

公用事业行业2025年投资策略

成长性，高股息，多元化投资机会

西南证券研究发展中心
公用事业&环保研究团队
2025年1月

核心观点

回顾2024年，伴随秦皇岛煤价同比下降115元/吨，火电企业成本持续改善；下半年，在大盘及市场对电价担忧双重因素影响下，火电板块回撤约20%，12月高股息风格带动水核板块走强。展望2025年，火电在电量、电价、成本三个核心要素上都有望出现积极因素，显现成长属性；水核板块经营稳健，现金流充裕，高股息价值仍在；结合国内电改进一步深化，板块有望出现多元投资机会。

- ❑ **火电：2025年展望火电综合电价相对平稳，动力煤煤价中枢同比向下，行业单位盈利进一步修复，火电发电量同比持平向上，行业利润进一步提升。**预计2025年煤价中枢延续2024年趋势向下，短期或有波动，火电成本改善延续；考虑容量电价及辅助服务需求的提升，长期看火电综合电价水平大概率向上；考虑火电在系统中的需求刚性及水电发电因素，2025年，预计火电利用小时数稳定向上。
- ❑ **水电：低利率背景下，高股息价值吸引增量资金。**低利率背景下，水电超额收益显著，截至2024年12月31日，沪深300累计涨幅14.7%，同期水电板块累计收益23.1%，超额收益8.5%。预计随着25年一季度汛期利润增厚，超额收益会进一步提高。
- ❑ **核电：重启后的新项目将开始陆续投运，核电企业未来成长确定，现金流稳定带来长期持有回报。**截至12月31日，中国核电/中国广核年初至今累计涨幅分别为43.2%/36.9%，超额收益分别为28.5%/22.3%。
- ❑ **绿电：装机开发恢复正常，电改深化有望解决消纳问题，多重因素影响绿电投资价值。**目前已开工建设特高压11条，投运后将带动集中式电站建设恢复，各省海上风电核准陆续落地，将提升海风项目建设规模，截至2024年11月末广东、浙江、福建核准容量分别达25/7.3/3.7GW。2025年，电改进一步深化，绿电入市加速，及国补问题的解决等几个因素同时影响下，中长期趋势看，电价向下，发电量提升，绿电企业投资价值显出差异性。
- ❑ **重点推荐个股：**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（600011.SH）、皖能电力（000543.SZ）、申能股份（600642.SH）、华电国际（600027.SH）、国电电力（600795.SH）等；2）风光：福能股份（600483.SH）等；3）水电：长江电力（600900.SH）等；4）核电：中国核电（601985.SH）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



2024年行业回顾



2025年行业投资策略



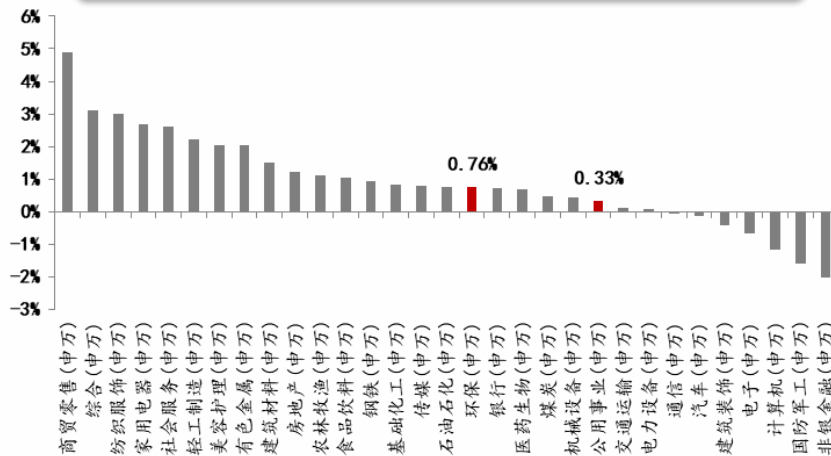
2025年重点推荐投资标的

2024年行业回顾：优质红利资产，防守能力显著

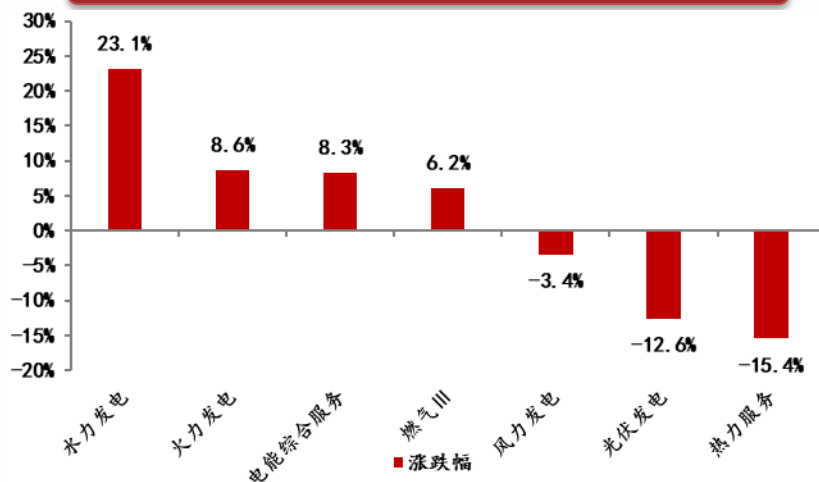
公用事业指数相对沪深300走势



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

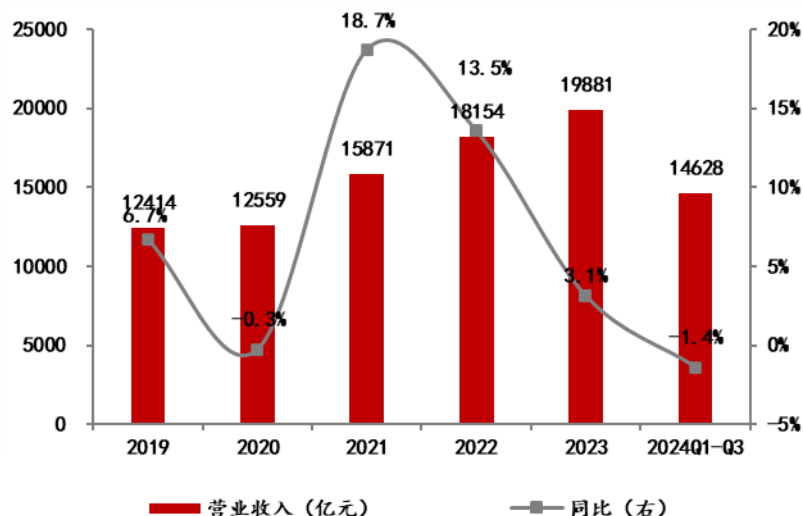


- ❑ 相对沪深300，2024年初截至12月31日申万公用事业板块上涨0.33%。
- ❑ 各板块横向对比看，申万公用事业板块在所有申万一级行业中相对排名22/32。
- ❑ 从细分板块看，2024年初截至12月31日水力发电、火力发电、电能综合服务、燃气、风力发电、光伏发电以及热力服务板块分别+23.1%、+8.6%、+8.3%、+6.2%、-3.4%、-12.6%和-15.4%。

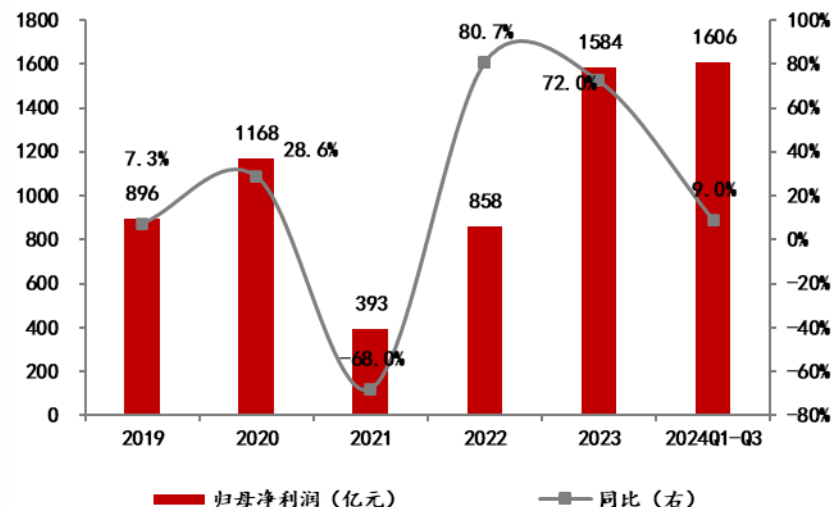
2024年行业回顾：优质红利资产，防守能力显著

- 2024年前三季度电力板块实现营收14628亿元（同比-1.4%），归母净利润1606亿元（同比+9.0%）。
- 相比2023年，电力板块盈利能力持续改善。2024年电力板块归母净利润保持增长，主要系2024年动力煤价格较2023年进一步下行，火电发电成本下降，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



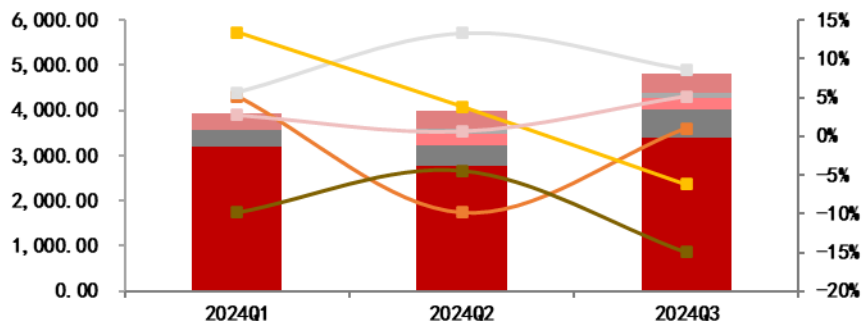
公用事业电力板块整体归母净利及同比增速



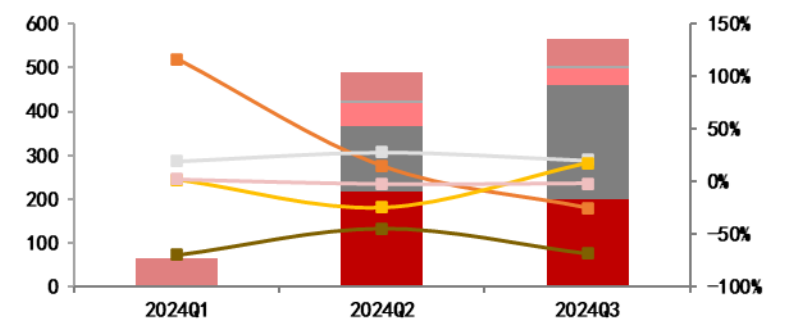
2024年行业回顾：优质红利资产，防守能力显著

- ❑ 来水偏丰水电归母净利同比高增，火电利用小时受到挤压。2024Q3，水电实现营收625亿元（同比+8.6%），归母净利260亿元（同比+20.6%），主要系二季度多流域来水偏丰，发电量同比提升；2024Q3，火电实现营收3399亿元（同比+1.0%），归母净利200亿元（同比-25.2%），伴随来水修复，火电发电受到挤压，利用小时下滑。
- ❑ 风电业绩修复，光伏发电盈利能力下滑。2024Q3，风电板块实现营收239亿元（同比-6.2%），归母净利40.0亿元（同比+17.5%），业绩逐渐修复；2024Q3，光伏发电板块实现营收118亿元（同比-14.9%），归母净利5.8亿元（同比-67.8%）。
- ❑ 2024年前三季度，核电营收和归母净利较为平稳。2024Q3，核电板块实现营收424亿元（同比+5.2%），归母净利59.3亿元（同比-1.7%）。

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



■ 火电 (亿元) ■ 水电 (亿元) ■ 风电 (亿元)
■ 光伏发电 (亿元) ■ 核电 (亿元) ■ 火电同比 (右)
■ 水电同比 (右) ■ 风电同比 (右) ■ 光伏发电同比 (右)
■ 核电同比 (右)

■ 火电 (亿元) ■ 水电 (亿元) ■ 风电 (亿元)
■ 光伏发电 (亿元) ■ 核电 (亿元) ■ 火电同比 (右)
■ 水电同比 (右) ■ 风电同比 (右) ■ 光伏发电同比 (右)
■ 核电同比 (右)

目 录



2024年行业回顾



2025年行业投资策略



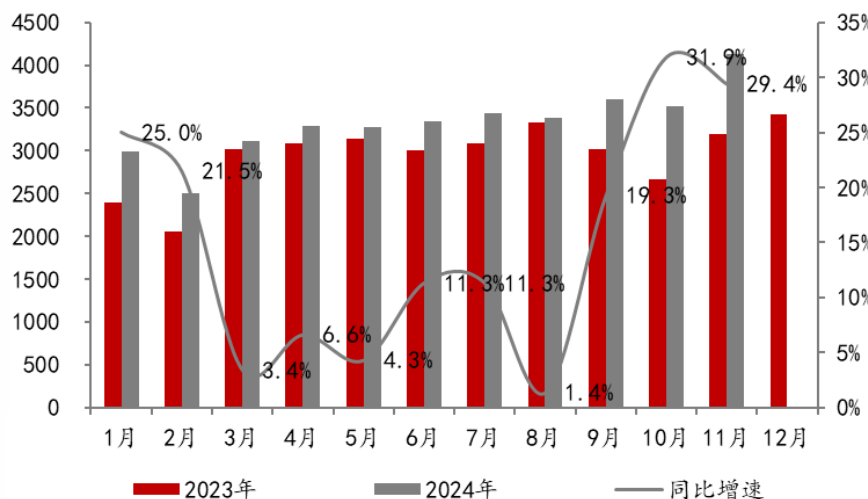
2025年重点推荐投资标的

2.1 火电：2024年煤炭回顾：进口煤持续增长，供需格局宽松

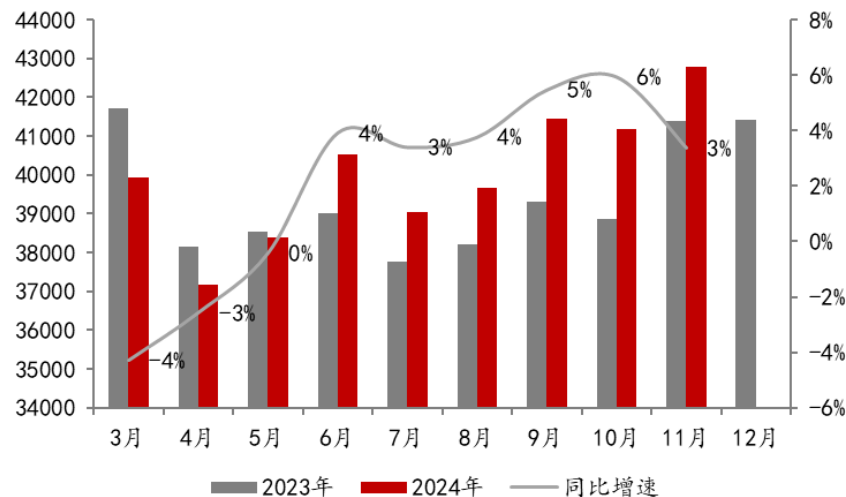
供给充足：原煤产量整体稳定，进口煤持续增长

- 上半年原煤减产，全年产量稳定：自2023年下半年以来，国内煤炭安监事故频发，2024年上半年山西省开展煤矿三超和隐蔽工作面专项整治，煤炭减产导致全国原煤产量同比下滑，而蒙/陕/新三省煤炭产量维持增长趋势，截至2024年11月，晋/蒙/陕/新原煤产量累计同比分别-7.3%/+5.2%/+2.1%/+19.4%，全国原煤产量累计同比+2.0%，整体全国原煤产量稳定。
- 进口煤持续增长。基于澳煤进口放开影响及全球煤炭供需阶段性宽松影响，进口动力煤数量持续高增，前11月全国进口动力煤3.7亿吨，同比增长14.3%。

2023-2024年动力煤月度进口量及增速（万吨）



2023-2024年原煤月度产量及增速（万吨）

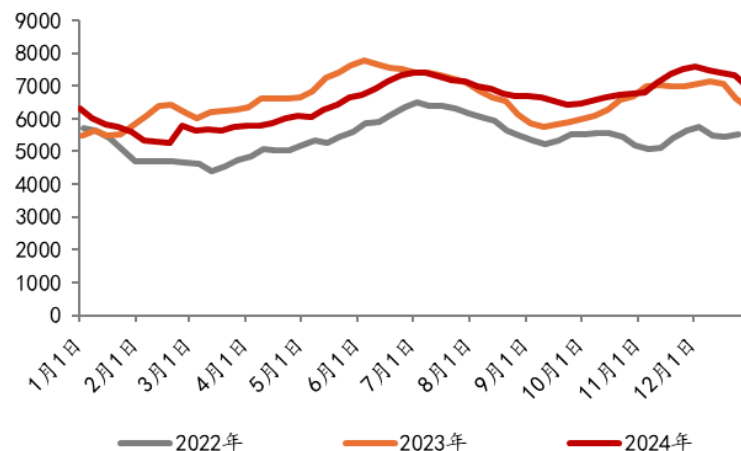


2.1 火电：2024年煤炭回顾：进口煤持续增长，供需格局宽松

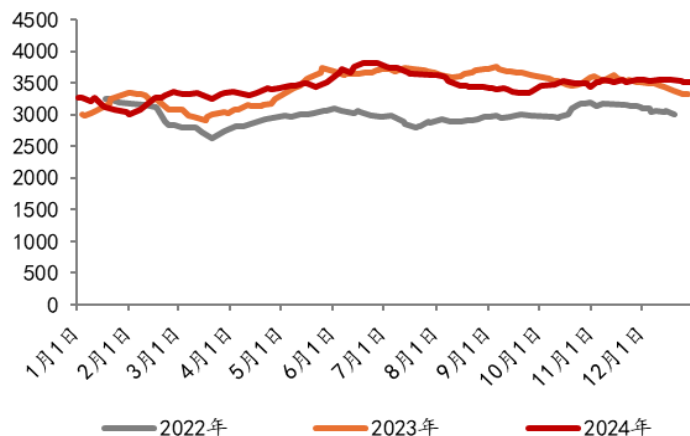
港口及电厂库存持续处于高位

□ 2024年电厂库存维持高位，迎峰度夏期间港口未有明显去库存阶段。2024年CCTD主流港口全年平均库存达6549万吨，较22/23年同比分别-1.3%/+20.5%，全年港口库存水平持续高位；电厂方面，2024年南方电厂平均库存达3457万吨，较22/23年同比分别+0.6%/+15.7%；煤炭重点企业库存天数为23.2天，较22/23年同比分别+2.3/+3.7天。

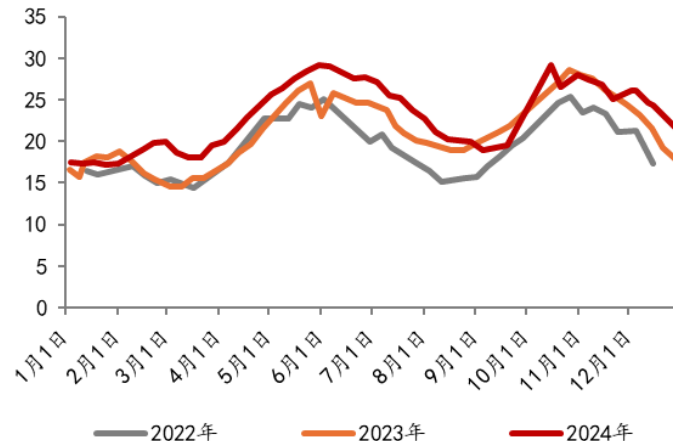
2022-2024年CCTD主流港口库存情况（万吨）



2022-2024年南方电厂库存情况（万吨）



2022-2024年发电企业库存天数（天）

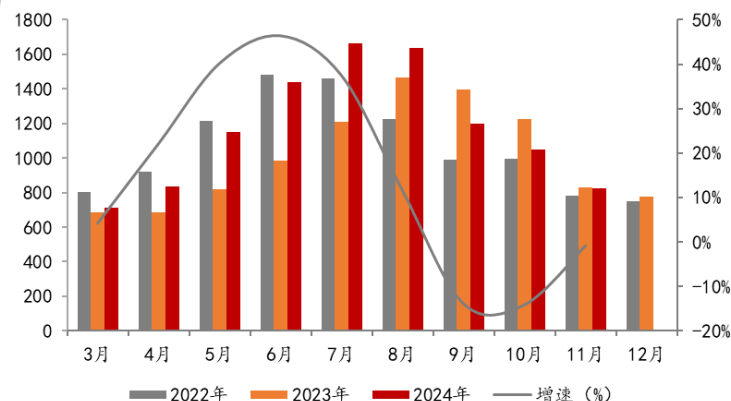


2.1 火电：2024年煤炭回顾：进口煤持续增长，供需格局宽松

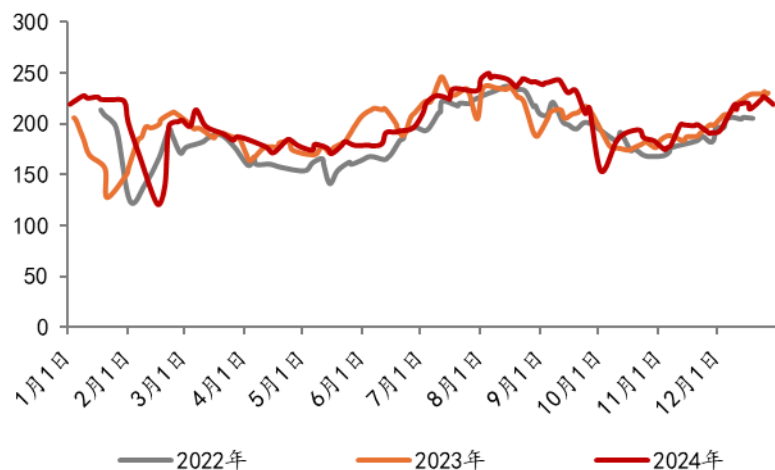
电煤需求韧性凸显：上半年来水充沛挤压火电出力

□ 受来水影响，电煤需求总体高于去年。2024年上半年来水充沛，Q2/Q3水电发电量同比+38%/+10%，Q2火电发电量挤压，发电量同比分别-3.1%，9月来水转弱后火电发电量同比+10%，火力发电韧性凸显；电厂日耗方面，南方电厂日耗较2023年总体持平，全国重点电厂略有下滑，电力消费峰值期间均出现后移，主要系今年高温天气持续时间较长。

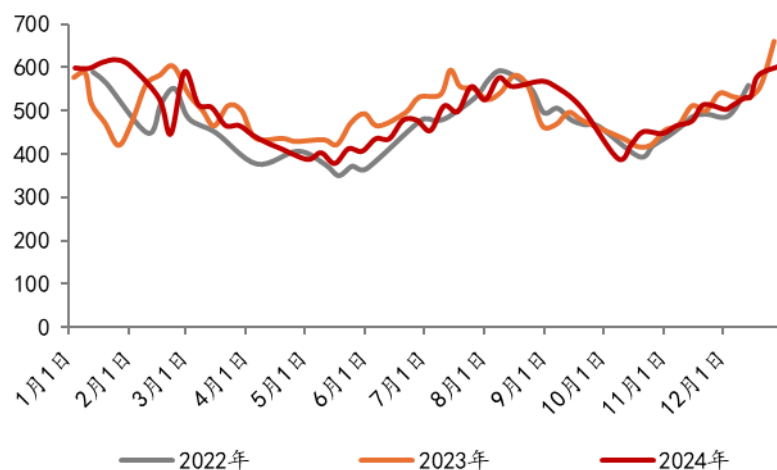
2022-2024年水电月度发电量及增速（亿千瓦时）



2022-2024年南方电厂日耗情况（万吨）



2022-2024年全国重点电厂日耗情况（万吨）

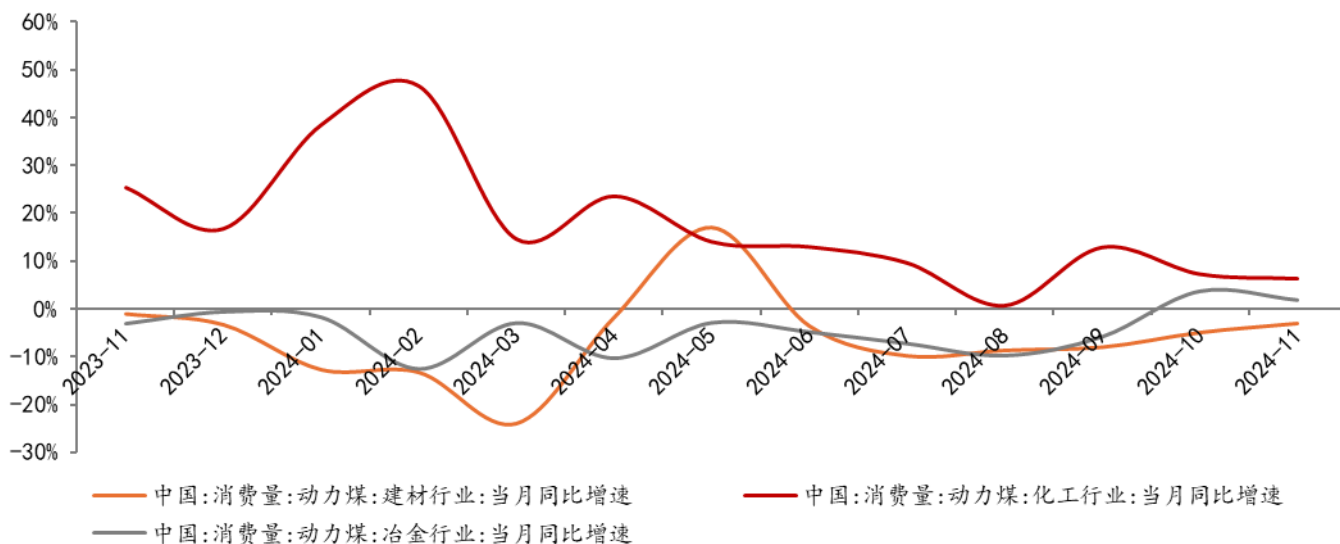


2.1 火电：2024年煤炭回顾：进口煤持续增长，供需格局宽松

非电需求分化：

- 建材、冶金需求较弱，化工需求改善。受益于煤化工行业的产能建设，化工用煤需求持续增长，2024年1-11月，化工行业动力煤消费量达2.63亿吨，较22/23年同比分别+25.4%/+15.4%，建材、冶金行业由于房地产行业复苏较弱，用煤需求同比下滑。

2024年动力煤分行业消费量同比增速

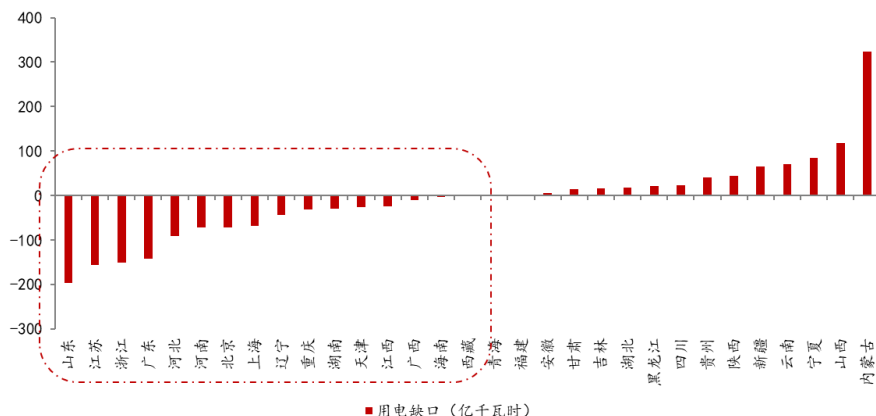


2.1 火电：关注电价 α 及火电价值重估

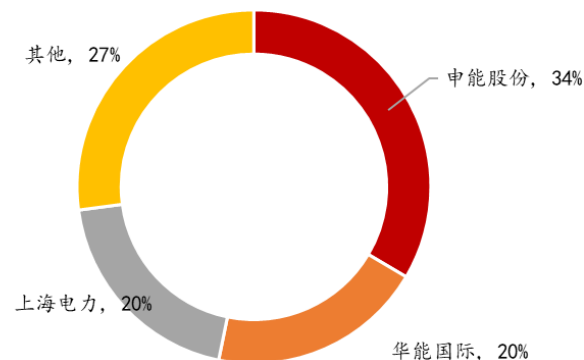
站在当前时点，考虑到煤价降价弹性小于去年，应更多关注电价及火电业绩稳定性带来的价值重估。

□ 区域电力需求与竞争格局影响电价。分区域看，我国用电缺口大省主要集中在我国沿海地区，如山东、江苏、浙江、上海、广东等经济发达区域，电力需求强劲；从沿海火电装机分布来看，上海、山东、安徽、浙江省内火电装机竞争格局较好，在省内电力供需偏紧和竞争格局良好共同作用下，沿海区域火电公司电价有支撑。

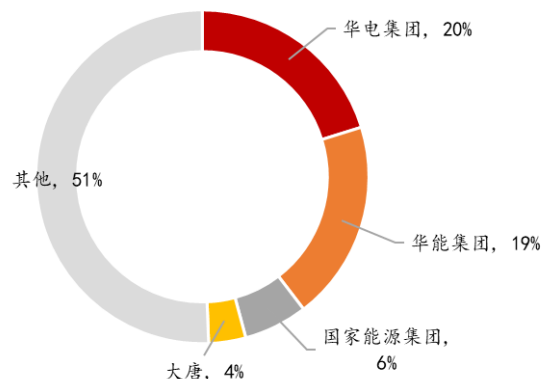
2024年11月各省份用电缺口



上海市火电装机分布

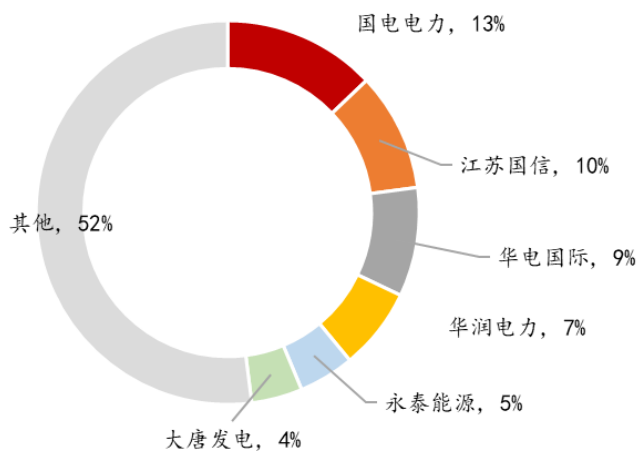


山东省火电装机分布

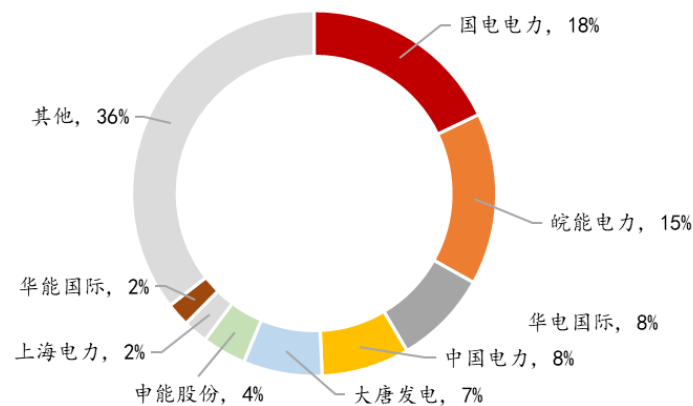


2.1 火电：关注电价 α 及火电价值重估

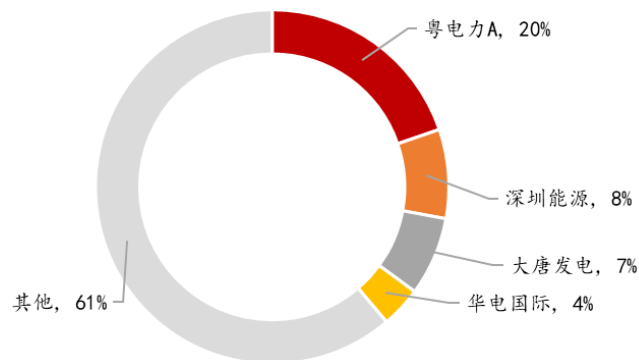
江苏省火电装机分布



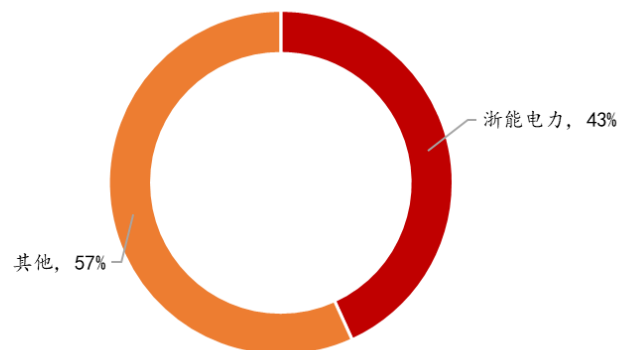
安徽省火电装机分布



广东省火电装机分布



浙江省火电装机分布

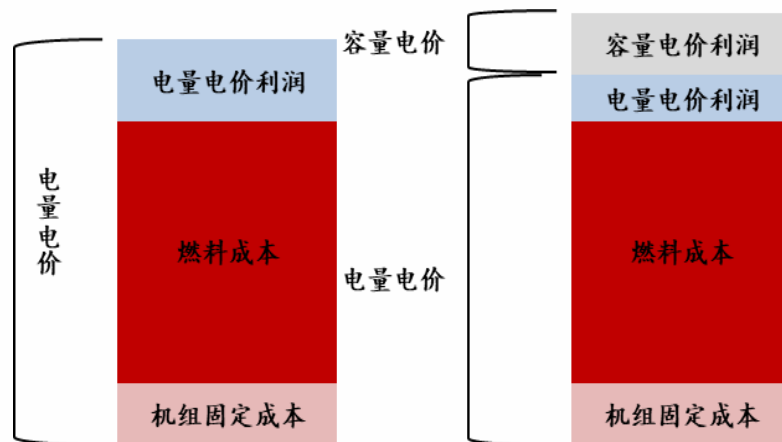


2.1 火电：关注电价 α 及火电价值重估

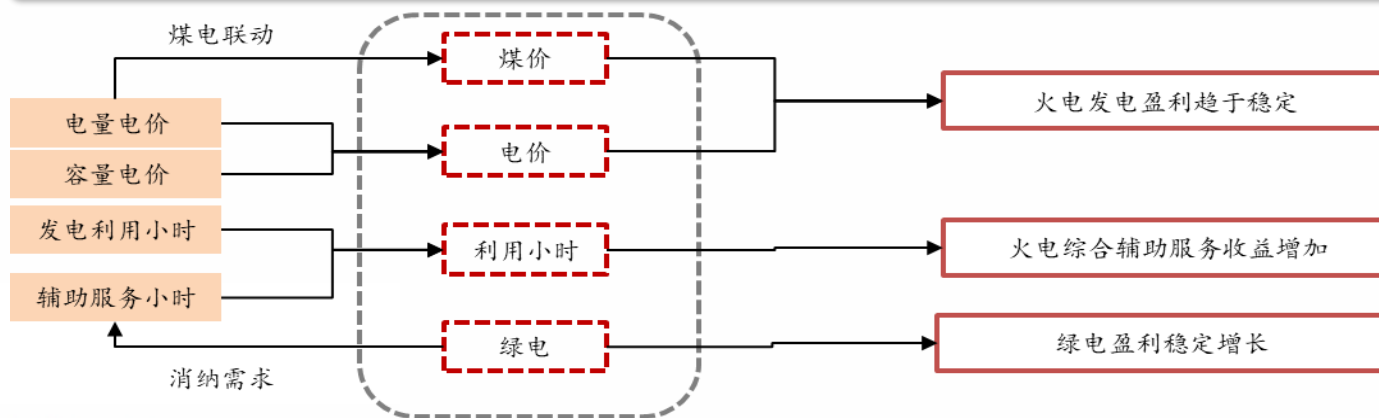
容量电价及辅助服务收入带动火电盈利稳定

- ❑ 收入端稳定性提升，火电价值重估。2024年1月1日起煤电容量电价机制实施，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。
- ❑ 辅助服务收入推进，火电灵活性价值被挖掘。伴随新能源装机增长，辅助服务需求提升，未来火电作为灵活调节型电源，尽管发电利用小时呈下滑趋势，但辅助服务小时有望持续增长，带动火电收入由发电收益转向辅助服务收益，盈利稳定性得到提升。

容量电价对火电利润变革影响



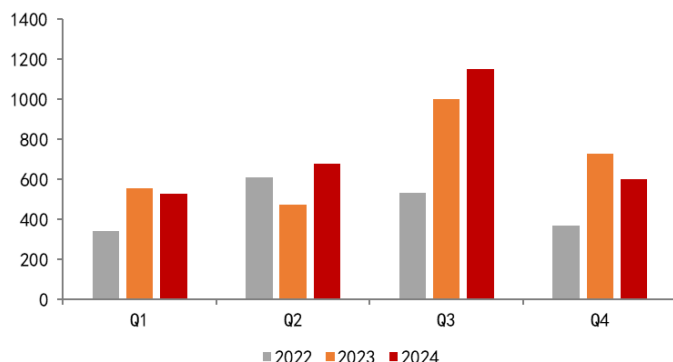
火电四大影响因素



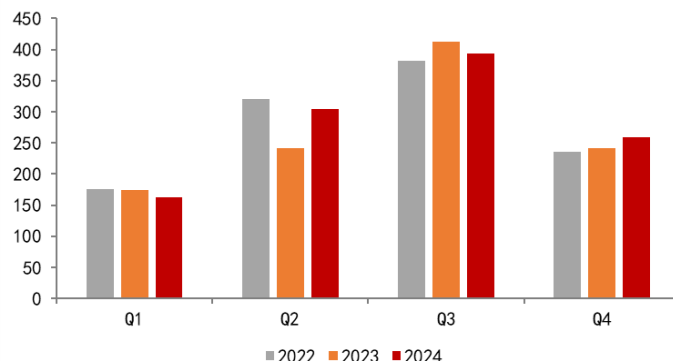
2.2 水电：二季度来水改善

□ 二季度来水改善。受来水充沛影响，2024Q2-Q3水电发电量同比提升，全年乌东德水库来水总量约1124亿立方米，较上年同期增长9.2%；三峡水库来水总量约3741亿立方米，较上年同期增长9.1%。

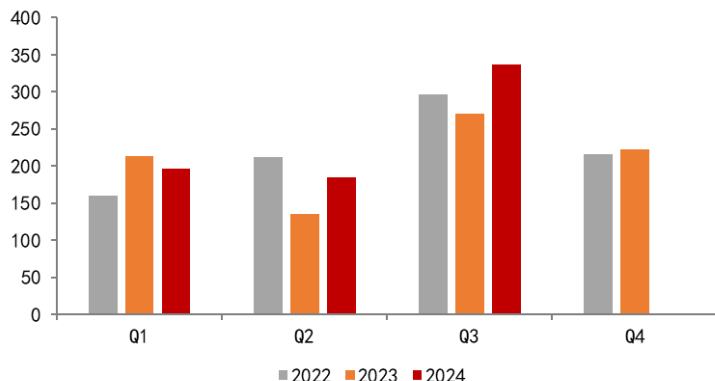
长江电力发电量（亿千瓦时）



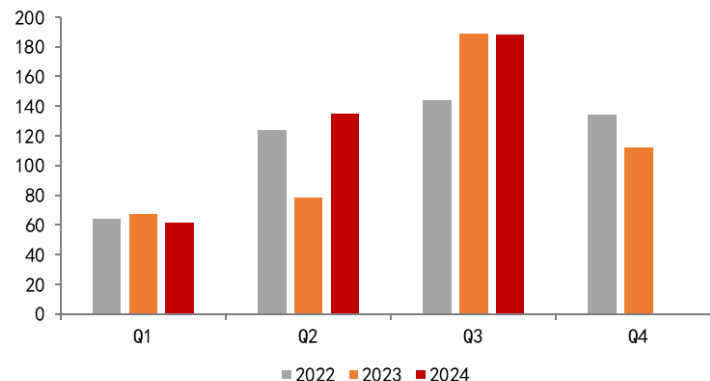
华能水电发电量（亿千瓦时）



雅砻江水电发电量（亿千瓦时）



大渡河公司发电量（亿千瓦时）



2.2 水电：澜沧江、雅砻江装机弹性相对大

- 在建装机超2500万千瓦，主要分布于澜沧江和雅砻江。各大流域在建水电站合计超过2500万千瓦，其中，澜沧江/雅砻江/大渡河/金沙江分别在建832/777/352/621万千瓦，随着水电站陆续投产，水电企业业绩弹性渐显。

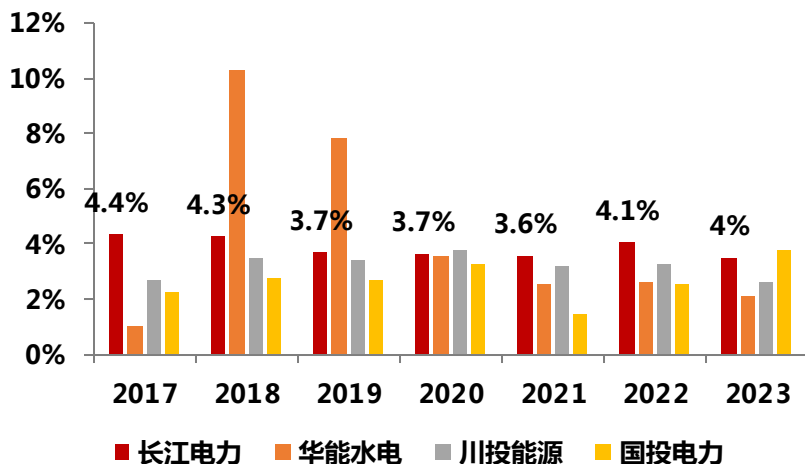
主要流域在建水电站

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
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	-
大渡河	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
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
总计	2582	-	-

