

## 碳中和背景下龙头公司成长性凸显

### —碳中和 2021 年四季度策略报告

环保公用/建材/钢铁/煤炭合作撰写

**推荐** (维持评级)

#### 核心观点:

- **“碳中和”政策体系基本建立，发力方向明确。**今年是迈向“双碳”目标的第一年，国家层面已经从多个角度多个领域出台相关政策，相关部委也就未来减排工作做出安排。
- **环保：循环经济推动再生资源行业发展。**再生资源行业加速发展，市场空间快速打开，相关企业也将迎来高速增长期。危废资源化、垃圾焚烧、再生塑料等领域值得关注。推荐通过危废资源化进行再生金属回收的高能环境(603588.SH)、浙富控股(002266.SZ);再生塑料回收龙头英科再生(688087.SH)。
- **建材：行业旺季叠加供给收缩，高景气度仍将持续。**四季度进入建材行业的传统旺季，需求增长的同时叠加能耗双控带来的供给收缩，行业高景气仍将持续。推荐华东、中南等区域水泥行业龙头华新水泥(600801.SH)、上峰水泥(000672.SZ);受益于行业集中度提升的消费建材龙头东方雨虹(002271.SZ);高端产品占比提升的玻纤行业龙头中国巨石(600176.SH);受益于竣工端回暖的玻璃行业龙头旗滨集团(601636.SH)。
- **煤炭：供需持续偏紧，煤价强势上涨。**在全球供需紧平衡的大背景下，煤炭行业处于新周期的加速阶段，叠加近期多地区研究完善分时电价政策，电价机制改革不断推进，有利于煤炭行业获得更加广阔的发展空间。推荐国企改革步伐加速、成长性可期的焦煤行业龙头公司山西焦煤(000983.SZ);煤电一体化运营的龙头股中国神华(601088.SH)以及资源禀赋优越，成长性良好的陕西煤业(601225.SH)。
- **钢铁：“金九”带动需求回暖，钢价有支撑。**在整体宏观经济复苏和碳中的大背景下，建议关注环保技术优、控本能力强的龙头钢企和具备国产替代、产品升级属性的成长性企业。推荐宝钢股份(600019.SH)、华菱钢铁(000932.SZ)、永兴材料(002756.SZ)、中信特钢(000708.SZ)。
- **重点推荐标的**

#### 分析师

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

王婷

☎: 010-80927672

✉: wangting@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519060002

潘玮

☎: 010-80927613

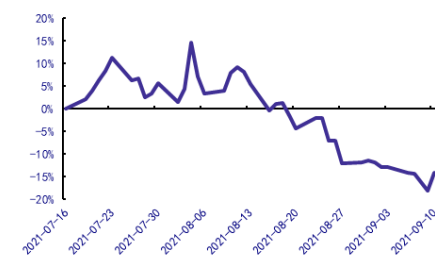
✉: panwei@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511070002

特此鸣谢: 贾亚萌, 阎予露

#### 碳市场数据

2021.09.10



资料来源: 上海环交所, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河碳中和】行业周报-环保-建材-钢铁-煤炭-碳中和周报: 碳市场流动性不足, 配额价格缺少支撑-20210911

【银河碳中和】行业周报-环保-建材-钢铁-煤炭-碳中和周报: 深入打好污染防治攻坚战, 严控“两高”行业产能规模-20210904

【银河碳中和】行业周报-环保-建材-钢铁-煤炭-碳中和周报: 配额充足压制碳价, 短期交易价格有所下滑-20210828

【银河碳中和】行业周报-环保-建材-钢铁-煤炭-碳中和周报: 配额成交量显著增长, 价格略有下降-20210821

股票代码	股票名称	股价	EPS (元)			PE(X)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603588.SH	高能环境	18.57	0.69	0.88	1.10	26.91	21.10	16.88
600176.SH	中国巨石	21.09	1.27	1.41	1.58	16.64	14.96	13.36
601088.SH	中国神华	23.95	2.49	2.51	2.56	9.61	9.54	9.36
600019.SH	宝钢股份	11.84	1.25	1.31	1.36	9.49	9.02	8.67

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

- **风险提示:** 产品价格大幅下跌的风险; 下游需求不及预期风险; 新产品拓展不及预期风险。

## 目 录

一、“碳中和”政策体系基本建立，发力方向明确.....	2
二、环保：循环经济推动再生资源行业发展.....	4
（一）危废资源化.....	5
（二）塑料回收再生.....	6
（三）环保板块业绩高速增长，固废危废企业表现亮眼.....	8
（四）投资建议及推荐标的.....	9
三、建材：行业旺季叠加供给收缩，高景气度仍将持续.....	11
（一）建材行业碳排放现状.....	11
（二）水泥：行业旺季叠加供给收缩，龙头公司利润修复可期.....	12
（三）消费建材：节能降耗提升行业龙头竞争力.....	13
（四）玻纤：价格维持高位，行业龙头高成长持续.....	15
（五）玻璃：浮法高景气，光伏、电子玻璃成为新亮点.....	17
四、钢铁：“金九”带动需求回暖，钢价有支撑.....	19
（一）钢材市场量价齐升，钢企中报业绩向好.....	19
（二）“碳中和”利好短流程，废钢发展可期.....	22
（三）供需紧平衡，钢价有支撑.....	23
（四）投资建议.....	24
五、煤炭：供需持续偏紧，煤价强势上涨.....	24
（一）需求超预期增长，供给受限.....	24
（二）供需紧张推动煤价强势上涨，中枢逐季抬升.....	25
（三）煤价同比走强，行业整体利润显著提高.....	26
（四）中报业绩靓丽，超过八成公司中期业绩同比增长.....	27
（五）投资建议.....	29
六、风险提示.....	29
图表目录.....	30

## 一、“碳中和”政策体系基本建立，发力方向明确

“双碳”目标的完成对我国具有经济意义、政治意义。随着工业化和城镇化进程推进，目前我国碳排放总量大，且目前仍呈上升趋势。我国既要保障经济增长，又要实现规定时间内的“碳达峰、碳中和”任务，面临着严峻挑战。重压之下有助于我国从“高增长”向“高质量”的经济发展模式转变，而积极参与全球碳排放治理体系对提升国际话语权意义重大。

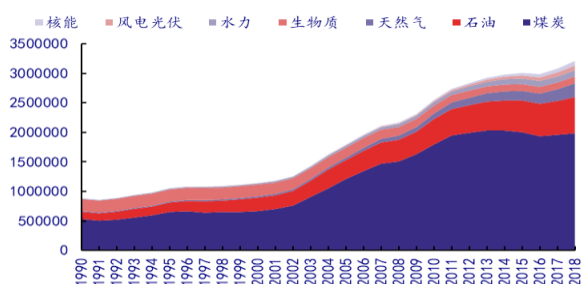
图表 1 2021 年中国国家层面有关碳达峰、碳中和重大决策部署

时间	政策名称	主要内容
2021.1	《碳排放权交易管理办法（试行）》	落实党中央、国务院关于建设全国碳排放权交易市场的决策部署，在应对气候变化和促进绿色低碳发展中充分发挥市场机制作用，推动温室气体减排，规范全国碳排放权交易及相关活动。
2021.2	《国务院关于加强建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	统筹推进高质量发展和高水平保护，建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，确保实现碳达峰、碳中和目标，推动我国绿色发展迈上新台阶。
2021.3	《2021 年政府工作报告》	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电等。
2021.3	《中国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	在建设现代化基础设施体系、深入实施制造强国战略等多个方面提出绿色发展，产业布局优化和结构调整，力争实现碳达峰、碳中和目标。
2021.4	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	煤炭等化石能源清洁利用等高碳排放项目不再纳入支持范围，增加了二氧化碳捕集、利用与封存的绿色项目、农村地区清洁供暖绿色项目。
2021.4	《2021 年能源工作指导意见》	2021 年主要预期目标是，在能源结构方面，煤炭消费比重下降到 56% 以下。新增电能替代电量 2000 亿千瓦时左右，电能占终端能源消费比重力争达到 28% 左右。
2021.7	《“十四五”循环经济发展规划》	大力发展循环经济，推进资源节约集约利用，构建资源循环型产业体系和废旧物资循环利用体系，对保障国家资源安全，推动实现碳达峰、碳中和，促进生态文明建设具有重大意义。

资料来源：北极星环保网，中国银河证券研究院整理

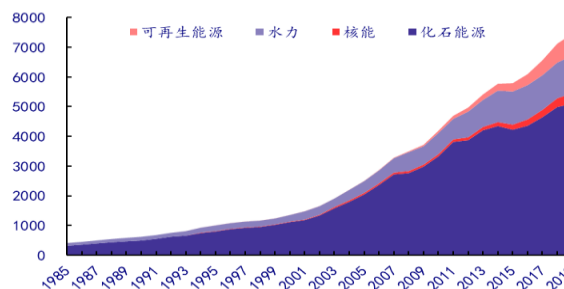
三端发力实现“双碳”目标。今年是迈向“双碳”目标的第一年，国家层面已经从多个角度多个领域出台相关政策，相关部委也就未来减排工作做出安排。今年 5 月，在中国科学院学部第七届学术年会上，中国科学院丁仲礼院士作了题为《中国“碳中和”框架路线图研究》的专题报告，其中提到要建立三端发力体系实现碳中和。

图表 2 1990-2018 年中国能源供应结构/KTOE



资料来源：IEA，中国银河证券研究院

图表 3 1985-2019 年我国电力供应结构/千瓦时

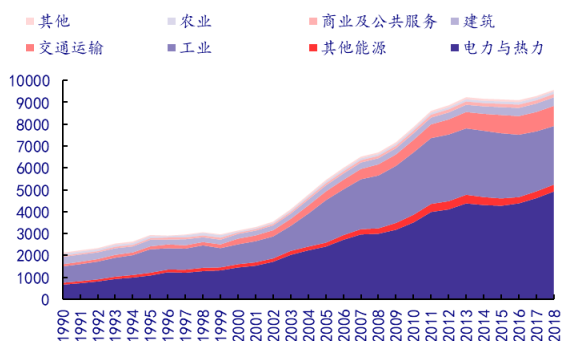


资料来源：BP，中国银河证券研究院

从能源供给端来看，减少碳排放要减少化石燃料的使用。根据国际能源署（IEA）的数据，

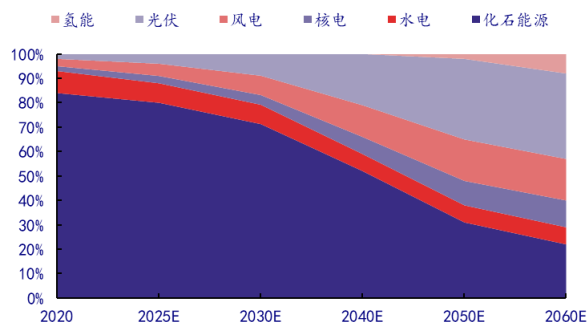
我国碳排放主要来源于煤炭、石油、天然气等化石燃料的燃烧，因此优化能源结构，发展新型能源是我国碳减排的首要任务，而电力作为最主要的二次能源消耗形式则是最受关注的领域。根据英国石油公司（BP）发布的数据，2019 年我国 67.8% 的电量由火电提供，发电碳排放占到全部碳排放的 37.6%。光伏发电、风力发电、水力发电、核电等清洁能源发电是最重要的低碳转型方向。

图表 4 1990-2018 年我国 CO2 排放量（按行业分）/亿吨



资料来源：IEA，中国银河证券研究院

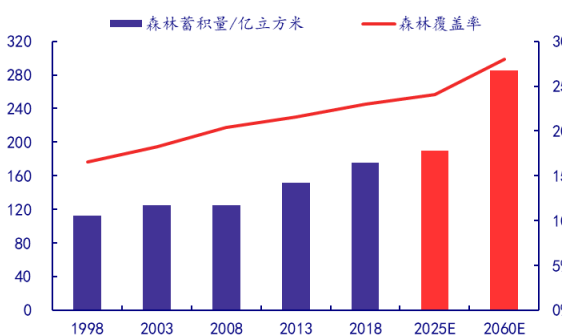
图表 5 中国能源结构变化预测（2020-2060E）



资料来源：BP，中国银河证券研究院

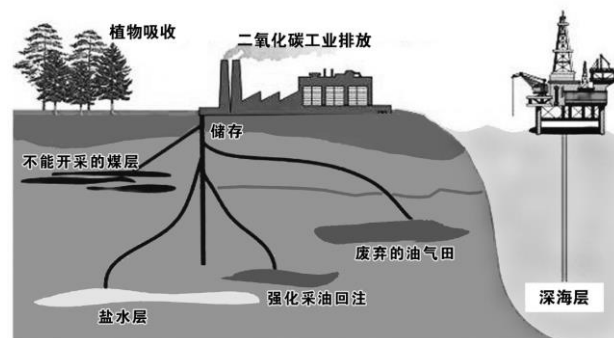
从能源消费端来看，能源、工业与交通是我国节能减排的关键领域。根据国际能源署（IEA）披露的数据，2018 年中国二氧化碳排放量合计 95 亿吨，其中电力和热力领域最高，占总排放量的 51.4%，其次是工业领域，占总排放量的 27.9%，交通运输领域占 9.7%，建筑领域占 4.1%，余下的其他能源、商业及公共服务和农业分别各占 3.3%、1.6% 和 1.2%。能源、工业和交通运输三个领域合计碳排放占比超过 90%，是未来实现碳中和目标节能减排的关键领域。

图表 6 1998-2060E 中国森林积蓄量与森林覆盖率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图表 7 二氧化碳的几种储存技术



资料来源：中国矿业报网，中国银河证券研究院

从人为固碳端来看，林业碳汇和 CCUS 是实现“碳中和”的重要补充。1997 年通过的《京都议定书》承认森林碳汇对减缓气候变暖的贡献，将项目产生的碳汇额度用于抵消其国内的减排指标。目前我国森林碳汇领域还处于试点阶段，在碳排放交易加速推进的背景下，林业碳汇交易有望逐步活跃。另外，考虑我国“富煤、贫油、乏气”的资源存储状况及全球能源低碳转型的不可逆趋势，CCUS 可以在避免能源结构过激调整、保证能源安全的前提下完成减排，是支撑国家能源安全的必然选择。

## 二、环保：循环经济推动再生资源行业发展

顶层设计推动我国循环经济发展。7月1日，发改委印发了《“十四五”循环经济发展规划》，其指出要大力发展循环经济，推进资源节约集约循环利用，对保障国家资源安全，推动实现碳达峰、碳中和，促进生态文明建设具有十分重要的意义。

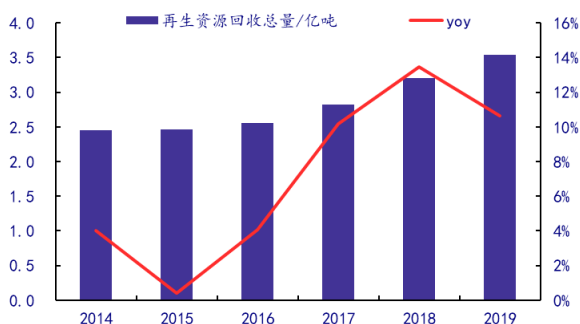
图表 8 2021 年以来发布的有关资源循环再生的相关政策

时间	政策名称
2021 年 1 月	《关于废止固体废物进口相关规章和规范性文件的决定》
2021 年 2 月	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》
2021 年 3 月	《关于“十四五”大宗固体废弃物综合利用的指导意见》
2021 年 3 月	《关于调整废弃电器电子产品处理基金补贴标准的通知》
2021 年 5 月	《关于印发强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案的通知》
2021 年 6 月	《关于开展大宗固体废弃物综合利用示范的通知》
2021 年 7 月	《“十四五”循环经济发展规划》

