

环保工程及服务行业周报

2021年10月17日

中央推进健全碳达峰碳中和标准，关注动力电池回收利用

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：**天奇股份，高能环境，光大环境，英科再生，百川畅银，洪城环境，瀚蓝环境，碧桂园服务，宇通重工，龙马环卫，中再资环
- **建议关注：**伟明环保，绿色动力，三峰环境，绿城服务，中国天楹，海螺创业

■ **建立健全碳达峰碳中和标准、加强关键技术领域标准研究。**中共中央、国务院正式印发《国家标准化发展纲要》，从推动标准化与科技创新互动发展、提升产业标准化水平和推动标准化改革创新等九方面提出 35 项举措，加快构建推动我国高质量发展的标准体系。根据《纲要》，到 2025 年，我国实现标准供给由政府主导向政府与市场并重转变，标准运用由产业与贸易为主向经济社会全域转变，标准化工作由国内驱动向国内国际相互促进转变。

■ **天奇股份业绩同环比高增，动力电池回收利用持续发力。**公司业绩同环比高增，主要受益于核心主业动力电池回收利用业务快速发展。报告期内，1) **产品结构优化促产能扩增。**核心公司持续优化产品结构扩增产能，锂致碳酸锂产能进一步释放销量大增；2) **新能源产业飞速发展。**受益新能源产业链发展，动力电池材料需求旺盛带动钴、锂等金属价格持续上涨增加毛利空间。

■ **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递减速度拟超海外，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。

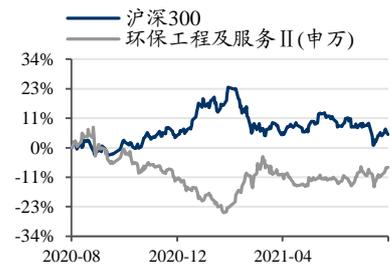
■ **碳中和投资框架及环保产业映射：从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架，碳交易提供有效制度支撑。**从环保视角来看，1) **能源替代：**前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2) **节能减排：**中端推动产业转型，关注节能管理&减排设备应用。3) **循环利用：**推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4) **环境咨询：**环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5) **碳交易：**鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。

■ **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) 动力电池再生迎长期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场，重点推荐**【天奇股份】**；5) 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】**。6) 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**【光大环境】、【瀚蓝环境】**，关注**【三峰环境】、【伟明环保】**；7) 环卫新能源长周期放量，十年替代助力碳达峰：重点推荐**【宇通重工】、【龙马环卫】**；股东背景加持、环服份额提升的物管龙头**【碧桂园服务】**。

■ **最新研究：政策点评：**供水管理办法施行水价实现市场化，水务资产回报稳定迎价值重估；**政策点评：**碳战略视角关注生态资产价值重估；**天奇股份深度：**动力电池再生迎长期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场。

■ **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：中央出台黄河流域高质量发展规划纲要，供水管理办法施行关注水务资产重估》 2021-10-10
- 2、《环保工程及服务行业周报：生态环境部开展碳监测评估试点工作，积极关注动力电池再生长期高景气赛道》 2021-09-26
- 3、《环保工程及服务行业周报：生态保护补偿制度改革意见出台，“十四五”鼓励再生塑料同极化利用》 2021-9-19

内容目录

1. 行情回顾（2021/10/11-2021/10/15）	4
1.1. 板块表现	4
1.2. 股票表现	4
2. 最新研究	5
2.1. 天奇股份业绩同环比高增，动力电池回收利用持续发力	5
2.2. 供水管理办法施行水价实现市场化，水务资产回报稳定迎价值重估	6
2.3. 把握长江发展主线，长江大保护空间广阔——易方达中证长江保护主题 ETF(517330)	8
2.4. 碳战略视角关注生态资产价值重估	9
2.5. 天奇股份深度：动力电池再生迎长周期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场	11
2.6. 光大环境深度：垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估	12
2.7. 百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大	13
2.8. 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	14
2.9. 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	15
2.10. 鉴他山之石，全国碳市场展望及减碳成本测算	16
2.11. 各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算	17
2.12. 宏观专题报告：富国基金首创水务 REIT 投资分析报告	19
2.13. 碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系	20
2.14. 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	21
2.15. 环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰	22
2.16. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估	24
2.17. 高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头	25
3. 行业新闻	26
3.1. 中共中央、国务院：建立健全碳达峰碳中和标准、加强关键技术领域标准研究、建立数据资源产权等标准规范	26
3.2. 浙江省印发强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案	26
3.3. 宁夏生态环境保护“十四五”规划出台	27
3.4. 《福建省“十四五”城乡基础设施建设专项规划》印发	27
3.5. 河北省生态环境厅出台《生态环境保护执法典型案例指导制度（试行）》	27
3.6. 宁夏公共机构节约能源资源“十四五”规划出炉	28
3.7. 安徽省生态环境厅：《安徽省“十四五”危险废物 工业固体废物污染环境防治规划》	28
3.8. 云南省开展淘汰落后和推动低端低效产能退出工作	28
3.9. 我国进入降污减碳、全面绿色转型的关键时期	28
3.10. 江苏最大水权交易备案项目完成签约	29
4. 公司公告	29
5. 下周大事提醒	33
6. 风险提示	33

图表目录

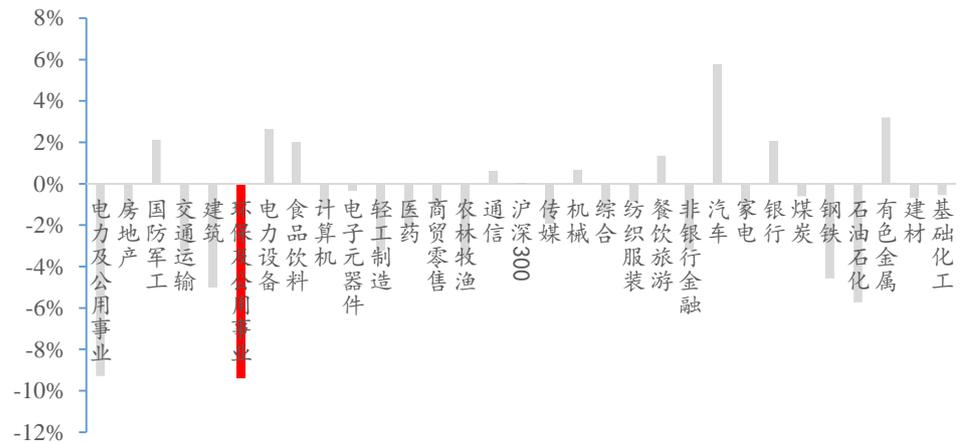
图 1: 本周各行业指数涨跌幅比较	4
图 2: 环保行业本周涨幅前十标的	4
图 3: 环保行业本周跌幅前十标的	5
表 1: 公司公告.....	29
表 2: 下周大事提醒.....	33

1. 行情回顾（2021/10/11-2021/10/15）

1.1. 板块表现

近五个交易日（2021/10/11-2021/10/15，下同）环保及公用事业指数下跌 9.37%，表现弱于大盘。本周（2021/10/11-2021/10/15，下同）上证综指下跌 0.55%，深圳成指上涨 0.01%，创业板指上涨 1.02%，沪深 300 指数上涨 0.04%，中信环保及公用事业指数下跌 9.37%。

图 1：本周各行业指数涨跌幅比较

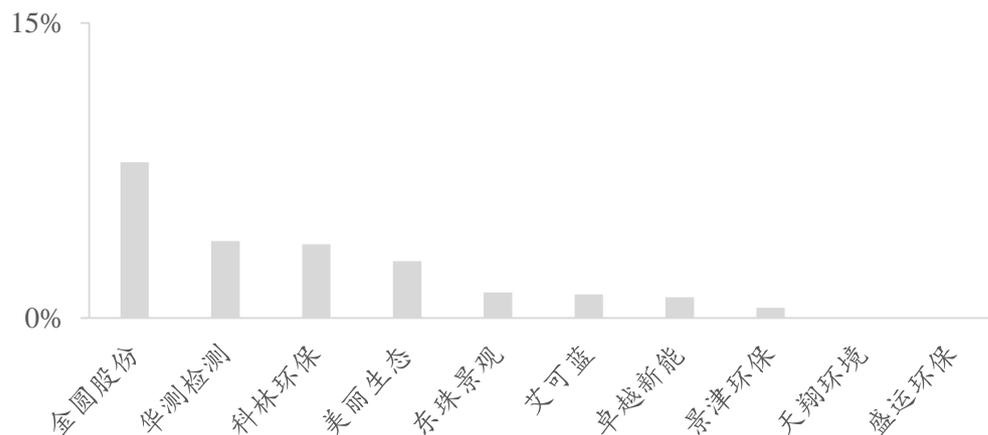


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 股票表现

近五个交易日涨幅前十标的为：本周涨幅前十标的为：金圆股份 7.93%，华测检测 3.91%，科林环保 3.75%，美丽生态 2.89%，东珠景观 1.29%，艾可蓝 1.2%，卓越新能 1.05%，景津环保 0.52%，天翔环境 0%，盛运环保 0%。

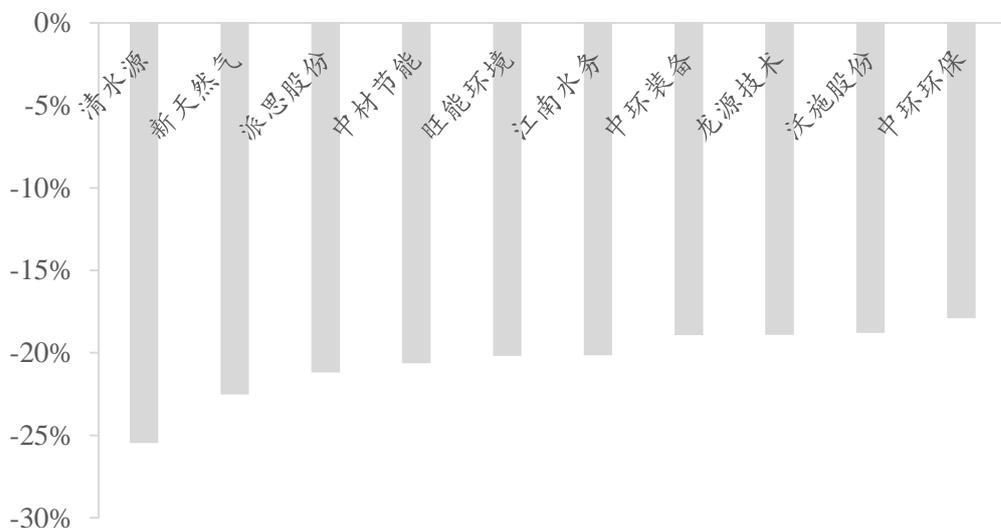
图 2：环保行业本周涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

近五个交易日跌幅前十标的为：本周跌幅前十标的为：清水源-25.48%，新天然气-22.53%，派思股份-21.19%，中材节能-20.63%，旺能环境-20.2%，江南水务-20.16%，中环装备-18.94%，龙源技术-18.91%，沃施股份-18.8%，中环环保-17.91%。

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. 天奇股份业绩同环比高增，动力电池回收利用持续发力

- **事件：**公司发布 2021 年三季报业绩预告，公司预计 2021 年前三季度实现归母净利润 1.44 至 1.49 亿元，同比增长 170.52%至 179.91%，单三季度实现归母净利润 0.66 至 0.71 亿元，同比增长 57.51%至 69.44%，环比增长 75.68%至 88.99%，超出市场预期。
- **动力电池回收利用持续发力，公司业绩同环比高增。**公司业绩同环比高增，主要受益于核心主业动力电池回收利用业务快速发展。报告期内，1) **产品结构优化，产能扩增**核心公司持续优化产品结构扩增产能，锂致碳酸锂产能进一步释放销量大增；2) **新能源产业飞速发展。**受益新能源产业链发展，动力电池材料需求旺盛带动钴、锂等金属价格持续上涨增加毛利空间。
- **公司电池回收渠道协同优势显现，战略合作一汽共同推进电池再利用。**动力电池退役高峰来临，动力电池回收利用作为电池装机后周期，有望维持长周期高景气度。按照钴、镍、锂、锰四种金属现价（2021/8/31）2021 年/2025 年/2030 年市场空间分别可达 112 亿元/258 亿元/770 亿元。其中，2020-2025 年 5 年 CAGR 为 22%，2020-2030 年 10 年 CAGR 为 23%。
- **汽车后市场龙头，五年五十亿宏图展开。**公司公告 2021-2024 年投资规划，用于电池回收再生扩产、技改与产业链深化。其中 1) **扩产技改项目**预计投资不超过 4.4 亿元，金泰阁废旧电池处理量从 2 万吨/年提升至 5 万吨/年，产能弹性 150%，预计 2022 年投产；2) **三元前驱体项目**预计投资 50 亿元，建成 3 万吨/年三元前驱体产能和 1.2 万吨/年碳酸锂产能，预计一期 2023Q4 投产，二期 2024Q4 投产，业务拓展至“**电池回收—元素提取—材料制造**”。
- **风险提示：**新能源汽车销售不及预期、项目进度不及预期、竞争加剧

2.2. 供水管理办法施行水价实现市场化，水务资产回报稳定迎价值重估

投资要点

- **事件：**近日，《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》经国家发改委和住建部签审公布，自 2021 年 10 月 1 日起施行。
- **新办法施行水价实现市场化，水务资产回报稳定价值重估。**新版管理办法中，企业端供水价格由**准许收入与核定供水量**计算得出，其中**准许收入**考虑**准许成本、准许收益和税金**，**核定供水量**则考虑**自用水率和漏损率**。新办法下，1) **从收益角度：**水务资产

明确市场化回报，三年调价周期明确回报确定性增强。2) **从成本角度**：成本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益。水务资产有望迎价值重估。

- **准许收益**：明确市场化回报，三年调价周期回报确定性增强。准许收益绑定市场利率，供水价格更加市场化。供水企业准许净资产收益率为**权益资产收益率*(1-资产负债率)+债务资本收益*资产负债率**，其中**权益资产收益率**不高于 10 年期国债+400bp，**债务资本收益率**按 LPR 确定。新管理办法下权益资本收益率对应无风险利率和 400bp 上浮，增强水务资产回报吸引力。债务资本受益率对应 LPR，随行就市回报合理。首次明确城镇供水价格监管周期原则上为 3 年，明确调价预期收入确定性增强。
- **准许成本**：本监审更具操作性，优秀运营能力有望获超额收益。成本监管办法细化标准操作性增强。准确成本项包括**固定资产折旧费、无形资产摊销和运行维护费**。核定供水量考虑自用水率和漏损率。企业运营效率高于成本核定标准，如**较低的运营维护费和较低的漏损率**，优质运营企业有望获得超额收益。
- **5年内未调价区域超 1/3，水价有望提升供水公司受益明显**。梳理省会城市、自治区首府、直辖市水价情况可以发现，**5年内调价为主要趋势，占比 64.5%**。考虑长期未调价地区近期迎来调价可能性加大，以城市代表对应省级行政区，我们认为近 10 年未调价的**天津、哈尔滨（黑龙江）、北京和兰州（甘肃）**可能为未来调价地域，其次考虑 5 年内未调过价的**杭州（浙江）、济南（山东）、西安（陕西）、南宁（广西）、广州（广东）、西宁（青海）和重庆**的可能性较大。地区水价上涨将同时带动供水公司营业收入和利润率的显著提升，受益明显。以**洪城环境及南昌**为例，复盘南昌市 2009 年、2014 年、2018 年的三次自来水提价，水价的提升均带动公司供水业务营业收入与毛利双升，毛利率也随调价周期上行，盈利能力持续提升。
- **投资建议**：碳中和战略目标下，强调市场化机制和资本回报的稳定性，绿色产业价值凸显。水务细分赛道下，新供水价格管理办法施行，水价实现市场化，三年价格监管周期明确价格调整预期，回报市场化同时确定性增强，我们积极关注水务板块，关注水务资产价值重估，重点推荐：**洪城环境**（高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估），建议关注：**中国水务、北控水务集团、首创环保、重庆水务、兴蓉环境**。建议关注水务技术方案提供：**金科环境**。
- **风险提示**：政策推广不及预期，融资环境改善不及预期，财政支出不及预期

2.3. 把握长江发展主线，长江大保护空间广阔——易方达中证长江保护主题ETF(517330)

投资要点

- **把握长江流域发展主线，长江大保护空间广阔。**长江经济带覆盖上海、江苏、浙江等11省市，人口经济总量均超全国40%，地位异常重要。中央要求把长江生态环境摆在压倒性位置，**共抓大保护，不搞大开发**。国家政策与财政支持加码，现已形成央企引领的长江大保护新模式。长江流域发展主线下，**长江流域环保产业、长江流域基础设施配套、长江流域产业结构调整升级**均有望迎来发展新阶段。
- **长江大保护蓝图展开，环保行业迎发展新机遇。****A) 水环境：长江大保护根本，厂网一体化治理模式升级。**其中，**1) 水务工程与运营：水环境治理核心，提标扩容带动投资建设需求与运营市场扩容。**我们预计长江经济带污水处理投资市场空间约为6491亿元，污水处理运营市场空间约为216亿元/年。**2) 管网：配套管网为水环境治理关键。**三峡集团引领长江大保护提出关键在管网，配套管网需求体现在新建污水处理厂的配套建设及老旧管网的修复提质，我们预计长江经济带新建、修复管网投资市场空间约为477亿元。**B) 固废：固废为流域治理必要环节。**长江大保护从“厂网一体”到“厂网河（湖）岸一体”，是以流域为单位的系统综合治理，固废为流域必要环节。**1) 垃圾焚烧：行业刚性扩容，项目减碳效应明显。**焚烧占比&垃圾产量双升，我们预计垃圾焚烧行业2019-2025年CAGR达11%。减碳效应明显，开发CCER贡献12%利润弹性，降低补贴依赖。我们预计长江经济带2020-2025年累计垃圾焚烧投资市场空间约为722亿元，2025年垃圾焚烧运营市场空间约为306亿元/年。**2) 危废：处置需求大格局分散，ToB赛道盈利模式佳。**危废真实需求大，市场集中低。ToB赛道市场化程度高，头部企业整合市场可期。我们预计2025年长江经济带危废处置运营市场规模约为1529亿元/年。**3) 环卫：大行业小公司轻资产，市场化率提升迎成长红利。**市场化率加速提升带来项目主体从G端向B端转移的成长红利，机械化率提升提高环卫服务壁垒，释放装备需求。我们预计2025年长江经济带传统环卫运营市场规模约为1535亿元/年。**C) 环境监测：护航长江大保护。**长江大保护助力催化全国监测需求。综合测算地表水自动监测站与水质监测网格化，我们预计全国水质监测新建市场空间为261亿元，水质监测运营市场空间为110亿元/年。
- **从治污到碳中和，关注环保付费方式、业务模式、技术驱动三大变化。**碳达峰碳中和

赋予环保行业新内涵，碳减排为“十四五”主旋律，政策强而有效再迎峥嵘，回顾“十三五”环保存在三大因素压制板块表现，1) 依靠加杠杆驱动的工程业务的不确定性以及加杠杆模式破裂之后对成长的压制；2) 行业 To G 属性对于财政支付能力的依赖；3) 行业初期较为粗放的发展模式。随着 1) **付费模式**：加速转变 C 端/B 端收费，解决付费痛点；2) **业务模式**：运营占比提升，优质现金流&稳定发展；3) **技术驱动**：技术权重增加，技术壁垒提升。环保行业迎高质量发展。

- **中证长江保护主题指数投资价值：环保主题属性，践行 ESG 投资。**指数从沪港深三地市场中选取 100 只致力于长江流域生态环境保护相关的上市公司证券作为样本，反映长江保护主题上市公司证券的整体表现。指数具备长期投资优势。集中布局长江保护相关行业，估值水平低位，盈利稳定。前 10 权重股多为环保类龙头企业。相较其他行业指数风险收益比更佳，成分股 ESG 评级更优。
- **易方达中证长江保护主题 ETF 正在发行。**易方达中证长江保护主题 ETF 于 2021 年 9 月 22 日至 11 月 22 日正式发行，基金代码 517330，认购代码 517333。基金跟踪中证长江保护主题指数（931554）；拟任基金经理刘树荣先生，截至 2021 年 9 月 30 日，刘树荣先生在管基金 15 只，在管规模达 370.40 亿元。
- **风险提示：**1) 政策推广不及预期；2) 融资环境改善不及预期；3) 财政支出不及预期

2.4. 碳战略视角关注生态资产价值重估

- **核心观点：碳生态战略目标下，环保行业内涵丰富受益明显。**1) 碳目标带来政策预期明确，强调市场化机制，投资回报可预测性大幅改善，行业不确定性显著减少，估值提升。2) 从现金流角度：环保行业工程业务转入运营期，现金流持续转好，享运营红利；3) 从成长与估值角度：部分细分赛道成长性突出，优质公司维持高增，受整体板块估值的影响，估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值，资产价值凸显。
- **碳战略目标下政策预期明确，回报预期稳定估值提升。**碳中和是追求高质量可持续发展的必由之路，我国多次宣示“3060”碳达峰碳中和目标彰显决心。生态环保产业契合碳中和战略背景，多维度受益。碳背景下，绿色产业价值持续体现，政策预期明确，双碳+绿电+生态补偿相关政策不断出炉，政策兑现强化市场机制和资产回报稳定性。国务院办公厅印发《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》，强调多元化补偿制度、

强化市场机制。《绿电交易试点工作方案》开启，绿色电力价值体现，清洁能源收入端有望走向市场化。《2021年生物质发电项目建设工作方案》印发，国补退坡&竞价政策落实，不确定因素显著减少，垃圾焚烧商业模式理顺在即，现金流改善。

■ **现金流角度：现金流持续转好享运营红利。**随着在建项目的逐步转入运营期，运营类业务占比逐步提升。部分公司主动由工程类业务向运营类业务转型，业绩确定性增强，现金流转好，进入项目运营红利期。从垃圾焚烧角度切入，头部公司光大环境、瀚蓝环境现金流持续改善。1) 2021年上半年瀚蓝环境经营性净现金流达10.74亿元，同比大增94.5%，2) 光大环境港股上市，根据会计准则将BOT投资确认为合约资产，列入经营性现金流流出，导致表观经营性净现金流为负值。我们用表观经营性现金流净额扣除合约资产观察变化趋势，可以发现2015-2020年公司扣除当期合约资产增加值的经营性净额持续改善。我们认为未来随项目逐渐投产以及垃圾焚烧行业商业模式转好，龙头公司真实经营性现金流有望进一步向上，迎来自由现金流转正拐点。

■ **成长与估值角度：高成长对应低估值价值显现。**环保部分细分赛道成长性突出，赛道内优质公司有望维持高增，受整体板块估值的影响，估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值，板块与公司价值凸显。

■ **投资建议：碳战略背景下，环保行业内涵进一步丰富，受益明显。**政策指引下，投资回报预期稳定，项目逐步进入运营期现金流逐年好转，高成长性逐步兑现，估值处于底部，投资价值凸显。重点推荐：

【清洁能源】光大环境（垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估）、百川畅银（垃圾填埋气发电龙头份额20%，碳减排利润弹性大）、瀚蓝环境（优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期），建议关注伟明环保、绿色动力、三峰环境。

【资源化】高能环境（危废资源化优质ToB赛道，复制雨虹优势再造资源化龙头）、天奇股份（动力电池再生迎长周期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场）、英科再生（再生塑料稀缺龙头，全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海）

【水务】洪城环境（高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估）

【环卫电动化】宇通重工（两大预期差，宇通份额提升盈利领先验证优势）

■ **风险提示：**政策推广不及预期，融资环境改善不及预期，财政支出不及预期，行业竞争加剧

2.5. 天奇股份深度：动力电池再生迎长周期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场

■ 投资要点

- **动力电池退役高峰来临，电池回收迎长周期高景气。电池行业有望持续维持高景气度。**
 - 1) **全球电动化势不可挡**，新能源车销量维持高增；2) **储能贡献装机新增量**，锂电池装机占电化学装机近 90%。**政策就位&经济性突出，电池回收再生蓄势待发。**1) 电池回收利用全生命周期框架初步建立，政策趋严护航行业发展。2021 年政府工作报告再次明确加快建设动力电池回收利用体系；2) 三元电池金属价值量高，再生回收经济性明显。按照三元电池通常 5 年服役年限，**首波退役高潮即将到来。**
- **伴随行业景气度上行，市场空间 10 年 7 倍。**我们对三元电池（动力三元、消费电子三元）再生回收市场空间进行测算，考虑金属价格影响，1) **2019 年金属价格中位数假设下**，2021 年/2025 年/2030 年市场空间分别可达 **84 亿元/195 亿元/582 亿元**；2) **2020 年金属价格中位数假设下**，2021 年/2025 年/2030 年市场空间分别可达 **79 亿元/183 亿元/550 亿元**；3) **现价（2021/8/31）假设下**，2021 年/2025 年/2030 年市场空间分别可达 **112 亿元/258 亿元/770 亿元**。其中，2020-2025 年 5 年 CAGR 为 22%，2020-2030 年 10 年 CAGR 为 23%。
- **多方入场产能扩张，回收端或为核心竞争点。**主要参与者包括**金泰阁&锂致实业（天奇股份）、邦普集团（宁德时代）、华友钴业、光华科技、格林美等**。公司现有废旧电池处理量 **2 万吨/年**，预计 2023 年扩产至 **5 万吨/年**，规模行业领先。考虑**制造端**技术路线和产品较为同质（前驱体材料、前驱体），**销售端**需求旺盛，我们预计**回收端或成竞争关键**。公司深耕汽车后市场，**渠道协同明显，优势显现。**
- **汽车后市场龙头，五年五十亿宏图展开。**公司公告 2021-2024 年投资规划，用于电池回收再生扩产、技改与产业链深化。其中 1) **扩产技改项目**预计投资不超过 **4.4 亿元**，金泰阁废旧电池处理量从 **2 万吨/年**提升至 **5 万吨/年**，产能弹性 **150%**，预计 **2022 年**投产；2) **三元前驱体项目**预计投资 **50 亿元**，建成 **3 万吨/年三元前驱体**产能和 **1.2 万吨/年碳酸锂**产能，预计一期 **2023Q4** 投产，二期 **2024Q4** 投产，业务拓展至“**电池回收—元素提取—材料制造**”。
- **深耕汽车产业链，拓展电池回收迎高增。**公司拥有**智能装备、循环装备、重工装备、**

汽车后市场四大板块业务。2021H1 公司实现营业收入/归母净利润 18.51 亿元/0.78 亿元，同增 18%/587%，汽车后市场（汽车拆解、汽车零部件再制造、电池回收再生等）核心板块高增带动公司业绩快速增长。2021 年 7 月公司发布股权激励绑定核心员工，业绩考核目标 2021-2024 年净利润不低于 1.3 /2.3/3.3/4.5 亿元，2021 年业绩增速达 113%，2020-2024 年 CAGR 达 64.8%。高目标彰显管理层信心。

- **盈利预测与投资评级：** 电池回收利用行业高景气度即将到来，公司积极布局，产能扩张产业链深化。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 1.56/2.36/3.50 亿元，2021-2023 年 EPS 为 0.42/0.64/0.94 元/股，当前对应 PE 为 38x/25x/17x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 新能源车辆销售不及预期、项目进度不及预期、竞争加剧

2.6. 光大环境深度：垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估

投资要点

- **全球垃圾焚烧龙头，打造全方位环境综合治理服务商。** 公司作为央企深耕环保产业 20 余年，现已形成光大环境、光大绿色环保、光大水务三大上市平台，业务涵盖环保能源、绿色环保、环保水务、装备制造、生态治理、光大照明、环境规划及绿色科创等八大板块，是我国最大的环保企业和全球最大的垃圾发电投资运营商，累计总投资超 1460 亿元，2011-2020 年营收复合增速 31%，现金流持续改善。
- **垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式理顺&现金流改善&减碳价值增量。** 据相关政策及统计数据，我们认为 1) 行业刚性扩容十四五复合增速 11%，2019 年垃圾焚烧 CR10 60%，格局趋稳。2) 国补新政落地明确新老划断及低价优先，退坡影响有限，垃圾处理费上涨可轻松弥补，顺价至 C 端人均支付难度较低，助力理顺生产者付费模式，且存量补贴有望加速发放改善现金流；3) 行业资本开支下降，2020 年新增垃圾焚烧项目资本开支同比减少 30%，自由现金流改善在即。4) 垃圾焚烧减碳效应显著，CCER 贡献 12% 利润弹性，有望增厚业绩且降低补贴依赖度。
- **资源&资金优势助力先发布局，规模&运营效率&风险收益比全面领先。** 公司作为垃圾焚烧龙头实现大规模高盈利，得益于 1) 央企背景政企资源协同，先发布局发达区域奠定高盈利基础；2) 多元化低成本融资支撑项目快速扩张，2021/04 光大绿色环保发行 5.89 亿元的国补 ABN。我们从在手规模、运营效率及风险收益比三大指标解读公司精细化管理运营优势，1) 2021H1 在手垃圾焚烧规模 14.47 万吨/日居全球首位，环保能源已建、在建、筹建垃圾焚烧规模分别为 10.01、2.72、0.71 万吨/日。2) 2021H1 吨发 466 度居上市公司首位，且吨上网自 2015 年 272 度升至 2021H1

333 度，逐年稳步上升，高吨发可有效抵消退坡部分，新项目具备成本竞争优势。

3) 风险收益比最高，存量项目有望率先调价。按在建筹建已建比，公司风险收益比领先行业，政策风险控制良好且公司部分存量项目即将到期，有望率先进行处理费调价引领行业。

- **环保版图全面布局多点开花，协同效应明显步入高质量运营期。**1) **绿色环保：**危废处置产能储备丰富贡献新增长，生物质能&垃圾焚烧协同效应显著提升盈利能力；2) **光大水务：**区域布局陆续扩张，水务工程落地及水价上涨启动促水务板块稳健增长。公司致力于产业链横纵拓展打造环境综合治理商，项目建设高峰期将过，高质量运营时代已经到来。
- **盈利预测与投资评级：**固废&水务行业刚性增长，公司有望以较强的**综合运营管理、资金、资源优势实现强者恒强稳固龙头地位。**随着在手项目的陆续投运，公司建设收入趋势放缓，运营收入占比提升带来盈利能力持续增强，**自由现金流将显著转好，有望迎来估值的强力修复。**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 78.02/79.05/81.14 亿港元，同比 29.7%/1.3%/2.6%，EPS 分别为 1.27/1.29/1.32 港元，对应 5/5/4 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期，政策风险，财务风险，行业竞争加剧

2.7. 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

2.8. 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

2.9. 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REITs21-22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，经济高速增长&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

2.10. 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：【宇通重工】、【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】、【中再资环】；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

2.11. 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: 【宇通重工】、【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

2.12. 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市场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。

2.13. 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 (EIIIP) 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】、【宇通重工】、【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

2.14. 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 年基础物业合同管理面积 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

2.15. 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, 龙头地位复制环卫订单市场第一;**宇通重工:** 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

2.16. 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:** 碳交易一迎全国化&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】、【宇通重工】、【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

2.17. 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，竞争加剧。

3. 行业新闻

3.1. 中共中央、国务院：建立健全碳达峰碳中和标准、加强关键技术领域标准研究、建立数据资源产权等标准规范

中共中央、国务院正式印发《国家标准化发展纲要》，从推动标准化与科技创新互动发展、提升产业标准化水平和推动标准化改革创新等九方面提出 35 项举措，加快构建推动我国高质量发展的标准体系。根据《纲要》，到 2025 年，我国实现标准供给由政府主导由政府与市场并重转变，标准运用由产业与贸易为主向经济社会全域转变，标准化工作由国内驱动向国内国际相互促进转变，标准化发展由数量规模型向质量效益型转变。

数据来源：https://www.mee.gov.cn/zcwj/zyygwj/202110/t20211009_955779.shtml

3.2. 浙江省印发强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案

浙江省人民政府办公厅发布《浙江省强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》，到 2022 年底，初步建成多跨协同、智能闭环的危险废物治理体制机制，有效遏制涉危险废物环境违法行为；基本形成全面覆盖、能力充足、适度竞争的危险废物收集和利用处置体系，工业危险废物、医疗废物无害化处置率均达到 100%。

数据来源:

https://www.mee.gov.cn/xxgk/xxgk06/202109/t20210929_954969.html

3.3. 宁夏生态环境保护“十四五”规划出台

宁夏回族自治区人民政府办公厅近日印发《宁夏回族自治区生态环境保护“十四五”规划》(以下简称《规划》),提出持续改善全区生态环境质量,协同推进经济高质量发展和生态环境高水平保护,加快建设黄河流域生态保护和高质量发展先行区。《规划》明确了环境综合治理、应对气候变化、生态保护、环境风险防范等四大类 22 项指标任务,其中约束性指标 12 项,国考断面数量由“十三五”时期的 15 个增至 20 个,更加突出对生态环境质量的硬约束,呵护天蓝、地绿、水清的良好环境。

数据来源: <http://www.forestry.gov.cn/main/3957/20211009/103541971259993.html>

3.4. 《福建省“十四五”城乡基础设施建设专项规划》印发

《福建省“十四五”城乡基础设施建设专项规划》印发实施,明确将围绕“两极两带三轴六湾区”空间开发战略格局,构建支撑福州都市圈、厦漳泉都市圈辐射带动周边地区协同发展的城乡基础设施体系。规划指出重点建设 36 座污水处理厂,新增污水处理能力 150 万吨/日以上,完成 9616 个行政村农村生活污水提升治理,投资 344 亿元;新增 100 万平方米滞洪面积,重点建设 22 项排水防涝项目,投资 82 亿元;

数据来源: <https://gas.in-en.com/html/gas-3646884.shtml>

3.5. 河北省生态环境厅出台《生态环境保护执法典型案例指导制度(试行)》

为规范全省各级生态环境部门的行政执法行为,加强对生态环境保护执法工作的监督指导,促进生态环境保护行政执法公正、公平、公开,规范生态环境保护行政执法行为,提升办案能力,河北省生态环境厅印发了《河北省生态环境保护执法典型案例指导制度(试行)》。《制度》明确了生态环境执法典型案例编选范围,重点从执法办案机制具有突破性、公正执法具有普遍指导性、具有较大社会影响性等六个方面进行编选。

数据来源:

https://wap.miit.gov.cn/jgsj/jns/gzdt/art/2021/art_ebe6a3070e4f41af98e19a3b00a8bc4f.html

3.6. 宁夏公共机构节约能源资源“十四五”规划出炉

9月27日，宁夏回族自治区公共机构节约能源资源“十四五”规划》已于日前出炉。根据《规划》，自治区将实施公共机构能源资源消费、碳排放总量强度双控：到2025年，全区公共机构能源消费总量控制在90万吨标准煤以内，用水总量控制在4024万立方米以内，二氧化碳排放总量控制在248万吨以内。

数据来源：http://www.nxpldj.gov.cn/djyw/202109/t20210929_445569.html

3.7. 安徽省生态环境厅：《安徽省“十四五”危险废物 工业固体废物污染环境防治规划》

《规划》明确了“十四五”期间，安徽省省危险废物、工业固体废物环境管理十大重点任务为：一是完善政策法规标准体系，二是推动“无废城市”创建，三是推动源头减量与资源化利用，四是提升环境监管能力和水平，五是健全危险废物收集转运体系，六是统筹设施建设持续优化结构，七是完善医疗废物收集转运处置体系，八是加强危险废物管理技术支撑，九是推动资源综合利用基地建设，十是防范化解环境风险。《规划》还提出相应保障措施，要求各市结合本地实际编制规划或实施方案，推动《规划》落实。

数据来源：<https://sthjt.ah.gov.cn/hbzx/gzdt/stdt/120593061.html>

3.8. 云南省开展淘汰落后和推动低端低效产能退出工作

云南省工业和信息化厅发布《关于向社会公开征求〈云南省淘汰落后和推动低端低效产能退出工作实施意见〉称：为贯彻落实相关要求，云南省将围绕钢铁（炼钢、炼铁、铁合金）、建材（水泥熟料、平板玻璃、粉磨站、石灰窑）、石化化工（焦炭、电石、黄磷、烧碱）、有色金属（电解铝、铜铅锌锡冶炼）等六大高耗能行业，出清技术方面落后产能，依法依规关停退出能耗、环保、质量、安全不达标和生产不合格产品的落后产能，分行业有序退出“限制类”产能。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20211015/1181684.shtml>

3.9. 我国进入降污减碳、全面绿色转型的关键时期

习近平总书记在中央全面深化改革委员会第二十一次会议上指出，“十四五”时期，我国生态文明建设进入以降碳为重点战略方向、推动减污降碳协同增效、促进经济社会发展全面绿色转型、实现生态环境质量改善由量变到质变的关键时期，要从生态系统整体性出发，更加注重综合治理、系统治理、源头治理，加快构建减污降碳一体谋划、一体部署、一体推进、一体考核的制度机制。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20211014/1181582.shtml>

3.10. 江苏最大水权交易备案项目完成签约

江苏省最大水权交易备案项目——300 万立方米/年的水权转让协议顺利签约，镇江新区的国内两家头部企业金东纸业和奇美化工正式联姻，金东纸业（江苏）股份有限公司将节水技改富余的 300 万立方米取水指标，通过水权交易方式有偿转让给“邻居”镇江奇美化工有限公司。签约仪式的完成意味着企业和地方协同，构建统筹节水、改善水生态的命运共同体，开始书写新的篇章。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20211014/1181627.shtml>

4. 公司公告

表 1：公司公告

类型	日期	公司	事件
项目中标	10.11	北控城市资源	公司中标茂名市电白区中心环境服务（中国）城区第二期环卫服务外包市场化项目水东街道标段。合约总值 9804 万元，年收入 3268 万元，合约期 3 年。
	10.12	侨银股份	公司入选为蓬江区城乡环卫一体化特许经营项目社会资本方招标的第一中标候选人。总金额根据项目调价机制，每三年调增的情况下，合同金额将不超过 61 亿。项目初期投资约 8800 万，合作年限 25 年。
		岭南股份	公司和公司子公司岭南设计集团有限公司（联合体成员单位）等单位组成的联合体为深圳市龙华区地铁 6 号线（腾龙路和布龙路段）绿化恢复工程勘察、设计、施工项目总承包（EPC）项目的预中标单位，中标金额约 2.28 亿元。项目总工期不超过 760 天。
	10.13	侨银股份	公司收到茂名市电白区中心城区第二期环卫服务外包市场化项目-电海街道标段的《成交通知书》，成交金额为 30,528,406.81 元，服务期为三年，合同一年一签。
股权处置	10.14	碧水源	公司原持有中关村科技租赁股份有限公司 6,010 万股，占总股本 4.51%，公司已完成对持有的全部股份的减持。
提供担保	10.11	京蓝科技	京蓝科技持有京蓝沐禾大股东京蓝生态科技有限公司 100% 股权，京蓝科技对京蓝沐禾具有控制权。现京蓝科技存续的 1,000 万元贷款已到期，拟办理展期，京蓝沐禾拟以自有资产作抵押为京蓝科技提供抵押担保。最终担保期限、担保方式等具体事项以各方协商约定为准。
	10.12	京蓝科技	公司为焦作润华向郑州银行明理路支行申请不超过人民币 1 亿元、期限 1 年的流动资金贷款提供担保。在该笔担保额度内，目前焦作润华在郑州银行明理路支行实际贷款余额为 7,000 万元，现其中 3,000 万元已到期，焦作润华拟办理展期，展期时间预计为两个月。京蓝科技拟继续为其提供担保，焦作润华为公司提供反担保。

	10.15	亿利洁能	公司持有亿鼎生态 60%股权，淄博矿业持有亿鼎生态 40%股权，亿鼎生态向工行杭锦支行办理不超过 67894 万元的续授信业务，除公司为本次续授信提供全额连带责任保证担保外，淄博矿业按照持股比例为亿鼎生态本次续授信业务提供连带责任保证担保。
		渤海股份	公司全资子公司滨海水业对其控股子公司安达供水提供担保，安达供水由于业务发展需要，与中国农业发展银行天津市滨海分行签订《固定资产借款合同》，融资 8500 万元，期限 132 个月，滨海水业按其所持安达供水的股权比例为上述融资提供连带责任保证。
收购	10.14	华测检测	公司以现金方式收购易马集团持有的德国易马公司 90%的股权，交易金额为 1,884.9 万欧元
权益分派	10.11	雪迪龙	公司本次实际现金分红总金额 9300 万元，按股权登记日的总股本折算每股现金红利 0.1476 元/股。
可转债	10.11	雪迪龙	“迪龙转债”的转股价格由原来的 8.71 元/股调整为 8.56 元/股。
股权激励	10.13	日出东方	公司向高管及核心技术 / 业务人员共 497 人定向发行本公司人民币 A 股普通股股票 2290 万股，授予价格 2.22 元/股，设定三个为期一年的限售期，解除限售比例分别为 30%/30%/40%。
股份质押与解除质押	10.11	金圆股份	控股股东金圆控股集团有限公司本次解除质押股份数量 1109 万股，占其所持 4.78%，占公司 1.55%，质押起始日期 2020/10/15，解除质押日期 2021/9/30，质权人为杭州银行股份有限公司官巷口支行。
	10.12	金圆股份	公司股东金圆控股本次质押股份 838 万股，占其所持股份比例 3.61%，占公司总股本 1.17%。
	10.13	依米康	公司控股股东、实际控制人孙屹峥先生将其持有的公司部分股份质押给成都中小企业融资担保有限责任公司为桑瑞思医疗科技有限公司融资提供质押担保，本次质押数量 400 万股，占其所持股份比例 6.77%，占公司总股本比例 0.91%。
	10.15	润邦股份	公司控股股东威望企业质押公司股份 5502 万股，占其所持股份比例 18.82%，占公司总股本 5.84%。
股份回购	10.15	中国燃气	公司于 10 月 15 日回购公司股份 39.36 万股，约占公司总股本 0.0071%。
股东减持	10.11	大千生态	公司持股 5%以上股东远东控股集团有限公司减持计划期限届满，远东控股自披露股份减持计划至今未减持公司股份。
	10.13	景津环保	公司董事、财务总监李东强计划从 6 月 13 日起 15 个交易日后的 6 个月内减持其所持有的不超过 153,825 股公司股份，占公司总股本的 0.0373%；截至本公告披露日，李东强先生通过集中竞价方式减持公司 4.18 万股，占公司总股本的 0.0101%，减持计划尚未实施完毕。
投资	10.12	远达环保	公司控股股东国家电投集团拟成立国家电投集团零碳中和有限责任公司，统筹系统内外部资源，统一开展碳资产管理、碳金融服务、低碳技术孵化应用、低碳政策研究咨询及电碳市场协调等业务，提升其碳资产和服务价值，打造其碳资产管理与低碳服务的平台与窗口。公司在 2009 年已布局碳业务市场，依托重庆合川电厂建成了万吨级二氧化碳捕集实验装置，与零碳中和成立主旨相契合。公司拟作为发起人之一，出资 3000 万元，参股投资零碳中和 10%股权。
	10.15	洪城环境	公司拟以发行股份及支付现金的方式购买水业集团持有的鼎元生态 100%股权，经交易双方协商确定，鼎元生态 100%股权的交易作价为 9.44 亿元，本次发行股份的股票发行价格为 6.66 元/股，公司以向交易

