

公用事业行业2024年投资策略

水核稳健投资，火电盈利趋稳

西南证券研究发展中心  
公用事业&环保研究团队  
2023年12月

# 核心观点

回顾2023年上半年，煤价从高位回落，叠加来水偏枯，火力发电高增，大部分火电企业扭亏为盈；下半年，煤矿安监事故频发，原煤供给端放缓，煤价有所回升，火电走势偏弱。此外，11月容量电价机制出台，火电盈利得到保障。展望2024年，弱市下水核板块经营稳健，现金流充裕背景下防御价值凸显，板块值得配置。

- **火电：2024年展望动力煤煤价中枢平稳，容量电价机制叠加辅助服务打开火电利润空间。** 2024年煤价中枢平稳，短期或有波动，火电成本改善延续；此外，容量电价实行保障火电稳定盈利，展望政策端辅助服务市场若能得到合理定价，则火电有望持续受益。
- **水电：下跌行情具有防御价值，重视其避风港属性。** 低利率背景下，水电超额收益显著，自2014年至今，长江电力股息率长期高于我国10年期国债，高股息+高分红+充裕现金流凸显防御价值。
- **核电：弱市下防御属性凸显，现金流稳定带来长期持有回报。** 截至11月30日，沪深300今年累计跌幅已达9.7%，而中国核电/中国广核年初至今累计涨幅分别为20.6%/16.4%，超额收益分别为30.3%/26.1%，具有防御板块配置价值。
- **天然气：毛差+售气量回升，城燃打开盈利空间。** 2022年，我国天然气表观消费量同比下滑1.7%，其中，城市燃气消费量较21年同期增长1.9%，随着经济复苏，预计明年天然气消费量或将继续改善，届时城燃售气有望同步回升，此外，天然气价格市场化改革在加速推进，城燃企业毛差有望恢复。
- **风光：欧洲电网投资背景下看好中国企业出海。** 在欧洲可再生能源接入比例日渐提高的情况下，配网侧改造需求刚性增加，考虑到欧洲产能限制和国内产品具有较强的竞争优势，国内出海企业和相关设备商将有望收益。
- **重点关注个股：**近期电力板块关注度持续提升，建议重点关注高弹性火电及补贴占比较高的优质绿电企业：  
1) 火电：华能国际、华电国际、国电电力、皖能电力等；2) 风光：广宇发展等；3) 水电：长江电力、川投能源等；4) 天然气：九丰能源等；5) 核电：中国核电等。

**风险提示：**产业建设不及预期、煤价上升风险、组件价格不及预期、风光等绿电新增装机不及预期、来水不及预期、政策推进不及预期风险等。

# 目 录

---

◆ 2023年行业回顾

◆ 2024年行业投资策略

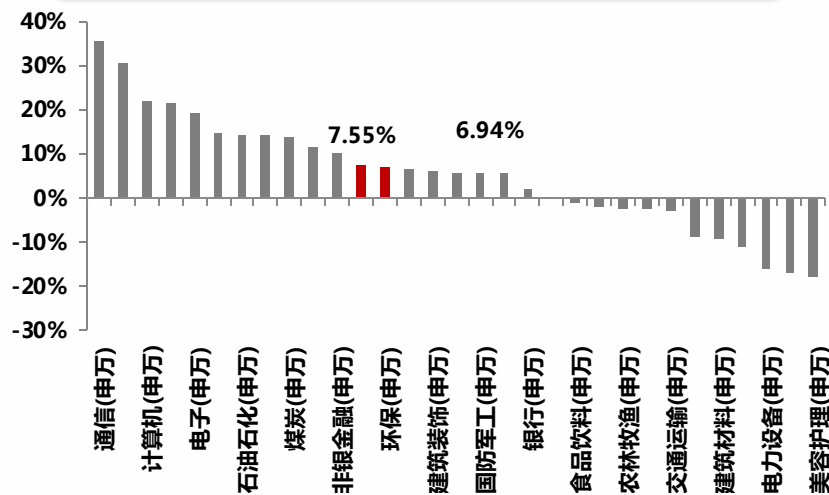
◆ 2024年重点推荐投资标的

# 2023年行业回顾：跑赢大盘，盈利能力有所修复

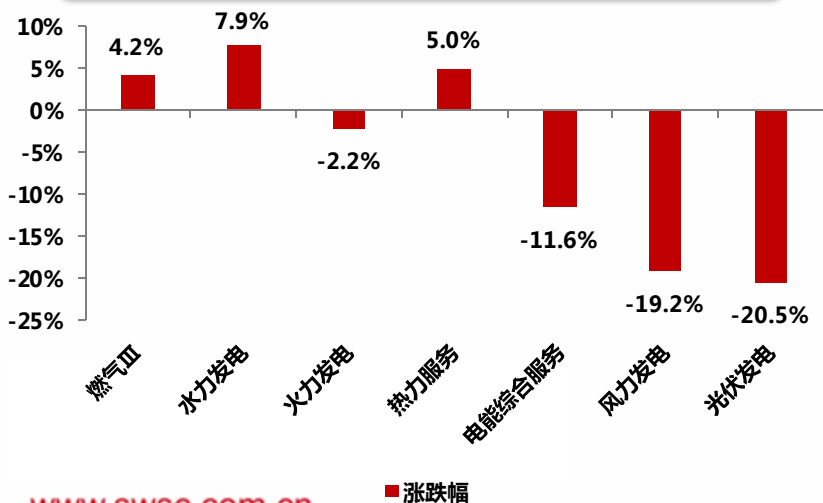
## 公用事业指数相对沪深300走势



## 各板块涨跌幅相对沪深300表现



## 公用事业子板块涨跌幅对比

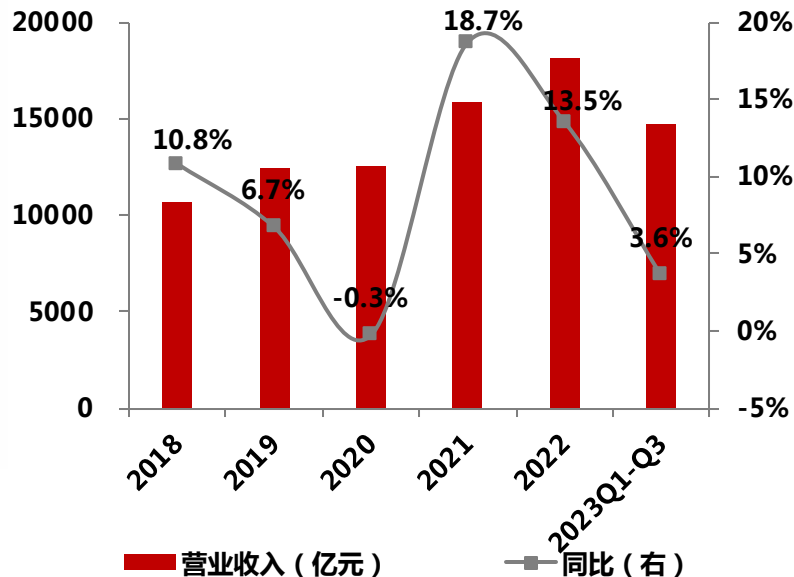


- ❑ 相对沪深300，2023年初截至11月29日申万公用事业板块上涨7.55%。
- ❑ 各板块横向对比看，申万公用事业板块在所有申万一级行业中相对排名12/32。
- ❑ 从细分板块看，2023年初截至11月29日燃气、水力发电、火力发电、热力服务、电能综合服务、风力发电以及光伏发电板块分别+4.2%、+7.9%、-2.2%、+5.0%、-11.6%、-19.2%和-20.5%。

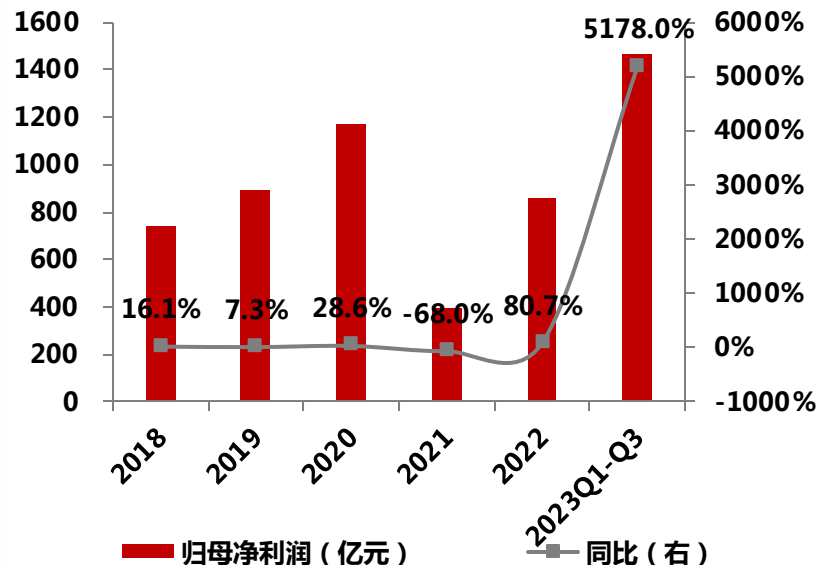
## 2023年行业回顾：跑赢大盘，盈利能力大幅改善

- 2023年前三季度电力板块实现营收14724亿元（同比+3.6%），归母净利润1467亿元（同比+51.8%）。
- **相比2022年，电力板块盈利能力大幅改善。**2023年电力板块归母净利润高增，主要系2023年一季度末开始动力煤价格从高位回落，火电发电成本下降。2023年以来，受益于电价上涨和煤价回落，火电盈利能力修复带动板块整体盈利能力提升。

### 公用事业电力板块整体营收及同比增速



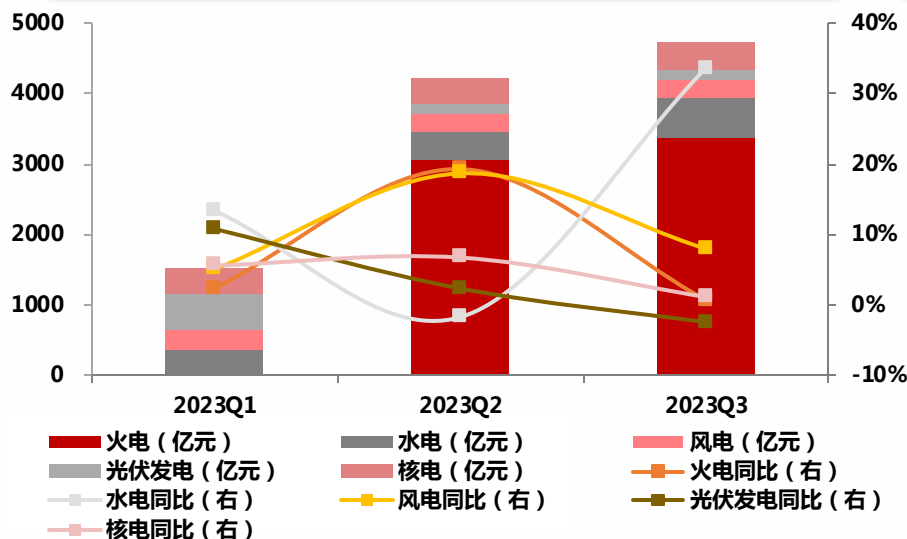
### 公用事业电力板块整体归母净利润及同比增速



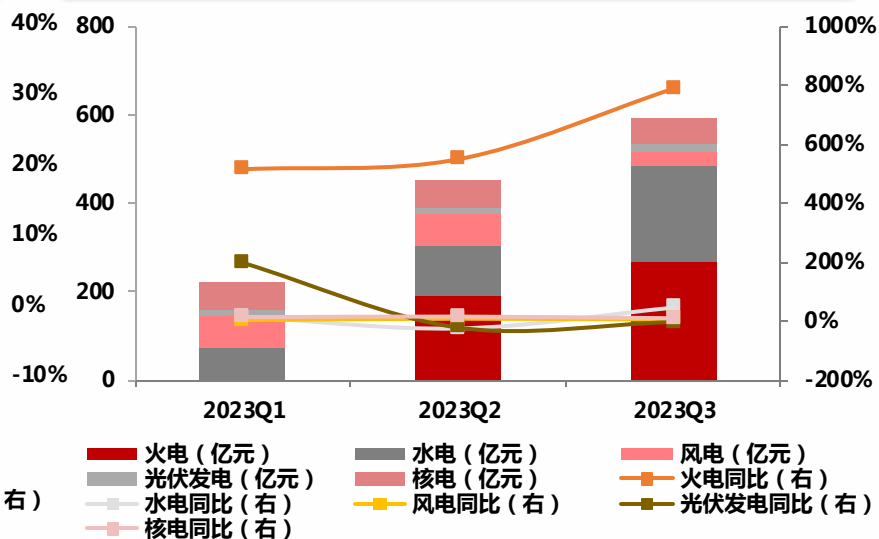
## 2023年行业回顾：跑赢大盘，盈利能力有所修复

- 2023Q1，火电板块归母净利实现扭亏为盈，光伏板块归母净利同比高增。** 2023Q3，火电实现营业收入3365亿元（同比+0.7%），归母净利267亿元（同比+789%），电价上涨+煤价回落，火电盈利能力修复；2023Q3，水电实现营业收入576亿元（同比+33.6%），归母净利215亿元（同比+46%），二季度多流域来水同比偏枯，发电量大幅下降，盈利受损，三季度来水恢复业绩提升。
- 风电业绩平稳增长，光伏发电盈利能力改善。** 2023Q3，风电板块实现营业收入255亿元（同比+8.0%），归母净利34.1亿元（同比+5.4%），业绩增长平稳；2023Q3，光伏发电板块实现营业收入138亿元（同比-2.5%），归母净利18.1亿元（同比-2.8%）。
- 2023年前三季度，核电营收和归母净利同比增速稳定。** 2023Q3，核电板块实现营业收入404亿元（同比+1.0%），归母净利60.3亿元（同比+10.0%）。

### 电力板块各电源营收及同比增速



### 电力板块各电源归母净利润及同比增速



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

---

◆ 2023年行业回顾

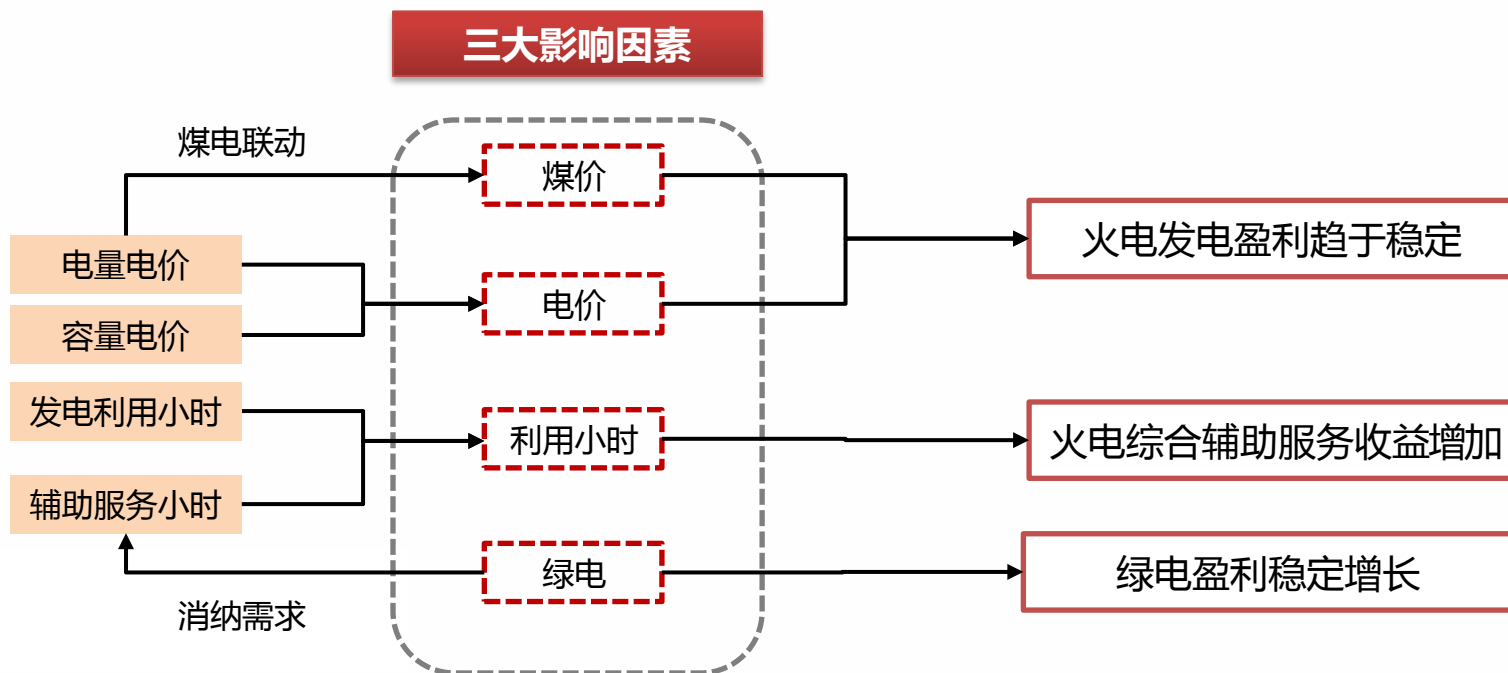
◆ 2024年行业投资策略

◆ 2024年重点推荐投资标的

## 2.1 火电：煤电联动稳定利润，容量电价重塑估值

- 煤价影响短期走势，长期估值向水电靠拢。2023年煤炭价格回落，火电企业迎来盈利改善。从长期看，我们认为在容量电价政策下，火电企业业绩将由随煤价波动而波动逐渐趋于稳定，此外，在能源转型的大背景下，火电将随着绿电装机的增长逐渐成为成长股。

### 火电研究框架

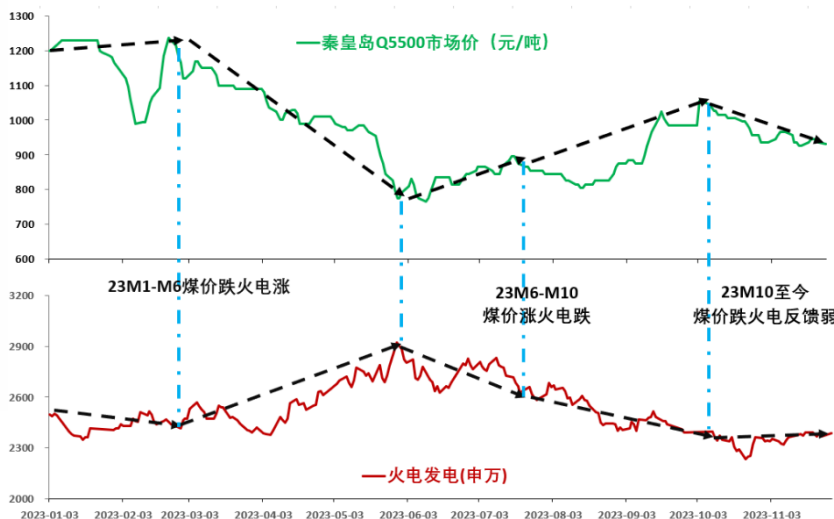


## 2.1 火电：电煤价格高位回落，偏稳弱运行

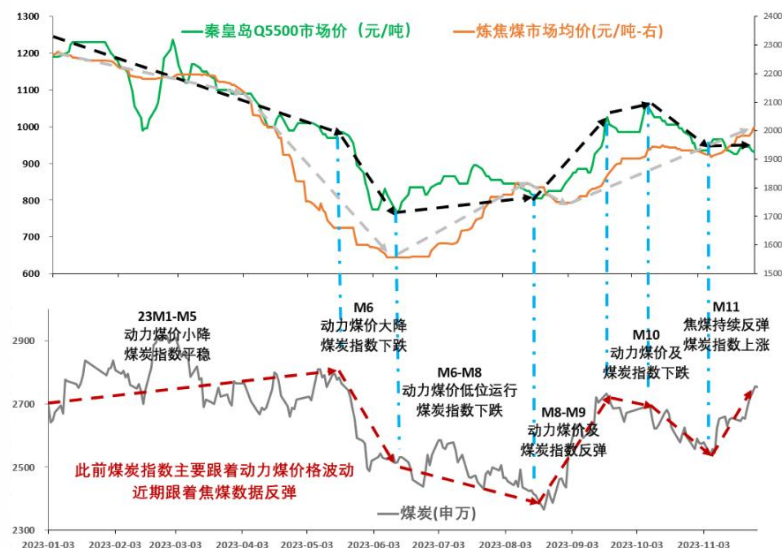
**电煤价格高位回落，偏稳弱运行：上半年持续回落刺激火电行情，6月后逐渐回升，火电表现较弱**

- ❑ **煤炭板块走势上半年与动力煤挂钩，近期跟随焦煤走势逐渐反弹。**1月-10月，煤炭指数受动力煤涨跌波动，11月以来，煤炭指数跟随焦煤走势反弹。
- ❑ **秦皇岛煤价与火电板块走势呈负相关，近期火电反馈较弱。**（1）1月-2月上，受煤炭供给端充足，春节期间需求回落影响，煤炭价格下跌态势，火电走势整体向上；（2）2月中旬-2月底，受内蒙古矿难影响，市场情绪大幅波动，火电板块下跌；（3）3月-6月：受进口量高增刺激叠加电煤和非电需求走弱，煤炭价格持续回落，火电板块持续上涨；（4）7月-10月：山西铁矿瞒报事故导致安监加强，短期供给走弱，叠加非电需求回暖，煤价小幅回升，火电走弱；（5）10月以来：电煤进入消费淡季，来水恢复，火电表现平淡。

### 秦皇岛煤价与火电发电板块走势复盘



### 动力煤、焦煤价格与煤炭板块走势复盘

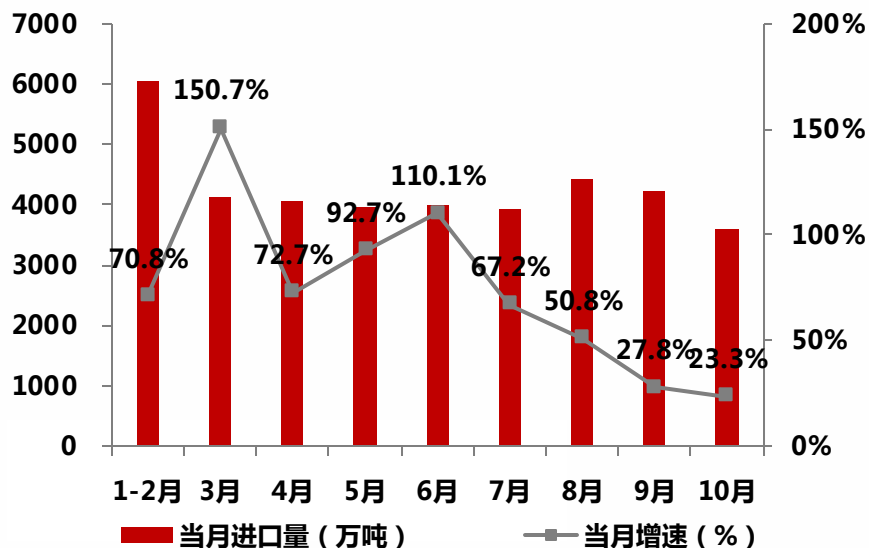


## 2.1 火电：2023年煤炭回顾：煤炭供给端充足，需求改善

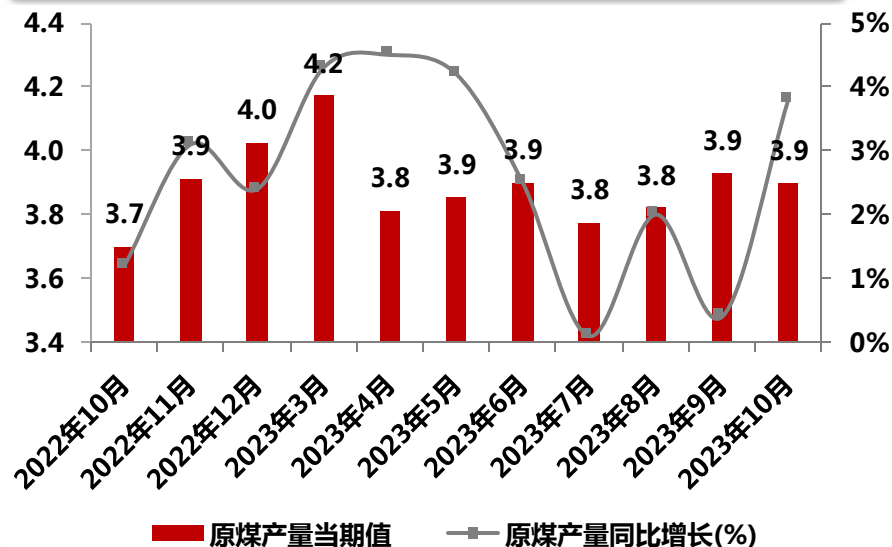
### 供给充足：产量高增，安监趋严背景下产量有所放缓

- **上半年原煤增速高，安监增强导致个别月份减产**：截至2023年10月，原煤生产量较去年均同比提升3.1%，在2022年高基数的基础上，2023年3-5月同比增速平均达4.3%，上半年供给好于预期；7-9月煤矿事故频发导致国内安监趋严，多处矿山开工率下滑，产量增速放缓。
- **进口煤高增，9月进口量有回落迹象**。基于去年进口煤数量低基数和今年澳煤进口放开影响，今年进口煤数量持续高增，前10月全国进口煤炭3.8亿吨，同比增长67%，自9月开始进口煤数量逐渐回落，10月进口煤数量为3599万吨，同比增速23.3%，环比回落14.6%。

### 2023年煤炭月度进口量及增速



### 2023年原煤月度产量及增速（亿吨）

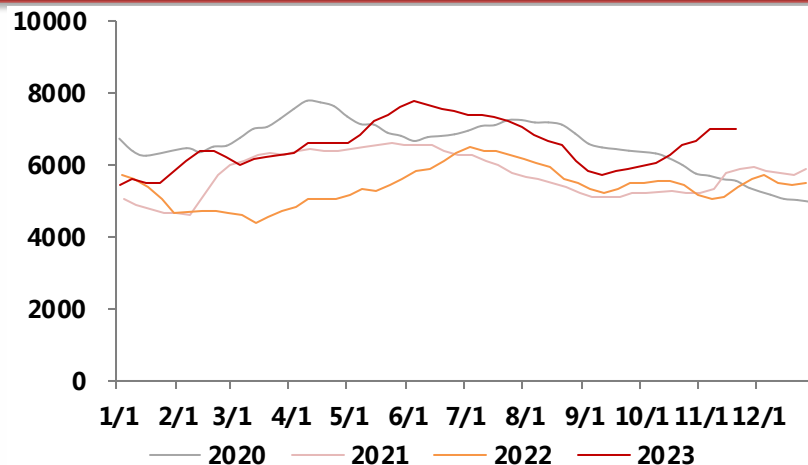


## 2.1 火电：2023年煤炭回顾：煤炭供给端充足，需求改善

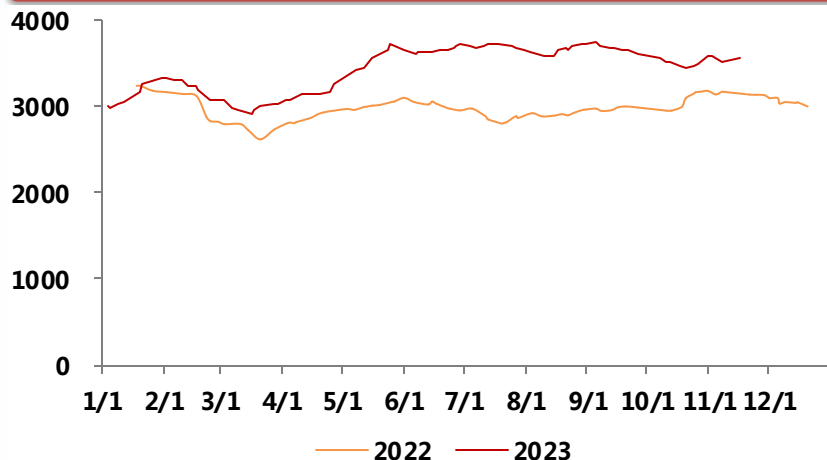
### 电煤煤炭库存持续处于高位

□ 2023年港口库存持续维持高位。截至11月24日，CCTD主流港口/南方八省库存数量分别达6997/3576万吨，较22年同期分别增加1577/893/433万吨。据中电联数据，11月16日，发电企业库存天数为26.2天，较22同期增加8.1天（22同期18.1天）。

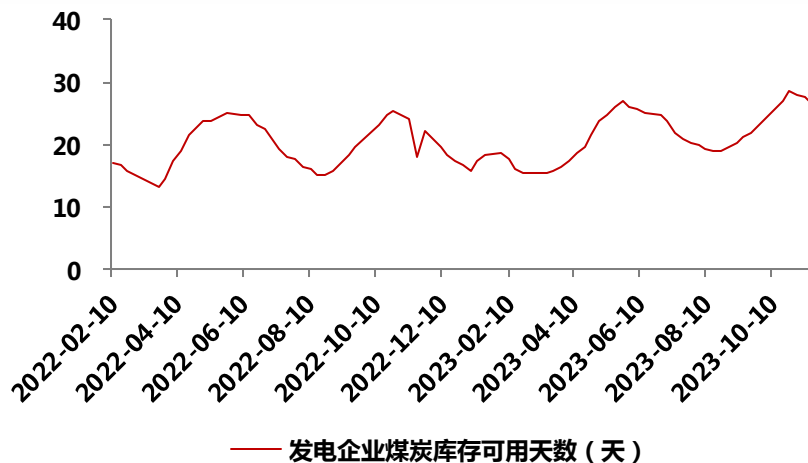
### 2022-2023年CCTD主流港口库存情况（万吨）



### 2022-2023年南方八省电厂库存情况（万吨）



### 2022-2023年发电企业库存天数

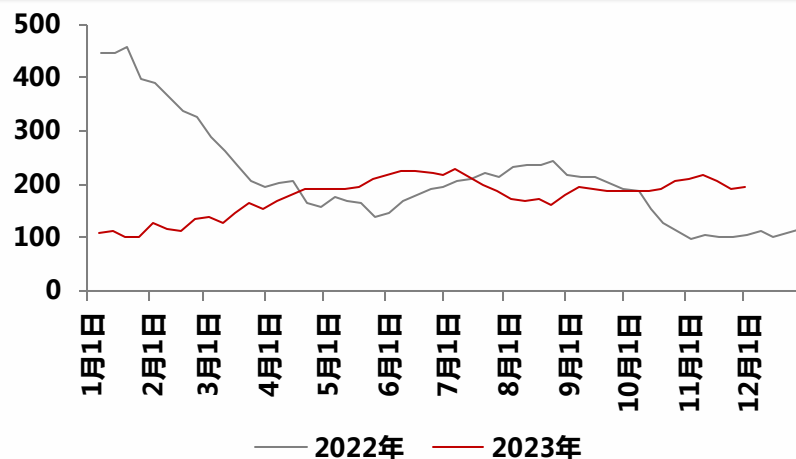


## 2.1 火电：2023年煤炭回顾：煤炭供给端充足，需求改善

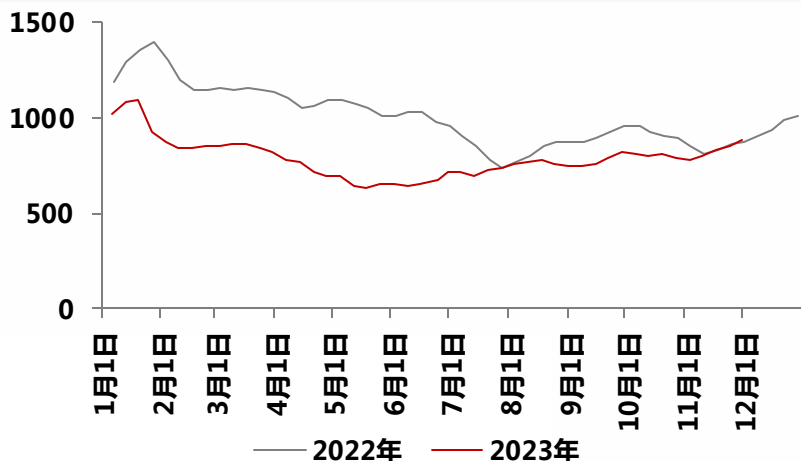
### 炼焦煤港口库存较高，焦化厂/钢厂库存处于低位

- **港口库存较高。**截至2023年11月24日，六大港口炼焦煤库存达192.67万吨，较22年同期增长99.8%。
- **焦化/钢厂库存偏低。**截至2023年11月24日，焦化厂库存为851.75万吨，较22年同期下降1.5%；钢厂库存为777.06万吨，较22年同期下降3.3%，焦化厂/钢厂全年库存较2022年均处于低位。

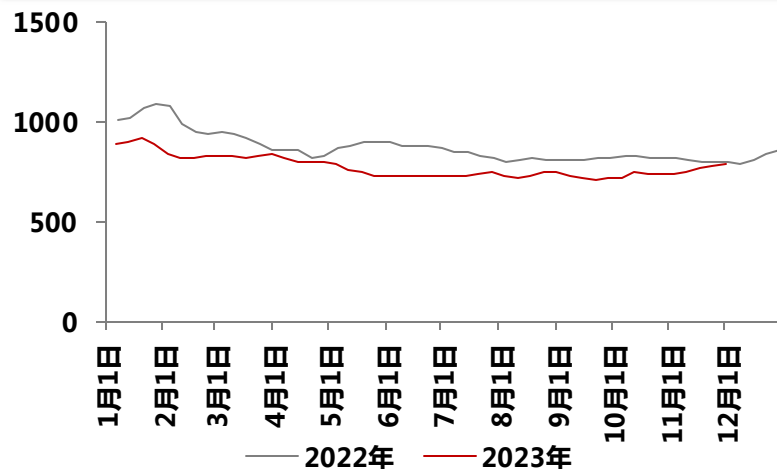
### 六大港口炼焦煤库存情况（万吨）



### 国内独立焦化厂(230家)炼焦煤库存情况（万吨）



### 国内样本钢厂(247家)炼焦煤库存情况（万吨）

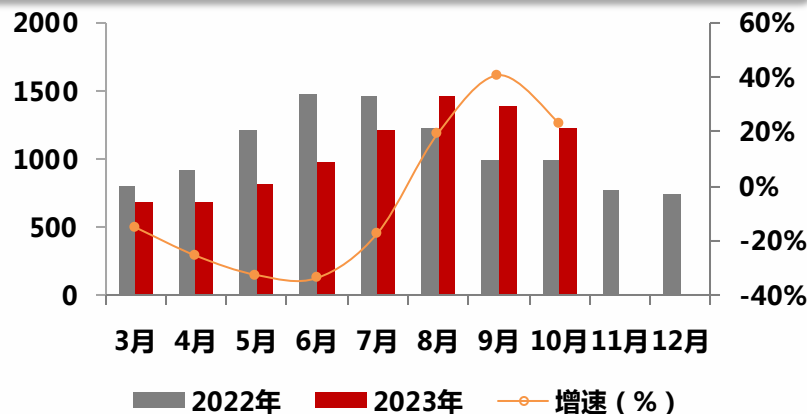


## 2.1 火电：2023年煤炭回顾：煤炭供给端充足，需求改善

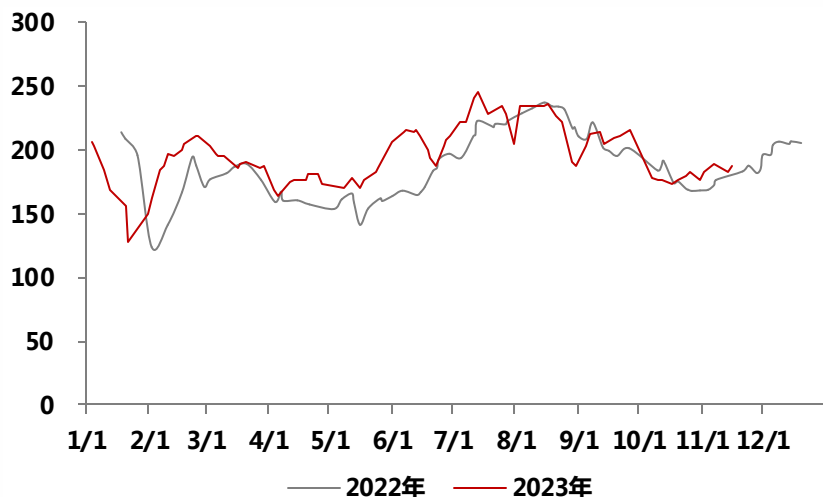
### 电煤需求改善：上半年受来水不足影响，电煤日耗高

□ 受来水影响，电煤需求总体高于去年。今年南方电厂日耗整体高于去年，截至2023年11月16日，南方八省电厂日耗量为187万吨，高于去年同期3万吨，截至11月23日，全国重点电厂日耗499万吨，高于同期6.3万吨，今年来水情况较差，截至11月，水力发电量累计同比下滑7.1%，受非电需求增加影响，火电同比发电量累计同比增加5.7%。后续待来水改善，火电日耗将有所回落。

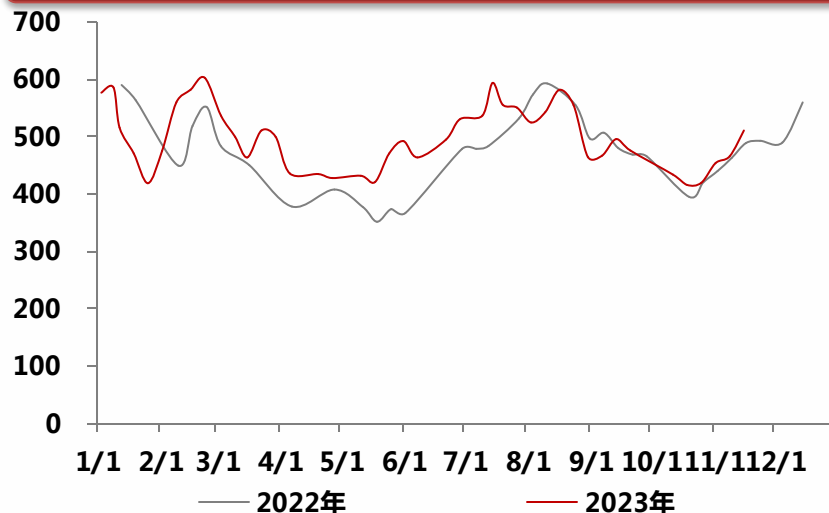
### 2022-2023单月水电发电量（亿千瓦时）



### 2022-2023年南方八省电厂日耗情况（万吨）



### 2022-2023年全国重点电厂日耗情况（万吨）

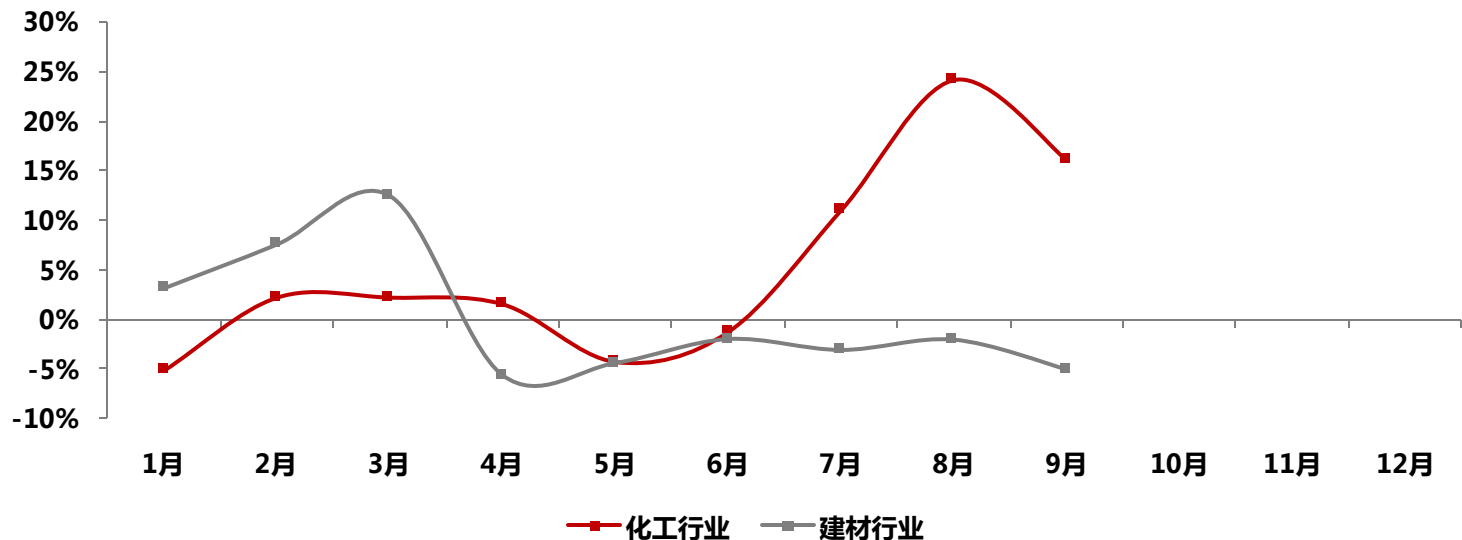


## 2.1 火电：2023年煤炭回顾：煤炭供给端充足，需求改善

### 非电需求回升：

- **化工行业需求回升。**2023年9月，化工行业动力煤消费量同比增长16%，1-9月化工行业煤炭消费量累计增长5.2%，非电需求回升。

2023年动力煤分行业消费量同比增速(%)

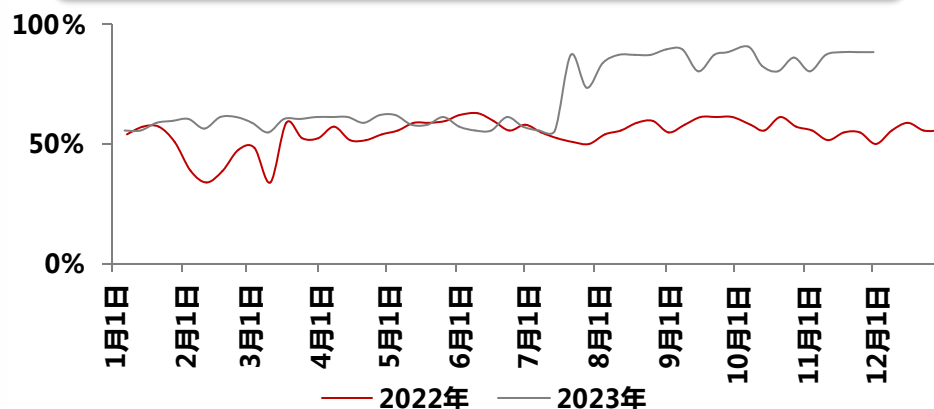


## 2.1 火电：2023年煤炭回顾：煤炭供给端充足，需求改善

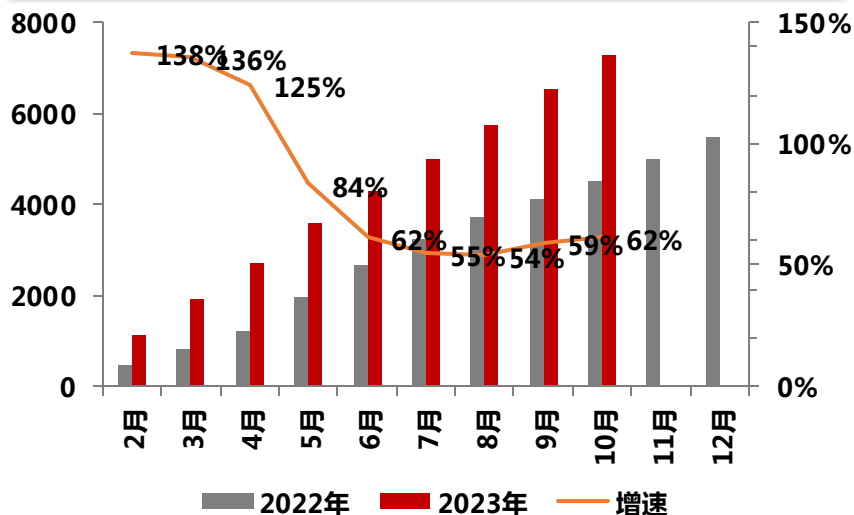
### 钢厂开工率提升，焦煤需求增加：

- **粗钢产量同比回升。**在经历2021-2022两年连续下滑后，今年（截至10月）粗钢产量同比增加1.4%。
- **钢厂开工率上升。**以唐山钢厂为例，上半年开工率较去年持平，自7月开始，开工率持续提升维持在80%以上。

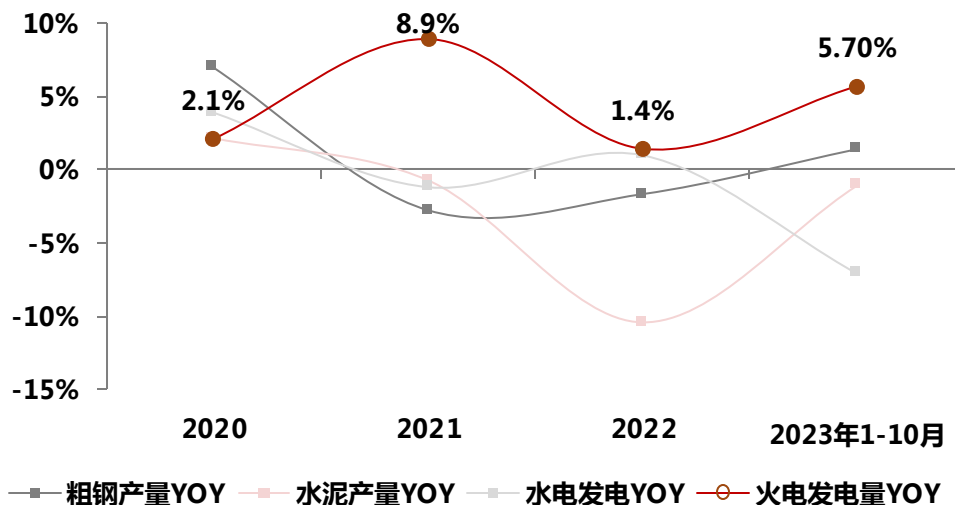
2022-2023年唐山钢厂高炉开工率(%)



2022-2023年粗钢净出口数量大幅增加 (万吨)



2020-2023年火电、水电、粗钢、水泥产量累计同比 (%)

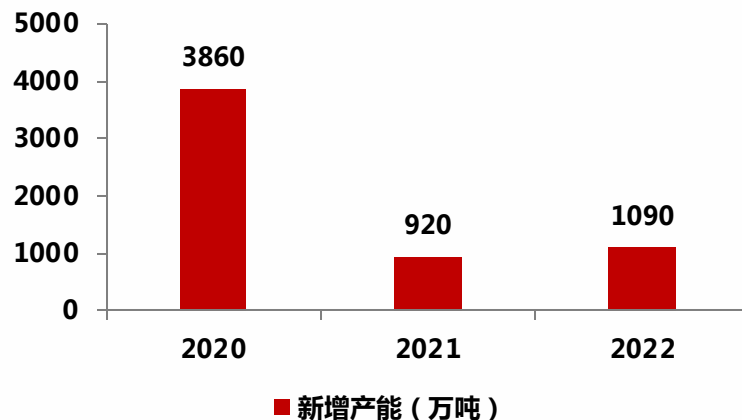


## 2.1 火电：2024年动力煤展望：煤价中枢平稳，期现阶段反弹

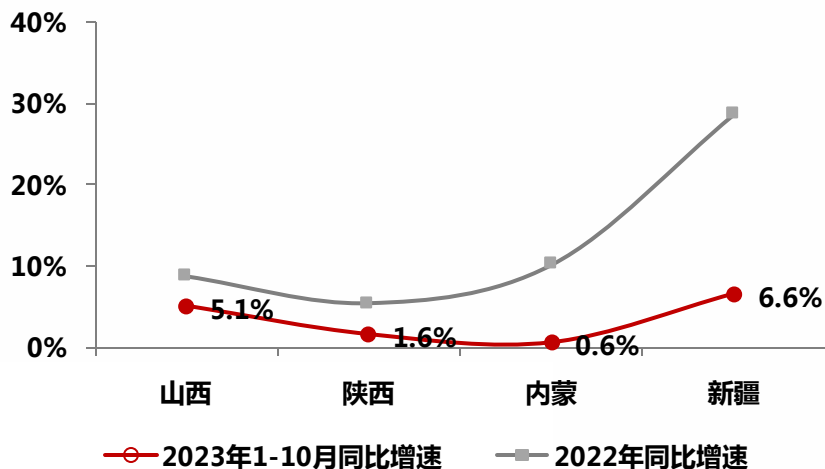
### 供给端：供给增速放缓，新增核准产能规模较小

- **供应增速或进一步放缓，新增产能规模较小。**  
2023年1-10月，国内原煤四大主要产地增速较2022年均有所下滑。据国家能源局官网披露，2020-2022年煤矿新增核准产能分别为3860/920/1090万吨，规模较小，假设2024年进口煤维持当前增速，未来供给或将仍放缓。
- **煤矿安全事故带来的短期供给波动将影响短期价格。**往年煤矿安全事故的发生会造成短期内煤炭供应下降，造成阶段性的煤炭价格上升。

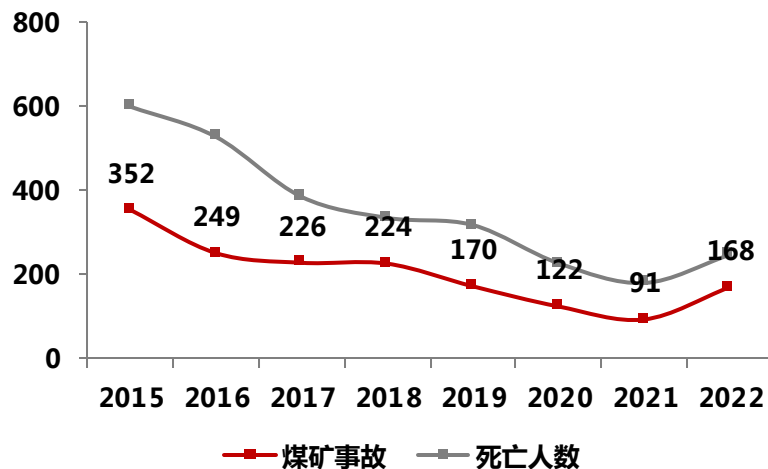
2020-2022年新增核准产能



2022-2023年原煤主要产地产量增速(%)



2022年煤矿事故频次有所回升(次，人)

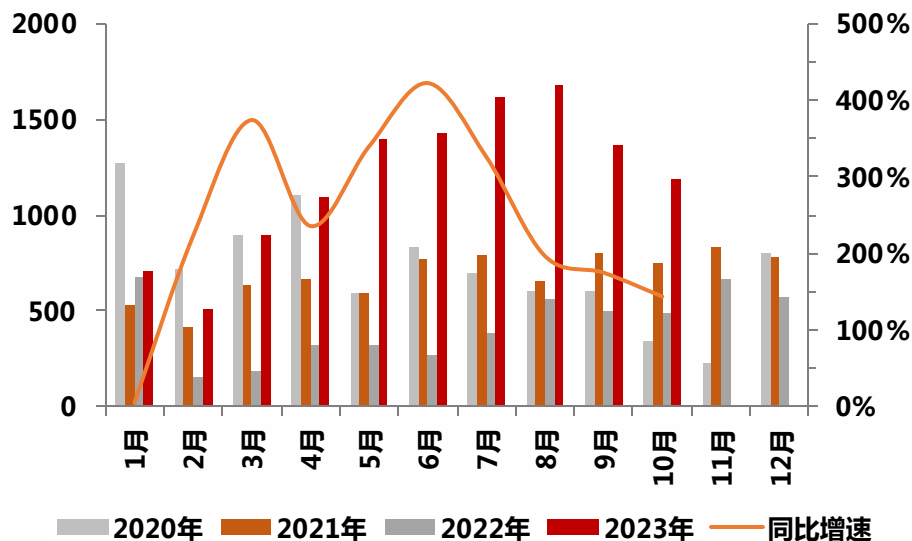


## 2.1 火电：2024年动力煤展望：煤价中枢平稳，期现阶段反弹

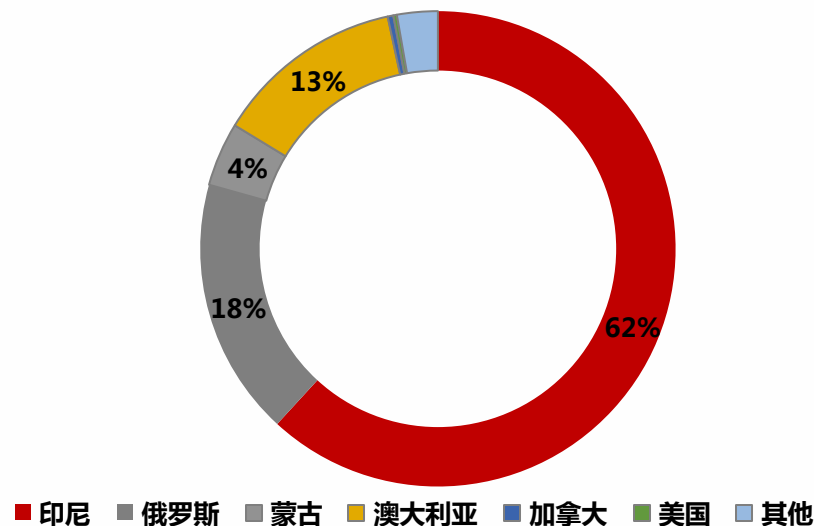
### 供给端：进口煤增长空间较小

- 进口煤数量或难以持续上升，9月已有回落迹象。9、10月动力煤数量环比分别下滑19%/13%，预计2024年煤炭进口量进一步上涨的可能性较小，甚至可能下降。

2020-2023年动力煤进口数量及增速（万吨）



2023年1-10月进口煤分国别占比情况（%）

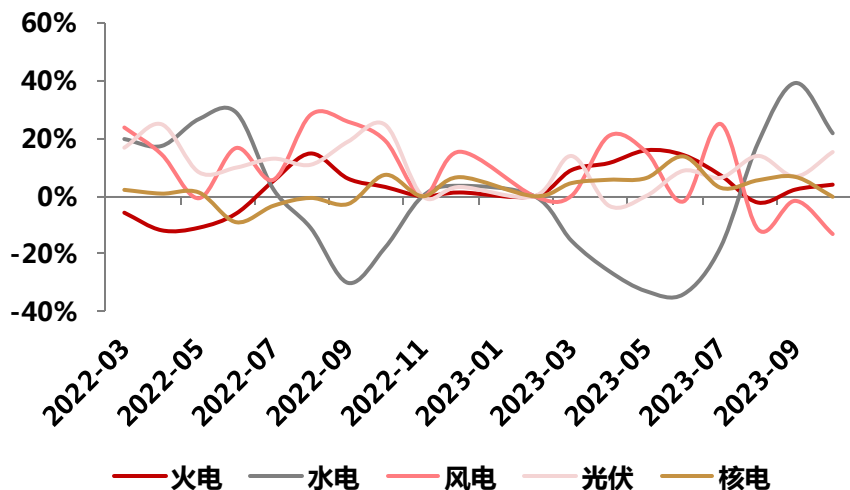


## 2.1 火电：2024年动力煤展望：煤价中枢平稳，期现阶段反弹

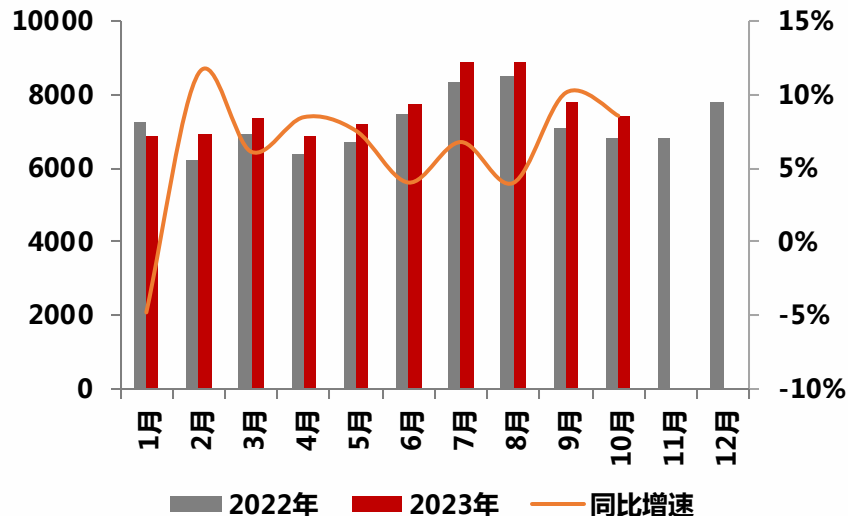
### 电力需求具有韧性：

- ❑ **全社会用电量进一步增加。** 2023年1-10月，全社会用电量同比增长5.8%，其中10月用电量同比增长8.4%。
- ❑ **水力发电波动较大，火电承担替补发力作用。** 水力发电波动最大，其次为风光发电，火电发电稳定性强，在其他电源发电不稳定时，需要承担保供作用。

