

# 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

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

## 水电环保引领，循环经济绽放

### 基本结论

■ 细分行业看：各行业 3Q24 业绩表现分化。

（1）火电：Q3 煤价降幅环比收窄，业绩短期承压下行。进入迎峰度夏旺季后，受持续高温天气和 8 月以来水边际转枯等因素影响，3Q24 火电发电量同比+2.6%、增速环比修复。而 3Q24 电价同比微降、煤价同比降幅大幅收窄，部分火电企业燃料成本下行幅度不足以弥补上网电价降幅，使得行业 Q3 虽营收同比+0.6%，但归母净利润同比-26.2%。

（2）新能源：Q3 装机高增、风资源同比略有转好助力发电量和业绩稳健增长。3Q24 风电利用小时数同比由负转正，叠加风光装机持续高增，驱动 Q3 风、光发电量分别同比提升 24.4%、43.1%。装机增长、发电设备成本下行驱动行业营收及净利润持续增长，但光伏利用小时维持负增长、新能源平价和市场化进程推进使行业业绩增速持续放缓。

（3）水电：来水改善+电价上涨，3Q24 量利齐升。虽然 Q3 存在高基数、8 月以来水情况边际转弱的不利因素，但得益于水电利用小时数同比仍录得+5.9%的增长、且 1-3Q24 常规水电装机容量增长 1.3%，使得 3Q24 水电发电量同比仍+10.6%，叠加龙头水电运营商电价同比提升（如长江电力），行业 Q3 实现营收同比+8.2%、归母净利润同比+20.5%。

（4）环保：3Q24 水务运营板块盈利能力向上，凸显下游需求偏弱时运营类资产的防御属性；需继续关注“以旧换新”政策下固废板块 ToB 模式的电废拆解赛道、“政府化债”政策下运营类资产现金流改善预期。

■ 细分主要标的看：分化格局更显竞争优势。

（1）火电：电量增速区域分化，两个联营企业利润率更高。Q3 业绩增速领先的企业主要聚焦于高温天气影响较大的长三角、川渝及湖北地区的地方性火电企业，以及坑口煤价降幅大于港口煤背景下、用煤结构以坑口煤为主的内陆火电企业；以湖北省区域性火电长源电力为例，公司 3Q24 营收、归母同比分别+32.8%、+76.2%，充分体现业绩优势。从利润率情况来看，Q3 “火绿联营”和“煤电联营”的火电企业毛利率更高。

（2）绿电：风电、光伏运营商业绩有所分化。Q3 风资源同比略有转好后，叠加装机增长，部分风电企业业绩好转，如三峡能源 Q3 归母同比转正、增幅达 14.7%，利润端有所改善。而平均电价下行、利用率降低使得部分光伏运营商业绩仍承压，如太阳能 3Q24 营收、归母净利润同比分别-36.6%、-13.5%，业绩降幅环比上半年有所扩大。

（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 1-3Q24 营收、归母净利润同比分别+4%、+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。

（4）水电：8M24 起旱涝急转暂未扭转 1-3Q24 来水总体偏丰的形势，水电行业普遍增收且增利。以长江电力为例，3Q24 乌东德、三峡水库来水总量延续同比偏丰趋势，叠加平均上网电价同比上涨，量价齐升带动 3Q24 公司营收同比+17.3%、净利率同比+5.8pcts。

（5）环保：电废拆解与环保运营类公司业绩表现领先行业。以玉禾田为例：公司 1-3Q24 实现营收/净利增长 17%/11%。3Q24 应收账款端存在边际好转。

### 投资建议

火电：建议关注供需偏紧区域、积极承担省内保供任务且资产优质的地方龙头火电皖能电力。水电：建议关注水电运营商龙头长江电力。新能源发电：建议关注新能源龙头龙源电力（H）。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：建议关注环卫运营龙头玉禾田。

### 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年三季报概览 .....	4
2、细分行业：各行业3Q24迎来不同程度改善 .....	5
2.1 火电板块：Q3 煤价降幅环比收窄，业绩短期承压下行 .....	5
2.2 新能源板块：Q3 装机高增、风资源同比略有转好助发电量和业绩稳健增长 .....	8
2.3 水电板块：来水改善+电价上涨，3Q24 量利齐升 .....	11
2.4 环保板块：3Q24 水务运营板块盈利能力向上 .....	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 1：1~3Q18 至 1~3Q24 全国发电总量（左轴）及同比增速（右轴） .....	4
图表 2：1~3Q20 至 1~3Q24 电力、环保行业营收（左轴）及同比增速（右轴） .....	4
图表 3：1~3Q20 至 1~3Q24 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 6：3Q22-3Q24 火电发电量（左轴）及同比、环比增速（右轴） .....	6
图表 7：10M19-10M24 山东滕州坑口煤价与秦港动力煤平仓价走势 .....	6
图表 8：10M19-10M24 海外港口煤价走势 .....	6
图表 9：1~3Q20-1~3Q24 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 10：1~3Q20-1~3Q24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 11：3Q20-3Q24 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 12：3Q20-3Q24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴） .....	7
图表 13：3Q20-3Q24 火电行业毛利率及净利率 .....	8
图表 14：3Q20~3Q24 火电行业销售、管理及研发费率 .....	8
图表 15：1~3Q20-1~3Q24 火电行业资产负债率和营收增速 .....	8
图表 16：1~3Q20-1~3Q24 火电行业现金流净额（亿元） .....	8
图表 17：1Q22-3Q24 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 19：1Q22-3Q24 新能源装机增量及变化趋势 .....	9
图表 20：1~3Q20-1~3Q24 新能源行业营收（左轴）及同比增速（右轴）（亿元，%） .....	9
图表 21：1~3Q20-1~3Q24 新能源行业归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）（亿元，%） .....	9
图表 22：3Q20-3Q24 新能源行业营收（左轴）及同比增速（右轴）（亿元，%） .....	10
图表 23：3Q20-3Q24 新能源行业归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）（亿元，%） .....	10
图表 24：3Q20-3Q24 新能源行业毛利率及净利率 .....	10
图表 25：3Q20-3Q24 新能源行业销售、管理及研发费率 .....	10
图表 26：1~3Q20-1~3Q24 新能源行业资产负债率和营收增速 .....	10
图表 27：1~3Q20-1~3Q24 年新能源行业现金流净额（亿元） .....	10

图表 28:	3Q22-3Q24 水电发电量 (左轴) 及同比、环比增速 (右轴)	11
图表 29:	3Q22-3Q24 水电利用小时数	11
图表 30:	1~3Q20-1~3Q24 年水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	11
图表 31:	1~3Q20-1~3Q24 年水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	11
图表 32:	3Q20-3Q24 水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	12
图表 33:	3Q20-3Q24 水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	12
图表 34:	3Q20-3Q24 水电行业毛利率及净利率	12
图表 35:	3Q20-3Q24 水电行业销售、管理及研发费率	12
图表 36:	1~3Q20-1~3Q24 水电行业资产负债率和营收增速	12
图表 37:	1~3Q20-1~3Q24 水电行业现金流净额 (亿元)	12
图表 38:	1~3Q20 至 1~3Q24 环保细分行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	13
图表 39:	1~3Q20 至 1~3Q24 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:	1~3Q20 至 1~3Q24 环保细分行业毛利率	13
图表 41:	1~3Q20 至 1~3Q24 环保细分行业净利率	13
图表 42:	3Q20 至 3Q24 环保行业费率	14
图表 43:	1~3Q20 至 1~3Q24 环保行业资产负债率及营收增速	14
图表 44:	1~3Q20 至 1~3Q24 环保行业现金流净额 (亿元)	14
图表 45:	1~3Q24 火电公司营收增速、净利增速比较	15
图表 46:	1~3Q24 火电公司毛利率、净利率比较	15
图表 47:	1~3Q24 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较	15
图表 48:	1~3Q24 新能源、核电公司毛利率、净利率比较	15
图表 49:	1~3Q24 水电公司营收增速、净利增速比较	16
图表 50:	1~3Q24 水电公司毛利率、净利率比较	16
图表 51:	1~3Q24 环保公司 (不含固废处理) 营收增速、净利增速比较	16
图表 52:	1~3Q24 环保公司 (不含固废处理) 毛利率、净利率比较	16
图表 53:	1~3Q24 固废处理企业营收增速、净利增速比较	17
图表 54:	1~3Q24 固废处理企业毛利率、净利率比较	17

## 1、24 年三季度报概览

### ■ 概览——电力行业：

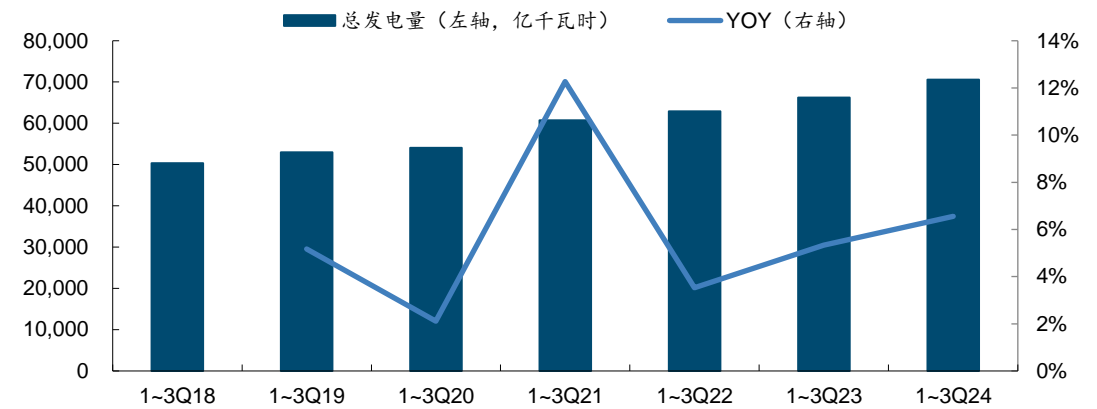
量：高温天气背景下，3Q24 用电同比增速扩大。单三季度分电源类型看，伴随装机容量扩大、风/光电量分别同比+24.4%、43.1%；进入 7 月来水相比上半年略有转枯迹象，增速环比回落，同比+10.6%；水落火起，火电支撑性作用凸显，电量同比+2.6%、环比+24%。

利：火电电量占大头，在电力板块权重较大。Q3 煤价的下跌趋于平稳，偶有出现上涨情况；而在今年年度长协价格向下、部分地区供需趋于宽松带来月度竞价偏低的背景下，叠加去年同期业绩的高基数，盈利增速有所放缓。

### ■ 概览——环保行业：

1~3Q24 呈现营收与利润增速下滑的趋势。继续关注“以旧换新”政策下固废板块 ToB 模式的电废拆解赛道、“政府化债”政策下运营类资产现金流改善预期。

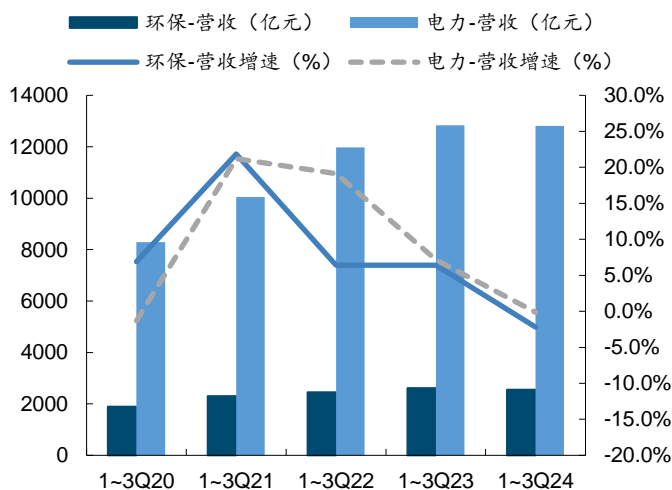
图表1：1~3Q18 至 1~3Q24 全国发电总量（左轴）及同比增速（右轴）



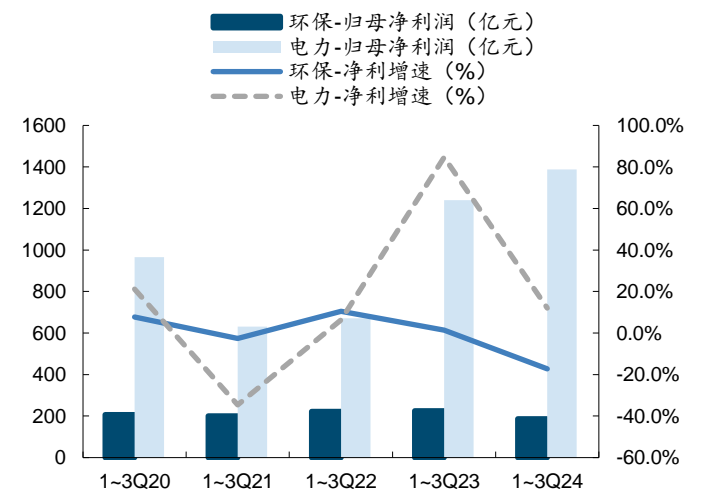
来源：国家统计局、ifind、国金证券研究所

图表2：1~3Q20 至 1~3Q24 电力、环保行业营收（左轴）及同比增速（右轴）

图表3：1~3Q20 至 1~3Q24 电力、环保行业归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）



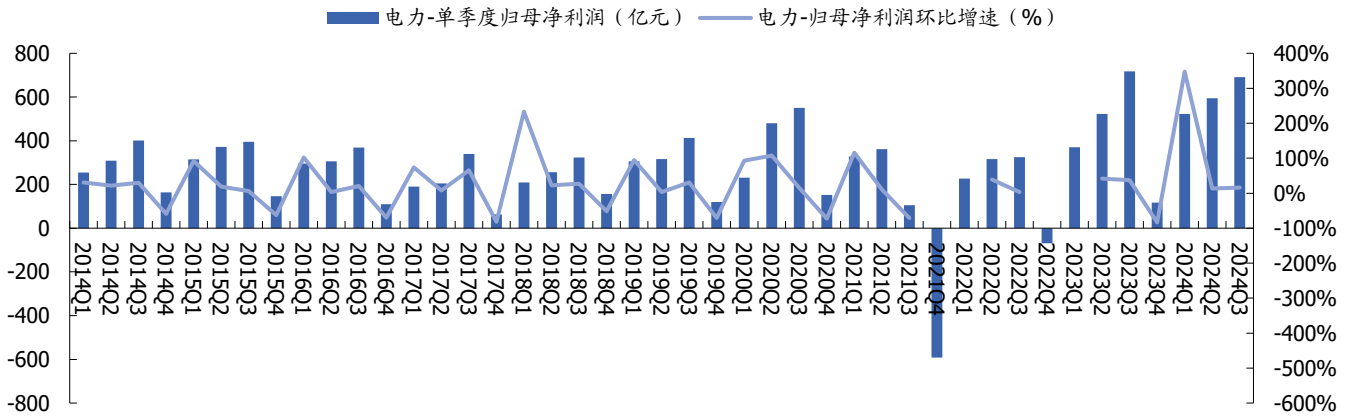
来源：ifind、国金证券研究所



来源：ifind、国金证券研究所

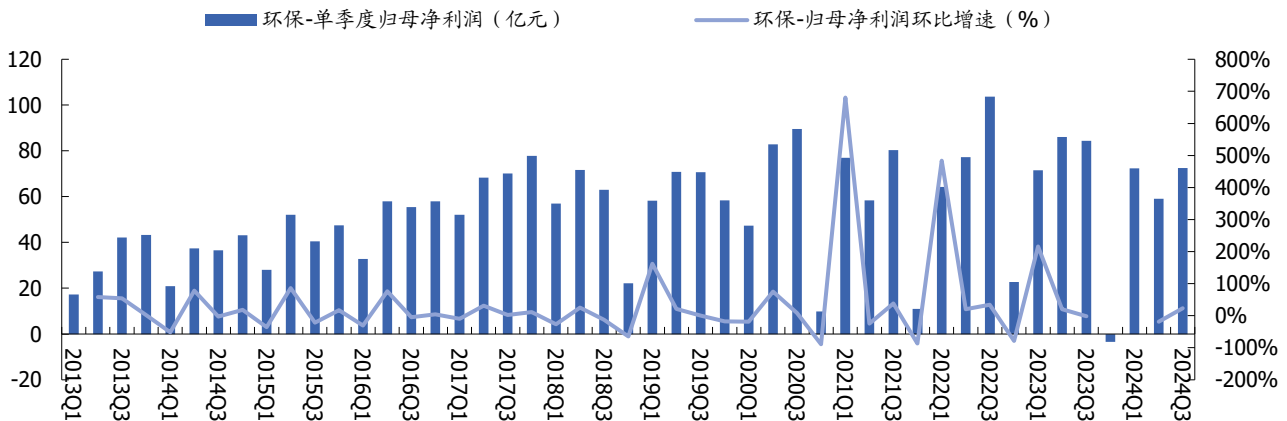
- 电力行业逐季追踪：利润环比稳步扩大。行业历年单季度利润增速峰值出现在 Q1，主因需求淡季、煤价处于低点。进入 Q3 以后煤价逐渐企稳，在去年同期高基数下，火电继续扩大利润增幅有限。
- 环保行业逐季追踪：业绩呈现季节性特点，每年 Q3 为全年业绩确认的高峰期，3Q24 利润端环比 Q2 略有提升。

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: ifind、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: ifind、国金证券研究所

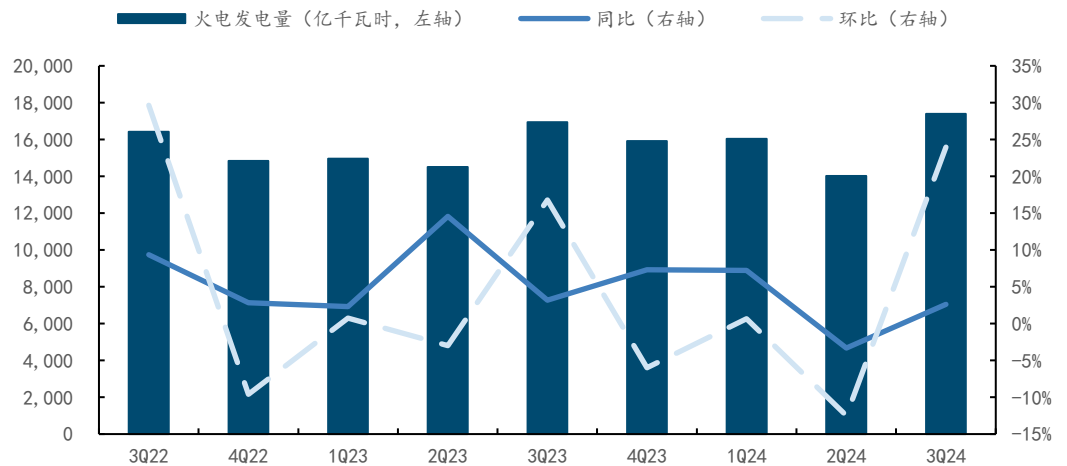
## 2、细分行业: 各行业 3Q24 迎来不同程度改善

### 2.1 火电板块: Q3 煤价降幅环比收窄, 业绩短期承压下行

- 进入迎峰度夏旺季后, 受持续高温天气和 8 月以来水边转枯等因素影响, 3Q24 火电发电量同比增速环比修复。1~3Q23 火电累计发电量同比+2.2%, 其中单 3Q23 火电发电量同比+2.6%。受 8、9M24 华东及川渝地区持续极端高温天气影响, 3Q24 全社会用电量同比增长 7.7%、增速环比回升 1.6pcts。在用电需求增速回升的同时, 来水情况自 8M24 起出现边际转枯迹象, 使得火电发电量增速在 3Q24 实现环比提升。
- 3Q24 市场煤价环比上季度基本持平, 但同比降幅大幅收窄。3Q24 秦皇岛动力煤平仓价均值为 847.5 元/吨, 同比下降 17 元/吨、环比 2Q24 基本持平; 山东滕州动力煤坑口价均值为 769.9 元/吨, 同比下降约 22 元/吨、环比 2Q24 小幅上涨 1.9%。进入 Q3 后气温上升, 电力行业煤炭采购迎来传统旺季。然而, 国内生产端在安监收紧的情况下增长有限, 加之可再生能源发电增长的影响, 电力行业用煤需求增速稍低。进口煤和长协煤保障供给下, 电厂库存维持在较高水平, 采购积极性低迷, 导致煤炭价格在短期上涨后缺乏持续动力, 随后出现回调。受高温天气持续时间偏长影响, 9 月上旬起市场煤价开始上行, 9 月末气温开始转凉后止涨。



图表6: 3Q22-3Q24 火电发电量 (左轴) 及同比、环比增速 (右轴)



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表7: 10M19-10M24 山东滕州坑口煤价与秦皇岛动力煤平仓价走势



图表8: 10M19-10M24 海外港口煤价走势



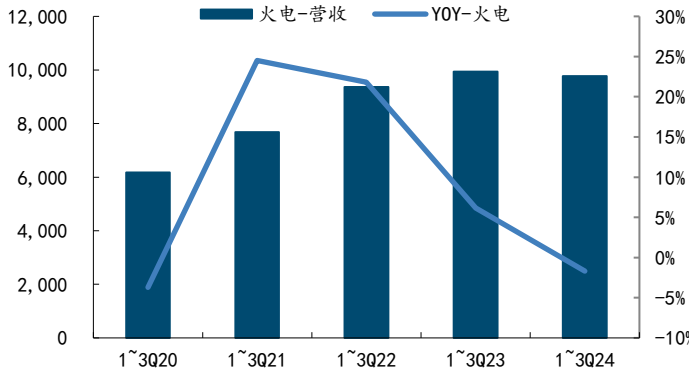
来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

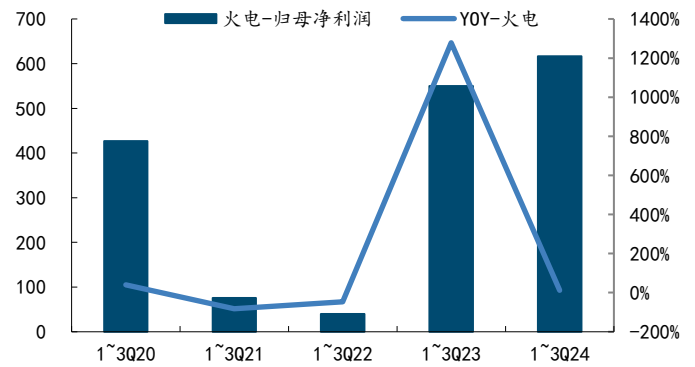
- 3Q23 发电量增速环比回升, 火电营收累计增速环比收窄。受新能源装机增量转化为发电量增长以及 2Q24 来水情况同比大幅改善影响, 火电发电空间受到可再生能源大发挤压致使 2Q24 全社会火电发电量同比-3.3%。而 3Q23 火电实现营收同比+0.6%, 带动 1~3Q24 火电累计营收同比降幅较半年度有所收窄, 主因: 1) 3Q23 持续高温天气致使全社会用电需求环比提升, 叠加来水情况自 8M24 起出现边际转枯趋势, 火电承担保供责任机组负荷率提升、带来全社会火电发电量同比+2.6%; 2) 能源转型持续推进下, 可再生能源发电量增长带来电力供需形势改善, 供需转松+成本下行致使火电综合平均上网电价同比有所下降。
- 电价下行而市场煤价粘滞, 3Q24 火电行业归母净利润同比-26.2%。国内生产端在安监收紧的情况下增长有限, 长协煤保障+进口煤补充下, 电厂库存维持在较高水平, 3Q24 煤价在 850 元/吨上下窄幅振动。3Q24 秦皇岛动力煤平仓价均值为 847.5 元/吨, 同比下降 17 元/吨; 山东滕州动力煤坑口价均值为 769.9 元/吨, 同比下降约 22 元/吨。坑口及港口煤价同比降幅均环比逐季收窄, 或造成部分火电企业燃料成本下行幅度不足以弥补上网电价降幅, 使得 3Q24 火电行业归母净利润同比-26.2%。
- 1~3Q23 市场煤价中枢下移, 带动火电行业归母净利润同比+12.1%。以全国性火电发电商华能国际为例, 1~3Q24 平均上网结算电价较上年同期下降约 0.013 元/kWh。基于供电煤耗 300g/kWh 和市场煤比例 100%的假设, 1~3Q24 坑口和港口市场煤均价分别同比下降约 150、103 元/吨, 对应度电燃料成本分别节省约 0.045、0.031 元/kWh。虽然 3Q24 市场煤价降幅有所收窄, 但 1~3Q24 累计降幅仍达 100 元/吨以上, 驱动

1~3Q23 火电行业归母净利润同比+12.1%。

图表9：1~3Q20-1~3Q24 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



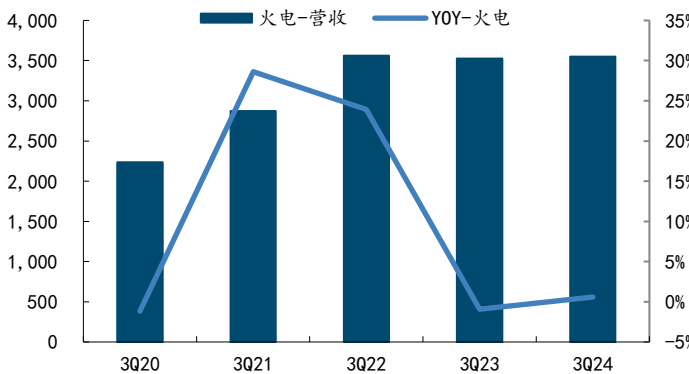
图表10：1~3Q20-1~3Q24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



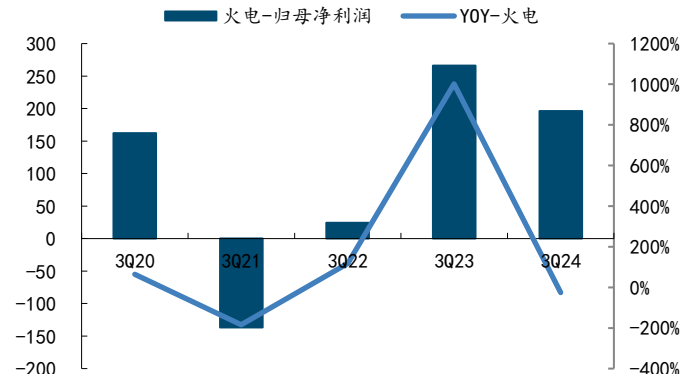
来源：iFind、国金证券研究所

来源：iFind、国金证券研究所

图表11：3Q20-3Q24 火电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



图表12：3Q20-3Q24 火电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）

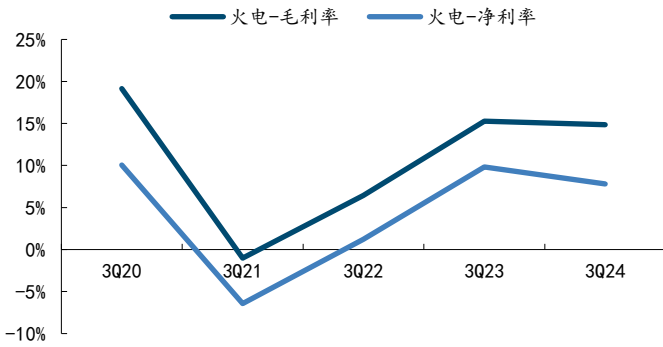


来源：iFind、国金证券研究所

来源：iFind、国金证券研究所

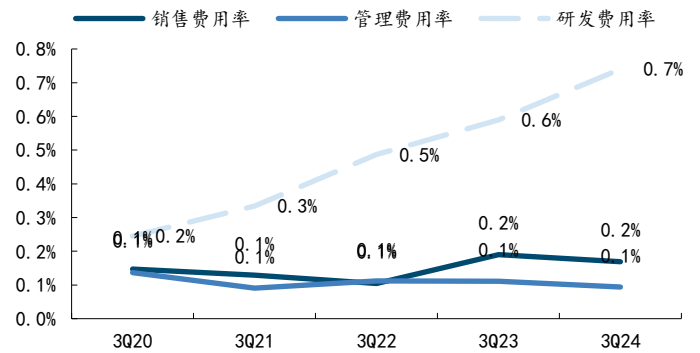
- 3Q23 火电行业毛利率及净利率同比小幅回落。一般而言，在年度长协价格锁定中枢电价后，年内市场煤价的下行幅度构成了火电行业的业绩弹性空间。市场煤价在2022年保持高位运行，成本支撑下2023年各省年度长协电价普遍实现20%顶格上浮；2023年市场煤价中枢大幅回落，电量电价的成本支撑减弱，但容量电价机制的出台收窄了火电企业年度综合上网电价降幅。从全国性火电企业1~3Q24综合平均上网结算电价来看，2024年综合电价降幅约在0.01元/kWh左右。而3Q24市场煤价同比降幅收窄至20元/吨左右，致使火电行业毛利率及净利润较上年同期回落。
- 经营性现金流净额同比显著提升，研发费用率保持上行趋势。1~3Q24火电行业业绩同比实现增长，推动经营性现金流净额同步增长，投资性现金流支出同比基本持平、略有下降，筹资性现金流净额同比下降，与资产负债率下行的趋势一致。为顺应能源清洁化转型的潮流，煤电低碳发电技术进步的必要性日渐清晰。各大发电集团增加研发投入，向“到2027年，煤电低碳发电技术路线进一步拓宽，建设和运行成本显著下降；相关项目度电碳排放较2023年同类煤电机组平均碳排放水平降低50%左右、接近天然气发电机组碳排放水平，对煤电清洁低碳转型形成较强的引领带动作用”的目标迈进。

图表13: 3Q20-3Q24 火电行业毛利率及净利率



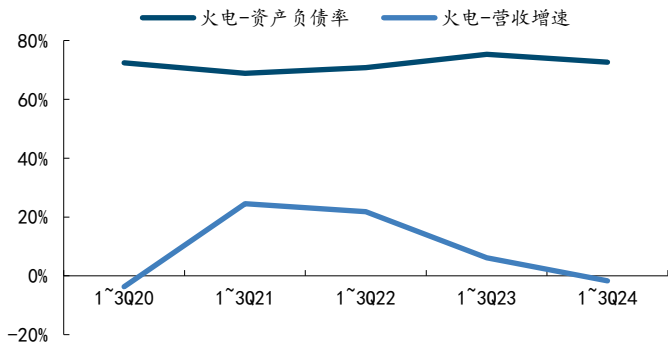
来源: iFind、国金证券研究所

图表14: 3Q20~3Q24 火电行业销售、管理及研发费率



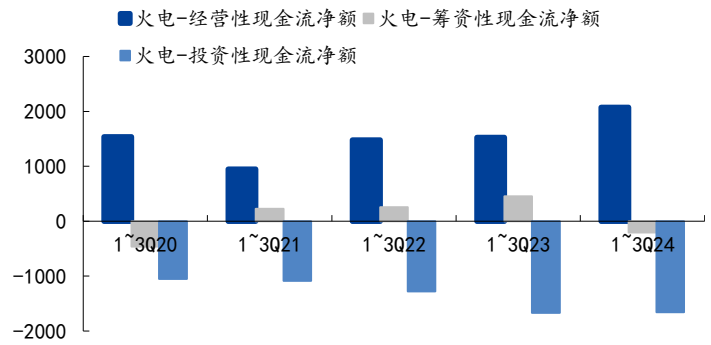
来源: iFind、国金证券研究所

图表15: 1~3Q20-1~3Q24 火电行业资产负债率和营收增速



来源: iFind、国金证券研究所

图表16: 1~3Q20-1~3Q24 火电行业现金流净额 (亿元)



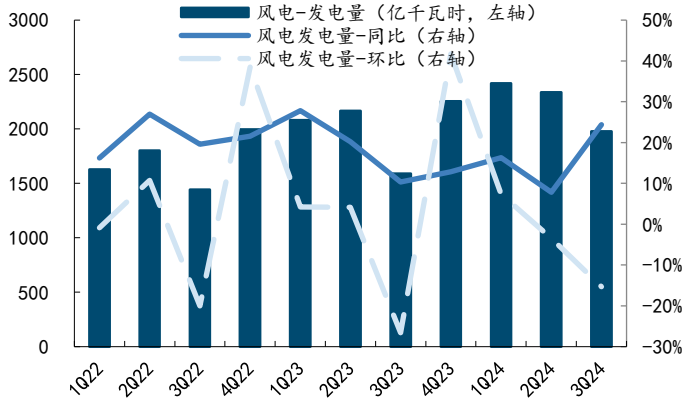
来源: iFind、国金证券研究所

## 2.2 新能源板块: Q3 装机高增、风资源同略有好转助发电量和业绩稳健增长

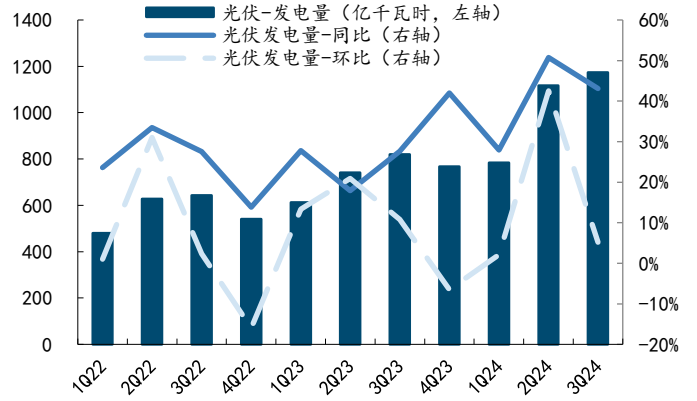
- 3Q24 风资源转好, 与新增装机一同驱动发电量增长。
  - ✓ 1-3Q24 风力发电量同比增长 15.4%。从新增装机量来看, 1-3Q24 风电装机累计增加值同比+16.8%, 截至 9M24 月底全国风电累计并网容量达到 4.8 亿千瓦, 同比+19.8%, 其中陆上风电 4.4 亿千瓦, 海上风电 3910 万千瓦; 从风电利用效率来看, 24 年风资源整体看同比转弱, 1-3Q24 风电利用小时数同比下滑 98 小时、降幅为 5.9%。
  - ✓ 聚焦 3Q24, 风电发电量同比增长 24.4%、增速环比提升 16.5pct, 增速提升主要由于 3Q24 开始风电资源同比有所转好、利用小时数开始同比由负转正, 且新增装机同比增幅环比 2Q24 提升 44.5pct。
- 光伏发电量高增主要受装机增长驱动, 3Q24 利用小时同比降幅扩大、装机增幅环比收窄, 使得发电量增速环比收窄。
  - ✓ 1-3Q24 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、降水偏多驱使光电资源转弱的影响, 1-3Q24 光伏利用小时数同比下滑 58 小时、降幅为 5.7%。发电量增长主要由装机增长驱动, 1-3Q24 年光伏新增装机容量 16088 万千瓦、同比增长 24.8%; 分布式光伏依然是光伏装机增长的主要驱动引擎, 1-3Q24 全国光伏新增并网容量中, 集中式光伏、分布式光伏增量分别为 7566 万千瓦、8522 万千瓦, 驱动 1-3Q24 全国光伏发电装机容量同比增长 48.4%、发电量同比增长 41.4%。
  - ✓ 聚焦 3Q24, 光伏发电量同比增长 43.1%、增幅环比收窄 7.6pct。增速环比减慢主要由于 3Q24 新增装机同比增幅环比 2Q24 收窄 11.2pct, 且利用小时同比降幅也环比 2Q24 扩大 5pct。



图表17: 1Q22-3Q24 风电发电量及变化趋势



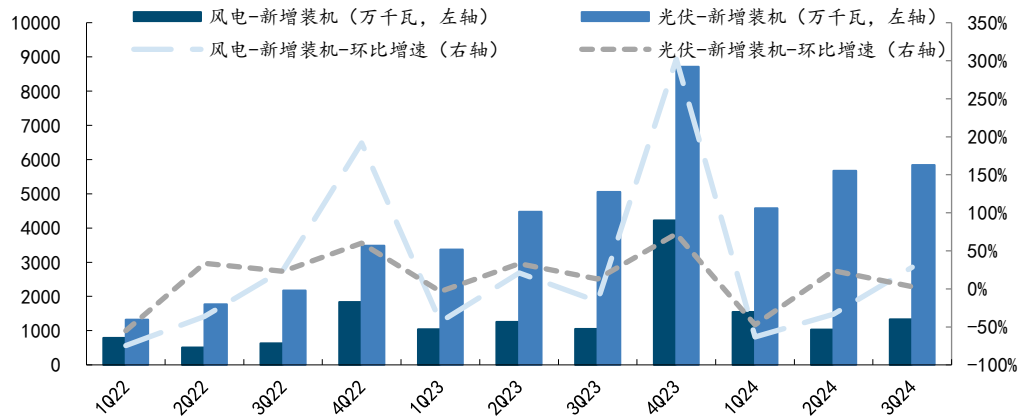
图表18: 1Q22-2Q24 光伏发电量及变化趋势



来源: Wind, 国金证券研究

来源: Wind, 国金证券研究所

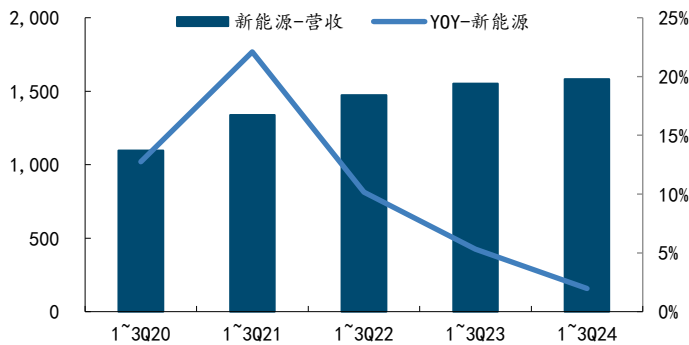
图表19: 1Q22-3Q24 新能源装机增量及变化趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

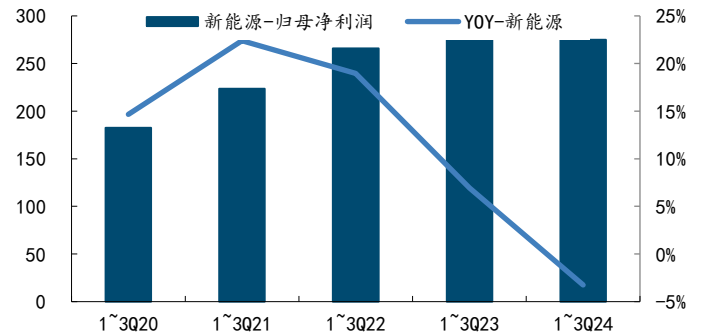
- 近五年新能源发电行业营收持续放缓，1-3Q24 年利润增速转负。近年营收持续增长主因装机规模持续扩大、发电设备持续降本，叠加绿证、绿电市场接力原有补贴，有助于平价上网机组维持利润水平。增速放缓主因1-3Q24 新能源自然资源转弱影响装机利用效率，以及补贴退坡后风电平价进程推进、市场化交易电量增多后产生一定折价，共同使得风电平均上网电价呈下降趋势。单 Q3 看，新能源运营商归母净利润录得小幅增长，或因 3Q24 风资源同比转好、以及发电量大幅增长所驱动。

图表20: 1~3Q20-1~3Q24 新能源行业营收 (左轴) 及同比增速 (右轴) (亿元, %)



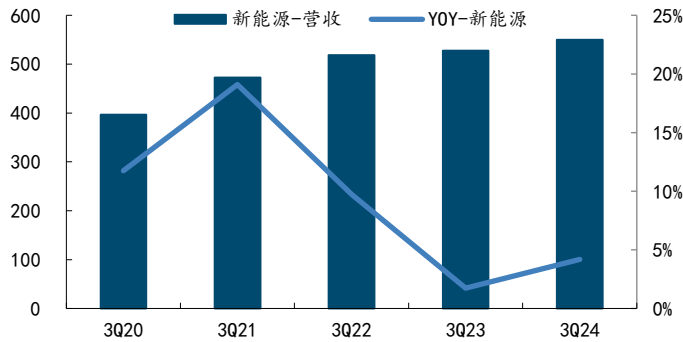
来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 1~3Q20-1~3Q24 新能源行业归母净利润 (左轴) 及同比增速 (右轴) (亿元, %)



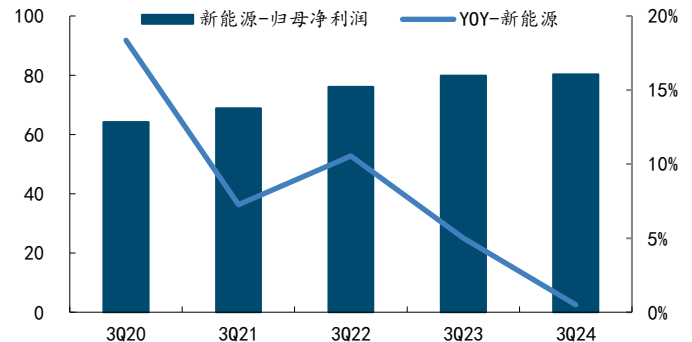
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 3Q20-3Q24 新能源行业营收(左轴)及同比增速(右轴)(亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

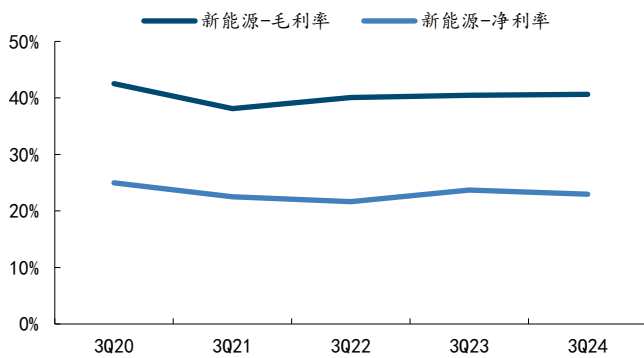
图表23: 3Q20-3Q24 新能源行业归母净利润(左轴)及同比增速(右轴)(亿元, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

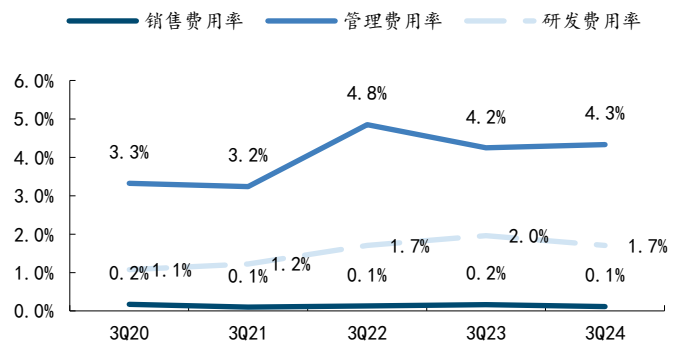
- 3Q20-3Q24, 新能源发电行业毛利率及净利率相对平稳, 或因: 1) 新能源平价上网伴随风机、光伏组件降本; 2) 3Q24 电力供需偏紧格局下部分地区市场电价有所上浮, 从而平抑了部分新能源项目平价上网导致电价下降的影响。
- 24 年费用率整体呈下滑趋势, 驱动净利率同比小幅提升。随着行业技术发展逐步成熟, 3Q24 新能源发电行业研发费用率同比降低 0.3pct; 管理费用率同比+0.1pct, 主要由于营收增速下滑明显; 销售费用率小幅下滑 0.1pct。三费率 3Q24 整体下滑 0.2pct, 使得在平均电价下滑时, 净利率仍然基本维稳、仅小幅下行 0.8pct。
- 1-3Q24 新能源发电行业盈利能力较好, 经营性现金流净额持续增加, 资产负债率保持稳定。

图表24: 3Q20-3Q24 新能源行业毛利率及净利率



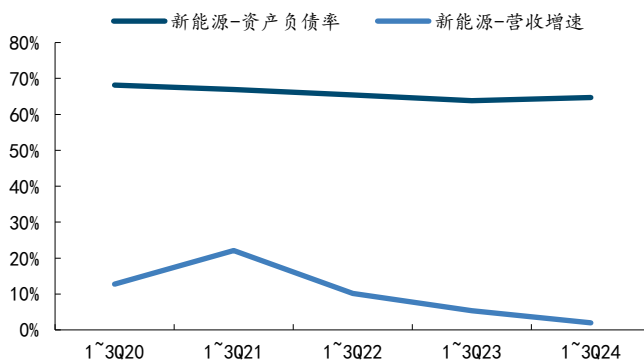
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 3Q20-3Q24 新能源行业销售、管理及研发费率



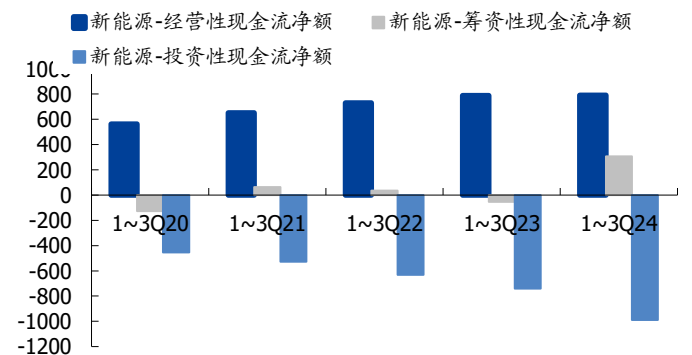
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 1~3Q20-1~3Q24 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: 1~3Q20-1~3Q24 年新能源行业现金流净额(亿元)



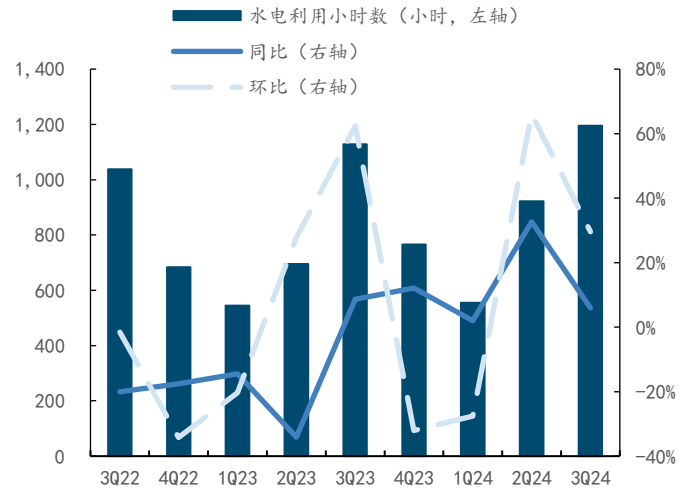
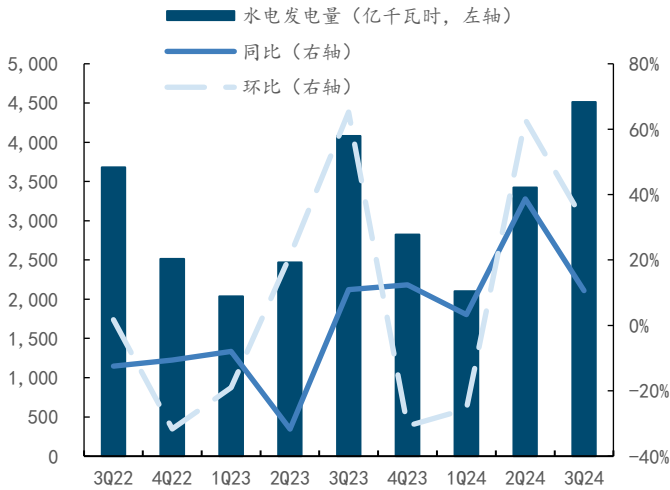
来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3 水电板块：来水改善+电价上涨，3Q24 量利齐升

- 高基数+8月起来水情况边际转弱，3Q24 水电仍完成发电量同比+10.6%。2023 年入汛后来水改善致使低基数效应影响减退，叠加 24 年 8 月起西南来水情况边际转弱，3Q24 水电利用小时数同比+5.9%，增速环比回落。然而得益于 1~3Q24 常规水电装机容量增长 1.3%（约 483 万千瓦），使得 3Q24 水电发电量同比+10.6%，高于利用小时数增幅。

图表28: 3Q22-3Q24 水电发电量（左轴）及同比、环比增速（右轴）

图表29: 3Q22-3Q24 水电利用小时数



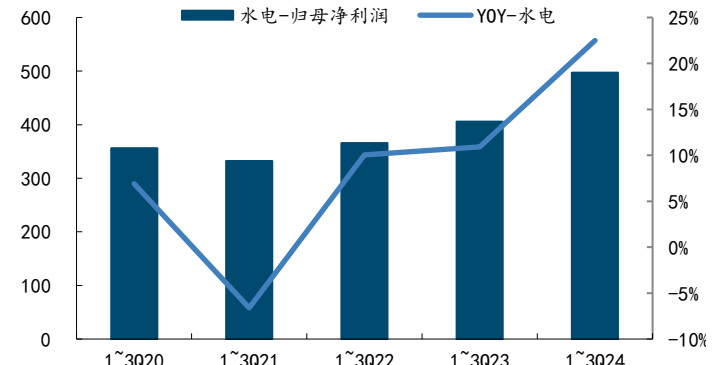
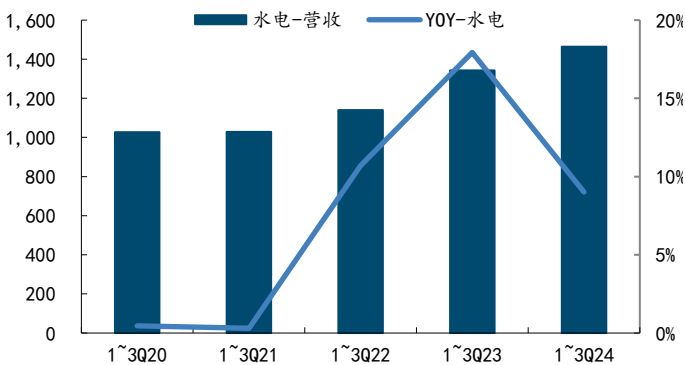
来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

- 1~3Q24 来水改善，电量增发同时作用于增收降本，助业绩实现增长。1~3Q24 全国水电累计发电量同比增长 17.0%，水电行业上市公司营收同比+9.0%，或因上市水电资产主要以大型坝式水电站为主、具备一定调节能力；但同时我国常规水电装机中还存在相当一部分完全不具备调节能力的径流式中小水电站。这些水电站发电量受自然条件波动的影响更大，因此在今年来水改善的大背景下电量增速或高于具备一定调节能力的大型电站。另外，水电行业以固定成本为主的商业模式决定了发电量增加不仅将为水电行业带来营收增长，还将摊薄度电固定成本，进而转化为盈利能力的提升。3Q24 水电行业实现营收同比+8.2%、归母净利润同比+20.5%。

图表30: 1~3Q20-1~3Q24 年水电行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）

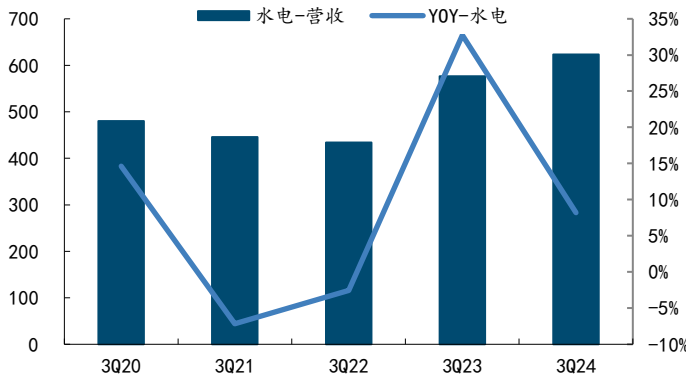
图表31: 1~3Q20-1~3Q24 年水电行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



来源: iFind、国金证券研究所

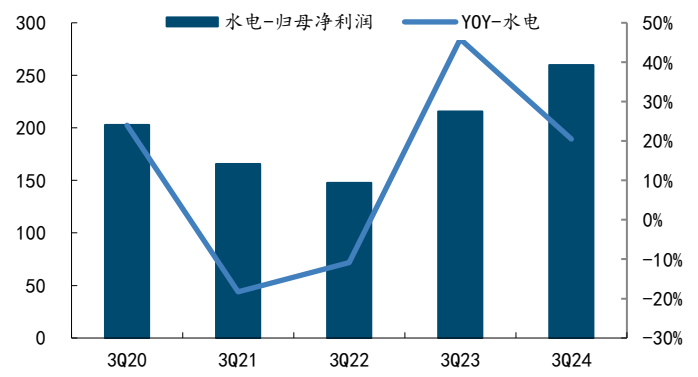
来源: iFind、国金证券研究所

图表32: 3Q20-3Q24 水电行业营收 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)



来源: iFind、国金证券研究所

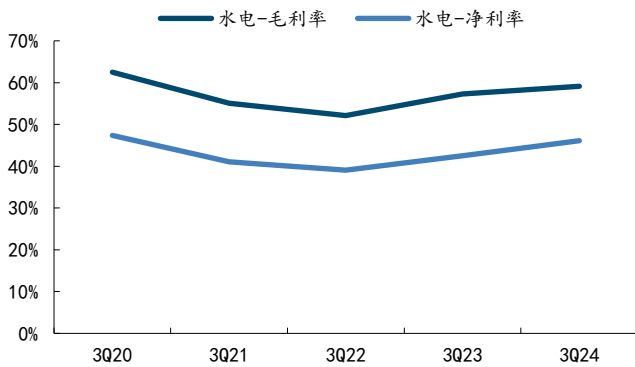
图表33: 3Q20-3Q24 水电行业归母净利润 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)



来源: iFind、国金证券研究所

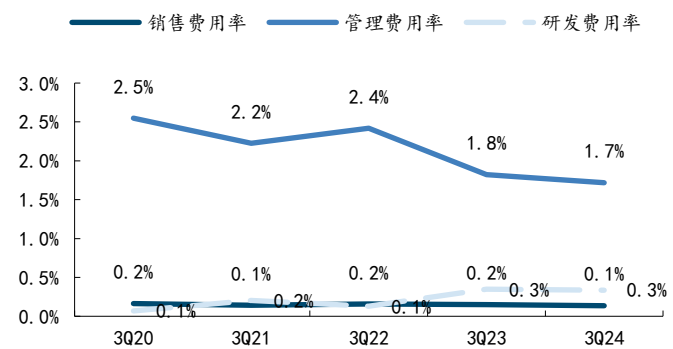
- 3Q24 水电毛利率、净利率同比提升。如前段所述,水电的运行特点决定了其发电量和毛利率呈正相关关系。3Q24 来水改善驱动发电量增长,水电行业整体毛利率、净利率同比提升。费用率方面,为适应新型电力系统转型并推动水能资源的进一步开发,以长江电力为代表的水电企业增加研发费用投入,一方面用于探索大水电在新型电力系统中的作用,另外也为剩余技术可开发水能资源的经济性开发提供技术储备。另外,1~3Q24 筹资性现金流净额由正转负且投资性现金流支出大幅减少,或因: 1) 上市公司资产收购对短期现金流的扰动影响减弱; 2) 降息背景下,各公司积极优化调整债务结构、偿还高息债务,推动综合融资成本下行。

图表34: 3Q20-3Q24 水电行业毛利率及净利率



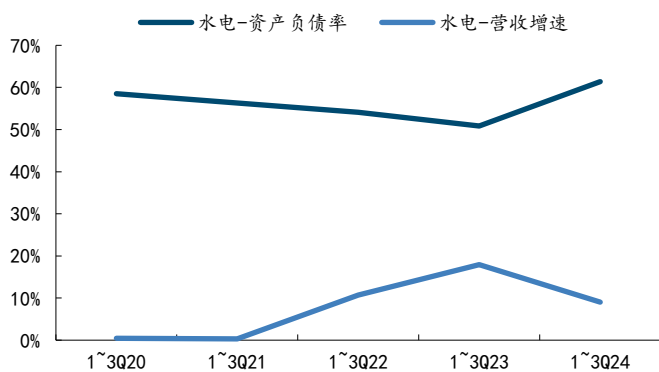
来源: iFind、国金证券研究所

图表35: 3Q20-3Q24 水电行业销售、管理及研发费率



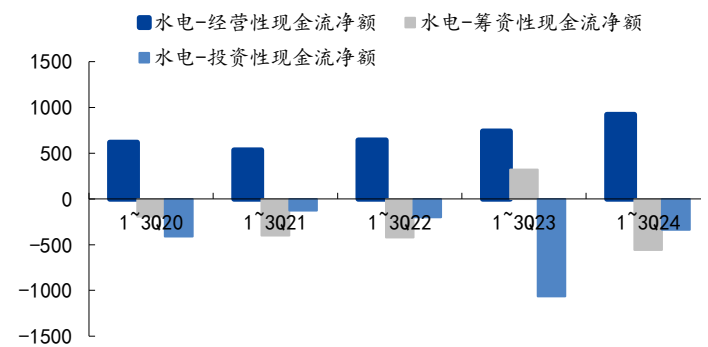
来源: iFind、国金证券研究所

图表36: 1~3Q20-1~3Q24 水电行业资产负债率和营收增速



来源: iFind、国金证券研究所

图表37: 1~3Q20-1~3Q24 水电行业现金流净额 (亿元)

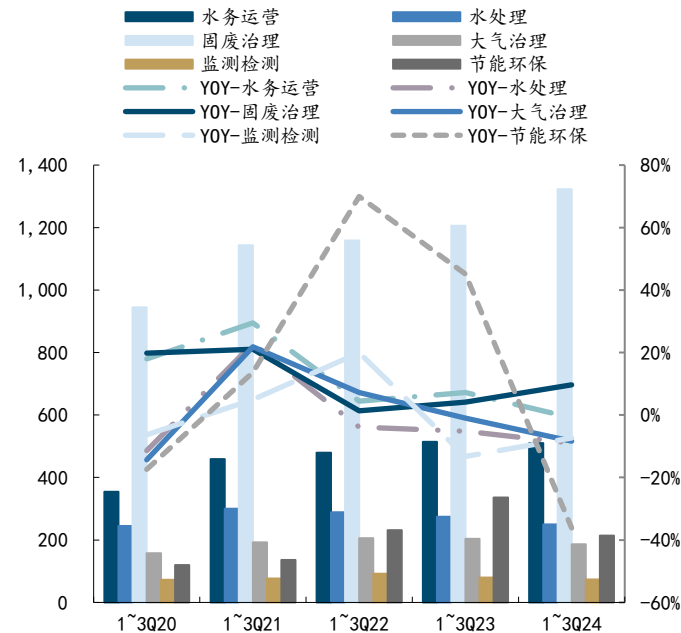


来源: iFind、国金证券研究所

### 2.4 环保板块：3Q24 水务运营板块盈利能力向上

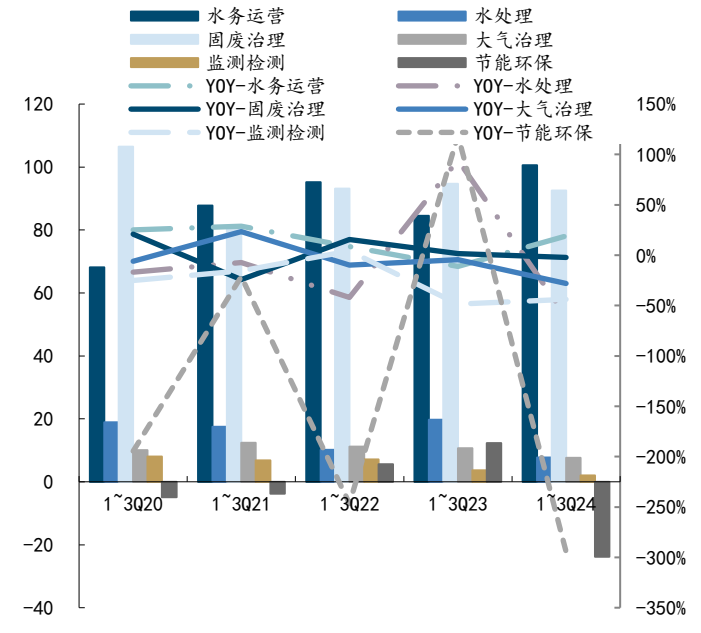
- 1~3Q24 固废处理板块营收增长，水务运营板块盈利增长，其余均有不同程度业绩下滑。在下游需求偏弱环境下，运营类资产防御属性凸显，具有较好的业绩韧性；同时，伴随应收账款回收边际向好、坏账计提减少，也对公司利润端带来积极影响。

图表38：1~3Q20至1~3Q24 环保细分行业营收（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



来源：ifind、国金证券研究所

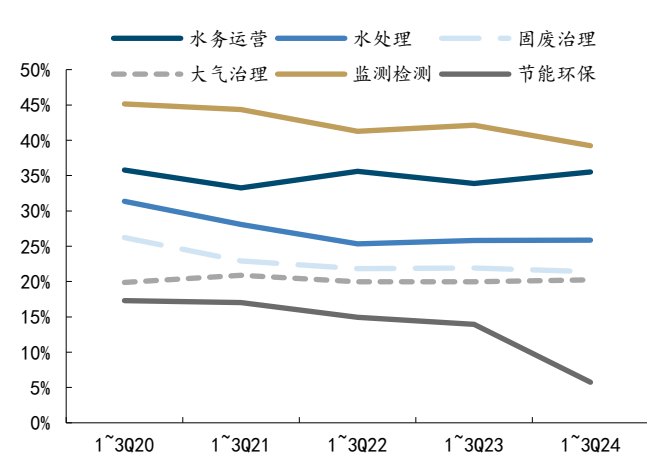
图表39：1~3Q20至1~3Q24 环保细分行业归母净利润（左轴，亿元）及同比增速（右轴）



来源：ifind、国金证券研究所

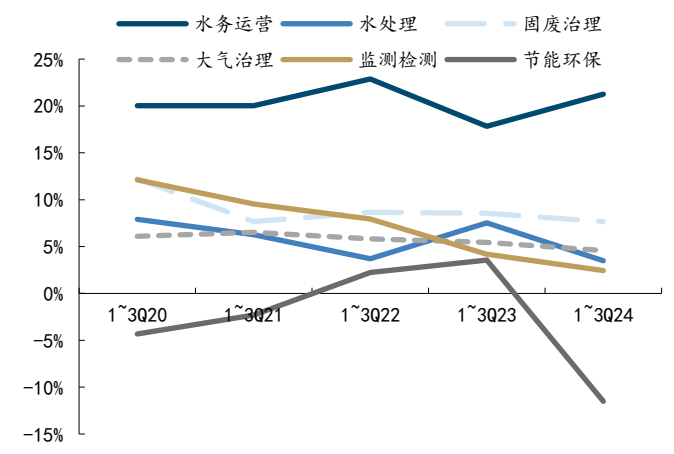
- 1~3Q24 子行业毛利率、净利率水平分化。水务运营行业毛利率与净利率上升，其余板块下降或持平。1~3Q24 水务运营毛利率/净利率分别达 35.5%/21.2%，较 1~3Q22 分别同比+1.6pct/+3.4pct。

图表40：1~3Q20至1~3Q24 环保细分行业毛利率



来源：ifind、国金证券研究所

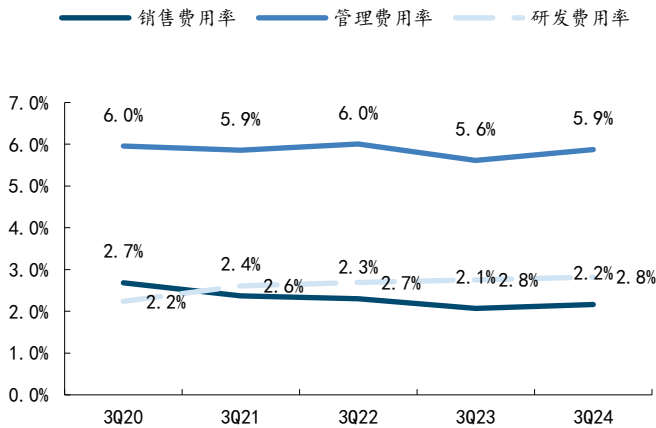
图表41：1~3Q20至1~3Q24 环保细分行业净利率



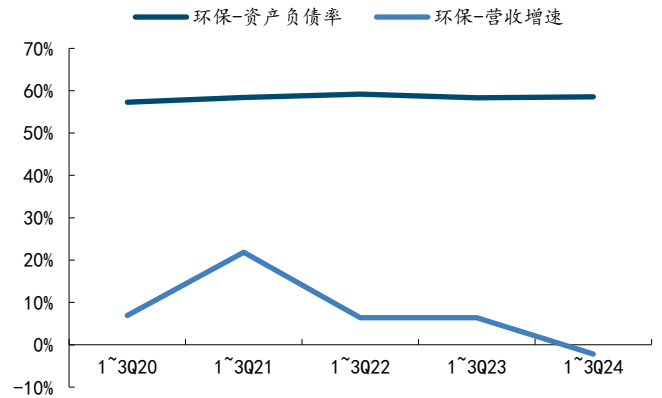
来源：ifind、国金证券研究所



图表42: 3Q20至3Q24环保行业费率



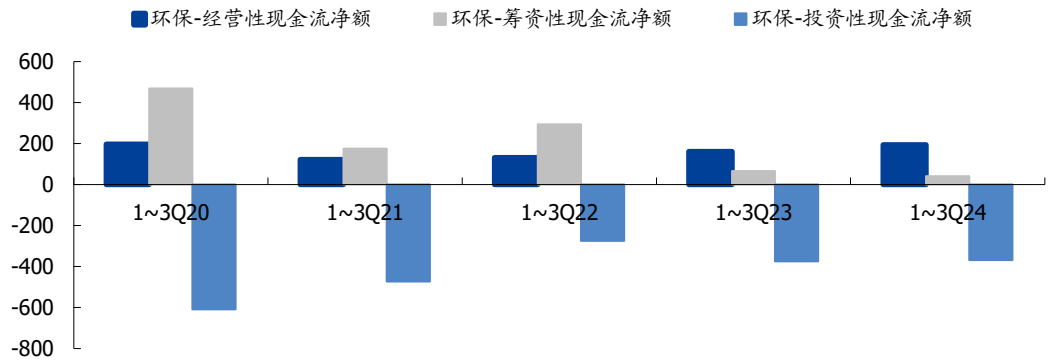
图表43: 1~3Q20至1~3Q24环保行业资产负债率及营收增速



来源: ifind、国金证券研究所

来源: ifind、国金证券研究所

图表44: 1~3Q20至1~3Q24环保行业现金流净额(亿元)



来源: ifind、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：电量增速区域分化，两个联营企业利润率更高。从电量角度看，3Q24江浙沪和川渝两个高温中心受极端天气影响最大，9M24长江流域气温偏高程度甚至超过8M22，8~9M24四川、重庆、湖北等地经历旱涝急转，降水从严重偏多到严重偏少。前述区域本地用电需求高增叠加水电出力下降，本地火电机组托底保供，火电电量同比高增。在2024年综合平均上网结算电价略有下降的背景下，发电量成为营收增长与否的关键。位于长三角、川渝及湖北地区的地方性火电企业营收增速较高。从成本端看，1~3Q24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103、150元/吨，坑口煤价降幅大于港口煤价降幅使得用煤结构以坑口煤为主的内陆火电企业业绩增速更高。从3Q24火电行业毛利率、净利率情况来看，“火绿联营”和“煤电联营”的火电企业毛利率较高。
- ✓ 以湖北省区域性火电长源电力为例，公司3Q24实现营收49.8亿元，同比+32.8%；实现归母净利润4.6亿元，同比+76.2%；单季度毛利率和净利率水平分别达到15.8%、9.5%，环比2Q24分别+4.1pcts、+4.2pcts。

图45: 1~3Q24 火电公司营收增速、净利增速比较

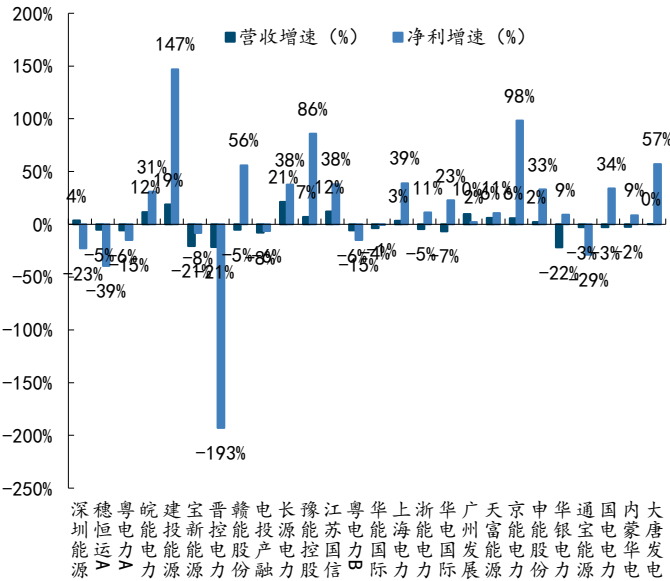
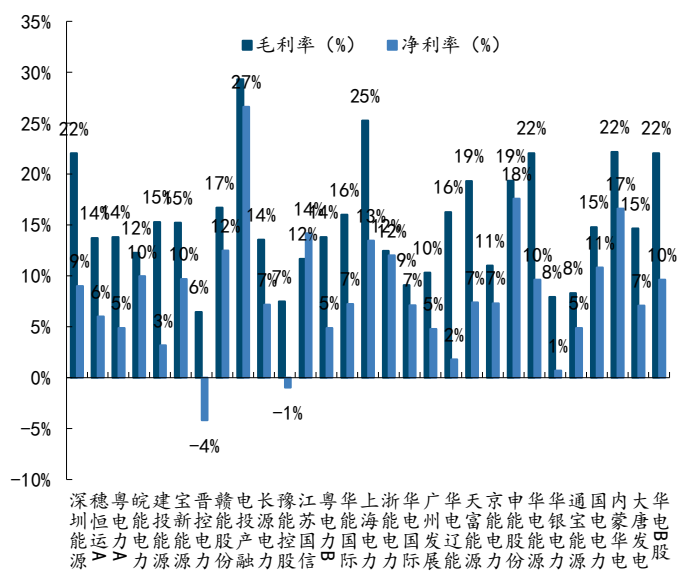


图46: 1~3Q24 火电公司毛利率、净利率比较



来源: iFind、国金证券研究所

来源: iFind、国金证券研究所

- 风电板块: 1-3Q24 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收入正增长, 如三峡能源三季度新项目投产发电使得发电量较上年同期增加、驱动营收增长, 而归母下滑主要受总电价同比下滑、发电收入增幅放缓、参股企业盈利水平波动的影响; 也可以发现 Q3 风资源同比略有转好后, 3Q24 公司归母同比转正、增幅达 14.7%, 利润端有所改善。
- 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, 尽管原材料价格持续下滑, 但受市场影响、销售电量较上年同期下降, 并且售价持续走低, 使得公司 3Q24 营收、归母净利润同比分别-36.6%、-13.5%, 业绩降幅环比上半年有所扩大。
- 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, 1-3Q24 公司营收、归母净利润同比分别+4%、+1%, 主要由于 1-3Q24 公司大修天数少于去年同期及防城港 3、4 号机组分别于去年 3 月和今年 5 月商运贡献增量电量, 使得电量录得正增长的同时、机组利用效率也明显提升。中国核电受部分机组换料大修多于同期、福清 4 号机组小修、以及“摩羯”台风影响下海南核电机组配合电网线路检修降功率的拖累, 业绩短期有所波动。

图47: 1~3Q24 新能源、核电公司营收增速、净利润增速比较

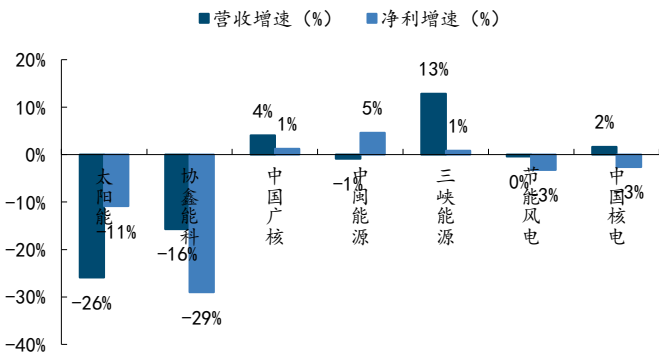
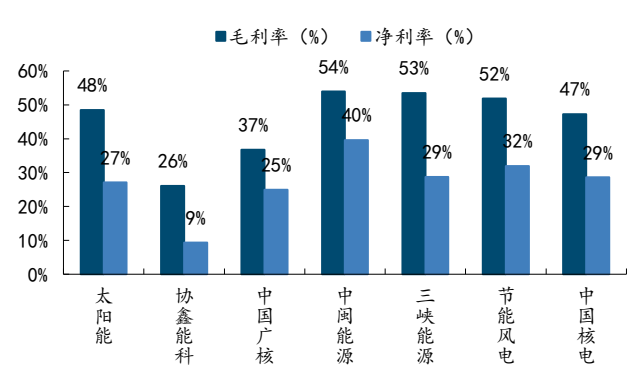


图48: 1~3Q24 新能源、核电公司毛利率、净利率比较



来源: Wind, 国金证券研究所

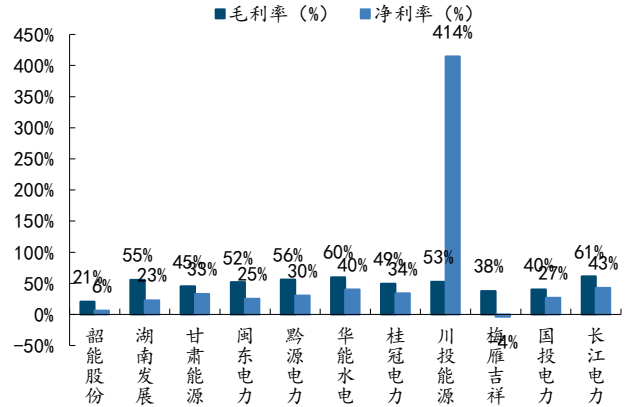
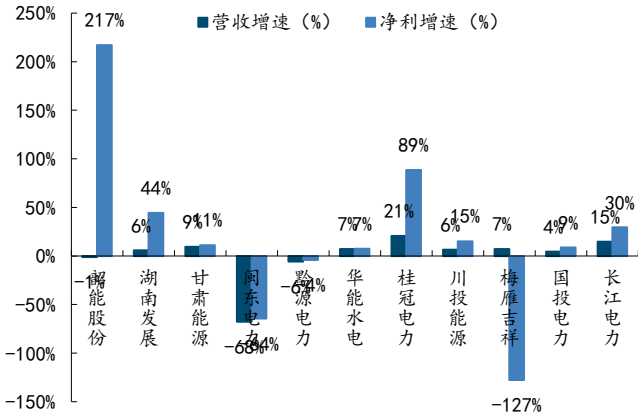
来源: Wind, 国金证券研究所

- 水电板块: 8M24 起早涝急转暂未扭转 1~3Q24 来水总体偏丰的形势, 1~3Q24 水电行业普遍增收且增利。水电固定成本占比高的特性决定了其发电量和毛利率呈正相关关系, 叠加降息大环境下各企业积极优化债务结构、降低综合融资成本, 带来业绩的进一步释放。8M24 起来水边际转枯对各水电公司影响程度分化, 具备调节性水库的全流域一体化开发的水电企业通过前期蓄水平抑来水波动。
- ✓ 以长江电力为例, 1~3Q24, 公司乌东德水库和三峡水库来水总量分别较上年同期偏

丰 12.6%、20.3%，累计增速较 1H24 实现环比提升，说明 3Q24 乌东德、三峡水库来水总量延续同比偏丰趋势。来水情况改善带动发电量增长，3Q24 公司下辖六座电站共计完成发电量 1152.0 亿度，同比+15.1%；同期实现营收同比+17.3%，营收增速高于发电量增速说明公司平均上网电价或同比上涨。量价齐升带动下，3Q24 公司毛利率、净利率分别为 70.9%、53.3%，同比 3Q23 分别+3.9pcts、+5.8pcts。

图表49：1~3Q24 水电公司营收增速、净利增速比较

图表50：1~3Q24 水电公司毛利率、净利率比较



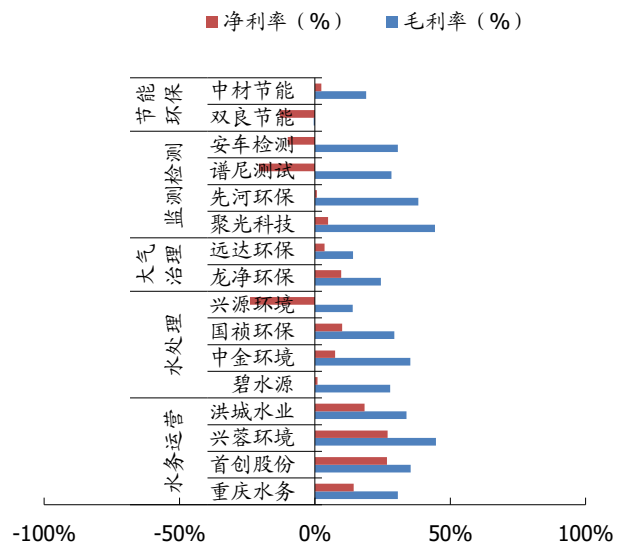
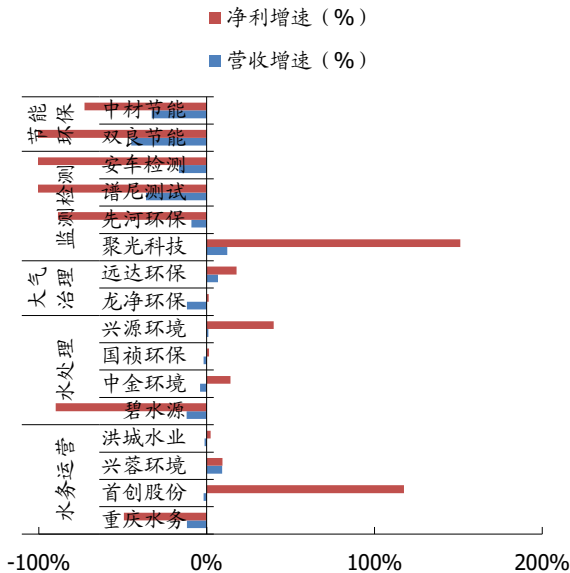
来源：iFind、国金证券研究所

来源：iFind、国金证券研究所

- 环保板块：公司电废拆解与环保运营类公司业绩表现领先行业。
- ✓ 以格林美为例：公司是国内电子废弃物、报废汽车与动力电池拆解龙头，同时开辟了镍金属业务第二成长曲线。1~3Q24 实现营收、归母净利润增长分别达 23%、46%，维持高增。
- ✓ 以玉禾田为例：公司 1~3Q24 实现营收/净利增长 17%/11%。3Q24 应收账款端存在边际好转。

图表51：1~3Q24 环保公司（不含固废处理）营收增速、净利增速比较

图表52：1~3Q24 环保公司（不含固废处理）毛利率、净利率比较

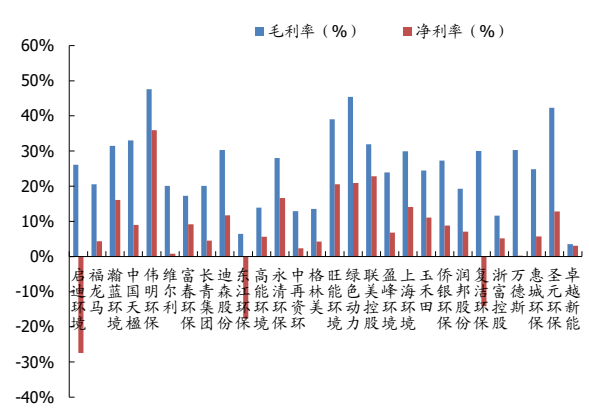
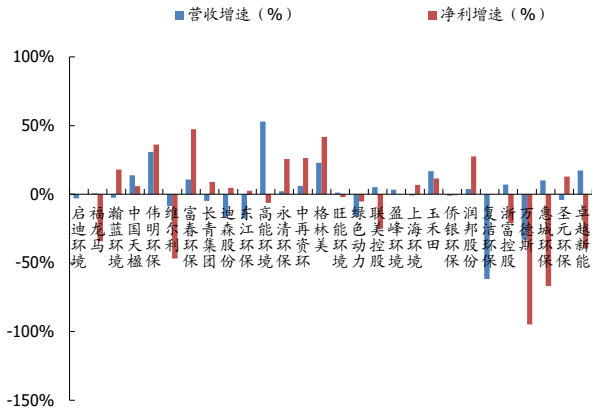


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表53: 1~3Q24 固废处理企业营收增速、净利增速比较

图表54: 1~3Q24 固废处理企业毛利率、净利率比较



来源: ifind、国金证券研究所

来源: ifind、国金证券研究所

#### 4、投资建议

##### ■ 火电板块:

煤价下行大趋势下火电业绩将迎来实质性改善, 建议关注: 火电资产高质量、积极拓展新能源发电的龙头企业华能国际; 积极承担省内保供任务, 资产价值有望重估的龙头企业的皖能电力、浙能电力、江苏国信。

##### ■ 清洁能源——水电板块:

建议关注来水改善+电价稳定+地区性供需紧张逻辑下的水电运营商长江电力。

##### ■ 清洁能源——核电板块:

建议关注连续投产期将至、电量增长+电价稳定+长期高分红能力有望提升逻辑下的核电运营商中国核电。

##### ■ 新能源——风、光伏发电板块:

建议关注风电龙头运营商龙源电力 (H)。

##### ■ 环保板块:

建议关注城市综合运营管理服务商龙头企业玉禾田。

#### 5、风险提示

- ✓ 新增装机容量不及预期风险: 经历两次有序用电事件后, 电力保供问题已得到重视, 但在煤价高企、光伏组件成本偏高、风电优质资源总体有限的客观环境下, 新增装机或存在时间表滞后的风险。
- ✓ 下游需求景气度不高、用电需求降低导致利用小时数不及预期: 发电企业业绩与利用小时数高度相关, 若公共卫生事件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