			对方发行股份 8647.16 万股购买其持有的鼎元生态 61%股权, 向交易对方支付现金 3.68 元购买其持有的鼎元生态 39%股权。
向特定对象发行	10.13	博世科	本次发行的股票由公司控股股东广州环投集团全部以现金认购, 发行价格为人民币 7.63 元/股, 募集资金净额为人民币 7.50 亿元。
设立全资子公司	10.11	沃顿科技	沃顿科技股份有限公司以自有资金出资 1000 万元人民币设立了全资子公司贵阳汇通沃顿科技有限公司。
减资	10.12	理工环科	公司决定注销部分已回购股份 1216 万股, 公司总股本由 3.97 亿股减至 3.84 亿股。
发行可转债	10.13	中环环保	公司收到茂名市电白区中心城区第二期环卫服务外包市场化项目-电海街道标段的《成交通知书》, 成交金额为 30,528,406.81 元, 服务期为三年, 合同一年一签。
三季报	10.11	浙江嘉化	浙江嘉化能源化工股份有限公司预计 2021 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润在人民币 11.8 亿元至 12.4 亿元之间, 与上年同期相比, 将增加 3.3 亿元至 3.9 亿元, 同比增加 38.64%至 45.69%。
	10.12	华测检测	业绩预告期 (2021 年 1 月 1 日至 2021 年 9 月 30 日) 内, 预计归属于上市公司股东的净利润 5.45-5.6 亿元, 同比增长 37-41%, 其中预计 2021 年第三季度归属于上市公司股东的净利润 2.44-2.59 亿元, 同比增长 18-26%。
		远达环保	预计公司 2021 年三季度净利润 9,028 万元左右, 与上年同期相比增加 3,317 万元左右, 同比上升 58.08%左右。预计公司 2021 年三季度归属于上市公司股东的净利润 8,035 万元左右, 与上年同期相比增加 2,310 万元左右, 同比上升 40.35%左右。预计公司 2021 年三季度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约 6,221 万元左右, 与上年同期相比增加 967 万元左右, 同比上升 18.41%左右。
		沃顿科技	业绩预告期内, 预计归母净利润 1.03 亿元, 同增 60.99%, 基本每股收益盈利 0.24 元/股。其中预计 2021 年第三季度归属于上市公司股东的净利润 4346 万元, 同比增长 19.65%, 基本每股收益盈利 0.1 元/股。
	10.13	中国海诚	2021 年 1-9 月份, 公司净利润 1.05 亿元 - 1.25 亿元, 同增 486%~598%, 每股收益 0.25 元 / 股~0.30 元 / 股。
	10.14	城发环境	公司前三季度预计归母净利润 73,000 万元—83,000 万元, 同增 145.69% — 179.34%, 单三季度归母净利润 27,000 万元— 36,000 万元, 同增 1.27% — 35.03%
		格林美	公司前三季度预计归母净利润 6.83 亿元— 7.48 亿元, 比上年同期增长 110% — 130%, 单三季度归母净利润 1.46 亿元— 2.15 亿元, 比上年同期增长 31.15% — 89.52%
		蓝焰控股	公司前三季度预计归母 22,950 万元 -23,050 万元, 同增 0.15%-0.58%, 单三季度归母 6,021 万元-6,121 万元, 同增 172.57%-177.10%
		碧水源	公司原持有中关村科技租赁股份有限公司 6,010 万股, 占总股本 4.51%, 公司已完成对持有的全部股份的减持。
		三峰环境	公司前三季度预计归母净利润 108,000 万元-115,057 万元, 同增 76.02%-87.52%, 扣非归母 107,000 万元-113,979 万元, 同增 78.78%-90.44%。
		宝馨科技	公司前三季度预计归母净利润 500-700 万元, 同比亏损 4682 万元, 单三季度 2,413 万元 -2,663 万元, 同比亏损 2,642.92 万元。同比亏损原因是公司新厂房落成搬迁

		京蓝科技	公司前三季度预计归母净利润 -30,000 万元 - -42,000 万元，同比亏损 4.37 亿元，单三季度归母净利润-8,006 万元 - -20,006 万元，同比亏损 1.43 亿元。
		众合科技	公司前三季度预计归母净利润 10,125 万元 - 12,252 万元，比上年同期增长 7,233% - 8,774%，单三季度归母净利润 3,431 万元 - 5,558 万元，比上年同期下降 30% - 57%。下降原因是 2020 年同期有承诺业绩补偿利得。
		大通燃气	公司前三季度预计归母净利润 3,700 万元 - 4,200 万元，比上年同期增长 87% - 112%，单三季度归母净利润 1,986 万元 - 2,486 万元，比上年同期增长 58.73% - 98.68%。
		ST 云投	公司前三季度预计归母净利润 598 万元 - 622 万元，单三季度归母净利润 4 万元 - 72 万元。
		隆华科技	公司前三季度营收 15.23 亿元，同比增长 22.3%；归母净利润 2.03 亿元，同比增长 17.11%，单三季度营收 5.74 亿元，同比增长 23.81%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 33.62%
		ST 星源	公司前三季度预计归母净利润 18,500 万元 - 21,000 万元，比上年同期增长 770.91% ~ 861.58%
		启迪环境	公司前三季度预计归母净利润-400,000 万元 - -420,000 万元，比上年同期下降 1850% - 1938%，单三季度归母净利润-10,000 万元 - -30,000 万元，同比下降 308.72% - 726.16%
		百川股份	公司前三季度营收 30.3 亿元，同增 97.31%；归母 1.24 亿元，同增 275.8%，单三季度营收 10.35 亿元，同增 83.11%；归母 0.42 亿元，同增 90.64%
		雪迪龙	公司前三季度预计归母 14.5 亿元 - 1.64 亿元，同增 136.64% - 167.65%，单三季度归母 3,274.36 万元 - 5,174.36 万元，同降 0.47% - 37.02%
		普邦股份	公司前三季度预计归母-9,000 -6,000 万元，单三季度归母-10,000 -7,000 万元。
		清新环境	公司前三季度预计归母-34,015.83-36,029.23 万元，同增 16.47%-23.36%
		华控赛格	公司前三季度预计归母-4000 万元- -5000 万元，同增 35.18% - 48.15%。
		富春环保	公司前三季度营收 30.44 亿，同降 7.52%；归母 2.94 亿元，同增 36.95%，单三季度营收 11.3 亿元，同降 15.64%；归母 0.61 亿元，同降 36.42%
		天山铝业	公司前三季度预计归母净利润 32 亿元，比上年同期增长 163.54%，单三季度归母净利润 12.5 亿元，同比增长 118.05%
	10.15	力合科技	预计 2021 年前三季度归属上市公司股东净利润 1.7 亿元-2.08 亿元，同增-10%~10%，预计非经常性损益对净利润的影响约为 2701.44 万元。
		ST 科林	公司 2021 年前三季度归属上市公司股东净利润预计亏损 3500 万元，同降 156.44%，每股受益亏损 0.1852 元/股。
		绿色动力	2021 年第三季度公司下属子公司合计垃圾进厂量为 273.77 万吨，发电量为 10.31 亿度，上网电量为 8.4 亿度。2021 年前三季度公司下属子公司累计垃圾进厂量为 781.42 万吨，同增 21.51%；累计发电量为 29.66 亿度，同增 26.97%；累计上网电量为 24.5 亿度，同增 27.88%。
大宗交易	10.13	众合科技	公司以 7.70 元的价格成交 259.74 万股，成交额 2000 万元，占总股本 0.4659%。

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
10/18 (周一)	清新环境	股东大会召开
10/19 (周二)	建龙微纳	三季报发布
	清水源	三季报发布
10/20 (周三)	沃顿科技	股东大会召开
10/21 (周四)	景津环保	三季报发布
	蓝焰控股	三季报发布
10/22 (周五)	南大环境	三季报发布
	东珠生态	三季报发布
	碧水源	三季报发布
	湘潭电化	三季报发布

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>

