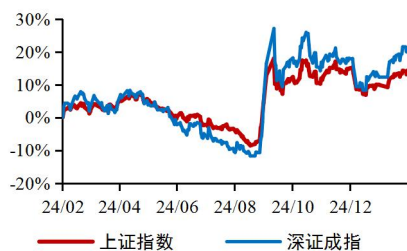


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 2 月 27 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

【山证煤炭公用】电力年度策略报告-火电迎并购重组机遇，水电红利优势持续

【行业评论】【山证电新】20250226 光伏产业链价格跟踪

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,380.21	1.02
深证成指	10,955.65	0.93
沪深 300	3,959.94	0.87
中小板指	6,809.83	0.53
创业板指	2,268.22	1.23
科创 50	1,126.82	2.17

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com



【今日要点】

【山证煤炭公用】电力年度策略报告-火电迎并购重组机遇，水电红利优势持续

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **总体展望:**我们认为电力现货市场的进一步推进以及电力企业的资产并购重组为 2025 年两大重要趋势。
1) 目前电力现货市场进展提速，火电在现货市场博弈中具备优势。从发电层面，火电相较于其他电源具备更高的调节灵活性，因此能够在高价时段多发电，低价时段少发电，灵活调整发电策略以应对价格变化。从价格形成结果层面，火电现货结算价通常较燃煤基准价具备溢价，而风电及光伏则折价进行交易。因此我们仍看好火电在现货市场推进中的相对经济性。2) 新“并购六条”下电力国企并购与重组持续升温。五大电力集团仍有高比例电力资产未注入上市平台。我们梳理可得，国家能源集团、华电集团、华能集团、国家电投集团、大唐集团仍有 39%、67%、27%、63%、40% 电力装机未注入上市平台。后续重点关注并购或重组带来企业估值空间提升及优质资产注入带来盈利能力增长。
- **火电板块:** 1) 2025 年成本端仍存改善预期；2) 煤电联营优势仍凸显，煤电一体化布局企业 ROE 中枢较非一体化企业偏高且波动较小。相关公司相继布局，中国神华、淮河能源、新集能源均仍有较大规模在建及待建项目，占在运项目比重分别为 24%、132%、75%；3) 辅助服务+容量电价带动火电公用事业化转型。过去火电收入仅由电量电价收入决定，即收入=装机容量×利用小时数×电价，火电机组的利润主要依赖于煤价和电价的差价，但由于煤价的波动性和电价的相对稳定性，火电企业的盈利能力呈现出较强的周期性，因此火电板块 PB 均值常年低于具备较强公用事业性的水电以及核电板块。而现在火电收入增加辅助服务及容量电价，商业模式对于电价以及动力煤价格的敏感程度降低，有助于提高火电企业盈利稳定性，从而提升其公用事业性，带动估值提升。
- **水电板块:** 1) 折旧到期及财务费用下降持续增益成本端：水电行业具备前期设备投资高，折旧占成本比重高，实际运营年限远大于折旧年限的特点。十四五-十六五期间水电公司折旧密集到期，可显著增厚表端利润。目前水电可开发资源有限，企业多逐渐偿还存量债务；贷款利率不断下行环境下，水电公司可通过债务置换方式优化债务结构。2) 低利率环境下水电红利风格占优：水电公司通常具备高净现比特点，多数公司具备较高净现比（大于 1.5），且经营性现金流量净额可超过营业收入 50%，支撑公司较高且稳定的分红比例。从分红比例来看，水电板块平均分红率较高且有提升趋势，长江电力、国投电力、华能水电等十四五期间均有分红承诺，承诺分红比例分别为 70%、55%、50%。水电具备逆周期属性，且受到短期宏观经济波动及电价影响相对较小，具备高配置价值。
- **投资建议:** 2025 年电力行业我们建议重点关注电力国企并购重组、低利率下红利持续、煤电一体化布局等投资主线。用电侧，短期来看，中电联预计 2025 年全国全社会用电量 10.4 万亿千瓦时，同比增长

6%左右，全国统调最高用电负荷 15.5 亿千瓦左右，新增新能源发电装机规模超过 3 亿千瓦；2025 年底全国发电装机容量有望超过 38 亿千瓦，同比增长 14%左右。长期来看，未来新质生产力发展及电能替代趋势推动下，用电量需求或将进一步提升，且我们认为一段时间内用电量增速或仍将高于 GDP 增速；其中长三角及粤皖地区新兴产业布局较早、规模占比较高，且相关产业如光伏制造、AI 数据中心等多为新高耗能产业，预期上述地区用电需求增长弹性较大。发电侧，火电板块：短期来看，上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，利好火电板块成本端；水电对火电电量挤占影响进一步削弱，预计后续火电电量持续向好；长期来看，煤电容量电价机制逐步推进，通过容量电价回收固定成本的比例逐步提升，两部制电价将持续支撑火电企业稳定盈利能力及分红能力；新型电力系统建设下火电辅助服务收入有望提升；火电标的商业模式改善下的新价值点仍有待市场挖掘。水电板块：短期来看，来水持续性需持续跟踪；长期来看，水电资本开支高峰已过，市场化改革背景下电价或仍将上行，且随着资本结构的持续优化，分红比例仍有提升空间。

- 建议关注：区域优势更为显著的长三角火电公司【皖能电力】、【申能股份】、【浙能股份】、【上海电力】；重组主线下的弹性标的【淮河能源】；充分受益电力市场改革成果的全国性电厂【国电电力】、【华电国际】；业绩稳健红利逻辑的【长江电力】。
- 风险提示：电力市场化交易造成上网电价波动；动力煤价格大幅波动；用电需求不及预期；企业分红意愿下降；重组进度不及预期；利率环境显著变化。

【行业评论】【山证电新】20250226 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格持平**：根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 39.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 37.0 元/kg，较上周持平。本周多晶硅新签单量较少，大多数企业以执行前期订单为主，多晶硅价格持稳。目前下游拉晶企业自主调节产出，对多晶硅需求略有下降。此外，下游采购多以经济性为第一考虑要素，颗粒硅、混包料及新厂低价料具有优势，预计新一轮集采市场价格稳重有涨。
- **硅片 价格持平**：150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较上周持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.18 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mmN 型硅片均价 1.30 元/片，较上周持平。近期硅片企业积极响应行业自律要求，排产有所下调，预计短期内硅片价格有上涨趋势。
- **电池片 价格结构性上涨**：M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.33 元/W，较上周持平；182mm TOPCon 电池片均价为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；182*210mm N 型电池片价格为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较上周上涨 1.8%。近期电池端库存较为健康，受下游需求提振影响，3 月排产有望提升，预计短期内价格上涨。



- **组件 价格结构性上涨：** 182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较上周持平；182TOPCon 双玻组件价格 0.695 元/W，较上周上涨 0.7%。当下国内终端项目已陆续启动，预计 5 月 31 日前，抢装需求主要来自分布式及工商业项目，受抢装需求带动，3 月组件端排产提至 50GW+，环比上涨 25%+，部分龙头公司满产。价格来看，节后国内光伏组件市场掀起涨价潮，龙头密集调价，涨幅在 0.01-0.03 元/W 左右。我们认为，此次调价释放了价格企稳回升的明确信号，但同时也需观察市场接受情况。



- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：福莱特； 海外布局方向：阿特斯、阳光电源、德业股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、信义光能、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



- **风险提示：**光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

