

公用事业及环保产业行业研究

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业 S1130519040001） 联系人：张君昊
xujunyi@gjzq.com.cn zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：唐执敬
tangzhijing@gjzq.com.cn

联系人：汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

水火核业绩兑现良好，绿电绩效增速承压

投资逻辑

■ 细分行业看：各行业 2023 年&1Q24 业绩表现较为分化。

（1）火电：低基数效应+宏观经济复苏，火电需求同比高增。需求端看，4Q23、1Q24 均受低基数影响，叠加宏观经济持续复苏，用电量持续高增；供给端看，4Q23、1Q24 水电处在枯水期，且可再生能源出力不足，火电承担保供责任，发电量同比分别高增 7.3%、7.2%。目前火电企业成本构成仍然以燃料成本为主、业绩对煤价变动的敏感性高，且电价下调滞后于市场煤价下行。综上，板块业绩反弹持续兑现，2023、1Q24 行业归母净利润分别同比+610.6%、+102.4%。

（2）新能源：装机高增助发电量稳健增长，但资源偏弱+电价折价使利润增长承压。23 年/1Q24 风光利用小时数均同比下行（除 23 年风电利用小时数同比微增 0.2%），而 23 年风/光累计装机分别同比+20.7%/+55.2%、驱动风/光发电量分别同比+17.8%/+28.4%，1Q24 装机高增长继续拉动风/光发电量分别同比+16.3%/+27.9%。而受到自然资源转弱影响发电效率和电价折价的影响，2023 年绿电发电归母净利润同比+8.7%、增幅收窄；1Q24 行业归母净利润同比由正转负。

（3）水电：2H23 来水改善但全年电量同比下降，电价上涨助业绩稳健增长。由于长江电力规模较大、其装机增长带来的发电量上行对行业趋势的影响较大，若剔除统计偏差，虽 23 年起各大水库蓄水情况好于上年同期，但实则行业发电量同比下行；而行业在电价增长的拉动下业绩实现稳健增长，23 年/1Q24 归母净利润分别同比+18.9%、+19.6%。

（4）环保：23 年业绩承压，1Q24 盈利能力修复。23 年下游需求复苏，但受地方财政压力影响，水务运营/固废处理归母净利润分别同比-13.5%/-8.5%。随着公共卫生事件影响消除、下游需求恢复，叠加运营类资产进入存量提质增效阶段、资本开支进入放缓期，1Q24 水务运营/固废治理/水处理净利率环比 23 年分别回升 2.5pct、3.8pct、3.2pct。

■ 细分主要标的看：分化格局更显竞争优势。

（1）火电：煤价中枢大幅下行，1Q24 火电兑现业绩弹性。以华电国际为例，公司在成本改善的利好下，1Q24 归母净利润 18.6 亿元、同比+64.2%，毛利率和净利率水平分别达到 8.4%/7.3%、分别环比+2.0pct/+3.2pct。

（2）绿电：23 年及 1Q24 风电运营商业绩受装机量、发电效率的影响而表现分化。如三峡能源 23 年风电装机量同比+195.5 万千瓦、利用小时同比+79 小时，带动营收、净利润分别同比+11%、+1%；中闽能源 23 年装机容量持平，公司福建陆风/海风利用小时数分别下行 17.5%、3.3%，因而营收、净利润同比分别-3%、-7%。

（3）核电：机组投产、运营情况为影响业绩的主要因素。例如，中国核电 23 年为装机空窗期，但公司进一步提升运营能力，在运机组能力因子提升至 93.3%（同比+0.1pct），驱动营收、归母净利润分别保持 5%、18%的稳健增长。

（4）水电：1Q24 来水仍偏枯、龙头水库发挥调节能力，市场化电价上浮以价补量。以长江电力为例，23 年入汛后来水改善、蓄水修复，虽 1Q24 三峡水库来水偏枯，但水库水位较高叠加电价上浮，驱动 1Q24 营收/归母分别+2%/+10%。

（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下游需求提升。以双良节能为例，公司“节能节水”与“光伏新能源”双轮驱动，1Q24 实现营收、归母净利润增长分别达 60%、57%，维持高增。

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浙能电力、华能国际；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+光伏制造双轮驱动的行业龙头双良节能（电新组覆盖）。

风险提示

新增装机容量不及预期；用电需求不及预期；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、23 年报及 24 年一季报概览	4
2、细分行业：各行业业绩 2023 年&1Q24 表现较为分化	5
2.1 火电板块：去年同期低基数+宏观经济复苏，1Q24 火电需求同比高增.....	5
2.2 新能源板块：装机高增助发电量稳健增长，但资源偏弱+电价折价使利润增长承压	8
2.3 水电板块：2H23 来水改善但全年电量同比下降，电价上涨助业绩实现增长.....	11
2.4 环保板块：23 年水务/固废运营类业绩承压，1Q24 水务盈利修复	13
3、细分主要标的： 分化格局更显竞争优势.....	15
4、投资建议.....	17
5、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 16~23 年全国发电总量及同比增速	4
图表 2： 18~1Q24 电力、环保行业营收（左轴）及同比增速（右轴）	4
图表 3： 18~1Q24 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： 1Q22-1Q24 火电发电量及同比、环比增速	6
图表 7： 4M19-4M24 山东滕州坑口煤价及秦皇岛平仓价走势	6
图表 8： 4M19-4M24 海外港口煤价走势	6
图表 9： 2018-2024 年火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）	7
图表 10： 2018-2023 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： 1Q18-1Q24 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： 1Q18-1Q24 火电行业毛利率及净利率	8
图表 14： 2018A-1Q24 火电行业销售、管理及研发费率	8
图表 15： 1Q18-1Q24 火电行业资产负债率和营收增速	8
图表 16： 1Q18-1Q24 火电行业现金流净额（亿元）	8
图表 17： 2022-1Q24 风电发电量及变化趋势	9
图表 18： 2022-1Q24 光伏发电量及变化趋势	9
图表 19： 2022-1Q24 新能源装机增量及变化趋势	9
图表 20： 2018-2023 新能源行业营收及同比增速（亿元，%）	10
图表 21： 2018-2023 新能源行业归母净利润及同比增速（亿元，%）	10

图表 22:	2018Q1-1Q24 新能源行业营收及同比增速 (亿元, %)	10
图表 23:	2018Q1-1Q24 新能源行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)	10
图表 24:	2018-1Q24 新能源行业毛利率及净利率	11
图表 25:	2018-1Q24 新能源行业销售、管理及研发费率	11
图表 26:	2018-1Q24 新能源行业资产负债率和营收增速	11
图表 27:	2018-2023 年新能源行业现金流净额 (亿元)	11
图表 28:	1Q22-1Q24 水电发电量及同比、环比增速	11
图表 29:	1Q22-1Q24 水电利用小时数	11
图表 30:	2018-2023 年水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %)	12
图表 31:	2018-2023 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:	1Q18-1Q24 水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %)	12
图表 33:	1Q18-1Q24 水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %)	12
图表 34:	1Q18-1Q24 水电行业毛利率及净利率	13
图表 35:	1Q18-1Q24 水电行业销售、管理及研发费率	13
图表 36:	1Q18-1Q24 水电行业资产负债率和营收增速	13
图表 37:	1Q18-1Q24 水电行业现金流净额 (亿元)	13
图表 38:	18-23 年环保细分行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	13
图表 39:	18-23 年环保细分行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	13
图表 40:	18~1Q24 环保细分行业毛利率	14
图表 41:	18~1Q24 环保细分行业净利率	14
图表 42:	18~1Q24 环保行业费率	14
图表 43:	18~1Q24 环保行业资产负债率及营收增速	14
图表 44:	17~23 年环保行业现金流净额 (亿元)	14
图表 45:	1Q24 火电公司营收增速、净利增速比较	15
图表 46:	1Q24 火电公司毛利率、净利率比较	15
图表 47:	1Q24 水电公司营收增速、净利增速比较	15
图表 48:	1Q24 水电公司毛利率、净利率比较	15
图表 49:	2023 年新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较	16
图表 50:	2023 年新能源、核电公司毛利率、净利率比较	16
图表 51:	1Q24 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较	16
图表 52:	1Q24 年新能源、核电公司毛利率、净利率比较	16
图表 53:	1Q24 环保公司 (不含固废处理) 营收增速、净利增速比较	17
图表 54:	1Q24 环保公司 (不含固废处理) 毛利率、净利率比较	17
图表 55:	1Q24 固废处理企业营收增速、净利增速比较	17
图表 56:	1Q24 固废处理企业毛利率、净利率比较	17

1、23 年报及 24 年一季报概览

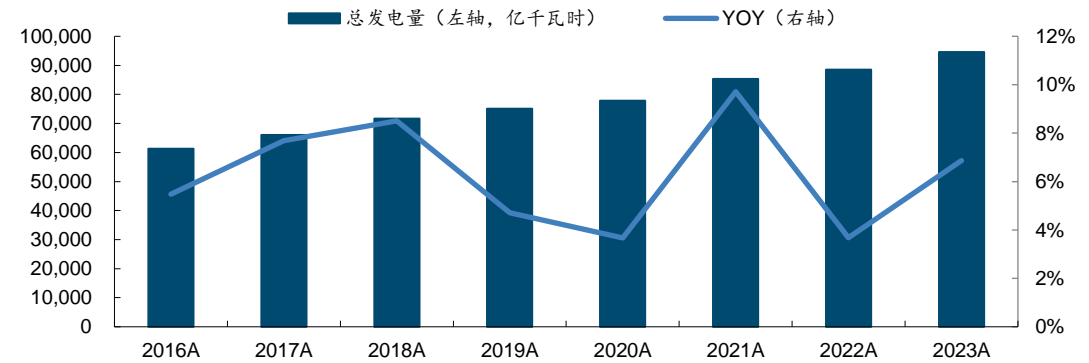
■ 概览——电力行业：

- ✓ 量：由于 22 年受公共卫生事件影响电量增速有所下滑、存在低基数，23 年用电增速达 6.9%。2023 年，新能源装机提升对于新型电力系统中各类电源的角色定位重塑成为了重点话题。电力行业营收增速低于电量增速主因电源结构发生变化，成本更低进而电价更低的新能源电量占比提升。
- ✓ 利：火电电量占比较大，因此在电力板块权重较大。由于煤价高企的影响逐步消除，23 年火电盈利显著改善；1Q24 内贸与进口印尼煤价均有进一步的下调，而电价调整通常滞后、且电力供需整体紧张地区电价仍有上浮，两者共同作用下火电盈利能力出现进一步改善。

■ 概览——环保行业：

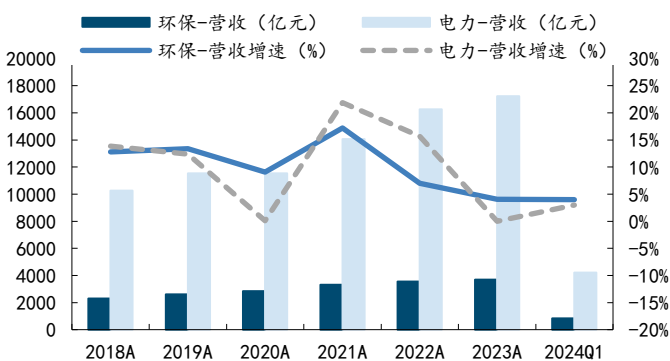
- ✓ 23 年环保板块营收增速+4%、归母净利润增速+2.7%。公共卫生事件影响消除、各地用水/水处理/固废处理需求恢复，带来运营类资产运行效率提升。

图表1：16~23 年全国发电总量及同比增速



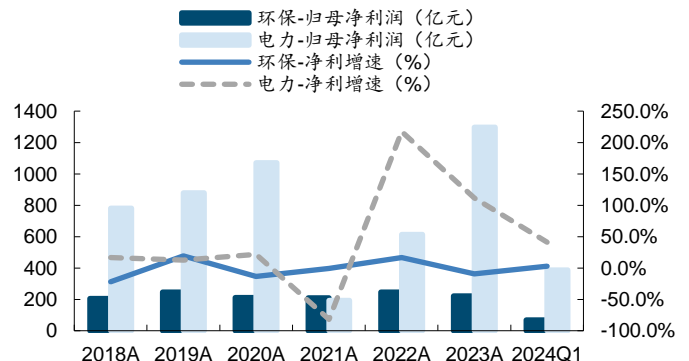
来源：国家统计局、Ifind、国金证券研究所

图表2：18~1Q24 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3：18~1Q24 电力、环保行业归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）

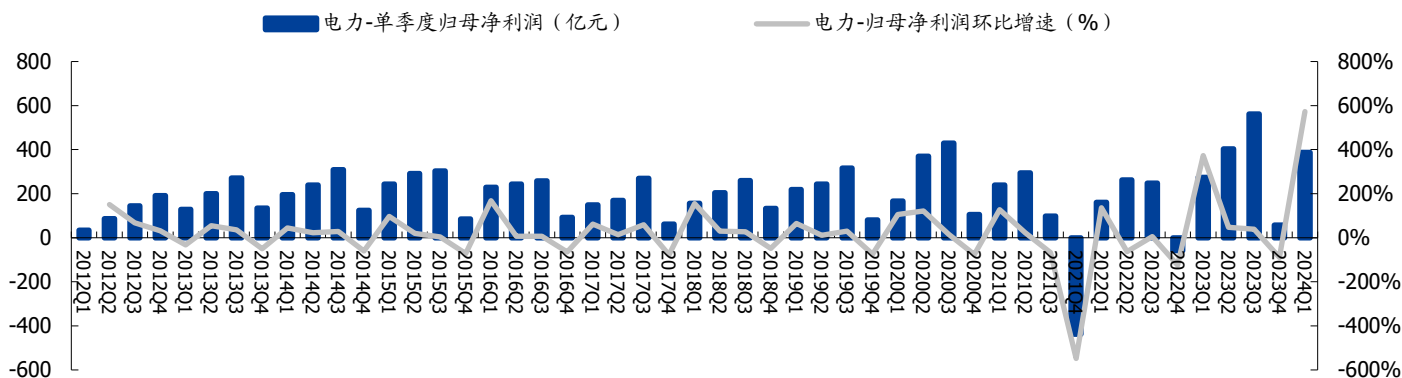


来源：Wind、国金证券研究所

- 电力行业逐季追踪：Q1 盈利环比继续上升，环比+572.8%。火电板块权重较大，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。1Q24 煤价继续下行、而在煤电容量电价的支撑下电价下调幅度有限，因此煤电度电利润继续修复、推动盈利向上。
- 环保行业逐季追踪：业绩呈现季节性特点，每年 Q4 为全年业绩较低点。4Q23 环保板块单季度归母净利润为负值，预计主要受行业应收确认低于预期、计提减值所致。推

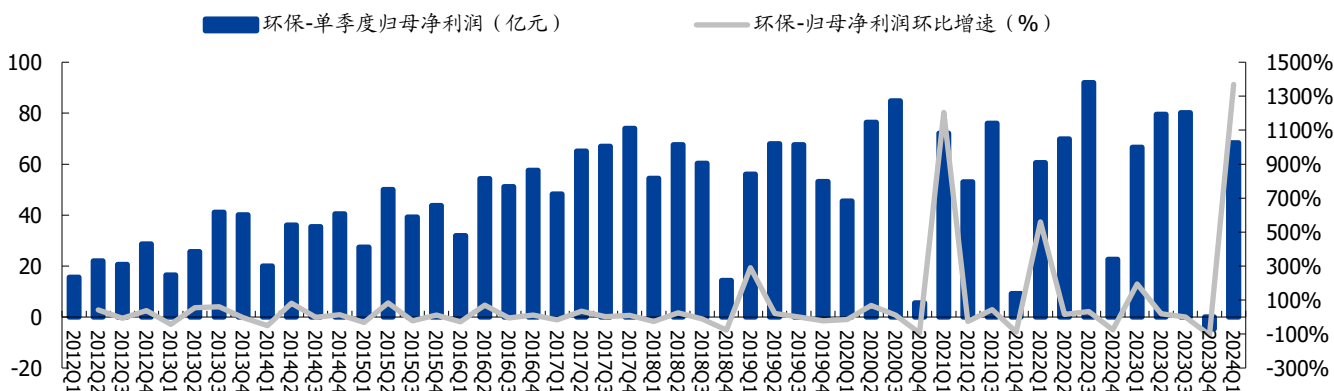
动设备更新及以旧换新政策、特许经营权新管理办法出台后预计对行业内龙头企业业绩增长带来积极作用。

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

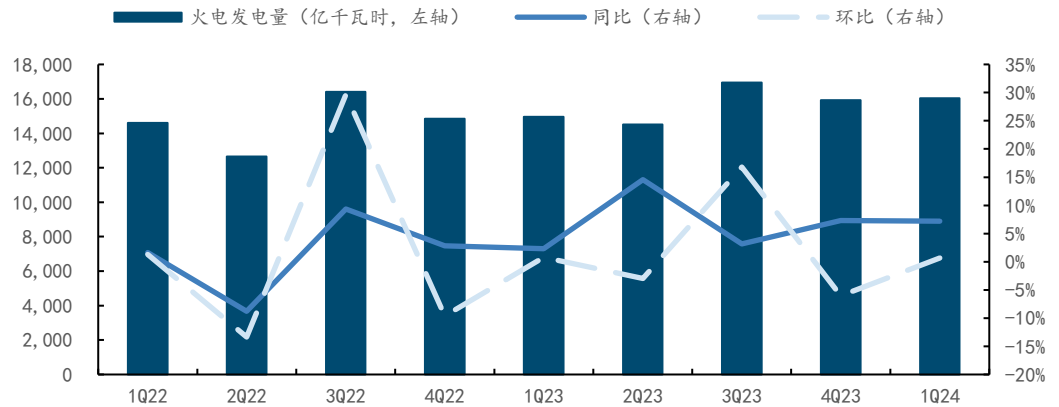
2、细分行业：各行业业绩 2023 年&1Q24 表现较为分化

2.1 火电板块：去年同期低基数+宏观经济复苏，1Q24 火电需求同比高增

- 受基数效应和宏观经济持续复苏影响，火电发电量同比高增。4Q23 火电发电量同比、环比分别+7.3%、-6.0%；1Q24 火电发电量同比、环比分别+7.2%、+0.7%。
- ✓ 需求端看：1) 4Q23 因去年同期受公共卫生事件影响导致工商业用电需求基数较低，叠加宏观经济持续复苏，尤其在出口“新三样”的拉动下工商业用电需求景气，4Q23 第二、第三产业用电量分别同比+9.6%、19.2%。2) 1Q23 宏观经济修复节奏偏缓，基数效应叠加宏观经济持续向好，1Q24 二产用电量同比+9.0%；另外，寒潮冻雨等极端天气促使采暖相关用电需求增加，三产和居民部门用电量分别同比+14.6%、10.8%。
- ✓ 供应端看：一方面，4Q23-1Q24 水电处在枯水期，新能源出力受雨雪冰冻等天气因素影响，可再生能源出力不足；另外，1Q24 水电发电量虽同比小幅增加，但较常年平均仍然偏枯，火电作为电力系统的“压舱石”承担保供责任，发电量同比高增。
- 暖冬致天然气库存高企价格承压，但地缘政治冲突局势恶化使全球一次能源价格止跌回升。2023 年欧洲天然气价格从高位回落，竞争性能源价格下滑致使煤炭需求下降、定价中心重回亚洲。欧洲煤价自 23 年 10 月底至 24 年 2 月底持续回落，而 3M24 起止

跌反弹，一方面因美国宣布对俄罗斯主要煤炭出口商Suek实施制裁，造成全球煤炭供应结构性失衡；另外还因中东地缘政治局势升温，全球一次能源价格普涨。

图表6: 1Q22-1Q24 火电发电量及同比、环比增速



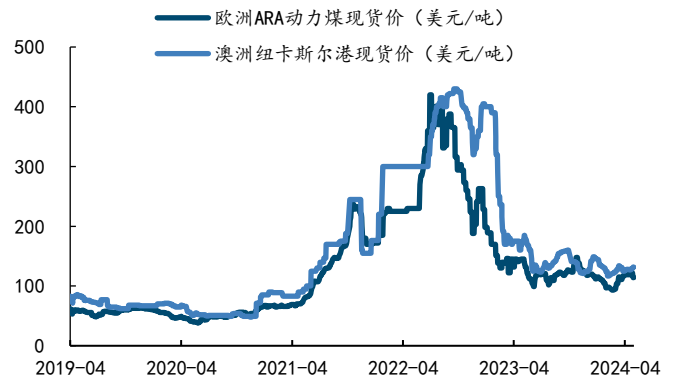
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表7: 4M19-4M24 山东滕州坑口煤价及秦皇岛平仓价走势

图表8: 4M19-4M24 海外港口煤价走势



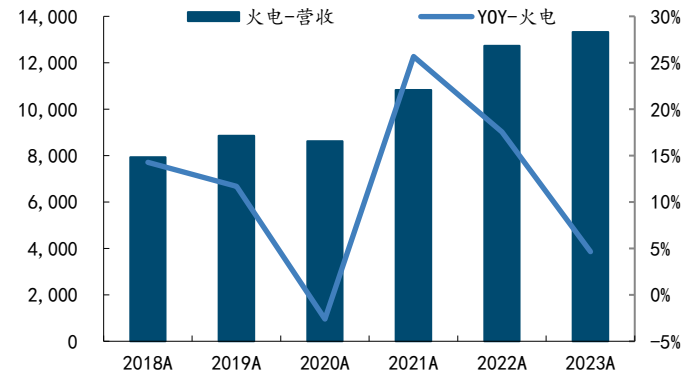
来源: iFind、国金证券研究所



来源: iFind、国金证券研究所

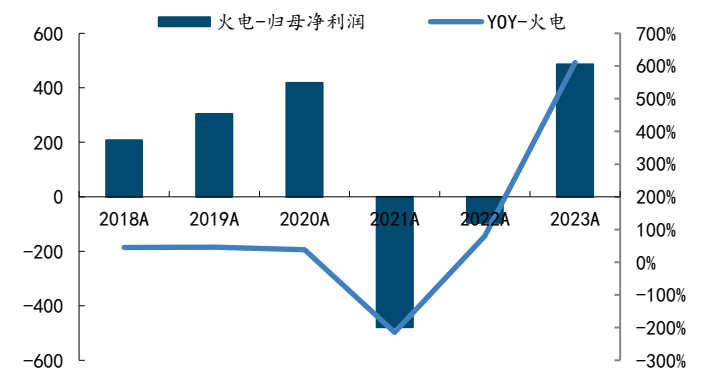
- 2023 年火电营收增速放缓，主因燃料成本下行带动中短期电力交易价格下行。过去 2 年火电行业连续实现营收高增，其中 21 年主要由电量增长驱动、22 年主要由电价上涨驱动。23 年电力年度交易在 22 年底至 23 年初完成，在当时仍然高企的市场煤价的支撑下，各省年度电价普遍实现顶格上浮。而 5-6M23 市场煤价大幅下行，叠加入汛后来水情况同比改善、电力供需紧张的局势得以缓解，致使中短期电力交易成交价格有所下行。23 年火电行业营业收入同比+4.6%，低于同期发电量增速。
- 1Q24 火电营收增速同比小幅下降 1.4pcts，主因燃煤电量上网电价下行。由于市场煤价下行，成本对电价的支撑效应减弱。从 2024 年部分公布年度电力交易结果省份的成交均价来看，上网电价较前两年均有所回落，致使 1Q24 火电发电量同比+7.2%，而营收同比仅+2.8%。
- 受益于电价下行滞后于煤价下行，火电业绩弹性持续兑现。过去 2 年国内煤炭保供稳价政策执行卓有成效，国内煤炭自主保供能力大幅增强；需求端受地产下行拖累和基建开工节奏等因素影响，非电行业用煤需求相对疲软。以秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价为基准，2023 年市场煤均价同比下降 302.5 元/吨、降幅 23.8%；1Q24 市场煤均价同比下降 227.1 元/吨、降幅 20.1%。目前火电企业成本构成仍然以燃料成本为主、业绩对煤价变动的敏感性高。电价下调滞后于市场煤价下行，2023、1Q24 火电行业归母净利润分别同比+610.6%、+102.4%。

图表9: 2018-2024年火电行业营收(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)



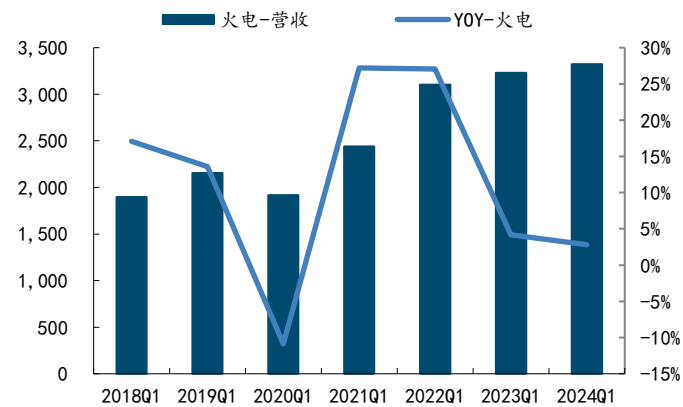
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 2018-2023年火电行业归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)



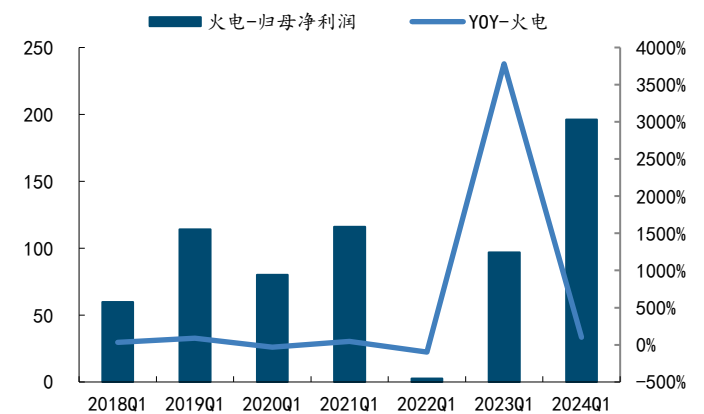
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 1Q18-1Q24火电行业营收(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)



来源: Wind、国金证券研究所

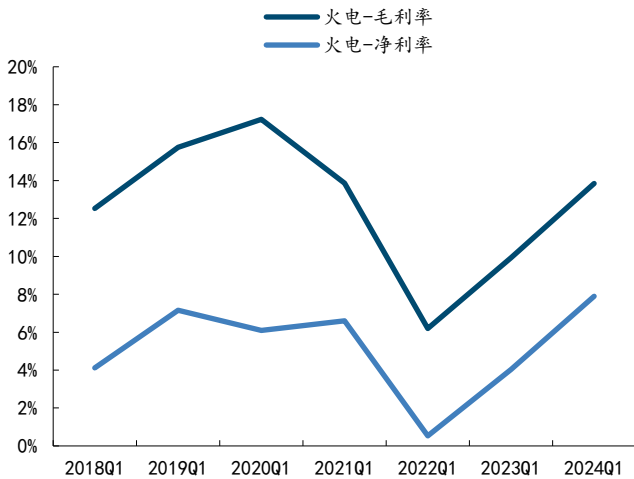
图表12: 1Q18-1Q23火电行业归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)



来源: Wind、国金证券研究所

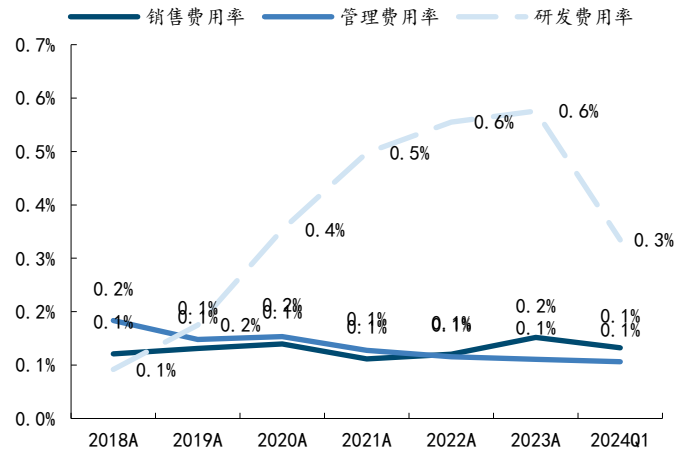
- 1Q24 火电行业毛利率及净利率同比、环比持续改善。1) 成本端看: 过去 2 年煤炭保供政策执行效果显现, 国内煤炭自主保供能力增强, 2023 年迎峰度冬期间煤价“旺季不旺”。伴随新型电力系统转型, 电力行业用煤需求将逐渐下降, 长期看煤价中枢呈下移趋势。2) 销售端看, 1Q24 火电上网电价回落而发电量同比高增, 营业收入同比增长但增速放缓。中电联预测 2024 年全国电力供需形势总体紧平衡、部分省份部分时段电力供应偏紧。电力供需偏紧时, 火电托底保供发电量仍有望实现增长。总体而言, 煤价中枢下移带来火电行业业绩弹性兑现, 1Q24 毛利率、净利率同比延续上升趋势; 其中, 毛利率修复至超 1Q18 水平, 净利率修复至超 1Q20 水平, 或因火电企业顺应新型电力系统转型趋势、与清洁能源相关的投资收益增加。
- 经营性现金流净额同比显著增长, 投资性现金流净额同比基本持平。1Q24 火电行业盈利实质性改善, 经营性现金流净额同比大增 90.9%。1Q24 投资性现金流净额-493.8, 较去年同期小幅收窄 1.4%, 主因受缺电影响 2022 年起火电项目核准明显提速, 当时核准的项目当前正处在建设周期, 叠加部分火电企业同时承担清洁化转型任务, 近 2 资本开支需求较大。然而因经营性现金流同比增加, 1Q24 筹资性现金流净额同比下降 69.9%, 资产负债率同比、环比均稳步下行。

图表13: 1Q18-1Q24 火电行业毛利率及净利率



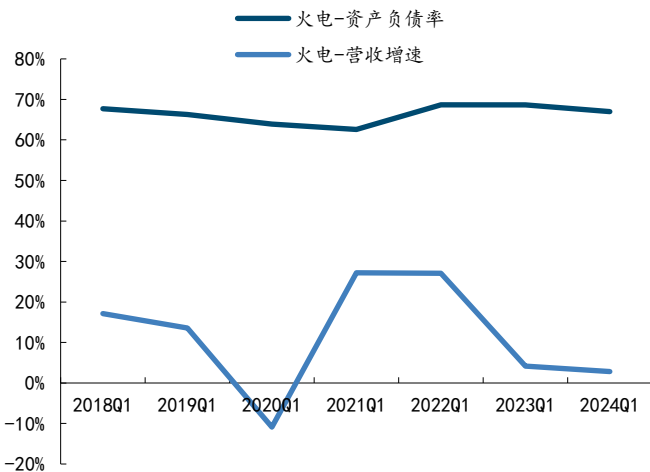
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 2018A-1Q24 火电行业销售、管理及研发费率



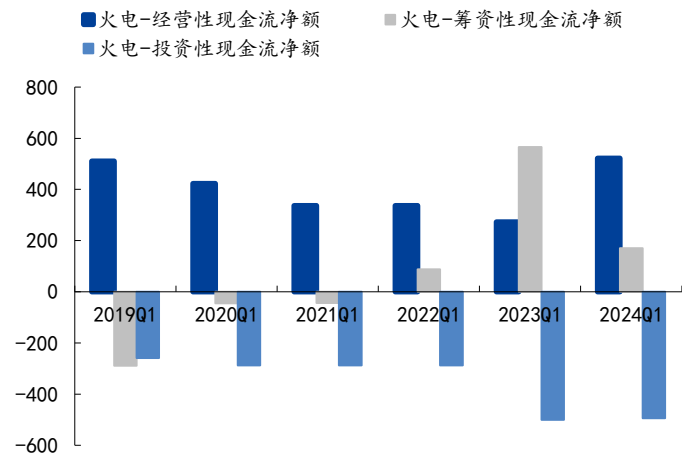
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 1Q18-1Q24 火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16: 1Q18-1Q24 火电行业现金流净额 (亿元)



来源: Wind、国金证券研究所

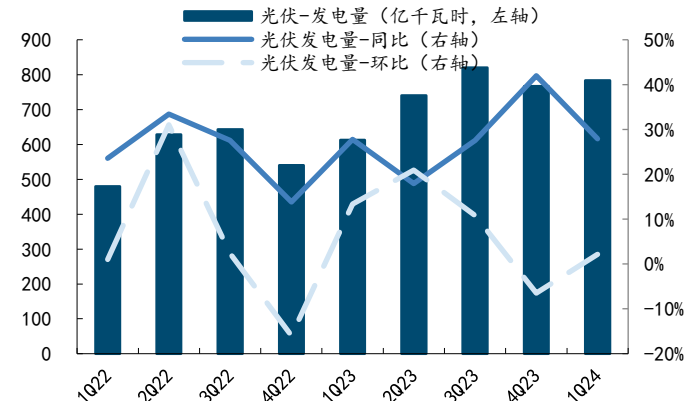
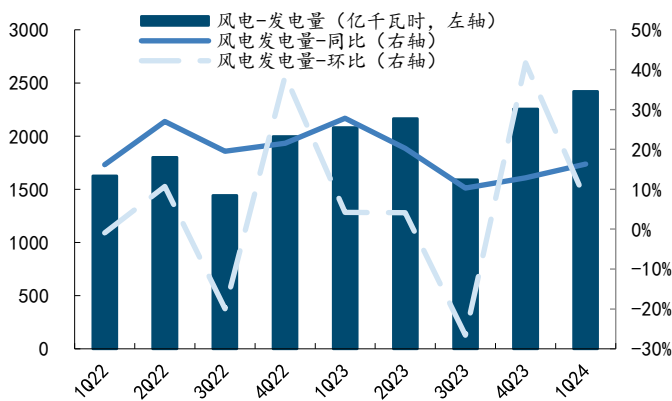
2.2 新能源板块: 装机高增助发电量稳健增长, 但资源偏弱+电价折价使利润增长承压

- 2023 我国风力发电量同比增长 17.8%，风电利用小时数、利用率小幅改善，发电量增长更多靠装机增长拉动。1Q24 利用小时数同比下滑，但装机增长、尤其是海上风电装机增长有望贡献 24 年发电的成长动力。
- ✓ 从风电利用效率来看，1-7M23 风资源同比显著转好、风电利用小时数同比高增了 112 小时、增幅 8.6%，但 3Q23（尤其 8M23 开始）风电进入淡季后，风资源同比、环比均转弱，利用小时数开始同比下滑，导致全年风电利用小时数增长额收窄至 7 小时、增幅收窄至 0.2%。
- ✓ 从全年利用率看，2023 年风电消纳水平有所提升，全年利用率同比增长 0.5pct 至 97.3%，其中天津、上海、江苏、浙江、安徽、福建、重庆、四川、广西这 9 个省级区域 2023 年全年风电与光伏发电利用率均达到 100%。
- ✓ 从新增装机量来看，受益于风机单机容量大型化、轻量化的技术革新，度电成本持续下降，行业需求亦随之持续快速增长；2023 年我国风电装机累计增加值同比增长了 3803 万千瓦、增幅高达 101.1%，公共卫生事件放开后风电项目开工进度同比 22 年有所提速，使得年末风电累计装机容量达到约 4.4 亿千瓦、同比增长了 20.7%。由此可见，风电发电量增长主要靠发电装机增长驱动。

- ✓ 从1Q24的最新情况看，风电发电量同比增长16.3%，但1Q24风电利用小时数同比下滑了3.1%，发电量增长仍然主要归因于1Q24新增装机量同比继续高增49%。预计2024年我国风电装机有望继续维持较高发展增速，且此前我国风电发电主要以陆上风电为主，24年开年以来海上风电项目不断推进，如申能海南CZ2海上风电示范项目（规划总容量达1.2GW）、国家电投大连市花园口海上风电项目、国家能源集团江门川岛二0.4GW海风项目等，未来海上风电比重有望持续提升。
- 2023年、1Q24光伏发电量分别同比增长28.4%、27.9%，光伏装机高增长持续平抑利用小时数和利用率下行的影响、驱动发电量稳健增长。
- ✓ 从利用小时数和利用率看，2023年太阳能资源环比转弱，全年利用小时数同比下滑51小时、降幅3.8%；此外，虽然2023年光伏发电利用率维持在98%的较高水平，但由于装机增速快于消纳水平的提升速度，利用率同比下滑了0.3pct。
- ✓ 而从装机量看，受益于光伏上游产业链成本下降、新技术推动转换效率持续提升，光伏度电成本呈下降趋势，因前期产业链价格过高而压抑的装机需求继续集中释放。2023年末光伏装机总容量6.1亿千瓦、同比+55.2%，全年新增装机容量21602万千瓦、同比增长147.1%；其中分布式光伏依然是光伏装机增长的主要引擎，2023年新增9681.8万千瓦、同比增长61.4%。
- ✓ 从1Q24最新情况看，光伏发电量同比增长27.9%。虽然1Q24光伏利用小时数同比下滑了7.9%、利用率也同比下滑了2pct，但装机容量增长了4574万千瓦、新增装机同比+35.9%。从各省市报告计划中可判断24年光伏新增装机仍有较大空间，如光伏大省山东、河北、新疆分别计划24年新增新能源装机2000万千瓦、1500万千瓦以及2000万千瓦，预计2024年我国光伏装机仍有望快速增长。

图表17: 2022-1Q24 风电发电量及变化趋势

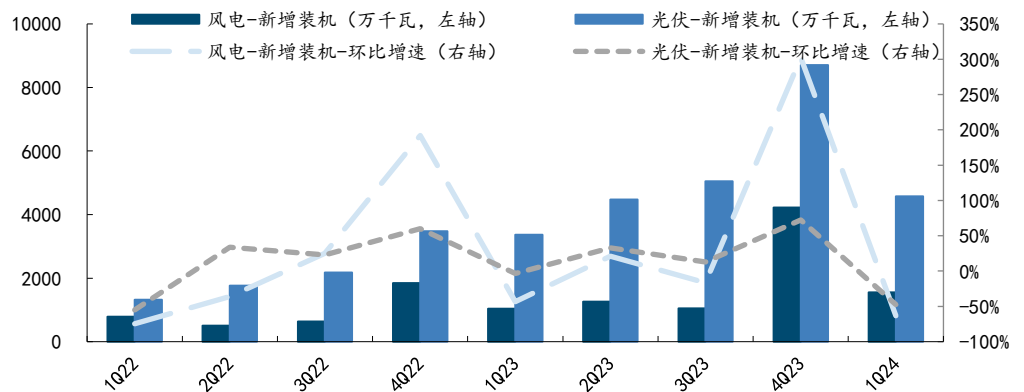
图表18: 2022-1Q24 光伏发电量及变化趋势



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

图表19: 2022-1Q24 新能源装机增量及变化趋势

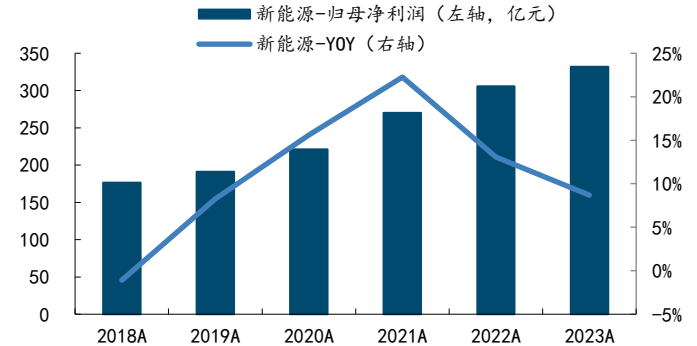
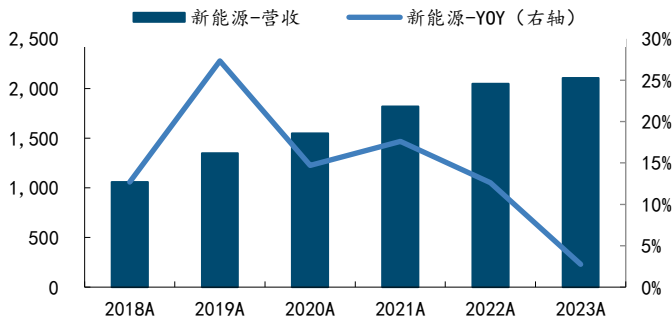


来源: Ifind, 国金证券研究所

- 23 年新能源发电业绩增速放缓，1Q24 业绩承压。
- ✓ 2023 年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。
- ✓ 1Q24 营收增幅进一步收窄、归母净利润增速由正转负，一方面由于 1Q24 风电、光伏资源均同比转弱，体现为利用小时数下滑、发电效率下降，另一方面也是由于补贴退坡持续推进和市场化交易电量持续折价。

图表20：2018-2023 新能源行业营收及同比增速（亿元，%）

图表21：2018-2023 新能源行业归母净利润及同比增速（亿元，%）

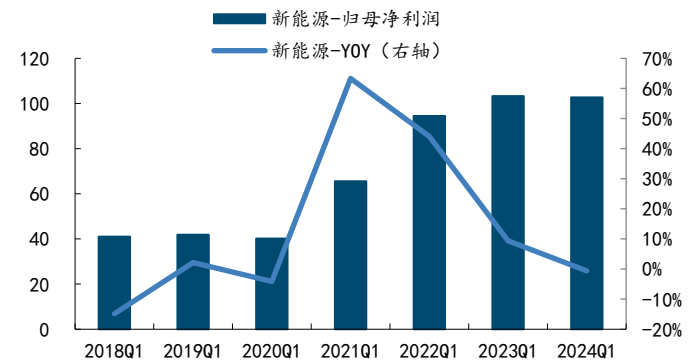
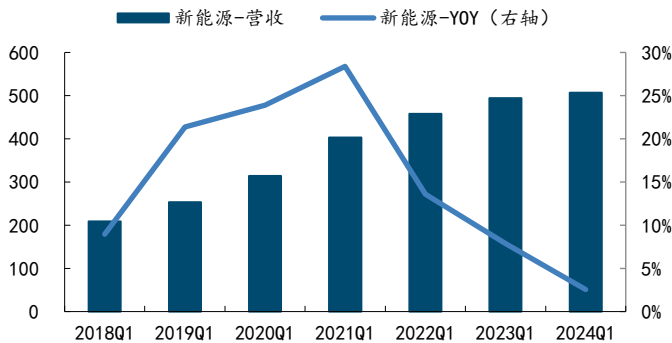


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表22：2018Q1-1Q24 新能源行业营收及同比增速（亿元，%）

图表23：2018Q1-1Q24 新能源行业归母净利润及同比增速（亿元，%）

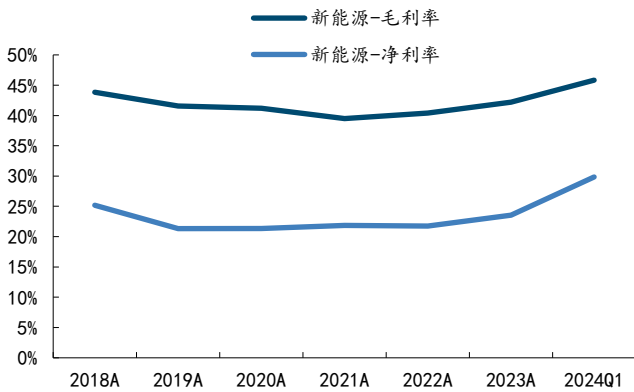


来源：Wind，国金证券研究所

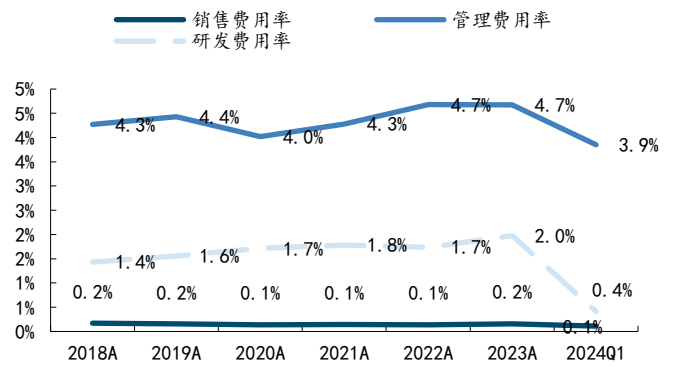
来源：Wind，国金证券研究所

- 新能源发电行业毛利率自 2022 年首次扭转 2019 年开始的逐年下滑趋势后，2023 年持续处于上升修复通道、同比提升 1.8pct，主因：1) 抢装退潮后风机供需逐步转松、招标均价明显降低，风机、光伏组件持续降本；2) 2023 年电力供需偏紧格局下部分地区市场电价有所上浮，从而平抑了部分新能源项目平价上网导致电价下降的影响。1Q24 上述刺激因素仍然存在，驱动毛利率环比 2023 全年继续提升了 3.6pct；但受到自然资源同比转弱的影响，1Q24 毛利率同比 23 年同期微降 0.2pct。
- 2023 年新能源发电净利率同比增长 1.8pct，由于期间费用率基本保持持平，因此主要受到毛利率增长的影响。1Q24 管理费用率、研发费用率环比 2023 全年分别下滑 0.8pct、1.6pct，且毛利率也处于上升通道，共同驱动净利率环比 2023 年全年提升了 6.3pct；但同样受到自然资源同比转弱的影响，1Q24 净利率同比 23 年同期微降 0.2pct。
- 23 年新能源发电行业盈利能力保持稳定，叠加近年可再生能源补贴款发放进程推进，即便绿电进市场后电价有所折价，但企业经营性现金流、资产负债率基本保持稳定。

图表24：2018-1Q24 新能源行业毛利率及净利率



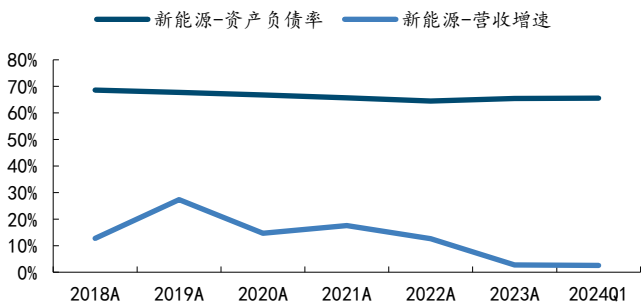
图表25：2018-1Q24 新能源行业销售、管理及研发费率



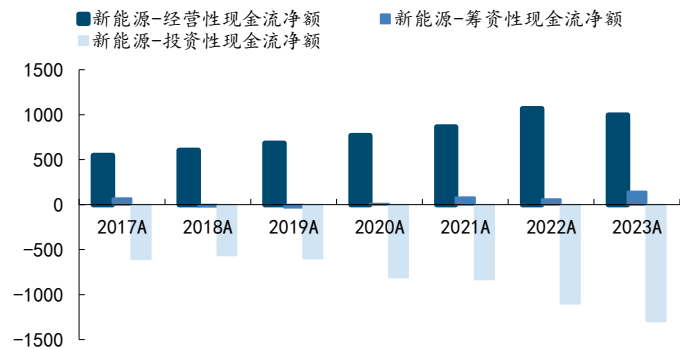
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表26：2018-1Q24 新能源行业资产负债率和营收增速



图表27：2018-2023 年新能源行业现金流净额 (亿元)



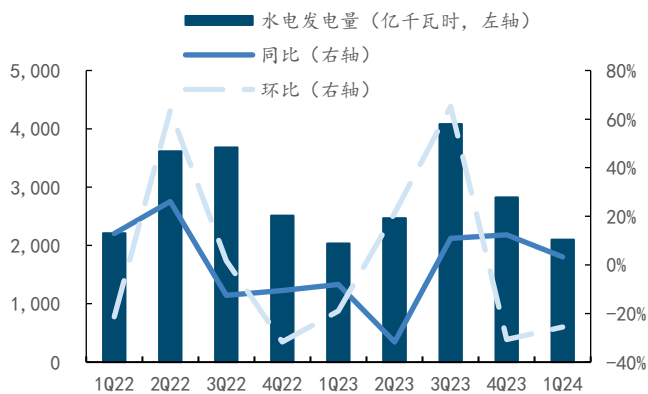
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

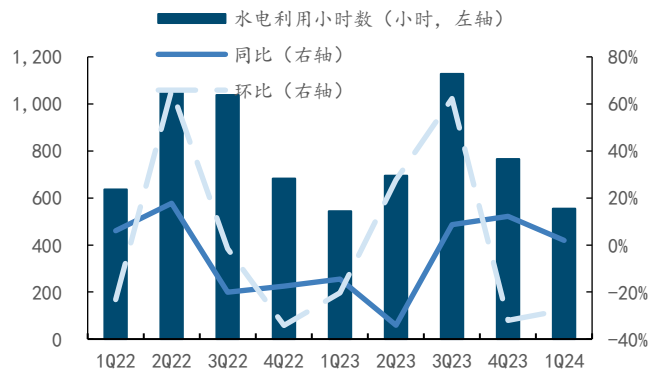
2.3 水电板块：2H23 来水改善但全年电量同比下降，电价上涨助力业绩实现增长

- 2024 年以来西南地区持续干旱，全国平均来看发电量同比微增。2H23 来水情况同比显著改善，4Q23 水电发电量、利用小时数分别同比增加 12.4%、12.2%。受益于汛期来水情况改善，23 年各大水库蓄水情况好于上年同期。然而，2024 年以来西南地区干旱持续发展，平均气象干旱日数有 31.9 天、较常年同期偏多 13.8 天。在上年秋季蓄水改善和 1Q24 来水偏枯的综合影响下，1Q24 水电发电量、利用小时数分别同比增加 3.3%、2.0%。

图表28：1Q22-1Q24 水电发电量及同比、环比增速



图表29：1Q22-1Q24 水电利用小时数



来源：Ifind，国金证券研究所

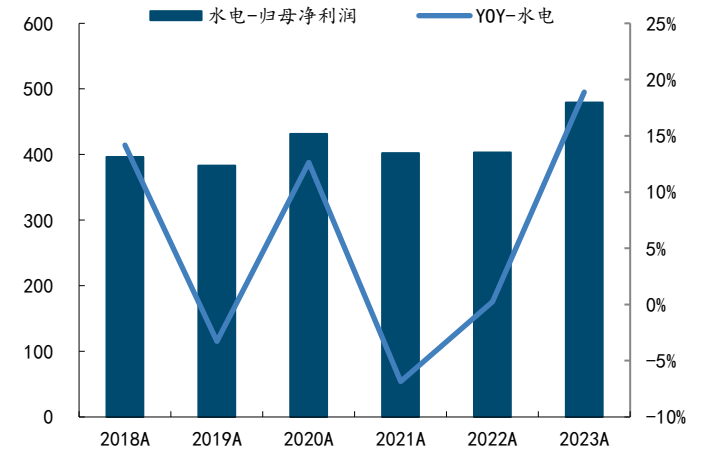
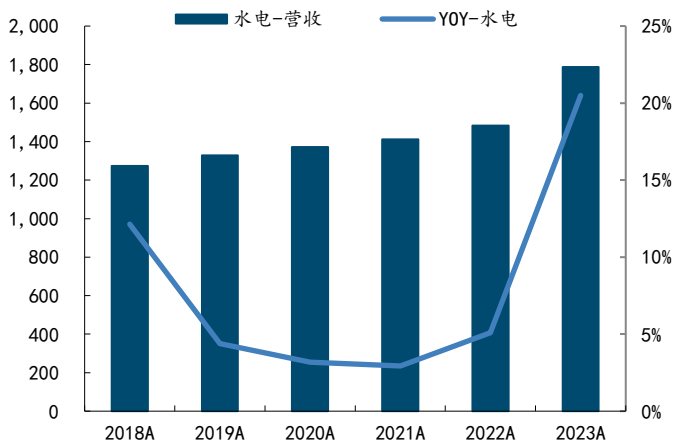
来源：Ifind，国金证券研究所

- 2023、1Q24 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) 统计偏差。由于长江电力规模较大，公司的经营状况在统计上对行业趋势的影响较大。2023

年初乌东德、白鹤滩水电站注入长江电力，装机增长带动电量提升、进而实现营收及归母净利润增长。2)“西电东送”机组采用落地电价倒推上网电价的定价机制，而受电地区多为东南沿海经济与负荷中心，当地电力供应结构以煤为主。当前市场煤价虽从高位回落但仍处在历史较高水平，燃煤电量带动市场电价整体上浮。3)云南、四川本地用电需求快速增长而电力供应高度依赖水电，长周期来水偏枯致使两省电力供需偏紧，本地清洁能源市场化交易价格上涨。

图表30: 2018-2023年水电行业营收(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

图表31: 2018-2023年水电行业归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

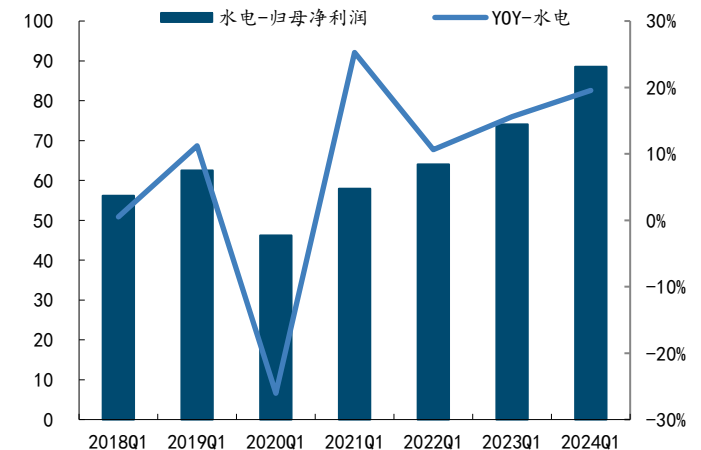
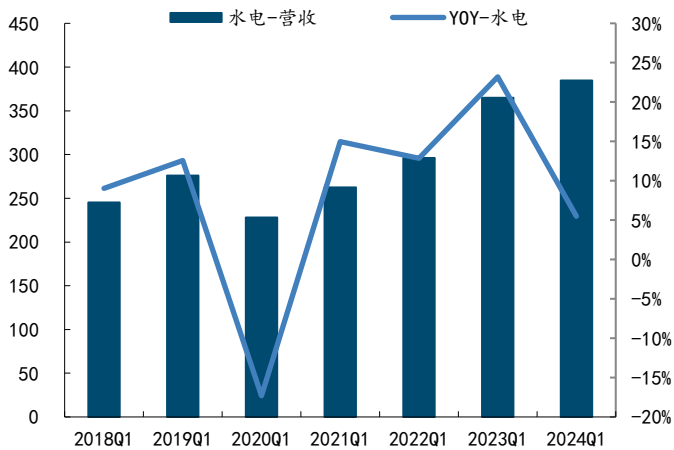


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 1Q18-1Q24水电行业营收(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

图表33: 1Q18-1Q24水电行业归母净利润(左轴, 亿元)及同比增速(亿元, %)

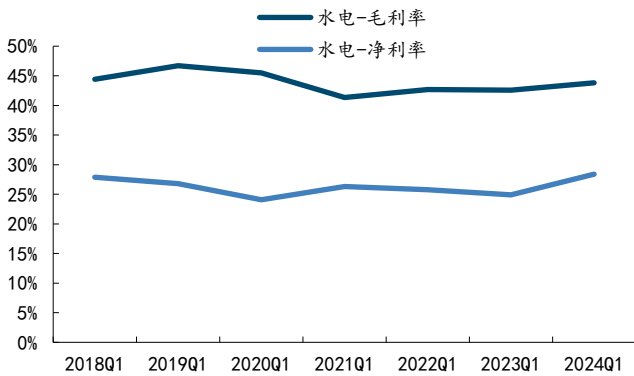


来源: Wind、国金证券研究所

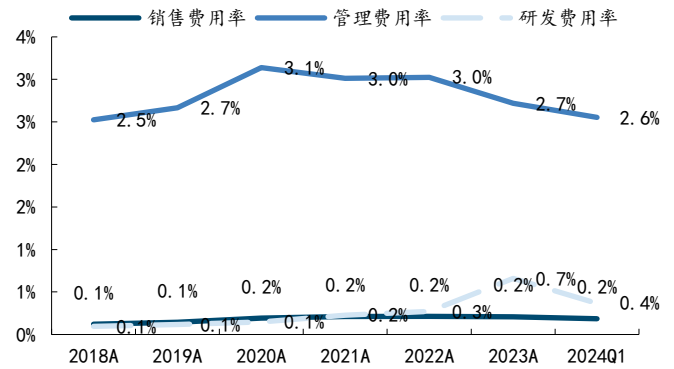
来源: Wind、国金证券研究所

- 1Q24 水电毛利率、净利润基本保持稳定。由于水电成本结构上以固定成本为主、营业成本相对稳定，因此电价上涨将直接使得毛利率上行。1Q24 水电行业毛利率同比提升 1.2pct。另外，仍然受统计偏差影响，2023 年为长江电力乌白电站资产注入后的首个完整年度，运营期内产生充沛经营性现金流可用于优化债务结构。1Q24 水电行业资产负债率稳步下滑。另外，1Q23 因长江电力收购云川公司导致水电行业资本性支出大幅增加；1Q24 投资性现金流净支出同比大幅减少，但仍高于 2019~2022 年同期水平。

图表34: 1Q18-1Q24 水电行业毛利率及净利率



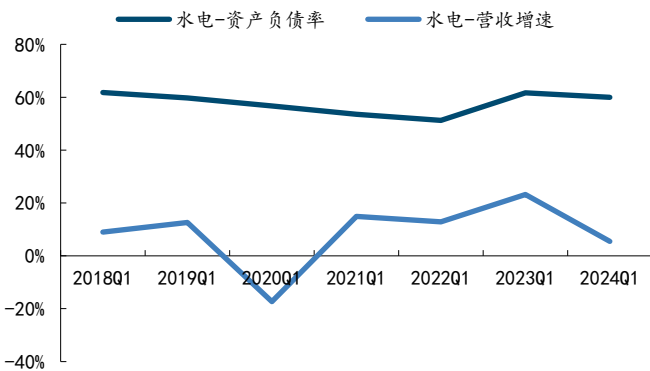
图表35: 1Q18-1Q24 水电行业销售、管理及研发费率



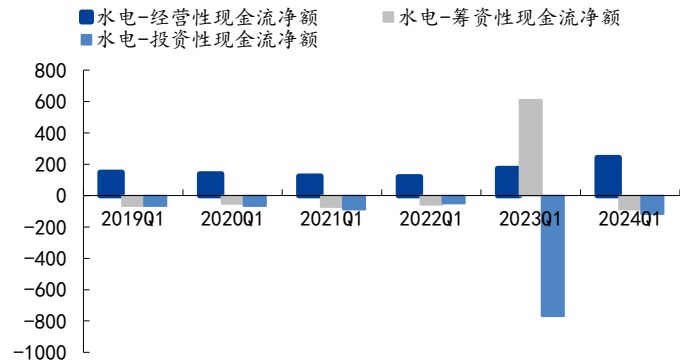
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 1Q18-1Q24 水电行业资产负债率和营收增速



图表37: 1Q18-1Q24 水电行业现金流净额 (亿元)



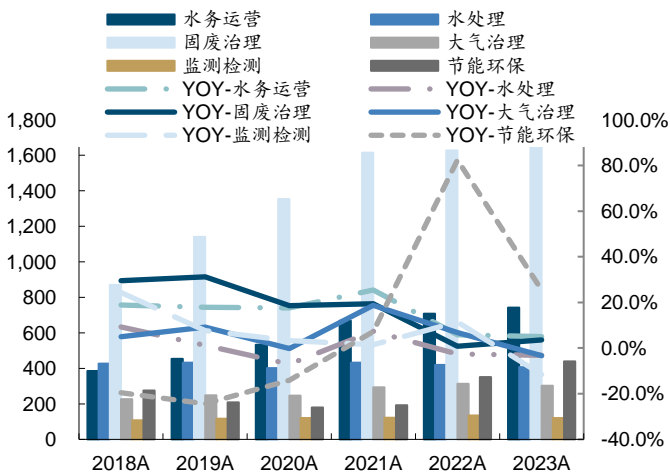
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2.4 环保板块: 23 年水务/固废运营类业绩承压, 1Q24 水务盈利修复

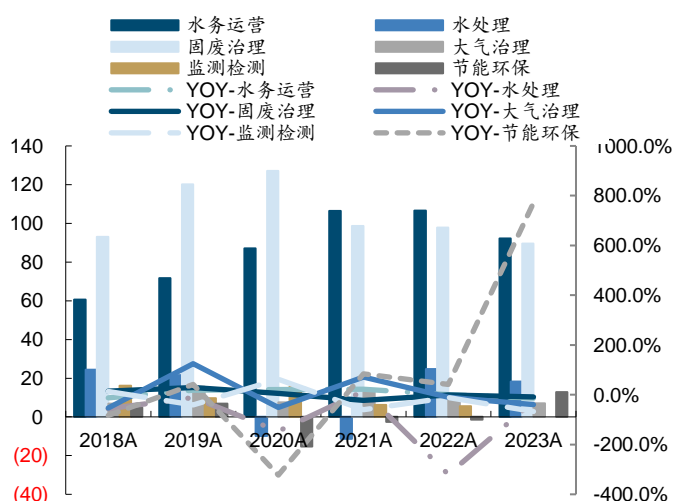
- 水务/固废运营类资产运行稳健。伴随下游需求复苏, 23 年水务运营/固废处理营收分别同比+5%、+3.6%。但由于地方财政压力较大, 在行业内企业普遍面临催收压力的背景下净利润有所下行, 23 年水务运营/固废处理归母净利润分别同比-13.5%、-8.5%。

图表38: 18-23 年环保细分行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)



来源: Wind、国金证券研究所

图表39: 18-23 年环保细分行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)

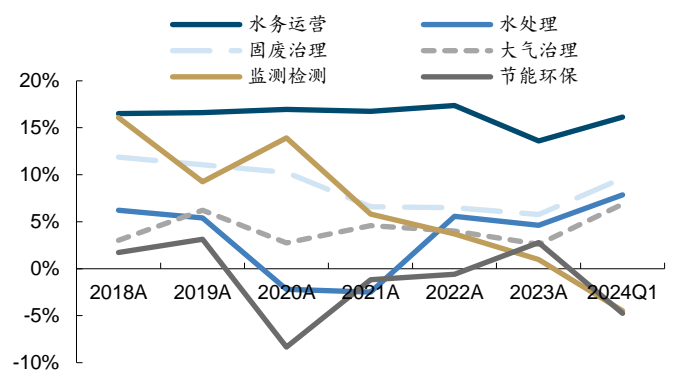
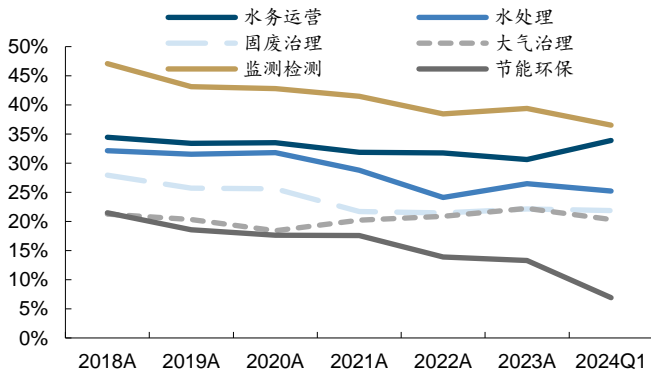


来源: Wind、国金证券研究所

- 1Q24 水务毛利率提升显著。水务运营资产毛利率水平于 1Q24 得到修复，平均毛利率提升至 33.9%（23 年平均值为 30.6%）。水务运营毛利率与处理规模成正相关，随着公共卫生事件影响消除、全社会用水量需求恢复以后，单位折旧成本有所下降。
- 1Q24 水务运营、固废治理、水处理净利率有所回升。除上述下游需求恢复带来的毛利率提升以外，运营类资产进入存量提质增效阶段，资本开支开始进入放缓期。在这一背景下，各地水厂经营效率有所提升，驱动净利率提升。水务运营、固废治理、水处理板块平均净利率分别达 16.1%、9.6%、7.9%，环比 23 年分别回升 2.5pct、3.8pct、3.2pct。

图表40：18~1Q24 环保细分行业毛利率

图表41：18~1Q24 环保细分行业净利率

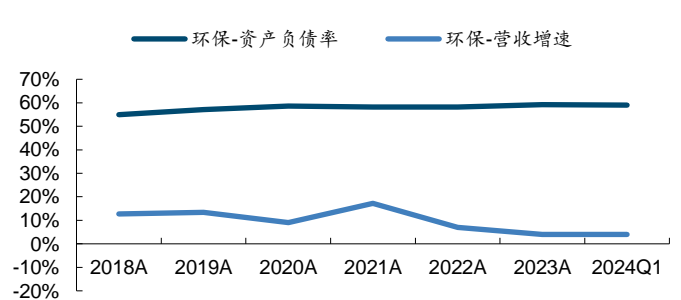
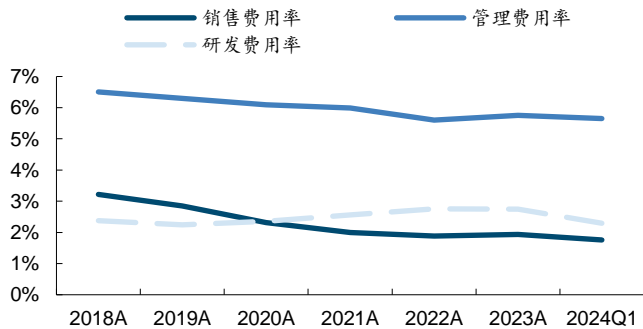


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表42：18~1Q24 环保行业费率

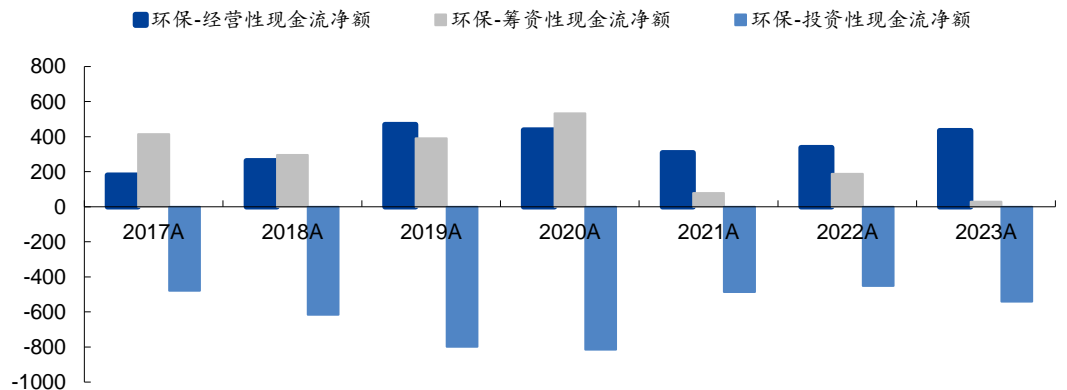
图表43：18~1Q24 环保行业资产负债率及营收增速



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表44：17~23 年环保行业现金流净额（亿元）



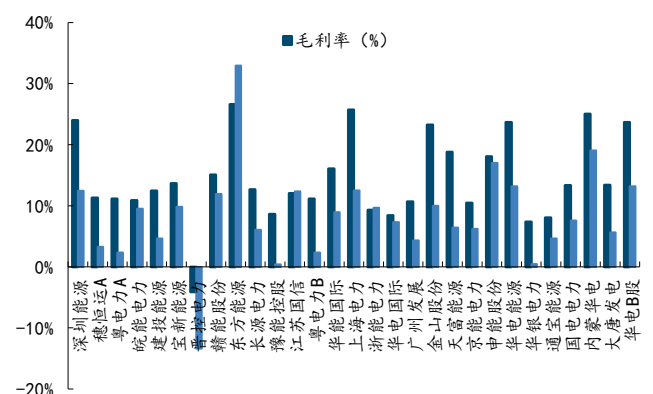
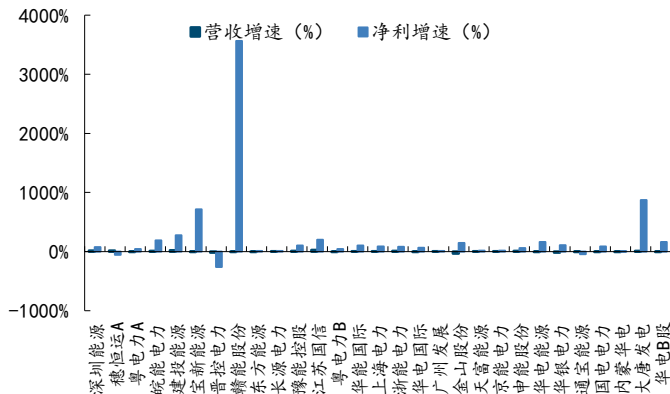
来源：Wind、国金证券研究所

3、细分主要标的：分化格局更显竞争优势

- 火电板块：市场煤价中枢同比大幅下行，1Q24 火电企业兑现业绩弹性。从电量角度看，宏观经济稳步复苏、极端天气频发拉动用电需求增长；从电价角度看，电力市场化交易还原其商品属性、价格取决于成本和供需。市场煤价下行致使燃料成本对价格的支撑有所减弱，而部分电力供需仍偏紧、发电侧竞争格局较好的地区电价具备支撑；另外，容量电价反映火电转型调节电源后荣誉成本增加，从全国性发电上华能国际和华电国际 1Q24 发电量及上网电价公告来看，全国平均火电综合电价同比下降约 0.02 元/kWh。从成本端看，国内煤炭保供稳价政策持续发力，以 11M23 原煤日产量测算 2024 年国内原煤最大生产能力可达 50.4 亿吨；而房地产需求下行，拖累非电行业用煤需求，我国煤炭自主保供能力明显增强。考虑到地缘政治局势动荡持续影响国际一次能源价格上涨，进口煤相对内贸煤的价格优势收窄，24 年供应增量或主要来自国内生产端。基于此，用煤结构以坑口煤为主的火电企业业绩修复弹性较高。
- ✓ 以华电国际为例，公司 1Q24 实现营收 309.5 亿元，同比-3.2%；实现归母净利润 18.6 亿元，同比+64.2%；毛利率和净利率水平分别达到了 8.4%、7.3%，分别环比+2.0pct、+3.2pct。

图表45：1Q24 火电公司营收增速、净利增速比较

图表46：1Q24 火电公司毛利率、净利率比较



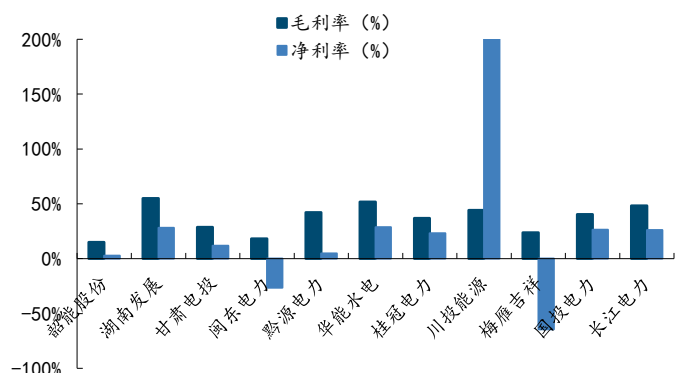
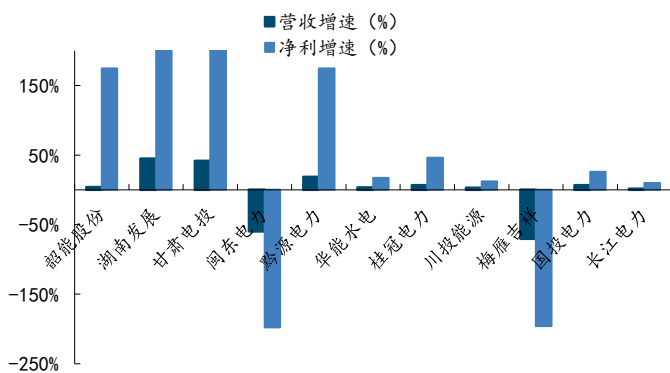
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

- 水电板块：1Q24 来水仍偏枯、龙头水库发挥调节能力，市场化电价上浮以价补量。2023 年入汛后来水情况同比改善，各大龙头水库秋季蓄水情况较上年同期均有所修复，其中长江电力首次实现梯级水库全部按期蓄满，年补水总量超 242 亿方。在来水情况同比小幅改善但仍较常年同期偏枯的情况下，拥有龙头水库、全流域一体化开发的水电企业可通过梯级蓄能及流域联合调度平滑自然因素的影响。此外，云川电力供应高度依赖水电而本地用电需求快速增长，推动当地清洁能源市场化电价上浮。1Q24 水电企业以价补量，实现营收同比正增长。
- ✓ 以长江电力为例，公司统计 1Q24 三峡水库来水总量较上年同期偏枯 4.1%；然而同期三峡电站完成发电量 140.2 亿千瓦时，同比+15.8%，主因 23 年底时三峡水库水位较上年同期高 9.4 米。

图表47：1Q24 水电公司营收增速、净利增速比较

图表48：1Q24 水电公司毛利率、净利率比较

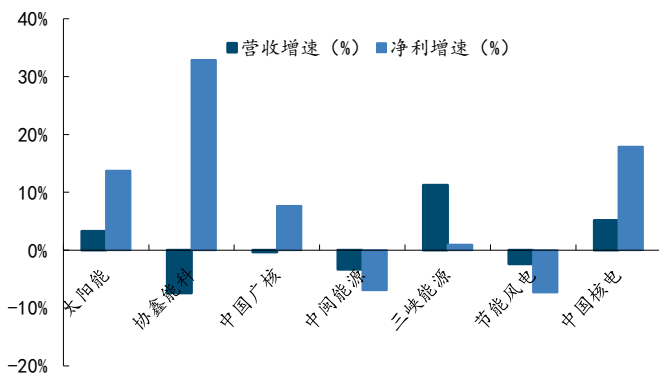


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

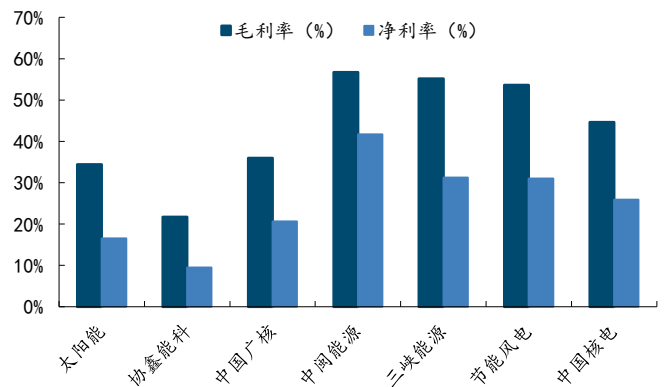
- 风电板块：2023 年及 1Q24 风电运营商业绩受到装机量、发电效率（即利用小时，一定程度体现所处地区电力供需松紧）的影响而表现分化。例如三峡能源 2023 年风电发电量同比+14.8%，其中风电装机量同比增长 195.5 万千瓦的同时，风电平均利用小时也同比增加了 79 小时，带动营收、净利润分别同比增长了 11%、1%；而中闽能源 2023 年装机容量持平，但公司福建陆风/海风利用小时数分别下行 17.5%、3.3%，因而全年发电量同比降低 8.4%，营收、净利润同比分别下行 3%、7%。
- 光伏板块：光伏装机量提高、成本下行驱动业绩增长。以太阳能为例，公司 2023 年营收、归母净利润同比分别+3%、+14%，主要受新增项目投产所驱动，且 2023 年归母净利润增幅高于营收增幅还部分受到上游组件价格回落趋势的影响。
- 核电板块：机组投产、运营情况为影响业绩的主要因素。中国广核 23 全年上网电量为 2141.5 亿千瓦时，同比+7.95%；但由于海风建设需求量下降、非售电业务营收下滑，总营收同比-0.3%。中国核电 23 年为装机空窗期，公司进一步提升运营能力，在运机组能力因子进一步提升至 93.3%（同比+0.1pct）；风电/光伏售电量分别为 106.4/123.5 亿千瓦时，分别同比+66.6%/+66.1%，驱动整体营收保持 5.2%的稳健增长。

图表49：2023 年新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较



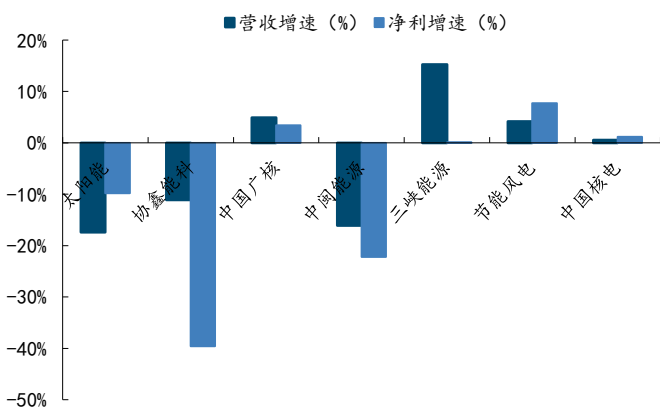
来源：Wind，国金证券研究所

图表50：2023 年新能源、核电公司毛利率、净利率比较



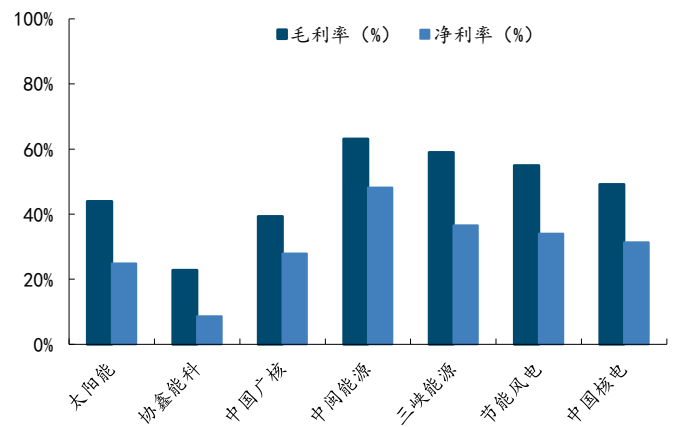
来源：Wind，国金证券研究所

图表51：1Q24 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较



来源：Wind，国金证券研究所

图表52：1Q24 年新能源、核电公司毛利率、净利率比较



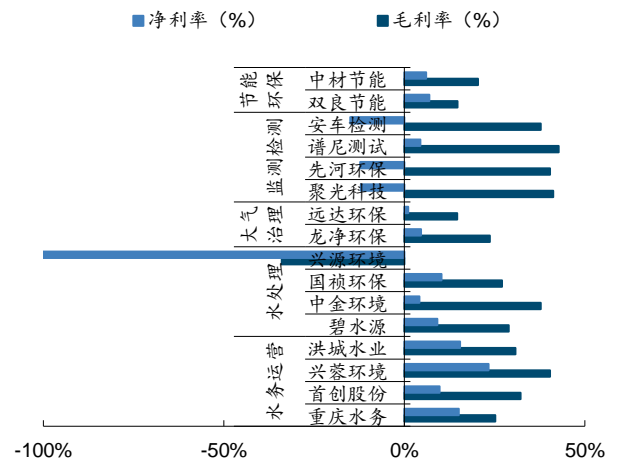
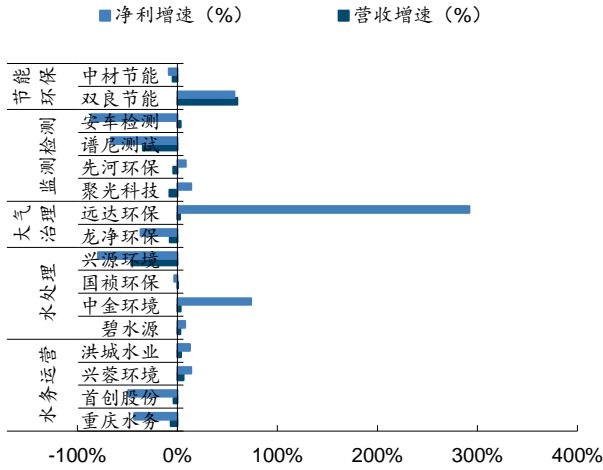
来源：Wind，国金证券研究所

- 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下游需求提升。
- ✓ 以双良节能为例：公司“节能节水”与“光伏新能源”双轮驱动，1Q24 实现营收、归母净利润增长分别达 60%、57%，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 1Q24 实现营收、归母净利润增长分别达 35%、23%。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53：1Q24 环保公司（不含固废处理）营收增速、净利增速比较

图表54：1Q24 环保公司（不含固废处理）毛利率、净利率比较

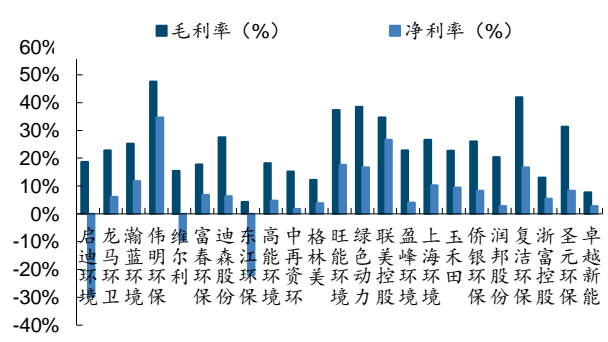
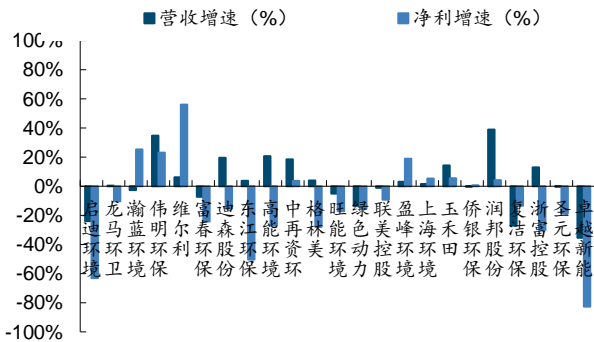


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表55：1Q24 固废处理企业营收增速、净利增速比较

图表56：1Q24 固废处理企业毛利率、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

4、投资建议

■ 火电板块：

22 年 3 亿吨煤炭核增产能基本释放，国际能源定价逐渐回归理性，国内煤炭供需总体偏松大格局未改。放眼全年看，预计 24 年全年煤价中枢整体下行，有望持续为火电企业业绩带来实质性改善，我们推荐关注发电资产主要布局在电力供需偏紧和发电侧竞争格局较好地区、火电装机规模大且资产高质量、积极拓展新能源发电的火电企业，如浙能电力、华能国际。

■ 新能源——风、光伏发电板块：

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：新能源运营龙头龙源电力。

■ 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：

传统业务受公共卫生事件影响，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。

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。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806