资料来源：北极星环保网，中国银河证券研究院整理

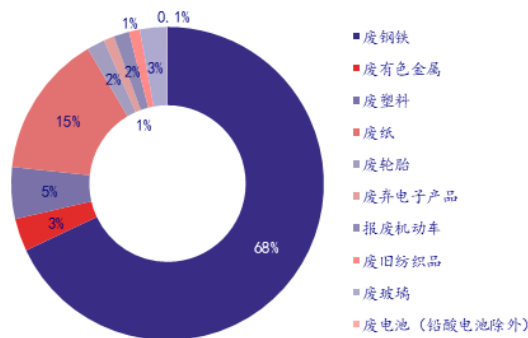
循环经济体系可一定程度上保障我国资源安全。从“双循环”视角来看，循环经济有助于提升内循环效率，同时提升外循环中我国在国际产业链中地位，减少稀缺原材料的对外依赖。“十三五”时期我国循环经济发展取得积极成效，资源利用效率大幅提升，再生资源利用能力显著增强。根据商务部流通业发展司发布的报告，截至 2019 年底，包含废钢铁、废有色金属、废塑料等在内的十大废弃物品种的回收总量约 3.54 亿吨，同比增长 10.2%；回收总额约 9003.8 亿元，同比增长 3.7%。资源循环利用已经成为保障我国资源安全的重要途径。

图表 9 2014-2019 年我国再生资源回收总量变化情况



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图表 10 2019 年我国主要品种再生资源回收量及占比情况



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

循环经济体系可有效降低碳排放强度。从“碳达峰、碳中和”视角来看，大力推广循环经济，通过减少高能耗的原料加工环节，最终来实现单位产品碳排放强度的降低。循环经济体系的特征是低开采、高利用、低排放，所有的物质和能源在这个不断进行的经济循环中得到合理和持久的利用，以把经济活动对自然环境的影响降低到尽可能小的程度。数据显示，以废钢为原料相比以铁矿石为原料炼钢，生产 1 吨钢可以减少约 1.6 吨二氧化碳排放，中国 2020 年度废钢利用量约 2.6 亿吨，仅此一项就可以减少二氧化碳排放量约 4.16 亿吨。

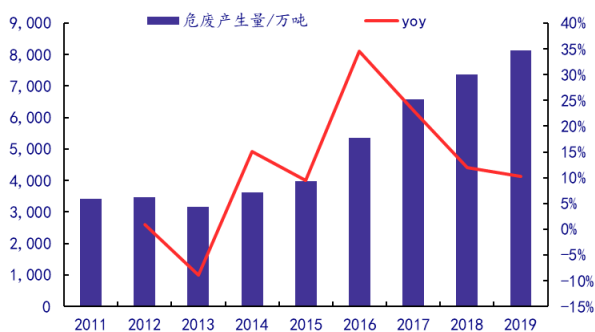
再生资源领域将成为环保行业的“新主线”。再生资源产业是循环经济的重要组成部分，也是提高生态环境质量、实现绿色低碳发展的重要途径。废弃的有色金属、钢铁、塑料等资源

通过一系列过程进行回收再生，既可以处置废弃物又可深度资源化提炼，具有资源循环+节能环保双重属性。因此，再生资源领域将成为碳中和背景下环保行业的“新主线”。

### （一）危废资源化

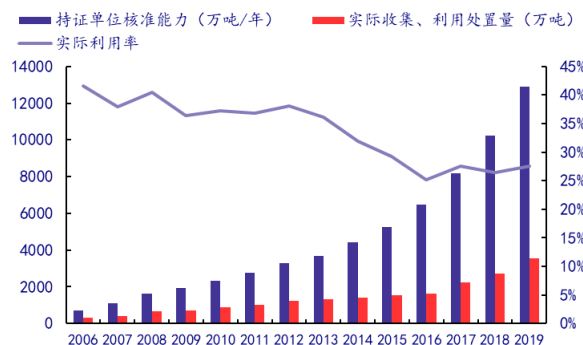
我国危废产生量快速增长，行业空间广阔。我国工业门类全，产废行业多，包含半导体制造、装备制造、化工、制药、采矿等新兴和传统制造业。相比一般固废和水废，危险废物具有种类多，处理技术难度高的特点。根据《国家危险废物名录》（2021版），危险废物总计46大类467种。2017-2019年，全国工业危废产生量分别为6581、7370、8126万吨，同比分别增长26.1%、13.5%、8.8%，近三年增幅有所放缓。随着国家监管政策日渐趋严，我国对危废的认证、统计也将进一步细化，未来被纳入危废进行管控的废弃物可能更多。

图表 11 2011-2019 年全国危废产生量



资料来源：生态环境部，中国银河证券研究院

图表 12 2011-2019 全国危废持证单位处置情况



资料来源：生态环境部，中国银河证券研究院

**危废处置量快速攀升，但仍无法满足实际需求。**据我国生态环境部发布的报告，2019年，我国危废持证单位核准能力是12896万吨/年，实际收集、利用处置量为3558万吨，实际利用率为仅为28%，表明危险废物利用处置能力结构与需求不匹配，不同危险废物种类利用处置能力发展不平衡的问题依然存在。

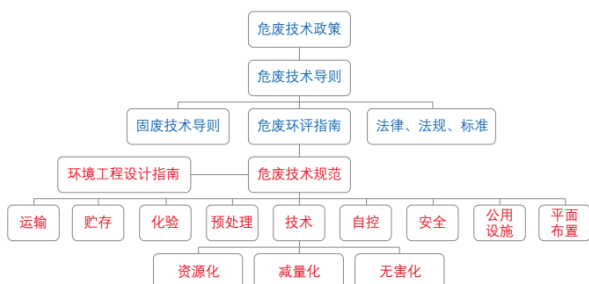
图表 13 危废资源化利用与处置的部分相关政策

政策类型	名称
法律	《环境保护法》《固体废物污染环境防治法》等
法规	《危险化学品安全管理条例》《危险废物经营许可证管理办法》《废弃电器电子产品回收处理管理条例》等
部门规章	《危险废物转移联单管理办法》《废弃危险化学品污染环境防治办法》《固体废物进口管理办法》等
国家标准和规范	《危险废物收集、贮存、运输技术规范》《危险废物焚烧污染控制标准》《水泥窑协同处置固体废物污染控制标准》等
技术规范	《危险废物集中焚烧处置工程建设技术规范》《废塑料综合利用行业规范条件》《危险废物处置工程技术导则》等
技术文件	《危险废物污染防治技术政策》《固体废物处理处置工程技术导则》等

资料来源：北极星环保网，中国银河证券研究院整理

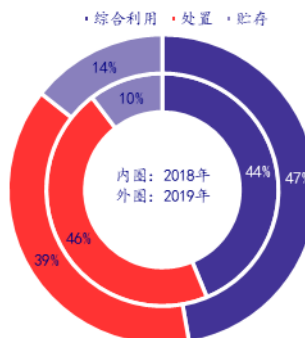
**资源化将成为未来工业危废的主要处置方向。**我国危废管理的法律、法规、标准体系已经初步建立，监管工作已经全面开展。危废产生企业和危险废物资源化利用与处置企业根据《国家危险废物名录》测算出危险废物的产生量，进而规划好危险废物资源化利用与处置量，同时规划出不同行业、地区的投入产出。危废资源化利用符合碳中和思路，资源化后获得的金属等再生产品，不仅可以帮助企业节能减排，还可以在在一定程度上对我国稀缺的资源进行补充。

图表 14 危废资源化利用和处理处置技术体系功能和关系框架



资料来源：北极星环保网,中国银河证券研究院

图表 15 2019 年大、中城市工业危废利用、处置、贮存情况



资料来源：生态环境部,中国银河证券研究院

**“十四五”时期危废资源化发展空间大。**国家发改委于 2021 年 7 月印发的《“十四五”循环经济发展规划》提出，到 2025 年，我国资源循环型产业体系基本建立，覆盖全社会的资源循环利用体系基本建成，资源利用效率大幅提高，再生资源对原生资源的替代比例进一步提高。大宗固废综合利用率达到 60%，建筑垃圾综合利用率达到 60%，废纸、废钢利用量分别达到 6000 万吨和 3.2 亿吨，再生有色金属产量达到 2000 万吨，资源循环利用产业产值达到 5 万亿元。危废资源化领域发展空间巨大。

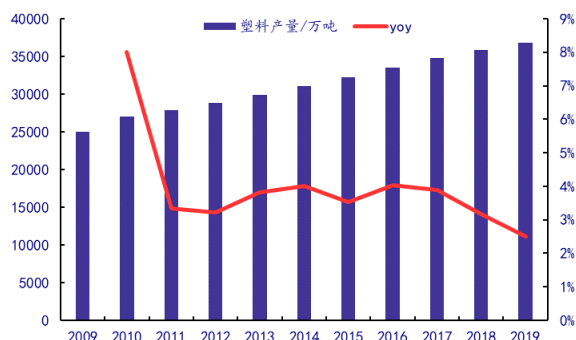
**行业特性决定企业经营稳定性有保障。**近年来，危废行业受人追捧，许多上市公司、企业集团凭借资本和技术力量纷纷进入，行业集中度有所提升，龙头企业管理进一步规范，危废资源化利用与处置企业逐渐走向正规化、专业化。从危废资源化的企业来看，其上游是产废企业，下游的大宗商品产物也进入市场自由流通，市场竞争较为充分，不会受传统环保行业那样有政府关系和应收账款等问题的困扰，企业经营稳定性有保障。

## (二) 塑料回收再生

**塑料应用广泛，亚洲塑料树脂产量占全球过半。**塑料以重量轻、可塑性强、制造成本低、功能广泛等特点在现代社会中得到了广泛的应用，已成为人类不可或缺的重要材料。全球塑料产量稳步增长，2019 年全球塑料树脂产量达到了 36,800 万吨，同比增长 2.5%。亚洲是全球最大的塑料树脂生产地，占全球总产量超过 50%。

**塑料回收再生意义重大。**然而，塑料工业的发展在给人类社会生活、生产带来便利的同时，也导致生存环境被废弃塑料污染。过去废弃塑料主要以焚烧和填埋方式被处理，由于塑料难以降解，其对环境、海洋和生物的影响愈加明显，世界迫切需要重新思考制造、使用和管理塑料的方式。近年来，随着人类对环境、能源、安全等问题的重视，塑料的回收利用被认为是既有效治理环境污染，又有效利用资源、节约能源的方式，当前世界各国都把塑料的再生利用作为废弃塑料的首选处理方向。

图表 16 2009-2019 年全球塑料产量



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表 17 塑料循环利用模式

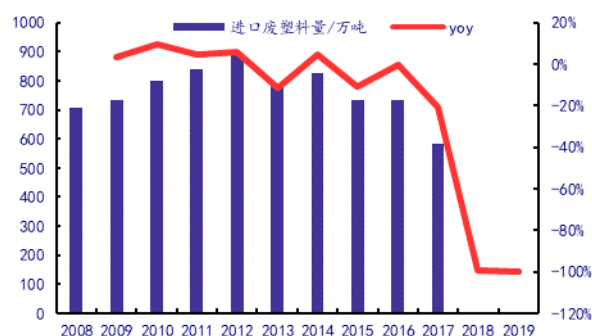


资料来源: 英科再生招股说明书, 中国银河证券研究院

中国可再生塑料综合利用业规模大于其他国家和地区。在过去较长一段时间内,我国从全球回收塑料并逐步成为重要的塑料回收国,对全球废塑料的处理、加工做出巨大贡献。2011年至2012年期间,中国废塑料进口量已经近900万吨。全球废塑料出口到中国的占比高达45%。2013年,中国发起了“绿篱”行动,禁止进口不洁废塑料和其他“有毒”垃圾,2013年废塑料进口量较2012年下滑了近100万吨。

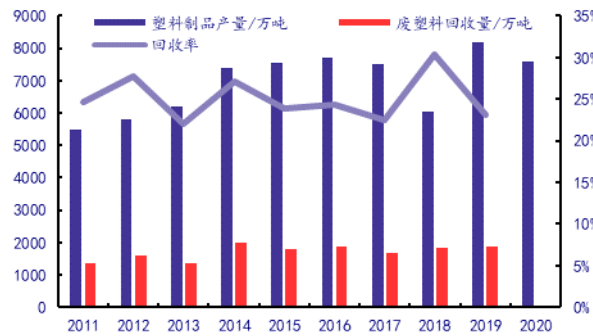
“禁废令”改变了全球可再生塑料综合利用业的产业格局。2017年7月《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》颁布后,我国禁止从海外进口废塑料,我国废塑料进口量断崖式下降。对中国市场而言,改变了鱼龙混杂的进口供应链体系。对全球市场而言,欧美等主要废塑料出口国失去了全球最大的废料处理市场,不少国家和地区开始为固废寻找新的资源化利用或填埋焚烧处理市场,其中一部分废旧塑料销售往东南亚进行处理,一部分由产废国的企业在本国处理。

图表 18 2008-2019 年中国进口废塑料量



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表 19 中国废塑料回收情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

中国废塑料回收率仍有提升空间。我国塑料工业保持快速发展的态势,产销量都位居全球首位,塑料制品产量约占世界总产量的20%。2020年我国塑料制品产量为7603万吨。随着生活水平的提高及生活方式的变化,塑料废弃物问题日益突出。我国塑料制品回收率不高,2019年仅为23%,这与我国塑料制品回收体系的不健全有关。我国大部分地区的废塑料回收模式较为传统、低效,回收过多依赖人力、回收分拣粗放,回收材料品质和数量都难以保证。

再生资源对原生资源的替代比例进一步提高。近年来,基于社会责任和环保理念的增强,国内强制实施垃圾分类,国外出台相关法令强制提高再生料的使用比例,我国再生塑料领域迎

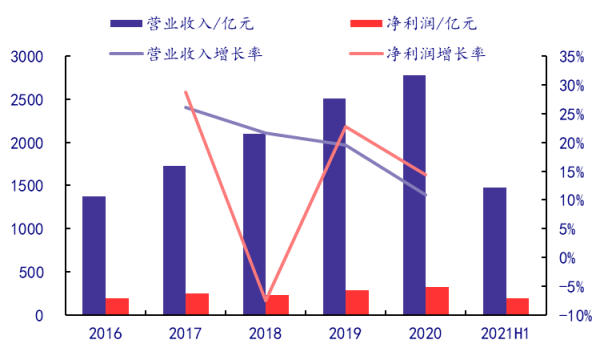


来发展机遇。2021年7月，国家发改委印发《十四五循环经济发展规划》，要求到2025年再生资源循环利用能力进一步提升，因地制宜、积极稳妥推广可降解塑料，健全标准体系，提升检验检测能力，规范应用和处置。再生资源对原生资源的替代比例进一步提高。

### （三）环保板块业绩高速增长，固废危废企业表现亮眼

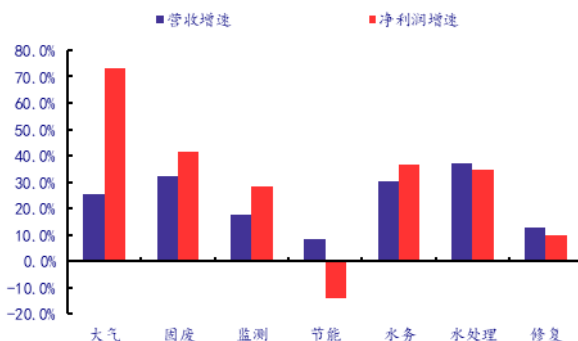
**环保企业业绩增速回到疫情前水平。**2021上半年环保企业中期报告披露完毕，扣除因计提资产减值损失而带来大额亏损的公司后，2021上半年环保相关上市公司实现营业收入1477.88亿元，同比增长29.4%；净利润196.80亿元，同比增长34.6%。2021年以来，随着各省市陆续发布“十四五”环保规划，环保项目加速释放，环保企业业绩增速回归到疫情前水平。

图表 20 环保上市公司营业收入与净利润变化



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

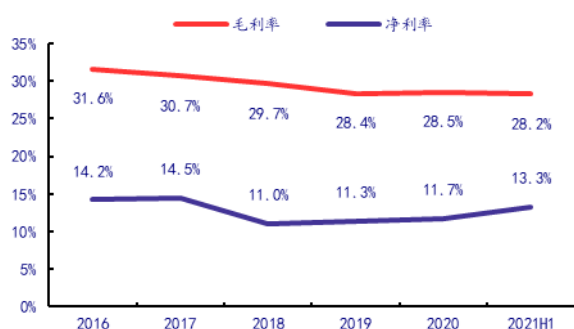
图表 21 2021H1 环保细分领域营收与净利润增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

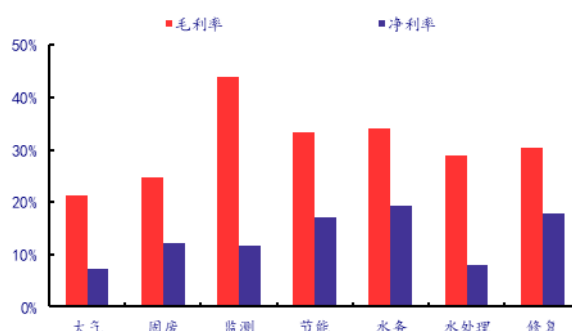
分板块来看，除了节能领域外，其余板块营收和净利润增速均实现正增长，大气领域净利润高速增长主要是由于今年中报有部分企业扭亏为盈，且几个龙头企业开始切入固废处理等高景气赛道，传统的大气治理相关业务业绩增长并不突出；水务及水处理板块扣除首创环保后，中报业绩增速在10%左右，板块整体表现一般；固废领域特别是垃圾焚烧和危废的大部分企业业绩增速提升十分明显，整体来看固废领域业绩表现最好，景气度最高。

图表 22 环保上市公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表 23 2020 年环保细分领域企业毛利率与净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**费用管控良好，企业盈利能力有所提升。**2021上半年环保上市公司的毛利率为28.2%，同比减少1.4pct；净利率13.3%，同比增加0.5pct，原材料涨价压缩了环保工程企业、环保设

备企业的盈利空间。分板块来看，监测、节能、水务、修复四个板块的毛利率超过 30%，其中监测行业毛利率达到 43.8%；节能、水务、修复三个板块的净利率均超过 15%，其中水务行业净利率达到 19.4%。

#### （四）投资建议及推荐标的

根据《“十四五”循环经济发展规划》，到 2025 年我国资源循环型产业体系基本建立，覆盖全社会的资源循环利用体系基本建成，资源利用效率大幅提高，再生资源对原生资源的替代比例进一步提高。再生资源行业加速发展，市场空间快速打开，相关企业也将迎来高速增长期。危废资源化、垃圾焚烧、再生塑料等领域值得关注。推荐通过危废资源化进行再生金属回收的高能环境、浙富控股；再生塑料回收龙头英科再生。

##### 1. 高能环境：运营资产占比持续提高，危废资源化业务未来可期。

高能环境于 1992 年成立，目前以危废资源化、生活垃圾处理、环境修复为核心，是贵重金属回收领域的头部企业。2021 上半年公司实现营收 33.7 亿元（同比增长 29%），实现归母净利润 3.9 亿元（同比增长 45%）。收入业绩保持高增长，主要是公司和核心板块危废资源化业务开展顺利。另外相较去年同期，今年有多个焚烧项目运营投产，业绩高速增长持续兑现。

**垃圾焚烧板块：**公司垃圾焚烧项目已过集中建设期，未来将步入稳步运营阶段。公司生活垃圾焚烧发电项目资本开支高峰在 2019-2020 年的集中建设期，目前有 10 个项目投入运营，运营规模达 8500 吨/天，在手项目建成后处理规模合计 11500 吨/日。该板块未来会为公司提供稳定的现金流，保障公司健康发展。

**危废资源化板块：**高能环境通过“并购+新建”的模式扩充产能规模。2016 年，公司开始全面拓展危废业务，并购阳新鹏富、靖远高能、滕州高能、高能中色、贵州宏达、宁波大地等项目。截至目前公司危废处置能力已经达到了 53.599 万吨/年的规模，未来还将通过技术改造等手段进一步提升产能利用率，危废资源化业务的业绩也将进一步释放。

**环境修复业务：**公司涉足环境修复领域较早，实力雄厚，市场认可度较高。其环境修复业务收入近五年复合增长约 36%，毛利率稳步提升，而订单随行业发展稳步扩张，总体保持稳定。

高能环境的涉及三大业务领域，公司危废资源化产能规模不断扩张，是未来重点增长板块；随着环境修复政策的推动，订单有望持续释放，业务稳步提升；公司的垃圾焚烧项目逐步投运，工程建设持续转换为运营收入，为带来稳定现金流。预计公司 2021-2023 年营业收入 76.7/88.5/105.3 亿元，归母净利润分别为 7.26/9.25/11.56 亿元，EPS 为 0.69/0.88/1.10，对应 PE 为 26.9/21.1/16.8 倍。

图表 24 关键财务指标及预测（高能环境）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	68.27	76.67	88.54	105.29
（增长率）	34.51%	12.31%	15.48%	18.92%
归属母公司股东的净利润（亿元）	5.50	7.26	9.25	11.56
（增长率）	33.51%	32.00%	27.41%	24.97%
EPS（元）	0.68	0.69	0.88	1.10
P/E	20.6	26.9	21.10	16.8

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

##### 2. 浙富控股：危废资源化龙头，再生金属业务高速增长

浙富控股是一家从事危险废物无害化处理及再生资源回收利用的专业化环境服务商，也是一家拥有危险废物“收集-贮存-无害化处理-资源深加工”前后端一体化的全产业链技术和设施的大型环保集团。2021上半年公司实现营收68.7亿元（同比增长119%），实现归母净利润13.0亿元（同比增长250%）。业绩大幅增长一方面是新建的前端危废资源化产能年初投产，本年度迎来利用率提高，另一方面是再生金属产品受大宗涨价带来利润增长。

在当前危废处理行业整体“散、小、弱”的竞争格局下，公司顺应危废综合处理的行业趋势，依托强大的处理能力、适应性高的处理技术以及生产经营中长期积累的收集渠道，形成了规模化的处理能力优势，公司已投产及在建和待建项目的危废处理能力均在30万吨以上，特别是随着在建的危废处理项目、工业废弃物资源综合利用项目投产后，公司将形成覆盖固态无机危险废物、固态有机危险废物和液态危险废物多品类的危废处理能力，公司整体处置产能达到178万吨，另有拟建产能117万吨/年，规模优势和协同处置能力将进一步凸显。

目前公司正在积极布局动力蓄电池回收拆解单位产生的废液、废渣等危险废物的处置市场。公司已经通过环评批复的与汽车锂电池材料级别相关的产能规划包括：1.5万吨精制硫酸镍（Ni ≥ 22.0%）、1.5万吨精制硫酸钴（Co ≥ 20.5%）和790吨碳酸锂（Li<sub>2</sub>CO<sub>3</sub> ≥ 98.5%）。

危险废物无害化处理及再生资源回收利用业务，既能做到节能减排，同时又能做到资源再生和循环利用，高度匹配“碳中和”的发展理念。根据中国铜工业的全生命周期评价结果显示，1吨铜的生产加工需要经过采选、冶炼精炼、深加工三个阶段，分别产生2.12吨、1.98吨和0.56吨二氧化碳；而再生铜每吨只排放1.13吨二氧化碳，只占原生铜的32%，公司每生产1吨再生铜可以少排放3吨CO<sub>2</sub>；如果涉及到加工程序更复杂的金、银，与原生金属相比会实现更多碳减排，公司后端再生金属资源化业务是实现碳减排的主要途径。

公司已成为危险废物深度资源化龙头，目前公司正在积极布局动力蓄电池回收拆解单位产生的废液、废渣等危险废物的处置市场。未来成长可期。预计公司2021-2023年营业收入128.7/146.9/164.7亿元，归母净利润分别为20.4/24.0/27.6亿元，EPS为0.38/0.45/0.51，对应PE为19.0/16.2/14.1倍。

图表 25 关键财务指标及预测（浙富控股）

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	83.43	128.73	146.92	164.74
（增长率）	27.60	54.29	14.13	12.12
归属母公司股东的净利润（亿元）	13.62	20.40	23.99	27.64
（增长率）	189.64	49.80	17.60	15.19
EPS（元）	0.25	0.38	0.45	0.51
P/E	17.7	19.0	16.2	14.1

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 3. 英科再生：再生塑料行业成长空间大，龙头企业先发优势显著

英科再生是一家专业致力于可再生塑料的回收、再生、利用的高科技制造和循环经济企业，目前已打通“塑料回收——塑料再生——再生塑料制品——循环回收”全产业链业务。2021上半年公司实现营收9.04亿元（同比增长34%），实现扣非归母净利润1.13亿元（同比增长232%）。业绩高速增长主要是订单增长、销量增加且产品售价上涨，量价齐升贡献增长所推动。

目前，公司围绕回收、再生、利用三大类核心技术，形成三大类主营业务，覆盖PS塑料循环利用的完整纵向产业链，并在再生PS塑料为主的基础上，横向拓展再生PET、PE、PP等多种塑料循环利用业务。

**回收:** 目前,公司在全球从累计超过 400 家可再生塑料回收企业采购可再生 PS 塑料原料,形成了覆盖国内外的可再生 PS 塑料回收网络。除 PS 塑料外,公司正在投资建设马来西亚英科 5 万吨/年 PET 回收再生项目。PET 是一种热塑性高度结晶性的树脂,主要用于制造包装盒、饮料瓶、纺织品等。

**再生:** 回收的 PS 塑料,经过预处理后,通过多项工艺制得再生 PS 粒子。目前公司生产的再生 PS 粒子,一部分直接销售给下游塑料制品企业,另一部分自用制成再生塑料制品。

**利用:** 公司自产的再生 PS 粒子,有较高比例自用深加工为再生塑料制品,主要是再生 PS 线条和环保成品框产品。正在建设的 5 万吨/年 PET 回收再生项目包括以再生 PET 净片为原材料,运用固相增粘技术和多层共挤技术,制成复合材质的高品质 r-PET 片材。

在双碳以及循环经济体系目标下,再生塑料行业具有较大发展空间,公司作为行业龙头具有先发优势,在再生 PS 塑料为主的基础上,横向拓展再生 PET、PE、PP 等多种塑料循环利用业务。预计公司 2021-2023 年营业收入 20.6/28.2/37.1 亿元,归母净利润分别为 2.5/3.4/4.6 亿元, EPS 为 1.85/2.59/3.49,对应 PE 为 44.8/32.1/23.8 倍。

**图表 26 关键财务指标及预测 (英科再生)**

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	16.99	20.60	28.20	37.08
(增长率)	33.46	21.26	36.87	31.50
归属母公司股东的净利润-扣非 (亿元)	2.17	2.47	3.45	4.65
(增长率)	128.23	13.45	39.88	34.79
EPS (元)	2.18	1.85	2.59	3.49
P/E	--	44.8	32.1	23.8

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 三、建材: 行业旺季叠加供给收缩, 高景气度仍将持续

2021 年 1 月中国建材行业联合会发布《推进建筑材料行业碳达峰、碳中和行动倡议书》,倡议书明确提出建筑材料行业要在 2025 年前全面实现碳达峰,水泥等行业要在 2023 年前率先实现碳达峰,较 2030 年碳达峰时间有所提前。

建材行业尤其水泥行业是碳排放大户,如何率先实现碳达峰,如何有效实现碳中和,是建材行业面临的重大挑战,也是调整产业结构,实现行业高质量发展的重大机遇。

#### (一) 建材行业碳排放现状

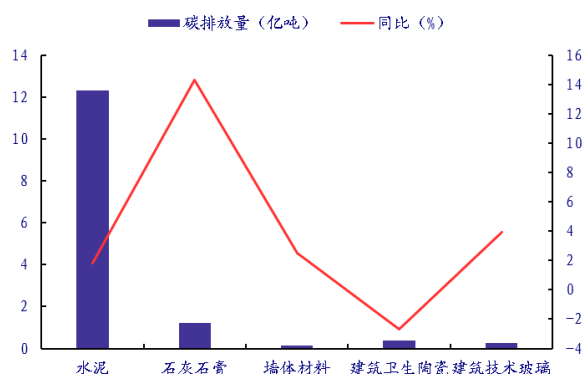
根据中国建筑材料联合会发布《中国建筑材料工业碳排放报告(2020 年度)》显示,建材行业 2020 年二氧化碳排放 14.8 亿吨,比 2019 年上升 2.7%。行业每万元工业增加值二氧化碳排放比 2019 年上升 0.2%,比 2005 年下降 73.8%。

从各子行业来看,2020 年水泥工业二氧化碳排放 12.3 亿吨,同比上升 1.8%,其中煤燃烧排放同比上升 0.2%,工业生产过程排放同比上升 2.7%;石灰石膏行业二氧化碳排放 1.2 亿吨,同比上升 14.3%,其中煤燃烧排放同比上升 5.5%,工业生产过程排放同比上升 16.6%;墙体材料工业二氧化碳排放 1322 万吨,同比上升 2.5%,其中煤燃烧排放同比上升 2.4%;建筑卫生陶瓷工业二氧化碳排放 3758 万吨,同比下降 2.7%;建筑技术玻璃工业二氧化碳排放 2740 万吨,同比上升 3.9%。

从碳排放量结构来看,水泥碳排放占全行业碳排放总量 80%以上,其中燃料燃烧排放占全

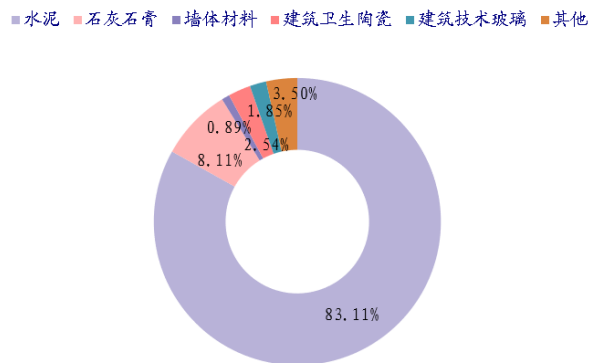
行业燃料燃烧排放总量的 75.5%，过程排放占全行业生产过程排放总量的 89.9%。水泥行业是建材行业实现碳达峰的关键。

图表 27 建材行业各子行业碳排放量（2020 年）



资料来源：中国建筑材料联合会，中国银河证券研究院

图表 28 建材行业各子行业碳排放量占比（2020 年）



资料来源：中国建筑材料联合会，中国银河证券研究院

## （二）水泥：行业旺季叠加供给收缩，龙头公司利润修复可期

### 1. 能耗双控全面加码，部分地区供给收缩

2021 年 8 月，发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》。能耗强度降低方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏 9 个省（区）上半年能耗强度不降反升，为一级预警；浙江、河南、甘肃、四川、安徽、贵州、山西、黑龙江、辽宁、江西 10 个省上半年能耗强度降低率未达到进度要求，为二级预警。根据通知要求，对能耗强度不降反升的地区，2021 年暂停“两高”项目节能审查，同时要求各地确保完成全年能耗双控目标特别是能耗强度降低目标任务。通知下发之后，广西、广东、江苏、云南等地积极行动，针对下半年能耗问题提出针对性举措。

2021 年是“十四五”开局之年，整个“十四五”的单位 GDP 能源消耗下降目标是 13.5%，其中今年的单位 GDP 能耗目标为降低 3% 左右。水泥是传统耗能大户，同时下半年也是市场旺季，通常产能发挥高于上半年，特别是第四季度，更是国内多数省份水泥生产旺季，对能源的依赖更为严峻。随着各地能耗双控全面加码，部分地区出现水泥价格多轮上涨。据中国水泥网数据显示，近段时间广西水泥价格连续暴涨。7 月以来累计涨幅达到 200-230 元/吨。贵州、广东、云南、江苏等地也出现多轮上涨。

图表 29 各地区能耗双控举措

地区	能耗双控举措
广西	因加强能耗双控，对当地水泥企业实施限产要求，其中水泥行业 9 月份产量，不得超过 2021 年上半年平均月产量的 40%；9 月份用电负荷，不超过上半年的平均月负荷的 40%
广东	强化节能降耗工作措施，依法依规压减违规“两高”项目能耗，确保完成今年能耗强度下降目标任务
福建	严格开展“两高”项目节能审查和环评，严禁产能严重过剩行业新增产能；严控新增“两高”项目规划建设；大力推进能耗“双控”考核预警，按季度通报各地能耗“双控”指标完成情况，对 100 家“十四五”期间拟投产、达产的高耗能项目和部分在建、拟投产项目开展节能审查专项监察

**云南**

严格落实《工业和信息化部 生态环境部关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》（工信部联原[2020]201号）、云南省市场监管局等六部门《关于做好水泥产品质量提升工作 进一步规范水泥市场秩序的通知》（云市监办发[2021]26号）有关要求，推动水泥行业错峰生产。2021年9月份水泥产量在8月份产量基础上压减80%以上，10-12月全部全部水泥企业错峰生产时间不少于40天。

**江苏**

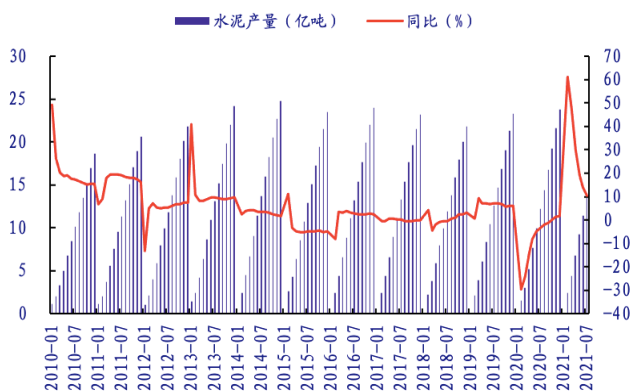
开展2021年年综合能耗5万吨以上企业专项节能监察行动，本次专项节能监察范围包括全省年综合能耗5万吨标准煤以上323家企业，综合能耗5万吨标准煤以上29家“两高”项目，2020年以来投产的综合能耗5000吨标准煤以上存量“两高”项目。涉及石化、化工、煤化工、焦化、钢铁、建材、有色、煤电、纺织、造纸、酿酒等行业。

资料来源：中国水泥网、中国银河证券研究院整理

**2.7月产量有所下降，2021年四季度需求有望回升**

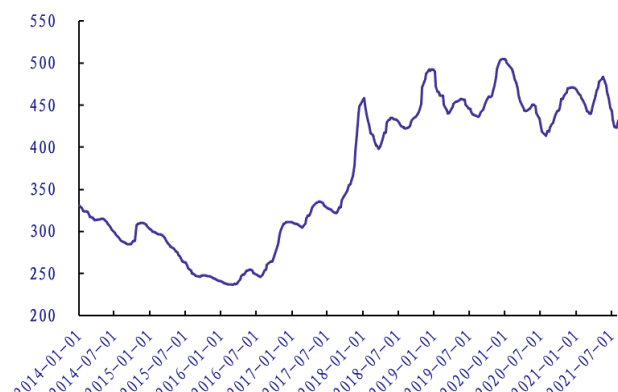
2021年7月水泥单月产量2.06亿吨，环比减少8%，同比减少6.5%。2021年1-7月全国水泥累计产量13.53亿吨，同比增长10.4%，但增速较1-6月下降3.7个百分点。1-7月地产开发投资同比增长12.7%，增速较1-6月降低2.3个百分点。1-7月基础设施投资同比增长4.6%，增速较1-6月下降3.2个百分点。1-7月房屋新开工面积同比减少1%。2021年地产和基建投资进入理性平稳的发展阶段，由于南方提前进入梅雨季节及今年夏季多雨的原因，5-7月水泥需求及价格均出现大幅下降，但随着8-11月份施工旺季的到来，开工率将迅速提升，后续为水泥需求提供较强支撑，看好华东、中南等区域龙头，推荐华新水泥（600801.SH）、上峰水泥（000672.SZ），关注塔牌集团（002233.SZ）。

**图表 30 水泥产量及累计同比**



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

**图表 31 水泥价格走势 (元/吨)**



资料来源：中国水泥网、中国银河证券研究院

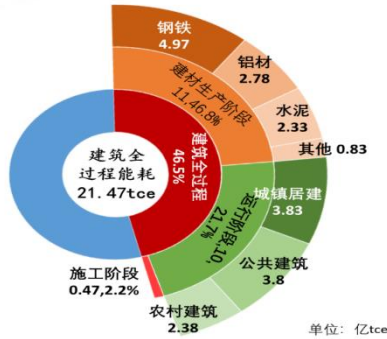
**(三) 消费建材：节能降耗提升行业龙头竞争力**

根据中国建筑节能协会能耗统计专业委员会数据显示，2018年全国建筑全过程能耗总量21.47亿吨标准煤当量(tce)，占全国能源消费总量比重的46.5%，其中建材生产能耗11亿tce，建筑施工能耗0.47亿tce，建筑运行能耗10亿tce。2018年全国建筑全过程碳排放总量为49.3亿吨，占全国碳排放比重为51.3%，其中建材生产阶段碳排放27.2亿吨，建筑施工碳排放1亿吨，建筑运行阶段碳排放21.1亿吨。

在建筑运行阶段，使用节能环保的绿色建材将有效降低建筑碳排放。如合理运用高质量保温材料，保障建筑具有良好的保温隔热性能；使用石膏板等轻质墙体替代传统墙体等。在碳中和背景下，建筑能耗标准提高有助于高品质绿色建材应用得到普及和推广，具有规模优势和产

品品质优势的行业龙头将受益。

图表 32 建筑全过程能耗 (2018)



资料来源: 中国建筑节能协会能耗统计专业委员会, 中国银河证券研究院

图表 33 建筑全过程碳排放 (2018)



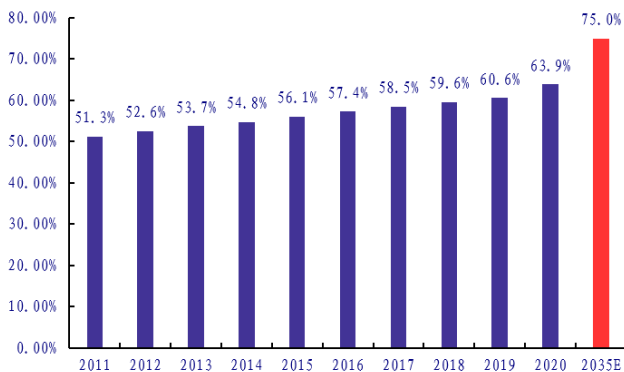
资料来源: 中国建筑节能协会能耗统计专业委员会, 中国银河证券研究院

### 1. 城镇化进入中后期, 建筑质量得到更广泛关注

随着城镇化率突破 60%, 我国全面进入城镇化中后期。中国城市规划设计研究院在《中国城镇化 60%后的趋势展望》中提到: “近年来, 国内城镇化呈现增速放缓, 人口流动更加近域化, 人口结构发生改变, 需求多元化等新特征。未来, 多元服务经济需求的现实性和保障人力资源的迫切性, 城乡双向融合的现实性和城市存量更新的迫切性将成为影响我国城镇化发展的主要因素, 以生态文明思想为指导的国土空间结构调整, 以人民为中心的人居环境建设和城市治理的现代化应当成为未来的工作重点。七大国家区域战略会在相当长的一段时间内引领我国空间格局调整和人口流动。”

从目前的城市化进程来看, 预计 2035 年城镇化率将达到 75%左右, 和发达国家 80%的水平基本持平。未来居民的新增住房需求降低, 消费建材将进入存量时代。叠加“房住不炒”政策, 居民对房屋质量的要求将进一步提升。

图表 34 我国城镇化率 (2011-2035)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图表 35 城镇化空间演进趋势



资料来源: 《中国城镇化 60%后的趋势展望》, 中国银河证券研究院

### 2. 消费建材仍将呈现向头部集中趋势

消费建材板块细分子行业众多, 包括防水、管材、五金、瓷砖、涂料、石膏板等。除石膏板行业集中度较高之外, 其他行业均呈现较为分散的格局, 行业内排名第一的龙头公司市占率不到 20%。

展望 2021 年四季度乃至 2022 年, 我们认为地产精装率提高带来行业集中度提升的趋势

仍然不变，同时 C 端消费建材业绩复苏将持续，叠加旧改需求提振以及消费升级带动，预计消费建材行业将维持高成长性，龙头企业话语权将继续提升。

图表 36 消费建材龙头市占率情况

子行业	主要上市公司	CR1
防水	东方雨虹、科顺股份、凯伦股份	15%
塑料管材	永高股份、雄塑科技、伟星新材、顾地科技	15%
涂料	三棵树、亚士创能	12%
瓷砖	蒙娜丽莎、东鹏控股	5%
五金	坚朗五金	<5%
石膏板	北新建材	60%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院整理

消费建材板块作为建材行业中带有成长和消费属性的板块，2020、2021 年至今板块涨幅均超过建材行业涨幅以及沪深 300，究其原因，我们认为主要有以下两点：1.消费建材板块龙头公司市占率提升的同时带来话语权提升以及盈利高增长，归母净利润增长幅度显著高于整个建材行业；2.新产品品类拓展以及经营模式转变使消费建材板块周期性显著弱于整个建材行业。2021 年消费建材板块有望继续维持高增长，看好防水、石膏板、塑料管道、五金件等子行业。

在行业高质量发展以及行业集中度提升的背景下，我们认为消费建材龙头公司高成长状态仍将持续。2021 年四季度我们推荐石膏板和防水业务双腾飞的北新建材（000786.SZ）、防水行业三巨头东方雨虹（002271.SZ）、科顺股份（300737.SZ）、凯伦股份（300715.SZ）、产能扩张期的塑料管道龙头伟星新材（002372.SZ）。

## （四）玻纤：价格维持高位，行业龙头高成长持续

### 1.玻纤行业利润维持高位

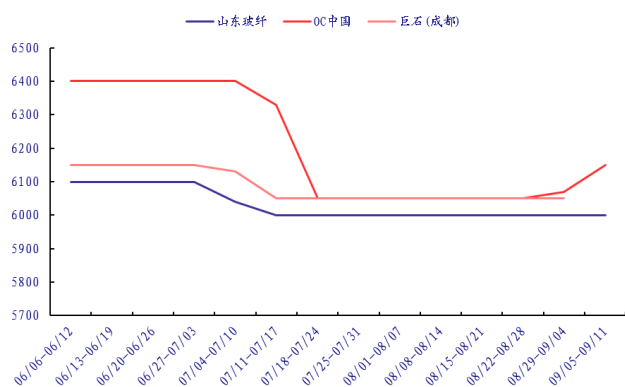
2021 年上半年因下游市场需求持续增长，玻璃纤维及制品市场供需持续偏紧，大部分产品价格居于历史高位，全行业实现主营业务收入同比增长 34.0%，利润总额同比增长 146.4%，行业整体利润水平维持高位。

上半年我国玻璃纤维纱总产量同比增长 8.18%，其中 6 月份单月产量同比增长 8.40%。上半年我国玻璃纤维增强复合材料制品产量同比增长 19.5%，与去年同期相比实现较大幅度增长。

展望四季度，我们认为下游需求增长的局面仍将持续，玻纤价格仍有望维持高位，行业利润仍能维持较高水平。

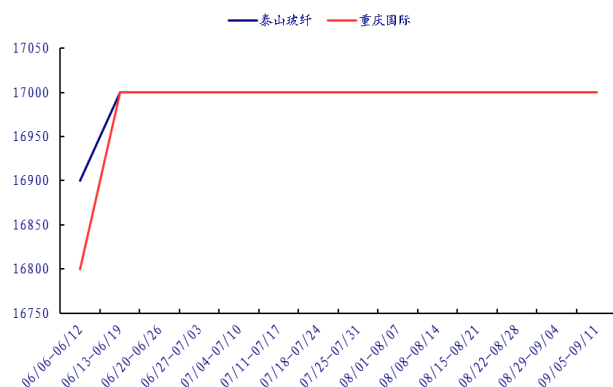


图表 37 玻纤缠绕直接纱 2400tex 市场价 (元/吨)



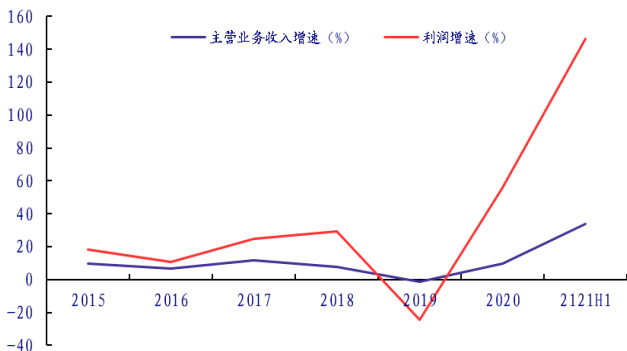
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图表 38 玻纤电子纱 (G75) 市场价 (元/吨)



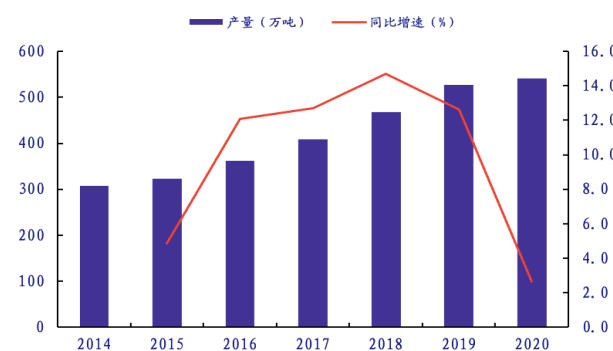
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图表 39 玻纤行业主营业务收入及利润增速 (%)



资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 中国银河证券研究院

图表 40 中国玻璃纤维纱产量及同比增速



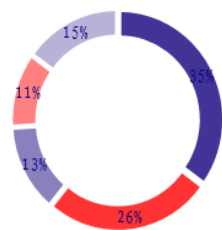
资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 中国银河证券研究院

## 2. 下游需求提升, 行业高景气持续

玻纤下游需求主要来自于建材、交通、风电、工业等领域。其景气周期与经济周期密切相关。随着新冠疫情后经济逐步回暖, 玻纤行业下游需求有望逐步提升。同时海外疫情相对得到控制, 也有望带动玻纤出口的增加。2021 年上半年玻璃纤维及制品出口总量达到 75.9 万吨, 同比增长 9.2%, 出口金额 13.4 亿美元, 同比上涨 32.11%。

图表 41 玻纤下游应用领域需求占比

■ 建材 ■ 交通 ■ 工业 ■ 风电 ■ 其他



资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 中国银河证券研究院

图表 42 不同应用领域的具体应用场景

应用领域	具体应用场景
建材	增强混凝土、复合材料墙体、保温纱窗与装饰、FRP 钢筋、卫浴、游泳池、顶棚、采光板、FRP 瓦、门窗
交通运输	汽车车身、汽车座椅、汽车零部件、高铁车身/结构、船体结构、土工格栅
电子	印刷电路板、电器罩壳、电器开关盒、绝缘子、绝缘工具、家用电器外壳、电子配件
风电	玻璃钢风电叶片和机组罩

资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

3.推荐标的：中国巨石（600176.SH）

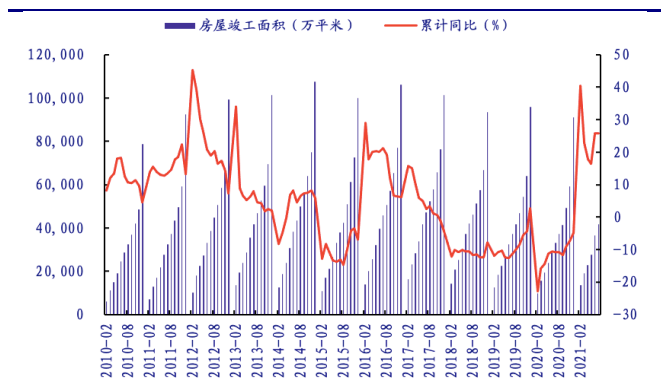
中国巨石作为玻纤行业龙头，成本优势较为明显，智能生产线建设在节能增效方面领先行业内其他竞争对手，形成公司核心竞争力之一。同时公司积极在高端产品方向布局，风电、热塑、电子等高端产品占比不断提升，目前公司在高端产品占比已超 70%。预计 2021/2022/2023 年公司归母净利润 50.75 亿/56.43 亿/63.18 亿，同比增幅 110%/11%/12%，2021/2022/2023 年每股收益为 1.27 元/1.41 元/1.58 元。对应 PE 分别为 16X/14X/13X。与其他玻纤行业上市公司 21 年-22 年平均市盈率 28X/20X 相比，公司估值仍有较大提升空间。

**（五）玻璃：浮法高景气，光伏、电子玻璃成为新亮点**

1.竣工端回暖为行业需求提供支撑

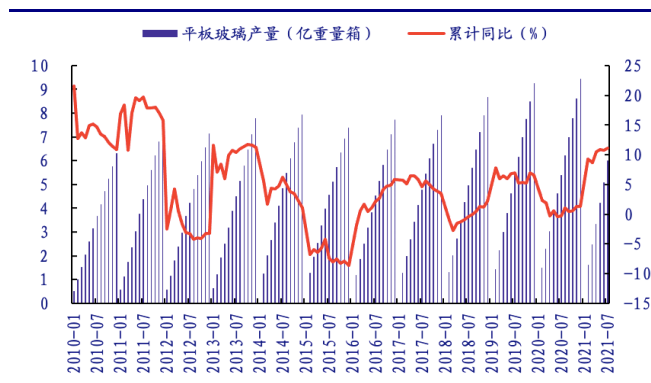
2021 年 1-7 月平板玻璃产量 5.99 亿重量箱，同比增长 11.1%。根据卓创资讯数据，截止 7 月底平板玻璃价格为 3103.51 元/吨，月环比增长 4.09%，月同比增长 84.98%。7 月底浮法玻璃企业库存量 1708 万重量箱，同比减少 57.65%，库存处于历史较低水平。2021 年 1-7 月房屋竣工面积 4.18 亿平方米，同比增长 25.7%，较 2019 年同期增长 11.9%；1-7 月商品房销售面积 10.16 亿平方米，同比增长 21.5%，较 2019 年同期增长 14.5%。我们认为竣工回暖趋势仍将持续，平板玻璃需求仍将维持增长。

图表 43 房屋竣工面积及同比



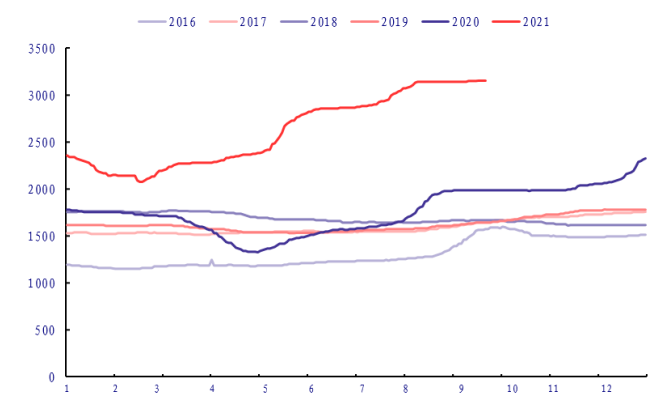
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表 44 玻璃产量同比



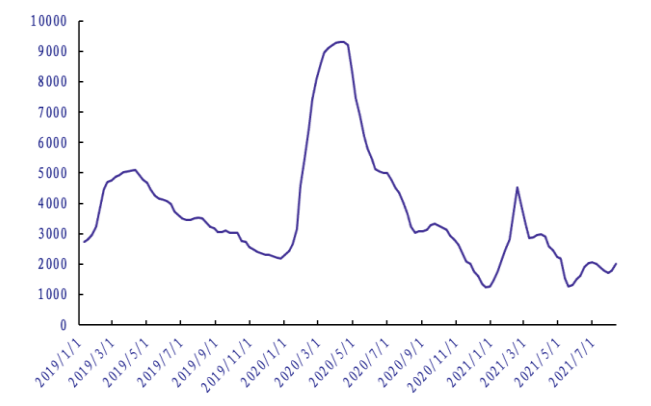
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表 45 浮法玻璃价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图表 46 浮法玻璃库存（万重量箱）



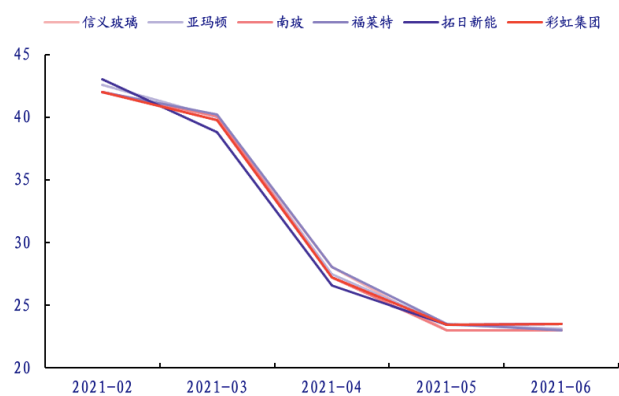
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

## 2. 光伏玻璃、电子玻璃有望成为新增长点

光伏作为非化石能源的重要组成部分，十四五期间将得到快速发展，预计十四五期间国内每年新增装机将达到 80GW 以上，双玻渗透率有望从目前 30% 提升到 60%。光伏玻璃需求仍将保持一定增长。但由于 2020 年下半年光伏玻璃价格涨幅过大，进入 2021 年后组件价格提升和装机淡季的影响，光伏玻璃价格一路走低，目前 3.2mm 镀膜光伏玻璃均价 26 元/m<sup>2</sup>，较年初 43 元/m<sup>2</sup> 折价 40%。我们认为随着四季度需求转好，光伏玻璃价格有望企稳回升，成本控制能力较好的行业龙头有望率先受益。

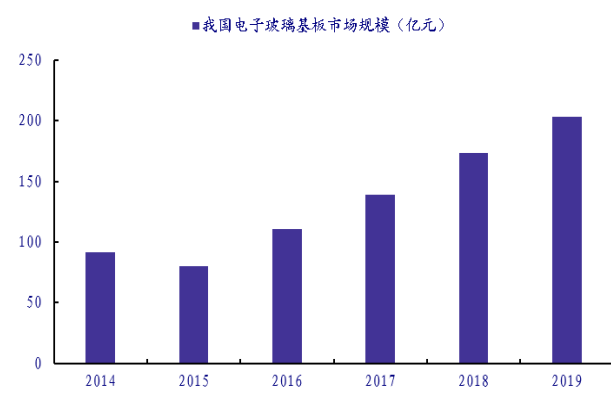
LCD 产业链中，玻璃基板毛利率最高，可达到 50%-60%。但目前全球玻璃基板主要供应商为美国康宁（Corning）、日本旭硝子（AGC）、日本电气硝子（NEG）等，这些美日厂商占据市场 90% 左右份额，其中康宁市场份额 50% 左右。目前国内厂商也在玻璃基板行业进行探索，如彩虹集团、东旭光电、中国建材、南玻、旗滨集团等。

图表 47 光伏玻璃价格（元/m<sup>2</sup>，3.2mm 镀膜）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图表 48 我国电子玻璃基板市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

## 3. 重点公司

(1) 旗滨集团 (601636.SH): 进军光伏玻璃，高端产品线布局更为完善

公司是浮法玻璃龙头，具有较强的成本优势。2019 年公司推出员工持股计划，有助于增强员工的积极性和主动性，有利于公司中长期发展战略规划（2019-2024）的实现。

为加快公司产业布局，延伸和打造一体化产业链，公司在湖南省资兴市经济开发区资五产业园投资建设 1200t/d 光伏组件高透基板材料生产线，包含 1 条 1200t/d 一窑六线高透基片生产线及配套光伏组件高透基板材料加工线，光伏组件高透基板材料加工线包含 6 条 1200mm 宽和 2 条 1300mm 宽加工线。项目总投资 10 亿元。公司进军光伏组件高透基板领域，使得公司高端产品线布局更为完善，有望成为公司新的业绩增长点。

预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 1.75/1.96/2.28 元，同比增幅 157%/12%/16%，对应 PE 为 13/11/9 倍。相对于玻璃板块 25 倍 PE 仍处于低估状态，维持“推荐”评级。

(2) 南玻 A (000012.SZ): 浮法玻璃、光伏玻璃、电子玻璃齐头并进，高成长可期

公司是国内浮法玻璃龙头企业之一，拥有 10 条浮法玻璃原片生产线、2 条光伏玻璃生产线和 12 条光伏玻璃深加工生产线。公司年产 247 万吨浮法玻璃原片，能充分受益浮法玻璃高景气带来的高收益。

公司电子玻璃业务持续发展。2020 年，公司高铝二代电子玻璃实现批量销售，部分性能指标达到国际先进水平。同时高铝三代产品也在实验室研制成功，性能可对标国际品牌新一代

拳头产品。目前公司电子玻璃产品已实现从高铝三代到中铝、钠钙，高中低端各类应用场景全覆盖，形成更加稳固的市场竞争基础。

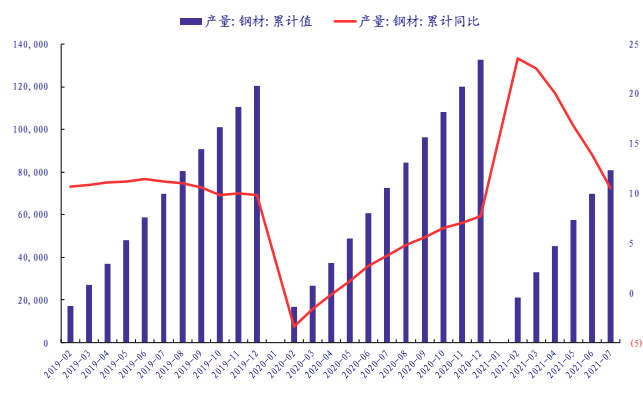
预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.89/1.08/1.28 元，同比增幅 240%/21%/18%，对应 PE 为 13/11/9 倍。相对于玻璃板块 25 倍 PE 仍处于低估状态，维持“推荐”评级。

## 四、钢铁：“金九”带动需求回暖，钢价有支撑

### （一）钢材市场量价齐升，钢企中报业绩向好

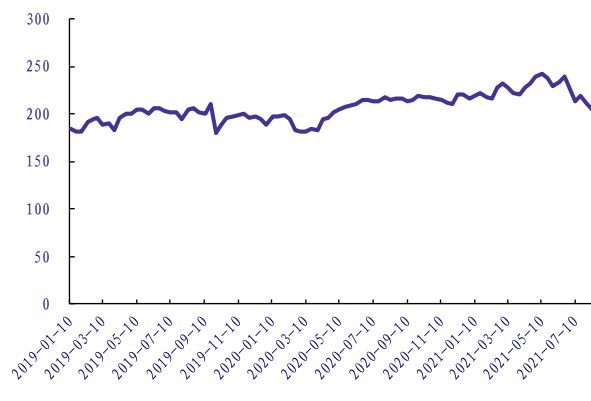
在宏观经济逐渐复苏、吨钢盈利向好、置换产能投产等多重因素下，2021 年 1-7 月我国粗钢产量同比增长 8% 达 6.49 亿吨。进入七月以来，压降粗钢产量政策落地逐渐明晰，全国粗钢产量进入下降趋势，七月全国粗钢产量 8679.0 万吨、同比下降 8.40%，日产 279.97 万吨/日、环比下降 10.53%；生铁 7285.0 万吨、同比下降 8.90%，日产 235.00 万吨/日、环比下降 6.97%。8 月下旬中钢协统计重点钢企粗钢日均产量 205.27 万吨，环比下降 3.99%，同比下降 4.98%。

图表 49 国内钢材累计产量及同比（万吨/%）



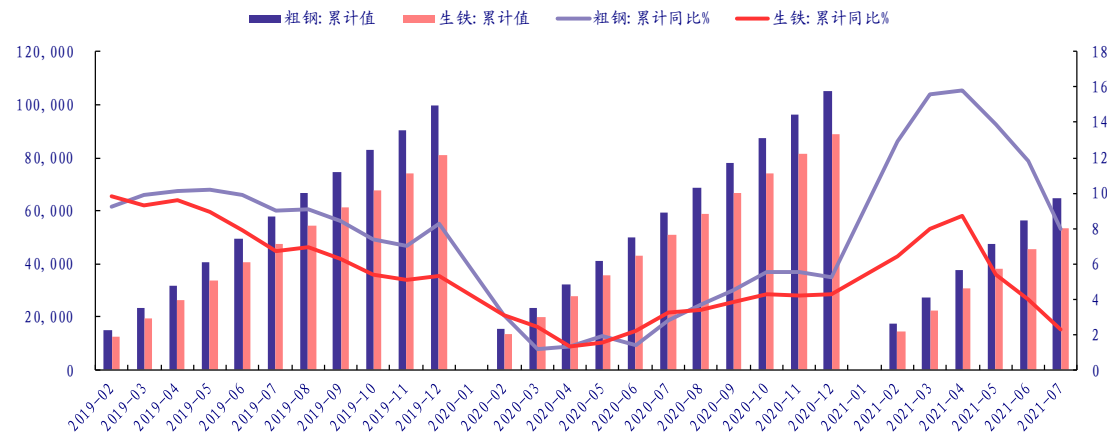
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图表 50 重点钢企日均粗钢产量（万吨/日）



资料来源：中国钢铁工业协会，中国银河证券研究院

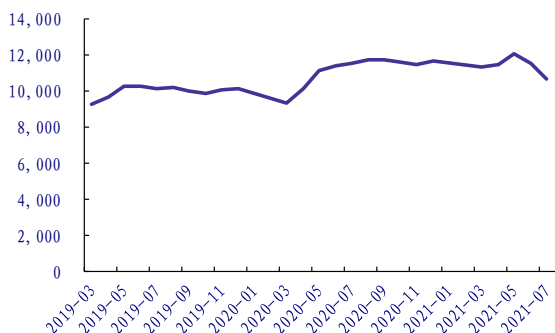
图表 51 粗钢、生铁累计产量及同比（万吨/%）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

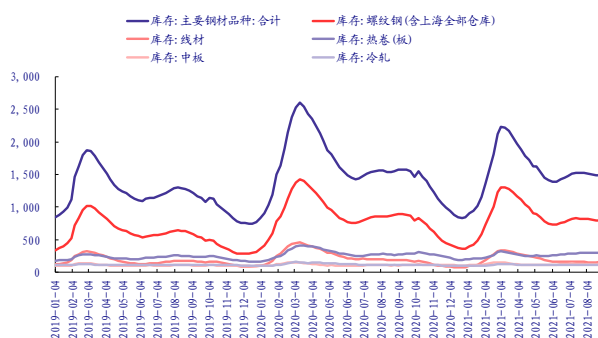
在宏观经济持续修复的带动下，上半年整体需求复苏稳定，2021年3-6月国内钢材周均表观消费量为1133万吨，同比增长2.6%，较2019年同期增长3.9%（剔除疫情影响）。7月受梅雨季节及疫情反复的影响，需求增速有所下降，表观消费量同比减少7.75%。8月末伴随“金九”需求旺季来临，五大品种周消费量进入连续三周上升态势，Mysteel数据显示，截至2021年9月9日，五大品种周消费量增至1070.6万吨，高于去年年均消费40.09万吨，增幅3.07%。消费量拉动去库存提速，钢材整体库存连续五周下降，前期厂库有小幅增长，后期厂库前移库存回落、社库在需求拉动下持续下降。

图表 52 钢材表观消费量（万吨）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

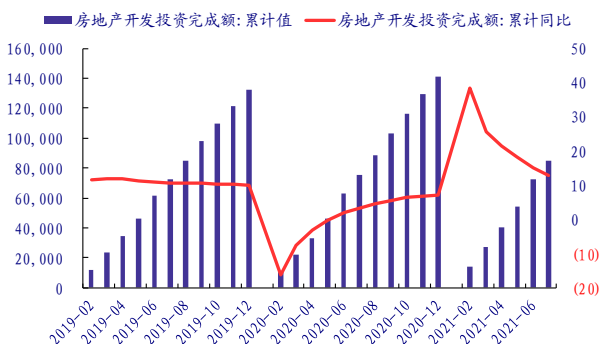
图表 53 主要钢材品种库存情况（万吨）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

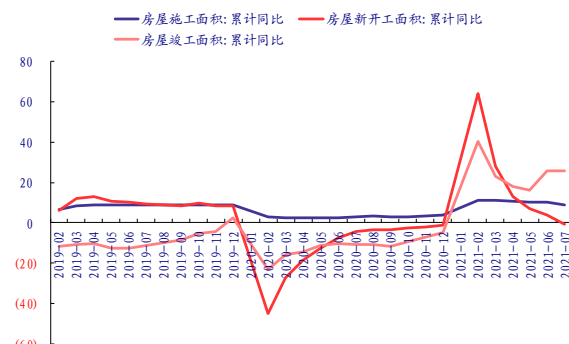
房地产方面，国家统计局数据显示今年1-7月，全国房地产开发投资额8.5万亿，同比增长12.7%，比2019年同期增长16.6%，增速连续收窄但仍处于历史高位。房地产开发企业房屋施工面积891880万平方米，同比增长9%；房屋新开工面积118948万平方米，减少0.9%；房屋竣工面积41782.25万平方米，增长25.7%，国内房屋施工、新开工和竣工面积同比增速均有所放缓。根据银河房地产研究团队的测算，受政策调控影响，8月国内房地产市场销售同、环比均大幅下降，行业销售拐点已经确立，开始进入负增长区间。尽管新开工面积持续下降，但进入九月传统旺季，钢材需求总体呈现季节性增长态势。

图表 54 中国房地产开发投资完成额及同比（亿元/%）



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图表 55 国内房地产施工新开工、竣工面积同比增速（%）

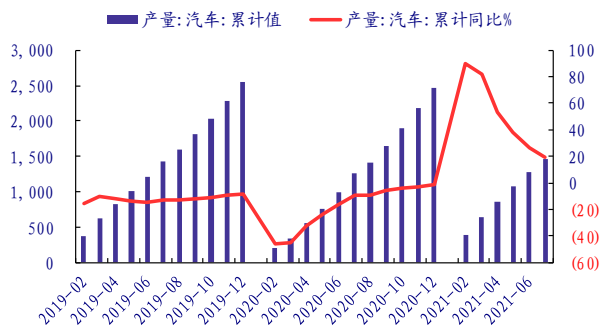


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

汽车方面，2021年1-7月国内汽车产量增速放缓，国家统计局数据显示，上半年全国累计生产汽车1459万辆，同比增长18.9%，好于去年同期水平；较2019年同期增加1.7%，略好于2019年同期水平。1-7月新能源车市场产量157万辆，同比增长194.9%，超过去年全年产

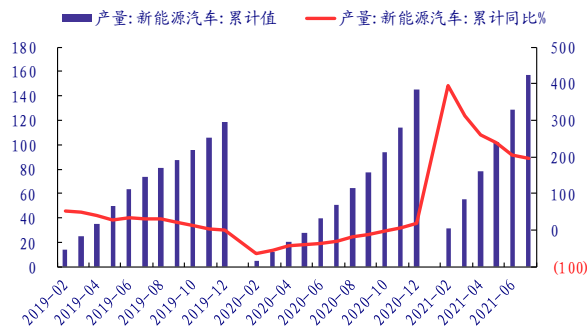
量。根据银河汽车团队统计，7月国内新能源零售渗透率为14.8%，环比+0.7pct，新能源车高景气有望持续，预计利好板材市场。

图表 56 国内汽车累计产量及同比（万辆/%）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

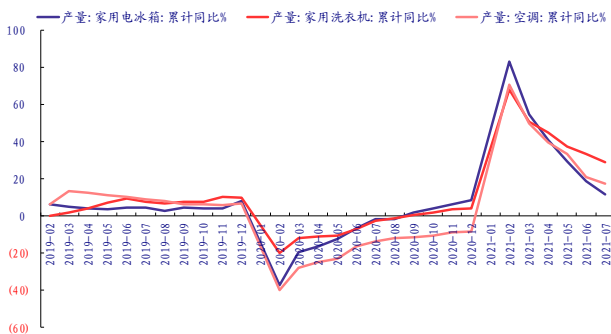
图表 57 新能源汽车累计产量及同比（万辆/%）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

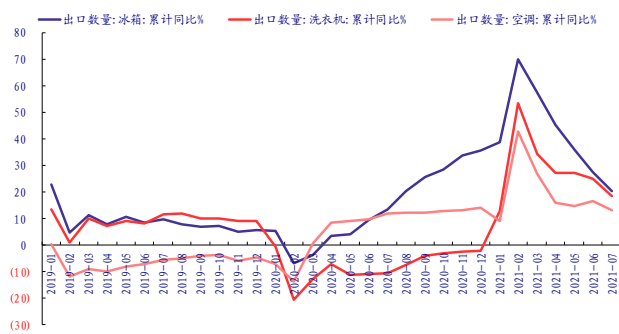
家电方面，国家统计局数据显示2021年1-7月主要钢材需求家电产量及同比增速均冲高回落。家用电冰箱、家用洗衣机和空调总产量分别为5177万台、4918万台及13769万台，同比分别增加11.3%、29%及17.3%。2021年1-7月冰箱、洗衣机、空调出口数量同比增速分别为20.2%、18.4%和13.1%。进入2021年，三种家电产量、出口量增幅在趋势上均有所回落，整体维持增长，钢价维持高位震荡或对家电用钢需求带来一定抑制作用。

图表 58 国内各类家电产量同比增速（%）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

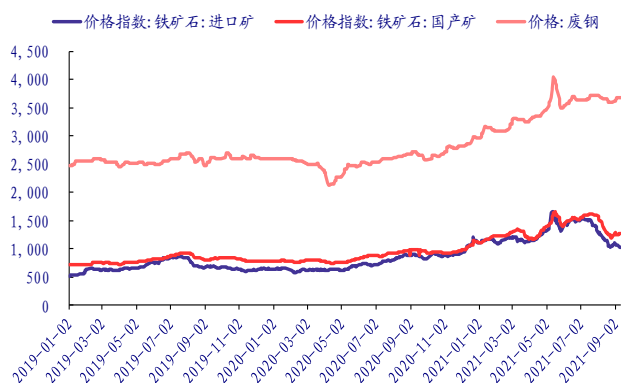
图表 59 中国各类家电出口同比增速（%）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

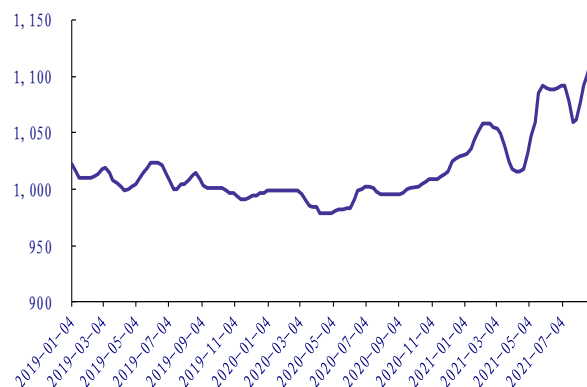
上半年钢材价格上行，吨钢盈利能力较强，钢企生产积极性随之提升。下半年铁矿石价格走弱、煤炭价格走强，在钢铁限产预期较高、行业供给预期偏紧的情绪影响下钢价具备较强支撑，吨钢盈利能力有韧性。产能释放叠加吨钢盈利扩张，钢铁企业上半年盈利获得大幅提升。在36家钢铁板块上市公司中，有30家取得上半年净利润同比上涨的成绩，其中涨幅最大的是包钢股份，2021H1净利润达27.64亿元，同比增长近32倍。

图表 60 铁矿石、废钢价格 (元/吨)



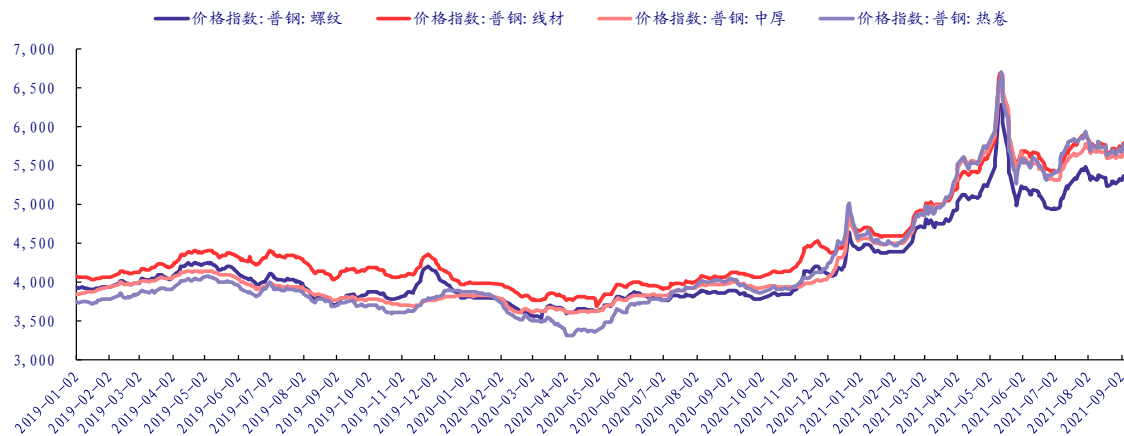
资料来源: Wind, 西本新干线, 中国银河证券研究院

图表 61 山西二级冶金焦价格指数 (点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表 62 国内主要钢材价格走势 (元/吨)

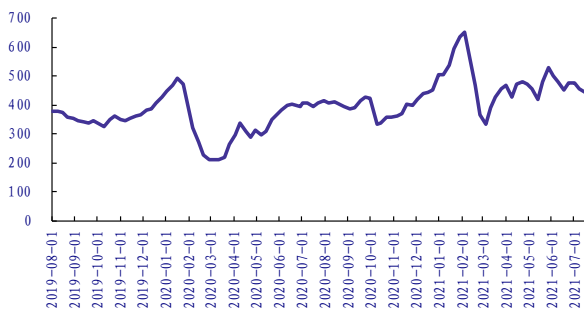


资料来源: Wind, 国银河证券研究院

## (二) “碳中和” 利好短流程，废钢发展可期

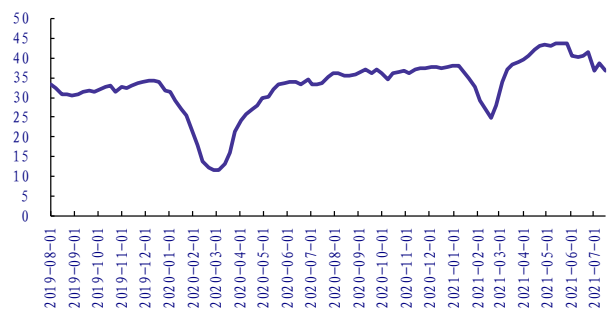
2020 年我国粗钢产量中高炉钢约占 90%，纯电炉钢则仅占 10%，与全球电炉钢平均水平 33%、美国等发达国家 70%相比均有较大差距。根据测算，生产 1 吨高炉钢需排放 2 吨二氧化碳，而生产 1 吨纯电炉钢仅排放 600 千克二氧化碳，碳排放差量约为 2/3，使用全废钢电炉短流程具有显著减排优势。电炉钢使用的废钢是可以无限循环使用的绿色载能资源，是目前唯一可逐步替代铁矿石的优质炼钢原料。2021 上半年全国废钢消耗量 13972 万吨，同比增加 4594 万吨，增幅 48.99%，废钢使用率提升显著。国家发改委 7 月 1 日发布《“十四五”循环经济发展规划》，提出到 2025 年废钢利用量将达到 3.2 亿吨。国际回收局统计数据 displays，近 50 年全球粗钢产量的 40%来源于废钢；根据中国废钢铁应用协会预测，废钢资源量每年增加约 1000-1500 万吨，在环保限产和碳排放交易上市的叠加作用下，看好废钢市场价格。

图表 63 全国钢厂废钢日耗 (万吨)



资料来源: 富宝资讯, 中国银河证券研究院

图表 64 全国钢厂废钢库存 (万吨)



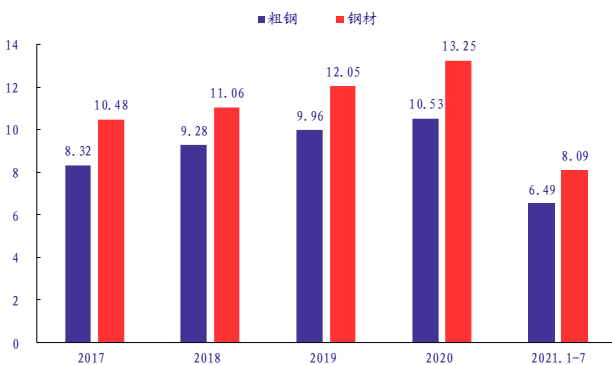
资料来源: 富宝资讯, Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 供需紧平衡, 钢价有支撑

钢铁行业是全球范围内工业领域碳排放的重点行业, 是中国碳排放量最高的制造行业, 碳排放量占全球的 7%, 能源消费量占全球的 8% 左右, 在降碳减排方面身负重任。中国粗钢、钢材产量常居世界前列, 2021 年上半年, 中国粗钢产量 5.6 亿吨, 占全球粗钢产量的 56%。我国钢铁行业碳排放量占全球钢铁碳排放总量的 60% 以上, 占全国碳排放总量的 15% 左右, 是 31 个制造业门类中碳排放量最大的行业。

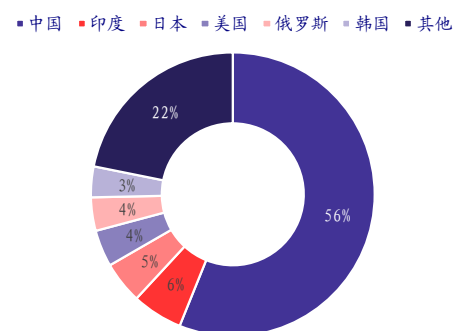
钢铁行业积极响应“碳中和”政策。2020 年我国有近 300 家钢铁企业实现了 6.2 亿吨粗钢产能的污染物排放标准的环保改造。目前我国钢铁行业吨钢综合能耗从 2005 年末的 694 千克标煤降至 545 千克标煤, 节能减排效果显著。根据 2020 年全国粗钢产量 10.53 亿吨测算, 2020 年中国黑色金属压延及加工业综合能耗约 5.7 亿吨标煤, 占全国能源消费总量 (合 49.8 亿吨标煤) 的 11.45%。

图表 65 中国粗钢、钢材产量 (亿吨)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图表 66 2021H1 世界粗钢产量占比



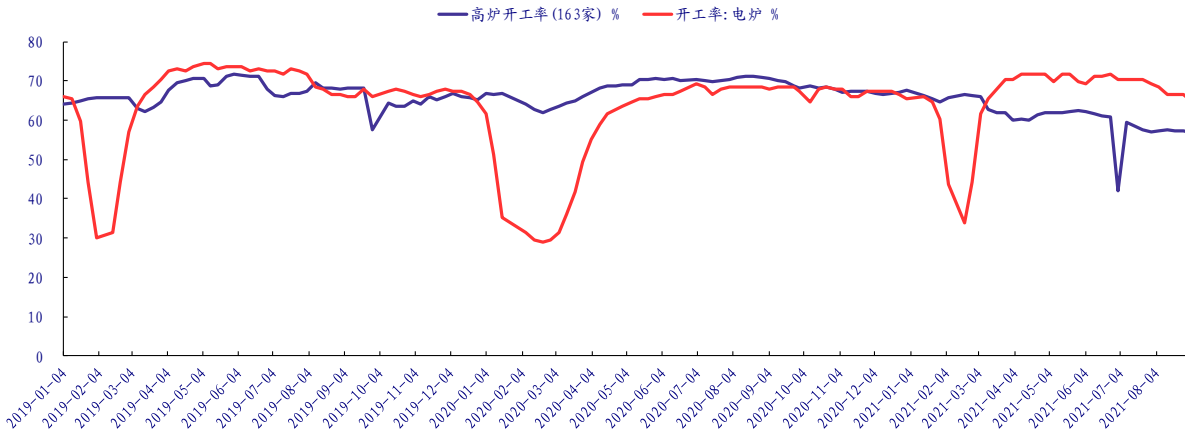
资料来源: 世界钢铁协会, 中国银河证券研究院

由于环保督察组入住及环保政策影响, 钢企生产积极性相对收敛。截至 2021 年 9 月 10 日, 全国 163 家钢企高炉开工率较上年同期下降 19.5%, 电炉开工率下降 6.6%。自今年 6 月 1 日起, 工信部《钢铁行业产能置换实施办法》开始实行, 新办法对于产能置换的要求较以往更为严格, 比如严格限制钢企产能, 对大气污染防治重点区域要严禁增加钢铁产能总量, 未完成钢铁产能总量控制目标的省 (区、市), 不得接受其他地区出让的钢铁产能。长江经济带地区



禁止在合规园区外新建、扩建钢铁冶炼项目。碳中和背景下发改委、工信部均就粗钢压产提出明确要求，上半年粗钢产量同比涨幅较大，下半年产量压减面临较高的要求，供给端预计持续承压，对钢材价格形成有力支撑。

图表 67 高炉、电炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 国银河证券研究院

#### (四) 投资建议

长期来看，限制粗钢产能、产量对于收紧市场供给、提升企业环保、经营、生产水平、出清行业落后产能等方面具有较大意义；针对大宗商品价格进行调控以及取消部分钢铁产品出口退税亦利于钢铁市场稳定价格从而利好行业持续健康发展。四季度粗钢减产任务严峻，多地减产政策逐步兑现，预计供给将进一步收缩，我们认为钢价具有较强韧性。在“碳中和”政策的持续推进下，行业集中度或将提升，主要钢企盈利能力仍有保障。在整体宏观经济复苏和碳中和的大背景下，建议关注环保技术优、控本能力强的龙头钢企和具备国产替代、产品升级属性的成长性企业。推荐宝钢股份(600019.SH)、华菱钢铁(000932.SZ)、永兴材料(002756.SZ)、中信特钢(000708.SZ)。

### 五、煤炭：供需持续偏紧，煤价强势上涨

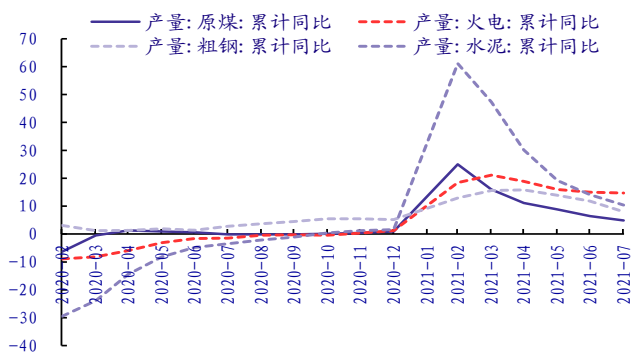
#### (一) 需求超预期增长，供给受限

需求方面，2021年1-7月火电、粗钢、水泥产量累计同比增长14.7%、8%、10.4%，供给方面，1-7月份国内原煤产量累计同比增长4.9%，进口量同比下降15.2%。在今年6月份进入迎峰度夏旺季以来，水电出力不足，6、7月份火电产量单月同比增速为10.1%/12.7%，而水电同比下降5.6%/4.3%。受淡季及环保限产因素影响，粗钢及水泥产品产量6、7月份有小幅下滑，但原煤供给端也呈现缩量，6、7月份原煤产量同比下降5%/3.3%。

8月份之后，发改委针对大宗商品尤其是煤炭行业的增产保供措施发布频率加快，力度不断提高。但是煤矿产能的核增需要较长周期不能一蹴而就，同时受矿难、疫情、天气等因素影响，国内煤矿产量释放幅度非常有限，进口端也难以形成有效补给，8月份进口量环比下降7%。

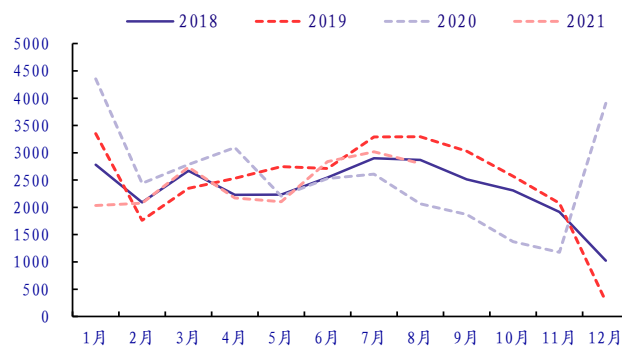
且煤炭当前各环节库存处于历史低位，煤炭供需紧张的格局难以实质性扭转，预计未来双碳背景下，供给较难有明显增量，叠加需求旺盛，行业进入高景气周期加速期，煤价有望稳定在较高水平。

图表 68 2020 至今原煤、火电、粗钢、水泥产量累计同比



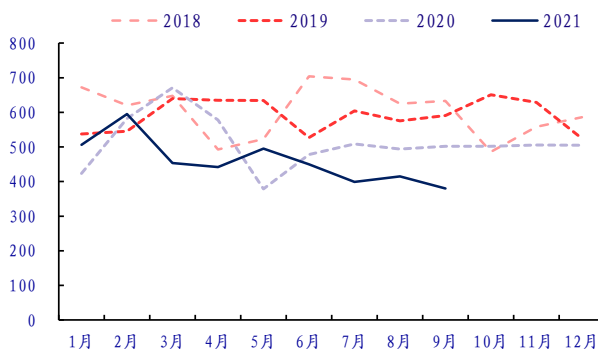
资料来源: wind, 煤炭工业协会, 中国银河证券研究院

图表 69 2018-2021 年各月份进口煤量 (万吨)



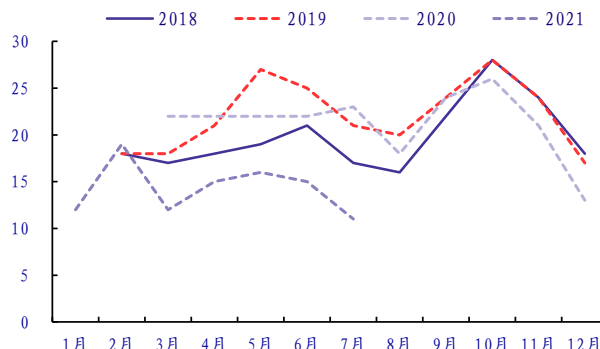
资料来源: wind, 海关总署, 中国银河证券研究院

图表 70 秦皇岛港煤炭库存情况 (万吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表 71 全国重点电厂存煤可用天数 (天)

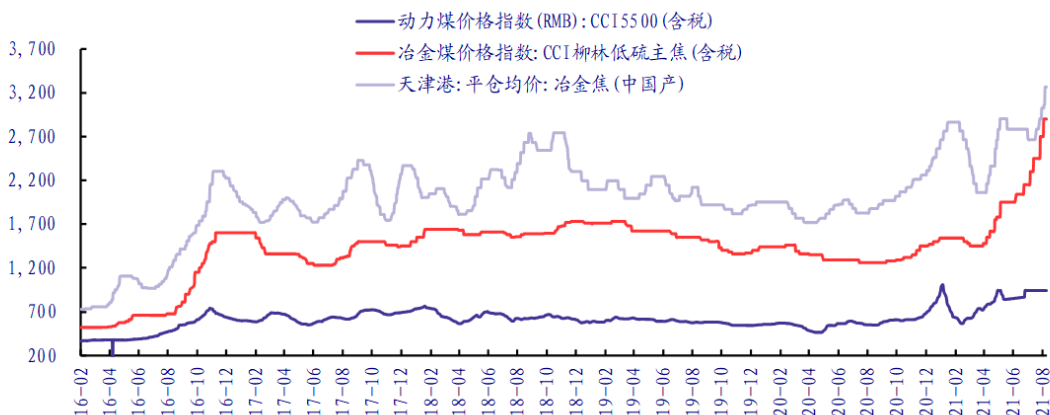


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 供需紧张推动煤价强势上涨，中枢逐季抬升

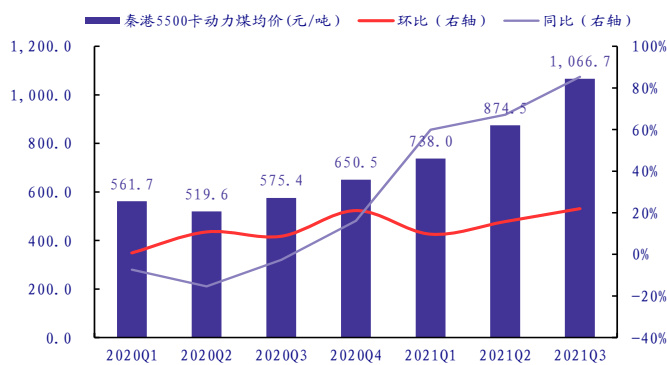
供给侧改革完成至疫情之间，动力煤价基本平稳波动，2020 下半年受需求快速回升及阶段性供给不足（内蒙反腐）影响，价格出现剧烈波动，在 2021 年初升至历史高位后快速回落，当前又逐步攀升至历史高位。观察不同煤种的价格走势，动力煤的价格相对焦煤更加平稳，我们认为，动力煤价的涨跌，除供给侧改革带来的产能大幅收缩之外，主要是通过需求端发电量的变化来反映整个经济趋势的变化。动力煤的价格长期波动，一定程度决定了焦煤、焦炭的价格走势，而焦煤、焦炭价格的涨跌，可以更敏感的反映出当期的供求关系，可以相对动力煤的变化走出独立行情。

图表 72 2016 年至今动力煤、炼焦煤、焦炭主要品种价格走势



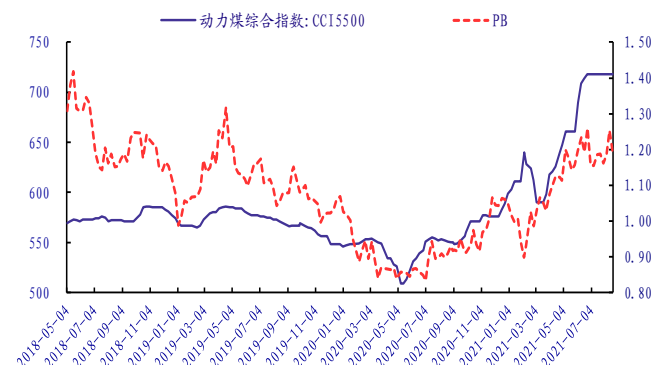
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表 73 2021Q1\Q2\Q3 动力煤价同比环比均涨幅较高



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表 74 过去 3 年煤价指数与煤炭板块 PB 综合走势图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 我们对四季度煤价的判断:

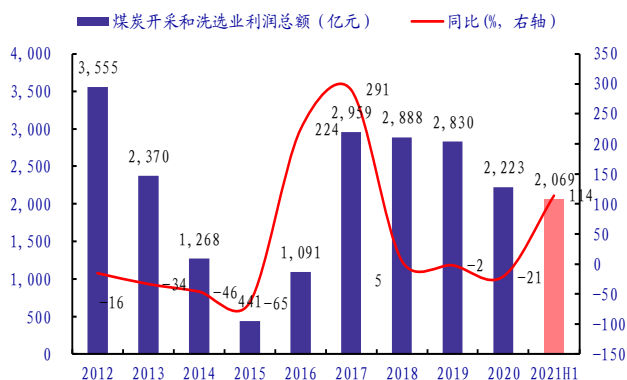
需求: 进入冬储用煤旺季, 电煤需求保持相对高位, 补库需求旺盛, 下游钢铁、建材产量维持高位拉动煤炭需求增长; 供应: 预计增产保供政策将陆续显效, 但同时安监环保压力将制约煤炭产能释放, 增长幅度有限; 煤价: 煤价整体均价高于 2020 年, 预计三四季度仍持续走高, 价格下跌空间有限, 支撑较强。

### (三) 煤价同比走强, 行业整体利润显著提高

2021 年上半年, 煤价走势呈现“N 型”, 1 月份一度突破千元。2 月份降至 570 元/吨左右。3 月之后, 随着工业复苏, 煤价重新进入上升通道, 5 月达到 970 元之后又受政策影响回落至 840 元, 当前在供需紧张格局下, 再次反弹至高位突破 1000 元并创新高。

