

# 环保行业营收增速排名第十，电力板块新能源表现突出

## 公用事业

### 主要观点：

#### ►环保营收增速在 SW28 个行业中排名第十，固废板块表现较为稳定。

2020 年，环保行业实现营业总收入合计 2304.33 亿元，较去年增长 7.89%，实现归母净利润合计为 184.23 亿元，同比降低 6.67%。受疫情影响，环保行业营收增速较 2019 年下滑了 12.41pct，但远高于全部 A 股（2.48%）的增速，在所有 SW28 个行业里排名第 10 位，处于中上游水平。归母净利润增速较去年同期的 9.80%，减少 17.48pct，在所有 SW 行业里处于中偏下的水平。在环保行业 4 个子板块中，固废、水务、其他环境板块营收增速为正，大气板块营收出现下滑。固废、水务、大气、其他环境 2020 年营收增速分别为 14.46%/4.83%/-5.87%/4.67%。盈利能力普遍下滑，固废、水务、大气和其他环境 2020 年利润增速分别-2.60%/-5.37%/-73.79%/41.35%，除其他环境板块利润呈现增长，其余板块均出现下滑。2020 年，疫情影响下全部 A 股实现营业收入同比增长 2.48%，归母净利润同比增长 2.32%，环保各子板块相较全部 A 股 2020 年表现来看，固废板块表现相对稳定。2021 年 Q1，环保行业实现营业总收入合计 527.41 亿元，较去年同期增长 30.57%，实现归母净利润合计为 57.48 亿元，同比增长 59.48%。由于 2020 年一季度受疫情影响，基数较低，2021 年一季度环保业绩出现明显提升，其中利润增速为近 5 年最高值，较去年同期提升 74.90pct。2021 年 Q1，各板块表现回暖，固废、水务、大气、其他环境 2021 年一季度营收增速分别为 26.38%、36.82%、20.56%、43.83%，归母净利增速分别为 57.50%、52.14%、76.14%、-187.42%。

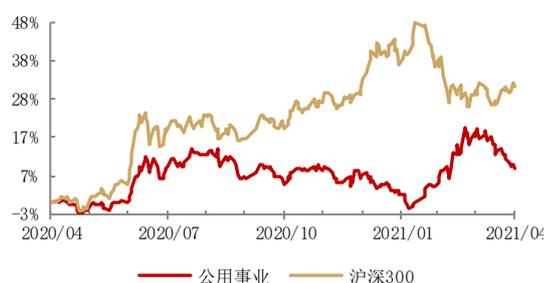
#### ►电力行业利润稳步增长，新能源行业表现较好。

2020 年，电力行业合计实现营业收入 12256.61 亿元，同比减少 0.65%，增速较 2019 年的 13.88% 下滑 14.53pct。利润方面，2020 年电力行业共实现归母净利润 1113.60 亿元，同比增长 23.52%，增速较 2019 年的 4.77% 增长 18.75 个百分点。电力行业在营收增速大幅下滑的情况下，仍能保证归母净利润增速维持在 20% 以上的水平，主要原因是受疫情冲击最大的火电行业，其主要成本动力煤的价格在上半年呈现下滑趋势，即使在四季度动力煤大幅反弹，但全年平均价格仍然低于往年，所以火电企业整体营业成本下滑明显，对利润形成积极贡献。2020 年，电力行业三个子板块中，火电营收增速出现下滑，水电几乎维持不变，新能源营收稳定增长，其中火电、水电和新能源发电的营收增速分别

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

研究助理：周志璐

邮箱：zhouzilu@hx168.com.cn

### 相关研究：

1. 绿色动力|经营效率持续提升，一季度业绩表现亮眼  
2021.04.30
2. 三峰环境|一季度业绩大增，未来稳定增长可期  
2021.04.30
3. 景津环保|一季度净利同比增 56.16%，业绩高速增长可期  
2021.04.29

-2.53%、0.38%、8.68%，增速较 2019 年分别下滑 15.98pct、18.13pct、2.06pct，水电板块营收增速下滑最为明显。利润增速方面，火电、水电和新能源发电的归母净利润增速分别 33.49%、14.63%、26.72%，增速较 2019 年分别增加 0.53pct、17.17pct、41.57pct。新能源板块利润增速同比去年增幅最大，同时也保持了营业收入的稳定增长，未来随着新能源装机规模的不断提升，新能源板块的业绩将持续上升。2021 年一季度，电力行业从疫情中快速反弹，全社会用电量同比增长 21.2%，电力行业单季度实现营业收入 3306.12 亿元，同比增长 26.52%，实现归母净利润 259 亿元，同比增长 44.99%。

### ►燃气行业受疫情影响明显，营收利润增速双降。

2020 年，燃气行业合计实现营业收入 1026.39 亿元，同比增长 3.09%，增速较 2019 年的 12.06% 下滑 8.97pct，主要还是疫情原因，影响了燃气需求，导致营收增速同比下滑。利润方面，2020 年燃气行业共实现归母净利润 62.76 亿元，同比减少 8.70%，增速较 2019 年的 9.23% 下滑 17.94 个百分点。燃气行业在 2020 年出现明显下滑的原因，还是疫情影响了工商业用气量，限制了服务业复产复工进度，整体用气量同比减少明显，同时政府对工商业用气价格给予优惠，在量价齐降的背景下，燃气行业的营收和利润增速出现了大幅度下滑。相信随着用气需求回升，价格优惠逐步退坡，燃气行业企业业绩有望得到修复。2021 年一季度，燃气行业明显回升，实现营业收入 322.41 亿元，同比增长 22.68%，实现归母净利润 31.98 亿元，同比增长 76.43%。

### 投资建议

“十四五”期间，水务企业有望在政策推动下，借助地方政府的力量，吸引更多的资本投入，提升运营规模，产生效益。推荐关注低估值，高成长的污水处理企业【中环环保】、【联泰环保】。生态修复领域同样受益于生态环境保护力度加大，在市场中不断获取生态修复订单，实现业绩可持续增长，推荐关注生态景观修复龙头【绿茵生态】。

垃圾焚烧为国家产业政策鼓励和支持发展的行业，推进城市生活垃圾处理设施的一体化建设和专业化运营是行业发展的趋势，而相应提供一体化投资、建设、运营服务的专业垃圾处理服务商将占据竞争优势。在“碳中和、碳达峰”的政策背景下，垃圾焚烧发电项目将持续受益，我们推荐关注垃圾焚烧龙头，项目稳步投建的【绿色动力】、【三峰环境】。

### 风险提示

- 1) 环保行业融资困难问题没有解决，民营企业依然融资难融资贵；
- 2) 环保企业项目建设不及预期，新增订单释放不及预期；
- 3) 环保政策变化，国家不鼓励投资环保项目。
- 4) 全社会用电量增速不及预期；
- 5) 新能源发电装机不及预期。

盈利预测与估值

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000155.SZ	川能动力	13.07	买入	0.12	0.48	0.69	0.93	108.28	27.30	18.99	14.12
603797.SH	联泰环保	7.29	买入	0.53	0.71	0.96	1.12	13.75	10.27	7.60	6.51
601827.SH	三峰环境	9322	增持	0.43	0.63	0.73	0.82	21.46	14.68	12.66	11.31
601330.SH	绿色动力	8.69	买入	0.36	0.48	0.55	0.66	23.38	17.63	15.27	12.77
300692.SZ	中环环保	17.55	买入	0.71	1.07	1.46	1.93	23.92	15.81	11.56	8.76
002887.SZ	绿茵生态	11.08	买入	0.90	1.18	1.53	1.98	12.02	9.21	7.10	5.48

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 环保行业营收增速排名第十，电力板块新能源表现突出.....	6
1.1. 环保营收增速在 SW28 个行业中排名第十，固废板块表现较为稳定.....	6
1.2. 2020 年大气治理板块表现低于环保行业平均水平，板块正处低谷期暂无新亮点。.....	8
1.3. 2020 年水务板块营收增速高于全部 A 股平均水准，2021 年一季度表现优秀.....	9
1.4. 2020 年固废处理板块营收增速缩窄，细分龙头稳定增长.....	13
1.5. 其他环境板块公司整体盈利能力较差，行业拐点未至.....	18
2. 环保行业整体毛利率呈现下滑趋势，三项费用率相对稳定.....	20
3. 现金流持续改善明显，行业融资情况好转.....	22
4. 电力行业利润稳步增长，新能源行业表现较好.....	23
4.1. 火电板块营收下滑无碍利润增长，碳中和背景下火电将承压.....	25
4.2. 下半年发电量快速反弹，水电业绩维持增长趋势.....	26
4.3. 新能源发电量同比增加，助力业绩持续上升.....	27
4.4. 电力行业整体毛利率稳中有升，费用率环比同比均下降.....	28
5. 燃气行业受疫情影响明显，营收利润双降.....	30
6. 投资建议.....	31
7. 风险提示.....	33

## 图目录

图 1 环保行业近年营收和归母净利情况.....	6
图 2 环保行业近年一季度营收和归母净利情况.....	6
图 3 HX 环保在 SW28 个行业中 2020 年营收增速排名靠前.....	7
图 4 HX 环保在 SW28 个行业中 2020 年利润增速排名中偏下.....	7
图 5 环保子板块营收增速情况 (%).....	8
图 6 环保子板块归母净利润增速情况 (%).....	8
图 7 环保子板块一季度营收增速情况 (%).....	8
图 8 环保子板块一季度归母净利润增速情况 (%).....	8
图 9 大气板块近年营收和归母净利情况.....	9
图 10 大气板块近年一季度营收和归母净利情况.....	9
图 11 水务板块近年营收和归母净利情况.....	10
图 12 水务板块近年一季度营收和归母净利情况.....	10
图 13 历年新增地方政府专项债情况.....	11
图 14 生态环保类新增专项债情况.....	11
图 15 固废板块近年营收和归母净利情况.....	14
图 16 固废板块近年一季度营收和归母净利情况.....	14
图 17 城市历年垃圾处置情况.....	15
图 18 县城历年垃圾处置情况.....	15
图 19 环卫市场历年招标订单情况.....	16
图 20 环卫市场化规模预测.....	16
图 21 其他环境近年营收和归母净利情况.....	19
图 22 其他环境近年一季度营收和归母净利情况.....	19
图 23 环保行业毛利率 (%).....	20
图 24 各子板块毛利率 (%).....	20
图 25 环保行业三项费用率 (%).....	21
图 26 各子板块财务费用率 (%).....	21
图 27 各子板块管理费用率 (%).....	22
图 28 各子板块销售费用率 (%).....	22
图 29 经营活动现金流净额 (亿元).....	22
图 30 筹资活动现金流净额 (亿元).....	22
图 31 投资活动现金流净额 (亿元).....	23

图 32 子板块资产负债率.....	23
图 33 电力行业近年来营收和利润情况.....	24
图 34 电力行业近年来一季度营收和利润情况.....	24
图 35 电力子板块近年来营收增速情况.....	25
图 36 电力子板块近年来归母净利润增速情况.....	25
图 37 电力子板块近年来一季度营收增速情况.....	25
图 38 电力子板块近年来一季度归母净利润增速情况.....	25
图 39 火电板块近年来营收和利润情况.....	26
图 40 火电板块近年来一季度营收和利润情况.....	26
图 41 水电板块近年来营收及利润情况.....	27
图 42 水电板块近年来前一季度营收及利润情况.....	27
图 43 新能源近年来营收及利润情况.....	28
图 44 新能源近年来一季度营收及利润情况.....	28
图 45 电力行业毛利率 (%).....	28
图 46 各子板块毛利率 (%).....	28
图 47 电力行业三项费用率 (%).....	29
图 48 各子板块财务费用率 (%).....	29
图 49 各子板块管理费用率 (%).....	29
图 50 各子板块销售费用率 (%).....	29
图 51 燃气行业近年来营收和利润情况.....	30
图 52 燃气行业近年来一季度营收和利润情况.....	30
图 53 燃气行业毛利率 (%).....	31
图 54 燃气行业三项费用率 (%).....	31
图 55 沪深 300 和环保子板块涨跌幅%.....	32
图 56 2020 年环保各板块相对沪深 300 涨跌幅 (%).....	32
图 57 沪深 300 和公用子板块涨跌幅%.....	32
图 58 2020 年公用各板块相对沪深 300 涨跌幅 (%).....	32

