

石油化工组  
分析师：许隽逸（执业 S1130519040001）  
xujunyi@gjzq.com.cn

## 火电盈利实质性改善，绿电保持稳健增长

### 基本结论

■ 细分行业看：各行业 1Q23 业绩迎来不同程度改善。

(1) 火电：1Q23 需求稳步修复，煤价下行、盈利改善，业绩持续修复。受疫情影响 4Q22 用电需求疲软，但来水持续偏枯使火电发电量同比+3.2%；全面放开后复工复产稳步推进，1Q23 用电需求修复。此外，燃料成本仍是影响火电业绩的主要因素，全球煤价自 2022 年底以来呈下行趋势，火电行业归母净利润同比由负转正，业绩环比持续改善。

(2) 新能源：1Q23 风资源较 22 年改善，光伏电量保持高增，绿电盈利能力稳定。2022 年风力发电量正增长受装机增长驱动，而小风年+抢装退潮+疫情影响下发电量增幅收窄。1Q23 风资源改善、疫情管控放开后不利影响基本消退；2022-2023Q1 光伏装机量高增、利用效率提升，共同驱动发电量增加。近五年新能源发电行业营收及归母净利润持续增长，2022 年、1Q23 增速有所放缓；2022 年开始毛利率首次扭转 2019 年以来的下滑趋势，净利率保持稳定水平。

(3) 水电：1Q23 来水改善，但电量修复相对滞后，业绩保持稳健增长。4Q22 来水持续偏枯影响水电发电量，1Q23 来水改善而发电量修复滞后；2022A、1Q23 水电发电量同比下降而营收及归母净利润同比增长，其中 1Q23 水电毛利率、净利润基本保持稳定。

(4) 环保：疫情影响下 2022 年需求收缩，1Q23 多个子行业盈利能力改善。22 年疫情期间垃圾处理量减少影响固废治理板块业绩表现，而环保节能板块盈利高增。1Q23 固废处理、大气治理、节能环保等多个子行业利润水平有所改善，净利率同比分别+3.5pct/+2.1pct/+5.1pct，“低碳+新能源”、“循环经济”主题下的优质赛道表现较好。

■ 细分主要标的看：分化格局更显竞争优势

(1) 火电：受益于煤价下行，1Q23 火电企业盈利普遍环比改善。以华能国际为例，公司 1Q23 实现营收 652.7 亿元，同比+0.03%；实现归母净利润 22.5 亿元，同比+335.3%、扭亏为盈。

(2) 绿电：2022 年及 1Q23 风、光装机量显著提升，驱动绿电运营商业绩高增长。如三峡能源 2022 年实现发电量同比+48.6%，1Q23 发电量同比提升 18.5%，21 年末海风抢装潮的成果逐步显现，海风装机规模扩大；太阳能在新项目投产的驱动下，2022 年营收、归母净利润同比分别+31.4%、16.6%，23Q1 营收、归母净利润同比分别 22.3%、48.4%。

(3) 核电：机组投产、运营情况为影响业绩的主要因素。2022 年中国广核机组检修超过往年，导致发电量同比减少 4.4%、营收增幅同比收窄 11.6pct；而新机组投产驱动中国核电 2022 年发电量同比增加 9.1%、营收同比增长 13.7%。

(4) 水电：企业业绩仍受 2H22 来水偏枯的持续影响，1Q23 各地水库出力有所差别。以长江电力为例，1Q23 公司总发电量同比增长 18.4%，四川省境内电站贡献主要增量，而长江中下游部分电站仍未完成补水，发电量下滑。

(5) 环保：节能环保板块受益于低碳要求下的节能产品需求扩大，固废处置板块受益于疫后复苏、处理需求量回升。如双良节能“节能节水”与“光伏新能源”双轮驱动，1Q23 营收、归母净利润分别+215%、+315%；伟明环保 1Q23 营收、归母净利润分别+28%、+10%，垃圾焚烧业务与新能源材料一体化产业布局助力业绩增长。

### 投资建议

火电：建议关注火电资产高质量、拓展新能源发电的龙头企业国电电力、华能国际等；新能源发电：建议关注新能源龙头龙源电力。核电：建议关注电价市场化占比提升背景下，核电龙头企业中国核电。环保：建议关注节能设备+光伏制造双轮驱动龙头双良节能（电新组覆盖）。

### 风险提示

新增装机容量不及预期；下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期；电力市场化进度不及预期；环保需求及政策释放不及预期等。

## 内容目录

1、22 年报及 23 年一季报概览 .....	4
2、细分行业：各行业业绩 1Q23 迎来不同程度改善 .....	5
2.1 火电板块：1Q23 需求修复，煤价下行盈利改善 .....	5
2.2 新能源板块：1Q23 风资源明显改善，光伏电量高增 .....	8
2.3 水电板块：1Q23 来水改善，但电量修复相对滞后 .....	11
2.4 环保板块：22 年需求收缩，1Q23 多个子行业盈利改善 .....	13
3、细分主要标的： 分化格局更显竞争优势 .....	15
4、投资建议 .....	18
5、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1： 16~22 年全国发电总量（左轴）及同比增速（右轴） .....	4
图表 2： 18~1Q23 电力、环保行业营收（左轴）及同比增速（右轴） .....	4
图表 3： 18~1Q23 电力、环保行业归母净利润（左轴）及同比增速（右轴） .....	4
图表 4： 电力行业历年单季度归母净利润（左轴）及环比增速（右轴） .....	5
图表 5： 环保行业历年单季度归母净利润（左轴）及环比增速（右轴） .....	5
图表 6： 1Q21-1Q23 火电发电量（左轴）及同比、环比增速（右轴） .....	6
图表 7： 3M18-3M23 山东滕州坑口煤价走势 .....	6
图表 8： 3M18-3M23 海外港口煤价走势 .....	6
图表 9： 2018-2022 年火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 10： 2018-2022 年火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 11： 1Q18-1Q23 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 12： 1Q18-1Q23 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 13： 1Q18-1Q23 火电行业毛利率及净利率 .....	8
图表 14： 2018A-1Q23 火电行业销售、管理及研发费率 .....	8
图表 15： 1Q18-1Q23 火电行业资产负债率和营收增速 .....	8
图表 16： 1Q18-1Q23 火电行业现金流净额（亿元） .....	8
图表 17： 2021-2023Q1 风电发电量及变化趋势 .....	9
图表 18： 2021-2023Q1 光伏发电量及变化趋势 .....	9
图表 19： 2021-2023Q1 新能源装机增量及变化趋势 .....	9
图表 20： 2018-2022 新能源行业营收及同比增速（亿元，%） .....	9
图表 21： 2018-2022 新能源行业归母净利润及同比增速（亿元，%） .....	9

图表 22:	2018Q1-2023Q1 新能源行业营收及同比增速 (亿元, %)	10
图表 23:	2018Q1-2023Q1 新能源行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)	10
图表 24:	2018-2023Q1 新能源行业毛利率及净利率	10
图表 25:	2018-2023Q1 新能源行业销售、管理及研发费率	10
图表 26:	2018-2023Q1 新能源行业资产负债率和营收增速	11
图表 27:	2018-2022 年新能源行业现金流净额 (亿元)	11
图表 28:	1Q21-1Q23 水电发电量 (左轴) 及同比、环比增速 (右轴)	11
图表 29:	1Q21-1Q23 水电利用小时数	11
图表 30:	2018-2022 年水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %)	12
图表 31:	2018-2022 年水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %)	12
图表 32:	1Q18-1Q23 水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %)	12
图表 33:	1Q18-1Q23 水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %)	12
图表 34:	1Q18-1Q23 水电行业毛利率及净利率	13
图表 35:	1Q18-1Q23 水电行业销售、管理及研发费率	13
图表 36:	1Q18-1Q23 水电行业资产负债率和营收增速	13
图表 37:	1Q18-1Q23 水电行业现金流净额 (亿元)	13
图表 38:	18-22 年环保细分行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	14
图表 39:	18-22 年环保细分行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	14
图表 40:	18~1Q23 环保细分行业毛利率	14
图表 41:	18~1Q23 环保细分行业净利率	14
图表 42:	18~1Q23 环保行业费率	15
图表 43:	18~1Q23 环保行业资产负债率及营收增速	15
图表 44:	18~22 年环保行业现金流净额 (亿元)	15
图表 45:	1Q23 火电公司营收增速、净利增速比较	16
图表 46:	1Q23 火电公司毛利率、净利率比较	16
图表 47:	1Q23 水电公司营收增速、净利增速比较	16
图表 48:	1Q23 水电公司毛利率、净利率比较	16
图表 49:	2022 年新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较	17
图表 50:	2022 年新能源、核电公司毛利率、净利率比较	17
图表 51:	2023Q1 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较	17
图表 52:	2023Q1 年新能源、核电公司毛利率、净利率比较	17
图表 53:	1Q23 环保公司 (不含固废处理) 营收增速、净利增速比较	18
图表 54:	1Q23 环保公司 (不含固废处理) 毛利率、净利率比较	18
图表 55:	1Q23 固废处理企业营收增速、净利增速比较	18
图表 56:	1Q23 固废处理企业毛利率、净利率比较	18

## 1、22 年报及 23 年一季报概览

### ■ 概览——电力行业：

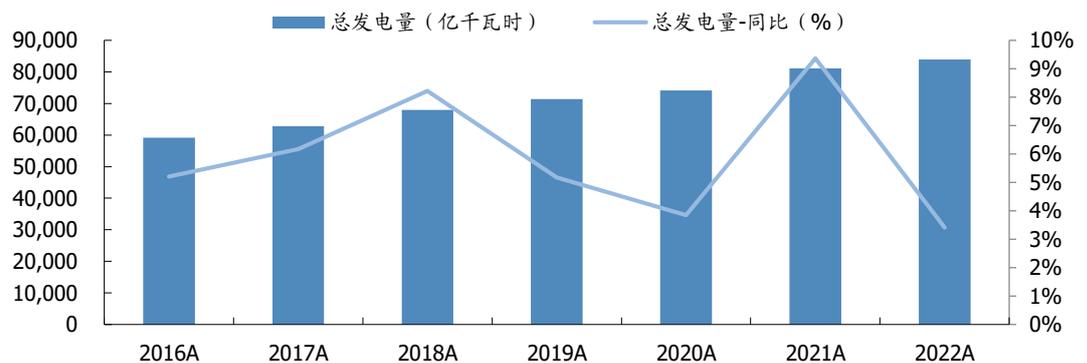
量：受主要城市 1H22 疫情爆发及 21 年高基数影响，22 年用电需求同比增速降低。22 年分电源类型看，伴随装机量扩大、风/光电量分别同比 16%、31%；丰水期来水较差使得水电出力不足（电量同比+1.1%），受需求压减影响火电、核电电量分别仅有同比+1.2%、+2.5%。电力行业营收增速高于电量增速主因市场化电价上浮。受疫情政策变动及春节后复工复产延迟的影响，1M23 电量需求仍显疲软、而 2 月起已恢复较高的增长。

利：火电电量占比 65.9%（同比-1.6pct），在电力板块权重较大。受煤价高企的影响显现，22 年火电盈利出现亏损，但同比 21 年已可实现大幅减亏；1Q23 内贸与进口印尼煤价均有进一步的下调，而在电力供需整体紧张背景下电价仍有上浮，两者共同作用下火电盈利能力出现实质性改善。

### ■ 概览——环保行业：

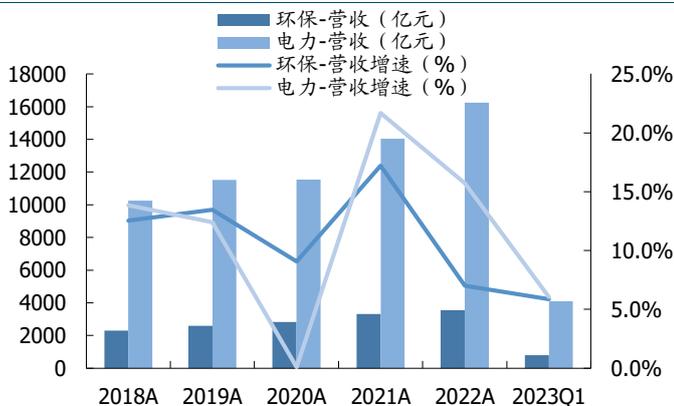
22 年呈现营收增速放缓而利润增速扩大。疫情影响下垃圾处置、水处理需求均有下降。但循环经济增长势头强劲，循环经济符合“双碳”政策，各类资源再利用企业景气度持续向好。此外，低碳要求下节能环保产品需求提升，板块业绩提升。

图表1：16~22 年全国发电总量（左轴）及同比增速（右轴）



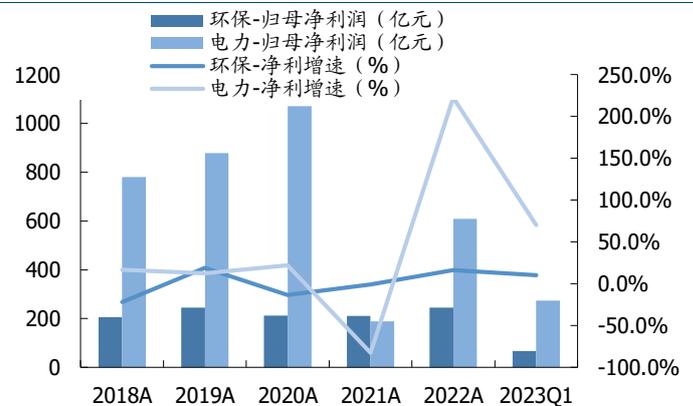
来源：中电联、国金证券研究所

图表2：18~1Q23 电力、环保行业营收（左轴）及同比增速（右轴）



来源：Wind、国金证券研究所

图表3：18~1Q23 电力、环保行业归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）

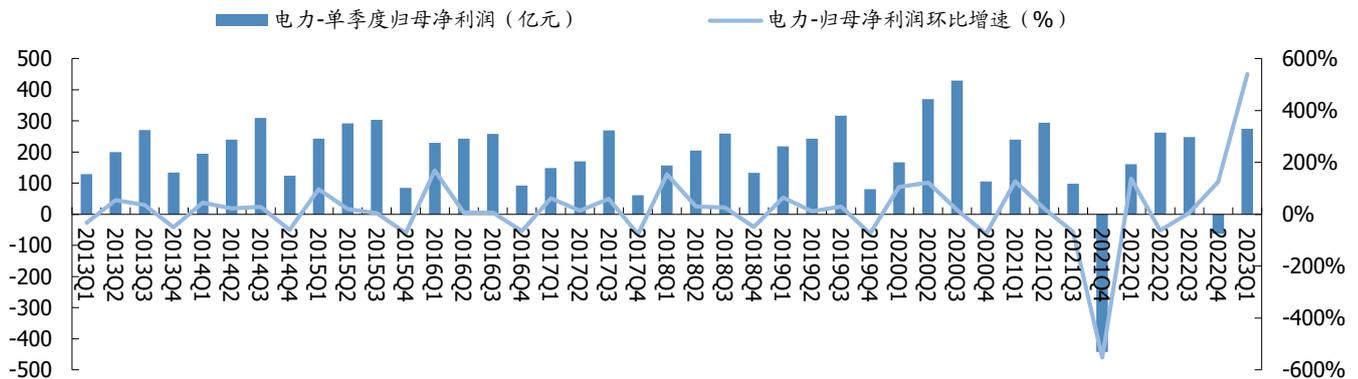


来源：Wind、国金证券研究所

- 电力行业逐季追踪：Q1 盈利环比继续上升，环比+540%。行业历年单季度利润增速峰值出现在 Q1，主因需求淡季、煤价处于低点。在 Q5500 煤价跌至 1000~1200 元/吨区间后多数火电转型绿电企业在火电板块实现接近盈亏平衡、并在绿电板块贡献利润增量。
- 环保行业逐季追踪：业绩呈现季节性特点，每年 Q3 为全年业绩确认的高峰期。低碳、

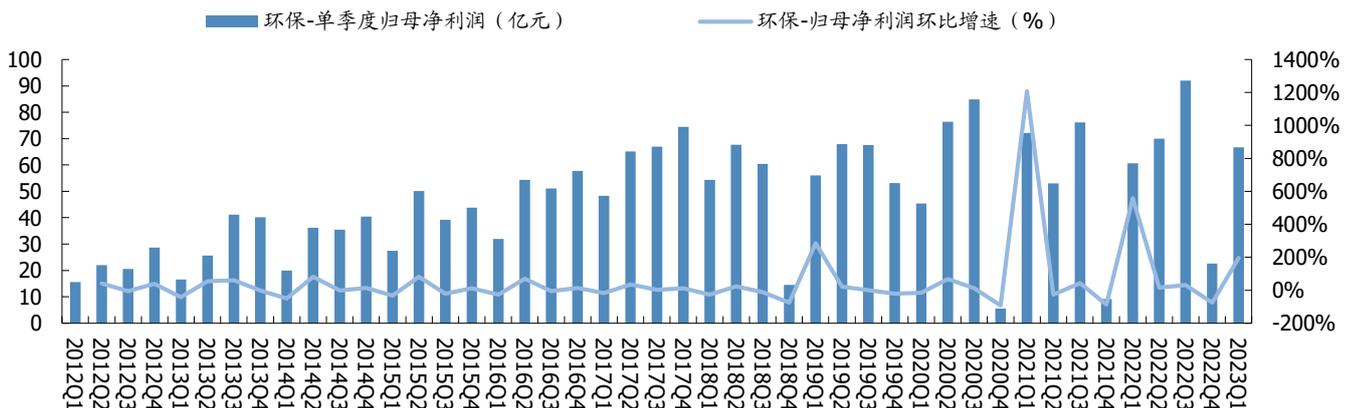
循环经济等细分主题下，由于行业需求的扩大逐步得到业绩兑现，贡献增量。

图表4：电力行业历年单季度归母净利润（左轴）及环比增速（右轴）



来源：Wind、国金证券研究所

图表5：环保行业历年单季度归母净利润（左轴）及环比增速（右轴）



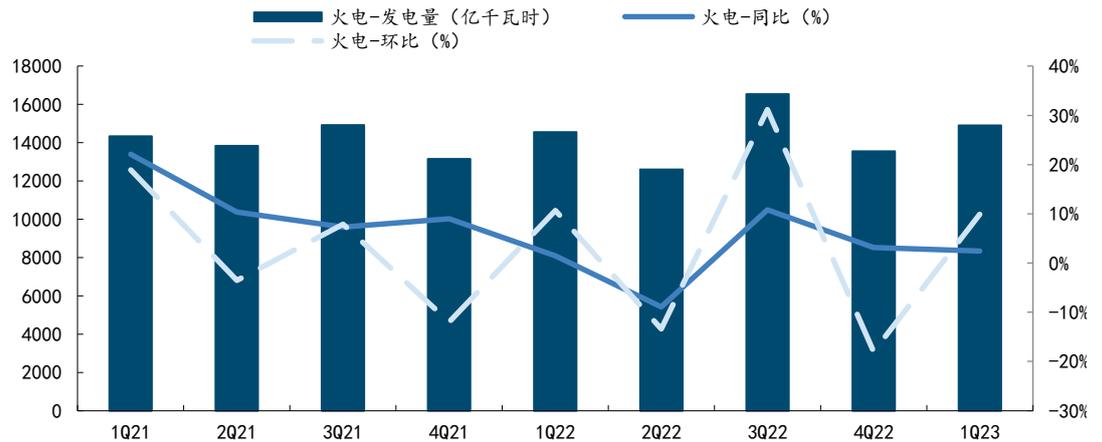
来源：Wind、国金证券研究所

## 2、细分行业：各行业业绩 1Q23 迎来不同程度改善

### 2.1 火电板块：1Q23 需求修复，煤价下行盈利改善

- 受疫情影响 4Q22 用电需求疲软，但来水持续偏枯致使火电发电量同比+3.2%。4Q22 火电发电量同比、环比分别+3.2%、-18.0%，主受疫情影响导致下游工商业用电需求景气度降低；然而受来水持续偏枯影响，火电补位发挥托底保供作用，发电量同比仍实现正增长。
- 全面放开后复工复产稳步推进，1Q23 用电需求修复。1Q23 火电发电量同比、环比分别+2.4%、+9.9%，一方面受用电需求的季节性特征影响，另外疫情管控放开后复工复产稳步推进，修复速度受假期影响略有滞后但趋势明确。此外，2H22 以来来水偏枯持续影响水电发力，叠加 2M23 起云南省降水明显偏少，火电补位，月度发电量同比增速呈前低后高特征。
- 暖冬缓解欧洲能源恐慌情绪，全球煤价自 2022 年底以来呈下行趋势。22 年北半球冬季气温偏暖、采暖需求偏低，有效缓解了欧洲能源短缺恐慌情绪；叠加 23 年全球经济增速放缓预期增强，国际煤价持续下行。国内保供稳价政策持续发力，去年同期影响煤炭进口的不利因素消减、进口量同比大幅增长，供需偏紧格局改善使 1Q23 煤价下行。

图表6: 1Q21-1Q23 火电发电量 (左轴) 及同比、环比增速 (右轴)



来源: 中电联、国金证券研究所

图表7: 3M18-3M23 山东滕州坑口煤价走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 3M18-3M23 海外港口煤价走势

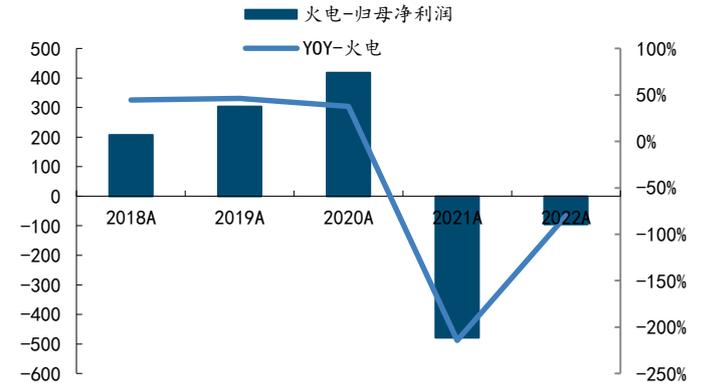
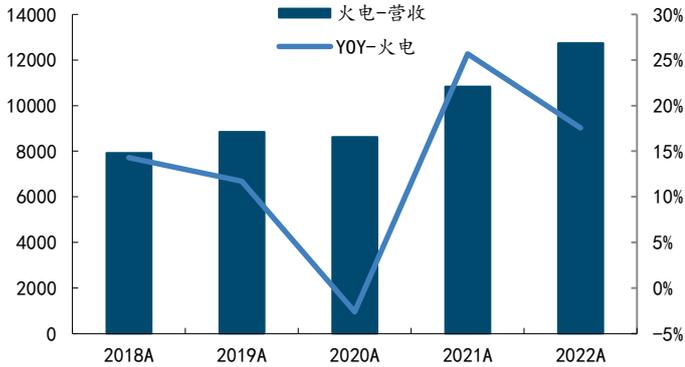


来源: Wind、国金证券研究所

- Q3 火电供需两旺，量价双升带动营收高增。近 2 年火电行业营收连续高增，主因电力系统转型过程中，电源侧清洁能源渗透率不断提高；然而适逢极端天气频发、清洁能源出力不足，火电的灵活性调节功能凸显，量价双升驱动营收高增。
- 燃料成本仍是影响火电行业业绩的主要因素。煤价自 2H20 开始上行，目前虽较高点有所回落但仍维持高位，致使 2021-2022 年前三季度火电行业归母净利润连续同比大幅下降。2021 年 11 月起，燃煤上网电价较基准价的上下浮动区间扩大至 20%；然而电价波动幅度仍远不及煤价波动幅度，1~3Q22 火电行业归母净利润降幅虽较去年同期收窄，但盈利能力仍未修复。
- Q3 火电行业归母净利润同比由负转正，环比持续改善。保供稳价政策持续发力，7、8 月旺季煤价涨幅较小；9 月以来，电厂提前补库、产地疫情、大秦线检修、重大会议召开和地缘政治等因素导致煤价上涨，但高点难超去年同期，盈利水平同比改善。

图表9：2018-2022年火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）

图表10：2018-2022年火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）

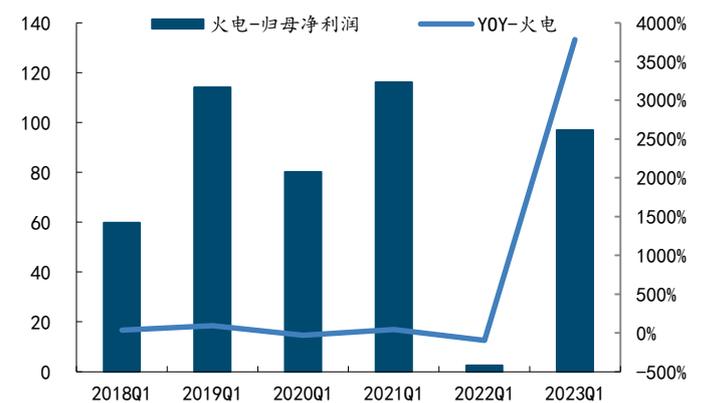
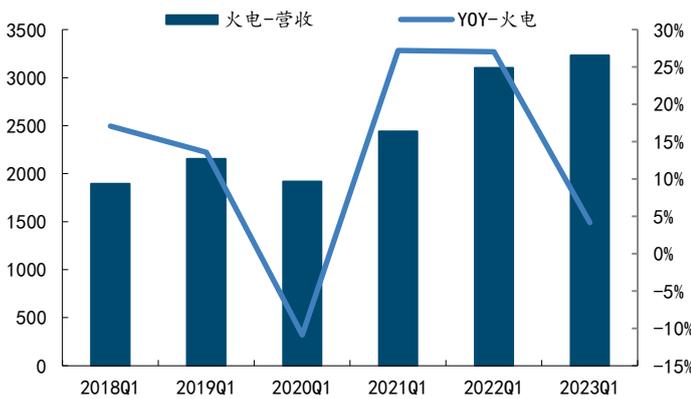


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表11：1Q18-1Q23火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）

图表12：1Q18-1Q23火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）

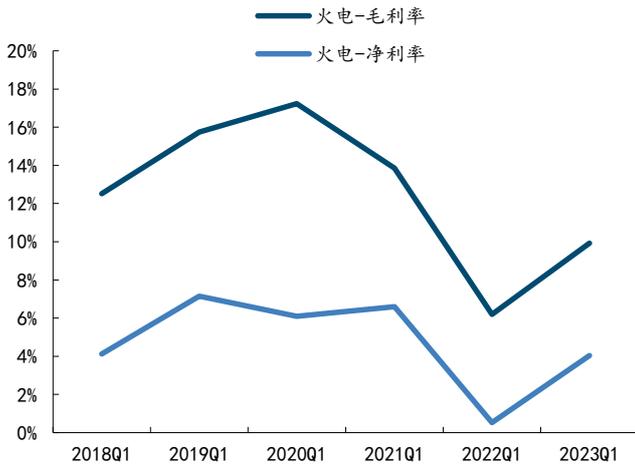


来源：Wind、国金证券研究所

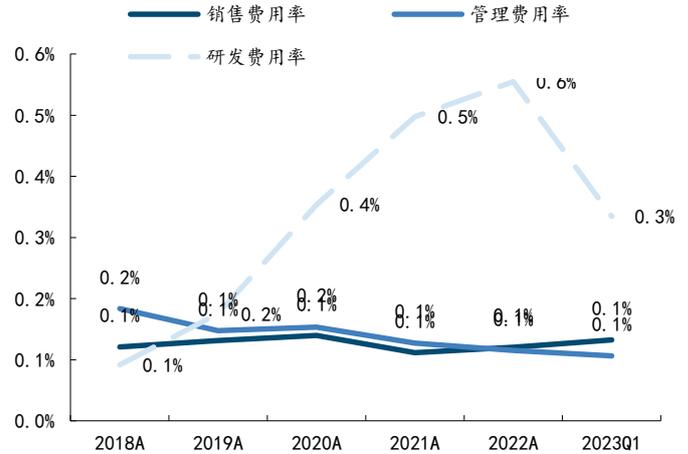
来源：Wind、国金证券研究所

- 1Q23 火电行业毛利率及净利率同比、环比均大幅改善。1) 从成本端看，2022 年年底以来煤价呈下行趋势。根据 IEA 预测，2022 年全球煤炭生产历时两年基本平复疫情所造成的冲击；需求方面，暖冬和全球经济增速放缓预期增强，国际煤价自 11M22 起下行。2) 从销售端看，电力供需总体偏紧支撑 2023 年中长期电价基本保持 20% 顶格上浮，叠加发电量同比增加，1Q23 火电行业营收仍实现正增长但增速放缓。总体而言，煤价中枢下行带来火电行业盈利实质性改善，1Q23 毛利率、净利率同比均上升，但尚未完全恢复。
- 现金流改善滞后于盈利改善，经营性现金流净额同比下降。火电行业自 3Q21 以来业绩持续承压、1Q23 起业绩有所修复，但考虑到煤价中枢仍维持在 1000 元/吨以上的相对高位，火电行业毛利率、净利率仍未恢复至上轮煤价上涨周期的高点 2018 年水平。基于此，1Q23 火电行业经营性现金流同比下降、筹资性现金流净额同比增加，而资产负债率基本企稳。

图表13: 1Q18-1Q23 火电行业毛利率及净利率



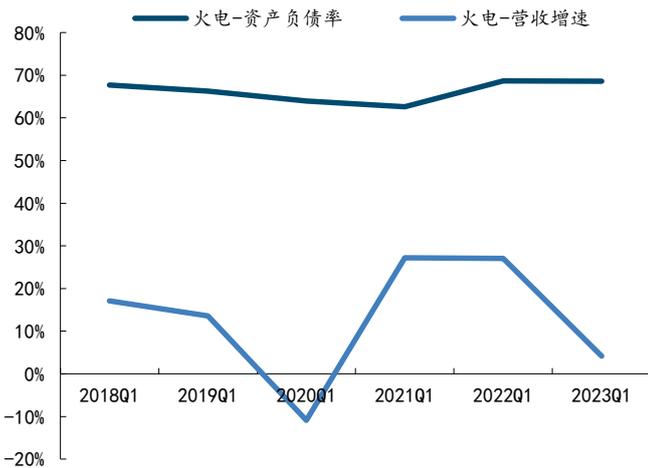
图表14: 2018A-1Q23 火电行业销售、管理及研发费率



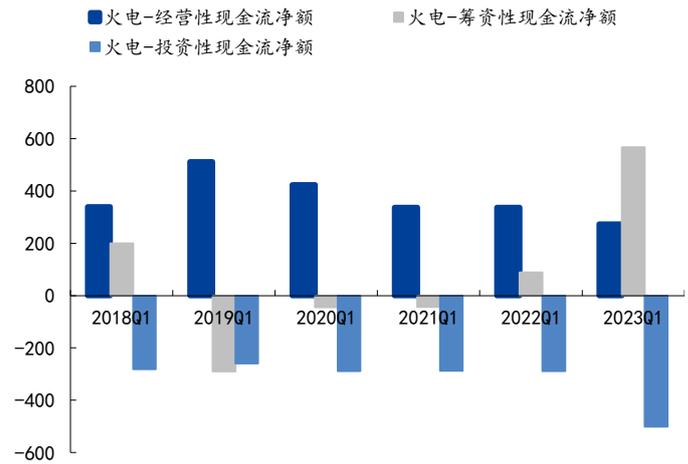
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 1Q18-1Q23 火电行业资产负债率和营收增速



图表16: 1Q18-1Q23 火电行业现金流净额 (亿元)



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

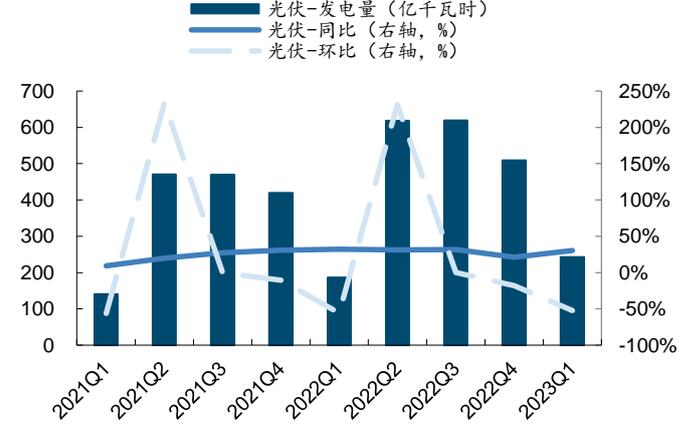
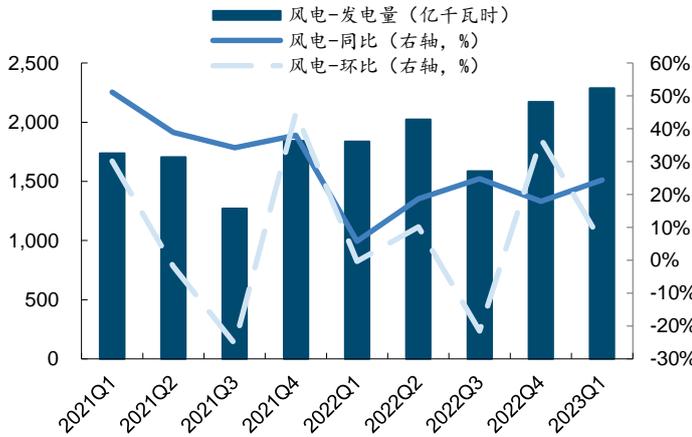
## 2.2 新能源板块: 1Q23 风资源明显改善, 光伏电量高增

- 2022 年风力发电量正增长受装机总量增长所驱动, 而抢装退潮+小风年+疫情影响下风力发电增幅收窄, 1Q23 不利影响因素基本消退。
- ✓ 风电装机总量逐季增长驱动 2022 年风力发电量各季度均录得正增长, 但各季度增幅均同比收窄。分析增幅收窄的原因, 从新增装机量来看, 2022Q1 起上一轮海风抢装潮消退, 新增装机量环比大幅下滑 75pct, 叠加 Q1 下旬开始新冠疫情影响后续季度项目开工节奏, 全年风电新增装机量同比降低 21.0%; 从风电利用效率来看, 2022 年为小风年、风电各季度利用小时数均同比降低。
- ✓ 2023 年疫情管控放开后项目开工进度加快推进, 1Q23 风电新增装机相较 21、22 年同期分别增长 97.7%、31.6%, 叠加 1Q23 风资源已有明显改善、平均利用小时同比增长 60 小时, 驱动 1Q23 风电发电量同比增长 24.5%, 增幅同比、环比分别提升 18.7pct、6.5pct。
- 2022-2023Q1 光伏装机量高增、利用效率提升, 共同驱动发电量显著增加。2022 年光伏新增装机容量 8741 万千瓦、同比增长 59.1%, 主要受到分布式光伏新增装机同比高增 75%所驱动。同时, 2022 年全国光伏发电利用率 98.3%、同比提高 0.3pct, 利用水平略有提升, 叠加装机的提升共同驱动全年光伏发电量同比提升 28.8%。2023 年光伏装机延续高增, 且在 22 年底开始的硅料产能释放、价格回落趋势驱动下, Q1

新增装机同比增幅高达 155%，在电力总新增装机中占比达 57%、超过其他电源总和，驱动 Q1 光伏发电量同比提升 30.3%。

图表17: 2021-2023Q1 风电发电量及变化趋势

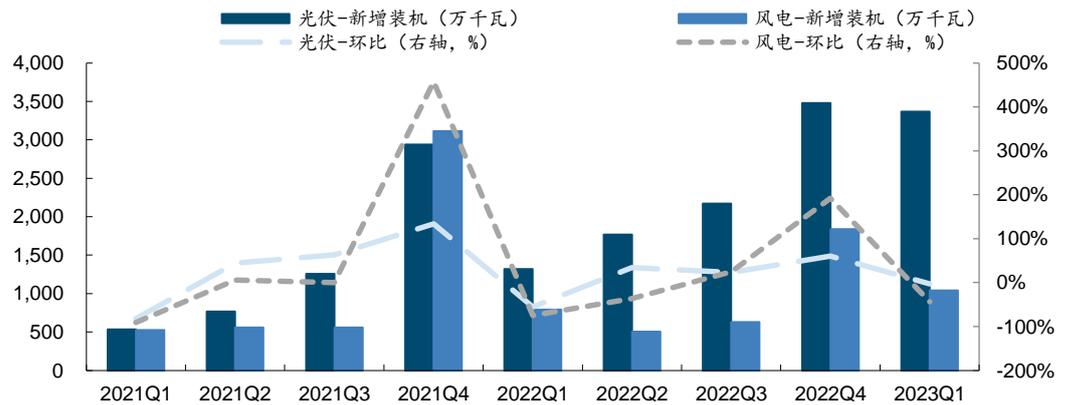
图表18: 2021-2023Q1 光伏发电量及变化趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 2021-2023Q1 新能源装机增量及变化趋势

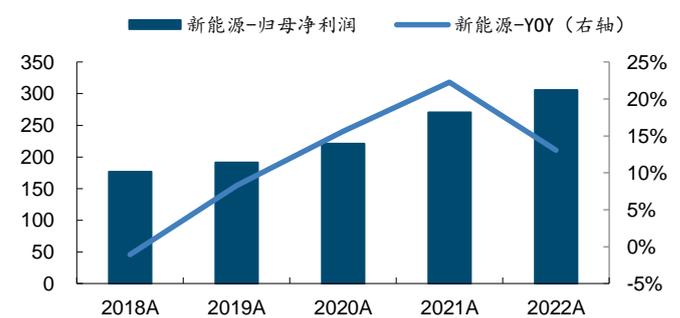
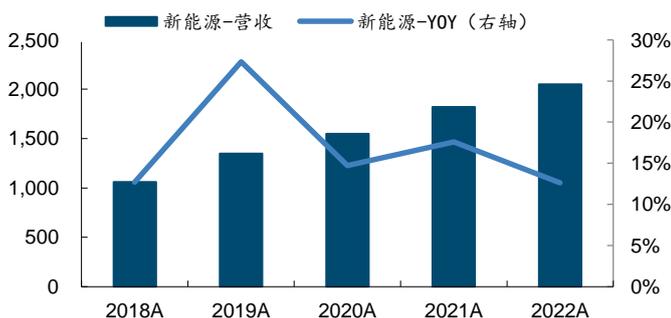


来源: Wind, 国金证券研究所

- 近五年新能源发电行业营收及归母净利润持续增长，2022 年增速有所放缓。业绩增长主因装机规模持续扩大、发电设备持续降本，叠加绿证、绿电市场接力原有补贴，有助于平价上网机组维持利润水平；增速放缓主因补贴退坡以及市场化交易电量折价幅度较大，平均上网电价呈下降趋势。
- 1Q23 营收、净利润增幅进一步收窄，主因补贴退坡持续推进；Q1 归母净利润增速略高于营收增速，主因同期全国风电、光伏设备平均利用小时数分别同比增加 60、3 小时。

图表20: 2018-2022 新能源行业营收及同比增速 (亿元, %)

图表21: 2018-2022 新能源行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)

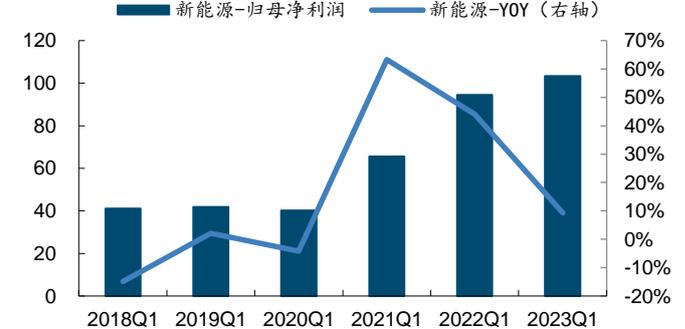
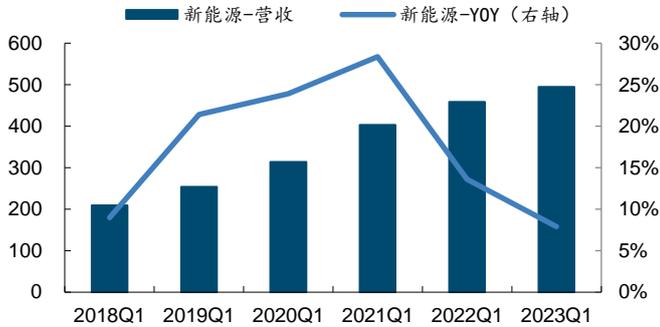


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 2018Q1-2023Q1 新能源行业营收及同比增速 (亿元, %)

图表23: 2018Q1-2023Q1 新能源行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)



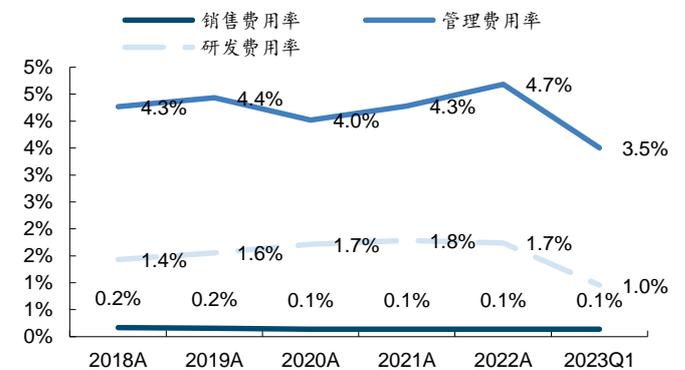
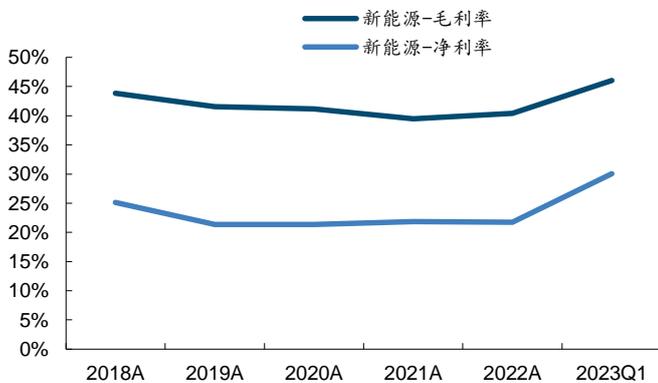
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- 2022 年新能源发电行业毛利率首次扭转 2019 年开始的逐年下滑趋势, 同比提升 0.9pct, 主因抢装退潮后风机供需逐步转松、招标均价明显降低, 同时 2022 年市场电价普遍上浮、平抑部分项目平价上网导致电价下降的影响。1Q23 毛利率环比延续上升趋势、同比略降 1.7pct。
- 2022 年新能源发电净利率同比基本持平、略降 0.2pct, 存量新能源装机增加下折旧和维修费用随之增加, 管理费用率同比上升 0.4pct, 对同期毛利率的增长形成一定抵消。1Q23 管理费用率、研发费用率环比均有所下滑, 带动净利率环比提升。
- 新能源发电行业盈利能力较好, 叠加近年可再生能源补贴款发放进程推进, 企业经营性现金流净额稳步增加, 资产负债率持续下降。

图表24: 2018-2023Q1 新能源行业毛利率及净利率

图表25: 2018-2023Q1 新能源行业销售、管理及研发费率

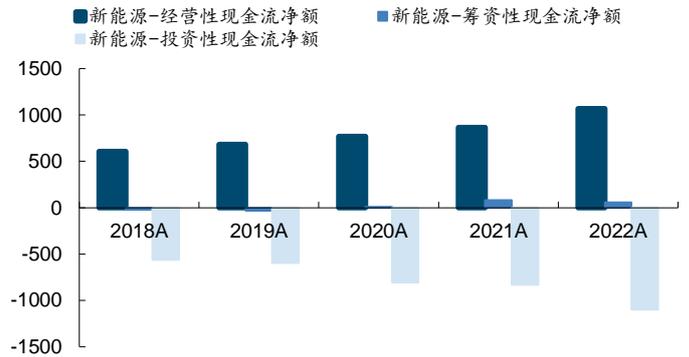
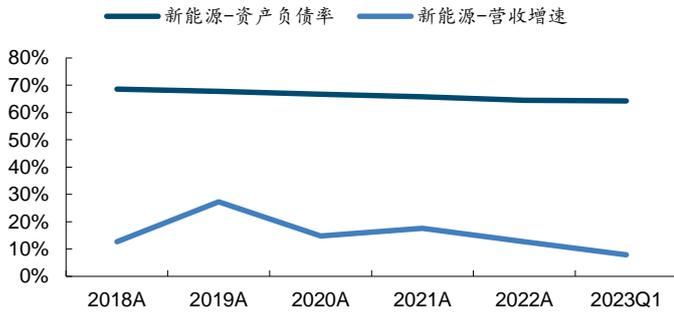


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 2018-2023Q1 新能源行业资产负债率和营收增速

图表27: 2018-2022 年新能源行业现金流净额 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

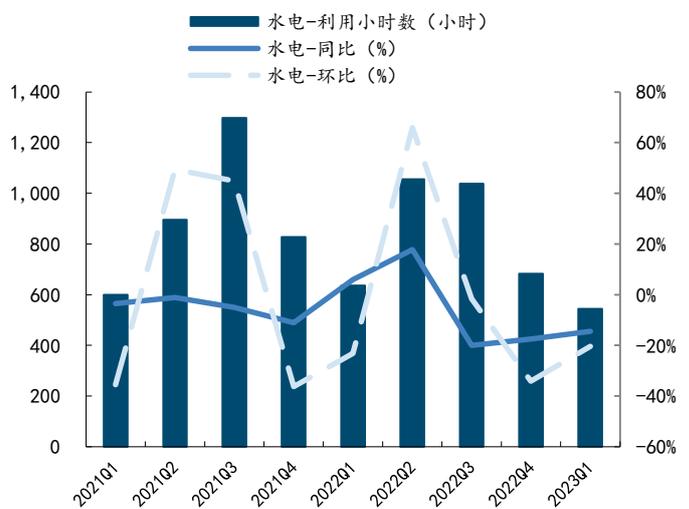
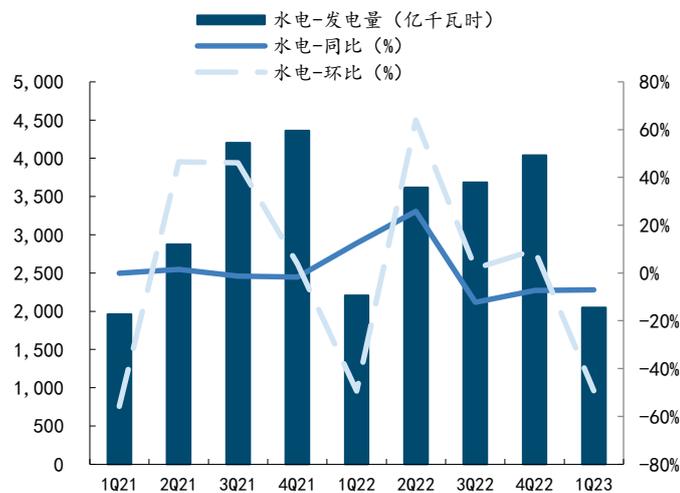
来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3 水电板块: 1Q23 来水改善, 但电量修复相对滞后

- 4Q22 来水持续偏枯影响水电发电量, 1Q23 来水改善而发电量修复滞后。受极端天气影响, 2H22 来水显著低于常年同期水平, 致使 4Q22 水电发电量、利用小时数分别同比下降 7.3%、17.5%, 但降幅较 3Q22 环比有所收窄。1Q23 来水情况有所改善, 但水电发电量、利用小时数同比仍下降, 增速分别为-7.0%、-14.5%; 主因 2H22 来水持续偏枯影响下, 部分水库未能按计划完成补水, 致使发电量修复有所滞后。

图表28: 1Q21-1Q23 水电发电量 (左轴) 及同比、环比增速 (右轴)

图表29: 1Q21-1Q23 水电利用小时数



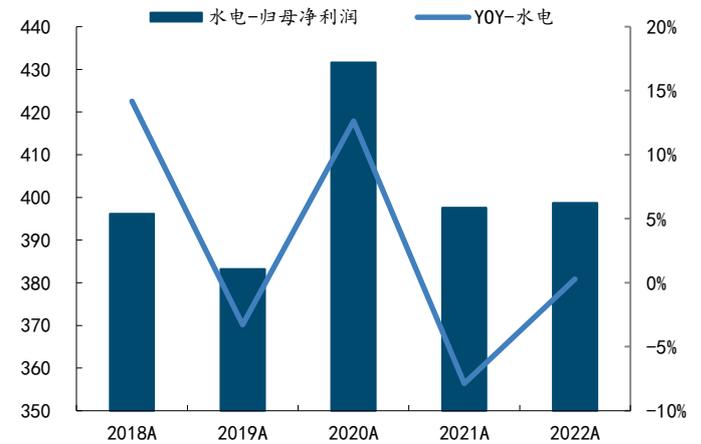
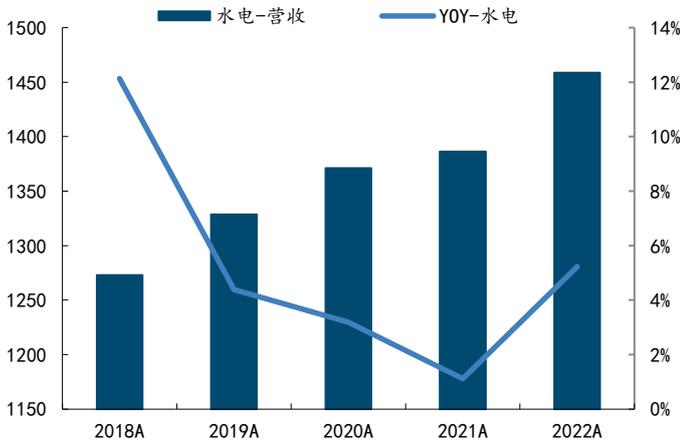
来源: 中电联、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 2022A、1Q23 水电发电量同比下降而营收及归母净利润同比增长, 主因: 1) “1439号文”后燃煤机组发电量全部进入市场, 带动市场电价上浮; 2) 电力供需总体偏紧、外送电量价格上涨。2022 年全年水电利用小时数同比下降 5.4%, 而发电量累计增长 1.1%, 主因装机容量同比增长 5.8%, 部分冲抵了来水偏枯的影响。

图表30: 2018-2022年水电行业营收(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

图表31: 2018-2022年水电行业归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

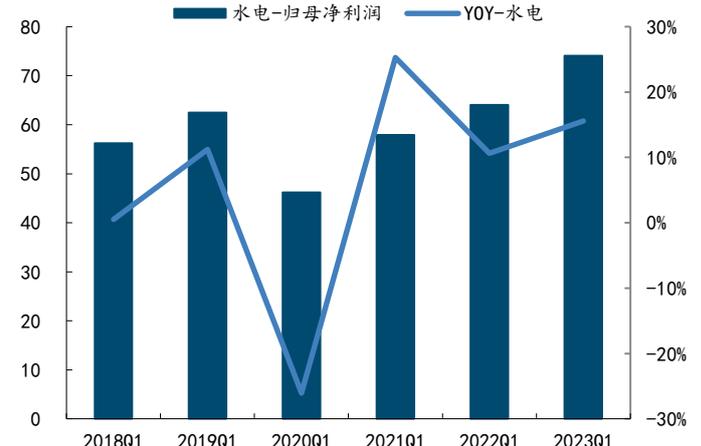
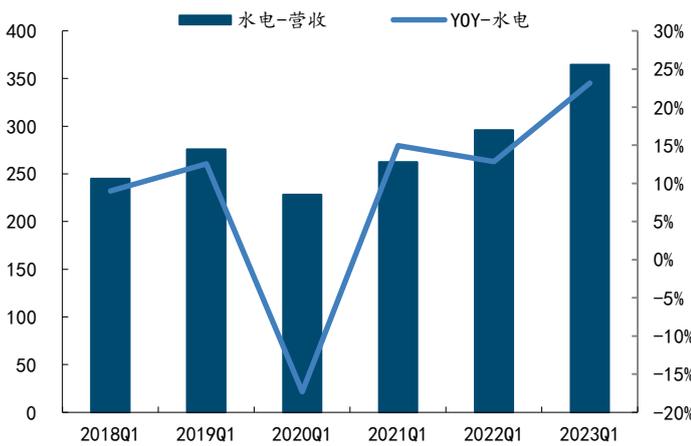


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 1Q18-1Q23水电行业营收(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

图表33: 1Q18-1Q23水电行业归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

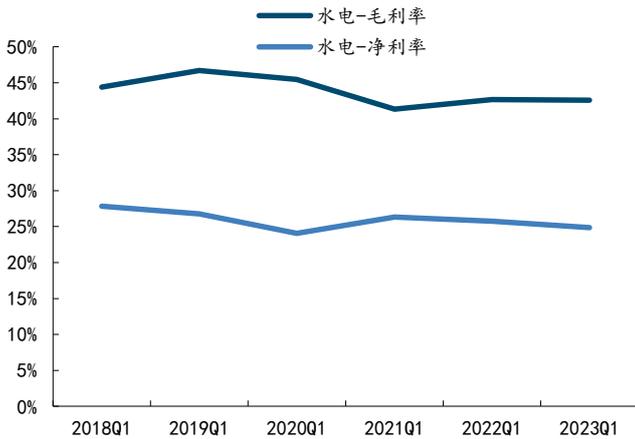


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

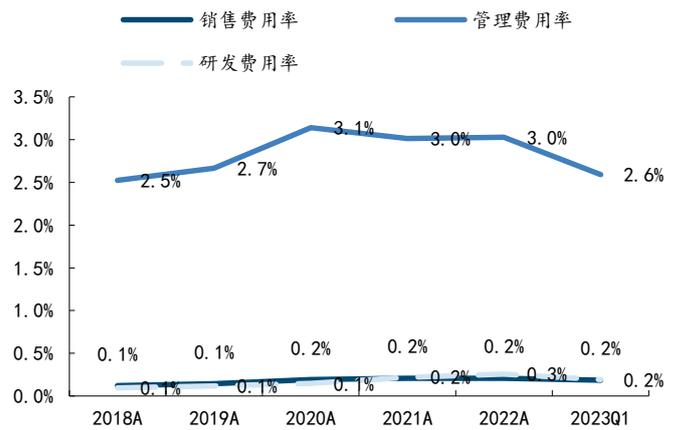
- 1Q23 水电毛利率、净利润基本保持稳定。水电行业因成本端以固定成本为主因而相对稳定, 毛利率受电价影响较大。“1439号文”出台后, 22年煤电电价已基本顶格上涨, 23年市场电价进一步上行空间有限, 因而1Q23水电行业毛利率、净利率基本保持稳定。受统计偏差影响, 长江电力因乌白电站资产注入拉动水电行业整体资产负债率上行、营收增速提升、筹资性现金流净额及投资性现金流支出大幅增加。

图表34: 1Q18-1Q23 水电行业毛利率及净利率



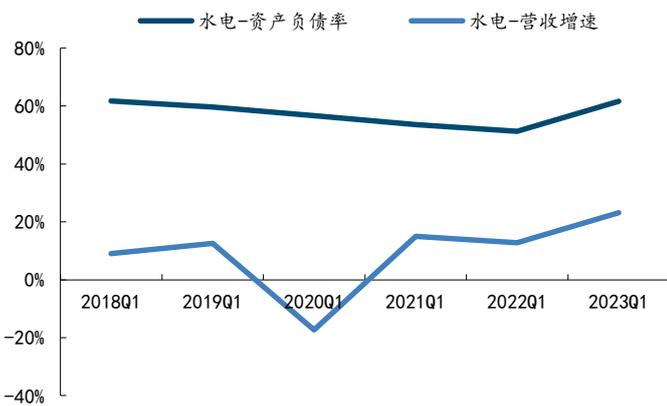
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 1Q18-1Q23 水电行业销售、管理及研发费率



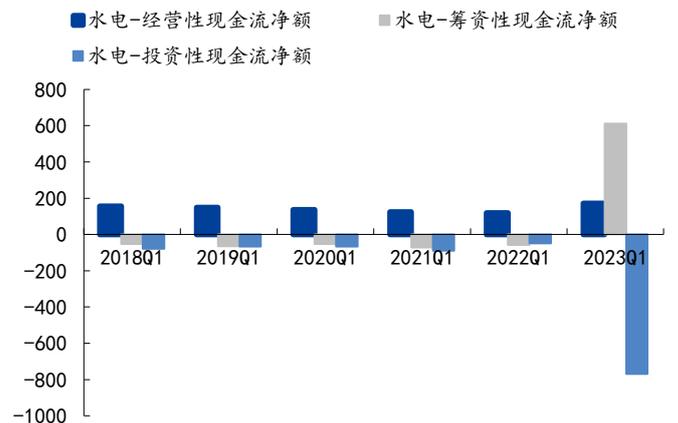
来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 1Q18-1Q23 水电行业资产负债率和营收增速



来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 1Q18-1Q23 水电行业现金流净额 (亿元)



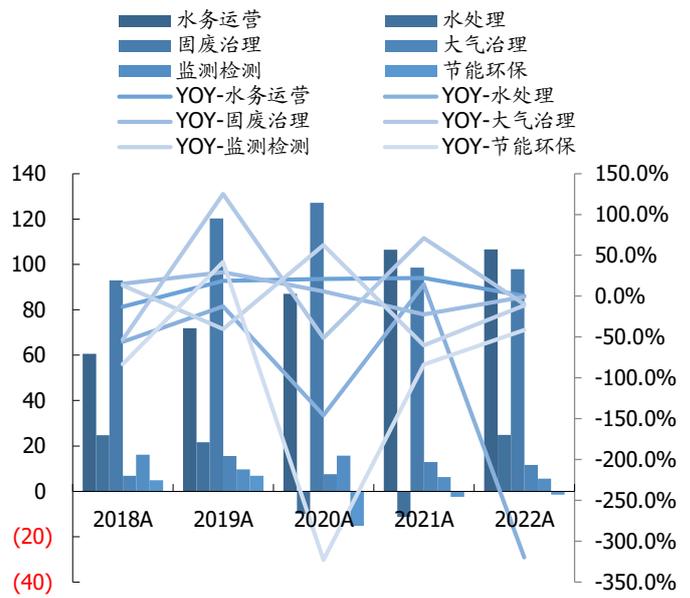
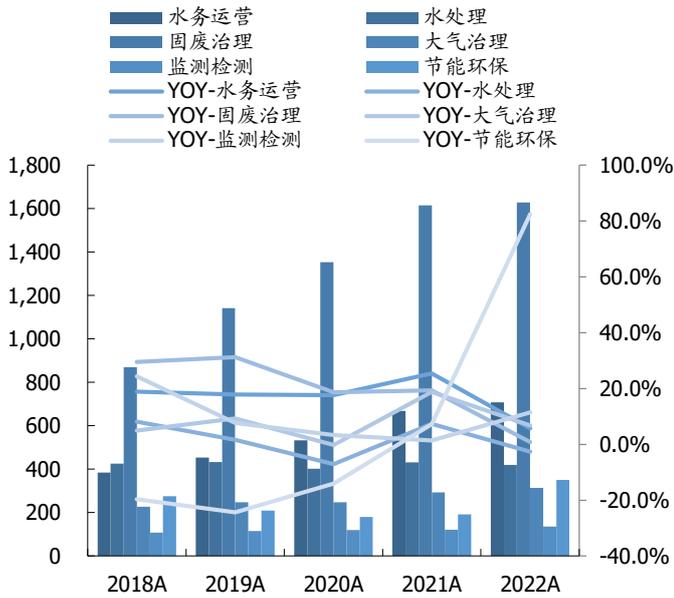
来源: Wind、国金证券研究所

## 2.4 环保板块: 22 年需求收缩, 1Q23 多个子行业盈利改善

- 22 年环保节能板块盈利高增 (低碳主题)。其中双良节能主业节能节水产品与硅片业务均实现增长, 公司归母同比+208.3%。
- 固废治理板块新业务打开成长空间 (循环经济主题)。22 年疫情影响下垃圾处理量减少, 影响板块内企业业绩表现。部分标的积极把握时代风口, 开拓电池回收等资源再生业务, 获得增量。

图表38: 18-22年环保细分行业营收(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)

图表39: 18-22年环保细分行业归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)



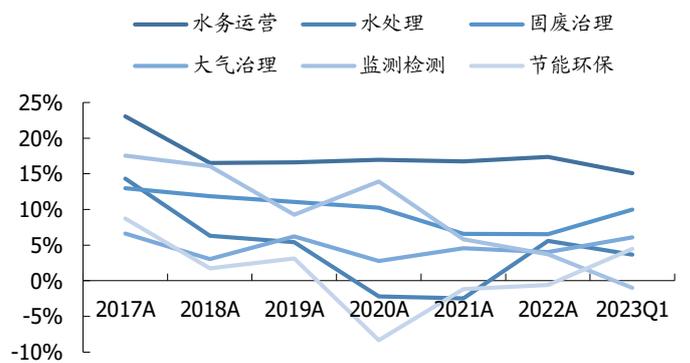
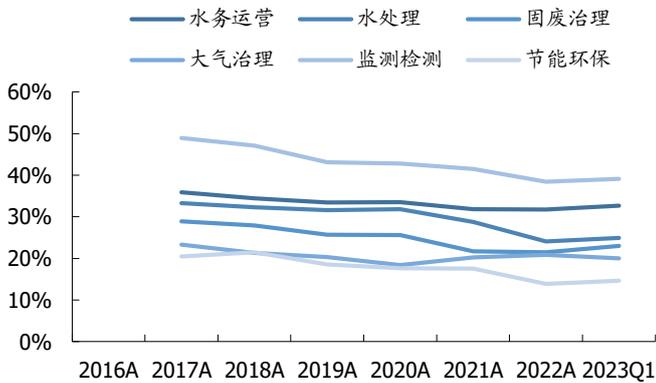
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 1Q23 多个子行业毛利率水平有所改善。固废处理板块平均毛利率为 23%，相比 22 年水平同比+1.5pct。随着工业生产恢复、固废处置需求上升，经营杠杆提升带来毛利率水平向上。
- 固废处理、大气治理、节能环保净利率有所回升。“低碳+新能源”、“循环经济”主题下的优质赛道表现较好。固废治理、大气治理、节能环保板块平均净利率较 22 年水平分别同比+3.5pct/+2.1pct/+5.1pct。

图表40: 18~1Q23 环保细分行业毛利率

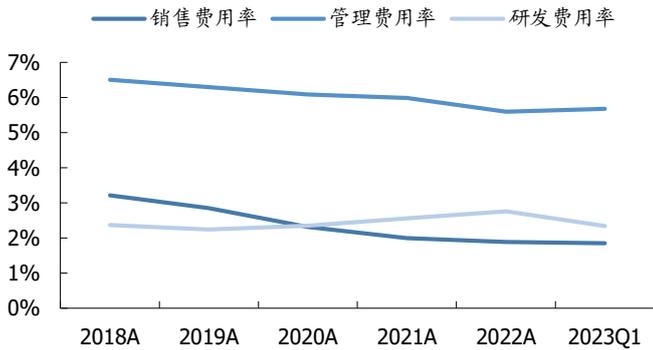
图表41: 18~1Q23 环保细分行业净利率



来源: Wind、国金证券研究所

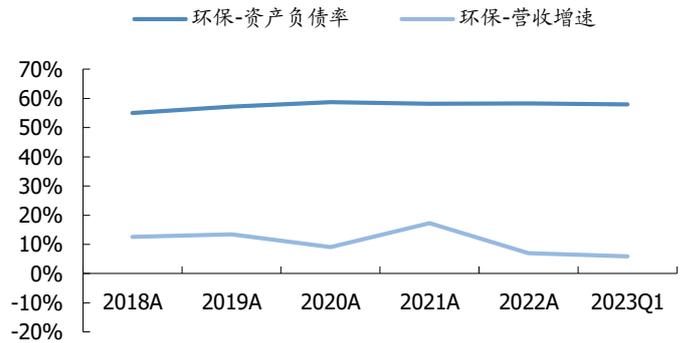
来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 18~1Q23 环保行业费率



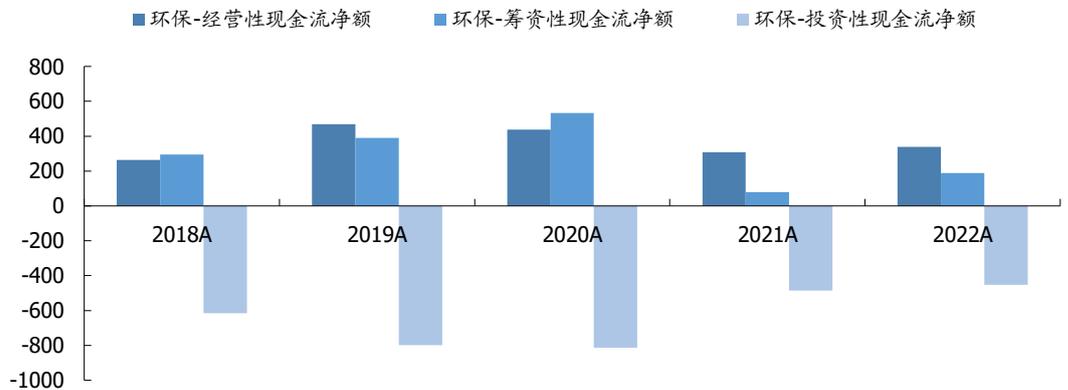
来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 18~1Q23 环保行业资产负债率及营收增速



来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 18~22 年环保行业现金流净额 (亿元)



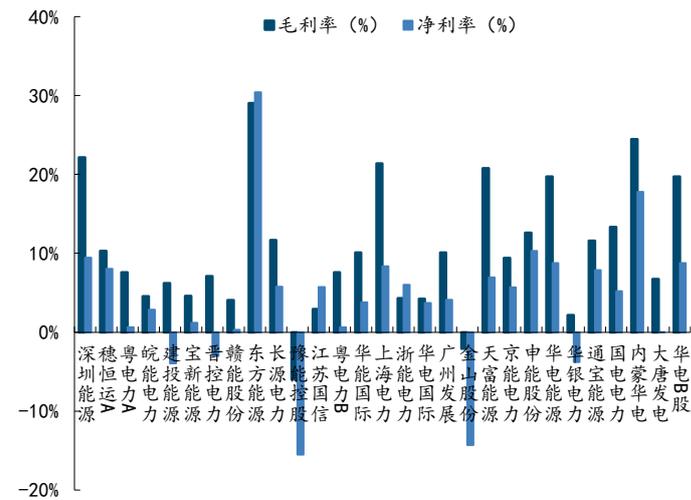
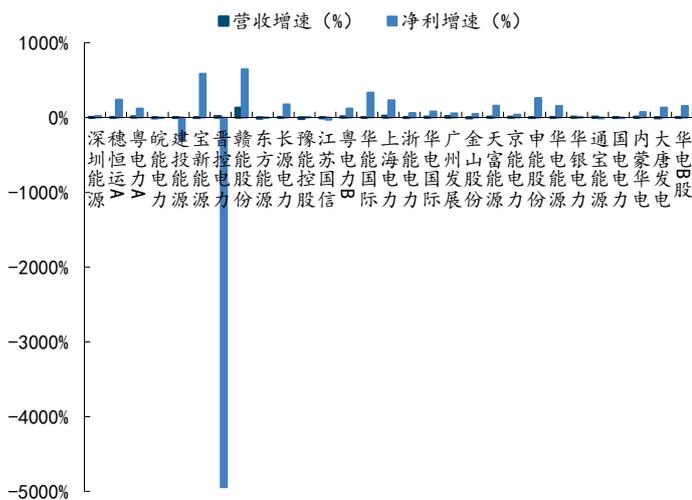
来源: Wind、国金证券研究所

### 3、细分主要标的：分化格局更显竞争优势

- 火电板块：受益于煤价下行，1Q23 火电企业盈利普遍环比改善。从电量角度看，宏观经济复苏有望持续拉用电量增长；从电价角度看，十四五期间电力供需偏紧的情况将持续存在，因而 23 年多数地区煤电中长期电价延续顶格上浮。从成本端看，得益于暖冬及全球经济增速放缓预期增强，叠加国内保供稳价政策持续发力，国内外煤炭供需格局改善驱动煤价自 11M22 开始下行。俄乌冲突及印尼煤炭出口禁令的不利影响消退叠加澳煤重启，1Q23 动力煤累计进口 7416.5 万吨，同比+102.2%。在用电需求修复、煤价中枢下行的行业背景下，火电资产占比较高、电厂集中布局于沿海地区的龙头企业业绩修复弹性较高。
- ✓ 以华能国际为例，公司 1Q23 实现营收 652.7 亿元，同比+0.03%；实现归母净利润 22.5 亿元，同比+335.3%扭亏为盈；毛利率和净利率水平分别达到了 10.1%、3.8%，分别环比+7.0pct、+7.9pct。

图表45: 1Q23 火电公司营收增速、净利增速比较

图表46: 1Q23 火电公司毛利率、净利率比较



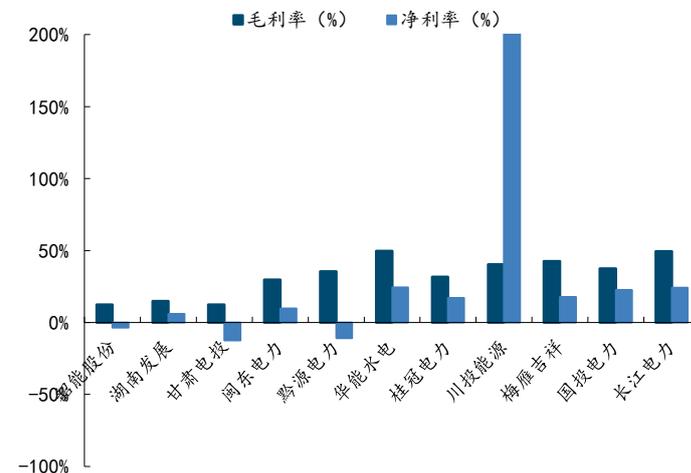
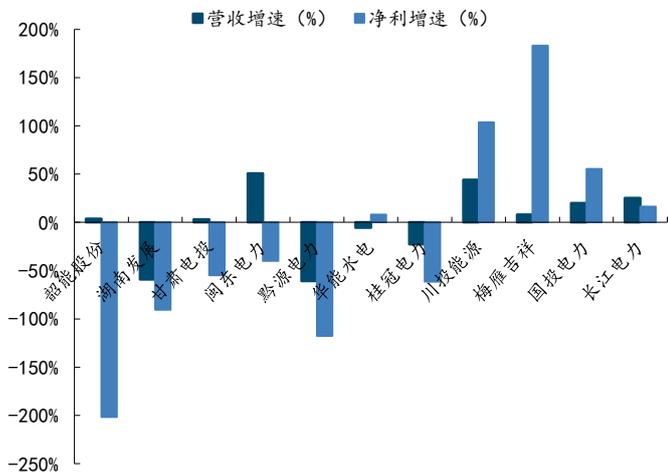
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 水电板块: 水电企业短期业绩仍受 2H22 来水偏枯的持续影响。2H22 来水极端偏枯, 水电保供致使水库水位大幅消落。1Q23 区域间来水情况有所差别, 造成各地水库补水进度不一、出力有所差别; 此外, 新机组投产有助于业绩释放。
- ✓ 以长江电力为例, 1Q23 四川省内电站贡献主要增量。1Q23 公司总发电量 556.0 亿千瓦时, 同比增长 18.4%, 主因四川省来水偏丰及去年同期白鹤滩水电站全部机组尚未投产完毕影响。分电站看, 位于长江中上游、四川省境内的溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩电站 1Q23 发电量分别同比增长 27.7%、49.7%、6.4%、80.7%; 而位于长江中下游的三峡及葛洲坝电站因水库受来水持续偏枯影响仍未完成补水, 1Q23 发电量分别同比下降 19.9%、6.9%。

图表47: 1Q23 水电公司营收增速、净利增速比较

图表48: 1Q23 水电公司毛利率、净利率比较



来源: Wind、国金证券研究所

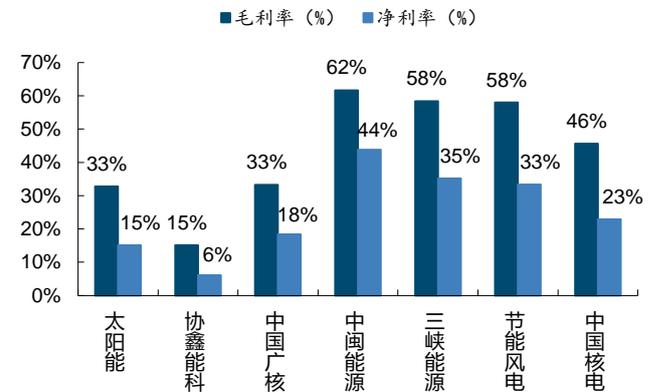
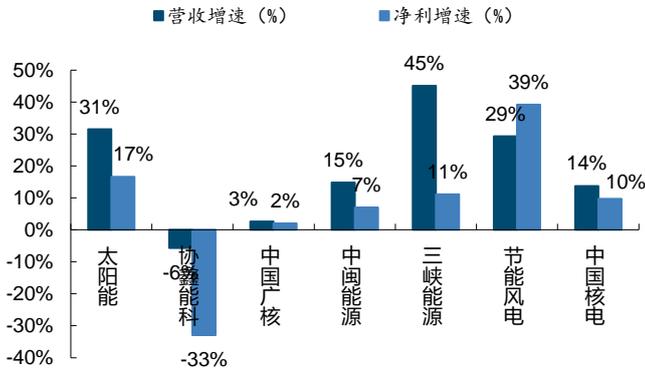
来源: Wind、国金证券研究所

- 风电板块: 2022 年及 2023Q1 风电装机量显著提升, 驱动风电运营商业绩高增长。例如三峡能源 2022 年实现发电量同比+48.6%, 其中, 陆风/海风电量分别同比+20%/+214%, 2021 年末海风抢装潮成果逐步显现, 海风装机规模显著扩大、带动发电量大幅提升, 同时公司光伏发电量同比+43.9%; 1Q23 公司发电量同比提升 18.5%, 其中陆风/海风/光伏发电量分别提升 20%/22%/13%。
- 光伏板块: 光伏装机量逐季提高, 成本端价格上涨无阻投资热情。以太阳能为例, 公司 2022 年营收、归母净利润同比分别+31.4%、16.6%, 1Q23 营收、归母净利润同比分别 22.3%、48.4%; 营收、净利润增长主要受新增项目投产所驱动, 且 1Q23 归母净利润高增还受到 22 年底开始的上游价格回落趋势所影响。
- 核电板块: 机组投产、运营情况为影响业绩的主要因素。2022 年中国广核机组检修超过往年, 尤其是台山电站在 1 号机组完成检修于 8 月并网后, 2 号机组接续大修,

导致发电量同比减少 4.4%，营收增幅同比收窄 11.6pct；而新机组投产驱动中国核电 2022 年发电量同比增加 9.1%、营收同比增长 13.7%。

图表49：2022年新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较

图表50：2022年新能源、核电公司毛利率、净利率比较

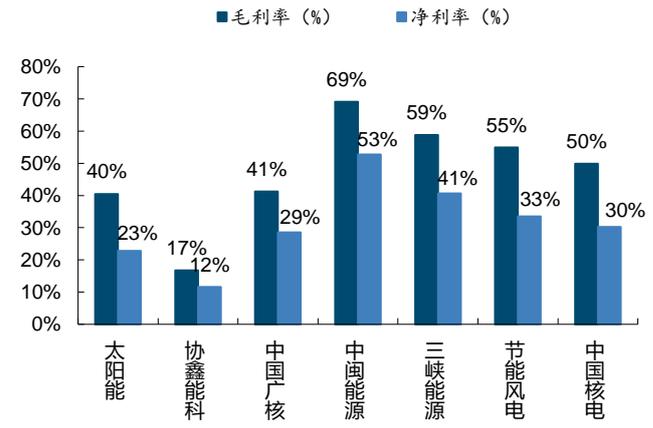
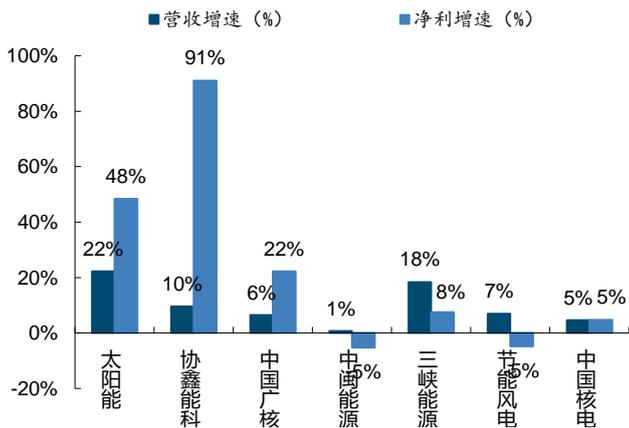


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表51：2023Q1 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较

图表52：2023Q1 年新能源、核电公司毛利率、净利率比较

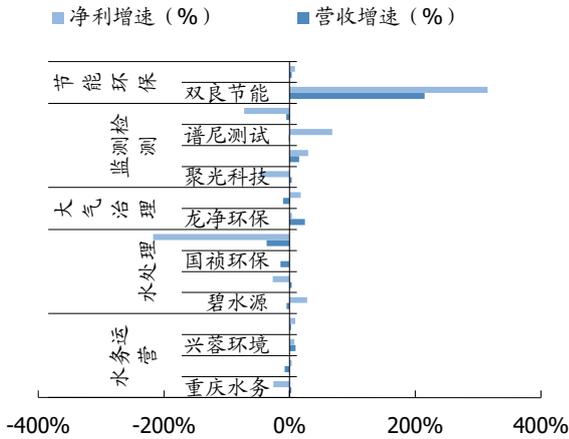


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

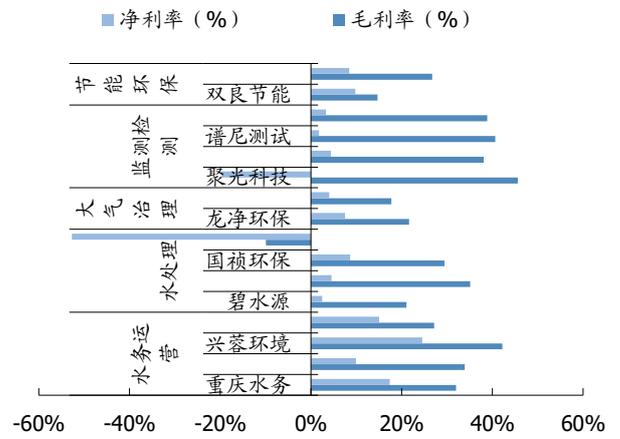
- 环保板块：节能环保板块受益于低碳要求下的节能产品需求扩大，固废处置板块受益于疫后复苏、处理需求量回升。
- ✓ 以双良节能为例：公司“节能节水”与“光伏新能源”双轮驱动，Q1 实现营收、归母净利润增长分别达 215%、315%，维持高增。节能产品业务稳步增长、硅片产销饱满贡献高增量。
- ✓ 以伟明环保为例：公司 Q1 实现营收、归母净利润增长分别达 28%、10%。垃圾焚烧业务与新能源材料一体化产业布局共同助推业绩增长。

图表53: 1Q23 环保公司 (不含固废处理) 营收增速、净利增速比较



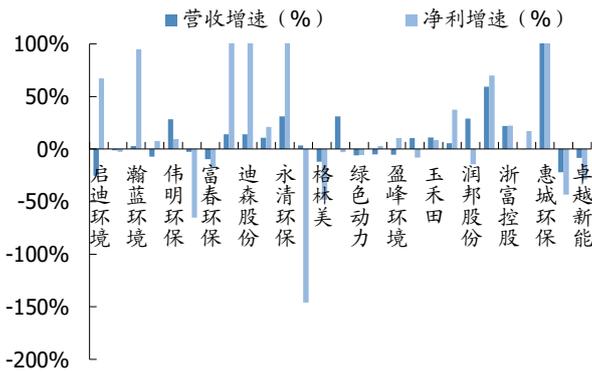
来源: Wind、国金证券研究所

图表54: 1Q23 环保公司 (不含固废处理) 毛利率、净利率比较



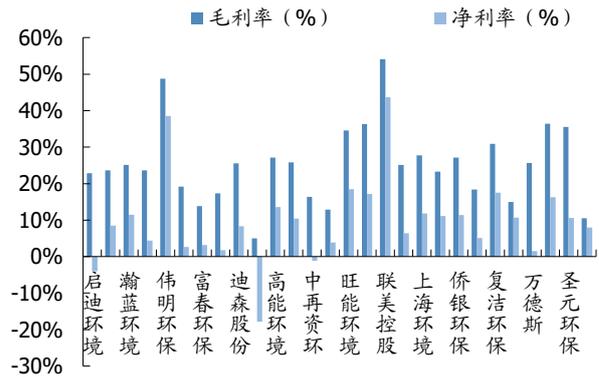
来源: Wind、国金证券研究所

图表55: 1Q23 固废处理企业营收增速、净利增速比较



来源: Wind、国金证券研究所

图表56: 1Q23 固废处理企业毛利率、净利率比较



来源: Wind、国金证券研究所

#### 4、投资建议

##### ■ 火电板块:

煤价在 3Q21 达到顶点, Q4 亏损最大; 当前受短期事件影响煤炭扩产进度放缓, 煤炭产量下滑, 煤价有所回升, 但考虑到新版长协煤机制已于 5 月 1 日生效, 火电全年业绩有望逐季改善、Q4 同比大幅转好。建议关注: 火电资产高质量、拓展新能源发电的龙头企业华能国际、国电电力。

##### ■ 新能源——风、光发电板块:

在经历光伏、陆风、海风走向平价上网、补贴逐步退坡带来的抢装潮后, 新能源装机今年仍有望保持高增长态势。新增装机驱动因素包括其属稳增长“适度超前建设”重点领域, 以及大基地规划和电力市场建设给绿电带来的利好。当前产业链中游制造用电数据呈现高景气, 反映下游装机需求旺盛, 建议关注: 新能源运营龙头三峡能源。

##### ■ 新能源——核电板块:

“十四五”核电重启已至, 投资边际好转, 同时电力市场化改革带来核电市场化电量价格提高, 扩大盈利水平。建议关注核电龙头企业中国核电。

##### ■ 环保:

传统业务受疫情影响, 个别细分主题业绩表现较好。建议关注: 节能环保设备原行业龙头向光伏新能源链纵深延伸, 双轮驱动赋能新价值的龙头企业双良节能 (电新组覆盖)。

## 5、风险提示

- 新增装机容量不及预期风险：经历两次有序用电事件后，电力保供问题已得到重视，但在煤价高企、光伏组件成本偏高、风电优质资源总体有限的客观环境下，新增装机或存在时间表滞后的风险。
- 下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期：发电企业业绩与利用小时数高度相关，若疫后复苏节奏不及预期，或导致用电增速不及预期。“十四五”期间新能源装机的规划目标较高，用电需求不足可能导致消纳率下降，影响利用小时数，最终影响电企业绩表现。
- 电力市场化进度不及预期：在“十四五”电力供需总体偏紧的背景下，电力市场化推进有助于以价格机制反映供需紧张关系、并产生自发调节。若电力市场化政策落地不及预期，或将使得发电企业上网电价上浮不及预期。
- 环境治理政策释放不及预期：环保行业当前仍是典型的政策驱动型行业，环保政策要求趋严将对行业需求起到刺激作用，反之则可能出现需求疲软。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402