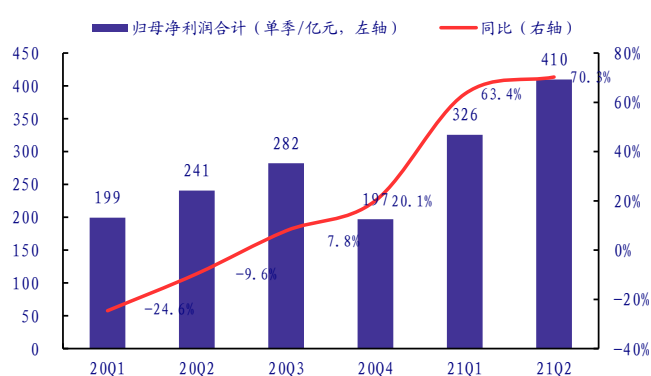
2021 年前半年, 煤炭行业累计实现利润总额 2069 亿元, 同比增长 114%, 行业亏损面也较 2020 年同期下降 7 个百分点, 主要原因是受煤价上涨的驱动。前半年的利润总额已经接近 2020 年全年, 预计三四季度煤价维持高位, 全年利润有望翻番。

图表 75 规模以上煤企利润总额及同比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表 76 煤企上市公司盈利逐季增长



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

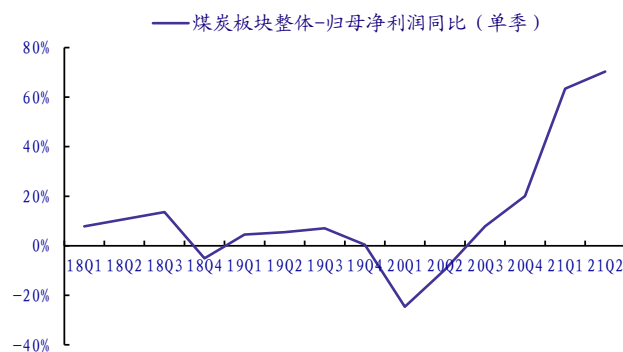
行业亏损面呈现下降趋势: 煤炭行业亏损面从 2020 年 6 月的 39.9% 下降至 2021 年 6 月的 32.8%, 呈现下降趋势, 盈利能力好转。从基本面来看, 受价格上涨推动, 上市煤炭板块整体 Q2 单季利润创历史新高。

图表 77 煤炭行业亏损面呈下降趋势



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图表 78 煤炭板块整体-归母净利润同比 (单季)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

#### (四) 中报业绩靓丽, 超过八成公司中期业绩同比增长

二季度煤价继续超预期上涨, 市场煤价改善显著, 推动上市公司业绩大幅改善。煤炭板块 36 家上市公司, 31 家实现了业绩同比增长, 同比实现增长超过 100% 的公司有 18 家。主要原因: 1) 去年同期基数较低; 2) 煤炭价格涨幅较多。

2021Q2, 业绩环比上涨在 10%-30% 之间的公司有中国神华、盘江股份、永泰能源、中煤能源、山西焦煤、淮北矿业等;

2021Q2, 业绩环比上涨在 30%-200% 之间的公司有新集能源、陕西煤业、华阳股份、山煤国际、兖州煤业、晋控煤业、冀中能源等。

图表 79 煤炭上市公司 2021H1 业绩表现 (按 H1 归母净利润增速同比排序)

证券代码	证券简称	归母净利润 (亿元)					
		2020H1	2021H1	2021Q1	2021Q2	2021H1 同比	2021Q2 环比
600408.SH	ST 安泰	0.1	4.4	2.6	1.9	6229.2%	-26.5%
000723.SZ	美锦能源	0.6	12.5	6.4	6.1	1850.2%	-3.8%
601918.SH	新集能源	0.9	11.5	4.9	6.7	1123.5%	37.9%
601015.SH	陕西黑猫	(0.9)	8.4	5.2	3.1	1010.0%	-40.4%
601011.SH	宝泰隆	0.1	0.8	0.4	0.4	645.3%	-12.8%
601101.SH	昊华能源	0.9	6.3	1.7	4.6	570.2%	167.6%
600792.SH	云煤能源	(0.3)	1.1	0.5	0.6	538.7%	15.9%
600123.SH	兰花科创	1.5	6.9	2.3	4.7	374.4%	106.4%
600157.SH	永泰能源	1.0	4.5	2.1	2.5	344.2%	18.2%
601898.SH	中煤能源	23.1	75.9	35.1	40.8	228.5%	16.2%
601001.SH	晋控煤业	4.4	13.6	5.1	8.6	209.3%	69.6%
600740.SH	山西焦化	4.5	13.8	4.5	9.2	206.2%	104.6%
601699.SH	潞安环能	11.7	33.3	15.9	17.4	184.8%	9.7%
600121.SH	郑州煤电	(3.1)	1.1	(0.3)	1.4	136.0%	550.2%
600403.SH	ST 大有	1.1	2.3	1.3	1.0	119.1%	-27.8%
000780.SZ	ST 平能	(1.6)	(3.5)	(1.1)	(2.4)	118.8%	120.8%
603113.SH	金能科技	4.3	9.2	4.8	4.5	115.1%	-5.8%
600997.SH	开滦股份	5.6	11.3	6.1	5.2	103.1%	-13.7%
600546.SH	山煤国际	4.5	8.5	3.2	5.3	90.0%	65.3%
000983.SZ	山西焦煤	10.8	19.4	9.1	10.3	79.3%	13.7%
601225.SH	陕西煤业	49.9	82.9	33.7	49.1	66.2%	45.8%
600348.SH	华阳股份	7.2	11.5	4.6	6.9	59.8%	49.2%
600985.SH	淮北矿业	16.6	25.2	11.9	13.2	51.7%	11.0%
601666.SH	平煤股份	7.1	10.6	5.4	5.1	49.6%	-5.7%
600395.SH	盘江股份	3.4	4.6	2.1	2.5	34.4%	22.8%
600188.SH	兖州煤业	46.0	60.4	22.5	37.9	31.3%	68.4%
002128.SZ	露天煤业	14.1	18.3	10.1	8.2	29.6%	-19.0%
600971.SH	恒源煤电	3.9	4.9	2.5	2.5	26.7%	-0.9%
601088.SH	中国神华	206.6	260.3	116.1	144.2	26.0%	24.1%
000937.SZ	冀中能源	6.1	6.6	1.6	5.0	7.6%	209.8%
000552.SZ	靖远煤电	2.8	2.9	1.6	1.3	3.6%	-21.5%
600575.SH	淮河能源	2.9	2.7	1.8	1.0	-6.7%	-45.7%
600508.SH	上海能源	4.7	4.4	1.9	2.5	-7.4%	27.8%
600397.SH	安源煤业	(0.8)	(0.6)	(0.2)	(0.4)	-24.9%	79.7%
600725.SH	云维股份	0.1	0.1	0.0	0.0	-36.4%	12.3%
600758.SH	辽宁能源	(1.9)	(0.5)	0.4	(0.9)	-72.7%	-336.3%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院预测

## （五）投资建议

动力煤方面，产地供应略有好转，价格方面，近日陕西榆林多矿积极响应保供稳价政策，主动下调中标各煤种价格 20-30 元/吨，开展“抑制煤炭价格百日行动”，政策调控压力下，内蒙多家大型煤企也开始陆续降价。需求端，当前虽然处于传统淡季，但工业需求良好，下游日耗位于高位。未来预计随着气温持续回落，火电用煤压力将略降，但是，电厂马上面临冬储补库存，电厂库存当前处于极低位置，截至目前，全国重点电厂存煤 5146 万吨，存煤可用天数 10.4 天；沿海八省电厂存煤 2252 万吨，可用天数 10.2 天。去年同期可用天数是在 30 天左右水平，补库刚性需求迫在眉睫。库存方面，各环节煤炭库存环比、同比均有所下降，全社会煤炭库存量总体偏低。而临近国庆，国庆之后大秦线即将检修，市场波动将会加剧，当前发改委也督促电厂抓紧时间补库，预计动力煤价将维持高位震荡。

炼焦煤方面，山西多地安监及环保检查趋严，煤矿禁止超产，产能释放困难，产地供应小幅下降，煤企库存持续下降，进口焦煤受蒙古口岸关停扰动补给作用非常有限，总体供给仍偏紧；需求端，钢企焦企采购积极性仍较高，成材价格高位向上，钢企利润有所恢复，提升对原材料价格的接受程度，焦炭价格持续提涨也支撑焦煤价格易涨难跌。

焦炭方面，焦企销售情况良好，厂内库存仍处低位，山东地区焦企限产严格，供给缩量明显，需求端，下游钢厂因压降粗钢产量要求，焦炭需求缓慢下降，需关注未来各地区压减粗钢产量政策的落实情况。

双碳背景下，传统能源企业面临行业供给整体收缩的格局，下游需求旺盛，持续性较强，并且呈现全球性趋势，国际能源署预测 2021 年世界煤炭需求量强劲反弹，同比增 4.5%，供给也呈现恢复性增长，目前全球三大动力煤价格指数已创新高。在全球供需紧平衡的大背景下，煤炭行业处于新周期的加速阶段，叠加近期多地区研究完善分时电价政策，电价机制改革不断推进，有利于煤炭行业获得更加广阔的发展空间。龙头煤企具有不容忽视的成长性，将获得盈利估值双提升。重点推荐：国企改革步伐加速、成长性可期的焦煤行业龙头公司山西焦煤（000983.SZ）；煤电一体化运营的龙头股中国神华（601088.SH）以及资源禀赋优越，成长性良好的陕西煤业（601225.SH）。

## 六、风险提示

环保：政策力度不及预期的风险；项目进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司经营发生合规问题的风险。

建材：原材料价格上行风险；下游需求不及预期风险；新产品拓展不及预期风险。

钢铁：宏观经济复苏不及预期的风险；原料价格大幅波动风险；下游需求不及预期风险。

煤炭：煤炭价格大幅下跌的风险；行业内国企改革不及预期的风险；以及产能投放力度低于预期的风险等。

## 图 表 目 录

图表 1 2021 年中国国家层面有关碳达峰、碳中和重大决策部署	2
图表 2 1990-2018 年中国能源供应结构/KTOE	2
图表 3 1985-2019 年我国电力供应结构/千瓦时	2
图表 4 1990-2018 年我国 CO2 排放量（按行业分）/亿吨	3
图表 5 中国能源结构变化预测（2020-2060E）	3
图表 6 1998-2060E 中国森林积蓄量与森林覆盖率	3
图表 7 二氧化碳的几种储存技术	3
图表 8 2021 年以来发布的有关资源循环再生的相关政策	4
图表 9 2014-2019 年我国再生资源回收总量变化情况	4
图表 10 2019 年我国主要品种再生资源回收量及占比情况	4
图表 11 2011-2019 年全国危废产生量	5
图表 12 2011-2019 年全国危废持证单位处置情况	5
图表 13 危废资源化利用与处置的部分相关政策	5
图表 14 危废资源化利用和处理处置技术体系功能和关系框架	6
图表 15 2019 年大、中城市工业危废利用、处置、贮存情况	6
图表 16 2009-2019 年全球塑料产量	7
图表 17 塑料循环利用模式	7
图表 18 2008-2019 年中国进口废塑料量	7
图表 19 中国废塑料回收情况	7
图表 20 环保上市公司营业收入与净利润变化	8
图表 21 2021H1 环保细分领域营收与净利润增速	8
图表 22 环保上市公司毛利率与净利率	8
图表 23 2020 年环保细分领域企业毛利率与净利率	8
图表 24 关键财务指标及预测（高能环境）	9
图表 25 关键财务指标及预测（浙富控股）	10
图表 26 关键财务指标及预测（英科再生）	11
图表 27 建材行业各子行业碳排放量（2020 年）	12
图表 28 建材行业各子行业碳排放量占比（2020 年）	12
图表 29 各地区能耗双控举措	12
图表 30 水泥产量及累计同比	13
图表 31 水泥价格走势（元/吨）	13
图表 32 建筑全过程能耗（2018）	14
图表 33 建筑全过程碳排放（2018）	14
图表 34 我国城镇化率（2011-2035）	14
图表 35 城镇化空间演进趋势	14
图表 36 消费建材龙头市占率情况	15
图表 37 玻纤缠绕直接纱 2400tex 市场价（元/吨）	16
图表 38 玻纤电子纱（G75）市场价（元/吨）	16
图表 39 玻纤行业主营业务收入及利润增速（%）	16
图表 40 中国玻璃纤维纱产量及同比增速	16

图表 41 玻纤下游应用领域需求占比 .....	16
图表 42 不同应用领域的具体应用场景 .....	16
图表 43 房屋竣工面积及同比 .....	17
图表 44 玻璃产量同比 .....	17
图表 45 浮法玻璃价格 (元/吨) .....	17
图表 46 浮法玻璃库存 (万重量箱) .....	17
图表 47 光伏玻璃价格 (元/m <sup>2</sup> , 3.2mm 镀膜) .....	18
图表 48 我国电子玻璃基板市场规模 (亿元) .....	18
图表 49 国内钢材累计产量及同比 (万吨/%) .....	19
图表 50 重点钢企日均粗钢产量 (万吨/日) .....	19
图表 51 粗钢、生铁累计产量及同比 (万吨/%) .....	19
图表 52 钢材表观消费量 (万吨) .....	20
图表 53 主要钢材品种库存情况 (万吨) .....	20
图表 54 中国房地产开发投资完成额及同比 (亿元/%) .....	20
图表 55 国内房地产施工新开工、竣工面积同比增速 (%) .....	20
图表 56 国内汽车累计产量及同比 (万辆/%) .....	21
图表 57 新能源汽车累计产量及同比 (万辆/%) .....	21
图表 58 国内各类家电产量同比增速 (%) .....	21
图表 59 中国各类家电出口同比增速 (%) .....	21
图表 60 铁矿石、废钢价格 (元/吨) .....	22
图表 61 山西二级冶金焦价格指数 (点) .....	22
图表 62 国内主要钢材价格走势 (元/吨) .....	22
图表 63 全国钢厂废钢日耗 (万吨) .....	23
图表 64 全国钢厂废钢库存 (万吨) .....	23
图表 65 中国粗钢、钢材产量 (亿吨) .....	23
图表 66 2021H1 世界粗钢产量占比 .....	23
图表 67 高炉、电炉开工率 (%) .....	24
图表 68 2020 至今原煤、火电、粗钢、水泥产量累计同比 .....	25
图表 69 2018-2021 年各月份进口煤量 (万吨) .....	25
图表 70 秦皇岛港煤炭库存情况 (万吨) .....	25
图表 71 全国重点电厂存煤可用天数 (天) .....	25
图表 72 2016 年至今动力煤、炼焦煤、焦炭主要品种价格走势 .....	25
图表 73 2021Q1\Q2\Q3 动力煤价同比环比均涨幅较高 .....	26
图表 74 过去 3 年煤价指数与煤炭板块 PB 综合走势图 .....	26
图表 75 规模以上煤企利润总额及同比 .....	27
图表 76 煤企上市公司盈利逐季增长 .....	27
图表 77 煤炭行业亏损面呈下降趋势 .....	27
图表 78 煤炭板块整体-归母净利润同比 (单季) .....	27



## 分析师承诺及简介

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

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

王婷，**建材行业分析师**，武汉大学经济学硕士。2019年开始从事建材行业研究，擅长行业分析以及自上而下优选个股。

潘玮，**煤炭行业分析师**，清华大学管理学硕士、金融学学士。2008年进入银河证券研究部，曾获新财富、东方财富、金融界等多个分析师评选奖项。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

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

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

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn