

电力行业深度报告

煤价大跌后，煤电跷跷板倒向何方

方正证券研究所证券研究报告

分析师

金宁

登记编号：S1220524110004

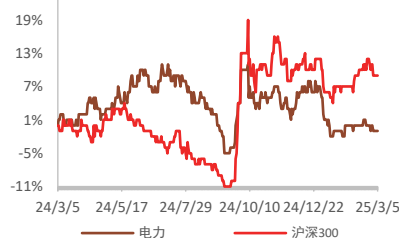
联系人 韩笑

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总数	125
总股本(亿股)	5,306.22
销售收入(亿元)	29,699.25
利润总额(亿元)	3,482.77
行业平均 PE	26.36
平均股价(元)	7.11

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《火电建设提速，安徽还会缺电吗？》
2025.01.23

《核能领域深度研究报告：混合堆有望快速建成，核电发展大势所趋》2024.03.29

近期煤价开启下行趋势，港口 5500 大卡煤价跌破 700 元/吨的关卡，煤矿利润势必有所下滑，但对于火电企业而言，煤价的下跌带来了其成本的下降，尤其是电价下降较少地区的火电厂，利润将迎来较大程度提升。2024 年上半年，煤炭板块迎来了“红利”逻辑下的价值重估，煤炭和火电都属于红利板块，本次煤价下跌增加可能会带来火电股息率的大幅提升，火电企业有望搭乘“红利”快车。

2024 年下半年安全生产形势趋缓，以及全年进口煤的放开，导致了年底煤价的快速下跌。2024 年煤价较长时间内处于每吨 850 元以上，整数关口一度给予市场信心，但 12 月起煤价跌破 800 元，随即一路下跌，截至 2 月 28 日煤价降至 690 元，以往市场关注的整数关口被突破。对当前煤炭供需而言，我国国内供给和需求逐渐转为稳定状态，进口煤的增量将成为最大的影响变量，2024 年进口量达到 5.43 亿吨水平。如果未来进口煤下滑动力不足，煤价或将长期保持 700 元/吨水平。而煤价下跌带来煤炭业绩下降，煤炭板块股息率将随之下降。

煤价下跌带来火电成本端的下降。火电成本中燃料成本占比接近 70%，煤价下跌对火电厂利润改善效果较为直观。我们以度电煤耗 300 克标煤作为基准测算，每分钱度电成本的波动对应标准煤价格波动 33.3 元/吨，对应 5500 大卡煤价波动为 26.2 元/吨，假设 2025 年秦港 Q5500 煤炭均价下跌 150 元/吨，若在完全采购市场化煤炭的情况下，假设入炉煤成本变动等于煤价变动，对应度电成本将下降 5.7 分。

部分缺电省份电价下跌幅度较小，电价跌幅小于成本跌幅。2024 年底，由于煤价预期下跌，多省份电力中长期协议价格下跌，例如广东省下跌约 7.4 分/度，江苏省下跌约 4 分/度。对于部分省份而言，本次电价的下跌幅度已经提前预期了煤价的下跌，但在部分缺电省份，电价下跌的幅度较小，例如安徽、上海、河北等地区，安徽电力长协成交均价跌幅预计 2.3 分/度，冀南零售侧电价下跌 5 厘/度，这些地区的电价跌幅远低于煤价带来的成本跌幅。

当前市场对于火电板块的预期逐渐扭转，可关注高股息电力企业。此前火电板块股息率一直不高，2024 年以前火电股息率（近 12 个月）一直低于 3%，而煤炭股息率一度到达 9%。预计 2024 年煤炭板块股息率仍大于电力板块，但随着煤价下跌，火电企业股息率有望接近或超过 6%，超过大多数煤炭企业。此外困境反转的火电企业也值得关注。此前存在一些省份煤价较高、电价较低，其火电企业盈利能力较差，比如建投能源。河北省本次电价下跌幅度较小，冀南零售价下跌 5 厘，我们预计火电长协价下跌幅度也约 3-7 厘左右，而煤价下跌幅度带来的利润增厚远大于电价跌幅。

投资建议：煤价下跌带来火电的成本下降，公用事业属于业绩较为稳定的板块，本次煤价下跌有望带来长期的业绩增厚，我们选择分红比例较高的企业，这些企业股息率有望提升。建议关注：皖能电力、申能股份、国电电力、浙能电力、华能国际、华电国际、淮河能源。此外，由于火电企业的业绩长期承压，我们也关注本次煤价降低带来困境反转的企业，建议关注：建投能源。

风险提示：下游需求不确定性风险、电价下跌风险、规划项目进度不达预期风险、煤价波动风险、政策不确定性风险。

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

1 当前时点，怎么看煤电股息？	4
2 煤价变化对煤炭企业的影响	4
2.1 2022 年起煤价开启下跌趋势	4
2.2 煤炭企业股息率有所下滑	7
3 煤价下跌，火电企业走出困境	8
3.1 原料煤成本占据火电成本大头	8
3.2 火电企业有望开启高股息之路	10
3.3 困境反转火电企业也值得关注	11
4 投资建议	12
5 风险提示	19

图表目录

图表 1: 2022 年起煤价逐渐下行 (元/吨)	4
图表 2: 2024 年下半年我国煤炭开工率提升 (%)	5
图表 3: 我国原煤累计产量变化 (亿吨)	5
图表 4: 近两年进口煤大幅增加 (万吨)	6
图表 5: 近两年进口煤量与煤价呈现负相关性 (万吨)	6
图表 6: 国内煤炭供给量较为稳定 (万吨)	6
图表 7: 进口煤量大于供需缺口 (万吨)	6
图表 8: 煤炭供需平衡预测 (万吨)	7
图表 9: 不同煤价水平下对主要煤企盈利及股息率预测 (亿元)	8
图表 10: 华能国际燃料成本占公司总成本 71.5% (亿元)	9
图表 11: 国电电力燃料成本占公司总成本 69.3% (亿元)	9
图表 12: 建投能源燃料成本占火电发电成本 76% (亿元)	9
图表 13: 2024 年安徽省电量缺口加大 (亿度)	10
图表 14: 河北省近年来一直存在电量缺口 (亿度)	10
图表 15: 上海市对外电力依存度较高 (亿度)	10
图表 16: 浙江省对外电力依存度高 (亿度)	10
图表 17: 部分省份电价变动统计	10
图表 18: 2024 年底火电指数下跌	11
图表 19: 部分电力企业 25 年股息率有望提升 (亿元)	11
图表 20: 建投能源盈利能力较差 (亿元)	12
图表 21: 公用事业板块位于 PB-ROE 均衡线下	12
图表 22: 公用事业 PE 接近历史 15%分位	13
图表 23: 公用事业 PB 接近历史 20%分位	13
图表 24: 24-25 年预计部分火电企业 ROE 大幅提升	13
图表 25: 皖能电力归母净利润不断增长	14
图表 26: 公司 ROE 及净利率快速增加	14
图表 27: 皖能电力新建项目一览	14
图表 28: 申能股份归母净利润不断增长	15
图表 29: 申能股份 ROE 及净利率快速增加	15
图表 30: 国电电力归母净利润不断增长	15
图表 31: 国电电力 ROE 及净利率快速增加	15
图表 32: 浙能电力归母净利润不断增长	16
图表 33: 浙能电力 ROE 及净利率快速增加	16
图表 34: 华能国际归母净利润不断增长	17
图表 35: 华能国际 ROE 及净利率快速增加	17
图表 36: 华电国际归母净利润依然不断增长	17
图表 37: 华电国际 ROE 及净利率开始修复	17
图表 38: 近两年淮河能源归母净利润较为稳定	18
图表 39: 淮河能源 ROE 及净利率开始修复	18
图表 40: 淮河能源有望新增资产注入电厂	18
图表 41: 近两年建投能源归母净利润增加	19
图表 42: 建投能源 ROE 及净利率开始修复	19

1 当前时点，怎么看煤电股息？

2021 年下半年-2022 年，煤价逐渐走向高位，煤炭板块上市公司利润也升至历史高点。由于煤价的上升，导致以煤炭为原料的火电企业成本大幅上升，不少火电厂一度转入亏损。2024 年底煤价开启下行趋势，最近下行速度加快，港口煤价跌破 700 元/吨的关卡，煤矿利润势必有所下滑，但对于火电企业而言，煤价的下跌带来了其成本的下降，尤其是电价下降较少地区的火电厂，利润将迎来较大程度提升。

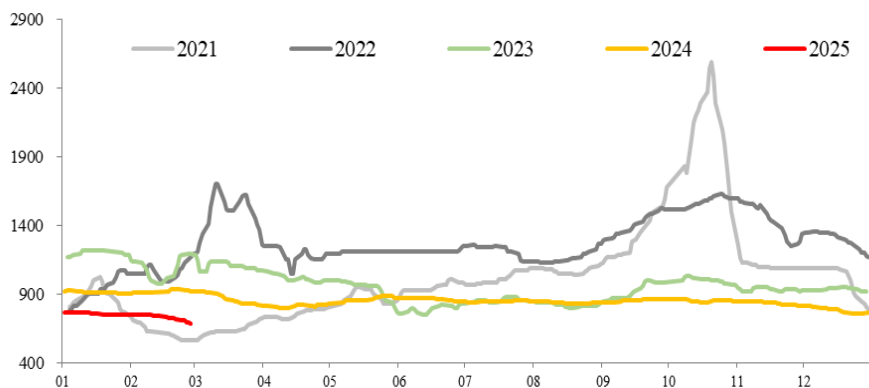
2025 年在低利率预期的环境下，高股息板块依旧是投资重点。此前煤炭企业分红比例较高，而估值并不高，因此煤炭企业股息率一直处于 A 股前列，受到了市场的青睐，尤其是 2024 年上半年，煤炭板块迎来了“红利”逻辑下的价值重估。煤炭和火电都属于红利板块，本次煤价下跌增加可能会带来火电股息率的大幅提升，2024 年电力股息率可能比煤炭要低，但 2025 年电力板块利润如何，煤电跷跷板将倒向何方呢？下面我们就对该问题进行讨论。

2 煤价变化对煤炭企业的影响

2.1 2022 年起煤价开启下跌趋势

自俄乌冲突导致煤价在 2022 年高位之后，不论是中国还是全球，煤炭供需紧张格局均有所缓解，2022 年秦港 Q5500 每吨均价 1270 元，2023 年则下滑至 965 元，同比减少-24.0%，2024 年该数值跌至 855 元，同比-11.4%。2024 年煤价较长时间内处于每吨 850 元以上，整数关口一度给予市场信心，但 12 月起煤价跌破 800 元，随即一路下跌，截至 2 月 28 日煤价降至 690 元，以往市场关注的整数关口被突破。我们认为 2024 年下半年安全生产形势趋缓，以及全年进口煤的放开，导致了年底煤价的快速下跌。

图表1:2022 年起煤价逐渐下行（元/吨）



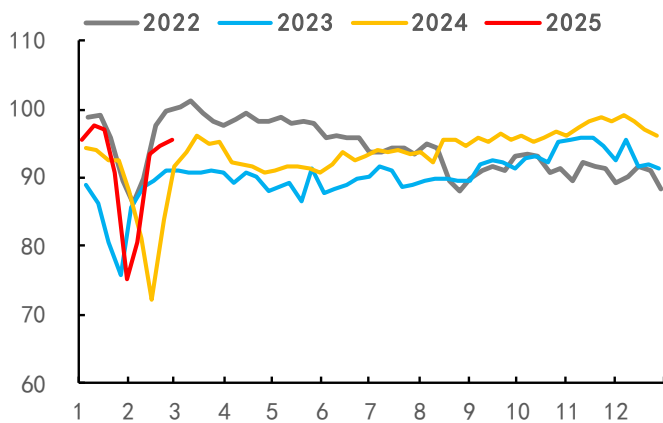
资料来源：方正证券研究所

2024 年上半年安全生产较严，煤价较为坚挺。2023-2024 年上半年形势严峻，政府相继颁布了《煤矿安全生产条例》以及《关于防范遏制矿山领域重特大生产安全事故的硬措施》，安全生产压力导致国内主要产煤地区产量增速放缓。具体到各省，山西省计划于 2024 年减产，其 2023 年原煤产量为 13.78 亿吨，2024 年的目标则降至 13 亿吨，同比下降 5.66%；内蒙古 2023 年原煤产量为 12.1 亿吨，

2024 年目标调整为 12.2 亿吨，同比增长 0.83%；陕西省 2023 年原煤产量为 7.6 亿吨，2024 年目标调整为 7.8 亿吨，同比增长 2.50%。2024 年晋陕蒙等国内原煤产量最大的省份增速均在 3% 以内，相比历史增速放缓，山西省则是出现负增长，2024 年 1-5 月山西省累计产量 4.7 亿吨，同比下降 14.9%。

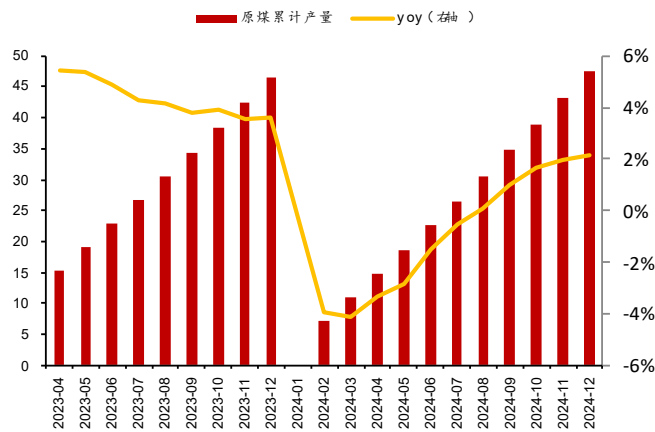
2025 年煤炭产量有望维持 2024 年下半年水平。我国 2021 年 9 月份后临时保供核增了一批煤矿，允许部分煤炭企业先释放产能再完成核增手续，这也导致 2021 年和 2022 年我国原煤产量出现明显跃升。2023 年起临时核增产能释放完毕，原煤产量增速开始降低。由于保供任务重，2021 年煤炭产能利用率开始提升，2022-2023 年一直维持高位，这也导致煤炭安全生产出现问题。2024 年 Q1 由于安检压力，煤炭产能利用率下降明显，Q3 起逐渐恢复并保持在高位，截至 2024 年我国原煤产量 47.6 亿吨，同比+2.2%。我们认为 2025 年产能利用率上涨空间不大，国内煤炭月均产量维持在 2024 年下半年水平。

图表2: 2024 年下半年我国煤炭开工率提升 (%)



资料来源：钢联数据，方正证券研究所

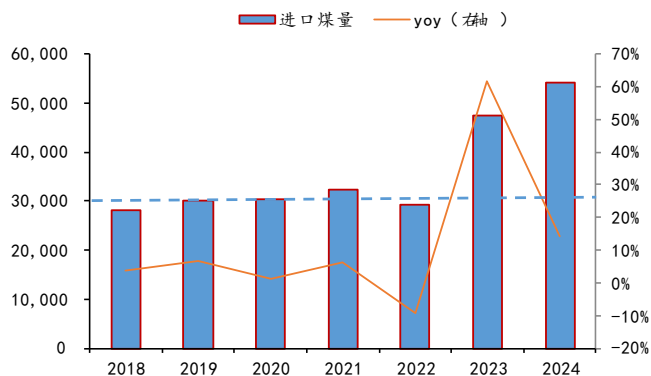
图表3: 我国原煤累计产量变化 (亿吨)



资料来源：，方正证券研究所

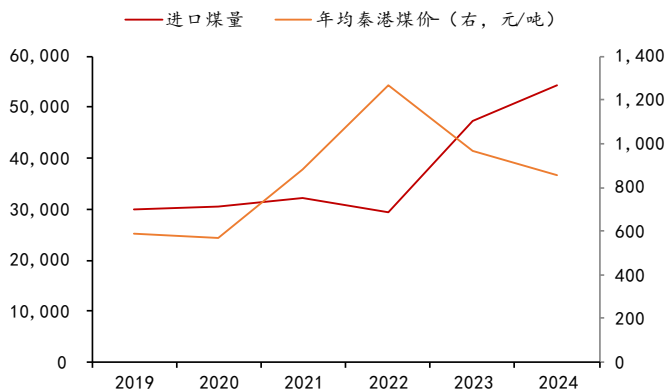
对当前煤炭供需而言，我国国内供给和需求逐渐转为稳定状态，进口煤的增量将成为最大的影响变量。自 2022 年以前，我国煤炭进口是配额制，进口量一直维持在 3 亿吨附近，而由于供需矛盾引发的煤价上涨之后，国内放开了对于进口煤的限制，海外进口煤成本较低，导致了进口煤大幅增长，2022 年我国进口煤及褐煤 2.93 亿吨，低于 3 亿吨的配额，2023 年已经达到 4.74 亿吨，同比+61.8%，2024 年进口量达到 5.43 亿吨，再度增加 14.4%。