2022-2023年当月各类电源发电量同比增速（%）



2023年单月全社会用电量（亿千瓦时）

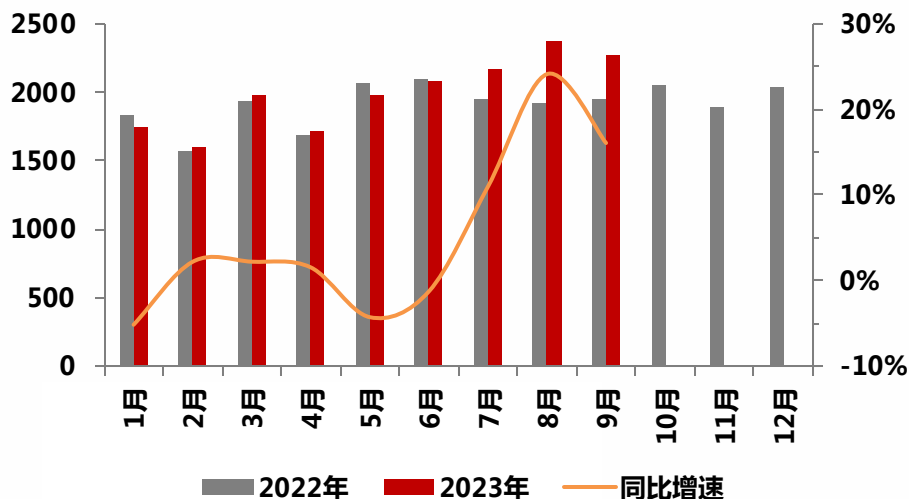


## 2.1 火电：2024年动力煤展望：煤价中枢平稳，期现阶段反弹

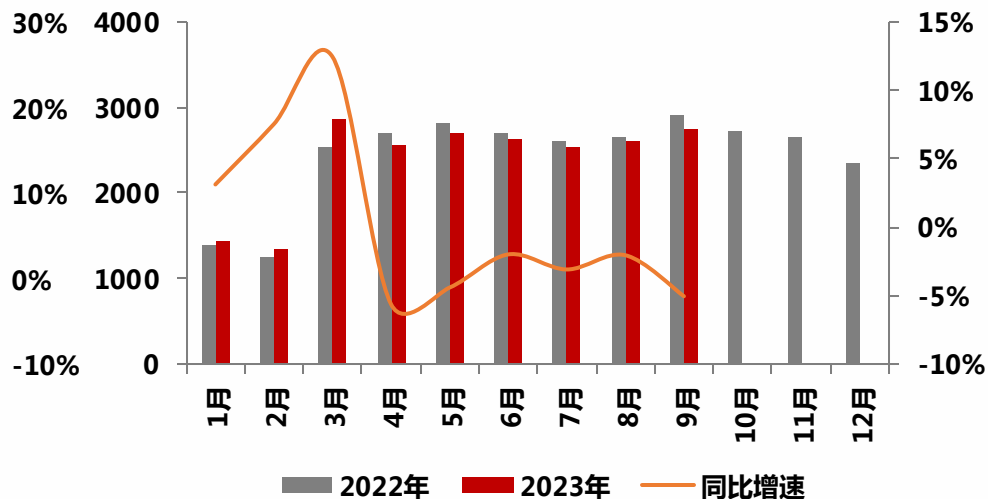
### 非电需求分化：化工行业需求恢复，建材行业需求较弱

- **化工行业需求恢复。**2023年1-10月，全社会用电量同比增长5.8%，其中10月用电量同比增长8.4%。
- **建材行业需求较弱。**自4月以来，建材行业动力煤需求较弱，消费量低于2022年同期，随着房地产保交楼、稳增长等政策落地，需求或有回升。

#### 2022-2023年化工行业动力煤消费量（万吨）



#### 2022-2023年建材行业动力煤消费量（万吨）

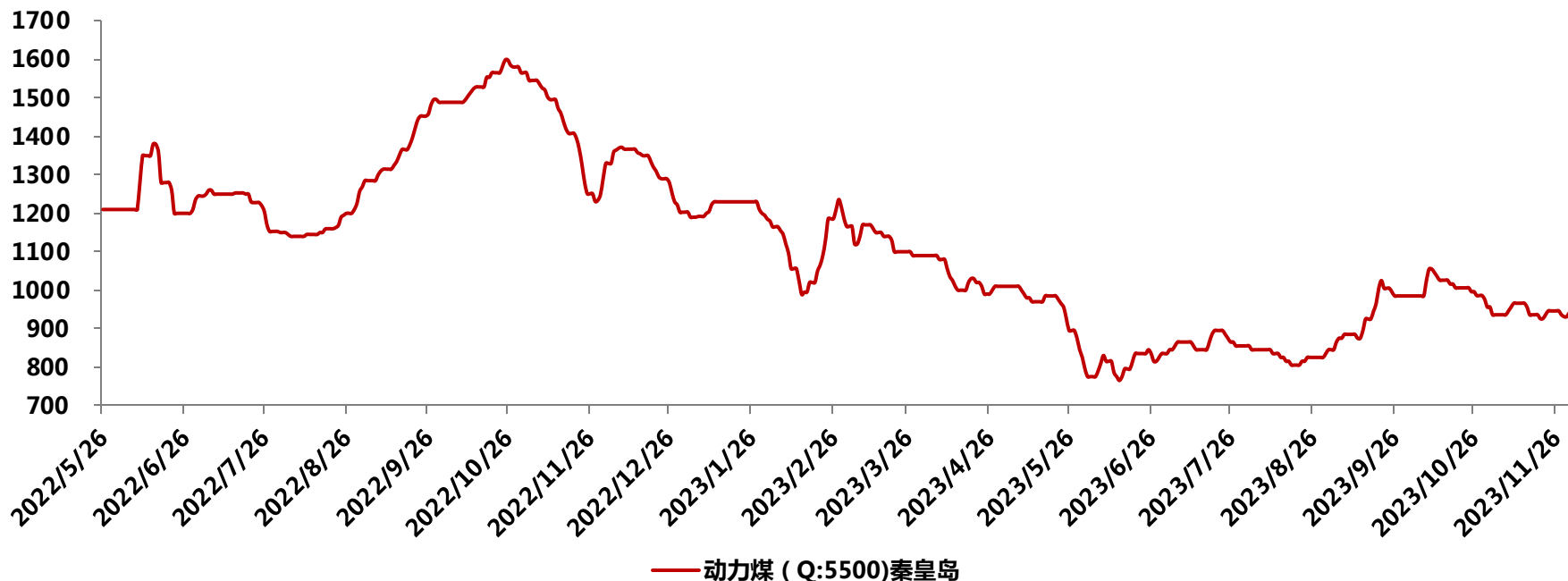


## 2.1 火电：2024年动力煤展望：煤价中枢平稳，期现阶段反弹

### 动力煤价格展望：煤价中枢平稳，期现阶段反弹

- 原煤产量供给或有放缓，进口煤难维持高增，需求端火电韧性较强，非电需求有所回升，随着经济复苏，或有转好。注意近期煤矿安全事故频发导致的安监加强，短期供应不足或造成阶段性上涨。

秦皇岛煤炭价格走势（元/吨）



## 2.1 火电：容量电价保障火电盈利稳定性

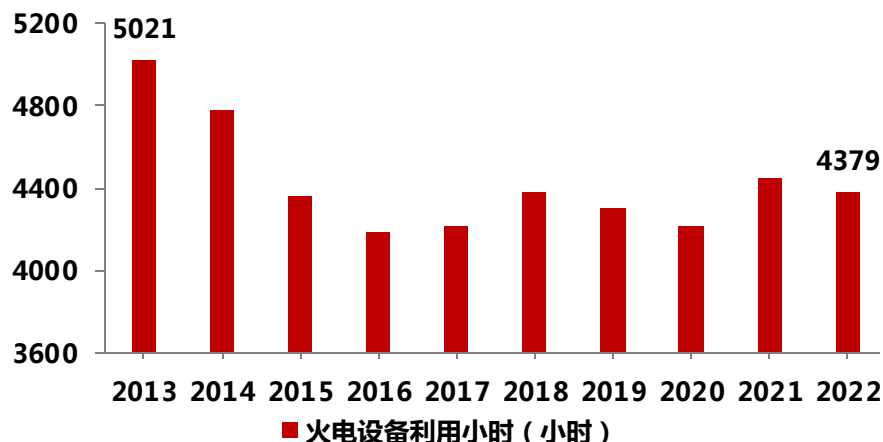
### 经测算：标煤价格<850元/吨火电利润有望为正

- **成本端煤炭价格影响火电企业利润**，煤炭价格作为火电企业外部生产要素，火电企业为煤炭价格的被动接受者。以华能国际为例，当电价为0.47元/kWh时，标煤价格<850元/吨才能保证盈利。
- **火电发电空间逐渐被新能源替代，利用小时下降引发盈利能力下降**。能源结构转型背景下，部分火力发电量逐渐由可再生能源发电替代，而火电在我国仍需要承担发电“压舱石”的角色，因此火电设备利用小时总体呈下降趋势，

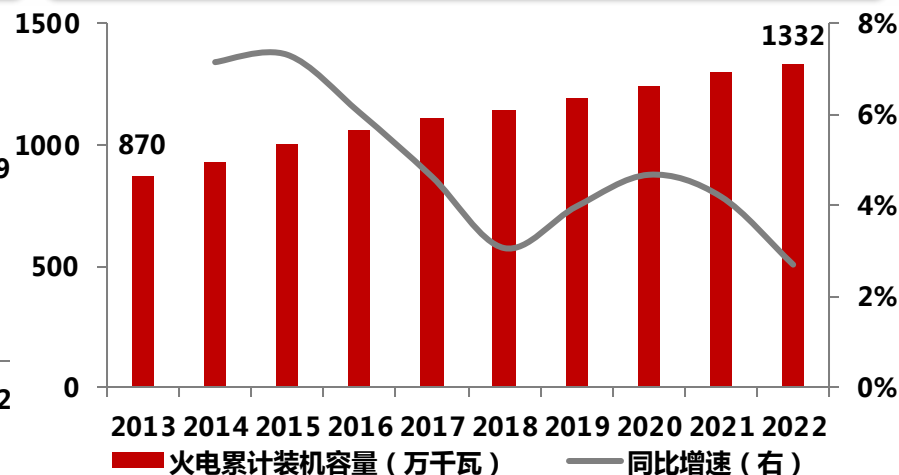
### 上网电价&标煤成本对华能国际火电利润测算

标煤价格 (元/吨)/ 上网电价 (元/kWh)	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52
750	130	173	215	257	299	341	383
800	66	106	148	190	232	274	317
850	-3	39	81	123	165	208	250
900	-70	-28	14	56	99	141	183
950	-137	-95	-53	-11	32	74	116
1000	-204	-162	-120	-77	-35	7	49
1050	-271	-229	-186	-144	-102	-60	-18

### 2013-2022年火电设备利用小时数



### 火电装机量持续提升但增速放缓

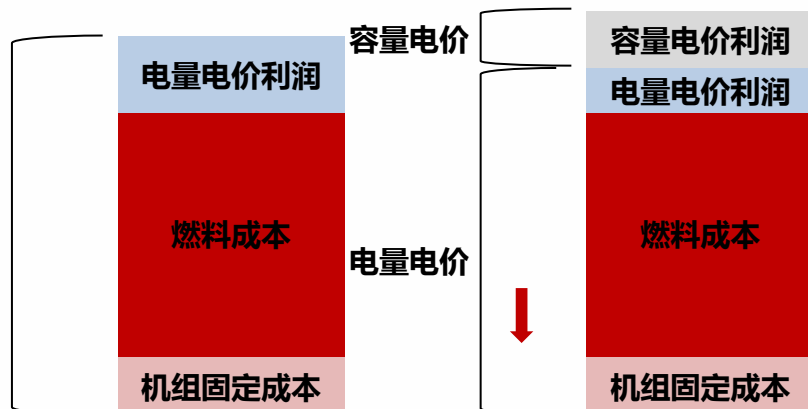


## 2.1 火电：容量电价保障火电盈利稳定性

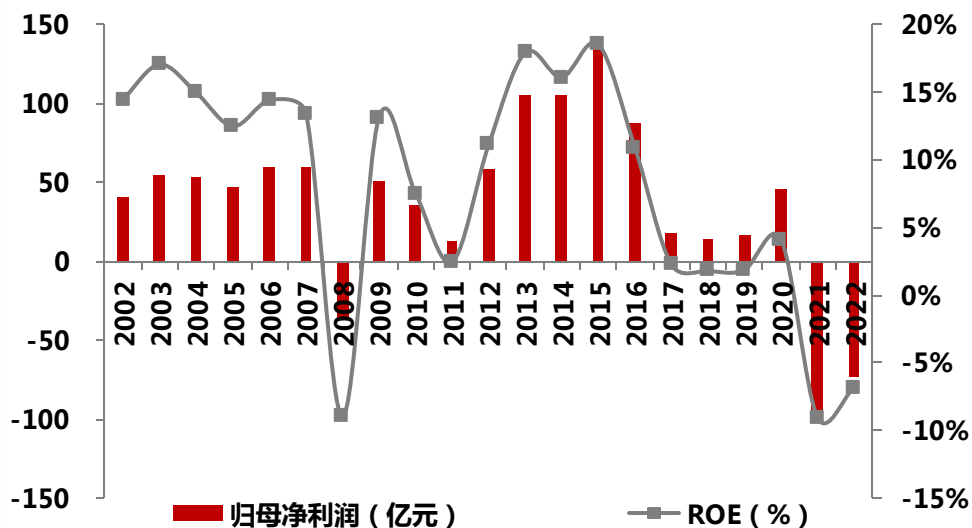
- **火电利润结构变革，ROE趋于稳定抬升估值。** 近日国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，决定自2024年1月1日起建立煤电容量电价机制，对煤电实行两部制电价政策。其中，电量电价通过市场化方式形成，容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定，火电利润由电量电价利润和容量电价利润两部分组成；**过去市场将火电视为与煤价挂钩的周期股，ROE和归母净利润受煤电周期影响波动较大，容量电价改善火电利润结构，保障部分稳定利润。**

### 容量电价机制

#### 利润结构变革



### 归母净利润和ROE受煤电周期影响较大（以华能国际为例）



## 2.1 火电：容量电价保障火电盈利稳定性

- 多家火电企业容量电价补偿部分占比其一致归母净利润预期的50%，盈利稳定性得到保障。经测算，假设均采用330元/千瓦补贴所有煤电机组，且均按30%的比例进行补贴（即1GW补贴1亿元），容量电价下火电企业利润普遍凸显较大弹性。

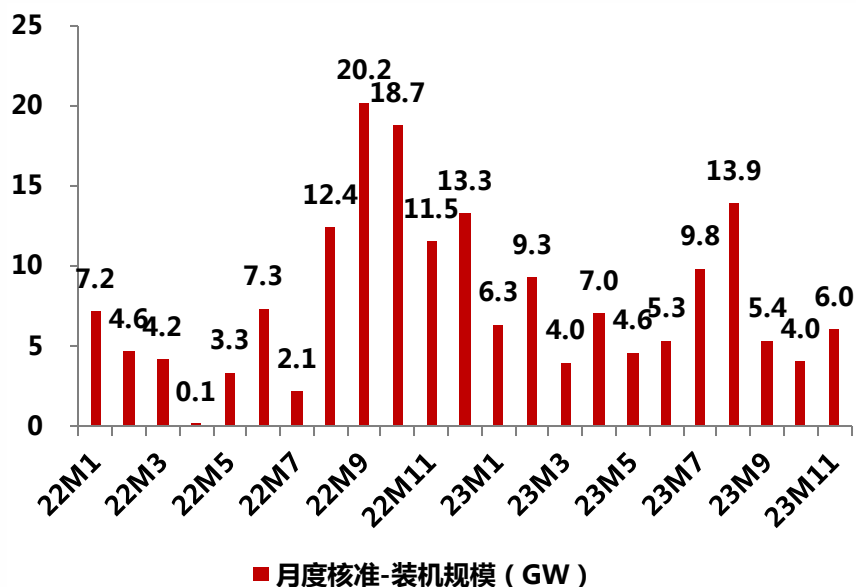
火电企业对容量电价业绩敏感性测算

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	市值/ 装机量	23H1						容量电价补偿-若1GW煤电补1亿 (未披露煤机装机的，假设90%火电为煤机)		
				总装机量 (GW)	煤机装机 (GW)	火电装机 (GW)	火电 占比	煤机 占比	煤机装机分布	23E归母净利润 (亿元) (wind一致预期)	容量电价 补偿利润 (亿元)	利润 弹性
600027.SH	华电国际	511	9	57.3	46.2	57.3	100%	81%	全国布局	59	46	79%
600011.SH	华能国际	1,162	9	130.0	94	107.3	83%	72%	全国布局	146	94	64%
601991.SH	大唐发电	461	6	72.3	47.2	53.8	74%	65%	全国布局 (京津冀/东南相对集中)	35	47	135%
600642.SH	申能股份	288	18	16.2	-	11.9	73%	-	聚焦上海	31	11	34%
600023.SH	浙能电力	611	18	33.1	28.9	32.9	99%	87%	聚焦浙江	69	29	42%
000543.SZ	皖能电力	146	11	13.2	-	-	100%	-	聚焦华东	14	12	84%
600021.SH	上海电力	248	12	21.1	8.4	9.9	47%	40%	聚焦上海	21	8	40%
000539.SZ	粤电力A	277	9	29.8	20.6	26.9	91%	69%	聚焦广东	26	21	79%
000690.SZ	宝新能源	104	30	3.5	3.5	3.5	99%	99%	聚焦广东	12	4	29%
600795.SH	国电电力	696	7	100.0	71.7	72.7	73%	72%	东部沿海/煤电基地/外送通道	73	72	99%
600863.SH	内蒙华电	241	19	12.8	11.4	11.4	89%	89%	聚焦内蒙古	27	11	42%
600578.SH	京能电力	199	11	18.71	-	18.46	99%	-	全国布局(京津冀/蒙西相对集中)	11	17	155%
000899.SZ	赣能股份	82	23	3.6	-	3.4	93%	39%	聚焦江西丰城	-	3	-
000966.SZ	长源电力	126	16	8.1	-	6.3	78%	-	聚焦湖北	8	7	88%
000600.SZ	建投能源	96	10	9.2	-	9.2	100%	-	聚焦河北	3	8	248%
000767.SZ	晋控电力	94	9	10.8	-	10.8	100%	-	聚焦山西	-	10	-
600509.SH	天富能源	84	26	3.2	2.6	0.6	18%	82%	聚焦新疆	6	2.6	43%

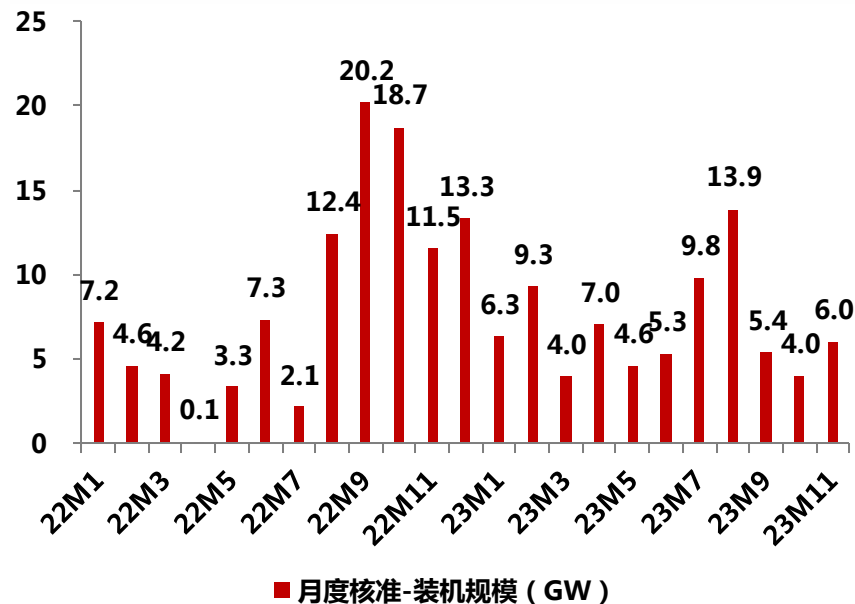
## 2.1 火电：容量电价保障火电盈利稳定性

- **容量电价同时解决双碳背景下煤电机组建设意愿问题。**受双碳建设目标下煤电利用率下降预期影响，煤电建设意愿一直未能达到预期，进而导致我国近几年频现缺电现象。容量电价政策通过给予火电企业补贴突出火电电源的可靠性价值。从2022年至今国内火电核准/开工数据来看，目前火电核准开工正处于加速中，容量电价落地后将更加刺激煤电建设。

### 国内火电月度核准情况



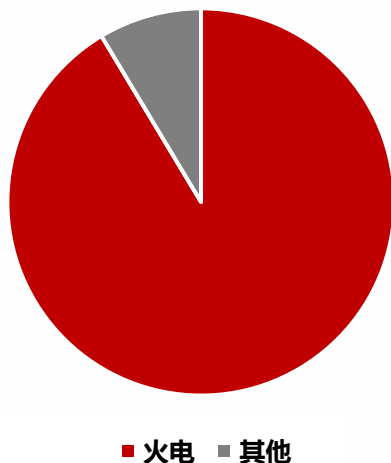
### 国内火电月度开工情况



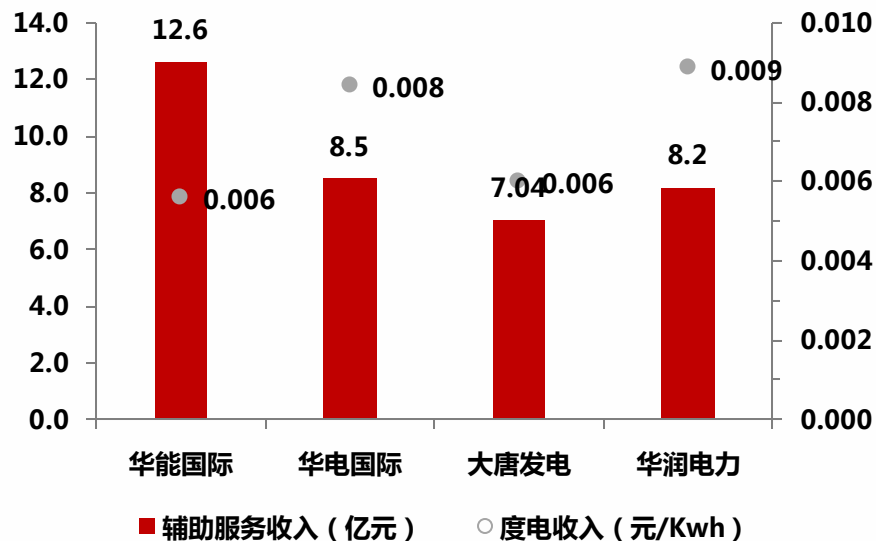
## 2.1 火电：辅助服务给予火电额外利润

- **辅助市场服务价格被量化，火电企业获得额外利润。**容量电价解决了火电企业不愿建设机组以及当煤炭价格上升时火电发电面临亏损的问题。在能源转型过程中，除了需要建设火电机组增加备用电源应对电力高峰，为保持电力平衡，火电依然需要充当调峰、调频、备用等辅助服务角色，当前辅助服务价格机制暂不明朗，定价机制将是未来核心关切点。

2023H1火电在辅助服务市场占比91%



2023H1火电辅助服务度电收入超5厘/Kwh

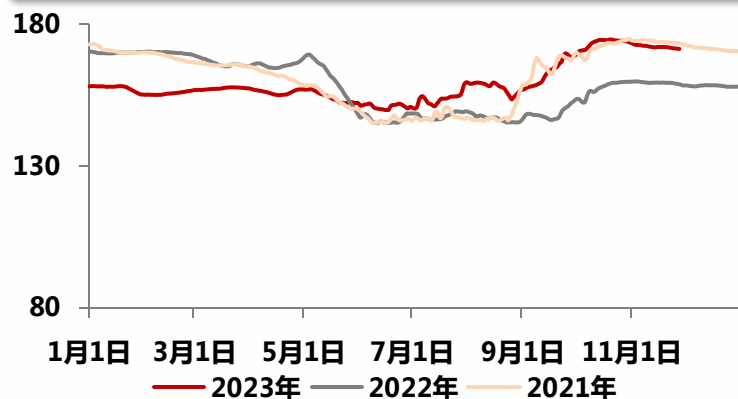


注：华能国际度电收入用前三季度数据测算，辅助服务收入取前三季度加权平均

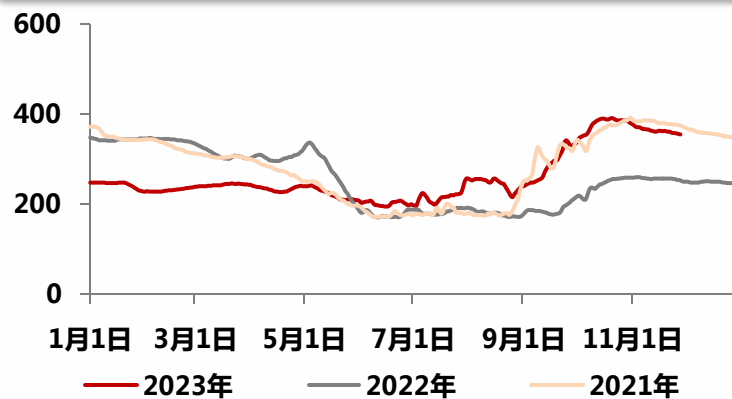
## 2.2 水电：三季度来水改善，水库蓄能恢复

- 三季度来水改善，水库蓄能恢复。11月28日，三峡水库最新水位和蓄水量分别为171.4米/356亿立方米，远超2022年同期水平。

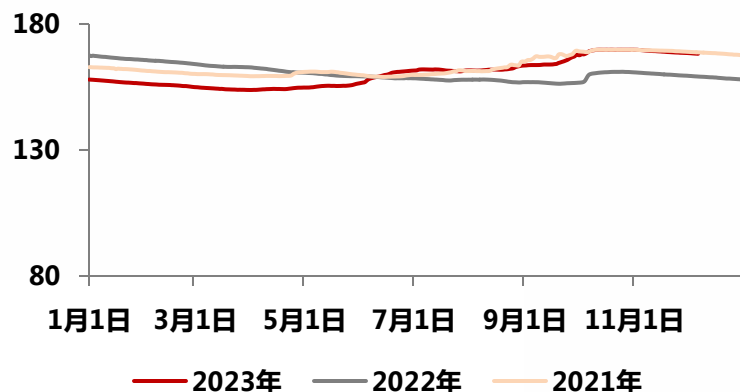
### 三峡水库最新水位（米）



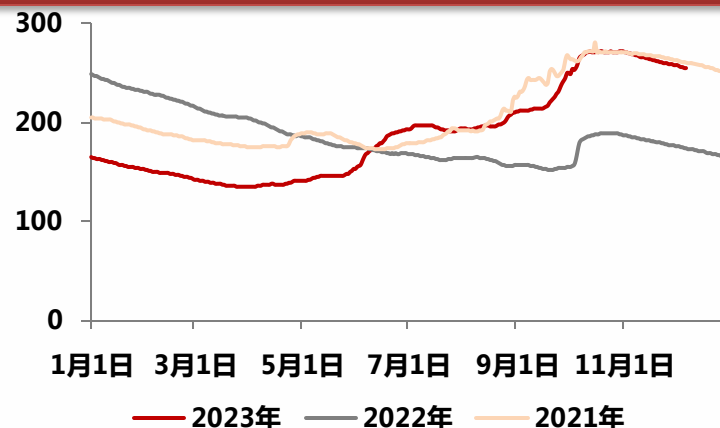
### 三峡水库最新蓄水量（亿立方米）



### 丹江口水库最新水位（米）



### 丹江口水库最新蓄水量（亿立方米）



## 2.2 水电：新一轮扩产周期已至，长期供需偏紧水电受益

- **新一轮扩产周期已至，长江电力/雅砻江公司/国电电力/华能水电在十四五期间分别投产26.2/5.5/2.0/1.4GW。**根据国家发改委2005年发布的全国水利资源复查结果，我国水电资源理论蕴藏量装机/技术可开发/经济可开发装机容量分别为6.94/5.42/4.02亿千瓦。截至2022年末，我国常规水电装机总量已经达到3.68亿千瓦。根据公司规划，长江电力/雅砻江公司/国电电力/华能水电在十四五期间分别投产26.2/5.5/2/1.4GW。
- **流域装机空间仍在，在建装机超2500万千瓦。**各大流域在建水电站合计超过2500万千瓦，其中，华能水电/雅砻江公司/国电电力/川投能源分别在建8.3/7.8/3.5/3.7GW，随着水电站陆续投产，水电企业业绩弹性渐显。

### 主要流域在建水电站

所在流域	装机规模（万千瓦）	在建水电站	预计投产时间
澜沧江	140	托巴水电站	2025
	260	如美水电站	2035
	72	邦多水电站	2035
	210	古学水电站	2035
	150	班达水电站	2035
合计	832	-	-
雅砻江	240	孟底沟水电站	2030
	102	卡拉水电站	2029
	240	牙根二级水电站	-
	165	楞古水电站	-
	30	牙根一级水电站	-
合计	777	-	-
大渡河	200	双江口水电站项目	2023
	86	金川水电站项目	2025
	30	枕头坝二级水电站	2025
	36	大渡河沙坪一级水电站	2025
合计	352	-	-
金沙江	39	银江水电站	2025
	224	叶巴滩水电站	2025
	200	拉哇水电站	2026
	75	巴塘水电站	2025
	82.6	昌波水电站	2029
合计	620.6	-	-
总计	2582	-	-

## 2.2 水电：新一轮扩产周期已至，长期供需偏紧水电受益

- **市场基本面乐观，稳定性电源稀缺。**各电源装机量不断提升，一定程度上能满足日益增长的电力需求，但是由于风电、光伏发电的不稳定性，电力高峰时依然会存在缺电可能，水电作为稳定性的发电来源，重要性不断显现。

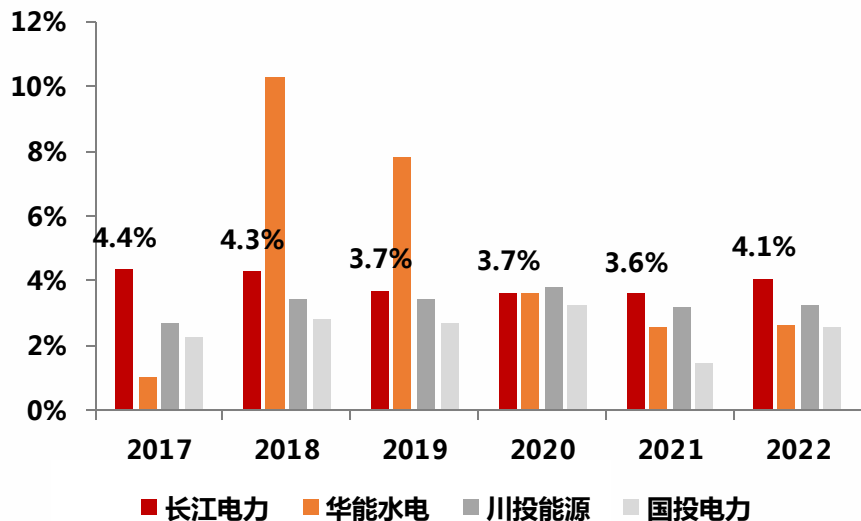
2023至2030年国内发电量缺口预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总发电量(亿千瓦时)		70629	75753	83280	87852	91542	90673	94822	98832	102833	106949	111068	115279
总装机(亿千瓦)	19.00	19.77	21.60	23.26	26.00	23.74	25.40	27.07	28.75	30.43	32.12	33.80	35.48
常规水电装机(亿千瓦)	3.53	3.58	3.70	3.90	4.14	2.71	2.83	2.95	3.02	3.10	3.17	3.24	3.31
核电装机(亿千瓦)	0.45	0.49	0.50	0.53	0.57	0.60	0.64	0.68	0.75	0.83	0.90	0.98	1.06
风电装机(亿千瓦)	1.84	2.10	2.82	3.28	3.65	3.47	3.90	4.32	4.77	5.22	5.67	6.12	6.58
太阳能发电装机(亿千瓦)	1.74	2.05	2.53	3.07	3.93	3.54	4.16	4.79	5.70	6.61	7.52	8.43	9.35
煤电装机(亿千瓦)	10.06	10.41	10.80	11.09	11.20	11.69	11.99	12.30	12.36	12.42	12.48	12.54	12.60
气电装机(亿千瓦)	0.83	0.90	0.98	1.09	2.12	1.30	1.40	1.51	1.59	1.67	1.75	1.84	1.92
生物质发电(亿千瓦)	0.18	0.24	0.27	0.30	0.41	0.42	0.48	0.54	0.56	0.59	0.62	0.64	0.67
利用小时数													
常规水电装机(小时)	3613	3697	3827	3622	3412	3800	3800	3800	3800	3800	3800	3800	3800
核电装机(小时)	7184	7394	7453	7802	7616	7900	7900	7900	7900	7900	7900	7900	7900
风电装机(小时)	2095	2082	2078	2232	2221	2200	2200	2200	2200	2200	2200	2200	2200
太阳能发电装机(小时)	1212	1285	1281	1281	1337	1300	1300	1300	1300	1300	1300	1300	1300
煤电装机(小时)	4495	4416	4323	4586	4594	4677	4663	4626	4612	4632	4661	4690	4726
气电装机(小时)	2767	2646	2610	2814	2429	2800	2800	2800	2800	2800	2800	2800	2800
生物质发电(小时)			7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000	7000

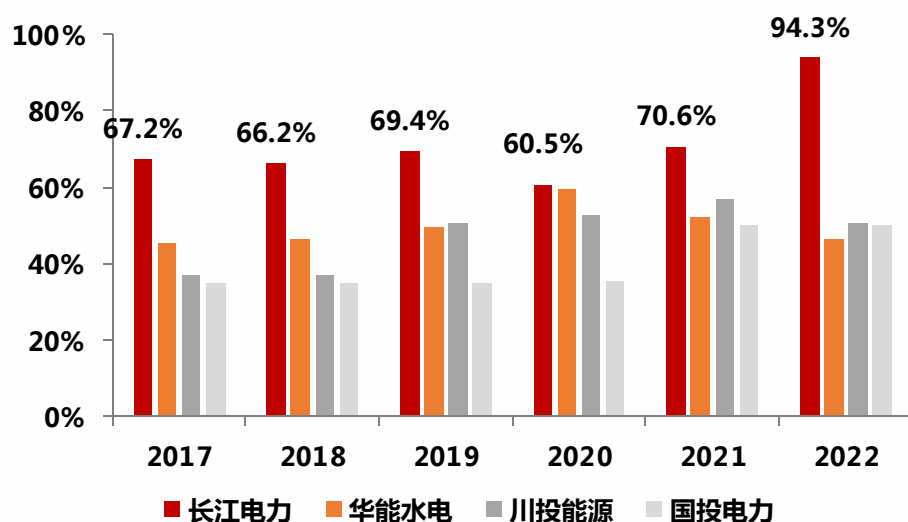
## 2.2 水电：具有现金流充裕+高分红高股息的特点

- **水电企业盈利稳定，股息率高。**水电项目资本投入主要集中在前期，成本主要包括折旧、财务费用等。2017-2022年长江电力股息率保持在3.6%~4.4%，川投能源由2017年2.7%逐渐提升，近几年稳定在3.3%左右。
- **我国水电公司普遍具有较高的分红比例。**高盈利、充沛现金流及低运营支出使得我国水电公司具有较高的分红比例。长江电力承诺2016-2020年分红金额不低于0.65元/股，2021-2025年分红比例不低于70%。川投能源承诺2020-2022年、国投电力承诺2021-2023年股利分配率将不低于50%。

### 2017-2022年重点水电公司股息率（%）



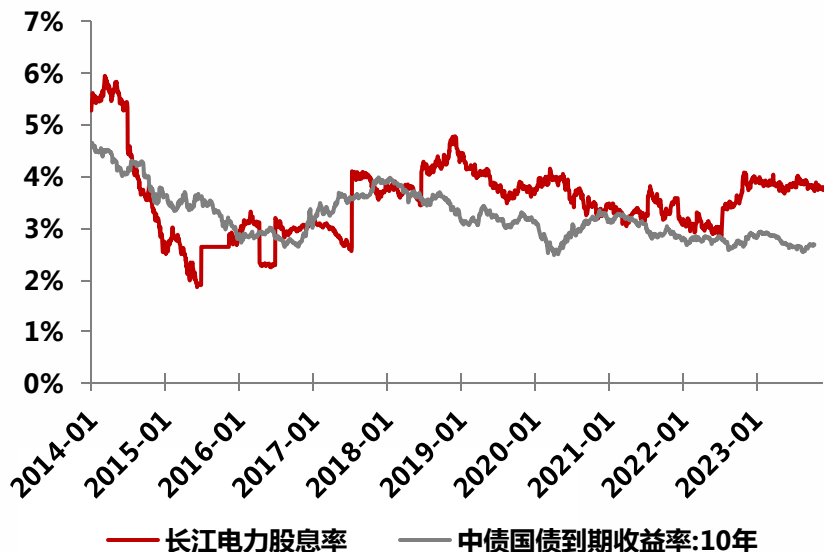
### 2022年重点水电公司分红比例较高（%）



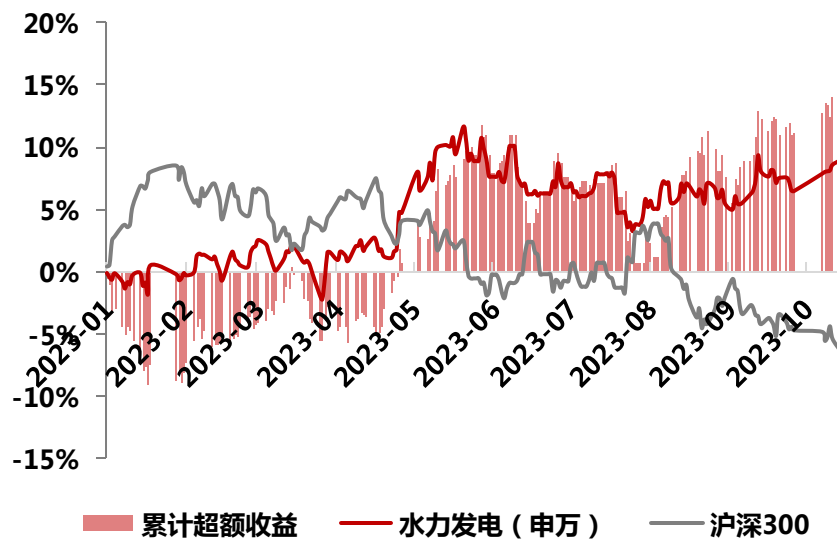
## 2.2 水电：下跌行情具有防御价值，重视其避风港属性

- ❑ **下跌行情中水电带来超额收益。**截至2023年11月30日，沪深300累计跌幅9.7%，同期水电板块累计收益9.6%，超额收益19.3%。预计随着汛期利润增厚，超额收益会进一步提高。
- ❑ **在低利率背景下高股息公司收益显著。**自2014年至今，长江电力股息率长期高于我国10年期国债。

长江电力股息率与我国10年期国债走势一致（%）



2023年至今水力发电超额收益达19.3%



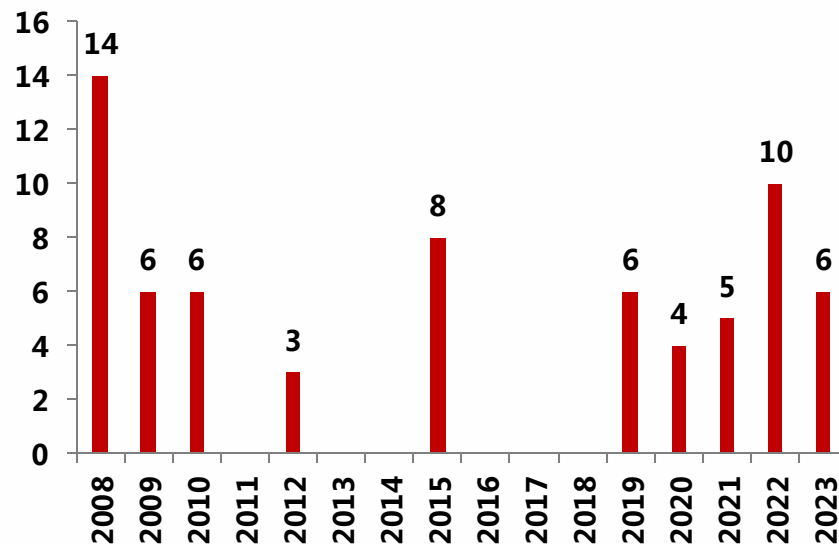
## 2.3 核电：审批加快，装机容量增长稳定

- **政策转为“积极”，核电审批加速。**2023年7月国务院核准山东石岛湾、福建宁德、辽宁徐大堡核电项目总计6台机组，“十四五”期间核准明显提速，装机容量维持稳定增长。根据《“十四五”现代能源体系规划》，2025年目标核电运行装机容量达到70GW左右，截至2023年10月我国核电装机规模达56.76GW，我们预计短期2023-2025年中国核电装机仍需新增13-14GW。

### 2023年核准6台核电装机

项目名称	装机规模（万千瓦）	技术类型
宁德核电项目5、6号机组	2*121	华龙一号
华能山东石岛湾核电厂扩建一期工程项目1、2号机组	2*125	华龙一号
徐大堡核电项目1、2号机组	2*129	CAP1000

### 2008-2023年核准核电机组数量（台）



## 2.3 核电：审批加快，装机容量增长稳定

- **伴随装机持续投产，盈利增长稳定。**据中国核电和中国广核公告统计，未来5年公司年均有1-2台机组投产，由于其核电发电厂用电率和核电利用小时数较为稳定，核电公司发电效率稳健，核电装机投产有效提升发电量，带来盈利增长。

中国核电在建装机投产规划

投产时间	项目名称	技术类型	开工时间	机组容量 (万千瓦)
2024	漳州1号	华龙一号	2019年10月	121
2025	漳州2号	华龙一号	2020年9月	121
2026	田湾7号	WER-1200	2021年5月	127
	海南小堆	玲龙一号	2021年7月	13
2027	徐大堡3号	WER-1200	2021年7月	127
	田湾8号	WER-1200	2022年2月	127
	三门3号	CAP1000	2022年6月	125
	徐大堡4号	WER-1200	2022年8月	127
2028	三门4号	CAP1000	2023年3月	125
	徐大堡1号	CAP1000	2023年11月	129
2029	徐大堡2号	CAP1000	-	129
合计	-	-	-	1271

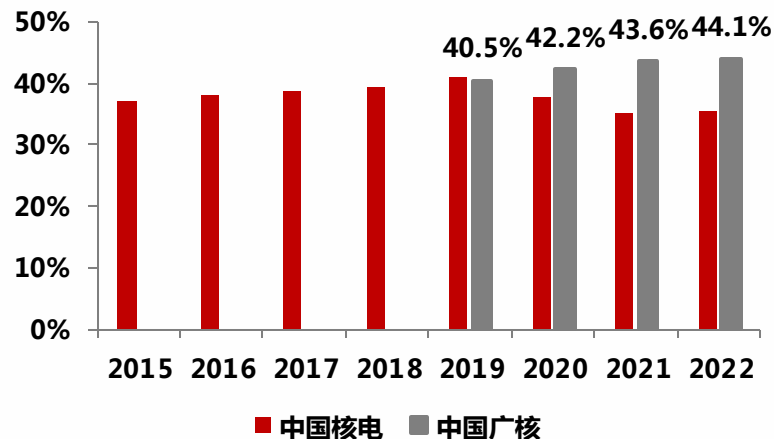
中国广核在建装机投产规划

投产时间	项目名称	技术类型	开工时间	机组容量 (万千瓦)
2024H1	防城港4号	华龙一号	2016年12月	118
2025	惠州1号	华龙一号	2019年12月	120
2026	惠州2号	华龙一号	2020年10月	120
	苍南1号	华龙一号	2020年12月	100
2027	陆丰5号	华龙一号	2022年9月	120
	苍南2号	华龙一号	2021年12月	100
2028	陆丰6号	华龙一号	2023年8月	120
合计	-	-	-	798

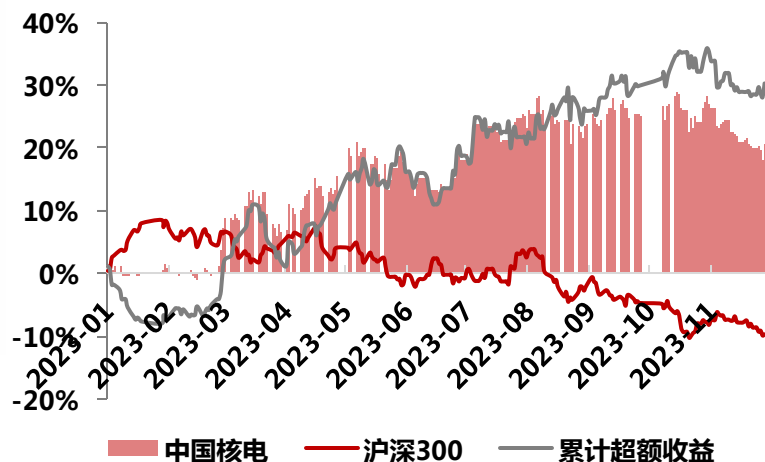
## 2.3 核电：类债属性，弱市超额收益显著

- 核电公司普遍具有较高的分红比例。以中国广核为例，2019年-2022年，公司分红比例维持在40%以上且逐年提升。
- 弱市下核电超额收益显著，重视其防御属性。截至11月30日，沪深300今年累计跌幅已达9.7%，而中国核电/中国广核年初至今累计涨幅分别为20.6%/16.4%，超额收益分别为30.3%/26.1%。

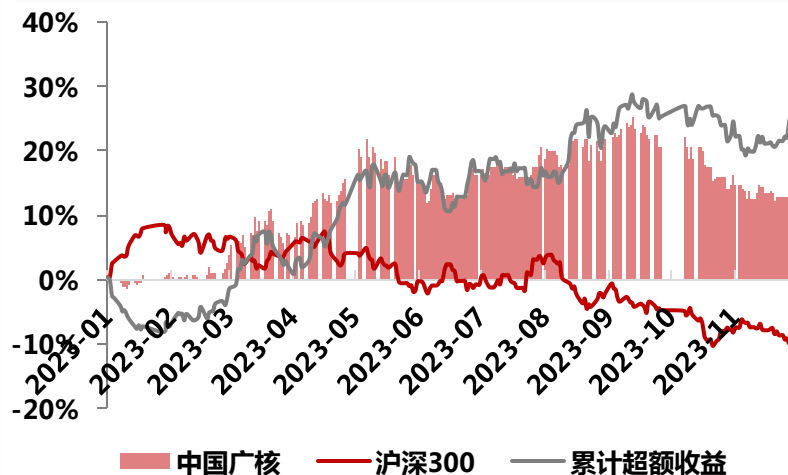
核电公司分红比例稳定（%）



2023年至今中国核电超额收益达30.3%



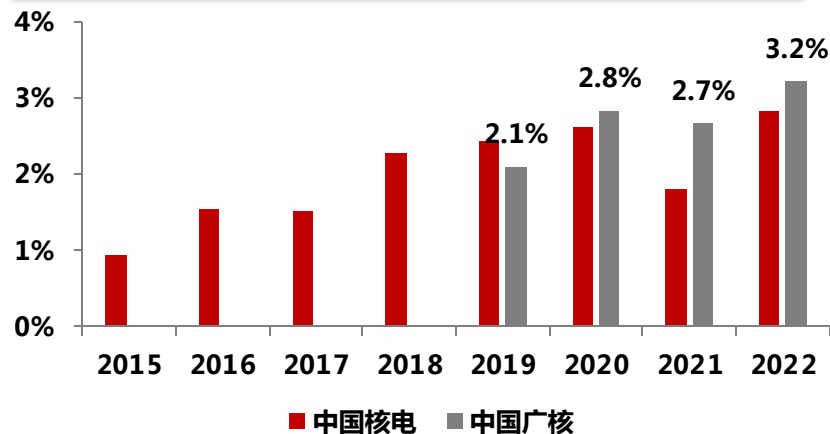
2023年至今中国广核超额收益达26.1%



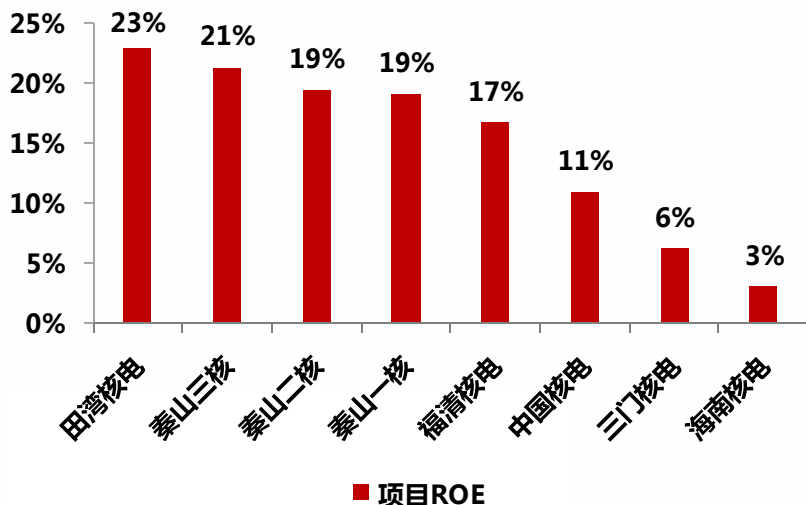
## 2.3 核电：ROE上升空间+稳定现金流支撑股息率提升

- **长期资本开支下降将带动核电公司ROE提升。**  
稳定期的秦山三核ROE稳定在20%，公司由于目前在建核电机组较多，拉低公司资产周转率，待后期资本投入下降，公司ROE将有望提升。
- **股息率稳定提升，现金流稳定带来长期持有回报。** 尽管当前核电公司股息率不属于传统意义上的高股息，主要系核电当下属于扩张阶段，资本支出较高，稳定的现金流支撑公司提升股息率的可能。

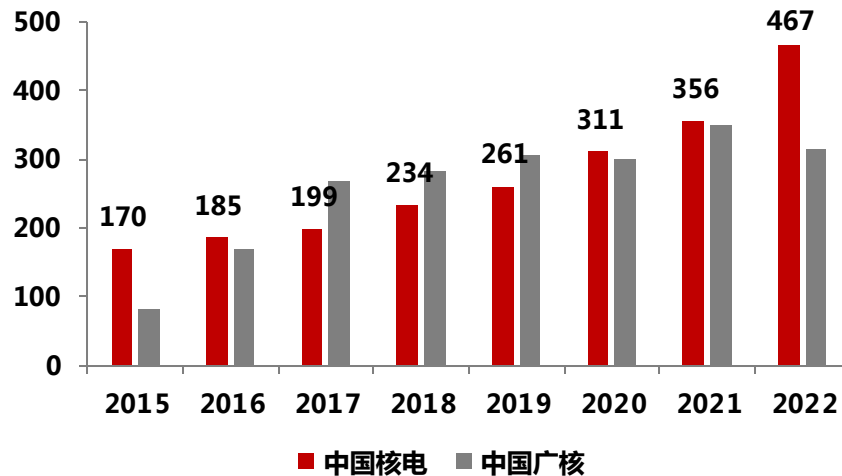
2015-2022年核电公司股息率（%）



2022年中国核电项目公司ROE（%）



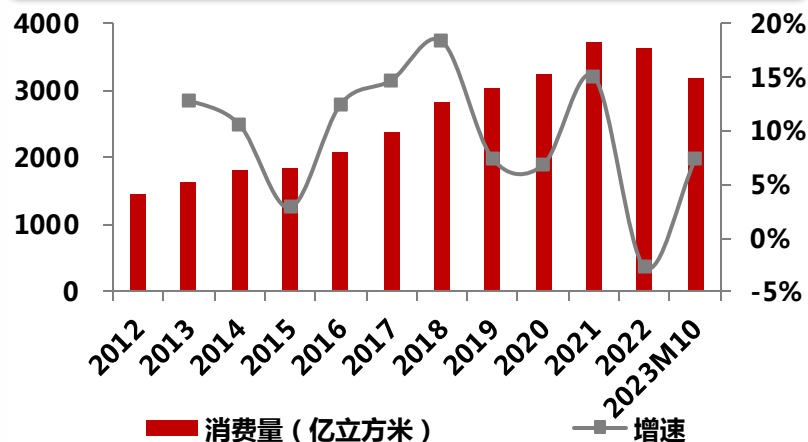
2015-2022年核电公司经营性现金流净额（亿元）



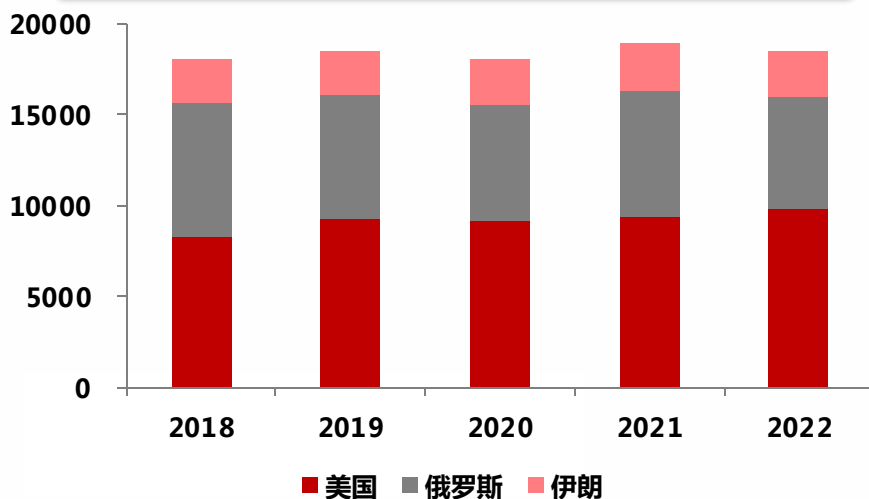
## 2.4 天然气：定价回归基本面，明年供需随着需求修复或将偏紧

- **全球天然气产量整体呈增长态势。** 2012-2022年，全球天然气产量总体呈增长趋势，近年来受全球公共卫生及地缘政治影响，产量有小幅波动；从净出口国产量来看，2022年美国产量较21年同期上升约5%，而俄罗斯产量较22年同期下滑约12%，供应格局出现调整。
- **中国天然气消费现恢复式增长。** 2023年1-10月中国天然气表观消费量3188亿立方米，同比增长7.4%。

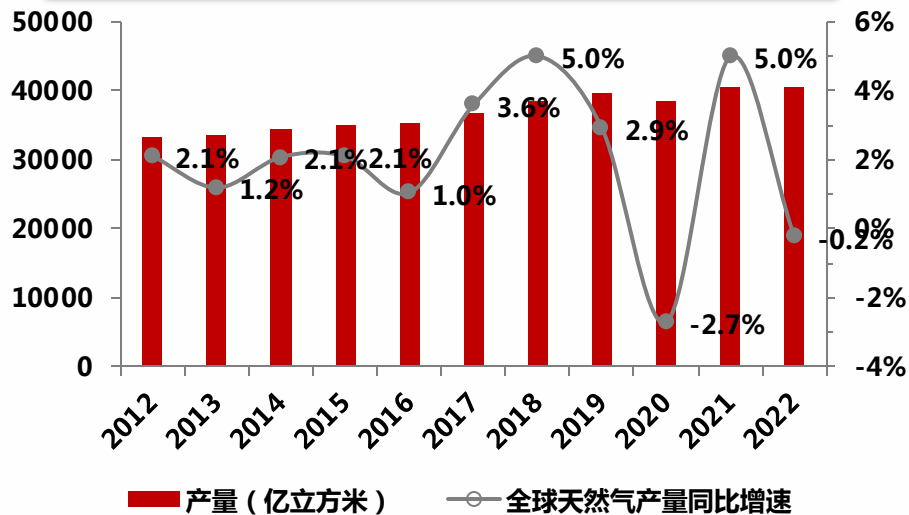
2012-2023中国天然气消费量及增速（%）



2012-2023年天然气净出口国产量（亿方）



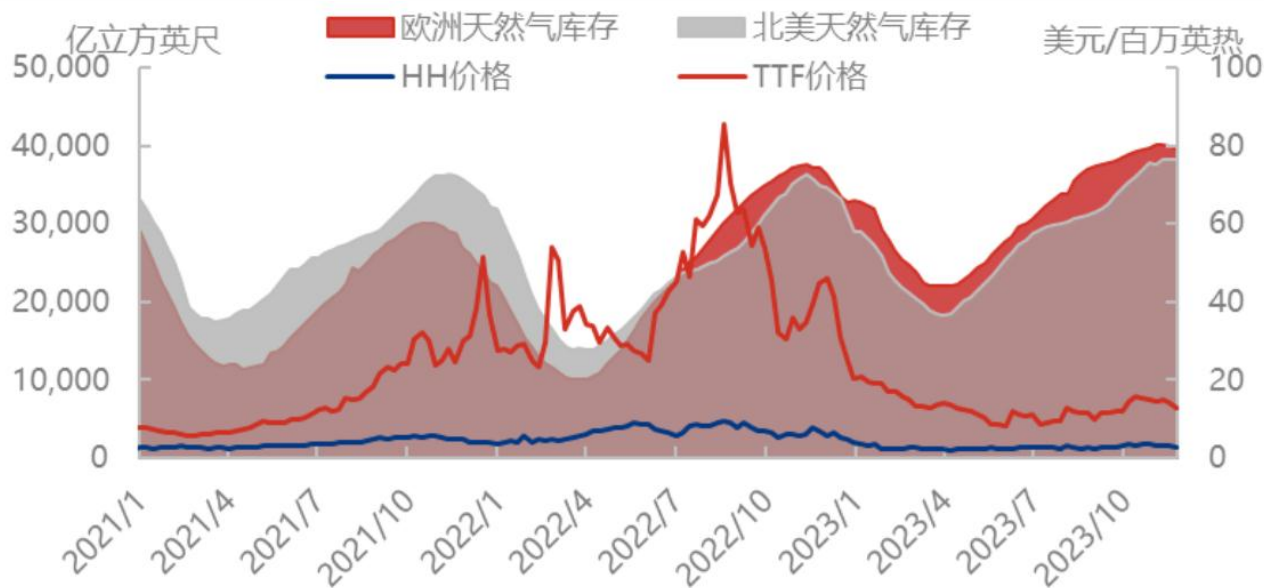
2012-2022年全球天然气产量及增速（%）



## 2.4 天然气：定价回归基本面，明年供需随着需求修复或将偏紧

- **定价回归基本面，明年供需随着需求修复或将偏紧。** 2022年下半年开始，天然气价格逐渐回落，截至11月27日，TTF天然气期货主力合约收于44.19欧元/兆瓦时，月环比下降12.6%，相较2022年同期的123.28欧元/兆瓦时，下降64.2%。自6月以来，气价中枢开始呈现小幅抬升趋势。预计随着供暖季的来临，Q4气价或有抬升趋势，2024年随着需求端的恢复，全球供需或偏紧。

2021年以来欧洲/北美天然气库存量及价格走势



## 2.4 天然气：毛差+售气量回升，城燃打开盈利空间

- ❑ **城燃企业盈利空间易受上游涨价挤压。**我国大部分陆上管道气的价格受政府管控，其余由市场形成，上游企业可在门站价格的20%的范围上上浮管制气销售价格，而下游终端售气价格调整受限，顺价程度不一，城燃企业盈利空间易受上游涨价挤压。
- ❑ **顺价机制逐渐推进，下游终端气价有望理顺。**2023年3月，湖南省召开天然气上下游价格联动机制听证会，拟将民用气顺价启动条件从上游气价波动达到8%降低为达到5%，并将非居民气调价频次由2次上调为4次且不作调价幅度限制。

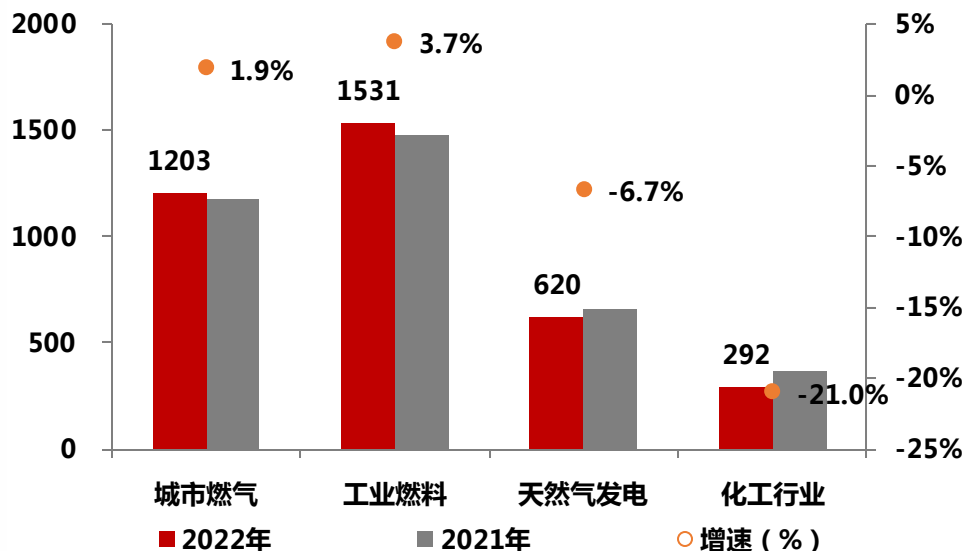
我国上下游顺价政策及变化趋势

实施/调整时间	省市	措施	调整前	调整后
2020年7月	内蒙古自治区			每3个月联动调整一次，居民和非居民用气全部联动顺价，上游供气企业如调整价格政策，自治区发改委将同步调整终端销售价格
2022年9月	上海市	联动周期	非居民用户天然气销售价格与本市天然气综合门站价涨跌同向联动调整，每3个月联动调整一次	非居民用户天然气销售基准价格原则上以2个月为一个联动调整周期
2022年9月	陕西省西安市	启动条件	上游气源企业价格变动幅度达到或超过15%启动价格联动机制	天然气气源采购综合平均价格单次或累计涨跌幅度达到或超过5%
		启动条件	居民用气门站价格波动达到8%及以上，或者连续两年波动达到5%及以上；非居民用气平均采购成本波动达到5%及以上	气源采购平均成本波动幅度达到基准门站价格5%
2023年3月	湖南省	调价频次	居民用气终端销售价格每年联动上调不超过1次，非居民用气终端销售价格每年联动上调不超过2次	居民用气终端销售价格每年上调不超过1次，非居民用气终端销售价格每年联动上调不超过4次
		调价幅度	原则上居民用气的联动上调额度不超过第一档基准终端销售价格的10%，非居民用气不超过基准终端销售价格的20%，超出部分在下一个调整周期统筹考虑	居民气价联动上涨幅度拟实行上限管理，非居民气价联动原则上按照气源采购平均成本，同步、同额同向调整

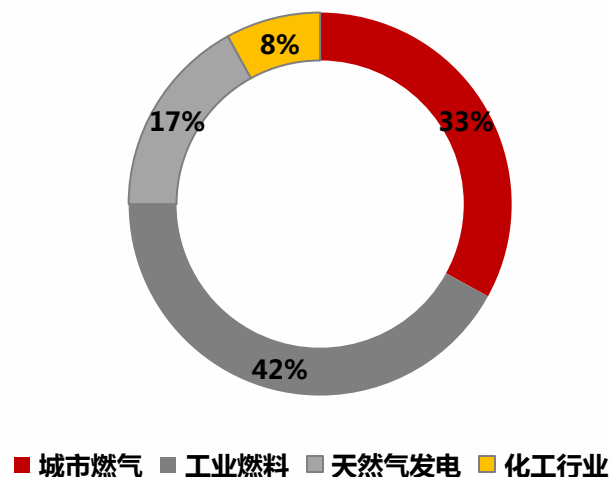
## 2.4 天然气：毛差+售气量回升，城燃打开盈利空间

- 城燃售气量有望随天然气消费量复苏而回升。2022年，我国天然气表观消费量同比下滑1.7%，其中，城市燃气消费量较21年同期增长1.9%，随着经济复苏，预计明年天然气消费量或将继续改善，届时城燃售气有望同步恢复。

2022年中国天然气分部门消费及增速（亿方）



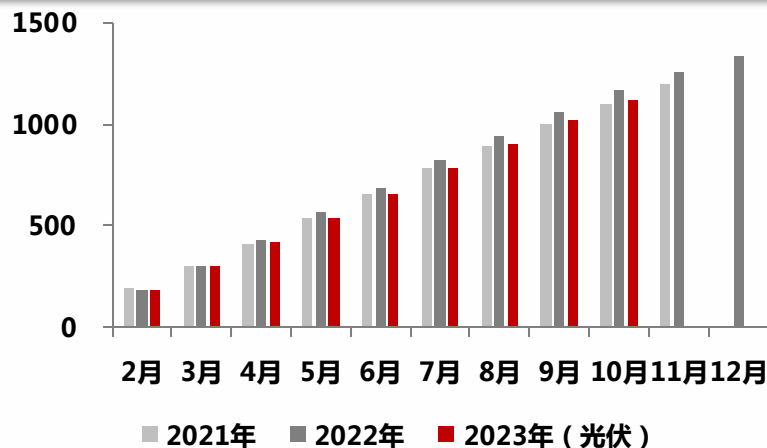
2022年中国天然气消费分部门占比 (%)



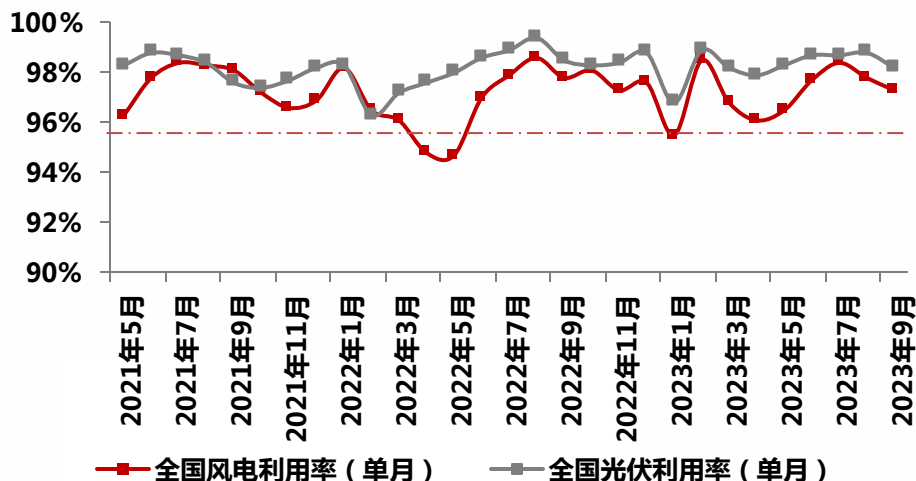
## 2.5 风光：消纳问题凸显，不改长期高成长性

- **风光利用率下降，消纳问题凸显。** 2023年风光装机维持加速增长，多个月份单月同比增速超过100%；根据全国新能源消纳监测预警中心，2023年9月风电/光伏利用率分别为97.3%/98.2%，环比分别-0.5/-0.6ppts，装机高速增长凸显了风光消纳问题。

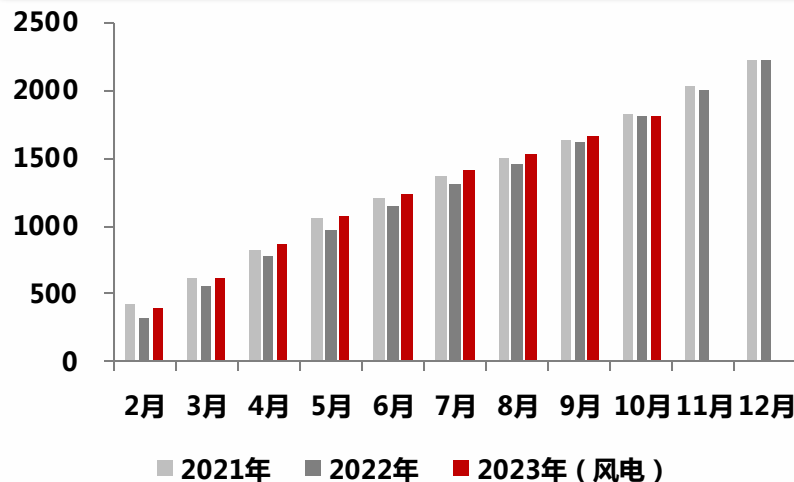
### 2021-2023年光伏利用小时数（小时）



### 2021年5月-2023年9月风光利用率（%）



### 2021-2023年风电利用小时数（小时）



## 2.5 风光：消纳问题凸显，不改长期高成长性

- ❑ **新能源配储会增加项目投资成本，影响项目IRR。**全国已有近30个省份出台新能源配储建设规划，项目经济性仍是投资方关注焦点。结合新能源配储的两种建设方式，我们测算了光伏组件价格和配储成本对光伏项目IRR的影响（核心假设同前），测算结果显示：
  - ✓ 配置储能情况下，光伏组件价格每下降0.05元/W，项目IRR提高0.2%-0.3%。
  - ✓ 在不考虑其他条件时，同一组件价格下，容量租赁模式下的项目IRR要高于自建模式。
  - ✓ 在自建储能模式下，当光伏组件价格下降至1.45元/W以下时，能够逐渐覆盖配储成本压力；在容量租赁模式下，当光伏组件价格下降至1.60元/W以下时，能够逐渐覆盖配储成本压力。

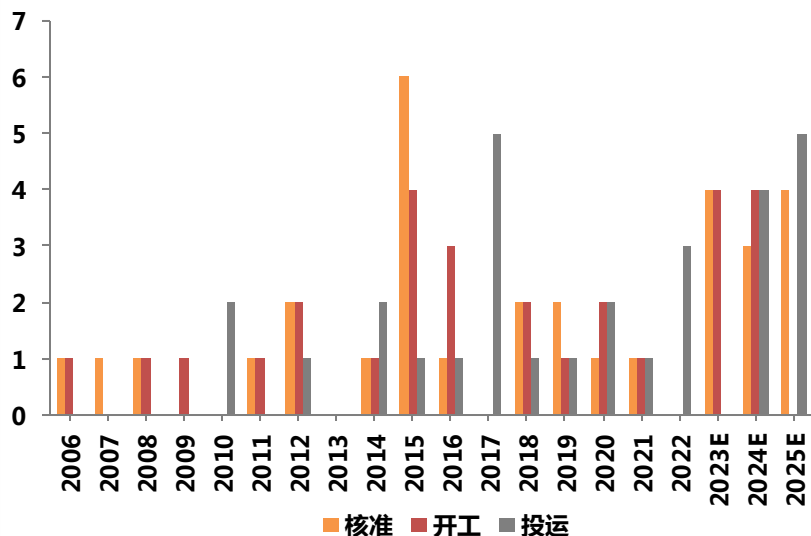
光伏组件价格&配储成本对光伏项目IRR敏感性分析

		组件价格 (元/W)											
		1.95	1.90	1.85	1.80	1.75	1.70	1.65	1.60	1.55	1.50	1.45	1.40
不配置储能	自建储能	9.2%	9.5%	9.8%	10.1%	10.4%	10.7%	11.0%	11.3%	11.6%	11.9%	12.3%	12.6%
	储能造价 (元/Wh)												
容量租赁	400	5.6%	5.9%	6.2%	6.4%	6.7%	6.9%	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.6%
	380	5.8%	6.1%	6.3%	6.6%	6.8%	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%
	360	5.9%	6.2%	6.5%	6.7%	7.0%	7.3%	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%
	340	6.1%	6.4%	6.6%	6.9%	7.2%	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.5%	8.8%	9.1%
	320	6.3%	6.5%	6.8%	7.1%	7.3%	7.6%	7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	9.0%	9.3%
	300	6.4%	6.7%	6.9%	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.4%
租赁费用 (元/kW·年)	400	6.6%	6.8%	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	9.6%
	380	7.0%	7.3%	7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.8%	10.1%
	360	7.1%	7.4%	7.6%	7.9%	8.2%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	9.6%	9.9%	10.2%
	340	7.2%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%
	320	7.3%	7.6%	7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	9.0%	9.3%	9.6%	9.9%	10.1%	10.4%
	300	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.5%	8.8%	9.1%	9.4%	9.7%	10.0%	10.3%	10.6%
		7.5%	7.8%	8.1%	8.4%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.8%	10.1%	10.4%	10.7%

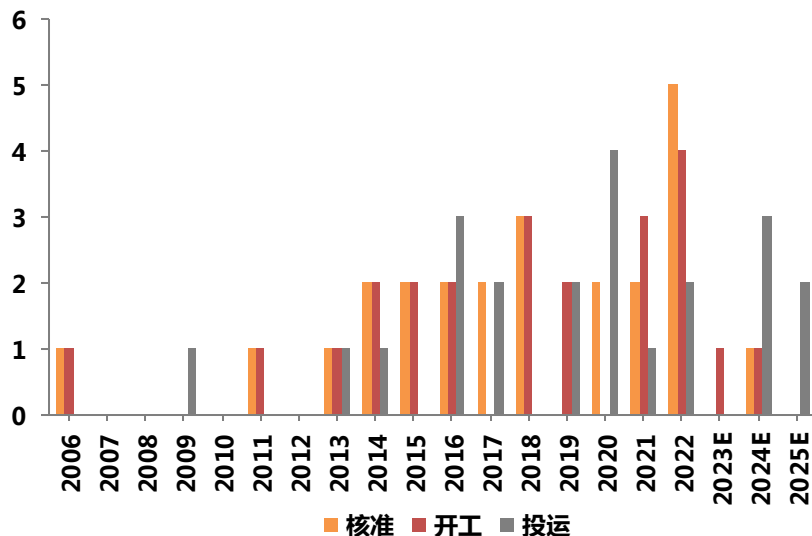
## 2.5 风光：消纳问题凸显，不改长期高成长性

- **特高压建设缓解新能源消纳压力。** 2022年，特高压核准/开工/投运分别5/4/5条（2021年分别为3/4/2条。截至2023年11月，特高压核准/开工分别为4/5条，特高压建设明显加速，国网“十四五”规划建设“24交14直”，特高压加速建设将有效缓解新能源向东部输送问题，缓解消纳压力。

### 2006-2025E直流特高压核准/开工/投运情况（条）



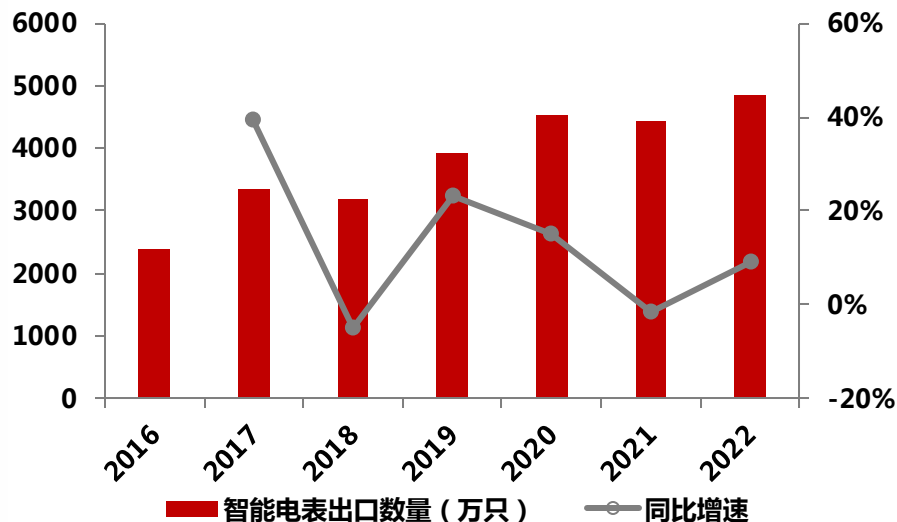
### 2006-2025E交流特高压核准/开工/投运情况（条）



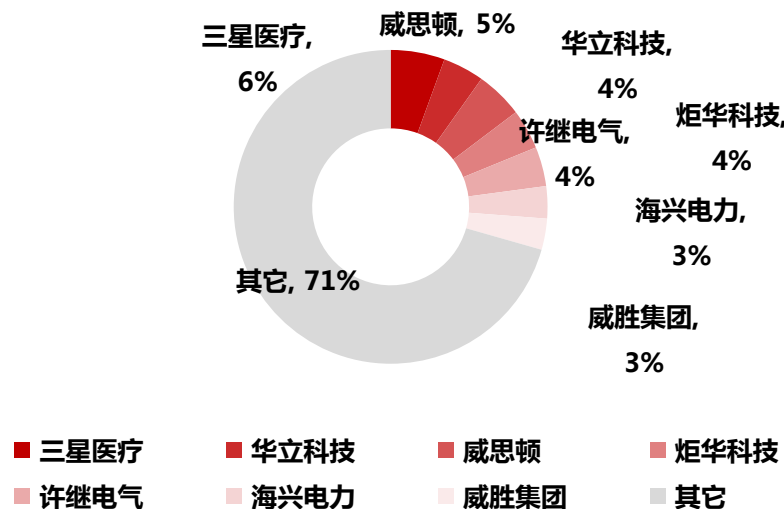
## 2.5 风光：欧洲电网升级，看好中国企业出海

- ❑ **欧盟计划投入5840亿欧元完成电网升级，投资以配网侧，数字化改造为主。**该计划中欧洲将投资4000亿欧至配电网，并包含1700亿欧的数字化建设（智能电表、电网数字化运营、高级计量系统）。
- ❑ **相关设备商及有过出海业务的企业将有望受益。**在欧洲可再生能源接入比例日渐提高的情况下，配网侧改造需求刚性增加，考虑到欧洲产能限制和国内产品具有较强的竞争优势，国内出海企业和相关设备商将有望收益。

中国智能电表出口数量持续增加（%）



2022年国网智能电表招标市占率（%）



# 目 录

---

◆ 2023年行业回顾

◆ 2024年行业投资策略

◆ 2024年重点推荐投资标的

# 华能国际（600011）：火电龙头转型，业务协同发展

## □ 投资逻辑：

1) 容量电价背景下，盈利能力得到保障；2) 新能源高速发展打开成长空间，十四五风光装机目标55GW，20-25年CAGR达39%，装机增速、在建工程、度电利润等指标行业领先；3) 火电新能源协同效应显著，经营性现金流较为充沛，为新能源发展提供充足资本金，多能互补带来项目获取优势。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为135.6亿元、155.8亿元、174.2亿元，对应PE分别为8.3倍、7.3倍、6.5倍，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

煤价电价波动风险，新能源发展不及预期的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	246724.79	254926.51	263472.40	278943.05
营业收入增长率	20.59%	3.32%	3.35%	5.87%
归母净利润（百万元）	-7387.12	13562.33	15583.77	17421.89
净利润增长率	28.03%	283.59%	14.90%	11.80%
EPS（元）	-0.47	0.86	0.99	1.11
P/E	-15.3	8.3	7.3	6.5

### 股价表现



# 华电国际（600027）：火电修复弹性强，绿电持股收益高

## □ 投资逻辑：

1) 华电集团旗下常规能源发电平台，23年至今公司实现归母净利润45亿元，业绩改善弹性大；2) 容量电价政策背景下，公司盈利能力不断提升；3) 华电新能筹划上市，公司所持31%股权测算价值有望超400亿，投资收益丰厚稳定。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为60.7亿元、66.3亿元、71.9亿元，对应PE分别为8.6倍、7.9倍、7.3倍，维持“买入”评级。

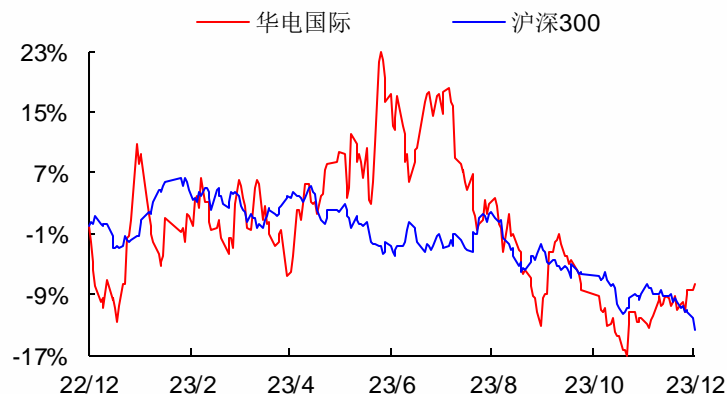
## □ 风险提示：

项目建设不及预期、项目运营成本上升等风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	107058.54	117527.41	125280.33	130167.23
营业收入增长率	2.52%	9.78%	6.60%	3.90%
归母净利润（百万元）	99.81	6067.50	6633.89	7189.49
净利润增长率	102.01%	5978.99%	9.33%	8.38%
EPS（元）	0.01	0.59	0.65	0.70
P/E	523.6	8.6	7.9	7.3

### 股价表现



# 国电电力（600795）：火电成本占优，水风光高速发展

## □ 投资逻辑：

1) 背靠国家能源集团，充分利用产业协同效应，煤价优势明显；2) 新能源业务全面提速，“十四五”新能源规划新增装机35GW，21-25年风光装机CAGR高达55%，增速位居行业前列；3) 特高压时代水电消纳水平提高，叠加市场化电价上行趋势，公司水电板块盈利水平有望进一步提升。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为75.9亿元、92.6亿元、102.7亿元，对应PE分别为8.2倍、6.8倍、6.1倍，维持“买入”评级。

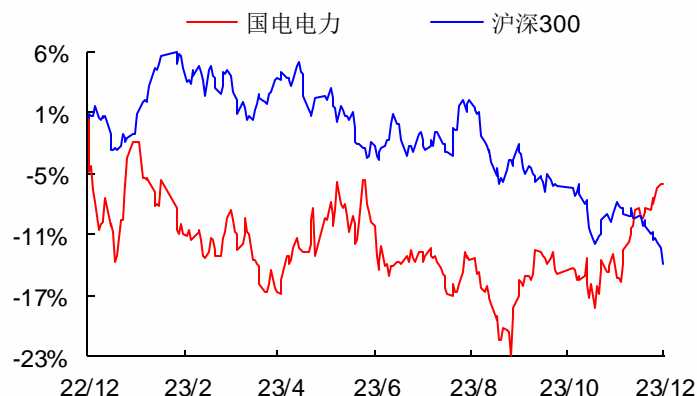
## □ 风险提示：

煤价波动风险，新能源发展或不及预期，水电投产或不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	192680.64	202536.02	214099.56	226070.29
营业收入增长率	14.56%	5.11%	5.71%	5.59%
归母净利润（百万元）	2824.66	7592.87	9258.26	10272.56
净利润增长率	253.07%	168.81%	21.93%	10.96%
EPS（元）	0.16	0.43	0.52	0.58
P/E	22.2	8.2	6.8	6.1

### 股价表现



# 皖能电力（000543）：高纯度火电企业，新机组投产增业绩

## □ 投资逻辑：

1) 皖能集团旗下唯一电力主业资产的整体运营平台，煤炭资源、煤价优势显著；2) 安徽用电需求增长高于全国平均增速，后续新机组投产扩大盈利空间；3) 参股多家火电企业，煤价下行背景下显著增厚业绩。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为12.5亿元、15.2亿元、17.7亿元，对应PE分别为11.4倍、9.4倍、8.1倍，维持“买入”评级。

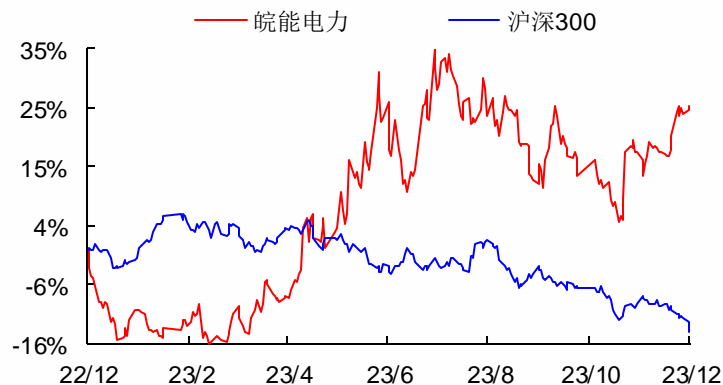
## □ 风险提示：

煤价波动风险，电价上调或不及预期，火电投产或不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	24275.61	28233.06	29850.68	31204.32
营业收入增长率	15.42%	16.30%	5.73%	4.53%
归母净利润（百万元）	425.14	1251.59	1522.39	1766.98
净利润增长率	131.80%	194.40%	21.64%	16.07%
EPS（元）	0.19	0.55	0.67	0.78
P/E	33.6	11.4	9.4	8.1

### 股价表现



# 广宇发展（000537）：转型新能源，开启新征程

## □ 投资逻辑：

1) 光伏组件价格持续下降，带动公司装机建设投产加快；2) 截至23H1公司已累计获取新能源指标13.7GW（12.2GW光伏+0.8GW风电+0.7GW多能互补），在建和储备项目总规模达17.28GW，在手资源丰富。3) 公司装机规模增长提速，公司十四五建设运营装机容量目标30GW，2023年装机目标10GW。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为12.9亿元、22.2亿元、32.2亿元，对应PE分别为16.4倍、9.5倍、6.6倍，维持“买入”评级。

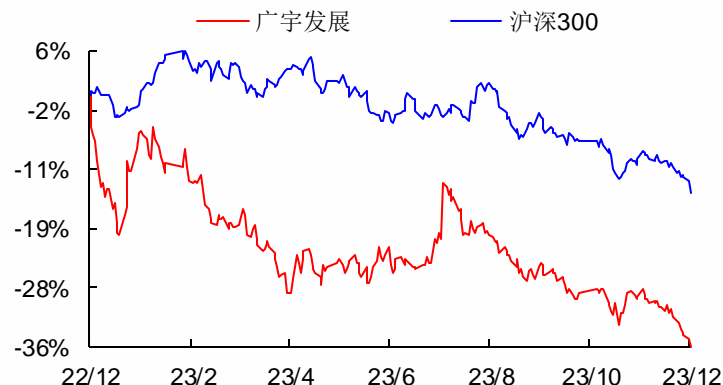
## □ 风险提示：

项目建设不及预期、项目运营成本上升等风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3429.81	6979.33	11829.55	17718.71
营业收入增长率	78.88%	103.49%	69.49%	49.78%
归母净利润（百万元）	632.70	1291.53	2217.75	3219.94
净利润增长率	146.60%	104.13%	71.71%	45.19%
EPS（元）	0.34	0.69	1.19	1.73
P/E	33.4	16.4	9.5	6.6

### 股价表现



# 长江电力（600900）：乌白电站注入在即，六库联调增发提效

## □ 投资逻辑：

1) 乌白水电站注入在即，公司装机规模有望升至71.8GW，发电量有望增至1113亿kwh，“六库联调”有效减少弃水，整体利润有望增厚超120亿；2) 聚焦“水风光储”多能互补，凭借金沙江下游优质资源进行拓展，充沛现金流及低融资成本，为项目拓展提供支撑；3) 横纵双向投资拓展，降本提效显著，23Q3贡献投资收益达38.0亿元。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为312.3亿元、357.1亿元、372.1亿元，对应PE分别为17.3倍、15.1倍、14.5倍，维持“买入”评级。

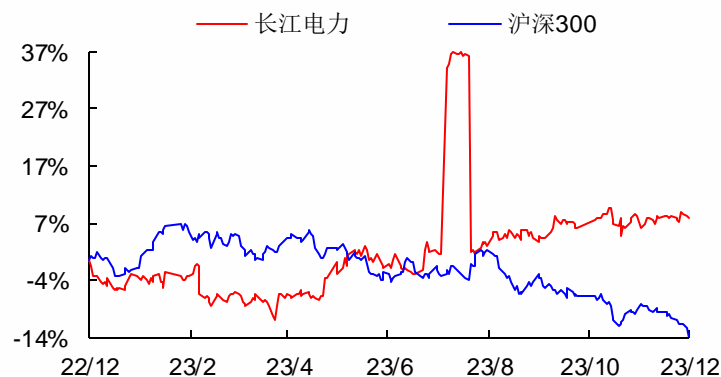
## □ 风险提示：

资产重组不及预期风险、来水不及预期风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	52060.48	81216.36	86752.30	90639.39
营业收入增长率	-6.44%	56.00%	6.82%	4.48%
归母净利润（百万元）	21309.03	31234.00	35710.12	37209.36
净利润增长率	-18.89%	46.58%	14.33%	4.20%
EPS（元）	0.87	1.28	1.46	1.52
P/E	25	17.3	15.1	14.5

### 股价表现



# 川投能源（600674）：“一主两辅”布局优势明显，雅砻江水电拉动业绩

## □ 投资逻辑：

1) 来水情况改善，公司业绩稳步提升。2023Q1-Q3实现营收/归母净利润10/38亿（+16%/+32%），主要受益于对参股公司投资收益的同比增加。2) 22年雅砻江公司营业收入为222亿元，同比增速高达21.2%。雅砻江正积极推进沿江风力、光伏发电项目开发与并购。雅砻江发展势头正盛，将持续助推公司未来业绩增长。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为42.7亿元、47.6亿元、52.7亿元，对应PE分别为14.5倍、13.0倍、11.7倍，维持“买入”评级。

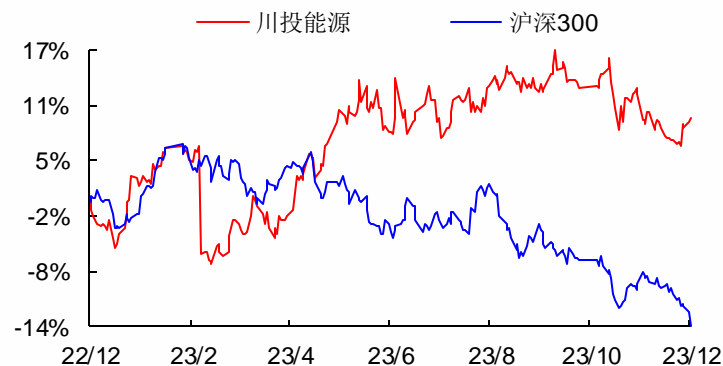
## □ 风险提示：

资产重组不及预期风险、来水不及预期风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1420.41	1542.61	1666.03	1951.75
营业收入增长率	12.43%	8.60%	8.00%	17.15%
归母净利润（百万元）	3515.27	4270.33	4757.23	5268.99
净利润增长率	13.86%	21.48%	11.40%	10.76%
EPS（元）	0.79	0.96	1.07	1.18
P/E	17.6	14.5	13.0	11.7

### 股价表现



# 九丰能源（605090）：稀缺特气标的，能服+特气加速成长

## □ 投资逻辑：

1) 清洁能源综合服务提供商，从“端到端”一体化全产业链格局到“清洁能源—能源服务—特种气体”协同发展体系，业务核心竞争力显著；2) 海内外资源池优势尽显，LNG和LPG单吨毛差相对稳定，保障盈利能力；3) 国内外商业卫星及发射需求旺盛，国内首个海南商发配套气体项目推动公司深入参与航空航天特气领域。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为13.1亿元、16.3亿元、19.6亿元，对应PE分别为11.1倍、8.9倍、7.4倍，维持“买入”评级。

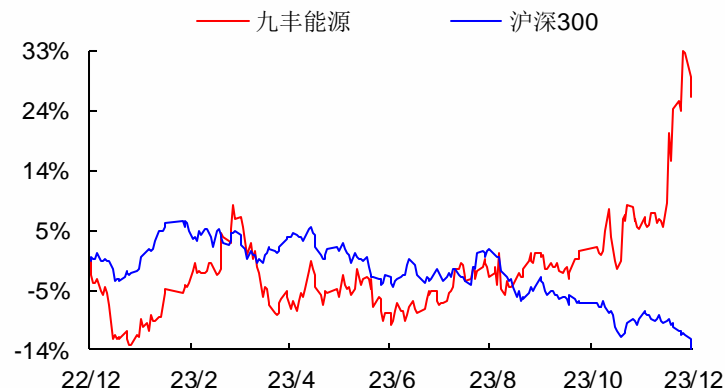
## □ 风险提示：

天然气价格波动风险、在建项目进度投产时间不及预期风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23953.64	26213.29	27064.20	28573.19
营业收入增长率	29.56%	9.43%	3.25%	5.58%
归母净利润（百万元）	1089.93	1305.24	1632.28	1961.94
净利润增长率	75.87%	19.76%	25.06%	20.20%
EPS（元）	1.74	2.09	2.61	3.14
P/E	13.3	11.1	8.9	7.4

### 股价表现



# 中国核电（601985）：核电业务量稳价增，风光业务高速跨越

## □ 投资逻辑：

1) 背靠中核集团，集团完整产业链优势全方位支撑公司业务发展；2) 公司核电业务量稳价升，预计2025年核电装机容量达到26.1GW，具备技术、资金和牌照多重壁垒；3) 公司新能源十四五规划装机高速增长，CAGR42%居行业前列，资源获取能力强，充分支撑新能源项目扩张。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为100.8亿元、109.3亿元、121.4亿元，对应PE分别为13.2倍、11.8倍、10.8倍，维持“买入”评级。

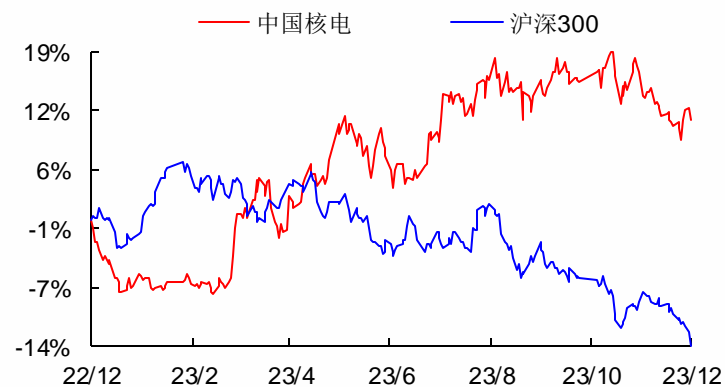
## □ 风险提示：

核电机组运行风险，新能源项目投产不及预期风险等。

### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	71285.60	77074.86	83128.21	91150.59
营业收入增长率	14.30%	8.12%	7.85%	9.65%
归母净利润（百万元）	9009.83	10078.01	10933.16	12136.16
净利润增长率	12.09%	11.86%	8.49%	11.00%
EPS（元）	0.48	0.53	0.58	0.64
P/E	14.9	13.2	11.8	10.8

### 股价表现



## 重点关注公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	LF
600011.SH	华能国际	7.66	买入	-0.47	0.86	0.99	-15.3	8.3	7.3	2.08
600027.SH	华电国际	5.20	买入	0.01	0.59	0.65	523.6	8.6	7.9	1.34
600795.SH	国电电力	4.00	买入	0.16	0.43	0.52	22.2	8.2	6.8	1.46
000543.SZ	皖能电力	6.72	买入	0.19	0.55	0.67	33.6	11.4	9.4	1.08
000537.SZ	广宇发展	9.80	买入	0.34	0.69	1.19	33.4	16.4	9.5	1.07
600900.SH	长江电力	22.58	买入	0.87	1.28	1.46	25	17.3	15.1	2.80
600674.SH	川投能源	14.36	买入	0.79	0.96	1.07	17.6	14.5	13.0	1.82
605090.SH	九丰能源	29.16	买入	1.74	2.09	2.61	13.3	11.1	8.9	2.51
601985.SH	中国核电	7.03	买入	0.48	0.53	0.58	14.9	13.2	11.8	1.50



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：池天惠  
执业证号：S1250522100001  
电话：13003109597  
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋  
执业证号：S1250523070005  
电话：18019200867  
邮箱：ly21@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司  
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业  
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jssf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				