

2024 年 11 月 05 日

## 大能源行业三季度业绩回顾

投资评级：看好（维持）

### ——公用事业 2024 年第 44 周周报（20241103）

#### 投资要点：

#### 证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩

SAC: S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

戴映妍

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 板块表现：



#### 电力三季度业绩回顾：来风转好来水偏枯 火电资产负债表修复

- **绿电：Q3 风电业绩好转 光伏延续增收不增利。**1) **风电**：今年前三季度风资源偏枯，导致风电公司的收入、利润、毛利率、净利率均有所下滑，进入三季度后风资源有所好转，尤其是 9 月份台风活动频繁，Q3 风电公司业绩环比有所好转，部分公司利润同比有所增长；2) **海风运营商**：三季度风资源好转对海风运营商影响更为明显，因其对利用小时数变动更为敏感，Q3 海风运营商的海风利润同比增速较高，但浙江新能、福能股份受其他业务拖累导致利润有所下滑；3) **光伏并举&光伏运营商**：2024 年前三季度，光伏装机占比较高的绿电运营商基本增收不增利，导致毛利率、净利率也大幅下滑，预计主因电价下滑明显，Q3 部分公司利润表现较高主因风电业务或投资收益等。**另外值得关注的是，绿电公司前三季度应收账款增加值，以及应收账款增加值占当年收入的比例有所下降**，推测主因今年补贴发放节奏较去年有所加快，同时前三季度风电利用小时数下滑，今年新增的补贴应收款有所减少。
- **水电：三季度来水转枯，大型水库蓄能充足。**三季度全国降雨较常年偏多约 1 成，全国水电电量同比增长 10%，但月度增速放缓转负，9 月单月同比下滑 14.6%。分省份看，三季度广西水电电量增幅最大(51%)，川渝、长江中游等地面临较为严重的旱情。从来水趋势看，大型流域自 8 月来水明显偏枯并延续至 10 月，但拥有大型水库的长江电力、华能水电、国投电力水电电量波动较为平稳，体现梯级电站调节的优越性。三季度来水转枯程度超预期但已成事实，四季度长江上游、雅砻江中游以及澜沧江梯级电站蓄能充足，为水电运营商全年业绩奠定基础。
- **核电：Q3 业绩分化显著 主因机组检修影响。**2024 年前三季度中国核电机组检修时间多于中国广核，导致其收入、利润均不如中国广核，Q3 为福清机组检修期，这一趋势表现的更为明显。值得注意的是，近几年核电公司的期间费用率和资产负债率持续下滑，降费增效成效显著。进一步的，当前中国广核近似测算的自由现金流已经转正，后续装机持续投产，现金流状况将进一步好转，而中国核电当前仍处于高资本开支期，预计到 2027-2028 年前后，随着核电装机大规模投产，中国核电的现金流预计也将好转，为后续提高分红奠定基础。
- **火电：实质经营略超预期，非经常性处理带来业绩分化。**三季度煤价、电价基本稳定，火电电量超预期带来实质性经营利润好于市场预期，全国性火电龙头企业度电利润 3 分上下，资产负债表持续修复，但在计提减值与营业外支出影响下，多个火电企业表现业绩低于预期，区域分化明显，其中华能国际(-53%)、国电电力(-6%)、皖能电力(-29%)业绩低于预期，华电国际(+0.87%)、湖北能源(+27%)、上海电力(+66%)、申能股份(+66%)业绩超预期，括号内为单三季度归母净利润增速。
- **投资分析意见：1) 绿电**：蓝皮书的发布对我国未来电力市场建设进行了展望和指引，我国有望在 2029 年前全面建成全国统一电力市场。其中新能源作为电力市场建设的主要原因和最终目的，有望充分受益，绿电运营商的收益情况有望触底反弹，我们重点推荐港股低估值**龙源电力、大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源、中国电力**。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**。2) **水电**：短期股价或受来水波动影响（分子端），尤其是来水波动对电量波动影响较大的小水电。整体而言，我们认为分母端仍然是水电股价表现的的决定性因素，建议关注信用利差信号。3) **火电**：三季度的非经常性项目处理或为四季度减压，当前电力板块关注重点或在明年电价谈判，在不确定中寻找相对确定性，建议关注长三角上海、安徽两地火电运营商，电力供需格局、电价政策较为友好。

#### 煤炭行业三季度回顾：行业分化开始，大=强

- 从股价表现反推，我们认为煤炭板块的关注焦点或已不再是行业层面的供需格局，而是不同公司的久期分化。时间维度的业绩持续性是板块分化的驱动力，而短期业绩的稳定性，是观察时间维度持续性的重要信号，本次的三季度报进一步验证了上述逻辑。2024 年三季度单季动力煤板块 18 家上市公司合计归母净利润

351.3 亿元，同比增长 0.8%。但是从结构来看，三季度行业利润实现正增长，几乎是靠中国神华一己之力实现的，如果去除因产能扩张而实现利润增长的电投能源、新集能源、淮河能源，煤炭公司 2024 年三季度业绩同比增速排序，与市值排序高度相关。不仅如此，煤炭公司毛利率稳定性与市值正相关，资产负债率与市值高度负相关，大市值公司在现金流层面的稳定性也显著占优，而现金流与净利润的匹配度是公司溢价能力及产业链地位的反映。

- **投资分析意见：**在行业整体需求预期较为充分的背景下，板块内部仍有可能出现深度分化，我们认为“终端同质化商品中的少数低成本供给”，是煤炭龙头公司维持竞争力的最主要因素，一体化布局更多是辅助作用，一定程度上拓宽了护城河。基于上述逻辑，我们重点推荐**中国神华**，建议关注**陕西煤业**。

#### 燃气三季度业绩回顾：天然气消费量稳增 业绩存在规模与区域分化

- **行业层面：**2024 年 1-9 月以来全国天然气消费量同比增长 9.9%，奠定燃气企业业绩基本盘；价格方面，三季度以来管道及液化天然气同比有所上升。**2）业绩表现层面：**板块单季度归母净利润同比增长 7.5%，毛利率同比下滑 0.8pp，板块内 2/3 企业的资产负债率较过去两年有所下降。分类型看，大型城燃企业受益于全国性天然气消费量增长，销气量受局部扰动的影响较小，业绩展现出一定稳定性；小型或地方性燃气企业业绩则受所在区域价格政策及气量需求变化而存在分化。
- **投资分析意见：**全国天然气消费量稳步增长，建议关注**新奥股份**；推荐**深圳燃气**，城燃主业售气量仍具有较强支撑，期待光伏胶膜及智慧服务业务降幅收窄；推荐**皖天然气**，管输价格调整已完成，安徽省天然气消费量高增，短期因素不改长期业绩增长预期。

#### 电力设备：一次设备业绩突出 电源设备盈利能力触底反弹

- **行业层面：**前三季度电网投资 3982 亿元，同比增长 21%。电源投资额 5959 亿元，同比增长 7.6%，火电新增装机下滑明显
- **公司表现：**（1）一次设备特高压公司（中国西电、平高电气、许继电气等）收入尚未放量但利润增长明显，行业整体毛利率提升显著；（2）二次设备：营收增长与行业相近但国内为主的公司（国电南瑞、四方股份）等利润增速低于收入增速，与二次设备价格走低有关；（3）电力信息化：收入低于行业整体增速，与当前电网投资以特高压为主有关；（4）电源：受火电新增装机下滑影响收入有压力，但毛利率在 Q2 触底，Q3 开始反弹。
- **投资分析意见：**（1）一次设备：随着后续特高压陆续大规模交付，相关公司营收及利润有望进一步增长，建议关注**许继电气、平高电气、中国西电**等；（2）二次设备：关注毛利率反弹可能性：**国电南瑞、四方股份、东方电子**；（4）电力信息化：关注电网投资向配网和信息化倾斜可能，推荐**理工科**，建议关注**朗新集团、国网信通、国能日新**；（5）电源板块：毛利率 24Q2 触底反弹，预计随着高价订单大规模交付，相关公司营收及利润均有望大幅反弹，推荐**东方电气**，建议关注**上海电气、哈尔滨电气**。

**风险提示：电价波动，来水、风资源波动，政策推进不及预期等**

## 内容目录

1. 电力：来风转好来水偏枯 火电资产负债表修复 .....	7
1.1. 绿电：Q3 风电业绩好转 光伏延续增收不增利 .....	7
1.2. 水电：三季度来水转枯 大型水库蓄能充足 .....	13
1.3. 核电：Q3 业绩分化显著 主因机组检修影响 .....	16
1.4. 火电：实质经营略超预期，非经常性处理带来业绩分化 .....	18
2. 煤炭行业三季度报回顾：行业分化开始 大=强 .....	24
2.1. 煤炭行业股价走势与核心驱动力解析 .....	24
2.2. 龙头优势愈发明显 稳定性排序约等于市值排序 .....	25
2.3. 煤炭行业投资策略：业绩稳定性与信号验证 .....	28
3. 燃气：天然气消费量稳增 业绩存在规模与区域分化 .....	30
4. 电力设备：一次设备业绩突出 电源设备盈利能力触底反弹 .....	37

## 图表目录

图表 1: 绿电公司三季度业绩总结 .....	7
图表 2: 主要风电公司 2024 年分季度收入增速 .....	8
图表 3: 主要风电公司 2024 年分季度归母净利润增速 .....	8
图表 4: 主要风电公司毛利率情况 .....	8
图表 5: 主要风电公司净利率情况 .....	8
图表 6: 主要风电公司发电量情况 (单位: 亿千瓦时) .....	8
图表 7: 主要风电企业 7-9 月风电发电量增速 .....	9
图表 8: 2023-2024 年风电利用小时数变化 .....	9
图表 9: 主要海上风电运营商 2024 年分季度收入增速 .....	9
图表 10: 主要海上风电运营商 2024 年分季度归母净利润增速 .....	9
图表 11: 海上风电运营商总发电量及风电发电量情况 (单位: 亿千瓦时) .....	10
图表 12: 海风运营商公司毛利率情况 .....	10
图表 13: 海风运营商公司净利率情况 .....	10
图表 14: 主要光伏运营商 2024 年分季度收入增速 .....	11
图表 15: 主要光伏运营商 2024 年分季度归母净利润增速 .....	11
图表 16: 主要光伏运营商毛利率变化趋势 .....	11
图表 17: 主要光伏运营商净利率变化趋势 .....	11
图表 18: 主要光伏发电企业发电量情况 (单位: 亿千瓦时) .....	12
图表 19: 绿电公司历年前三季度应收账款增加值比较 (单位: 亿元) .....	12
图表 20: 绿电公司资产负债率变化 .....	13
图表 21: 2024 年前三季度全国分电源电量增速情况 .....	13
图表 22: 2024 年单三季度水电大省利用小时数情况 .....	13
图表 23: 主要流域对应水电公司发电量情况 (亿千瓦时) .....	14
图表 24: 主流水电企业 2024 年三季度归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	14
图表 25: 主流水电企业 2024 年三季度资产负债表情况 (单位: %, 后三列单位为 pct) 1	
图表 26: 信用利差与长江电力股价走势 .....	16
图表 27: 核电公司三季度业绩总结 .....	17
图表 28: 中国核电核电机组发电量情况 (单位: 亿千瓦时) .....	17
图表 29: 中国广核核电机组发电量情况 (单位: 亿千瓦时) .....	17

图表 30: 核电运营商毛利率变化趋势 .....	17
图表 31: 核电运营商期间费用率变化趋势 .....	17
图表 32: 核电公司资产负债率表现 .....	18
图表 33: 2023 年初至今秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价 (元/吨) .....	19
图表 34: 火电转型企业 2024 年三季度营收情况 (单位: 亿元) .....	19
图表 35: 重点省份 2024 年单月用电增速 (单位: %) .....	20
图表 36: 火电转型企业 2024 年三季度毛利率情况 (单位: %) .....	20
图表 37: 火电转型企业 2024 年三季度归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	21
图表 38: 火电转型企业 2024 年三季度资产负债表情况 (单位: %, 后三列单位为 pct) 2	
图表 39: 全国 2022-2024q3 装机情况 (单位: 万千瓦, %) .....	22
图表 40: 2020 年至今煤炭龙头公司与煤炭指数涨幅情况 .....	25
图表 41: 2024 年至今煤炭龙头公司与煤炭指数涨幅情况 .....	25
图表 42: 动力煤板块归母净利润情况 (亿元, 市值日期为 2024 年 11 月 1 日) .....	25
图表 43: 动力煤板块毛利率情况 (市值日期为 2024 年 11 月 1 日) .....	26
图表 44: 黄骅港 5500 大卡动力煤价格 (元/吨) .....	27
图表 45: 榆林坑口 5500 大卡动力煤价格 (元/吨) .....	27
图表 46: 煤炭公司资产负债率情况 .....	27
图表 47: 煤炭公司经营性现金流量净额/净利润情况 (去除亏损公司) .....	28
图表 48: 液化天然气进口平均单价 (美元 / 吨) .....	30
图表 49: 管道天然气进口平均单价 (美元 / 吨) .....	30
图表 50: 燃气板块前三季度营收及增速情况 .....	31
图表 51: 燃气板块前三季度归母净利润及增速情况 .....	31
图表 52: 燃气板块 Q3 营收及增速情况 .....	31
图表 53: 燃气板块 Q3 归母净利润及增速情况 .....	31
图表 54: 2021-2024 燃气板块分季度销售毛利率 .....	31
图表 55: 燃气板块平均资产负债率 (%) .....	31
图表 56: 2024 年前三季度重点燃气企业收入及归母净利润 (亿元) .....	32
图表 57: 新奥股份前三季度售气量 (亿立方米) .....	32
图表 58: 深圳燃气前三季度售气量 (亿立方米) .....	32
图表 59: 佛燃能源单季度净利润 (亿元) 变化情况 .....	33
图表 60: 佛燃能源单季度毛利率 (%) .....	33
图表 61: 成都燃气单季度净利润 (亿元) 变化情况 .....	33

图表 62: 成都燃气单季度毛利率 (%) .....	33
图表 63: 下游城燃重点企业资本性支出 (亿元) .....	34
图表 64: 皖天然气单季度归母净利润 (亿元) 变化情况 .....	34
图表 65: 皖天然气单季度毛利率 (%) .....	34
图表 66: 蓝天燃气单季度归母净利润 (亿元) 变化情况 .....	35
图表 67: 蓝天燃气单季度毛利率 (%) .....	35
图表 68: 新天然气单季度归母净利润 (亿元) 变化情况 .....	35
图表 69: 新天然气单季度毛利率 (%) .....	35
图表 70: 九丰能源单季度归母净利润 (亿元) 变化情况 .....	35
图表 71: 九丰能源单季度毛利率 (%) .....	35
图表 72: 2009—2024 年前三季度电网累计投资完成额及同比增速 (亿元) .....	37
图表 73: 2010 年至今电源投资与电网投资增速对比 .....	38
图表 74: 2023、2024 年前三季度各电源类型新增装机 (万千瓦) .....	38
图表 75: 2024 年前三季度主要电网一次设备公司营业收入及归母净利润 (亿元) .....	38
图表 76: 21Q1—24Q3 主要电网一次及智能电表公司毛利率情况 .....	39
图表 77: 2024 年前三季度主要电网二次及智能电表公司营业收入及归母净利润 (亿元) .....	39
图表 78: 21Q1—24Q3 主要电网二次及智能电表公司毛利率情况 .....	40
图表 79: 2024 年前三季度主要电网信息化公司营业收入及归母净利润 (亿元) .....	40
图表 80: 2024 年前三季度主要电源设备公司营业收入及归母净利润 (亿元) .....	41
图表 81: 21Q1—24Q3 主要电源设备公司毛利率情况 .....	41
图表 82: 2018—2024Q3 东方电气收入及归母净利润同比增长情况 .....	41

# 1. 电力：来风转好来水偏枯 火电资产负债表修复

## 1.1. 绿电：Q3 风电业绩好转 光伏延续增收不增利

今年前三季度风资源偏枯，导致风电公司的收入、利润、毛利率、净利率均有所下滑，但进入三季度后风资源有所好转，尤其是9月份台风活动频繁，Q3 风电公司业绩环比有所好转，部分公司利润同比有所增长，这一点在海风运营商业绩上表现的更为明显，因其对于利用小时数的变动更为敏感，三季度沿海地区风资源的好转弥补了上半年风资源较差的影响，使得前三季度利润有所增长。在光伏方面，2024 年前三季度光伏发电企业增收不增利的趋势明显。

图表 1：绿电公司三季度业绩总结

		营业收入（亿元）						归母净利润（亿元）					
		2024H1	yoy	2024Q 1-Q3	yoy	2024 Q3	yoy	2024H1	yoy	2024Q 1-Q3	yoy	2024 Q3	yoy
风电	龙源电力	188.8	-4.9%	263.5	-6.2%	74.7	-9.5%	40.2	-21.5%	56.7	-11.1%	16.47	31.4%
	大唐新能源	66.3	-5.0%	90.9	-4.1%	24.6	-1.5%	17.7	-15.7%	18.7	-17.0%	1.05	-35.0%
	新天绿色能源	121.4	20.8%	157.9	20.3%	36.5	18.7%	14.3	-0.6%	15.0	-0.7%	0.66	-3.1%
	银星能源	6.2	-14.3%	9.2	-11.1%	3.0	-3.9%	1.3	-15.6%	1.9	-5.6%	0.60	26.9%
	节能风电	26.3	-1.0%	37.9	-0.5%	11.6	0.9%	8.7	-1.7%	11.8	-1.2%	3.07	0.0%
	嘉泽新能	12.3	-4.4%	18.0	-1.1%	5.7	7.0%	4.1	-20.6%	5.5	-15.2%	1.39	6.4%
海上风电	浙江新能	25.7	16.2%	38.7	12.2%	13.0	4.9%	4.5	49.9%	6.4	15.9%	1.97	-23.4%
	江苏新能	10.4	-4.0%	15.4	6.8%	5.0	39.1%	2.9	-13.6%	4.2	11.5%	1.31	215.9%
	福能股份	66.2	4.4%	104.1	1.1%	37.9	-4.3%	11.9	27.1%	17.7	8.4%	5.85	-16.6%
	中闽能源	8.1	-1.5%	10.9	-0.9%	2.7	1.0%	3.4	4.8%	4.1	6.3%	0.67	14.9%
风光并举	三峡能源	149.5	9.9%	215.9	12.8%	66.4	20.0%	40.4	-10.6%	50.9	-6.3%	10.55	14.7%
	中绿电	17.8	-6.0%	28.9	3.4%	11.1	23.3%	4.6	-16.2%	9.2	13.3%	4.51	78.0%
	金开新能	18.7	10.5%	28.0	9.4%	9.4	7.3%	4.9	-5.7%	7.5	1.2%	2.59	17.4%
光伏								0.0					
	太阳能	31.9	-19.9%	47.0	-26.3%	15.0	-37%	8.1	-9.4%	12.9	-10.9%	4.77	-13.5%
	晶科科技	19.0	10.1%	38.5	11.2%	19.5	12.2%	0.9	-36.2%	2.2	-43.6%	1.32	-47.6%
	南网能源	13.2	1.6%	22.7	3.8%	9.5	6.9%	2.0	5.3%	1.5	-56.2%	-0.52	-134%
	芯能科技	3.4	2.1%	5.6	4.1%	2.3	7.3%	1.0	-4.5%	1.9	0.2%	0.82	6.8%

资料来源：wind，华源证券研究所

### （一）风电：9月风资源好转 Q3 多数公司利润增长

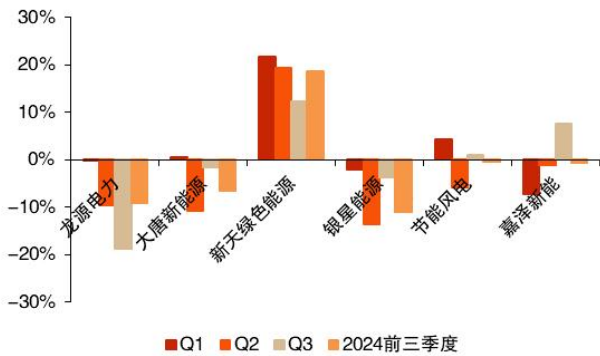
2024 年前三季度，风电运营商收入和归母净利润均有所下滑，主因 2024 年前三季度机组利用小时数、电价均有所下降。从下表可以看出，风电公司 2024 年 1-9 月发电量小幅上涨或略有下滑，但若考虑到去年新增装机规模较高，实际上风电机组的利用小时数大幅下滑。根据中电联数据，2024 年 1-9 月风电发电量累计下滑 98 小时。而在电价端，受新能源项目参与市场化交易影响，部分地区风电项目电价有所下降，导致绿电公司的收入增速显著低于发电量增速，受此影响，风电运营商毛利率下滑在 3 个百分点左右，净利率同比下滑 3-5 个百分点左右。

2024Q3，风电公司收入也有所下降，但是下降幅度较上半年有所收窄（龙源电力 Q3 收入下滑幅度高于上半年，主因火电公司出售装机下滑），主因 9 月份风电利用小时数显著好转。

从下表可以看出，2024年Q3风电公司发电量增速环比显著好转，实际上7、8月份风电公司的发电量增速以下滑为主，9月份发电量大幅增长，从中电联数据也能佐证这点，2024年7、8、9月风电利用小时数同比分别变化-20、-7、32小时，9月风资源显著转好。

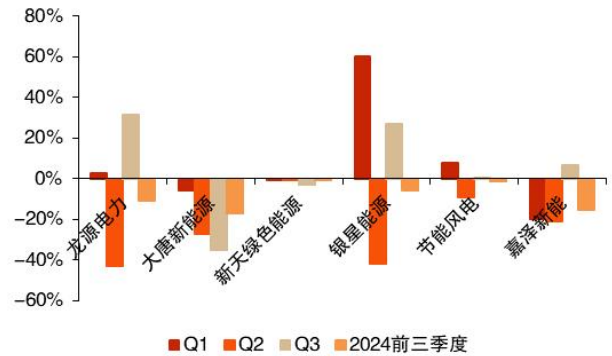
我们分析，一般而言第一、四季度为大风期，二、三季度为小风期，但去年受暖冬影响，10月份风资源较差，当月风电利用小时数同比下滑50小时，11-12月份利用小时数有所好转，去年Q4风资源整体状况一般。今年全国9-10月份台风活跃，风资源明显好转，期待年底风资源持续向好，为四季度风电发电量增长奠定基础。

图表 2：主要风电公司 2024 年分季度收入增速



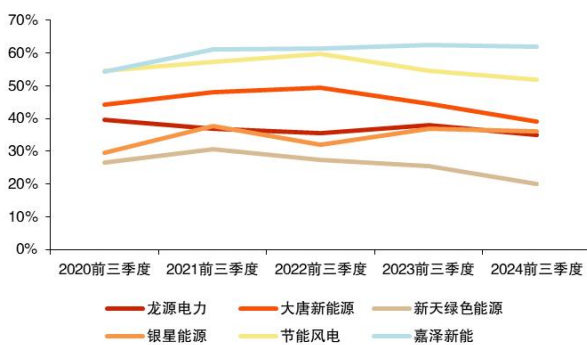
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：主要风电公司 2024 年分季度归母净利润增速



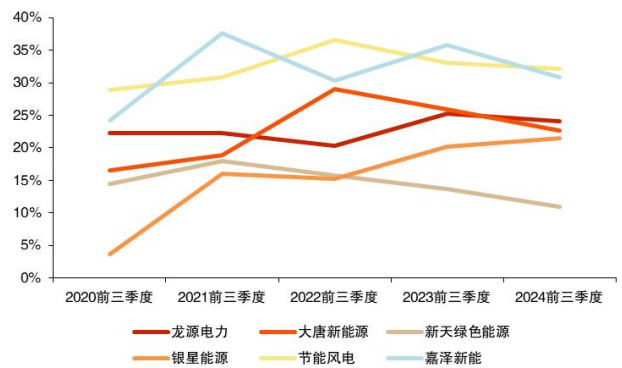
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：主要风电公司毛利率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：主要风电公司净利率情况



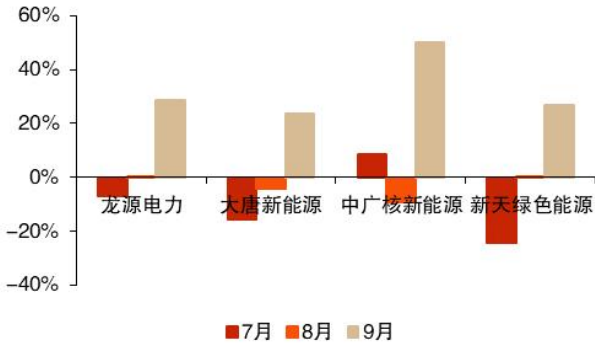
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：主要风电公司发电量情况（单位：亿千瓦时）

	发电量				发电量增速			
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024年1-9月	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024年1-9月
龙源电力	212.3	188.52	167.68	568.5	8.27%	-6.4%	6.5%	2.4%
大唐新能源	90.66	80.64	60.5	231.8	3.78%	-3.8%	6.0%	1.5%
新天绿色能源	41.1	34.1	23.1	98.4	0.27%	-7.91%	-2.29%	-3.3%
节能风电	32.7	31.2	28.1	91.9	6.39%	-6.6%	5.52%	1.4%
嘉泽新能	12.94	13.75	12.04	38.7	-1.75%	-2.48%	3.79%	-0.4%

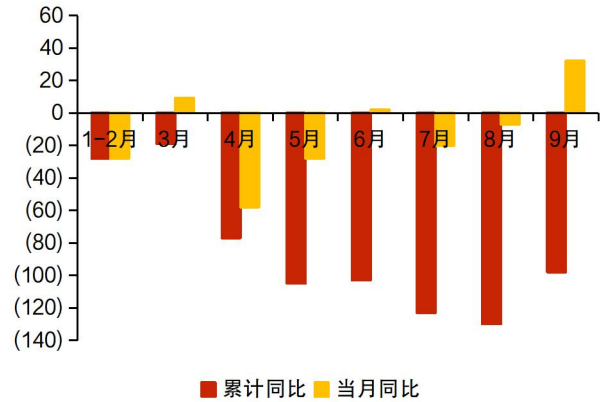
资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：发电量数据为总发电量

图表 7：主要风电企业 7-9 月风电发电量增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：2023-2024 年风电利用小时数变化



资料来源：中电联，华源证券研究所

### 1) 海上风电运营商：Q3 风资源较好但利润出现分化 主因其他业务拖累

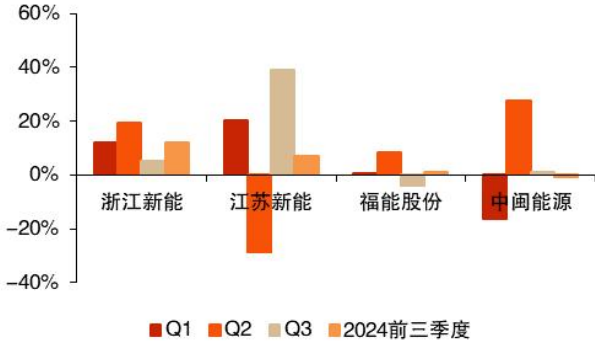
2024 年前三季度，主要海上风电运营商收入和归母净利润均有所增长，主因 2024 年前三季度发电量均有所增长。其中，浙江新能、江苏新能前三季度风电发电量增速较高，前三季度业绩增速大幅增长，而福建地区前三季度风电发电量与去年同期基本持平，从而使得福能股份和中闽能源前三季度归母净利润增速较低。在发电量增长的情况下，除浙江新能以外的海风运营商毛利率和净利率均有所增长，浙江新能毛利率和净利率下降主因持续投产光伏装机，光伏回报率较低拉低公司整体收益率。

2024Q3，海上风电运营商业绩出现分化，其中江苏新能、中闽能源利润增速较高，而浙江新能、福能股份利润下滑明显，主因除风电以外的业务出现了拖累。分企业来看，浙江新能 Q3 风电发电量大幅增长 60%，但水电发电量同比下滑 26%，导致公司利润下滑明显；福能股份 Q3 风电发电量基本持平，但燃煤发电量同比下滑 20%，导致公司利润同样有所下滑；江苏新能 Q3 风电发电量大幅增长 41%，带动公司利润大幅增长 216%；中闽能源 Q3 风电发电量基本持平，使得公司业绩也与去年同期基本持平。

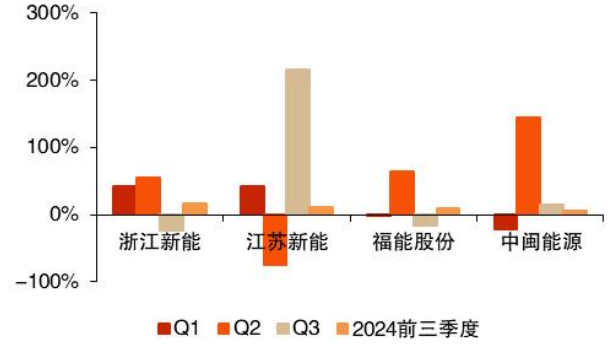
展望四季度，2023 年四季度沿海风资源较为一般，今年沿海省份台风活跃，预计风况向好趋势将延续至年底，为海风运营商四季度业绩向好提供支撑。

图表 9：主要海上风电运营商 2024 年分季度收入增速

图表 10：主要海上风电运营商 2024 年分季度归母净利润增速



资料来源: wind, 华源证券研究所



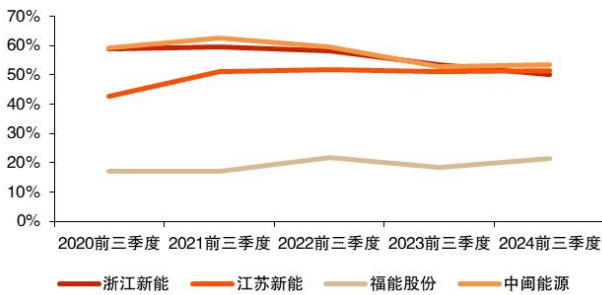
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 11: 海上风电运营商总发电量及风电发电量情况 (单位: 亿千瓦时)

		发电量				发电量增速			
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024年1-9月	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024年1-9月
浙江新能	总发电量	22.68	30.84	27.8	81.45	22.51%	45.7%	12.0%	26.3%
	风电发电量	11.16	11.44	11.25	33.84	46.18%	-23.6%	59.99%	48.35%
江苏新能	总发电量	11.11	7.21	8.27	26.59	24.13%	-13.3%	45.1%	15.8%
	风电发电量	11.1	5.78	7.42	24.3	28.6%	-27.3%	41%	11.26%
福能股份	总发电量	53.26	58.33	64.64	176.23	2.37%	3.12%	-3.51%	0.37%
	风电发电量	14.95	11.5	10.17	36.62	-10.4%	19.87%	-1.34%	0.09%
中闽能源	总发电量	8	6.2	4.8	19	-17.5%	24.0%	0.00%	-2.74%
	风电发电量	7.03	5.48	4.38	16.89	-17.1%	34.3%	3.55%	0.58%

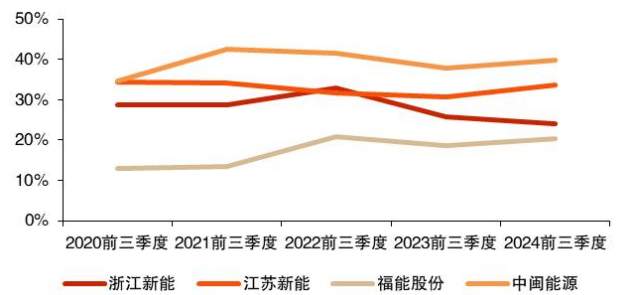
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 12: 海风运营商公司毛利率情况



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 13: 海风运营商公司净利率情况



资料来源: wind, 华源证券研究所

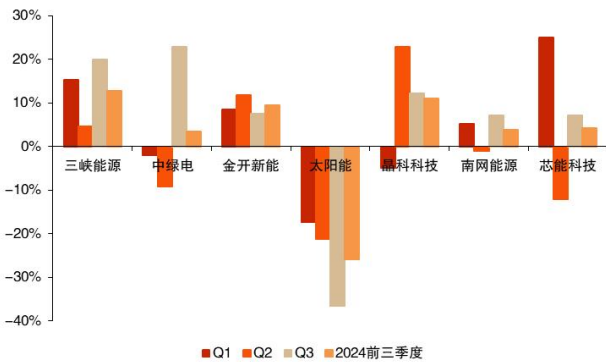
## 2) 风光并举&光伏运营商: Q3 增收不增利趋势明显 风光并举运营商利润表现较好

2024 年前三季度, 光伏装机占比较高的绿电运营商基本增收不增利。2024 年前三季度, 以光伏为主的绿电运营商收入小幅增长, 主因光伏发电量大幅增长叠加电价下滑明显, 受其影响, 前三季度以光伏为主的绿电运营商毛利率均有不同程度的下滑, 利润端, 除了中绿电利润小幅增长外 (前三季度归母净利润增速 13.31%, 主因资产处置收益实现 0.74 亿元, 公

司扣非归母净利润增速 4.13%)，其余公司的归母净利润基本均为与去年持平，或甚至有所下降，光伏发电企业增收不增利趋势显著，受此影响，前三季度以光伏为主的绿电运营商净利率下滑幅度更为明显。

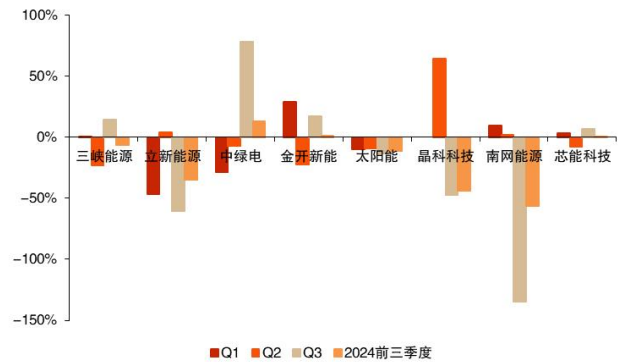
2024Q3，光伏装机占比较高的绿电运营商收入基本均有所增长，利润有所分化，风光并举的运营商利润表现较好。2024Q3 光伏发电企业收入基本均有所增长，但增长幅度均小于发电量增速，主因仍然为电价有所下滑，不过在利润端，光伏发电企业分化较为明显，其中三峡能源、中绿电、金开新能、芯能科技 Q3 归母净利润增速为正增长，其余公司均为负增长，主因风电电量增长、投资收益增长等影响。三峡能源 Q3 归母净利润增长 14.7%，主因风电电量大增，尤其是海风表现亮眼，三峡能源 Q3 陆风发电量同比增长 19.5%，海风发电量同比增长 35%；中绿电 Q3 归母净利润增长 78%，主因 Q3 实现资产处置收益 0.74 亿元；金开新能 Q3 归母净利润增长 17.4%，主因投资收益同比增加 0.6 亿元，剔除这一影响公司归母净利润同比下滑 8%。

图表 14：主要光伏运营商 2024 年分季度收入增速



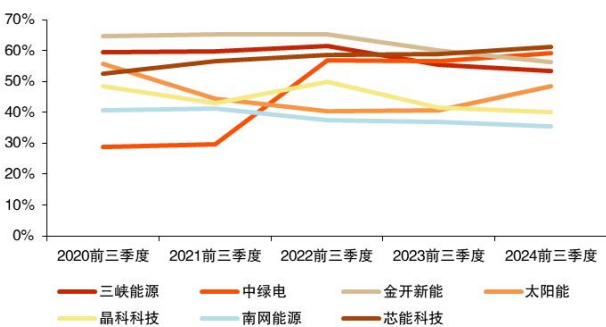
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：主要光伏运营商 2024 年分季度归母净利润增速



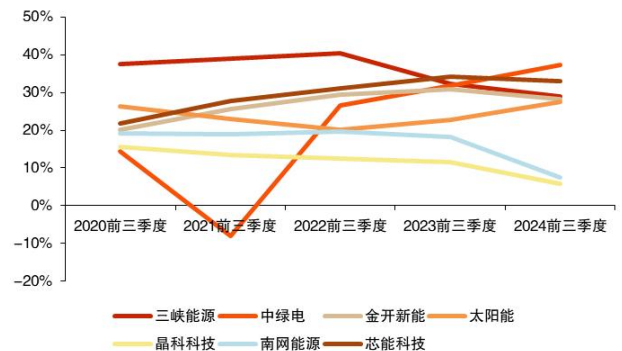
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 16：主要光伏运营商毛利率变化趋势



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 17：主要光伏运营商净利率变化趋势



资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 18：主要光伏发电企业发电量情况（单位：亿千瓦时）**

	发电量				发电量增速			
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 年 1-9 月	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 年 1-9 月
三峡能源	177.35	183.83	164.87	526.05	28.7%	28.5%	38.0%	31.4%
中绿电	20.47	25.68	31.4	77.55	-5.28%	1.3%	39.68%	16.8%
金开新能	18.4	22.5	19.6	60.5	16.5%	13.1%	7.1%	12.0%
晶科科技	13.4	19.4	19.5	52.3	36.7%	49.2%	30.9%	38.7%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 3) 绿电企业应收账款：2024 年前三季度增加值有所下降

2024 年前三季度多数绿电公司应收账款增加值，以及应收账款增加值占当年收入的比例有所下降，其中以龙源电力、三峡能源下降更为明显，推测主因：1) 今年补贴发放节奏较去年有所加快，2) 前三季度风电利用小时数下滑，今年新增的补贴应收款有所减少。

**图表 19：绿电公司历年前三季度应收账款增加值比较（单位：亿元）**

	2020 前三季度	2021 前三季度	2022 前三季度	2023 前三季度	占收入的比例	2024 前三季度	占收入的比例
龙源电力	62.5	48.2	42.8	68.6	23.6%	37.9	14.4%
三峡能源	32.6	53.6	89.1	64.6	33.8%	58.3	27.0%
大唐新能源	21.1	35.0	-32.1	27.3	28.1%	26.6	29.3%
新天绿色能源	9.6	14.5	11.4	8.1	6.1%	12.0	7.6%
银星能源	2.3	4.4	4.3	6.6	63.7%	3.4	37.4%
节能风电	9.0	12.8	11.0	10.0	26.3%	8.8	23.2%
嘉泽新能	2.8	4.6	12.0	5.3	28.9%	3.2	17.5%
浙江新能	-25.9	10.4	19.0	12.2	35.4%	9.4	24.2%
江苏新能	-10.3	4.4	4.9	3.7	25.9%	4.5	29.3%
福能股份	2.4	3.1	16.9	4.9	4.7%	3.2	3.1%
中闽能源	3.2	3.8	4.5	2.6	23.3%	3.4	31.0%
中绿电	0.3	0.3	58.3	8.2	29.3%	9.4	32.4%
金开新能	22.2	10.2	20.2	15.6	60.9%	20.6	73.5%
太阳能	11.1	15.8	21.4	12.3	19.3%	12.0	25.6%
晶科科技	-26.8	6.7	7.7	9.3	26.9%	6.7	17.5%
南网能源	4.4	5.0	3.7	6.4	29.4%	0.9	3.8%
芯能科技	-0.2	-0.2	0.7	1.4	25.4%	1.5	26.0%

资料来源：wind，华源证券研究所

### 4) 绿电公司资产负债率：较 2023 年底略有提升

从下表可以看出，除银星能源、江苏新能、福能股份、中闽能源、太阳能和芯能科技资产负债率有所下降以外，其余绿电公司的资产负债率均有不同程度的上升，其中上升幅度较高的为金开新能，其资本开支的规模也较大，金开新能 2023 年投资产生的现金流量净额为 -28.6 亿元。

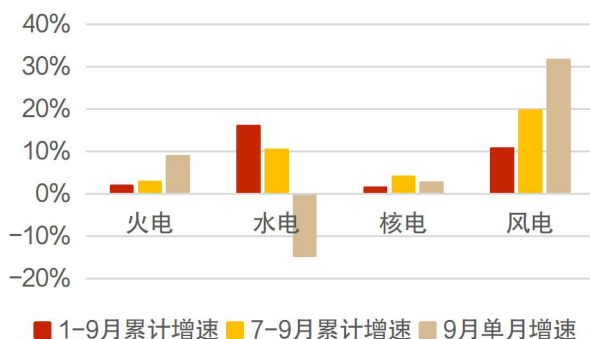
**图表 20：绿电公司资产负债率变化**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 前三季度	提升幅度
龙源电力	61.3%	62.1%	61.9%	64.3%	64.3%	64.9%	0.6%
三峡能源	58.3%	67.4%	64.7%	66.4%	69.4%	70.3%	0.9%
大唐新能源	81.9%	69.2%	68.6%	64.9%	64.6%	65.5%	1.0%
新天绿色能源	67.9%	70.8%	67.0%	67.5%	66.2%	67.6%	1.4%
银星能源	71.6%	69.9%	62.5%	61.0%	55.6%	52.8%	-2.9%
节能风电	65.6%	68.1%	71.1%	62.1%	58.2%	58.4%	0.2%
嘉泽新能	63.6%	70.0%	56.4%	69.8%	67.5%	69.2%	1.6%
浙江新能	59.9%	66.0%	71.1%	69.4%	65.5%	65.7%	0.3%
江苏新能	39.3%	54.0%	59.3%	55.8%	55.2%	54.1%	-1.1%
福能股份	47.9%	46.5%	51.0%	49.5%	44.9%	41.7%	-3.2%
中闽能源	53.3%	63.8%	54.3%	49.1%	44.2%	41.0%	-3.2%
中绿电	80.5%	79.5%	83.1%	52.9%	70.8%	72.3%	1.5%
金开新能	99.1%	76.0%	79.2%	73.0%	70.6%	73.3%	2.7%
太阳能	64.0%	63.8%	62.5%	53.0%	51.3%	51.2%	-0.1%
晶科科技	71.9%	61.9%	57.9%	66.6%	61.8%	63.4%	1.6%
南网能源	49.4%	56.1%	52.7%	54.1%	59.6%	61.2%	1.6%
芯能科技	45.4%	45.2%	48.8%	49.7%	52.4%	49.8%	-2.5%

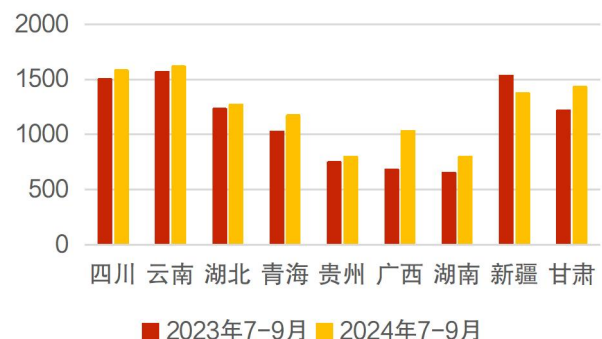
资料来源：wind，华源证券研究所。注：提升幅度指 2024 年前三季度同比 2023 年变化值。

## 1.2. 水电：三季度来水转枯 大型水库蓄能充足

三季度全国降雨较常年偏多约 1 成，全国水电电量同比增长 10%，但月度增速放缓转负。根据应急管理部，全国前三季度平均降水量较常年偏多 10.5%，单三季度较常年偏多 7.3%。全国单三季度水电电量同比增长 10.49%，但增速转弱，9 月单月水电发电量下滑 14.6%。分省看，今年三季度几乎全部水电大省三季度水电利用小时数有所提升，其中广西省水电利用小时增长 51%。根据应急管理部，8 月以来受高温少雨影响，川渝和长江中游等地发生旱情。

**图表 21：2024 年前三季度全国分电源电量增速情况**


资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 22：2024 年单三季度水电大省利用小时数情况**


资料来源：wind，华源证券研究所

**分流域看，三季度长江流域整体稳健但来水转枯，澜沧江流域由丰转枯。**根据长江电力公告，2024 年前三季度，乌东德水库来水较上年同期偏丰 12.56%（上半年较去年同期偏丰 11.40%），三峡水库来水较上年同期偏丰 20.26%（上半年较去年同期偏丰 19.67%），长江流域三季度来水延续偏丰，但根据长江委 9 月初信息，**8 月下旬以来，长江流域以及两湖水系来水明显偏枯，预计延续至 9-10 月。**根据华能水电公告，截至 9 月末，澜沧江流域乌弄龙、小湾和糯扎渡断面来水同比分别偏丰 5%、3.6%和 8.5%，而上半年澜沧江流域来水同比偏丰约 3 成，三季度澜沧江流域来水由丰转枯。

**水电公司三季度电量分化严重，梯级电站调节优越性凸显。**我们统计主要流域的水电公司电量情况，其中长江电力、华能水电、国投电力三家公司拥有梯级调节电子的公司水电电量波动较小，季度间具备一定的电量平滑能力。需要注意的是，长江电力与华能水电三季度电量增速转弱，或主要系为冬季枯水期蓄水考虑。

注：由于国电电力与湖北能源为综合性电源公司，且水电业绩占比未超过一半，我们仅在此部分讨论来水情况的时候讨论前者，后续的水电经营数据不考虑国电电力与湖北能源。

**图表 23：主要流域对应水电公司发电量情况（亿千瓦时）**

	2023h1	2024h1	yoy	2023q1-3	2024q1-3	yoy	2023q3	2024q3	yoy
长江电力	1032	1206	17%	2033	2358	16%	1001	1152	15%
华能水电	416	467	12%	829	860	4%	412	393	-5%
国投电力	349	382	9%	620	719	16%	271	337	25%
国电电力	145	197	35%	332	384	16%	186	187	0%
桂冠电力	113	144	27%	167	231	38%	54	87	62%
湖北能源	41	69	67%	79	100	27%	37	31	-17%
黔源电力	18	28	54%	49	47	-5%	31	19	-40%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：1) 为了统一口径，华能水电用全部电量表示；2) 国投电力为雅砻江水电电量；3) 川投能源无控股大水电机组，不展示；4) 国电电力为四川水电电量；5) 桂冠电力与黔源电力均为水电电量。

由于水电公司营收、毛利、利润均与来水、电量强相关，并且得益于其透明的商业模式与财务报表，我们在此仅分析归母净利润情况，水电公司业绩几乎与来水、电量正相关。整体而言，三季度水电公司业绩比较符合预期（电量数据公布后预期），大部分公司在电量改善下业绩实现正增长，但三季度各流域来水由丰转枯且转向之急，超出市场预期。

值得注意的是，在电价方面，华能水电电价延续上涨态势，综合电价（不含税）同比上涨约 7 厘钱，或受益于省内偏紧的电力供需结构。国投电力雅砻江水电电价（含税）同比下滑 4 厘钱，或与电量结构有关。

**图表 24：主流水电企业 2024 年三季度归母净利润情况（单位：亿元）**

公司	2023h1	2024h1	yoy	2023q1-3	2024q1-3	yoy	2023q3	2024q3	yoy
长江电力	88.82	113.62	28%	215.24	280.25	30%	126.42	166.63	32%
华能水电	31.54	41.69	32%	67.04	72.26	8%	35.50	30.56	-14%
国投电力	33.37	37.44	12%	60.52	65.78	9%	27.15	28.34	4%
川投能源	20.98	23.02	10%	38.42	44.22	15%	17.44	21.20	22%
桂冠电力	9.13	14.37	57%	11.37	21.64	90%	2.24	7.27	225%

湖北能源	9.01	14.26	58%	17.18	24.61	43%	8.16	10.36	27%
黔源电力	0.32	1.33	317%	2.76	2.65	-4%	2.44	1.32	-46%

资料来源：wind，华源证券研究所

资产负债率方面，在无重大资本开支下，黔源电力资产负债率持续下降；长江电力与华能水电在 2023 年分别完成了乌白电站与四川公司的注入，资产负债率略有提升。但整体而言，各大水电公司在水电现金流支持下，资产负债率有所下降，后续走势关注资本开支情况。

图表 25：主流水电企业 2024 年三季度资产负债表情况（单位：% ，后三列单位为 pct）

公司	2021	2022	2023	2024q1	2024q2	2024q3	较 2021 变动	较 2022 变动	较 2023 变动
长江电力	42.08	40.19	62.88	61.89	64.32	61.04	18.96	20.85	-1.84
华能水电	58.78	57.15	63.78	63.43	64.32	61.94	3.16	4.79	-1.84
国投电力	63.52	63.75	63.18	62.38	63.82	62.16	-1.36	-1.59	-1.02
川投能源	33.38	35.67	36.06	31.80	34.89	32.17	-1.21	-3.50	-3.88
桂冠电力	55.69	51.40	55.36	55.27	53.31	50.19	-5.50	-1.21	-5.17
黔源电力	65.84	61.72	58.56	58.34	58.32	56.09	-9.75	-5.63	-2.46

资料来源：wind，华源证券研究所

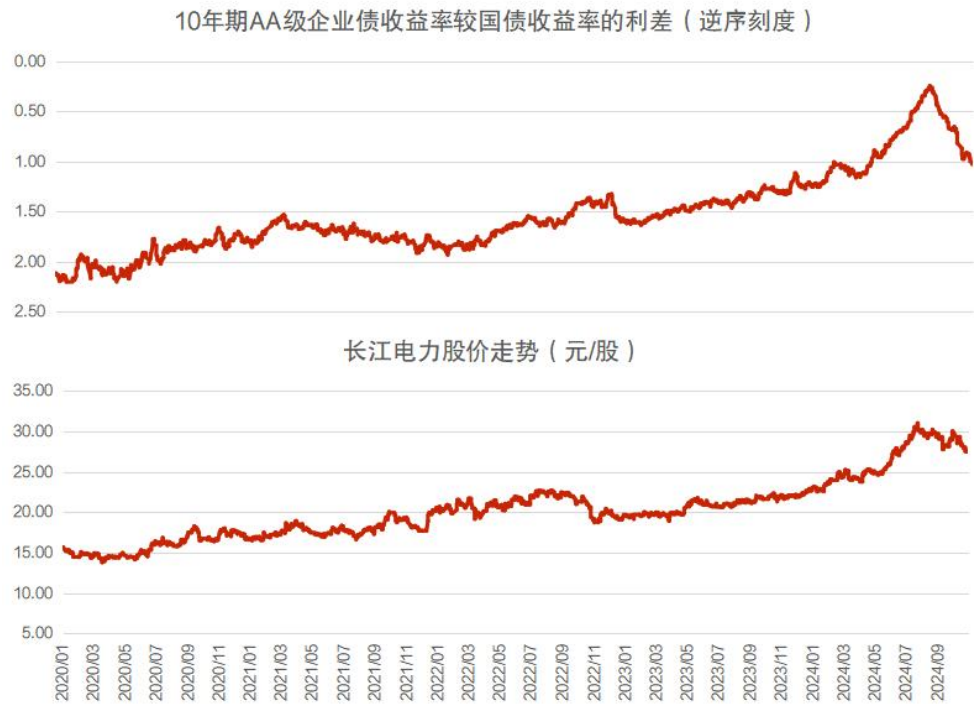
**大型水库蓄能充足，四季度水电电量仍可期待。**考虑到 8 月以来主流流域来水转枯，四季度与明年一季度作为传统枯水季，或更加依赖于蓄水情况。根据中国水利网，11 月 1 日长江上游水库群基本完成年度蓄水任务；根据甘孜日报，10 月 25 日，雅砻江中游龙头水库电站两河口水电站，历时 4 年首次蓄满，两河口与下游锦屏一级、二滩水库联合运行，三大水库满水位联合运行蓄能值约 300 亿千瓦时。

**投资策略：分母端仍然是水电股价表现的的决定性因素，关注信用利差企稳信号。**

长期以来，很多投资者将水电公司视为类债资产，并将公司股息率与 10 年期国债收益率对标。但是从实际股价表现来看，信用利差（即 10 年期 AA 级企业债收益率较 10 年期国债收益率的差值）对长江电力股价表现的解释力度更强。

我们将权益折现率分为三部分，分别为无风险收益率、信用债收益率较无风险收益率的利差以及权益折现率较信用债收益率的利差。水电是非常典型的“低协方差”资产，基本面与宏观经济的相关程度非常低，因此权益折现率较信用债的利差较低且相对稳定。但是相比国债，水电可以视为分红金额不固定的超长期信用债，其属性更贴近信用债而非国债，逆序刻度显示的信用利差与长江电力股价走势高度重合。

图表 26：信用利差与长江电力股价走势



资料来源：wind，华源证券研究所

长江电力 7 月以来的股价回调，我们分析主要系信用利差走扩影响。今年上半年信用利差收窄的原因主要系稳定收益型资产荒，而近期走扩或因两个因素，其一是在财政刺激政策预期下，信用债供给可能增加，其二是权益市场回暖带来的债券机会成本提升。我们分析长期来看，随着逆全球化以及人口老龄化，长周期折现率下降仍然是公司最大的机会，长江电力等水电资产具备长期配置价值，但是短期来看，更好的买点需要等待信用利差企稳。

### 1.3. 核电：Q3 业绩分化显著 主因机组检修影响

2024 年前三季度核电公司收入均有所增长，利润出现分化。中国核电 2024 年前三季度收入同比增长 1.6%，归母净利润同比下滑 4.2%，主因核电机组检修时间高于去年，导致核电发电量同比下滑 2.74%，同时新能源装机大幅增长带动前三季度新能源发电量同比增长 48.2% 综合影响；中国广核 2024 年前三季度收入增长 4.1%，归母净利润同比增长 2.9%，主因去年、今年分别投产防城港 3、4 号机组，同时部分机组检修时间少于去年，从而使得前三季度发电量同比增长 4.9%，不过受部分省份市场化交易电价影响，公司结算电价有所下降。

受电价下降和电量波动影响，2024 年前三季度核电公司的毛利率均有所下降，值得强调的是，中国广核前三季度毛利率下降 3.3 个百分点，主因建筑安装业务营收占比增加，该业务的毛利率不到 1%，从而拖累公司整体毛利率；在费用端，中国核电和中国广核前三季度的费用率均有下降，降费增效出现成效，为公司贡献部分利润增长。

**2024Q3 核电公司分化更为明显，中国核电收入利润双降，中国广核收入利润双增。**  
 2024Q3 中国核电收入同比下降 1.3%，归母净利润同比下降 7.1%，主因 Q3 核电发电量下滑 5.5%，机组发电量下滑主因福清核电检修时间较长，海南核电受台风影响降功率；2024Q3 中国广核收入同比增长 11.3%，归母净利润同比增长 4.9%，主因 Q3 公司核电发电量大幅增长 14.7%，机组发电量高增主因台山核电检修时间少于去年，同时防城港 4 号机组上半年投产。

**图表 27：核电公司三季度业绩总结**

	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
	2024 年前三季度	yoy	2024Q3	yoy	2024 年前三季度	yoy	2024Q3	yoy
中国核电	569.9	1.6%	195.5	-1.3%	89.3	-4.2%	30.52	-7.1%
中国广核	622.7	4.1%	228.9	11.3%	99.8	2.9%	28.74	4.9%

资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 28：中国核电核电机组发电量情况（单位：亿千瓦时）**

		发电量				发电量增速			
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 年前三季度	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 前三季度
浙江省	秦山一核	44.42	52.35	51.72	148.49	-17.6%	-1.8%	4.0%	-5.4%
	秦山二核	54.88	54.3	56.58	165.76	-0.8%	-1.3%	2.7%	0.2%
	秦山三核	31.43	26.5	30.64	88.57	3.9%	-0.7%	-0.1%	1.1%
	三门核电	54.21	46.15	52.97	153.33	1.7%	-13.7%	-0.3%	-4.1%
江苏省	江苏核电	127.19	130.45	139.43	397.07	3.9%	17.2%	-1.5%	5.8%
海南省	海南核电	23.39	26.44	22.63	72.46	5.4%	-4.0%	-18.5%	-6.5%
福建省	福清核电	101.22	118.6	110.88	330.7	-10.8%	-4.8%	-17.3%	-11.1%
	合计	436.74	454.79	464.85	1356.38	-3.1%	0.7%	5.5%	-2.7%

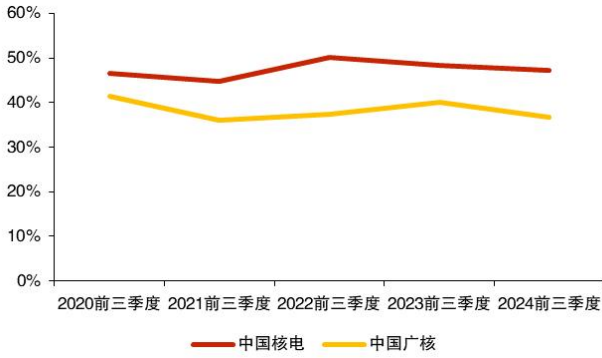
资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 29：中国广核核电机组发电量情况（单位：亿千瓦时）**

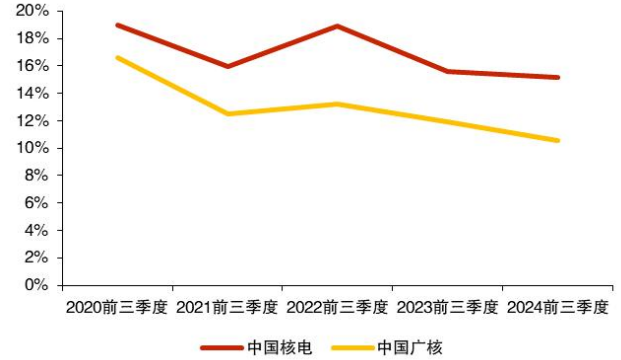
		发电量				发电量增速			
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 年前三季度	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024 前三季度
广东省	大亚湾核电	34.14	24.94	44.51	103.59	-21.3%	-42.5%	3.2%	-20.2%
	岭澳核电	39.68	43.01	43.06	125.75	-5.4%	44.4%	8.7%	13.0%
	岭东核电	37.43	37.63	47.15	122.21	-6.3%	-19.9%	-0.2%	-8.9%
	阳江核电	118.59	141.18	135.72	395.49	-9.7%	2.3%	7.5%	0.0%
	台山核电	66	40.79	66.29	173.08	51.9%	17.2%	90.4%	53.0%
广西省	防城港核电	54.46	76.47	87.87	218.8	7.9%	9.9%	38.0%	19.1%
福建省	宁德核电	71.2	92.91	88.57	252.68	-5.1%	0.9%	-2.3%	-2.0%
辽宁省	红沿河核电	129.31	126.05	133.74	389.1	5.1%	-2.8%	12.5%	4.7%
	合计	550.8	582.98	646.91	1780.69	0.4%	-0.2%	14.7%	4.9%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 30：核电运营商毛利率变化趋势**
**图表 31：核电运营商期间费用率变化趋势**



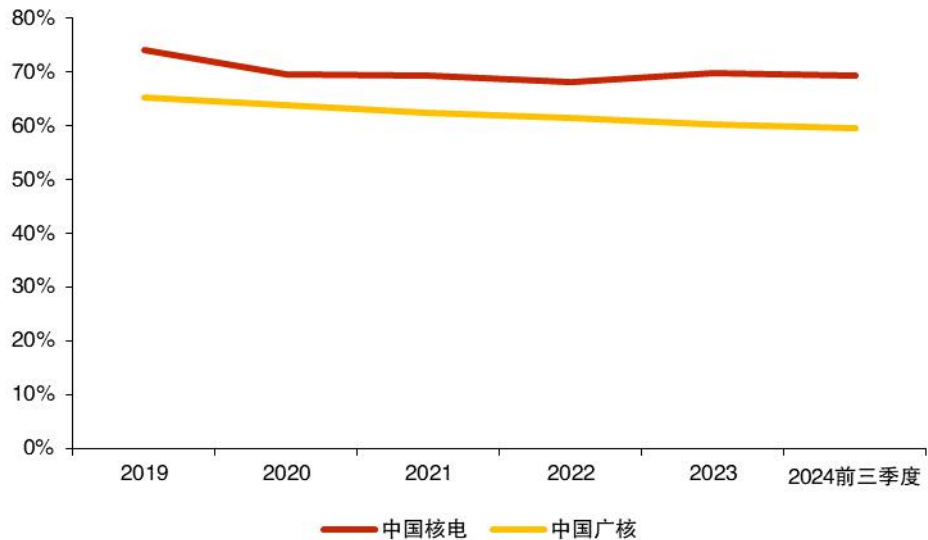
资料来源: wind, 华源证券研究所



资料来源: wind, 华源证券研究所

值得注意的是，核电公司的资产负债率均有所下降。近年来核电公司资产负债率稳中有降，且中国广核的下降幅度更高，主因中国核电新能源装机持续增长，资本开支规模大幅高于中国广核，根据公司公告，2024 年中国核电资本开支计划超 1200 亿元，而中国广核资本开支预计约为 300 亿元。展望未来，当前中国广核 2023 年经营活动现金流净额 331 亿元，高于 2024 年计划资本开支，近似测算的自由现金流已经转正，后续随着装机持续投产，现金流状况将进一步好转，而中国核电当前仍处于高资本开支期，预计到 2027-2028 年前后，随着核电装机大规模投产，中国核电的现金流预计也将好转，为后续提高分红奠定基础。

图表 32: 核电公司资产负债率表现



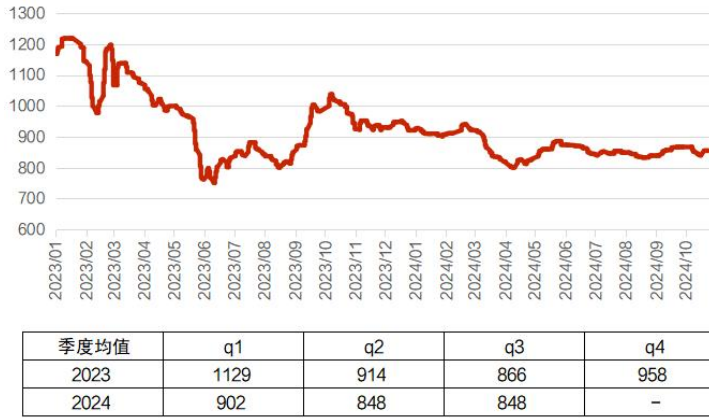
资料来源: wind, 华源证券研究所

#### 1.4. 火电：实质经营略超预期，非经常性处理带来业绩分化

整体而言，三季度煤价、电价基本稳定（轻微波动），火电电量超预期带来实质性经营利润优于市场预期，我们测算，全国性龙头火电企业度电利润达到 3 分，基本达到合理盈利水平，火电企业资产负债表持续修复。但在三季度资产减值、营业外支出等影响下，多个火电

企业表现业绩低于预期，区域间业绩分化。但我们认为，第三季度的非经常性项目处理为四季度减压，当下电力板块的关注重点或许在于明年电价的谈判。而在不确定中寻找相对的确定性即为，长三角明年将延续用电紧张的格局。

图表 33：2023 年初至今秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

**收入端：电价稳定，电量超预期；长三角与新疆用电大增。**

单三季度火电公司收入下降主要系电量电价下降，但电价维持稳定、电量超预期。2024 年火电电价维持稳定，长协电价保证火电企业主要收益，季度间电价微波波动主要系电量带来的容量电价影响。单三季度收入同比下降，主要系电量下滑影响，其中华能国际、华电国际、国电电力单三季度燃煤电量同比分别变动-0.29%、+3.71%、-0.57%，我们认为，火电企业在双碳转型下利用小时数下降为趋势，在装机不变下，电量将会下滑。叠加今年上半年来水偏丰（而三季度意外转枯），剔除装机影响，火电电量在三季度略微下滑实际上超出市场预期（全国火电电量层面，二季度以来，8 月首次转正，9 月单月增速达到 8.9%）。

从地方性上市公司经营数据看，长三角区域四家上市公司（上海电力、申能股份、皖能电力、江苏国信）、天富能源营收较大幅度正增长，或与区域电量需求超预期有关。

图表 34：火电转型企业 2024 年三季度营收情况（单位：亿元）

公司	2023h1	2024h1	yoy	2023q1-3	2024q1-3	yoy	2023q3	2024q3	yoy
华能国际	1260	1188	-5.73%	1913	1844	-3.62%	653	656	0.46%
国电电力	884	858	-2.86%	1377	1339	-2.79%	494	480	-2.68%
华电国际	594	532	-10.54%	907	848	-6.52%	313	316	1.13%
大唐发电	582	583	0.19%	906	910	0.40%	324	327	0.80%
浙能电力	417	402	-3.75%	695	663	-4.62%	278	261	-5.93%
粤电力 A	283	261	-7.98%	452	425	-5.88%	168	164	-2.35%
上海电力	202	201	-0.62%	314	326	3.56%	112	124	11.10%
申能股份	139	137	-1.60%	219	224	2.21%	80	87	8.84%
皖能电力	122	140	14.42%	202	225	11.52%	80	85	7.07%
江苏国信	153	178	16.28%	249	280	12.24%	96	102	5.83%
内蒙华电	111	108	-2.97%	170	166	-2.36%	59	58	-1.22%

天富能源	43	45	5.88%	64	67	5.95%	21	22	6.09%
------	----	----	-------	----	----	-------	----	----	-------

资料来源: wind, 华源证券研究所

根据中电联 10 月 28 日发布的《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增速 7.9%，其中西藏( 14.9%)、安徽( 14.0%)、重庆( 12.3%)、新疆( 12.1%)、云南( 11.8%)、浙江( 10.5%)、湖北( 10.4%)、江苏( 10.3%) 8 个省份增速超过 10%。单三季度看，长三角（江浙沪皖）以及重庆、湖北延续高增速用电需求。用电高增速或与夏季高温以及当地第三产业（互联网及充换电服务业）蓬勃发展有关。

图表 35: 重点省份 2024 年单月用电增速 (单位: %)

	全国	重庆	安徽	湖北	上海	浙江	江苏	新疆	云南
3 月	7.36	5.39	10.16	3.87	7.53	6.70	8.05	17.24	16.14
4 月	6.96	5.15	8.65	4.88	4.27	8.82	7.12	13.53	20.95
5 月	7.22	7.64	13.21	10.16	1.41	7.51	6.52	11.50	23.45
6 月	5.83	3.16	12.26	8.04	-1.32	1.21	5.84	12.11	21.93
7 月	5.69	12.15	10.96	9.01	8.77	9.64	9.78	10.91	12.97
8 月	8.87	19.11	16.26	13.18	15.78	16.32	13.83	5.51	10.27
9 月	8.52	33.58	19.02	18.04	16.06	14.29	13.74	2.49	1.08

资料来源: wind, 华源证券研究所

### 毛利率: 持续改善, 但程度环比收窄。

单三季度火电企业毛利率较上半年略持续改善, 但改善程度有所收窄。火电转型绿电企业营业成本主要与煤炭燃料成本以及新增新能源装机带来的折旧相关。单三季度火电企业毛利率持续改善, 或与三季度为火电旺季电量环比大幅改善有关, 在电价、煤价变动不大的情况下, 摊薄了度电成本, 带来毛利率修复。大唐发电毛利率有所下滑或与三季度来水相关。

值得注意的是, 天富能源在新电价机制下毛利较大幅度改善, 或与新疆煤价有关。新疆作为我国煤炭供应保证基地, 在 2021 年用煤紧缺后持续加大生产量, 近几年原煤产量增速维持在 10% 以上 (2024 年前三季度为 17.4%), 或为疆内火电企业营造较好的用煤环境。

图表 36: 火电转型企业 2024 年三季度毛利率情况 (单位: %)

公司	2023h1	2024h1	变动	2023q1-3	2024q1-3	变动	2023q3	2024q3	变动
华能国际	12.04	15.57	3.54	12.86	16.03	3.17	14.45	16.85	2.40
国电电力	14.02	14.62	0.59	15.09	14.78	-0.31	16.99	15.07	-1.92
华电国际	5.41	8.62	3.21	6.92	9.09	2.17	9.79	9.89	0.10
大唐发电	9.18	15.43	6.26	10.76	14.65	3.89	13.60	13.24	-0.35
浙能电力	6.42	11.03	4.60	10.32	12.47	2.15	16.18	14.69	-1.49
粤电力 A	11.23	13.31	2.08	14.54	13.82	-0.72	20.11	14.62	-5.49
上海电力	23.31	26.22	2.91	23.18	25.25	2.07	22.96	23.69	0.73
江苏国信	6.13	11.86	5.72	9.07	11.68	2.62	13.70	11.39	-2.32
申能股份	15.98	19.46	3.49	17.26	19.36	2.10	19.49	19.18	-0.30
皖能电力	6.28	12.19	5.91	8.03	12.27	4.24	10.72	12.41	1.70
内蒙华电	23.25	23.36	0.11	22.43	22.19	-0.25	20.89	20.01	-0.88

天富能源	18.89	18.44	-0.44	18.83	19.30	0.48	18.70	21.08	2.39
------	-------	-------	-------	-------	-------	------	-------	-------	------

资料来源: wind, 华源证券研究所

### 归母净利润: 实质性超预期, 非经常性处理导致业绩分化。

在上述收入端分析中, 我们明确今年三季度火电电量实质性超预期, 并且电价、煤价较为稳定, 在无非经常影响下, 火电企业业绩实质上超出市场预期。但在国资委加强信息披露以及新一轮碳配额履约结算下, 部分企业再次产生大额减值以及营业外支出, 造成表观业绩承压, **火电企业业绩分化, 并且上海地区火企表现优异**。但我们认为, 三季度计提减值等非经常费用, 或为四季度减负。相较于资产减值等不可控事件, 碳配额支出或许更值得关注。

我们在 2024 年 10 月 22 日发布的第 42 周周报,《发电行业碳配额方案落地 9 月火电风电出力高增》提出, 新一轮配额方案进一步缩减免费配额, 在双碳转型过程中, 拥有大规模、高效低排放的机组或在碳市场中更加受益。**考虑到未来碳配额履约周期的缩短与高频化, 碳排放支出或逐渐成为影响火电企业的“经常性”因素。**

图表 37: 火电转型企业 2024 年三季度归母净利润情况 (单位: 亿元)

公司	2023h1	2024h1	yoy	2023q1-3	2024q1-3	yoy	2023q3	2024q3	yoy
华能国际	63.08	74.54	18.16%	125.64	104.13	-17.12%	62.55	29.59	-52.69%
国电电力	29.88	67.16	124.81%	56.24	91.91	63.41%	26.37	24.75	-6.15%
华电国际	25.82	32.23	24.84%	44.99	51.56	14.63%	19.17	19.33	0.87%
大唐发电	15.17	31.08	104.85%	28.35	44.29	56.22%	13.18	13.21	0.24%
浙能电力	27.79	39.27	41.33%	59.62	67.00	12.37%	31.84	27.73	-12.90%
粤电力 A	8.57	9.03	5.42%	17.27	14.67	-15.04%	8.70	5.64	-35.18%
上海电力	7.88	13.27	68.46%	14.69	24.59	67.34%	6.81	11.32	66.03%
申能股份	18.47	21.91	18.66%	25.03	32.81	31.05%	6.57	10.90	65.91%
皖能电力	5.85	10.71	83.06%	13.05	15.83	21.29%	7.20	5.12	-28.88%
江苏国信	11.19	19.52	74.56%	19.63	29.21	48.78%	8.45	9.68	14.64%
内蒙华电	14.83	17.68	19.17%	21.84	24.69	13.08%	7.00	7.02	0.19%
天富能源	2.43	3.13	28.63%	4.09	4.94	20.90%	1.65	1.81	9.49%

资料来源: wind, 华源证券研究所

### 资产负债率: 当前度电利润较为合理, 火电企业资产负债表持续修复。

根据我们测算, 单三季度主流火电企业度电利润达到 3 分, 其中华能国际燃煤度电利润 (利润总额口径) 达到 3.1 分/千瓦时。在经历 2021-2022 年的巨额亏损后, 主流火电企业资产负债率超过 70% (央企为主), 已经超过国资委红线。2023 年至今在煤价下行周期内, 火电企业现金流以及资产负债率持续改善, 目前几乎都在 70% 以下, 其中中国电力资产负债率超过 70% 主要系其未通过发行永续债降低表观资产负债率。

值得注意的是, 虽然当前主流火电运营高度电利润已经达到较为合理水平, 但是仍然存在部分艰难区域以及大部分未上市而盈利不佳的火电机组。我们认为, 在市场化进程逐步推

进下，边际电价（出清电价）应该由盈利能力相对艰难的机组报价（否则其退出市场），也即是，火电企业或许仍有动力维持当下或寻求更好的利润。

**图表 38：火电转型企业 2024 年三季度资产负债表情况（单位：% ，后三列单位为 pct）**

公司	2021	2022	2023	2024q1	2024q2	2024q3	较 2022 变动	较 2023 变动	环比
华能国际	74.72	74.82	68.33	67.58	68.05	64.34	-10.49	-4.00	-3.71
国电电力	72.06	73.29	73.92	73.47	72.87	72.73	-0.56	-1.19	-0.14
华电国际	66.39	68.45	62.62	60.38	61.30	61.74	-6.71	-0.88	0.44
大唐发电	74.27	74.98	70.90	69.45	69.39	69.63	-5.36	-1.27	0.23
浙能电力	37.97	44.19	45.69	44.25	45.94	43.92	-0.27	-1.77	-2.02
粤电力 A	71.34	78.16	78.96	79.29	79.05	79.01	0.85	0.05	-0.04
上海电力	75.87	72.63	70.01	69.93	70.06	70.03	-2.60	0.03	-0.03
申能股份	57.01	57.55	56.16	54.46	55.10	54.24	-3.32	-1.92	-0.86
皖能电力	58.90	62.44	66.36	65.90	66.68	65.71	3.28	-0.65	-0.97
江苏国信	52.69	53.94	55.62	53.86	52.60	51.52	-2.42	-4.10	-1.08
内蒙华电	53.78	48.67	40.97	38.26	39.82	37.85	-10.83	-3.12	-1.97
天富能源	70.37	71.66	67.98	66.86	67.95	69.67	-1.99	1.68	1.72

资料来源：wind，华源证券研究所

**展望后市：电价政策或将密集出台尚存不确定性，预计冬季全国用电紧平衡，长三角与西南地区用电格局或偏紧。**

电价：从火电运营商今年前三个季度煤电电价走势看，长协电价在煤电电价中起到至关重要的作用，预计四季度煤电电价维持稳定。但展望明年，考虑到当前正值 2025 年中长期电力交易方案政策出台期，结合新能源入市趋势，预计明年中长期与现货市场都将面临部分变化，对其变化程度与广度不得而知，需紧密跟踪各地电力交易方案。

**但我们认为，尽管三季度火电度电利润达到 3 分左右，但全行业仍存较多盈利不佳机组，火电运营商仍有维护电价的意愿。**

电量：根据中电联 10 月底报告，预计四季度迎峰度冬全国整体紧平衡。结合各地区前三季度用电量增速与西南地区来水情况，预计用电增速较高的长三角地区以及来水偏枯的西南地区用电更为紧张。展望明年，2023-2024 年电源装机维持高速增长，或对全国火电利用小时数造成负向影响。

**图表 39：全国 2022-2024q3 装机情况（单位：万千瓦，%）**

	2022	2023	2024q3	2023 年新增	2024 年新增	2023 年增速	2024 年增速
总装机	256405	291965	315976	35560	24011	13.9	14.1
水电	41350	42154	43055	804	901	1.8	2.6
火电	133239	139032	141860	5793	2828	4.1	3.4
核电	5553	5691	5808	138	117	2.4	2.3
风电	36544	44134	47955	7590	3821	20.7	19.8
光伏	39261	60949	77292	21688	16343	55.2	48.3

资料来源：国家能源局，华源证券研究所

从财务数据层面看发展趋势，前三季度较多企业进行减值测试等，预计为四季度火电企业的非经常损益减负。另外，从前三季度各火电企业的报表分析，在前几年巨额亏损产生的递延所得税资产已基本确认，公司所得税率逐步回归正常水平（有所提升）。另外，借助于市场，各火电企业或通过发行类 reits 等工具进行融资，公司归母比例或下降。

## 2. 煤炭行业三季度报回顾：行业分化开始 大=强

### 2.1. 煤炭行业股价走势与核心驱动力解析

按照申万行业分类，动力煤板块共有上市公司 18 家，但是从市值分布来看，截至 2024 年 11 月 1 日，中国神华一家市值占板块总市值的比例达到 50.2%，陕西煤业占比 15.0%、中煤能源占比 10.7%、兖矿能源占比 9.6%，四家合计占比超过板块总市值的 85%，煤炭行业龙头集中特征明显。

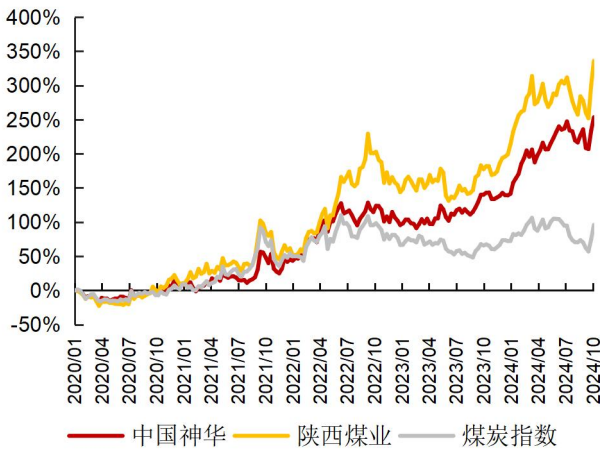
**从股价表现来看，煤炭公司已经完全进入 alpha 时代，煤炭行业整体供需格局或已不再是市场关注焦点。**从图表 40 中可以看出，中国神华、陕西煤业 2020 年至今的股价表现分为泾渭分明的两个阶段，2022 年 7 月之前，两者股价表现与煤炭指数大致相当，而 2022 年 7 月之后，两者走出了独立行情。由此可以推论，两者 2022 年 7 月之前的涨幅，主要由煤炭行业整体 beta 驱动，即双碳战略带来的煤炭供需格局趋紧，煤炭行业整体业绩上台阶。

但是在 2022 年 7 月之后，经过近 2 年的消化（我国做出双碳承诺的时间点为 2020 年 9 月），市场对常规的煤炭供需格局演进已经有较为充分的认知，预期内的事情无法带来股价的超额收益，无论正负。由此我们可以看到图表 41 中的情景，2024 年以来，煤炭指数与沪深 300 走势整体趋同，尤其在 7 月以前，煤价同比无论涨跌，对煤炭指数的相对走势均无影响。

而对于中国神华的超额收益，我们在 10 月 31 日发布的报告《中国神华：何以神华，一个新的思考框架》中，通过多维度对比以及逻辑推理，论证股息率、折现率都不是神华超额收益的原因，我们提出的假说是，非永续资产的估值对久期长度的敏感性极高，而无论是从实体基本面还是从财务报表来看，中国神华对煤炭行业整体需求波动的抵抗能力都远高于行业平均水平，**久期的拉长提升了公司的估值，被动降低了股息率。**核心优势是极低的吨煤开采成本以及精准的地域布局，使其成为了“终端同质化商品中的少数低成本供给”。

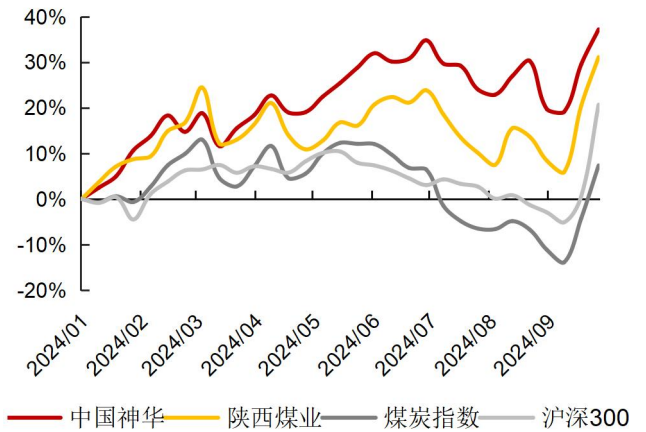
我们认为该逻辑对陕西煤业同样适用，煤炭行业已经彻底进入 alpha 时代，**时间维度的业绩持续性是板块分化的驱动力，而短期业绩的稳定性，是观察时间维度持续性的重要信号。**本次的三季度报则进一步验证了上述逻辑。

图表 40：2020 年至今煤炭龙头公司与煤炭指数涨幅情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 41：2024 年至今煤炭龙头公司与煤炭指数涨幅情况



资料来源：wind，华源证券研究所

## 2.2. 龙头优势愈发明显 稳定性排序约等于市值排序

2024 年三季度单季动力煤板块 18 家上市公司合计归母净利润 351.3 亿元，同比增长 0.8%，前三季度合计归母净利润 1031.8 亿元，同比减少 10.9%。但是从结构来看，三季度行业利润实现正增长，几乎是靠中国神华一己之力实现的，陕西煤业三季度单季归母净利润同比增长 17.1%，主要系上年同期公允价值变动收益为负，今年三季度扣非业绩同比减少 3.7%，但是在行业内部稳定性仍然位居前列。

如果去除因产能扩张而实现利润增长的电投能源、新集能源、淮河能源，煤炭公司 2024 年三季度业绩同比增速排序，与市值排序高度相关，大市值公司的业绩稳定性显著更优。

图表 42：动力煤板块归母净利润情况（亿元，市值日期为 2024 年 11 月 1 日）

市值	2024H1	2024H1 同比	2023Q1-3	2024Q1-3	2024Q1-3 同比	2023Q3	2024Q3	Q3 同比
----	--------	-----------	----------	----------	-------------	--------	--------	-------

中国神华	8,160	295.04	-11.3%	482.69	460.74	-4.5%	149.90	165.70	10.5%
陕西煤业	2,440	105.56	-8.8%	161.80	159.43	-1.5%	46.01	53.87	17.1%
中煤能源	1,747	97.88	-17.3%	166.88	146.14	-12.4%	48.53	48.26	-0.6%
兖矿能源	1,563	75.68	-25.9%	155.25	114.05	-26.5%	53.15	38.37	-27.8%
电投能源	473	29.44	14.0%	35.85	44.00	22.7%	10.02	14.55	45.3%
苏能股份	369	9.45	-35.7%	18.86	12.52	-33.6%	4.17	3.07	-26.2%
山煤国际	266	12.91	-57.8%	39.82	20.82	-47.7%	9.24	7.91	-14.4%
晋控煤业	258	14.36	3.7%	21.64	21.51	-0.6%	7.79	7.14	-8.3%
新集能源	211	11.76	-10.1%	19.21	18.24	-5.0%	6.13	6.49	5.9%
淮河能源	146	5.75	68.5%	5.65	8.42	49.1%	2.24	2.67	19.5%
甘肃能化	146	8.97	-29.9%	15.60	10.32	-33.8%	2.80	1.34	-51.9%
昊华能源	124	8.59	21.3%	10.11	11.19	10.7%	3.03	2.60	-13.9%
恒源煤电	113	7.58	-32.1%	16.33	9.45	-42.2%	5.16	1.86	-63.9%
大有能源	79	-4.90	亏损	1.99	-7.86	亏损	-0.22	-2.96	亏损
物产环能	67	3.60	-33.2%	8.29	5.33	-35.7%	2.91	1.73	-40.4%
郑州煤电	49	0.10	-77.7%	-0.98	0.13	扭亏	-1.45	0.03	扭亏
新大洲 A	32	-0.27	增亏	-0.61	-0.78	增亏	-0.37	-0.51	增亏
安源煤业	25	-1.05	亏损	0.10	-1.86	亏损	-0.43	-0.81	亏损
合计		680.46	-16.0%	1,158.46	1,031.79	-10.9%	348.59	351.33	0.8%

资料来源：wind，华源证券研究所

从毛利率来看，煤炭公司 2024 年三季度毛利率绝对值与市值的相关性不明显，但是从时间维度来看，大市值公司的毛利率稳定性显著更强。**中国神华三季度毛利率反而小幅上行，系业绩增长的主要原因。**

图表 43：动力煤板块毛利率情况（市值日期为 2024 年 11 月 1 日）

	市值	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中国神华	8,160	36.6%	35.9%	35.1%	35.9%	33.7%	32.9%	33.7%
陕西煤业	2,440	39.4%	37.0%	37.3%	37.9%	35.2%	35.3%	34.8%
中煤能源	1,747	25.8%	24.5%	24.3%	25.1%	27.1%	26.0%	25.2%
兖矿能源	1,563	31.5%	31.2%	33.2%	40.6%	29.4%	32.9%	34.6%
电投能源	473	39.5%	34.5%	33.0%	31.8%	44.4%	37.9%	36.5%
苏能股份	369	47.8%	46.7%	45.5%	43.0%	33.8%	35.0%	33.6%
山煤国际	266	46.9%	43.7%	41.2%	39.1%	32.5%	33.9%	34.7%
晋控煤业	258	48.5%	47.3%	46.3%	50.0%	45.4%	45.0%	46.0%
新集能源	211	40.0%	40.0%	40.5%	39.7%	42.0%	41.7%	41.9%
淮河能源	146	5.6%	5.4%	5.3%	6.2%	8.3%	7.3%	7.2%
甘肃能化	146	48.0%	40.3%	35.8%	35.9%	36.6%	33.8%	32.7%
昊华能源	124	55.0%	51.3%	52.1%	52.7%	50.9%	50.7%	48.0%
恒源煤电	113	46.9%	48.7%	49.4%	47.0%	45.0%	42.0%	38.8%
大有能源	79	42.5%	32.2%	27.3%	18.5%	7.6%	14.4%	13.3%
物产环能	67	6.7%	5.8%	5.4%	5.2%	6.9%	5.3%	4.6%
郑州煤电	49	36.7%	32.7%	29.2%	30.6%	27.6%	25.9%	26.5%
新大洲 A	32	36.6%	42.3%	41.9%	45.4%	34.0%	40.6%	33.2%
安源煤业	25	12.0%	9.2%	7.7%	5.9%	1.7%	4.7%	4.1%

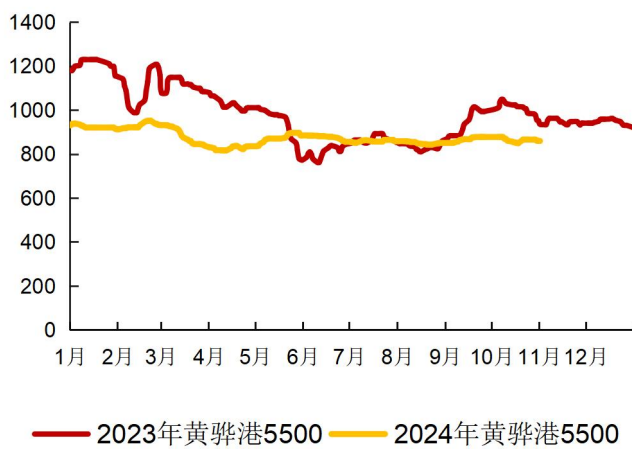
资料来源：wind，华源证券研究所。

**中国神华的业绩稳定性是本身低成本优势（价格安全垫）与一体化布局的双重因素结果。**2024 年以来，我国煤炭价格整体稳定，秦皇岛 5500 大卡动力煤价格长期保持在 850 元/吨上

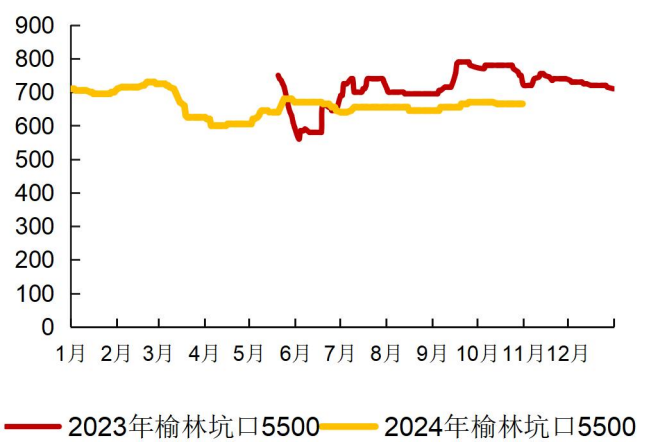
下，相比 2023 年同期波动性显著下降，但是价格绝对值有所回落。然而，对与煤炭公司而言，由于年度长协、月度长协和现货比例不一且条款复杂，煤炭公司综合售价与公开数据中的港口、坑口价格走势略有区别，但是仍然可以从公开数据中窥探一二。

对比黄骅港和榆林坑口 5500 大卡动力煤价格走势，2024 年三季度黄骅港均价为 857.5 元/吨，同比下降 2.15%，而榆林坑口均价为 652.4 元/吨，同比下降 9.4%。港口价格的稳定性显著高于坑口价格，由此可以解释中国神华的业绩稳定性显著更强。但是陕西煤业由于吨煤开采成本也处于行业较低水平，销售策略有更多的回旋余地，业绩稳定性也好于行业均值。

图表 44：黄骅港 5500 大卡动力煤价格（元/吨）



图表 45：榆林坑口 5500 大卡动力煤价格（元/吨）



资料来源：wind，华源证券研究所

资料来源：wind，华源证券研究所

**资产负债率低是业绩稳定性的重要保障，同时，我们强调对煤炭公司估值而言，资产负债率是重要的考量因素。**资产负债率即财务杠杆，在行业处于价格下行期时，高资产负债率将进一步放大业绩的波动，从下表资产负债率对比中可以看出，煤炭行业资产负债率与市值高度负相关，中国神华是煤炭行业资产负债率最低的公司，且同比仍有小幅回落。陕西煤业资产负债率略高于中国神华，但是绝对值仍处于行业较低分位，同比降低约 4 个百分点。

**而且从估值的角度，我们认为应给予资产负债率更高的权重。对于“以久期为最大弹性”的资产，低负债率是最大的安全垫，也是超额收益的保障。**内在逻辑即，现实中的风险往往并非正态分布，小概率利空带来的损失，很可能大于小概率利好带来的收益。对于煤炭行业，储能技术革命性突破，以及双碳政策大幅加速的可能性不能排除，如果资产剩余使用寿命大幅下修，未来自由现金流总额减少，相比权益所有者，债权人是优先保障的，还债是第一位的，权益价值可能直接归零。在经历房地产市场巨震后，市场对此应该并不陌生。

图表 46：煤炭公司资产负债率情况

市值（亿元）	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

中国神华	8,160	24.9%	31.8%	24.7%	24.1%	23.6%	29.8%	24.1%
陕西煤业	2,440	32.9%	39.7%	38.2%	36.0%	34.0%	35.4%	34.3%
中煤能源	1,747	49.9%	49.9%	47.8%	47.7%	46.1%	48.0%	47.1%
兖矿能源	1,563	55.3%	61.8%	69.5%	66.6%	65.2%	65.6%	64.2%
电投能源	473	32.2%	31.5%	33.4%	29.3%	29.3%	28.8%	28.3%
苏能股份	369	52.7%	53.9%	51.6%	53.2%	52.6%	54.9%	54.3%
山煤国际	266	53.1%	53.0%	50.7%	49.5%	50.6%	51.6%	53.2%
晋控煤业	258	47.0%	45.4%	37.5%	35.3%	33.2%	33.5%	30.0%
新集能源	211	61.4%	59.5%	58.4%	59.2%	59.3%	60.0%	60.4%
淮河能源	146	36.9%	36.2%	35.2%	47.5%	47.5%	46.2%	43.5%
甘肃能化	146	47.3%	48.4%	47.5%	46.7%	45.1%	44.5%	45.5%
昊华能源	124	52.2%	52.4%	52.3%	51.4%	48.1%	48.7%	48.8%
恒源煤电	113	40.0%	42.4%	41.0%	40.3%	38.8%	40.0%	38.7%
大有能源	79	60.7%	64.3%	62.9%	64.7%	65.6%	68.3%	68.9%
物产环能	67	43.8%	50.1%	47.5%	40.8%	45.1%	48.7%	51.4%
郑州煤电	49	79.9%	79.5%	79.8%	78.9%	78.8%	78.9%	79.2%
新大洲 A	32	66.0%	65.2%	65.3%	61.2%	60.3%	58.3%	60.4%
安源煤业	25	94.0%	94.1%	94.7%	95.5%	95.5%	96.1%	97.2%

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 市值日期为 2024 年 11 月 1 日。

大市值公司在现金流层面的稳定性也显著占优，现金流与净利润的匹配度是公司议价能力及产业链地位的反映。以经营性现金流量净额/净利润作为衡量公司创造现金流能力的指标，可以看到，无论是绝对值还是稳定性，中国神华、陕西能源等大市值公司都显著占优。淮河能源、甘肃能化等三季度绝对值更高的公司，稳定性略差（此外，淮河能源由于煤电业务较多，导致资产相对更重，折旧占比更高）。

图表 47: 煤炭公司经营性现金流量净额/净利润情况（去除亏损公司）

	市值 (亿元)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中国神华	8,160	1.37	0.98	1.61	1.12	1.53	1.51	1.61
陕西煤业	2,440	0.80	0.97	1.46	1.19	0.95	1.27	1.70
中煤能源	1,747	1.18	0.95	1.85	3.66	0.51	1.86	1.75
兖矿能源	1,563	1.24	0.01	1.28	-0.45	1.01	1.30	0.98
电投能源	473	0.78	1.98	1.81	1.26	0.62	2.06	1.89
苏能股份	369	1.05	0.76	3.61	0.16	1.61	1.77	3.12
山煤国际	266	0.46	0.78	1.50	1.76	0.00	2.59	0.99
晋控煤业	258	1.90	1.62	1.27	0.89	1.08	1.51	1.14
新集能源	211	1.11	1.64	1.95	1.50	1.48	1.24	1.07
淮河能源	146	-1.87	1.80	2.13	1.60	2.82	1.02	2.61
甘肃能化	146	0.48	0.64	4.54	-0.55	-0.57	1.70	3.83
昊华能源	124	1.92	1.09	3.02	3.03	2.02	1.99	2.48
恒源煤电	113	1.79	1.93	1.28	2.13	1.55	0.90	1.89

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 市值日期为 2024 年 11 月 1 日。

## 2.3. 煤炭行业投资策略：业绩稳定性与信号验证

我们认为煤炭板块三季度业绩初步验证了我们在深度报告《中国神华：何以神华，一个新的思考框架》中提出的逻辑，即吨煤开采成本将是未来煤炭板块业绩分化的核心因素。对于估值而言，时间维度的业绩持续性比短期的业绩稳定性更重要，但是短期的业绩稳定性是观察时间维度业绩持续性的重要线索。

中国神华 2024 年三季度吨煤开采成本继续下降，是公司业绩超预期的主要原因。我们认为该信号值得重视，需要进一步观察是短期扰动还是长期成本下台阶，成本优势或进一步拓宽公司的护城河，提升估值。同时，考虑到 2024 年以来煤炭板块整体走势与沪深 300 重合度较高，煤炭价格同比下降并未带来超额收益，由此我们认为市场对煤炭行业整体供需格局的认知已经较为充分，煤炭行业中长期需求可能下行，已然是市场预期的基准情景。

但是在行业整体需求预期较为充分的背景下，板块内部仍有可能出现深度分化，我们认为“终端同质化商品中的少数低成本供给”，是煤炭龙头公司维持竞争力的最主要因素，一体化布局更多是辅助作用，一定程度上拓宽了护城河。基于上述逻辑，**我们重点推荐中国神华，建议关注陕西煤业。**

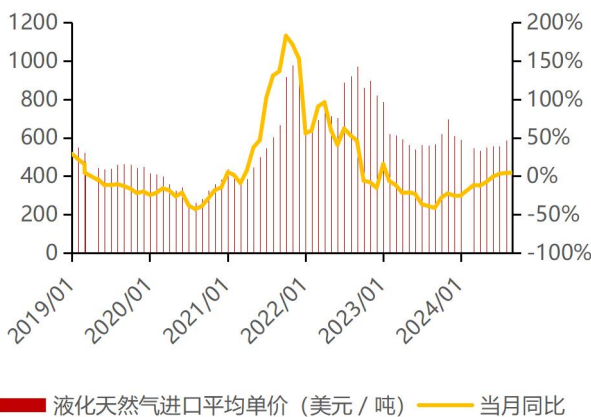
### 3. 燃气：天然气消费量稳增长 业绩存在规模与区域分化

**全国天然气消费量稳步增长，经济复苏预期下，燃气企业盈利基本盘有望得到更强支撑。**

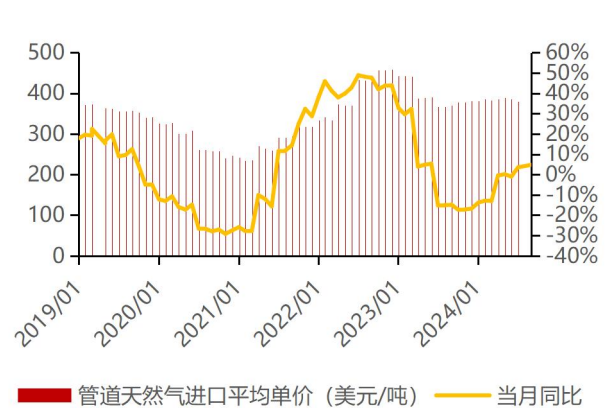
2024年1~9月，全国天然气表观消费量3183.7亿立方米，同比增长9.9%，较2023年同期增速(+7%)进一步提高。单月来看，7/8/9月天然气消费量同比分别增长7.7%/8.2%/12.8%。对于城燃企业而言，作为典型的公用事业，随着城燃管网等基础设施建设步入成熟期，售气规模一方面决定着以管网为核心的净资产收益率，同时在较大程度上决定了盈利规模天花板。在我国出台系列经济刺激政策大背景下，经济复苏有望刺激能源及天然气消费量进一步增长，扩大城燃企业盈利基本盘。

**成本端来看，上半年天然气价格相对友好，但三季度价格向上。**价格方面，2024年1~9月，国内管道气进口平均均价同比下降7.14%，液化天然气进口平均单价同比下降3.49%。三季度以来，受季节性用气量增长及供给端不确定性事件因素影响，价格有所上升：7/8/9月管道天然气进口平均单价同比分别-1.03%/+3.51%/4.78%，2024年7/8/9月液化天然气进口平均单价同比分别+2.99%/+4.12%/+3.80%。

图表 48：液化天然气进口平均单价（美元/吨）



图表 49：管道天然气进口平均单价（美元/吨）



资料来源：wind，海关总署，华源证券研究

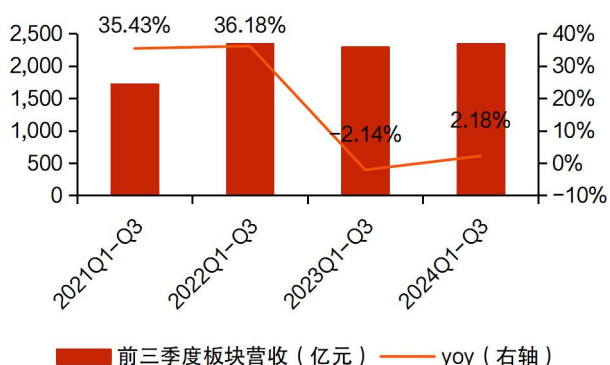
资料来源：wind，海关总署，华源证券研究。注：以海关总署公布的管道天然气进口金额/进口量计算。

按照申万行业分类，燃气板块共32只标的，剔除三只ST股、重复出现的国新能源B股、以及以装备制造为主的特瑞斯，以27只涉及燃气上游资源开发、中游运输、下游分销作为代表、对整体业绩进行回顾：

**营收小幅增长，归母净利润增速超过营收增速，毛利率同比及环比略有下滑，资产负债率处于下降通道中。**整体来看，2024前三季度燃气板块营收同比增长2.18%，归母净利润同比增长7.50%。单独第三季度来看，Q3营收同比增长3.08%，归母净利润同比9.06%，保持稳健增长。从盈利能力看，Q3毛利率同比下滑0.88pp，环比下滑2.45pp。此外，资本结构方面，近年来板块资产负债率稳步下降，板块内27只标的中，18只资产负债率同比下

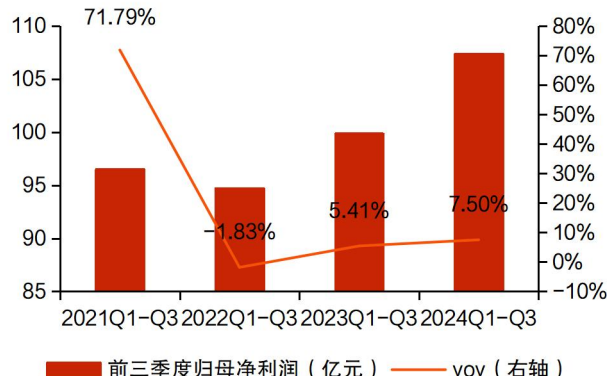
滑，所有标的资产负债率平均下滑 1.29pp，我们认为与城燃公司进入成熟阶段、资本开支减少及自由现金流持续转好有关。

图表 50：燃气板块前三季度营收及增速情况



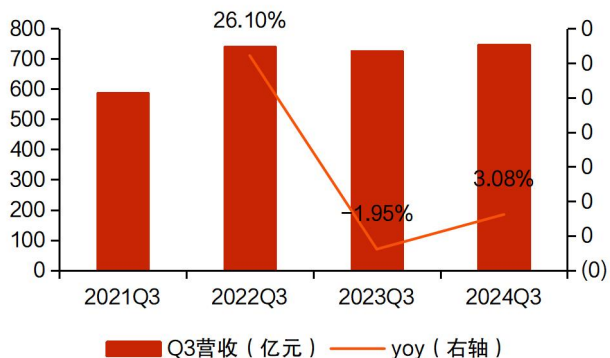
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 51：燃气板块前三季度归母净利润及增速情况



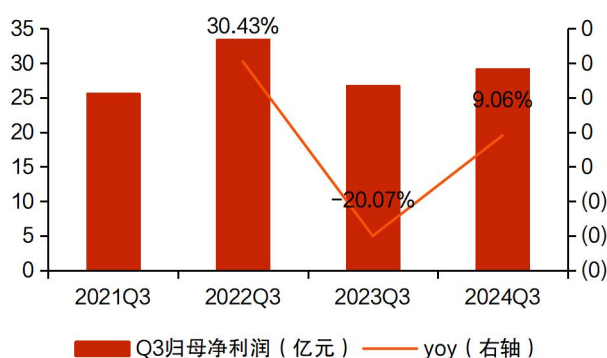
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 52：燃气板块 Q3 营收及增速情况



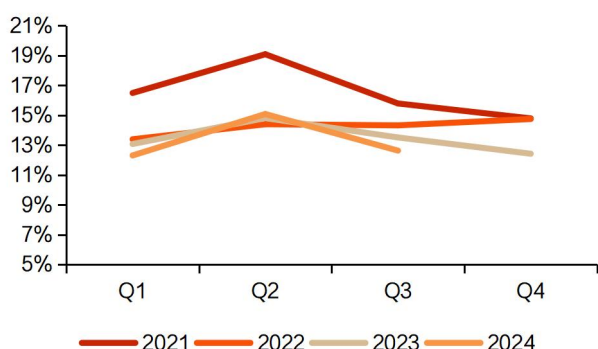
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 53：燃气板块 Q3 归母净利润及增速情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 54：2021-2024 燃气板块分季度销售毛利率



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 55：燃气板块平均资产负债率 (%)



资料来源：wind，华源证券研究所

为清晰了解不同业务环节重点企业业绩情况，我们选取前三季度归母净利润规模在 2 亿元以上企业，分类进行业绩回顾：

**图表 56：2024 年前三季度重点燃气企业收入及归母净利润（亿元）**

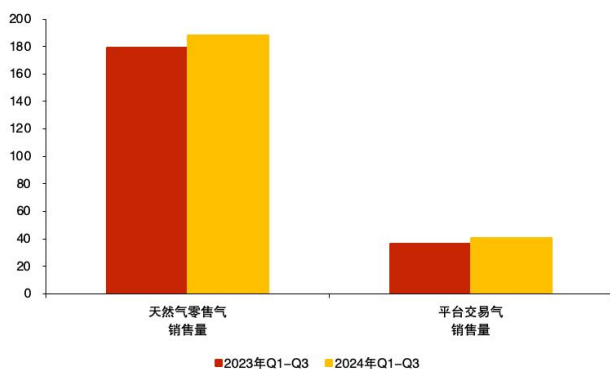
股票简称	营业收入				归母净利润			
	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY
新奥股份	317.64	10.4%	987.8	2.9%	9.62	6.9%	34.9	12.5%
九丰能源	57.81	-31.9%	170.5	-12.7%	4.29	2.4%	15.3	35.7%
深圳燃气	69.60	-12.7%	207.4	-10.6%	3.18	-30.3%	10.6	-4.5%
新天然气	10.13	42.7%	29.6	16.7%	2.77	43.8%	8.8	30.3%
陕天然气	13.93	16.0%	61.1	20.4%	0.04	106.7%	5.2	70.6%
佛燃能源	81.77	23.9%	223.0	26.1%	1.74	7.6%	4.6	6.2%
蓝天燃气	9.61	-4.1%	35.8	0.9%	1.10	-32.5%	4.5	-9.7%
成都燃气	10.82	8.6%	38.1	2.8%	1.46	46.0%	4.2	-4.3%
皖天然气	13.27	-4.2%	42.5	-8.0%	0.93	-22.7%	2.8	-6.0%
重庆燃气	22.00	0.1%	71.7	0.1%	1.16	8.5%	2.6	-3.5%

资料来源：wind，华源证券研究所

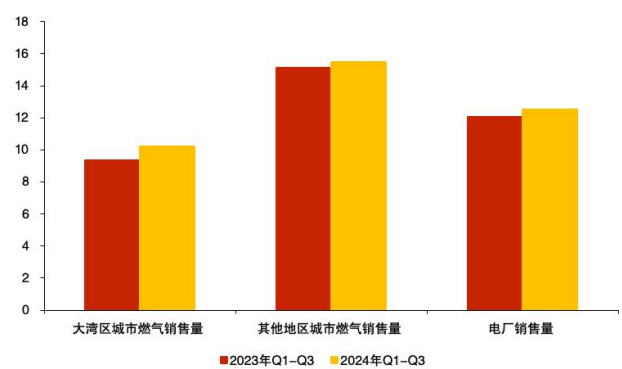
上述 10 家规模较大企业中，新奥股份、深圳燃气、佛燃能源、成都燃气、重庆燃气以城燃下游分销为主；陕天然气、蓝天燃气、皖天然气则同时兼具中游管输及下游城燃业务；新天然气同时从事上游资源开发及下游城燃业务；九丰能源则主要从事 LNG/LPG 业务。下面就上述重点标的分别回顾其业绩。

### （一）下游城燃分销

**大型城燃业绩更加稳定，售气量稳增。**新奥股份为全国性地城燃公司，Q3 零售气量保持 5.5% 增速，尽管 Q3 毛利率同比下滑 2.3pp，但在气量增长带动下，公司 Q3 营收和归母净利润维持 10.4% 及 +6.9% 增速。**深圳燃气**除覆盖本地城燃及电厂外，亦覆盖华南部分区域城燃业务，其前三季度管道气销售量增速较上半年有所放缓，主因 Q3 大湾区以外地区城燃销气量下滑 8.03% 有所拖累，但在深圳地区电厂售气量同比增长 10.98% 支撑下，Q3 售气量同比录得 +1.44% 增长，城燃主业较为稳健；业绩不佳主要受其光伏胶膜及智慧服务板块下滑所致。

**图表 57：新奥股份前三季度售气量（亿立方米）**


资料来源：wind，华源证券研究所

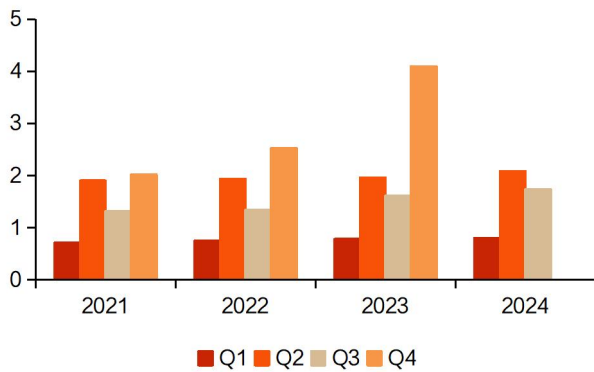
**图表 58：深圳燃气前三季度售气量（亿立方米）**


资料来源：wind，华源证券研究所

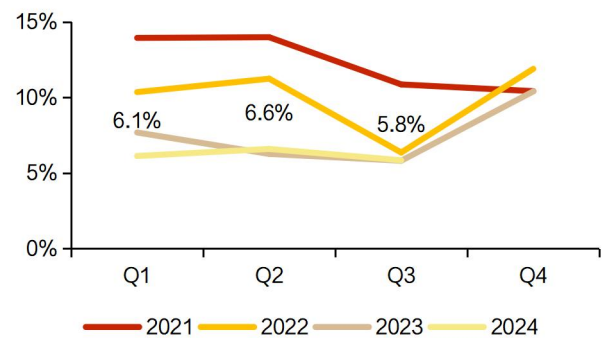
**地方性燃气企业受下游用户结构、地方价格政策、其他业务短期扰动影响较大。**

**佛燃能源：**佛燃能源下游用户以广东地区工商业用户为主，售价下降导致燃气业务营收有所下降；但受益于地理位置、可借助 LNG 接收站等发展供应链业务，2024 前三季度公司供应链收入规模同比大幅增长 99.4%，带动业绩稳中有增：Q3 营收及归母净利润同比分别增长 23.9%和 7.6%。但因售气价格下降及低毛利的供应链业务占比提升，Q3 毛利率同比不变但环比下降 0.8pp。

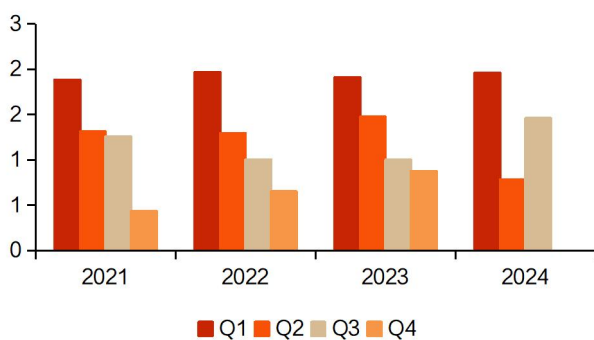
**成都燃气：**下游用户以居民为主，二季度时受成本端上涨影响业绩同比下滑 47%，Q2 毛利率下滑 3.6pp 在一定程度上反映了成本端问题，或主因居民端顺价不畅所致。三季度以来，受销气量同比增加、以及接驳收入和综合能源收入增加影响，Q3 归母净利润同比增长 46%，毛利率同比增长 2.9pp、环比增长 4.2pp，预计主因高毛利的接驳及综合能源业务所致。

**图表 59：佛燃能源单季度净利润（亿元）变化情况**


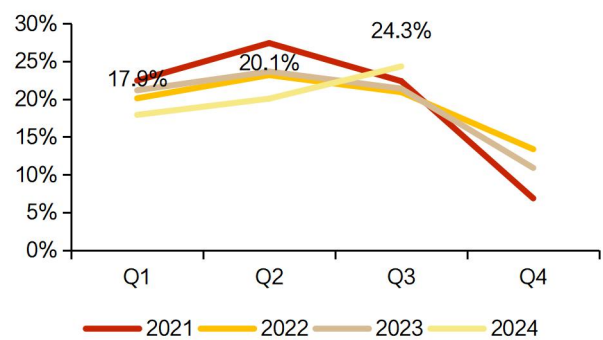
资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 60：佛燃能源单季度毛利率（%）**


资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 61：成都燃气单季度净利润（亿元）变化情况**


资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 62：成都燃气单季度毛利率（%）**


资料来源：wind，华源证券研究所

**下游城燃企业资本性支出规模同比呈下滑趋势。**值得注意的是，2024 年前三季度上述城燃企业资本开支均有所收缩，我们认为一方面与城燃公司步入成熟期、资本开支需求减弱有关，另一方面当前经济预期尚未转好、城燃公司或在放缓项目并购或新业务拓展方面的脚步。

图表 63：下游城燃重点企业资本性支出（亿元）

股票简称	资本性支出（亿元）					
	22Q1-Q3	YOY	23Q1-Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY
新奥股份	58.61	-3.1%	62.67	6.9%	55.25	-11.8%
深圳燃气	12.09	47.9%	28.84	138.5%	23.55	-18.3%
佛燃能源	7.45	-19.4%	6.46	-13.2%	5.44	-15.9%
成都燃气	1.37	-7.4%	1.01	-26.5%	1.00	-0.5%
重庆燃气	3.60	5.2%	4.29	19.4%	4.10	-4.5%

资料来源：wind，华源证券研究

## （二）中游运输企业

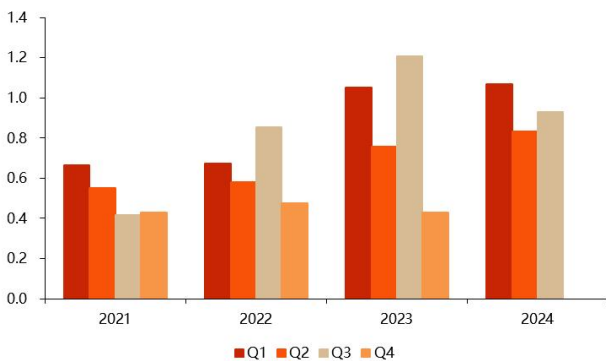
**管输业务盈利稳定，但城燃业务短期受顺价等因素影响拖累业绩。**皖天然气、蓝天燃气、陕天然气分别是安徽、河南、陕西的主要天然气公司，且均从事中游管输+下游城燃分销业务。从经营特征看，管输业务受管输价格及售气规模影响较大，管输三年一核定机制下，价格完成核定后短期毛利率在输售气规模拉动下呈稳定或小幅上升态势；而城燃则购气价差及售气规模影响，下游用户气量及价格因素对短期扰动较大。

**皖天然气：**公司是安徽省级天然气平台公司，长输管网规模占全省 55%。Q3 营收及归母净利润同比分别下滑 4.2%和 22.7%，考虑到 2024 年 1-8 月安徽省天然气消费量仍维持 21.7%增速，上述业绩不及我们预期。从上半年业绩来看，在输售气规模增长 25%左右情况下，2024 年管输价格下调并未导致管输毛利下滑、且 24H1 管输毛利率略有上升，因此我们预计三季度业绩偏差或主要与下游城燃工商业用户气量/价格下降有关。

**蓝天燃气：**河南省内民营燃气企业，运营省内多条长输管线及城燃终端项目。Q3 营收及归母净利润同比分别下滑 4.1%和 32.5%。根据公司公告，顺价不畅导致居民售气同比下降、同时淡季对工商业用户价格打折导致工商业售气毛利同比下降。

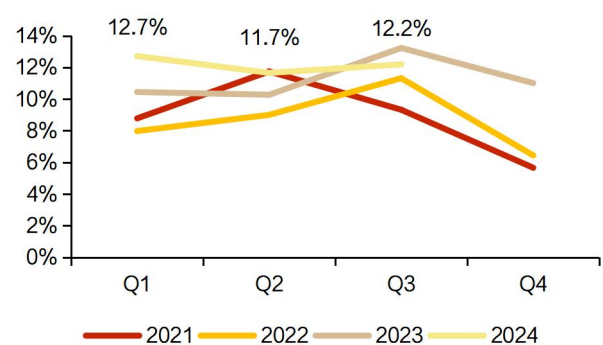
**陕天然气：**公司 Q3 营收增长 16.0%、归母净利润(0.04 亿元)实现扭亏(去年同期-0.61 亿元)。分季度看，公司业绩主要体现在一季度和四季度，二三季度属于淡季。根据公司公告，业绩同比扭亏主因上游资源供应增加带动输气量增加所致。

图表 64：皖天然气单季度归母净利润（亿元）变化情况



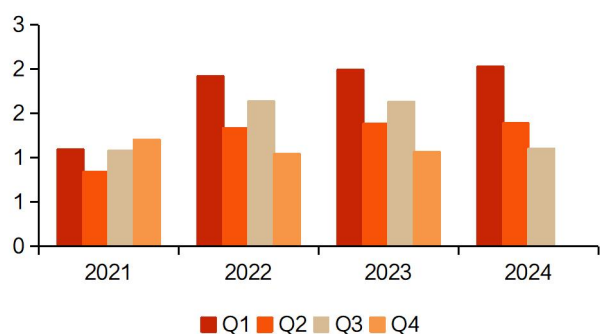
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 65：皖天然气单季度毛利率（%）



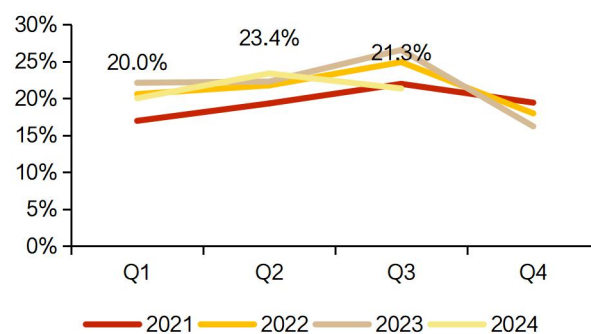
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 66: 蓝天燃气单季度归母净利润 (亿元) 变化情况



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 67: 蓝天燃气单季度毛利率 (%) 变化

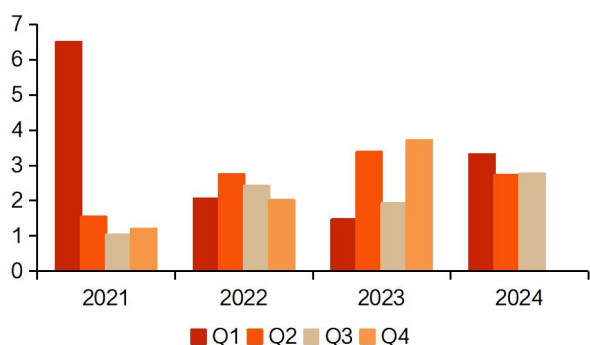


资料来源: wind, 华源证券研究所

### (三) 上游资源型燃气企业

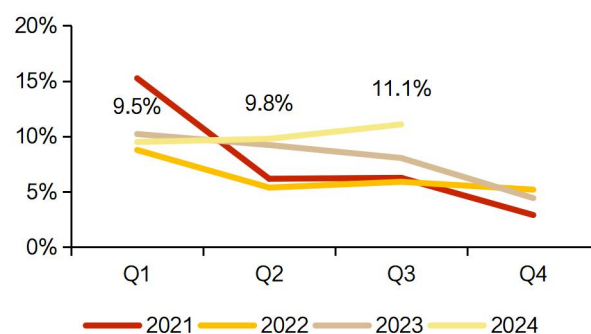
**价格因素压制毛利率, 产能释放带动业绩增长。**其中, **新天然气**从事经营煤层气开采及新疆城燃业务, 随着潘庄区块稳产及马必区块快速上产, 尽管毛利率有所下滑, 但其销售收入与归母净利润保持同步增长。**九丰能源**主要布局华南工商业大客户的 LNG 供应业务, 顺价能力较优, Q3 归母净利润增速放缓或与工商业价格降低有关, 此外汇兑损失亦有一定影响。

图表 68: 新天然气单季度归母净利润 (亿元) 变化情况



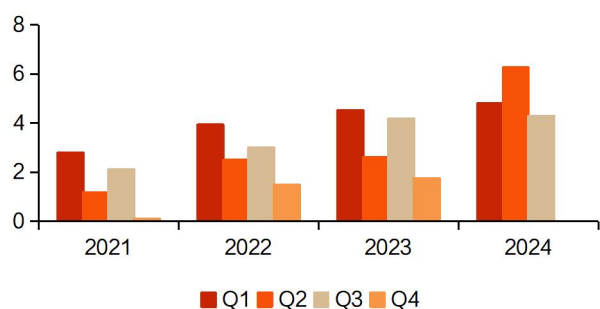
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 69: 新天然气单季度毛利率 (%) 变化



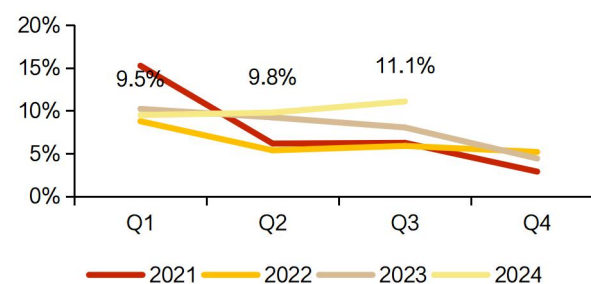
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 70: 九丰能源单季度归母净利润 (亿元) 变化情况



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 71: 九丰能源单季度毛利率 (%) 变化



资料来源: wind, 华源证券研究所

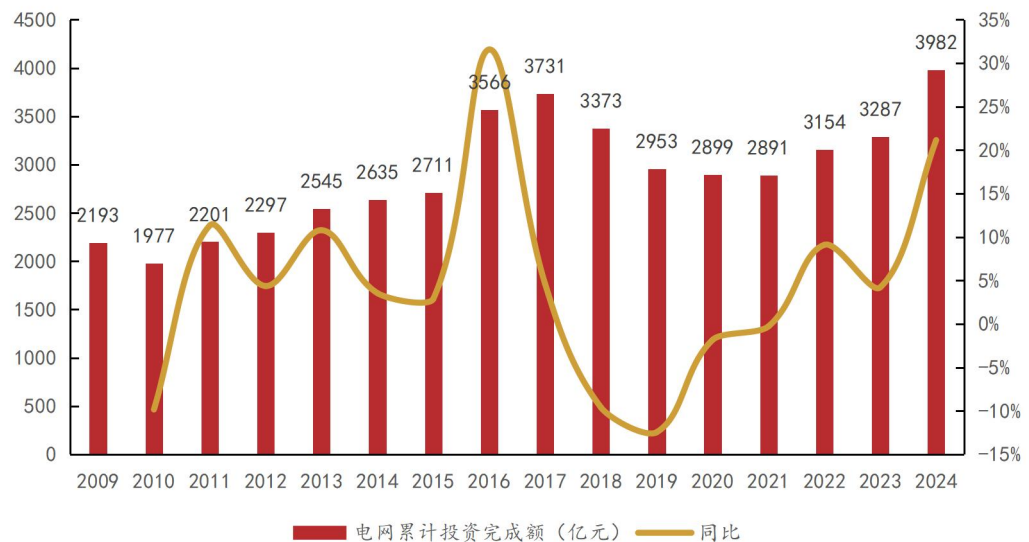
**投资分析意见：**考虑到燃气企业业绩受上游气源成本、下游用户结构、价格政策等多种因素影响，不同企业面临情况存在一定差异。1) **城燃分销：**全国天然气消费量稳步增长，大型城燃企业依托较大体量的用户规模可抵御局部气量不佳带来的业绩扰动，建议关注**新奥股份、华润燃气**；2) **中游输运：**推荐**皖天然气**，业绩兼具稳定性与一定弹性，今年已完成管输价格调整，安徽省天然气消费量高增，短期因素不改长期业绩稳增预期；顺价政策下芜湖、合肥分别于9月和10月上调燃气价格，城燃板块业绩有望释放正向弹性。

## 4. 电力设备：一次设备业绩突出 电源设备盈利能力触底反弹

截止目前 A 股所有公司三季报已经发布完毕，本周对电网设备及电源设备各公司三季度经营情况进行回顾。

**特高压投资推高电网整体投资额。**从行业层面来看，今年前三季度，根据中电联数据，我国电网累计投资完成额达 3982 亿元，同比增长达 21.14%。今年国网计划投资额将超过 6000 亿元（国网口径与中电联口径不同），较 2023 年新增超 700 亿元。今年电网投资高速增长主要得益于特高压提速，2023 年金上一湖北、陇东—山东、宁夏—湖南、哈密—重庆等 4 条特高压陆续开工并于今年进入建设高峰期，对投资额有较大拉动。今年以来，陕北—安徽及甘肃—浙江两条直流特高压先后核准开工，预计对电网投资额也将有进一步拉动。

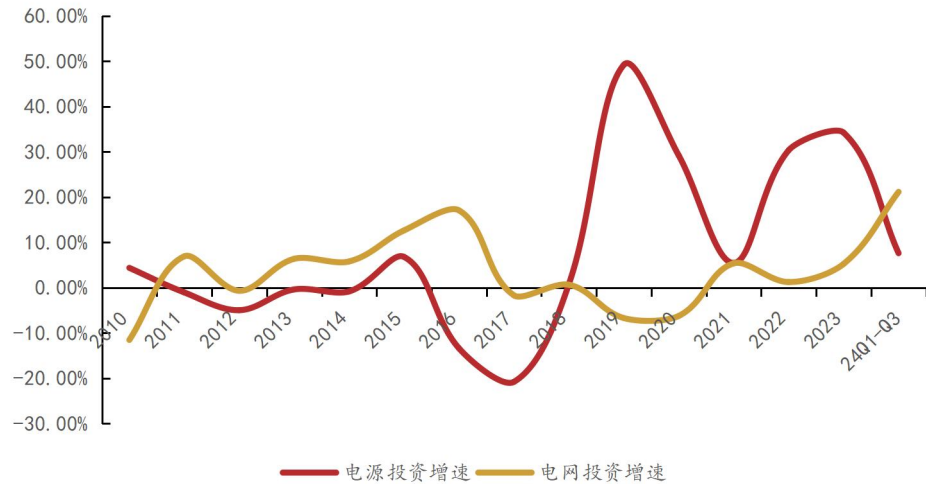
图表 72：2009—2024 年前三季度电网累计投资完成额及同比增速（亿元）



资料来源：中电联，华源证券研究所

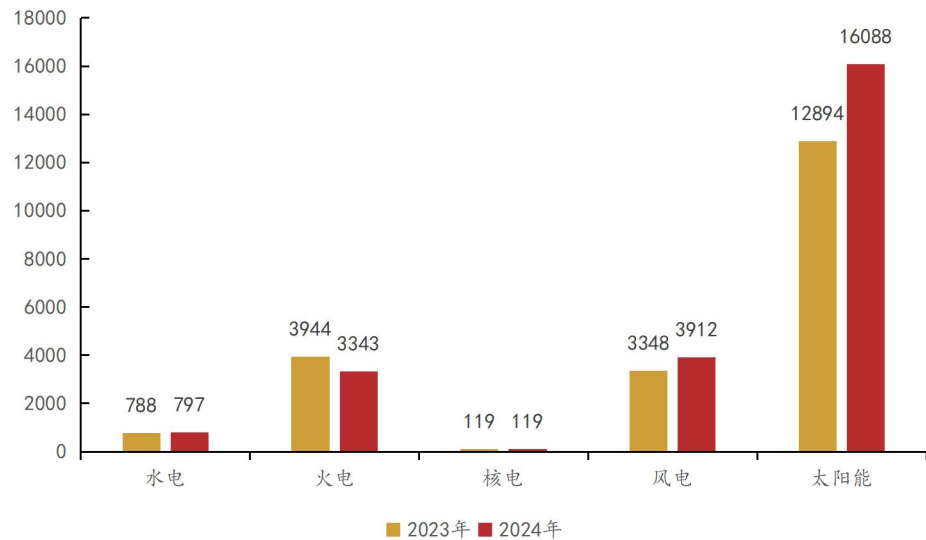
**电源投资放缓，火电新增装机明显下滑。**电源方面，前三季度电源投资完成额 5959 亿元，同比增长 7.6%，自 2018 年以来，每年电源投资增速均大于电网，今年两者增速出现剪刀差。装机量方面，火电新增装机 3343 万千瓦，同比下降 601 万千瓦，有明显下滑。其他电源均持平或有不同程度增加，其中水电 797 万千瓦（同比增加 9 万千瓦）、核电 119 万千瓦（同比持平）、风电 3912 万千瓦（同比增加 564 万千瓦）、太阳能 16088 万千瓦（同比增加 3194 万千瓦）。

图表 73：2010 年至今电源投资与电网投资增速对比



资料来源：中电联，华源证券研究所

图表 74：2023、2024 年前三季度各电源类型新增装机（万千瓦）



资料来源：国家能源局，华源证券研究所

### （一）电网一次设备

受此影响，前三季度来看，电网一次设备公司均取得了接近于行业平均水平的营收增长。一次设备公司中，除许继电气营收同比下滑（主要原因是公司低毛利率的新能源集成业务大幅缩减），其余公司均取得了增长。中国西电、平高电气的营收增长较慢，我们分析主要与当前开工的特高压项目均处于项目前中期，设备尚未大规模交付有关。思源电气、华明装备业务中特高压占比较小，整体增速与行业增速较为一致。

图表 75：2024 年前三季度主要电网一次设备公司营业收入及归母净利润（亿元）

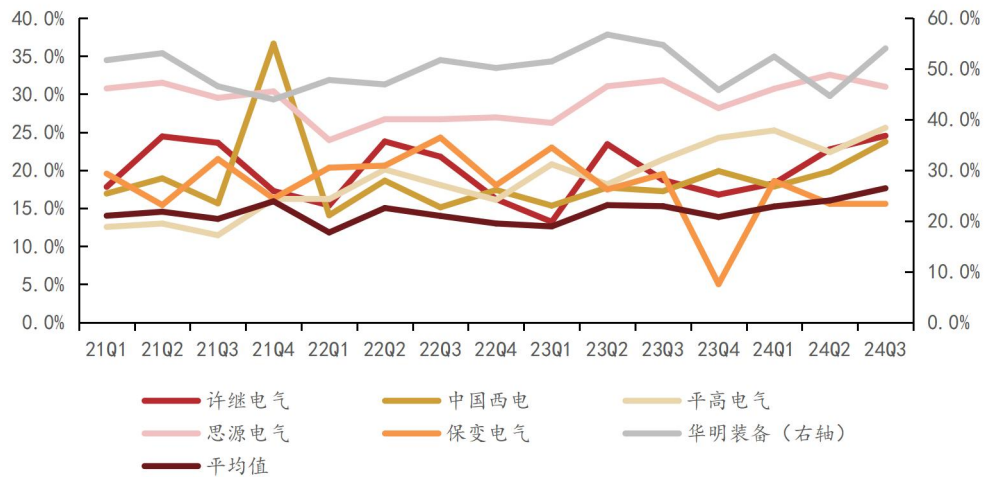
股票简称	营业收入				归母净利润			
	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY

许继电气	27.50	-24.2%	95.86	-11.5%	2.67	10.6%	8.95	10.4%
中国西电	48.78	4.3%	151.62	6.9%	3.34	200.0%	7.87	45.3%
平高电气	28.43	8.4%	78.85	5.9%	3.23	47.7%	8.57	55.1%
思源电气	42.41	29.4%	104.07	21.3%	6.04	34.9%	14.91	29.9%
华明装备	5.78	6.0%	16.99	16.8%	1.79	4.0%	4.94	7.5%
保变电气	13.11	69.8%	31.73	54.9%	0.62	扭亏为盈	0.84	扭亏为盈

资料来源: Wind, 华源证券研究

利润方面,除华明装备外,主要一次设备公司归母净利润增速均明显高于收入增速,这与一次设备毛利率水平持续改善有一定关系。从21Q1至今每个季度情况来看,一次设备公司毛利率整体呈现改善趋势。其中许继电气、平高电气均创下21Q1至今最高单季度毛利率水平,6家公司平均毛利率也为21Q1至今最高。毛利率水平改善或与行业整体景气度向上且一次设备龙头公司技术实力较强、竞争格局稳固有关。预计随着电网投资继续增加,相关公司毛利率及净利率水平都有望继续改善。

图表 76: 21Q1—24Q3 主要电网一次及智能电表公司毛利率情况



资料来源: wind, 华源证券研究所

## (二) 电网二次设备

二次设备公司营收及利润增速均与行业整体增速近似。二次及智能电表公司前三季度营收区间在13%—26%之间,与电网投资整体增速相近。除东方电子外,各公司利润增速均小幅小于营收增速。各公司毛利率来看,海兴电力、三星医疗单季度毛利率均创下近年来最高值,但三星医疗24Q3公允价值变动损益下滑影响了其归母净利润表现。去年下半年开始二次设备中标价格出现一定程度下滑可能是影响各公司毛利率表现的原因之一。

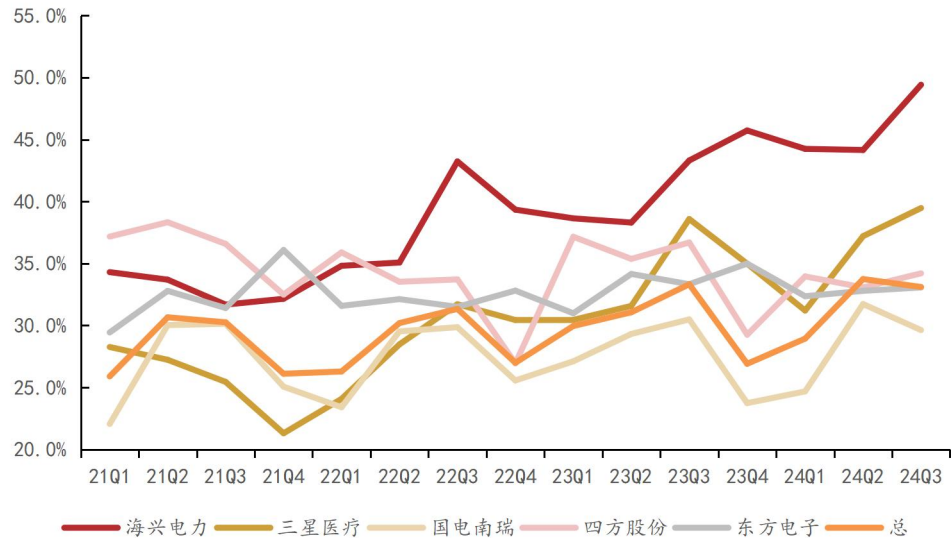
图表 77: 2024 年前三季度主要电网二次及智能电表公司营业收入及归母净利润(亿元)

股票简称	营业收入				归母净利润			
	24Q3	YOY	24Q1-3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-3	YOY

海兴电力	11.55	16.1%	34.10	18.7%	2.58	11.5%	7.91	18.3%
三星医疗	34.36	23.2%	104.34	25.1%	6.66	7.4%	18.16	21.9%
国电南瑞	121.99	18.2%	323.13	13.0%	17.64	6.3%	44.73	7.5%
四方股份	16.16	18.2%	50.93	20.2%	1.86	11.7%	6.09	16.8%
东方电子	18.12	14.6%	46.31	13.0%	1.68	18.5%	4.21	22.3%

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 78：21Q1—24Q3 主要电网二次及智能电表公司毛利率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

### （三）电力信息化

**电力信息化公司营收和利润表现较为一般。**其中国网信通、朗新集团业务以电网为主，整体收入增速均低于行业整体增速，我们分析与当前电网投资以特高压为主有关，两家公司的归母净利润也出现了一定程度下滑。理工能科收入下滑与其环保业务缩减有关，但因为环保业务利润率水平较低因此利润增速远高于收入增速，Q3 的收入确认节奏问题导致其三季度收入和利润出现一定程度下滑。国能日新业务以发电侧功率预测为主，前三季度收入增速 18.2%与新能源投资增速相仿（前三季度全国新能源新增装机 2 亿千瓦，同比+23.1%），利润增速较低主要受股权激励费用影响。

图表 79：2024 年前三季度主要电网信息化公司营业收入及归母净利润（亿元）

股票简称	营业收入				归母净利润			
	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-Q3	YOY
国网信通	10.65	-4.4%	37.47	-4.9%	0.66	-29.3%	2.98	-13.0%
理工能科	2.07	-23.0%	6.11	0.3%	0.44	-30.4%	1.87	39.4%
国能日新	1.41	17.3%	3.65	18.2%	0.19	-0.9%	0.53	2.7%
朗新集团	11.51	5.4%	26.99	3.8%	1.23	3.8%	1.60	-21.8%

资料来源：Wind，华源证券研究

#### (四) 电源设备

三大主机厂中仅东方电气、上海电气发布三季度业绩。今年前三季度全国火电、水电、核电等传统电源新增装机 4259 万千瓦，同比下滑 12.2%，两家公司收入角度也呈现一定压力。

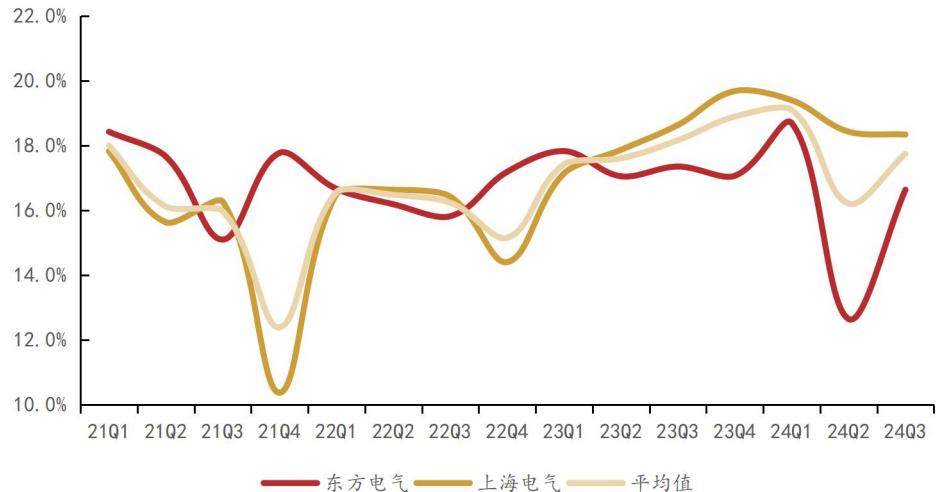
图表 80：2024 年前三季度主要电源设备公司营业收入及归母净利润（亿元）

股票简称	营业收入				归母净利润			
	24Q3	YOY	24Q1-3	YOY	24Q3	YOY	24Q1-3	YOY
东方电气	140.97	-3.3%	470.25	7.1%	9.33	2.6%	26.25	-9.9%
上海电气	265.27	5.7%	760.81	-2.4%	1.57	-32.2%	7.58	-7.7%

资料来源：Wind，华源证券研究

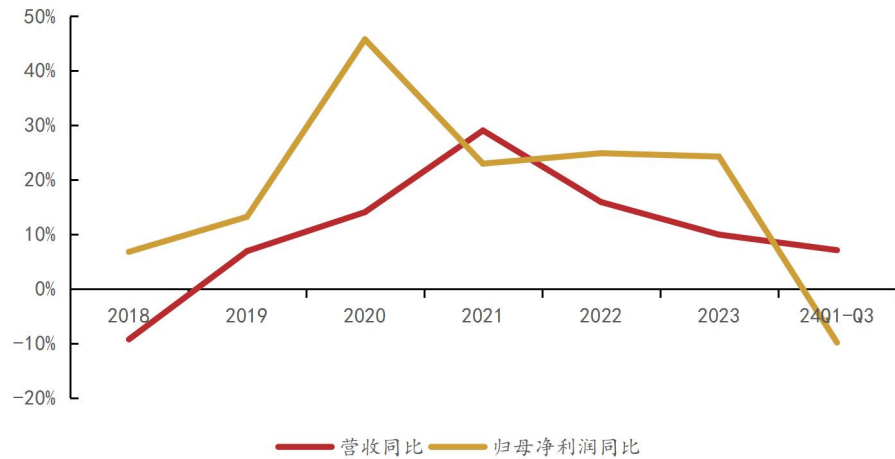
**两家公司的归母净利润下滑程度均大于其营收，但 Q3 毛利率已经触底反弹。**从东方电气来看（上海电气近年来出现大幅资产减值业绩失真），公司自 2018 年以来，除 2021 年外各完整年利润增速均高于营收增速（2021 年主要因为风电营收大规模增长拉低整体毛利率水平所致）。2022 年下半年，我国煤电建设重回高峰，核准和开工量均出现大规模增长，但煤电建设周期较长因此尚未体现在行业新增装机数据中，两家公司目前煤电收入中预计仍有部分行业低谷期的低价订单。但随着高价订单逐渐交付，两家公司毛利率均有望触底反弹，并对业绩形成较强支撑。

图表 81：21Q1—24Q3 主要电源设备公司毛利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 82：2018—2024Q3 东方电气收入及归母净利润同比增长情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资分析意见：从电力设备各个板块业绩表现来看：(1) **一次设备**：业绩表现最好，当前电网建设以特高压为主，特高压设备毛利率水平较高对利润支撑较强，预计随着后续特高压陆续大规模交付，相关公司营收及利润有望进一步增长，建议关注**许继电气、平高电气、中国西电**等；(2) **以智能电表和出口为主的三星医疗、海兴电力**业绩表现较为突出，两家公司毛利率水平均处于近年来高位，业绩表现低于营收主要与费用增加、公允价值变动等因素有关；(3) **二次设备**：收入层面与电网整体增速相仿，但利润增速较低，主要与23年底以来二次设备中标价格走低有关，关注二次设备毛利率反弹可能性，建议关注：**国电南瑞、四方股份、东方电子**；(4) **电力信息化**：业绩表现不一，以电网业务为主的国网信通、朗新集团业绩均出现下滑。理工能科营收增长乏力主要与环保业务收缩有关，利润则增长近40%。国能日新收入增速与新能源整体增速相仿，利润则受股权激励费用影响。特高压投资加大后，电网投资有望向配网和信息化倾斜，推荐**理工能科**，建议关注**朗新集团、国网信通、国能日新**；(5) **电源板块**：当前处于交付及毛利率低谷期，东方电气和上海电气毛利率水平均在24Q2触底反弹，预计随着高价订单大规模交付，相关公司营收及利润均有望大幅反弹，推荐**东方电气**，建议关注**上海电气、哈尔滨电气**。

**风险提示**：电价波动，来水、风资源波动，政策推进不及预期等。

## 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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。

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。本公司的资产管理部门、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。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。