

电价上浮超预期，关注火电板块投资机会

——2024 年江苏电力市场年度交易结果点评

公用事业

推荐

维持评级

核心观点：

- **事件：**江苏电力交易中心发布 2024 年年度交易结果：年度交易总成交电量 3606.24 亿千瓦时，加权均价 452.94 元/兆瓦时（较基准价上浮 15.8%）；其中年度绿电总成交电量 31.72 亿千瓦时，加权均价 464.44 元/兆瓦时（较基准价上浮 18.8%）。
- **电价上浮超预期，考虑容量电价后煤电上浮超 20%。**江苏省煤电主要参与年度双边协商交易，加权均价 452.86 元/兆瓦时（较基准价上浮 15.8%）；考虑到江苏容量电价补偿为每年每千瓦 100 元，按照江苏 2022 年火电利用小时 4439 测算，容量补偿折合度电 22.53 元/兆瓦时。综合考虑电量电价和容量电价，煤电总上网电价 475.39 元/兆瓦时（较基准价上浮 21.6%），高于去年上浮 19.3% 的结果。在今年煤价整体下行的背景下，煤电总上网电价同比仍有所上涨，超过市场预期。我们预计 2024 年电力供需仍明显偏紧，且火电企业仍有弥补亏损需求，其余省份年度交易价格均有望维持高位。
- **绿电电量同比大增近 80%，电价维持高位。**江苏省 2024 年度绿电总成交电量 31.72 亿千瓦时，同比增长 78.8%；加权均价 464.44 元/兆瓦时（较基准价上浮 18.8%），较去年上浮 19.8% 的水平小幅回落，但仍维持近 20% 上浮，容量电价对于绿电市场化电价影响有限。长期来看，随着绿色环境价值市场体系完善，预计远期绿电、绿证交易将实现全覆盖，且绿色环境价值将直接对标碳市场价格，量、价成长空间广阔。
- **火电盈利继续改善，保供价值属性推动估值重塑。**今年以来市场煤价下跌超 20%，长协履约率提升 20% 左右，火电盈利逐季度改善。华能国际 Q1/Q2/Q3 煤电度电利润总额分别为 -0.001 元/0.008 元/0.026 元。我们判断迎峰度冬期间煤价反弹空间有限，入炉煤价重心有望持续下移，叠加江苏省整体上网电价上涨，火电板块 2024 年业绩有望持续改善。在新型电力系统下，火电调峰、调频等保供价值持续提升，近期全国范围煤电容量电价落地，未来全国性辅助服务相关政策亦有望落地，火电政策催化不断。我们测算，至 2030 年火电将有 1/3 左右收入来自容量电价和辅助服务，其对于煤价、电价敏感性低，推动盈利稳定性大幅提升。目前火电板块 PB 均值为 0.99x，随着盈利稳定性持续提升，板块 PB 有望向核电 PB1.48x、水电 PB2.35x 靠拢。
- **投资建议。**短期推荐具备政策催化、业绩持续改善、估值有提升空间的火电板块；长期、低风险偏好资金重点布局核电、水电；逢低战略性布局新能源板块。火电重点推荐：华能国际、华电国际、国电电力、内蒙华电、皖能电力、江苏国信等；核电重点推荐：中国核电、中国广核；水电重点推荐：长江电力、华能水电、川投能源等；新能源重点推荐：三峡能源、龙源电力、芯能科技、广宇发展等。
- **风险提示：**政策支持力度不及预期的风险；经济下行导致用电需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险等。

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

严明

☎：010-80927667

✉：yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

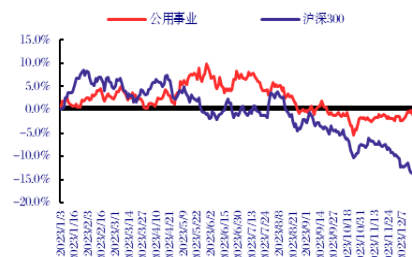
梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：重点公司盈利预测与估值（2023 年 12 月 19 日）

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600011.SH	华能国际	7.52	-0.47	0.86	1.12	1.17	-16.0	8.7	6.7	6.4
600027.SH	华电国际	5.09	0.01	0.54	0.70	0.76	521.6	9.4	7.3	6.7
600795.SH	国电电力	4.15	0.16	0.41	0.49	0.57	26.2	10.2	8.5	7.3
600863.SH	内蒙华电	3.83	0.27	0.42	0.49	0.55	14.2	9.1	7.8	7.0
000543.SZ	皖能电力	6.59	0.19	0.66	0.78	0.87	35.1	10.0	8.4	7.6
002608.SZ	江苏国信	6.65	0.02	0.64	0.85	1.01	368.5	10.4	7.8	6.6
002015.SZ	协鑫能科	12.07	0.42	0.78	1.02	1.26	28.8	15.4	11.9	9.6
600905.SH	三峡能源	4.41	0.25	0.28	0.34	0.40	17.6	16.0	13.1	11.1
001289.SZ	龙源电力	18.86	0.61	0.94	1.11	1.26	30.9	20.0	17.0	14.9
603105.SH	芯能科技	10.84	0.38	0.48	0.65	0.81	28.3	22.6	16.8	13.3
000537.SZ	广宇发展	9.45	0.34	0.60	1.14	1.72	27.8	15.8	8.3	5.5
600900.SH	长江电力	23.05	0.87	1.23	1.42	1.49	26.5	18.7	16.2	15.5
600025.SH	华能水电	8.67	0.38	0.43	0.47	0.51	22.9	20.3	18.4	16.9
600674.SH	川投能源	14.55	0.79	1.03	1.12	1.18	18.5	14.1	13.0	12.3
601985.SH	中国核电	7.32	0.48	0.55	0.60	0.64	15.3	13.3	12.2	11.4
003816.SZ	中国广核	3.10	0.20	0.22	0.24	0.26	15.7	13.8	12.7	11.9

资料来源：wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于 2018 年加入中国银河证券，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程 曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	sujiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田 薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn