

行业研究 | 行业专题研究 | 电力

电力行业 2024Q3 业绩总结： 行业较为低配，电力资产盈利稳定



| 报告要点

截至 2024 年 10 月 30 日，电力及公用事业板块涨幅为 11.13%，相对沪深 300 幅度低 3.73pct，依据 SW 分类，2024 年 Q1-Q3 公用事业板块归母净利润增速为 8.79%，位列 31 个板块中第 8 位。截至 2024Q3，SW 公用事业基金持仓占比为 2.33%，环比下降 1.18pct，同比提升 0.56pct，从超配角度来看，2024Q3SW 公用事业低配 1.8%，同比降低 0.7pct，板块目前处于低配阶段。

| 分析师及联系人



贺朝晖

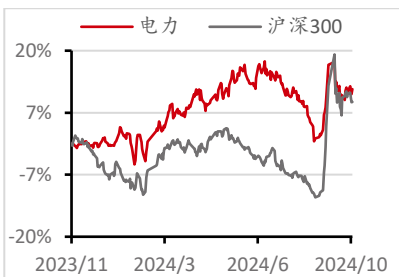
SAC: S0590521100002

电力

电力行业 2024Q3 业绩总结： 行业较为低配，电力资产盈利稳定

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：探寻电价系列：电改进程加速，关注煤电转向综合收益》2024.10.27
- 《电力：电力资产重估，成长与红利兼备》2024.10.07



扫码查看更多

➤ 行业利润增幅居前，行业较为低配

截至 2024 年 10 月 30 日，电力及公用事业板块涨幅为 11.13%，相对沪深 300 幅度低 3.73pct，2024 年 Q1-Q3 SW 公用事业板块归母净利润增速为 8.79%，位列 31 个板块中第 8 位。截至 2024Q3 SW 公用事业基金持仓占比为 2.33%，环比下降 1.18pct，同比提升 0.56pct，从超配角度来看，2024Q3SW 公用事业低配 1.8%，同比降低 0.7pct，板块处于低配阶段。

➤ 火电：盈利修复利润提升，Q3 利用小时数回暖

2024 年 Q1-Q3 SW 火力发电板块营收 9346 亿元，同比-1.17%，板块归母净利润 614 亿元，同比+12.1%，毛利率、净利率同比分别变化为+1.85、+1.29pct，ROE 为 7.3%，同比+1.48pct。2024M7/M8/M9 火电发电量同比为-4.93%/+3.70%/+8.90%，累计利用小时数方面同比为-75/-71/-39 小时，Q3 火电利用小时数回暖。2024Q1-Q3 宁波港 Q5500 均价约为 917 元/吨，同比-10.1%，成本改善全年利润有望增长。

➤ 绿电：装机规模持续提升，消纳或影响利润

2024 年 Q1-Q3 SW 风力发电板块营收 832 亿元，同比+4.06%，板块归母净利润 167 亿元，同比-5.26%，毛利率、净利率同比分别变化为-2.73、-2.44pct。SW 光伏发电板块营收 321 亿元，同比-10.01%，板块归母净利润 17 亿元，同比-60.84%。毛利率、净利率分别为 33.30%、6.46%，同比分别变化为-1.19、-7.15pct。风电前三季度新增装机 39.12GW，光伏前三季度新增装机 161GW。2024M7/M8/M9 风电累计利用小时数分别同比-123/-130/-97 小时，光伏累计利用小时数分别同比-40/-45/-58 小时，消纳情况或影响利润。

➤ 水电、核电：盈利仍维持高水平

2024 年 Q1-Q3 SW 水力发电板块营收 1465 亿元，同比+9.20%，板块归母净利润 497 亿元，同比+22.6%，毛利率、净利率同比分别变化为+2.86、+3.70pct。SW 核力发电板块营收 1193 亿元，同比+2.87%，板块归母净利润 189 亿元，同比-0.58%，毛利率、净利率分同比分别变化为-2.21、-0.98 pct。2024M7/M8/M9 水电累计利用小时数分别同比+350/+376/+305 小时，主要系来水偏丰带动发电量利用小时数提升。核电累计利用小时数分别同比-42/-24/-20 小时，主要系机组检修等影响，Q3 核电利用小时数逐渐回暖。

➤ 投资建议：关注盈利稳健且兼备成长性的电力资产

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、太阳能等。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. 行业较为低配，电力需求旺盛	5
1.1 电力及公用事业利润增速居前，板块当前较为低配.....	5
1.2 电力需求旺盛，各类电源装机规模提升.....	6
2. 火电：盈利持续修复，利用小时数回暖	10
2.1 火电：利润增加，毛利净利同比明显提升.....	10
2.2 火电装机规模持续增长，Q3 利用小时数回暖	11
3. 绿电：装机规模提升，消纳影响利润	13
3.1 风电：消纳问题影响利用小时数	13
3.2 光伏：装机规模持续提升	15
4. 水电、核电：仍然维持稳定盈利	18
4.1 水电：来水偏丰提升利润	18
4.2 核电：核电投资加速，规模有望提升	20
5. 投资建议：关注盈利稳健且兼备成长性的电力资产.....	23
5.1 火电：盈利提升逻辑逐步兑现	23
5.2 绿电：消纳有望改善，绿色属性溢价体现.....	23
5.3 水电、核电：优质电力资产，关注行业龙头.....	23
6. 风险提示	23

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 10 月 30 日）	5
图表 2： 2024Q1-Q3 公用事业板块归母净利润增速（年初至 2024 年 10 月 31 日）	5
图表 3： 公用事业基金持仓占比.....	6
图表 4： 公用事业板块公募超配比例.....	6
图表 5： 全国用电量及增速情况.....	6
图表 6： 2024M1-M9 各省用电量增速情况	7
图表 7： 2024M1-M9 全国发电量、装机规模、平均利用小时数情况	7
图表 8： 分机组类型装机规模和发电量情况.....	8
图表 9： 2020-2024 年 Q1-Q3, SW 电力板块业绩情况	9
图表 10： SW 电力板块前三季度营收情况	9
图表 11： SW 电力板块前三季度归母净利润情况	9
图表 12： SW 电力板块前三季度期间费用率（不含研发费用）(%)	10
图表 13： SW 电力板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况.....	10
图表 14： 2020-2024 年 Q1-Q3, SW 火力发电板块业绩情况	10
图表 15： SW 火力发电板块前三季度营收情况	11
图表 16： SW 火力发电板块前三季度归母净利润情况	11
图表 17： SW 火力发电板块前三季度期间费用率（不含研发费用）(%)	11
图表 18： SW 火力发电板块三季度毛利率、净利率、ROE 情况.....	11
图表 19： 煤机、燃机装机规模.....	12
图表 20： 火电基本建设投资完成额累计值（亿元）	12
图表 21： 火电发电量（当月值）	12

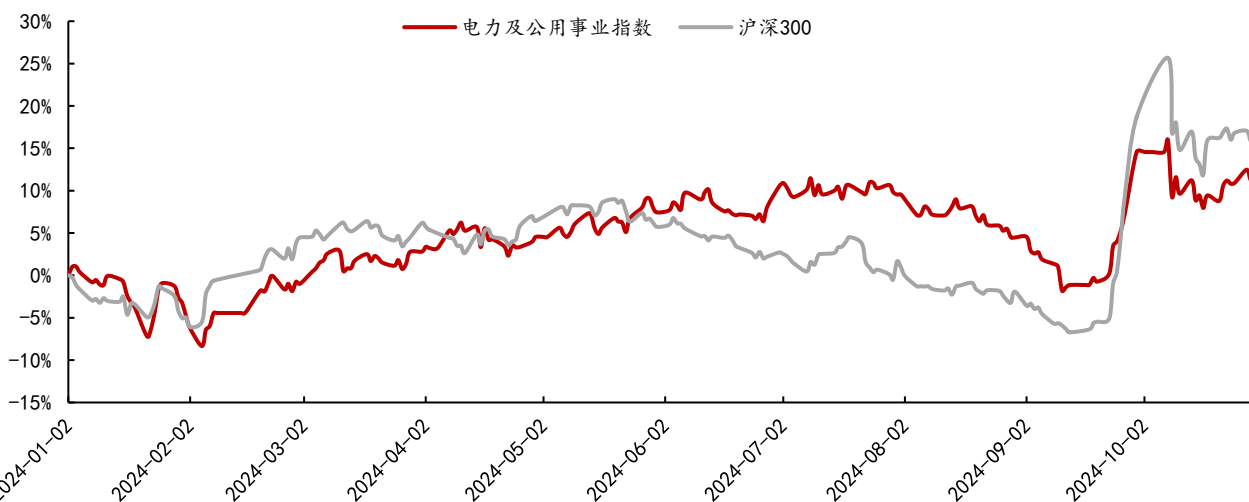
图表 22:	火电利用小时数.....	12
图表 23:	宁波港 Q5500 库提价 (元/吨, 含税)	13
图表 24:	2020-2024 年 Q1-Q3, SW 风力发电板块业绩情况	13
图表 25:	SW 风力发电板块前三季度营收情况	14
图表 26:	SW 风力发电板块前三季度归母净利润情况	14
图表 27:	SW 风力发电板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)	14
图表 28:	SW 风力发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况.....	14
图表 29:	风电累计装机容量及同比.....	15
图表 30:	风电投资完成额及同比.....	15
图表 31:	风电发电量 (当月值)	15
图表 32:	风电利用小时数.....	15
图表 33:	2020-2024 年 Q1-Q3, SW 光伏发电板块业绩情况	16
图表 34:	SW 光伏发电板块前三季度营收情况	16
图表 35:	SW 光伏发电板块前三季度归母净利润情况	16
图表 36:	SW 光伏发电板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)	17
图表 37:	SW 光伏发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况.....	17
图表 38:	光伏累计装机容量及同比.....	17
图表 39:	光伏投资完成额及同比.....	17
图表 40:	光伏发电量 (当月值)	18
图表 41:	光伏利用小时数.....	18
图表 42:	2020-2024 年 Q1-Q3, SW 水力发电板块业绩情况	18
图表 43:	SW 水力发电板块前三季度营收情况	19
图表 44:	SW 水力发电板块前三季度归母净利润情况	19
图表 45:	SW 水力发电板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)	19
图表 46:	SW 水力发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况.....	19
图表 47:	水电累计装机容量及同比.....	20
图表 48:	水电投资完成额及同比.....	20
图表 49:	水电发电量 (当月值)	20
图表 50:	水电利用小时数.....	20
图表 51:	2020-2024 年 Q1-Q3, SW 核力发电板块业绩情况	21
图表 52:	SW 核力发电板块前三季度营收情况	21
图表 53:	SW 核力发电板块前三季度归母净利润情况	21
图表 54:	SW 核力发电板块前三季度期间费用率 (%) (不含研发费用) (%) ...	22
图表 55:	SW 核力发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况.....	22
图表 56:	核电累计装机容量及同比.....	22
图表 57:	核电投资完成额及同比.....	22
图表 58:	核电发电量 (当月值)	23
图表 59:	核电利用小时数.....	23

1. 行业较为低配，电力需求旺盛

1.1 电力及公用事业利润增速居前，板块当前较为低配

截至 2024 年 10 月 30 日，电力及公用事业板块涨幅为 11.13%，低于沪深 300 涨幅 3.73pct。

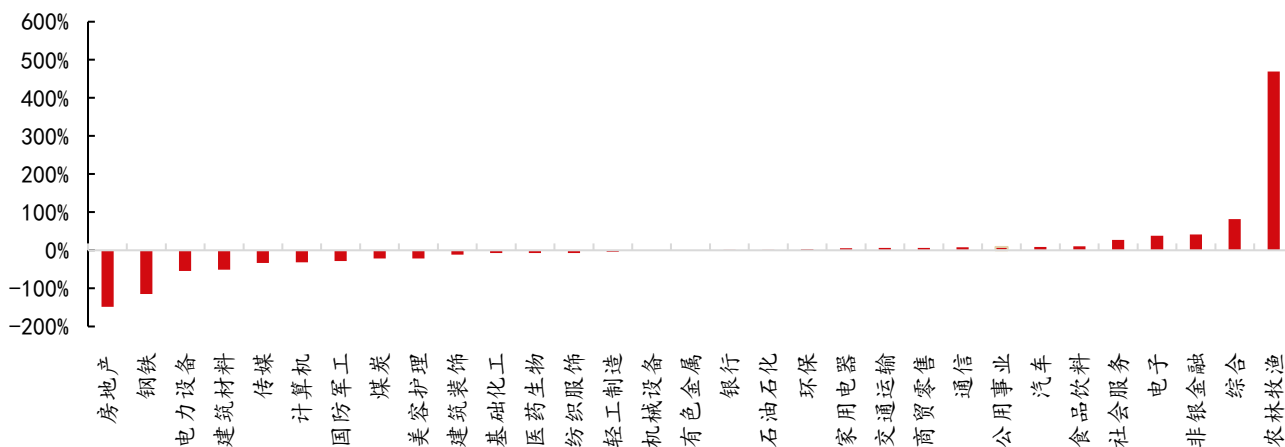
图表1：电力及公用事业板块指数走势（年初至 2024 年 10 月 30 日）



资料来源：Iifind，国联证券研究所

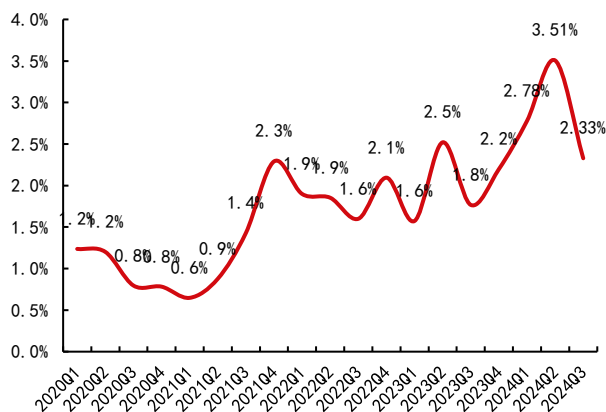
截至 2024 年 Q1-Q3，SW 公用事业板块归母净利润增速为 8.79%，位列 31 个板块中第 8 位。

图表2：2024Q1-Q3 公用事业板块归母净利润增速（年初至 2024 年 10 月 31 日）

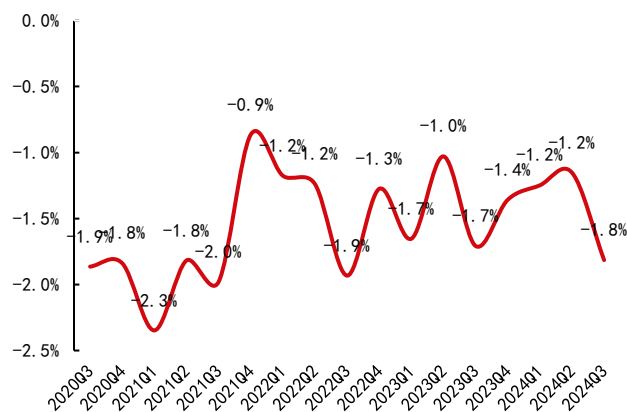


资料来源：Wind，国联证券研究所

公募持仓略有降低,行业较为低配。截至2024Q3,SW公用事业基金持仓占比为2.33%,环比下降1.18pct,同比提升0.56pct,从超配角度来看,2024Q3SW公用事业低配1.8%,环比降低0.7pct,板块仍处于低配阶段。

图表3: 公用事业基金持仓占比


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 公用事业板块公募超配比例


资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.2 电力需求旺盛, 各类电源装机规模提升

需求端: 电力需求旺盛, 支撑电源侧发展

从全国整体角度来看,年初至M9用电量同比增加7.9%。2024M1-M9全国用电量74094亿kWh,同比+7.9%。分产业来看,第一产业/第二产业/第三产业/城乡居民用电量同比增速分别为6.9%/5.9%/11.2%/12.6%。受益数据中心、电动车充换电等影响,第三产业用电量同比高增,受益电气化率提升等,城乡居民用电量同比高增。整体来看用电量需求旺盛,电源装机建设,盈利能力或有支撑。

图表5: 全国用电量及增速情况

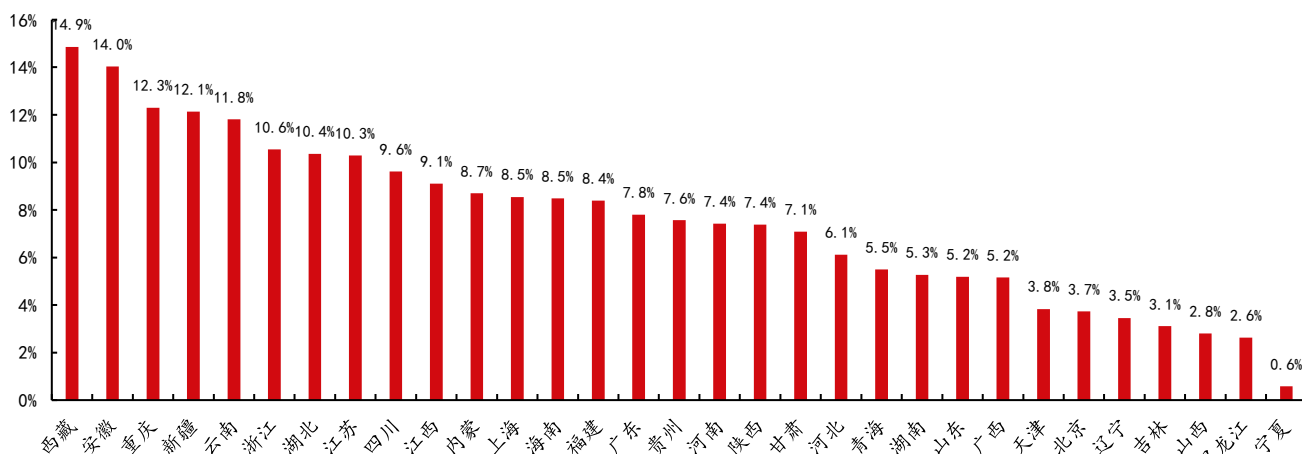
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全国用电量累计值 (亿kWh)	15,316	23,373	30,772	38,370	46,575	55,971	65,619	74,094
全国用电量累计同比 (yoy)	11.00%	9.80%	9.00%	8.60%	8.10%	7.70%	7.90%	7.90%
第一产业累计值 (亿kWh)	192	288	384	495	623	764	914	1,035
第一产业用电量累计同比 (yoy)	11.10%	9.70%	10.10%	9.70%	8.80%	7.50%	7.00%	6.90%
第二产业累计值 (亿kWh)	9,520	15,056	20,214	25,365	30,670	36,329	42,006	47,385
第二产业用电量累计同比 (yoy)	9.70%	8.00%	7.50%	7.20%	6.90%	6.60%	6.30%	5.90%
第三产业累计值 (亿kWh)	2,869	4,235	5,505	6,918	8,525	10,396	12,301	13,953
第三产业用电量累计同比 (yoy)	15.70%	14.30%	13.50%	12.70%	11.70%	11.00%	11.00%	11.20%
城乡居民用电量累计值 (亿kWh)	2,735	3,794	4,669	5,592	6,757	8,482	10,398	11,721
城乡居民用电量累计同比 (yoy)	10.50%	12.00%	10.80%	9.90%	9.00%	8.40%	10.90%	12.60%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

从各省份用电量增速角度来看，地区增速差异化，高增速省份或支撑效应明显。

2024M1-M9 用电量增速超过 10%的省份依次为西藏（14.9%）、安徽（14.0%）、重庆（12.3%）、新疆（12.1%）、云南（11.8%）、浙江（10.6%）、湖北（10.4%）、江苏（10.3%），部分西北地区用电量增速提升或与产业转移，新设工厂有关，此外安徽、浙江、江苏等地区用电需求较为强劲，或与本地经济发展高增速有关。电源利用小时数、电价水平与本省电力需求有较高关联性，我们认为高用电量增速省份对电源侧发展支撑效应可能会更明显。

图表6：2024M1-M9 各省用电量增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

供给侧：电源装机规模持续提升，利用小时数或受影响

发电量角度来看，2024M1-M9 发电量为 70560 亿 kWh，同比增长 5.4%，装机规模来看，截至 2024 年 9 月，全国装机规模 3160GW，同比+14.1%，以平均利用小时数来看，截至 2024 年 9 月，发电设备平均利用小时数同比降低 106 小时。我们认为一方面装机规模提升带动发电量提升，平均利用小时数下降一方面与装机规模提升有关，另一方面与自然条件、消纳等问题有关。

图表7：2024M1-M9 全国发电量、装机规模、平均利用小时数情况

	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全国发电量累计值 (亿kWh)	14870	22372	29329	36570	44354	53239	62379	70560
全国发电量累计值yoy	8.30%	6.70%	6.10%	5.50%	5.16%	4.82%	5.10%	5.40%
全国装机规模累计值 (GW)	2972	2994	3010	3037	3071	3103	3128	3160
全国装机规模累计值yoy	14.70%	14.50%	14.10%	14.10%	14.10%	14.00%	14.00%	14.10%
平均利用小时数 (h)	563	844	1097	1372	1666	1994	2328	2619
平均利用小时数 (h)	-6	-24	-49	-59	-71	-91	-103	-106

资料来源：Wind，国联证券研究所

分机组类型来看，新能源装机规模增长带动发电量提升。截至 2024M9 火电/水电/核电/风电/光伏装机规模分别为 1419/431/58/480/773GW，依据国家能源局 2024 年第四季度新闻发布会，2024 年风电、光伏新增装机分别为 39.12/161GW。发电量端，截至 2024M9，火电/水电/核电/风电/光伏发电量同比分别 +2.25%/+16.96%/+1.47%/+15.36%/+41.43%，其中水电发电量同比高增主要系自然条件影响来水偏丰，风电、光伏发电量提升主要系新增装机规模提升。

图表8：分机组类型装机规模和发电量情况

	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
装机层面								
火电装机容量	1394	1397	1398	1401	1405	1411	1414	1419
火电当月新增装机 (GW)		2.46	1.36	3.11	3.99	5.49	3.84	4.15
水电装机容量	422	423	425	426	427	428	429	431
水电当月新增装机 (GW)		0.94	1.75	0.89	1.11	1.20	0.32	1.88
核电装机容量	57	57	57	58	58	58	58	58
核电当月新增装机 (GW)		0.00	0.00	1.17	0.00	0.00	0.00	0.00
风电装机容量	450	457	458	461	467	471	474	480
风电当月新增装机 (GW)		6.29	1.39	3.01	5.67	3.82	3.50	5.52
光伏装机容量	648	660	671	691	714	736	752	773
光伏当月新增装机 (GW)		12.17	11.42	19.51	22.52	22.07	16.78	20.57
发电量端								
火电发电量累计值 (亿kWh)	10802	16028	20622	25173	30053	35814	41968	47439
火电发电量累计同比 (%)	10.71%	7.20%	5.93%	3.99%	2.02%	0.96%	1.40%	2.25%
水电发电量累计值 (亿kWh)	1390	2102	2937	4089	5526	7188	8822	10040
水电发电量累计同比 (%)	1.68%	3.27%	8.44%	16.04%	22.68%	25.73%	22.74%	16.96%
核电发电量累计值 (亿kWh)	691	1039	1405	1765	2122	2518	2920	3276
核电发电量累计同比 (%)	3.53%	0.58%	1.92%	1.01%	0.12%	0.76%	1.31%	1.47%
风电发电量累计值 (亿kWh)	1497	2419	3250	4048	4755	5437	5974	6733
风电发电量累计同比 (%)	12.00%	16.31%	11.72%	10.52%	11.98%	12.44%	12.53%	15.36%
光伏发电量累计值 (亿kWh)	490	783	1114	1495	1899	2282	2695	3073
光伏发电量累计同比 (%)	32.65%	27.91%	31.74%	38.85%	40.41%	42.25%	42.30%	41.43%

资料来源：Wind，国联证券研究所

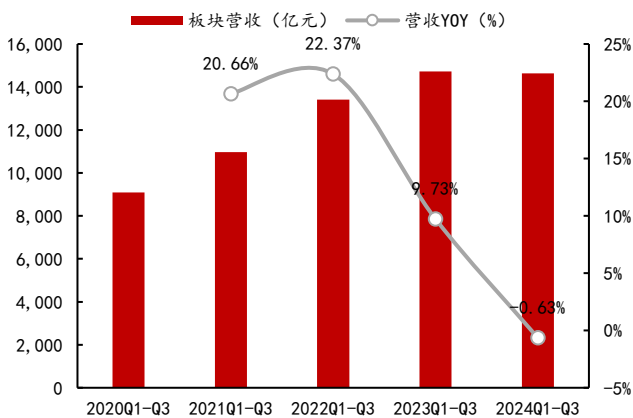
板块业绩概览：利润增加，毛利率、净利率同比增长

依据 SW 电力行业分类，2024 年 Q1-Q3，板块营收 14628 亿元，同比-0.63%，板块归母净利润 1606 亿元，同比+9.52%，销售费率为 0.20%，同比基本持平，管理费/财务费率分别为 2.64%/5.09%，分别同比变化为+0.24/-0.19pct，毛利率/净利率分别为 23.25%/14.08%，同比分别变化为+2.01/+1.38pct，ROE 为 5.75%，同比+0.15pct。

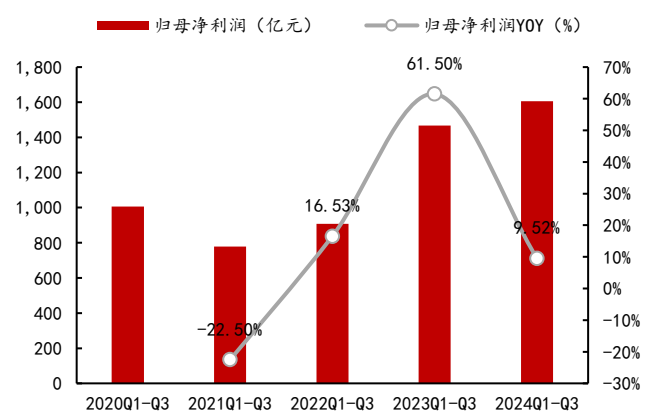
图表9：2020-2024年Q1-Q3, SW 电力板块业绩情况

	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3
板块营收 (亿元)	9,086	10,963	13,415	14,721	14,628
营收 YOY (%)		20.66%	22.37%	9.73%	-0.63%
归母净利润 (亿元)	1,006	779	908	1,467	1,606
归母净利润 YOY (%)		-22.50%	16.53%	61.50%	9.52%
销售费用率	0.26%	0.20%	0.16%	0.20%	0.20%
管理费用率	2.67%	2.47%	2.33%	2.40%	2.64%
财务费用率	7.60%	6.15%	5.85%	5.28%	5.09%
毛利率 (%)	26.04%	17.50%	17.15%	21.24%	23.25%
净利率 (%)	14.35%	8.78%	8.55%	12.70%	14.08%
ROE (%)	4.40%	1.34%	3.64%	5.60%	5.75%

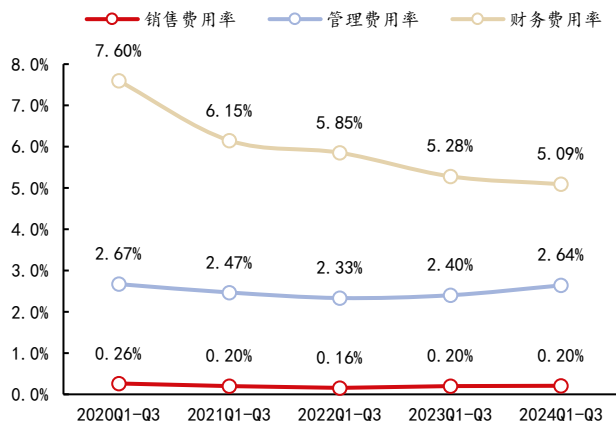
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：SW 电力板块前三季度营收情况


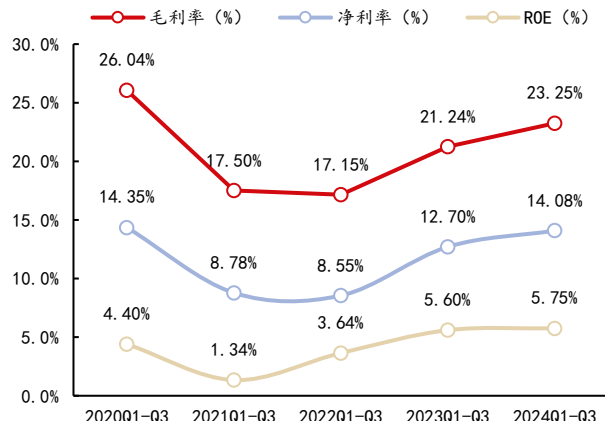
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：SW 电力板块前三季度归母净利润情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12: SW 电力板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: SW 电力板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 火电: 盈利持续修复, 利用小时数回暖

2.1 火电: 利润增加, 毛利净利同比明显提升

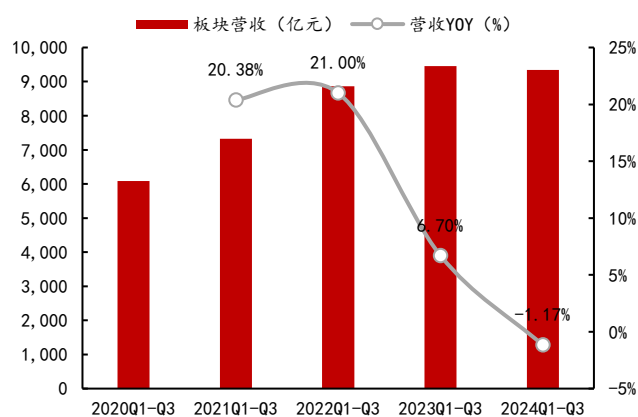
依据 SW 电力子行业分类, 2024 年 Q1-Q3, SW 火力发电板块营收 9346 亿元, 同比 -1.17%, 板块归母净利润 614 亿元, 同比+12.1%, 销售费率为 0.14%, 同比基本持平, 管理费用率/财务费率分别为 2.13%/3.55%, 分别同比变化为+0.20/-0.18pct, 毛利率、净利率分别为 14.98%/8.79%, 同比分别变化为+1.85/+1.29pct, ROE 为 7.3%, 同比+1.48pct。

图表14: 2020-2024 年 Q1-Q3, SW 火力发电板块业绩情况

	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3
板块营收 (亿元)	6,084	7,324	8,863	9,456	9,346
营收 YOY (%)		20.38%	21.00%	6.70%	-1.17%
归母净利润 (亿元)	427	92	66	548	614
归母净利润 YOY (%)		-78.33%	-28.65%	730.31%	12.10%
销售费用率	0.15%	0.13%	0.09%	0.14%	0.14%
管理费用率	2.39%	2.09%	1.76%	1.93%	2.13%
财务费用率	6.21%	4.72%	4.32%	3.73%	3.55%
毛利率 (%)	19.07%	7.68%	6.43%	13.13%	14.98%
净利率 (%)	9.55%	1.49%	1.11%	7.50%	8.79%
ROE (%)	4.12%	-2.55%	-2.37%	5.82%	7.30%

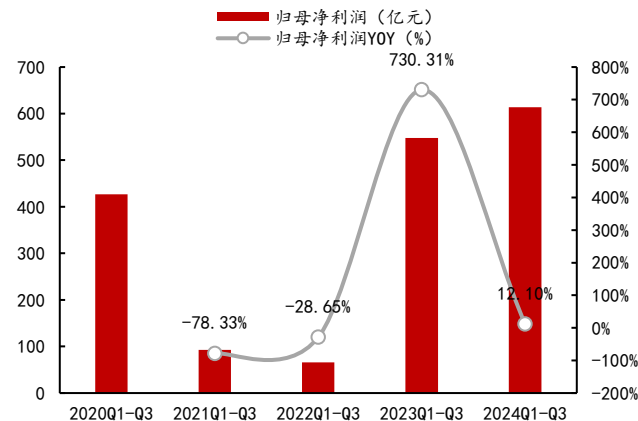
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: SW 火力发电板块前三季度营收情况



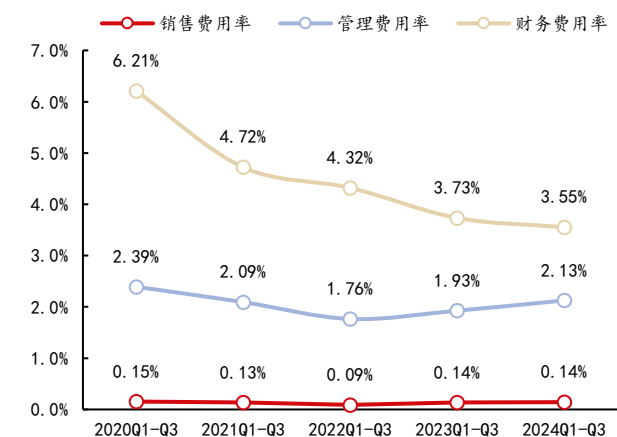
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: SW 火力发电板块前三季度归母净利润情况



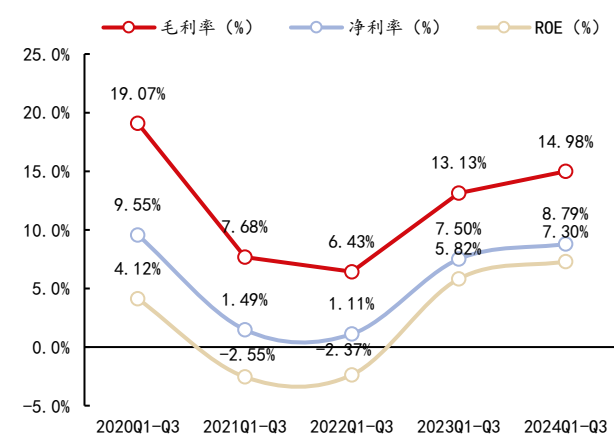
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: SW 火力发电板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: SW 火力发电板块三季度毛利率、净利率、ROE 情况

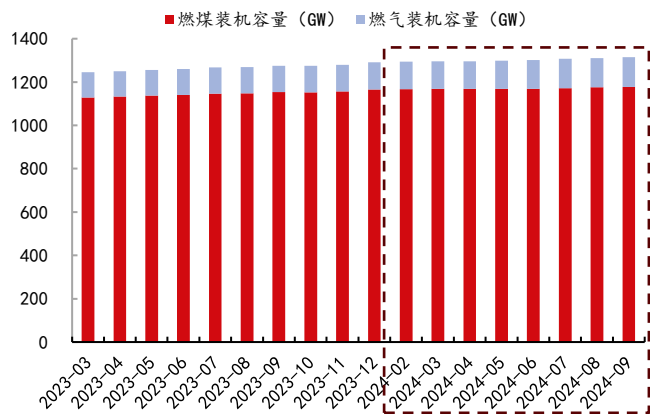


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 火电装机规模持续增长, Q3 利用小时数回暖

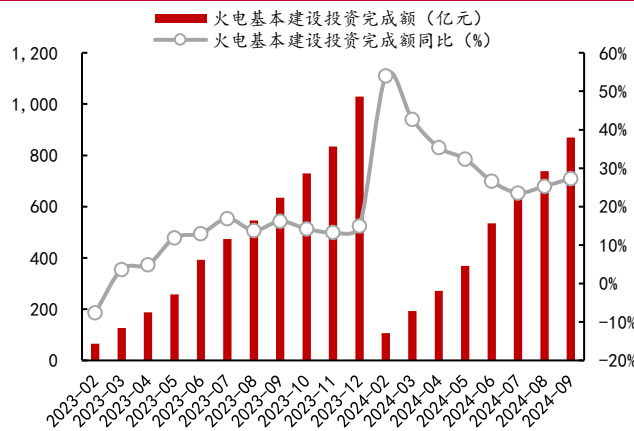
火电装机规模持续增长, 截至 2024M9, 装机规模方面煤机、燃机累计装机容量分别为 1177GW、138GW, 同比分别增加 24GW、17GW; 从投资额角度来看, 2024M1-M9 火电基本建设投资完成额 870 亿元, 同比+27.3%。

图表19: 煤机、燃机装机规模



资料来源: Wind, 国联证券研究所

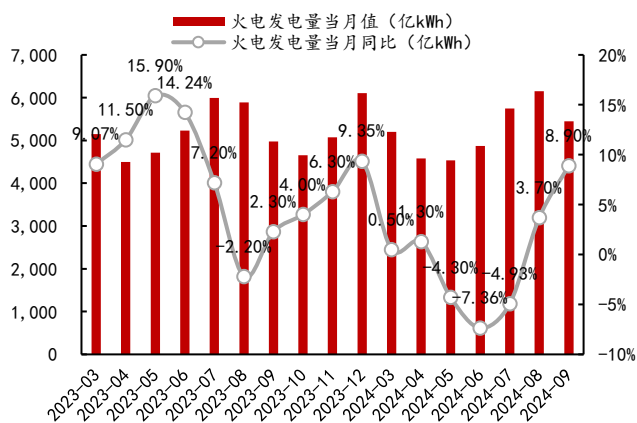
图表20: 火电基本建设投资完成额累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

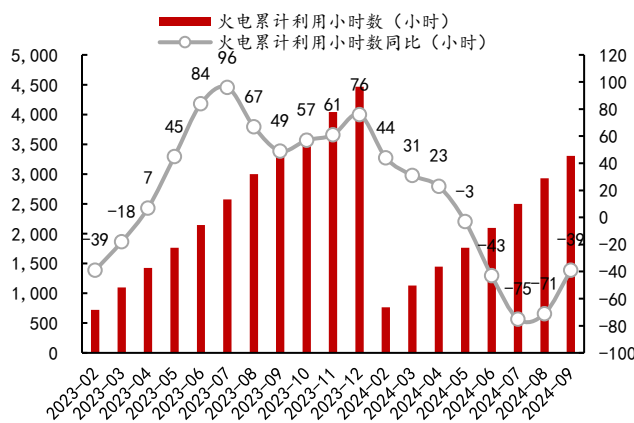
支撑电源属性不改, Q3 发电量利用小时数逐月回暖。火电发电量、利用小时数今年呈“V”形状, 5月、6月发电量同比分别-4.30%/-7.36%, 对应累计利用小时数也处于低谷, 分别同比-3/-43小时。主要系夏季水电等其他电源自然条件较好, 其他电源品类发电量增长引起挤压效应。但火电本身作为支撑性电源, Q3 发电量、利用小时数逐月回暖, 2024年7月/8月/9月发电量同比为-4.93%/+3.70%/+8.90%, 累计利用小时数方面同比为-75/-71/-39小时, 随着冬季来临, 火电利用小时数有望提升。

图表21: 火电发电量 (当月值)



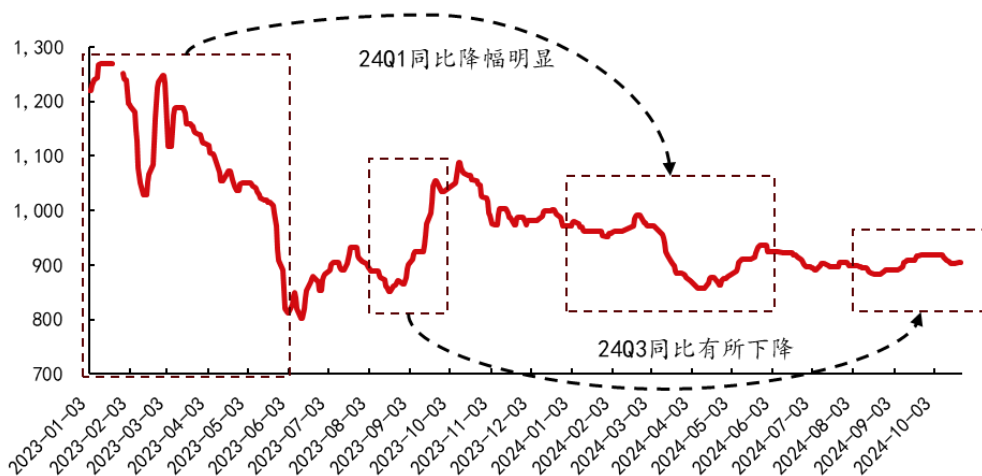
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 火电利用小时数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2024 煤价同比降幅明显, 年初至今煤价保持平稳。我们以宁波港 Q5500 库提价作为煤价代表指标, 2024Q1 煤价均价为 953 元/吨, 同比降幅约 19.3%, 2024H1 均价约 926 元/吨, 同比降幅约 13.6%, 2024Q1-Q3 均价约为 917 元/吨, 同比降幅约为 10.1%。整体来看 2024Q2 至 2024Q3 煤价相对平稳。

图表23：宁波港 Q5500 库提价（元/吨，含税）


资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 绿电：装机规模提升，消纳影响利润

3.1 风电：消纳问题影响利用小时数

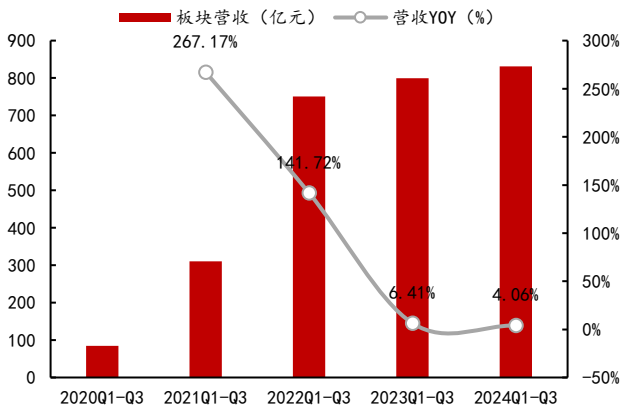
依据 SW 电力行业分类, 2024 年 Q1-Q3, SW 风力发电板块营收 832 亿元, 同比+4.06%, 板块归母净利润 167 亿元, 同比-5.26%, 销售费率为 0.17%, 同比基本持平, 管理费用率/财务费率分别为 3.71%/10.42%, 分别同比变化为+0.04/-0.27pct, 毛利率/净利率分别为 40.04%/23.19%, 同比分别变化为-2.73/-2.44pct, ROE 为 6.10%, 同比-0.92pct。

图表24：2020-2024 年 Q1-Q3, SW 风力发电板块业绩情况

	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3
板块营收 (亿元)	85	311	751	799	832
营收 YOY (%)		267.17%	141.72%	6.41%	4.06%
归母净利润 (亿元)	4	78	171	177	167
归母净利润 YOY (%)		1862.23%	118.16%	3.39%	-5.26%
销售费用率	0.11%	0.01%	0.01%	0.17%	0.17%
管理费用率	6.00%	3.91%	3.11%	3.68%	3.71%
财务费用率	25.10%	13.78%	11.90%	10.69%	10.42%
毛利率 (%)	39.67%	46.44%	43.97%	42.77%	40.04%
净利率 (%)	7.12%	28.57%	26.49%	25.63%	23.19%
ROE (%)	5.44%	8.07%	7.65%	7.03%	6.10%

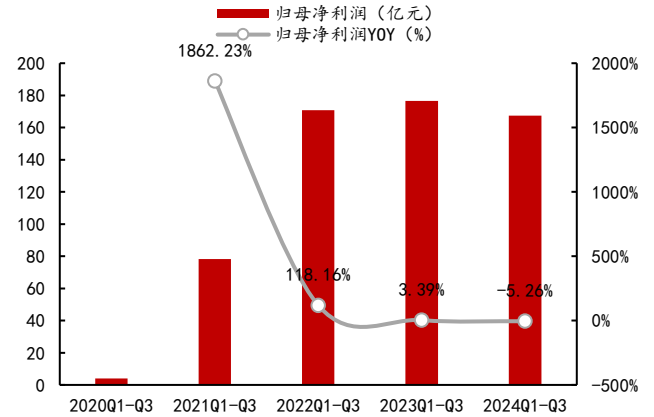
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表25: SW 风力发电板块前三季度营收情况



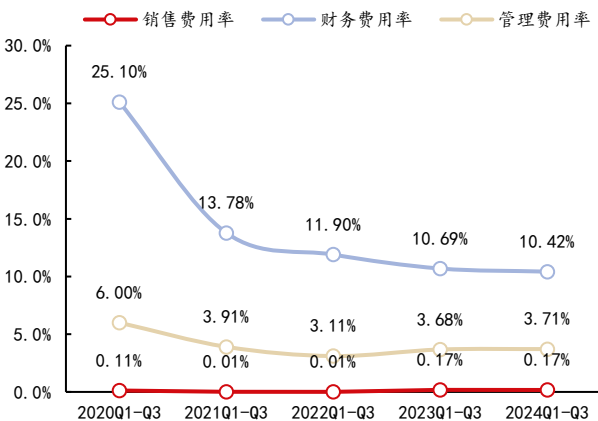
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26: SW 风力发电板块前三季度归母净利润情况



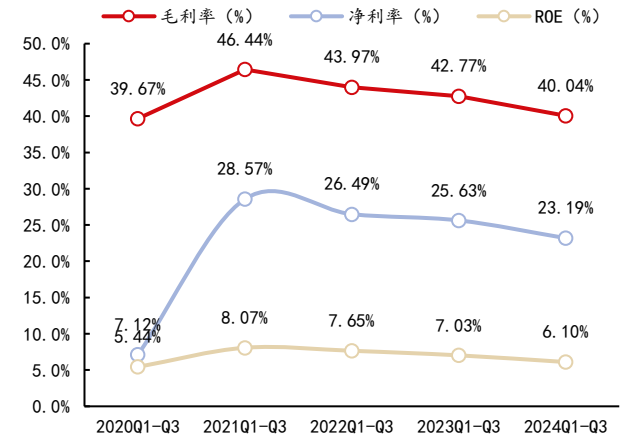
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表27: SW 风力发电板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

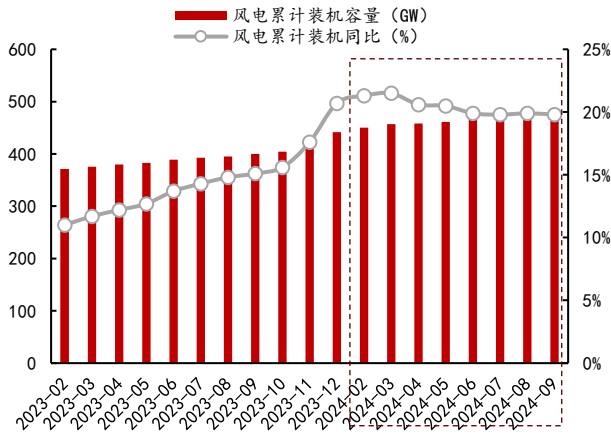
图表28: SW 风力发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

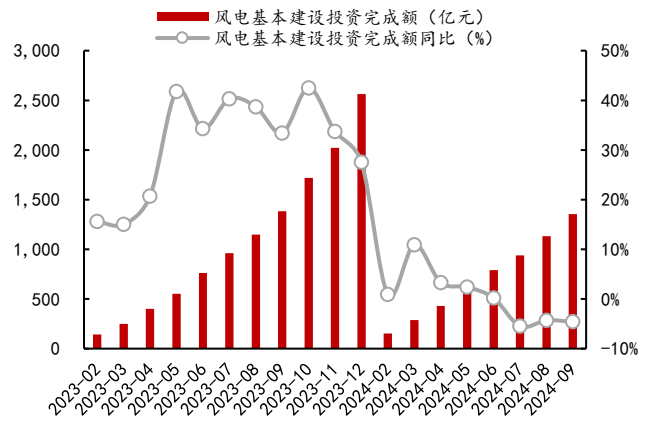
风电前三季度新增装机 39.12GW。截至 2024 年 9 月，风电装机规模为 479.55GW，同比+19.8%，2024Q1-Q3 风电新增装机 39.12GW，其中陆风 36.65GW，海风 2.47GW。从投资完成额角度来看，2024M1-M9 风电建设投资完成额为 1335 亿元，同比-4.6%。

图表29：风电累计装机容量及同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

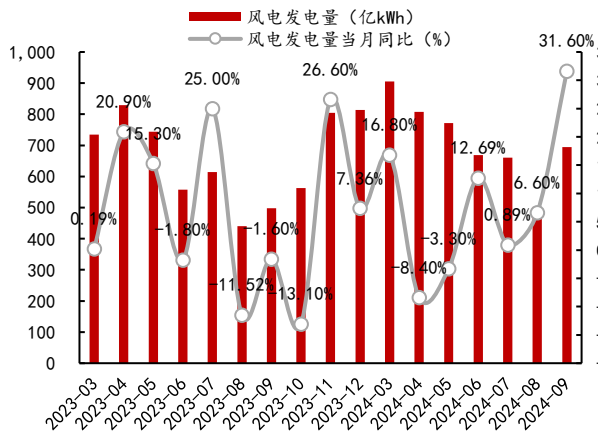
图表30：风电投资完成额及同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

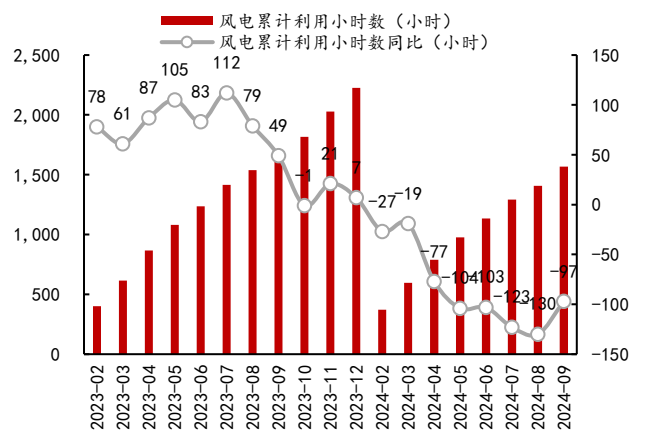
2024M7/M8/M9 风电当月发电量同比分别为+0.89%/+6.6%/+31.6%，主要系装机规模增长带动发电量提升。从利用小时数角度来看，2024M7/M8/M9 风电累计利用小时数分别同比-123/-130/-97 小时，受自然天气及消纳影响，风电利用小时数或有承压。

图表31：风电发电量（当月值）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表32：风电利用小时数



资料来源：Wind，国联证券研究所

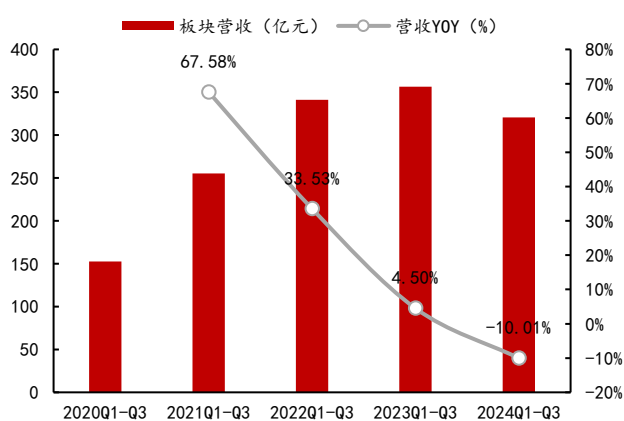
3.2 光伏：装机规模持续提升

依据 SW 电力行业分类,2024 年 Q1-Q3,SW 光伏发电板块营收 321 亿元,同比-10.01%,板块归母净利润 17 亿元,同比-60.84%,销售费率/管理费率/财务费率分别为 1.42%/6.80%/10.50%,分别同比变化为+0.32/1.11/+1.75pct,毛利率/净利率分别为 33.30%/6.46%,同比分别变化为-1.19/-7.15pct,ROE 为-0.46%,同比-2.08pct。

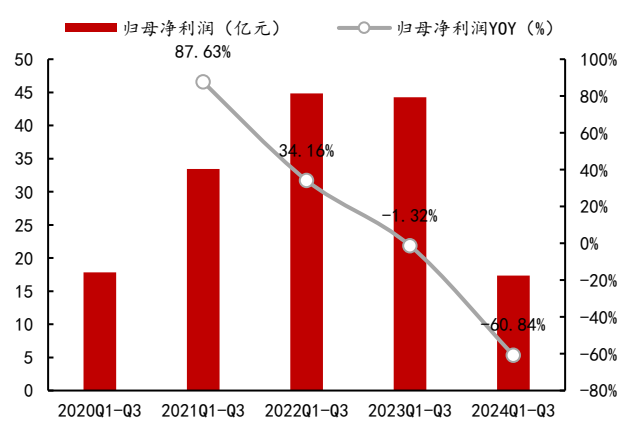
图表33：2020-2024年Q1-Q3, SW光伏发电板块业绩情况

	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3
板块营收 (亿元)	152	255	341	356	321
营收 YOY (%)		67.58%	33.53%	4.50%	-10.01%
归母净利润 (亿元)	18	33	45	44	17
归母净利润 YOY (%)		87.63%	34.16%	-1.32%	-60.84%
销售费用率	1.45%	1.06%	0.85%	1.10%	1.42%
管理费用率	6.21%	5.25%	4.40%	5.69%	6.80%
财务费用率	17.44%	12.72%	11.21%	8.75%	10.50%
毛利率 (%)	38.35%	35.93%	34.45%	34.49%	33.30%
净利率 (%)	11.79%	14.09%	14.33%	13.62%	6.46%
ROE (%)	-0.72%	-4.07%	3.95%	1.63%	-0.46%

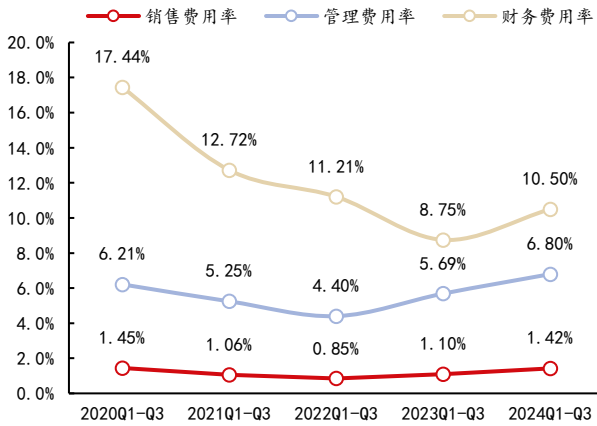
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：SW光伏发电板块前三季度营收情况


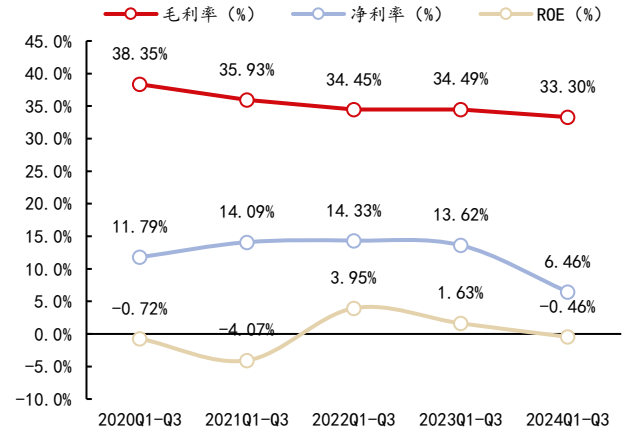
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：SW光伏发电板块前三季度归母净利润情况


资料来源：Wind，国联证券研究所

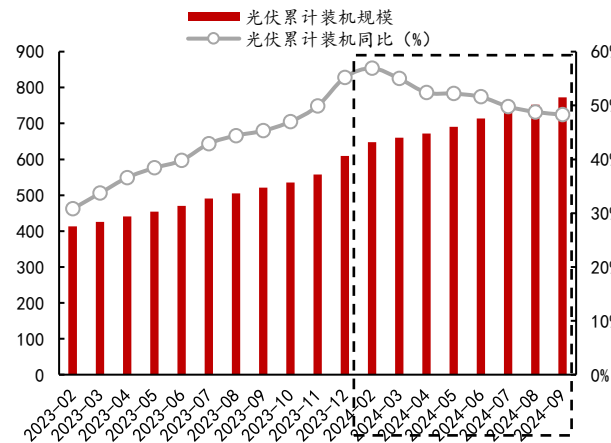
图表36: SW 光伏发电板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

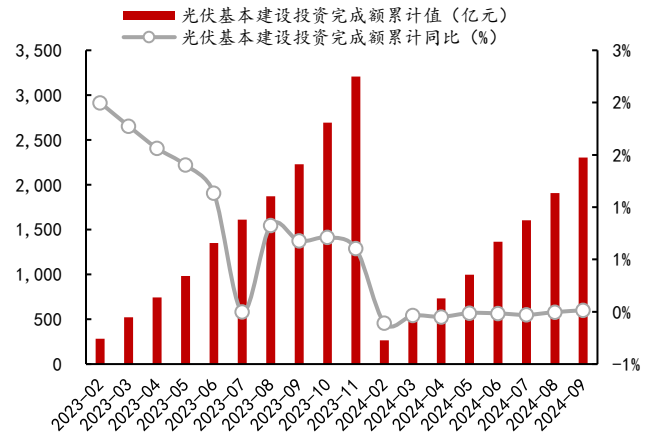
图表37: SW 光伏发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况


资料来源: Wind, 国联证券研究所

光伏前三季度新增装机 161GW。截至 2024 年 9 月, 光伏装机规模为 772.92GW, 同比+48.3%, 2024Q1-Q3 光伏新增装机 161GW, 其中集中式 75.66GW, 分布式 85.22GW。从投资完成额角度来看, 2024M1-M9 光伏建设投资完成额为 2305 亿元, 同比+0.02%。

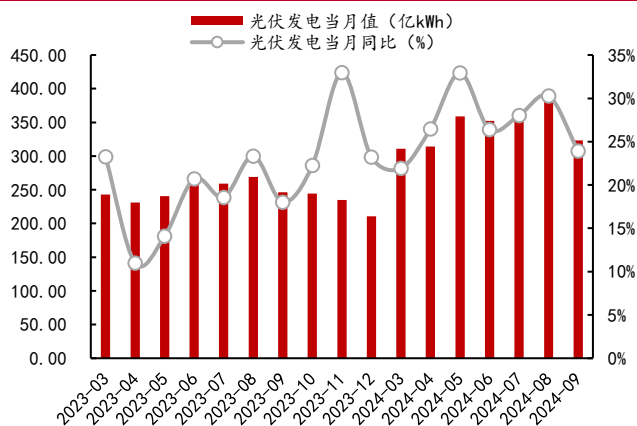
图表38: 光伏累计装机容量及同比


资料来源: Wind, 国联证券研究所

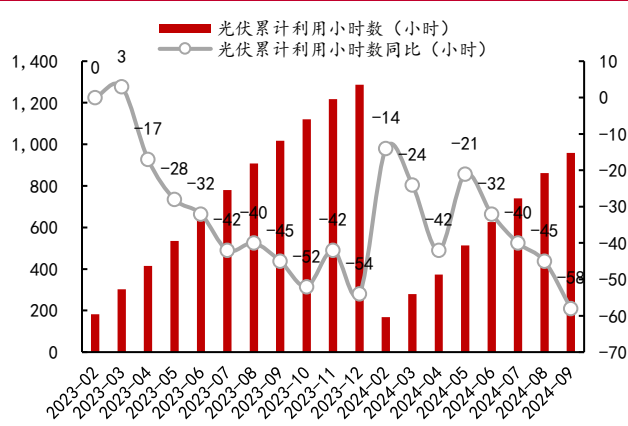
图表39: 光伏投资完成额及同比


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2024M7/M8/M9 光伏当月发电量同比分别为+28.03%/+30.28%/+23.91%, 主要系装机规模增长带动发电量提升。从利用小时数角度来看, 2024M7/M8/M9 光伏累计利用小时数分别同比-40/-45/-58 小时, 受自然天气及消纳影响, 光伏利用小时数或有承压。

图表40: 光伏发电量 (当月值)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表41: 光伏利用小时数


资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 水电、核电：仍然维持稳定盈利

4.1 水电：来水偏丰提升利润

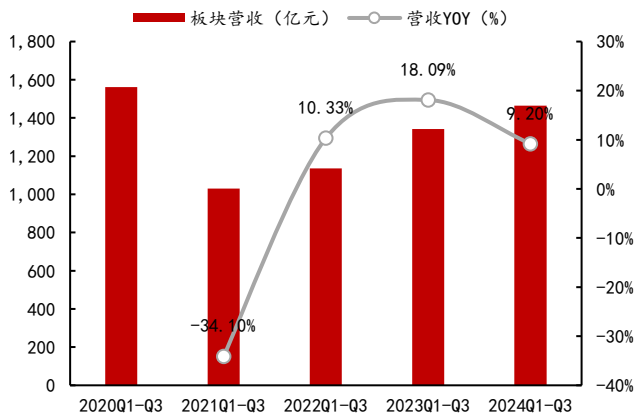
依据 SW 电力行业分类,2024 年 Q1-Q3,SW 水力发电板块营收 1465 亿元,同比+9.20%,板块归母净利润 497 亿元,同比+22.6%,销售费率为 0.17%,同比基本持平,管理费率/财务费率分别为 2.09%/9.86%,分别同比变化为-0.02/-2.13pct,毛利率/净利率分别为 52.61%/38.57%,同比分别变化为+2.86/+3.70pct,ROE 为 7.58%,同比-0.21pct。

图表42: 2020-2024 年 Q1-Q3, SW 水力发电板块业绩情况

	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3
板块营收 (亿元)	1,562	1,029	1,136	1,341	1,465
营收 YOY (%)		-34.10%	10.33%	18.09%	9.20%
归母净利润 (亿元)	399	332	365	405	497
归母净利润 YOY (%)		-16.70%	9.90%	10.96%	22.60%
销售费用率	0.50%	0.18%	0.17%	0.17%	0.17%
管理费用率	2.54%	2.56%	2.54%	2.11%	2.09%
财务费用率	8.32%	10.73%	9.60%	11.99%	9.86%
毛利率 (%)	42.17%	49.73%	51.13%	49.75%	52.61%
净利率 (%)	28.96%	36.22%	36.66%	34.87%	38.57%
ROE (%)	7.50%	6.51%	8.28%	7.80%	7.58%

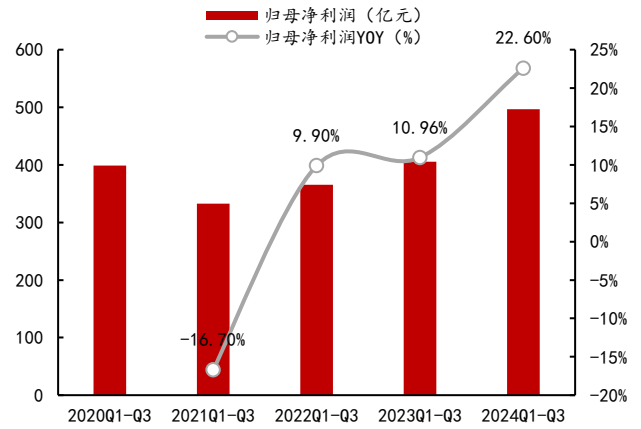
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表43: SW 水力发电板块前三季度营收情况



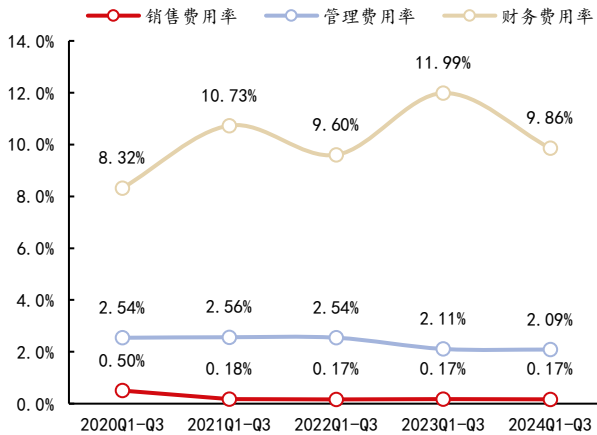
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表44: SW 水力发电板块前三季度归母净利润情况



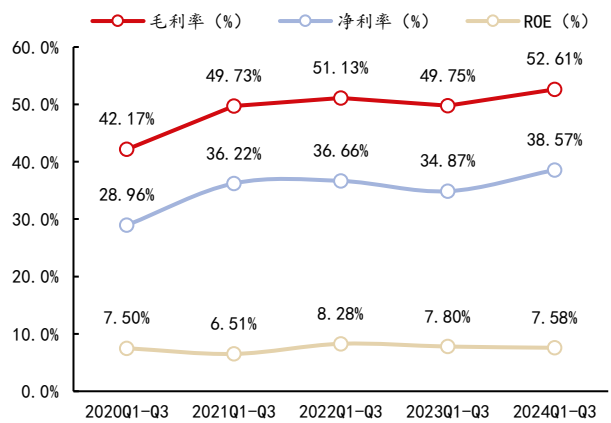
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表45: SW 水力发电板块前三季度期间费用率 (不含研发费用) (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

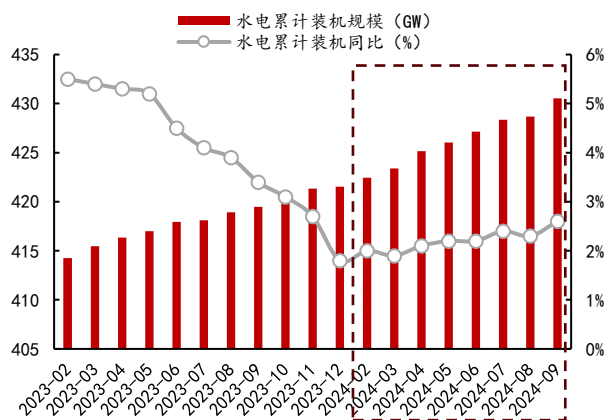
图表46: SW 水力发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

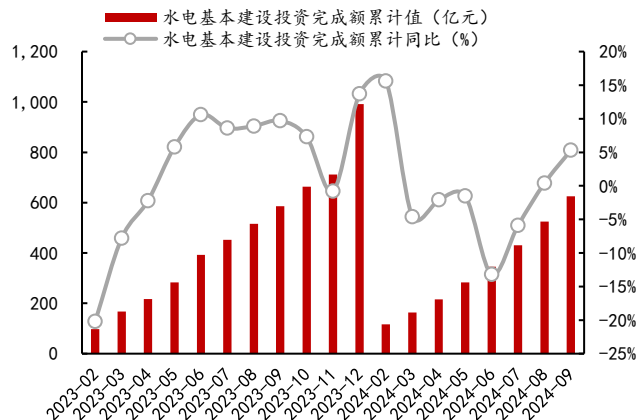
水电前三季度新增装机 7.97GW。截至 2024 年 9 月，水电装机规模为 430.55GW，同比+2.6%，2024Q1-Q3 水电新增装机 7.97GW。从投资完成额角度来看，2024M1-M9 水电建设投资完成额为 625 亿元，同比+5.3%。

图表47: 水电累计装机容量及同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

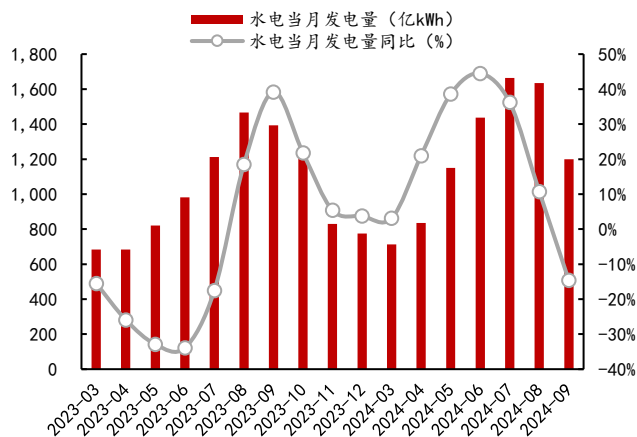
图表48: 水电投资完成额及同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

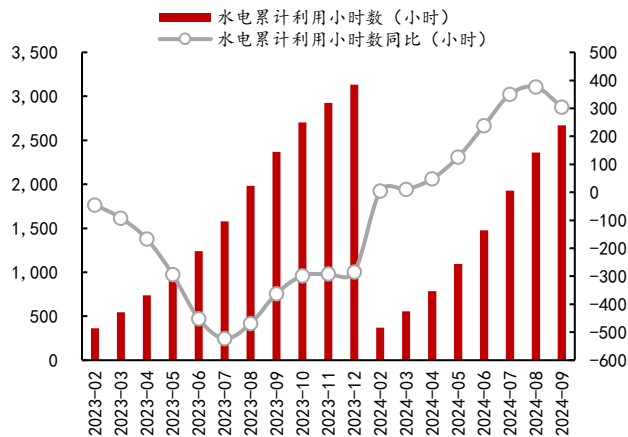
2024M7/M8/M9 水电当月发电量同比分别为+36.2%/+10.7%/-14.6%，主要系来水较多带动发电量提升。从利用小时数角度来看，2024M7/M8/M9 水电累计利用小时数分别同比+350/+376/+305 小时，主要系来水偏丰带动发电量利用小时数提升。

图表49: 水电发电量 (当月值)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表50: 水电利用小时数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 核电: 核电投资加速, 规模有望提升

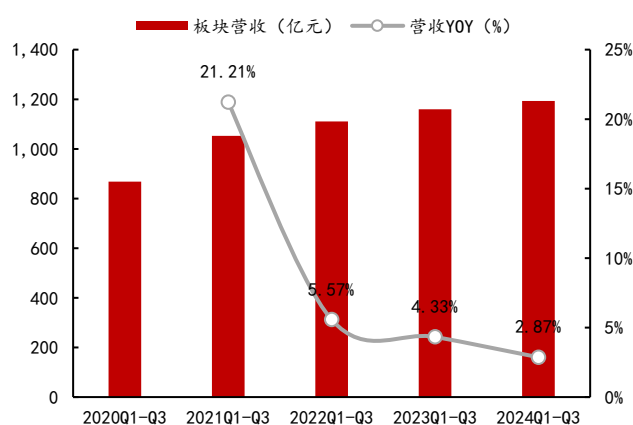
依据 SW 电力行业分类, 2024 年 Q1-Q3, SW 核力发电板块营收 1193 亿元, 同比+2.87%, 板块归母净利润 189 亿元, 同比-0.58%, 销售费率/管理费率/财务费率分别为 0.06%/3.61%/7.69%, 分别同比变化为-0.03/0.12/-0.62pct, 毛利率/净利率分别为 41.76%/26.67%, 同比分别变化为-2.21/-0.98pct, ROE 为 9.09%, 同比-0.68pct。

图表51：2020-2024年Q1-Q3, SW核力发电板块业绩情况

	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3
板块营收 (亿元)	868	1,053	1,111	1,159	1,193
营收 YOY (%)		21.21%	5.57%	4.33%	2.87%
归母净利润 (亿元)	131	152	168	190	189
归母净利润 YOY (%)		16.23%	10.54%	13.11%	-0.58%
销售费用率	0.10%	0.10%	0.08%	0.09%	0.06%
管理费用率	3.22%	2.90%	4.31%	3.49%	3.61%
财务费用率	13.13%	9.56%	9.87%	8.31%	7.69%
毛利率 (%)	43.53%	39.86%	43.36%	43.97%	41.76%
净利率 (%)	24.50%	24.11%	24.84%	27.65%	26.67%
ROE (%)	9.12%	9.38%	9.38%	9.77%	9.09%

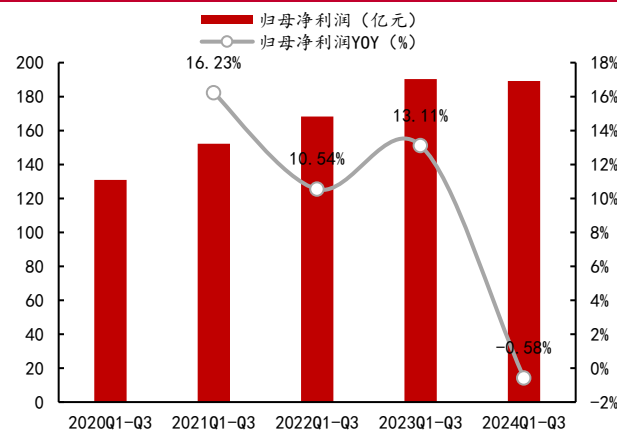
资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表52：SW核力发电板块前三季度营收情况



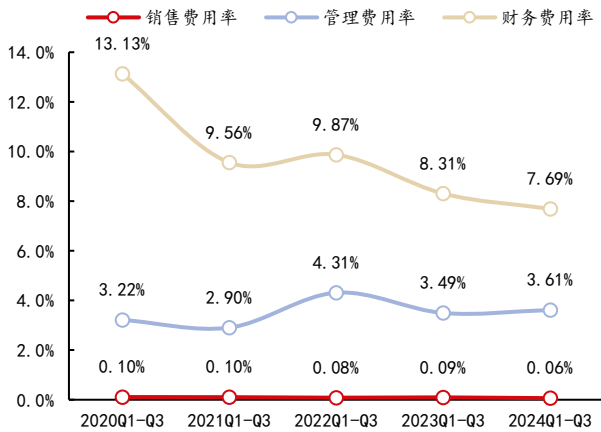
资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表53：SW核力发电板块前三季度归母净利润情况



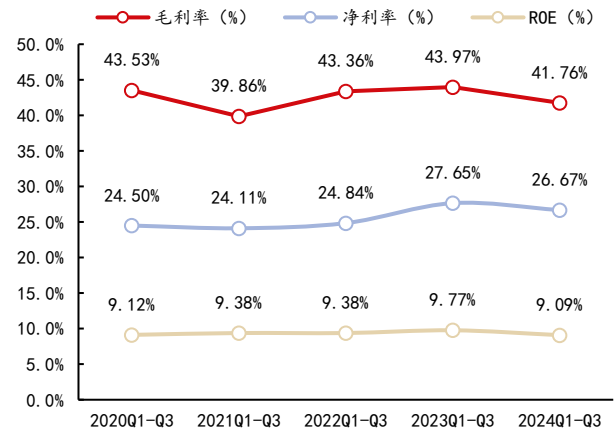
资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表54: SW 核力发电板块前三季度期间费用率 (%) (不含研发费用) (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

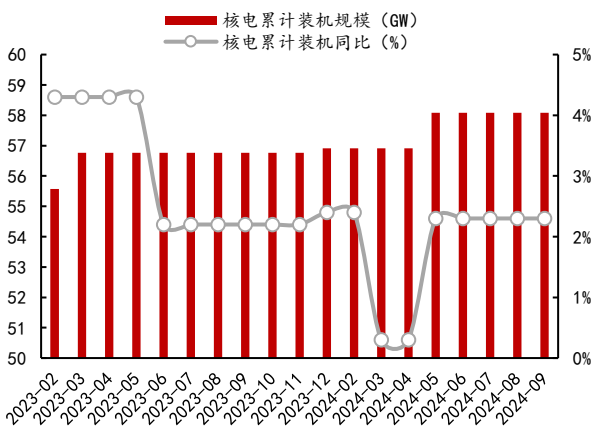
图表55: SW 核力发电板块前三季度毛利率、净利率、ROE 情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

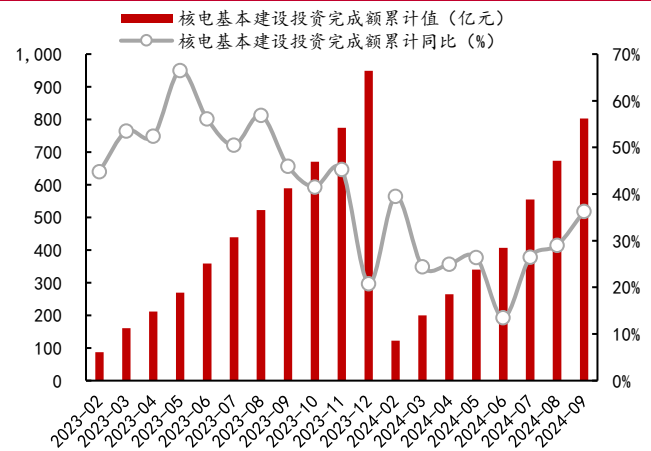
截至 2024 年 9 月, 核电装机规模为 58.08GW, 同比+2.3%。从投资完成额角度来看, 2024M1-M9 核电建设投资完成额为 803 亿元, 同比+36.3%, 已核准机组有望加速建设。

图表56: 核电累计装机容量及同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

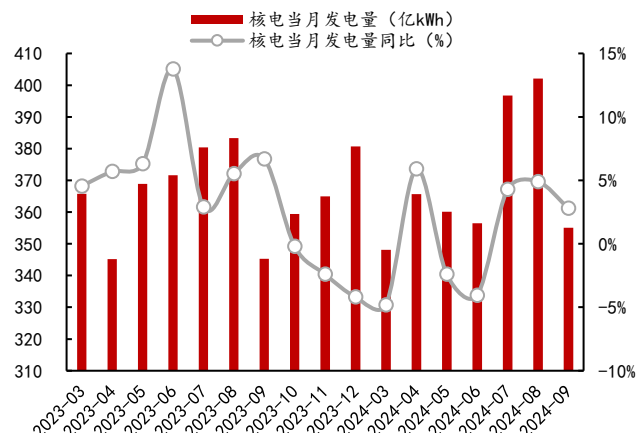
图表57: 核电投资完成额及同比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

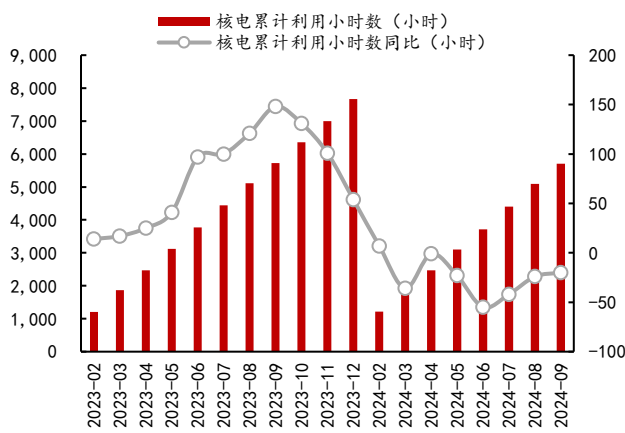
2024M7/M8/M9 核电当月发电量同比分别为+4.29%/+4.9%/+2.8%。从利用小时数角度来看, 2024M7/M8/M9 核电累计利用小时数分别同比-42/-24/-20 小时, 主要系机组检修等影响。

图表58: 核电发电量 (当月值)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表59: 核电利用小时数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

5. 投资建议: 关注盈利稳健且兼备成长性的电力资产

5.1 火电: 盈利提升逻辑逐步兑现

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, Q3 火电利用小时数逐渐回暖, 支撑电源价值兑现。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、太阳能等。

5.3 水电、核电: 优质电力资产, 关注行业龙头

水电、核电具备盈利稳定属性, 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, 核电运营商高成长性有望延续。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。

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

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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

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