**表 目 录**

表 1 基础设施 REITS 相关政策.....	12
--------------------------	----

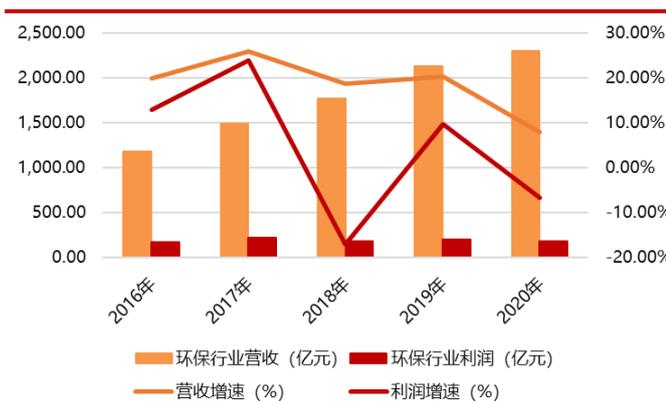
## 1. 环保行业营收增速排名第十，电力板块新能源表现突出

### 1.1. 环保营收增速在 SW28 个行业中排名第十，固废板块表现较为稳定

标的选择，板块分类说明：我们共选取 SW 环保工程及服务 and SW 水务中 65 只标的，并根据其营业类型划分为水务治理、固废处置、大气监测和其他环境四个子板块。

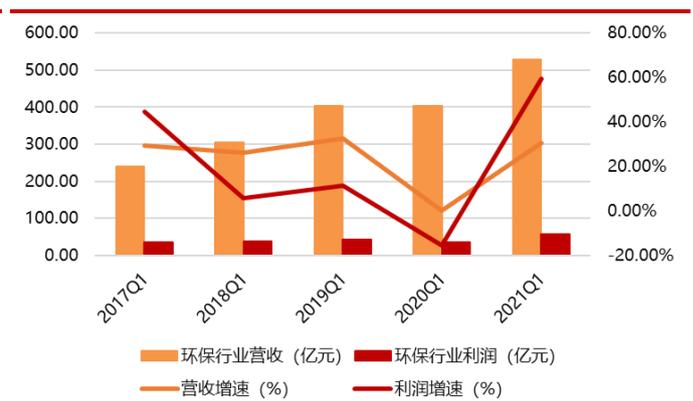
2020 年环保行业营收增速收窄，在 SW28 个行业中排名中上游。2020 年，环保行业实现营业总收入合计 2304.33 亿元，较去年增长 7.89%，实现归母净利润合计为 184.23 亿元，同比降低 6.67%。受疫情影响，环保行业营收增速较 2019 年下滑了 12.41pct，但远高于全部 A 股（2.48%）的增速，在所有 SW28 个行业里排名第 10 位，处于中上游水平。归母净利润增速较去年同期的 9.80%，减少 17.48pct，在所有 SW 行业里处于中偏下的水平。2020 年 Q1，环保行业实现营业总收入合计 527.41 亿元，较去年同期增长 30.57%，实现归母净利润合计为 57.48 亿元，同比增长 59.48%。由于 2020 年一季度受疫情影响，基数较低，2021 年一季度环保业绩出现明显提升，其中利润增速为近 5 年最高值，较去年同期提升 74.90pct。

图 1 环保行业近年营收和归母净利情况



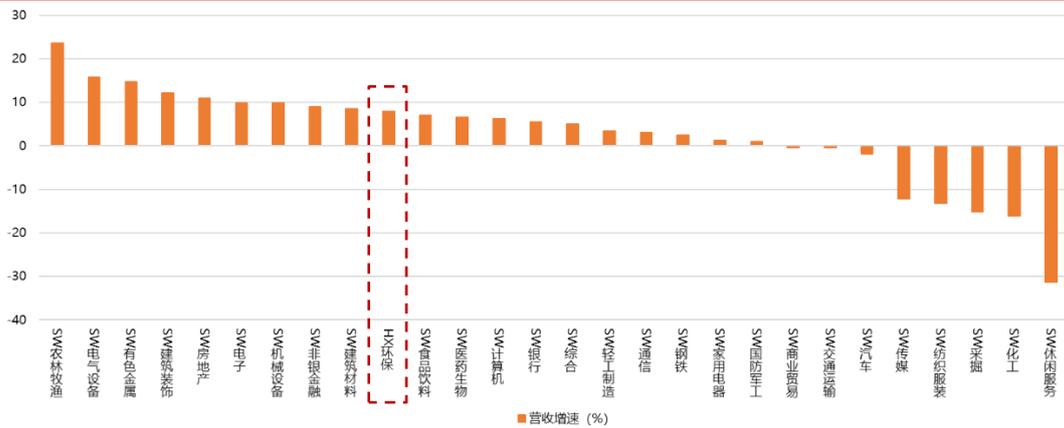
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 环保行业近年一季度营收和归母净利情况



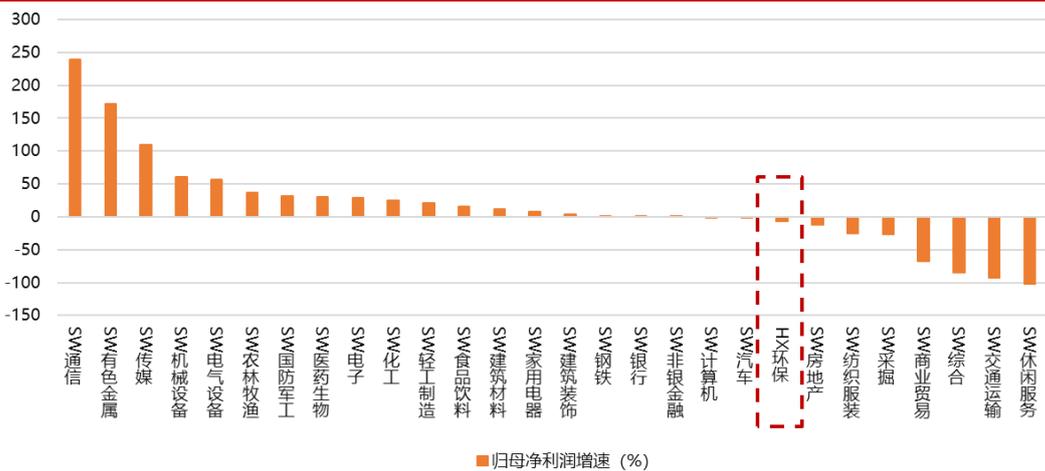
资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 HX 环保在 SW28 个行业中 2020 年营收增速排名靠前



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 HX 环保在 SW28 个行业中 2020 年利润增速排名中偏下

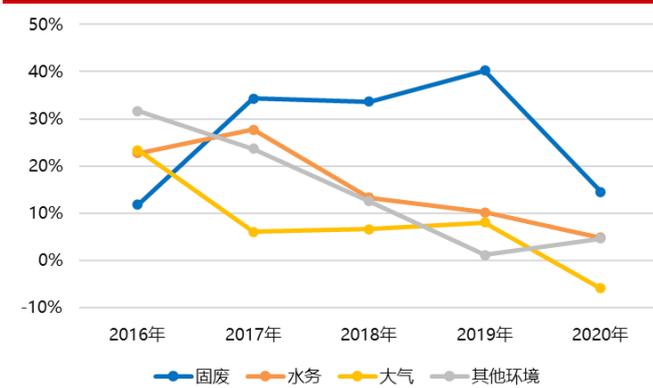


资料来源: wind, 华西证券研究所

2020 年子板块业绩表现分化，疫情影响下固废板块相对稳定。在环保行业 4 个子板块中，固废、水务、其他环境板块营收增速为正，大气板块营收出现下滑。固废、水务、大气、其他环境 2020 年营收增速分别为 14.46%/4.83%/-5.87%/4.67%。盈利能力普遍下滑，固废、水务、大气和其他环境 2020 年利润增速分别-2.60%/-5.37%/-73.79%/41.35%，除其他环境板块利润呈现增长，其余板块均出现下滑。2020 年，疫情影响下全部 A 股实现营业收入同比增长 2.48%，归母净利润同比增长 2.32%，环保各子板块相较全部 A 股 2020 年表现来看，固废板块表现相对稳定。2021 年 Q1，各板块表现回暖，固废、水务、大气、其他环境 2021 年一季度营收增速分别为

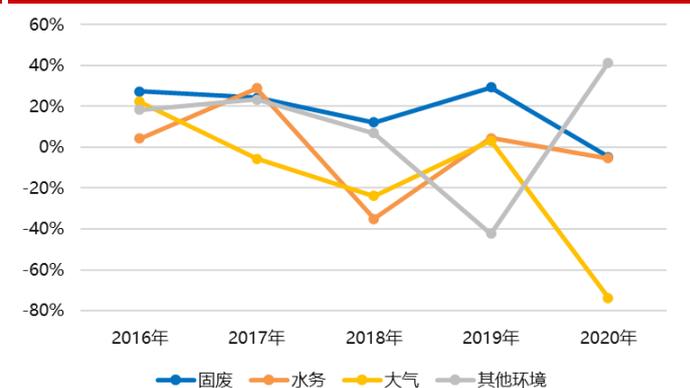
26.38%/36.82%/20.56%/43.83%，归母净利增速分别为 57.50%/52.14%/76.14%/-187.42%，主要是 2020 年一季度，受疫情影响，各子板块业绩表现一般，在 2020 年低基数的情况下，2021 年一季度各子板块表现较为突出，仅其他环境板块利润同比大幅下滑。

图 5 环保子板块营收增速情况 (%)



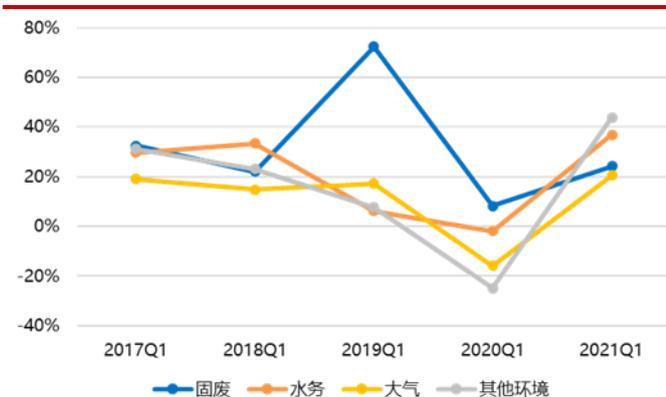
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 环保子板块归母净利润增速情况 (%)



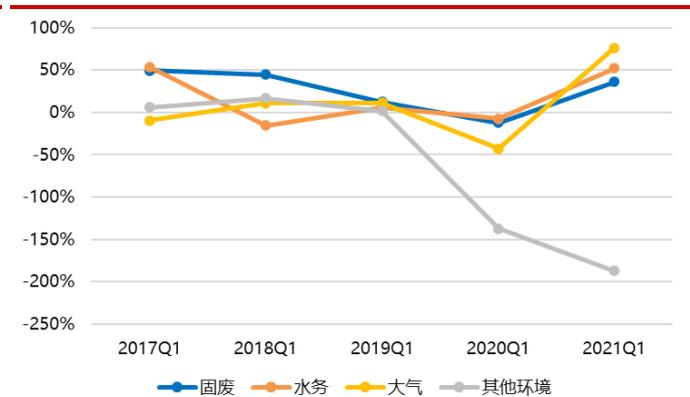
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 环保子板块一季度营收增速情况 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 8 环保子板块一季度归母净利润增速情况 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 1.2. 2020 年大气治理板块表现低于环保行业平均水平，板块正处低谷期暂无新亮点。

1.2. 2020 年大气治理板块表现低于环保行业平均水平，板块正处低谷期暂无新亮点。2020 年，大气治理板块（共 6 家公司）实现营业收入 210.38 亿元，同比减少 5.87%。实现归母净利润 3.59 亿元，同比减少 73.79%。归母净利增速明显下滑的主要原因是 6 家公司归母净利润均出现下滑，其中中环装备和德创环保净利润出现亏

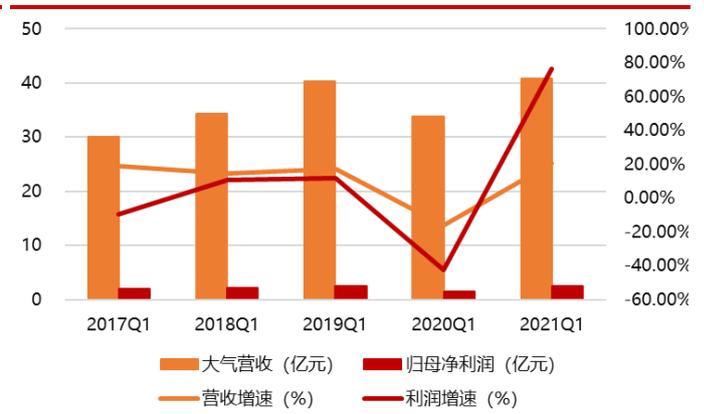
损，整个行业环境的盈利情况都较差。2020 年一季度大气板块明显回暖，板块营业收入和归母净利润均出现大幅回升，实现营业收入 40.80 亿元，同比增长 20.56%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比增长 76.14%。大气板块一季度大幅改善的原因：1) 2020 年一季度受疫情影响，表现较差。2) 一季度整个板块实现归母净利润 2.46 亿元，龙净环保一家就实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 108.02%，对板块利润的增长贡献了超过一半的力量。其他几家公司盈利能力没有明显改善，板块也没有新的增长点。

