

盈利和回报稳定性加强，重点关注煤电和核电板块 ——传统能源产业 2024 年总结及 2025 年展望

所属部门：行业公司部

报告类别：行业研究报告

报告时间：2024 年 11 月 29 日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：suncan@cczq.com

北京：丰台区金丽南路华电融大厦 11 楼，100073

深圳：福田区福华三路 100 号鼎和大厦 D 座 13 层 1303-1305，518026

上海：浦东新区国展路 839 号，200126

成都：高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 煤价有望延续窄幅震荡下行的走势

从煤炭需求的角度来看，电煤需求在中长期仍将保持增长，非电需求消费则将继续下行。但总的来说，国家能源消费总量增长放缓、新能源消费占比提升和机械动力电动化是我国能源消费最大的趋势，也是煤炭尤其是电煤消费需求的根本保证。从煤炭供给角度来说，我国煤炭产能缺乏弹性，进口煤将贡献主要增量。我们认为，我国煤炭供给刚性大，进口煤则是最大的具备性价比的供给变量，是我国煤炭市场的重要补充。从煤炭市场价格的角度，我们预计 2024 年国内煤炭市场价格整体处于窄幅震荡偏弱运行的态势。在长协煤和进口煤的保障下，国内下游电厂对市场煤的采购意愿不强，并且，非电需求整体仍有望维持偏弱预期。我们认为 2025 年煤炭市场整体处于相对宽松状态，煤炭价格可能维持窄幅震荡下行态势运行。

❖ 煤价波动收窄，动力煤板块有望获得稳健红利收益

当煤炭价格受控的完成向中期中枢水平的回归过程后，煤炭板块将凭借其显著降低的价格波动性、持续稳定的盈利能力以及可预期的高分红前景，吸引中长期资金进行稳定的配置，配置动力煤板块有望获得稳健收益和回报。

❖ 火电定位发展为支撑调节性电源，电力市场化改革加强了行业盈利稳定性预期

在未来相当长的时间内，火电发电量依旧在电力供给端占据主导地位。从电源类型的中长期定位角度来看，除了原有的基荷电源的定位外，火电也逐步发展成为调节性电源的重要组成部分。2023 年以来煤价持续下行，长协煤保供政策保障盈利改善，电价市场化改革推动销售电价有所上涨，火电盈利已得到明显改善。随着电力市场化改革不断深入，容量电价和辅助服务有望提高电价并增厚盈利水平，电力现货有望带来额外电价弹性，从而使火电在体现很多公共公益属性的前提下，盈利的稳定性预期得到进一步的增强。

❖ 盈利和回报预期稳定的水电和核电资产，是抵抗经济周期波动的投资组合的必然选择项

国内水电资源开发增量空间不大以及投资周期长，使得当前的主要水电运营上市公司的投资回报和分红预期可观且稳定。相比水电，中国核电的装机容量增长空间仍巨大以及开发主体有限，相应的资本开支压力仍是制约核电行业投资回报和股息率的主要因素，但预期行业的整体业绩仍有望保持较高的增长中枢。

随着支持性政策的频繁出台，核电方面近三年核准 31 台机组有望常态化，预期核电行业营收继续维持较高增速。水电方面《“十四五”规划和 2035 年远景纲要》明确要加快雅鲁藏布江相关水电建设，有望打开水电产业部分公司的增长预期。因此核电和水电的经营稳定性最为确定，投资回报和股息率都相对合理，再叠加一定的增长预期，是典型的攻守兼备的高质量电力资产。

风险提示：宏观经济增长低于预期，社会能源利用电动化趋势放缓，外需超预期下滑，能源产业政策剧烈变化。

正文目录

一、	2024 年传统能源产业相关行业板块市场回顾	5
1.1.	国内主要行业数据追踪	5
1.1.1.	煤炭	5
1.1.2.	电力	6
1.2.	A 股行业板块市场表现	7
1.2.1.	主要行业板块年初至今市场运行表现	7
1.2.2.	煤炭业板块年初至今市场运行表现	7
1.2.3.	电力业板块年初至今市场运行表现	8
二、	2024 年电力改革政策回顾和展望	10
2.1.	电力市场化加速推进	10
2.2.	电力政策展望	12
三、	2025 年传统能源产业趋势展望	13
3.1.	需求端：煤炭作为主要能源将继续保持主体地位	13
3.1.1.	一次能源消费总量将继续增长，煤炭消费仍占据主体地位	13
3.1.2.	电力消费稳步增长，煤电发挥压舱石作用	15
3.1.3.	非电需求有望受益于经济复苏	17
3.2.	供给端：国内产量缺乏弹性，“进口+自产”将成为供应量主要来源	18
3.2.1.	国内煤炭投资处于低位，煤炭生产格局持续优化	18
3.2.2.	2024 年煤炭进口持续保持高位，印度尼西亚是进口动力煤主要来源	20
3.2.3.	煤炭安检趋严，我国煤炭产量向上弹性进一步受限	21
四、	传统能源产业运行民生属性加强，板块收益、回报和分红预期稳定	23
4.1.	煤炭板块	23
4.1.1.	煤价有望延续震荡下行的走势	23
4.1.2.	煤价波动收窄，动力煤板块有望获得稳健红利收益	23
4.2.	电力板块	24
4.2.1.	火电定位发展为支撑调节性电源，电力市场化改革加强了行业盈利稳定性预期	24
4.2.2.	盈利和回报预期稳定的水电和核电资产，是抵抗经济周期波动的投资组合的必然选择	24
4.2.3.	绿电补贴问题有望推进解决，新能源发电企业现金流改善仍可期	24
	风险提示	25



图表目录

图 1:	典型动力煤价坑口价走势	5
图 2:	港口动力煤价格走势	5
图 3:	环渤海动力煤综合平均价格(5500K)变化趋势	6
图 4:	秦皇岛(5500K)均价变化情况	6
图 5:	全社会用电量: 当月值和当月同比	6
图 6:	全社会用电量: 总计	6
图 7:	申万一级行业年初至今涨幅情况	7
图 8:	相关板块市盈率(TTM)变化	8
图 9:	相关板块市净率(LF)变化	8
图 10:	相关板块市盈率(TTM)变化	9
图 11:	相关板块市净率(LF)变化	9
图 12:	一次能源消费总量情况(EJ)	13
图 13:	一次能源消费占比情况(%)	13
图 14:	一次能源人均消费量变化情况	14
图 15:	2023 年主要国家一次能源分燃料消耗量	14
图 16:	中国一次能源分燃料消耗量变化情况	14
图 17:	全球煤炭消费变化	15
图 18:	按地区示例煤炭消费变化	15
图 19:	2024 年三季度全国电力消费情况	15
图 20:	新能源汽车:保有量:纯电动:中国	15
图 21:	主要能源装机量占比变化情况	16
图 22:	2023 年各能源发电装机容量占比	16
图 23:	2023 年不同类型发电装机的发电量占比	16
图 24:	2024 年 1-10 月不同类型发电装机的发电量占比	16
图 25:	电源工程:投资完成额:火电	17
图 26:	核准煤电装机量	17
图 27:	水泥产量月度变化情况	17
图 28:	生铁产量变化情况	17
图 29:	煤炭开采及洗选业:固定资产投资实际完成额同比	18
图 30:	主产区煤炭产量变化情况	19
图 31:	主要产地煤炭产量增速变化情况	19
图 32:	煤炭进口数量分月份变化情况	21
图 33:	进口煤炭主要种类情况	21
图 34:	进口煤炭分国家主要变化情况	21
图 35:	2024 年 1-10 月进口动力煤主要国家比例情况	21



表格 1.	动力煤板块个股涨跌幅前五.....	8
表格 2.	电力行业个股涨跌幅前十.....	9
表格 3.	2024 年重要电力政策.....	10
表格 4.	国家能源局批复煤炭项目.....	19
表格 5.	《煤矿安全生产条例》.....	22

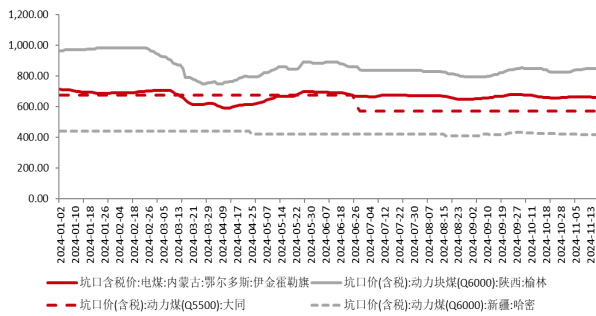
一、2024 年传统能源产业相关行业板块市场回顾

1.1. 国内主要行业数据追踪

1.1.1. 煤炭

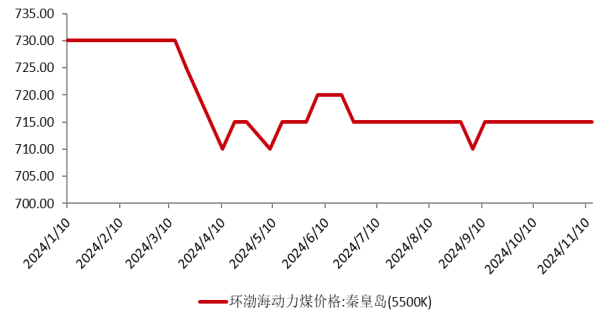
煤炭供给增长需求相对走弱，价格整体呈现承压下行态势。2024 年 1-2 月份，受季节因素影响，需求较弱。3-5 月份进入季节性淡季，煤价整体偏稳运行，伴随 5 月中下旬后气温升高、电力需求逐步释放，煤价企稳上行，之后受今年水电出力较好影响，火电发电受到挤压，煤价承压小幅回落。进入 8 月后水电高增速不再，煤价逐步企稳。今年夏季，煤价整体呈现“旺季不旺”的现象。迎峰度夏期间，电力负荷持续高位，但今年水力发力较好，挤压了火电。叠加进口煤和长协煤的稳定补充，下游电厂采购意愿不强，需求释放较弱，煤炭市场整体偏弱运行。11 月，天气转冷，下游电厂煤耗处于季节性提升阶段，电厂库存处于高位，并且港口出现累库现象，煤炭价格整体承压下行。

图 1：典型动力煤价坑口价走势



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

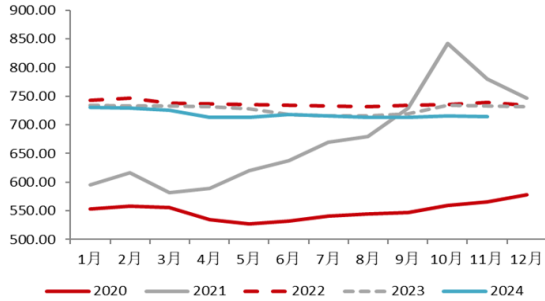
图 2：港口动力煤价格走势



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

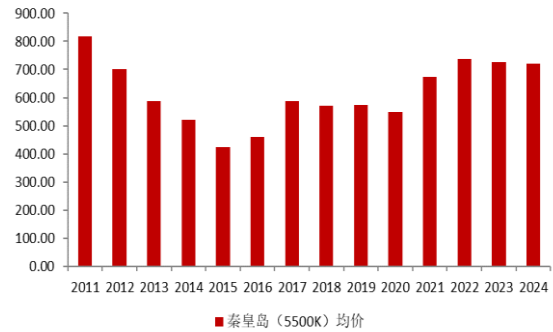
煤炭价格中枢提高，煤炭价格呈现平稳态势。2021 年初，国内煤炭价格开始上升，并在 21 年 10 月份到达高点。随后国家陆续出台相关政策以及产能的释放，煤炭价格迅速回落。2022 年新长协开始实行，动力煤长协将每月一调，5500 大卡动力煤调整区间在 550-850 元之间，其中下水煤长协基准价为 700 元/吨，较此前的 535 元上调约 31%。并且叠加全球通胀，2022 年国内煤炭价格稳中偏强。2023 年，国内煤炭价格整体回落，但价格中枢整体抬高。2024 年煤炭价格虽然承压走弱，但价格中枢已经提升。

图 3：环渤海动力煤综合平均价格(5500K)变化趋势



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

图 4：秦皇岛（5500K）均价变化情况

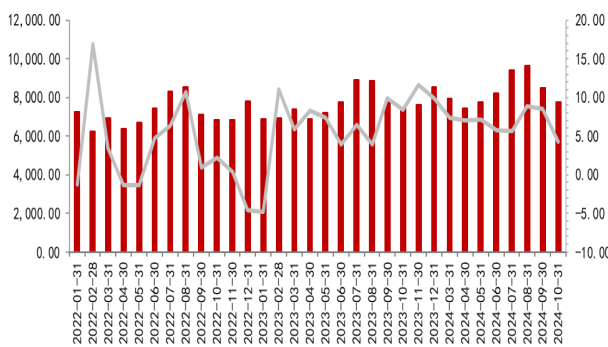


资料来源：iFinD, 川财证券研究所

1.1.2. 电力

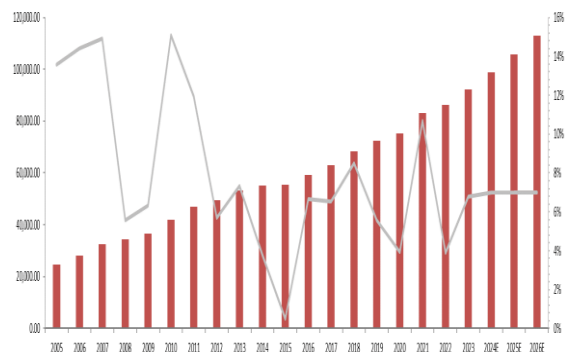
1~10月，全社会用电量累计 81836 亿千瓦时，同比增长 7.6%，其中规模以上工业发电量为 78027 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 1141 亿千瓦时，同比增长 6.7%；第二产业用电量 52721 亿千瓦时，同比增长 5.6%；第三产业用电量 15315 亿千瓦时，同比增长 11.0%；城乡居民生活用电量 12659 亿千瓦时，同比增长 12.3%。全年来看，2024 年全国电力消费有望维持稳定增长。随着经济稳步回暖，宏观政策持续发力，以及高端制造业的高速发展，全社会用电量持续增长，根据国网能源院发布的《中国电力供需分析报告 2024》来看，预计 2024 年我国全社会用电量为 9.82 万亿千瓦时。

图 5：全社会用电量：当月值和当月同比



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

图 6：全社会用电量：总计



资料来源：iFinD, 川财证券研究所

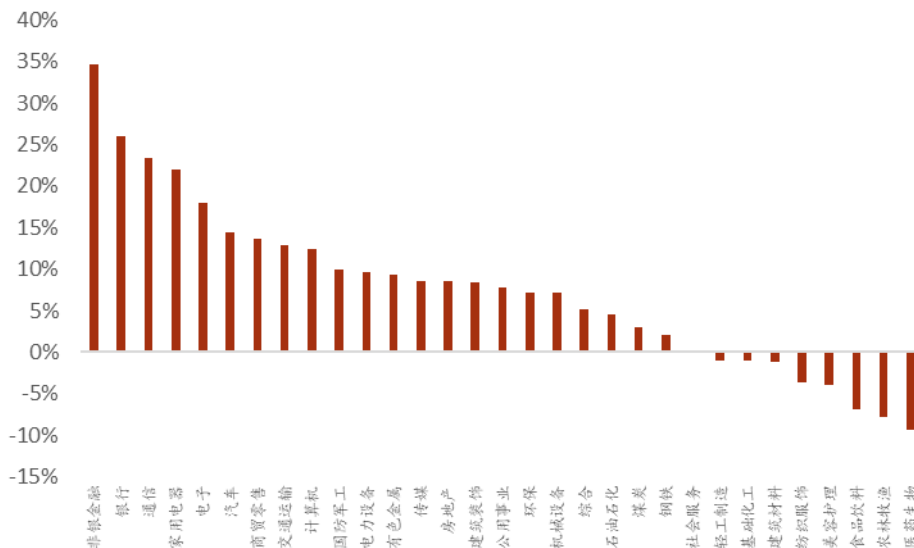
1.2.A 股行业板块市场表现

1.2.1. 主要行业板块年初至今市场运行表现

2024年1月1日至2024年11月29日,上证指数上涨11.82%,沪深300上涨14.15%,创业板综上涨15.13%,中证1000上涨5.13%。

2024年1月1日至2024年11月29日,申万行业分类31个一级子行业中,上涨行业一共23个,其中,涨幅居前的行业为非银金融(+34.59%)、银行(+25.97%)、通信(+23.40%),跌幅居前的行业为食品饮料(-6.90%)、农林牧渔(-7.80%)、医药生物(-9.29%)。

图 7: 申万一级行业年初至今涨幅情况



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

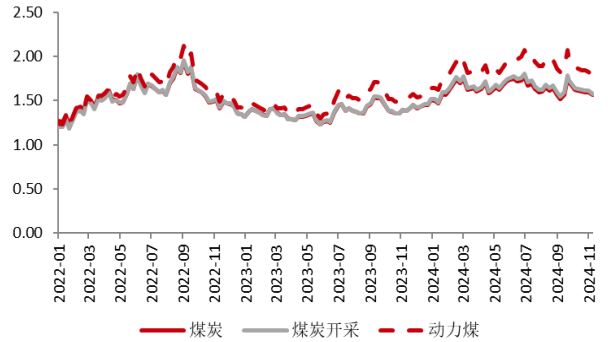
1.2.2. 煤炭业板块年初至今市场运行表现

申万一级煤炭行业上涨3.06%,行业涨幅排名21/31,跑输上证综指8.75个百分点;申万二级煤炭开采板块上涨5.35%,行业涨幅月排名60/124,跑输上证综指6.46个百分点;申万三级动力煤板块上涨15.55%,行业涨幅月排名66/259,跑赢上证综指3.74个百分点。

2024年11月29日,煤炭、煤炭开采、动力煤市盈率(TTM)最新为12.62、11.93、11.98倍。煤炭、煤炭开采、动力煤板块市净率(最新)为1.54、1.56、1.77倍。

图 8：相关板块市盈率（TTM）变化


资料来源：iFinD，川财证券研究所

图 9：相关板块市净率（LF）变化


资料来源：iFinD，川财证券研究所

申万三级动力煤板块，增幅前三个股为淮河能源、新集能源和电投能源，涨幅分别为 65.27%、46.17%和 45.78%。跌幅前三的个股为山煤国际、大有能源和安源煤业，跌幅分别为-26.39%、-14.74%和-12.87%。

表格 1.动力煤板块个股涨跌幅前五

编号	股票代码	涨幅		跌幅		
		股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
1	600575.SH	淮河能源	65.27%	600546.SH	山煤国际	-26.39%
2	601918.SH	新集能源	46.17%	600403.SH	大有能源	-14.74%
3	002128.SZ	电投能源	45.78%	600397.SH	安源煤业	-12.87%
4	601101.SH	昊华能源	39.17%	603071.SH	物产环能	-11.42%
5	601898.SH	中煤能源	35.14%	600971.SH	恒源煤电	-10.32%

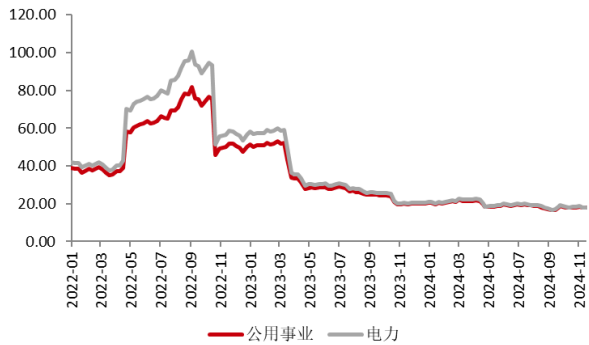
资料来源：iFinD，川财证券研究所

1.2.3. 电力业板块年初至今市场运行表现

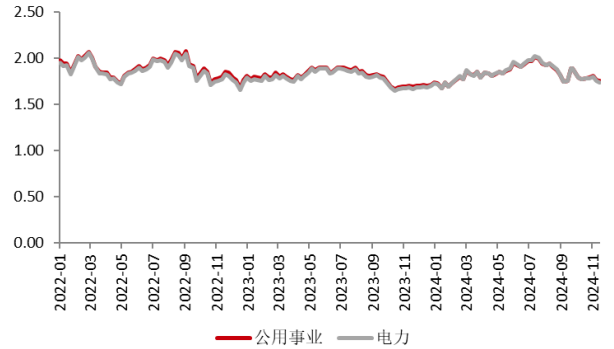
公用事业行业上涨 7.81%，整体高于行业平均涨跌幅水平（+7.54%），跑输沪深 300 指数 6.33 个百分点。

申万公用事业行业的二级子行业中，电力（+8.10%），跑赢二级子行业平均水平 1.29 个百分点。

2024 年 11 月 29 日，公用事业、电力市盈率(TTM)最新为 17.69、17.93 倍。公用事业、电力板块市净率（最新）为 1.74、1.73 倍。

图 10: 相关板块市盈率 (TTM) 变化


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 11: 相关板块市净率 (LF) 变化


资料来源: iFinD, 川财证券研究所

申万二级电力行业, 三季度涨幅前三个股为中闽能源、明星电力和广安爱众, 涨幅分别为 48.38%、44.10%和 38.56%。跌幅前三的个股为东旭蓝天、ST 聆达和协鑫能科, 跌幅分别为-62.23%、-49.33%和-33.76%。

表格 2. 电力行业个股涨跌幅前十

编号	涨幅			跌幅		
	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
1	600163.SH	中闽能源	48.38%	000040.SZ	东旭蓝天	-62.23%
2	600101.SH	明星电力	44.10%	300125.SZ	ST 聆达	-49.33%
3	600979.SH	广安爱众	38.56%	002015.SZ	协鑫能科	-33.76%
4	600642.SH	申能股份	33.76%	001376.SZ	百通能源	-33.29%
5	600310.SH	广西能源	31.79%	601908.SH	京运通	-30.70%
6	600098.SH	广州发展	29.02%	600780.SH	通宝能源	-23.40%
7	000875.SZ	吉电股份	28.68%	603105.SH	芯能科技	-20.52%
8	003816.SZ	中国广核	28.12%	002060.SZ	广东建工	-19.07%
9	600505.SH	西昌电力	27.95%	605162.SH	新中港	-18.89%
10	601985.SH	中国核电	27.92%	000155.SZ	川能动力	-16.84%

资料来源: iFinD, 川财证券研究所



二、2024 年电力改革政策回顾和展望

2.1. 电力市场化加速推进

在“十四五”时期，电力行业重点推动新能源产业的跨越式发展，致力于构建一个全面覆盖新能源领域，包括规划、投资、设计、建设、运营、延寿和退役等环节的全生命周期服务体系。我国电力行业的目标是整合价值链，通过全方位的服务模式，形成一站式的能源解决方案。这不仅能够提升新能源项目的效率和效益，还能够促进新能源技术的创新和应用。同时，通过提供综合能源解决方案，电力行业将努力成为具有国际竞争力的服务提供商和运营商，为全球能源转型和可持续发展做出贡献。

2024 年 1-9 月，全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量 45934.7 亿千瓦时，同比增长 9.2%，占全社会用电量比重为 62%，同比增长 0.73 个百分点，占电网售电量比重为 74.9%，同比增长 0.34 个百分点。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为 34617.9 亿千瓦时，同比增长 4.5%。

根据中电联发布的《中国电力行业年度发展报告 2024》显示，23 个省份启动了电力现货市场试运行，基本建立了反映实时电力供需的价格机制。现货市场能够更灵活地响应市场变化，提高资源配置效率。电力中长期交易在全国范围内常态化运行并持续增长，中长期交易电量占市场交易电量比重在 90%以上，中长期合同履约率超过 96%，成交价格平稳。中国电力市场化改革不断深入发展，促进了电力市场化加速推进和电力行业的高质量发展。

表格 3.2024 年重要电力政策

标题	时间	内容
《电力市场信息披露基本规则》	2024 年 1 月	《规则》是国家层面首个针对电力市场信息披露的顶层设计文件。《规则》出台是全国统一电力市场“1+N”基础规则体系进一步完善的重要成果和标志，将有效指导和规范各层次电力市场的信息披露工作，助力构建“统一开放、竞争有序、安全高效、治理完善”的电力市场体系。
《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》	2024 年 2 月	统筹优化布局建设和用好电力系统调峰资源，推动电源侧、电网侧、负荷侧储能规模化高质量发展，建设灵活智能的电网调度体系，形成与新能源发展相适应的电力系统调节能力，支撑建设新型电力系统，促进能源清洁低碳转型，确保能源电力安全稳定供应。到 2027 年，电力系统调节能力显著提升，抽水蓄能电站投运规模达到 8000 万千瓦以上，需求侧响应能力达到最大负荷的 5%以上，保障新型储能市场化发展的政策体系基本建成，适应新型电力系统的智能化调度体系逐步形成，支撑全国新能源发电量占比达到 20%以上、新能源利用率保持在合理水平，保障电力供需平衡和系统安全稳定运行。

敬请参阅尾页声明及信息披露 <http://www.cczq.com>



《关于建立健全
电力辅助服务市
场价格机制的通
知》

2024年2
月

《关于新形势下
配电网高质量发
展的指导意见》

2024年2
月

《2024年能源工
作指导意见》

2024年3
月

《电力市场监
管办法》

2024年4
月

《电力市场运行
基本规则》

2024年4
月

《加快构建新型
电力系统行动方
案（2024—2027
年）》

2024年7
月

《关于印发〈电
力中长期交易基
本规则—绿色电
力交易专章〉的
通知》

2024年7
月

《电力市场注册
基本规则》

2024年9
月

适应新型电力系统发展需要，持续推进电力辅助服务市场建设。加强电力辅助服务市场与中长期市场、现货市场等统筹衔接，科学确定辅助服务市场需求，合理设置有偿辅助服务品种，规范辅助服务计价等市场规则。按照“谁服务、谁获利，谁受益、谁承担”的总体原则，不断完善辅助服务价格形成机制，推动辅助服务费用规范有序传导分担，充分调动灵活调节资源主动参与系统调节积极性。加强政策协同配套，规范辅助服务价格管理工作机制。

全面推动新形势下配电网高质量发展。《指导意见》明确了2025年和2035年两阶段发展目标，并提出了“补齐电网短板、提升承载能力、强化全程管理、加强改革创新、加强组织保障”5个方面具体措施，通过多措并举部署重点任务，全面保障配电网建设发展提质增效。

供应保障能力持续增强。全国能源生产总量达到49.8亿吨标准煤左右。煤炭稳产增产，原油产量稳定在2亿吨以上，天然气保持快速上产态势。发电装机达到31.7亿千瓦左右，发电量达到9.96万亿千瓦时左右，“西电东送”输电能力持续提升。能源结构持续优化。非化石能源发电装机占比提高到55%左右。风电、太阳能发电量占全国发电量的比重达到17%以上。天然气消费稳中有增，非化石能源占能源消费总量比重提高到18.9%左右，终端电力消费比重持续提高。质量效率稳步提高。能源清洁高效开发利用取得新成效。煤电“三改联动”持续推进。跨省跨区输电通道平均利用小时数处于合理区间。推动北方地区清洁取暖持续向好发展。科技创新成果应用取得新进展。

《办法》是稳妥、有序推进全国统一电力市场体系建设的重要环节，通过进一步强化对电力市场成员行为的监管，有效维护公平、公正的电力市场秩序，激发市场活力。

新一轮电力体制改革以来，我国电力市场建设取得积极成效，2023年全国电力市场交易电量5.67万亿千瓦时，占全社会用电量比例从2016年不到17%上升到61.4%。但各地在实际执行中还存在规则不统一、地方保护、省间壁垒等问题。《规则》作为国家发展改革委的部门规章，是正在组织编制的全国统一电力市场“1+N”基础规则体系中的“1”，将为国家发展改革委、国家能源局制修订的一系列电力市场基本规则等规范性文件提供依据。

《行动方案》着重从三个方面推进新型电力系统建设。一是切实落实新型电力系统建设的总体要求。围绕“清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能”二十字方针，分别从不同角度对应提出专项行动，统筹推进新型电力系统协调发展。二是力求解决近期关键问题。立足当前发展阶段，聚焦近期新型电力系统建设亟待突破的关键领域，明确2024—2027年重点任务，务求尽快取得成果，服务当前电力系统转型发展实际需要。三是采用先行先试的工作方法。在各项关键领域中，选取攻关收益高、提效潜力大、引领效应强的方向开展探索，发挥好试点的引领带动作用，以“小切口”解决“大问题”。

该通知主要内容包括：一是明确各方职责。国家发展改革委、国家能源局加强对各地绿色电力交易工作指导。二是明确绿电交易组织形式。绿电交易包括省内和跨省区绿电交易，组织方式主要包括双边协商、挂牌交易等。三是明确绿电价格机制。绿电交易价格包括电能量价格与绿证价格，除国家有明确规定的情况外不得对交易进行限价或指定价格。四是明确合同执行与偏差处理方式。绿电交易合同应明确交易电量、价格等事项，绿电交易电能量部分与绿证部分分开结算。五是明确绿电交易中绿证划转方式。

《电力市场运行基本规则》，形成了全国统一电力市场“1+N”基础规则体系中的“1”。本次出台的《电力市场注册规则》是继《电力中长期交易基本规则》《电力现货市场基本规则（试行）》《电力市场信息披露基本规则》之后又一个全国统一实施的基本规则。



《关于大力实施
可再生能源替代
行动的指导意见》

2024 年
10 月

“十四五”重点领域可再生能源替代取得积极进展，2025 年全国可再生能源消费量达到 11 亿吨标煤以上。“十五五”各领域优先利用可再生能源的生产生活方式基本形成，2030 年全国可再生能源消费量达到 15 亿吨标煤以上，有力支撑实现 2030 年碳达峰目标。

《关于进一步规范
电力市场交易
行为有关事项的
通知》

2024 年
11 月

各经营主体应自觉维护公平公正电力市场秩序，严格遵守电力市场规则及国家相关规定，依法合规参与电力市场交易，不得滥用市场支配地位操纵市场价格，不得实行串通报价、哄抬价格及扰乱市场秩序等行为。

资料来源：中国政府网，川财证券研究所整理

2.2. 电力政策展望

2025 年是十四五的收官之年，也是中国电力行业转型升级、实现高质量发展的关键时期。展望 2025 年乃至未来，我国将推行以碳排放强度限制为核心的双轨制控制策略，同时辅以总量控制措施。此外，将建立一套全面的评估和考核体系，专门针对碳排放峰值和中和目标。此举旨在提升关键领域和产业的碳排放核算能力，并完善对主要能源消耗和碳排放单位的监管体系。同时，将对固定资产投资项目进行碳排放评估，以确保投资决策符合低碳发展的要求。并且，也将构建一个适应本国实际情况的产品碳足迹管理体系，并推行产品碳标识认证制度，以促进碳排放的透明化和产品的绿色化。通过这些措施，致力于确保按时达成碳达峰的目标。

2024 年，五大发电董事长、总经理密集会见各地领导，已经提及“十五五”大基地开发。在 2024 年 1 月至 7 月期间，五大发电集团的董事长和总经理在内蒙古、甘肃、新疆等地进行了近百次的重要会见。内蒙古因其在新能源领域的领先地位，成为了这些会见的焦点地区。在这些会见中，讨论的重点包括新能源大基地的建设、新能源与防沙治沙的一体化工程、以及在“沙戈荒”地区开发综合清洁能源基地等议题。这些会见和讨论反映了我国在推动能源结构转型和实现碳达峰、碳中和目标方面的坚定决心。通过加强重点领域的合作和投资，中国正朝着构建清洁、低碳、安全、高效的能源体系迈进。

展望“十五五”时期的政策脉络，国家发展改革委、国家能源局、国家数据局近期还联合印发了《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》，聚焦近期新型电力系统建设亟待突破的关键领域，提出了 9 项专项行动，统筹推进新型电力系统协调发展，为接下来的“十五五”规划作出了指引。

具体来看，推动非化石能源消费比重年均提高 1 个百分点左右，继续推动风电光伏大规模高质量发展。加快构建新型电力系统，推动电力系统向更加清洁、高效、安全、可持续发展的方向发展。这包括加强电网对清洁能源的接纳、配置、调控能力。深入推进电力市场化改革，完善市场交易机制，推动建立煤电容量电价机制，加快建设统一电力市场。

加强电力技术创新，包括高效新能源发电、先进核电、灵活煤电、多元新型储能、特高压输电等关键技术攻关，以及数字化智能化技术的应用。加强电力行业的国际合作，推动绿色“一带一路”建设，构建亚太电力命运共同体。优化电力企业经营模式，提高电力企业的市场竞争力和经营效率。推动电力消费结构的优化，支持高技术及装备制造业等新兴产业的发展。

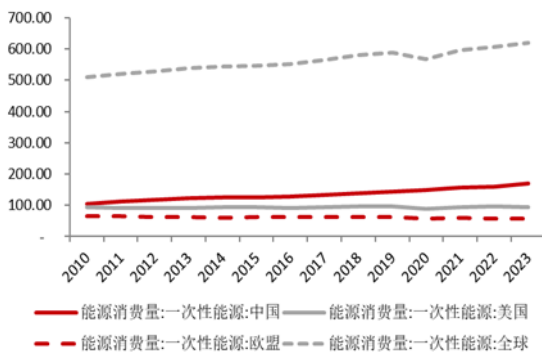
三、2025 年传统能源产业趋势展望

3.1. 需求端：煤炭作为主要能源将继续保持主体地位

3.1.1. 一次能源消费总量将继续增长，煤炭消费仍占据主体地位

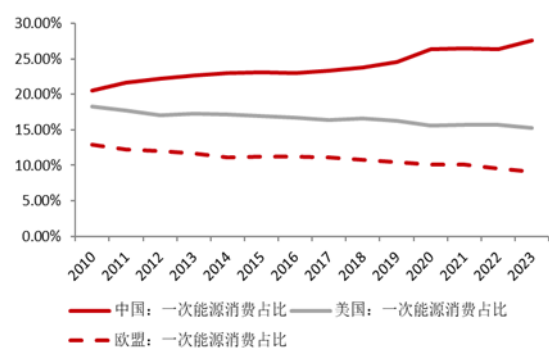
从能源消费总量的角度来看，美国和欧盟在全球能源消费总量占比逐步降低，中国在全球能源消费总量占比逐步提高。在 2010 年-2023 年间，全球的一次能源消费总量总体呈现上升的趋势，但 2020 年因疫情影响，出现了一定的下滑；美国的一次能源消费总量呈现震荡波动，但总体呈现下降的趋势，并且在全球一次能源消费占比逐年降低；欧盟的一次能源消费总量呈现下降的态势，并且比美国下降趋势更大，在全球一次能源消费占比逐年降低。我国一次能源消费总量整体呈现稳步增长的态势，2023 年我国一次能源消费总量 170.74EJ，占全球消费总量的 27.56%。

图 12：一次能源消费总量情况 (EJ)



资料来源：iFinD，川财证券研究所

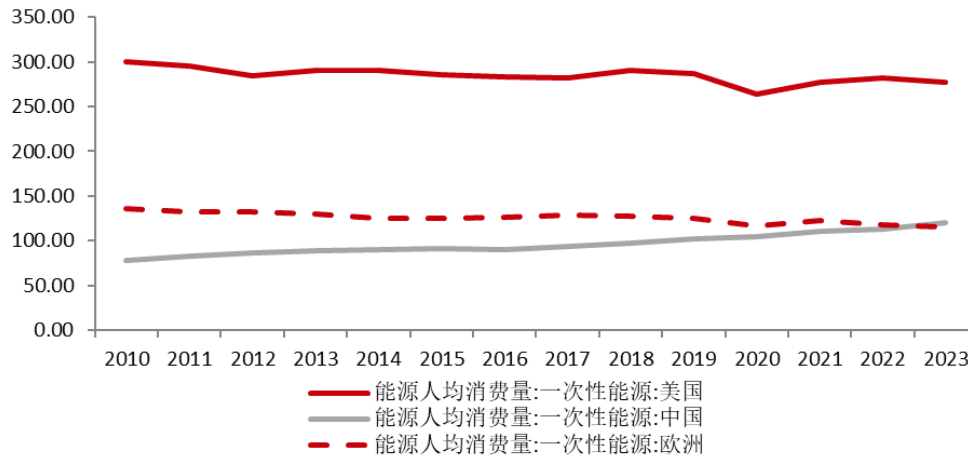
图 13：一次能源消费占比情况 (%)



资料来源：iFinD，川财证券研究所

从人均能源消耗的角度来看，中国人均能源消耗稳步增长。从 2010 年-2023 年间，美国和欧洲人均能源消费整体呈现下降的趋势，我国人均能源消费量整体呈现上升的趋势。2023 年我国人均能源消费量 119.76 吉焦耳/人，超过欧洲人均能源消费量 115.23 吉焦耳/人，但是和美国人均能源消费量仍有较大的差距，仅为美国人均能源消费量的 43.19%。

图 14：一次能源人均消费量变化情况

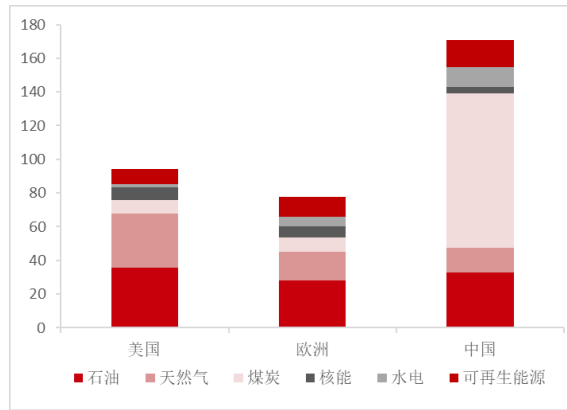


资料来源：iFind，川财证券研究所

从一次能源消费结构来看，煤炭在一次能源消费中占比较大。一次能源消费分燃料类别来看，对于美国和欧洲，石油和天然气是主要的一次能源消费来源。在 2023 年的一次能源消费中，石油和天然气合计占比美国一次能源消费总量的 71.88%，欧洲一次能源消费总量的 57.83%；基于我国能源禀赋，煤炭仍是最主要的一次能源消费来源，其中 2023 年的一次能源消费中，煤炭占 53.85%。

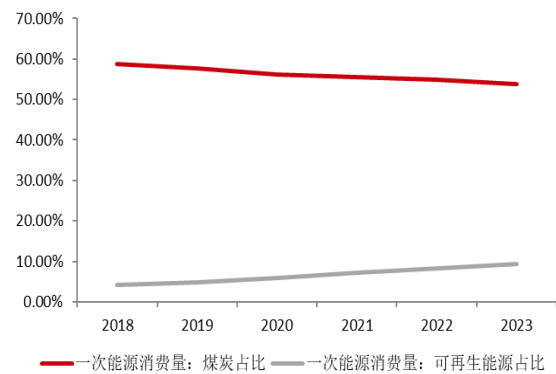
我国逐步进入到能源替代阶段，煤炭占比逐年降低，可再生能源占比逐步提高。随着我国光伏、风电等新能源的迅速发展，煤炭在一次能源消费中的比例呈现降低的趋势。2018 年煤炭在一次能源消费中占比 58.80%，可再生能源在一次能源消费中占比 4.28%；2023 年煤炭在一次能源消费中占比 53.85%，可再生能源在一次能源消费中占比 9.45%。

图 15：2023 年主要国家一次能源分燃料消耗量



资料来源：iFind，川财证券研究所

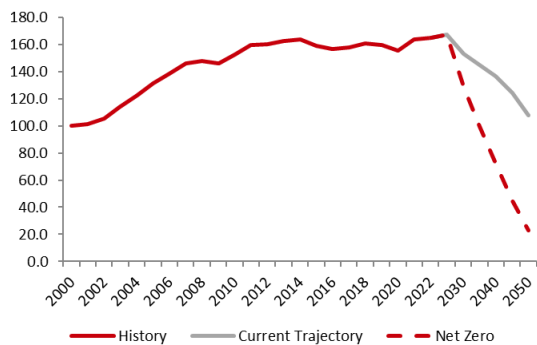
图 16：中国一次能源分燃料消耗量变化情况



资料来源：iFind，川财证券研究所

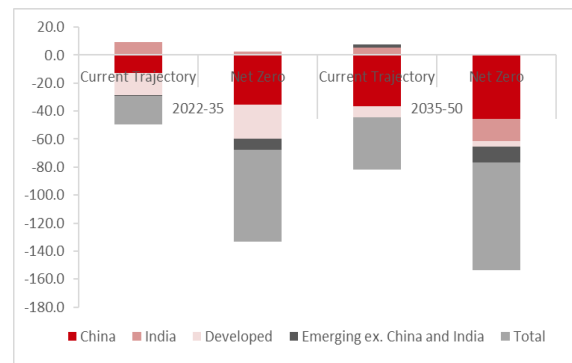
随着我国经济结构的转型和能源低碳化转型，一次能源的消费总量会逐步达到峰值，然后会逐步降低。煤炭消费由于可再生能源的替代，消费量占比逐步降低。根据《bp 世界能源展望（2024 年版）》，随着中国经济增长放缓和能源低碳化转型，全球煤炭消费在本世纪中期达到峰值，然后逐步下降。在中国，随着风能和太阳能的迅速发展，在电力行业中逐步取代煤炭。根据《bp 世界能源展望（2024 年版）》预测，中国煤炭消费量在 2030 年之前达到峰值，之后开始下降。

图 17：全球煤炭消费变化



资料来源：IEA，川财证券研究所

图 18：按地区示例煤炭消费变化

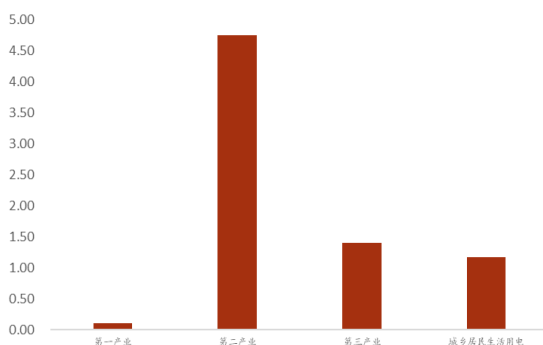


资料来源：IEA，川财证券研究所

3.1.2. 电力消费稳步增长，煤电发挥压舱石作用

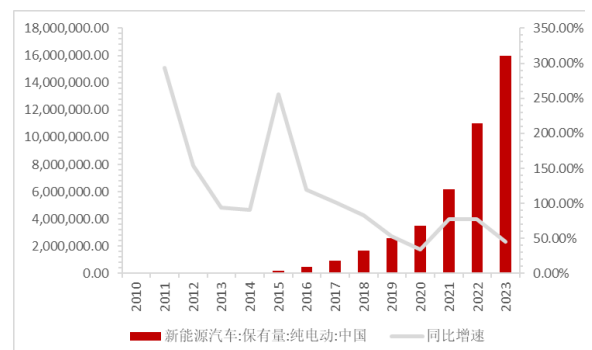
我国电力消费稳步增长，第三产业用电量迅速增长，电力已逐步成为路面交通的主要能源。根据中电联《2024 年三季度全国电力供需形势分析预测报告》，前三季度，全社会用电量 7.41 万亿千瓦时，同比增长 7.9%。第三产业用电量 1.40 万亿千瓦时，占全社会用电量的 18.8%，同比增长 11.2%。在第三产业中，电动汽车保持高速增长，充换电服务业前三季度用电量同比增长 56.7%。

图 19：2024 年三季度全国电力消费情况



资料来源：中电联，川财证券研究所

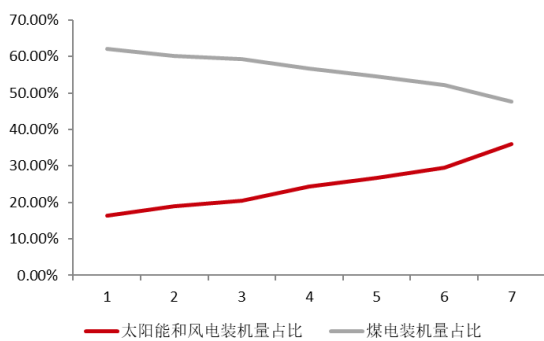
图 20：新能源汽车:保有量:纯电动:中国



资料来源：iFind，川财证券研究所

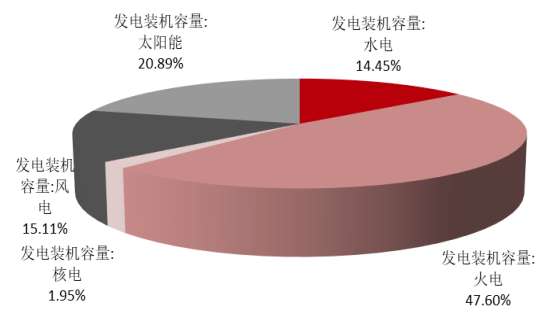
火电装机容量在总发电装机容量占比逐年降低，但煤电依然发挥压舱石作用。2017 年火电装机容量 110,495.00 万千瓦，占总发电装机容量的 62.18%；风电装机容量 16,325.00 万千瓦，太阳能装机容量 12,942.00 万千瓦，两者合计占总发电装机容量的 16.47%。2023 年火电装机容量 139,099.00 万千瓦，相比 2017 年增加了 28,604.00 万千瓦，占发电装机容量的 47.60%；风电装机容量 44,144.00 万千瓦，太阳能装机容量 61,048.00 万千瓦，两者合计占发电装机容量 36.00%。在我国能源低碳化进程中，风电光伏等新能源发展迅速，但火电仍然作为基荷能源，发挥压舱石的作用。

图 21：主要能源装机量占比变化情况



资料来源：iFind，川财证券研究所

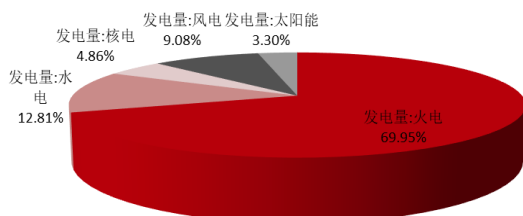
图 22：2023 年各能源发电装机容量占比



资料来源：iFind，川财证券研究所

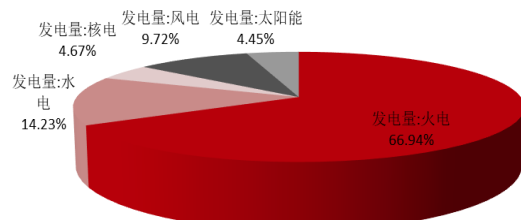
火电装机量占比虽然逐年下降，但仍是发电量的主要贡献者。2023 年发电量合计 89,090.80 亿千瓦时，火电发电量 62,318.00 亿千瓦时，占比 69.95%。2024 年 1-10 月发电量合计 78,027.20 亿千瓦时，火电发电量 52,230.50 亿千瓦时，占比 66.94%。当前，火电以不足五成的装机容量，贡献了六成以上的发电量，发挥着基荷能源作用，并且预计在短中期火电仍是我国电力的主要供应者。

图 23：2023 年不同类型发电装机的发电量占比



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 24：2024 年 1-10 月不同类型发电装机的发电量占比

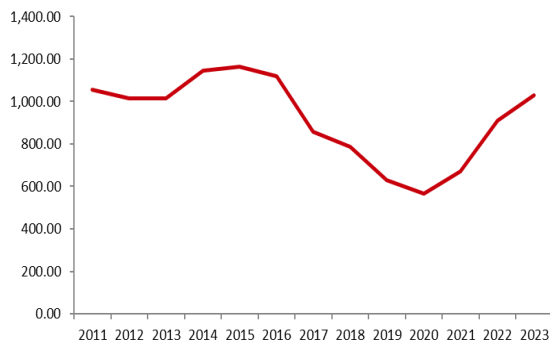


资料来源：iFind，川财证券研究所

电力系统的平衡需要煤电机组发挥基荷能源的压舱石作用。2020年提出双碳目标后，不少省份出现运动式减碳势头。2021年中-2022年初，全国出现大范围缺电，电力保供压力大。在夏季用电高峰，电力供需总体紧缺。另一方面，对于新能源风光的电力的波动性、间歇性等问题，对电力系统的稳定性带来了挑战。

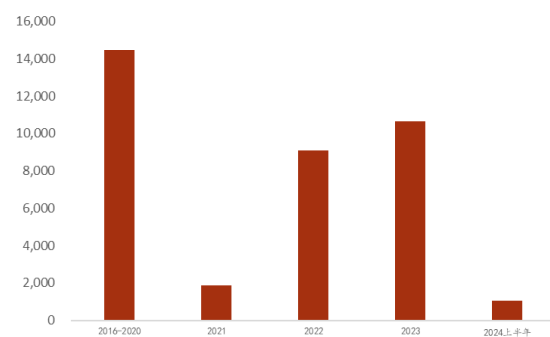
火电保供地位凸显，火电装机加快。在2020年火电投资完成额进入底部后，开始反弹，总体处于上升态势。2023年中国新增核准煤电项目总装机为1.06亿千瓦，核准装机容量已达“十三五”期间获批总量的73.5%，并且煤电的建设周期并最终并网一般为1-2年，预计2022年、2023年核准的煤电将在2025年并网运行。

图 25：电源工程：投资完成额：火电



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 26：核准煤电装机量

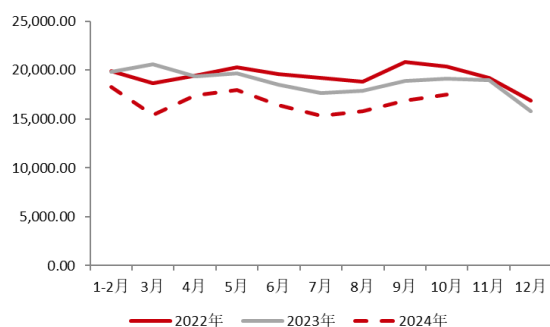


资料来源：绿色和平，川财证券研究所

3.1.3. 非电需求有望受益于经济复苏

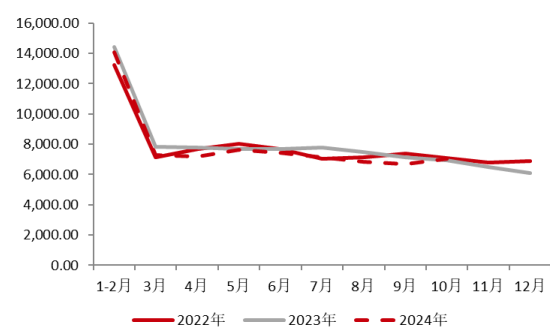
水泥、生铁产量处于低位，非电需求仍有增量空间。水泥和生铁主要应用于下游房地产和基建等行业。下游需求疲软，水泥和生铁产量处于低位。但随着我国增量政策的陆续出台，推动我国经济基本面的持续改善，房地产行业的修复，水泥等建材的需求有望恢复。

图 27：水泥产量月度变化情况



资料来源：iFind，川财证券研究所

图 28：生铁产量变化情况



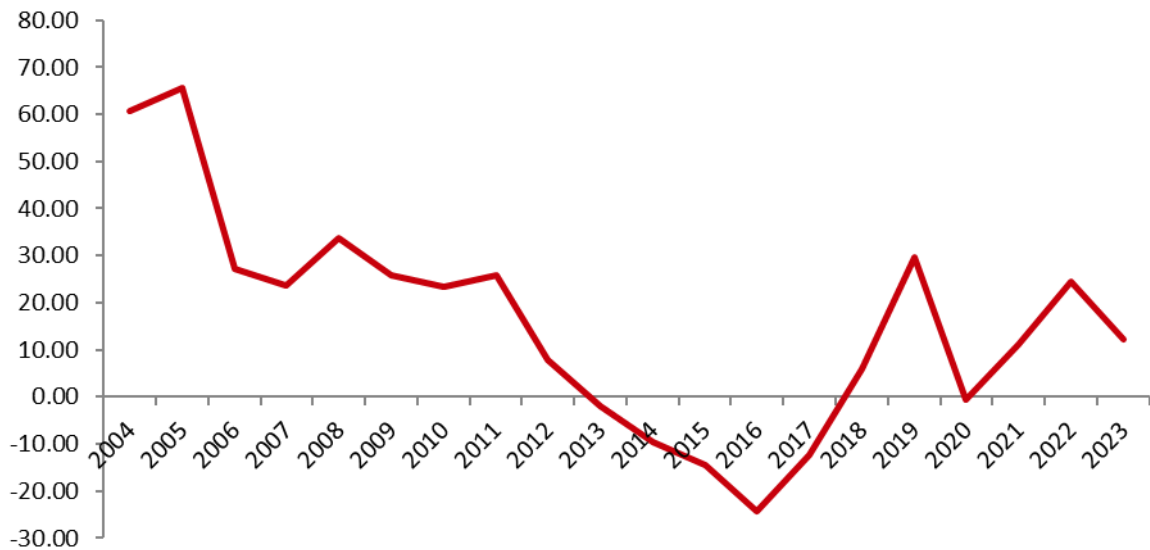
资料来源：iFind，川财证券研究所

3.2. 供给端：国内产量缺乏弹性，“进口+自产”将成为供应量主要来源

3.2.1. 国内煤炭投资处于低位，煤炭生产格局持续优化

我国煤炭上游投资强度逐年降低。2012年，我国开始进行供给侧改革，淘汰落后产能。自2013年开始，我国煤炭开采及洗选业固定资产投资实际完成额开始进入下行周期。2016年2月国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，煤炭去产能开始进入实质性的实施阶段。2018年固定资产投资实际完成额同比转正，但近年仍处于低位状态，短中期来看我国固定资产投资额仍将处于低位震荡阶段。

图 29：煤炭开采及洗选业：固定资产投资实际完成额同比



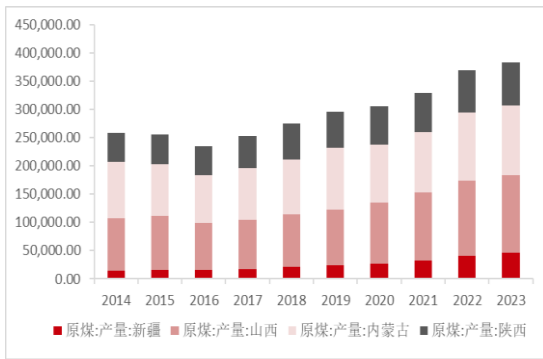
资料来源：iFind，川财证券研究所

自2016年煤炭去产能开始进入实质性阶段，全国煤炭落后产能逐步完成淘汰，煤炭产能主要集中在陕西、山西和内蒙古三地。2016年陕西、山西和内蒙古三地的煤炭产量占全国煤炭产量的64.26%，到2023年陕西、山西和内蒙古三地煤炭产量占全国煤炭产量71.59%，煤炭产能呈现逐步集中的趋势。

煤炭生产格局持续优化，新疆或将提供持续增量。从主要省份煤炭产量的增速来看，山西、陕西和内蒙古产量增长空间有限，新疆煤炭产量增速处于一个高位状态。新疆产煤量的增长一是由于政策方面，二是市场需求方面。在政策方面，2020年国家能源局总计批复了22个煤炭项目，其中20个位于新疆。在市场需求方面，2021年煤炭供给短缺，刺激新疆煤炭产量释放。2021年、2022年和2023年新疆煤炭产能分别增长19.07%、28.48%和11.12%。2024年前三季度，新疆规模以上工业企业原煤产量3.73亿吨，同比增长17.4%，增速全国第一。

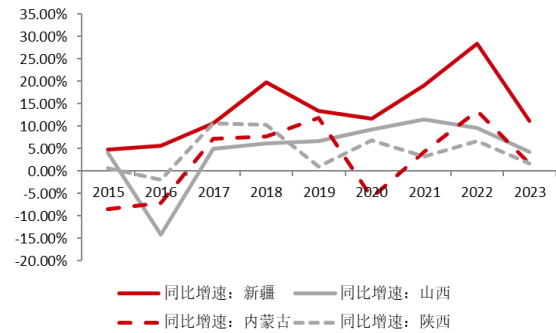


图 30: 主产区煤炭产量变化情况



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

图 31: 主要产地煤炭产量增速变化情况



资料来源: iFinD, 川财证券研究所

表格 4. 国家能源局批复煤炭项目

编号	批复时间	项目	产能	地址
1	2020年3月18日	国家能源局关于陕西韩城矿区王峰煤矿项目核准的批复	300万吨/年	陕西
2	2020年6月10日	国家能源局关于甘肃华亭矿区五举煤矿项目核准的批复	240万吨/年	甘肃
3	2020年6月10日	国家能源局关于新疆沙湾矿区西区红山西煤矿项目核准的批复	120万吨/年	新疆
4	2020年7月30日	国家能源局综合司关于新疆哈密巴里坤矿区吉郎德露天煤矿调整建设规模(生产能力)的复函	300万吨/年	新疆
5	2020年7月31日	国家能源局综合司关于新疆哈密巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿调整建设规模(生产能力)的复函	300万吨/年	新疆
6	2020年8月25日	国家能源局关于新疆鄯善县七克台矿区资源整合区一号整合井田项目核准的批复	150万吨/年	新疆
7	2020年8月25日	国家能源局关于新疆哈密三塘湖矿区条湖三号矿井一期工程项目核准的批复	120万吨/年	新疆
8	2020年8月25日	国家能源局关于新疆阳霞矿区卡达希区轮台阳霞煤矿项目核准的批复	120万吨/年	新疆
9	2020年8月25日	国家能源局关于新疆克布尔碱矿区润田煤矿项目核准的批复	120万吨/年	新疆
10	2020年9月9日	国家能源局关于新疆昌吉白杨河矿区白杨河矿井一期工程项目核准的批复	120万吨/年	新疆
11	2020年9月9日	国家能源局关于新疆巴州阳霞矿区苏库努尔区玉鑫煤矿项目核准的批复	120万吨/年	新疆
12	2020年9月9日	国家能源局关于新疆和什托洛盖矿区陶和矿井一期工程项目核准的批复	120万吨/年	新疆
13	2020年11月18日	国家能源局关于新疆阳霞矿区塔里克区二号矿井(轮台卫东煤矿)一期工程项目核准的批复	120万吨/年	新疆
14	2020年11月18日	国家能源局关于新疆伊宁矿区北区干沟煤矿项目核准的批复	240万吨/年	新疆
15	2020年11月18日	国家能源局关于新疆七泉湖矿区星亮二矿矿井项目核准的批复	120万吨/年	新疆
16	2020年11月18日	国家能源局关于新疆和什托洛盖矿区资源整合区泉龙煤矿项目核准的批复	120万吨/年	新疆
17	2020年12月28日	国家能源局关于新疆伊宁矿区资源整合区伊泰伊犁矿业公司煤矿项目核准的批复	450万吨/年	新疆

谨请参阅尾页声明及信息披露 <http://www.cczq.com>



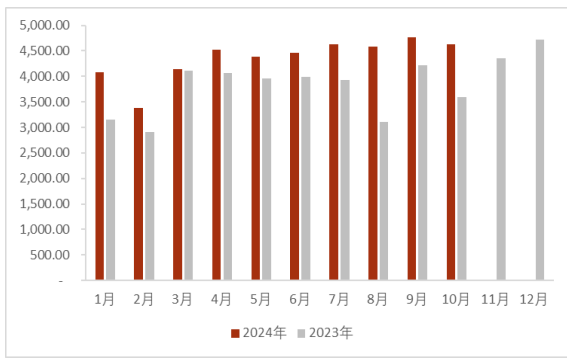
18	2020年12月28日	国家能源局关于新疆伊宁矿区北区七号矿井一期工程项目核准的批复	300万吨/年	新疆
19	2020年12月28日	国家能源局关于新疆准东西黑山矿区资源整合区北山露天煤矿一期工程项目核准的批复	300万吨/年	新疆
20	2020年12月28日	国家能源局关于新疆七克台矿区资源整合区二号整合井田项目核准的批复	300万吨/年	新疆
21	2020年12月28日	国家能源局关于新疆和什托洛盖矿区小型煤矿整合区阿勒泰鑫泰矿业五号煤矿项目核准的批复	120万吨/年	新疆
22	2020年12月28日	国家能源局关于新疆昌吉白杨河矿区天业煤矿项目核准的批复	240万吨/年	新疆
23	2021年3月2日	国家能源局关于贵州六枝黑塘矿区化乐煤矿二期工程项目核准的批复	210万吨/年	贵州
24	2021年9月23日	国家能源局关于新疆准东老君庙矿区四号矿井(阿吾孜苏煤矿)一期工程项目核准的批复	120万吨/年	新疆
25	2021年10月13日	国家能源局关于甘肃吐鲁矿区红沙梁矿井项目核准的批复	240万吨/年	甘肃
26	2021年10月13日	国家能源局关于宁夏萌城矿区惠安煤矿项目核准的批复	150万吨/年	宁夏
27	2021年10月13日	国家能源局关于甘肃吐鲁矿区红沙梁露天矿项目核准的批复	200万吨/年	甘肃
28	2022年1月20日	国家能源局关于宁夏积家井矿区新乔煤矿项目核准的批复	240万吨/年	宁夏
29	2022年2月8日	国家能源局关于陕西榆横矿区南区黄蒿界煤矿项目核准的批复	300万吨/年	陕西
30	2022年3月15日	国家能源局关于山西西山矿区中社煤矿项目核准的批复 国能发煤炭〔2022〕30号	150万吨/年	山西
31	2022年5月24日	国家能源局关于内蒙古准格尔矿区东坪煤矿项目核准的批复	400万吨/年	内蒙古

资料来源：国家能源局官网，川财证券研究所

3.2.2. 2024年煤炭进口持续保持高位，印度尼西亚是进口动力煤主要来源

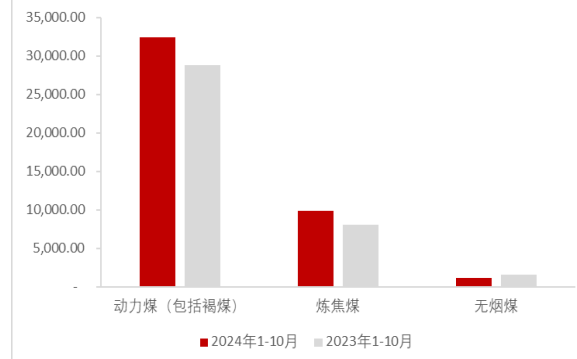
进口煤高性价比，我国煤炭进口仍然保持较快增长。从总量角度看，2024年1-10月份，我国累计进口煤炭43,536.87万吨，相较去年同期37,038.99万吨，增加6,497.87万吨，同比涨幅14.92%。分煤种来看，2024年1-10月份，我国进口动力煤（含褐煤）32,483.86万吨，进口无烟煤1,158.96万吨进口炼焦煤9,894.05万吨，同比增长分别为12.78%、-23.05%和22.88%。从我国煤炭进口数据中可以看出，2024年我国煤炭进口仍保持较高增量。主要原因可能与国内同品质货源相比较，进口煤在多数时段仍然存在一定的性价比，国内下游电厂对进口煤的需求仍在稳步增加。

图 32: 煤炭进口数量分月份变化情况



资料来源: 中国海关, 川财证券研究所

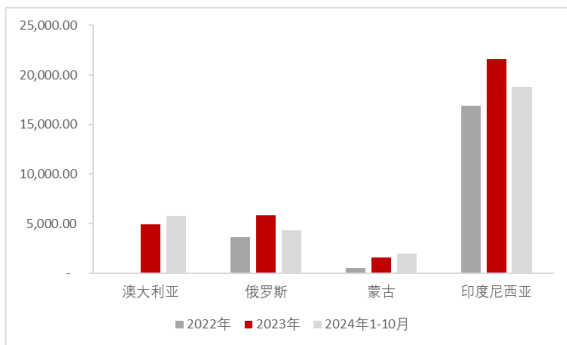
图 33: 进口煤炭主要种类情况



资料来源: 中国海关, 川财证券研究所

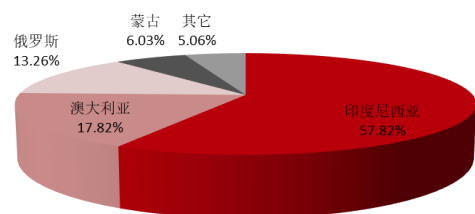
进口国家主要包括澳大利亚、印度尼西亚和俄罗斯等, 澳大利亚进口煤延续高速增长的状态。分国家来看, 2024 年 1-10 月, 我国从澳大利亚、俄罗斯和印度尼西亚进口动力煤 5,789.38 万吨, 4,307.37 万吨, 1,959.94 万吨和 18,782.79 万吨, 分别占比 17.82%、13.26%、6.03%和 57.82%。从澳洲进口煤来看, 2024 年 1-10 月, 我国从澳洲进口煤炭 5,789.38 万吨, 与去年同期相比增长了 17.30%。自 2023 年初逐步恢复对澳大利亚煤炭进口, 澳大利亚进口煤在 2024 年延续较快增长状态。

图 34: 进口煤炭分国家主要变化情况



资料来源: 中国海关, 川财证券研究所

图 35: 2024 年 1-10 月进口动力煤主要国家比例情况



资料来源: 中国海关, 川财证券研究所

3.2.3. 煤炭安检趋严, 我国煤炭产量向上弹性进一步受限

从政策角度来看, 煤矿安检日益趋严, 煤炭产量弹性受限。2024 年 5 月 1 日正式开始执行《煤矿安全生产条例》, 煤炭产量弹性受限。《条例》主要从三个方面夯实煤矿企业主体责任: 一是严格准入条件、二是落实企业全员安全生产责任制、三是加强煤矿灾害治理; 三个方面严格落实政府监管责任: 一是坚持地方党政同责、二是明确监管部门、三是明确监管职责; 从三个方面明确矿山安全监察机构的职责: 一是监督检查地方政府



监管工作、二是有权进入煤矿现场并采取处置措施、三是组织事故调查。

表格 5. 《煤矿安全生产条例》

煤矿企业主体责任	严格准入条件 落实企业全员安全生产责任制 加强煤矿灾害治理
政府监管责任	地方党政同责 明确监管部门 明确监管职责
矿山安全监察机构的职责	监督检查地方政府监管工作 有权进入煤矿现场并采取处置措施 组织事故调查。

资料来源：政府官网，川财证券研究所

四、传统能源产业运行民生属性加强，板块收益、回报和分红预期稳定

4.1. 煤炭板块

4.1.1 煤价有望延续震荡下行的走势

从煤炭需求的角度来看，电煤需求在中长期仍将保持增长，非电需求消费则将继续下行。在我国经济结构的转型和能源低碳化阶段，可再生能源比例在能源消费中的比例逐步提高，传统能源在能源消费中的比例逐步降低。可再生能源的消纳问题对电力系统稳定性带来了挑战，在可再生能源迅速增长中需要匹配基荷能源来维持电力系统的稳定。当前，我国核能比例较低，水电装机已经趋于平稳，煤电将作为基荷能源来匹配风光可再生能源装机量的增长，所以，煤电装机总量绝对值仍有增长的空间。对于非电需求来说，随着我国房地产行业周期下行，水泥建材需求承压，抑制非电需求的增长。但总的来说，国家能源消费总量增长放缓、新能源消费占比提升和机械动力电动化是我国能源消费最大的趋势，也是煤炭尤其是电煤消费需求的根本保证。

从煤炭供给角度来说，我国煤炭产能缺乏弹性，进口煤将贡献主要增量。经过供给侧改革，煤炭落后产能的淘汰，我国煤炭产地结构持续优化，逐步形成了陕西、山西、内蒙古和新疆四大煤炭产地。在生产安全入法后，安监趋严的态势下，我国煤炭产能利用率长期处于稳定水平，向上调整的弹性不大。新疆煤炭产量增速较快，坑口价格较低，但疆煤八成用于本地，而且运输成本制约新疆煤炭的发展。随着新疆物资外运通道的改善，有望增加西北地区的能化供给。我国煤炭生产和消费地的差异，使得进口煤成为当前我国煤炭市场的最大变量。我们认为，我国煤炭供给刚性大，进口煤则是最大的具备性价比的供给变量，是我国煤炭市场的重要补充。

从煤炭市场价格的角度，我们预计 2024 年国内煤炭市场价格整体处于窄幅震荡偏弱运行的态势。2024 年，在长协煤和进口煤的保障下，国内下游电厂对市场煤的采购意愿不强，并且，非电需求整体仍有望维持偏弱预期。我们认为 2025 年煤炭市场整体处于相对宽松状态，煤炭价格可能维持窄幅震荡下行态势运行。

4.1.2 煤价波动收窄，动力煤板块有望获得稳健红利收益

从投资收益角度来看，随着煤价波动区间的收窄，煤炭企业业绩负增长的速度有望受控，经营业绩的持续性得以保障，动力煤板块的分红预期将更加稳定。在当前经济复苏前期和稳定回报优质资产相对稀缺环境下，当煤炭价格受控的完成向中期中枢水平的回归过程后，煤炭板块将凭借其显著降低的价格波动性、持续稳定的盈利能力以及可预期的高分红前景，吸引中长期资金进行稳定的配置，配置动力煤板块有望获得稳健收益和回报。

4.2. 电力板块

4.2.1 火电定位发展为支撑调节性电源，电力市场化改革加强了行业盈利稳定性预期

在电改背景下，火电作为电力系统“压舱石”的作用依然凸显，在未来相当长的时间内，火电发电量依旧在电力供给端占据主导地位。从电源类型的中长期定位角度来看，除了原有的基荷电源的定位外，火电也逐步发展成为调节性电源的重要组成部分。2023年以来煤价持续下行，长协煤保供政策保障盈利改善，电价市场化改革推动销售电价有所上涨，火电盈利已得到明显改善。随着电力市场化改革不断深入，容量电价和辅助服务有望提高电价并增厚盈利水平，电力现货有望带来额外电价弹性，从而使火电在体现很多公共公益属性的前提下，盈利的稳定性预期得到进一步的增强。

4.2.2 盈利和回报预期稳定的水电和核电资产，是抵抗经济周期波动的投资组合的必然选择

核电和水电集众多优势于一身，发电效率高、稳定性好，提供了安全稳定的电力供应，是基荷电源的重要组成部分。加之其可变成本较低，资产的盈利质量上乘，使得它们的经营收益具有高度稳定性，天然具备强大的对抗经济增长波动风险的能力。而且国内水电资源开发增量空间不大以及投资周期长，使得当前的主要水电运营上市公司的投资回报和分红预期可观且稳定。相比水电，中国核电的装机容量增长空间仍巨大以及开发主体有限，相应的资本开支压力仍是制约核电行业投资回报和股息率的主要因素，但预期行业的整体业绩仍有望保持较高的增长中枢。

随着支持性政策的频繁出台，核电方面近三年核准 31 台机组有望常态化，预期核电行业营收继续维持较高增速。水电方面《“十四五”规划和 2035 年远景纲要》明确要加快雅鲁藏布江相关水电建设，有望打开水电产业部分公司的增长预期。因此核电和水电的经营稳定性最为确定，投资回报和股息率都相对合理，再叠加一定的增长预期，是典型的攻守兼备的高质量电力资产。

4.2.3 绿电补贴问题有望推进解决，新能源发电企业现金流改善仍可期

截至 2021 年末，可再生能源领域累计欠款高达 4000 亿元人民币。这一资金缺口在一定程度上制约了新能源产业的健康发展，导致部分企业面临不断增长的应收账款和紧张的现金流。然而，2024 年 6 月，财政部发布了《关于下达 2024 年可再生能源电价附加补助地方资金预算的通知》，宣布本年度计划分配的总资金为 54.05 亿元，其中首次分配金额为 2.23 亿元。具体到各类项目，风力发电获得 7076 万元，光伏发电获得 15039 万



元，生物质发电项目则一次性补齐了补贴缺口。这一系列资金的注入为绿色电力企业带来了显著的资金支持，有望缓解新能源企业的现金流压力。

风险提示

宏观经济增长低于预期；

社会能源利用电动化趋势放缓；

外需超预期下滑；

能源产业政策剧烈变化。

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明及风险提示

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性管理职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，转发机构需注明证券研究报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。请慎重使用公众媒体刊载的本公司证券研究报告。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。