

量化测算红利电力估值风险收益空间

华泰研究

2024 年 3 月 12 日 | 中国内地

专题研究

高股息框架量化 PB 范围，推荐水电/核电/火电

2023 年来市场波动加剧，以煤炭/公用为首的高股息红利资产表现较好。本文从 PB、ROE、分红比例和市场要求的股息率（加上业绩增速为整体回报率）建立起对电力公司合理 PB 的测算框架，并量化计算在无风险利率下行和分红比例/ROE 变化的情况下电力公司的合理 PB（LF，下同）范围。根据我们的测算，无风险利率每下降 10bp，电力公司估值上限上行空间 3-10%；川投/浙能/华电 A/湖北能源/中国电力等公司上行空间的弹性明显高于下行空间。我们看好继水电/核电后，火电的盈利模式也能得到认可，估值有明显修复机会。

长江电力 PB 上行空间接近 20%，国投/川投可能超过 30%/50%

长江电力作为高股息的旗帜性标的，2021 年来股息率与无风险利率的息差在 51-245bp，我们以此范围推导公司合理 PB 的上限约 3.65，上行空间 17%，与我们 2023/9/24 的报告中测算的 DCF 空间相近（3%-21%）；无风险利率每下降 10bp，长江电力估值上行空间接近 5%，长期隐含回报年化 8%-10%。在同样回报率的要求下，川投能源估值对无风险利率的弹性更高，假设给予其雅砻江/大渡河参股（影响现金流确定性与分红比例）折价 30%-40%的情况下，如果不考虑股权融资，国投/川投长期估值上行空间可以超过 30%-50%。

核电估值空间可能超过水电，上行空间或超过 30%

2023 年来核电估值提升较为明显，反映了 1) 核电装机增速见底提升，2) 盈利模式稳定性的确定性溢价。以中国核电为例，根据我们的测算，核电业务本身 PB 长期有提升至 2.9 的可能性（考虑成本端铀价波动风险，核电要求的回报率溢价 28%-30%），考虑新能源整体估值上限有望达到 2.7，相当于 37%的上行空间，其中假设的年化回报率为 11%-14%；与我们 2023/9/24 的报告中测算的 DCF 空间相近（21%-59%）

倘若煤价窄幅波动，火电估值修复空间最大

火电目前是电力股中估值最低的，部分区域火电 PB 仅略高于 1.0；但是 2023 年来火电盈利明显改善，部分公司具备较强分红能力：浙能/华电不投资新能源，未来资本开支有限；浙能/蒙电资产负债率低于 50%，京能/蒙电 2023-24 有 70%分红承诺。2023 年底到 2024 年初的长协电价谈判是历史上第一次各方对火电合理盈利的充分定价，我们根据可得省份的煤价/电价估算在度电 2-3 分，且只要现货煤价在电价上下浮 20%的范围内波动，火电均可通过新一年度长协谈判获得均衡利润的回归。根据陕煤/神华的股息率测算，我们认为部分火电 PB 或有 50%以上修复空间。

风险提示：1) 原材料价格大幅波动，2) 来水波动，3) 新项目资本开支和降低资产负债率的需求影响公司分红意愿，4) 测算结果与实际偏差。

公用事业

发电

增持（维持）

增持（维持）

研究员

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

王玮嘉

wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

研究员

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

黄波

huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

研究员

SAC No. S0570523050003
SFC No. BTC420

李雅琳

liyalin018092@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

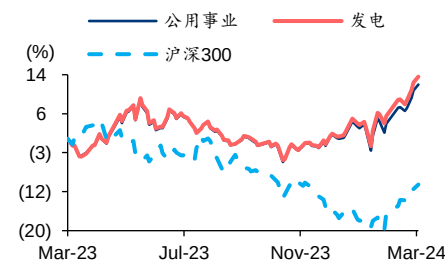
研究员

SAC No. S0570523120002

胡知

huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价	投资评级
华润电力	836 HK	23.89	买入
国投电力	600886 CH	17.36	买入
华能国际	600011 CH	10.00	买入
湖北能源	000883 CH	5.73	买入
中国电力	2380 HK	4.37	买入
华能国际电力股份	902 HK	5.06	买入
浙能电力	600023 CH	6.29	买入
华能水电	600025 CH	11.18	买入
长江电力	600900 CH	29.21	买入
川投能源	600674 CH	20.74	买入
华电国际	600027 CH	6.69	买入
国电电力	600795 CH	4.93	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

历史复盘：高股息公司的 PB 决定因素	4
PB 由分红率、净资产收益率、股息率三要素共同决定	4
无风险利率 2021 年来对高股息标的估值引领明显	4
PB 穿越周期的来源：ROE 可控幅度的波动叠加股息率保护伞	5
红利背景下探索电力公司 PB 的合理区间	8
水电：川投 PB 弹性较大，长电在当前无风险利率下上行空间 17%	11
核电：估值处于合理范围中枢，盈利模式 vs 水电的折价敏感性高	15
火电：盈利模式的变化还未充分反映在估值中	17
火电股价近期已经与煤价脱钩	18
电改背景下火电盈利模式的转变会加强 ROE 稳定性	18
入炉煤价波动收窄，电力市场交易可以保障火电长周期度电盈利回归均衡水平	19
煤电公司的合理 PB 测算：浙能/华电/湖北能源/中国电力上行空间较大	21
风险提示	28

图表目录

图表 1：PB 可拆分为分红比例、净资产收益率、股息率三要素	4
图表 2：10 年期国债到期收益率与长江电力股息率在 2010-2011 年、2013-2015 年、2018-2019 年、2021-2024 年表现出较明显正相关性	4
图表 3：10 年期国债到期收益率与中国神华股息率在 2010-2011 年、2013-2014 年、2021 年-2024 年表现出较明显正相关性	5
图表 4：长江电力估值分析	5
图表 5：中国神华估值分析	5
图表 6：中国核电估值分析	6
图表 7：中国石油估值分析	6
图表 8：中国神华估值分析	7
图表 9：陕西煤业估值分析	7
图表 10：主要电力公司估值合理范围	8
图表 11：长江电力估值测算范围 vs 历史区间	9
图表 12：中国核电估值测算范围 vs 历史区间	9
图表 13：华能水电估值测算范围 vs 历史区间	9
图表 14：川投能源估值测算范围 vs 历史区间	9
图表 15：国投电力估值测算范围 vs 历史区间	9
图表 16：国电电力估值测算范围 vs 历史区间	9
图表 17：浙能电力估值测算范围 vs 历史区间	10
图表 18：华润电力估值测算范围 vs 历史区间	10
图表 19：华能国际估值测算范围 vs 历史区间	10
图表 20：华能 H 估值测算范围 vs 历史区间	10

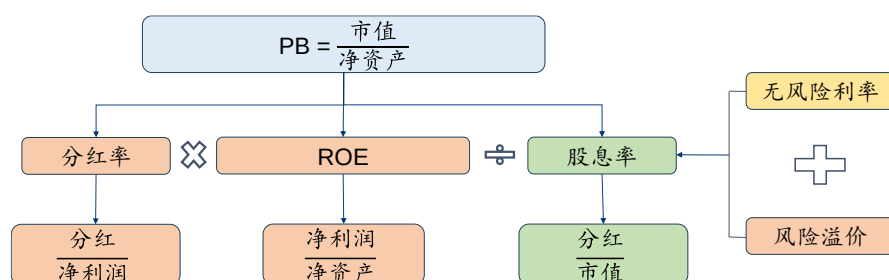
图表 21: 华电国际估值测算范围 vs 历史区间	10
图表 22: 华电 H 估值测算范围 vs 历史区间	10
图表 23: 湖北能源估值测算范围 vs 历史区间	11
图表 24: 中国电力估值测算范围 vs 历史区间	11
图表 25: 水电行业 2014 年来 ROE 下行但分红率大幅度提升	11
图表 26: 股价上涨快于 DPS 增长, 股息率下行快于无风险利率下行	11
图表 27: 长江电力/华能水电/雅砻江水电归母净利润预期 (亿元) 及其 CAGR	12
图表 28: 长江电力合理估值范围测算	12
图表 29: 华能水电估值空间测算	13
图表 30: 川投能源估值空间测算	13
图表 31: 国投电力合理 PB 估值区间测算	14
图表 32: 核电产能增长加速	15
图表 33: 中国核电合理估值范围测算	16
图表 34: 火电股/煤炭股/煤价的相关性在过去 2-3 年时间历经多次变动	17
图表 35: 传统火电盈利模式——看跌期权 (以秦皇岛冀北电网电厂为例, 煤价与电价均取当地值)	18
图表 36: 新型电力系统下火电盈利模式	19
图表 37: 火电收入结构变化	19
图表 38: 火电成本结构变化	19
图表 39: 除 2021-22 年外煤炭长协价格在合理范围内波动	20
图表 40: 年度长协确保度电盈利回到均衡水平	20
图表 41: 根据各地 2024 年度长协测算隐含火电的堵点利润	20
图表 42: 浙能电力合理估值测算	21
图表 43: 华能国际 AH 合理估值预测	22
图表 44: 华电国际 AH 合理估值测算	23
图表 45: 国电电力估值空间测算	24
图表 46: 湖北能源估值测算	24
图表 47: 华润电力估值测算	25
图表 48: 中国电力合理估值	25
图表 49: 重点推荐公司一览表	25
图表 50: 重点推荐公司最新观点	26

历史复盘：高股息公司的 PB 决定因素

PB 由分红率、净资产收益率、股息率三要素共同决定

从数理关系的角度看，市净率 PB 等于分红率、净资产收益的乘积与股息率的比值。其中，分红率与 ROE 是公司个体因素，决定 PB 的股息率是市场要求的回报率，可以拆分为无风险利率（以 10 年期国债利率为代表）与个股（或板块）的风险溢价之和，前者为系统性因素，后者取决于市场对个股（或板块）盈利模式稳定性的认知，也受投资者的机会成本影响较大。

图表1：PB 可拆分为分红比例、净资产收益率、股息率三要素

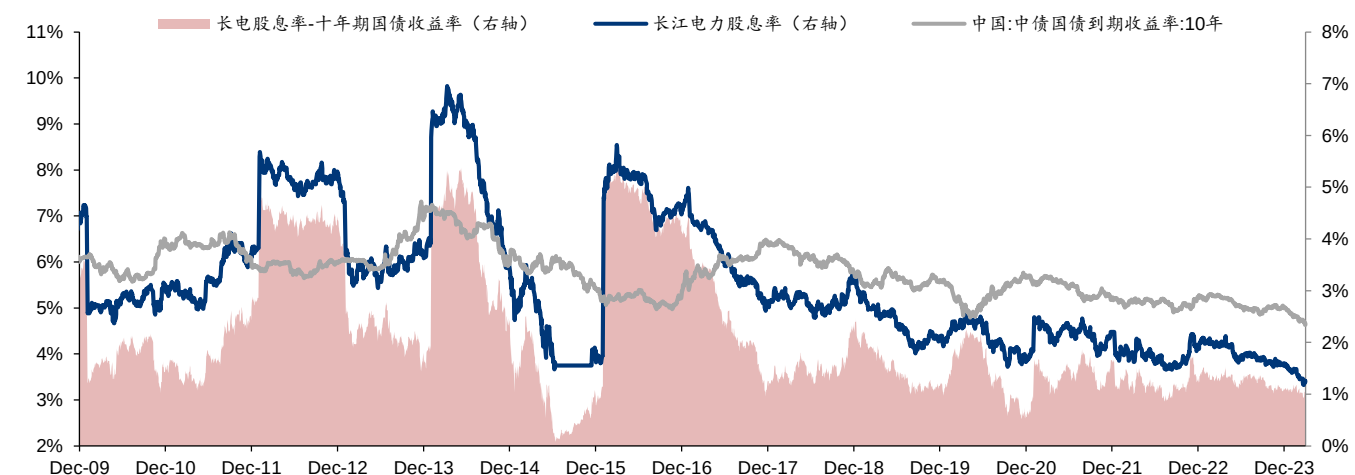


资料来源：华泰研究

无风险利率 2021 年来对高股息标的估值引领明显

股息率与无风险利率（以 10 年期国债到期收益率为代表）存在正相关关系是容易理解的。我们复盘市场普遍认可的红利资产标的长江电力和中国神华自上市以来股息率与 10 年期中债国债到期收益率的走势，可发现在 2010-2011 年、2013-2015 年、2018-2019 年、2021-2022 年均表现出较明显正相关性，且长江电力自 2017 年下半年以来股息率与 10 年期国债到期收益率之间的息差相对稳定在 50-250bp，息差高低主要取决于股票市场当时的机会成本（投资其他板块和个股的预期回报率）。

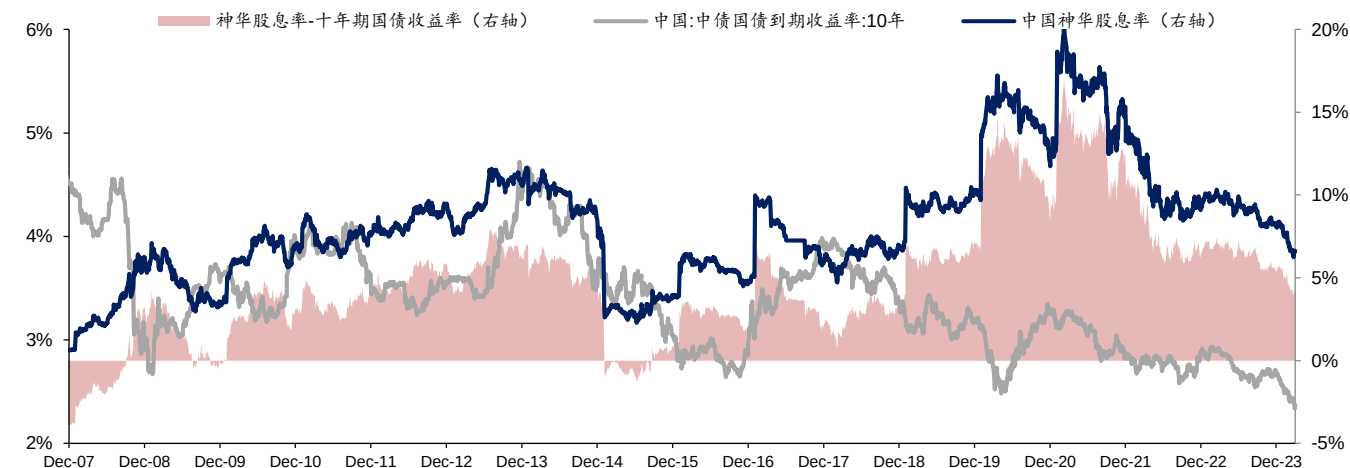
图表2：10 年期国债到期收益率与长江电力股息率在 2010-2011 年、2013-2015 年、2018-2019 年、2021-2024 年表现出较明显正相关性



注：长江电力股息率=每股股利（税前）/收盘价（前复权）

资料来源：华泰研究

中国神华股价在 2010-2011 年、2013-2014 年、2021-2024 年均表现出与无风险利率较明显正相关性，且自 2021 年以来股息率逐渐向 10 年期国债到期收益率收敛，息差从 700bp 收窄到 400bp 以内。

图表3：10年期国债到期收益率与中国神华股息率在2010-2011年、2013-2014年、2021年-2024年表现出较明显正相关性


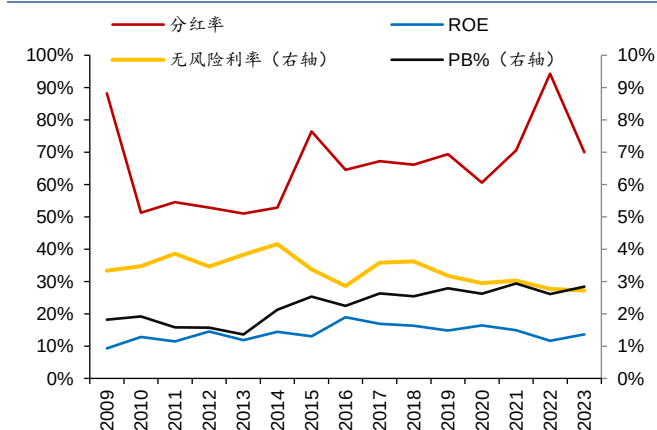
注：中国神华股息率=每股股利（税前）/收盘价（前复权）

资料来源：，华泰研究

样本层面，本章选择典型红利个股长江电力、中国神华、中国石油、中国石化和中国核电（虽然目前没有较高股息率，但核电长期会有提升分红的潜力）。

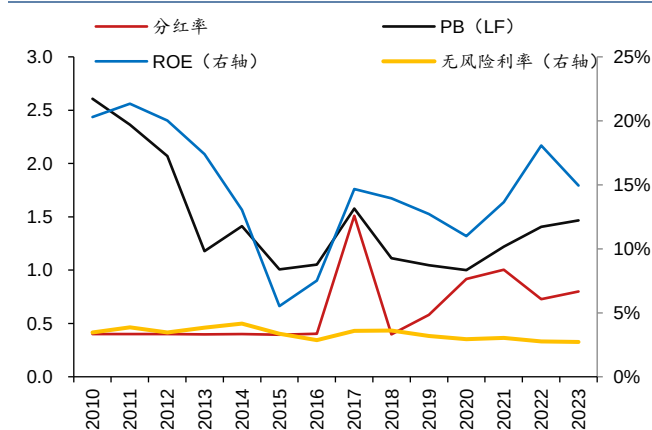
PB 穿越周期的来源：ROE 可控幅度的波动叠加股息率保护伞

2010 年来，长江电力的 ROE（当年，下同）大多稳定在 10%-19%（均值 14%），分红维持在 50%-100% 的高位，无风险利率下行带动公司 PB（LF，下同）提升。2016 年来，公司资产负债率持续下行（从 2016 年的 57% 下降到 2022 年的 40%）所以 ROE 趋势性见顶回落，但是无风险利率的下行和分红率的上行抵消了 ROE 的影响，公司的 PB 还是持续提升（从 2016 年 2.2 提升至 2023 年的 2.8，2024/2/2 之后更是高于 3.0）。尤其是在 2016-18 年，公司 ROE 下降，无风险利率上行，分红率虽有提升但并不显著，但是 PB 还是稳中有升（2.2 提升至 2.6），很大程度上归功于公司十年分红的承诺奠定了市场对于水电现金流和盈利模式稳定性的信心。此后，ROE 在一定范围内的小幅波动，不管是来水丰枯差异还是资本结构导致的表观盈利能力变化，并不妨碍公司估值持续扩张。

图表4：长江电力估值分析


注：2023 财务数据采用 一致预期（如有公司业绩快报/预告以公告为准），PB 乘以 100 作图以便四个变量在同一图中可以分别显示出波动

资料来源：，华泰研究

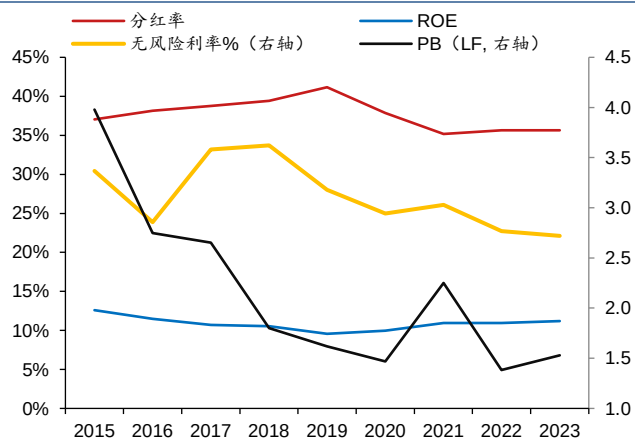
图表5：中国神华估值分析


注：2023 财务数据采用 一致预期（如有公司业绩快报/预告以公告为准）

资料来源：，华泰研究

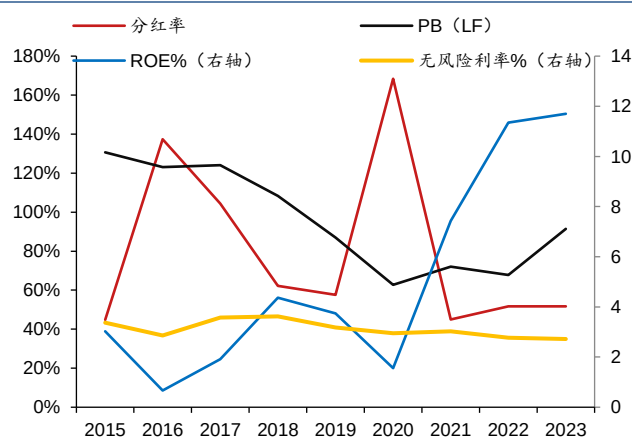
中国神华历史上 ROE 波动较大，所以 PB 在 2021 年之前主要由 ROE 主导，分红率与无风险利率的影响相对较小，尤其是后者。2017 年来，公司股息率相比无风险利率的息差明显达到了 700bp，且 2018-22 公司 DPS 持续增加，公司超额股息率开始显现，此后公司的分红率与估值显示出了明显的同向波动。尤其是 2023 年，根据公司业绩预告归母净利润下滑 12.6%-16.9%，且 2023 年净利润的一致预期过去 6 个月都是同比下滑的；长协煤的稳定性渐渐被接受，现货煤价下降和公司一定程度内的 ROE 波动，并没有拖累公司 PB（从 2020 年的 1.0 提升至 2023 年的 1.5），2024 年 2 月至今 PB 更是达到了 1.9-2.0。

图表6：中国核电估值分析



注：2023 财务数据采用 一致预期（如有公司业绩快报/预告以公告为准）
 资料来源： ，华泰研究

图表7：中国石油估值分析

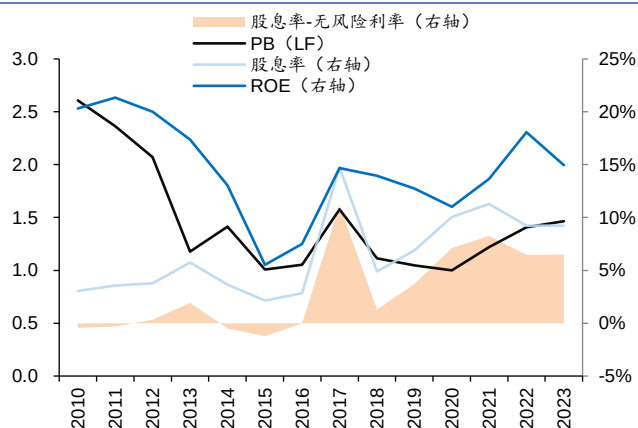


注：2023 财务数据采用 一致预期（如有公司业绩快报/预告以公告为准）
 资料来源： ，华泰研究

中国石油的情况和中国神华有类似之处，作为传统意义上的周期股，公司此前分红率和 PB 之间没有明显的正向关系，直到 2020 年起公司盈利持续改善，2022 年开始公司股息率从 4.6%提升至 8.5%，2019-22 公司 DPS 持续增加，且市场对公司油气业务的龙头地位和成本优势逐渐加强认知，此后股价开始反映分红比例。类似的例子还有陕西煤业，虽然盈利稳定性不如神华，但是公司凭借着更高的 ROE，PB 明显高于神华（3.0 vs 2.0，2023/3/11）。

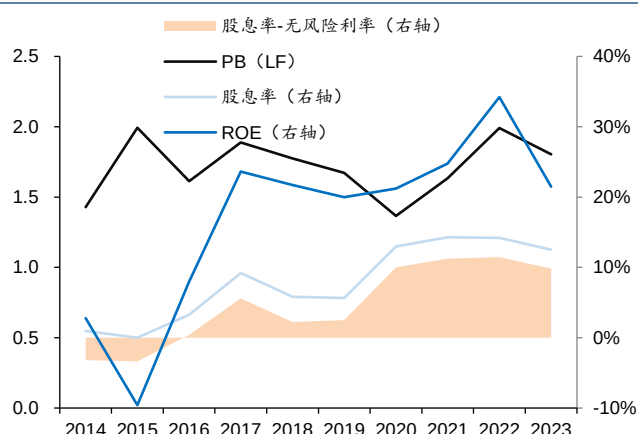
中国核电也是个典型的例子，公司股息率（当年，下同）几乎没有高于 3%，所以并不是传统意义上的高股息标的；但是核电商业模式稳定，2014 年至今公司 ROE 在基本稳定 10%-11%。2022 年来，能源保供背景下核电重要性凸显，2023 年来无风险利率的下行导致市场对稳健型标的更为青睐，公司 PB 从 2023 年中的 1.5 提升至 2.0（2023/3/11）。但即便如此，在 2015-19 年公司 ROE 从 12.6%下降至 9.6%的时期内，同期 PB 从接近 4.0x 下降至 1.6x，剔除牛市影响，公司因为缺乏股息率的保护，所以 ROE 即便是小幅波动，PB 降低的趋势也非常明显。

图表8：中国神华估值分析



注：2023 财务数据采用 一致预期（如有公司业绩快报/预告以公告为准）
 资料来源： ， 华泰研究

图表9：陕西煤业估值分析



注：2023 财务数据采用 一致预期（如有公司业绩快报/预告以公告为准）
 资料来源： ， 华泰研究

对比神华和陕煤的走势也可以明显发现：1）当股息率-无风险利率较低甚至为负数，PB 跟随大幅波动；2）当股息率的保护伞足够，PB 的波动幅度会明显小于 ROE（例如神华 2016-20）。因为 2023 煤价下跌，两家煤炭公司业绩都不可避免下滑趋势（参考神华业绩预告与过去 6 个月 两家公司一致预期均显示市场预期 2023 年业绩不会有正增长），但是因为神华煤电一体化的布局，其业绩稳定性更强（ 一致预期 2023 年神华归母净利润下滑 12%vs 陕西煤业下滑 35%），所以前者在 2023 年 ROE 下行期间 PB 并未受到太大影响。

红利背景下探索电力公司 PB 的合理区间

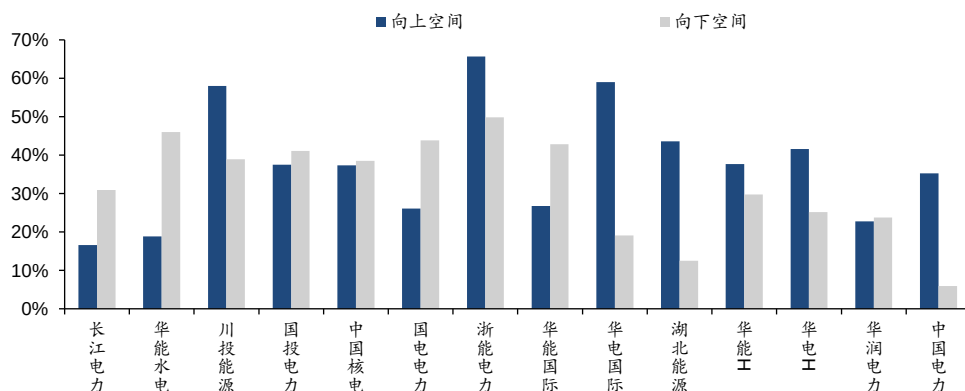
2023 年来，高股息相关板块及个股表现较好，截至 2023/3/11 以长江电力/华能水电为代表的水电公司 PB 已经超过 3.0x，中国核电等核电运营商已经超过 1.8x 接近 2.0x，火电公司浙能电力/申能股份 PB 已经超过 1.0x，华电国际超过 1.7x，火电龙头华能国际已经明显超过 2.6x。电力作为公用事业基本面的稳健型叠加高分红预期，究竟可以带动公司 PB 达到什么水平？我们试图在分红率、ROE、无风险利率之间寻求一个相对量化的联系。

其中测算的相关假设如下：

- 1) 所有数据更新到 2023/3/11，十年期国债收益率 2.2825% 作为无风险利率的象征
- 2) 长江电力因其盈利稳定性高，所以市场对其回报率要求低，其他水电/核电公司或国电电力等公司的水电业务在此基础上根据盈利模式的差异给予要求回报率的溢价（相当于估值折价）
- 3) 对于纯火电，我们用陕西煤业的股息率和估值作为参考，考虑煤炭股波动较大，息差取 95 分位范围（为了剔除异常值）
- 4) 对于煤电一体化的公司国电电力（母公司国家能源集团煤炭资源丰富，根据 2022 年关联交易完成公告上市公司向国能集团采购燃料占 2022 成本端燃料采购的 77%），我们以中国神华的估值水平作为测算的出发点，考虑煤炭股波动较大，息差取 95 分位范围（为了剔除异常值）
- 5) 本文以中国无风险利率给相关港股定价时，相当于考虑大陆投资者通过沪港深交易港股，对红筹股的股息率考虑额外红利税的折价 10%（假设保险等资金持股 12 个月以上可以豁免沪港深通道的 20% 所得税），并对单日成交量较小的公司给予响应流动性折价
- 6) 因为 $\text{ROE} = \frac{\text{净利润}}{\text{净资产}}$ 显示的 A 股 PB (LF) 的分母采用归属于普通股股东的净资产=归母净资产-永续债/优先股/可续期债券等其他权益类工具，所以全文 ROE 和 PB 统一按照该口径测算，ROE 分子和分母均采用归属于普通股股东利润/归属于普通股股东净资产
- 7) 大部分上市公司的分红口径为可供分配利润，关于此定义各家有所不同，我们保守起见假设这些公司原则上需要在归母净利润的基础上提取盈余公积，再减去其他权益类资产的优先利润分配之后，最后才能按照承诺比例给普通股股东分红
- 8) 未来的业绩增速、ROE、分红率等财务数据来自华泰证券研究所公用环保团队预测

根据我们的测算，主要公司估值上行和下行弹性如图所示：

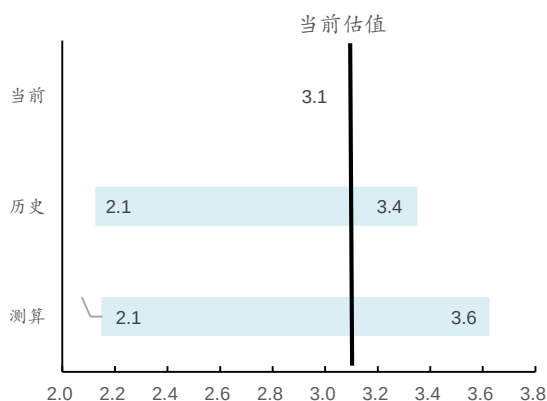
图表10：主要电力公司估值合理范围



资料来源：华泰研究预测

我们也将自己的测算与公司实际历史 PB 区间做了对比，发现雅砻江水电相关公司川投和国投的估值在合理区间中枢偏低水平；华能水电/华电国际/国电电力虽然表现 PB 位于历史区间较高水平，但我们测算出了更高的估值上限，2023 年来资本市场对公司的业务有不同于历史的认知（华能水电的区位优势 and 电价弹性，华电国际是央企电力上市公司中唯一没有新能源资本开支负担可以较高分红的，国电背靠母公司成本曲线优势明显、盈利稳定性高）。

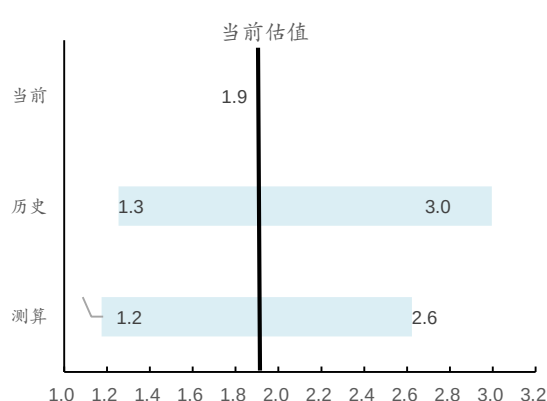
图表11: 长江电力估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

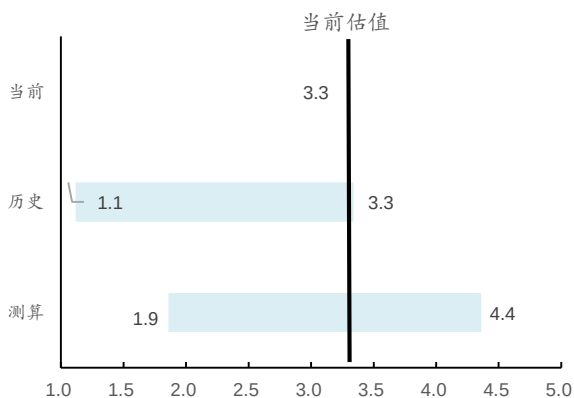
图表12: 中国核电估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

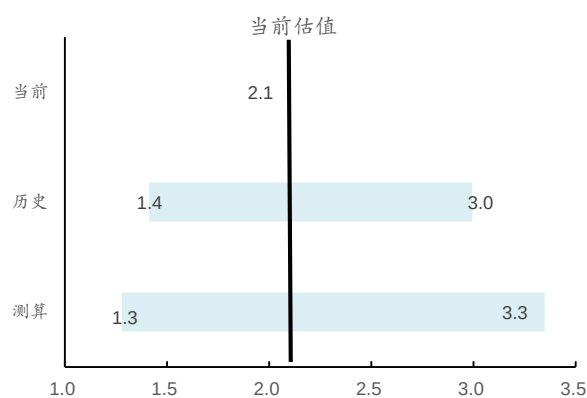
图表13: 华能水电估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

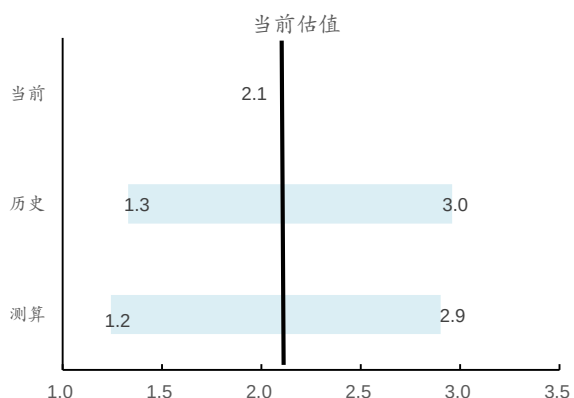
图表14: 川投能源估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

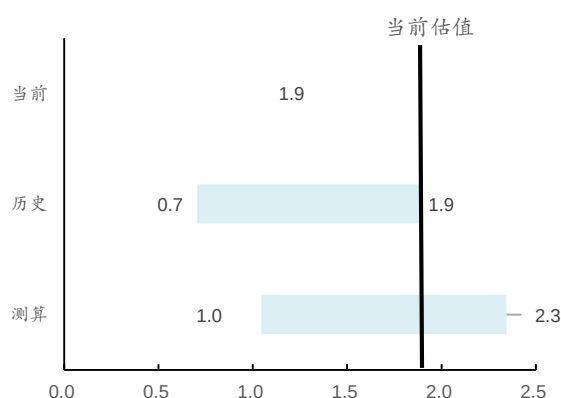
图表15: 国投电力估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

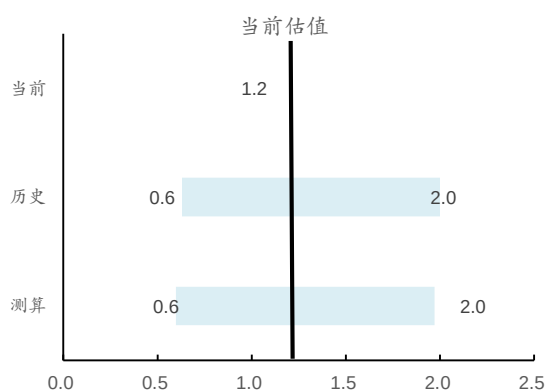
图表16: 国电电力估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

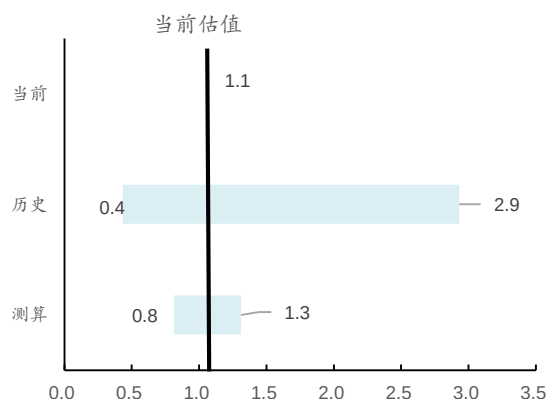
图表17: 浙能电力估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

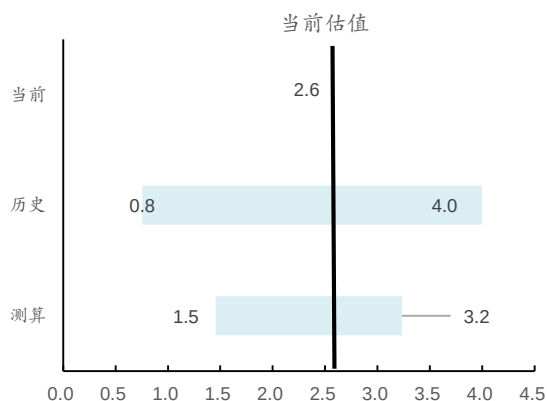
图表18: 华润电力估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

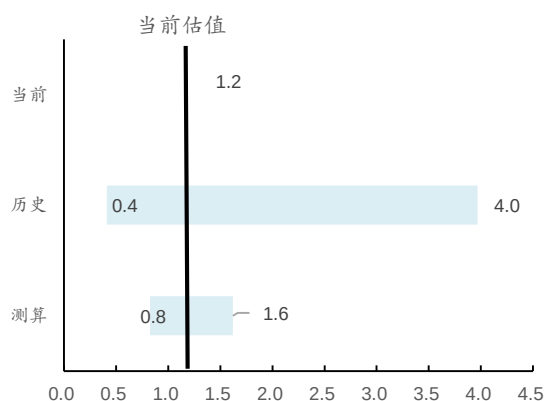
图表19: 华能国际估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

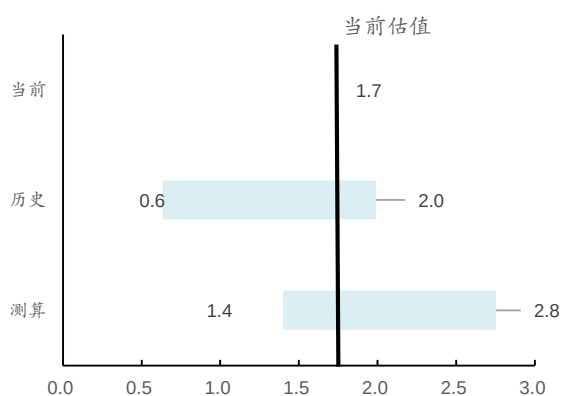
图表20: 华能 H 估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

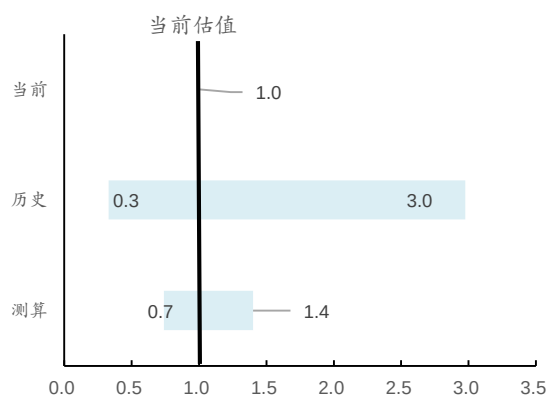
图表21: 华电国际估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

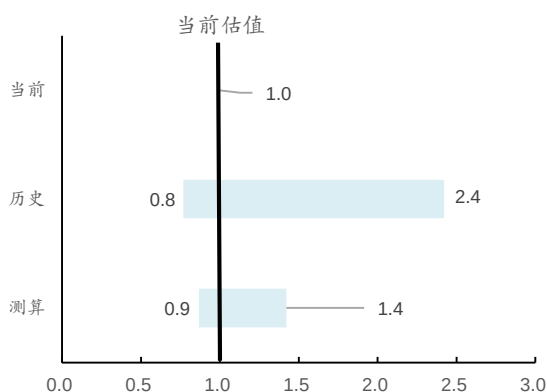
图表22: 华电 H 估值测算范围 vs 历史区间



注: 历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值, A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值 (截止日期 2023/3/11)

资料来源: , 华泰研究

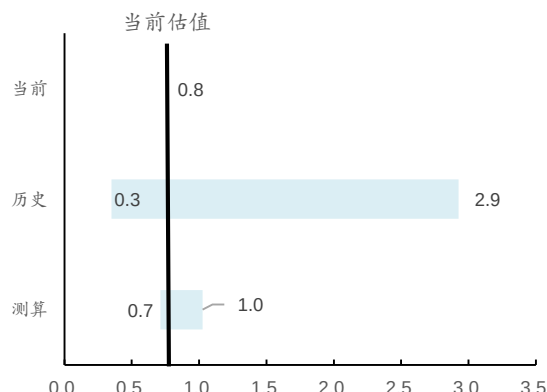
图表23：湖北能源估值测算范围 vs 历史区间



注：历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值，A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值（截止日期 2023/3/11）

资料来源：华泰研究

图表24：中国电力估值测算范围 vs 历史区间



注：历史区间一般以公司 IPO 后取最大和最小值，A 股公司若 2015 年前上市取牛市后区间最大最小值（截止日期 2023/3/11）

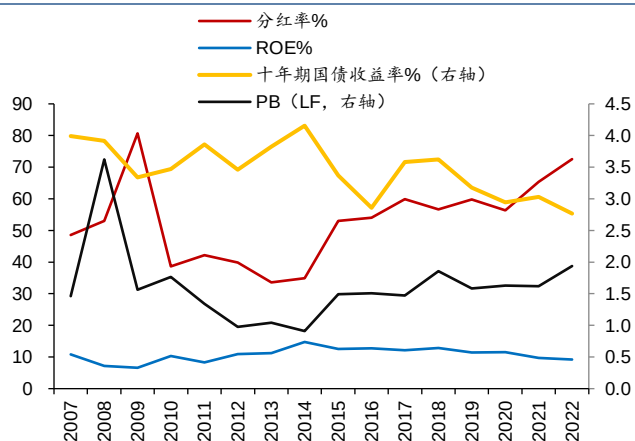
资料来源：华泰研究

大部分火电公司测算的估值范围都显著窄于历史均值，盈利模式变化后火电有潜在估值更稳定的机会。湖北能源、中国电力估值下行风险较为可控。

水电：川投 PB 弹性较大，长电在当前无风险利率下上行空间 17%

2014 年来，水电行业的 ROE 趋势性下行（从 2014 年的 14.8% 到 2022 年的 9.2%），这里面有存量水电公司资产负债率下行导致 ROE 下行的因素（长江电力、桂冠电力、黔源电力、甘肃能源、湖南发展等），也有新项目投产拉低整体 ROE 和水电市场化降价的因素。同期，水电公司整体分红比例从 34.9% 提升至 72.5%，大幅抵消了 ROE 下降的负面影响；水电行业在十年期国债收益率从 4.2% 下降到 2.8% 的背景下，PB 从 0.9 上升至 1.9。

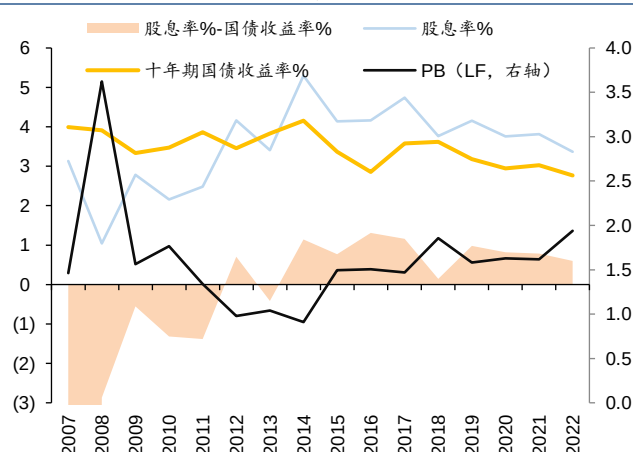
图表25：水电行业 2014 年来 ROE 下行但分红率大幅度提升



注：按照申万水电指数最新成分股名单，其中：分红率=总分红金额/总归母净利润；ROE=总归母净利润/总平均净资产；PB=市值/期末净资产

资料来源：华泰研究

图表26：股价上涨快于 DPS 增长，股息率下行快于无风险利率下行



注：按照申万水电指数最新成分股名单，按照公式和历史数据计算而来，其中：股息率=总分红/市值；PB=市值/期末净资产

资料来源：华泰研究

但是我们不能忽视水电行业的估值上升速度依然高于 DPS 增长速度，所以 2014-22 股息率持续下行（从 5.3% 下降至 3.4%），导致行业股息率相比无风险利率的息差从 114bp 下降至 60bp。息差的收窄一方面反映了市场对水电资产稳定盈利模式的预期，一方面可能也是投资标的资产荒的结果。同时，我们要结合成长性考虑投资者的整体回报，成长潜力高的公司股息率要求相对会更低。对 3 家公司长期成长性的测算沿用我们 2023/12/20 的报告《公用事业：展望 2035 水电“钞”能力》，其中我们测算长江电力 2026-30 年利润 CAGR 5.0%，华能水电 7.1%，川投能源 6.6%

图表27：长江电力/华能水电/雅砻江水电归母净利润预期（亿元）及其 CAGR

	2023E	2024E	2025E	2030E	2035E	2024-2025CAGR	2026-2030CAGR	2031-2035CAGR	2024-2035CAGR
长江电力	281	340	365	465	537	14.0%	5.0%	2.9%	5.5%
华能水电	77	87	90	127	140	8.6%	7.1%	1.9%	5.2%
雅砻江水电	89	108	116	161	209	14.3%	6.8%	5.3%	7.4%
川投能源	45	54	59	81	104	14.3%	6.6%	5.1%	7.2%

注：1）国投电力/川投能源持有雅砻江 52%/48%股权，2）国投电力的测算值前提是 2023 年及之后不出现火电亏损情况

资料来源：华泰研究预测

我们以水电龙头长江电力为锚建立水电公司 PB 合理范围的测算，公司 ROE 拉长周期较为稳定，2016 年来因为资产负债率下降 ROE 略微下降的趋势也会在 2023 年乌东德、白鹤滩电站注入后得到扭转（2023 业绩快报 ROE13.5%相比 2022 年 11.5%已经开始回升）。上文我们也分析过长江电力自 2017 年下半年以来股息率与 10 年期国债到期收益率之间的息差相对稳定在 51-245bp（2017 至今公司股价与无风险利率趋势相似），我们以该息差作为范围，测算无风险利率对公司 2024 年 PB 的影响，其中 2024 年 ROE 来自我们最新盈利预测，70%分红假设来自公司章程（2021-25 分红比例不低于 70%）。

图表28：长江电力合理估值范围测算

长江电力合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%	2.21%	2.11%	2.01%				
息差 (bp)	51	245						
市场要求股息率	2.8%	4.8%	3%	5%	3%	5%	3%	4%
2026-20 利润增速	5%					5%		
年化回报率	8%	10%	8%	10%	8%	10%	8%	9%
2024 ROE	15%							
2024 分红率	70%							
合理 PB 范围	3.6	2.1	3.8	2.2	3.9	2.2	4.1	2.3
2015 牛市后历史最低 PB	2.1							
2015 牛市后历史最高 PB	3.4							
当前 PB	3.1							
估值上下行空间	17%	-31%	21%	-29%	25%	-28%	30%	-26%
长江电力合理 PB 与分红比例的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%							
息差 (bp)	51	245						
市场要求股息率	3%	5%	3%	5%	3%	5%	3%	5%
2026-20 利润增速	5%					5%		
年化回报率	8%	10%	8%	10%	8%	10%	8%	10%
2024 ROE	15%							
2024 分红率	70%	72%	74%	76%				
合理 PB 范围	3.6	2.1	3.7	2.2	3.8	2.3	3.9	2.3
当前 PB	3.1							
估值上下行空间	17%	-31%	20%	-29%	23%	-27%	27%	-25%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：华泰研究预测

在 2023/3/11 无风险利率 2.31%情境下，假设公司分红比例不超承诺的 70%，估值上行空间最乐观 17%，略高于我们的目标价（华泰目标价相当于 13%的上行空间，截止 2023/3/11），隐含市场要求的年化回报率为 8%-10%；无风险利率每下降 10bp，公司估值多出 4%-5% 的上行空间；分红比每提升 2pct，估值上行空间额外多出 3%-4%。我们测算的 PB 范围 2.1-3.6x，与 2015 年牛市后至今估值区间 2.1-3.4 接近。

在我们 2023/9/24 报告《核电：从 DCF 视角看估值提升空间》中测算，1）考虑 2.8%-3.6% 贷款利率，6.5%-7.5%贴现率，长江电力股权价值为 5869-6911/5919-7019 亿元；2）还要考虑充沛现金流的再投资能力和股权投资能力（2023E 预计 630 亿价值）。对应公司估值空间还有 3%-21%，与我们的测算也相对一致。

我们用类似的方法去测算华能水电的 PB 合理区间，公司章程中承诺了 50% 的现金分红比例，我们假设市场对三大水电公司的回报率要求类似，那么可以用长江电力的复合回报率去倒推华能水电的股息率要求。其中，虽然华能水电增速较快，但是公司需要融资，定增预案已经公告（2024/2/27）：增发股本不超过当前股份的 10%，且融资规模不超过 60 亿。

图表29： 华能水电估值空间测算

华能水电合理 PB 与无风险利率的敏感性（假设按照现价融资 60 亿）								
十年期国债收益率	2.31%	2.21%	2.11%	2.01%				
长江电力息差 (bp)	51	245						
2026-30 华能水电利润增速	7.1%							
融资带来潜在摊薄(按照当前股价定增，募集资金最多不超过 60 亿)	3%							
ROE	13%							
分红率	50%							
合理 PB 范围	4.4	1.9	4.7	1.9	5.1	2.0	5.5	2.0
历史最低 PB	1.1							
历史最高 PB	3.3							
当前 PB	3.3							
估值上下行空间	33%	-43%	43%	-41%	55%	-40%	68%	-38%
华能水电合理 PB 与无风险利率的敏感性（假设按照现价八折融资 60 亿）								
十年期国债收益率	2.31%	2.21%	2.11%	2.01%				
融资带来潜在摊薄(按照当前股价八折定增，募集资金最多不超过 60 亿)	4%							
考虑此次定增 EPS 增速	6%							
合理 PB 范围	3.9	1.8	4.1	1.8	4.4	1.9	4.8	1.9
估值上下行空间	19%	-46%	27%	-44%	36%	-43%	46%	-41%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定
资料来源：，华泰研究预测

考虑到公司目前股价，定增按照 10% 股本摊薄的可能性不大，假设按照现价（2023/3/11）定增募资 60 亿，估值在目前的无风险利率下还有最多 33% 的上行空间。我们测算的 PB 范围 1.9-4.4x，高于实际公司历史估值区间 1.1-3.3，我们觉得潜在重要因素是：云南省电力供需偏紧电价可能还有持续上涨潜力，所以华能水电 ROE 有较大概率超越历史均值，公司 PB 也会比历史水平偏高（截止 2024/3/29 华能水电 PB 3.3 vs 长江电力 PB 3.1）。

图表30： 川投能源估值空间测算

川投能源合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%	2.21%	2.11%	2.01%				
2026-30 川投能源利润增速	6.6%							
川投能源参股折价	30%							
ROE	14%							
分红率	41%							
合理 PB 范围	3.3	1.3	3.6	1.3	3.9	1.4	4.4	1.4
2015 年牛市后最低 PB	1.4							
2015 年牛市后最高 PB	3.0							
当前 PB	2.1							
估值上下行空间	58%	-39%	72%	-37%	89%	-35%	110%	-33%
川投能源合理 PB 与折价比例的敏感性								
川投能源参股折价	30%	10%	20%	40%				
市场对川投能源要求股息率	1.7%	4.5%	1.4%	3.5%	1.5%	3.9%	2.0%	5.3%
合理 PB 范围	3.3	1.3	4.2	1.6	3.8	1.5	2.8	1.1
当前 PB	2.1							
估值上下行空间	58%	-39%	103%	-22%	81%	-30%	35%	-48%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定
资料来源：，华泰研究预测

我们用类似的方法去测算川投能源的 PB 合理区间，公司公告 2023-25 不低于 0.4 元/股的现金分红，我们一样用长江电力的复合回报率去倒推川投能源的股息率要求。因为国投/川投对雅砻江水电资产股权比例不高，我们给予 10-40% 的折价（要求的股息率更高，因为母公司对子公司现金流的分享形式主要靠子公司的分红贡献）。假设公司在完成当前在手建设产能过程中不需要股权融资，参股资产折价 30%，川投能源的 PB 合理区间在 1.3-3.3，与 2015 年牛市后历史估值区间 1.4-3.0 相近，公司估值在三大水电中上行弹性或最大。

图表31：国投电力合理 PB 估值区间测算

国投电力合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21%		2.11%		2.01%	
陕西煤业息差 (bp)	704	1614						
市场对陕西煤业要求股息率	9.3%	18.4%	9.2%	18.3%	9.1%	18.2%	9.0%	18.1%
市场要求国投火电年化回报率	15%	25%	15%	24%	15%	24%	15%	24%
火电 ROE	14%							
国投电力分红率	50%							
火电分红率	46%							
火电合理 PB	2.3	0.6	2.4	0.6	2.5	0.6	2.5	0.7
新能源合理 PB (以三峡能源为锚)	1.7							
新能源净资产占比	15%							
水电合理 PB	3.3	1.3	3.6	1.3	3.9	1.4	4.4	1.4
水电净资产占比	70%							
整体合理 PB	2.9	1.2	3.1	1.3	3.4	1.3	3.7	1.3
当前 PB	2.1							
估值上下行空间	37%	-41%	48%	-40%	60%	-38%	75%	-37%
国投电力合理 PB 与分红的敏感性								
国投电力分红率	50%		52%		54%		56%	
火电分红率	46%		59%		73%		87%	
整体合理 PB	2.9	1.2	3.0	1.3	3.1	1.3	3.3	1.3
当前 PB	2.1							
估值上下行空间	37%	-41%	43%	-40%	49%	-38%	55%	-37%
国投电力合理 PB 与 ROE 的敏感性								
火电 ROE	14.3%		15.3%		16.3%		17.3%	
火电分红率	46%							
整体合理 PB	2.9	1.2	2.9	1.2	3.0	1.3	3.0	1.3
当前 PB	2.1							
估值上下行空间	37%	-41%	39%	-41%	41%	-40%	43%	-40%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

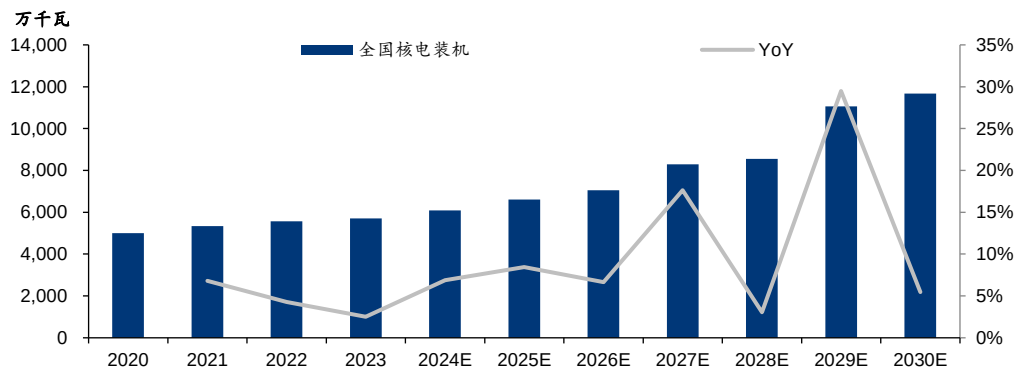
资料来源：，华泰研究预测

参照川投能源的 PB 合理区间作为国投电力的水电业务，我们对火电和新能源分别估值（火电和新能源的估值逻辑参照第三部分火电内容），公司估值上行弹性也高达 37%。总体而言，雅砻江水电资产（国投电力持有 52%，川投能源持有 48%）估值相对上行空间较大。

核电：估值处于合理范围中枢，盈利模式 vs 水电的折价敏感性高

核电不同于水电（大机组投产带来的脉冲式装机增长），2019 年三代核电审批重启后每年均有常态化的新机组得到核准，这也带来了全国核电产能 2024 年后明显加速（建设期 5 年以上）。所以对水电公司我们必须平滑处理，所以采取拉长周期（到 2030）的利润 CAGR 作为估值的参照，核电我们可以用 2024-25 的一致预期比较要求的回报率。

图表32：核电产能增长加速



资料来源：国务院官方网站，华泰研究

我们认为核电相比水电最明显的缺陷在于它成本端需要采购铀原料，所以我们对核电的要求回报率要更高。考虑每发一度电所需铀原料/度电净利润（中国核电 2023 年实际数据 24%，历史基本稳定），我们给予其风险折价 30%（相当于回报率要求溢价 30%），并对 24%-30% 区间内的风险程度做敏感性测算。对于中国核电，因为其业务中包含新能源，所以我们在单独测算一个核电的合理 PB 区间后还要考虑新能源（用当前三峡能源的 PB）综合得到公司整体合理 PB 范围。其中，我们对核电部分的 PB 测算考虑的是核电部分的分红比例，也就是 =（公司整体的分红 - 新能源子公司中核汇能对中国核电上市公司的分红）/ 核电部分的利润，其中中核汇能的分红比例参考公司债券募集书中的 2022vs2021 未分配利润测算。

图表33：中国核电合理估值范围测算

中国核电合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21%		2.11%		2.01%	
市场对长江电力要求股息率	2.8%	4.8%	2.7%	4.7%	2.6%	4.5%	2.5%	4.4%
核电成本端铀价波动带来的风险折价	30%							
市场要求中国核电年化回报率	11%	14%	11%	14%	11%	14%	11%	13%
核电 ROE	10%							
中国核电分红比例	36%							
核电分红率	46%							
核电合理 PB	2.8	1.1	3.1	1.1	3.4	1.1	3.8	1.2
新能源合理 PB（以三峡能源为锚）	1.7							
新能源净资产占比	18%							
整体合理 PB	2.6	1.2	2.8	1.2	3.1	1.2	3.4	1.3
2019 至今实际历史最低 PB	1.3							
2019 至今实际历史最高 PB	3.0					13%		
当前 PB	1.9							
估值上下行空间	37%	-38%	49%	-37%	62%	-35%	79%	-34%
中国核电合理 PB 与铀燃料风险折价的敏感性								
核电成本端铀价波动带来的风险折价	24%		26%		28%		30%	
市场要求中国核电年化回报率	10%	13%	11%	13%	11%	14%	11%	14%
估值上下行空间	170%	-23%	105%	-29%	65%	-34%	37%	-38%
中国核电合理 PB 与分红比例								
中国核电分红比例	36%		38%		40%		42%	
核电分红率	46%		49%		51%		54%	
核电合理 PB	2.83	1.07	2.98	1.13	3.14	1.19	3.30	1.25
整体合理 PB	2.6	1.2	2.8	1.2	2.9	1.3	3.0	1.3
当前 PB	1.9							
估值上下行空间	37%	-38%	44%	-36%	51%	-33%	58%	-31%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：，华泰研究预测

根据测算我们可以得出结论如下：在当前无风险利率环境下，中国核电的 PB 上限有望达到 2.6，上行空间高达 37%；合理估值范围与 2019 年至今的历史 PB 范围 1.3-3.0 相对一致；无风险利率每下降 10bp，估值上限有 10%以上的空间，敏感性高于长江电力。核电商业模式相对水电的折价系数在估值中非常敏感，在 30%的假设下，盈利模式折价比例减少 2pct，估值范围的中值会提升幅度达 28%，所以如何认知核电成本端燃料波动是决定其与水电估值差异的核心矛盾。

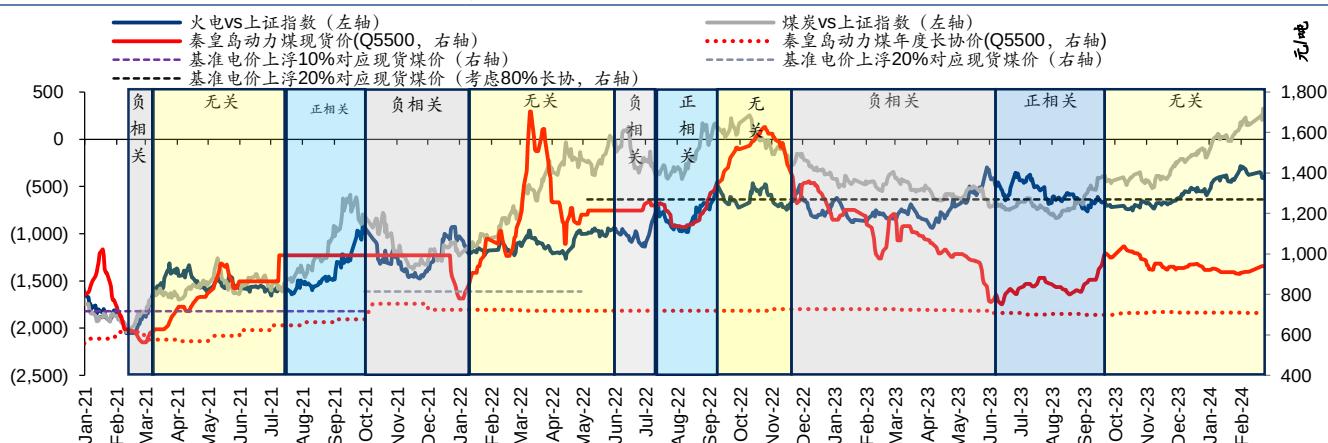
在我们 2023/9/24 报告《[核电：从 DCF 视角看估值提升空间](#)》中测算：1) 在贴现率 6.5%-7.5%，贷款利率 2.8%-3.6%情景下，中核在役/所有核电机组归母价值 1583-1799/1849-2221 亿元；2) 考虑公司预期十四五末 30GW 新能源装机，我们测算对应归母价值 472.5 亿元——对应公司估值空间还有 21%-59%，与我们的测算也相对一致。从后续常态化审批角度研究对核电价值的提升，我们预计每投产一台 120 万千瓦三代机组平均带来的内在价值增厚为 148 亿元。

火电：盈利模式的变化还未充分反映在估值中

复盘火电股的股价与煤价的关系，2021 年至今历经多轮变化，我们的核心观点是：在电改背景下火电的盈利模式逐步稳定，伴随煤价在合理区间内波动幅度收窄，火电的逆周期属性正在逐步减弱。

1. 本轮煤价上涨始于 2021 年：2021/1/21 之后煤价随着冬储的完成季节性回落，并于当年元宵节 2021/2/26 见底反弹；但是煤价的底部位置 564 元/吨仅略低于当时的长协价格 576 元/吨，明显高于发改委彼时的基准煤价 535 元/吨，此后就开启了长达一年的上升通道，煤价的强势超出市场预期，火电开始出现亏损，倒逼电价政策变化：国家发改于 2021/10/11 发布 1439 号，将电价上限由基准上浮 10% 提升到 20%。
2. 2022 年来，煤价维持高位，即便电价顶格上浮 20%，火电企业也依然面临较大幅度亏损，发改委在 2022/2/9、2022/3/18、2022/5/1 多次召开会议或出台相关政策监管煤炭长协签订比例、履约执行情况、配套运力和销售政策等，希望保障电煤供应量与价格；按照有关规定，煤炭中长期合约应覆盖电煤采购的 80% 以上，随着政策要求逐步严格，现货煤价对煤炭企业的收入和火电企业的成本端影响逐渐减弱。
3. 2023 年来，随着煤价高位回落，火电股在 1H23 获得显著超额收益，随着煤价反弹及电价下降预期开始发酵，火电股 2023 年 6 月之后回落。下半年来，1) 容量电价政策的落地，2) 辅助服务政策的出台，3) 电力现货市场逐步推广，火电盈利模式中受“电价 vs 煤价剪刀差”决定的利润占比减少，火电股价逐步脱离煤价的逆周期牵制，更在 2023/10/12 后与煤炭板块一起走出了与煤价关联不大的独立上涨行情。

图表 34：火电股/煤炭股/煤价的相关性在过去 2-3 年时间历经多次变动



注：火电和煤炭指数均采用申万行业指数；煤价阈值以秦皇岛冀北电网电厂为例，煤价与基准电价均取当地值，考虑火电度电 0.02 元/度的正常回报（假设 300 克/度的标煤煤耗和 0.1 元/度的固定成本）

资料来源：，国家发改委，华泰研究

火电股价近期已经与煤价脱钩

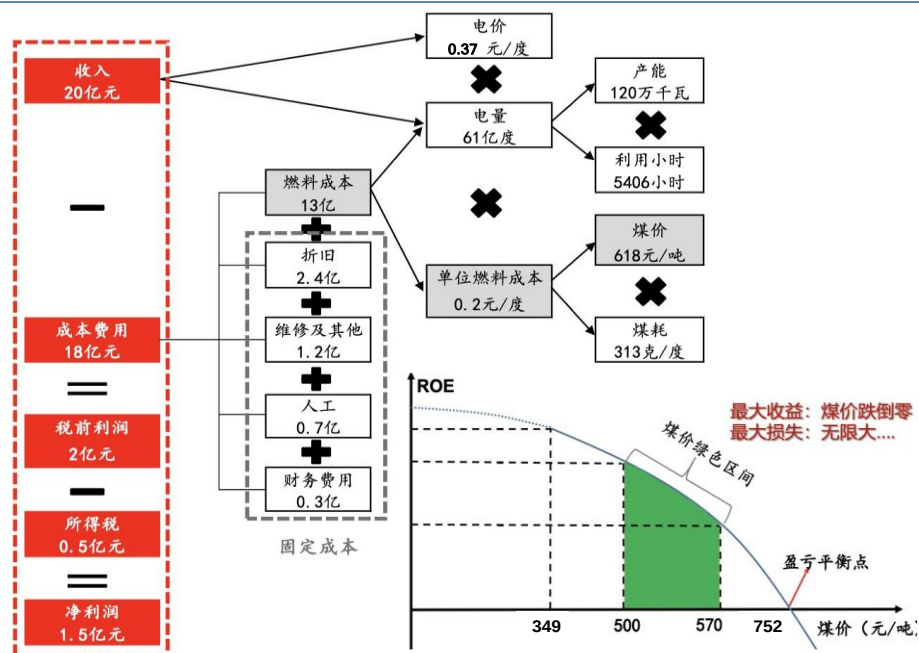
根据过去 3 年的股价复盘，我们不难发现如下几个规律：

- 1) 在煤价明显高于火电可以获得正常回报的阈值（方点虚线）时，火电走势与煤价高低无关，此时市场判断这种状态不可持续，反而会博弈政策干预。例如 2021 年 3 月-7 月煤价上涨，超过基准电价上浮 10% 可以承受范围；2022 年上半年煤价再次上涨，进一步超过最新电价（基准电价上浮 20%）可以承受范围；2022 年底因水电出力偏枯，煤价第三次快速上涨，此时火电成本端即便 80% 煤炭采购严格按照年度长协价格结算，基准电价上浮 20%，因现货煤价过高火电也无法盈利。
- 2) 当煤价趋势性上涨超过或者下跌突破煤价阈值时，火电盈利（或亏损）空间开始出现，此时煤价与火电呈现高度负相关。例如 2021 年 2-3 月煤炭需求淡季，2021 年 10 月-2022 年 1 月发改委连续发声敦促煤价回归合理区间（2021 年 10 月 19 日发改委声明将充分运用价格法规定的一切必要手段，研究对煤炭价格进行干预的集体措施），2022 年 6-7 月煤炭需求淡季，2023 年上半年进口煤和弱需求叠加促使煤价回落，煤价下跌给火电股带来明显的超额收益，火电指数和煤炭指数走势相背。
- 3) 历年下半年股价开始反映新一年电价长协谈判时，煤价与火电股呈现高度正相关。2021 年 8-9 月，煤价上涨火电边际出现明显亏损，难以完成夏季保供，涨电价舆论较多，此时煤炭现货价格、煤炭股、火电股一起上涨；2022 年 8-9 月，2023 年 7-10 月，电价年度长协进入谈判时间窗口，煤炭现货价格、煤炭股、火电股波动趋势一致。
- 4) 2023 年 10 月以来，现货煤价持续在长协煤价和阈值煤价之间波动，过去 300 天煤价波动幅度不超过 250 元/吨，在一系列电该政策稳定火电回报率及市场对红利资产青睐的背景下，火电股和煤炭股都走出了明显超额收益，且火电和煤炭相对上证的超额收益率相关性高达 96.5%。

电改背景下火电盈利模式的转变会加强 ROE 稳定性

传统模式下，火电作为发电资产，即便是电价充分市场化，但是年度长协占比较高（中央发改委要求占比 80% 以上），年度电价谈判结束后，当年利润主要取决于煤价波动，所以火电逆周期属性明显。煤炭作为资源品，煤价上涨时涨幅可能很大，但是下跌时价格底部不可能明显跌破边际成本；而火电的盈利模式类似于看跌期权，盈利顶部有限，亏损可能很大，所以虽然火电股和煤炭股同受到煤价驱动 ROE 波动较大，但是 2000 年至今申万火电指数平均 P/B（LF，下同）为 2.0x，而同期申万煤炭指数 PB 有 2.7x。

图表35：传统火电盈利模式——看跌期权（以秦皇岛冀北电网电厂为例，煤价与电价均取当地值）

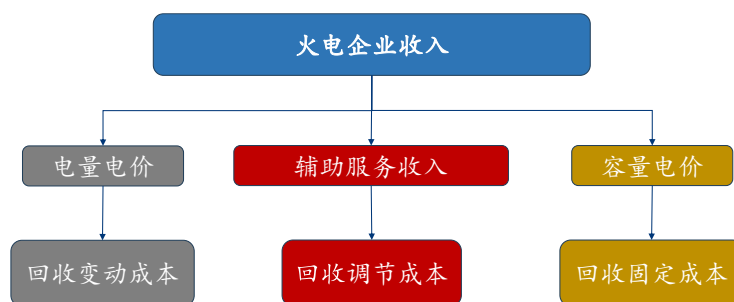


注：图中例子收入端假设基准电价，所以成本端煤价沿用了发改委 2017 年 1 月《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》中规定的合理价格区间（绿色）

资料来源：华泰研究

新型电力系统背景下，国家能源局（2024 年 1 月 25 日）提出“容量电价回收固定成本、电量电价回收变动成本、辅助服务回收调节成本的煤电价格新机制”，高度概括了煤电未来盈利模式的发展方向。随着容量电价政策的正式出台（2023 年 11 月 10 日），辅助服务相关政策逐步落地（2024 年 2 月 8 日），宣告煤电从发电机组向调节性电源的转型进一步加速，未来煤电的盈利模式将逐步淡化“煤价 vs 电价”的逆周期属性，公用事业属性逐步增强。

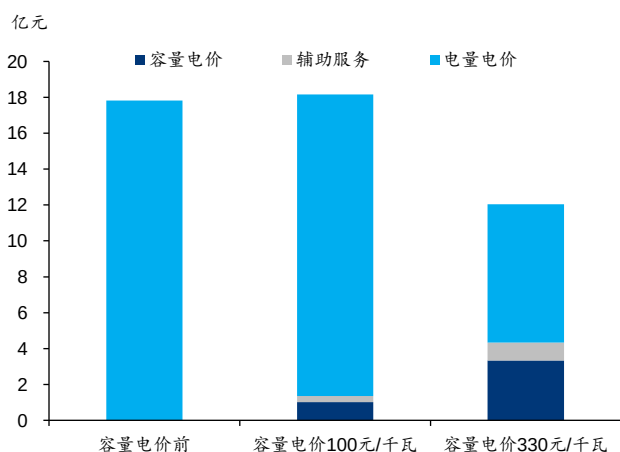
图表36：新型电力系统下火电盈利模式



资料来源：2024/1/25 发改委答记者问，华泰研究

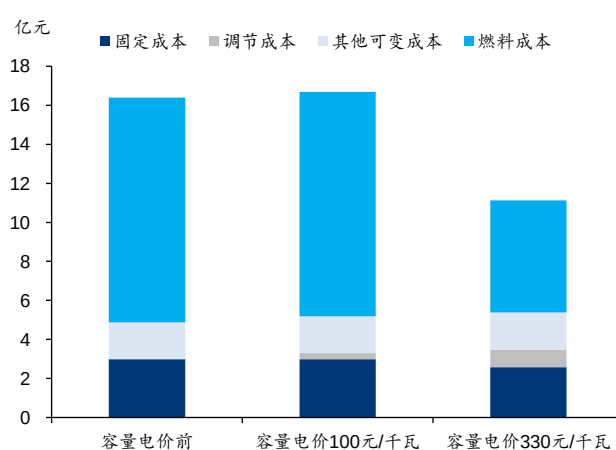
按照当前容量电价政策规定（330 元/千瓦，2024 年政策施行初期大部分省份先给予 100 元/千瓦），参照华能国际 1H23 的辅助服务收入比例，我们推算（同样以前文的冀北 120 万千瓦电厂为例）火电从发电机组向调节性资源转变的过程中：1）随着火电利用小时从当前的 4000 以上下降到 2000，电量收入占比会下降到 60%左右；2）只要辅助服务收入可以覆盖额外的调节性成本（盈亏平衡），电量电价的利润可以下降到 20%以下，且随着利用小时下行进一步下降，火电 ROE 可以在 7%左右相对稳定。

图表37：火电收入结构变化



资料来源：华泰研究

图表38：火电成本结构变化



资料来源：华泰研究

入炉煤价波动收窄，电力市场交易可以保障火电长周期度电盈利回归均衡水平

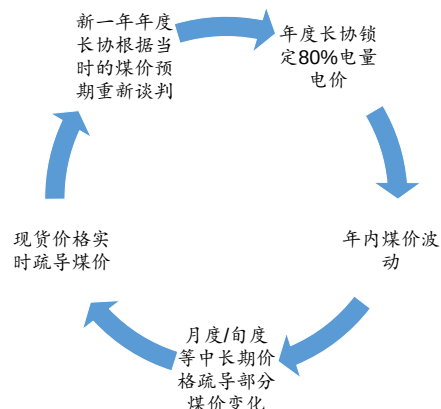
2022 年发改委对煤炭销售下发了历史最严格的长协和现货监管政策。2 月国家发展改革委分别印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》和《关于做好 2022 年煤炭中长期合同监管工作的通知》，上调长协基准价至 675 元/吨，合理区间为 570-770 元/吨，并且首次明确晋陕蒙等地坑口煤长协价合理区间。随着政策严控下长协签约比例的增加（2024 年要求 80%以上），更重要的是伴随现货煤价逐步接近长协价格，带动长协合同的履约率明显提升，我们判断火电入炉成本的稳定性会进一步增强。

图表39：除 2021-22 年外煤炭长协价格在合理范围内波动



资料来源：，发改委官方网站，华泰研究

图表40：年度长协确保度电盈利回到均衡水平



资料来源：华泰研究预测

同时，当前的火电已经初步完成了市场化定价；换言之，现货煤价只要在 1050 元以内（假设 80%长协，此时电价顶格 20%上浮对应火电度电 2-3 分的盈利）波动，每年底次年年初火电企业都可以通过年度长协谈判获得合理利润。这一合理利润第一次得到验证就是在 2023 年底到 2024 年初的电价谈判，前两年因为煤价高企电价顶格上浮 20%都难保火电企业盈利，2024 的年度长协电价是历史上第一次集中体现了各方所能接受的火电均衡利润（平均值在 2-3 分/度），对应正常火电厂 ROE 在 6%-10% 的范围内（倘若负债率较高或历史减值较多可能 ROE 更高）。

图表41：根据各地 2024 年度长协测算隐含火电的堵点利润

单位：	基准电价	2023 年	2024 年	假设容	2023 年底当地现	2023 年底当地长	长协比	2023 年底当地入	对应利
元/度		度长协	度长协电价	量电价	货煤价 (元/吨)	协煤价 (元/吨)	例	炉标煤价 (元/吨)	润空间
安徽	0.384	0.458	0.436	0.020	879	755	60%	906	0.03
浙江	0.415	0.498	0.465	0.020	1,128	772	60%	1,030	0.02
广东	0.463	0.554	0.466	0.020	1,035	773	40%	1,048	0.02
江苏	0.391	0.467	0.453	0.020	1,065	762	60%	995	0.02
山东*	0.395	0.474	0.445	0.020	869	765	60%	908	0.04
甘肃	0.308	0.369	0.349	0.020	740	600	80%	707	0.01
冀南	0.364	0.437	0.419	0.020	950	720	70%	889	0.02
山西	0.321	0.385	0.346	0.020	807	580	80%	704	0.01
上海	0.416	0.499	0.474	0.020	1,025	759	60%	974	0.04
陕西	0.355	0.425	0.390	0.020	847	530	80%	668	0.06
河南	0.378	0.453	0.412	0.020	853	730	60%	877	0.02
宁夏	0.260	0.311	0.277	0.020	803	554	80%	680	(0.04)
新疆	0.250	0.255	0.245	0.020	550	300	80%	394	0.02
四川	0.401	0.481	0.469	0.020	836	800	60%	917	0.04

注：市场价采用省份内可获得区域煤价的均值，长协价按照发改委规定上限（没有长协价格限制的地区考虑最近的产地以长协价+运费），长协比例按照各地兑现情况假设。

资料来源：，各省电力交易中心网站，华泰研究测算

煤电公司的合理 PB 测算：浙能/华电/湖北能源/中国电力上行空间较大

用类似以上方法我们测算火电公司的合理 PB 范围，其中主要的假设为：

- 1) 纯火电公司以陕西煤业作为回报率参照，煤电一体化公司（国电电力煤炭采购来自集团占比较高）以中国神华要求回报率作为参考
- 2) 纯火电业务增速参考浙能 2024-25 火电利润增速 10%，煤电一体化公司参考国电电力 5%（华泰预测）
- 3) 新能源 PB 参考三峡能有（A）龙源电力（H）现有估值，核电估值参考中国核电的核电部分测算 PB 范围
- 4) 考虑火电和煤炭业务的差别：煤价波动在可控范围内，火电可以通过电价的市场化交易传导成本端波动回到合理回报水平，我们测算 2022 年（电价开始允许上浮 20%）至今，煤价超过电价覆盖范围的区间概率为 23%，我们以此作为火电公用事业 vs 煤炭回报率要求的折价，煤电一体化公司仅按照净火电比例测算溢价
- 5) 很多火电公司业务较多，我们按照净资产的分部比例（依据公司披露数据的口径华泰预测）加权平均得到整体合理 PB 范围
- 6) ROE/PB/分红等都剔除永续债/可续期债券考虑
- 7) ROE 和分红比例参考公司章程（华能）/华泰预测，并在此基础上做敏感性分析
- 8) 陕西煤业和中国神华的息差采用 2021 年至今的波动范围（2021 年后两家公司的股息率和估值与无风险利率呈现明显相关趋势，报告第一部分有具体描述和图表）

图表42：浙能电力合理估值测算

浙能合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%	2.21%	2.11%	2.01%				
陕西煤业息差 (bp)	704	1,614						
市场对陕西煤业要求股息率	9.3%	18.4%	9.2%	18.3%	9.1%	18.2%	9.0%	18.1%
火电电价传导成本溢价	23%							
市场要求浙能年化回报率	13%	20%	13%	20%	12%	20%	12%	20%
火电 ROE	13%							
浙能电力分红比例	50%							
火电分红率	37%							
火电合理 PB	1.8	0.5	1.8	0.5	1.9	0.5	1.9	0.5
核电合理 PB	2.8	1.1	3.1	1.1	3.4	1.1	3.8	1.2
核电净资产占比	18%							
整体合理 PB	2.0	0.6	2.1	0.6	2.2	0.6	2.3	0.6
2015 年牛市后最低 PB	0.6							
2015 年牛市后最高 PB	2.0							
当前 PB	1.2							
估值上下行空间	66%	-50%	73%	-49%	82%	-48%	92%	-47%
浙能合理 PB 与火电盈利模式传导风险溢价的敏感性								
火电电价传导成本溢价	23%	15%	10%	0%				
市场要求浙能年化回报率	13%	20%	13%	20%	12%	20%	12%	20%
火电合理 PB	1.8	0.5	1.4	0.4	1.2	0.4	0.9	0.3
整体合理 PB	2.0	0.6	1.7	0.6	1.6	0.5	1.4	0.5
估值上下行空间	66%	-50%	42%	-53%	33%	-55%	19%	-58%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：，华泰研究预测

因为核电子公司分红率较高（一般情况下项目子公司无扩产计划分红率接近 100%），所以即使浙能电力上市公司分红 50%，其火电部分分红比例可能不到 40%。我们根据公司披露的重要参控股子公司财务数据测算其核电净资产占比，并参考中国核电的核电部分估值（浙能电力目前参股所有存量核电项目均为中国核电控股）进行综合估值。测算公司合理 PB 中值为 2.0，相比当前估值还有 66% 空间；合理 PB 范围为 0.6-2.0，与 2015 年牛市后实际估值范围 0.6-2.0 相近。其中，纯火电的估值与“市场认可火电电价具有成本传导能力，长周期可以回归均衡利润中枢”这一假设敏感性较高。

图表43： 华能国际 AH 合理估值预测

华能国际合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21%		2.11%		2.01%	
陕西煤业息差 (bp)	704	1614			704	1614		
市场要求华能年化回报率	13%	20%	13%	20%	12%	20%	12%	20%
火电 ROE	16%							
华能国际分红率	50%							
火电分红率	81%							
整体合理 PB	3.2	1.5	3.3	1.5	3.4	1.5	3.5	1.5
2015 年牛市后最低 PB	0.8							
2015 年牛市后最高 PB	4.0							
当前 PB	2.6							
估值上下行空间	27%	-43%	30%	-43%	33%	-42%	36%	-42%
华能合理 PB 与火电盈利模式传导风险溢价的敏感性								
火电电价传导成本溢价	23%		21%		19%		17%	
整体合理 PB	3.2	1.5	3.1	1.4	2.9	1.4	2.8	1.4
估值上下行空间	27%	-43%	20%	-44%	14%	-45%	9%	-45%
华能 H 合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21%		2.11%		2.01%	
陕西煤业息差 (bp)	704	1614						
港股流动性折价		10%						
市场要求华能 H 回报率	14%	22%	14%	22%	14%	22%	14%	22%
H 市场对华能要求股息率	5.3%	13.6%	5.2%	13.5%	5.1%	13.4%	5.0%	13.3%
火电 ROE	16%							
火电合理 PB	2.4	0.9	2.3	0.9	2.2	0.8	2.1	0.8
新能源合理 PB (以龙源电力为锚)	0.7							
新能源净资产占比	46%							
整体合理 PB	1.6	0.8	1.6	0.8	1.5	0.8	1.4	0.7
历史最低 PB	0.4							
历史最高 PB	4.0							
当前 PB	1.2							
估值上下行空间	38%	-30%	33%	-32%	27%	-35%	22%	-37%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源： ， 华泰研究预测

参考新能源龙头公司三峡能源的分红率（2022 年 30%）我们测算华能国际在上市公司分红 50% 的情况下，火电利润分红比例已经达到了 81%。参考三峡能源和龙源电力 H 的估值进行综合估值，测算公司 A 股合理估值范围在 1.5-3.2 (vs 2015 年牛市后 0.8-4.0)，H 股估值范围在 0.8-1.6 (vs 历史 0.4-4.0)。

图表44：华电国际 AH 合理估值测算

华电合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21		2.11%		2.01%	
火电合理 PB	3.9	1.1	4.0	1.1	4.2	1.1	4.3	1.1
新能源合理 PB（以三峡能源为锚）	1.7							
新能源净资产占比	52%							
整体合理 PB	2.8	1.4	2.8	1.4	2.9	1.4	2.9	1.4
2015 年牛市后最低 PB	0.6							
2015 年牛市后最高 PB	2.0							
当前 PB	1.7							
估值上下行空间	59%	-19%	62%	-19%	66%	-19%	69%	-18%
华电合理 PB 与分红的敏感性								
火电分红率	75%		77%		80%		82%	
火电合理 PB	3.9	1.1	4.0	1.1	4.2	1.1	4.3	1.2
整体合理 PB	2.8	1.4	2.8	1.4	2.9	1.4	2.9	1.4
当前 PB	1.7							
估值上下行空间	59%	-19%	63%	-18%	66%	-17%	69%	-16%
华电 H 合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21		2.11%		2.01	
港股流动性折价	15%							
市场要求华电年化回报率	15%	24%	15%	23%	15%	23%	15%	23%
H 市场对华电要求股息率	5.1%	13.8%	5.0%	13.7%	4.9%	13.6%	4.8%	13.5%
整体合理 PB	1.4	0.7	1.4	0.7	1.4	0.7	1.5	0.7
当前 PB	1.0							
估值上下行空间	42%	-25%	44%	-25%	46%	-25%	48%	-24%
历史最低 PB	0.3							
历史最高 PB	3.0							

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：，华泰研究预测

华电国际的新能源利润全部来自参股子公司华电新能，后者公开发布过招股说明书，按照其分红率（2022 年 15%）我们测算华电国际在上市公司分红 40%的情况下，火电利润分红比例已经达到了 75%。参考三峡能源和龙源电力 H 的估值进行综合估值，测算公司 A 股合理 PB 对应当前估值最多还有 59%的上行弹性。

图表45：国电电力估值空间测算

国电合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%	2.21%	2.11%	2.01%				
中国神华息差 (bp)	522	1477						
市场对中国神华要求股息率	7.5%	17.1%	7.4%	17.0%	7.3%	16.9%	7.2%	16.8%
2024-25 中国神华增速	2.4%							
市场要求中国神华年化回报率	10%	19%	10%	19%	10%	19%	10%	19%
火电电价传导成本溢价	4.5%							
市场要求国电年化回报率	9%	19%	9%	19%	9%	18%	9%	18%
2024-25 国电火电利润增速	5.0%							
市场对国电要求股息率	4.5%	13.6%	4.4%	13.5%	4.3%	13.4%	4.2%	13.3%
火电 ROE	15%							
国电电力分红率	50%							
火电分红率	68%							
火电合理 PB	2.3	0.7	2.3	0.8	2.4	0.8	2.4	0.8
新能源合理 PB (以三峡能源为锚)	1.7							
新能源净资产占比	21%							
水电合理 PB	3.3	1.3	3.6	1.3	3.9	1.4	4.4	1.4
水电净资产占比	20%							
整体合理 PB	2.3	1.0	2.4	1.1	2.5	1.1	2.6	1.1
当前 PB	1.9		7%					
估值上下行空间	26%	-44%	31%	-43%	36%	-43%	42%	-42%
2015 年牛市后最低 PB	0.7							
2015 年牛市后最高 PB	1.9							

国电合理 PB 与分红的敏感性								
国电电力分红率	50%	48%	46%	44%				
整体合理 PB	2.3	1.0	2.2	1.0	2.0	0.9	1.8	0.9
当前 PB	1.9							24%
估值上下行空间	26%	-44%	16%	-47%	6%	-50%	-4%	-54%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：，华泰研究预测

假设新能源业务分红比例 30% (与华能国际类似)，水电/核电业务 100% 分红，我们测算国电电力在上市公司分红 50% 的情况下，火电等业务分红比例已经接近 70%。参考三峡能源的估值进行综合估值，测算公司合理 PB 上限对应当前估值还有 26% 的上行弹性。湖北能源也因为其水电较多，我们测算上行空间显著高于下行空间。港股中国电力/华润电力合理估值较目前仍有 35%/23% 弹性。

图表46：湖北能源估值测算

湖北能源合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%	2.21%	2.11%	2.01%				
陕西煤业息差 (bp)	704	1614						
市场对陕西煤业要求股息率	9.3%	18.4%	9.2%	18.3%	9.1%	18.2%	9.0%	18.1%
2024-25 陕西煤业增速	6.1%							
湖北能源火电年化回报率要求	13%	20%	13%	20%	12%	20%	12%	20%
火电 ROE	9%							
湖北能源分红率	40%							
新能源净资产占比	32%							
水电净资产占比	49%							
整体合理 PB	1.4	0.9	1.5	0.9	1.6	0.9	1.7	0.9
当前 PB	1.0							
估值上下行空间	44%	-12%	51%	-11%	60%	-10%	71%	-9%

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：，华泰研究预测

图表47： 华润电力估值测算

华润电力合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21%		2.11%		2.01%	
港股流动性折价	15%							
市场要求华润年化回报率	15%	24%	15%	23%	15%	23%	15%	23%
港股红利税	10%							
火电 ROE	20%							
火电合理 PB	3.4	1.3	3.5	1.3	3.6	1.3	3.6	1.3
新能源合理 PB (以龙源电力为锚)	0.7							
新能源净资产占比	77%							
整体合理 PB	1.3	0.8	1.3	0.8	1.3	0.8	1.4	0.8
当前 PB	1.1							
估值上下行空间	23%	-24%	24%	-24%	26%	-23%	27%	-23%
2011 年来历史最低 PB	0.4							
2011 年来历史最高 PB	2.9							

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：，华泰研究预测

图表48： 中国电力合理估值

中国电力合理 PB 与无风险利率的敏感性								
十年期国债收益率	2.31%		2.21%		2.11%		2.01%	
港股流动性折价	15%							
港股红利税	10%							
中国电力分红比例	50%							
火电合理 PB	1.3	0.5	1.4	0.5	1.4	0.5	1.4	0.5
新能源合理 PB (以龙源电力为锚)	0.8							
新能源净资产占比	65%							
水电合理 PB	3.3	1.3	3.3	1.3	3.3	1.3	3.3	1.3
水电净资产占比	12%							
整体合理 PB	1.0	0.7	1.0	0.7	1.0	0.7	1.0	0.7
当前 PB	0.8							
估值上下行空间	35%	-6%	36%	-6%	37%	-6%	38%	-6%
历史最低 PB	0.3							
历史最高 PB	2.9							

注：当前 PB 按照 2023/3/11 收盘价确定

资料来源：，华泰研究预测

图表49： 重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	最新收盘价		目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
		投资评级 (当地币种)	(当地币种)			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
华润电力	836 HK	买入	18.24	23.89	87,742	1.46	2.68	3.16	3.58	12.49	6.81	5.77	5.09
国投电力	600886 CH	买入	14.43	17.36	107,564	0.55	0.96	1.15	1.27	26.24	15.03	12.55	11.36
华能国际	600011 CH	买入	9.01	10.00	141,440	-0.47	1.03	1.05	1.14	-19.17	8.75	8.58	7.90
湖北能源	000883 CH	买入	4.80	5.73	31,301	0.18	0.28	0.34	0.41	26.67	17.14	14.12	11.71
中国电力	2380 HK	买入	3.36	4.37	41,564	0.21	0.24	0.44	0.57	14.52	12.70	6.93	5.35
华能国际电力股份	902 HK	买入	4.61	5.06	72,368	-0.51	1.01	1.02	1.11	-8.20	4.14	4.10	3.77
浙能电力	600023 CH	买入	5.60	6.29	75,089	-0.14	0.57	0.62	0.64	-40.00	9.82	9.03	8.75
华能水电	600025 CH	买入	9.46	11.18	170,280	0.38	0.43	0.49	0.50	24.89	22.00	19.31	18.92
长江电力	600900 CH	买入	24.83	29.21	607,546	0.87	1.15	1.39	1.49	28.54	21.59	17.86	16.66
川投能源	600674 CH	买入	15.96	20.74	77,799	0.79	1.01	1.22	1.31	20.20	15.80	13.08	12.18
华电国际	600027 CH	买入	6.30	6.69	64,434	0.01	0.60	0.70	0.81	630.00	10.50	9.00	7.78
国电电力	600795 CH	买入	4.83	4.93	86,146	0.16	0.40	0.46	0.55	30.19	12.08	10.50	8.78

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表50：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
华润电力 (836 HK)	2023 年来风较差影响风电业绩，容量电价落地提升煤电盈利稳定性 考虑 10 月公司风电发电量同比下降 14% 及未来新能源新增装机中光伏比例提升或带来新能源整体利润率加速下行，下调 23-25 年公司归母净利润至 129/152/172 亿港元（前值：139/160/180 亿港元）。各省煤电容量电价陆续落地，有利于提升煤电盈利稳定性。参考火电/可再生能源 2024E PB/PE 一致预期 0.67/13.8x，给予公司火电/可再生能源 0.45/13.8x 2024E PB/PE（归母权益/净利润：171/105 亿港元），火电折价考虑可比公司中有新能源预期，总市值折价 25% 以反映新能源分拆上市的潜在影响，目标市值 1149 亿港元，目标价 23.89 港币（前值：25.50 港币），维持“买入”评级。 风险提示：1) 煤价涨幅超预期；2) 利用小时数低于预期；3) 市场化电价低于预期；4) 分拆上市落地情况与预期不符。 报告发布日期：2023 年 12 月 30 日 点击下载全文：华润电力(836 HK,买入)：来风同比偏弱,或影响风电利润增速
国投电力 (600886 CH)	持续看好雅砻江水风光一体化发展，上调 2024-2025 年利润预期 考虑明年来水或有所恢复、两河口今年蓄水量增加带来下游电站联合调度增发电量提升以及国投钦州电厂 4*66 万机组陆续投产，上调公司 23-25 年归母净利润预测至 71.2/85.7/94.5 亿元（前值：71.0/75.6/80.1 亿元）。基于 24E 火电归母净资产/清洁能源归母净利 53.57/73.27 亿元，参考火电/清洁能源可比公司 24E PB/PE 一致预期 1.0/15.9x，考虑火电可比公司拥有新能源资产估值预期及看好雅砻江水风光一体成长性，给予公司火电/清洁能源 0.9/17x 23E PB/PE，目标市值 1294 亿，目标价 17.36 元（前值 15.40 元），维持“买入”评级。 风险提示：来水/市场化电价上涨不及预期；煤价增长超预期。 报告发布日期：2023 年 12 月 20 日 点击下载全文：国投电力(600886 CH,买入)：钦州火电开始投产，两河口蓄水量增长
华能国际 (600011 CH)	3Q23 境内煤电盈利持续改善，出售华能四川促非经常性收益高增 公司 1-9M23 营收/归母净利为 1913.22/125.64 亿元，同比+4.0%/+418.7%；3Q23 营收/归母净利为 652.89/62.55 亿元，同比-2.7%/770.0%，归母净利超出我们预期（43.5-49.5 亿元）主要系转让华能四川能源开发有限公司 49% 股权投资收益 20 亿元，我们测算剔除后归母净利基本符合预期。考虑上述投资收益及下调所得税率，调整公司 23-25 年归母净利润至 162/165/179 亿元（前值：142/156/171 亿元）。预计公司 23 年新能源归母净利 74.52 亿元和火电归母权益 577.51 亿元，分别给予 23E PE24x 和 PB1x（可比公司一致预期 23E PE/PB 14.3x/0.84x，公司溢价考虑新能源盈利能力更强及火风光一体化优势更佳；若容量电价出台煤电估值或提升），扣除永续债后目标市值 1569 亿元，对应股价 10 元（前值：11.55 元），买入。 风险提示：煤价高于预期；市场化电价上涨/利用小时/风光新项目投产不及预期；计提资产减值风险；容量电价出台不及预期。 报告发布日期：2023 年 10 月 24 日 点击下载全文：华能国际(600011 CH,买入)：煤电持续改善，出售资产投资收益高增
湖北能源 (000883 CH)	水火助力 2023 年归母净利润高增，价值或被低估 公司预告 2023 年归母净利润同比增长 35.9%-75.5% 至 15.8-20.4 亿元。截至 2024 年 1 月 30 日收盘，公司 PB(LF) 仅 0.87x，价值或被低估。预计公司 23-25 归母净利润 18.5/22.4/26.9 亿元。我们预计公司 2024 年新能源归母净利润 8.39 亿元，水电/火电归母净资产 132/40 亿元，参考可比公司一致预期 2024E PE/PB/PB 均值 14/2.1/0.91x，考虑：1) 公司未来新增新能源装机规模较可比公司有差距；2) 可比公司水电站调节能力强于公司；3) 及火电可比公司估值含新能源资产预期，给予公司 2024E PE/PB/PB 预期 13/1.8/0.65x，目标市值 374 亿元，目标价 5.73 元（前值：5.59 元），维持“买入”评级。 风险提示：长协煤保障/上网电价/新能源发展/来水/利用小时数不及预期，煤价超预期。 报告发布日期：2024 年 02 月 01 日 点击下载全文：湖北能源(000883 CH,买入)：价值或被低估的电力央企
中国电力 (2380 HK)	控股股东资产注入/股份增持，彰显对公司发展重视及信心 2023 年，公司控股股东国家电投集团向公司注入 7531.7/1736.6MW 已投运/在建风光等清洁能源资产，并通知将继续增持公司股票，合计金额不超过 20 亿港元，彰显集团对公司发展的重视及认可。我们预计公司 2023-2025 归母净利润 30/55/70 亿元。基于对公司 2024E 新能源归母净利润/火电归母净资产/水电归母净资产预期 45.58/122.6/65.05 亿元，参考可比公司一致预期 2024E PE/PB/PB 分别为 5/0.7/2.2x，考虑公司十四五新能源发展目标更大，火电可比公司估值中含新能源预期，水电盈利能力弱于可比公司，给予公司新能源/火电/水电 10/0.5/1.4x 2024E PE/PB/PB，扣除永续债权益 116.89 亿元后公司目标市值 491 亿元（541 亿港元），目标价 4.37 港币，维持“买入”评级。 风险提示：上网电价/新能源发展/来水/利用小时数不及预期，煤价超预期。 报告发布日期：2024 年 02 月 19 日 点击下载全文：中国电力(2380 HK,买入)：集团资产注入/增持的优质转型标的
华能国际电力股份 (902 HK)	2024 年年度交易电价陆续落地，暂维持公司盈利预测 2024 年年度市场化交易电价陆续落地，江苏电量电价+煤电容量电价略超 2023 年水平，广东省同比显著下降，公司江苏省/广东省火电上网电量约占总火电上网电量的 9.35%/7.47%，因此有喜有忧。由于绝大多数省份 2024 年年度市场化交易电价仍未公告，我们暂维持公司 2023-2025 年归母净利润预期 159/161/174 亿元。公司 2024 年扣除永续债后 BPS 为 3.82 元，看好公司新能源业务长期发展和火电业绩持续修复，给予公司 1.2x 2023E PB，较其历史均值 (0.68x) 约高 2 个标准差，目标价 5.06 港币（前值：4.32 港币）。“买入”评级。 风险提示：煤价高于预期；电价/利用小时/风光新项目投产不及预期；计提资产减值风险。 报告发布日期：2023 年 12 月 30 日 点击下载全文：华能国际电力股份(902 HK,买入)：电价陆续落地，仍看好公司火电业务

股票名称	最新观点
浙能电力 (600023 CH)	3Q23 火电度电净利环比+4.8 分，归母净利为预告中值 1-9M23 公司营收/归母净利 695.06/59.62 亿元，同比+14.2%/+1217.3%，归母净利为业绩预告 52.47-66.78 亿元的中值；3Q23 公司营收/归母净利分别同比+11.3%/+5459.89%至 277.77/31.84 亿元。我们测算公司 3Q23 火电度电净利 6.2 分，环比 2Q23 提升 4.8 分。截至 10 月 27 日收盘，公司 PB (LF) 低于 0.95x，估值性价比高。上调公司投资收益，我们预计公司 2023-2025 年归母净利 76.7/83.6/86.0 亿元（前值：70.2/73.8/76.2 亿元），对应 EPS 为 0.57/0.62/0.64 元，参考可比公司一致预期 2023E PE 均值 10x，考虑 3Q23 火电度电盈利改善较可比公司更为显著且 2023 年业绩弹性更高，给予公司 11x 2023E PE，目标价 6.29 元（前值：5.75 元），维持“买入”评级。 风险提示：煤价下行不及预期，上网电价不及预期。 报告发布日期：2023 年 10 月 27 日 点击下载全文：浙能电力(600023 CH,买入): Q3 利润亮眼，火电盈利改善显著
华能水电 (600025 CH)	定增投资如美和托巴水电站，持续看好公司价值提升 公司 2 月 26 日发布定增公告，拟募集不超过 60 亿元用于如美/托巴水电站资本金投入（45/15 亿元）。如美水电站考虑下游补偿收益返还 50%后资本金财务内部收益率 8%，托巴水电站资本金财务内部收益率 8.54%。维持公司 23-25 年归母净利预测 76.8/87.5/90.5 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.49/0.50 元。参考可比公司一致预期 24 年平均 PE15x，看好公司水风光一体化发展带来长期价值提升，给予公司 24 年 23x 目标 PE，对应目标价 11.18 元（前值：10.21 元），维持“买入”。 风险提示：来水/市场化电价上涨不及预期，水风光电站投产不及预期。 报告发布日期：2024 年 02 月 27 日 点击下载全文：华能水电(600025 CH,买入): 定增助力大水电扩张，持续看好
长江电力 (600900 CH)	期待公司梯级水电站联合调度能力进一步发挥 参考四川水文网入库/出库流量数据，下调 2023 年公司发电量；考虑公司现金流充裕问题，下调公司 2023-2025 还本金额，从而上调财务费用，因此调整公司 2023-2025 年归母净利预期至 281/340/365 亿元（前值：303/348/369 亿元）。参考可比公司一致预期 2024 年平均 PE15x，我们看好公司六库联调和上游龙盘（未投产）/两河口水库为公司下游水电站带来电量增发效应及金沙江下游水风光储一体化发展，给予公司 2024 年目标 PE21x，目标价 29.21 元（前值：28.47 元），维持“买入”。 风险提示：政策不确定性带来电价压力，来水或防洪等制约电量，参股公司盈利下滑带来投资收益不及预期，乌白带来联合调度增强不及预期。 报告发布日期：2023 年 12 月 20 日 点击下载全文：长江电力(600900 CH,买入): 期待联合调度增发能力进一步发挥
川投能源 (600674 CH)	持续看好雅砻江水风光一体化发展，上调盈利预测 考虑明年来水或有所恢复、两河口今年蓄水量增加可能带来 2024 年下游电站联合调度增发电量提升以及雅砻江风光拉开投产帷幕，我们上调公司 23-25 年归母净利预测至 45/54/59 亿元（前值：44/48/49 亿元）。切换估值至 2024 年，参考可比公司一致预期 2024 年平均 PE15x，看好两河口龙头水库电站对下游增发效应和雅砻江水风光一体化发展，给予公司 2024 年 17x 目标 PE，对应目标价 20.74 元（前值：18.75 元），维持“买入”评级。 风险提示：来水偏枯导致水电发电量不及预期；水电上网电价不及预期。 报告发布日期：2023 年 12 月 20 日 点击下载全文：川投能源(600674 CH,买入): 雅砻江风光拉开帷幕，两河口蓄水增长
华电国际 (600027 CH)	3Q23 公司煤电盈利向好，归母净利同比+181.43% 1-9M23，公司实现营收/归母净利 907.25/44.99 亿元，同比+13.9%/+92.5%，归母净利为业绩预告 40.9-49.1 亿元中值。对应 3Q23 营收/归母净利为 312.75/19.17 亿元，同比+3.9%/+181.4%，我们认为公司 3Q23 业绩同环比大幅增长主要来源于煤电盈利改善。我们维持公司 A 股 2023-2025 年归母净利预期 61/71/83 亿元，H 股为 60/70/81 亿元。基于公司 A 股和 H 股新能源/火电/水电板块 17.5/1.0/1.8x 和 11.3/0.6/1.8x 23E PE/PB/PB，A/H 股目标价 6.69 元/3.77 港元（前值：6.97 元/3.69 港元），“买入”。 风险提示：长协煤履约不及预期，煤电电价上涨不及预期，参股新能源平台的股权比例被稀释风险，参股新能源平台发展不及预期。 报告发布日期：2023 年 10 月 30 日 点击下载全文：华电国际(1071 HK,买入;600027 CH,买入): 煤电盈利向好，归母净利高增
国电电力 (600795 CH)	经营稳健，Q3 业绩同比下降受去年 9 月转让宁夏区域公司影响 公司 1-9M23 营收/归母净利为 1377.10/56.24 亿元，同比-6.1%/+11.6%；3Q23 营收/归母净利为 493.58/26.37 亿元，同比-11.0%/-2.7%，单季度业绩下滑主要系 2022 年 9 月转让的宁夏区域公司本期不再纳入合并范围。维持对公司 2023-2025 年归母净利预测 71/82/98 亿元。根据公司 23 年新能源归母净利预期 29.18 亿元，水电/火电归母净资产 184/259 亿元，参考可比公司一致预期 23E PE/PB/PB 均值 16.1/2.04/0.83x，考虑火电可比公司含新能源估值，公司新能源/水电的装机规模/盈利较可比公司有差距但 23 年新增长风光装机目标 (8GW) 高于可比公司，给予公司 23E PE/PB/PB 14/1.5/0.75x，目标价 4.93 元，维持“买入”。 风险提示：煤价超预期及长协煤保障不及预期；煤电电价上涨/新能源发展/大渡河水能利用/大渡河电价不及预期；资产减值额度高于预期。 报告发布日期：2023 年 10 月 26 日 点击下载全文：国电电力(600795 CH,买入): 经营稳健，Q3 业绩受合并范围变化影响

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

- 1) **煤价大幅波动**: 我们对火电根据分红测算的前提是盈利稳定性, 同时给与火电盈利模式相对煤炭溢价的来源也是基于电价可以有效平抑煤价波动, 但是目前电价上下浮动区间被政策限定在 20%, 所以煤价大幅度波动会影响我们的估值测算基础。
- 2) **测算结果与实际偏差风险**: 我们的测算对未来盈利和分红通过大量参数进行了假设和推算, 均与可能与实际情况存在一定差异, 最终可能导致测算结果与实际不符。
- 3) **资产负债率压力和新增资本开支导致分红低于预期**: 部分公司还有较大的新增产能压力, 例如核电和需要投资新能源的电力公司, 或有降低资产负债率的要求, 两种情况均有可能导致分红低于预期; 换言之我们在测算中没有考虑潜在融资摊薄的影响 (除了华能水电已经公告的增发预案)。
- 4) **来水不及预期**: 我们对 2024 年基本假设各水电站回到多年平均或以往正常年份利用小时数水平, 且至 2035 年基本假设利用小时维持 2024 年的水平 (除了长电 2025 年额外考虑乌白增发效应体现)), 但来水具有极高的不可预测性, 若遇上来水偏枯年份, 当年水电公司盈利可能低于我们的测算值。

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的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。
- 长江电力（600900 CH）、国投电力（600886 CH）、华能国际电力股份（902 HK）、华能国际（600011 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 长江电力（600900 CH）、中国电力（2380 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 长江电力（600900 CH）、国投电力（600886 CH）、中国电力（2380 HK）、国电电力（600795 CH）、华电国际（600027 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 长江电力（600900 CH）、中国电力（2380 HK）、国电电力（600795 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 长江电力（600900 CH）、国投电力（600886 CH）、华能国际电力股份（902 HK）、华能国际（600011 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司