

行业研究|行业深度研究|电力

从并购重组与区域差异化中寻求新机遇 ——电力行业 2025 年度投资策略



| 报告要点

一方面，国有企业改革进入深化阶段，电力国企并购重组有望加速，当前五大集团资产证券化率仍有较高提升空间，重视电力资产整合带来的机会，另一方面，电力资产具有地域属性，如江浙沪皖闽等地区为用电高峰地区或外送电力大省，本省电力供需情况较好，电源利用小时数、电价或有保障，重视该地区电力资产投资价值。

| 分析师及联系人



贺朝晖

SAC: S0590521100002

电力

从并购重组与区域差异化中寻求新机遇 ——电力行业 2025 年度投资策略

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

- 1、《电力：探寻电价系列：破晓时分，降本和消纳改善提振绿电盈利》2024. 11. 29
- 2、《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》2024. 11. 04



扫码查看更多

我们认为电力需求持续增长，保障了电源侧发电量、利用小时数维持饱满，但新能源大规模并网、电力市场化、煤价降低或对电价有承压。电力行业已经过β上涨阶段，展望 2025 年需重点寻找α机会，1) 电力并购重组预期升温，国央企资产整合或带来突出机会，2) 电厂本身区位优势为各家公司重要区别，电力供需状况较好、GDP 及用电量增速较高地区，利用小时、电价、盈利能力有望得到保障。

➤ 寻找α之一：并购重组预期提升

并购重组预期升温，“以市场化方式推进整合重组，提升国有资本配置效率”，“加大产业整合支持力度”等鼓励并购重组相关内容持续发布，国有企业、国企控股公司并购重组力度有望提升，我们统计各央企旗下电力相关资产，以整体电力装机来看，上市公司体系外比例（可注入预期空间）依次为华电集团（66.61%）> 国电投集团（62.6%）> 大唐集团（40.1%）> 国家能源集团（39.39%）> 华能集团（27.44%）。

➤ 寻找α之二：优势地域机组盈利能力强

用电量高增、外送大省当地电力需求较高，利用小时数、电价水平占优。从用电量增速来看，上海/江苏/浙江/安徽/福建 2023 年用电量同比分别为 +5.9%/+5.85%/+6.8%/+7.4%/+6.6%，高于本省 GDP 增速 0.9/0.05/0.78/1.58/2.05pct。以净输入电量角度来看（正值为外受，负值为外送），上海/江苏/浙江 2023 年净输入电量分别为 624/484/563 亿 kWh，表明本省电力供需仍偏紧，需要外受电量；而安徽/福建 2023 年净输入电量分别为 -809/-167 亿 kWh，表明两省为外送电量省份，且逐年外送比例扩大，本省利用小时数有望保障以满足电力输送。

➤ 电源侧：重视各类电源投资价值

火电方面，2024H2（截至 12 月 23 日）煤价均价为 891 元/吨，同比降低 7.4%，统调电厂库存和存煤可用天数同比较高，煤价或保持稳定，有望促 2025 年煤炭成本改善，2026 年容量电价有望提升，保障火电盈利模式更趋稳定。绿电方面，光伏、风机等建设成本下降，新项目 IRR 有望提升，特高压方面，2024 年 2 条投产，2025 年有望 5 条投产。随着外送通道陆续建成，西北地区绿电消纳改善在即。水电方面，2024 年来水情况较好，水库蓄水或较为饱满，2025Q1 水电发电量或有保障。核电方面，2024 年核准 11 台机组，核电迎建设潮保障资产持续增长。水电、核电为重要基荷电源，盈利能力稳定，分红率较高具备长期投资价值。

➤ 投资建议：挖掘电力运营商差异性机会

火电方面，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，建议关注区域火电龙头公司，皖能电力、浙能电力等。绿电方面，消纳有望改善，绿色属性溢价体现，建议关注绿电公司，三峡能源、太阳能等。水电、核电方面，优质电力资产，兼备成长性。建议关注核电龙头公司，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. 2024 复盘：电改之机，价值逐步兑现.....	5
1.1 红利属性、电改主题共促电力价值提升.....	5
1.2 用电需求提升，基本面向好	6
2. 寻找 α 之一：并购重组预期提升	7
2.1 电力国企并购重组升温，资产整合在即.....	7
2.2 电投产融：国电投核电注入，核电运营商再添一员.....	11
2.3 远达环保：国电投优质水电资产整合平台.....	14
3. 寻找 α 之二：优势地域机组盈利能力强	16
3.1 上海：火电占比较高，外受电量稳定	17
3.2 江苏：火电占比较高，外受电量收窄	19
3.3 浙江：火核为核心电源，外受电量收窄.....	20
3.4 安徽：用电量高增，外送电量规模提升.....	22
3.5 福建：用电量高增，外送规模逐步提升.....	24
4. 电源侧：重视各类电源投资价值	25
4.1 火电：电价机制理顺，盈利属性转向稳定.....	25
4.2 绿电：破晓在即，消纳影响收窄	28
4.3 水电、核电：核心电源，具备长期持有价值.....	31
5. 投资建议：挖掘电力运营商差异性机会	35
5.1 火电：优质地域运营商盈利能力强	35
5.2 绿电：消纳有望改善，绿色属性溢价体现.....	35
5.3 水电、核电：优质电力资产，关注行业龙头.....	35
6. 风险提示	36

图表目录

图表 1：年初至今电力及公用事业行业复盘（截止 2024 年 12 月 9 日）	5
图表 2：电力及公用事业年初至 12 月 9 日涨幅约为 15.98%，排名第 11 位.....	6
图表 3：近年来全社会/分产业用电量增速情况.....	6
图表 4：广东现货市场月度电价及同比.....	7
图表 5：山东现货市场月度电价及同比.....	7
图表 6：“五大”发电集团相关资产上市情况梳理.....	8
图表 7：“五大”发电集团电力资产上市情况梳理（截止 2023 年底）	9
图表 8：火电资产上市体系外占比（%）	11
图表 9：水电资产上市体系外占比（%）	11
图表 10：风电资产上市体系外占比（%）	11
图表 11：光伏资产上市体系外占比（%）	11
图表 12：电投产融重大资产置换情况.....	11
图表 13：国家电投集团资本控股有限公司 2022-2024H1 经营数据（亿元）	12
图表 14：电投核能 2022-2024Q1-Q3 经营数据（亿元）	13
图表 15：电投核能目前持有核电资产情况.....	13
图表 16：电投产融重组后财务情况.....	14
图表 17：远达环保重组方案情况.....	14
图表 18：五凌电力财务数据情况.....	15

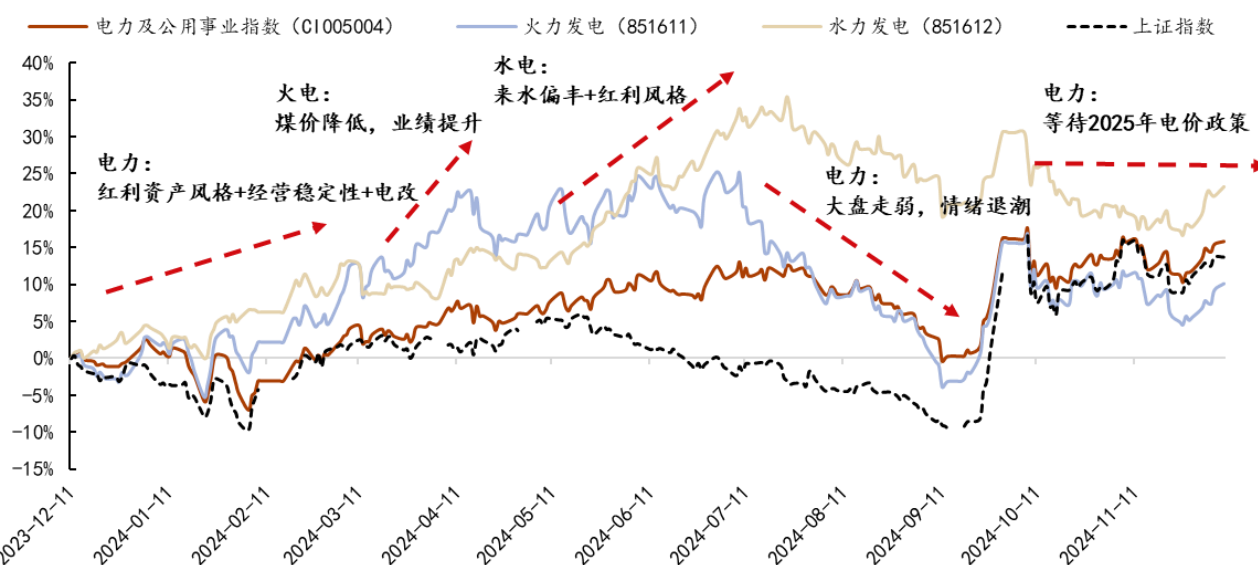
图表 19:	五凌电力电源资产情况 (截至 2024Q1)	15
图表 20:	五凌电力水电上网电价及度电成本情况	15
图表 21:	长洲水电财务数据情况	16
图表 22:	远达环保重组后财务分析	16
图表 23:	全国各省近年来用电量增速(%)、GDP 增速(%)、用电量均值(亿 kWh)情况	17
图表 24:	上海用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况	17
图表 25:	2015-2024M10 上海各类型电源发电情况 (亿 kWh)	18
图表 26:	2023 年上海市发电侧电源类型 (类型, 亿 kWh, 占比)	18
图表 27:	2015-2024M1-M10 上海输入电量、输出电量情况	18
图表 28:	江苏用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况	19
图表 29:	2015-2024M10 江苏各类型电源发电情况 (亿 kWh)	19
图表 30:	2023 年江苏发电侧电源类型 (类型, 亿 kWh, 占比)	19
图表 31:	2015-2024M1-M10 江苏输入电量、输出电量情况	20
图表 32:	浙江用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况	21
图表 33:	2015-2024M10 浙江各类型电源发电情况 (亿 kWh)	21
图表 34:	2023 年浙江发电侧电源类型 (类型, 亿 kWh, 占比)	21
图表 35:	2015-2024M1-M10 浙江输入电量、输出电量情况	22
图表 36:	安徽用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况	22
图表 37:	2015-2024M10 安徽各类型电源发电情况 (亿 kWh)	23
图表 38:	2023 年安徽发电侧电源类型 (类型, 亿 kWh, 占比)	23
图表 39:	2015-2024M1-M10 安徽输入电量、输出电量情况	23
图表 40:	福建用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况	24
图表 41:	2015-2024M10 福建各类型电源发电情况 (亿 kWh)	25
图表 42:	2023 年福建发电侧电源类型 (类型, 亿 kWh, 占比)	25
图表 43:	2015-2024M1-M10 福建输入电量、输出电量情况	25
图表 44:	电量、容量、辅助服务构筑火电收益三部分	26
图表 45:	2024-2025 年各省煤电容量度电收益 (元/kWh) (预测值)	27
图表 46:	2026 年各省煤电容量度电收益 (元/kWh) (预测值)	27
图表 47:	宁波港 Q5500 库提价 (元/吨, 含税)	28
图表 48:	统调电厂煤炭库存量 (万吨)	28
图表 49:	统调电厂煤炭库存可用天数 (天)	28
图表 50:	新能源电费收入可分为 4 部分	29
图表 51:	典型上市公司光伏上网电价变化 (元/kWh)	30
图表 52:	典型上市公司风电上网电价变化 (元/kWh)	30
图表 53:	光伏组件价格情况	30
图表 54:	陆风中标价格 (含塔筒)	31
图表 55:	特高压在建项目情况	31
图表 56:	水电、核电稀缺基荷电源, 红利资产属性突出, 兼备成长性	32
图表 57:	三峡水库站水位情况 (米)	32
图表 58:	水电发电量 (当月值)	33
图表 59:	水电利用小时数 (累计值)	33
图表 60:	2015 至今核电累计装机容量及同比	33
图表 61:	2023-2024M10 核电利用小时数 (累计值)	34
图表 62:	2023-2024M10 核电发电量当月值及同比	34
图表 63:	我国核电站历年核准台数 (台)	34
图表 64:	2010-2023 年 SW 电力板块分红比例情况 (%)	35

1. 2024 复盘：电改之机，价值逐步兑现

1.1 红利属性、电改主题共促电力价值提升

红利属性保障久期投资价值，电改提升行业想象空间。2024 年电力及公用事业板块走势整体强于大盘，一方面电力板块具备经营稳定、需求相对确定、现金流充沛、分红较好等特性，是优质的红利资产，在经济走势偏弱时期具备久期投资价值。另一方面，随着电改主题升温，电力运营商收益方式或预期变化，收入方式更加多元化，如火电给予容量电价、辅助服务补偿，绿电给予绿电交易溢价等，电改是运营商收益模式的改革，当前也为电力改革之机，未来收入模式具备成长空间。

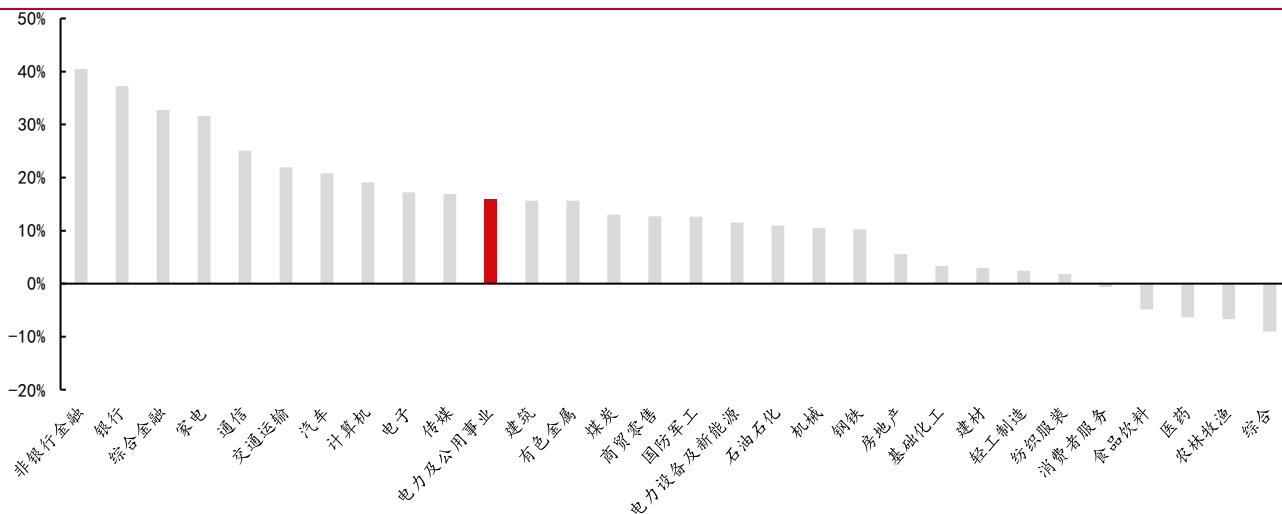
图表1：年初至今电力及公用事业行业复盘（截止 2024 年 12 月 9 日）



资料来源：IFIND，国联证券研究所

依据中信一级行业指数，电力及公用事业年初至 12 月 9 日涨幅约为 15.98%，在 30 个中信一级行业分类中排名第 11 位，业绩端表现处于上游。

图表2：电力及公用事业年初至12月9日涨幅约为15.98%，排名第11位



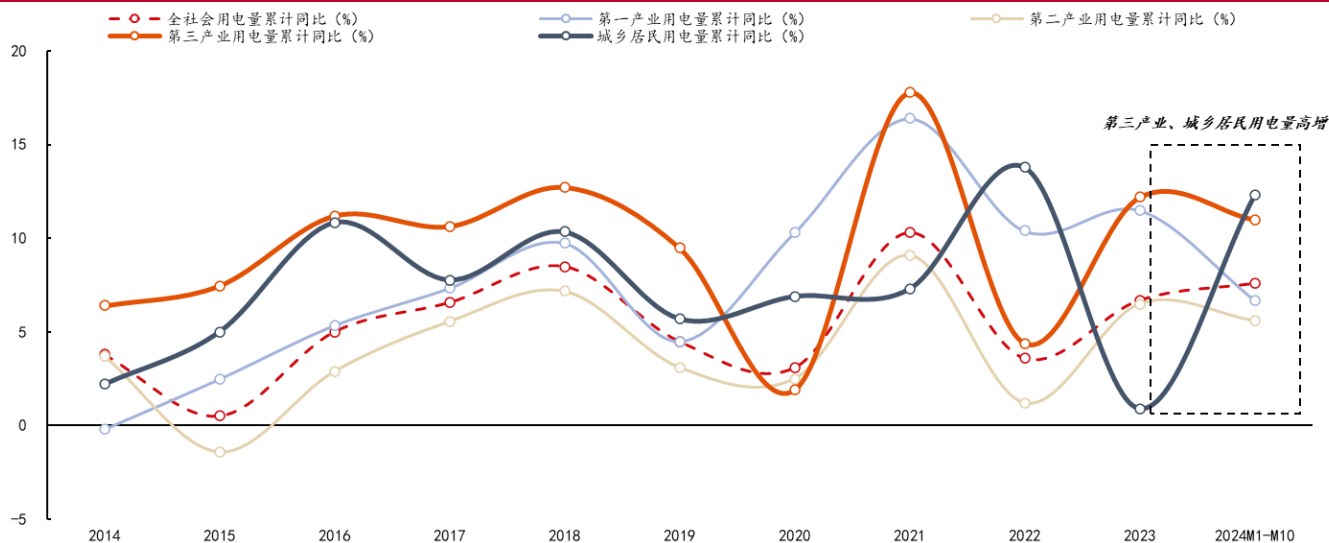
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 用电需求提升，基本面向好

用电量近年增长迅速，第三产业、城乡居民增速凸显，提升行业景气度。

2022/2023/2024M1-M10 全社会用电量增速明显提升，分别为+3.6%/+6.7%/+7.6%，随着经济环境转暖，生产消费水平提升，用电量也呈现高增长趋势。分产业来看 2024M1-M10 第一产业/第二产业/第三产业/城乡居民用电增速分别为 6.7%/5.6%/11%/12.3%，充换电、第三产业电器化率提升（店铺电气化设备增加等）带动第三产业用电需求高增，居民电器产品增加也带动居民用电提升。

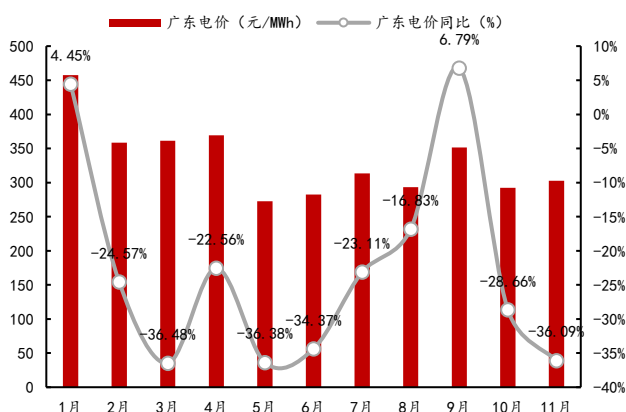
图表3：近年来全社会/分产业用电量增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

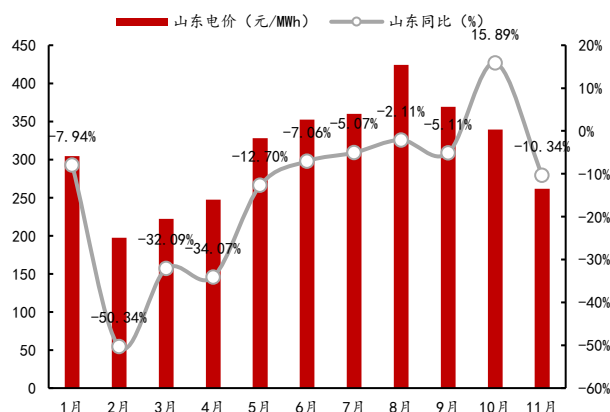
现货市场为电价风向标，电价方面或有承压。现货市场电价反映电力供需情况，各运营商现货市场报价或观察需求情况并考虑合理成本进行报价，我们选取广东、山东电力现货市场数据，我们观察到广东现货市场 2024 年月度电价仅在 1 月/9 月为同比增长，其余月份均为负增长，山东现货市场 2024 年月度电价仅在 10 月为同比增长，其余月份均为负增长，我们认为一方面煤价降低，火电成本降低，火电厂报价或有降低，另一方面为今年来水充沛，新能源装机规模提升，水电和新能源机组或报低价，且售电量提升，两方面因素压降整体电价空间。

图表4：广东现货市场月度电价及同比



资料来源：兰木达，国联证券研究所

图表5：山东现货市场月度电价及同比



资料来源：兰木达，国联证券研究所

我们认为从总量角度来看，整体电力需求较高，保障电源侧发电量、利用小时数维持饱满情景，但新能源大规模并网、电力市场化、煤价成本降低或对电价有承压。因此，展望 2025 年，电力行业或已经走过 β 上涨阶段，重点需要寻找 α 机会，我们认为两个方向值得重视：一个方向是电厂并购重组预期升温，央企资产整合或带来突出机会，另一个方向是电厂本身区位优势及为各家公司重点区别，电力供需情况较好、GDP 及用电量增速较高的地区，利用小时、电价或有保障。

2. 寻找 α 之一：并购重组预期提升

并购重组市场持续升温，各大电力企业纷纷开启资产整合步伐，我们认为 2025 年电力板块行情 α 之一即并购重组，因此我们本章整理分析“五大”电力集团上市资产占比情况，并且按不同电源类型分类分析，资产证券化率较低的央企集团资产注入预期逐渐提升。

2.1 电力国企并购重组升温，资产整合在即

国企并购重组主题持续升温。2023 年 6 月，中办、国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025 年）》，该行动方案中提出“以市场化方式推进整合重组，提升国有资本配置效率”，2024 年 9 月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，其中也提出“加大产业整合支持力度”等鼓励并购重组相关内容，政策发布强度、温度提升背后反映了国有企业、国企控股公司并购重组力度有望提升。

五大电力集团上市资产占比还有较大提升空间。我们统计“五大发电集团”相关资产数据，数据截至日期为 2023 年年底，五大集团分别为：华能集团、华电集团、国家电投集团、国家能源集团、大唐集团。

总资产角度：五大发电集团按总资产排序为国家能源集团（20926 亿元）>国家电投集团（17535 亿元）>华能集团（15608 亿元）>华电集团（10978 亿元）>大唐集团（8686 亿元），按总资产上市体系外比例来看（可注入空间），国家电投集团（80.1%）>华电集团（74.3%）>大唐集团（45.1%）>华能集团（42.5%）>国家能源集团（35.3%）。

利润总额角度：五大发电集团按利润总额排序为国家能源集团（1192 亿元）>华能集团（421 亿元）>国家电投集团（331 亿元）>华电集团（257 亿元）>大唐集团（90 亿元），按利润总额上市体系外比例来看，华电集团（59.3%）>国家电投集团（40.7%）>华能集团（37.2%）>国家能源集团（6.4%），大唐集团 2023 年上市公司体系外资产或为亏损。

图表6：“五大”发电集团相关资产上市情况梳理

	代码	总资产（亿元）	营业收入（亿元）	利润总额（亿元）	资产负债率（%）	毛利率（%）
华能集团		15,608	4,098	421	70.08%	22.27%
华能国际	600011.SH	5,412	2,544	130	68.33%	12.12%
华能水电	600025.SH	1,952	235	94	63.78%	56.36%
内蒙华电	600863.SH	395	225	25	40.97%	20.99%
新能泰山	000720.SZ	53	15	-1	51.07%	4.76%
长城证券	002939.SZ	1,156	40	15	74.86%	0.00%
其他		6,640	1,040	157		
上市公司体系外比例（%）		42.5%	25.4%	37.2%		
华电集团		10,978	3,183	257	69.30%	16.72%
华电国际	600027.SH	2,230	1,172	58	62.62%	6.43%
华电能源	600726.SH	291	188	21	78.60%	18.03%
黔源电力	002039.SZ	160	20	5	58.56%	51.60%
华电辽能	600396.SH	139	63	21	94.03%	1.25%
其他		8,157	1,740	152		

上市公司体系外比例 (%)		74.3%	54.7%	59.3%		
国家电投集团		17,535	3,857	331	68.61%	22.95%
上海电力	600021.SH	1,686	424	44	70.01%	21.93%
吉电股份	000875.SZ	768	144	19	74.29%	25.75%
电投产融	000958.SZ	458	61	19	36.76%	27.25%
电投能源	002128.SZ	485	268	59	29.27%	31.81%
中国电力	2380.HK	0	471	54	68.93%	0.00%
远达环保	600292.SH	98	43	1	42.98%	14.60%
其他		14,041	2,446	135		
上市公司体系外比例 (%)		80.1%	63.4%	40.7%		
国家能源集团		20,926		1,192	58.86%	
中国神华	601088.SH	6,301	3,431	872	24.08%	35.90%
国电电力	600795.SH	4,579	1,810	157	73.92%	14.62%
龙源电力	001289.SZ	2,293	376	82	64.09%	36.36%
长源电力	000966.SZ	376	145	5	72.62%	8.65%
其他		7,377		76		
上市公司体系外比例 (%)		35.3%		6.4%		
大唐集团		8,686	2,567	90	70.53%	14.61%
大唐发电	601991.SH	3,040	1,224	56	70.90%	11.75%
华银电力	600744.SH	241	99	-1	92.41%	4.83%
桂冠电力	600236.SH	473	81	16	55.36%	30.08%
大唐新能源	1798.HK	1,016	128	36	64.59%	0.00%
其他		3,917	1,035	-16		
上市公司体系外比例 (%)		45.1%	40.3%	-17.9%		

资料来源：各集团信评报告、各公司年报、Wind 等，国联证券研究所

电力资产证券化空间较足。我们统计各集团旗下电力相关资产，以整体电力装机规模来看，上市公司体系外比例（可注入预期空间）依次为华电集团（66.61%）> 国电投集团（62.6%）> 大唐集团（40.1%）> 国家能源集团（39.39%）> 华能集团（27.44%）。

图表7：“五大”发电集团电力资产上市情况梳理（截止 2023 年底）

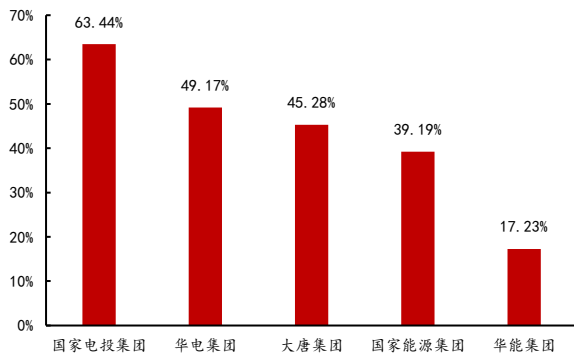
装机量	代码	火电 (GW)	水电 (GW)	风电 (GW)	光伏 (GW)	总计 (GW)
华能集团		142.46	27.59	39.29	33.58	243.12
华能国际	600011.SH	106.51	0.37	15.51	13.10	135.66
华能水电	600025.SH		25.60	0.43	1.50	27.53
内蒙华电	600863.SH	11.40	0.00	1.76	0.07	13.23
新能泰山	000720.SZ					0.00
长城证券	002939.SZ					0.00
其他		24.55	1.62	21.59	18.91	66.71
上市公司体系外比例 (%)		17.23%	5.87%	54.96%	56.31%	27.44%

华电集团			127.09	30.93	29.47	26.82	214.31
华电国际	600027.SH		55.99	2.46			58.44
华电能源	600726.SH		6.41				6.41
黔源电力	002039.SZ			3.23		0.79	4.03
华电辽能	600396.SH		2.20		0.47	0.01	2.68
其他			62.49	25.24	29.00	26.02	142.75
上市公司体系外比例 (%)			49.17%	81.60%	98.41%	97.00%	66.61%
国家电投集团			82.65	25.52	50.89	69.19	237.46
上海电力	600021.SH		13.47		3.87	5.11	22.45
吉电股份	000875.SZ		3.30	3.46	6.66		13.42
电投产融	000958.SZ		0.66	1.13	0.49		2.28
电投能源	002128.SZ		1.20	3.40	1.05		5.65
中国电力	2380.HK		11.59	5.95	12.02	15.15	45.02
远达环保	600292.SH						
其他			52.44	11.58	26.81	48.93	148.65
上市公司体系外比例 (%)			63.44%	45.37%	52.68%	70.72%	62.60%
国家能源集团			209.00	18.67	60.78	35.44	323.89
中国神华	601088.SH		44.11	0.13		0.40	44.63
国电电力	600795.SH		72.79	14.95	9.29	8.54	105.58
龙源电力	001289.SZ		1.88		27.75	5.96	35.59
长源电力	000966.SZ		8.31	0.59	0.26	1.31	10.49
其他			81.91	3.01	23.47	19.23	127.59
上市公司体系外比例 (%)			39.19%	16.12%	38.61%	54.25%	39.39%
大唐集团			106.73	27.73	30.74	15.54	180.74
大唐发电	601991.SH		52.26	9.20	7.46	4.37	73.29
华银电力	600744.SH		4.82	0.14	0.54	1.02	6.52
桂冠电力	600236.SH		1.33	10.24	0.79	0.66	13.02
大唐新能源	1798.HK				12.98	2.44	15.42
其他			48.32	8.15	8.97	7.05	72.49
上市公司体系外比例 (%)			45.28%	29.40%	29.17%	45.34%	40.10%

