

公用事业及环保产业行业研究

公共事业与环保组

分析师: 张君昊 (执业 S1130524070001) 联系人: 唐执敬

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

tangzhijing@gjzq.com.cn

联系人: 汪知瑶

wangzhiyao@gjzq.com.cn

电改渐入佳境，公用盈利上行

投资逻辑

■ 细分行业看：各行业 1H24 整体表现分化。

(1) 火电：可再生能源大发挤出火电电量，1H24 成本下行增利。1H24 火电发电量同比+2.0%、其中 2Q24 同比-3.3%，主因 2Q24 来水转丰，叠加南方雨水天气导致气温偏低、迎峰度夏延迟开启、去年同期高基数；2Q24 电量、电价均下滑使 1H24 火电行业营收同比-3.0%。而 1H24 燃料成本降幅大于上网电价降幅，使得火电行业归母净利润仍同比+48.0%，尤其是 2Q24 行业毛利率及净利率同比、环比均持续改善。

(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。1H24 风光利用小时数均同比下行，而累计装机分别同比+20.1%/+51.7%，驱动风/光发电量分别同比+12.0%/+40.4%。受到自然资源转弱影响发电效率和电价折价的影响，1H24 年绿电发电营收同比+0.8%、增幅进一步收窄，归母净利润同比+8.7%、增速转负，且绿电运营 1H24 毛利率、净利率下滑 1.5pct、1pct，但组件降价使利润率总体降幅可控。

(3) 水电：来水改善、电量增发带来业绩增长，电价结构性下降。2Q24 来水转丰叠加去年同期低基数使 1H24 全国水电发电量同比+22.7%，而行业上市公司营收仅同比+9.6%，主因增发电量享受汛期电价致使平均上网电价结构性下降；由于水电电量增加利好摊薄度电固定成本，行业归母净利润同比+24.8%。盈利能力方面，1H24 水电行业无新增大型电站转固计提折旧，固定成本稳定时发电量同比高增，刺激 2Q24 水电毛利率、净利率分别同比+5.7%、+4.0pct。

(4) 环保：1H24 固废板块表现相对更稳健。受到垃圾焚烧国内及出海扩增产能释放、设备更新及以旧换新带来拆解需求的影响，1H24 固废治理板块总营收同比+11.7%、净利润同比+7.3%，在诸多业绩下滑板块中表现优异。从盈利能力看，1H24 固废处理、水务运营板块毛利率同比+2.4pct、+2.0pct，公用事业涨价逻辑于毛利率端有所验证。

■ 细分主要标的看：分化格局更显竞争优势。

(1) 火电：1H24 坑口煤价降幅大于港口煤价，内陆火电企业增利幅度大于沿海。以河北省地方性火电企业建投能源为例，公司 1H24 实现营收 107.2 亿元、同比+20.0%，实现归母净利润 3.3 亿元、同比+295.6%，1H24 毛利率和净利率水平分别达到 13.8%、3.4%，环比 2023 全年分别+2.0pct、+2.5pct。

(2) 绿电：1H24 绿电装机量提升、但利用小时数下滑，部分绿电运营商业绩增长承压。但装机增速较高、利用小时数降幅可控的公司仍然可录得收入增长，如三峡能源在绿电装机快速增长的驱动下，尽管利用小时数小幅下滑，风电、光伏业务发电量仍分别同比+12.0%、+73.3%，刺激风电、光伏营收分别录得 2.8%、27.1%的正增长。

(3) 核电：机组投产、运营情况为影响业绩的主要因素。如 5M24 防城港 4 号机组投产驱动中国广核 1H24 公司营收、归母净利润同比分别+0.3%、+2.2%；中国核电受换料大修多于同期、福清 4 号机组小修的拖累，业绩短期有波动。

(4) 水电：来水情况大幅改善，1H24 水电行业普遍增利。以长江电力为例，受益于来水偏丰及上年枯期蓄水情况改善，1H24 乌东德和三峡水电站发电量分别同比+18.4%和 25.4%，刺激公司营收、归母净利润同比分别+12%、+28%。

(5) 环保：固废板块总体表现较好。资源再生利用龙头企业格林美 1H24 实现营收增速 34%、实现归母净利润增速 70%，公司充分受益于电废拆解、汽车及动力电池拆解的相关利好政策释放，同时海外镍产能释放贡献增量业绩。

投资建议

火电：建议关注发电资产主要布局在电力供需偏紧、发电侧竞争格局较好地区的火电企业，如浙能电力、皖能电力。

水电板块：建议关注水电运营商龙头长江电力。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。

新能源板块：建议关注区域性风电运营商云南能投。

风险提示

新增装机容量不及预期；下游需求景气度不及预期；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、24年中报概览 | 4 |
| 2、细分行业：各行业1H24整体表现分化 | 5 |
| 2.1 火电板块：可再生能源大发挤出火电电量，1H24成本下行增利 | 5 |
| 2.2 新能源板块：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：来水改善、电量增发带来业绩增长，电价结构性下降 | 11 |
| 2.4 环保板块：1H24固废板块表现稳健 | 13 |
| 3、细分主要标的：分化格局更显竞争优势 | 14 |
| 4、投资建议 | 17 |
| 5、风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：1H18~1H24 全国发电总量（左轴）及同比增速（右轴） | 4 |
| 图表 2：1H20~1H24 电力、环保行业营收（左轴）及同比增速（右轴） | 4 |
| 图表 3：1H20~1H24 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 6：2Q22-2Q24 火电发电量（左轴）及同比、环比增速（右轴） | 6 |
| 图表 7：8M19-8M24 山东滕州坑口煤价与秦港动力煤平仓价走势 | 6 |
| 图表 8：8M19-8M24 海外港口煤价走势 | 6 |
| 图表 9：1H20-1H24 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴） | 7 |
| 图表 10：1H20-1H24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴） | 7 |
| 图表 11：2Q19-2Q24 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴） | 7 |
| 图表 12：2Q19-2Q24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴） | 7 |
| 图表 13：2Q20~2Q24 火电行业毛利率及净利率 | 8 |
| 图表 14：1H20~1H24 火电行业销售、管理及研发费率 | 8 |
| 图表 15：1H20~1H24 火电行业资产负债率和营收增速 | 8 |
| 图表 16：1H20~1H24 火电行业现金流净额（亿元） | 8 |
| 图表 17：1Q22-2Q24 风电发电量及变化趋势 | 9 |
| 图表 18：1Q22-2Q24 光伏发电量及变化趋势 | 9 |
| 图表 19：1Q22-2Q24 新能源装机增量及变化趋势 | 9 |
| 图表 20：1H20-1H24 新能源行业营收及同比增速（亿元，%） | 9 |
| 图表 21：1H20-1H24 新能源行业归母净利润及同比增速（亿元，%） | 9 |
| 图表 22：2Q19-2Q24 新能源行业营收及同比增速（亿元，%） | 10 |
| 图表 23：2Q19-2Q24 新能源行业归母净利润及同比增速（亿元，%） | 10 |
| 图表 24：1H20-1H24 新能源行业毛利率及净利率 | 10 |
| 图表 25：1H20-1H24 新能源行业销售、管理及研发费率 | 10 |
| 图表 26：1H20-1H24 新能源行业资产负债率和营收增速 | 10 |
| 图表 27：1H19-1H24 年新能源行业现金流净额（亿元） | 10 |

| | | |
|--------|--|----|
| 图表 28: | 2Q22-2Q24 水电发电量 (左轴) 及同比、环比增速 (右轴) | 11 |
| 图表 29: | 2Q22-2Q24 水电利用小时数 | 11 |
| 图表 30: | 1H20-1H24 水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %) | 11 |
| 图表 31: | 1H20-1H24 水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %) | 11 |
| 图表 32: | 2Q19-2Q24 水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %) | 12 |
| 图表 33: | 2Q19-2Q24 水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (亿元, %) | 12 |
| 图表 34: | 2Q20-2HQ24 水电行业毛利率及净利率 | 12 |
| 图表 35: | 1H20-1H24 水电行业销售、管理及研发费率 | 12 |
| 图表 36: | 1H20-1H24 水电行业资产负债率和营收增速 | 12 |
| 图表 37: | 1H20-1H24 水电行业现金流净额 (亿元) | 12 |
| 图表 38: | 1H20-1H24 环保细分行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴) | 13 |
| 图表 39: | 1H20-1H24 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: | 1H20~1H24 环保细分行业毛利率 | 13 |
| 图表 41: | 1H20~1H24 环保细分行业净利率 | 13 |
| 图表 42: | 1H20~1H24 环保行业费率 | 14 |
| 图表 43: | 1H20~1H24 环保行业资产负债率及营收增速 | 14 |
| 图表 44: | 1H20~1H24 环保行业现金流净额 (亿元) | 14 |
| 图表 45: | 1H24 火电公司营收增速、净利增速比较 | 15 |
| 图表 46: | 1H24 火电公司毛利率、净利率比较 | 15 |
| 图表 47: | 1H24 水电公司营收增速、净利增速比较 | 15 |
| 图表 48: | 1H24 水电公司毛利率、净利率比较 | 15 |
| 图表 49: | 1H24 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较 | 16 |
| 图表 50: | 1H24 新能源、核电公司毛利率、净利率比较 | 16 |
| 图表 51: | 1H24 环保公司 (不含固废处理) 营收增速、净利增速比较 | 16 |
| 图表 52: | 1H24 环保公司 (不含固废处理) 毛利率、净利率比较 | 16 |
| 图表 53: | 1H24 固废处理企业营收增速、净利增速比较 | 17 |
| 图表 54: | 1H24 固废处理企业毛利率、净利率比较 | 17 |

1、24 年中报概览

■ 概览——电力行业：

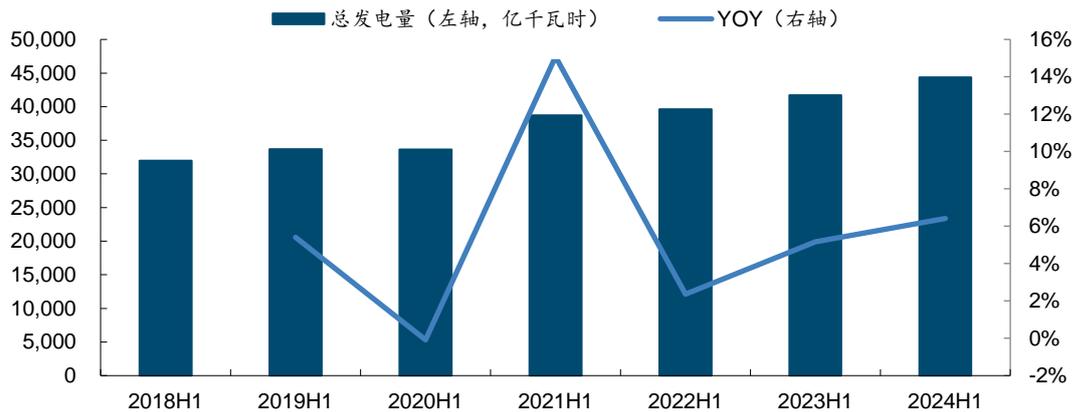
量：1H24 总发电量实现 6.4% 的同比增长，增速相比于 23 年继续扩大。1H23 分电源类型看，伴随装机量上升，光伏电量分别同比+27.1%；装机提升但来风情况弱于同期，使得风电电量同比+6.9%；来水大幅改善使得 1H24 水电电量同比+21.4%；核电因大修天数较多、有几组存在小修情况，1H24 电量基本持平，同比+0.1%。可再生能源电量挤占下，火电电量面临考验但仍维持了正增长，1H24 同比+1.7%。电力行业营收增速低于电量增速主因煤价下降、新能源电量占比提升共同作用下，平均电价下浮。

利：火电电量占比较高、在电力板块权重较大。受煤价下降、煤电容量补偿推出的影响，火电行业亏损面进一步减少，但部分地区的火电受水电挤占出现电量下滑、在年初长协电价签订时未得到充分考虑引发业绩增速下滑。水电行业受电量上升、总体业绩表现亮眼。新能源行业受市场化交易价格下滑的因素影响，总体上面临一定的业绩压力。

■ 概览——环保行业：

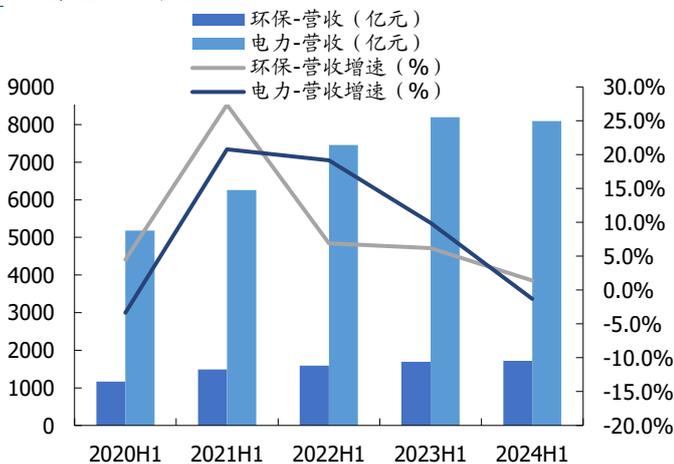
1H24 呈现营收增速与去年持平，而利润增速下滑趋势。一方面，经济弱复苏背景下，下游行业景气度情况影响订单释放；另一方面地方化债压力仍较大、运营类企业回款压力牙胶、计提坏账有所上升。

图表1：1H18~1H24 全国发电总量（左轴）及同比增速（右轴）



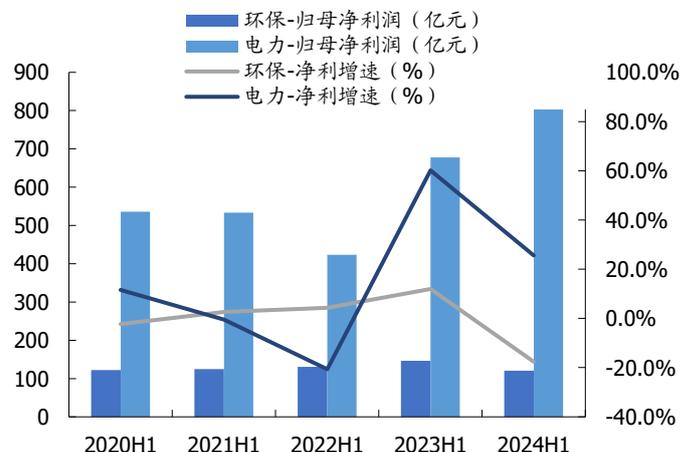
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表2：1H20~1H24 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3：1H20~1H24 电力、环保行业归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）



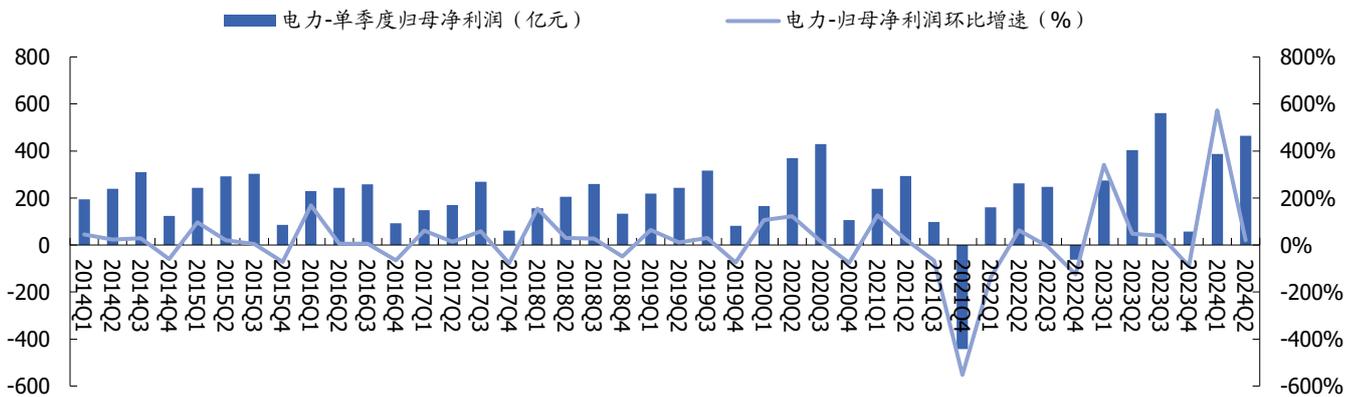
来源：Wind、国金证券研究所

■ 电力行业逐季追踪：Q2 利润扩大。电力行业利润存在季节性特点，Q2/Q3 为传统电

力需求旺季。今年来水显著改善对电力行业整体业绩起到支撑作用。新能源装机大幅提升、但由于市场化交易折价等因素影响，增利速度慢于增收的情况开始变得突出。火电业绩分化、华东地区电量电价坚挺、加之容量电价的补充，对火电利用小时数下降的影响起到了较好的对冲作用，在煤价下降背景下利润实现了较高增长。

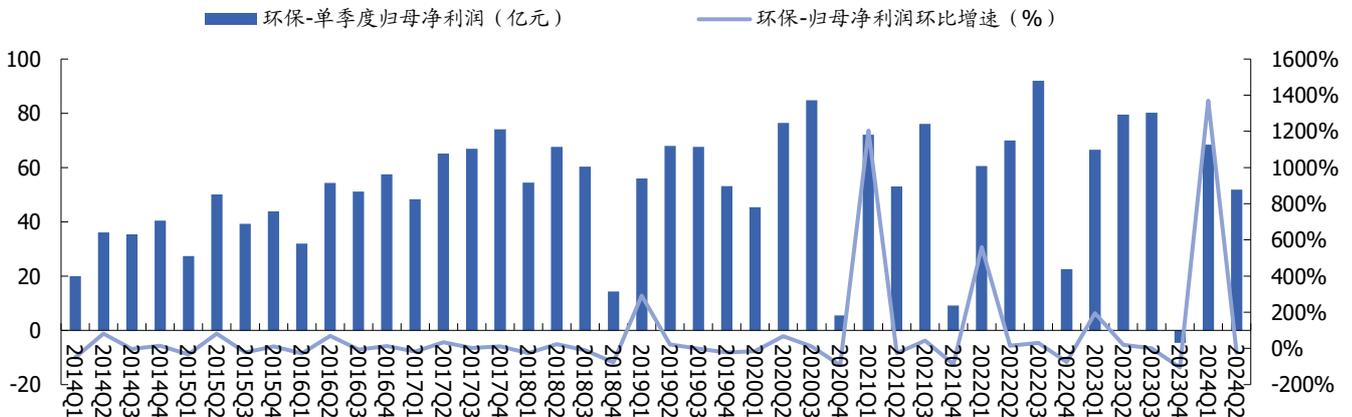
- 环保行业逐季追踪：业绩呈现季节性特点，每年 Q3 为全年业绩确认的高峰期。今年 Q2 未重现 22/23 两年环比提升的表现，或与宏观经济弱复苏、ToG 业务回款压力较大有关。

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

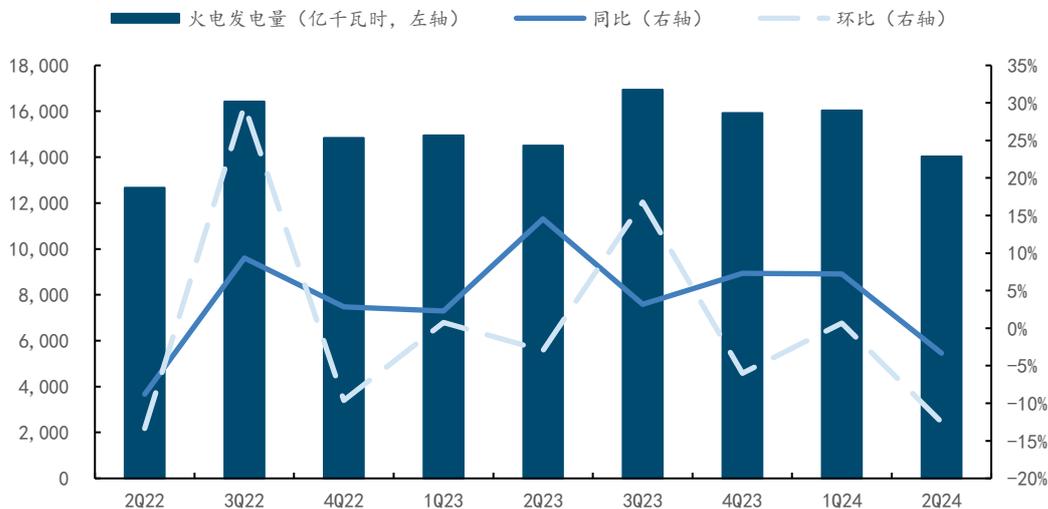
2、细分行业：各行业 1H24 整体表现分化

2.1 火电板块：可再生能源大发挤出火电电量，1H24 成本下行增利

- 1H24 可再生能源大发，火电发挥调节功能压降发电量让出消纳空间。1H24 火电发电量同比+2.0%，其中 2Q24 火电发电量同比-3.3%，主因：1) 上年同期来水偏枯导致水电出力不足，火电托底保供作用发电量基数较高；今年进入二季度后来水转丰，叠加南方持续雨水天气导致气温较去年同期偏低、迎峰度夏延迟开启，供需两方均对火电电量形成挤出效应。2) 能源清洁化转型持续推进，1H24 规上新能源电厂发电量同比+18.8%。火电作为具备灵活调节能力的传统主体电源，为适应新型电力系统转型更多地发挥调节功能，压降发电量为新能源电力让出消纳空间。
- 1H24 国内动力煤供需总体宽松，秦港市场煤价较上年同期下降约 148 元/吨。考虑到采暖季（11 月~3 月）能源保供任务较重，煤炭生产受到其他因素的干扰较少，因此通常能较为真实地反映最大生产能力。得益于煤矿大型产能释放，11M23 原煤日

产量同比进一步增加了76万吨/天，国内煤炭供应能力显著增强。虽然1~5M24国内原煤产量受超严安监等因素影响同比有所下降，但同期广义动力煤累计进口量同比+18.7%，有效补充了动力煤供应。叠加水电蓄水来水情况好于去年同期，1H24统调电厂存煤保持高位运行，国内动力煤市场价格震荡运行、中枢下移。

图表6: 2022-2024火电发电量(左轴)及同比、环比增速(右轴)



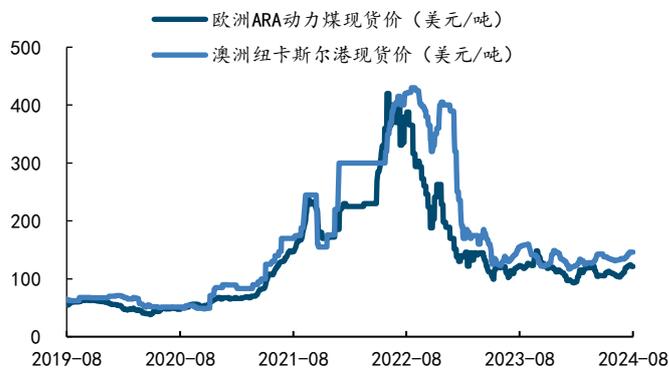
来源: iFind、国金证券研究所

图表7: 8M19-8M24 山东滕州坑口煤价与秦港动力煤平仓价走势



来源: iFind、国金证券研究所

图表8: 8M19-8M24 海外港口煤价走势

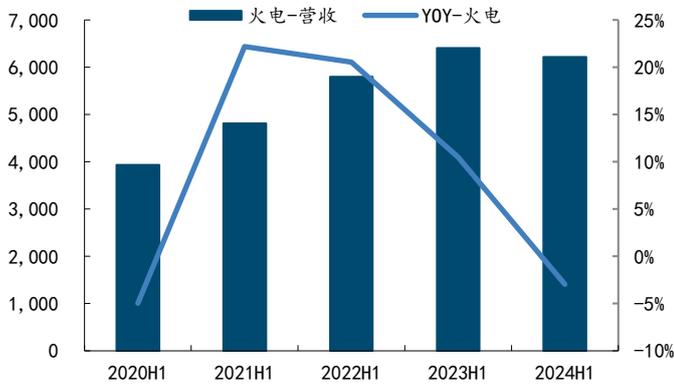


来源: iFind、国金证券研究所

- 2024 电量、电价均同比下降，1H24 火电行业营收同比-3.0%。1H21~1H23 受宏观经济复苏及极端天气影响，火电需求景气；并且受地缘政治因素影响，发电用煤成本持续高企，支撑火电发电量与上网电价保持高位运行、火电行业营收连续高增。然而，再煤炭保供增产政策的持续发力以及能源清洁化转型的持续推进下，煤炭及电力供需紧张局势都有所缓解；叠加进入 2024 后来水情况同比大幅改善，传统用电淡季恰逢可再生能源大发冲击，全国电力供需总体平衡乃至偏松。在成本下行和电力供需趋松、市场化交易竞争加剧的背景下，火电发电量及上网电价同比均有所下滑。2024 全社会火电发电量同比-3.3%，而火电行业上市公司营收总和同比下降 8.8%。
- 燃料成本下降成为火电增利的关键因素。地缘政治因素对海外能源价格的边际影响有所缓解，国际一次能源价格逐步回归理性区间。5M23 起进口煤大量涌入补充国内煤炭供应，叠加大型煤炭产能释放持续增强我国煤炭自主供应能力，2024 年以来煤炭供需形势较过去 3 年明显趋松。此外，来水改善后水电出力大幅提升也压抑了电力行业的用煤需求，电煤长协覆盖率及履约情况良好，1H24 市场煤价在去年同期高基数较高的背景下同比下降约 148 元/吨。上网电价降幅小于燃料成本降幅，1H24 火电行业归母净利润仍然实现同比增长 48.0%。
- 2024 火电行业归母净利润同比增长 19.8%，3Q24 电量或成影响业绩的关键因素。由于 2023 年市场煤价自 5 月起才开始大幅下行，我们判断 2024 年市场煤价降幅将呈

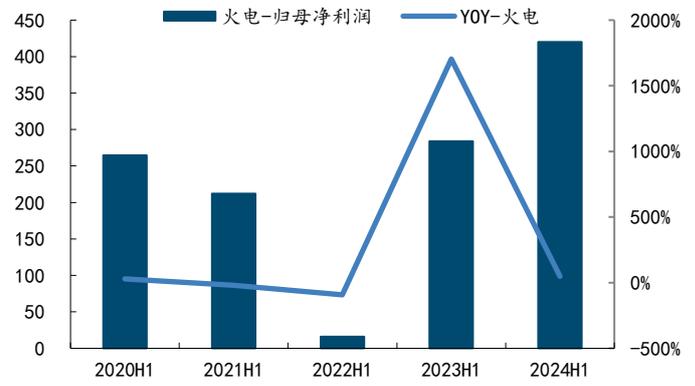
现前高后低的态势。考虑到当前迎峰度夏接近尾声而全社会动力煤库存仍然维持在较高水平，预计 3Q24 动力煤市场价格将延续窄幅震荡的走势；电价方面则大部分由中长期合同锁定，因此在成本与煤价总体平稳的情况下，发电量有望成为影响业绩增速的关键因素。7M24 全社会火电发电量降幅环比收窄，部分受持续高温天气影响的地区火电发电量甚至有望实现正增长，3Q24 火电行业业绩有望保持双位数增长。

图表9：1H20-1H24 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



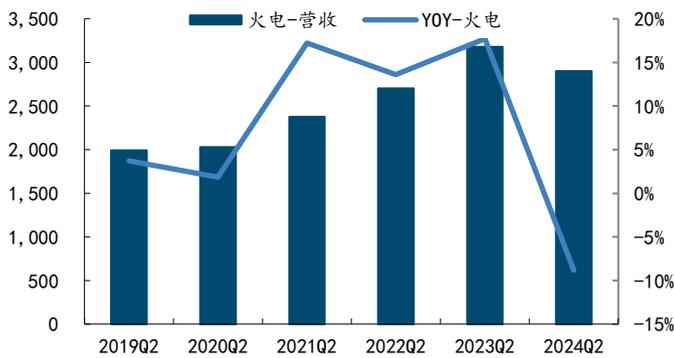
来源：Wind、国金证券研究所

图表10：1H20-1H24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



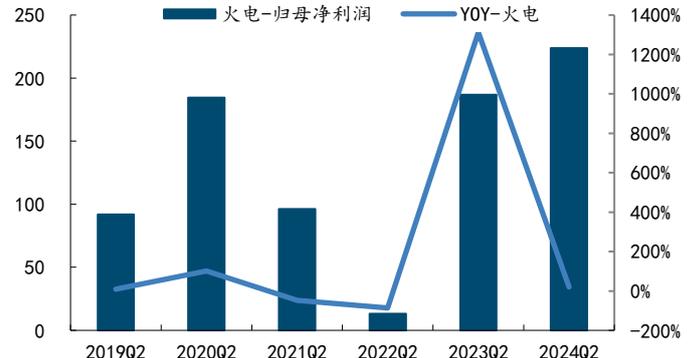
来源：Wind、国金证券研究所

图表11：2Q19-2Q24 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

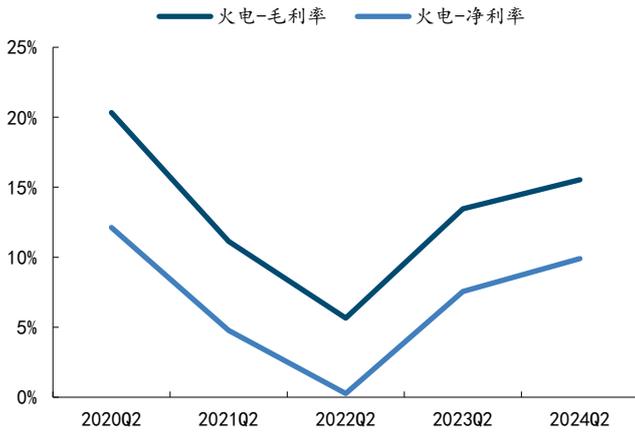
图表12：2Q19-2Q24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



来源：Wind、国金证券研究所

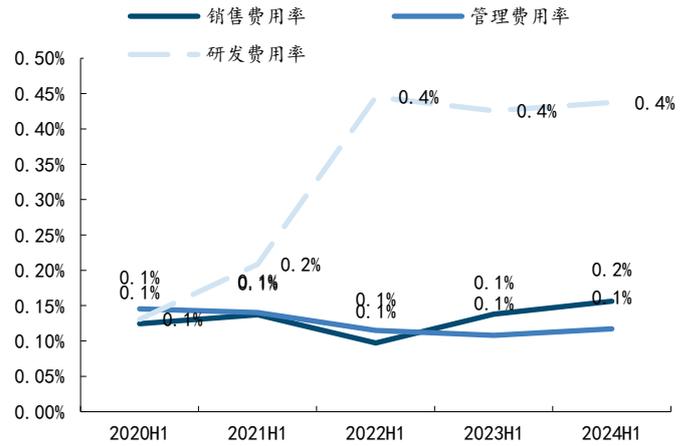
- 2Q24 火电行业毛利率及净利率同比、环比继续改善。1) 从成本端看，2023 年以来动力煤供需格局持续改善的背景下，迎峰度冬旺季期间动力煤市场价高点约 1035 元/吨，较 2022 年迎峰度冬期间的高点 1628 元/吨下降近 600 元/吨；在去年同期高基数的影响下，1H24 港口市场煤价同比降幅达约 148 元/吨。2) 从销售端看，市场煤价中枢下移使得成本对电价的支撑效果减弱，但得益于 11M23 出台的煤电容量电价机制，2Q24 在火电发电量同比下滑的情况下，全国性火电企业仍然实现了综合上网电价的总体稳定。总体而言，综合上网电价降幅小于煤价降幅是二季度火电行业盈利改善的主要原因。
- 经营性现金流净额同比显著增加，销售及研发费用率上行。受益于煤价下行，火电企业燃料成本支出大幅下降，带来经营性现金净额同比显著增加。经营性现金流改善带来偿债能力提升，反映到资产负债端表现为火电行业资产负债率同比温和下降约 1.3pct。另外，火电企业为适应电力市场化改革持续深化的新形势，纷纷提升电力销售方面的费用支出，使得行业整体销售费用率提升。同时，为适应能源清洁化转型的总目标、探索煤电碳减排技术，近 2 年火电行业研发费用率成逐年提升态势。

图13: 2020~2024 火电行业毛利率及净利率



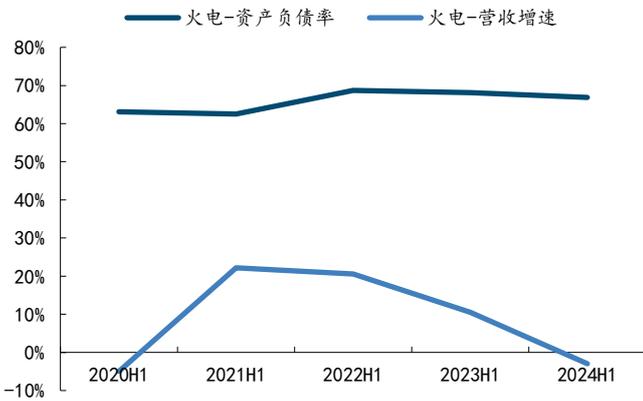
来源: Wind、国金证券研究所

图14: 1H20~1H24 火电行业销售、管理及研发费率



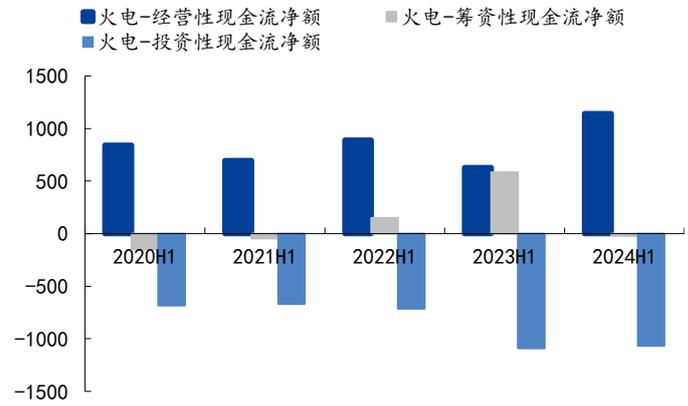
来源: Wind、国金证券研究所

图15: 1H20~1H24 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16: 1H20~1H24 火电行业现金流净额 (亿元)



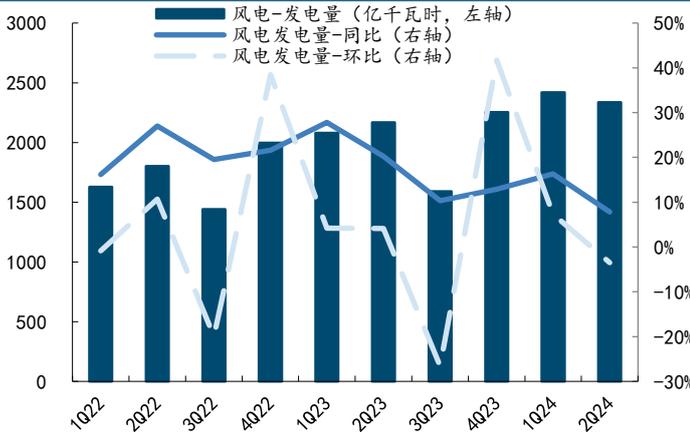
来源: Wind、国金证券研究所

2.2 新能源板块: 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

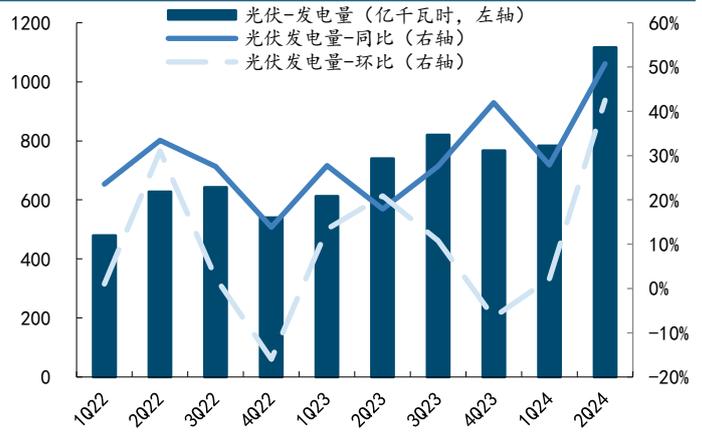
- 1H24 风资源同比转弱, 风力发电量增长主要归因于新增装机量同比继续高增。
- ✓ 1H23 风力发电量同比增长 12%。从新增装机量来看, 1H24 风电装机累计增加值同比 +12.4%, 截至 6M24 月底全国风电累计并网容量达到 4.67 亿千瓦、同比+20%, 其中陆上风电 4.29 亿千瓦、海上风电 3817 万千瓦; 从风电利用效率来看, 24 年风资源同比转弱, 风电利用小时数同比下滑 103 小时、降幅为 8.3%。
- ✓ 聚焦 2Q24, 风电发电量同比增长 7.8%、增速环比放缓 8.5pct, 增速放缓主要由于 2Q24 利用小时同比降幅环比 1Q24 进一步提升 10.4pct, 且新增装机同比增幅环比 1Q24 收窄 66.9pct。
- 1H24 光伏发电量高增主要受装机增长驱动, 2Q24 利用小时同比降幅收窄、发电量增速环比提升。
- ✓ 1H24 光伏装机量高增驱动发电量显著增加。从光伏利用效率来看, 受大规模光伏装机并网运行拉低光伏系统利用率、降水同比转好驱使光电资源转弱的影响, 1H24 光伏利用小时数同比下滑 32 小时、降幅为 4.9%。发电量增长主要由装机增长驱动, 1H24 年光伏新增装机容量 10248 万千瓦、同比增长 30.7%; 分布光伏式依然是光伏装机增长的主要驱动引擎, 1H24 新增分布式并网容量 5288 万千瓦、同比增长 29.1%、对光伏总装机的增量贡献率达 51.8%, 驱动 1H24 光伏装机总容量同比+51.7%、发电量同比提升 40.4%。
- ✓ 聚焦 2Q24, 光伏发电量同比增长 50.7%、增速环比加快 22.8pct。增速加快主要由于 2Q24 在光伏新增装机同比+26.8%的基础上, 利用小时同比降幅环比 1Q24 收窄

10.4pct。

图表17: 1Q22-2Q24 风电发电量及变化趋势



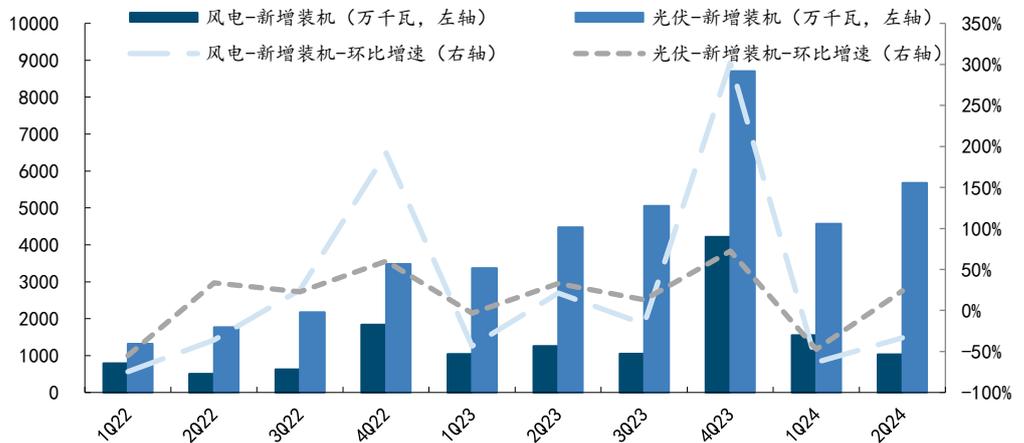
图表18: 1Q22-2Q24 光伏发电量及变化趋势



来源: Wind, 国金证券研究

来源: Wind, 国金证券研究所

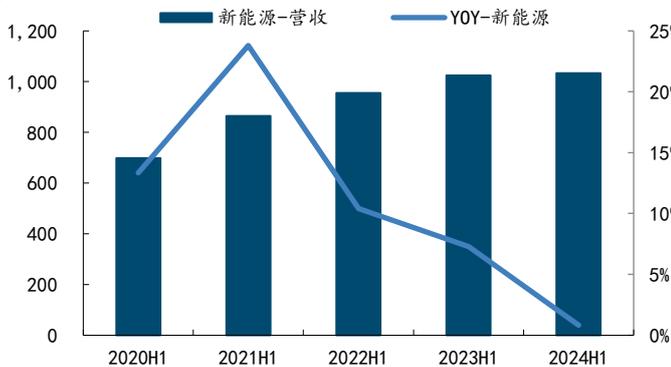
图表19: 1Q22-2Q24 新能源装机增量及变化趋势



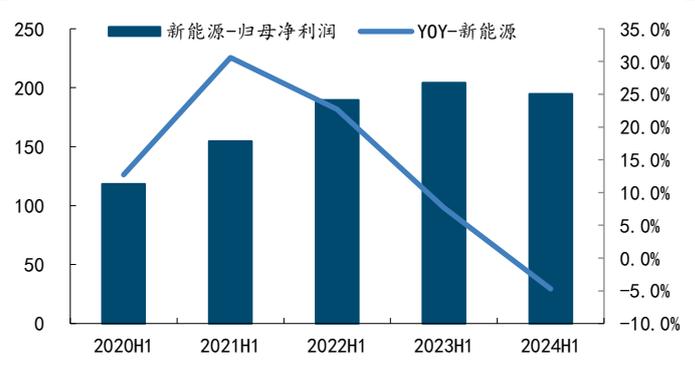
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 近五年新能源发电行业营收持续放缓, 1H24 年利润增速转负。近年营收持续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 1H24 风电、光伏自然资源转弱影响装机利用效率, 以及补贴退坡后风电平价进程推进, 市场化交易电量增多后产生一定折价, 以上原因共同使得风电平均上网电价呈下降趋势。

图表20: 1H20-1H24 新能源行业营收及同比增速 (亿元, %)



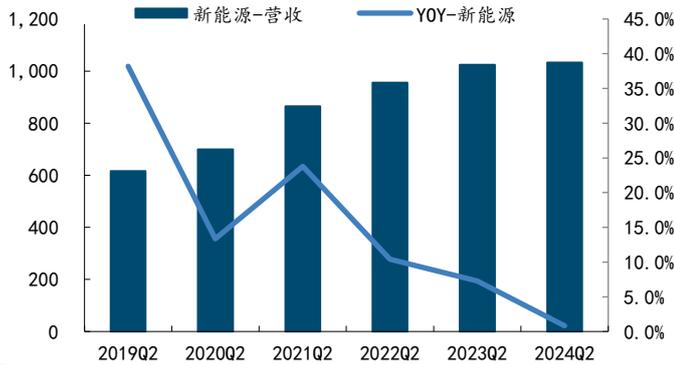
图表21: 1H20-1H24 新能源行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

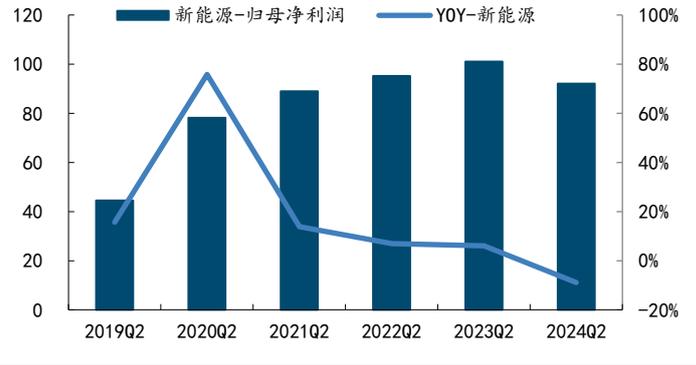
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 2019-2024 新能源行业营收及同比增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

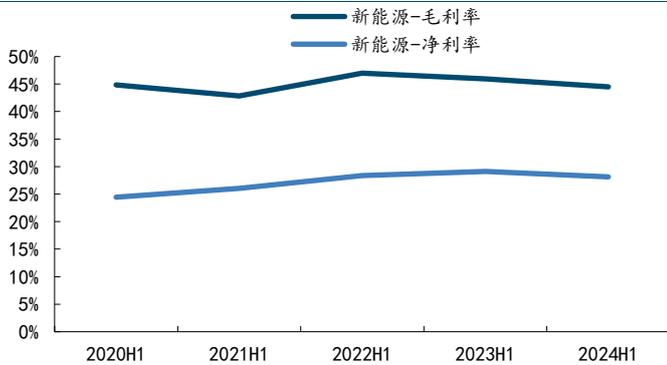
图表23: 2019-2024 新能源行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

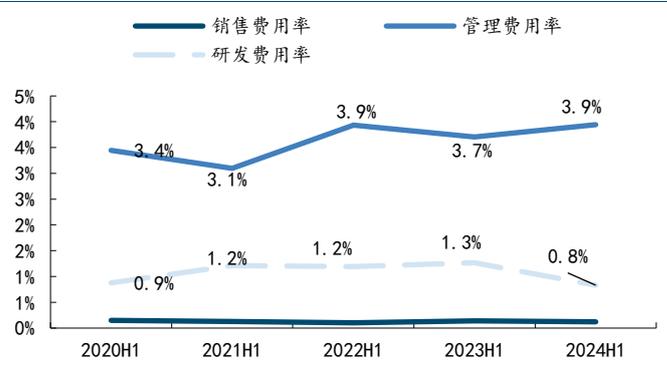
- 22H1-24H1, 新能源发电行业毛利率、净利率相对平稳, 1H24 分别小幅下滑 1.5pct、1pct, 主因: 1) 自然资源转弱影响机组发电效率, 2) 新能源平价上网, 市场化折价; 但利润率降幅总体可控, 主因: 1) 风机、光伏组件持续降本; 2) 1H24 部分地区电力供需偏紧格局下市场电价坚挺, 平抑部分新能源项目平价上网导致电价下降的影响。
- 24 年总体费用率同比下滑, 驱动净利率维稳。随着行业技术发展逐步成熟, 1H24 新能源发电行业研发费用率同比降低 0.4pct; 管理费用率同比+0.2pct, 主要由于营收增速下滑明显; 销售费用率持续维持稳定。三费率 1H24 整体下滑 1.0pct, 使得在平均电价下滑时, 净利率仍然基本维稳、仅小幅下行 1.0pct。
- 受到营收增速显著收窄的影响, 1H23 新能源发电行业盈利增长承压, 经营性现金流净额实现近三年首次负增长, 但总体资产负债率保持稳定。

图表24: 1H20-1H24 新能源行业毛利率及净利率



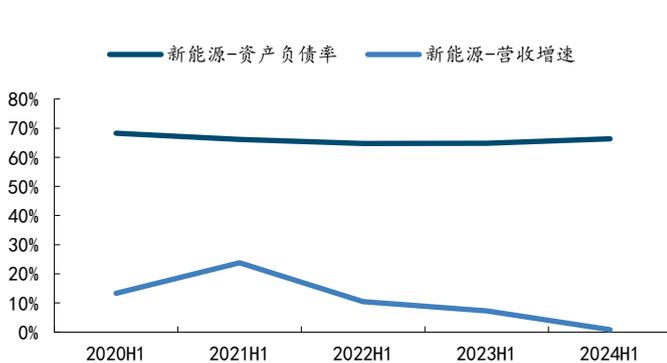
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 1H20-1H24 新能源行业销售、管理及研发费率



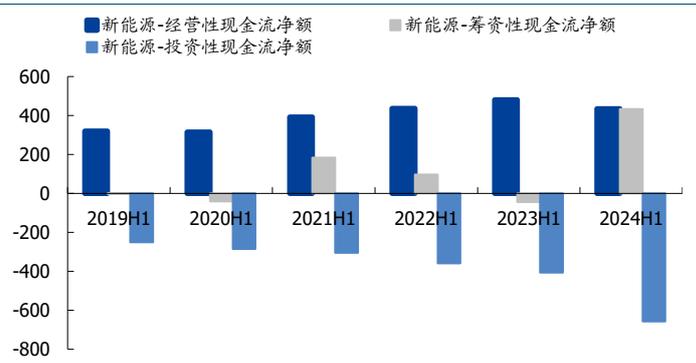
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 1H20-1H24 新能源行业资产负债率和营收增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 1H19-1H24 年新能源行业现金流净额 (亿元)

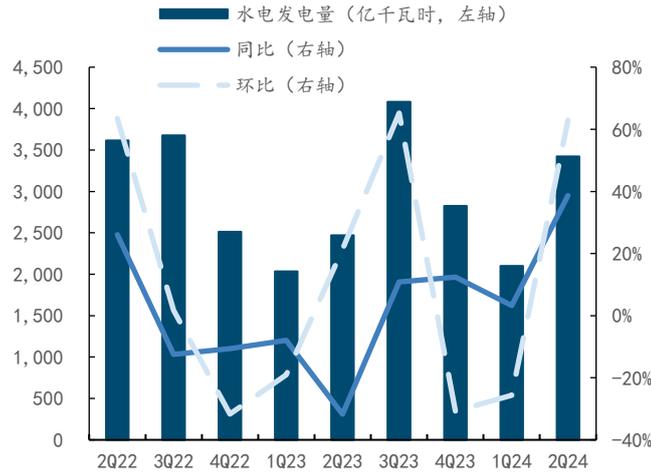


来源: Wind, 国金证券研究所

2.3 水电板块：来水改善、电量增发带来业绩增长，电价结构性下降

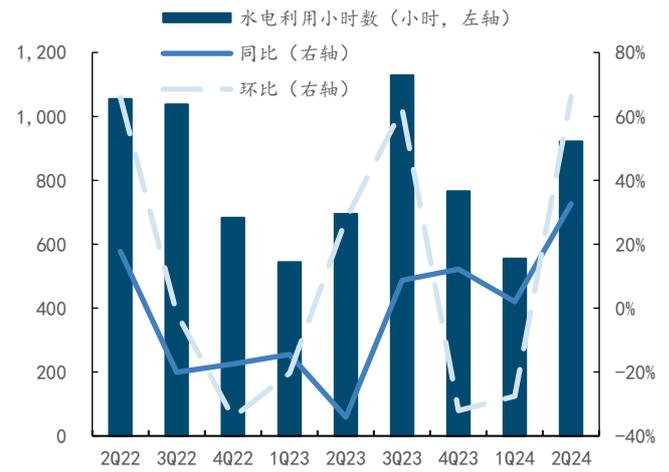
- 2024 来水转丰叠加去年同期低基数的影响下，水电发电量同比大增 38.7%。2023 西南出现旱情来水极端偏枯，叠加 2022 汛期来水偏枯导致未能如期完成蓄水计划，导致发电量承压。2024 来水情况大幅改善，水电发电量、利用小时数分别同比增加 38.7%、32.7%。7 月延续来水偏丰态势，8 月长江中下游地区在副高控制下降水量转少，但前期来水偏丰使得上游控制型水库水位仍高于去年同期，预计 2024 年完成蓄水计划的难度不大。

图表28：2022-2024 水电发电量（左轴）及同比、环比增速（右轴）



来源：iFind、国金证券研究所

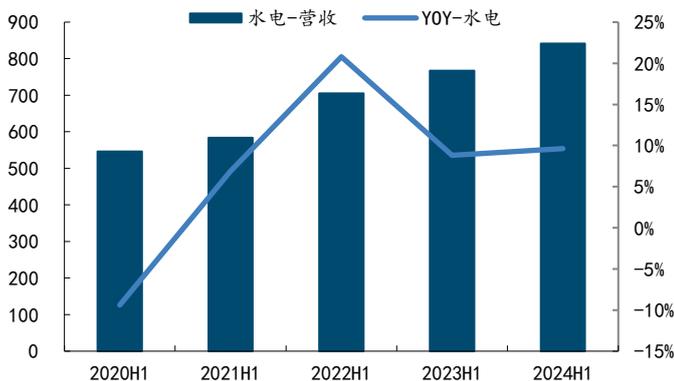
图表29：2022-2024 水电利用小时数



来源：iFind、国金证券研究所

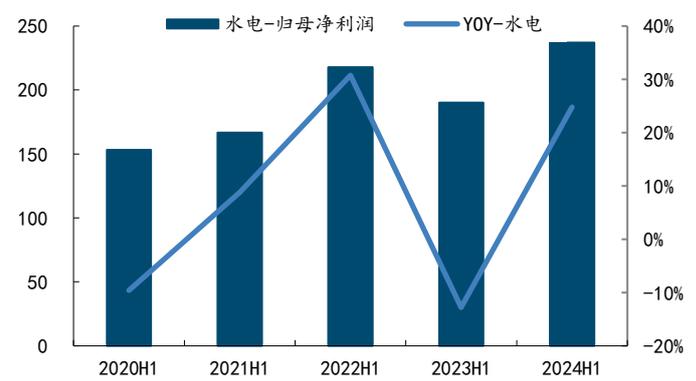
- 1H24 来水改善驱动电量高增，增收同时摊薄度电固定成本增利。1H24 全国水电发电量同比增加 22.7%，但水电行业上市公司营收仅同比+9.6%，主因增发电量享受汛期电价致使低价电量占比提升、平均上网电价结构性下降。归母净利润同比+24.8%，主因水电行业主要成本为折旧和财务费用，其中折旧费用为固定成本，水电电量增加有助于摊薄度电固定成本；而财务费用方面则受益于降息的大环境，水电行业各家公司抓住窗口期降低融资成本、节省利息支出。

图表30：1H20-1H24 水电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴，%）



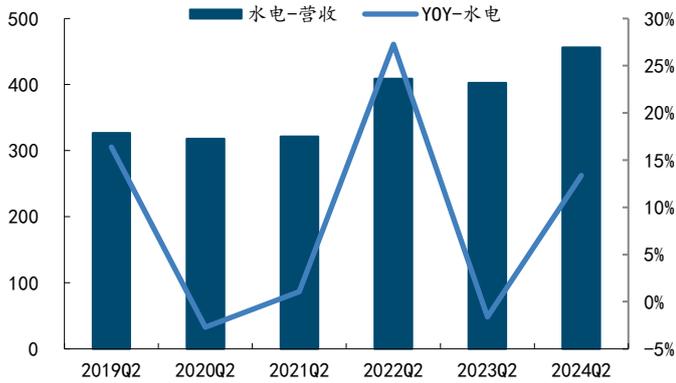
来源：Wind、国金证券研究所

图表31：1H20-1H24 水电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴，%）

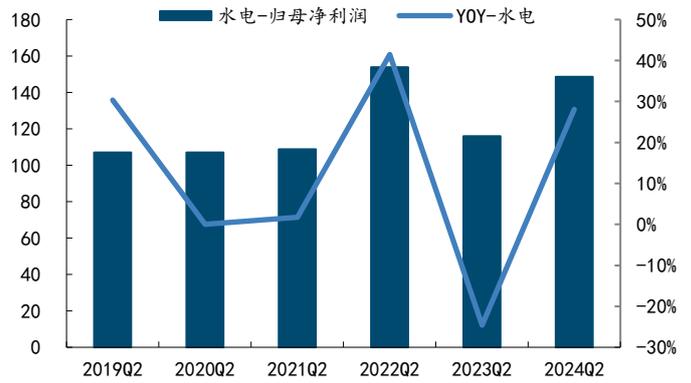


来源：Wind、国金证券研究所

图表32: 2019-2024 水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴, %)



图表33: 2019-2024 水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴, %)

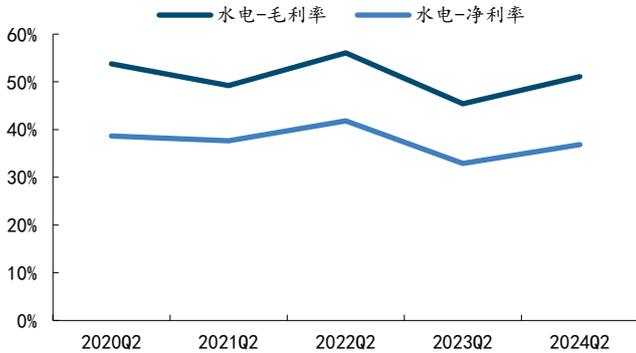


来源: Wind、国金证券研究所

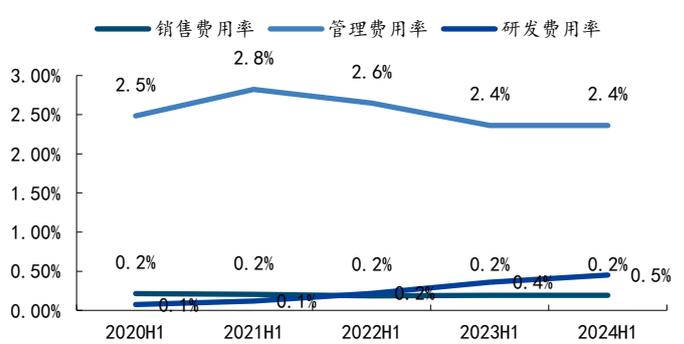
来源: Wind、国金证券研究所

■ 2024 水电毛利率、净利润同比、环比均上升。如前所述，水电的商业模式决定了其固定成本占比的特征。1H23 水电行业中权重较高的长江电力新并表乌东德和白鹤滩两座电站，并且白鹤滩电站首年转固开始计提折旧，又恰逢来水偏枯电量承压，导致水电行业整体毛利率、净利率同比降幅较大。1H24 水电行业无新增大型电站转固开始计提折旧，水电行业固定成本总体稳定的情况下发电量同比高增；上网电价虽同比下滑但电量增发对水电行业增利的正面影响更大，2024 水电行业毛利率、净利率分别同比+5.7、+4.0pct。费用率方面，考虑到剩余技术可开发水电资源集中在西南地区，技术难度更大、经济指标更严苛，近年来水电行业研发费用率持续提升。另外，1H24 水电行业筹资性现金流净额及投资性现金流支出大幅减少，主要是去年同期长江电力收购乌白电站相关的一次性影响不再。

图表34: 2020-2H24 水电行业毛利率及净利率



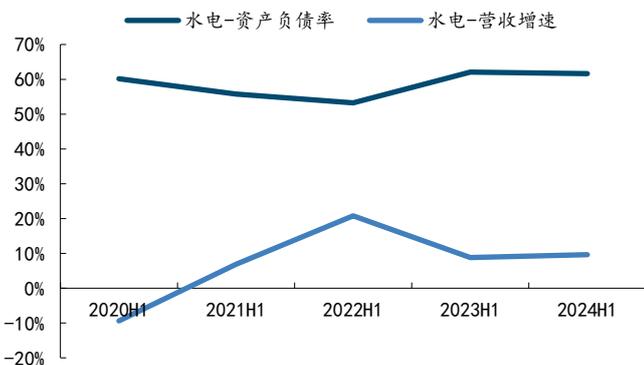
图表35: 1H20-1H24 水电行业销售、管理及研发费率



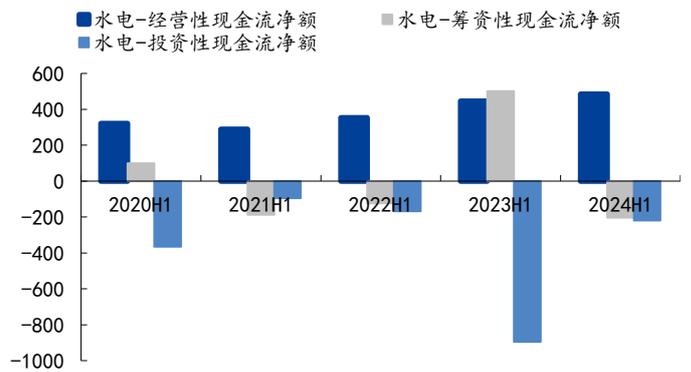
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 1H20-1H24 水电行业资产负债率和营收增速



图表37: 1H20-1H24 水电行业现金流净额 (亿元)



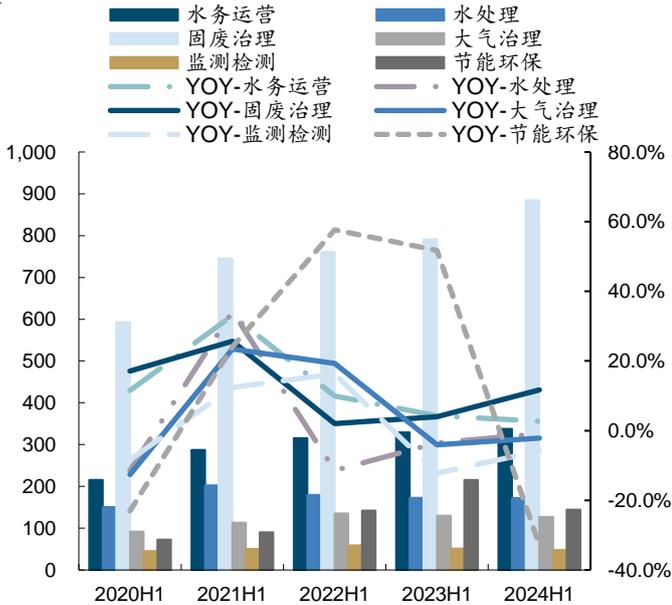
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2.4 环保板块：1H24 固废板块表现稳健

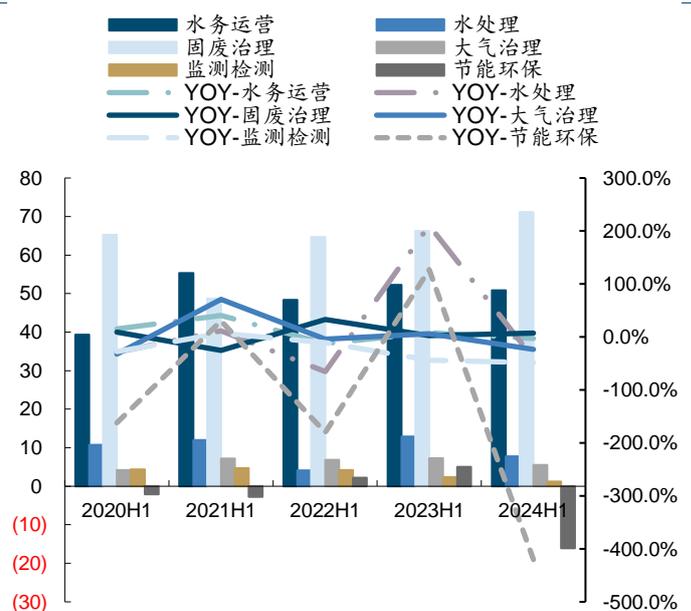
- 1H24 固废治理板块实现营收净利正增长。1H24 固废治理板块总体营收实现同比+11.7%、净利润实现同比+7.3%，在诸多业绩下滑板块中表现优异。一方面，垃圾焚烧国内及出海扩增产能释放，贡献业绩增量；另一方面，设备更新及以旧换新顶层设计下带来电废拆解、汽车及动力电池拆解的新一波需求。
- 继续看好焚烧发电资产及 ToB 商业模式转型。运营类资产具备稳定收益预期，海外东南亚市场空间广阔、行业同时仍具备成长性。部分公司积极把握时代风口，转变为 ToB 的商业模式，开拓酒糟资源化、电池回收利用等资源再生业务。

图表38：1H20-1H24 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

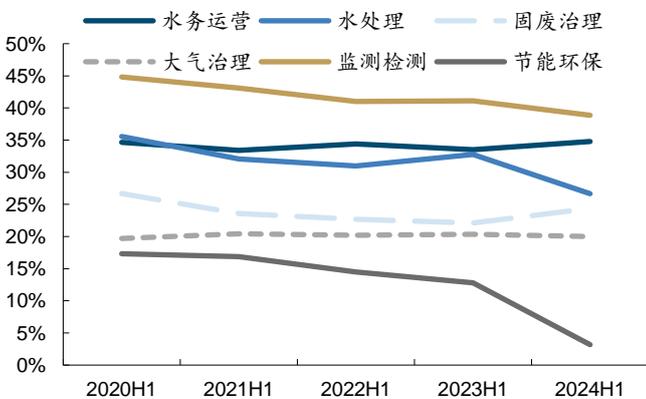
图表39：1H20-1H24 环保细分行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



来源：Wind、国金证券研究所

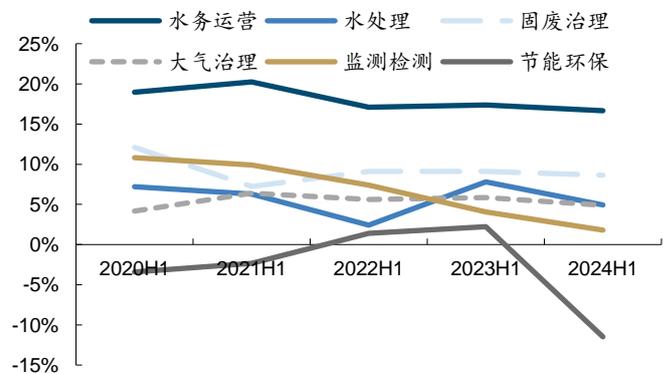
- 公用事业涨价逻辑于毛利率端有所验证。1H24 固废处理板块平均毛利率为 24.4%，相比 1H23 同比+2.4pct；1H24 水务运营板块平均毛利率为 34.8%，相比 1H23 同比+2.0pct。预计毛利率上行一方面由于处理量恢复、经营杠杆提升；另一方面由于水价调整、出海项目盈利能力高于国内等因素影响。
- 运营类资产净利率尚未同步上升。受应收账款拖累等因素影响，水务/固废运营类企业的净利率并未与毛利率同步上升。

图表40：1H20~1H24 环保细分行业毛利率



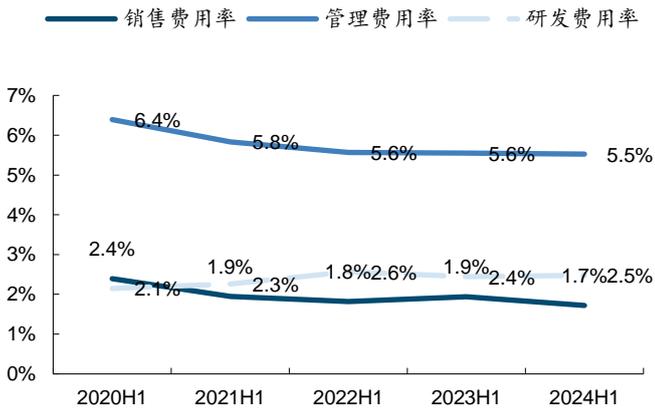
来源：Wind、国金证券研究所

图表41：1H20~1H24 环保细分行业净利率



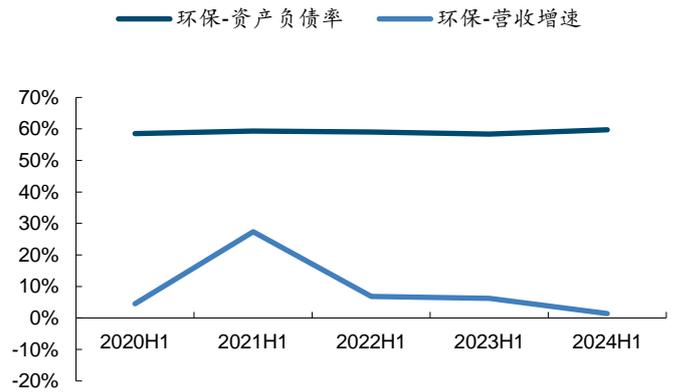
来源：Wind、国金证券研究所

图表42: 1H20~1H24 环保行业费率



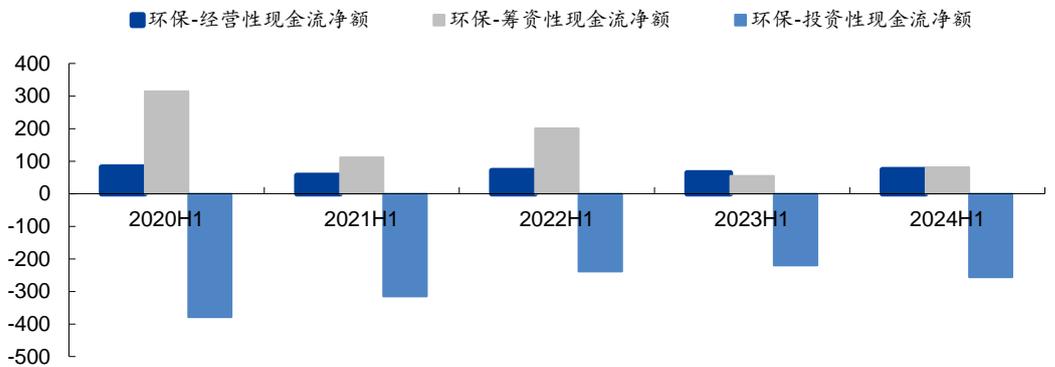
来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 1H20~1H24 环保行业资产负债率及营收增速



来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 1H20~1H24 环保行业现金流净额 (亿元)

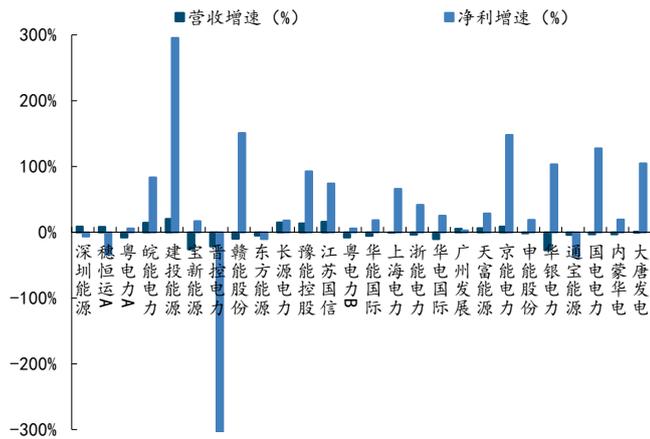


来源: Wind、国金证券研究所

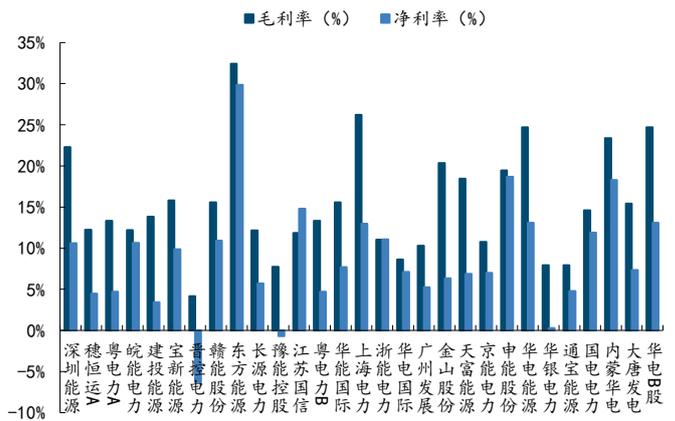
3、细分主要标的：分化格局更显竞争优势

- 火电板块：1H24 坑口煤价降幅大于港口煤价，内陆火电企业增利幅度大于沿海。如我们在上一章中所分析，1H24 火电板块盈利改善主要由燃料成本下行驱动。2024 上半年来看，秦皇岛动力煤平仓价及山东动力煤坑口价分别同比下降约 148 元/吨和 216 元/吨。因此，用煤结构以坑口煤为主的内陆火电企业在 1H24 增利幅度更大。从 1H24 火电行业毛利率、净利率情况来看，清洁能源占比较高（包括燃气机组）的“火绿联营”或“煤电联营”发电企业毛利率较高。另外，从电量角度看，水电大省本地及水电外送主要受电省份 2024 火电发电空间受挤压的程度较高，而内陆地区电力供应结构中水电占比较小，因此火电发电量受到挤出效应的影响也较小。
- ✓ 以河北省地方性火电企业建投能源为例，公司 1H24 实现营收 107.2 亿元，同比+20.0%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比+295.6%；毛利率和净利率水平分别达到了 13.8%、3.4%，环比 2023 全年分别+2.0pct、+2.5pct。

图表45: 1H24火电公司营收增速、净利增速比较



图表46: 1H24火电公司毛利率、净利率比较

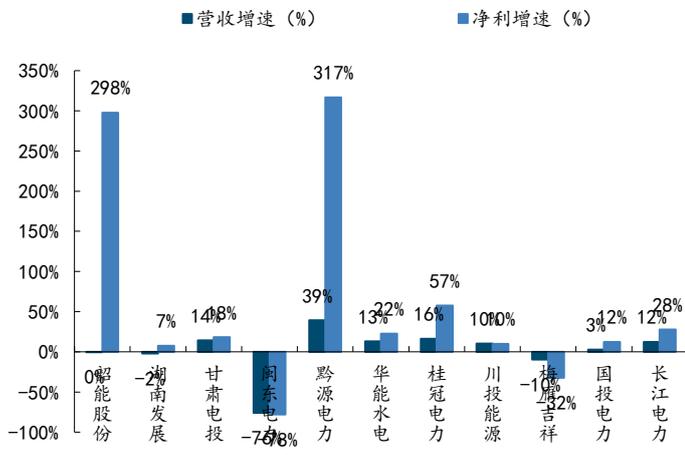


来源: Wind、国金证券研究所

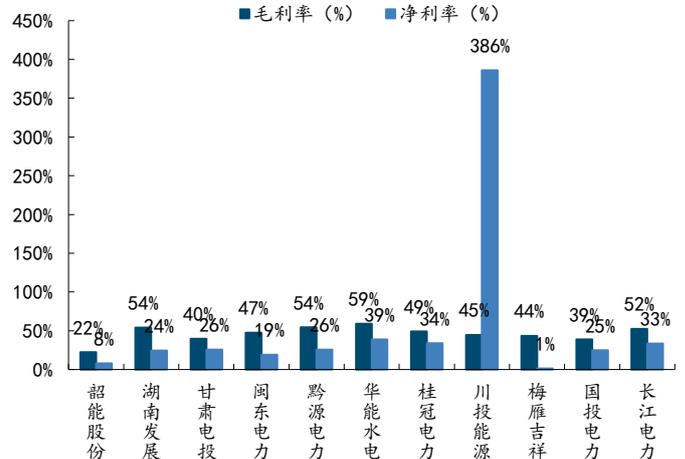
来源: Wind、国金证券研究所

- 水电板块: 2Q24 来水情况大幅改善, 1H24 水电行业普遍增利。水电的商业模式决定了其固定成本占比的特征, 电量增发有助于摊薄度电固定成本; 另一占据水电行业成本大头的财务费用则受益于降息的大环境, 各企业抓住窗口期降低融资成本、节省利息支出, 带来业绩的进一步释放。
- ✓ 以长江电力为例, 1H24 公司公告乌东德水库来水较上年同期偏丰 11.4%; 三峡水库来水较上年同期偏丰 19.7%。受益于来水偏丰及上年枯期蓄水情况改善, 1H24 乌东德和三峡水电站发电量分别同比+18.4%和 25.4%。此外, 公司还通过降低带息负债规模和压低资金成本, 实现利息支出同比减少 6.8 亿元、降幅 10.6%。1H24 公司毛利率、净利率分别为 52.4%、33.3%, 同比 1H23 分别+2.5pct、+3.8pct。

图表47: 1H24水电公司营收增速、净利增速比较



图表48: 1H24水电公司毛利率、净利率比较



来源: Wind、国金证券研究所

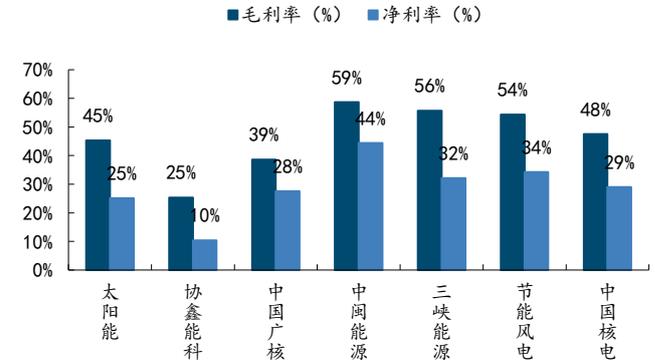
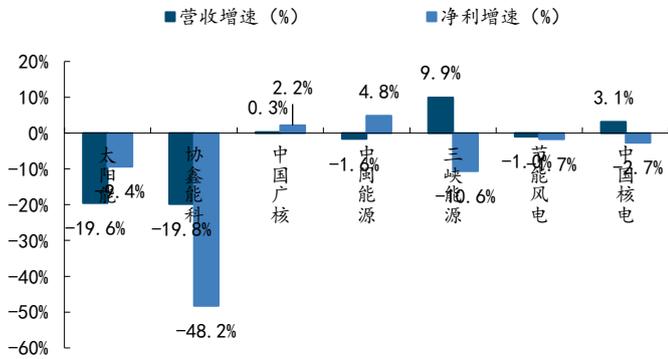
来源: Wind、国金证券研究所

- 风电板块: 1H24 风电装机量提升、但利用小时数下滑, 部分风电运营商营收增长承压。而装机增速较高的运营商营收仍能实现正增长, 如三峡能源 1H24 实现风电发电量 230.6 亿千瓦时、同比+12.0%, 促进风电收入同比+2.8%, 主因公司新增风电装机量 20.8 万千瓦 (尽管风电利用小时数同比-10 小时); 而公司利润短期增长承压主因营业成本同比增加 18.3%、增速较营收高 8.4pct, 具体因为 23 年新并网项目在报告期内陆续投产, 固定资产折旧及项目运营成本显著增加。
- 光伏板块: 平均电价下行、利用率降低使得部分光伏运营商业绩承压。以太阳能为例, 公司 1H24 营收、归母净利润同比分别-20%、-9%, 尽管运营装机容量同比+8.3%, 但由于弃光限电率同比增加使利用小时数同比下行-39.5 小时, 且平价项目占比提升、市场化竞争下电价同比-10%, 总业绩录得负增长。而装机增速较高、利用水平降幅较低运营商营收仍能实现正增长, 如三峡能源 1H24 光伏收入同比+27.1%, 主因装机规模大幅提升 88.3%刺激光伏发电量同比+73.3% (尽管光伏利用小时数同比-12 小时)。

- 核电板块：机组投产、运营情况为影响业绩的主要因素。以中国广核为例，1H24 公司营收、归母净利润同比分别+0.3%、+2.2%，主因 5M24 防城港 4 号机组高质量投产，使得公司 1H24 实现总上网电量 1060.1 亿千瓦时、同比+0.1%。中国核电受换料大修多于同期、福清 4 号机组小修的拖累，业绩短期有波动。

图表49：1H24 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较

图表50：1H24 新能源、核电公司毛利率、净利率比较



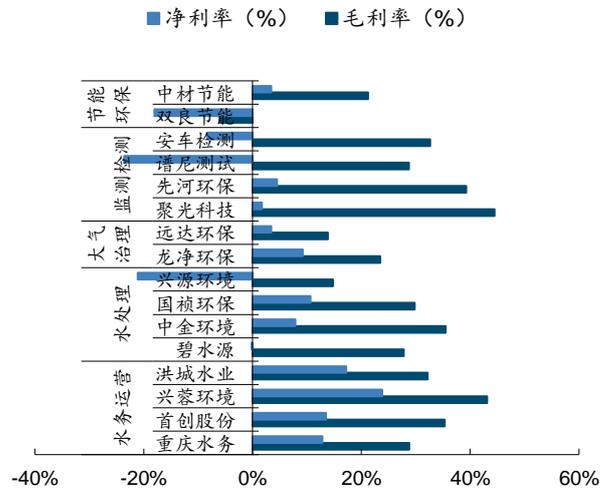
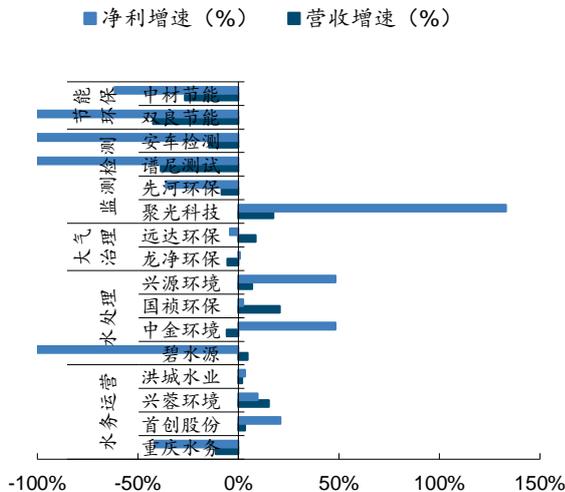
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 环保板块：固废板块总体表现较好，资源再生利用龙头企业格林美 1H24 实现营收增速 34%、实现归母净利润增速 70%，公司充分受益于电废拆解、汽车及动力电池拆解的相关利好政策释放，同时海外镍产能释放贡献增量业绩。

图表51：1H24 环保公司（不含固废处理）营收增速、净利增速比较

图表52：1H24 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

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 |