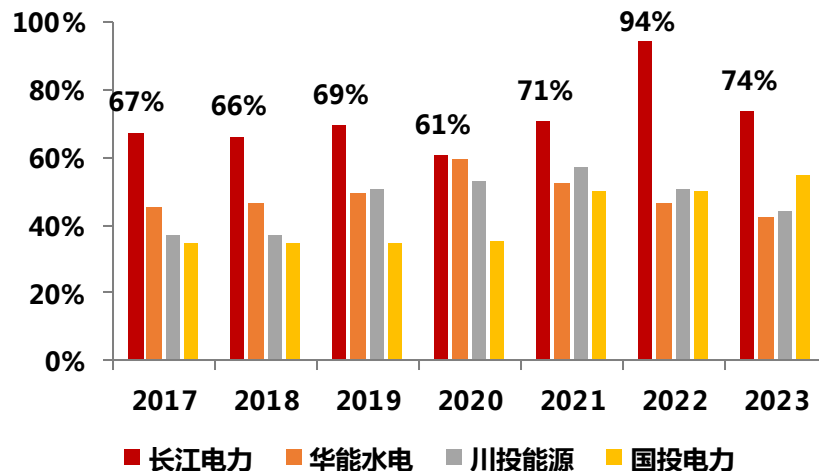
2.2 水电：红利资产+现金流充裕

- 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。2017-2023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%。国投电力承诺2021-2023年股利分配率将不低于50%。

2017-2023年重点水电公司股息率



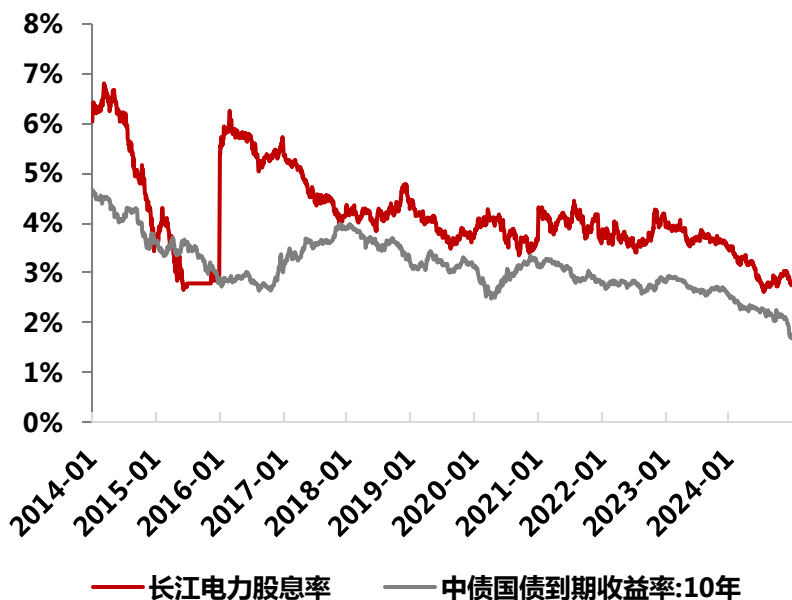
2017-2023年重点水电公司分红比例



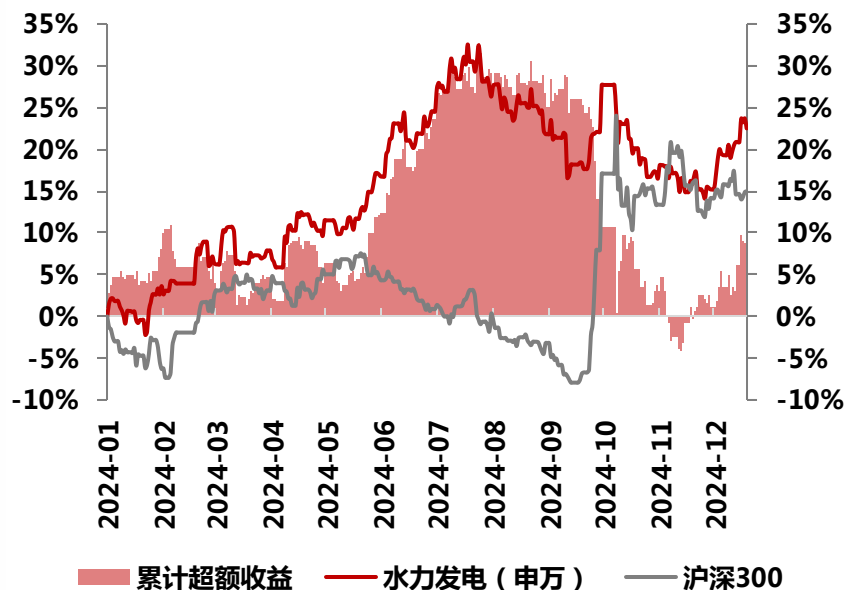
2.2 水电：红利资产+现金流充裕

- 典型红利资产，2024年超额收益8.5%。截至2024年12月31日，沪深300累计涨幅14.7%，同期水电板块累计收益23.1%，超额收益8.5%。预计随着25年一季度汛期利润增厚，超额收益会进一步提高。
- 伴随国债收益率回落，水电估值持续提升。自2014年至今，长江电力股息率长期高于我国10年期国债收益率，伴随国债收益率持续回落，水电股息价值凸显。

长江电力股息率长期高于国债收益率



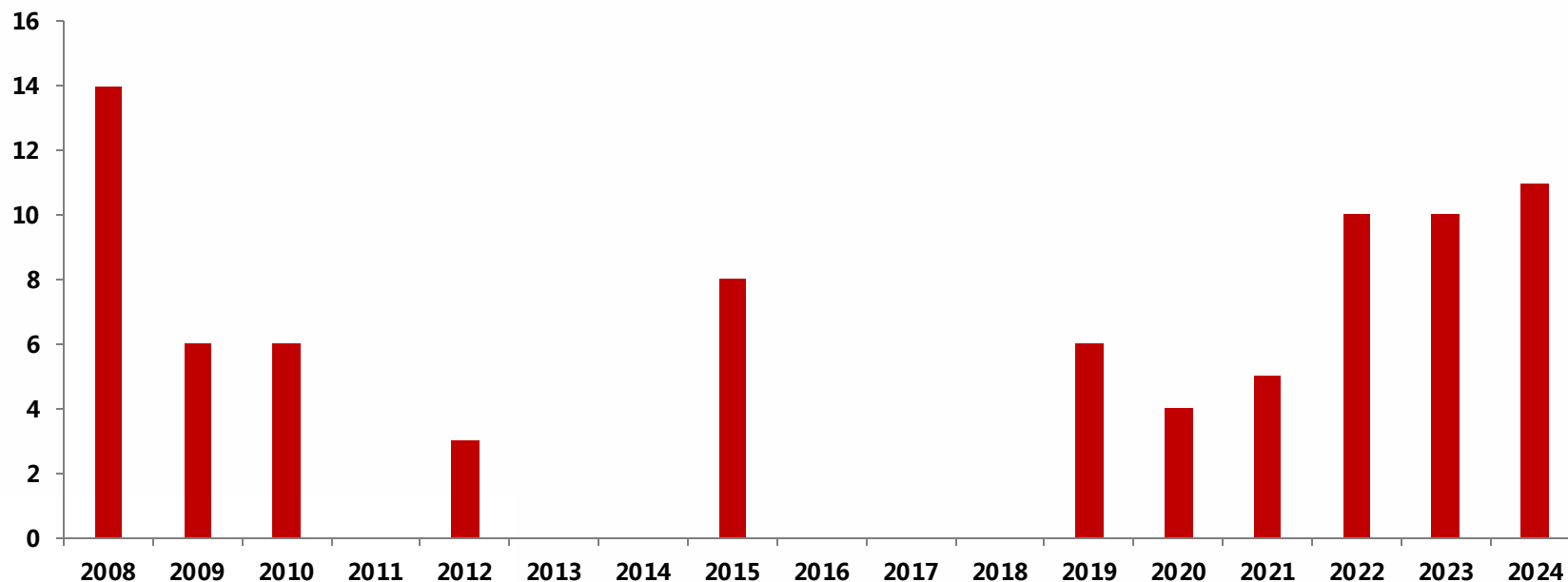
2024年水力发电超额收益达8.5%



2.3 核电：审批加快，装机容量增长稳定

- **2024年核电核准11台机组，审批提速。**2024年8月国务院核准5个核电项目总计11台机组，数量创下历史新高，中央文件也自2011年以来首次用“加快”来描述核电建设。“十四五”期间我国核电核准稳步推进，2021至2024年核准机组数量分别为5/10/10/11台，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，核电迈入确定性成长期。

2008-2024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

- **双寡头格局，成长性确定。**截至2024年末，中国核电在运核电机组装机容量2375万千瓦，在建机组/核准待建机组2064万千瓦，中国广核在运核电机组装机容量3176万千瓦(含联营)，在建机组/待建机组1900万千瓦。

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)
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
	三门4号	CAP1000	2023年3月	125
	徐大堡4号	WER-1200	2022年8月	127
2028	徐大堡1号	CAP1000	2023年11月	129
2029	漳州3号	华龙一号	2024年2月	121
2030 及以后	金七门1号	华龙一号	2024年2月	121
	金七门2号	华龙一号	2024年2月	121
	徐大堡2号	CAP1000	2024年7月	129
	漳州4号	华龙一号	2024年9月	121
	徐圩1号	华龙一号	-	121
	徐圩2号	华龙一号	-	121
	徐圩高温冷气堆	华龙一号	-	66

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)
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
2029 及以后	惠州3号	华龙一号	-	121
	惠州4号	华龙一号	-	121
	宁德5号	华龙一号	2024年7月	121
	宁德6号	华龙一号	-	121
	陆丰1号	CAP1000	-	125
	陆丰2号	CAP1000	-	125
	招远1号	华龙一号	-	121
	招远2号	华龙一号	-	121
	苍南3号	华龙一号	-	122
	苍南4号	华龙一号	-	122

2.3 核电：入市规模扩大，电价相对稳定

□ 核电市场化比例上升，电价相对稳定。自2019年以来，核电市场化比例快速提升。2025年广东、江苏市场化交易电力进一步提升，短期电价存在下行压力，考虑到各地对市场化交易电价存在回收机制，最终执行电价接近核准电价，核电电价相对稳定。

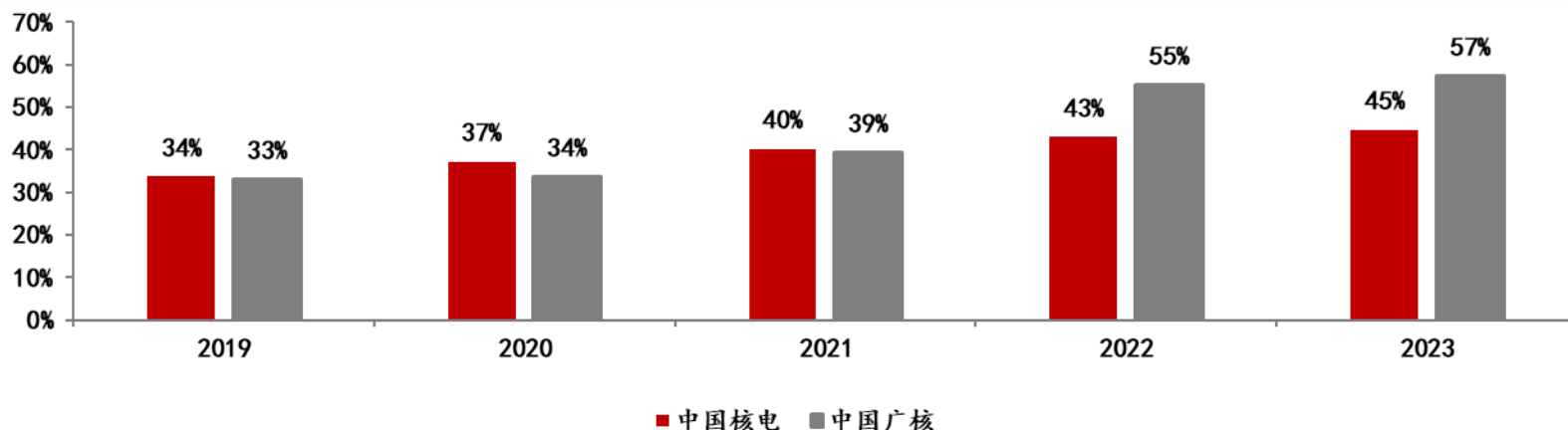
✓ 广东省

- ① 市场化交易：2025年岭澳、阳江核电年度市场化电量约273亿千瓦时（上年同期195亿千瓦时）
- ② 变动补偿机制：当年月中长期市场交易均价低于市场参考价时，核电机组按照核定上网电价、年月中长期市场交易均价中的较大值与市场参考价之差乘以0.85执行变动成本补偿机制。

✓ 江苏省

- ① 核电机组全年市场交易电量300亿千瓦时左右（上年同期270亿千瓦时）

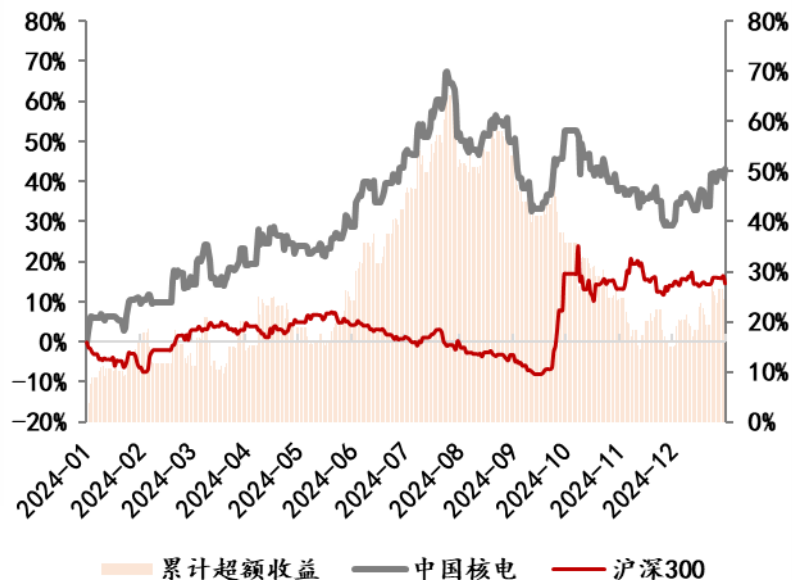
2019-2023年核电公司市场化交易比例逐年提升



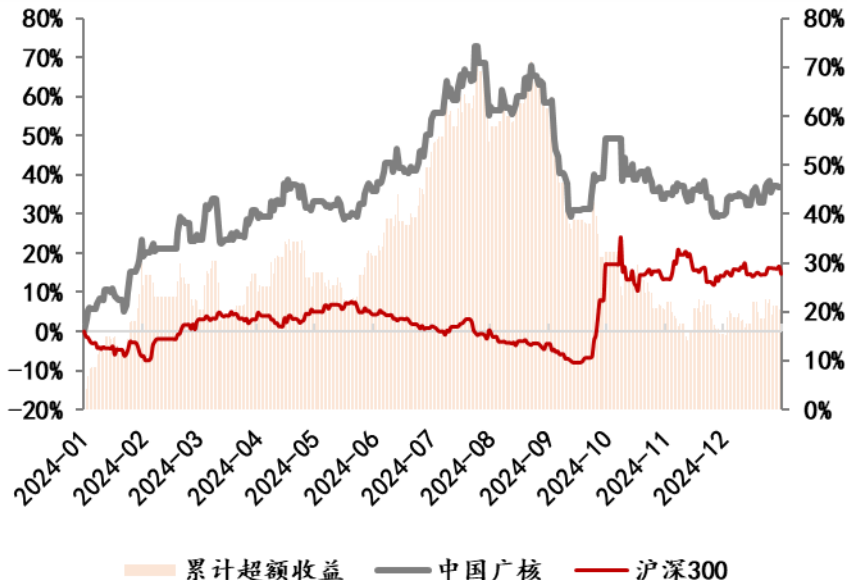
2.3 核电：类债属性，弱市超额收益显著

- 核电超额收益显著，重视其防御属性。截至12月31日，沪深300今年累计涨幅达14.7%，中国核电/中国广核年初至今累计涨幅分别为43.2%/36.9%，超额收益分别为28.5%/22.3%。
- 长期资本开支下降将带动核电公司ROE提升。核电公司由于目前在建机组较多，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，引领分红率提升。

2024年至今中国核电超额收益达28.5%



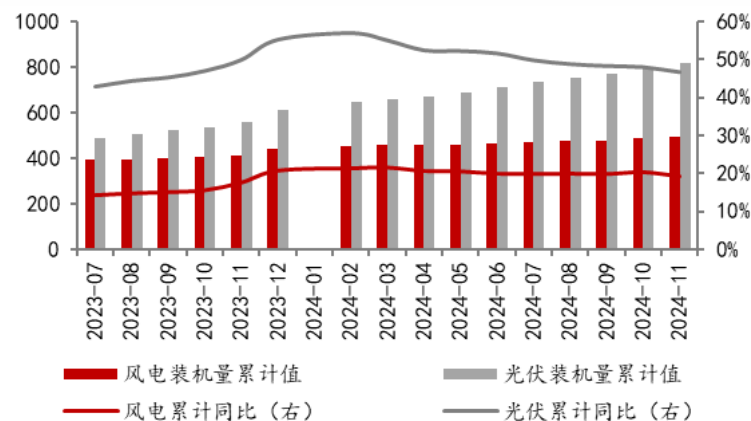
2024年至今中国广核超额收益达22.3%



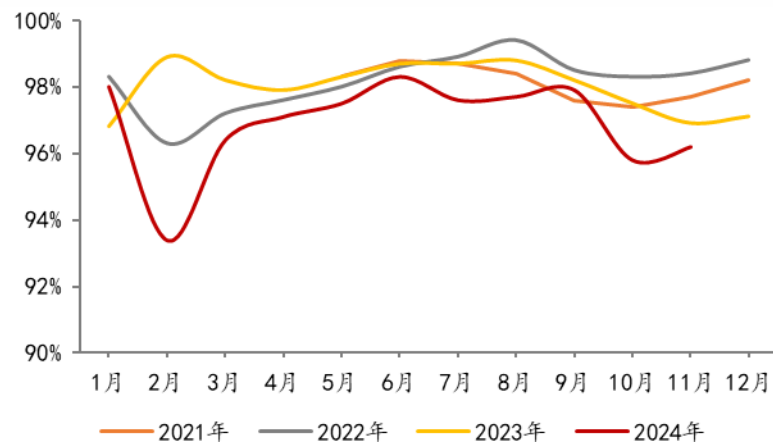
2.4 风光：特高压建设加速，消纳压力有望缓解

□ 风光装机投产高增，消纳问题凸显。2024年风光装机维持加速增长态势，风电/光伏累计同比增速分别维持在+20%/+50%附近；根据全国新能源消纳检测预警中心数据，2024年全国新能源消纳问题加剧，1-11月风电/光伏利用率分别为95.8%/96.2%，装机高速增长凸显了风光消纳问题。

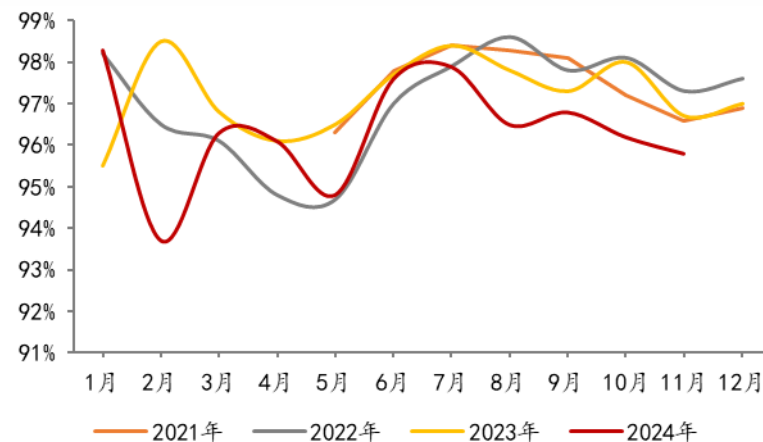
2023-2024年风光累计装机容量（GW）



2021-2024年11月光伏利用率



2021-2024年11月风电利用率



2.4 风光：特高压建设加速，消纳压力有望缓解

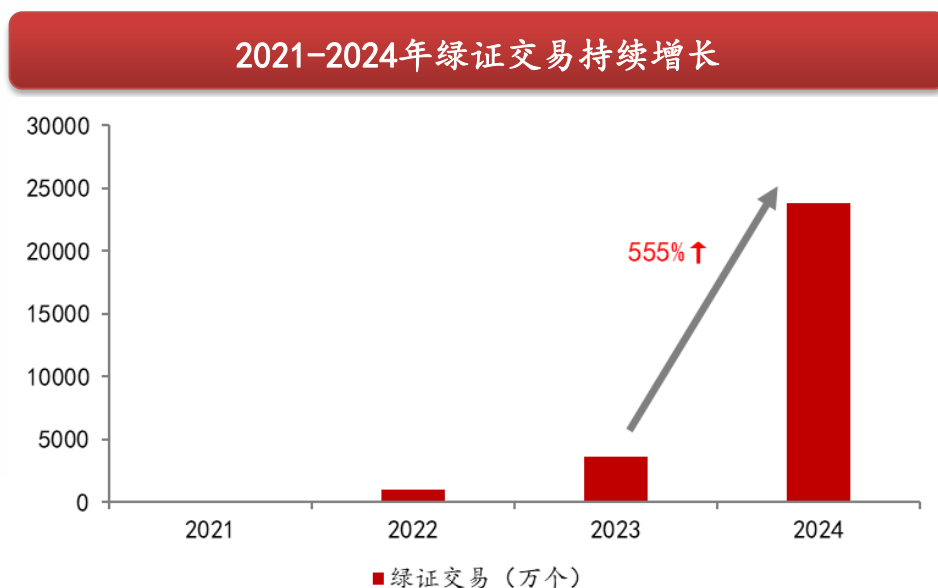
□ **特高压建设加速推进。**目前已开工特高压项目中，陇东-山东、宁夏-湖南、哈密-重庆、甘肃-浙江、陕北-安徽主要配套三北地区风光大基地外送，张北-胜利主要配套张家口风光电站外送，特高压建成后，能够实现新能源发电的远距离、大规模输送，将西部等资源丰富地区的风光发电输送到东部等负荷中心，缓解风光发电与用电在时间和空间上的错配问题，提高风光的利用率。

在建/未建待投运的特高压项目目前进展

线路分类		工程名称	输电线路(公里)	投资额(亿元)	电压等级	当前状态
已开工	交流	武汉-南昌	926	91	1000KV	2022.9开工
	交流	张北-胜利	366	64	1000KV	2023.8开工
	交流	川渝特高压	658	288	1000KV	2022.9开工
	交流	黄石	-	22	1000KV	2023.6开工
	交流	阿坝-成都东	743.4	145	1000KV	2024开工
	直流	陇东-山东	937.9	206.6	1000KV	2023.3开工
	直流	金上-湖北	1784	334.8	1000KV	2023.2开工
	直流	宁夏-湖南	1619	275	1000KV	2023.6开工
	直流	哈密-重庆	2300	300	1000KV	2023.8开工
	直流	陕西-河南	765	-	800KV	2024.3开工
	直流	陕西-安徽	890	-	800KV	2024.3开工

2.4 风光：现货电价承压，绿证赋予环境溢价

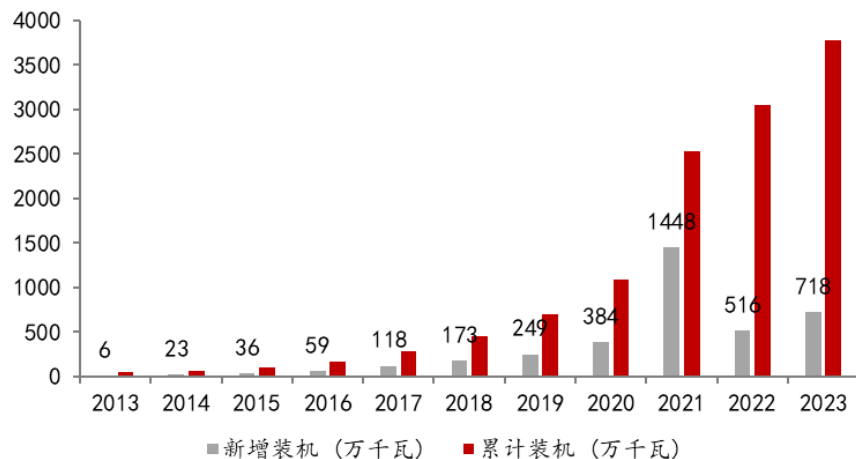
- **保障性收购小时下降，大规模入市电价承压。**根据陕西发改委，2025年光伏各项目保障收购小时数为293 小时（2024年同期350小时）；根据四川发改委，2025年风电项目利用小时暂按400小时（枯水期220小时、丰水期180小时）确定，光伏项目利用小时暂按300小时（枯水期170小时、丰水期130小时）确定，对比2024年风、光保障收购小时数总体下降了50%，保障性收购小时下降意味着未来新能源参与电力市场比例将逐步提高，电价面临短期承压。
- **绿证赋予环境溢价。**根据2024 年 8 月发布的《关于 2024 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》，将电解铝行业企业绿色电力消费比例完成情况以绿证核算，各省（市）可再生能源电力消纳责任权重完成情况虽以实际消纳的物理量核算，但对于未完成的情况，会促使各地区通过绿证交易等方式来补充可再生能源电力的消纳量，以达到考核要求，直接促进了绿证需求。



2.4 风光：海风建设加速，多地启动竞配

- 海风建设加速，江苏广东累计装机合计占比达60%。截至2023年年底，中国海上风电累计装机规模已达到37.7GW，2023年中国海上风电新增装机规模达到7.18GW（其中，并网容量为6.3GW），约占当年全国风电新增装机容量的9%，市场重回向上增长的轨道；分地区看，江苏、广东两省海上风电累计装机容量超过10GW，其中江苏累计装机11.81GW，占全部海上风电累计装机容量的31.3%，广东累计装机10.94GW，占全部海上风电累计装机容量的29%，另外，山东、浙江、福建、辽宁四省的海上风电累计装机容量分别超过1GW，市场份额合计36.6%；上海、河北、天津、广西和海南的海上风电累计装机容量为275MW，占比合计约为3.1%。

2013-2023年中国海上风电装机容量



截至2023年底中国沿海各省市海上风电累计装机容量



2.4 风光：海风建设加速，多地启动竞配

- ❑ 福建、辽宁、江苏海风竞配项目取得进展，海风项目储备充足。
- ✓ 福建省：2024年12月20日，福建发改委公布了2024年海上风电市场化竞争配置的结果，2.4GW海上风电项目的竞配结果落地。
- ✓ 江苏省：2024年12月19日，江苏发改委发布了2024年度海上风电项目竞争性配置的公告。公告明确，此次配置的范围包括《江苏省海上风电发展规划（2024-2030年）》中规划的20个海上风电项目，总规模达到765万千瓦。
- ✓ 辽宁省：2024年12月16日，辽宁发改委发布公告，对《辽宁省2024年度海上风电建设方案（征求意见稿）》公开征求意见，并启动了7GW省管海域海上风电项目的竞配工作。

全国海上风电项目统计

序号	省市	项目数	项目总容量 (MW)	项目状态									
				竞配		前期		核准		在建（含部分并网）		全容量并网	
				项目数	容量（MW）	项目数	容量（MW）	项目数	容量（MW）	项目数	容量（MW）	项目数	容量（MW）
1	广东省	87	60332	15	16000	1	250	28	24749	12	8304	31	11029
2	江苏省	60	14515			1	100	4	800	7	1857	48	11758
3	浙江省	39	14730			1	800	18	7352	8	3226	12	3352
4	福建省	40	14929	5	2400	6	3410	9	3741	3	1550	17	3828
5	山东省	28	14865			8	5634	3	1604	7	3718	10	3910
6	上海市	19	7775	10	6600	1	200			1	306	7	669
7	海南省	12	8918			2	1205	1	6	8	7700	1	7
8	辽宁省	9	3898			1	1000	2	1400	1	250	5	1248
9	广西	6	2700			3	1100	2	900	1	700		
10	河北省	9	3104			1	200	6	2300	1	304	1	300
11	天津市	3	336			2	246					1	90
总数：		312	146101	30	25000	25	13899	75	43097	49	27914	133	36191

2.4 风光：国补第二批名录核查中，企业现金流有望改善

□ 国补欠款有望下发，风光企业现金流改善。为加强可再生能源发电补贴资金使用管理，发改委、财政部、国家能源局自2022年3月起在全国范围内开展可再生能源发电补贴自查核查工作，于10月发布第一批经核查确认的合规项目共计7344个，目前第二批目录正在核查中，国补欠款下发有望大幅改善企业现金流。根据2024年三季报，大多数风光企业应收账款/市值比例高达30%以上。

绿电企业应收账款情况

代码	简称	公司属性	总市值（亿元）	应收账款（亿元）	应收账款/市值
600821.SH	金开新能	地方国有企业	101	80	79%
000591.SZ	太阳能	中央国有企业	171	127	74%
601778.SH	晶科科技	民营企业	94	62	66%
000862.SZ	银星能源	中央国有企业	43	25	58%
600032.SH	浙江新能	地方国有企业	164	84	51%
601619.SH	嘉泽新能	民营企业	76	35	46%
601016.SH	节能风电	中央国有企业	192	74	38%
603693.SH	江苏新能	地方国有企业	82	31	38%
000537.SZ	中绿电	中央国有企业	176	64	36%
600905.SH	三峡能源	中央国有企业	1191	425	36%
001258.SZ	立新能源	地方国有企业	59	20	34%
601222.SH	林洋能源	民营企业	138	44	32%
600956.SH	新天绿能	地方国有企业	233	73	31%
600163.SH	中闽能源	地方国有企业	100	28	28%
600483.SH	福能股份	地方国有企业	251	52	21%
002053.SZ	云南能投	地方国有企业	100	15	15%
300317.SZ	珈伟新能	地方国有企业	28	4	13%
000155.SZ	川能动力	地方国有企业	196	23	12%
603105.SH	芯能科技	民营企业	39	3	8%

注：应收账款为2024年三季报数据，市值为截至2025年1月12日数据

目 录



2024年行业回顾



2025年行业投资策略



2025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2024-2026年归母净利润分别为121亿元、138亿元、154亿元，对应PE分别为9.8倍、8.6倍、7.7倍，维持“买入”评级。

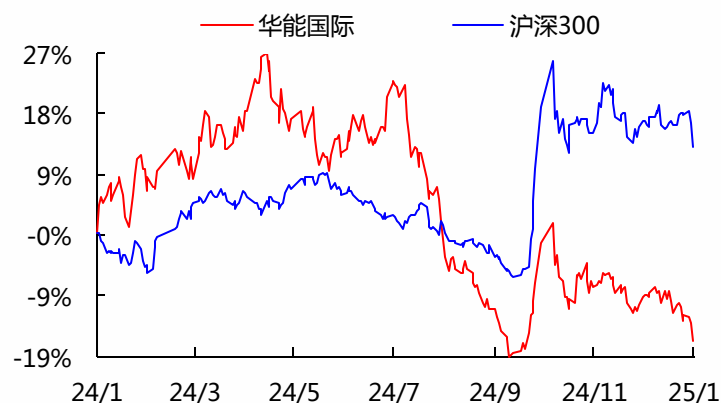
□ 风险提示：

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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	254396.69	262101.07	266072.43	267790.03
营业收入增长率	3.11%	3.03%	1.52%	0.65%
归母净利润（百万元）	8445.56	12110.27	13828.99	15403.45
净利润增长率	214.33%	43.39%	14.19%	11.39%
EPS（元）	0.54	0.77	0.88	0.98
P/E	14.0	9.8	8.6	7.7

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2024-2026年归母净利润分别为60.2亿元、67.5亿元、75.2亿元，对应PE分别为9.2倍、8.2倍、7.4倍，维持“买入”评级。

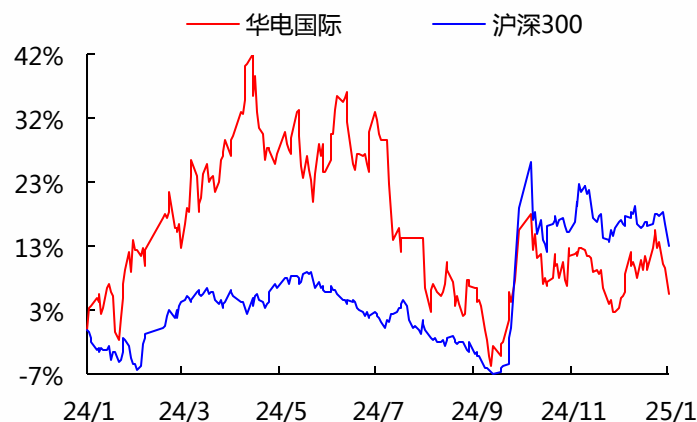
□ 风险提示：

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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	117176.13	118980.81	120789.26	122569.72
营业收入增长率	9.45%	1.54%	1.52%	1.47%
归母净利润（百万元）	4522.13	6015.57	6751.89	7522.06
净利润增长率	4430.69%	33.03%	12.24%	11.41%
EPS（元）	0.44	0.59	0.66	0.74
P/E	12.2	9.2	8.2	7.4

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2024-2026年归母净利润分别为96.2亿元、90.1亿元、99.7亿元，对应PE分别为10.1倍、10.8倍、9.8倍，维持“买入”评级。

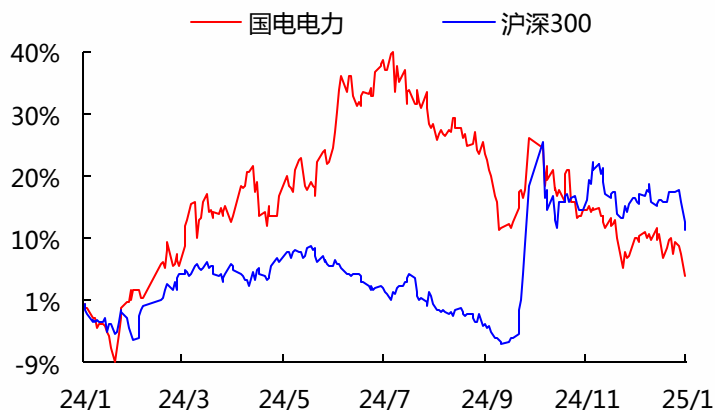
□ 风险提示：

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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	180998.88	192876.63	202891.02	208870.43
营业收入增长率	-7.02%	6.56%	5.19%	2.95%
归母净利润（百万元）	5608.59	9621.06	9013.06	9969.00
净利润增长率	104.41%	71.54%	-6.32%	10.61%
EPS（元）	0.31	0.54	0.51	0.56
P/E	17.4	10.1	10.8	9.8

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2024-2026年归母净利润分别为19.4亿元、23.0亿元、24.9亿元，对应PE分别为10.4倍、8.8倍、8.1倍，维持“买入”评级。

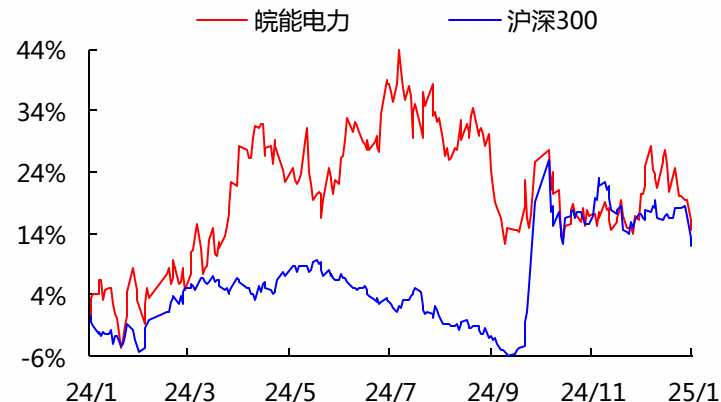
□ 风险提示：

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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27866.77	31338.42	33307.30	34559.42
营业收入增长率	14.79%	12.46%	6.28%	3.76%
归母净利润（百万元）	1429.51	1935.50	2298.56	2492.20
净利润增长率	236.25%	35.40%	18.76%	8.42%
EPS（元）	0.19	0.55	0.67	0.78
P/E	14.1	10.4	8.8	8.1

股价表现



申能股份（600642）：稳定资产，高股息价值凸显

□ 投资逻辑：

1) 上海火电龙头，截至3Q24公司在运煤电8.4GW，分别位于上海、安徽和宁夏三地，火电机组性能优异；
2) 持续扩张新能源业务，19-23年，公司新能源装机持续增长，从98.26万千瓦增至512.2万千瓦，公司规划十四五新增新能源装机8-10GW。3) 高股息价值凸显，2025年预测动态股息率达5.2%，核电、气电、油气、抽蓄等资产贡献稳定业绩。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为39.0亿元、43.2亿元、46.6亿元，对应PE分别为10.7倍、9.6倍、8.9倍，维持“买入”评级。

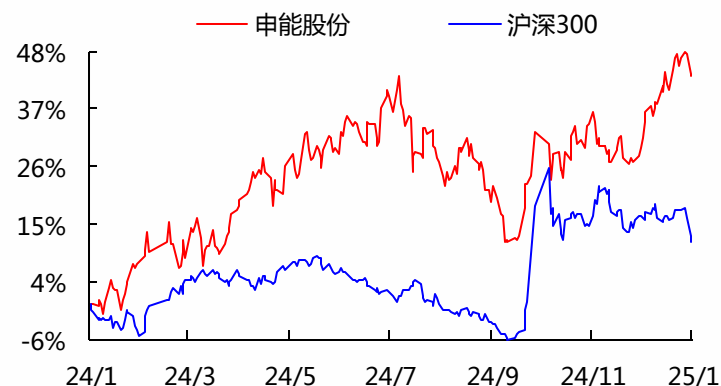
□ 风险提示：

用电量不及预期风险、煤价上涨风险、新能源投产不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	29141.61	30425.72	32595.97	34525.49
营业收入增长率	3.36%	4.41%	7.13%	5.92%
归母净利润（百万元）	3458.66	3904.83	4318.28	4657.95
净利润增长率	219.52%	12.90%	10.59%	7.87%
EPS（元）	0.71	0.80	0.88	0.95
P/E	12.0	10.7	9.6	8.9

股价表现



长江电力（600900）：全年来水偏丰，重视防御价值

□ 投资逻辑：

1) 2024年乌东德水库来水总量约1124亿立方米，较上年同期偏丰9.19%；三峡水库来水总量约3741亿立方米，较上年同期偏丰9.11%，全年发电同比+7.11%；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) 伴随十年国债收益率下行，重视大水电配置价值。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为328亿元、365亿元、390亿元，对应PE分别为19.2倍、17.3倍、16.2倍，维持“买入”评级。

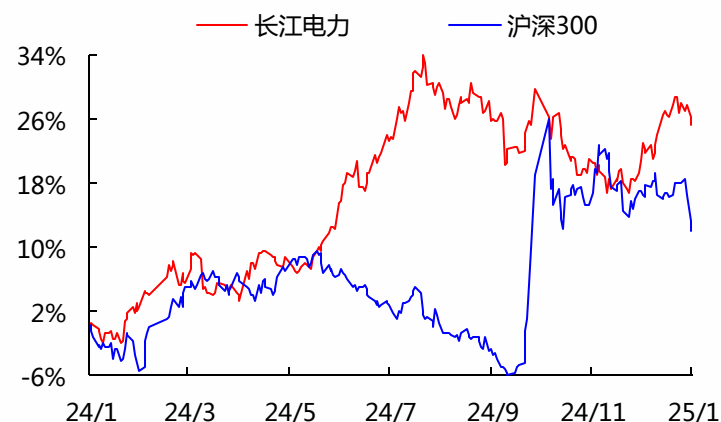
□ 风险提示：

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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	78111.57	81432.44	87661.01	94235.16
营业收入增长率	13.43%	4.25%	7.65%	7.50%
归母净利润（百万元）	27238.97	32819.13	36491.04	38976.60
净利润增长率	14.81%	20.49%	11.19%	6.81%
EPS（元）	1.11	1.34	1.49	1.59
P/E	23	19.2	17.3	16.2

股价表现



中国核电（601985）：规划装机高增，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2024-2026年归母净利润分别为116.5亿元、126.7亿元、134.9亿元，对应PE分别为15.0倍、13.8倍、13.0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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	74957.18	85372.39	92164.92	98087.37
营业收入增长率	5.15%	13.89%	7.96%	6.43%
归母净利润（百万元）	10623.83	11651.41	12671.75	13491.57
净利润增长率	17.91%	9.67%	8.76%	6.47%
EPS（元）	0.56	0.62	0.67	0.71
P/E	16.5	15.0	13.8	13.0

股价表现



福能股份（600483）：量价齐升火电业绩稳增，项目储备多位布局

□ 投资逻辑：

1) 公司为福建能源集团旗下电力平台，由传统能源电力供应商稳步向新能源供应商转型，接连布局发展风电、核电、光伏等可再生能源；2) 福建海风资源优质，海上风电项目利用小时数高；3) 公司项目储备丰富，泉惠热电/木兰抽蓄分别有望于26年/30年投运，公司目标在25/30年末在手发电装机（控股运营和建设）分别达到15/20GW。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2024-2026年归母净利润分别为28.9亿元、31.8亿元、33.9亿元，对应PE分别为9.4倍、8.5倍、8.0倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

煤价电价波动风险，新能源发展或不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14694.92	15086.06	15934.64	16797.21
营业收入增长率	2.63%	2.66%	5.62%	5.41%
归母净利润（百万元）	2623.47	2889.63	3176.17	3385.35
净利润增长率	1.17%	10.15%	9.92%	6.59%
EPS（元）	1.02	1.13	1.24	1.32
P/E	10.3	9.4	8.5	8.0

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	股价（元）	投资评级	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	LF
600011. SH	华能国际	6.23	买入	0.54	0.77	0.88	14.0	9.8	8.6	1.68
600027. SH	华电国际	4.91	买入	0.44	0.59	0.66	12.2	9.2	8.2	1.23
600795. SH	国电电力	4.23	买入	0.31	0.54	0.51	17.4	10.1	10.8	1.35
000543. SZ	皖能电力	6.86	买入	0.19	0.55	0.67	14.1	10.4	8.8	1.01
600642. SH	申能股份	8.96	买入	0.71	0.80	0.88	12.0	10.7	9.6	1.25
600900. SH	长江电力	28.87	买入	1.11	1.34	1.49	23	19.2	17.3	3.36
601985. SH	中国核电	9.43	买入	0.56	0.62	0.67	16.5	15.0	13.8	1.87
600483. SH	福能股份	9.03	买入	1.02	1.13	1.24	10.3	9.4	8.5	1.03

数据来源：Wind（wind一致预测截至1月10日），西南证券

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：巢语欢
执业证号：S1250524090002
电话：021-58351923
邮箱：cyh@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	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	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	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn