

投资评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
环保

2025年12月30日



红利筑底，成长向上

——环保行业2026年策略报告

证券分析师：

刘晓宁 S1350523120003
查浩 S1350524060004
蔡思 S1350524070005



■ **市政环保：红利属性持续强化，有望持续受益于保险资金扩散，建议从现金流/分红两个层面筛选标的**

- **基本面：**市政环保类资产具有区域垄断性、抗周期性和盈利稳定性，低波红利属性突出，当前典型公司的股息率在4%–7%之间。在红利属性之外，垃圾焚烧发电还处于估值整体提升阶段（稳健的成长性+商业模式从toG到toB的估值转换）。
- **资金面：**2025年以来保险资金对于环境治理持仓稳步增加，2025Q3达到0.2%，预计未来保险资金继续增配红利特征明显的FVOCI股票，市政环保资产有望充分受益于红利资金扩散。
- **行业演绎节奏及投资分析意见：**复盘过去两年股价走势，可以看出驱动股价上涨因素主要有二：1）自由现金流转正/临近转正；2）分红率预期提升/实际提升。建议关注：1）自由现金流临近转正，建议关注**兴蓉环境**；2）自由现金流已然转正且持续好转，分红进入提升阶段，推荐**光大环境、瀚蓝环境**；3）降费增效、股息率较高的公司，推荐**永兴股份**，建议关注**粤海投资、洪城环境、北控水务集团**。

■ **生物燃料：2025年起减碳政策持续加码，SAF/UCO价格易涨难跌，建议关注产业链稀缺标的**

- **政策：**欧盟减碳政策进入强制考核期，航运绿色燃料成为企业降碳核心路径，考虑各类绿色燃料的采购成本、降本速度等，预计短期内生物柴油为船运业降碳的核心燃料，中长期内绿氨/绿色甲醇渗透率或将持续提升；而在航运业，业内普遍认可SAF为降碳的核心燃料。
- **生物柴油：**原料油价格高涨/欧洲反倾销挤占企业盈利，建议关注转型SAF/海外破局的标的，建议关注**卓越新能**。
- **绿色甲醇：**2025年起绿醇船舶批量下水，绿醇需求有望开始放量，推荐**嘉泽新能**，建议关注**复洁科技、吉电股份**。
- **SAF：**2025年受欧洲SAF强制掺混执行+SAF产能释放有限影响，SAF价格大幅上涨；展望未来，短期内受HVO盈利提升影响，预计欧洲SAF产能释放仍然有限，未来半年SAF价格易涨难跌，长期来看，2027/2030年欧洲实施更严格的减碳政策，或将持续推高需求，建议关注国内拥有SAF出口额度的稀缺标的，建议关注**海新能科**。
- **原料油UCO：**随着下游产能投产+原料替代，UCO环节需求增加确定性较高，建议关注**山高环能**。
- **风险提示：**垃圾处理量波动风险；国际减碳政策推进存在不确定性；企业在建项目投产进度存在不确定性

主要内容

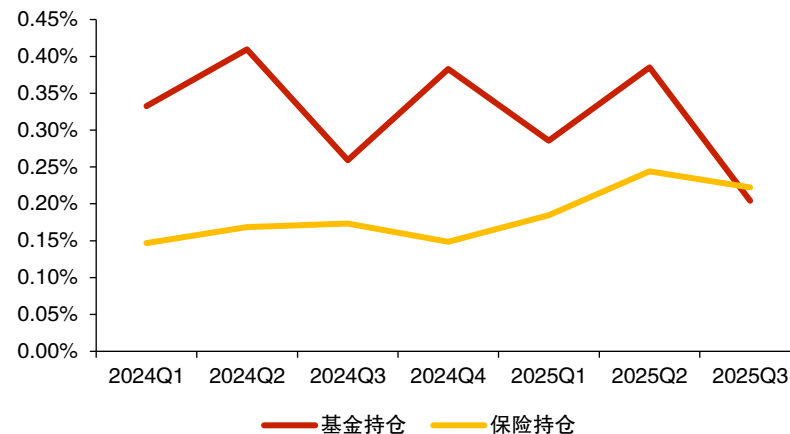
1. 2025年回顾：持仓结构持续优化，业绩表现亮眼
2. 市政环保：红利资产优选方向，股息率价值凸显
3. 生物燃料：国际减碳政策持续推进，产业链价格高涨

1.1 持仓分析：公募持仓仍处阶段性低位，保险持仓稳步提升

■ 持仓分析：公募持仓波动较大，保险持仓稳步提升，长线资金占比提高

- 从机构持仓来看，2024-2025Q3，公募基金对环保行业的持仓呈现明显季节波动，保险公司对环保行业的持仓稳步提升，且保险公司持仓主要为环境治理领域，与其偏好稳定红利资产、追求长期稳健收益的核心属性高度契合。
- 从公募持仓个股来看，伟明环保、瀚蓝环境、中国天楹、光大环境、兴蓉环境等为近两年核心持仓标的，2025年新进主要为上海洗霸（固态电池）、龙净环保（紫金赋能绿电直供）、山高环能（UCO）。

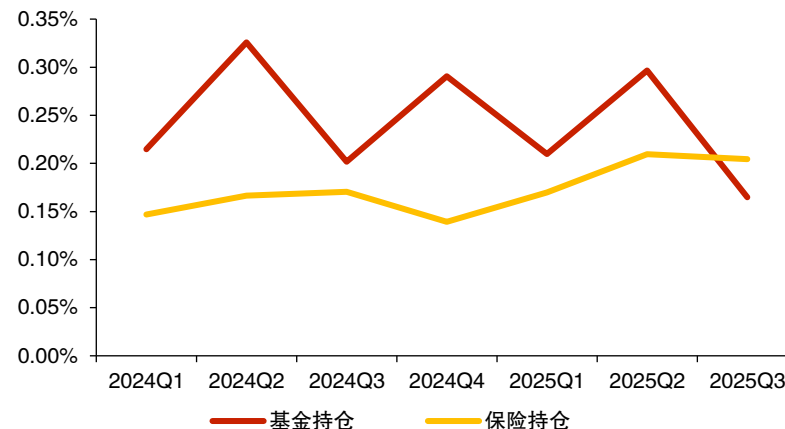
图表：基金/保险对于环保行业的持仓占比



图表：公募基金2024-2025Q3环保行业持仓市值前十大公司

	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1
top1	上海洗霸	伟明环保	伟明环保	伟明环保	伟明环保	伟明环保	伟明环保
top2	伟明环保	瀚蓝环境	瀚蓝环境	光大环境	兴蓉环境	洪城环境	洪城环境
top3	瀚蓝环境	大地海洋	光大环境	瀚蓝环境	中国天楹	光大环境	中国天楹
top4	中国天楹	上海洗霸	兴蓉环境	中国天楹	光大环境	中国天楹	高能环境
top5	龙净环保	兴蓉环境	大地海洋	兴蓉环境	瀚蓝环境	瀚蓝环境	大地海洋
top6	山高环能	中国天楹	中国天楹	大地海洋	海螺创业	兴蓉环境	光大环境
top7	海螺创业	海螺创业	旺能环境	海螺创业	洪城环境	大地海洋	瀚蓝环境
top8	大地海洋	山高环能	海螺创业	粤海投资	旺能环境	粤海投资	惠城环保
top9	光大环境	光大环境	山高环能	旺能环境	大地海洋	旺能环境	兴蓉环境
top10	兴蓉环境	北控水务集团	北控水务集团	首创环保	粤海投资	永兴股份	旺能环境

图表：基金/保险对于环境治理的持仓占比



■ 2025年前三季度，垃圾焚烧发电企业盈利高增，生物燃料公司扭亏转盈

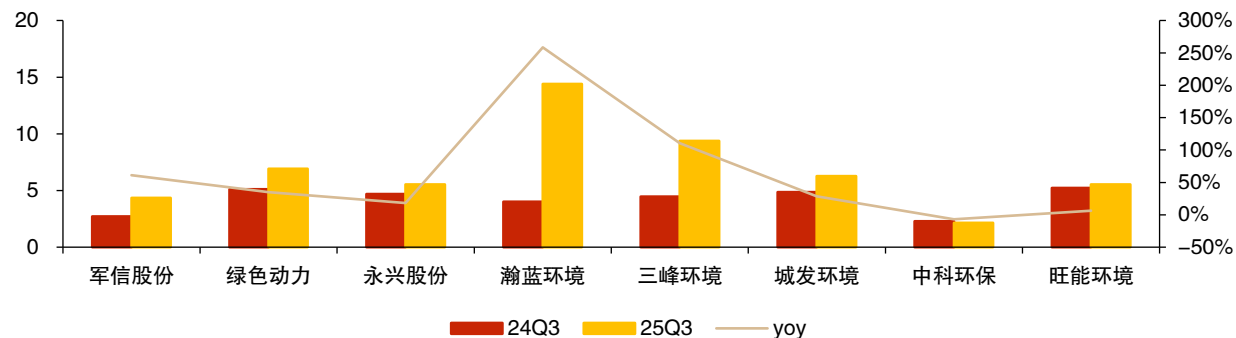
- **市政环保：**1) 垃圾焚烧发电前三季度盈利持续增长，现金流进一步改善，其主要原因包括垃圾焚烧产能增长、垃圾处理量增长提升项目产能利用率、项目供热量提升、期间费用下降；2) 水务公司：盈利分化明显，多数公司主业利润保持稳健。
- **生物燃料：**企业量价齐升，Q3盈利大幅增长。得益于UCO、SAF价格大幅增长，其中UCO出口价格同比增长16.7%–21%，欧洲SAF价格从年初的1850美元/吨，涨至9月份的2630美元/吨，涨幅为42.16%，生物燃料公司盈利均表现亮眼。

图表：垃圾焚烧发电和水务公司2025年前三季度业绩情况（亿元）

代码	简称	收入				归母净利润			
		25Q3	yoy	25Q1-3	yoy	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy
301109.SZ	军信股份	6.9	6.2%	21.6	23.2%	2.1	47.6%	6.1	48.7%
601330.SH	绿色动力	9.0	1.6%	25.8	1.5%	2.5	24.2%	6.3	24.4%
601033.SH	永兴股份	11.9	23.4%	32.5	16.3%	2.8	25.6%	7.5	15.0%
600323.SH	瀚蓝环境	39.7	36.7%	97.4	11.5%	6.4	28.1%	16.0	15.9%
601827.SH	三峰环境	13.1	-5.6%	41.5	-8.0%	4.3	23.9%	11.0	9.3%
000885.SZ	城发环境	16.7	-8.5%	48.9	3.6%	3.2	-13.3%	9.1	5.7%
002034.SZ	中科环保	4.2	9.4%	12.7	6.1%	1.0	2.4%	3.0	13.2%
301175.SZ	旺能环境	8.5	1.7%	25.6	5.2%	1.7	13.4%	5.5	7.6%
600874.SH	创业环保	12.7	8.4%	34.5	1.7%	2.3	-10.4%	7.0	3.6%
600008.SH	首创环保	47.2	-0.2%	134.5	-3.0%	5.0	-7.5%	13.7	0.3%
600461.SH	洪城环境	17.4	2.4%	54.3	-3.9%	3.2	2.1%	9.3	1.2%
601158.SH	重庆水务	20.5	11.4%	55.7	8.7%	3.2	2.7%	7.8	6.9%
000598.SZ	兴蓉环境	23.6	6.9%	65.5	5.4%	7.9	13.1%	17.6	8.5%

资料来源：wind，华源证券研究所。注：首创环保采用扣非归母净利润，其余公司为归母净利润

图表：垃圾焚烧发电企业经营活动现金流净额（亿元）



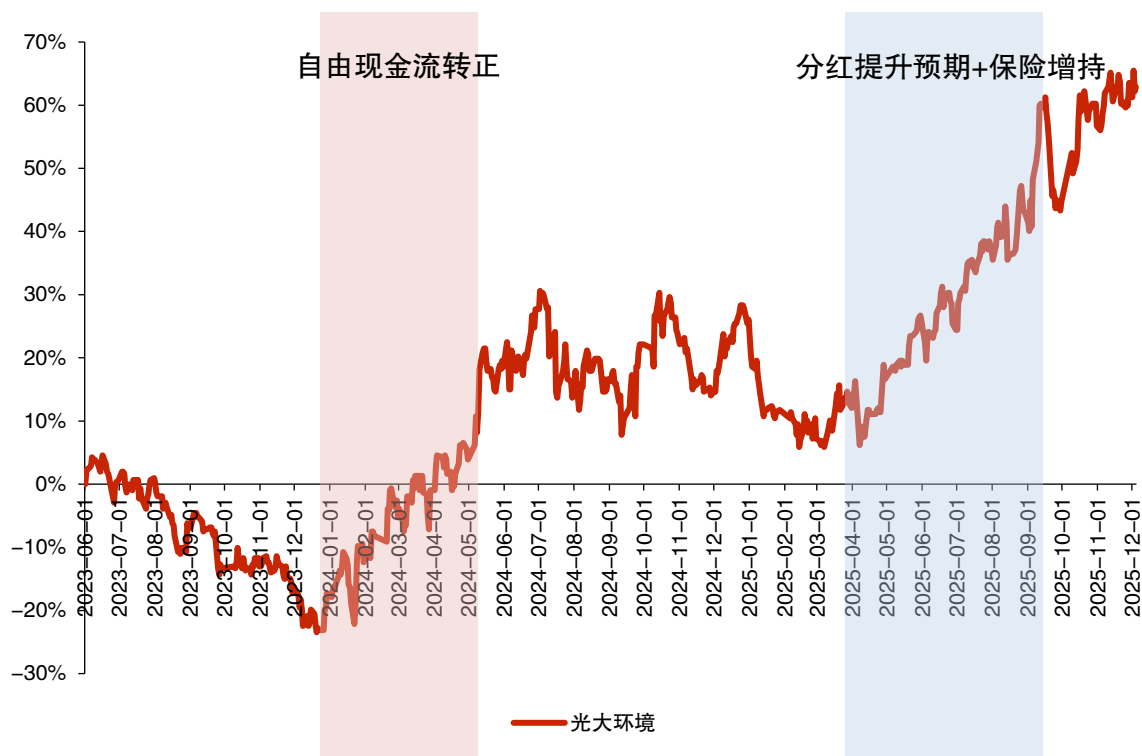
图表：生物燃料公司三季度业绩情况（亿元）

	收入				扣非归母净利润			
	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy
山高环能	3.2	27.1%	10.4	-0.5%	0.1	大幅转盈	0.5	大幅转盈
朗坤科技	5.3	8.3%	13.9	0.2%	1.0	38.7%	2.5	30.6%
海新能科	9.6	63.8%	19.4	5.6%	0.5	大幅转盈	-0.3	大幅好转
卓越新能	10.3	-1.1%	23.4	-21.2%	0.5	大幅转盈	1.6	83.8%
ST嘉澳	17.1	511.5%	30.0	189.4%	0.5	大幅转盈	-0.3	大幅好转

■ 市政环保类企业股价复盘：自由现金流转正及分红提高为股价上涨核心驱动因素

- 复盘过去两年垃圾焚烧发电企业走势，可以明显看出驱动股价上涨因素主要有二：1) 自由现金流转正；2) 分红率预期或实际提升。

图表：光大环境股价复盘



图表：绿色动力环保股价复盘



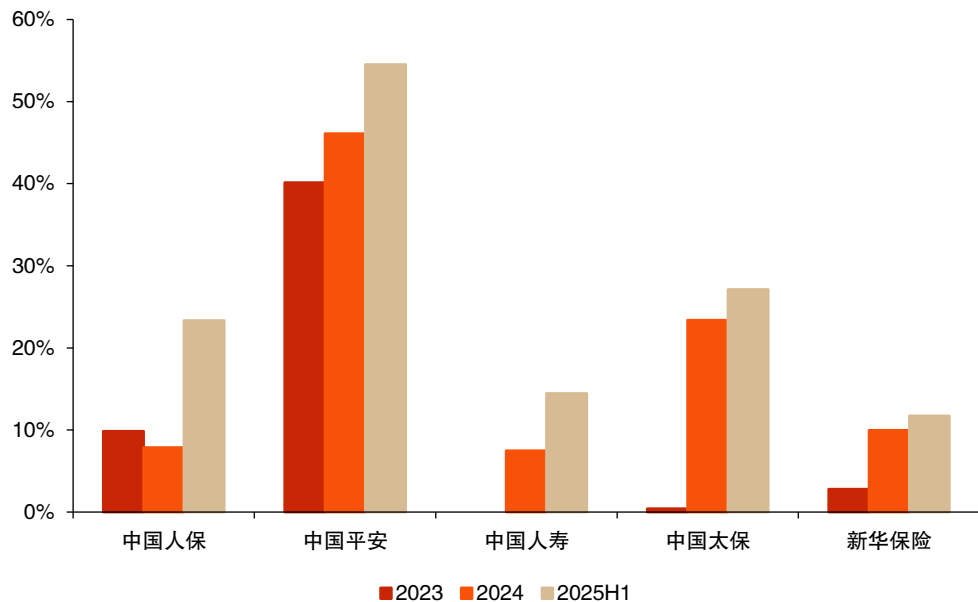
主要内容

1. 2025年回顾：持仓结构持续优化，业绩表现亮眼
2. 市政环保：红利资产优选方向，股息率价值凸显
3. 生物燃料：国际减碳政策持续推进，产业链价格高涨

■ 保险资金继续增配红利特征明显的FVOCI股票，盈利稳定性或为资金配置的关键考量

- 保险资金继续增配红利特征明显的FVOCI股票，2026年险资入市规模预计将进一步提升，具体来看：1) 目前上市险企已全面实施新会计准则，其股票资产中FVOCI科目占比持续提升；2) 根据财政部要求，非上市险企最晚应当于2026年1月1日起实施新会计准则；3) 近期险资私募资金加速落地，合计获批资金2220亿，或同样聚焦高股息低波动稳健资产。
- 对比险资及公募重仓行业及核心红利个股，盈利稳定性或为资金配置的关键考量。截至2025年Q3，险资前五大行业（与上一季度相同，分别是非银、银行、公用、交运、通信）合计持仓占比达86%，在政策引导和自身资产负债匹配需求下，其持续偏好现金流稳定、分红稳健的低波动资产。

图表：主要上市险企股票资产中FVOCI科目占比



资料来源：各公司公告，证券时报等，华源证券研究所

图表：保险私募基金审批情况梳理（单位：亿元）

批次	参与保险机构	基金规模
第一批	中国人寿、新华保险	500
第二批	泰康人寿	120
第二批	太保寿险	200
第二批	阳光人寿	200
第二批扩容	中国人寿、新华保险	200
第二批扩容	平安人寿	200
第二批扩容	人保寿险	100
第二批扩容	太平人寿	100
第三批	中国人寿、新华保险等	600

■ 市政环保资产具有区域垄断性、抗周期性，盈利稳定性较高，低波红利属性突出

- **商业模式特性1：垃圾焚烧项目具有区域垄断性。** 特许经营权合约会对经营区域进行清晰的界定，通常会约定区域垄断性。
- **商业模式特性2：固定收益率定价原则保障调价顺畅，项目盈利稳定。** 垃圾焚烧发电项目多以政府约定的回报率为基础执行调价条款，约定回报率基本为8%–10%，特许经营协议中约定垃圾处理服务费的基准值、调整公式和调整条件。
- **商业模式特性3：抗周期性强，需求刚性。** 作为居民刚性需求，城市供水、污水处理和垃圾处理量长期稳定增长。
- 以永兴股份为例，公司2021–2024年毛利率基本维持在40%–50%，净利率维持在20%–30%，企业盈利稳定性和可预期性强。
- 在此背景下，2024–2025年保险公司陆续举牌市政环保类公司，充分展现其对于垃圾焚烧/水务公司长期投资价值的认可。

图表：垃圾焚烧协议约定“排他性”权益

四、特许协议的主要内容

(一) 本项目：象州县垃圾焚烧发电项目（BOT 项目），主要处理的垃圾为项目服务区划范围内的生活垃圾、农林垃圾、餐厨垃圾、生活污水处理厂污泥、一般工业垃圾及国家允许进入生活垃圾处理厂焚烧处理的其他垃圾（以下合称“生活垃圾”或“垃圾”），处理规模为 800 吨/日（其中一期为 400 吨/日，具体建设规模以项目核准批复为准），垃圾处理方法为焚烧发电。

(二) 特许经营权及范围：乙方依本协议享有在象州县、金秀瑶族自治县行政区域内**独占性**地拥有全域生活垃圾、农林垃圾、餐厨垃圾、生活污水处理厂污泥、一般工业垃圾及国家允许进入生活垃圾处理厂焚烧处理的其他垃圾，该权利是**排他性**的，且在特许经营权协议有效期内保持不变。当实际处理垃圾

图表：2023–2025年保险资金举牌市政环保公司

时间	险资机构	被举牌公司	险资机构实控人	最新持股比例	董事会席位
2025/7/22	中邮保险	绿色动力环保	北京市国有资产经营有限责任公司	5.07%	尚未获得董事会席位
2025/7/2	利安人寿	江南水务	江阴市国资办	5.02%	尚未获得董事会席位
2024/5/17	长城人寿		江阴市国资办	6.38%	1个董事会席位
2025/2/20	长城人寿	中国水务	-	5.02%	1个董事会席位
2024/8/1	长城人寿	绿色动力环保	北京市国有资产经营有限责任公司	8.74%	1个董事会席位
2024/5/17	长城人寿	城发环境	河南省财政厅	6.64%	1个董事会席位
2023/2/28	中国太保	光大环境	中华人民共和国国务院	5.94%	尚未获得董事会席位

■ 主要市政环保公司股息率一览表

公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB	分红比例			股息率		
	2025/12/26	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
北控水务集团	235	17	16	17	15	16	15	0.8	95%	98%	96%	6.4%	6.6%	6.8%
粤海投资	446	31	45	46	14	10	10	1.1	65%	65%	65%	4.6%	6.5%	6.7%
天津创业环保股份	62	8	9	10	8	7	6	0.6	33%	33%	33%	4.3%	5.0%	5.4%
中国水务	85	15	11	12	6	8	7	0.6	30%	30%	30%	5.4%	3.8%	4.2%
创业环保	94	8	9	10	12	10	9	0.9	33%	33%	33%	2.8%	3.3%	3.6%
首创环保	222	35	18	19	7	16	15	0.7	39%	39%	39%	6.2%	3.1%	3.3%
洪城环境	123	12	13	13	10	10	9	1.3	50%	50%	50%	4.9%	5.1%	5.4%
重庆水务	215	8	9	9	27	25	24	1.2	80%	80%	80%	2.9%	3.2%	3.3%
兴蓉环境	215	20	22	24	11	10	9	1.1	28%	28%	28%	2.6%	2.8%	3.1%
绿色动力环保	70	6	7	7	12	10	10	0.8	71%	71%	71%	5.9%	7.0%	7.5%
光大环境	303	34	37	39	10	9	8	0.6	44%	39%	36%	4.7%	4.7%	4.7%
海螺创业	166	20	24	27	8	7	6	0.3	32%	32%	32%	3.9%	4.8%	5.2%
军信股份	119	5	8	8	22	15	14	1.6	95%	65%	61%	4.3%	4.3%	4.3%
绿色动力	97	6	7	7	17	14	13	1.2	71%	71%	71%	4.3%	5.1%	5.4%
永兴股份	136	8	9	10	17	15	13	1.3	66%	66%	66%	4.0%	4.5%	5.0%
瀚蓝环境	237	17	20	23	14	12	10	1.7	39%	39%	39%	2.7%	3.3%	3.8%
三峰环境	140	12	13	14	12	11	10	1.2	35%	35%	35%	2.9%	3.2%	3.4%
城发环境	89	11	13	14	8	7	7	1.0	20%	20%	20%	2.6%	2.9%	3.1%
旺能环境	70	6	7	7	12	10	10	1.0	38%	38%	38%	3.1%	3.7%	3.9%

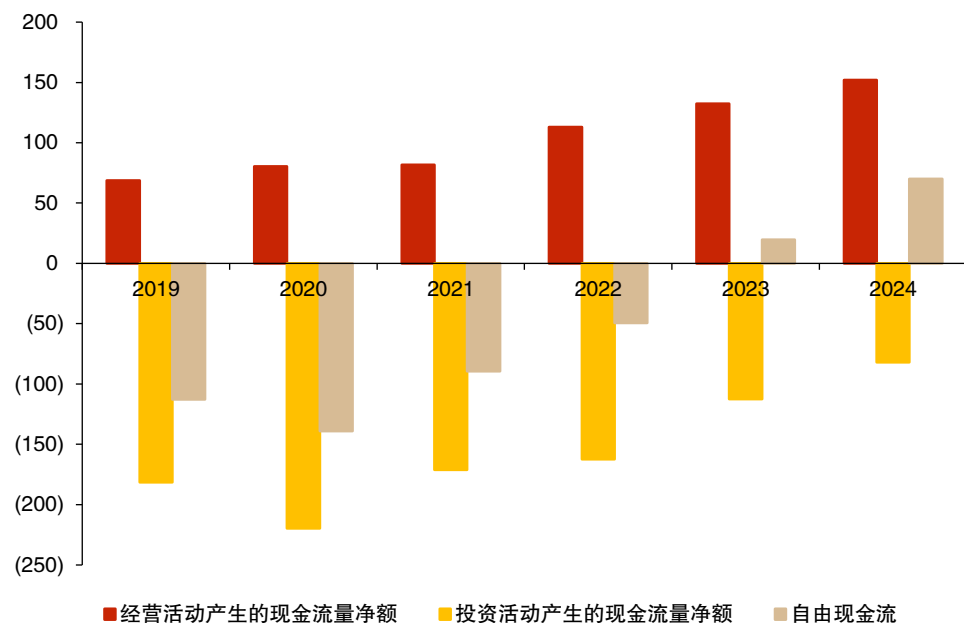
■ 资本开支大幅收缩，国补资金加速发放进一步改善自由现金流，企业分红能力、分红意愿大幅提升

- 1) 资本开支大幅收缩，企业自由现金流大幅好转，垃圾焚烧发电企业自由现金流于2023年已然转正，2024年进一步好转；
- 2) 2025年7-9月，国补资金大幅发放，进一步改善企业现金流；
- 自由现金流好转后，**企业分红能力、分红意愿大幅提升**，2024年垃圾焚烧发电企业分红率、每股分红均有提升。

图表：主要垃圾焚烧公司2024年年报盈利表现和分红情况（单位：亿元、元/股）

公司简称	24A归母净利润	23A归母净利润	yoy	24A股利支付率	23A股利支付率	yoy	24A每股分红	23A每股分红	yoy
光大环境	33.8	44.3	-23.8%	41.8%	30.5%	11.3 pct	0.23	0.22	4.5%
瀚蓝环境	16.6	14.3	16.4%	39.2%	27.4%	11.8 pct	0.8	0.48	66.7%
永兴股份	8.2	7.3	11.7%	65.8%	63.7%	2.1 pct	0.6	0.52	15.4%
军信股份	5.4	5.1	4.4%	94.6%	71.8%	22.8 pct	0.9	0.9	0.0%
旺能环境	5.6	6.0	-6.9%	38.1%	35.6%	2.5 pct	0.5	0.5	0.0%
伟明环保	27.0	20.5	32.0%	30.1%	20.7%	9.4 pct	0.48	0.25	92.0%
绿色动力	5.9	6.3	-7.0%	71.4%	33.2%	38.2 pct	0.3	0.15	100.0%
城发环境	11.4	10.8	6.2%	20.0%	15.1%	5.0 pct	0.36	0.25	44.0%
三峰环境	11.7	11.7	0.2%	35.1%	33.8%	1.3 pct	0.24	0.23	4.3%

图表：垃圾焚烧发电企业现金流表现（亿元）



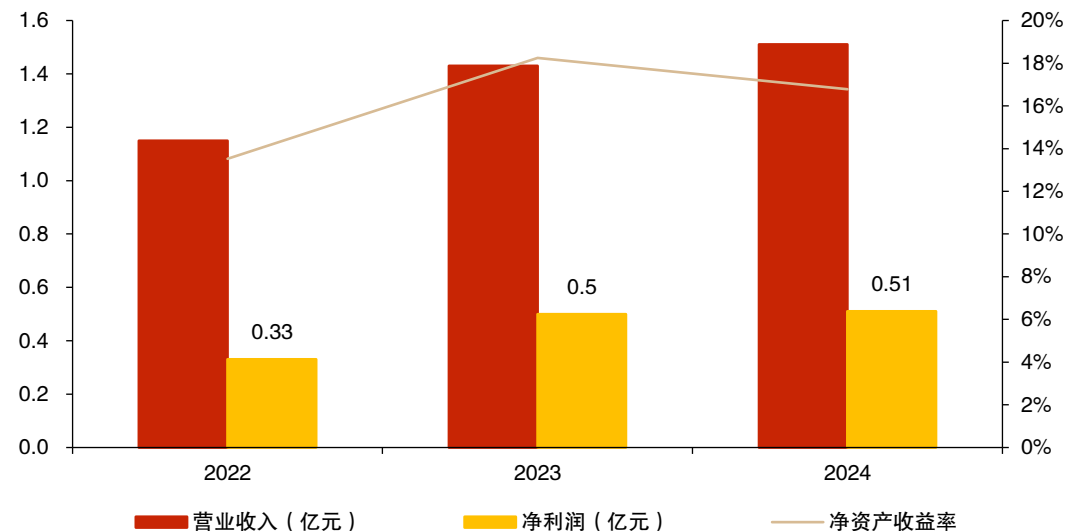
■ 积极内生增长（增垃圾、改供热），拓展盈利+改善现金流双增益

- **行业告别跑马圈地，进入精细化运营时代，内生增长潜力强。**随着垃圾焚烧发电行业资本开支回落，行业进入存量运营期，精细化运营成为当前企业比拼的重点，主要途径包括：
 - ✓ 拓展多源垃圾提高产能利用率，我们测算掺烧100万吨陈腐垃圾预计将带来1.2亿元净利润增量；
 - ✓ 利用热蒸汽供热提高盈利，以简要模型测算，1吨生活垃圾能够产生2吨蒸汽，能够发电400kwh，按照当前典型蒸汽价格约170元/吨测算，供热能够带来净利润增加约80元。更重要的是，供热收入来自于下游工业用户，有助于提高企业现金流水平。

图表：掺烧陈腐垃圾带来的净利润增量测算

项目	电费不考虑补贴	电费考虑补贴	备注
陈腐垃圾增量（万吨）	100	100	
吨发（kwh/吨）	400	400	
陈腐垃圾处理费（元/吨）	100	100	
单吨付现成本（元/吨）	120	120	人工等
假设费用率	10%	10%	
陈腐垃圾燃烧带来的收入增量（亿元）	2.36	2.98	
——垃圾处理费（亿元）	0.9	0.9	
——标杆电费收入（亿元）	1.4	1.4	
——补贴电费收入（亿元）		0.6	
陈腐垃圾燃烧带来的毛利增量（亿元）	1.16	1.78	
陈腐垃圾燃烧带来的利润增量（亿元）	0.78	1.20	假设所得税率25%

图表：中科环保宁波项目拓展供热后财务数据对比

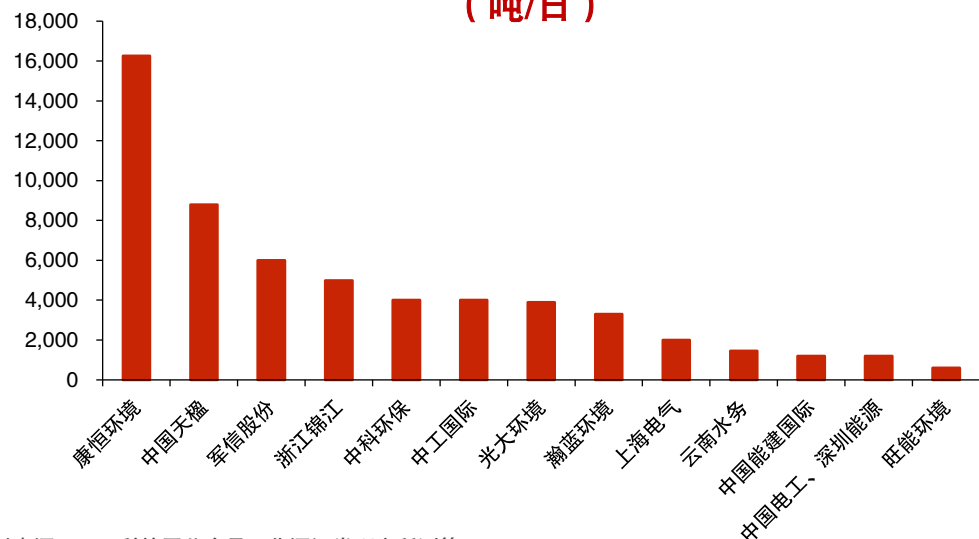


2.2 垃圾焚烧：内生增长拓展+谨慎外延扩张，成长性同样较高

谨慎外延扩张，出海+算力供电，拓展第二增长曲线

- 向东南亚、中亚出海获取垃圾焚烧项目，海外项目回报率较高。以比什凯克垃圾科技处置发电项目1000吨/日为例，垃圾处理服务费17美元/吨，垃圾发电上网电价为0.070美元/千瓦时，预计该项目盈利能力较高。
- 谋划供电模式从toG转向toB，开展“绿电直供”，相较于风电光伏，垃圾焚烧发电利用小时数高，出力稳定，预计将更加受到下游用户的青睐，量化测算下，为IDC供电有望使得项目ROE提升2-3个百分点。

图表：截至2025年6月中企海外垃圾焚烧项目处置规模情况（吨/日）



资料来源：环卫科技网公众号，华源证券研究所测算

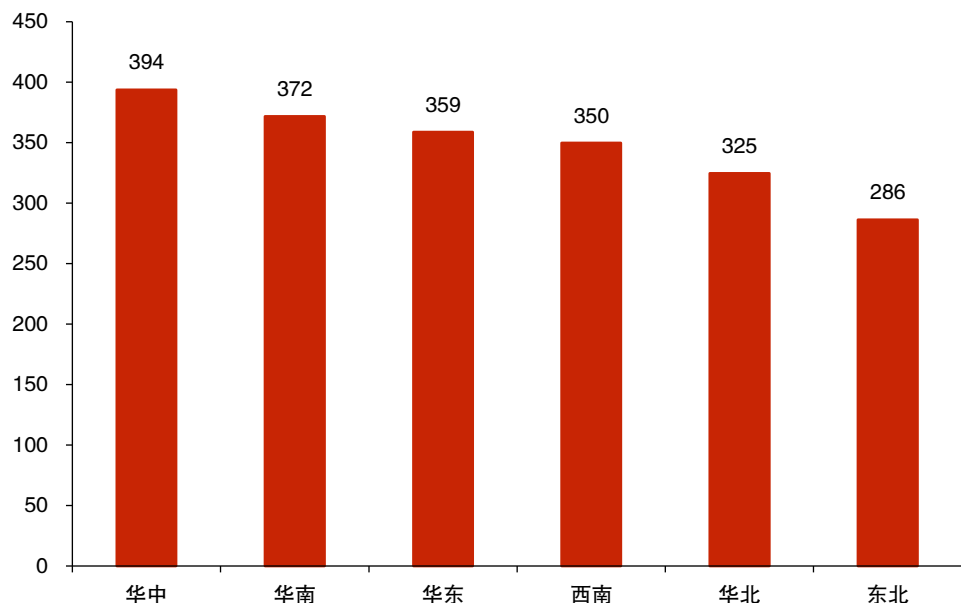
图表：垃圾焚烧项目给IDC供电盈利弹性测算

核心假设	正常垃圾焚烧项目	100%给IDC供电 电价改为0.63元/千瓦时	自建IDC向外租赁 3000个机柜、单机柜功率5kW
项目规模（吨/日）	1000	1000	1000
投资额（万元）	50000	50000	80000
吨发（kwh/吨）	400	400	400
产能利用率	100%	100%	100%
垃圾处理量（万吨）	36.5	36.5	36.5
垃圾处理费（元/吨）	100	100	100
发电量（亿千瓦时）	1.46	1.46	1.46
收入（万元）	10873	11583	21443
收入弹性		6.5%	85.1%
——垃圾处理费（万元）	3443.4	3443.4	3443.4
——基础电费（万元）	5168.1	8139.8	8139.8
——补贴电费（万元）	2261.1		
——租赁收入（万元）			18000
成本（万元）	6047	6047	13522
——折旧（万元）	1667	1667	3667
——付现成本（万元）	4380	4380	9855
毛利（万元）	4826	5537	7922
毛利弹性		14.7%	64.1%
毛利率	44.4%	47.8%	36.9%
其他费用率	10%	10%	5%
财务费用（万元）	1050	1050	1680
净利润（万元）	2017	2496	3877
净利润弹性		23.8%	92.3%
净利率	18.5%	21.5%	18.1%
ROE	13.4%	16.6%	16.2%

■ 区位对比：地区资源禀赋差异，决定吨发、垃圾处理费、回款效率等

- 项目天然具有区域壁垒，地方财政支付能力、地区经济水平、居民生活水平决定了回款效率、价格调整难易程度，以及垃圾热值，从下图可以看出，北方地区（华北、东北）的吨发明显低于其他地区。
- 东南沿海省份的垃圾处理费一般均高于北方地区，浙江垃圾处理费可达180元/吨，东北垃圾处理费可降至10元/吨。

图表：绿色动力不同区域吨发对比（2024年数据，kwh/吨）



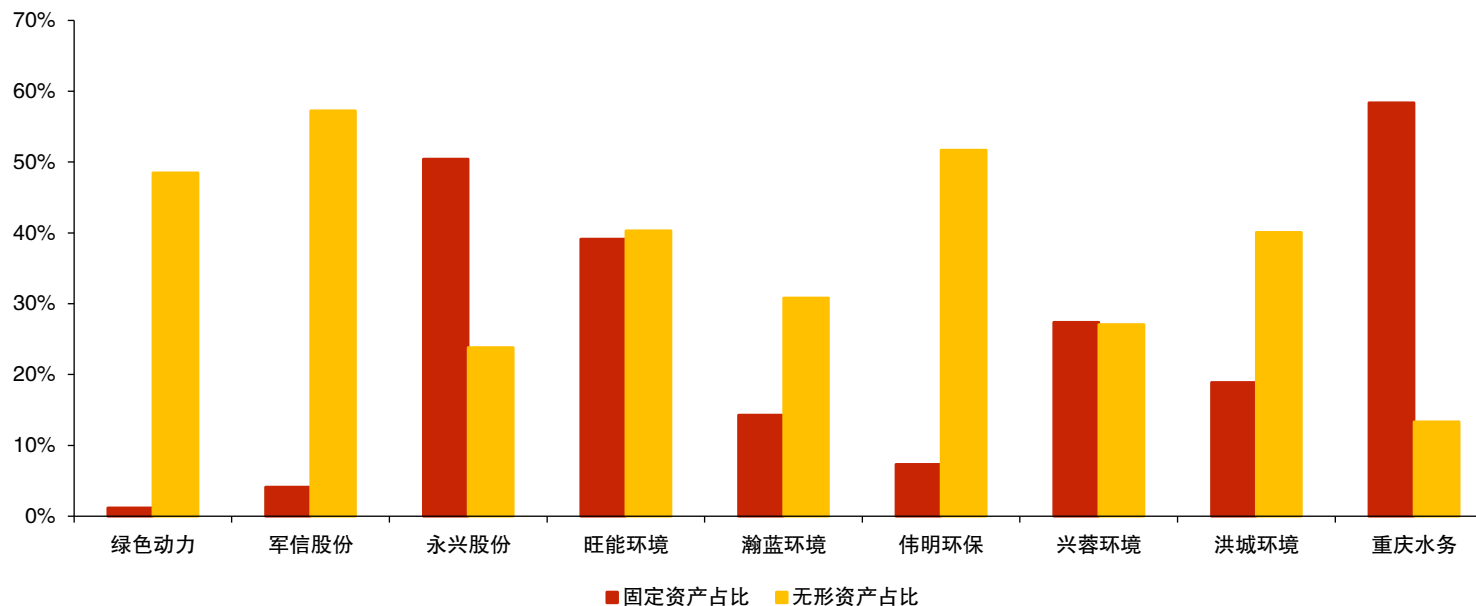
图表：2019年部分招标项目对比（单位，吨/日，元/吨，亿元）

地区	项目	规模	中标主体	垃圾处理费	投资额
辽宁	抚顺市城市生活垃圾焚烧发电PPP项目	1200	三峰环境	67	5.75
辽宁	丹东市垃圾处理场改造建设(焚烧发电)PPP采购项目	1500	上海电气	42.13	5.06
吉林	长岭县生活垃圾焚烧发电PPP项目	500	瀚潍环保	60	2.69
浙江	三门绿能环保项目(垃圾焚烧发电项目)	1000	康恒环境	100	4.21
吉林	蛟河市生活垃圾焚烧发电特许经营项目	500	伟明环保	/	/
广东	五华县循环经济产业园生活垃圾焚烧发电PPP项目	1050	光大国际	82	4.55
广东	韶关市循环经济环保园一期工程(垃圾焚烧发电)PPP项目	1050	粤丰环保	88.88	4.68
浙江	诸暨市理浦垃圾无害化处理中心PPP项目	350	三峰环境	105	2.02
浙江	富阳区循环经济产业园生活垃圾焚烧处置PPP项目	1500	光大国际	180	13.76
辽宁	大连市中心城区生活垃圾焚烧发电二期工程PPP项目	2250	深能环保	11.11	/
吉林	图们市生活垃圾焚烧发电BOT项目	500	中国环保	75	3

■ 商业模式对比：BOT与BOO、政府采购服务

- BOT模式：特许经营权模式，资产主要计入无形资产或金融资产，按照25-30年执行直线法无形资产摊销；
- BOO模式：企业自投、自建、自用，资产归企业所有，计入固定资产，一般按照5-40年进行折旧；
- 政府采购服务：与当地政府相关部门签订采购垃圾处理服务协议，由公司负责为项目筹集资金，建设及运营垃圾焚烧发电项目。
- 上述商业模式的差别：一影响久期，BOT理论上到期交付政府；二影响盈利，折旧时间更短，未来盈利存在提升基础。

图表：截至2024年底不同公司固定资产和无形资产占比

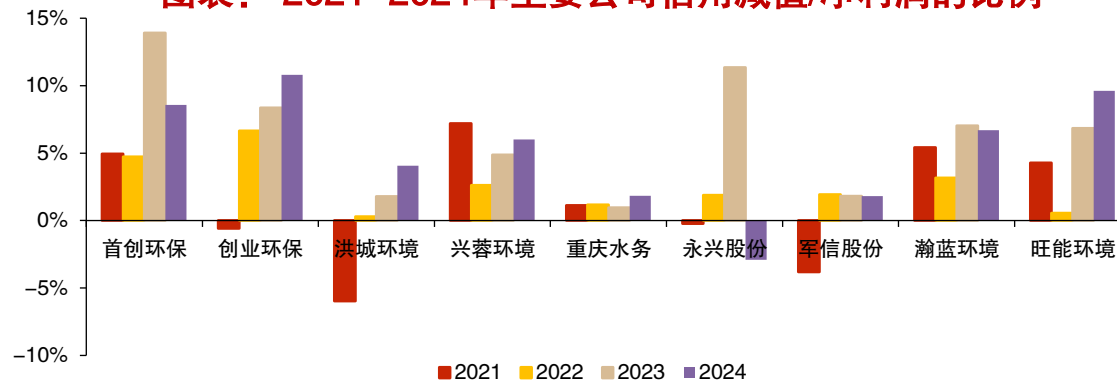


2.2 垃圾焚烧企业对比：区位、模式、回款

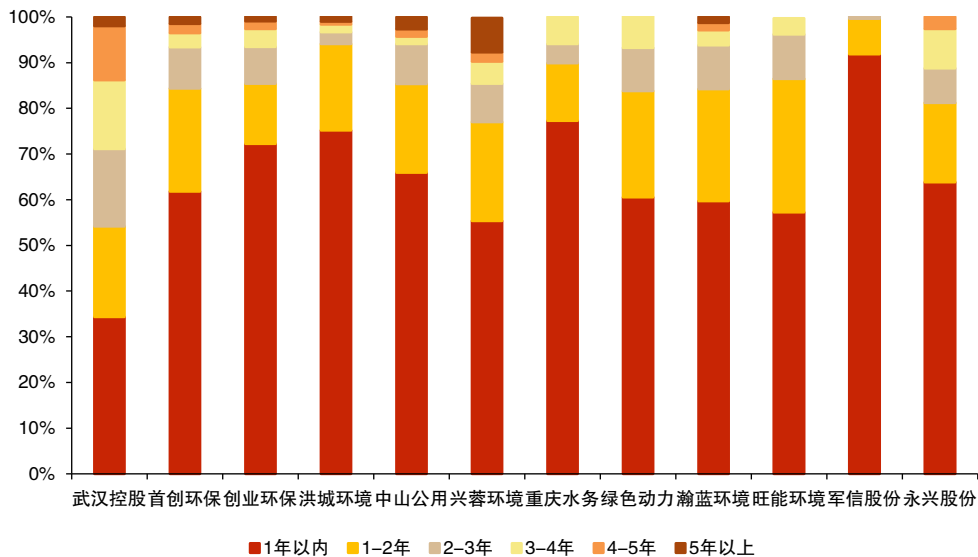
■ 应收账款账龄对比

- 账龄：大多数公司按照账龄计提减值，平均账龄越短减值越少，目前账龄显著低于同行的主要为军信股份、重庆水务、洪城环境、创业环保，账龄显著高于同行的主要为武汉控股。

图表：2021-2024年主要公司信用减值/净利润的比例



图表：截至2024年底主要公司账龄对比



图表：主要公司应收账款坏账计提规则（截至2024年底）

	1年以内	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	5年以上
首创环保	1.24%	3.86%	10.42%	16.18%	34.60%	96.74%
创业环保	1.89%	11.51%	27.72%	59.66%	100%	100%
洪城环境	固定计提比例，应收垃圾及污水处理费1.98%					
中山公用	1.22%	5%	20%	40%	60%	100%
兴蓉环境	5%	10%	20%	30%	50%	100%
重庆水务	按组合计提					
绿色动力	按信用风险特征组合计提坏账准备，垃圾处理费3.86%，国补4.42%，电费1.21%					
瀚蓝环境	按项目计提，政府客户7.92%，电网客户2.92%，国补7.56%，其他10.07%					
旺能环境	5%	10%	50%	100%		
军信股份	5%	10%	20%			100%
永兴股份	按组合计提，政府客户2.18%，电网客户0.26%，国补12.86%，其他10.07%					



2.2 垃圾焚烧：推荐光大环境、瀚蓝环境、永兴股份

■ 光大环境：增发回A有望提升企业估值，2025年预计股息率4.7%

- **公司自由现金流进一步好转。**2024公司自由现金流约41亿元，2025年回收国补有所增加，预计全年自由现金流持续提升。
- 已获取中亚项目3000吨/日，积极获取印尼项目，未来几年项目持续投产有望增厚企业盈利。
- **计划增发A股不超过8亿股（EPS摊薄不超过11.5%），预计将按照1倍PB定价，有望提升港股估值，同时有望开展员工持股，绑定管理层与企业利益，未来几年分红有望稳中有升。**

■ 瀚蓝环境：分红率有望提升，当前估值水平较低

- 随着公司并购粤丰环保并表，公司盈利/资产规模大幅提升，一举跃升为A股最大的全国性垃圾焚烧运营商，预计并表将带来年化6个亿左右的归母净利润增量，26年归母净利润有望达到23亿元，**对应PE仅10倍，显著低于行业平均。**
- 公司当前分红率39.2%，未来有望提升。**以40%/50%作为依据分别测算公司26年股息率，分别为3.8%、4.8%。**

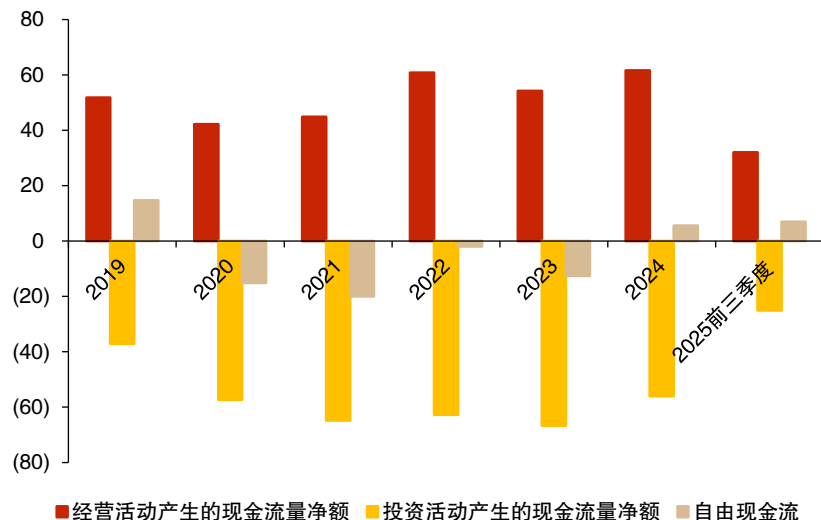
■ 永兴股份：广州市唯一垃圾焚烧发电企业，股息率较高，成长性较强

- 截至2024年底，公司控股运营14个垃圾焚烧发电项目，合计处理能力3.21万吨/日，其中3万吨/日位于广州，受益于高吨发+高垃圾处理费+高基础电价，公司单吨收入、单吨毛利均位于行业前列。
- 承诺23-25年分红率不低于60%，按照65%的分红率进行测算，**公司25-27年的股息率达到4.4%、4.9%、5.4%。**
- **陈腐垃圾复挖+供热持续推进，预计将带来高增长。**当前广州市政府积极推动陈腐垃圾复挖，总规模超7600万吨，测算新增100万吨陈腐垃圾有望带来1.6亿元利润增量，目前公司已审批超400万吨，预计将保障短期内业绩持续增长；其次公司积极拓展供热，增加盈利，随着未来工业园区对蒸汽需求的持续提升，公司供热量有望持续提升，预计2026年供热量超过百万吨。

■ 资本开支下降+地方化债推动企业现金流持续好转，企业分红率有望提升

- 一方面，与垃圾焚烧发电企业相似，水务行业新增项目趋缓，企业资本开支持续收缩；
- 另一方面，地方政府化债持续推进，随着2024年全国人大常委会批准“6+4+2”的化债组合拳（2024-2026年每年2万亿元支持地方用于置换各类隐性债务）提出，2025年8月底当年2万亿元隐性债务置换额度基本使用完毕，分配主要倾向于隐性债务余额多、财政压力较大、地方债务清理任务重的省份，受此影响，企业现金流持续好转。
- 从分红来看，当前分红率较低/存在分红提升基础的主要为兴蓉环境、天津创业环保。

图表：水务公司现金流表现（亿元）



图表：主要水务公司2024年年报盈利表现和分红情况（单位：亿元、元/股）

公司简称	24A归母净利润	23A归母净利润	yoy	24A股利支付率	23A股利支付率	yoy	24A每股分红	23A每股分红	yoy
洪城环境	11.9	10.8	9.9%	50.1%	50.0%	0.0 pct	0.46	0.44	4.5%
重庆水务	7.9	10.9	-27.9%	80.1%	74.5%	5.6 pct	0.13	0.17	-23.5%
兴蓉环境	20.0	18.4	8.3%	28.0%	27.5%	0.4 pct	0.19	0.17	11.8%
粤海投资	31.4	31.2	0.6%	65.0%	65.0%	0.0 pct	0.31	0.31	0.0%
中原环保	10.3	8.6	20.0%	24.6%	20.4%	4.2 pct	0.26	0.18	44.4%
天津创业环保	8.07	8.65	-6.7%	33.07%	30.13%	2.94pct	0.17	0.17	0.0%
江南水务	4.0	3.2	24.3%	30.2%	30.1%	0.2 pct	0.13	0.1	30.0%
联合水务	1.5	1.6	-5.9%	52.2%	39.8%	12.4 pct	0.18	0.15	20.0%
北控水务集团	16.8	19.0	-11.5%	88.8%	76.0%	12.7 pct	0.16	0.16	0.0%

资料来源：wind，华源证券研究所

注：自由现金流近似等于经营活动现金流净额+投资活动现金流净额；粤海投资采用港币，其余公司采用人民币；股利支付率=现金分红总额/归属母公司股东净利润*100%

■ 政府规定三年调一次水价，当前水价进入调价周期

- 供水：2021年10月，国家发展改革委发布新版《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》明确：
 - ✓ 1) 按照“准许成本+合理收益”的方法核定城镇供水价格。先核定供水企业供水业务的准许收入，再以准许收入为基础分类核定用户用水价格，在供水水量不达设计水量的65%时，对核定价格进行调整；
 - ✓ 2) 3年调一次水价，调价需要走听证会。
- 污水处理：污水处理单价按照合理成本+法定税费+合理利润的方式每3年核定一次，合理利润一般为8%-10%

图表：南京市市级污水处理付费成本核定办法

第二章 付费成本核定范围

第六条 污水处理付费成本包括**固定资产折旧、运营成本、财务费用、税费和合理利润**。

第七条 **固定资产折旧**是指建设形成的固定资产，按照使用寿命提取的折旧费用。

第八条 **运营成本**是指污水处理厂对进厂污水进行处理，直至达标排放过程中发生的全部费用。包括人员费用、水电费、药剂费、污泥处置费、管理费等。

第九条 财务费用是指污水处理企业为建设和运营筹集资金发生的费用。包括利息支出、汇兑损失以及相关的手续费等。

第十条 税费是指污水处理企业依法需要交纳的各种税费。包括增值税、企业所得税、土地税、房产税等。

第十一条 **合理利润**是指建设和运营污水处理厂获得的合理利润。

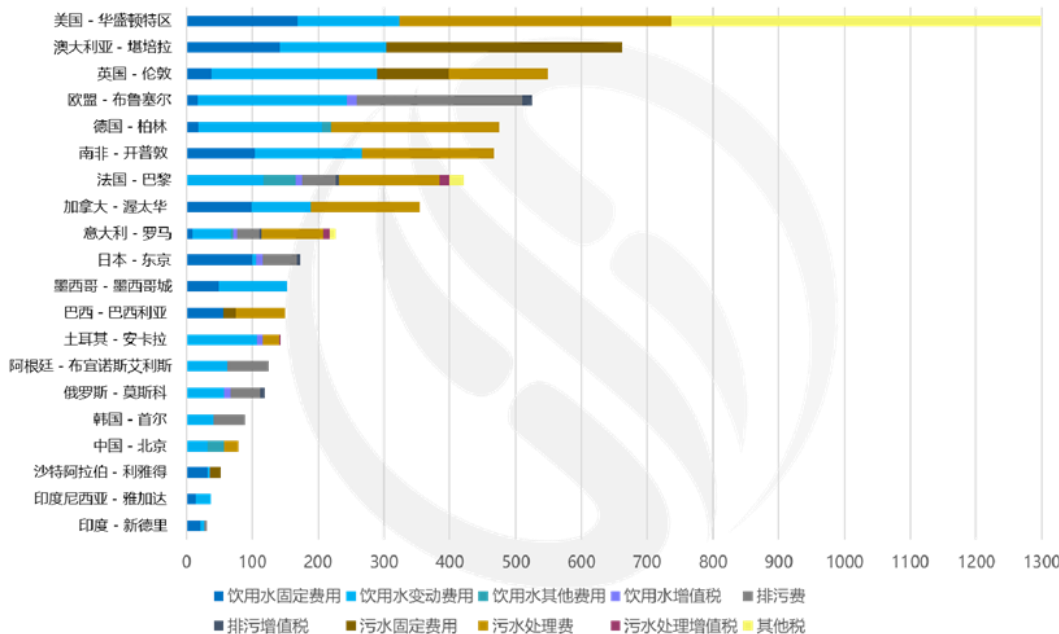
第四章 付费成本调整机制

第二十条 **污水处理付费成本每三年核定一次，费用核定工作在第三年四季度启动**，年底前完成，次年执行新付费标准。

第二十一条 污水处理付费成本原则上不得临时性调整。确需要临时调整的，应符合以下条件：

(一) 固定资产折旧发生重大变化。新建和改扩建工程增加固定资产，或大量固定资产提足折旧，当期固定资产折旧增加或减少导致付费成本影响超过5%；

图表：国外主要城市用水价格





2.3 水务：水价进入调价周期，当前水价顺价持续推进

图表：2021年文件发布以来各地调价情况

省份	城市	执行时间	调整前(元/吨)	调整后(元/吨)	调价幅度(元/吨)	调价幅度	距上次调价时间(年)
上海	上海市属区域	2021/11/1	1.92	2.25	0.33	17%	8
重庆	重庆市万州区	2022/1/1	2.5	2.95	0.45	18%	7
湖南	衡阳市	2022/1/1	1.92	2.57	0.65	34%	6
吉林	吉林市	2022/8/1	2.3	2.6	0.3	13%	7
河南	长垣市	2022/8/1	1.4	1.9	0.5	28%	7
江苏	扬中市	2022/9/1	1.46	1.66	0.2	14%	
陕西	西安市	2022/12/1	1.69	2.29	0.6	35.50%	7
湖南	常德市	2023/1/1	1.81	2.32	0.51	36%	7
江西	赣州市	2023/5/1	1.15~1.3	1.45	0.15~0.3	12%~26%	15
广东	惠州市芦洲镇	2023/5/1	1.5	1.7	0.2	13%	-
福建	福安市	2023/8/1	1.55	1.86	0.31	20%	13
湖南	湘潭市	2023/8/1	2.12	2.4	0.28	13%	9
四川	南充市	2023/9/1	1.87	2.24	0.37	20%	11
安徽	芜湖市	2023/11/1	1.32	1.47	0.15	11%	9
湖南	长沙市	2024/8/1	1.51	1.9	0.39	26%	12
湖南	宜章县		1.8	2.19	0.39	22%	8
四川	江油市		0.25~2.2不等	1.2~1.4			
陕西	延安市延川县	-	2.7	3.2	0.5	19%	-
江苏	南京市	2025/1/1	1.42	1.8	0.38	27%	12
湖北	赤壁	2025/1/1	1.4	1.7	0.3	21%	
湖北	恩施	2025/4/24	2	2.34	0.34	17%	
广东	普宁	2025/5/1	1.81	2.05~2.25	0.24~0.44	13.3%~24.3%	
广东	广州市	2025/6/1	1.98	2.46~2.6	0.48~0.62	24%~31%	12
湖北	江陵	2025/8/13	1.87	2.05	0.18	10%	
甘肃	定西(安定区)	2025/11/1	2.25	3	0.75	33%	

资料来源：政府网站，华源证券研究所



2.3 水务：建议关注粤海投资、北控水务集团、兴蓉环境

■ 粤海投资：对港供水稀缺标的，现金流回款顺畅，预计2025年股息率6.5%

- 2025年初剥离地产业务，公司当前业务为优质水务资产+其余稳定资产。1) 东深供水项目：该项目为香港、深圳、东莞供应天然水，可供水量为 24.23 亿吨，其中供给香港8.2亿吨（满足香港约80%的淡水需求，是香港最主要水源），剩余供给深圳、东莞；2) 其他国内供水及污水处理业务：截至2025年6月，公司在运供水产能1083.7万吨/日，污水处理产能229.8万吨/日。
- 2025年前三季度公司实现归母净利润40.7亿港元，同比增长13.2%，主因压降财务费用和行政费用、剥离粤海置地等因素。公司当前经营稳健，自由现金流强劲，股息价值突出。

■ 北控水务集团：全国污水处理龙头企业，自由现金流持续改善，绝对分红额稳定，预计2025年股息率6.6%

- 作为中国最大的综合水务公司，截至2025年6月底境内投运产能达3190万吨/日，其中污水处理1979万吨/日，供水1003万吨/日。
- 资本开支下降，自由现金流持续改善。2024年公司自由现金流约15亿元，未来预计随着资本开支下滑，自由现金流将逐步提升。

■ 兴蓉环境：资本开支高峰已过，项目进入密集投产期，公司现金流+分红有望提升

- 作为成都国资委旗下水务及固废平台，当前公司运营、在建和拟建的供排水项目规模逾940万吨/日、中水利用项目规模约130万吨/日、垃圾焚烧发电项目规模14400吨/日、污泥处置项目规模约3400吨/日、垃圾渗滤液处理项目规模8430吨/日，餐厨垃圾处置项目规模2150吨/日，历史上污水调价顺畅，保障公司2020–2024年ROE稳定在11%附近。
- 预计2025–2026年公司在建项目陆续投产将持续贡献利润增量，此后未来几年公司资本开支预计将大幅收缩，自由现金流有望转正，为公司提高分红奠定基础。

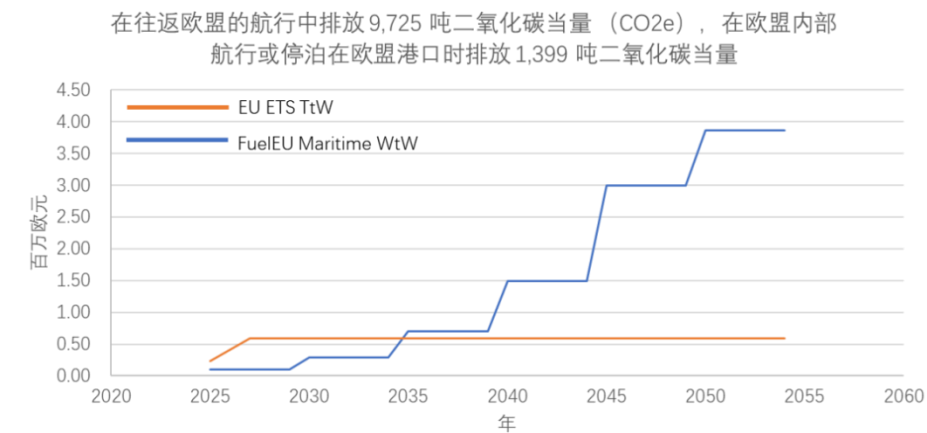
主要内容

1. 2025年回顾：持仓结构持续优化，业绩表现亮眼
2. 市政环保：红利资产优选方向，股息率价值凸显
3. 生物燃料：国际减碳政策持续推进，产业链价格高涨

■ 船运业：欧盟立法推动绿色变革，EU ETS和FuelEU Maritime将分别通过碳配额和FuelEU罚金对航运成本产生影响

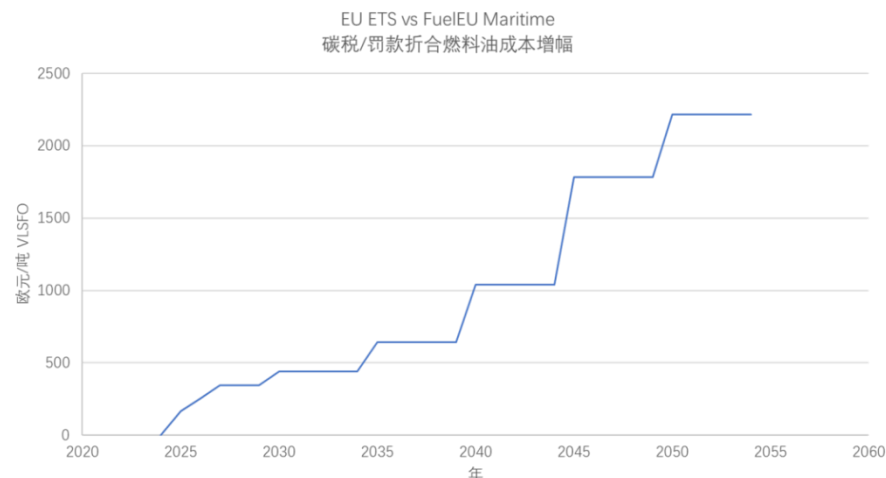
- 欧盟EU-ETS：**所有进出欧盟和欧洲经济区（EEA）港口、总吨位超过5000吨的客船与货船，均需为其排放的温室气体购置并缴纳碳排放配额，2024年40%的碳排放量需纳入ETS，2025年为70%，2026年及之后为100%；未足额清缴配额的缺口罚款100€/tCO₂e。
- 欧盟FuelEU Maritime：**2025年1月1日起实施，针对所有在欧盟或欧洲经济区（EEA）内航行且总吨位超过5000吨的船舶，以2020年为基准，逐年降低全年平均燃料温室气体排放强度，2025年、2030年、2040年、2050年分别降低2%、6%、31%、80%，未达标船舶将面临每吨VLSFO能量当量2400欧元的高额罚款，连续两年违规者可能被禁止进入欧洲经济区港口。
- 合规成本测算：**根据劳氏船级社，以实际案例往返欧盟的航行中排放9725吨二氧化碳当量，在欧盟内部航行或停泊在欧盟港口时排放1399吨二氧化碳当量的船进行测算，**在2035年之前，每吨VLSFO的合规成本增幅仅440欧元/吨**，考虑当前VLSFO市场价大致为625欧元/吨，含罚款1065欧元/吨的VLSFO（等热值折合520欧元/吨的生物甲醇），2035年之后合规成本预计将大幅提升。

图表：EU ETS碳税+FuelEU合规费用



公众号 · 电氢燃料化学品

图表：EU ETS碳税+FuelEU合规叠加成本

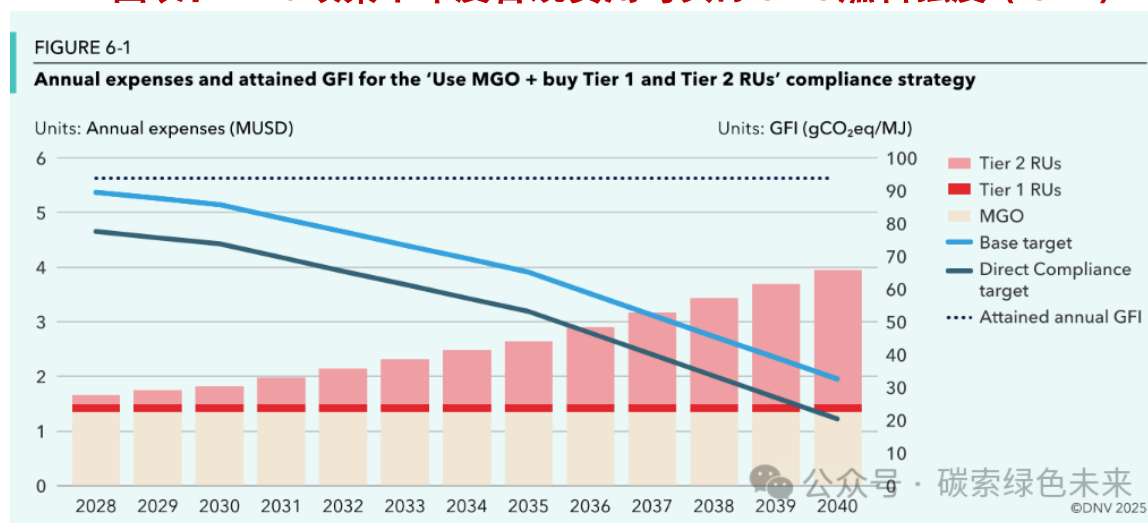


公众号 · 电氢燃料化学品

■ 航运业：IMO国际海事组织净零框架规则——强制性碳排限制和定价体系

- 政策背景：**2025年4月海上环境保护（MEPC）第83届会议初步批准《IMO净零框架规则》法案（NZF），但在2025年10月MEPC特别会议上，该净零框架最终未能达成共识，各成员国决定将NZF的投票推迟12个月，后续是否执行需观察2026年10月份会议结果。
- 考核&罚款：**规定自2028年起5000GT以上商船的燃料温室气体排放强度以2008年基准年份逐年下降，对不达标的船舶征收碳税。
- 罚款标准：**2028–2030年，一级合规赤字（GFI在77.44–89.57gCO₂eq/MJ之间）罚款100美元/tCO₂eq；二级合规赤字（GFI>89.57gCO₂eq/MJ）罚款380美元/tCO₂eq，若GFI低于77.44gCO₂eq/MJ产生盈余单位（SU），可储存两年供其他船舶使用。
- 合规成本测算：**参考DNV《2050海事展望》，对18,000 DWT化学品运输船的真实案例进行测算，采用纯MGO燃油+Tier 1+Tier 2弥补单位，Tier 1 RU的年度成本2028至2040年始终维持在0.13百万美元/年，Tier 2 RU的年度成本从2028年的0.2百万美元/年增至2040年的2.5百万美元/年，到2036年时，Tier 1 RU和TIER 2 RU单位的成本已超过该船舶年度MGO燃料费用。

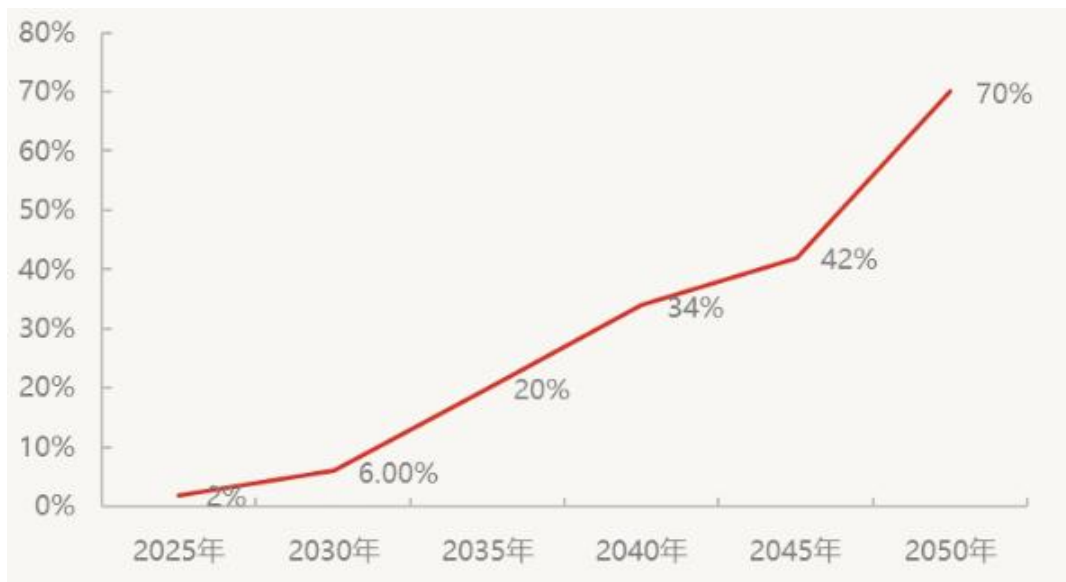
图表：IMO政策下年度合规费用与实际GHG燃料强度（GFI）



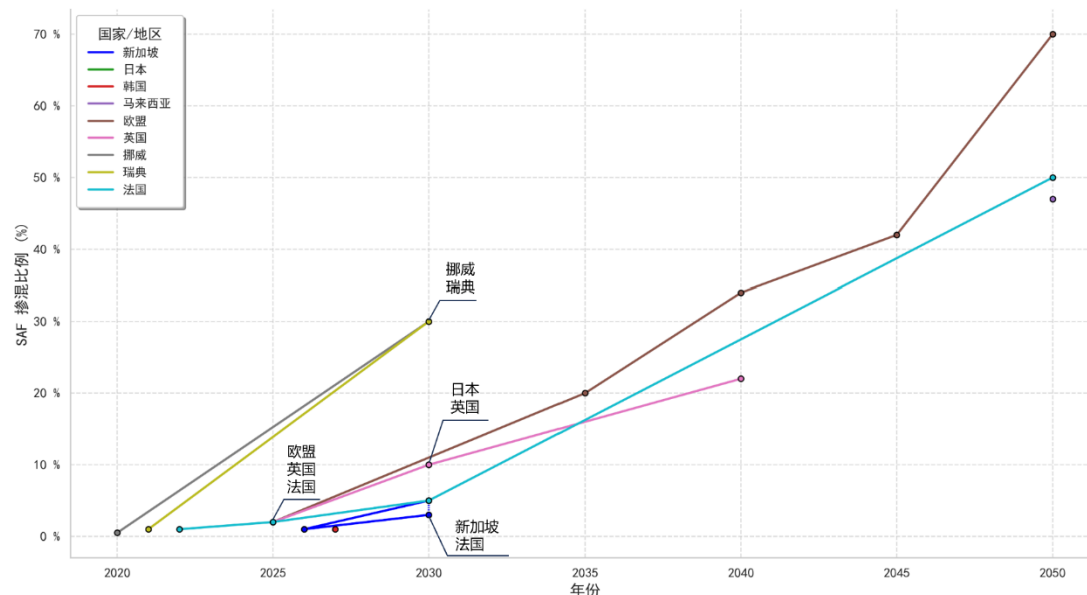
■ 航空业：欧盟ETS和ReFuelEU Aviation将分别通过碳配额和罚金对航空成本产生影响

- **欧盟EU-ETS：**欧盟自2012年起将航空业纳入欧盟碳排放交易体系（EU ETS），未足额清缴配额的缺口罚款100€/tCO₂e。
- **欧盟ReFuelEU Aviation可再生航空燃料法规：**2025年开始，所有在欧盟机场加注的航空燃料必须包含2%的可持续航空燃料，2030年可再生航空燃料加注量提高至6%，2050年提高至70%。若航空公司/供应商未达到SAF强制掺混比例，对航司罚款=2×每年航空燃料平均价格×年未装罐数量；对航空燃料供应商罚款=2×（每吨SAF或合成航空燃料价格与常规煤油价格差额的年平均值）×不符合最低配额的航空燃料数量。

图表：ReFuelEU Aviation要求SAF添加比例



图表：部分国家/地区SAF掺混要求



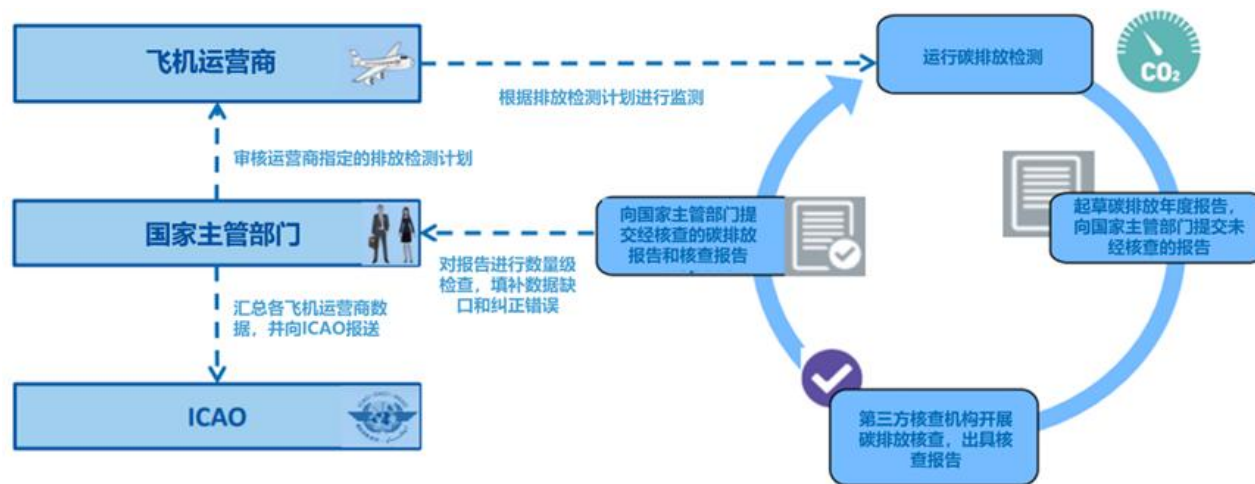
■ 航空业：国际民航组织提出CORSIA要求2027年航空业强制降碳，超过基准的部分需购买碳信用额度

- 政策背景：**国际民航组织ICAO在2016年建立了国际航空业碳抵消与削减机制(CORSIA)，提出到2050年实现国际航空净零碳排放。
- 考核对象：**2027年开始强制要求（此前为自愿参与阶段），针对国际航空承运人（即执飞国际航班的航空公司），其运营的“受覆盖航线”（航班的出发国与到达国均参与CORSIA抵消机制）产生的碳排放需纳入机制。
- 考核要求：**航空业需要为超过基准线的二氧化碳排放量进行抵消，基准线设定为2019年国际航线排放量的85%，航空公司当年的国际航空排放量若超过基准线，需对超出部分购买碳信用额度，因此飞机运营商要么使用CORSIA合格燃料（包括SAF）抵消排放量，要么购买合格排放单元（Eligible Emission Unit, EEU）抵消排放量，截至2025年6月，仅有圭亚那的一个司法管辖区REDD+项目（ART TREES）发行了CORSIA第一阶段合格的碳信用额，总计1584万单位，且市场流动性极低。

图表：CORSIA实施时间线

阶段	时间	参与形式
试点阶段	2021-2023	自愿（成员国自行决定）
第一阶段	2024-2026	自愿（成员国自行决定）
第二阶段	2027-2035	强制（2018年单项国际航空活动的RTKs数超过RTKs总数0.5%的成员或RTKs累计数达到RTKs总数90%的成员国强制参加，豁免国家如最不发达国家（LDC）、小岛屿发展中国家（SIDS）、内陆发展中国家（LLDC）和占国际RTKs不到0.5%的国家除外，除非其自愿参与）

图表：CORSIA机制下流程



■ 绿色燃料对比：船运方面生物柴油短期内使用广泛，中长期内绿醇/绿氨渗透率有望提升；航空方面SAF或为主导能源

- 船运绿色燃料主要包括**生物柴油、生物LNG、绿色甲醇和绿氨**，航空绿色燃料主要为**SAF（生物航煤）**，其中生物柴油和SAF可直接与石化柴油/航空煤油兼容，直接用于现有设施，在当前适用范围更广。
- 生物柴油短期内使用广泛，中长期内绿醇/绿氨渗透率有望提升。**综合劳氏船级社和DNV的测算，预计到2050年，航运业氨燃料占比将达到20%–24%，生物燃料占比达11%–13%，绿色甲醇占比达到9%–12%。总的来看，主流机构测算生物燃料占比类似（10%–15%之间），但对于甲醇和氨能的预测存在较大差异，未来或主要取决于降本速度、安全性等，目前没有明确领跑者。

图表：绿色燃料介绍

绿色燃料	介绍
生物柴油	以废弃油脂为原料，通过酯交换或催化加氢反应制成，与传统柴油兼容性好，船舶改装成本低，但受原料供应限制，产量有限
生物LNG	以秸秆、畜禽粪便等有机废弃物为原料，经厌氧发酵生产生物天然气，再液化制成，与现有LNG动力船舶兼容，但原料收集和处理成本高，规模化供应难度大
绿色甲醇	通过生物质气化耦合绿氢或二氧化碳与绿氢化学合成制取，便于储存运输，港口改造难度小，技术成熟度高，是航运脱碳的核心燃料之一
绿氨	利用绿氢与氮气催化合成，能量密度略低于甲醇，适合长距离航线，但毒性强、燃烧特性差，发动机商业化时间较晚，生产成本高昂
SAF	由可再生资源或废弃物制成，其能量密度、体积密度与传统航煤基本一致，可与现有航空器和民航基础设施良好兼容

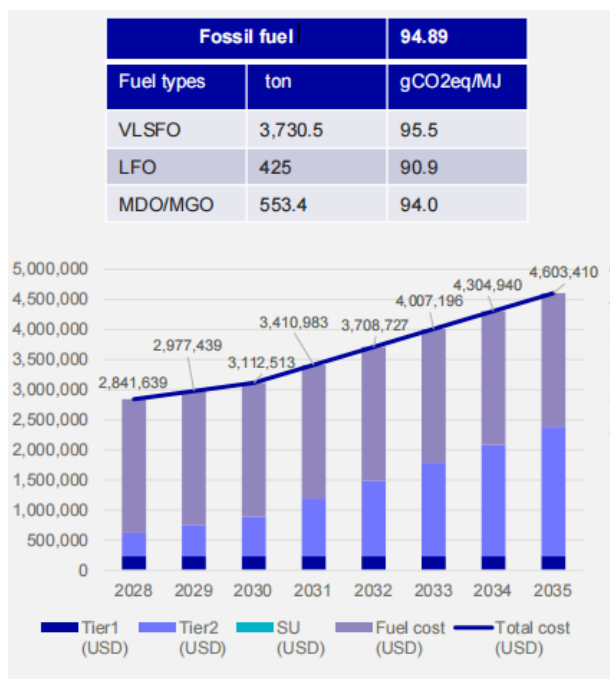
图表：到2050年主要机构减碳方案预测

机构	减碳方案预测
毕马威、劳氏船级社	2050年航运燃料中氨能占比约20%，其次为氢能(19%)、生物燃料(13%)、甲醇(约9%)、LNG(7%)
DNV	预计到2050年，航运业氨燃料占比将达到24%，以电制甲醇为主的电子燃料占比将达到12%，生物燃料将达到11%，液化天然气(LNG)和液化石油气(LPG)燃料预计到2040年都将维持增长势头，但到2050年，由于无法进行深度脱碳，占比或将下降
IRENA	2050年电子氨占比43%，电子甲醇占比17%，生物燃料占比10%，其他燃料占比30%
美国船级社	2050年传统化石燃料的市场份额预计将下降到15%，绿色甲醇占比42%，氨的使用量将增加33%
IEA	2050年绿氨占比44%，绿色甲醇占比3%
Rohan Kumar 团队	氢-氨-甲醇三足鼎立的燃料组合是兼顾环境目标与技术可行性的最优解

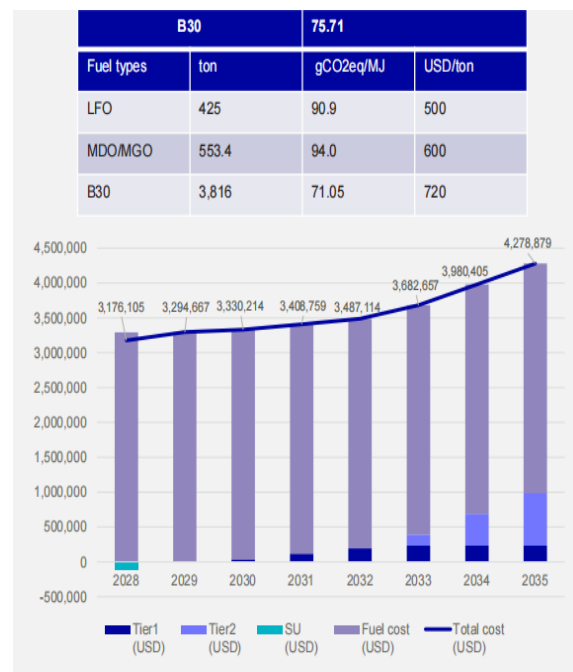
■ 生物柴油/绿色甲醇掺混 vs 缴纳罚款经济性对比

- 在IMO政策要求下，缴纳罚款成本高且逐步增加，若以63千吨散货船，航行距离61275 海里为例进行分析，假设SU价格为350美元/吨，在燃料平均成本450美元/吨之下，LNG和生物柴油在2030年前后平价，生物甲醇平价需降至700美金前后。

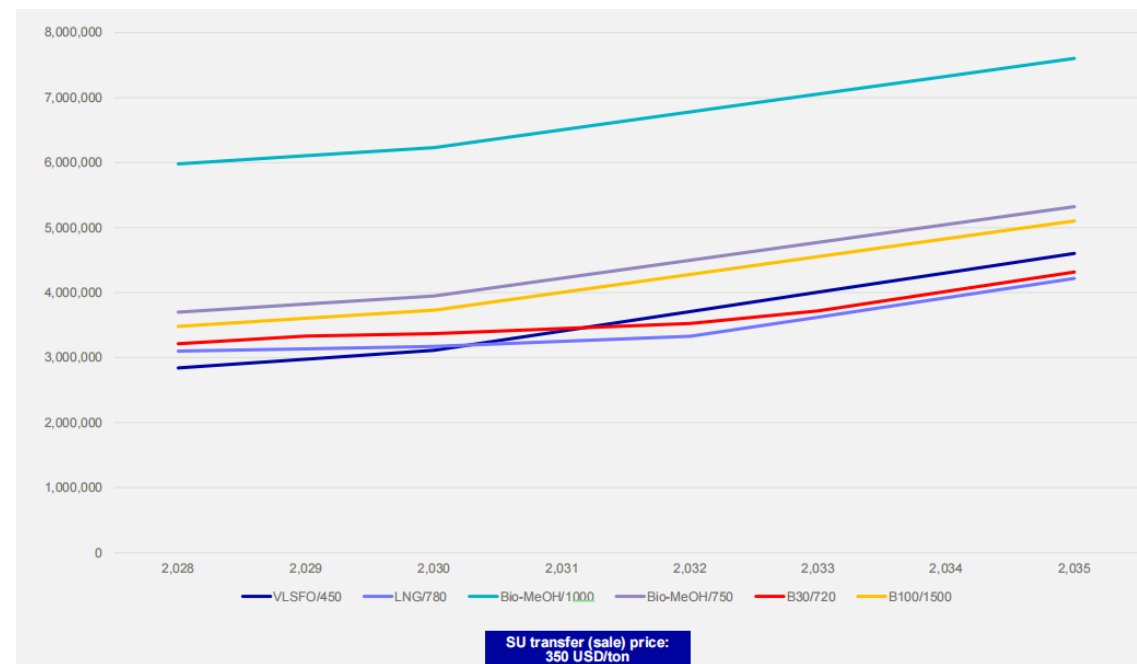
图表：使用化石燃料的成本曲线



图表：使用B30生物柴油的成本曲线



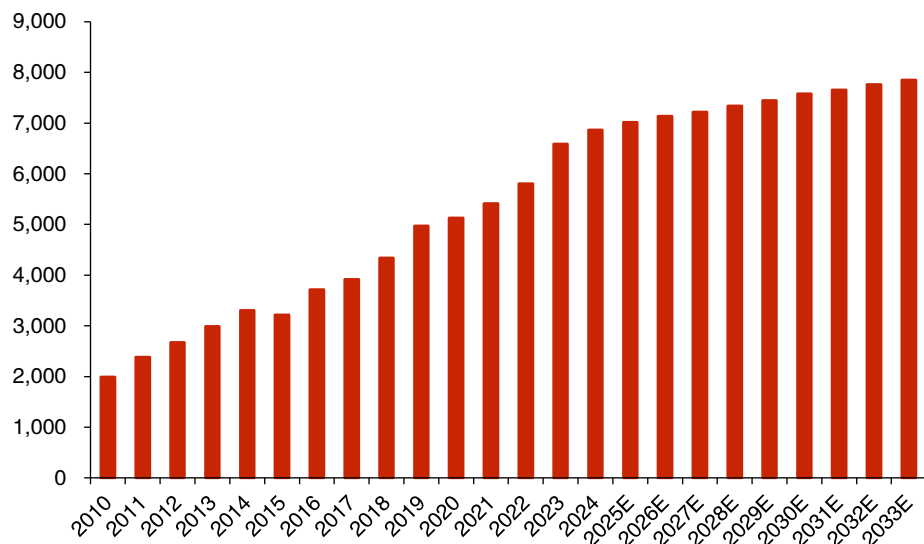
图表：不同船运燃料方式下经济性对比



■ 欧美国家掺混比例提高促使生物柴油需求小幅增长，后续我国政策有望加码

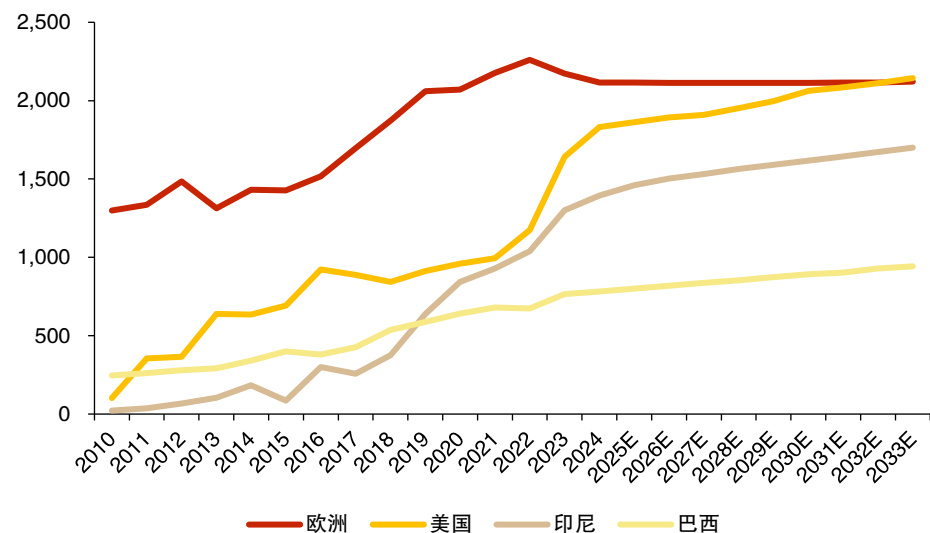
- 在各国强制绿色转型政策持续驱动下，生物柴油需求量预计将维持小幅增长，根据OECD（经济合作与发展组织）的数据，2024年全球生物柴油消费量为6866.5万吨，到2033年预计将达到7853.3万吨，复合增速1.5%，未来或以存量市场为主。
- 从主要需求来看，2024年美国、欧洲、印尼、巴西构成约90%的需求。1) 欧洲：需求规模最大，对进口依赖度高且原料结构强调“废弃油脂”；2) 美国：以大豆油、废弃油脂、动物油脂为主要供给主体，2024年美国生产生物柴油消费的原料中，豆油占比34.8%，废弃油脂19.4%；3) 印尼以棕榈油为原料并主要“国内消纳”；4) 巴西以大豆油为主，且总体“自产自销”。
- 当前国内仅有上海实行B5掺混政策，导致需求有限，近期发改委首提非电消费比重目标，预计将提升国内需求。2025年10月，国家发改委发布《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法（征求意见稿）》，首次提出可再生能源非电消费最低比重目标，其包括可再生能源供热制冷、可再生能源制氢氨醇、生物燃料等，政策推进有望提升国内生物燃料需求。

图表：全球生物柴油消费量（万吨）



资料来源：ifind, OECD, 华源证券研究所

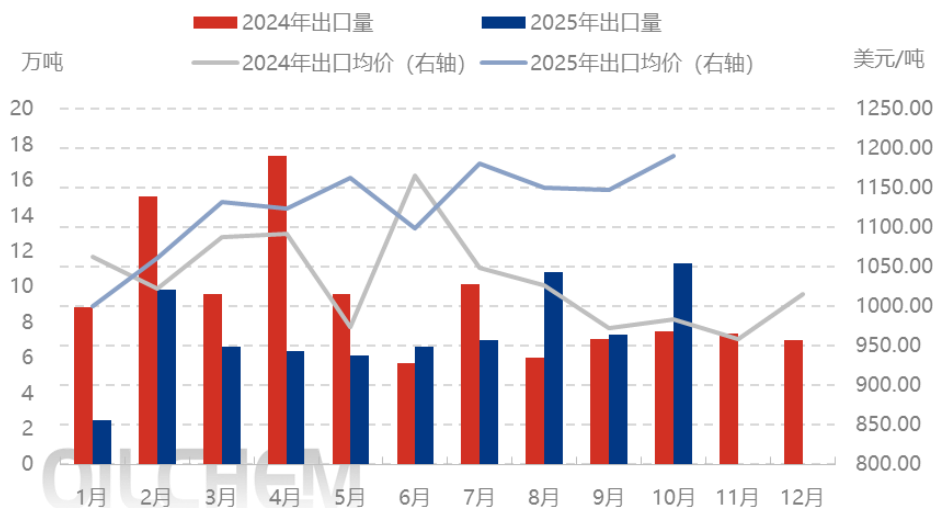
图表：主要国家生物柴油消费量（万吨）



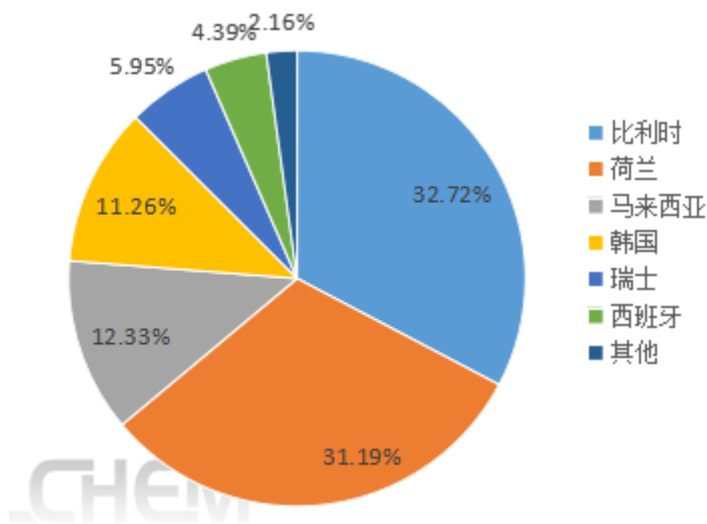
■ 欧盟反倾销政策持续影响，2025年1-10月生物柴油出口量同比下滑23%，出口地从欧盟转向东南亚

- 我国生物柴油以出口为主，2023年底，我国生物柴油总产量约220万吨，其中出口量为195万吨，占比89%，其中出口到欧盟的生物柴油达180万吨，占出口总量的92%。
- 但进入2024-2025年，欧盟对华开启生物柴油反倾销关税，2025年2月最终确定针对纯生物柴油或混合生物柴油税额在10%至35.6%之间（不包括SAF），受此影响，2024-2025年生物柴油出口量持续下降，2025年1-10月生物柴油累计出口量74.419万吨，较去年同期减少22.40万吨，跌幅为23.14%，出口地从欧盟逐步向东亚、东南亚延伸。

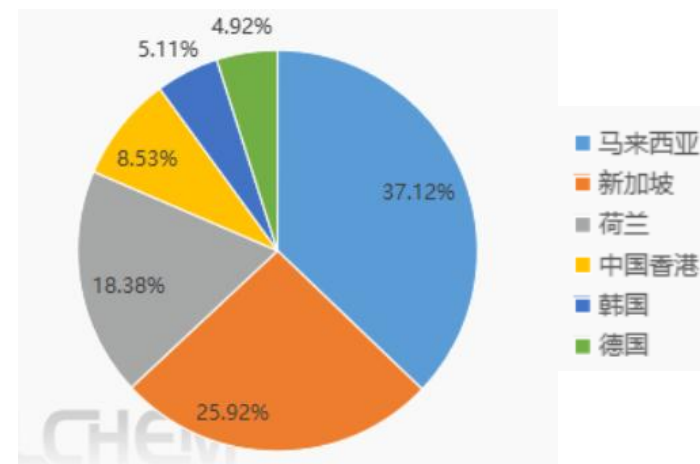
图表：2024-2025年生物柴油单月出口量及出口均价对比（万吨）



图表：2025年H1酯基生物柴油出口贸易伙伴分析



图表：2025年H1 HVO/SAF出口贸易伙伴分析



■ 企业盈利主要取决于生物柴油与地沟油的价差，2025年上半年利润回落

- 生物柴油加工企业多直接采购地沟油/泔水油进行再加工，其盈利表现主要取决于生物柴油与地沟油的价差。
- 2024年，该价差较高（一度超过1000元/吨），使得一般生物柴油企业利润达到500元/吨的单吨利润，但进入2025年后，由于SAF工厂提高对上游原料端的采购量，原料油价格上涨，使得生物柴油利润处在倒挂边缘徘徊，多次出现倒挂情况。

图表：2024–2025年11月地沟油/泔水油价格



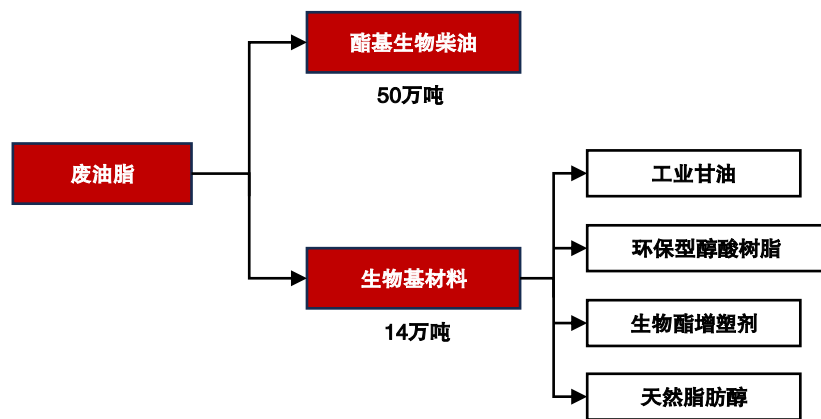
图表：2024–2025年10月生物柴油价格及利润波动



■ 生物柴油龙头企业，二代生柴+海外产能大幅拓展贡献增长

- 卓越新能作为生物柴油企业龙头，已形成以生物柴油为主，衍生深加工生物基材料的“生物质能化一体化”的产业布局，截至25H1，公司拥有酯基生物柴油产能近50万吨，环保型醇酸树脂、工业甘油、生物酯增塑剂、天然脂肪醇等生物基材料产能合计14万吨。
- 公司规划未来产能持续增长：
 - 国内20万吨烃基产线，截至25H1，10万吨进入管道安装阶段；
 - 新加坡20万吨生物柴油生产线项目在建；
 - 泰国计划分期投建30万吨酯基生物柴油和10万吨烃基/生物航煤产线；
 - 未来公司或将继续拓展海外基地，国内外生物柴油总产能（包括烃基和SAF）有望达到近130万吨。
- 海外拓展降低反倾销影响，Q3业绩逆势提升。为应对欧盟反倾销政策，公司及时调整市场策略（拓展非欧盟市场、船燃市场）、向下游生物基材料延伸及海外布局（新加坡建厂、泰国设点），2025年前三季度生物柴油出口销量有所下降，但公司通过优化产销协同，并依托天然脂肪醇新产线释放高毛利产品产能，推动归母净利润逆势增长至1.67亿元。

图表：截至25H1公司产品结构



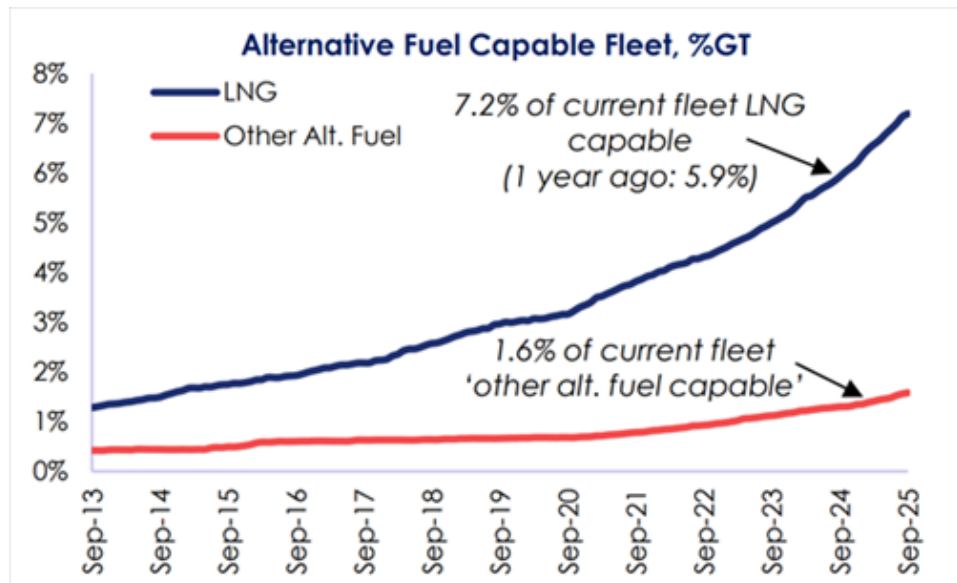
图表：卓越新能截至25H1投产、在建、计划投建项目情况

项目/厂区	产能（万吨/年）	产品	状态
国内	50	FAME	投产
	20	SAF/HVO	在建
泰国	30	FAME	计划建设
	10	HVO/SAF	计划建设
新加坡	20	FAME	在建

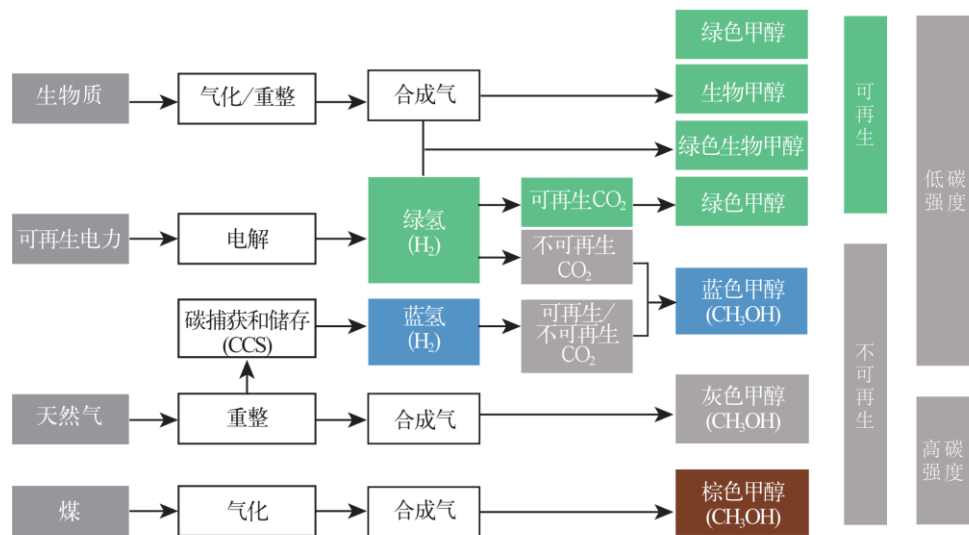
■ 绿色甲醇为中长期替代能源，2025年起绿醇船舶批量下水，需求有望开始放量

- 生物柴油原料端包括大豆油、菜籽油、废弃油脂等，受到粮食作物产量有限、废弃油脂回收困难的影响，其原料供应存在限制。
- 受此影响，当前部分船东开始采用绿色甲醇作为替代燃料，绿色甲醇是指在生产过程中实现碳排放极低甚至为零而制取的甲醇，现有船舶改装为甲醇双燃料系统相对简便，截至2025年8月全球已有50多个主要港口具备甲醇加注能力。
- 截至2025年9月，全球已投入运营的绿色甲醇燃料船舶75艘次，预计对应甲醇燃料需求超过200万吨/年；英国劳氏船级社预测，到2030年，航运业对绿色甲醇的需求约1350万吨/年。

图表：全球在运替代燃料船舶占比（截至2025年9月）



图表：甲醇的主要生产路线



资料来源：国际船舶网，金太山等《生物质制甲醇技术及船舶燃料应用分析》等，华源证券研究所

3.4 绿色甲醇：绿醇船燃供应协议密集签约，绿醇项目开工率提升

■ 2025年国际船运巨头开始密集与绿醇供应商签约，2024–2025M10国内开工项目加速

- 国内产能规划规模较大，但由于项目投资额较大，此前在船运业碳税尚未落地、且尚未规模化采购绿醇燃料时，绿醇项目开工率较低。根据势银发布数据，我国绿醇总规划产能近6000万吨/年，但截至2025年7月，已建成产能不足30万吨/年，我们认为主因过去下游对绿色甲醇需求不足、大部分项目仅停留在备案/签约阶段，实际开工较少。
- 随着甲醇船舶临近下水，国际船运巨头开始密集与绿醇供应商签约，2025年以来，国内绿色甲醇项目开工情况转好：自2024年下半年起，我国部分绿色甲醇项目投资方与船运企业签署燃料供应协议，国内绿色甲醇项目开工率亦在转好。

图表：国内已投运主要绿色甲醇项目

投产时间	所在地	投资主体	项目名称	绿醇产能 (万吨/年)
2025年3月	内蒙古	香港中华煤气	内蒙古易高绿色甲醇项目	10
2025年7月	吉林	上海电气	上海电气洮南市风电耦合生物质绿色甲醇一体化示范项目	5
2024年9月	黑龙江	中国石油	大庆炼化公司生物质天然气制绿色甲醇项目	/
2025年5月	海南	中国海油化学	中国海油化学生物天然气制绿色甲醇示范项目	/

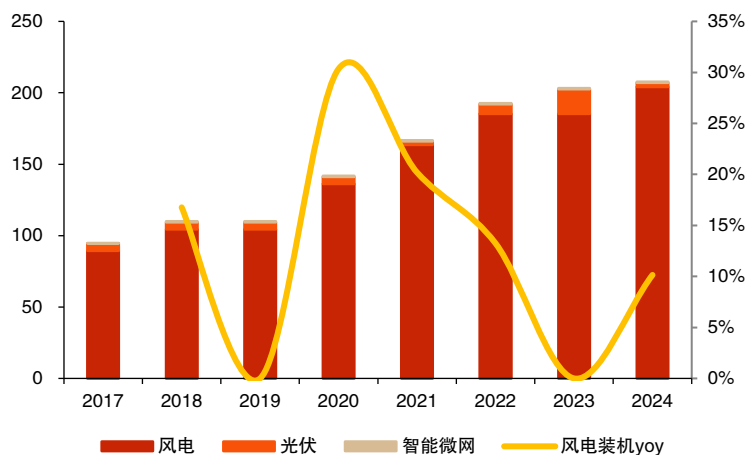
图表：2024–2025年国内已开工绿色甲醇项目（截至2025年10月，不完全统计）

开工时间	所在地	投资主体	项目名称	绿色甲醇产能 (万吨/年)	当前状态
2024年4月	内蒙古	金风科技	金风科技兴安盟风电耦合制绿色甲醇项目(一期)	25	预计2025年底投产。2025年10月已投料试车产出首批甲醇。
2024年4月	黑龙江	中船	中船集贤风储氢氨醇一体化项目	20	预计2025年底投产。
2024年4月	河南	隆基绿能	隆基绿能许昌襄城12万吨/年绿色甲醇项目	12	2024年4月开工
2024年10月	吉林	中能建	中能建投通榆30万吨绿色甲醇项目	30	2024年10月开工
2024年11月	内蒙古	中煤	中煤鄂尔多斯二氧化碳加绿氢制甲醇“液态阳光”项目	10	2024年11月开工，预计2026年投产
2025年1月	上海	华谊集团	生物天然气年产10万吨绿色甲醇项目	10	进入全面设备安装阶段，预计2025年底投产
2025年1月	广东	中集集团	中集绿能低碳科技(湛江)有限公司5万吨/年生物质液体燃料项目	5	首期5万吨/年计划2025年底投产
2025年4月	黑龙江	嘉泽集团	宁夏嘉泽绿氢醇航油化工联产项目	45	2025年4月开工
2025年4月	河南	明阳集团	明阳固始20万吨绿色电氢氨醇项目开工	20	2025年4月开工
2025年5月	江苏	岚泽能源	岚泽大丰港30万吨/年绿色甲醇项目	30	2025年5月总图运输标段启动建设
2025年8月	内蒙古	隆基绿能	隆基绿能乌拉特后旗年产40万吨风光氢储制绿甲醇	40	2025年8月开工
2025年9月	辽宁	华电集团	华电调兵山风电制氢耦合10万吨绿色甲醇示范项目	10	2025年9月开工
2023年9月	吉林	中能建	中能建松原氢能产业园一期2万吨绿醇项目（另有绿氨20万吨）	2	预计2025年底投产，2026年达产
2025年11月（预计）	吉林	华能	华能洮南 30 万吨风光制氢合成甲醇项目（一期10万吨）	10	计划2025年11月开工，2026年投产
2025年底（预计）	吉林	吉电股份	吉电吉林梨树风光制绿氢耦合绿色甲醇项目	20	2025年10月EPC招标

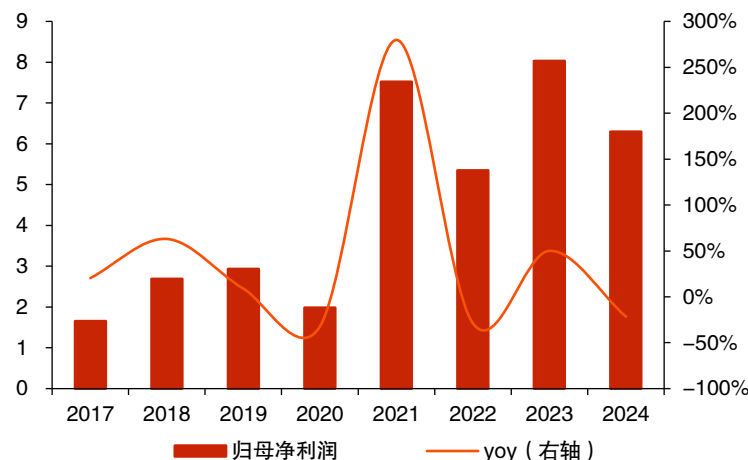
■ 嘉泽新能：小而美风电运营商，进军绿色甲醇打开成长空间

- 主业坚守风电运营，在手及拟建装机约2GW保障未来持续增长。**公司作为宁夏新能源上市民企，2019年从宁夏走向全国，截至2024年底，公司拥有在运风电装机2GW，在建及待建风电装机2GW，主要位于广西、黑龙江等地，未来两年陆续投产有望保障公司持续成长。
- 进军绿色化工类业务，有望大幅打开公司增长空间。**1) 黑龙江鸡西：规划年产能45万吨绿色甲醇、15万吨绿色乙醇、12万吨绿色航煤项目，年产值预计可达43.8亿元，其中一期项目产能24万吨绿色甲醇，2025年5月30日备案，项目总投资28.2823亿；2) 吉林敦化：2025年8月1日吉林省敦化市绿氢醇化工联产项目获备案，项目投资20亿，生产15万吨/年绿色甲醇。

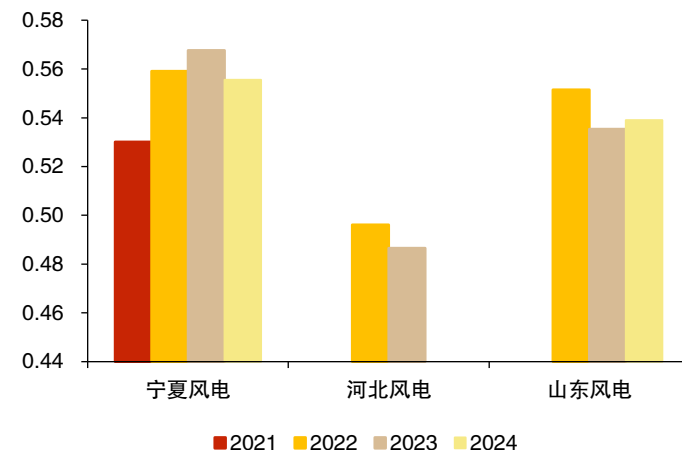
图表：公司装机结构（万千瓦）



图表：公司归母净利润（亿元）



图表：2021-2024年公司各地风电电价情况（元/千瓦时）





■ 复洁科技：立足污染治理装备制造主业 以绿色创新驱动转型

- 立足传统污染治理高端装备制造主业，2025年以来业绩逐渐修复。公司传统主业主要包括向用户交付使用自主研发的高端固液分离装备、废气净化成套技术装备、先进热泵技术装备等。2024年及2025H1，公司分别实现营收1.87/1.40亿元，同比分别-67.56%/+122.13%；分别实现归母净利润-0.50亿元/0.07亿元，同比分别-150.36%/扭亏为盈。
- 布局沼气制绿色甲醇路线，契合上海国际绿色燃料港口建设战略需要。2025年10月与上海市科学技术委员会签订《战略前沿专项项目任务合同书》，共同开展“沼气全碳定向转化制绿色甲醇关键技术与中试验证”专项科研项目，该项目形成先进绿色甲醇合成工艺，并实现千吨级中试验证，为10万吨级应用示范奠定基础。

■ 吉电股份：国电投旗下唯一氢能能源平台 未来成长空间广阔

- 聚焦“新能源+”和绿色氢能能源双赛道。公司为国电投旗下核心电力资产上市平台之一，截至2025年3月底装机容量14.59GW，其中风电、光伏、生物质、煤电装机分别为3.87、7.39、0.03、3.3GW，依托国电投集团在公司设立的唯一绿色氢能能源平台和创新技术优势，把开辟绿色氢能能源新赛道作为“新能源+”模式的重要组成部分。
- 绿氨、绿醇、绿色航煤多线并举，发展“新能源+”模式：
 - ✓ 1) 大安风光制绿氢合成氨一体化示范项目已于2025年7月试运行投产，该项目动态总投资59.56亿元，建设风光发电装机80万千瓦，可年产绿氨18万吨；项目投产前夕，吉电股份与法电中国、中国石油国际事业公司、日本伊藤忠和荷兰孚宝等多家国内外企业签署了合作协议，大安产品将主要用于绿氨掺煤燃烧、化肥行业、氢能载体及绿色燃料等方面，相较于传统合成氨市场存在明显的绿色溢价
 - ✓ 2) 公司2025年6月公告，拟投资49.2亿元建设梨树20万吨级绿色甲醇创新示范项目，项目于2025年5月备案，项目总投资49.20亿元，建设工期预计27个月，项目资本金财务内部收益率为8.88%，投资回收期为13.86年



■ 2025年是多个国家政策实质掺混的元年 若未达到要求或面临高额罚款

- **欧盟：**规定2025、2030、2035、2040、2045、2050年2%、6%、20%、34%、42%、70%的SAF掺混目标，若航空公司/供应商未达到SAF强制掺混比例，对航司罚款=2×每年航空燃料平均价格×年未装罐数量；对航空燃料供应商罚款=2×（每吨SAF或合成航空燃料价格与常规煤油价格差额的年平均值）×不符合最低配额的航空燃料数量
- **英国：**规定2025、2030、2040年2%、10%、22%的SAF掺混目标
- **挪威：**规定2020、2030年0.5%、30%的SAF掺混目标
- **新加坡：**2026年要求1%的SAF掺混目标，2030年要求达到3%–5%的SAF掺混目标
- **中国：**2022年《“十四五”民航绿色发展专项规划》提出力争“十四五”期间，SAF消费量达到5万吨，2025年当年达到2万吨
- **美国：**提出到2030年实现国内SAF年产量30亿加仑，到2050年实现SAF年产量350亿加仑，同时提出“对使用SAF的企业提供税收减免，每加仑SAF可抵税1.25至1.75美元；对SAF生产企业提供税收减免和补贴”
- **在此影响下，截至2025年3月，全球共有72家航空公司、3家飞机制造商及2家机场公开宣布至少签署了一项SAF购买协议**



■ 需求：到2050年需求量有望达到1.96亿吨–2.82亿吨

- 随着各地的强制掺混政策落地、航空公司自主承诺、碳市场与财政激励，SAF需求或将快速增长
- ✓ **当前：**2024年全球SAF供应量约100万吨，欧盟、英国自2025年起实施航空燃油强制掺混政策，根据IATA预测，2025年SAF产量跃升至200万吨（25亿升），占航空燃料消耗量的0.7%
- ✓ **未来十年：**在全球各国持续出台掺混要求和航空公司承诺自愿采购的推动下，根据SkyNRG–ICF的预测，2030年全球SAF需求达到1550–3090万吨（超60家航空公司承诺到2030年实现10%SAF使用，对应全球1300万吨需求）
- ✓ **远期：**根据SkyNRG–ICF的预测，到2050年SAF需求可能达1.96亿吨，若政策加速落地，需求将增至2.82亿吨

■ 当前全球产能有限，到2035年全球规划产能达1810万吨，但实际落地存在不确定性

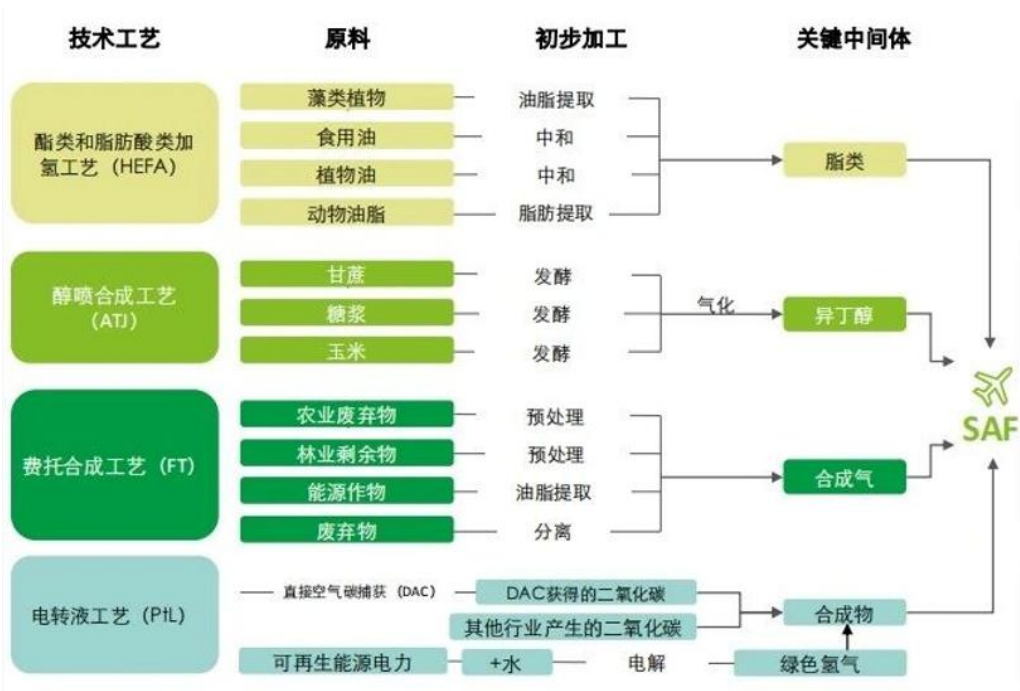
- **在运产能：**芬兰Neste公司占据全球SAF市场的主导地位，其年产能达150万吨
- **潜在产能：**根据SkyNRG和ICF联合发布《2025年可持续航空燃料(SAF)市场展望》，到2030年全球规划产能达1810万吨，但欧盟、美国等地项目因成本压力推迟，实际落地存在不确定性

■ 2030–2035年预计出现2600万吨供应缺口，需通过电制SAF（e-SAF）、费托合成（FT）等先进技术填补

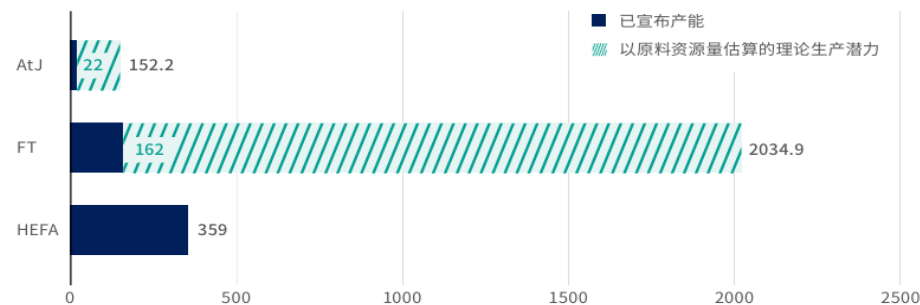
■ 短期内HEFA为主流生产技术，中期GFT/MtJ技术有望快速增长，远期电制SAF有望实现平价

- SAF的生产工艺主要有4种：酯类和脂肪酸类加氢工艺(HEFA)、醇喷合成工艺(ATJ)、费托合成工艺(FT)、电转液工艺(PtL)，其根据原料等不同又可以继续分类，但若要达到ICAO的要求需得到认证，截至2025年1月已经批准的生产工艺共有11种
- 根据碳中和圈子公众号，目前HEFA是最主流的生产技术，路径工艺流程短、能耗较低，成本目前最低，未来五年有望覆盖全球80%SAF产量，但其未来或将受到原料限制；中长期展望，预计GFT/MtJ技术有望快速增长，远期电制SAF有望实现平价

图表：目前主流的 SAF 生产工艺有 4 种：HEFA、ATJ、FT、PtL



图表：2030年中国生物质SAF供给上限（万吨）



图表：主要技术路线成本、碳排放量对比（元/吨、g CO₂e/MJ）

技术路线	原料类别	当前成本	2030年预计成本	碳排放量
HEFA-SAF	UCO / 动物脂肪	11308	10977	13.9
	农业废弃物	14656	13082	
GFT-SAF	林业废弃物	16194	14466	7.7
	能源作物	15425	13774	
	农业废弃物	17438	16080	
AtJ-SAF	林业废弃物	18072	16672	23.8
	能源作物	17955	16563	

■ SAF生产需获得国内适航认证和国际降碳认证，当前获得三项认证的企业较少

- **国际认证：**SAF需要获得ISCC可持续认证，以确保SAF具有安全性和减碳属性，其包括：
 - ✓ **国际航空碳抵消和减排计划（ISCC-CORSIA）：**国际民航组织（ICAO）认可的全球首个航空业减排认证体系，专门针对SAF，以确保燃料生产过程符合CORSIA标准，如原料来源合规、生命周期内碳排放较传统化石燃料至少减少10%等
 - ✓ **ISCC-EU认证：**欧盟生物燃料市场的准入证——证明产品符合欧盟《可再生能源指令（RED）》与《燃料质量指令（FQD）》，生物燃料及其原料需通过该认证方可出口欧盟市场，监管机构为欧盟委员会
- **国内认证及要求：**国内适航认证及出口配额
 - ✓ **适航认证：**通过技术标准规定项目批准书（CTSOA）形式认证SAF，获得民航局适航认证后的SAF产品可以向民用航空市场销售
 - ✓ **SAF对外出口还需获得出口配额，**截至2025年11月政府批复具备SAF出口许可的工厂数量4家，累计发放约120万吨SAF出口配额

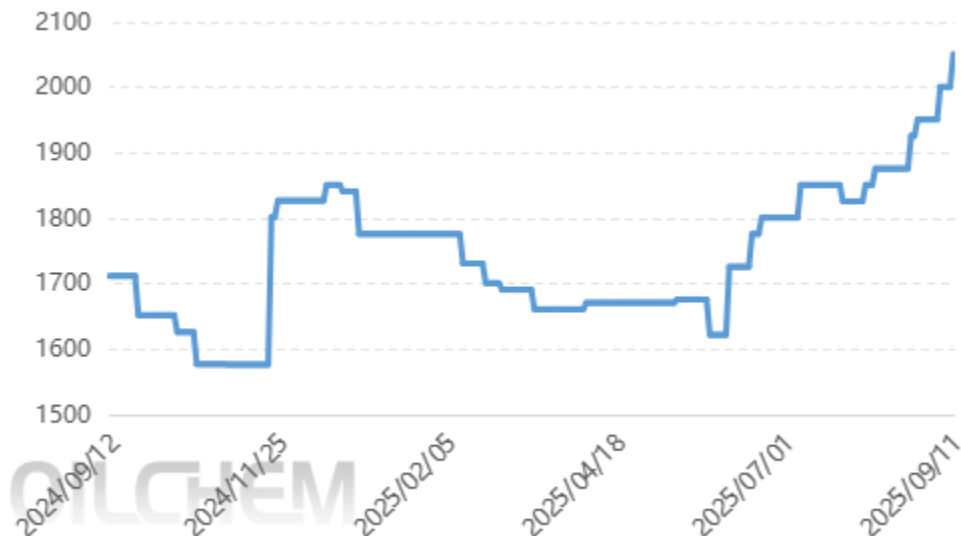
图表：截至2025年10月中国具备SAF出口资质的公司

公司	配额	产能情况
连云港嘉澳新能源有限公司	37.24万吨	2025年5-8月共计出口约10.98万吨生物航煤
易高环保能源科技（张家港）有限公司（怡斯莱）	26-30万吨	具备自有专利技术，拥有长期行业运营经验且获得贝恩资本及上市企业母公司香港中华煤气加持，是中国最早开始进行成规模SAF出口的企业
山东海科化工有限公司	37万吨	用法国Axens技术工艺，是亚洲首个应用该技术的生物航油项目
山东三聚生物能源有限公司	15.8万吨	隶属于海新能科

■ 终端需求面临翻倍，SAF价格持续上涨，2025年10月出口价格达到2400美元/吨，在此背景下测算单吨盈利1968元

- 截至10月24日，中国生物航煤港口FOB价格为2400美元/吨，展望2026年，考虑到国际HVO盈利水平较高，SAF产能释放或仍有限，预计2026年SAF价格维持高位
- SAF企业盈利测算：**原材料、技术路线等均影响SAF成本，但收率是构成规模效应的最核心变量，根据70%收率推算，单吨SAF需消耗原料油1.43吨，同时单吨SAF约需要0.03-0.06吨外供氢辅助，2025年10月UCO价格7800-8000元/吨，工业氢价格约为1.57万元/吨，单吨原料加工成本在1500-3000元之间，单吨SAF建设成本约0.95万元（15年折旧，年折旧0.064万元），在销售价格2400美元/吨基础上，单吨SAF盈利为1968元/吨

图表：中国SAF FOB价格走势（美元/吨）



图表：典型项目SAF盈利测算

SAF价格		备注
SAF售价（美元/吨）	2400	25年10月份价格
SAF成本		
收率	70%	50%-70%之间差异较大
每吨SAF所需UCO（吨）	1.43	
UCO单价（元/吨）	7800	25年10月份价格
每吨SAF所需氢气（吨）	0.045	据深圳市氢能与燃料电池协会，单吨SAF约需要0.03-0.06吨外供氢辅助，取中间值0.045吨
氢气价格（元/吨）	15680	工业氢9月市场均价1.4元/方
加工成本（元/吨）	2000	参考鹏鹞环保公告，其单吨原料加工成本在1500-3000元之间
折旧（元/吨）	636	参考连云港嘉澳项目总投资71.57亿元，假设折旧期15年
盈利测算		备注
税率	15%	
单吨净利润（元/吨）	1968	



■ 建议关注上市公司海新能科——国内稀缺SAF生产商，Q3盈利大幅好转

• 海新能科：新增年产SAF16万吨，已获得出口许可，并与中航油集团签订订单

- ✓ 公司原有SAF产能5万吨，子公司山东三聚20万吨生物航煤（SAF）异构项目投产后，公司在原有产能基础上新增生物航煤产能约16万吨/年（生物航煤收率约80%）。公司生物航煤已经供应国内客户中航油集团，国外销售共用原有生物柴油销售体系，目前已储备国外生物航煤订单。
- ✓ 公司在第二季度实现扭亏并盈利1452万元的基础上，Q3进一步实现归母净利润9333万元。

3.6 原料油：随着下游产能投产+原料替代，UCO需求或将持续增加

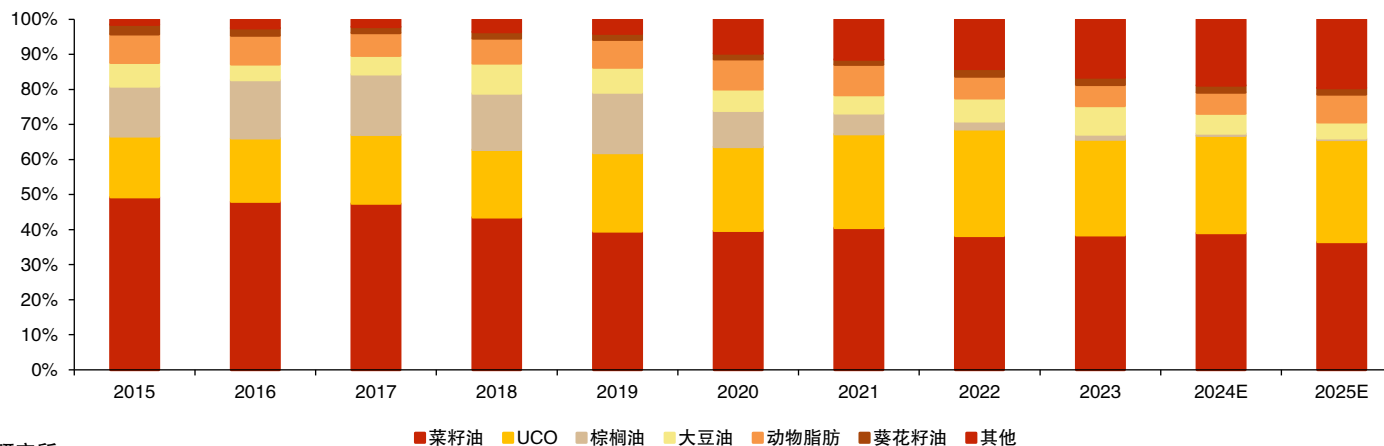
■ 在各类原料中，UCOME减碳效果较高，未来在欧盟使用占比有望持续提升

- 原料油目前主要包括大豆油/棕榈油/菜籽油（以粮食作为主要制备来源）和废弃油脂，欧盟将前者认定为“一代生物柴油”，将UCOME认定为“二代生物柴油”，也称为先进生物柴油（先进燃料双倍计分）
- 棕榈油基生物燃料属于高土地风险生物燃料，在欧盟被持续限制或计划淘汰，未来UCO在欧盟使用占比有望持续提升

■ 欧美是当前UCO主要消费大国，未来随着SAF工厂逐步投产+UCO对于粮食基生柴的替代，UCO需求或将持续增加

- 需求端：**欧美是当前UCO主要消费大国，2015年至2022年间，欧洲的UCO消费量增长了一倍以上，目前欧盟每年消耗UCO大约400万吨，其中80%来源于进口，60%的进口UCO来自于中国；2024年UCO在美国生物柴油原料消费中的占比达到19%
- 供给端：**受制于餐饮业规模和回收体系，全球UCO供应有限，2023年全球UCO产量约800万吨，其中约4成来自中国
- 未来展望：**1) SAF需求的提升或将同步带动原料油的需求增长；2) 欧盟《可再生能源指令》对于以粮食作物为原料的生物燃料的限制政策，或将促使未来增量需求主要由UCO满足，未来UCO需求有望持续增长

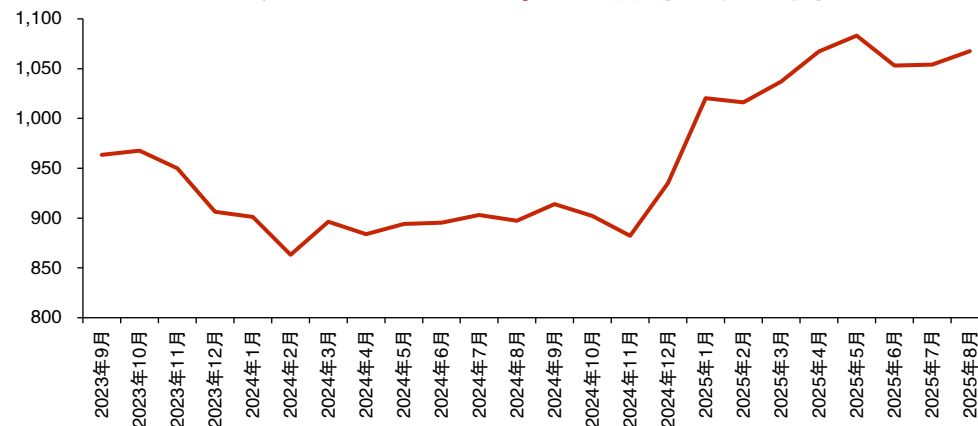
图表：2015–2025年欧盟生物柴油原料构成



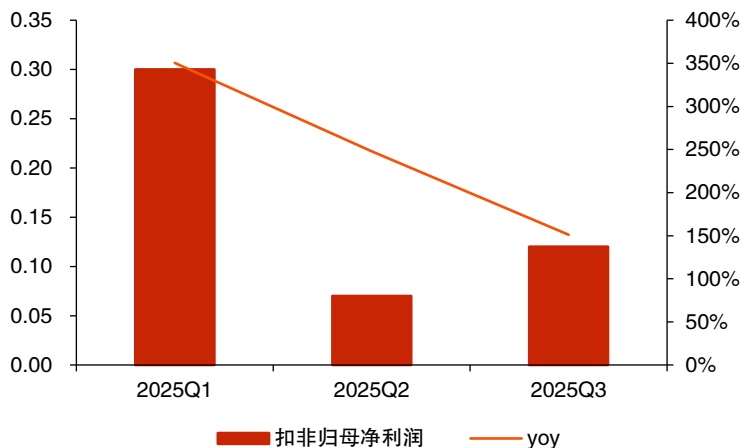
2025年价格大涨，Q3典型企业利润高增

- 我国UCO主要来源于食用油消费产生的废弃物的收集提炼，其一般通过泔水油、地沟油提纯和化学改性后形成，供应商主要分为餐厨处理企业和个体商贩
- 2025年以来随着下游生物柴油、SAF产能逐步拓展，原料UCO价格水涨船高，当前UCO价格维持在7500-8000元/吨
- 受此影响，2025年Q3主要企业盈利均大幅增长，其中山高环能、朗坤科技25Q3分别实现扣非归母净利润增速151.1%和38.7%

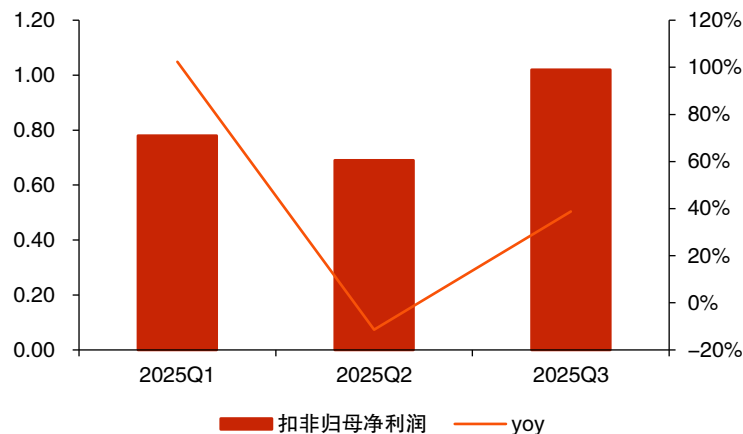
图表：UCO月度出口均价（美元/吨）



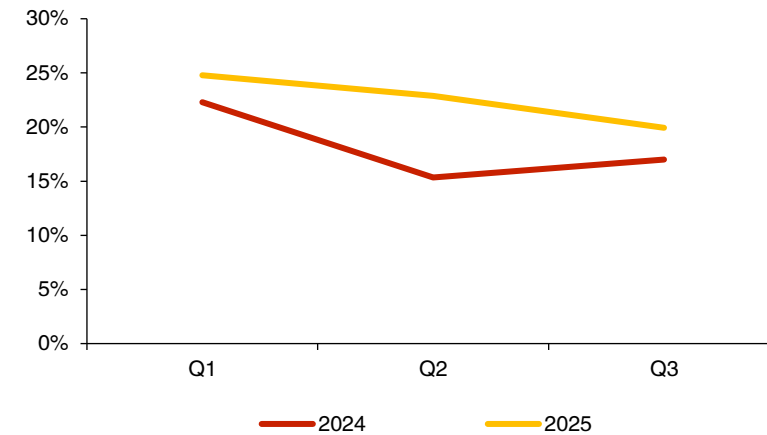
图表：山高环能分季度扣非归母净利润及增速（亿元）



图表：朗坤科技分季度扣非归母净利润及增速（亿元）



图表：山高环能分季度毛利率对比

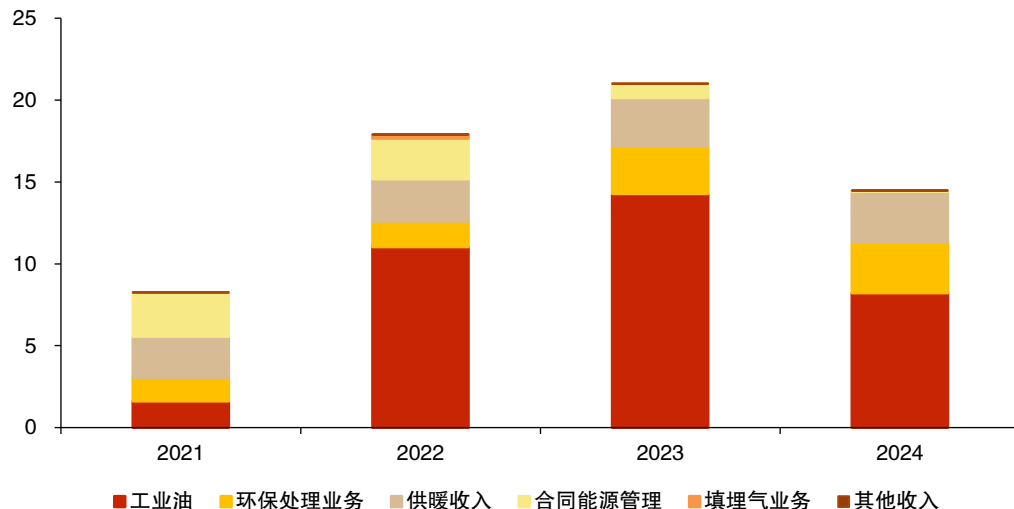


资料来源：wind，海关总署，华源证券研究所

■ 山高环能：餐厨垃圾处理企业，未来或将通过收并购持续扩展

- 公司实控人为山东省国资委，主要业务为餐厨垃圾资源化+清洁供暖，2024年公司实现营业收入14.5亿元，其中餐厨垃圾资源化11.3亿元，清洁供暖3.1亿元
- 截至2024年底，公司在运餐厨垃圾处理产能5490吨/日，位于行业前列，产能布局国内二十余个城市，未来公司将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模，未来成长性较强

图表：山高环能营业收入拆分（亿元）



资料来源：山高环能公司公告，华源证券研究所

图表：截至2024年底公司在运餐厨垃圾业务

运营项目	垃圾处置能力	项目性质	特许经营服务期
	(吨/日)		
济南市餐厨垃圾收运处理项目	480	BOT	25年
青岛市餐厨垃圾处理项目	300	BOT	25年
烟台市餐厨垃圾处理项目	200	BOT	25年
太原市餐厨废弃物处理项目	500	BOT	30年
湘潭市餐厨垃圾资源化利用项目	350	PPP	20年
银川保绿特餐厨废弃物收运、处置项目	400	BOT	30年
兰州餐厨垃圾处理项目	500	BOT	30年
大同餐厨废弃物处置项目	130	BOT	28年
武汉百信餐厨废弃物处理项目	200	BOO	28年
菏泽同华餐厨废弃物收运、处置项目	200	PPP	30年
单县同华餐厨废弃物处置项目	100	BOT	30年
天津津南餐厨垃圾处理项目	300	BOO	25年
天津滨海餐厨垃圾处理项目	400	BOO	30年
石家庄餐厨垃圾处置中心项目	600	BOO	28年
郑州市侯寨餐厨垃圾处理项目	330	BOT	20年
株洲市餐厨废弃物处理项目	200	BOT	30年
成都市温江区餐厨垃圾委托运营项目	300	托管	委托运营年限为5年
合计	5,490		

资料来源：山高环能公告，华源证券研究



■ 风险提示

- 垃圾处理量波动风险，区域人口流动与产业结构调整等都会使得垃圾供给量波动
- 国际减碳政策推进存在不确定性，国际减碳政策的落地受到地缘政治、经济周期等多重因素干扰
- 企业在建项目投产进度存在不确定性，在项目建设全周期中，多重不可控因素的存在，使得投产进度存在不确定性



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES