

环保工程及服务行业周报

2021年08月08日

全国碳市场碳配额周成交量 18.7 万吨，危废处置专项督查推行 增持（维持）

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

zhaomn@dwzq.com.cn

- **重点推荐：**英科再生，百川畅银，高能环境，洪城环境，瀚蓝环境，碧桂园服务，宏盛科技，龙马环卫，中再资环
- **建议关注：**三峰环境，绿城服务，光大环境，中国天楹，海螺创业
- **全国碳市场碳排放配额（CEA）本周成交量 18.7 万吨，周成交额 1012 万元。**8月2日-8月6日，全国碳市场碳排放配额（CEA）总成交量 187,027 吨，总成交额 1011.68 万元，其中最高成交价 59.00 元/吨，最低成交价 48.00 元/吨，本周五收盘价为 52.96 元/吨。截至本周，全国碳市场碳排放配额累计成交量 6,138,964 吨，累计成交额 309,702,237.70 元。
- **生态环境部联合应急管理部开展危险废物处置专项督导检查。**两部门前往湖南、贵州、山西、内蒙古等省（自治区）开展危险废物处置专项督导检查工作，重点检查企业危险废物处置有关情况。此后生态环境部将继续联合应急管理部等部门指导督促各地深入开展危险废物专项整治三年行动，有效排查整治危险废物风险隐患，危废督查将促进危废处置行业规范发展，持续关注危废资源化细分龙头：高能环境。
- **国开行 500 亿元融资重点支持山东垃圾污水处理、农村环境整治等项目。**未来三年国开行山东分行将通过提供贷款、投资、债券等综合金融服务，提供 500 亿元融资重点支持整市、整县推进垃圾污水处理、农村环境整治和农业面源污染治理项目，打造乡村生态振兴示范工程。
- **对标欧盟看国内碳市场发展：两大核心机制初见雏形，碳价长期上行 CCER 短期看涨。**复盘欧盟碳市场 4 阶段演变，我们认为总量控制和 MSR 机制为碳价平衡关键，我国碳市场发展方向与欧盟相似，且我国碳市场已具备总量控制&市场调控机制雏形，目前交易规模及覆盖行业仍存在较大提升空间。当前国内碳价远低于海外，双碳目标时间紧任务重，我们预计我国碳排放总量增速拟超海外，总量收紧驱动碳配额价格长期上行，同时碳市场释放 CCER 需求，此前全国 CCER 备案减排量总计约 5000 多万吨，历时 4 年我们预计基本履约，相关审批政策有望重启，我们预期近期 CCER 供应稀缺价格向上。
- **碳中和投资框架及环保产业映射：从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架，碳交易提供有效制度支撑。**从环保视角来看，1) 能源替代：前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2) 节能减排：中端推动产业转型，关注节能管理&减排设备应用。3) 循环利用：推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4) 环境咨询：环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5) 碳交易：鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。
- **十四五政策强化聚焦碳减排，关注付费方式、业务模式、技术驱动积极转变。**a) 付费模式：加速转变 C 端/B 端收费，解决付费痛点；b) 业务模式：运营占比提升，优质现金流&稳定发展；c) 技术驱动：技术权重增加，技术壁垒提升。推荐优质细分赛道：1) 沼气利用渗透率低空间广阔，碳交易增厚收益 102%~339%弹性突出，重点推荐**填埋气资源化龙头【百川畅银】**；2) 再生塑料减碳 50%，万亿蓝海回收率&集中度有望提升：重点推荐**再生塑料稀缺标的【英科再生】**；3) 固废资源化 ToB 赛道空间广阔，减碳效果明显助力碳中和，重点推荐**【高能环境】**、**【中再资环】**、关注**【浙富控股】**；4) 高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估，重点推荐**【洪城环境】**。5) 垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式改善&碳中和价值增量，重点推荐**【瀚蓝环境】**、关注**【光大环境】**、**【三峰环境】**、**【伟明环保】**；6) 环卫新能源长周期放量，十年替代助力碳达峰：重点推荐**【宏盛科技】**、**【龙马环卫】**；股东背景加持、环股份额提升的物管龙头**【碧桂园服务】**。
- **最新研究：百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，受益碳交易弹性大；英科再生深度：全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海。**
- **风险提示：**政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

行业走势



相关研究

- 1、《环保工程及服务行业周报：关注垃圾填埋气发电龙头，生态环境部开展重点行业碳环评试点统筹减污降碳》2021-08-01
- 2、《环保工程及服务行业周报：关注废塑料资源化与全产业链&全球布局龙头，国务院推动中部环境高质量发展》2021-07-25
- 3、《环保工程及服务行业周报：全国碳交易正式启动，关注受益弹性标的》2021-07-18

内容目录

1. 行情回顾（2021/8/02-2021/8/06）	4
1.1. 板块表现	4
1.2. 股票表现	4
2. 最新研究	5
2.1. 百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大	5
2.2. 英科再生深度：全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海	6
2.3. 洪城环境深度：高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估	7
2.4. 鉴他山之石，全国碳市场展望及减碳成本测算	8
2.5. 各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算	10
2.6. 宏观专题报告：富国基金首创水务 REIT 投资分析报告	11
2.7. 碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系	12
2.8. 碧桂园服务深度：大物业+大社区，物管龙头迎高速增长新格局	13
2.9. 环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰	14
2.10. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估	16
2.11. 高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头	17
3. 行业新闻	18
3.1. 生态环境部发布关于加快解决当前挥发性有机物治理突出问题的通知	18
3.2. 国开行 500 亿元融资重点支持山东垃圾污水处理、农村环境整治等项目	19
3.3. 生态环境部联合应急管理部开展危险废物处置专项督导检查	19
3.4. 本周全国碳市场碳排放配额总成交量 18.7 万吨，总成交额 1012 万元	20
3.5. 发改委和住建部印发城镇供水价格管理办法和定价成本监审办法	20
3.6. 江西省构建“五全”体系，全面强化危险废物专项整治	20
3.7. 湖北荆州将全面实施餐厨垃圾统一收运和处置，严管流向	20
3.8. 西安实施生活垃圾输出区按量补偿，生活垃圾生态补偿费标准为 50 元/吨	21
3.9. 青海出台方案打造生态文明高地，2035 年全面建立青海特色生态文明体系	21
3.10. 海南省试行开展碳排放环境影响评价	21
3.11. 广西通过《广西壮族自治区土壤污染防治条例》	22
3.12. 天然气：疫情冲击下 LNG 市场涨跌互现平衡价差	22
4. 公司公告	22
5. 下周大事提醒	26
6. 风险提示	26

图表目录

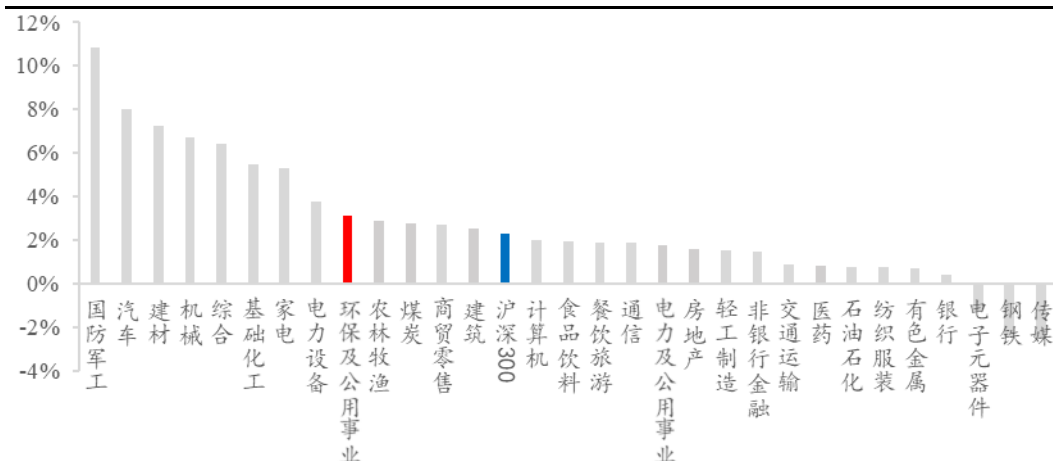
图 1: 本周各行业指数涨跌幅比较.....	4
图 2: 环保行业本周涨幅前十标的.....	4
图 3: 环保行业本周跌幅前十标的.....	5
表 1: 公司公告.....	22
表 2: 下周大事提醒.....	26

1. 行情回顾（2021/8/02-2021/8/06）

1.1. 板块表现

本周环保及公用事业指数上涨 3.12%，表现好于大盘。本周上证综指上涨 1.79%，深圳成指上涨 2.45%，创业板指上涨 1.47%，沪深 300 指数上涨 2.29%，中信环保及公用事业指数上涨 3.12%。