图 9 大气板块近年营收和归母净利情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 大气板块近年一季度营收和归母净利情况



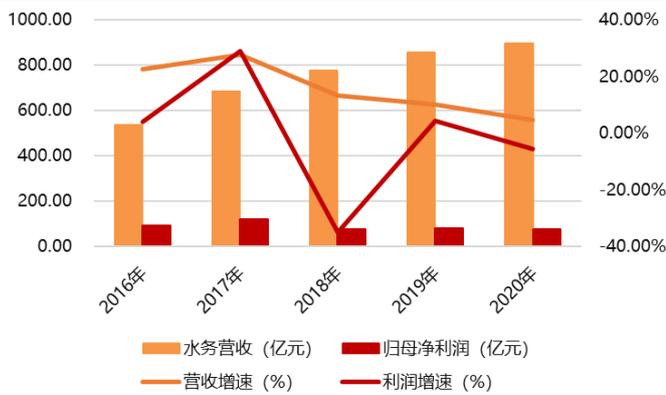
资料来源：wind，华西证券研究所

### 1.3. 2020 年水务板块营收增速高于全部 A 股平均水准，2021 年一季度表现优秀

**2020 年水务板块营收增速高于全部 A 股平均水准，2021 年一季度表现优秀。** 2020 年，水务板块（34 家公司）实现营业收入 897.17 亿元，同比增长 4.83%；实现归母净利润 76.85 亿元，同比减少 5.37%。受疫情影响，营收增速较去年同期下滑 5.33pct，但相较于全部 A 股的 2.48%，表现好于平均水平。归母净利增速同比去年由正转负，主要受行业尾部部分公司拖累，拉低整体盈利水平。2019 年 34 家公司中归母净利增速下滑的公司数量为 13 家，而 2020 年归母净利增速下滑公司为 19 家，整体行业中经营不善的公司数量在增加，其中表现最差的是京蓝科技，净利润为-23.55 亿元。2020 年一季度，营业收入和归母净利润均回暖，实现营业收入 206.66 亿元，同比增长 36.82%，实现归母净利润 27.28 亿元，同比增长 52.14%。2020 年受海内外疫情影响，一季度水务企业业绩表现不佳。但 2020 年全年共发行约 3000 亿元的水务类专项债，政府充分发挥专项债杠杆功能，将大型项目拆分成小金额短周期的形式，企业中标该类项目后，能快速对自身业绩产生贡献。2021 年一季度受益于市场订单

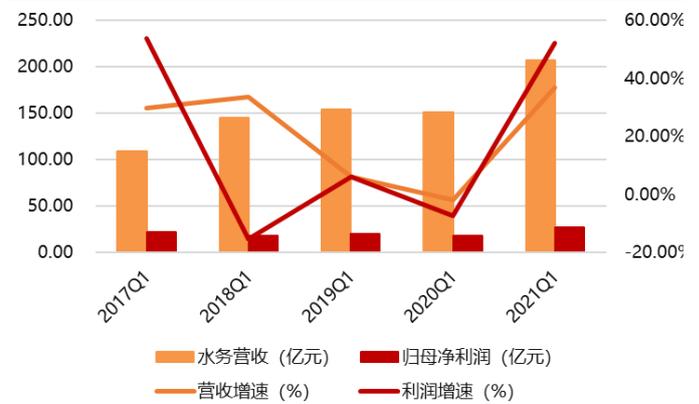
的大量释放，同时叠加 2020 年一季度疫情影响板块表现不佳，2021 年一季度业绩实现快速增长。预计 2021 年，市场将摆脱疫情影响，整体订单释放速度加快，水务公司业绩有望在 2021 年重新实现增长。

图 11 水务板块近年营收和归母净利情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 水务板块近年一季度营收和归母净利情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

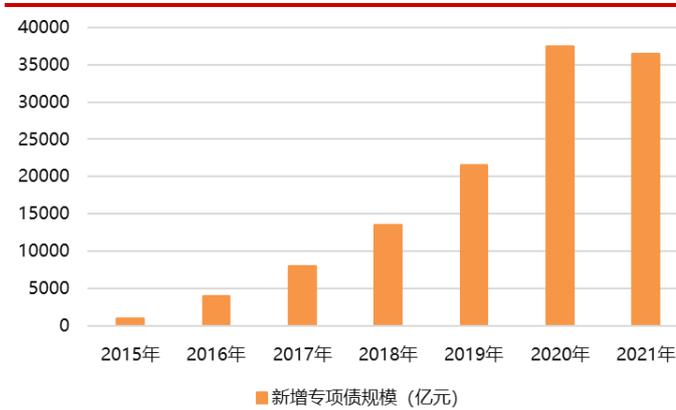
2020 年水务子板块营收增速前五的公司分别为：中环环保 (45.32%)、首创股份 (28.96%)、联泰环保 (23.66%)、中原环保 (23.57%)、洪城水业 (22.68%)；归母净利润增速排名前五的公司分别为：钱江水利 (221.08%)、中环环保 (62.43%)、国中水务 (54.72%)、首创股份 (53.42%)、久吾高科 (48.24%)。

2021 年一季度水务子板块营业增速前五的公司分别为：万邦达 (212.78%)、中原环保 (192.28%)、博天环境 (151.36%)、华控赛格 (143.18%)、南方汇通 (106.19%)；归母净利润增速排名前五的公司分别为：万邦达 (236.40%)、钱江水利 (217.62%)、首创股份 (153.42%)、中环环保 (134.65%)、重庆水务 (111.73%)。

**生态环保类专项债发行规模超 5000 亿元，水务类专项债占比约 6 成。**2020 年中央政府共发行新增地方政府专项债 3.75 万亿，较 2019 年的 2.15 万亿，增加 1.6 万亿元。其中，生态环保类专项债超 5000 亿元，2019 年生态环保类专项债额度约 531.24 亿元，2020 年发行总额度是 2019 年的九倍多。发行的生态环保类专项债中，有近 6 成的生态环保类专项债投向水务板块，预计全年约 3000 亿元。2020 年每个省市专项债作资本金比例由 20%提高至 25%，充分发挥专项债杠杆效应，撬动更多的有效投资，提振实体产业的活力。地方政府有意通过专项债，将大型长周期项目拆分成小金额短周期项目，利于企业快速回笼资产，改善经营效率，增厚业绩。2021 年，政府明确新增专项债金额为 3.65 万亿，虽然较 2020 年减少 0.1 万亿，但较 2019 年大增 1.5 万亿。作为基础设施建设的重要资金来源，2021 年专项债的规模虽然小幅

下调，但是仍处于扩容状态，期待生态环保类专项债规模占比进一步提升，刺激水务等环保行业的投资。

图 13 历年新增地方政府专项债情况



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

图 14 生态环保类新增专项债情况



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

**基建 REITs 正式推出，污染治理成核心支持领域。**2020 年 4 月 30 日，中国证监会、发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称《通知》），正式开始在中国境内推行基础设施领域公募 REITs 试点工作。目前，我国基建存量高，资金投入量较大，且回报周期长，对政府和企业而言，资产运营效率低。通过推行基建 REITs，可以盘活基建领域存量资产，提高资产运营效率。同时有助于地方政府降低杠杆率，通过存量资产引入其他资产，缓解地方政府融资压力。《通知》明确要求聚焦：水电气热等市政工作、城镇污水处理垃圾处理、固废危废处理等重点行业。要求加强融资用途管理，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，支持补短板项目。有助于企业盘活存量资产，缩短回报周期，加快现金回笼，降低企业杠杆水平，优化财务结构，充沛的现金流可以加快新增项目投资建设，利于行业长久稳定发展。

表 1 基础设施 REITs 相关政策

时间	政策	发布部门	备注
2020 年 4 月 30 日	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》	证监会、国家发改委联合发布	正式启动基础设施公募 REITs 试点工作
2020 年 8 月 7 日	《公开募集基础设施证券投资基金指引》	证监会	完善监管制度
2020 年 10 月 11 日	《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案 (2020 - 2025 年)》	中办、国办	再次提到依法依规开展基础设施领域不动产投资信托基金试点
2021 年 2 月 8 日	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引 (试行)》、 《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引 (试行)》。	中国证券投资基金业协会	规范公开募集基础设施证券投资基金的尽职调查、运营操作等相关工作
2021 年 4 月 21 日			首批基础设施公募 REITs 项目正式申报。

资料来源: wind, 华西证券研究所

#### 推荐标的:

**中环环保:** 2020 年, 公司实现营业收入 9.50 亿元, 同比增长 45.32%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.58 亿元, 同比增长 62.43%

**市场订单开拓优秀, 污水运营效率稳步提升。** 2020 年, 水处理业务实现营业收入 2.28 亿元, 同比增长 20.80%; 工程建造业务实现营业收入 6.74 亿元, 同比增长 45.03%。业务稳定增长, 得益于公司全年市场开拓表现良好, 新增订单充足, 其中特许经营类新增订单 6 个, 合计投资额 13.51 亿元, 包含 3 个 BOT (9.77 亿元) 和 3 个 PPP (3.74 亿元) 订单; EPC 新增订单 29 个, 合计金额 9.25 亿元, 同比增长 15.32%。

**垃圾焚烧项目陆续投产, 固废业务开始发力。** 2020 年, 公司相继投产了德江县生活垃圾焚烧发电项目和惠民县生活垃圾焚烧发电项目, 其中德江和惠民两个已运营项目通过开拓周边县市的垃圾处理市场, 实现年报报告期末垃圾处理负荷率达到 100%, 各项生产指标良好。公司承德项目和西乡项目也在稳步推进当中, 预计未来两年会有序投产, 建成后将极大提升公司垃圾焚烧处置水平。2020 年公司固废业务收入占比 5.03%, 毛利率达到 50.75%, 随着公司固废业务逐步壮大, 公司双主业同时发力, 后续高增长可期。此外, 2020 年 12 月 28 日, 公司公告拟以 4.56 亿元分两次收购上海泷蝶新能源科技有限公司 100% 股权, 泷蝶新能源下属项目公司拥有石家庄生活垃圾环保发电项目 30 年特许经营权, 设计总处理能力为 1,200 吨/日, 自 2020 年 5 月起, 两条生产线均达产运行, 入厂垃圾焚烧处理 1100~1500 t/d。

**投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 14.40/19.78/26.45 亿元，同比增长 51.56%/37.32%/33.75%；2021-2023 年归母净利润分别为 2.39/3.27/4.31 亿元，分别增长 51.3%/36.8%/31.9%；对应 EPS 为 1.07 元、1.46 元、1.93 元；PE 为 16/12/9 倍，维持“买入”评级。

**联泰环保：**2020 年，公司实现营业收入 6.04 亿元，同比增长 23.66%，实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 35.56%。

**量价齐升，业绩稳步提升。**2020 年岳麓提标改造及扩建项目（2019 年 3 月开始商业运行）、长沙岳麓污泥项目（2020 年 3 月开始商业试运行）及新溪管网项目（2019 年 8 月开始商业运营）产能利用率逐步提升，污水处理量增长，叠加提标改造后价格上升，实现量价齐升。2020 年公司广东省污水结算量 14644.81 万吨，同比增长 3.6%，污水处理单价 1.27 元/吨，较 2019 年 1.20 元/吨增加 0.07 元/吨；湖南省污水结算量 22939.48 万吨，同比增长 5.07%，污水处理单价 1.70 元/吨，较 2019 年 1.58 元/吨增加 0.12 元/吨。公司利润增速较快，主要系营业收入增加以及整体上运营管理效益提升。目前公司在建产能充足，日后项目顺利投产，将进一步提高公司污水处理规模，提升污水处理量，进一步维持业绩可持续增长。

**规模优势凸显，经营效率稳步提升。**公司近年来加强投运项目运营管理，有效提升公司经营水平，同时公司污水处理项目单体规模较大，极具规模优势。其中，长沙岳麓项目污水处理规模为 45 万吨/日（包含岳麓污水处理厂提标改造及扩建工程的污水处理规模）；汕头龙珠项目污水处理规模为 26 万吨/日；邵阳洋溪桥项目污水处理规模为 10 万吨/日，单体规模均超过 10 万吨/日。公司充分发挥规模优势，有效控制成本，毛利率在行业处于领先水平（公司水务业务不含工程类项目），2020 年公司水务业务毛利率高达 70.20%。2020 年公司经营效率也稳步提升，全年实现经营性现金流 4.86 亿元，同比增长 17.39%。

**投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 7.77 亿元、11.08 亿元、12.51 亿元，同比增速分别为 28.7%、42.7%、12.9%；2021-2023 年归母净利润分别为 3.19 亿元、4.31 亿元、5.03 亿元，分别同比增长 33.9%、35.1%、16.7%。对应 EPS 分别为 0.71/0.96/1.12 元，对应 PE 分别为 10/8/7 倍。维持“买入”评级。

#### 1.4. 2020 年固废处理板块营收增速缩窄，细分龙头稳定增长

**2020 年固废处理板块营收增速缩窄，细分龙头稳定增长。**2020 年，固废处置板块（共 18 家公司）实现营业收入 1063.14 亿元，同比增长 14.46%；实现归母净利润

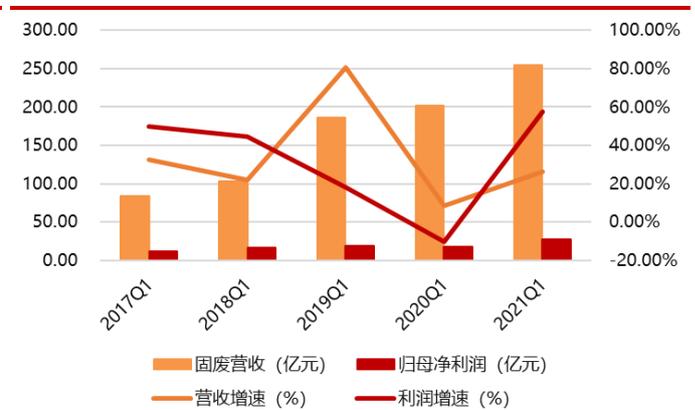
91.00 亿元，同比减少 2.60%。2020 年固废行业里的龙头企业表现较为稳定，营收和利润都维持在 20%以上的增速，少数公司出现较大下滑，拖累板块营收和利润增长。其中启迪环境营收同比下滑 16.27%，净利润为-15.37 亿元，较 2019 年的 3.59 亿元，下降了约 19 亿元。东江环保、惠城环保净利润也分别同比下降了 36.96%、28.49%。2021 年一季度，实现营业收入 256.26 亿元，同比增长 26.38%；实现归母净利润 27.23 亿元，同比增长 57.50%。业绩快速回暖，一是 2020 年疫情影响，一季度表现较差；二是摆脱疫情影响后，政府各项招投标工作逐步恢复正常，市场订单释放速度加快；各类项目建设也正常推进，2020 年新投产项目产能爬坡也逐步完成，加速业绩释放。

图 15 固废板块近年营收和归母净利情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 16 固废板块近年一季度营收和归母净利情况



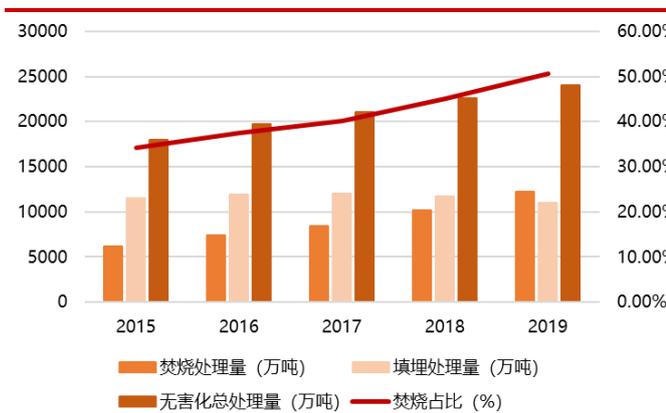
资料来源：wind，华西证券研究所

2020 年固废子板块营收增速前五的公司分别为：伟明环保 (53.25%)、旺能环境 (49.63%)、高能环境 (34.51%)、绿色动力 (29.97%)、侨银股份 (28.87%)；归母净利润增速排名前五的股票分别为：侨银股份 (186.03%)、玉禾田 (101.75%)、龙马环卫 (63.71%)、高能环境 (33.51%)、三峰环境 (30.24%)。可以看出，2020 年环卫板块公司业绩表现较好，主要受益于环卫市场化进程加速，市场订单增多，同时分散的订单逐步打包，有向大额化整合的趋势，利于在行业上有较强的竞争力的龙头企业。

垃圾焚烧处理占比稳步提升，“十四五”期间发展潜力巨大。近年来，我国城市生活垃圾无害化处理量稳步提升，从 2016 年的 19674 万吨，增至 2019 年的 24013 万吨，期间复合增长率 6.87%，其中垃圾焚烧处理量快速增长，从 2016 年的 8463 万吨提升至 2019 年的 12174 万吨，期间复合增长率 18.17%。相较于城市，我国县城垃圾焚烧处理量增长速度更快，2016-2019 年期间复合增长率高达 31.60%。根据《“十三

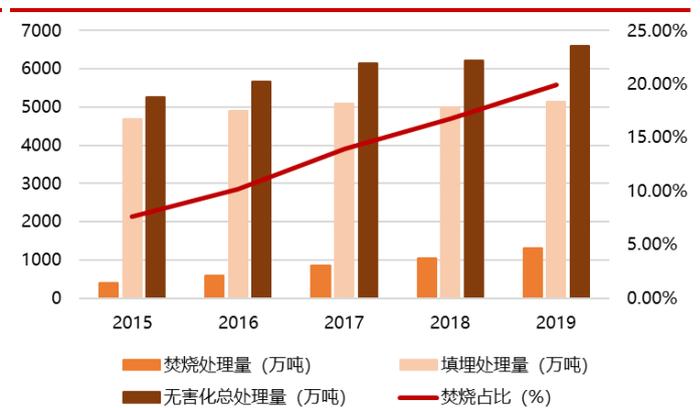
“五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市(建成区)实现原生垃圾“零填埋”；设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50%以上，其中东部地区达到 60%以上。截至 2019 年底，城市垃圾焚烧处理占比为 50.70%，较 2016 年的 37.50%，提升 13.20pct；而县城垃圾焚烧处理占比仅为 19.93%，较 2016 年提升 5.95pct。目前县城垃圾焚烧处置比例较低，“十四五”期间，县城垃圾焚烧处置发展潜力远高于城市，并且截至 2019 年底，城市生活垃圾填埋占比高达 45.59%，垃圾焚烧处置逐步替代填埋的空间同样巨大。

图 17 城市历年垃圾处置情况



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

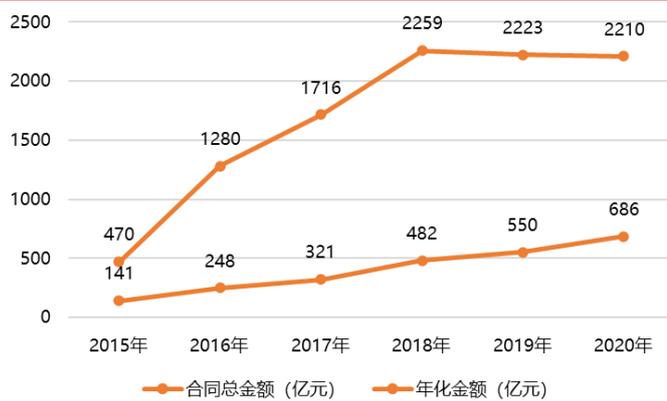
图 18 县城历年垃圾处置情况



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

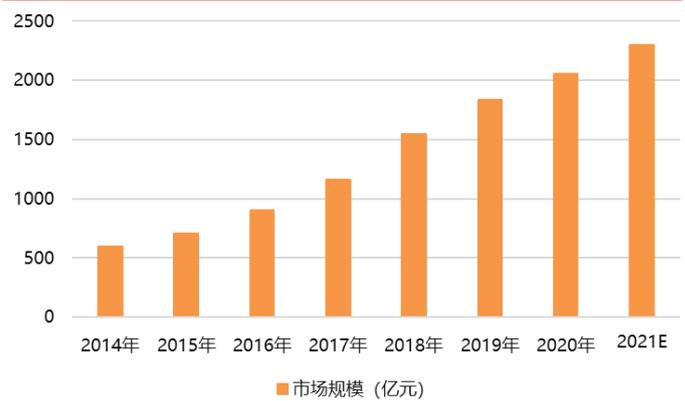
环卫年化合同金额创历史新高，2021 年市场规模达 2300 亿元。根据环境司南数据，2020 年环卫市场年度开标项目成交合同总金额为 2210 亿元，较 2019 年小幅下降 13 亿元，年化合同金额 686 亿元，同比增长 24.7%，创历史新高，反映了环卫市场化进程正逐步加速。2020 年度主要的市场变量来自于垃圾分类和城市物业，2020 年垃圾分类年化额为 57 亿元，同比增长 150%；2020 年城市物业年化额为 47 亿元，同比增长 335%。正是由于环卫市场化进程加速，环卫企业 2020 年业绩普遍表现较好。根据环境司南预测，预计 2021 年环卫市场化规模将达到 2300 亿元，较 2020 年同比增长 11.87%。随着市场规模的不断增长，环卫市场化比例的提升，环卫企业有望在市场获取更多的新增订单，助力业绩可持续增长。

图 19 环卫市场历年招标订单情况



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

图 20 环卫市场化规模预测



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

### 标的推荐：

**三峰环境：**2020年，公司实现营业收入49.29亿元，较上年同期增加12.95%；归属于上市公司股东的净利润7.21亿元，同比上期增长30.24%。

**业绩稳步增长，在建项目充沛保障后续公司成长。**2020年公司EPC业务实现收入23.89亿元，占总营收的48.47%，同比增长25.14%。主要系公司多个子公司EPC项目进入实施高峰，订单收入逐步确认。2020年公司实现项目运营收入22.22亿元，占总营收的45.08%，同比增长17.02%。运营收入增长主要源于公司多个项目建成投产，全年完成完成垃圾处理量850.65万吨（其中重庆市内379.35万吨，市外471.30万吨），同比增长11.12%；实现发电量32.38亿度，同比增长11.92%，上网电量28.50亿度，同比增长12.31%；平均自用电率约11.98%，同比下降0.31个百分点。截至2021年1季度末，公司共投运27个（含参股项目），处理规模合计3.39万吨/日，较2020年1季度新增9个项目，新增约1.3万吨/日。在市场开辟方面，2020年公司成功中标合川项目、吕梁项目、垫江项目3个控股项目及渭南项目、焦作项目2个参股项目，新增处理规模5150吨/日。2021年2月，公司还成功中标了荣昌项目，处理规模600吨/日。此外，公司在建及筹建项目22个，合计处理规模2.08万吨/日。

**上市募集资金充沛现金流，优化财务结构助力业务扩张。**2020年5月，公司通过首次公开发行人民币普通股股票的方式，共募集资金净额25亿元，主要用于项目建设及投产、置换之前自筹资金和补充公司流动资金。截至公司年报披露期，公司在建及筹建项目22个，垃圾焚烧行业属于重资产行业，项目建设前期投入比较大，公司在建项目众多，资金需求旺盛，募集资金缓解了公司在建项目资金周转压力，推动

项目有序建设，为日后建成稳定运营奠定基础。同时，公司使用部分募集资金补充流动资金，进一步优化自身财务结构，缓解公司负债压力。2020 年底，公司资产负债率为 56.57%，较 2019 年底的 66.77% 下降 10.10 个百分点，同时公司流动比率和速动比率分别为 1.24 和 1.09，较 2019 年底分别上升 0.4 和 0.39，完成首次公开发行以后，公司流动性和资本结构都有了大幅改善，经营效率也逐步提升，2020 年公司实现经营性现金流 10.81 亿元，稳定在较好水平。

**投资建议：**我们预计 2021-2023 年的营业收入分别为 65.98 亿元、75.72 亿元、91.31 亿元，分别同比增长 33.9%、14.8%、20.6%；归母净利润分别为 10.54 亿元、12.23 亿元、13.69 亿元，同比增速分别为 46.2%、16.0%、11.9%；EPS 分别为 0.63、0.73、0.82 元，对应 PE 为 15/13/11 倍。维持“增持”评级。

**绿色动力：**2020 年，公司实现营业收入 22.78 亿元，同比增长 29.97%；实现归母净利润 5.03 亿元，同比增长 20.98%。

**在建项目加速投产，提振全年业绩。**2020 年公司新投产 5 个项目，合计新增处理能力 6100 吨/日，投产项目数量与新增产能均创历年新高，累计运营项目垃圾处理能力达到 2.7 万吨/日。2020 年，公司共处理生活垃圾 897.32 万吨，同比增长 24.75%，处理秸秆 35.35 万吨；实现上网电量（含秸秆发电）为 29.11 亿度，同比增长 37.75%。截至 2020 年底，公司仍有 8 个在建项目，正有序建设中，其中永嘉二期项目已完成施工总量的 90%，平阳二期项目已完成施工总量的 86%，石首项目已完成施工总量的 85%，葫芦岛危废项目已完成施工总量的 71%，金沙项目已完成施工总量的 39%，莱州项目已完成施工总量的 15%，葫芦岛发电项目、朔州项目实现开工。2021 年，永嘉二期、平阳二期、石首二期均有望投产，届时公司将新增运营规模 2200 吨/天。除了在建项目外，公司 2020 年在项目拓展上依旧表现优秀，新增 5 个特许经营项目，累计新增总处理规模 6300 吨/日，保障公司后续业绩稳步增长。