资料来源：各集团信评报告、各公司年报、Wind 等，国联证券研究所

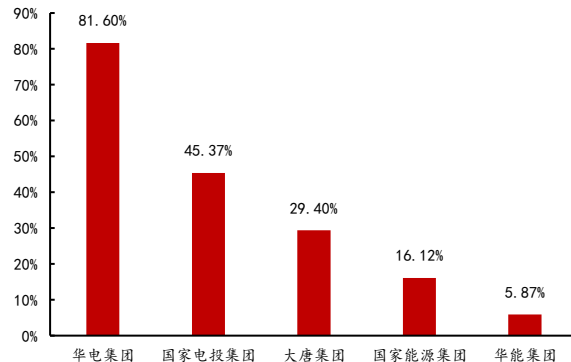
分类别来看，火电上市公司体系外资产排序（装机规模上市公司体系外占比），依次为国家电投集团（52.44GW，63.44%）、华电集团（62.49GW，49.17%）、大唐集团（48.32GW，45.28%）、国家能源集团（81.91GW，39.19%）、华能集团（24.55GW，17.23%）。水电上市公司体系外资产排序（装机规模上市公司体系外占比），依次为华电集团（25.24GW，81.60%）、国家电投集团（11.58GW，45.37%）、大唐集团（8.15GW，29.4%）、国家能源集团（3.01GW，16.12%）、华能集团（1.62GW，5.87%）。

图表8：火电资产上市体系外占比（%）



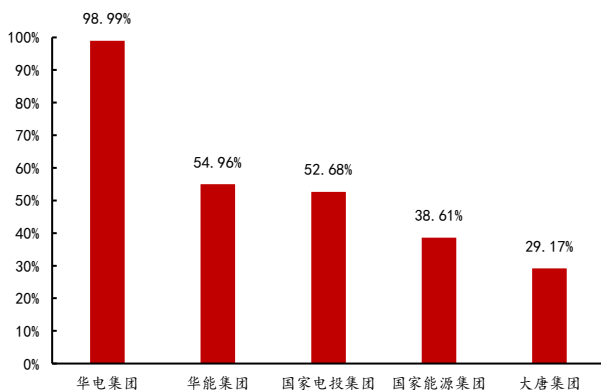
资料来源：各集团信评报告、各公司年报，国联证券研究所
数据截至 2023 年底

图表9：水电资产上市体系外占比（%）



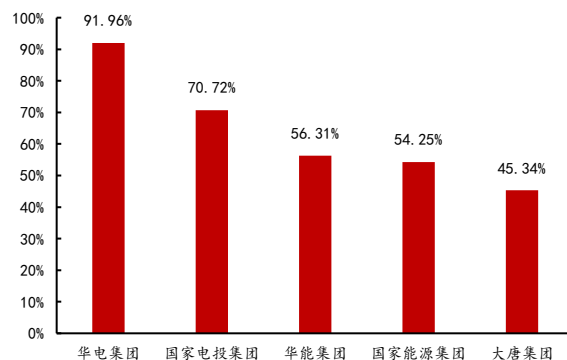
资料来源：各集团信评报告、各公司年报，国联证券研究所
数据截至 2023 年底

图表10：风电资产上市体系外占比（%）



资料来源：各集团信评报告、各公司年报，国联证券研究所
数据截至 2023 年底

图表11：光伏资产上市体系外占比（%）



资料来源：各集团信评报告、各公司年报，国联证券研究所
数据截至 2023 年底

2.2 电投产融：国电投核电注入，核电运营商再添一员

2024 年 9 月 30 日，电投产融收到实控人国家电力投资集团通知，由公司通过发行股份方式购买国电投核能有限公司控股权，同时置出国家电投集团资本控股有限公司股权。依据 2024 年 10 月 19 日发布的关联交易预案，针对置入资产和置出资产的差额部分，由上市公司发行股份向国家核电及中国人寿购买。同时，上市公司拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金。

图表12：电投产融重大资产置换情况

交易形式	重大资产置换及发行股份购买资产
拟置入资产	电投核能 100%股权
拟置出资产	资本控股 100% 股权

方案	上市公司拟以所持的资本控股 100%股权与国家核电所持有的电投核能股权的等值部分进行置换
差额部分	针对置入资产和置出资产的差额部分，由上市公司发行股份向国家核电及中国人寿购买。
发行股份价格	本次发行股份的价格为 3.53 元/股

资料来源：《国家电投集团产融控股股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，国联证券研究所

置出资产：置出资产为国家电投集团资本控股有限公司，资本控股为投资控股型公司，通过电投经纪、百瑞信托、先融期货等持牌金融机构，提供保险经纪、信托、期货等金融产品及服务。国家电投集团资本控股有限公司 2022-2023 年实现营收 17.09/14.39 亿元，实现归母净利润 10.58/9.07 亿元。

图表13：国家电投集团资本控股有限公司 2022-2024H1 经营数据（亿元）

	2022	2023	2024H1
总资产	277.70	276.29	282.74
总负债	68.03	57.37	61.15
所有者权益	209.67	218.92	221.59
归属母公司所有者权益	143.99	152.35	154.63
营业收入	17.09	14.39	5.70
营业利润	17.56	13.08	4.37
利润总额	17.58	13.10	4.38
净利润	13.86	10.41	3.37
归属于母公司股东的净利润	10.58	9.07	2.62

资料来源：公司公告，国联证券研究所

置入资产：置入资产为国电投核能有限公司，电投核能是国家电投集团核能发电及核能综合利用项目的开发、投资、建设和运营的专业化管理平台，主营业务为电力销售业务等。2022-2023 年实现营收 68.61/63.86 亿元，实现归母净利润 38.99/34.19 亿元。

图表14：电投核能 2022-2024Q1-Q3 经营数据（亿元）

	2022	2023	2024Q1-Q3
总资产	937.43	985.37	1,038.05
总负债	534.08	567.88	612.17
所有者权益	403.35	417.49	425.88
归属母公司所有者权益	343.25	352.80	357.70
营业收入	68.61	63.86	49.33
营业利润	45.18	40.08	32.23
利润总额	45.30	40.10	32.27
净利润	43.56	38.53	31.31
归属于母公司股东的净利润	38.99	34.19	29.07

资料来源：公司公告，国联证券研究所

电投产融装机资产为 8 台在运、8 台在建（包括共同控制）。依据公司 12 月 4 日在投资互动平台公告数据，电投核能控股（包括共同控制）在运核电机组 8 台，装机规模 921 万千瓦；管理国家电投集团（含电投核能）控股核准在建机组 8 台，装机规模 1,056 万千瓦；其中，海阳基地在建设 2 台 CAP1000 的实施主体是山东核电（电投核能控股子公司）；广西白龙基地和廉江基地均有两台在建 CAP1000 机组，实施主体是国家电投集团其他下属公司，属于电投核能管理；国和一号示范工程一期项目（位于石岛湾电站）共有两台机组，实施主体是国家电投集团其他下属公司，属于电投核能管理。

图表15：电投核能目前持有核电资产情况

电厂	持股比例	机组名称	机型	机组规模 (MW)	权益装机容量 (MW)	投运时间
海阳核电	65%	海阳 1 号机组	AP1000	1250.0	812.5	2018/10/22
	65%	海阳 2 号机组	AP1000	1250.0	812.5	2019/1/9
三门核电	14%	三门 1 号机组	AP1000	1250.0	175.0	2018/9/21
	14%	三门 2 号机组	AP1000	1250.0	175.0	2018/11/5
辽宁红沿河	45%	红沿河 1 号机组	CPR1000	1118.8	503.5	2013/6/6
	45%	红沿河 2 号机组	CPR1000	1118.8	503.5	2014/5/13
	45%	红沿河 3 号机组	CPR1000	1118.8	503.5	2015/8/16
	45%	红沿河 4 号机组	CPR1000	1118.8	503.5	2016/9/19
	45%	红沿河 5 号机组	ACPR1000	1118.8	503.5	2021/7/31
	45%	红沿河 6 号机组	ACPR1000	1119.0	503.6	2022/6/23
海阳核电	65%	海阳 3 号机组	CAP1000	1250	812.5	
	65%	海阳 4 号机组	CAP1000	1250	812.5	
国核示范电站	75%	国核示范电站 1 号机组	国和一号 CAP1400	1400	1050.0	

	75%	国核示范电站 2 号机组	国和一号 CAP1400	1400	1050.0	
廉江核电	100%	湛江廉江 1 号机组	CAP1000	1250	1250.0	
	100%	湛江廉江 2 号机组	CAP1000	1250	1250.0	
白龙核电	-	防城港白龙 1 号机组	CAP1000	1250		
	-	防城港白龙 2 号机组	CAP1000	1250		

资料来源：公司公告，国联证券研究所

考虑置出国电投资本控股公司、置入电投核能公司后，电投产融 2022-2023 年营收分别为 112.65/110.24 亿元，归母净利润分别为 41.37/35.11 亿元，较原电投产融历史业绩大幅提升，资产重组或为公司带来了较大的业绩弹性。

图表16：电投产融重组后财务情况

	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）	
	2022	2023	2022	2023
电投产融	61.13	60.77	12.96	9.99
国电投资本控股	17.09	14.39	10.58	9.07
电投核能	68.61	63.86	38.99	34.19
重组后预计	112.65	110.24	41.37	35.11

资料来源：公司公告、Wind，国联证券研究所
重组后经营数据为电投产融+国电投资本控股+电投核能

2.3 远达环保：国电投优质水电资产整合平台

国电投优质水电资产整合平台。2024 年 10 月 19 日，远达环保发布公告，拟通过发行股份及支付现金的方式向中国电力购买其持有五凌电力有限公司 63%股权、向湖南湘投国际投资有限公司购买其持有五凌电力 37%股权以及向国家电投集团广西电力有限公司购买其持有国家电投集团广西长洲水电开发有限公司 64.93%股权，远达环保有望成为国电投水电资产整合平台。

图表17：远达环保重组方案情况

	交易方案
交易形式	发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金
交易标的 1	中国电力、湘投国际合计持有的五凌电力 100%股权
交易标的 2	广西公司持有的长洲水电 64.93%股权
股份发行价格	6.55 元/股
锁定期	中国电力、广西公司锁定期为 36 个月、湘投公司锁定期为 12 个月

资料来源：《国家电投集团远达环保股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，国联证券研究所

购入资产一：五凌电力。五凌电力下属水电站主要处于我国十三大水电基地之一的湘

西水电基地之沅水流域，作为长江的第三大支流，是湘西水电基地中水量最大、水能资源蕴藏量最丰富的河流。2022-2023 年实现营收 53.17/44.72 亿元，实现归母净利润 4.04/-5.90 亿元，2023 年归母净利润为负数主要系 2023 来水偏枯影响，2024H1 来水偏丰，2024H1 实现归母净利润 6.48 亿元。

图表18：五凌电力财务数据情况

	2022	2023	2024H1
总资产（亿元）	535.47	555.74	559.92
总负债（亿元）	381.64	400.51	396.97
所有者权益（亿元）	153.83	155.23	162.96
归属母公司所有者权益（亿元）	135.37	134.54	143.70
营业收入（亿元）	53.17	44.72	31.51
营业利润（亿元）	5.44	-6.15	8.28
利润总额（亿元）	5.75	-6.01	8.33
净利润（亿元）	4.64	-4.53	7.01
归属于母公司股东的净利润（亿元）	4.04	-5.90	6.48

资料来源：公司公告，国联证券研究所

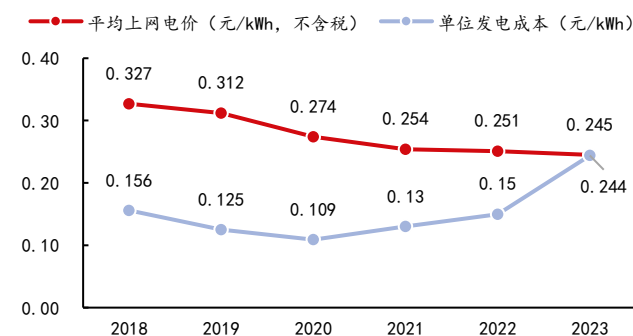
五凌电力资产情况，水电装机占比较高。依据五凌电力资产担保债务融资工具募集说明书，截至 2024 年 3 月末，五凌电力在于机组装机容量为 1176.35 万千瓦，权益装机容量为 667.65 万千瓦。其中水电装机规模 534.21 万千瓦；风电装机规模 317.92 万千瓦；光伏电站装机规模为 324.22 万千瓦。水电上网电价方面，2018、2019 年湖南省发改委发布降价通知，因此有所降低，2020-2023 年上网电价方面相对稳定，度电成本主要系当年水情况影响，2023 年来水偏低，发电量或较少，度电发电成本或摊厚，因此度电成本或较高。

图表19：五凌电力电源资产情况（截至 2024Q1）

电源类型	投产容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)
火电	0	15.12
水电	534.21	331.06
风电	317.92	106.17
光伏	324.22	161.3
合计	1176.35	667.65

资料来源：五凌电力资产担保债务融资工具募集说明书，国联证券研究所

图表20：五凌电力水电上网电价及度电成本情况



资料来源：五凌电力资产担保债务融资工具募集说明书，国联证券研究所

购入资产二：长洲水电。长洲水电位于广西壮族自治区梧州市长洲区，长洲区分布在

浔江、桂江两岸，地处西江、浔江、桂江“三江”水口，是连接西南与广东的门户，也是西江黄金水道交通要塞，长洲水利枢纽工程位于珠江流域西江干流浔江下游河段，拥有丰富的水资源。2022-2023 年实现营收 8.69/8.77 亿元，实现归母净利润 2.81/2.96 亿元。

图表21：长洲水电财务数据情况

	2022	2023	2024H1
总资产（亿元）	57.40	40.24	38.42
总负债（亿元）	23.65	26.07	25.13
所有者权益（亿元）	33.75	14.17	13.29
归属母公司所有者权益（亿元）	33.75	14.17	13.29
营业收入（亿元）	8.69	8.77	3.91
营业利润（亿元）	3.63	3.46	2.06
利润总额（亿元）	3.63	3.47	2.06
净利润（亿元）	2.81	2.96	1.75
归属于母公司股东的净利润（亿元）	2.81	2.96	1.75

资料来源：公司公告，国联证券研究所

依据我们测算，考虑置入五凌电力（100%）、长洲水电（64.93%）后，远达环保 2022/2023/2024H1 年营收分别为 100.18/92.94/53.92 亿元，归母净利润分别为 5.59 /-3.43/8.14 亿元，较原远达环保业绩或有大幅提升，重组带来的业绩弹性或较为显著。

图表22：远达环保重组后财务分析

	持股规模	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
		2022	2023	2024H1	2022	2023	2024H1
远达环保		41.37	42.52	19.87	-0.28	0.54	0.52
五凌电力	100%	53.17	44.72	31.51	4.04	-5.90	6.48
长洲水电	64.93%	8.69	8.77	3.91	2.81	2.96	1.75
重组后预计		100.18	92.94	53.92	5.59	-3.43	8.14

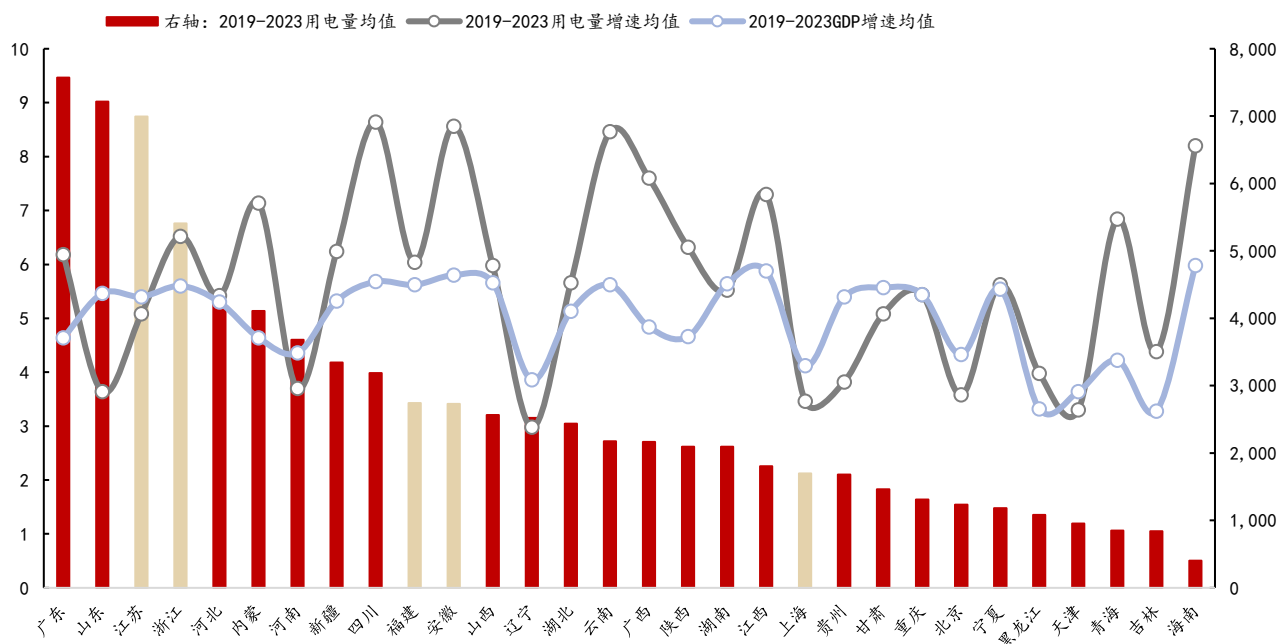
资料来源：公司公告、Wind，国联证券研究所

3. 寻找 α 之二：优势地域机组盈利能力强

不同电源机组差异点即电源点位不同，各省供需情况、电价不同带动电厂盈利能力产生差异化，寻找具备区域优势的运营商是重要的投资方向。通过分析上海、江苏、浙江、安徽、福建这五个省份用电量情况、发电量结构、净输入电量等指标，我们认为

这些省份地区电力供需饱满，电源盈利能力或较高，这些地区的运营商有望脱颖而出。

图表23：全国各省近年来用电量增速(%)、GDP增速(%)、用电量均值(亿 kWh)情况

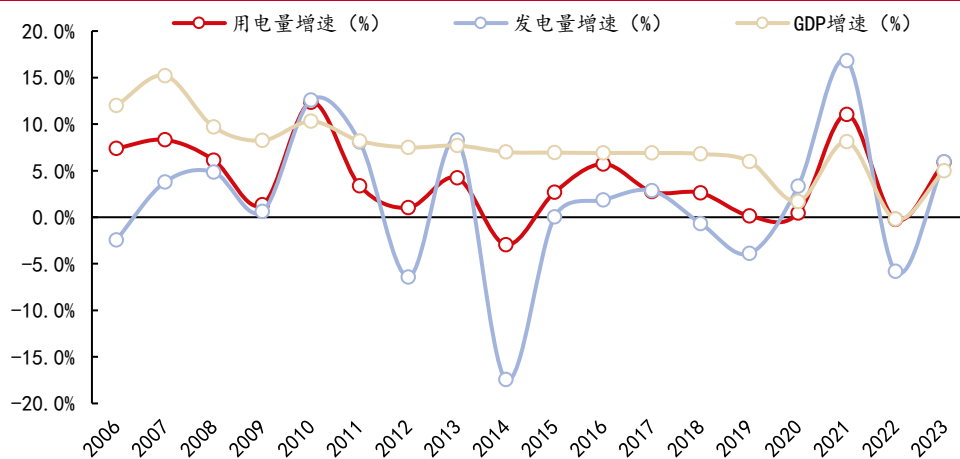


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.1上海：火电占比较高，外受电量稳定

2023 年上海用电量/发电量分别为 1849/955 亿 kWh，用-发电量缺口约为 894.1 亿 kWh，2023 年上海用电量增速/发电量增速/GDP 增速分别为 5.9%/5.96%/5.0%，用/发电量增速分别高于 GDP 增速 0.9/0.96pct。

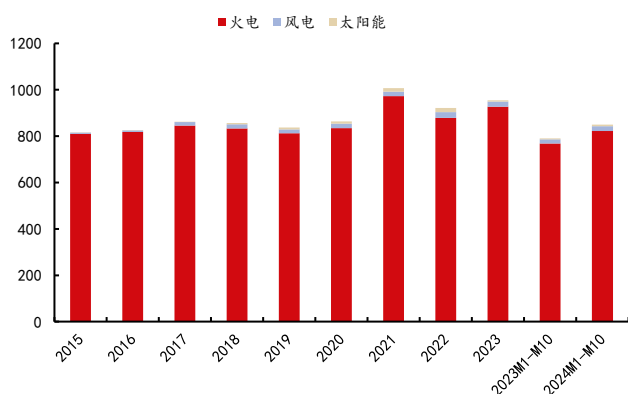
图表24：上海用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

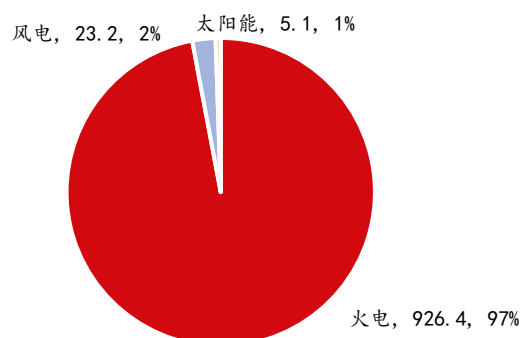
上海本地发电量结构：火电为第一大电源，发电量占比 97%。2023 年上海火电/风电/光伏发电量分别为 926.4/23.2/5.1 亿 kWh，发电量占比分别为 97%/2%/1%，2024M1-M10 上海火电/风电/光伏发电量分别为 822.5/20.3/6.67 亿 kWh，火电为本地区发电量第一大电源类型。

图表25：2015-2024M10 上海各类型电源发电情况（亿 kWh）



资料来源：Wind，国联证券研究所

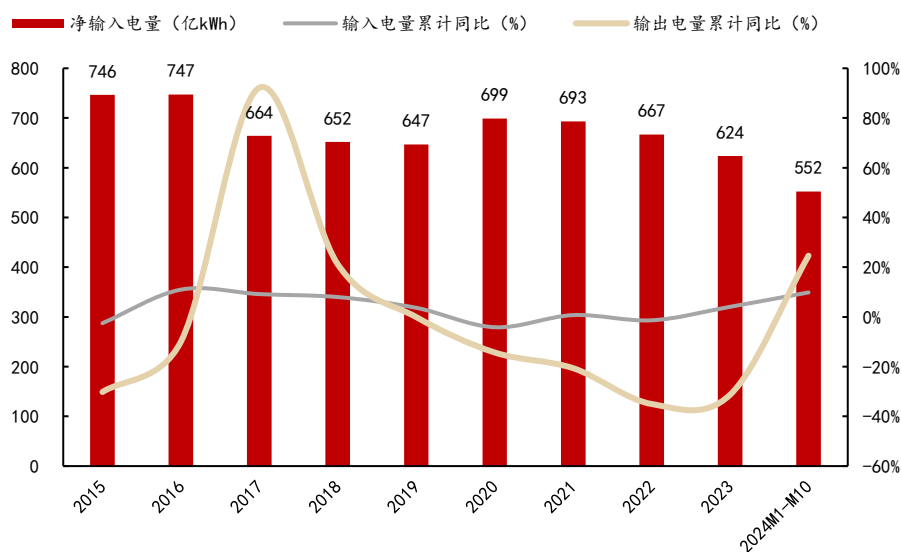
图表26：2023 年上海市发电侧电源类型（类型，亿 kWh，占比）



资料来源：Wind，国联证券研究所

净输入电量稳定。2023 年上海输入电量、输出电量同比分别为 4.1%/-31.3%，2024M1-M10 净输入电量同比分别为 9.9%/24.6%。2021-2023 年上海净输入电量分别为 693/667/624 亿 kWh，净输入电量整体稳定，2024M1-M10 净输入电量为 552 亿 kWh。

图表27：2015-2024M1-M10 上海输入电量、输出电量情况

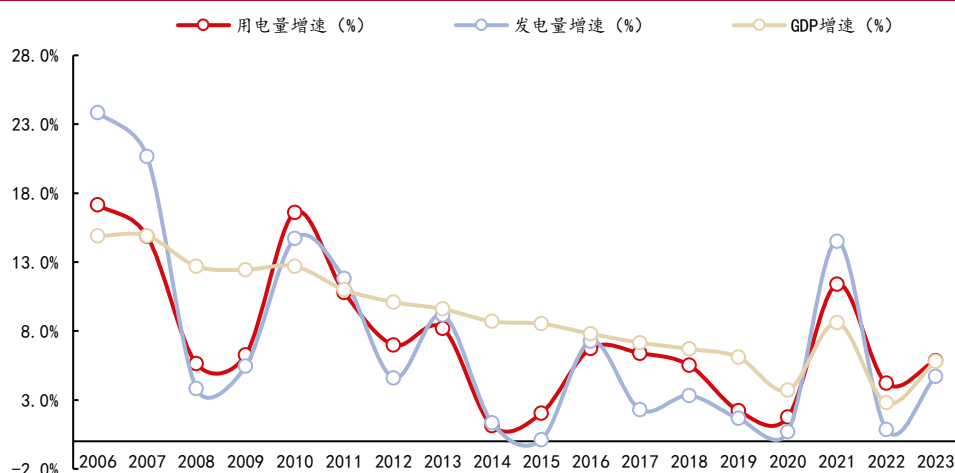


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 江苏：火电占比较高，外受电量收窄

2023 年江苏用电量/发电量分别为 7833/6106.3 亿 kWh，用-发电量缺口约为 1727 亿 kWh，2023 年江苏用电量增速/发电量增速/GDP 增速分别为 5.85%/4.72%/5.8%，用/发电量增速分别高于 GDP 增速 0.05/-1.08pct。

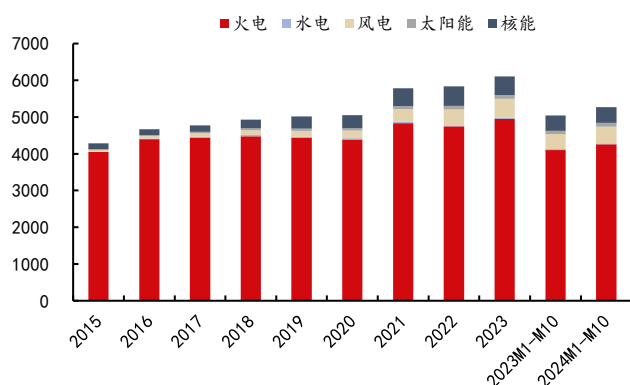
图表28：江苏用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

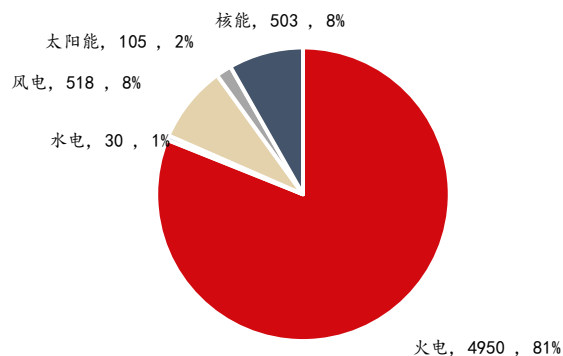
江苏本地发电量结构：火电为第一大电源，2023 年发电量占比 81%。2023 年江苏火电/水电/风电/光伏/核电发电量分别为 4950/30/518/105/503 亿 kWh，发电量占比分别为 81%/1%/8%/2%/8%，2024M1-M10 江苏火电/水电/风电/光伏/核电发电量分别为 4258 /26/450/106/433 亿 kWh，火电为本地区发电量第一大电源类型。

图表29：2015-2024M10 江苏各类型电源发电情况（亿 kWh）



资料来源：Wind，国联证券研究所

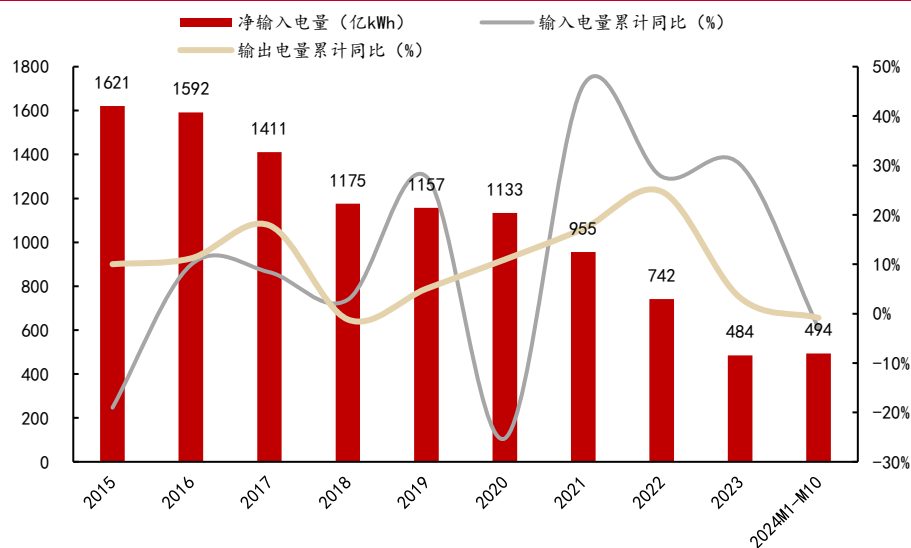
图表30：2023 年江苏发电侧电源类型（类型，亿 kWh，占比）



资料来源：Wind，国联证券研究所

净输入电量呈逐年降低趋势。2023 年江苏输入电量、输出电量同比分别为 30.2%/3.2%，2024M1-M10 净输入电量同比分别为-3.0/-0.9%。2021-2023 年江苏净输入电量分别为 955/742/484 亿 kWh，净输入电量呈现逐年降低趋势，2024M1-M10 净输入电量为 494 亿 kWh。

图表31：2015-2024M1-M10 江苏输入电量、输出电量情况

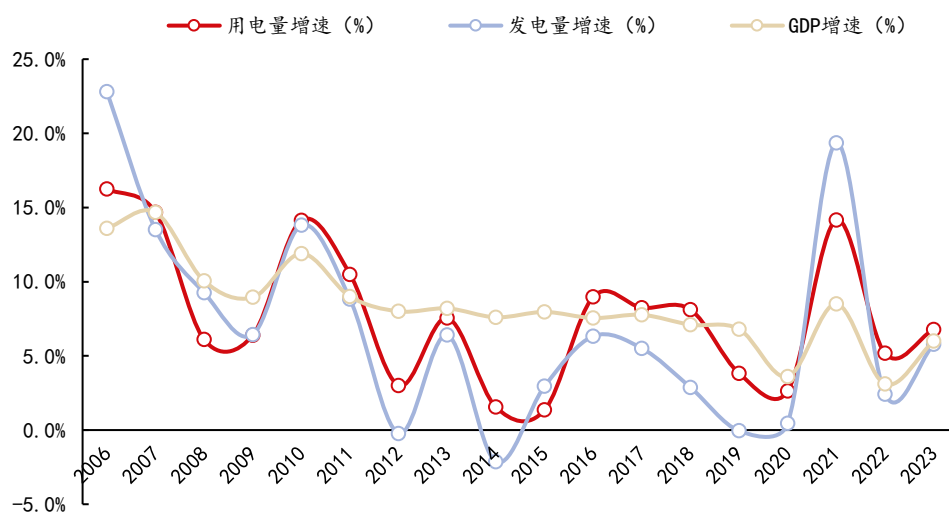


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.3 浙江：火核为核心电源，外受电量收窄

2023 年浙江用电量/发电量分别为 6192/4353 亿 kWh，用-发电量缺口约为 1839 亿 kWh，2023 年浙江用电量增速/发电量增速/GDP 增速分别为 6.8%/5.8%/6.0%，用/发电量增速分别高于 GDP 增速 0.78/-0.22pct。

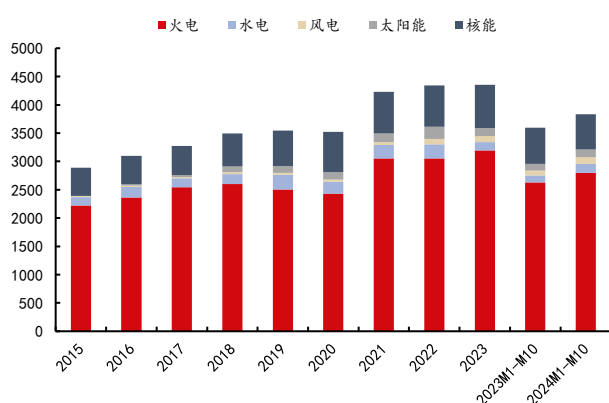
图表32：浙江用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

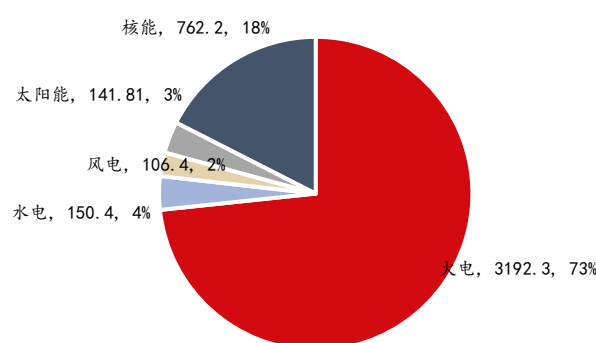
浙江本地发电量结构：火电、核电占比较高，2023 年分别占比 73%、18%。2023 年浙江火电/水电/风电/光伏/核电发电量分别为 3192.3/150.4/106.4/141.81/762.2 亿 kWh，发电量占比分别为 73%/4%/2%/3%/18%，2024M1-M10 浙江火电/水电/风电/光伏/核电发电量分别为 2797.2/158.6/117.5/136.3/621.1 亿 kWh，火电为本地区发电量第一大电源类型。

图表33：2015-2024M10 浙江各类型电源发电情况（亿 kWh）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表34：2023 年浙江发电侧电源类型（类型，亿 kWh，占比）

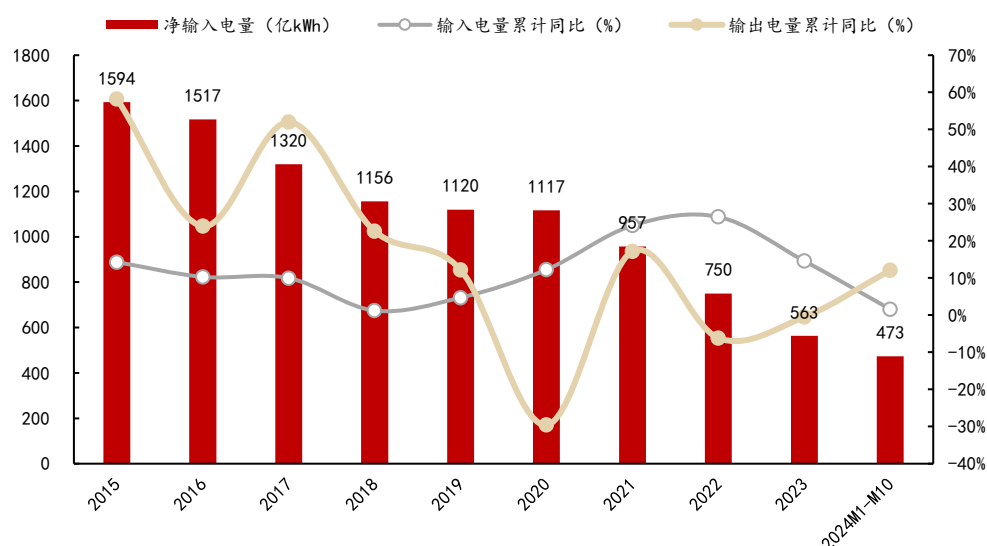


资料来源：Wind，国联证券研究所

净输入电量呈逐年降低趋势。2023 年浙江输入电量、输出电量同比分别为 14.6%/-0.5%，2024M1-M10 净输入电量同比分别为 1.6%/12.1%。2021-2023 年浙江净输入电量分别为 957/750/563 亿 kWh，净输入电量呈现逐年降低趋势，2024M1-M10 净输入

电量为 473 亿 kWh。

图表35：2015-2024M1-M10 浙江输入电量、输出电量情况

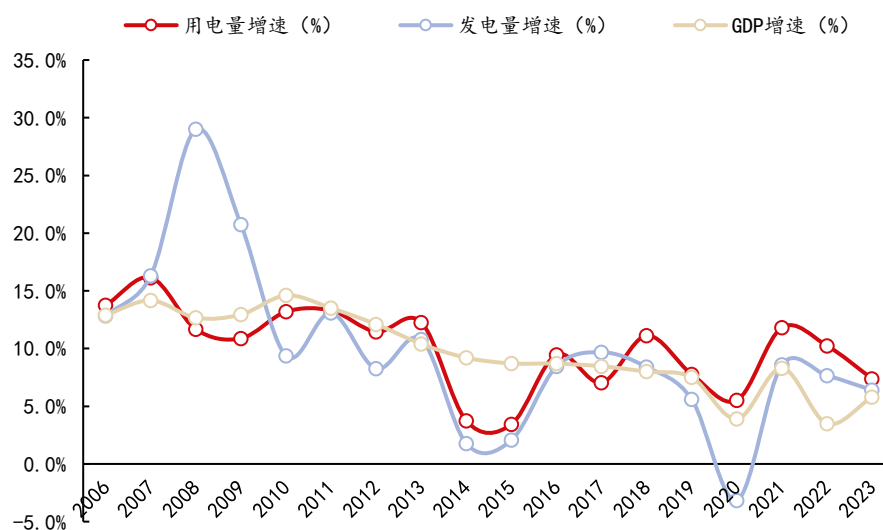


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.4 安徽：用电量高增，外送电量规模提升

2023 年安徽用电量/发电量分别为 3214/3336 亿 kWh，用-发电量缺口约为-122 亿 kWh，2023 年安徽用电量增速/发电量增速/GDP 增速分别为 7.4%/6.4%/5.8%，用/发电量增速分别高于 GDP 增速 1.58/0.60pct。

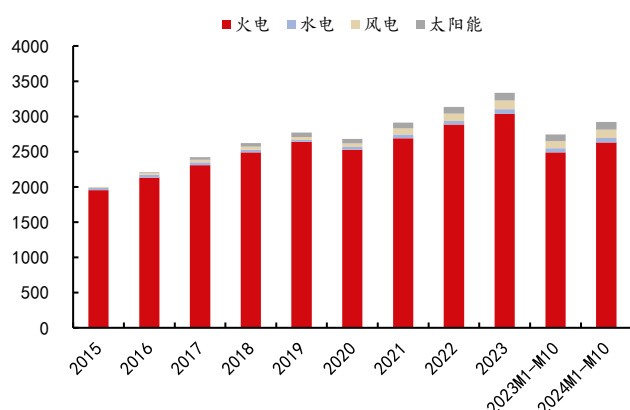
图表36：安徽用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

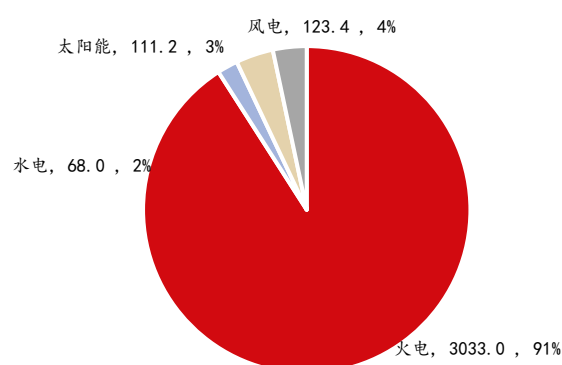
安徽本地发电量结构：火电占比 91%。2023 年安徽火电/水电/风电/光伏发电量分别为 3033/68/123.4/111.2 亿 kWh，发电量占比分别为 91%/2%/4%/3%，2024M1-M10 安徽火电/水电/风电/光伏发电量分别为 2629.5/62.6/117.9/109.1 亿 kWh，火电为本地区发电量第一大电源类型。

图表37：2015-2024M10 安徽各类型电源发电情况（亿 kWh）



资料来源：Wind，国联证券研究所

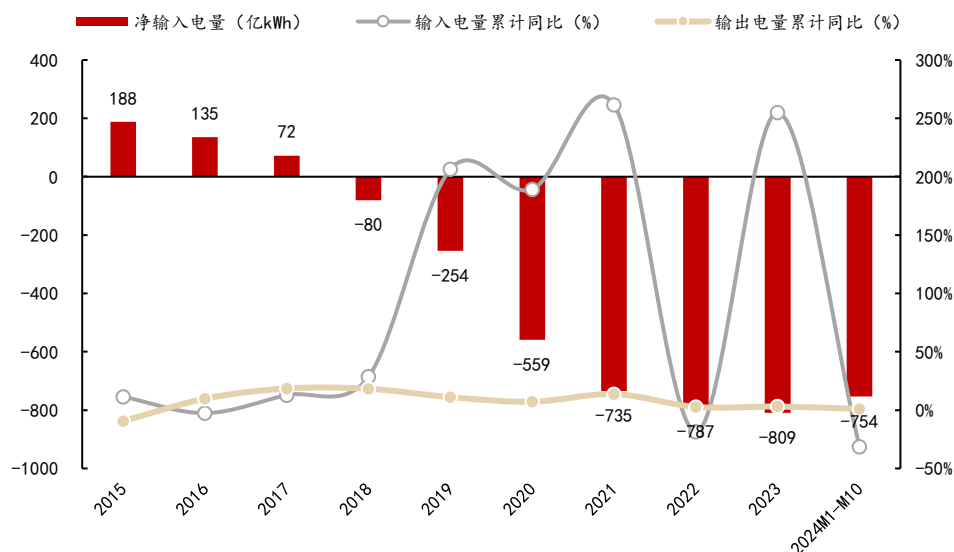
图表38：2023 年安徽发电侧电源类型（类型，亿 kWh，占比）



资料来源：Wind，国联证券研究所

外送电量持续提升。2023 年安徽输入电量、输出电量同比分别为 255.0%/3.1%，2024M1-M10 净输入电量同比分别为-31.3%/1.0%。2021-2023 年安徽净输入电量分别为-735/-787/-809 亿 kWh，安徽省为外送电量省，随着省内装机规模持续提升，外送规模持续提升，2024M1-M10 净输入电量为-754 亿 kWh。

图表39：2015-2024M1-M10 安徽输入电量、输出电量情况

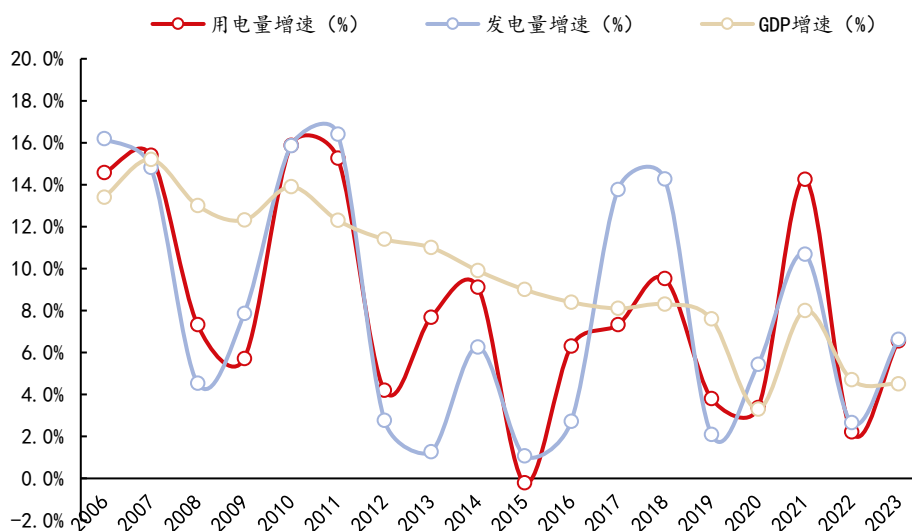


资料来源：Wind，国联证券研究所

3.5 福建：用电量高增，外送规模逐步提升

2023 年福建用电量/发电量分别为 3090/3074 亿 kWh，用-发电量缺口约为 16 亿 kWh，2023 年福建用电量增速/发电量增速/GDP 增速分别为 6.6%/6.6%/4.5%，用/发电量增速分别高于 GDP 增速 2.05/2.12pct。

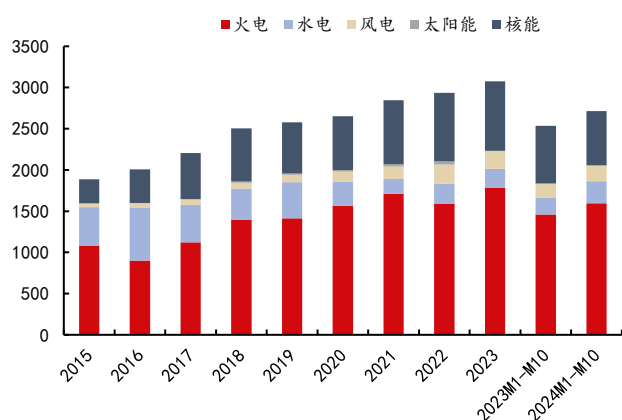
图表40：福建用电量增速/发电量增速/GDP 增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

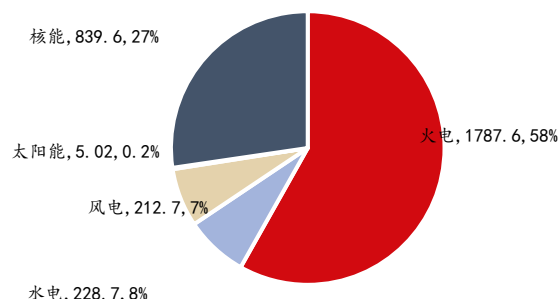
福建本地发电量结构：火电占比 58%、核电占比 27%。2023 年福建火电/水电/风电/光伏/核电发电量分别为 1787.6/228.7/212.7/5.0/839.6 亿 kWh，发电量占比分别为 58%/8%/7%/0.2%/27%，2024M1-M10 福建火电/水电/风电/光伏/核电发电量分别为 1596.9/267.2/184.1/7.47/656.5 亿 kWh，火电、核电为本地区发电量占比较高类型。

图表41：2015-2024M10 福建各类型电源发电情况（亿 kWh）



资料来源：Wind，国联证券研究所

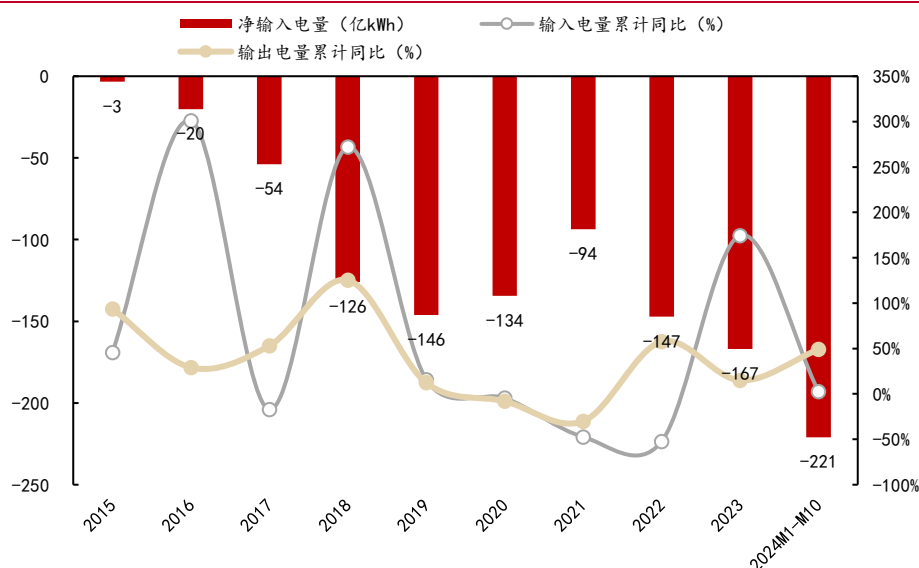
图表42：2023 年福建发电侧电源类型（类型，亿 kWh，占比）



资料来源：Wind，国联证券研究所

外送电量持续提升。2023 年福建输入电量/输出电量同比分别为 174.5%/15.0%，2024M1-M10 净输入电量同比分别为 2.6%/49.1%。2021-2023 年福建净输入电量分别为-94/-147/-167 亿 kWh，福建省为外送电量外省，福建省装机规模持续提升，外送规模持续提升，2024M1-M10 净输入电量为-221 亿 kWh。

图表43：2015-2024M1-M10 福建输入电量、输出电量情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 电源侧：重视各类电源投资价值

4.1 火电：电价机制理顺，盈利属性转向稳定

我们认为在火电收益机制逐步完善，成本端煤价从高位回归稳定的背景下，火电运营商的盈利能力将趋于稳定，公用事业化属性将进一步替代周期性。

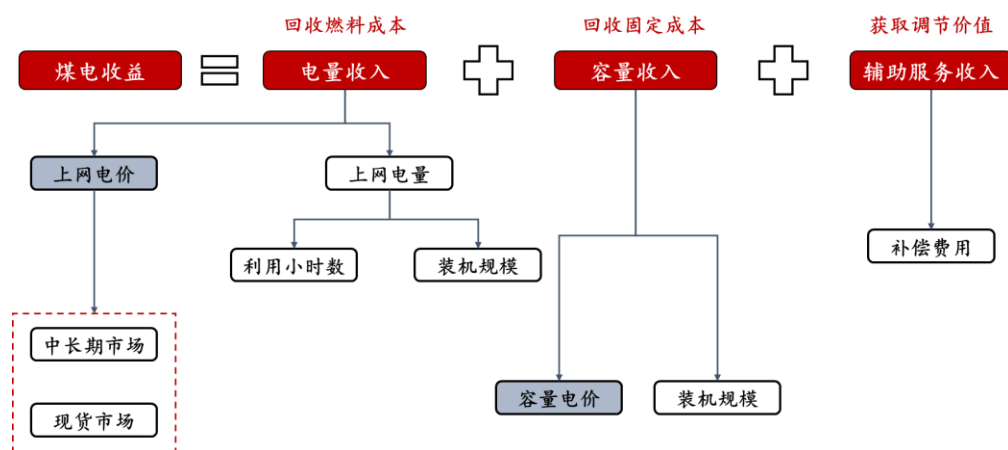
电改政策频发，煤电收益机制逐步完善，煤电收益由单纯电量电价收益转变为三部分，即电量收入、容量收入、辅助服务收入，其中电量收入回收燃料成本，容量收入回收折旧等固定成本，辅助服务收入体现煤电调节价值。

电量收入=上网电价×上网电量（厂用电率、利用小时数、装机规模）。

容量收入=容量电价×装机规模。

辅助服务收入=调峰、调频、黑启动等补偿费用。

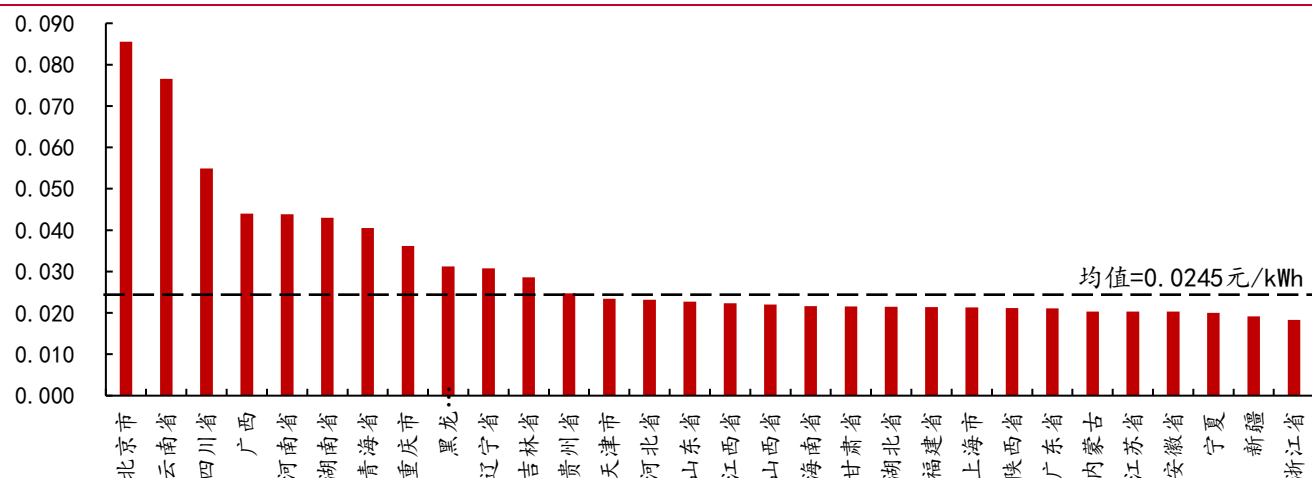
图表44：电量、容量、辅助服务构筑火电收益三部分



资料来源：国联证券研究所

容量电价机制旨在回收部分固定成本，2023年11月，国家发改委、国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，2024年1月1日起执行，将现行煤电单一制电价调整为两部制电价，其中电量电价通过市场化方式形成，容量电价水平根据转型进度逐步调整，2024-2025年多数地方为30%，部分为50%，我们测算2024~2025年全国煤电容量电价平均水平或为0.0245元/kWh，2026年起多数地方有望提升至不低于50%，部分地区提升至70%，全国平均水平约为0.0386元/kWh，固定成本回收比例逐步提升，煤电稳定利润有望逐步提升，经营稳定性逻辑进一步强化。

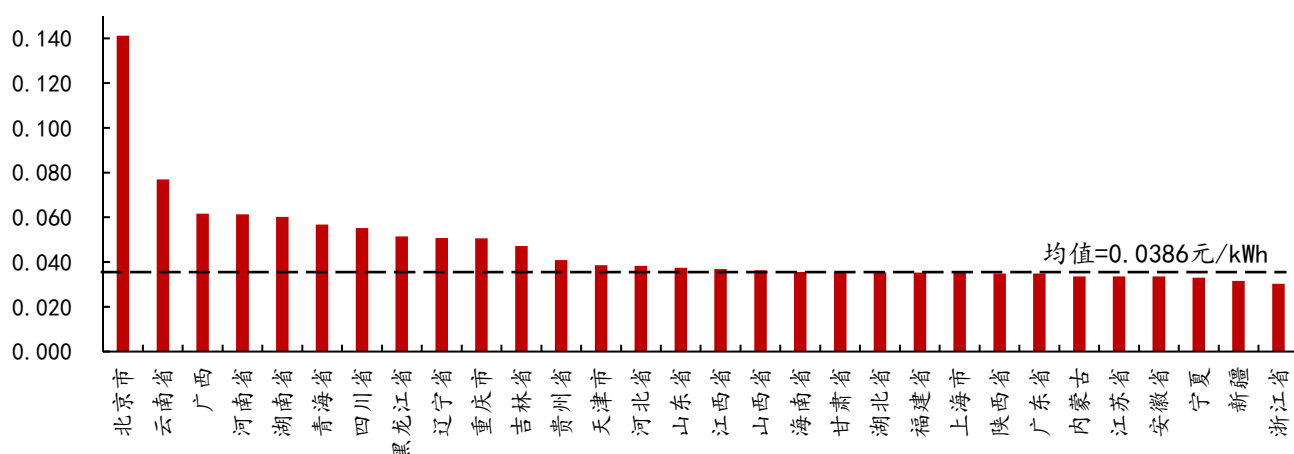
图表45：2024-2025 年各省煤电容量度电收益（元/kWh）（预测值）



资料来源：国家发改委、电查查，国联证券研究所

备注：度电收益为煤电口径，各省煤机装机容量及各省煤机发电量取 2022 年数据，各省回收比例取 2024-2025 年情况

图表46：2026 年各省煤电容量度电收益（元/kWh）（预测值）



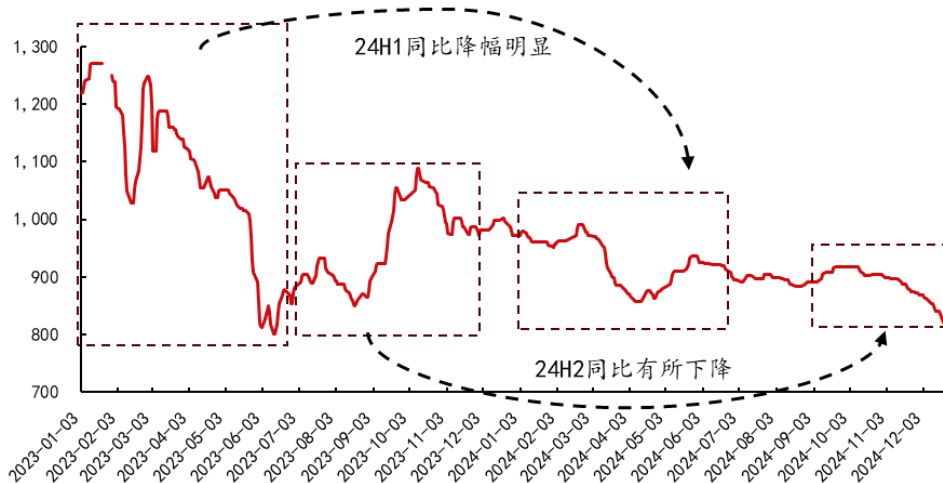
资料来源：国家发改委、电查查，国联证券研究所

备注：度电收益为煤电口径，各省煤机装机容量及各省煤机发电量取 2022 年数据，各省回收比例取 2026 年情况

成本方面:煤价同比降幅明显，煤电厂 2025 年煤炭成本或有降低。

煤价同比降低幅度明显，煤电盈利有望增厚。我们以宁波港 Q5500 库提价作为煤价代表指标，2024 年 12 月 23 日煤价为 810 元/吨，同比降低 18.51%，2024H2 煤价均价为 891 元/吨，同比降低 7.4%。2024 年全年煤价呈现中枢价格下降趋势，煤价降低背后或反应动力煤供需较为宽松，考虑到电厂存煤期限为 20 天-30 天左右，我们认为较低煤价水平或有延续，2025Q1 电厂煤炭成本或同比降低，增厚煤电利润。

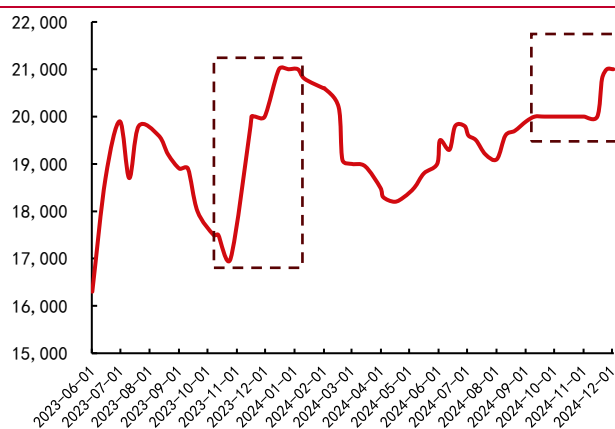
图表47：宁波港 Q5500 库提价（元/吨，含税）



资料来源：Wind，国联证券研究所

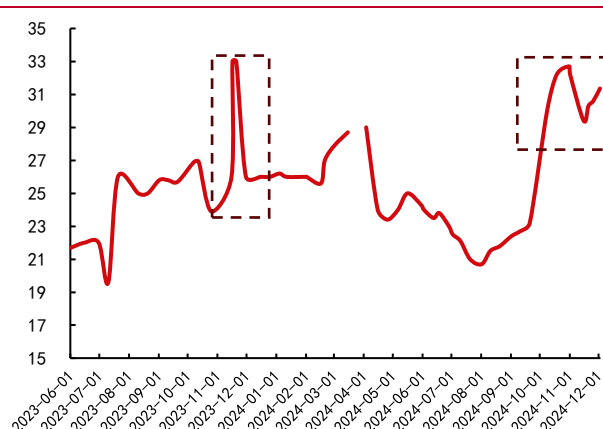
电厂库存充足，存煤可用天数较高。我们统计统调电厂煤炭库存量情况，2024 年 10-11 月统调电厂煤炭库存量均值为 20257 万吨，同比+7.59%。以电厂库存可用天数来看，2024 年 10-11 月为 31.06 天，同比+3.1 天。2024Q4 迎峰度冬期间电厂整体库存、存煤天数均较为充足，且并未像 2023 年 Q4 有直线拉升现象（哄抢存货），代表电厂对煤价预期整体平稳。

图表48：统调电厂煤炭库存量（万吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表49：统调电厂煤炭库存可用天数（天）



资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 绿电：破晓在即，消纳影响收窄

我们认为新能源运营商当前面临较大的消纳压力，但政策端对新能源的支持从未减弱，新能源收入端也正在向着多元化方向发展，产业端特高压加速投入运行大幅改善消纳状况，新能源有望迎来景气反弹。

从新能源收入角度可将新能源收入分为四个部分，即保障性收购电费、市场化电费、偏差考核电费（损益）、辅助服务费用等（损益）。

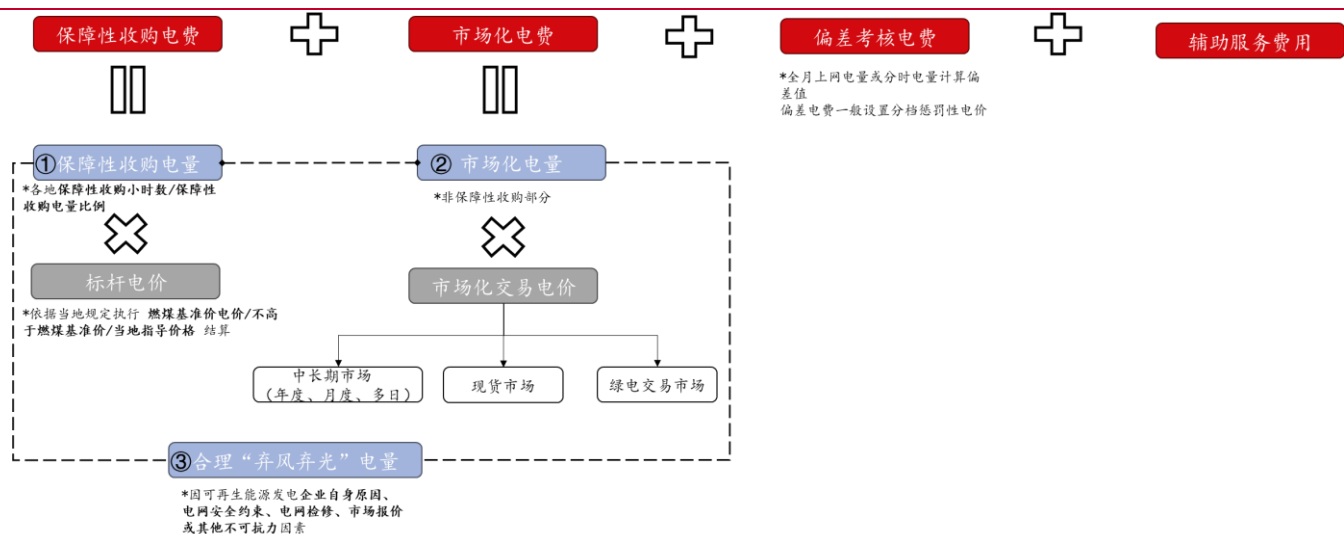
保障性收购电费，按规定保障性收购电量是指按照国家可再生能源消纳保障机制、比重目标等相关规定，应由电力市场相关成员承担收购义务的电量。主要系各省保障性利用小时数、优先发电小时数等电量等。

市场化电费，按规定市场交易电量是指通过市场化方式形成价格的电量，由售电企业和电力用户等电力市场相关成员共同承担收购责任。市场化交易参考的市场包括中长期市场、现货市场、绿电交易市场。

偏差考核，主要系新能源上网电量偏差考核所执行的费用。

辅助服务费用，主要系新能源承担系统调节成本所获取或支付的费用。

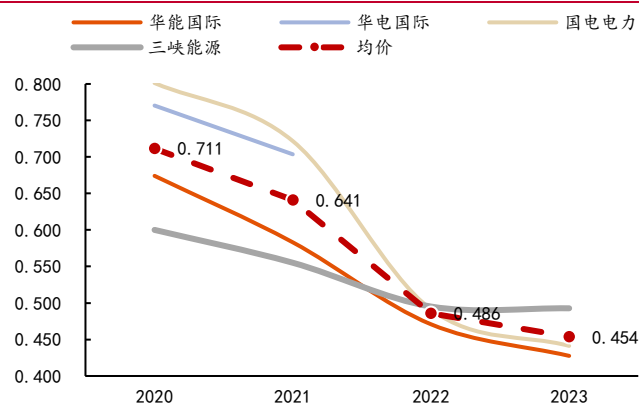
图表50：新能源电费收入可分为4部分



资料来源：国家发改委，国联证券研究所

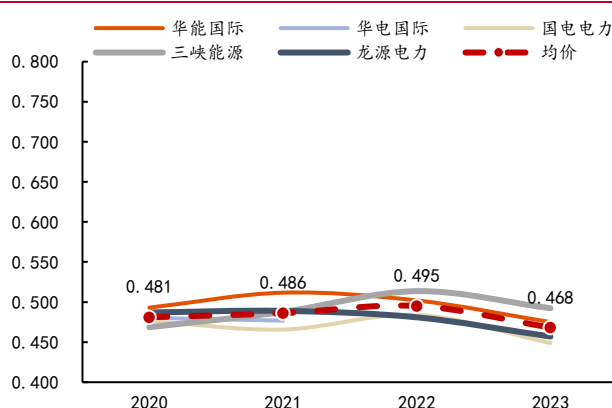
光伏电价降幅较快，风电电价相对平稳。我们统计市场上典型上市公司光伏/风电上网电价变动趋势，上网电价为不含税电价（光伏、风电业务营收/上网电量），2020 年光伏/风电上网电价均价分别为 0.711/0.481 元/kWh，2023 年分别为 0.454/0.468 元/kWh，分别下降 0.258/0.013 元/kWh，探究原因，一方面或与平价项目增加有关，另一方面或与消纳问题导致市场化电价降低有关。

图表51：典型上市公司光伏上网电价变化（元/kWh）



资料来源：各上市公司年报，国联证券研究所

图表52：典型上市公司风电上网电价变化（元/kWh）

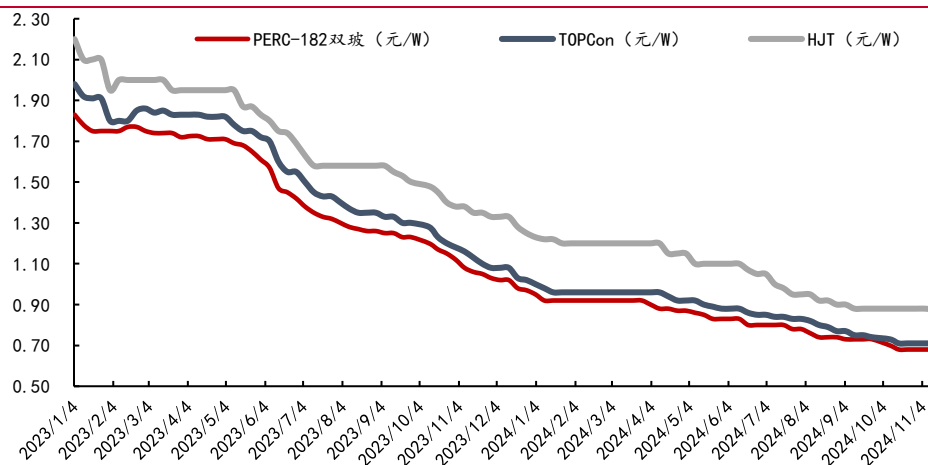


资料来源：各上市公司年报，国联证券研究所

展望一：原材料下降，降本持续

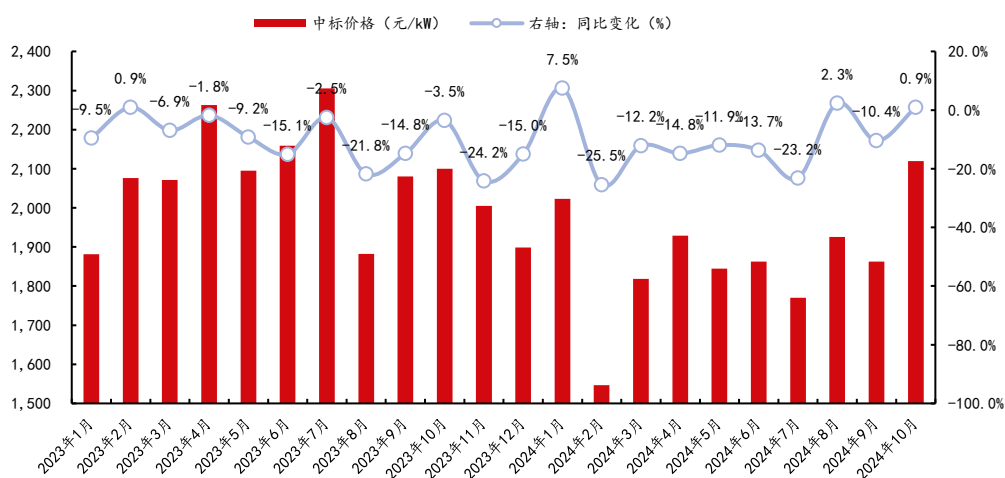
光伏、风电成本价格持续降低，或利好运营商建设成本降低。截至 2024 年 11 月 13 日，PERC-182/TOPcon/HJT 组件价格分别为 0.68/0.71/0.875 元/W，同比分别降低 35.8%/37.2%/35.2%。风电方面，以陆风风机中标价格来看（含塔筒），2024 年 7 月/8 月/9 月/10 月分别同比变化为-23.2%/+2.3%/-10.4%/+0.9%，整体也呈降价趋势。

图表53：光伏组件价格情况



资料来源：InfoLink，国联证券研究所

图表54：陆风中标价格（含塔筒）



资料来源：北极星风电网、风电头条，国联证券研究所

展望二：通道建成在即，消纳有望改善。

我们整理近年来特高压项目核准、开工、投运情况，我们假设开工到投运时间为2年，交流方面张北-胜利、武汉-南昌在2024年10月、11月陆续投产，川渝特高压预计2025年投产，直流方面金上-湖北、陇东-山东、哈密-重庆、宁夏-湖南有望2025年投产。2024年2条投产，2025年有望5条投产。随着外送通道陆续建成，西北地区绿电消纳改善在即。

图表55：特高压在建项目情况

路线	电压等级	长度 (km)	核准时间	开工时间	投运时间
直流输电					
金上-湖北	±800kV	1784	2023 年初	2023/2	2025 (预计)
陇东-山东	±800kV	926	2023/2	2023/3	2025 (预计)
哈密-重庆	±800kV	2300		2023/8	2025 (预计)
宁夏-湖南	±800kV	1619	2023/5	2023/6	2025 (预计)
甘肃-浙江	±800kV	2400	2024/7	2024/7	2027/7 (预计)
交流输电					
武汉-南昌	1000kV	926	2022/6	2022/9	2024/11
张北-胜利	1000kV	366	2022/7	2023/8	2024/10
川渝特高压	1000kV	658	2022/9	2022/9	2025 (预计)

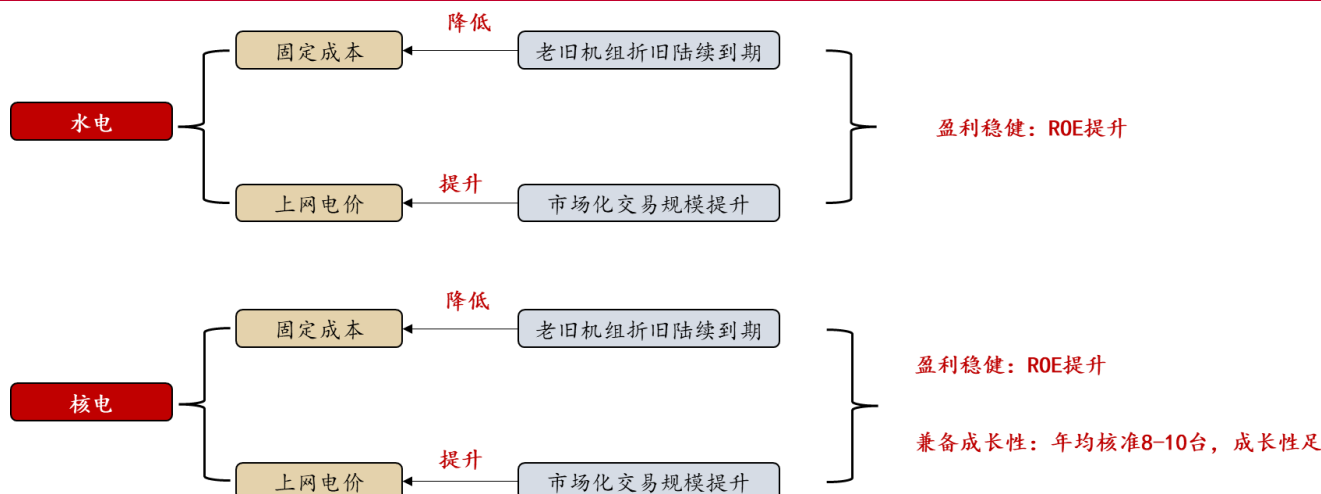
资料来源：湖北省人民政府、中国政府网、新华社、国家电网、甘肃人民政府、北极星电力网、中国能源报，国联证券研究所

4.3 水电、核电：核心电源，具备长期持有价值

水电、核电作为稀缺的基荷电源，一方面随着折旧陆续到期，度电固定成本有望

下降，释放利润，另一方面随着电改政策推进，市场化电量比例提升，水电、核电市场化交易电量上升，有望享受到市场化红利。

图表56：水电、核电稀缺基荷电源，红利资产属性突出，兼备成长性

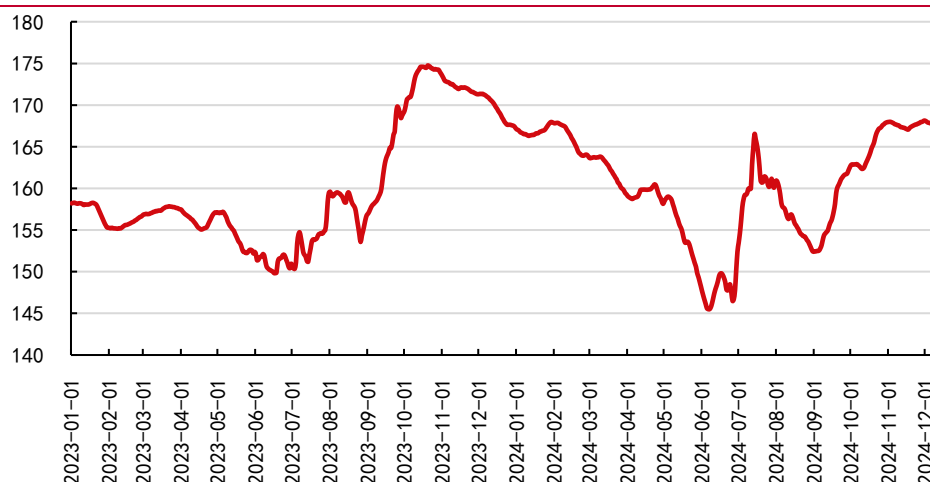


资料来源：国联证券研究所

➤ 水电：水位较高或保障 2025 发电能力

23H2 来水改善，水库蓄水量较高贡献 24H1 业绩。2024 年来水情况较好，截至 2024 年 12 月 8 日三峡水库站水位 167.79 米，同比略降 3.18 米，主要系 2023H2 水电来水较高，同比高基数原因，2024 年底水位同比略有降幅，水库蓄水或较为饱满，2025Q1 水电发电量或有保障。

图表57：三峡水库站水位情况（米）

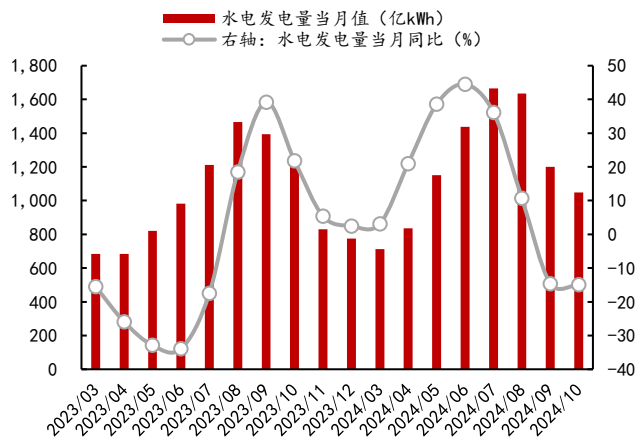


资料来源：Wind，国联证券研究所

2024M8/M9/M10 水电当月发电量同比分别为+10.7%/-14.6%/-14.9%，2023H2 高

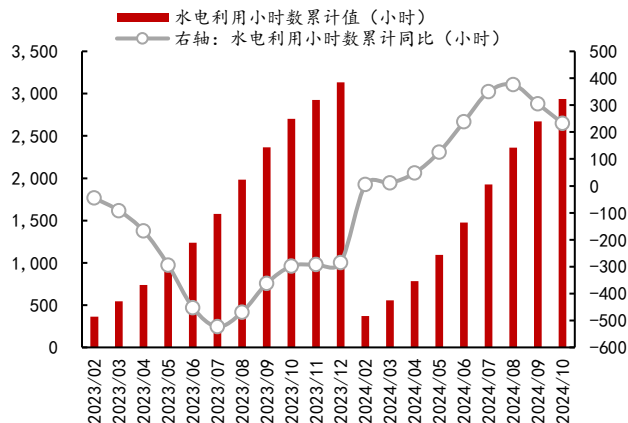
基数原因。从利用小时数角度来看，2024M8/M9/M10 水电累计利用小时数分别同比+376/+305/+233 小时，主要系来水偏丰带动发电量利用小时数提升。

图表58：水电发电量（当月值）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表59：水电利用小时数（累计值）

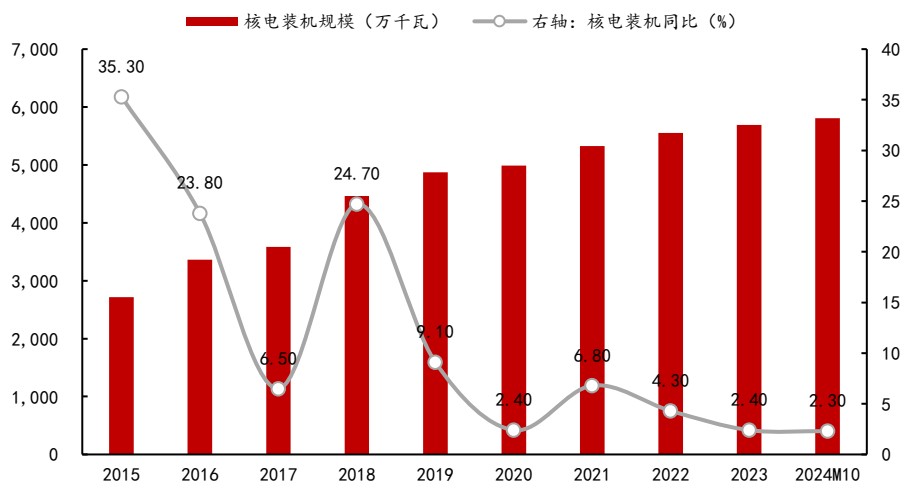


资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 核电：成长性持续提升

核电板块具备稳定成长性。核电是唯一同时具备基荷电源和清洁能源属性的发电方式。满足基荷电源可靠、经济、充足和清洁四大要求，是能够替代化石能源基荷电源的最佳选择。核电建设周期一般在 5 年左右，核电装机容量与国内审批核准相关，截至 2024 年 10 月，依据 Wind 数据，核电装机容量 5808 万千瓦，同比+2.3%，稳定装机保障核电板块成长性。

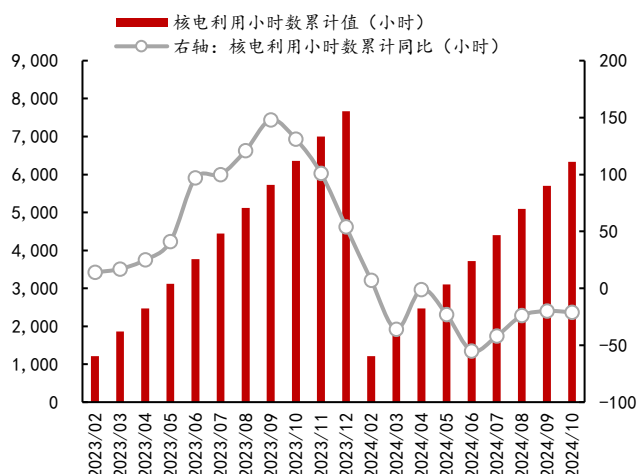
图表60：2015 至今核电累计装机容量及同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

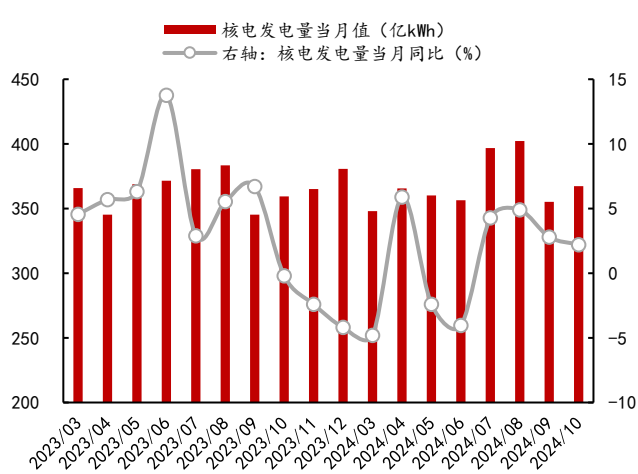
保供能力提升核电刚需属性，高利用小时数保障基荷能力。核电机组出力比较稳定，当电力供需紧张时，核电机组需要提高出力水平，截至到 2024M10，全国核电平均利用小时数为 6336 小时，同比降低 21 个小时，主要系年内核电机组大修所致。

图表61：2023-2024M10 核电利用小时数（累计值）



资料来源：Wind，国联证券研究所

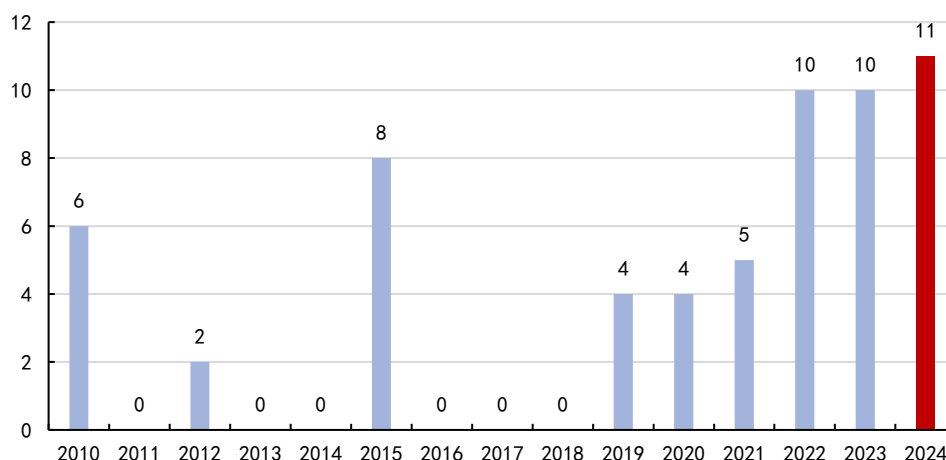
图表62：2023-2024M10 核电发电量当月值及同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

2024 年核准 11 台机组，核电迎建设潮保障资产持续增长。2024 年 8 月国常会核准 11 台机组，核电的基荷电源特性得到重视，江苏徐圩一期工程、山东招远一期工程、广东陆丰一期工程、浙江三澳二期工程、广西白龙一期工程，合计 11 台机组，核电审批核准延续性增强，核电企业成长性持续释放。

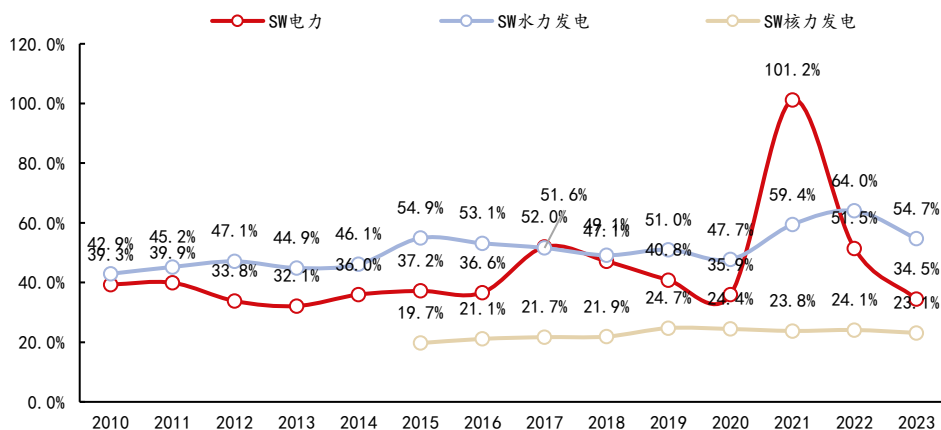
图表63：我国核电站历年核准台数（台）



资料来源：中国核能行业协会，国联证券研究所

经营稳定后，分红比例有望提升。电力运营商主要成本为折旧成本和燃料成本，其中水电主要为折旧成本，因此水电盈利能力较稳定保障分红。核电当前主要处于资本开支高峰期，随着新投产机组落地，分红比例有望逐渐提升。

图表64：2010-2023年SW电力板块分红比例情况（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

备注：分红比例为现金分红总额/净利润

5. 投资建议：挖掘电力运营商差异性机会

5.1 火电：优质地域运营商盈利能力强

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，2024Q3 后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，建议关注区域性火电龙头公司，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

装机成本降低有望促进运营商盈利能力提升，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 号玖安广场 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