图 1：本周各行业指数涨跌幅比较

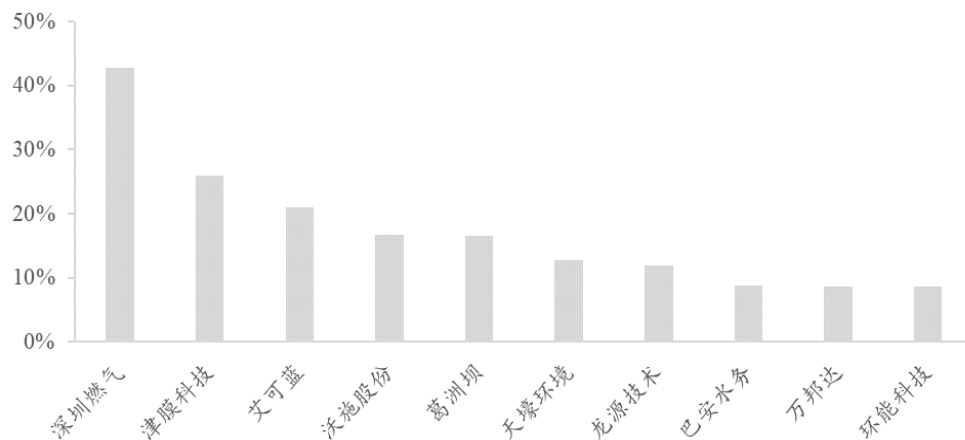


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 股票表现

本周涨幅前十标的为：深圳燃气 42.66%，津膜科技 25.92%，艾可蓝 20.97%，沃施股份 16.67%，葛洲坝 16.51%，天壕环境 12.74%，龙源技术 11.96%，巴安水务 8.85%，万邦达 8.62%，环能科技 8.61%。

图 2：环保行业本周涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周跌幅前十标的为：本周跌幅前十标的为：京蓝科技-9.27%，新奥股份-5.08%，高能环境-3.69%，中衡设计-3.62%，伟明环保-3.31%，美尚生态-2.78%，天瑞仪器-2.63%，苏文科-2.24%，力合科技-1.81%，长青集团-1.73%。

图 3：环保行业本周跌幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 最新研究

2.1. 百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大

投资要点

- **沼气发电龙头企业，2017-2020 年归母净利润复合增速 24%**。公司是中国最大的沼气发电投资运营商，实控人陈功海、李娜夫妇持股 41.22%，员工持股 1.66%激发团队活力。2016-2020 年营收/归母净利润复合增速高达 31.08%/24.18%，毛利率/净利率稳定在 45%/25%左右。
- **填埋气发电减排效应显著，碳交易增厚收益 102%~339%**。全国碳市场启动后 CCER 需求释放，短期稀缺价格看涨。填埋气发电度电减碳 0.00578tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润端弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。公司具备成熟的碳资产开发团队，受益碳交易弹性最大，CCER 碳价 30/60/100 元情景下，相较 2020 年业绩，CCER 对净利润端的理论弹性达 102.70%/205.40%/342.34%。
- **填埋气利用渗透率不足 12%提升空间大，有机废弃物处置打造沼气利用蓝海市场。**
 - 1) **填埋与焚烧长期并行，县城填埋气有待开发**。2019 年底我国城市/县城垃圾填埋处理能力占无害化的比例为 42.19%/71.46%，县级填埋场 1233 座，占全国 65%。县

级填埋场平均处理规模 143 吨/日，低于城市均值 563 吨/日，县城填埋气开发率低。

2) 填埋气发电渗透率仅 12%，提升空间大。2019 年全国 216 个沼气发电项目装机并网，填埋场数量渗透率不足 12%。**3) 政策鼓励&减排驱动，对标欧洲我国沼气发电装机量十年 50 倍。**政策支持沼气发电项目建设，发电价格实行补贴制度。全球制定甲烷减排方案，到 2030 年甲烷排放减少 45%。2016-2020 年全国沼气并网装机容量复合增速 26.28%，厨余垃圾、养殖粪污、农业秸秆、工业有机废弃物等领域打开沼气利用蓝海市场。对标欧洲，**1) 发电能源结构：**2018 年欧洲沼气发电装机量占比 1.17%，2020 年中国仅 0.03%，2030 年中国有望达 1%，沼气发电装机量达 45MW，是 2020 年的 **51 倍**；**2) 沼气利用结构：**2018 年欧洲发电沼气量占比 **43%**，中国当前仅 **3.5%**，2030 年中国有望达 **20%**，沼气发电装机量达 39MW，是 2020 年的 **44 倍**。

- **龙头规模效应&技术经验降本增效，具备中小型项目盈利能力。**1) **规模效应：**2020 年底投运项目 82 个，并网装机容量 171.25MW，市占率 20%居首位，项目积累带来设备共用的规模效应；2) **技术领先：**拥有以提升填埋气收集效率和机组发电效率为核心的**专利 37 项**，单吨投资低于同业，集气率和发电效率高。3) **盈利能力强：**2019 年公司填埋气发电业务毛利率 48.62%，高于同业均值 **10.05pct**。**中小型项目存盈利空间**，适配未来行业发展方向。垃圾日进厂量 **500t 以下项目占比 74%**，日进场量 **150t 以下项目占比 7%**。4) **内延外拓助产能扩张：**新扩建装机容量达 57.31MW，较 2020 年底存 33.49%增量空间，**收购威立雅西安、北京、南京项目布局一线城市**，同时向**餐厨、农村沼气横向扩张**。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.60/2.34/3.02 亿元，同比增加 27.83%/46.62%/28.99%，EPS 分别为 0.99/1.46/1.88 元，对应 46/31/24 倍 PE，CCER 价格 30/60/100 元/t CO₂ 下，理论利润弹性有望达 95%~330%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**垃圾填埋气不足，补贴政策变动，市场竞争加剧

2.2. 英科再生深度：全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海

投资要点

- **塑料回收利用全产业链运营商，上下游一体化优势明显。**公司主营可再生塑料回收、再生与利用，覆盖 PS 塑料循环利用完整纵向产业链，主营产品包括回收设备、再生 PS 粒子及再生塑料制品，储备 PET/PE/PP 等塑料回收再生。与英科医疗同一实控人，董事长持股 54%，4 大员工持股平台合计持股 5.65%。
- **限塑令&碳中和打开废塑料资源化蓝海市场，再生材料最低含量占比保障需求。**1) **限塑令下循环利用成产业趋势，全球废塑料回收率约 35%，提升空间大。**2019 年全球塑料总产量 3.68 亿吨，同增 2.51%，中国塑料制品产量占全球 20%。当前全球废塑料回收率约 35%，多国要求 2030 年回收率达 55%。2019 年我国塑料回收量 1890 万吨，距 2020 年政策目标 2300 万吨有 22%的缺口。2) **禁废令驱动全球供应链改革。**2017 年前全球废料出口至中国占比 45%，禁废令颁布后 2018 年废塑料进口量下跌 99%至 5 万吨，马来西亚、泰国、越南成为继中国之后三大废塑料进口国。3) **再生塑料较原生塑料减碳 30%~80%**，双碳目标下发展空间广阔。4) **再生 PET**

最低含量标准保障刚性需求。美国加州规定 2022 年起 PET 瓶中再生塑料含量 15%，欧盟明确到 2025 年 PET 容器中再生塑料比例不少于 25%，2030 年不少于 30%，各大企业自愿做出承诺。

- **公司全产业链联动&境内外布局，技术优势降本增效，新增产能投产&利用率提升空间可期。**
 - 1) 回收端：**销售网点覆盖全球 400 余家，境内外塑料回收采购均价差约 1000-2600 元/吨，成本优势约 20%~60%。自研回收设备将塑料体积缩至 1/50 或 1/90，有效降低回收成本提升效率，借助回收设备出售协同建立回收渠道。
 - 2) 再生端：**2019 年公司再生 PS 产量 5.61 万吨，境内份额约 30%，产线 140 条，境内份额 14.54%。再生 PS 粒子纯净度达 99%可替代部分新料应用，价格较新料粒子低 20-50%，自产制品成本优势明显。当前产能利用率不足 60%提升空间大。
 - 3) 利用端：**主要应用建筑材料，框类产品等。制成品单价为再生粒子 3~4 倍，利润率较再生粒子翻倍至 30%以上，产品附加值提升，再生粒子单位产出及自用比持续提升凸显技术优势。越南筹建年产 227 万箱再生品产能，深加工产能有望翻 2~3 倍。
- **强势切入 PET 再生赛道，募投再出发。** a) 5 万吨/年 PET 马来西亚项目产能投产在即，较目前 PS 粒子 9.7 万吨/年产能 50%弹性； b) 储备 10 万吨/年多品类塑料再生项目； c) 回收设备扩产 7 倍。
- **盈利预测与投资评级：**双碳目标下再生塑料空间广阔，公司为再生 PS 细分领域先行者，横向切入 PET 等其他品类，随着新建项目投产，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.51/3.90/5.90 亿元，同比增加 15.46%/55.49%/51.32%，EPS 分别为 1.89/2.93/4.44 元，对应 63/41/27 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**贸易政策变动和加征关税风险，汇率波动风险，境外子公司所在地政策及原料跨国供应风险，PET 项目进展及销售不及预期

2.3. 洪城环境深度：高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估

投资要点

- 公司作为地方综合环保公用平台，业务涵盖供水、污水、天然气、固废，地区深耕环保资产覆盖江西，迎三大积极变化，发展有望持续加速。
 - **1) 环保督察敲响警钟，战略合作三峡打开 836 亿空间发展加速。**南昌水环境防治在中央环保督察中暴露三大问题，流域治理加速。我们预计公司业务范围内长江大保护投资空间可达 836 亿，三峡集团引领长江大保护，公司与长江环保集团签署战略合作协议，积极投身长江大保护，成长加速。
 - **2) 优质固废资产注入，公司业务拓展业绩增厚激发成长潜力。**集团培育优质固废资产通过资产重组注入，项目盈利能力&发展潜力俱佳。固废资产注入拓展了公司业务，增厚公司业绩，激发成长的新活力。
 - **3) REITs 上市促运营资产价值重估，高分红&稳增长公司迎业绩估值双升。**首批公募 REITs 发售认购火爆，富国首创水务 REITs 21-22 年净现金流分配率达 8.94%/9.06%，21-22 年 PE 为 28x/26x。水务公司动态 PE 普遍在 10x 附近，对比 REITs 折价较为明显。机构的青睐与追捧本质上体现优质运营资产优越性的吸引力，

REITs 发行有望带动运营资产价值重估。

- **地方综合公用事业平台，商业模式稳定现金流优异。**公司多次注入集团核心优质资产，形成供水、污水、燃气、固废的全方位综合公用事业平台。公司业绩增长稳定，20 年营业收入/归母净利润 66.01 亿元/6.64 亿元，同增 22.68%/35.84%；商业模式稳定，20 年运营收入/毛利占比 50%/ 61%；现金流优异，20 年经营性现金流 13.72 亿元，同增 14.20%。公司承诺分红锁定 21-23 年股息率 5.40%/6.21%/7.14%，有安全边际。
- **水务：受益地区经济发展与城镇化推动，运营&工程迎来双升。**1) 供水：水量稳定增长，水价提升保障利润率：南昌人口稳定增长&经济快速发展，供水量稳步提升。供水规模 189.5 万吨/日，待投产 10 万吨/日，毛利率在水价调升中抬升维持高位。2) 污水：先发布局江西全境，扩容提标发展迅速利润增厚：污水设计规模达 365.2 万吨/日，全省占比达 72%。江西 GDP5 年 CAGR 列全国第 4，城镇化率列 14 位中等偏后，经济高增长&低城镇化率带动处理量快速增长。项目提标逐步投运，运营水价毛利率双升增厚利润。3) 水务工程：提标扩容&二次供水增长强劲：提标扩容项目均在加紧推动。二次供水业务增长强劲。
- **燃气：销售与工程共享“气化南昌”红利。**受益“气化南昌”政策，售气量节节攀升，燃气销售稳定增长。燃气工程毛利率较高，提供业绩高弹性。经我们测算，19 年南昌城区气化率约 70%，非城区气化率约 46%，保守估计近期新增户数 18.22 万户，远期新增户数 30.68 万户，带动近期售气量增幅 34.25%，远期售气量增幅 70.15%。
- **盈利预测：**公司依托地区经济快速发展，供水、污水、燃气三大业务板块稳定增长。不考虑固废资产注入，我们预计公司 21-23 年 EPS 为 0.86/1.03/1.22 元/股，对应 PE 为 8/7/6 倍。REITs 促优质运营资产价值重估，公司拥有高分红兼具业绩成长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险，市场拓展风险，项目进展不及预期

2.4. 鉴他山之石，全国碳市场展望及减碳成本测算

投资要点

- **对标欧盟看国内碳市场发展：**①国内碳市场已初现总量控制及市场调控机制雏形。②我们预计总量递减速度超海外，碳配额价值有望长期提升，CCER 近期稀缺看涨。
- **复盘欧盟碳市场 4 阶段演变，我们认为总量控制和 MSR 机制为碳价平衡关键：**
 - 1) **总量控制：**欧盟 4 阶段划分主要体现在配额分配方式及总量递减速度上的差异。a.第 1-2 阶段配额发放采取各自制定配额模式，且供需不平衡导致市场表现平淡；b.第 3-4 阶段配额发放改为总量控制模式，且总量上限从 3 阶段逐年减少 1.74%提升至 4 阶段的 2.2%，有效提振碳价；2) **市场稳定储备机制 (MSR)：**2019 年启动，基于相应规则和目标调整配额拍卖量，成为长期有效控制配额盈余的方案。

- 展望国内碳市场,我们认为国内市场发展方向相似,已具备两大核心机制雏形。
 - 1) 总量控制&市场调控机制初见雏形,全国碳排放权交易管理条例指出 a.生态环境部制定碳排放配额总量确定与分配方案, b.可适时引入有偿分配; c.可建立市场调节保护机制;
 - 2) 从试点走向全国,当前市场交易规模与覆盖行业存在较大提升空间。
 - 3) 碳市场&节能减排产业良性循环。欧盟拍卖收入主要投向气候及能源用途,深圳拟设碳排放交易基金定向支持温室气体减排和碳市场建设。
- 碳配额价值有望长期提升,CCER 近期稀缺看涨: 1) 当前碳价远低于海外,双碳目标时间紧任务重,我们预计我国碳排放总量递减速度拟超海外,总量收紧驱动碳配额价格长期上行; 2) 碳市场释放 CCER 需求,此前全国 CCER 备案减排量总计约 5000 多万吨,历时 4 年我们预计基本履约,相关审批政策有望重启,我们预期近期供应稀缺价格向上。
- 减碳成本测算: 行业减碳成本可控,电力最高。我们选取了发电/航空/钢铁/建材/造纸/石化/化工及有色金属八大行业进行减碳成本敏感性测算,假设各行业初始配额无偿分配且减碳比例为 25%时: 1) 以北交所配额均价 36 元/tCO₂ 测算,各行业减碳成本可控,电力行业减碳成本较高,占收入比超 1%。2) 以欧盟第 4 阶段 323 元/tCO₂ 碳价测算,电力行业减碳成本占收入比达 13%以上,其次钢铁、建材行业减碳成本占收入比为 2%以上,其余行业控制于 1%以下。假设各行业初始配额有偿分配且分配比例为 100%时,各行业减碳成本占收入比将显著提升扩张 4 倍,长期总量控制收紧趋势下企业实际减碳动力加强。
- 产业链升级&循环再生减碳效应明显,有效降低减排成本。减碳成本增加下趋势下,产业链升级及再生资源有望成为长期发展趋势。①以铜的生产为例,再生铜吨排放 1.13 吨 CO₂,仅为原生铜的 27.6%。②以铝的生产为例,加工及回收再利用阶段碳排放占比仅为 2.5%,且精细加工能有效提升产品附加值。因此,我们认为推动产业链升级及资源综合利用,将有效提升产品价值、降低减排成本并增强减碳效应。

重点推荐及建议关注:

- 沼气利用渗透率低空间广阔,碳交易增厚收益弹性大。2019 年垃圾填埋场沼气发电渗透率仅 12%拓展空间大,填埋气发电减排效应突出,利润弹性 102%~339%增厚收益。重点推荐:【百川畅银】。
- 垃圾焚烧行业刚性扩容,商业模式改善&碳中和价值增量。行业刚性扩容&商业模式改善&碳中和价值增量。重点推荐:【瀚蓝环境】;建议关注:【光大环境】、【三峰环境】、【伟明环保】、【中国天楹】。
- 环卫新能源长周期放量,十年替代助力碳达峰。2035 年公共领域用车全面电动化,存量替代拉开帷幕,2020 年渗透率仅 3%成长潜力大长周期放量。重点推荐:【宏盛科技】、【盈峰环境】、【龙马环卫】。
- 固废资源化 ToB 赛道空间广阔,减碳效果明显助力碳中和。政策支持推动资源化,再生资源减碳较原生制造效果明显。重点推荐:【高能环境】、【中再环保】;建议关注:【浙富控股】。
- 风险提示: 宏观超预期收紧,政策执行不达预期,CCER 碳价下行

2.5. 各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算

投资要点

■ 碳市场 6 月上线，CCER 降低履约成本，需求释放在即。

1) 两大变化：a. 2021 年 6 月全国碳市场有望上线；b. 行业不断扩充。

2) CCER 抵消机制：降低履约成本，鼓励自愿减排。四大核心机制：① 抵消比例：CCER(核证自愿减排量)1:1 替代碳配额，抵消比例不超过总碳配额的 5%；② 认定流程：5 步法—项目设计、审定、备案、减排量核证、减排量备案。③ 可行性评估：识别基准线、评估项目额外性及经济效益。④ 减排量测算原理：减排量=基准线排放-项目排放-泄露排放。项目计入期分为可更新计入期(7*3=21 年)和固定计入期(10 年)。

3) 市场空间：按 5% 抵消比例测算，我们预计全国碳市场初期 CCER 需求量约 1.65 亿吨/年，长期有望扩容至 4 亿吨/年。

■ 减碳价值测算：填埋气发电资源化经济效益突出，利润弹性 102%~339%。我们选取 CCER 自愿减排主要鼓励的可再生能源、甲烷利用及林业碳汇三类项目中 5 种细分类型进行减碳量及经济效益测算：

· 垃圾焚烧：度电减碳 0.00132tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.039/0.079/0.132 元，利润端弹性达 12.01%/24.02%/34.84%。

· 填埋气资源化：度电减碳 0.00578tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润端弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。

· 餐厨处置：单吨垃圾减碳 0.58tCO₂，30/60/100 元碳价下单吨垃圾增收 18.90/37.80/63.00 元，利润端弹性达 18.75%/37.50%/62.50%。

· 生物质利用：度电减碳 0.00067tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.02/0.04/0.07 元，利润端弹性达 21.49%/42.99%/71.65%。

· 林业碳汇：每亩储碳量 0.90 tCO₂e，30/60/100 元碳价下每亩林增收 27.00/54.00/90.00 元，利润端弹性达 66.73%/133.46%/222.43%。

■ 重点推荐及建议关注：

■ 垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式改善&碳中和价值增量。我们预计十四五期间行业稳步增长复合增速近 11%，全国垃圾处理收费制度加快推进，垃圾处理费划转至税务部门征收，终端收费能力提升顺价逻辑加强。CCER 贡献 12% 的利润弹性，通过碳交易市场化工手段降低补贴依赖度，商业模式和现金流改善确定性增强。关注优质资产稀缺性。重点推荐：【瀚蓝环境】优秀整合能力助力份额扩张；建议关注：【光大环境】、【三峰环境】、【伟明环保】。

■ 沼气利用渗透率低空间广阔，碳交易增厚收益弹性大。2019 年垃圾填埋场沼气发电渗透率仅 12% 拓展空间大，有机废弃物处置有望打开沼气利用蓝海，填埋气发电减排效应突出，增厚收益利润有望翻倍。重点推荐：【百川畅银】垃圾填

埋气发电龙头份额 20%，受益碳交易弹性大。

- **环卫新能源长周期放量，十年替代助力碳达峰。**2035 年公共领域用车全面电动化，存量替代拉开帷幕，2020 年渗透率仅 3% 成长潜力大长周期放量。**重点推荐：【宏盛科技】、【盈峰环境】、【龙马环卫】。**
- **固废资源化 ToB 赛道空间广阔，减碳效果明显助力碳中和。政策支持推动资源化，再生资源减碳较原生制造效果明显。重点推荐：【高能环境】运营占比提升，雨虹基因造危废资源化龙头。【中再资环】废电拆解龙头份额提升，拆解物大宗商品顺周期弹性大；建议关注：【浙富控股】。**
- **风险提示：**宏观政策超预期收紧，政策执行不达预期，CCER 碳价下行

2.6. 宏观专题报告：富国基金首创水务 REIT 投资分析报告

- **我国公募 REITs 正扬帆起航。**REITs 起源于美国，亚洲 REITs 市场起步于二十世纪初，发展迅速。我国当前的 REITs 主要立足基础设施建设，公募 REITs 正扬帆起航。国内近期推出的 REITs 主要是与基建项目挂钩，与传统的基建融资方式相比，REITs 在拓宽融资渠道、盘活存量资产、降低地方政府债务压力等方面具备较大的优势。
- **基础资产优越，首创股份为国内水务环保产业化改革的首批践行者。**本基金的基础资产为污水处理类市政基础设施项目，分为深圳项目和合肥项目。两个项目的污水处理结算量近三年均保持稳定增长，污水处理服务费的回收率、抽样出水水质达标率均达到 100%。首创股份为 REITs 的原始权益人和运营管理机构，是国内环保行业的龙头，为首批环保投资领域的上市公司。公司深耕环保产业，经过二十余载的发展，业务从初期的城镇水务、人居环境改善，延伸至水环境综合治理、绿色资源开发与能源管理，业务范围覆盖全国并拓展海外，目前已成为全球第五大水务环境运营企业。整体来看，首创股份增长空间较大、资产负债率较稳定、现金流充裕、融资渠道通畅。
- **水务项目契合 REITs 要求，REITs 发行促水务发展迎变革。**REITs 首批试点优中选优，水务行业完美契合。1) 水务项目以 TOT、BOT 等模式与当地政府签订特许经营权开始项目运营，商业模式成熟稳定。2) 处理水量稳定抗周期波动，处理水价可调满足合理回报，项目盈利能力较为稳定。3) 付费模式理顺 & 政府专项支付保障项目优异现金流。水务稳定扩张兼具成长，REITs 发行水务发展模式迎变革。供给端处理规模同步扩张，城市污水处理率接近 97%。需求端居民生活水平与城镇化率水平共振，促水务行业需求扩容。公用事业属性兼具成长，解决资源环境与经济发展，水务行业焕发活力迎变革。1) 推进提标排放，水务运营市场扩容。2) 流域治理新模式，赋予水务行业新内涵。3) 污水资源化市场需求推动技术进步，打开市场新空间。
- **REITs 底层水务资产优质，成长稳定现金流优异。**深圳项目位于深圳核心区域，核心资产处理规模稳中有升。项目处理量稳定增长，项目提标改造处理单价提升。合肥项目区域发展潜力大，项目成长性较好。底层资产成本刚性可调价，盈利能力有保障。两个项目利润率稳中有升，营业成本随规模增长，调价机制设立保障合理利润率。底层资产现金流优异，高质量发展为高分红奠定基础。

另，首创在手水务资产规模行业领先，龙头地位凸显。北京国资委下属上市企业，收入业绩复合增速 25%，污水处理&垃圾焚烧占比高。稳定利润率&优异现金流，展现公司卓越管理能力，且富国基金项目团队专业性强。资产运营管理方及基金管理人有望构建专业经验壁垒，为首创 REITs 项目提供有力保障支持。

- **风险提示：**1) 管理风险；2) 利益冲突风险；3) 税收等政策调整风险；4) 集中投资风险；5) 基金治理风险；6) 与基础资产相关的风险。

2.7. 碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系

投资要点

- **与市场不同的观点之一：**碳核算是实现碳达峰与碳中和所有工作的基础。碳核算 1) **依据**来自联合国政府间气候变化专门委员会(IPCC)制定的 IPCC 清单指南，为世界各国提供清单编制的方法学依据；2) 保障来自碳排放可检测、可报告、可核查体系 (MRV 体系)，保障形成准确可靠的碳排放数据。中国碳排放数据标准的统一与数据质量的控制，可实现 1) 与全球碳排放体系的统一；2) 碳交易市场可顺利运行激发活力；3) 从源头对减排路径研究开发；4) 对减排效果量化评估。
- **与市场不同的观点之二：**中国碳排放核算标准需进一步明晰，MRV 体系需进一步完善。对比欧盟、美国，中国 1) **碳排放清单编制还不够完善**，企业指南涉及行业不够全面，需进一步明晰行业企业碳减排，加快减排进；2) **MRV 体系并不完善**，报告与核查制度在建立时间短，还需要进一步落实。不断完善第三方核查机构的管理体系，形成高质量第三方机构，保障碳交易落地激发活力。
- **IPCC 方法学是碳核算的依据。**《联合国气候变化框架公约》要求缔约方定期编制国家温室气体排放清单。IPCC 为各国编制清单提供方法学，**IPCC 清单指南为各国提供可靠估算方法，兼容性强。**1) **欧盟：**通常采用欧洲环境署 (EEA) 方法编制，后转换为 IPCC 格式提交年度温室气体清单和库存报告。2) **美国：**环境保护署 (EPA) 的排放清单改进计划 (EIH) 与 IPCC 兼容，部分是对 IPCC 的改良。3) **中国：**国家温室气体清单编制主要参考 IPCC 技术报告和方法指南，编制的气候变化国家信息通报由生态环境部提交。我国清单编制活动主要是国家和省级温室气体清单编制，**清单编制体系已初步形成相对稳定**，先后颁布 24 个行业企业指南。
- **MRV 是碳核算的保障。**1) **欧盟**是目前国际上开展碳交易工作较早且较为成熟的组织，其 MRV 设计框架为监测、报告、核查、质量控制和免责机制五部分。2) **美国** MRV 体系主要包括监测、核算与报告、核查、质量保证和质量控制等四部分。欧盟和美国都出台了专门的 MRV 法规，从法律层面对 MRV 各个环节进行规定。3) **中国 MRV 处于起步阶段**，碳交易试点地区实施良好。2020 年《全国碳排

放权交易管理办法(试行)》颁布,进一步规范 MRV。各试点基本覆盖报告,监测和核查覆盖还不够全面。核查资金投入主要有政府和市场两种方式,市场化是未来趋势。

- **碳中和背景下投资框架构建与环保产业映射。**碳核算作为碳减排一切工作的基础,随方法学明晰与 MRV 完善,确保碳排放数据的质量,促进碳达峰碳中和目标实现。从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用三方面构建投资框架,梳理环保产业映射,包括 1) **能源替代: 新能源环卫装备**, 可再生能源(生活垃圾焚烧、生物质利用等), 甲烷利用(污水处理、填埋气资源化), 碳交易兑现碳减排附加价值; 2) **节能减排: 环境咨询指导环保节能减碳、合同能耗管理、合同能源管理、减排设备、升级工艺流程**; 3) **循环利用: 垃圾分类与再生资源回收**。
- **重点推荐: 1、固废:【瀚蓝环境】、【高能环境】; 2、环卫电动化:【盈峰环境】、【宏盛科技】、【龙马环卫】; 3、再生资源:【中再资环】; 4、工业节能:【维尔利】。**
- **建议关注: 环境咨询:【南大环境】。**
- **风险提示: 碳减排政策低于预期, 碳交易市场建设运行低于预期, 宏观政策超预期收紧**

2.8. 碧桂园服务深度: 大物业+大社区, 物管龙头迎高速成长新格局

投资要点

- **大物业+大社区, 物管龙头迎五大业务新格局。**碧桂园旗下全国领先的物业服务商, 2020 年中指院物业服务百强第 1 名, 基础物管合同面积超 8.2 亿平方米, 主营涵盖物业管理、社区增值、城市服务、非业主增值及三供一业五大领域。2015-2020 年归母净利润复合增速高达 86.93%, 现金流充裕, 2020 年底现金及存款总额逾 153 亿元保障未来扩张。
- **强资源整合&智慧管理, 城市服务蓝海初露锋芒。**大部门改革&市场化推进&精细化管理促城市服务需求整合打开蓝海市场, 大行业小公司壁垒有望强化, 公司依托强资源整合及智慧管理能力在行业竞争中初露锋芒。1) **内生&外延齐发力:** 2016 年起布局, 采取内生(国企战略合作/独立发展)&外延两种模式切入城市服务领域, 2020 年先后收购满国康洁及福建东飞两家环卫公司强势加大布局力度, 2020 年公司新增环服订单总额 24.03 亿元, 年化 6.9 亿元, 其中康洁及东飞贡献超 90%。2) **集团赋能&资源联动&信息化管理优势提升核心竞争力。**碧桂园集团资源、资金实力雄厚, 康洁及东飞环卫运营经验丰富, 结合公司智慧平台及信息化技术的应用, 有望快速实现内生精细化物管能力的迁移, 环卫管理经验的复制, 同时接入 B 端、导流 C 端、突破 G 端商业模式束缚形成资源联动, 打造差异化

竞争力。

- **物业合同在管面积比/盈利能力行业领先，积极外拓铸就物管龙头。** 2020 年基础物业在管面积达 3.77 亿平方米，同增 36.65%，2016-2020 年公司基础物业在管面积 CAGR 高达 42.66%，2020 年基础物业管理面积 8.21 亿平方米，合同/收费管理面积维持在 2-2.5，远超行业平均 1.5 左右水平，龙头发展可预测性增强。2020H1 公司物管毛利率 38.1%，位列同业市值前十公司首位，2020 年物管毛利率 34.61%，同升 4.41pct。2019 年物业收缴率高达 93.06%，超出行业平均 2.14pct。除承接碧桂园集团地产物业外，2020H1 第三方收入/在管面积占比提升至 27.9%/26.9%，优质收并购不断落地驱动增长，行业有望快速整合铸就物管龙头。
- **专业口碑&科技能力护航，高盈利增值服务打造新增长级：1) 社区增值：** 2020 年收入 17.31 亿元，同增 100%，增值服务&拎包入住&社区传媒有望持续高增。
a.高盈利能力凸显管理优势，2019 年服务单价 3.13 元/m²持平同行，2019 年毛利率达 66.2%居同业市值前十公司首位，2020 年毛利率达 65.14%，保持稳定。**b.专业品牌实现规模效应**，旗下“凤凰置家”&“凤凰到家”品牌日渐成熟，积累口碑及客户资源；**c.收购城市纵横平台效应初现，互联网科技巨头合作整合资源增强流量。**
2) 非业主增值：有效赋能开发商，规模及盈利能力领先，长期有望稳健增长。
- **三供一业市场空间广阔，平稳接管树立标杆。** 2016 年政策落地打开国有企业职工家属区“三供一业”广阔社会化市场，公司 2018 年承接中石油国企改革标杆项目成功切入，2020 年三供一业物管面积达 0.85 亿平方米，供热面积达 0.42 亿平方米，未来有望依托科技、专业、精细化管理能力深化合作，扩大业务范围。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 41.31/62.68/93.42 亿元，同比增长 53.79%/51.72%/49.04%，EPS 分别为 1.38/2.10/3.13 元，对应当前股价（2021/3/29）PE 为倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**业务扩张不及预期、外延并购整合不及预期、物管收缴及提价受阻风险、市场竞争加剧

2.9. 环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰

投资要点

- **碳中和助力大国崛起，环卫新能源促能源结构调整。** 中国“2030 碳达峰、2060 碳中和”已上升至前所未有的高度，成为大国崛起的必要筹码。能源替代/节能减排/循环利用/生态碳汇将成为实现碳中和的重要途径，碳交易提供有效制度支撑。从环保视角来看，**5 大板块有望受益：1) 能源替代：**前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。**2) 节能减排：**中

端推动产业结构转型，关注节能管理&减排设备应用。3) **循环利用**：推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4) **环境咨询**：环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5) **碳交易**：鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。**新能源环卫装备从前端切入，新能源替代促能源结构调整，助力实现碳中和。**

- **中国公路交通碳排放占比约 8%，新能源替代可实现交通部门全减碳。** 根据国际能源署（IEA），公路交通部门对中国整体碳排放贡献约 8%。IEA 采用 2006 IPCC Guidelines 对各部门碳排放进行核算。依据方法学，公路交通实现新能源替代，将可以实现公路交通单部门 100%减碳。
- **公共领域车辆新能源潜力大，环卫新能源碳减排效率突出。** 公共领域车辆存量新能源替代率，公交（46.8%）、出租（5.5%）、环卫（2.4%）、物流（2%），远低于政策规划目标。新能源环卫车 a)大排量为主上装副发动机增加排量，b)柴油机占比 90%排放因子高，c)低速运行车辆油耗排放高，**新能源替代减排效果好。** 环卫服务公益属性，环卫作业特点完美契合电动车运营习惯，**新能源替代政策推动强而有力。**
- **环卫新能源五十倍成长，十年替代助力实现 2030 年碳达峰。** 环卫新能源非短周期爆发，释放受政策与经济驱动。1) **政策端**：环卫新能源有望成为政府实现碳排放“3060”目标重要抓手，碳中和政策推动叠加中央生态环保督察，环卫新能源替代逻辑加强；2) **经济性**：环卫新能源 7 年平价具备经济性，2025 年迎经济性拐点实现 4 年平价，对比较公交 3 年平价（渗透率 82%）已经接近，有望快速放量。我们预计十年市场分两阶段释放，2030 年渗透率达 80%：
 - **稳定渗透期（2020-2025 年）**：碳减排政策加码&内生经济性提升驱动力增强，新能源渗透率 2020 年 3.31%提升至 2025 年 15%，2025 年新能源环卫车销量 2.74 万辆，是 2020 年销量的 7 倍，2020-2025 销量 CAGR 为 48%。25 年新能源环卫市场空间 139 亿，2020-2025 年 CAGR 为 41%。
 - **快速爆发期（2025-2030 年）**：经济性优势拐点&环卫市场化全面铺开快速放量，渗透率从 2025 年 15%迅速提至 2030 年 80%，2030 年新能源环卫车销量 19.13 万辆，是 2020 年销量的 50 倍，2025-2030 销量 CAGR 为 47%。2030 年新能源环卫市场空间 971 亿，2025-2030 年 CAGR 为 47%。
- **稳定渗透期渠道为王，快速爆发期产品力优先。稳定渗透期（2020-2025 年）**：渗透率提升主要来自政策推动，政府为主要采购方，关注拥有**渠道优势的传统上装龙头**；**快速爆发期（2025-2030 年）**：经济性优势拐点替代内生驱动强，企业为主要采购方，关注拥有**制造与服务优势的环卫装备龙头**。
- **重点推荐：盈峰环境**：龙头出击新能源再度领跑，龙头地位复制环服订单市场

第一；宏盛科技：制造+服务优势铸就环卫电动化蓝海中的宇通；龙马环卫：新能源市占率持续提升，服务占比超装备毛利率现拐点。

- 风险提示：政策推广不及预期，新能源渗透率不及预期，市场化不及预期，市场竞争加剧

2.10. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估

投资要点

- **报告创新点：**1) 从碳中和视角下搭建行业投资框架及环保产业映射；2) 对碳交易市场交易现状、建设进展及 CCER 抵消机制做了较为全面的梳理；3) 对垃圾焚烧 CCER 项目碳减排及经济性效益进行敏感性测算，得出度电垃圾焚烧 CCER 收入近 4 分钱，利润弹性约 12%。
- **碳中和投资框架：**从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架。中国碳排放居世界首位占比近 29%，“2030 碳达峰、2060 碳中和”已上升至前所未有的高度，成为大国崛起的必要筹码。能源替代/节能减排/循环利用/生态碳汇将成为实现碳中和的重要途径，碳交易提供有效制度支撑。
- **碳中和环保产业映射：**从环保视角来看，1) 能源替代：前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2) 节能减排：中端推动产业结构转型，关注节能管理&减排设备应用。3) 循环利用：推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4) 环境咨询：环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5) 碳交易：鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。
- **碳中和制度支撑：**碳交易—迎全国化&多元化&机构转变三大变化，CCER 需求提升利好可再生能源。
 - 1) 三大变化：a. 试点向全国，21 年 6 月全国碳市场有望上线；b. 行业扩充，钢铁/水泥/化工等行业有望于“十四五”纳入全国碳市场，c. 主管机构由发改委转变为生态环境部。
 - 2) 两种模式：碳交易产品分碳排放配额及自愿减排量（CCER）抵消两种，CCER 将为可再生能源项目提供附加收入。
 - 3) 市场空间：按 5% 抵消比例计算，我们预计全国碳市场初期 CCER 需求量约 1.65 亿吨/年，长期有望扩容至 4 亿吨/年。
- **垃圾焚烧量化评估：**商业模式有望 C 端理顺现金流改善，垃圾焚烧 CCER 贡献

12%利润增量。

1) **CCER有望贡献12%利润弹性。**依据已审定垃圾焚烧CCER项目，现审定生活垃圾焚烧项目数量占全部CCER近4%，头部焚烧公司产能占比约30%，地理区位、减排技术及发电效率是单位减排量的影响因素。中性情景下，度电CCER收入达0.039元，对垃圾焚烧项目收入端弹性达4.48%，利润端弹性达12.01%，净利率提升2.02pct至29.96%。

2) **商业模式有望向C端理顺现金流改善，国补竞价上网影响有限。**国补最新政策明确21年以后新开工/新核准项目采用竞价上网，我们测算若补贴退坡0.05/0.1/0.15元/Kwh，项目净利率将下降2.24/4.77/7.64pct，垃圾处理费需上涨21.54%/43.08%/64.62%可抵消退坡影响。按我们统计的主流公司项目产能进度表，主流上市公司受竞价上网影响不足3成，上海环境/瀚蓝环境等风险收益比较高。考虑a.CCER附加收入可冲减部分国补退坡；b.垃圾处理费调价机制有望启动，若国补退坡部分顺价至C端，对应人均垃圾处理费上升幅度为3.99/7.99/11.98元/年，最多仅占居民可支配收入的0.03%，支付难度小。

3) **碳中和推动绿色金融，企业融资成本有望下降。**

- **建议关注：1、固废：**碳中和&行业刚性扩容&商业模式改善，关注优质资产稀缺性：**【瀚蓝环境】、【高能环境】**；**2、环卫电动化：**十年五十倍，掘金环卫新能源：**【盈峰环境】、【宏盛科技】、【龙马环卫】**；**3、再生资源：****【中再资环】**；**4、工业节能：****【维尔利】**；**5、环境咨询：****【南大环境】**。

- 风险提示：宏观政策超预期收紧，CCER碳价下行，国补退坡风险

2.11. 高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头

投资要点

- **土壤修复龙头布局固废全产业链，结构优化运营占比提升。**公司董事长实控人李卫国，同为防水行业龙头东方雨虹董事长实控人，东方雨虹同为A股上市公司，市值过千亿，实控人公司管理运营能力优秀。公司15-19年营业收入/归母净利润CAGR为49.4%/40.4%。公司作为土壤修复龙头，15年起切入垃圾焚烧、危废布局固废产业链。随项目投运收入结构优化，**20H1运营收入/毛利占比24.9%/28.1%，有望持续提升。**运营毛利率高于工程毛利率，收入结构改善有望抬升整体利润率。
- **危废产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头。**19年公司在手危废处置规模56.553万吨/年，资源化占比达90%。随重庆、贵州项目建成，21年底产能有望突破100万吨/年，资源化占比超95%。公司重点布局危废资源化，

资源化具备“类制造业”属性，市场化程度高企业竞争优势更易体现。资源化行业依赖上游原料采购渠道与上中游精细化管理优势。东方雨虹依托精细化管理与渠道优势实现防水行业市占率第一。商业模式与工业管理存在协同，东方雨虹有望进一步赋能高能环境，助力高能腾飞。

- **垃圾焚烧：资本开支高峰已过，项目投运运营收入持续增长。**我们预计垃圾焚烧运营规模已达 8500 吨/日，在建 2200 吨/日，筹建 2700 吨/日，仅在手项目可为公司锁定未来近 60%规模扩张。公司垃圾焚烧项目建设高峰已过，我们预计生活垃圾板块将进入收入规模与利润率双升通道（运营利润率高于工程利润率）。运营收入占比进一步提升。垃圾焚烧项目提供的稳定现金流将促进公司实现内生优质增长，享受优质运营收益。
- **环境修复：模式理顺万亿市场待释放，龙头技术&管理优势维持高增。**我国土壤修复待释放市场规模 4.6 万亿，19 年土壤修复市场规模 104 亿。政策法规出台&中央资金支持，土壤修复市场商业模式理顺健康稳步发展。公司收入规模行业第一，新增订单表现优异，在手订单充沛。龙头地位稳固充分受益土壤修复市场释放。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司危废资源化业务大增&运营业务占比提升加速，我们将 2021-2023 年归母净利润 7.0/9.1/11.8 亿元上调至 7.3/9.5/12.0 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.90/1.17/1.49 元。对应当前股价（2021/4/13）2021-2023 年 PE 为 21/17/13 倍。公司有望复制东方雨虹精细化管理能力，造就危废资源化龙头，维持“买入”评级。
- **风险提示：**危废产能建设不及预期，危废产能利用率不及预期，市场竞争加剧。

3. 行业新闻

3.1. 生态环境部发布关于加快解决当前挥发性有机物治理突出问题的通知

为深入打好污染防治攻坚战，强化细颗粒物和臭氧协同控制，加快解决当前挥发性有机物（VOCs）治理存在的突出问题，推动环境空气质量持续改善和“十四五”VOCs 减排目标顺利完成，该通知要求各地开展 VOCs 治理重点任务和问题整改。整改以石油炼制、石油化工、合成树脂等石化行业，有机化工、煤化工、焦化（含兰炭）、制药、农药、涂料、油墨、胶粘剂等化工行业，涉及工业涂装的汽车、家具、零部件、钢结构、彩涂板等行业，包装印刷行业以及油品储运销为重点，并结合本地特色产业，组织企业针对挥发性有机液体储罐、装卸、敞开液面、泄漏检测与修复、废气收集、废气旁路、治理设施、加油站、非正常工况、产品 VOCs 含量等 10 个关键环节，认真对照大气污

染防治法、排污许可证、相关排放标准和产品 VOCs 含量限值标准等开展排查整治。大气污染防治重点区域于 2021 年 10 月底前、其他地区于 12 月底前，组织企业自行完成一轮排查工作。重点区域省级生态环境部门于 2021 年 12 月底前、其他地区于 2022 年 6 月底前将企业排查清单和治理台账报送生态环境部；整治基本完成后报送工作总结。

数据来源：

http://www.mee.gov.cn/xxgk2018/xxgk/xxgk03/202108/t20210805_854161.html

3.2. 国开行 500 亿元融资重点支持山东垃圾污水处理、农村环境整治等项目

山东省生态环境厅、国家开发银行山东省分行、山东发展投资控股集团有限公司 8 月 4 日在济南签署框架协议，推进生态环保重大工程项目融资。未来三年，国开行山东分行将通过提供贷款、投资、债券等各类产品相结合的综合金融服务，提供 500 亿元融资重点支持整市、整县推进垃圾污水处理、农村环境整治和农业面源污染治理项目，打造乡村生态振兴示范工程。山东发展投资集团将通过参与 PPP 项目投资、发起设立项目公司等市场化运作方式，支持生态环境部门推荐的生态环保重大工程项目，在同等条件下优先使用国开行山东分行信贷资金及金融产品。省生态环境厅将积极发挥组织协调作用，向国开行山东分行、山东发展投资集团遴选推荐需要重点支持的生态环保重大工程项目，推动出台配套支持政策。

数据来源：<https://www.solidwaste.com.cn/news/326534.html>

3.3. 生态环境部联合应急管理部开展危险废物处置专项督导检查

生态环境部联合应急管理部于 2021 年 7 月初前往湖南、贵州、山西、内蒙古等省（自治区）开展危险废物处置专项督导检查工作。督导组先后抽查了 25 家危险废物产生和经营单位，重点检查危险废物处置有关情况，共排查发现企业 60 余个环境保护和安全生产方面的风险隐患。督导组听取了相关地方关于危险废物专项整治工作情况的汇报；要求地方政府及相关部门深入开展危险废物专项整治，切实加强危险废物环境和安全监管，并督促企业整改相关问题；指导地方应急管理和生态环境部门以及其他相关部门建立监管协作和联合执法工作机制，生态环境部门及时将环境监管过程发现的涉嫌安全生产问题线索移交应急管理部门。下一步，生态环境部将继续联合应急管理部等部门指导督促各地深入开展危险废物专项整治三年行动，有效排查整治危险废物风险隐患。

数据来源：https://www.mee.gov.cn/ywdt/hjywnews/202108/t20210802_853668.shtml

3.4. 本周全国碳市场碳排放配额总成交量 18.7 万吨，总成交额 1012 万元

2021 年 8 月 2 日-8 月 6 日，全国碳市场挂牌协议周成交量 187,027 吨，周成交额 10,116,849.40 元，最高成交价 59.00 元/吨，最低成交价 48.00 元/吨，本周五收盘价为 52.96 元/吨，较上周五下跌 2.23%。本周无大宗协议交易。截至本周，全国碳市场碳排放配额（CEA）累计成交量 6,138,964 吨，累计成交额 309,702,237.70 元。

数据来源：全国碳交易，<https://mp.weixin.qq.com/s/872StMtXtGwBitMbUsIseA>

3.5. 发改委和住建部印发城镇供水价格管理办法和定价成本监审办法

修订后的《城镇供水定价成本监审办法》明确，城镇供水定价成本包括固定资产折旧费、无形资产摊销和运行维护费，并对固定资产折旧年限、人工费、修理费等主要参数取值做了具体规定，对供水企业职工人数定员、管网漏损率控制等实行激励约束机制，有利于破解“鞭打快牛”问题，能够激励供水企业精简人员，降低管网漏损率，挖掘潜力，提高管理效率。两个办法的修订出台，有助于进一步规范城镇供水价格管理，提高价格监管的科学化、精细化、规范化水平，保障供水、用水双方合法权益，促进城镇供水事业健康发展，节约和保护水资源。

数据来源：

https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/xwfb/202108/t20210806_1293267.html?code=&state=123

3.6. 江西省构建“五全”体系，全面强化危险废物专项整治

根据《全国安全生产专项整治三年行动计划》，生态环境部于 2020 年 5 月制订印发《全国危险废物专项整治三年行动实施方案》，在全国组织开展危险废物专项整治三年行动，全面排查整治危险废物环境风险隐患，保障生态环境安全。为继续深入推进专项整治行动，发挥典型示范作用，现对部分地区专项整治工作的经验做法进行发布，以供各地学习借鉴。按照生态环境部《全国危险废物专项整治三年行动实施方案》统一部署，江西省生态环境厅认真落实“科学治污、精准治污、依法治污”方针，把强化危险废物环境管理作为深入打好污染防治攻坚战、推动江西高质量跨越式发展的重要载体，全力推进危险废物专项整治三年行动，大力构建全域排查、全面清理、全量处置、全过程监管、全方位提升的“五全”危险废物环境监管体系，努力消除环境安全隐患。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20210802/1167220.shtml>

3.7. 湖北荆州将全面实施餐厨垃圾统一收运和处置，严管流向

荆州市城管执法、公安、生态环境、市场监管、农业农村、商务等 6 部门联合发布关于对餐厨垃圾实行统一收运处置的通告(征求意见稿), 要求对厨垃圾产生单位将餐厨垃圾交由取得餐厨垃圾收运许可的收运单位进行统一收运, 自餐厨垃圾实行统一收运和处置之日起, 任何未经城市管理部门许可的单位和个人, 禁止从事有关餐厨垃圾的收运、处置工作。

数据来源: <https://huanbao.bjx.com.cn/news/20210802/1167142.shtml>

3.8. 西安实施生活垃圾输出区按量补偿, 生活垃圾生态补偿费标准为 50 元/吨

近日,《西安市生活垃圾终端处理设施区域生态补偿办法》印发, 陕西省西安市将加强生活垃圾终端处理设施区域的生态环境保护、修复和重建, 推进生态补偿和环境综合治理。按照《办法》, 生活垃圾终端处理设施区域生态补偿以生活垃圾输出区向输入区补偿为原则, 按量计算。生活垃圾生态补偿费标准为 50 元/吨。

数据来源: http://www.mee.gov.cn/ywdt/dfnews/202108/t20210803_853774.shtml

3.9. 青海出台方案打造生态文明高地, 2035 年全面建立青海特色生态文明体系

近日, 中国共产党青海省第十三届委员会第十次全体会议在西宁召开。全会研究了《中共青海省委关于加快把青藏高原打造成为全国乃至国际生态文明高地的行动方案》。全会确定了打造全国乃至国际生态文明高地的目标: 到 2025 年, 青海特色生态文明体系进一步完善, 生态文明高地建设取得系统性突破性标志性成果; 到 2035 年, 青海特色生态文明体系全面建立, 人与自然和谐共生现代化基本实现, 生态文明高地基本建成; 到本世纪中叶, 青海特色生态文明体系融合深化, 全面建成更加完备、更高水平、更具影响、更美形态的生态文明高地。

数据来源: http://www.mee.gov.cn/ywdt/dfnews/202108/t20210803_853777.shtml

3.10. 海南省试行开展碳排放环境影响评价

近日, 海南省生态环境厅发布了关于试行开展碳排放环境影响评价工作的通知。根据“通知”, 该工作实施范围包括: 省级以上重点产业园区; 需编制环境影响报告书的重点领域专项规划; 电力、建材、石化、化工、造纸、医药、油气开采等重点行业。本次试点主要开展二氧化碳(CO₂)排放环境影响评价, 有条件的还可开展甲烷(CH₄)、氧化亚氮(N₂O)、氢氟碳化合物(HFCs)、全氟化碳(PFCs)和六氟化硫(SF₆)等其他

温室气体排放环境影响评价。

数据来源：

<https://www.hainan.gov.cn/hainan/tingju/202108/3c3616bd576043eb92a84f59053b1c0d.shtml>

3.11. 广西通过《广西壮族自治区土壤污染防治条例》

广西壮族自治区人大常委会通过《广西壮族自治区土壤污染防治条例》，该条例将于9月1日起施行。“条例”明确：土壤污染防治应当坚持预防为主、保护优先、分类管理、风险管控、污染担责、公众参与的原则。自治区土壤污染风险管控标准是强制性标准。有色金属矿采选、有色金属冶炼、化学原料及化学制品制造、电镀、石油加工、制革、铁合金、危险废物利用处置、固体废物填埋等行业中纳入排污许可重点管理的企业事业单位，应当列入土壤污染重点监管单位名录。

数据来源：<http://www.gxzf.gov.cn/html/gxyw/t9678019.shtml>

3.12. 天然气：疫情冲击下 LNG 市场涨跌互现平衡价差

据中国燃气网新闻，8月2日，全国LNG市场均价为5452.632元/吨，较7月底价格上调5%，较去年同期上涨113.27%。8月4日全国LNG市场均价为5140.256元/吨，较8月2号下调5.7%。短期来看，经历了大涨大跌后，上游多根据自身出货情况调整报价，目前降价后的国产气价格濒临成本线，在进口气强势支撑下，上游多回涨心理。但疫情再次爆发，对供需双方同步产生影响，需求面影响偏大，短期国内LNG市场或震荡盘整，缓幅回弹上行。

数据来源：<http://www.chinagas.org.cn/qingjie/other/2021-08-06/56335.html>

4. 公司公告

表1：公司公告

类型	日期	公司	事件
项目中标	8.02	龙马环卫	2021年7月公司预中标环卫服务项目6个，合计首年服务费4843.17万元（占2020年度营收0.89%），合同总金额14059.32万元。主要包括厦门市环卫服务项目，采购人为厦门市集美区市政园林局，总金额5238.42万元；预中标福州市环卫服务项目，采购人为平潭综合实验区海坛片区管理局，总金额2703.9万元。
	8.02	侨银股份	近日，公司已收到茂名市环卫作业服务项目《中标通知书》，中标金额7.27亿元，招标单位为茂名市茂南区城市管理和综合执法局。

股权质押	8.03	聚光科技	截至 2021 年 8 月 3 日, 公司股东睿洋科技持股数量为 9540 万股, 持股比例为 21.08%, 本次质押、解除质押前质押股份数量为 7622 万股, 本次质押、解除质押后质押股份数量为 7617 万股, 占其所持股份比例为 79.84%, 占公司总股本比例为 16.83%, 其中未质押股份限售和冻结数量为 141 万股, 占未质押股份比例 7.33%。
	8.03	格林美	本次解除质押对象为公司控股股东深圳市汇丰源投资有限公司, 解除质押股份数 2500 万股, 占其所持股份比例 5.50%, 占公司总股本比例 0.52%, 质押起始日为 2020 年 4 月 26 日, 质押解除日为 2021 年 8 月 2 日, 质权人为中信证券股份有限公司。
	8.03	金圆股份	本次解除质押对象为公司控股股东金圆控股, 解除质押股份数 815 万股, 占其所持股份比例 3.51%, 占公司总股本比例 1.14%, 质押起始日为 2020 年 7 月 29 日, 质押解除日为 2021 年 8 月 2 日, 质权人为南京银行股份有限公司杭州分行。
	8.03	金圆股份	本次股份质押对象为公司控股股东金圆控股, 质押股份数 1000 万股, 占其所持股份比例 4.31%, 占公司总股本比例 1.40%, 质押起始日为 2020 年 7 月 30 日, 质押解除日至办理解除质押手续之日, 质权人为招商银行股份有限公司杭州分行, 质押用途为自身生产经营。
	8.05	湘潭电化	电化集团质押 2415 万股, 占其持股比例 13.42%, 占公司总股本 3.84%, 质押期为 1 年。
	8.06	金圆股份	本次质押 967 万股, 占其所持股份比例 4.17%。
大宗交易	8.06	伟明环保	以 24.45 元的价格成交 69.5 万股, 成交金额 1699.28 万元。
提供担保	8.02	天壕环境	天壕环境全资子公司赛诺水务、赛诺水务控股股东天壕投资集团、实控人陈作涛及其配偶向赛诺水务提供金额为 8000 万元的连带责任保证, 综合授信期限 1 年。
	8.04	中持股份	公司为其全资子公司三门峡中持提供担保 2,600 万元, 担保期限 3 年。
	8.05	东湖高新	为公司控股子公司东湖信城向中信银行申请最高限额为人民币 2,600 万元授信提供担保。
收购股权	8.02	深圳燃气	深圳燃气及下属子公司 深燃鲲鹏合计出资 17.84 亿元, 设立项目投资公司 (注册资本 18 亿元) 深圳深燃新能源产业投资有限公司 (暂定名)。由项目公司以 18 亿元收购东方日升持有的斯威克 1.4 亿股股份, 交易完成后项目投资公司持有斯威克 50% 股份。
	8.02	中材国际	公司拟向建材国际工程、建材研究总院发行股份购买北京凯盛 100.00% 股权。拟向建材国际工程、冯建华等支付现金购买南京凯盛 98.00% 股权, 其中, 上市公司拟向建材国际工程支付现金购买南京凯盛 51.15% 股权, 拟向冯建华等支付现金购买南京凯盛 46.85% 股权。上市公司拟向中国建材发行股份购买中材矿山 100.00% 股权。不涉及重大资产重组。
减持股份	8.02	润邦股份	截至本公告日, 股东王春山累计减持公司股份 2462.03 万股, 占公司总股本 2.61%, 通过集中竞价减持 912.03 万股, 占公司总股本 0.97%, 未超过减持计划所确定的减持股份数量; 通过大宗交易减持股份 1550 万股, 占公司总股本 1.64%。
	8.03	水发燃气	公司股东派思投资因与庆汇租赁有限公司之间存在债务纠纷, 其所持的公司股份未来 6 个月内可能发生因被司法强制处置导致被动减持情

			形，本次被动减持股份数量不超过 150 万股，具体减持期间因相关强制执行裁定等司法文书尚未收到而暂无法确定。
	8.06	万德斯	创投二期减持 77.66 万股，减持比例 0.91%。宁泰创投减持 92.37 万股，减持比例 1.09%。
员工持股	8.06	理工环科	一期：不超过 67 人，不超过 800 万股，约占公司目前股本总额 3.97 亿元的 2.02%。二期：不超过 210 人，总数不超过 1250 万股，约占公司目前股本总额 3.97 亿元的 3.15%。
增持股份	8.03	伟明环保	截至 2021 年 8 月 3 日，公司实际控制人项光明先生以自有资金通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计增持公司股份 595.60 万股，占公司总股本的 0.47%，本次增持计划的时间区间已届满，增持计划已实施完毕，项光明先生累计持有公司股份 1.29 亿股，占公司总股本的 10.30%。
	8.06	博世科	累计增持 198.01 万股，增持股份占截至目前公司总股本比例 0.49%。
业绩年报	8.02	苏交科	2021 年 1-6 月公司营收 19.76 亿元，同增-9.87%；净利润 1.44 亿元，同增 30.23%；扣非净利润 1.41 亿元，同增 13.68%；EPS0.1486 元/股。
	8.02	百川能源	2021 年 1-6 月公司营收 24.46 亿元，同增 9.62%；净利润 3.43 亿元，同增 3.68%；扣非净利润 3.33 亿元，同增 5.12%；EPS0.25 元/股。
	8.05	南大环境	2021 年 1-6 月公司收入 2.57 亿元，同增 20.35%；净利润 6422 万元，同增 2.79%；扣非净利 4823 万元，同增 2.86%；EPS0.70 元/股。
	8.05	嘉化能源	2021 年 1-6 月公司收入 33.68 亿元，同增 34.04%；净利润 7.13 亿元，同比增长 28.47%；扣非净利 7.10 亿元，同比增长 28.60%；EPS0.51 元/股。
	8.06	大通燃气	营业收入 7.09 亿元，同比增长 38.16%；归母净利润 1713.48 万元，同比增长 136.65%。归母扣费净利润 1634.54 万元，同比增长 128.69%。
	8.06	依米康	营业收入 5.82 亿元，同比增长 3.11%；归母净利润 2015.97 万元，同比增长 167.24%。归母扣费净利润 1835.03 万元，同比增长 146.53%。
利润分配	8.02	百川能源	经董事会决议，2021 半年度利润以分配方案实施时股权登记日的应分配股数为基数，10 派 1.8（含税），合计拟派发红利 2.45 亿元（含税），占公司本期净利润 71.36%。
	8.05	嘉化能源	按公司 2021 年半年度实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，扣除回购专户中的股份，向全体股东按每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），不送红股，也不进行资本公积转增股本。拟合计派发现金红利 3.50 亿元。
股份回购	8.03	万邦达	截至 2021 年 7 月 31 日，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份数量 6209 万股，占公司目前总股本的 7.18%，成交的最低价格 6.30 元/股，成交的最高价格 8.39 元/股，支付的总金额 4.41 亿元（不含交易费用）。
	8.03	兴源环境	根据《上市公司股权激励管理办法》、《公司 2020 年限制性股票激励计划》的有关规定，鉴于原激励对象方雷、黄玉龙因个人原因离职，不再符合公司股权激励条件，公司决定回购注销上述人员所持的已获授但尚未解除限售的限制性股票 21 万股，以 1.92 元/股的价格回购，回购资金合计人民币 40.32 万元。
	8.06	中国燃气	购回证券总数 20.72 万股，合共付出总额 HKD513.78 万元。

关联交易	8.03	兴源环境	因公司生产经营及业务拓展的需要,公司预计2021年度,公司控股子公司中艺生态向新希望地产及其控股子公司提供劳务的金额为不超过9500万元,2020年同类关联交易实际发生金额为0万元。
	8.03	兴源环境	兴源环境科技股份有限公司控股子公司浙江省疏浚工程有限公司另一股东樊昌源拟将其持有的浙江疏浚3.867%的股份转让给杭州兴源浙疏企业管理合伙企业,该合伙企业由公司、部分高管及监事、核心员工和杭州南亭创新企业管理咨询有限公司组成,该部分股份转让后,浙江疏浚将成为公司与关联人共同投资的子公司。
签订合同	8.02	开尔新材	近日,公司收到与杭州市地铁集团签订的《杭州地铁3号线一期装修搪瓷钢板及干挂系统采购合同》,合同总金额5385.15万元(含税),不含税金额约4765.62万元,占公司近一年营收10.8%。
股权激励	8.02	高能环境	公司对股票期权148.65万份完成注销,激励计划中持有尚未获准行权的首次授予股票期权的激励对象调整为161名,已授予尚未获准行权的首次股票期权数量调整为645.61万份;持有尚未获准行权的预留授予股票期权的激励对象调整为112名,已授予尚未获准行权的预留股票期权数量调整为266.40万份。
	8.03	众合科技	激励计划股票期权的授予日为2021年6月23日,授予数量为610万股,授予人数为70人,授予价格为6.22/股,占授予前上市公司总股本的比例:1.12%,有效期自股票期权授予股权登记之日起至激励对象获授的所有股票期权全部行权或注销之日止,最长不超过54个月,股票期权首次授予登记完成日期为2021年8月3日。
非公开发行股份	8.03	博世科	发行对象为广州环保投资集团有限公司,发行股份数为9916万股,不超过本次发行前公司总股本的30%,发行价格为7.68/股,不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%,募资总额不超过7.57亿元。本次募集资金扣除发行费用后全部用于偿还银行借款。本次向特定对象发行不会导致公司控制权发生变化。
停牌	8.04	洪城环境	公司拟对发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项方案作出调整,可能构成对方案的重大调整,为避免造成公告股价异常波动,维护投资者利益,公司股票于2021年8月5日开市起停牌,并停止转股,停牌时间不超过5个交易日。
新增业务	8.05	湘潭电化	公司本次新增的高纯硫酸镍生产线投入金额约1,000万元,资金来源为公司自有资金。
设立子公司	8.05	城发环境	以自有资金与郑州经开投资发展有限公司、绿发新能源科技(河南)有限公司设立河南环境能源服务中心有限公司,认缴出资800万元,占注册资本的40%。
股票交易异常波动	8.05	深圳燃气	公司股票交易于2021年8月3日起连续三个交易日内日收盘价格涨幅偏离值累计超过20%,公司股票累计涨幅33%,收购斯威克对公司目前每股收益提升约9.78%,公司股价存在高估风险。
诉讼仲裁	8.03	中创环保	截至2021年8月3日,公司连续十二个月内累计诉讼金额总计为9771万元,占公司最近一期经审计净资产(9.71亿元)的10.06%。公司及子公司作为起诉方涉及的诉讼、仲裁案件合计金额为人民币951.9万元;公司及子公司作为被起诉方涉及的诉讼、仲裁案件合计金额为人民币8819万元。

数据来源: Choice, 东吴证券研究所

5. 下周大事提醒

表 2: 下周大事提醒

日期	证券简称	事件
8/9 (周一)	艾可蓝	股东大会召开
	联泰环保	股东大会召开
8/10 (周二)	海峡环保	披露半年报
	天山铝业	披露半年报
8/11 (周三)	中持股份	披露半年报
	首华燃气	股东大会召开
	中金环境	股东大会召开
	葛洲坝	连续停牌
8/12 (周四)	首创环保	股东大会召开
8/13 (周五)	四通股份	披露半年报
	龙马环卫	披露半年报
	兴蓉环境	披露半年报
	瀚蓝环境	披露半年报
8/14 (周六)	重庆水务	披露半年报

数据来源: Choice, 东吴证券研究所

6. 风险提示

风险提示: 政策推广不及预期, 利率超预期上行, 财政支出低于预期

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