图表4:近两年进口煤大幅增加(万吨)



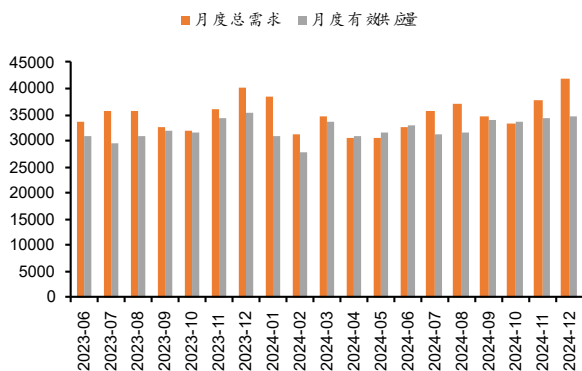
资料来源: , 方正证券研究所

图表5:近两年进口煤量与煤价呈现负相关性(万吨)



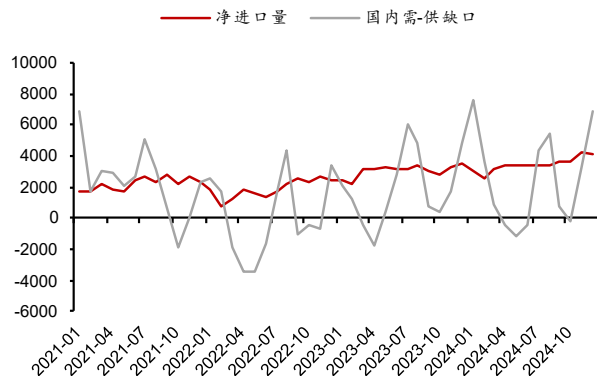
资料来源: , 方正证券研究所

图表6:国内煤炭供给量较为稳定(万吨)



资料来源:煤炭资源网, 方正证券研究所

图表7:进口煤量大于供需缺口(万吨)



资料来源:煤炭资源网, 方正证券研究所

2023 年秦港 Q5500 均价约 965 元/吨, 2024 年均价约为 855 元/吨。根据前文所述, 2024 年下半年山西省安检压力减小, 产能逐渐恢复, 2025 年煤炭同比增产将大概率接近 2024 年同比减产, 我们认为 2025 年生产情况与 2024 年下半年接近的概率较大。我们预期水电发力依旧维持 2024 年水平, 新能源发电量保持增速, 非电煤方面主要增量来自近年来煤化工的投产, 冶金、建材需求有所减少。我们最终得到 2025 年煤炭供需平衡预测, 预计 2025 年相比 2024 年煤炭供需进一步宽松。如果未来进口煤下滑动力不足, 煤价或将长期保持 700 元/吨水平。

图表8:煤炭供需平衡预测 (万吨)

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E
国内供给	342,094	376,426	382,283	387,862	403,464
净进口	26,647	22,574	36,787	41,459	42,919
电力需求	228,987	237,839	258,722	265,106	273,603
建材需求	32,255	29,614	29,096	27,008	26,059
化工需求	22,053	22,871	24,995	28,852	31,619
冶金需求	16,942	17,101	17,609	17,234	16,585
供热需求	32,431	31,733	33,738	35,757	36,206
其他需求	38,108	38,308	41,169	44,526	44,526
供需缺口	-2,035	21,534	13,741	10,838	17,785

资料来源:煤炭资源网、方正证券研究所

2.2 煤炭企业股息率有所下滑

煤价的下跌导致煤炭企业的盈利能力下滑。对于市场煤占比较高的煤炭企业,如兖矿能源、晋控煤业、山煤国际等,煤价变动对其利润影响较大。2020年,兖矿能源、晋控煤业、山煤国际归母净利润分别为71.2/8.8/8.3亿元,而2022年分别为307.7/30.4/69.8亿元,均有较大幅度增加,但随着2024年煤价下跌,这些企业净利润下跌幅度也较大,根据一致预期,兖矿能源、晋控煤业、山煤国际预期归母净利润分别为153.3/29.9/29.1亿元,同比-23.9%/-9.6%/-31.7%。而对于盈利较为稳定的企业,如长协占比较高的中国神华、中煤能源,市场预期归母净利润分别同比-0.8%/-2.5%,保供下游电厂、化工,且有资产注入的陕西煤业为+2.3%。

煤炭企业盈利下滑带来股息率的变动。由于前期煤价底部预期较高,给煤炭企业的盈利稳定性给与保障,2024年上半年煤炭板块估值也不断提升,但随着煤价的逐步下跌,煤炭业绩的稳定性下降,煤炭板块股息率将随之下降。我们分煤价对煤企盈利水平做出预测,得到了不同煤价水平下各公司的盈利情况。假设秦港煤价中枢在700元/吨水平下,我们预测盈利水平较为稳定的中国神华、中煤能源、陕西煤业归母净利润分别为498.9/153.2/177.5亿元,假设分红比例为70%/50%/60%,则中国神华、中煤能源、陕西煤业对应2月28日股价股息率为4.96%/5.71%/5.80%。

图表9: 不同煤价水平下对主要煤企盈利及股息率预测 (亿元)

项目	公司	秦港 Q5500 动力煤价格 (元/吨)						
		600	700	770	840	950	1000	1100
归母净利润 (亿元)	中国神华	421.0	498.9	553.4	608.0	673.2	702.9	762.2
	中煤能源	122.7	153.2	173.9	195.9	229.5	244.7	275.2
	陕西煤业	148.7	177.5	199.2	224.9	252.1	268.9	297.7
	兖矿能源	89.3	112.0	127.8	151.3	190.4	207.4	244.0
	晋控煤业	16.8	21.6	26.5	29.0	31.8	33.9	37.3
	山煤国际	20.2	22.4	25.2	27.1	28.8	31.7	33.1
PE	中国神华	16.7	14.1	12.7	11.6	10.5	10.0	9.2
	中煤能源	10.9	8.8	7.7	6.8	5.8	5.5	4.9
	陕西煤业	12.4	10.3	9.2	8.2	7.3	6.8	6.2
	兖矿能源	14.9	11.9	10.4	8.8	7.0	6.4	5.5
	晋控煤业	11.5	8.9	7.3	6.6	6.1	5.7	5.2
	山煤国际	10.3	9.3	8.3	7.7	7.2	6.6	6.3
	中国神华(H股)	12.9	10.9	9.8	8.9	8.1	7.7	7.1
	中煤能源(H股)	8.0	6.4	5.6	5.0	4.3	4.0	3.6
	兖矿能源(H股)	8.4	6.7	5.9	5.0	3.9	3.6	3.1
	中国神华	4.18%	4.96%	5.50%	6.04%	6.69%	6.99%	7.58%
	中煤能源	4.57%	5.71%	6.48%	7.30%	8.55%	9.12%	10.26%
	陕西煤业	4.86%	5.80%	6.50%	7.34%	8.23%	8.78%	9.72%
预测股息率	兖矿能源	4.02%	5.04%	5.75%	6.82%	8.57%	9.34%	10.99%
	晋控煤业	3.48%	4.48%	5.49%	6.02%	6.59%	7.02%	7.74%
	山煤国际	2.91%	3.23%	3.63%	3.90%	4.15%	4.56%	4.77%
	中国神华(H股)	5.83%	6.90%	7.66%	8.41%	9.32%	9.73%	10.55%
	中煤能源(H股)	6.24%	7.80%	8.85%	9.97%	11.68%	12.46%	14.01%
	兖矿能源(H股)	7.14%	8.96%	10.22%	12.10%	15.22%	16.59%	19.51%

资料来源: 、方正证券研究所

3 煤价下跌，火电企业走出困境

3.1 原料煤成本占据火电成本大头

在火电成本中，燃料成本占比最大，煤价下跌带来成本端的下降。我们以华能国际、国电电力以及建投能源为例，火电成本中燃料成本占比接近 70%-75%，煤价下跌对火电厂利润改善效果较为直观。根据国家能源局发布的《关于开展全国煤电机组改造升级的通知》，到 2025 年，全国火电平均供电煤耗降至 300 克标准煤/千瓦时以下。我们以度电煤耗 300 克标准煤作为基准测算，每分钱度电成本的波动对应标准煤价格波动 33.3 元/吨，对应 5500 大卡煤价波动为 26.2 元/吨，假设 2025 年秦港 Q5500 煤炭均价下跌 150 元/吨，若在完全采购市场化煤炭的情况下，假设入炉煤成本变动等于煤价变动，对应度电成本将下降 5.7 分。

图表10: 华能国际燃料成本占公司总成本 71.5% (亿元)

		2023 年		2022 年		同比 增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
电力及热力	燃料	1,566	71.45	1,705	73.33	-8.17
电力及热力	折旧	241	10.99	227	9.75	6.2
	其他	385	17.56	393	16.92	-

资料来源: 、方正证券研究所

图表11: 国电电力燃料成本占公司总成本 69.3% (亿元)

		2023 年		2022 年		同比 增减
		金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
火电热力	燃料	1,053	69.26	1,145	69.92	-8.03
火电热力	折旧	104	6.82	110	6.74	-5.94
	其他	364	23.92	382	23.34	-

资料来源: 、方正证券研究所

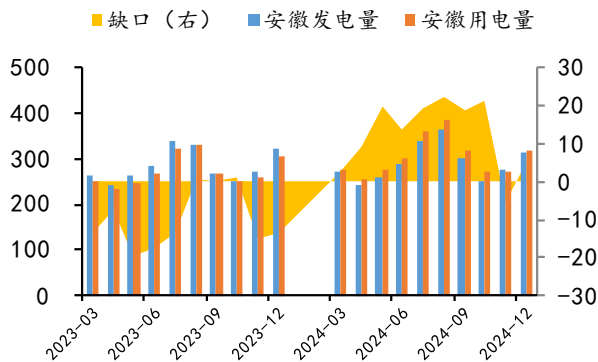
图表12: 建投能源燃料成本占火电发电成本 76% (亿元)

项目	2023 年		2022 年		同比增 减
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	
燃料费	126.87	75.92%	126.34	77.07%	-1.15%
水电费	1.22	0.73%	1.06	0.65%	0.08%
材料费	3.29	1.97%	3.22	1.97%	-
职工薪酬	8.65	5.18%	7.07	4.31%	0.86%
折旧费	12.06	7.22%	12.05	7.35%	-0.13%
修理费	1.82	1.09%	3.27	1.99%	-0.91%

资料来源: 、方正证券研究所

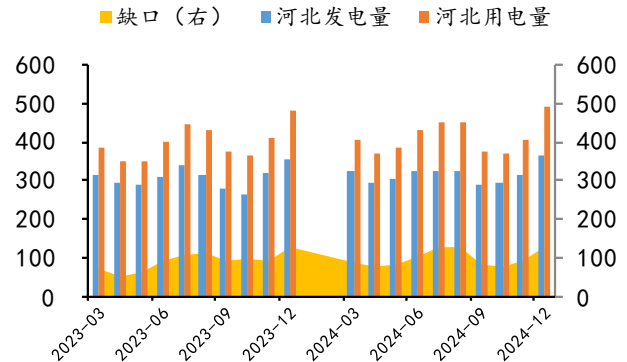
2024 年底, 由于煤价预期下跌, 多省份电力中长期协议价格下跌, 例如广东省下跌约 7.4 分/度, 江苏省下跌约 4 分/度。对于部分省份而言, 本次电价的下跌已经提前预期了煤价的下跌, 但在部分缺电省份电价下跌的幅度较小。例如安徽、上海、河北等地区, 例如安徽省长协成交均价跌幅预计约为 2.3 分/度, 冀南地区零售侧电价下跌 5 厘/度。我们发现, 电价下跌幅度较小的省份, 基本均为缺电省份。

图表13:2024 年安徽省电量缺口加大 (亿度)



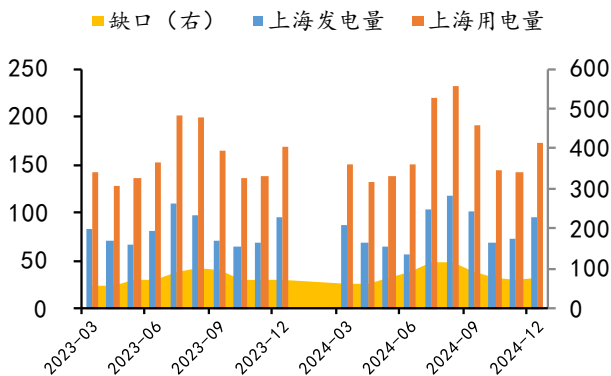
资料来源: 、方正证券研究所

图表14:河北省近年来一直存在电量缺口 (亿度)



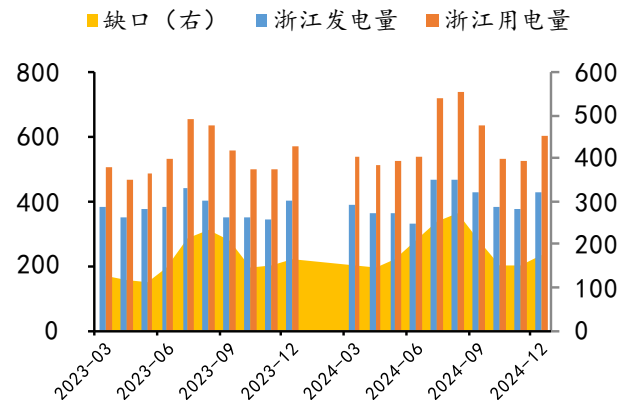
资料来源: 、方正证券研究所

图表15:上海市对外电力依存度较高 (亿度)



资料来源: 、方正证券研究所

图表16:浙江省对外电力依存度高 (亿度)



资料来源: 、方正证券研究所

图表17: 部分省份电价变动统计

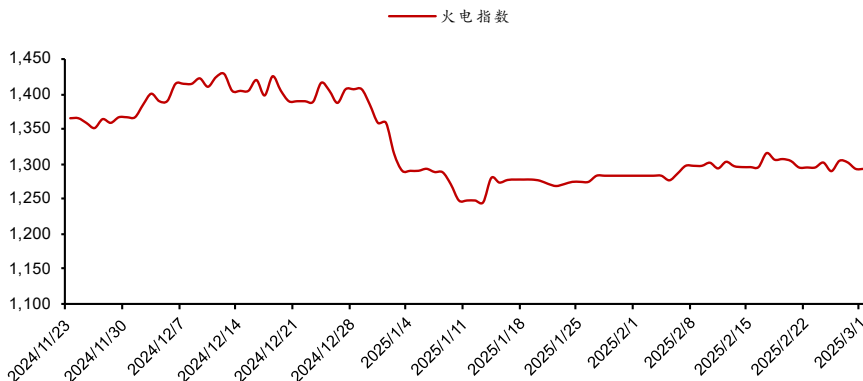
省份	电价变化分析
广东	2025 年度交易成交均价成交均价为 0.39 元/度, 同比下降了 15.8%或 7.4 分/度
江苏	2025 年年度长协电价降至 0.412 元/度, 同比下跌 4 分/度
上海	当前零售侧价格为 0.465 元, 较 2024 年的 0.473 元有所滑落
湖北	2025 年批发侧预计降价幅度在 1 分以内
广西	2025 年零售侧预计价格下探 1 分以内
河北	2025 年零售侧签约 40%, 冀南、冀北地区分别降价 5 厘与 1 分。
安徽	2025 年双边长协电价预计降至 0.413 元/度, 同比下跌 2.3 分/度

资料来源: 北极星、领航智库、方正证券研究所

3.2 火电企业有望开启高股息之路

2024 年 12 月, 电力板块指数随着煤价的下跌开启上涨, 但 2024 年底的电力中长期协议价格降幅较大, 尤其是广东度电价格降幅达到 7.4 分, 市场预期较差导致电力板块指数有所下滑。随着多省的中长期电价逐渐落地, 以及煤价的加速下行, 当前市场对于电力尤其是火电板块的预期逐渐好转, 电力板块指数有望迎来反弹。

图表18:2024 年底火电指数下跌



资料来源：方正证券研究所

根据我们前文所述，对于电厂而言，标煤价格每变动 33.3 元/吨，将带来度电成本变动 1 分钱。2021 年 9 月以来煤价的大幅上涨，导致电力企业利润大幅下滑，作为公用事业的火电板块股息率一直不高，2024 年以前火电股息率（近 12 个月）一直低于 3%，而煤炭股息率（近 12 个月）居高不下，2023 年 9 月股息率一度到达 9%，这也是 2024 年初煤炭板块在红利加持下不断上涨的原因。2024 年，我们认为整体煤价仍处于较高水平，秦港 Q5500 均价约 855 元/吨，预计 2024 年煤炭板块股息率仍大于电力板块，但随着煤价下跌，市场对煤价预期较低，2025 年电力板块的利润有望提升，股息率也将提升至较高水平，我们假设 2025 年全年秦港 Q5500 动力煤均价为 720 元/吨，得到部分火电企业股息率有望接近或超过 6%，超过大多数煤炭企业的股息率。

图表19:部分电力企业 25 年股息率有望提升（亿元）

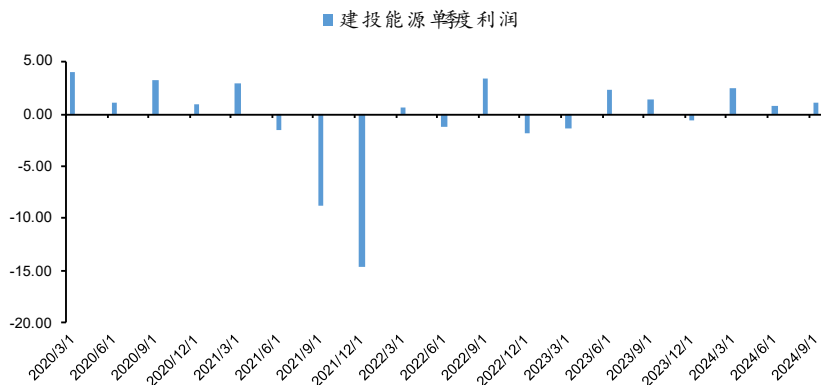
代码	简称	2023 分红比例 (%)	市值	2024E	24PE	24 股息率	2025E	25PE	25 股息率
600575.SH	淮河能源	55.5	120.1	10.9	11.0	5.0%	12.7	9.4	5.9%
000543.SZ	皖能电力	35.0	166.8	22.2	7.5	4.7%	27.8	6.0	5.8%
600027.SH	华电国际	33.9	543.2	64.3	8.4	4.0%	80.1	6.8	5.0%
600023.SH	浙能电力	51.4	736.1	79.1	9.3	5.5%	95.8	7.7	6.7%
600795.SH	国电电力	38.2	754.4	97.2	7.8	4.9%	85.9	8.8	4.3%
600011.SH	华能国际	57.1	927.7	121.7	7.6	7.5%	139.0	6.7	8.6%
600642.SH	申能股份	56.6	436.1	44.0	9.9	5.7%	51.0	8.5	6.6%

资料来源：方正证券研究所。注：假设分红比例保持不变，盈利预测来自方正证券研究所。

3.3 困境反转火电企业也值得关注

此前存在一些省份煤价较高、电价较低，其火电企业盈利能力较差，若这些省份较为缺电，本次电价下降幅度通常比较小，比如河北、湖南等地区，对于这些地区的电厂企业来说其盈利能力将得到较大程度修复。因此我们也可以关注本次煤价降低带来困境反转的企业，比如建投能源。河北省本次电价下跌幅度较小，冀南零售价下跌 5 厘，我们预计火电长协价下跌幅度也约 3-7 厘左右，而煤价下跌幅度带来的利润增厚则远大于电价跌幅。

图表20: 建投能源盈利能力较差（亿元）

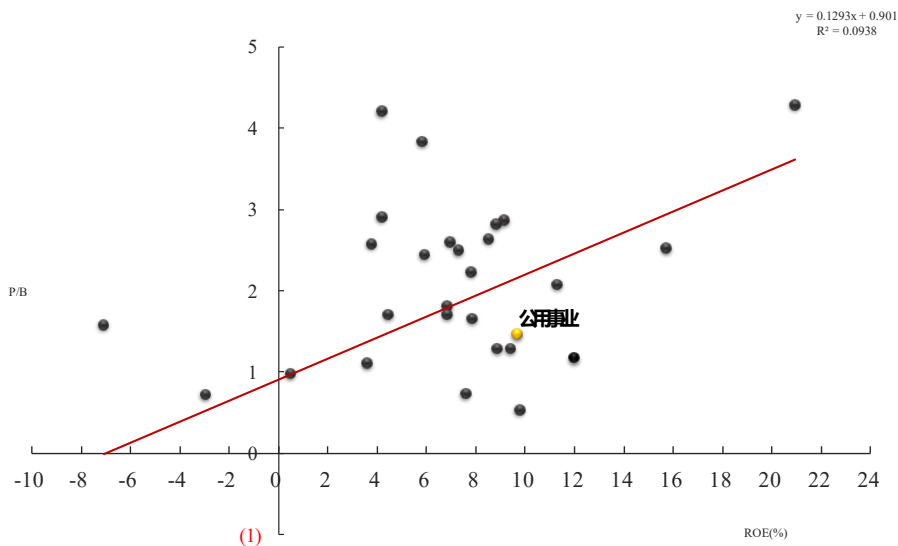


资料来源：方正证券研究所

4 投资建议

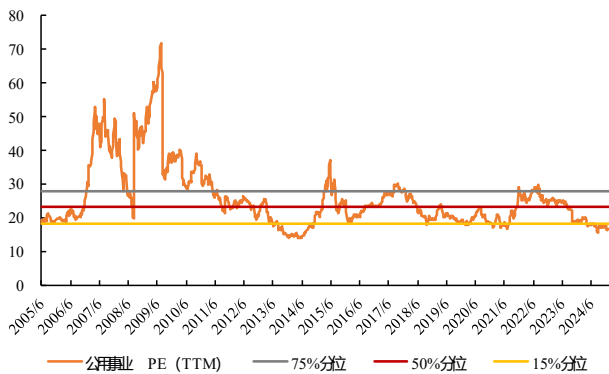
从PB-ROE角度，目前公用事业行业处于PB-ROE均衡线以下。我们对各个行业现阶段市净率（PB-LF）和ROE进行回归分析，公用事业位于PB-ROE均衡线下方，且距离均衡线比较远，表现出高ROE，低PB的特点，估值折价明显。截至2025年2月28日，公用事业板块市盈率PE（TTM）为16.54倍，低于历史估值15%分位，公用事业板块市净率PB（LF）为1.46倍，低于历史估值20%分位数；公用事业行业ROE为9.68%，位于全行业第六，对应市净率应为1.46，当前市净率估值折价32.2%，存在明显的估值修复机会。

图表21: 公用事业板块位于PB-ROE均衡线下



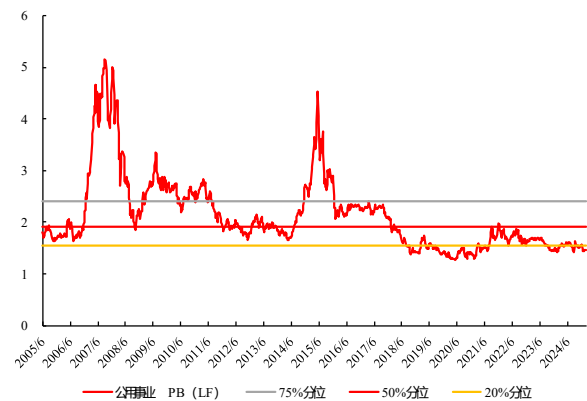
资料来源：方正证券研究所

图表22:公用事业 PE 接近历史 15%分位



资料来源: , 方正证券研究所

图表23:公用事业 PB 接近历史 20%分位



资料来源: , 方正证券研究所

高股息板块在低利率市场环境下价值凸显。煤价下跌带来火电的成本下降,公用事业原本是属于现金流较为稳定的行业,随着煤价中枢下移带动火电板块业绩增长,火电股息率有望稳定提高。根据前文所述,2025 年部分电力企业股息率有望达到 5%甚至更高。2024 年 12 月 9 日政治局会议指出,明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,十余年来在货币政策立场上的首次转变,从“稳健”转向“适度宽松”,未来利率或许保持在较低位置,截至 2025 年 2 月 28 日,十年期国债收益率下行至 1.71%,将更加凸显红利低波投资价值,对于低风险偏好的资管、保险等产品,或将在资本市场增加对公用事业板块的投资。

我们选择分红比例较高的企业,假设 2025 年秦港 Q5500 动力煤均价为 720 元/吨的情况下,这些企业股息率均有望提升,建议关注:皖能电力、申能股份、国电电力、浙能电力、华能国际、华电国际、淮河能源。此外,由于火电企业的业绩长期承压,我们也关注本次煤价降低带来困境反转的企业,建议关注:建投能源。

图表24:24-25 年预计部分火电企业 ROE 大幅提升

代码	简称	PB	市值 (亿元)	24PE	25PE	24ROE	25ROE
600575.SH	淮河能源	1.04	120.1	11.0	9.4	9.5%	11.0%
000543.SZ	皖能电力	1.08	166.8	7.5	6.0	14.4%	18.0%
600027.SH	华电国际	1.40	543.2	8.4	6.8	16.5%	20.6%
600023.SH	浙能电力	1.02	736.1	9.3	7.7	11.0%	13.3%
600795.SH	国电电力	1.35	754.4	7.8	8.8	17.4%	15.4%
600011.SH	华能国际	1.82	927.7	7.6	6.7	23.8%	27.2%
600642.SH	申能股份	1.25	436.1	9.9	8.5	12.6%	14.6%
000600.SZ	建投能源	0.96	98.1	18.2	7.1	5.3%	13.6%

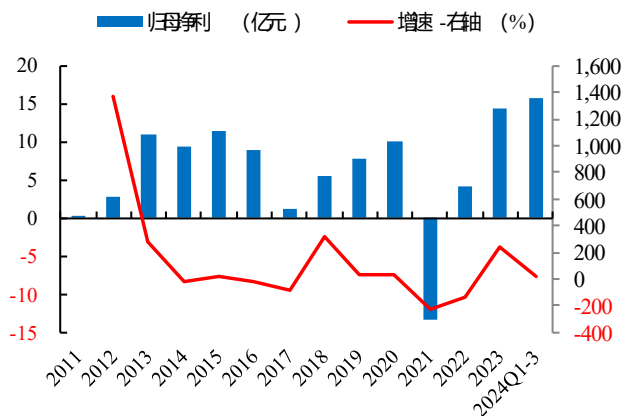
资料来源: , 方正证券研究所。24-25PE 为方正证券研究所预期。

皖能电力:公司为安徽能源集团旗下电力企业,含有多项优质的火电投资项目。截至 2023 年公司总装机量 14950MW,在建煤电产能 2320MW,包括新疆英格玛电厂 1320MW、省内钱营孜二期 1000MW,其中英格玛电厂已于 2024 年底投产,此外还有风光新能源 1100MW,其中新疆光伏 800MW。

新疆地区的煤炭资源低位、安徽省用电需求增速高，公司精准布局“疆电入皖”项目，在新疆建设电厂发回安徽。2023 年 9 月投产的江布电厂（2*660MW）原属潞安准东，目前在建英格玛电厂（2*660MW）原属华电集团，均被公司收入麾下。此外新疆的 800MW 光伏项目也是疆电入皖配套电源，对“吉泉直流”进行火电、新能源双布局，随着这些优质项目的投产公司盈利能力将得到增强。

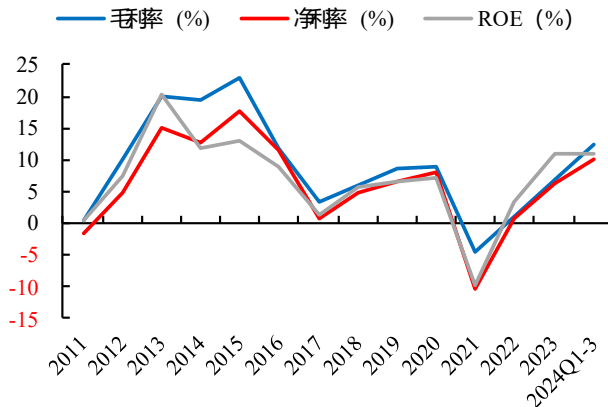
我们预计 2024 年皖能电力火力发电 540 亿度，2025 年达到 633 亿度。假设公司采购煤价下降 100 元/吨，公司总成本约下降 24.2 亿元。

图表25: 皖能电力归母净利润不断增长



资料来源：方正证券研究所

图表26: 公司 ROE 及净利率快速增加



资料来源：方正证券研究所

图表27: 皖能电力新建项目一览

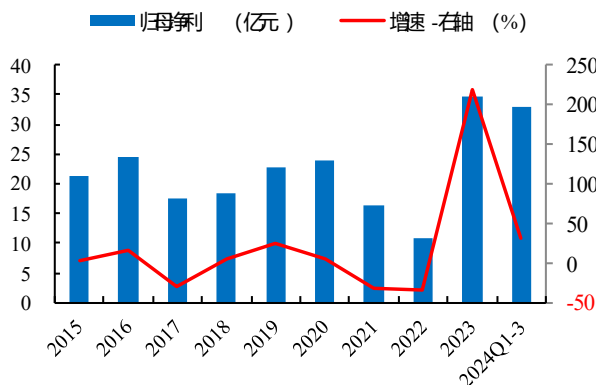
项目	容量 (MW)
2023 年底装机	14,950
2024 新增	
英格玛电厂	1320
皖能天然气调峰	900
新增合计	2220
新疆光伏	800
宿州褚兰风电	300
钱营孜二期煤电	1000
在建合计	2100

资料来源：方正证券研究所

申能股份：作为申能（集团）有限公司旗下的核心上市企业，在能源领域深耕多年，构建起了一套多元化且极具竞争力的能源项目体系，在上海乃至全国能源市场都占据重要地位。截至 2024 年底，公司总装机容量达到 17955MW，其中煤电 8400MW，依然是装机主力，此外新能源装机规模也在快速扩张，公司气电 3425.6MW，风电 2825.2MW，光伏 2440.6MW。

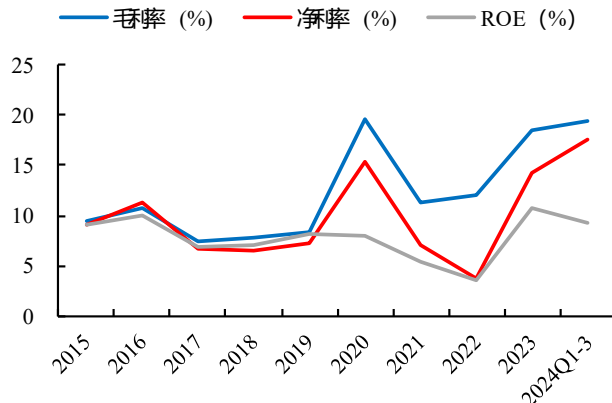
2024 年公司控股发电企业完成发电量 586.23 亿度，同比+6.4%，其中煤电完成 416.05 亿度，同比+3.5%。假设 2025 年发电量不变，公司煤炭采购成本下降 100 元/吨，公司总成本约下降 15.9 亿元。

图表28: 申能股份归母净利润不断增长



资料来源: 、方正证券研究所

图表29: 申能股份 ROE 及净利率快速增加



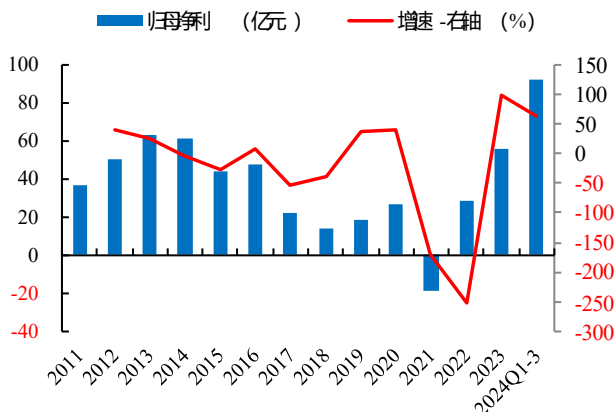
资料来源: 、方正证券研究所

国电电力: 国电电力在火电领域拥有庞大的资产布局。截至目前，公司旗下分布于全国各地的火电装机规模巨大，拥有众多先进的火力发电机组。截至 2023 年末，公司控股装机容量 111733MW，其中火电装机 74629MW，水电 14950.6MW，风电 9839.8MW，光伏 12314.5MW。

除火电外，公司还有很多非化石能源在建项目。公司拥有大渡河流域约 352 万千瓦水电项目、象山二期 50.4 万千瓦海上风电、上海庙 300 万千瓦光伏、天津海晶 100 万千瓦光伏大基地等在建项目，未来将增厚公司发电资产。

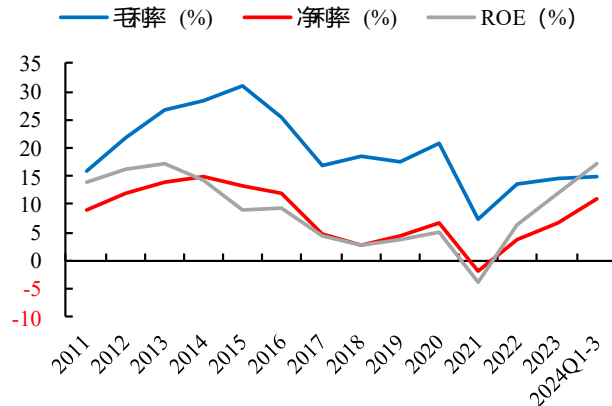
我们预计 2025 年火电发电量 3605 亿度，假设公司采购煤价下降 100 元/吨，公司总成本约下降 137.6 亿元。

图表30: 国电电力归母净利润不断增长



资料来源: 、方正证券研究所

图表31: 国电电力 ROE 及净利率快速增加



资料来源: 、方正证券研究所

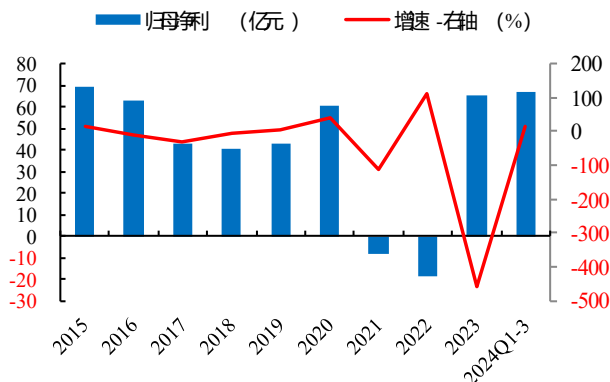
浙能电力: 公司为浙江省能源集团旗下核心电力企业，坐拥众多极具潜力的火电投资项目。截至 2023 年末公司管理机组总装机容量 35174MW，其中燃煤机组占总

装机容量的 87.78%，在建煤电产能 6000MW，其中包括六横二期（2000MW）、台二二期（2000MW）、滨电四期、嘉兴四期（2000MW）等工程。我们预计 2024 年公司发电量 1740 亿度，其中煤电 1735 亿度。

在建的多个项目投产后，公司将进一步提升市场份额，盈利能力有望显著提升。同时，公司深度布局核电领域，参股中国核电以及秦山核电、核电秦山联营、秦山第三核电、三门核电、中核辽宁核电、中核海洋核动力、中广核苍南核电、中核燕龙、国核浙能等核电及核能多用途公司。

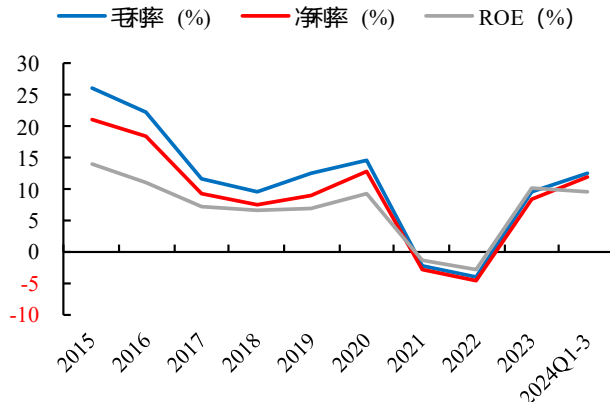
我们预计 2025 年公司燃煤发电 1650 亿度，假设公司采购煤价下降 100 元/吨，公司总成本约下降 63 亿元。

图表32:浙能电力归母净利润不断增长



资料来源：方正证券研究所

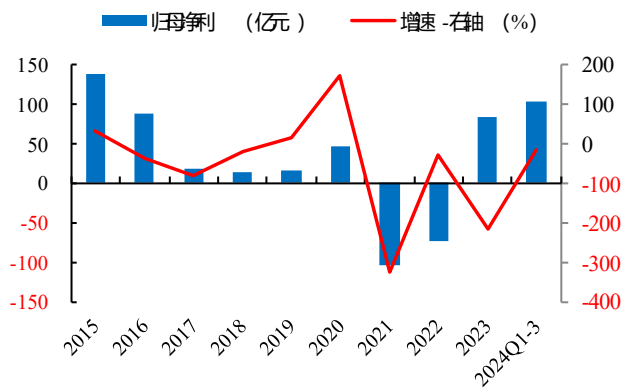
图表33:浙能电力 ROE 及净利率快速增加



资料来源：方正证券研究所

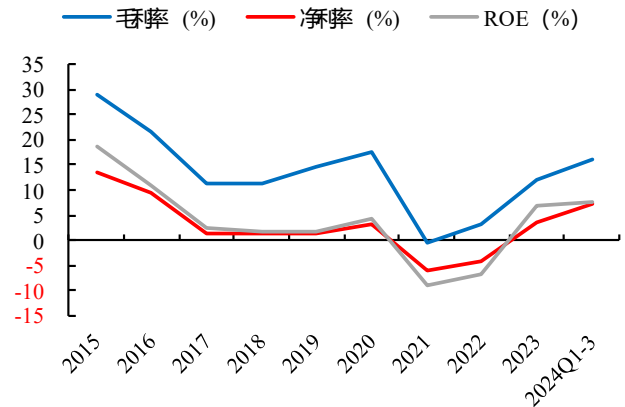
华能国际：作为中国华能集团旗下的旗舰电力企业，在能源领域占据重要地位，拥有一系列优质且规模庞大的发电项目。截至 2024 年 12 月 31 日，公司可控发电装机容量为 145,125MW，其中新能源装机容量为 37,945MW，2024 年全年，公司新增并网可控发电装机容量为 9,692.76MW，其中新能源装机容量为 9,417.71MW。此外公司积极布局海外，收购、运营新加坡大士能源，建成巴基斯坦萨希瓦尔燃煤电站。2024 年华能国际火电发电量 3693 亿度，占全部发电量 81.5%。我们预计 2025 年燃煤发电量 3836 亿度，假设公司吨煤成本采购下降 100 元/吨，对应成本下降 147 亿元。

图表34: 华能国际归母净利润不断增长



资料来源: 、方正证券研究所

图表35: 华能国际 ROE 及净利率快速增加

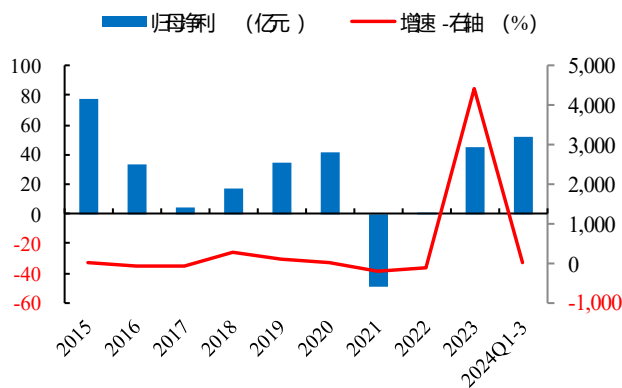


资料来源: 、方正证券研究所

华电国际: 作为中国华电集团旗下的核心电力上市企业, 在全国电力市场中发挥着关键作用, 手握大量优质且多元的发电资产。截至 2024 年底公司控股装机容量为 59819MW, 2025 年公司前期披露定增公告注入气电资产 1,5973MW, 占现有装机规模的 26.7%。2024 年, 公司实现发电量 2226 亿度, 同比-0.52%。

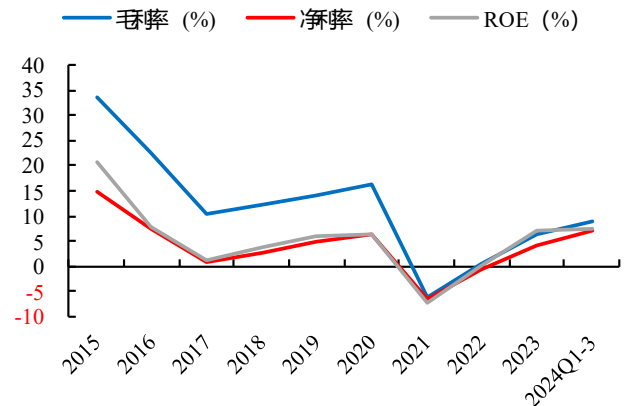
我们预计 2025 年燃煤发电量 2032 亿度, 假设煤炭采购均价下降 100 元/吨, 总成本预计下降 77.6 亿元。

图表36: 华电国际归母净利润依然不断增长



资料来源: 、方正证券研究所

图表37: 华电国际 ROE 及净利率开始修复

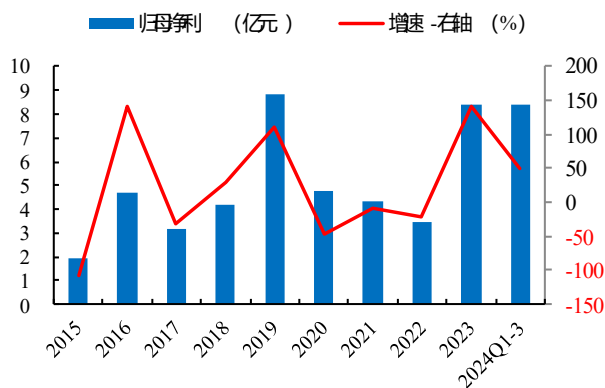


资料来源: 、方正证券研究所

淮河能源: 淮河能源下属五座火电电厂, 合计装机容量 4910MW, 其中潘三电厂 2*135MW、顾桥电厂 2*330MW、潘集电厂一期 2*660MW 为全资电厂, 此外还参股田集电厂一期和田集电厂二期两家电厂。根据淮河能源公告, 公司计划收购淮南矿业集团持有的电力集团 89.3% 的股权, 旗下包括潘集电厂、谢桥电厂、滁州天然气调峰电厂等资产, 未来淮河能源装机量有望进一步增加。

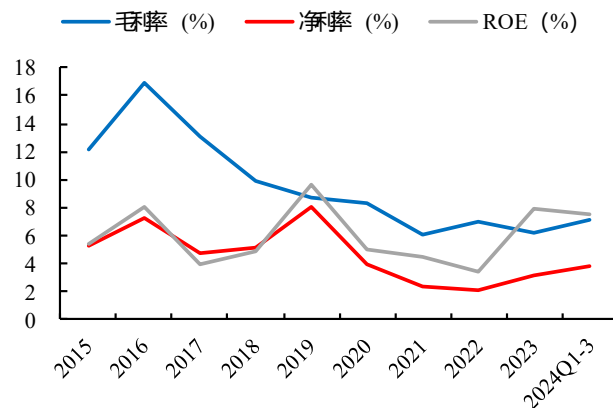
公司控股股东淮南矿业集团为煤炭大户, 旗下煤矿产能达到 7790 万吨/年, 在安徽拥有 8 对矿井, 核定产能 5490 万吨/年。淮河能源旗下电厂所需原料可以通过采购集团煤炭补充, 也为煤电联营提供了新模范。

图表38:近两年淮河能源归母净利润较为稳定



资料来源：、方正证券研究所

图表39:淮河能源 ROE 及净利率开始修复



资料来源：、方正证券研究所

图表40:淮河能源有望新增资产注入电厂

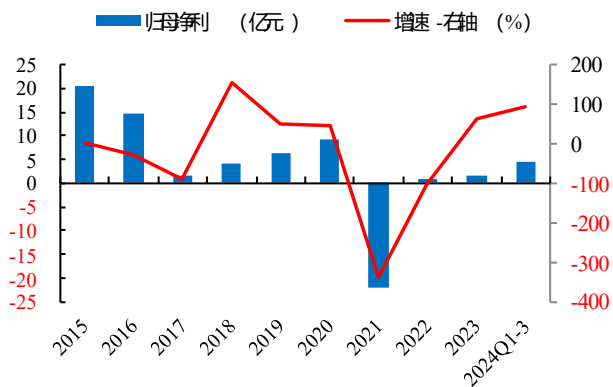
电厂名	容量	投产时间
滁州天然气调峰电厂	2×450MW	2024 年 5 月
潘集电厂二期	2×660MW	2025 年 6 月
谢桥电厂	2×660MW	2025 年 8 月

资料来源：北极星电力、新华网、政府网、方正证券研究所

建投能源：为河北省建设投资集团旗下的电力核心企业，在区域能源供应体系中扮演着极为重要的角色，拥有一系列布局合理、效益突出的发电项目。截至 2025 年 1 月，公司火电装机 11770MW，占据主导地位。2024 年前三季度，公司控股运营发电公司累计完成发电量 359.13 亿度，同比+16.70%，其中火电发电量 356.32 亿度，同比+16.35%。2024 年公司累计完成发电量 542.55 亿度，同比+21.35%。

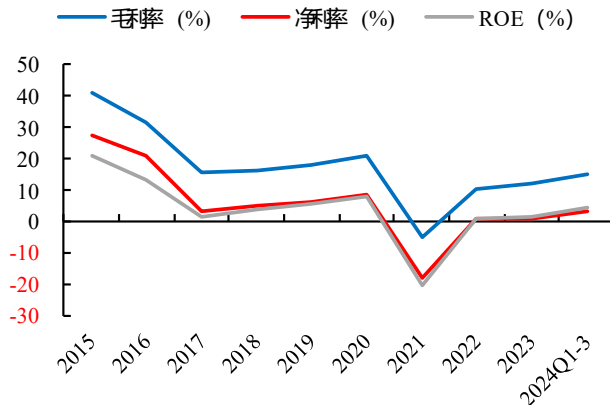
目前公司已完成了对控股股东持有的秦电公司和建投准能的收购工作，2025 年新增控制装机容量 132 万千瓦，新增权益装机容量 119.5 万千瓦。公司控股的西柏坡电厂四期工程 2×66 万千瓦项目、任丘热电二期 2×35 万千瓦项目已开工建设，计划 2026 年实现投产。同时，公司部分参股火电公司也获得了建设指标，例如沧东电厂三期 2×660MW 项目、定州电厂三期 2×660MW 项目、衡丰电厂扩建 2×660MW 项目，均预计 2026 年投产。

图表41:近两年建投能源归母净利润增加



资料来源: 、方正证券研究所

图表42:建投能源 ROE 及净利率开始修复



资料来源: 、方正证券研究所

5 风险提示

下游需求不确定性风险: 目前宏观经济环境受到地产拖累, 用电需求增速有下行风险。

电价下跌风险: 中国逐步引入绿电交易市场化, 随着煤价的下跌电价的成本支撑力度下降, 未来部分地区电价有进一步下行风险。

规划项目进度不达预期风险: 新建项目受到资金、技术、政策、建设周期等多方面因素影响, 施工进度可能有不及预期的风险。

煤价波动风险: 煤炭属于周期属性商品, 其价格受到供需关系影响, 2024 年上半年的安全生产监察、以及下游需求的变动都会导致煤炭价格的波动。同时作为能源品, 受到国家政策及全球能源局势影响。

政策不确定性风险: 比如新建火电及其他电力项目支持政策、容量电价政策、碳交易市场、电力市场化改革、煤指标政策等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com