**经营性活动现金流近 4 年首次转正，吨垃圾发电量提升 13.30%。**2020 年，公司实现经营性活动现金流净额为 2.30 亿元，自 2016 年底来首次转正。虽然公司因财务习惯，将垃圾焚烧项目长期应收款本金增加额计入经营性现金流流出，而大部分公司会将其放入投资活动现金流流出中，而由此导致近年经营性活动现金流净额持续为负。但今年在长期应收款本金增加额支出增长 5% 的基础上，依然实现了全年经营性活动现金流净额 4 年来的首次转正，主要还是因为公司处理的垃圾量增多致现金流转正，而非财务指标调整所致。公司截至 2015 年底投运产能为 5850 吨/日，近四年以年均 3340 吨/日的速度完成投产，2020 年投产了 6100 吨/日，项目近 5 年都处于新项目持续爬产期，但经过前 4 年培育后已陆续转入经营稳定期，最明显的变化

是公司吨发电量开始向行业优质公司看齐。公司 2019 年吨垃圾发电量为 325.62 度，2020 年吨垃圾发电量为 368.92 度，较去年增长 13.30%，在此带动下公司毛利率增长至 57.51%，较去年同期提升 3.53 个百分点。

**投资建议：**我们预计 2021-2023 年的营业收入分别为 26.05 亿元、30.30 亿元、36.47 亿元，同比增速分别为 14.4%、16.3%、20.4%；归母净利分别为 6.68 亿元、7.70 亿元、9.22 亿元，同比增速分别为 32.6% 和 15.4%、19.7%。EPS 分别为 0.48、0.55、0.66 元，对应 PE 分别为 18/16/13 倍。维持“买入”评级。

### 1.5. 其他环境板块公司整体盈利能力较差，行业拐点未至

其他环境板块公司整体盈利能力较差，行业拐点未至。2020 年，其他环境板块（7 家公司）实现营业收入合计为 133.64 亿元，同比增加 4.67%；实现归母净利润 12.78 亿元，同比增长 41.35%。其他环境板块归母净利润大幅上涨，主要是聚光科技实现归母净利润 4.89 亿元，同比增长 1128.94%，其他 6 家公司中，有 5 家利润规模小于 2 亿元，所以聚光科技大幅增长，极大拉升了行业平均水准。相较而言，其他公司盈利水平较弱，整个行业缺乏同质性。2021 年一季度实现营业收入 25.69 亿元，同比增长 43.83%。实现归母净利润 0.51 亿元，较上年同期的-0.58 亿元，增加 1.09 亿元。

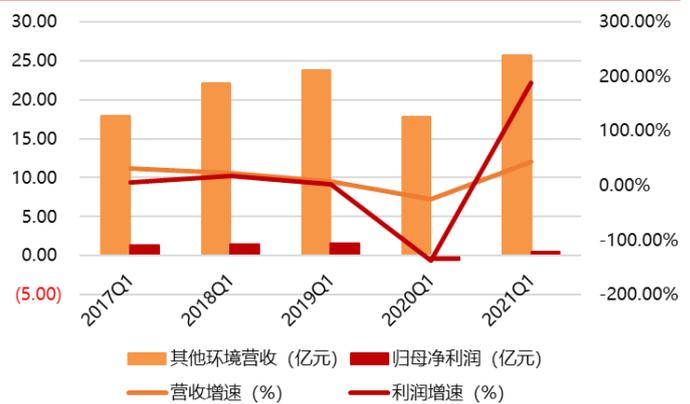
2020 年，其他环境子板块营收增速前三的公司分别为：绿茵生态（32.95%）、中材节能（14.25%）、迪森股份（6.86%）；归母净利润增速排名前三的公司分别为：聚光科技（1128.94%）、绿茵生态（34.66%）、天壕环境（18.32%）。

图 21 其他环境近年营收和归母净利情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 22 其他环境近年一季度营收和归母净利情况



资料来源: wind, 华西证券研究所

### 标的推荐:

**绿茵生态:** 2020 年, 实现营业收入 9.48 亿元, 同比增长 32.95%; 实现归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 34.66%。

**业绩表现亮眼, 未来持续增长可期。** 公司坚持聚焦主业, 立足京津冀地区, 逐步向全国开拓业务, 充分发挥自身跨区域运营的优势, 在重点地区积极开展相关业务, 累计新增工程类订单 9 亿元。2020 年公司新增订单的项目分布在京津冀地区、陕西省域及成渝区域, 实现了由京津冀向全国布局的目标。统计公司 2020 年披露的新中标订单来看, 12 个新增项目中, 有 6 个来自天津地区, 3 个来自河北地区, 公司还是充分发挥了京津冀本土企业优势, 在本区域拥有较强的拿单能力。随着公司积极与央企进行合作, 发挥各自优势, 形成一定的市场竞争力, 公司在其他地区的拿单能力有望逐步上升, 更多的新增订单将确保公司未来稳定高速的成长。

**创新项目模式, 率先抢占养护市场。** 2020 年 12 月 14 日, 绿茵公告中标公司首个大型独立纯养护项目: 天津市北辰区园林绿化及配套设施 PPP 项目, 该项目运用 TOT 模式, 合计金额 24.17 亿元 (年可行性缺口补助约 1.21 亿元), 服务期限 20 年, 养护面积达 1100 万平方米。为了应对逐渐兴起的养护业务, 公司成立专门的养护业务事业部, 专门负责养护业务开辟, 一旦天津市北辰区养护项目投运, 公司养护运营面积将提升至 3000 万平方米/年以上。养护业务运营的现金流稳定, 以天津市北辰区项目为例, 项目采取政府可行性缺口补助的回报机制, 年可行性缺口补助每年付款 2 次, 项目的每年运维绩效服务费 9353 万元, 以季度付费 (第一季度结束后 5 日内支付), 良好的现金流有助于支撑公司其他板块业务的开辟和发展, 也利于公司未来的

可持续发展。公司率先积极布局养护市场，积累丰富市场经验，为日后养护业务的开辟提供可靠的保障。

**投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司营业收入 12.39 亿元、16.13 亿元、20.83 亿元，同比增速分别为 30.7%、30.1%、29.1%；公司归母净利润分别为 3.69 亿元、4.79 亿元、6.18 亿元，同比增速分别 31.1%、29.9%、29.0%；对应 EPS 分别为 1.18/1.53/1.98 元，PE 分别为 9/7/5 倍，维持“买入”评级。

## 2. 环保行业整体毛利率呈现下滑趋势，三项费用率相对稳定

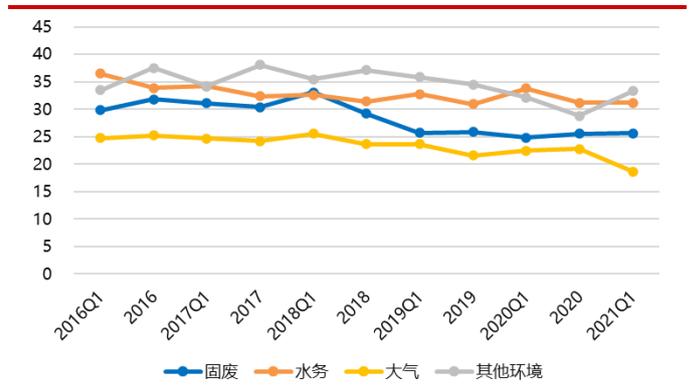
毛利率整体呈下降趋势，固废、水务板块相对稳定。近年来，环保行业整体毛利率呈现下滑趋势。主要原因系环保行业融资情况不容乐观，现金流紧张，导致企业经营效率下滑，营收增长有限，叠加企业经营成本上升，致毛利率下滑。环保行业 2020 整体毛利率为 27.68%，较去年同期下跌了 0.36 个百分点。细分来看，固废、水务、大气、其他环境的毛利率分别变动-0.28/0.23/1.19/-5.65 个百分点，近年来毛利率表现相对稳定的板块是固废和水务板块。2020 年一季度毛利率同样出现下滑，较去年同期减少 0.62 个百分点。同期各子板块毛利率表现分化，固废、其他环境毛利率分别上升 0.76、1.15 个百分点，水务、大气和其他环境分别同比变动-2.59%、-3.79 个百分点。

图 23 环保行业毛利率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

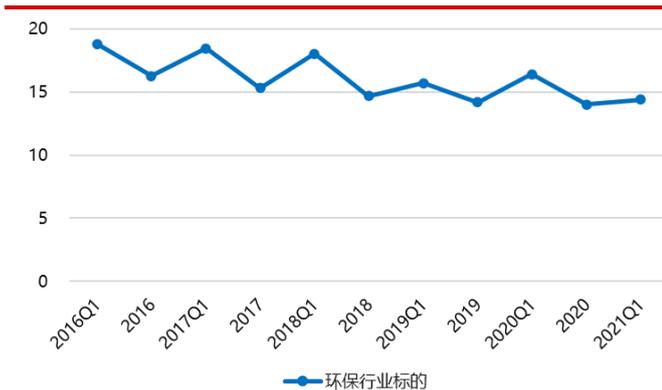
图 24 各子板块毛利率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

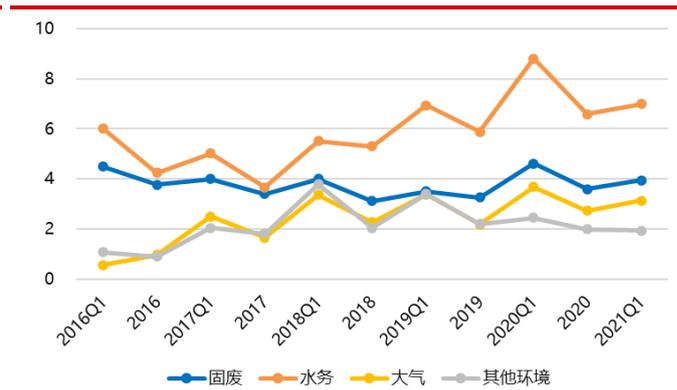
环保行业三项费用率整体相对稳定，细分行业分化明显。2020 年环保行业管理、财务、销售费用率分别为 6.81%、4.61%、2.57%，分别较去年同期变动-0.07pct、0.46pct、-0.59pct 变化不大，相对稳定。细分来看，固废、水务、大气、其他环境各板块的管理费用率分别变动-0.10pct、0.06pct、0.12pct、-0.33pct；财务费用率分别变动 0.34pct、0.70pct、0.56pct、-0.21pct；销售费用率分别变动-0.80pct、-0.46pct、-0.10pct、-0.60pct，总的来看，固废和其他环境的三期费用率减少，水务和大气板块三期费用率略微增长。2020 年 Q1 环保行业三项费用率合计为 14.40%，较去年同期减少 2.01pct，费用率大幅降低。细分来看，固废、大气、水务和其他环境各板块的管理费用率分别变动 0.10pct、-1.17pct、-0.53pct、2.34pct；财务费用率分别变动-0.67pct、-1.82pct、-0.54pct、-0.52pct；销售费用率分别变动-0.43pct、-0.45pct、-0.18pct、-2.67pct。各子板块财务费用率和销售费用率均下滑，对三项费用率的降低形成积极贡献。

图 25 环保行业三项费用率 (%)



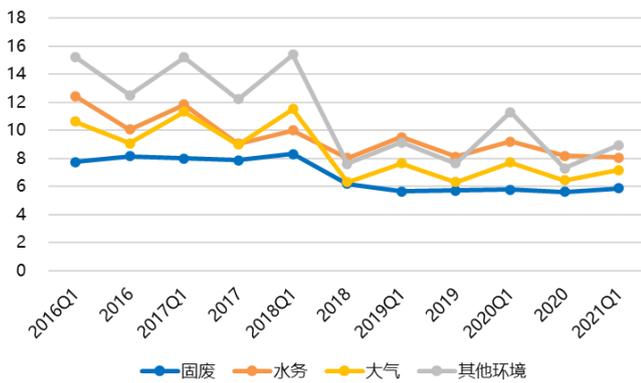
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 各子板块财务费用率 (%)



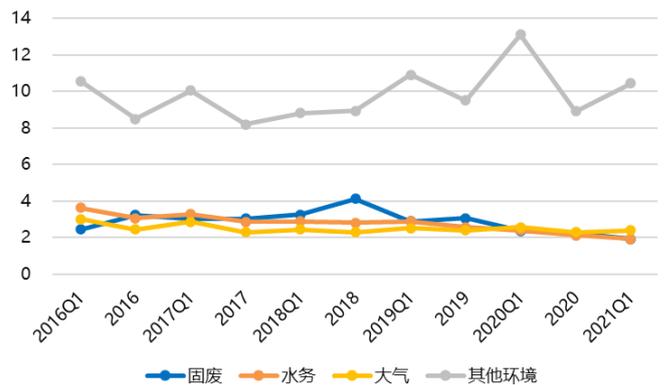
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 27 各子板块管理费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 28 各子板块销售费用率 (%)

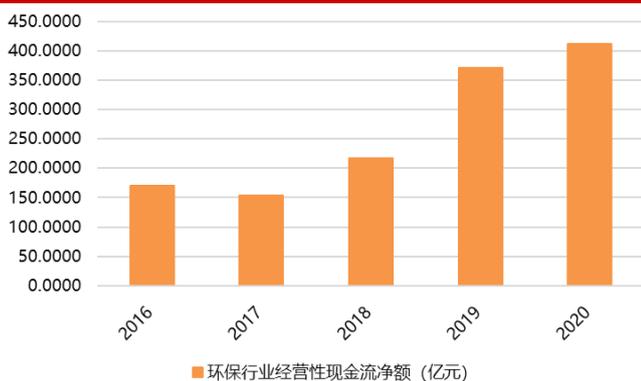


资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3. 现金流持续改善明显, 行业融资情况好转

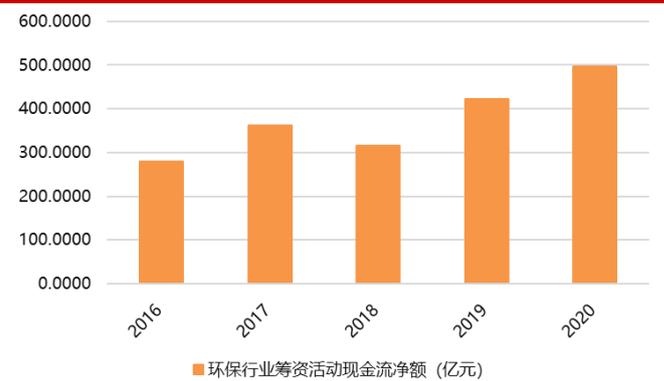
环保行业经营活动现金净额持续上升, 筹资活动现金流上升, 行业现金流情况有所改善。2020 年环保行业经营/筹资/投资活动现金流净额分别为 411.51 亿元/497.41 亿元/-766.78 亿元, 较去年同期分别增加 40.90 亿元/75.72 亿元/-21.53 亿元, 经营活动现金流净额持续上升, 筹资活动现金流净额也持续改善, 反映了环保行业融资情况正在有所改变。投资活动现金流净额的持续扩大, 说明了环保行业多半属于重资产行业, 项目投资建设支出仍在加大, 期待项目投建完成后, 优秀的运营效率, 加快现金流回笼, 促进行业健康可持续发展。

图 29 经营活动现金流净额 (亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 30 筹资活动现金流净额 (亿元)

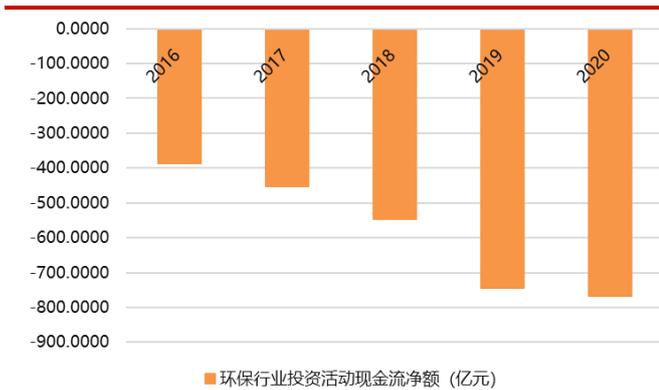


资料来源: Wind, 华西证券研究所

子板块资产负债率均有所上升, 大气板块资产负债率最高。各子板块资产负债率 2020 年较 2019 年均有所上升, 2020 年固废、大气、水务和其他环境资产负债率

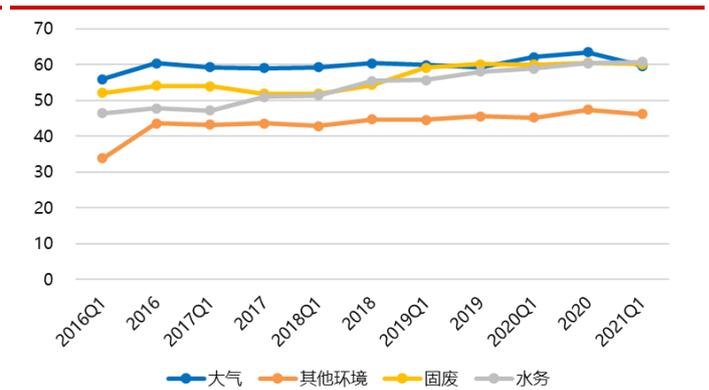
分别为 60.59%、63.51%、60.47%、47.39%；分别较去年同期变化 0.47pct、4.27pct、2.35pct、1.75pct。水务处理、固废均属重资产行业，伴随着项目投建规模的增大，行业资产负债率有继续上升风险，但是随着运营规模的提升，公司现金流快速回笼，推动新建项目有序投产，实现内部循环，未来业绩稳步提升可期。

图 31 投资活动现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 32 子板块资产负债率（%）



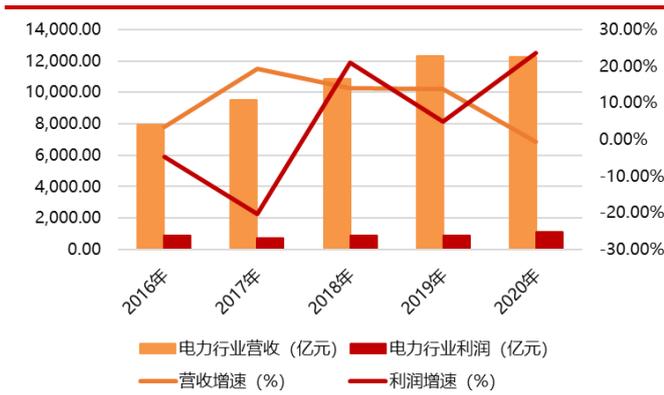
资料来源：Wind，华西证券研究所

#### 4. 电力行业利润稳步增长，新能源行业表现较好

标的选择，板块分类说明：我们共选取 SW 电力中 73 只标的，并根据其发电类型划分为火电（包含燃机和热电）、水电和新能源发电 3 个子板块。

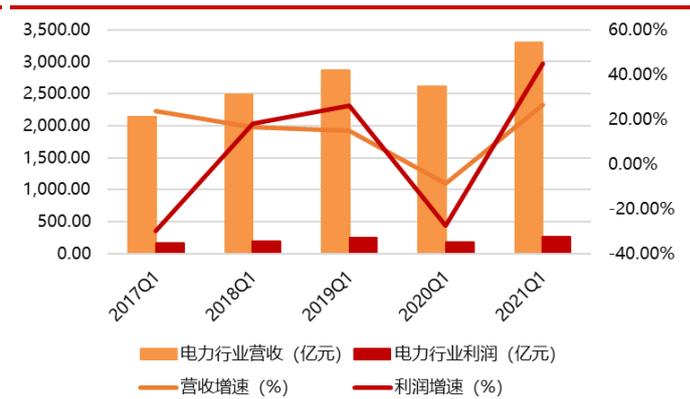
电力行业营收增速由正转负，归母净利润稳定增长。2020 年，电力行业合计实现营业收入 12256.61 亿元，同比减少 0.65%，增速较 2019 年的 13.88% 下滑 14.53pct，主要是一季度受新冠肺炎疫情影响用电量同比下降 7.4%，虽然第二、第三、第四季度用电量增速分别为 3.3%、4.9%、8.7%，呈现稳步回升态势，但大部分电力企业全年累计发电量同比下滑。利润方面，2020 年电力行业共实现归母净利润 1113.60 亿元，同比增长 23.52%，增速较 2019 年的 4.77% 增长 18.75 个百分点。电力行业在营收增速大幅下滑的情况下，仍能保证归母净利润增速维持在 20% 以上的增长，主要原因是受疫情冲击最大的火电行业，其主要成本动力煤的价格在上半年呈现下滑趋势，即使在四季度动力煤价格快速反弹，但全年平均价格仍然低于往年，所以火电企业整体营业成本下滑明显，对利润形成积极贡献。2021 年一季度，电力行业从疫情中快速反弹，全社会用电量同比增长 21.2%，电力行业单季度实现营业收入 3306.12 亿元，同比增长 26.52%，实现归母净利润 259 亿元，同比增长 44.99%。

图 33 电力行业近年来营收和利润情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

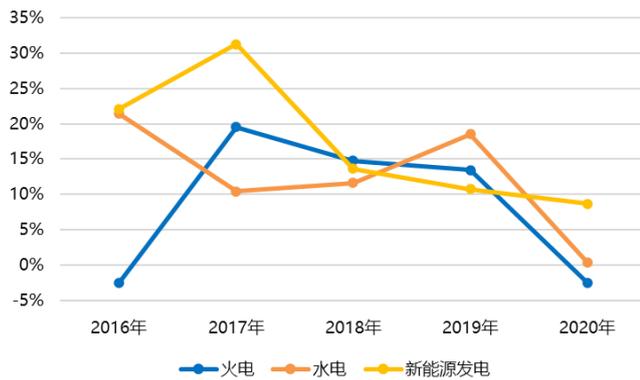
图 34 电力行业近年来一季度营收和利润情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

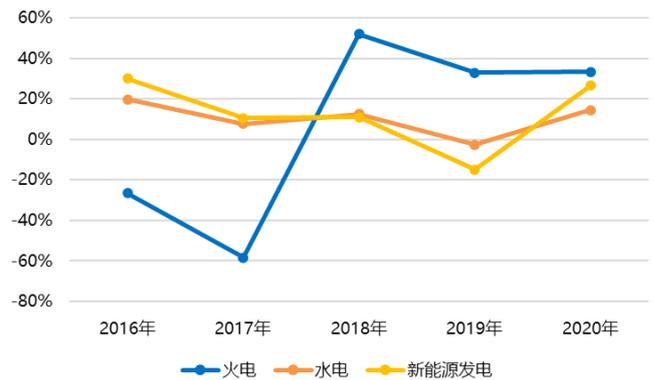
**新能源板块整体营收利润双增，火电板块利润增速最高。**2020年，电力行业三个子板块中，火电营收增速出现下滑，水电几乎维持不变，新能源营收稳定增长，其中火电、水电和新能源发电的营收增速分别-2.53%、0.38%、8.68%，增速较2019年分别下滑15.98pct、18.13pct、2.06pct，水电板块营收增速下滑最为明显。利润增速方面，火电、水电和新能源发电的归母净利润增速分别33.49%、14.63%、26.72%，增速较2019年分别增加0.53pct、17.17pct、41.57pct。火电整体营收增速为负，但是利润增速却是各板块最高的，主要原因还是成本端动力煤下滑明显，增厚了火电利润，而新能源板块利润增速同比去年增幅最大，同时也保持了营业收入的稳定增长，未来随着新能源装机规模的不断提升，新能源板块的业绩将持续上升。2021年一季度，火电、水电、新能源发电营收增速均同比增长，分别为26.23%、23.50%、31.35%，归母净利润增速分别为49.63%、28.30%、57.71%。用电需求的回升，电力子板块在一季度表现均比较亮眼，其中新能源营收和利润增速均为第一，“十四五”期间，随着国家碳中和、碳达峰的目标下达，新能源发电将成为新增装机主要贡献力，随着规模的提升，运营收入会持续增长，未来新能源发电企业业绩有望持续增长。

图 35 电力子板块近年来营收增速情况



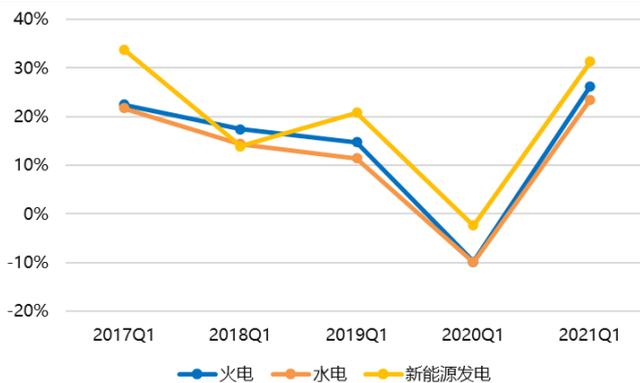
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 36 电力子板块近年来归母净利润增速情况



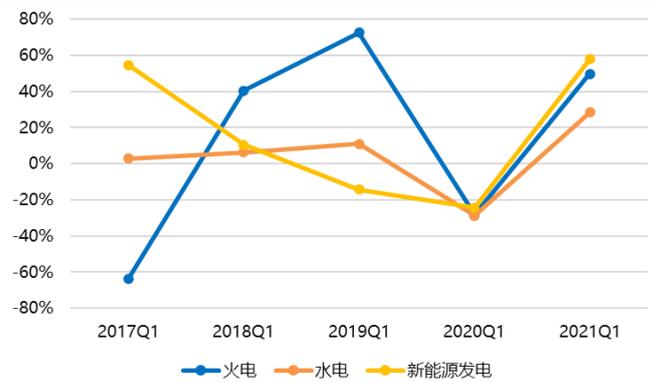
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 37 电力子板块近年来一季度营收增速情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 38 电力子板块近年来一季度归母净利润增速情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

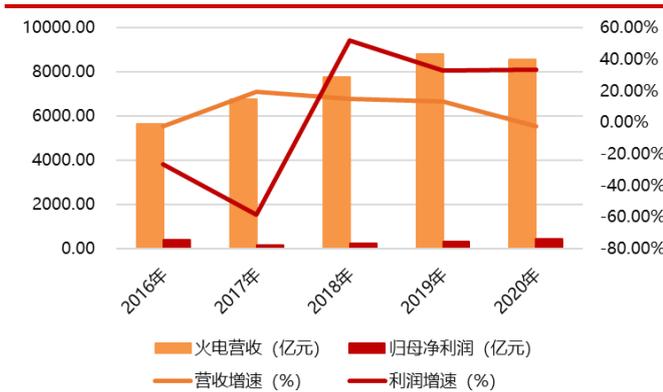
## 4.1. 火电板块营收下滑无碍利润增长，碳中和背景下火电将承压

火电板块营收下滑无碍利润增长，碳中和背景下火电将承压。2020 年火电板块实现营业收入 8573.02 亿元，同比减少 2.53%；实现归母净利润 430.28 亿元，同比增长 33.49%。全年，动力煤价格中枢下移明显，火电的成本大幅下滑，在营收同比下滑 2.53%的情况下，归母净利润仍同比增长 33.49%。考虑到“十四五”期间，全国发电结构将发生转变，清洁能源装机占比将不断提升，火电发电受“控煤控排”等低碳条件约束，同时叠加动力煤价格的反弹，火电成本将持续抬升，预计火电企业业绩将承压。2021 年一季度，火电实现营业收入 2432.40 亿元，同比增长 26.23%，实现

净利润 133.14 亿元，同比增长 49.63%。受益于 2020 年一季度低基数和 2021 年一季度用电需求快速增长。

2020 年，火电板块营收增速前五的公司分别为：宁波能源（29.28%）、东方能源（21.28%）、京能电力（8.94%）、新能泰山（7.62%）、豫能控股（7.23%）；归母净利润增速排名前五的股票分别为：晋控电力（231.75%）、豫能控股（197.70%）、华能国际（191.70%）、大唐发电（185.25%）、深南电 A（157.11%）。

图 39 火电板块近年来营收和利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 40 火电板块近年来一季度营收和利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

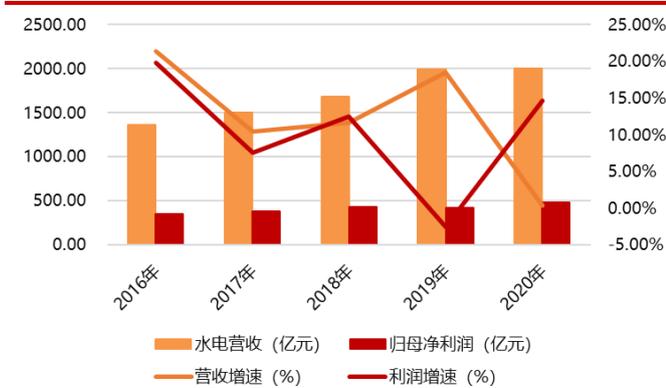
## 4.2. 2020 年下半年发电量快速反弹，水电业绩维持增长趋势

2020 年下半年发电量快速反弹，水电业绩维持增长趋势。2020 年水电板块实现营业收入 1999.17 亿元，同比增长 0.38%；实现归母净利润 480.36 亿元，同比增长 14.63%。水电 2020 年营收和利润均保持了正增长，但是营收增速出现了下滑，营收和利润增速分别较 2019 年变动-18.13pct、17.17pct。受疫情影响和来水偏枯影响，2020 年水电上半年发电量表现并不理想，1-5 月（1-2 月合并计算）的发电量同比增速分别为-11.9%/-5.9%/-9.2%/-16.5%，进入第三季度，全国各地进入汛期，来水充足，各地方水电站发电量快速回升，下半年的 7-12 月水电发电量同比增速分别为 6.1%、8.9%、22.8%、25.4%、11.3%、11.3%，快速增长。下半年水电快速增长，保障了全年水电企业的业绩。2021 年一季度，水电实现营业收入 431.45 亿元，同比增长 23.50%；实现归母净利润 67.83 亿元，同比增长 28.30%，维持了较好的增长势头。

2020 年水电子板块营收增速前五的公司分别为：三峡水利（302.17%）、湖南发展（27.48%）、川投能源（23.00%）、黔源电力（21.90%）、长江电力（15.86%）；归母

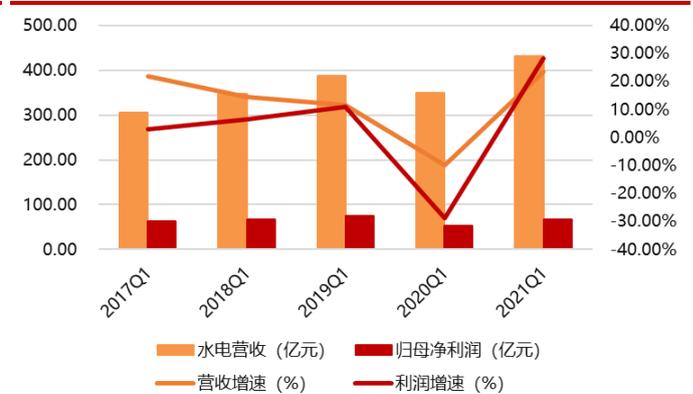
净利润增速排名前五的股票分别为：三峡水利（223.43%）、桂东电力（68.89%）、湖北能源（63.97%）、黔源电力（52.87%）、国网信通（24.62%）。

图 41 水电板块近年来营收及利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 42 水电板块近年来前一季度营收及利润情况



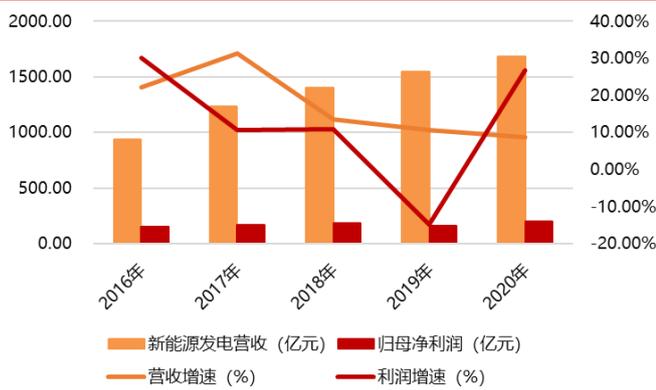
资料来源：Wind，华西证券研究所

### 4.3. 新能源发电量同比增加，助力业绩持续上升

**新能源发电量同比增加，助力业绩持续上升。**2020年新能源板块实现营业收入1684.42亿元，同比增长8.68%；实现归母净利润202.96亿元，同比增长41.57%。新能源发电板块营收和利润均保持了正增长，但是营收增速出现了下滑，较2019年下滑了2.06pct，利润增速较2019年增加41.57pct。2020年，新能源发电量同比持续上升，细看风电和光伏发电，风电全年实现发电量4146亿千瓦时，同比增长10.5%；光伏实现发电量1421亿千瓦时，同比增长8.5%。新能源发电量维持了增长的态势，助力新能源发电行业保持营收稳定增长，利润持续向好。“十四五”期间，在碳达峰、碳中和的政策背景下，随着新能源装机不断增加，未来新能源发电量占比将继续提升，叠加未来新能源补贴逐步落实及发放到位，助力新能源运营企业可持续发展。

2020年新能源子板块营收增速前五的公司分别为：聆达股份（154.52%）、中闽能源（74.42%）、宝新能源（27.24%）、长青集团（20.98%）、吉电股份（17.64%）；归母净利润增速排名前五的股票分别为：吉电股份（174.83%）、中闽能源（151.95%）、宝新能源（105.83%）、爱康科技（101.37%）、中国核电（26.02%）。

图 43 新能源近年来营收及利润情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 44 新能源近年来一季度营收及利润情况

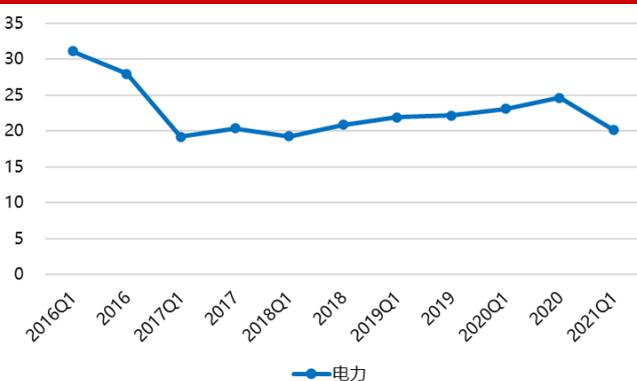


资料来源: Wind, 华西证券研究所

#### 4.4. 电力行业整体毛利率稳中有升，费用率环比同比均下降

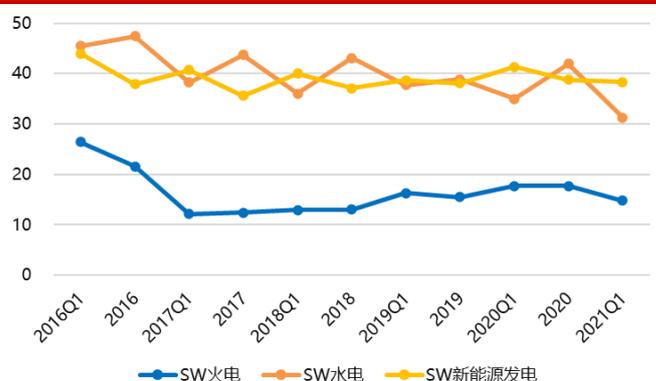
全年毛利率整体稳中有升，水电毛利率最高。电力行业近年来毛利率没有太大波动，保持较为稳定的向上趋势。2020 年整体毛利率为 24.59%，较去年同期上升了 2.48pct。细分来看，火电、水电、新能源的毛利率分别为 17.72%、41.95%、38.80%，分别较去年同期变动 2.24pct、3.05pct、0.77pct。从数据上看，水电的毛利率最高，但是新能源的毛利率一直维持较高水平，且相对稳定。2021 年一季度，毛利率环比同比均出现下滑，电力行业毛利率为 20.08%，同比去年同期下滑 3.01pct，环比 2020 年底下滑 4.51pct。细分子板块来看，火电、水电、新能源毛利率均出现下滑，分别同比去年下滑 2.96pct、3.74pct、3.01pct；环比减少 2.96pct、10.68pct、0.64pct。相对来说，新能源发电毛利率降幅较小，整体盈利能力较为稳定。

图 45 电力行业毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

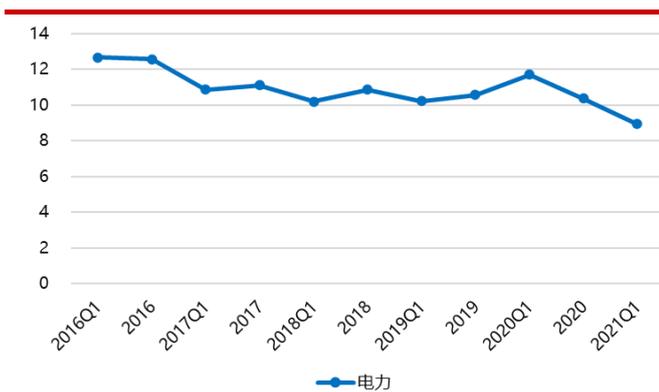
图 46 各子板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

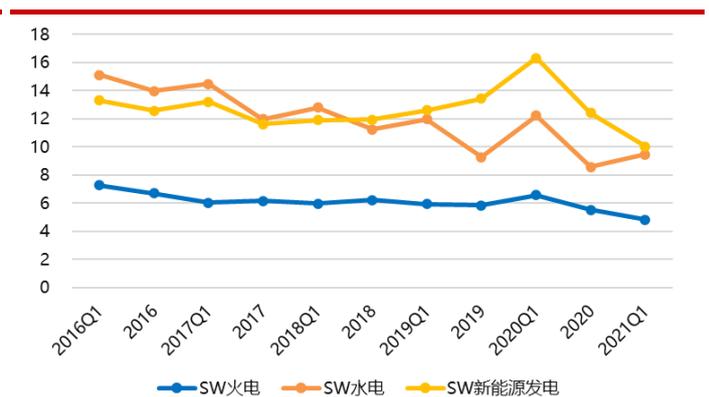
电力行业三项费用率同比下滑，财务费用下滑明显。2020 年电力行业三项费用率合计为 10.36%，较去年同期下滑 0.21pct，整体呈现出下滑趋势。细分来看，火电、水电、新能源发电各板块的销售费用率分别为 0.22%、0.49%、0.24%；较去年同期分别变动 0.01pct、-0.15pct、-0.13pct，销售费用率维持较为稳定水平，且电力行业整体销售费用偏低。火电、水电、新能源发电各板块的管理费用率分别为 2.87%、3.35%、0.24%，分别较去年同期变动 0.23pct、0.41pct、-0.13pct。财务费用率方面，火电、水电、新能源发电各板块分别为 5.53%、8.58%、12.43%，分别较去年同期变动-0.31pct、-0.71pct、-1.00pct，新能源发电的财务费用率远高于其他板块，我们判断新能源发电运营商由于补贴拖欠，导致企业现金流紧张，融资成本增加，财务费用率偏高。2021 年一季度，火电、水电和新能源发电的销售费用率分别为 0.19%、0.54%、0.25%；财务费用率分别为 4.83%、9.45%、10.03%；管理费用率分别为 2.19%、3.22%、0.25%。

图 47 电力行业三项费用率 (%)



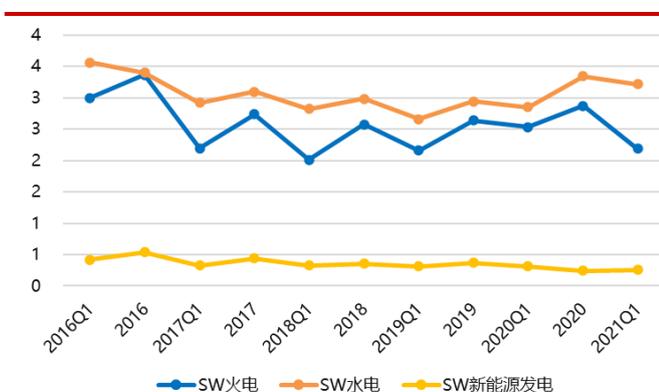
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 48 各子板块财务费用率 (%)



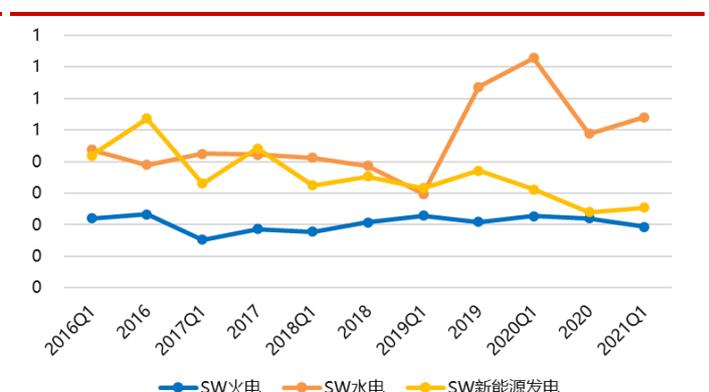
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 49 各子板块管理费用率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 50 各子板块销售费用率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5. 燃气行业受疫情影响明显，营收利润增速双降

燃气行业受疫情影响明显，营收利润在增速双降。2020年，燃气行业合计实现营业收入1026.39亿元，同比增长3.09%，增速较2019年的12.06%下滑8.97pct，主要还是疫情原因，影响了燃气需求，导致营收增速同比下滑。利润方面，2020年燃气行业共实现归母净利润62.76亿元，同比减少8.70%，增速较2019年的9.23%下滑17.94个百分点。燃气行业在2020年出现明显下滑的原因，还是疫情影响了工商业用气量，限制了服务业复产复工进度，整体用气量同比减少明显，同时政府对工商业用气价格给予优惠，在量价齐降的背景下，燃气行业的营收和利润增速出现了大幅度下滑。随着用气需求回升，价格优惠逐步退坡，燃气行业企业业绩有望得到修复。2021年一季度，燃气行业明显回升，实现营业收入322.41亿元，同比增长22.68%，实现归母净利润31.98亿元，同比增长76.43%。

2020年燃气板块营收增速前五的公司分别为：中泰股份（91.19%）、南京公用（90.32%）、东方环宇（78.13%）、大通燃气（22.88%）、新疆火炬（18.06%）；归母净利润增速排名前五的股票分别为：中泰股份（153.25%）、南京公用（122.39%）、长春燃气（71.44%）、深圳燃气（24.92%）、佛燃能源（14.00%）。

图 51 燃气行业近年来营收和利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 52 燃气行业近年来一季度营收和利润情况

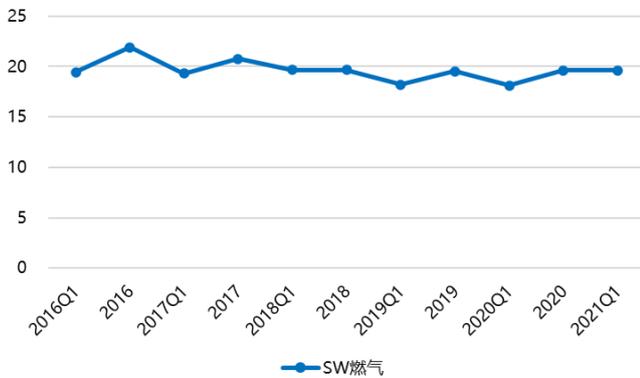


资料来源：Wind，华西证券研究所

燃气毛利率小幅提升，三项费率增长影响利润。2020年燃气板块整体毛利率为19.64%，同比去年增长0.12pct。行业毛利率提升，但是整体费用率呈现上升趋势，2020年燃气行业整体三项费用率11.14%，较去年同期上升0.11pct。细分来看，销售费用率为4.29%，同比上升0.06pct；管理费用率为3.74%，同比下降0.04pct；财务

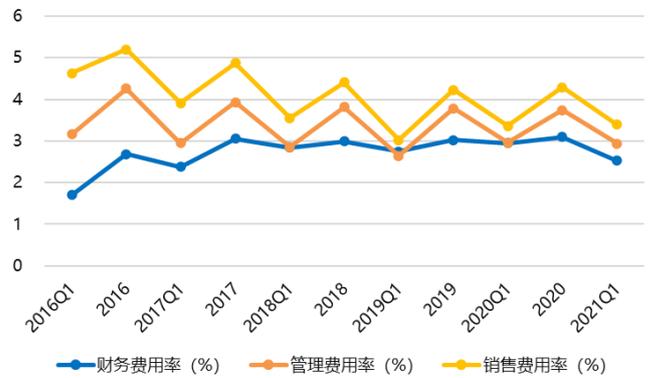
费用率为 3.10%，同比上升 0.08pct。燃气板块费用率有所上升，对行业利润产生一定影响。

图 53 燃气行业毛利率 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 54 燃气行业三项费用率 (%)

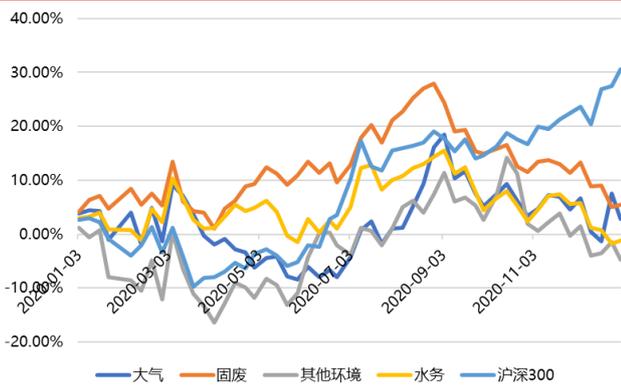


资料来源：Wind，华西证券研究所

## 6. 投资建议

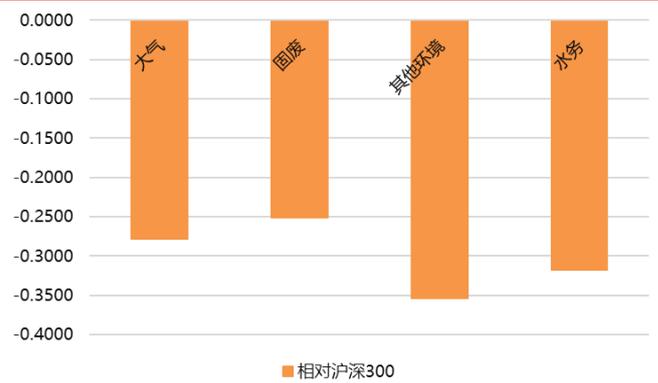
环保公用行业表现明显弱于大盘，子板块中固废表现最佳。2020 年，沪深 300 指数（流通市值加权平均）上涨 30.64%，环保子板块中固废、大气上涨，水务、其他环境板块下跌，均跑输沪深 300；固废、大气、水务和其他环境较沪深 300 分别跑输 25.13pct、27.80pct、31.75pct、35.39pct。公用子板块火电、水电、新能源发电全部下跌，仅燃气板块上涨，较沪深 300 分别跑输 39.20pct、38.22pct、31.91pct、27.21pct。

图 55 沪深 300 和环保子板块涨跌幅%



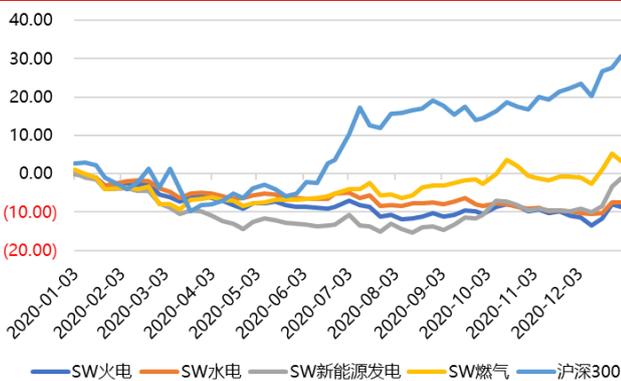
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 56 2020 年环保各板块相对沪深 300 涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 57 沪深 300 和公用子板块涨跌幅%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 58 2020 年公用各板块相对沪深 300 涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2020 年环保行业营收增速收窄, 归母净利润同比下滑, 细分板块业绩表现均有下降, 固废和水务板块业绩相对较好。2021 年在碳中和和碳达峰的背景下, 我们仍然看好固废板块龙头企业稳定的业绩增长, 水务板块也有望在市场订单快速释放的情况迎来拐点。2021 年一季度, 受益于 2020 年一季度低基数影响, 环保行业各板块营收和利润出现大幅回升, 但考虑到本身大气和其他环境板块企业盈利能力较差, 预计长期稳定的表现可能性不大, 固废和水务板块随着规模不断增加, 运营效率稳步提升, 业绩稳定性更有保证。公用行业营收下滑, 利润增长, 2020 年主要受疫情影响, 电力企业发电量不及预期, 在“十四五”期间, 火电企业预计受政策影响, 发电量增长空间受限, 同时成本端动力煤仍有上涨预期, 预计火电行业业绩承压。可再生能源受益于“碳达峰、碳中和”政策, 将迎来长足发展, 特别是以光伏、风电为主的新能源发电, 将成为“十四五”期间新增发电装置主要贡献力, 未来新能源发电规模不断增长, 新能源发电占比将稳步提升, 企业业绩也有望稳步增长。

“十四五”期间，水务企业有望在政策推动下，借助地方政府的力量，吸引更多的资本投入，提升运营规模，产生效益。推荐关注低估值，高成长的污水处理企业【中环环保】、【联泰环保】。生态修复领域同样受益于生态环境保护力度加大，在市场中不断获取生态修复订单，实现业绩可持续增长，推荐关注生态景观修复龙头【绿茵生态】。

垃圾焚烧为国家产业政策鼓励和支持发展的行业，推进城市生活垃圾处理设施的一体化建设和专业化运营是行业发展的趋势，而相应提供一体化投资、建设、运营服务的专业垃圾处理服务商将占据竞争优势。在“碳中和、碳达峰”的政策背景下，垃圾焚烧发电项目将持续受益，我们推荐关注垃圾焚烧龙头，项目稳步投建的【绿色动力】、【三峰环境】。

## 7. 风险提示

- 1) 环保行业融资困难问题没有解决，民营企业依然融资难融资贵；
- 2) 环保企业项目建设不及预期，新增订单释放不及预期；
- 3) 环保政策变化，国家不鼓励投资环保项目。
- 4) 全社会用电量增速不及预期；
- 5) 新能源发电装机不及预期。

### 分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。