归母净利润及同比

公司	24H1 归母净利润（百万元）	同比	24 年 Q2 归母净利润（百万元）	同比
吉电股份	1,095	22%	476	21%
太阳能	814	-9%	464	-9%
银星能源	131	-16%	85	7%
龙源电力	3,827	-23%	1,434	-45%
中闽能源	342	5%	129	144%
三峡能源	4,039	-11%	1,617	-23%
节能风电	874	-2%	441	-9%
晶科科技	88	-36%	186	64%
中国核电	5,882	-3%	2,823	-6%
芯能科技	104	-5%	73	-8%
中国广核	7,109	2%	3,505	1%
江苏新能	292	-14%	42	-74%

资料来源：Wind，山西证券研究所

5. 投资建议

需求端，用电量增速仍高于 GDP 增速；来水边际改善带动水电持续向好，火电后续或有望回暖。用电侧，8 月全社会及分部门用电增速均维持增长趋势；未来新质生产力发展及电能替代趋势推动下，用电量需求或将进一步提升，且我们认为短期用电量增速或仍将高于 GDP 增速；其中长三角及粤皖地区新兴产业布局较早、规模占比较高，且相关产业如光伏制造、AI 数据中心等多为新高耗能产业，预期上述地区用电需求增长弹性较大。发电侧，火电板块：短期来看，上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，利好火电板块成本端；三四季度预计水电对火电电量挤占影响将逐步削弱；长期来看，煤电容量电价机制逐步推进，通过容量电价回收固定成本的比例逐步提升，两部制电价将持续支撑火电企业稳定盈利能力及分红能力；新型电力系统建设下火电辅助服务收入有望提升；火电标的商业模式改善下的新价值点仍有待市场挖掘。水电板块：短期来看，来水情况显著改善；长期来看，水电资本开支高峰已过，市场化改革背景下电价或仍将上行，且随着资本结构的持续优化，分红比例仍有提升空间。

建议关注：①区域优势更为显著的长三角火电龙头【皖能电力】、【申能股份】、【浙能股份】、【淮河能源】；②充分受益电力市场改革成果的全国性电厂【国电电力】、【华电国际】；③来水预期改善和红利风格持续背景下的【长江电力】和【国投电力】。

6. 风险提示

电力市场化交易造成上网电价波动；动力煤价格上涨；用电需求不及预期；降水量减少导致来水情况不及预期。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

