

## 环保工程及服务行业周报

2021年10月31日

# 双碳顶层设计接连出炉，关注清洁能源&再生资源减碳价值 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 任逸轩

renyx@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
- **双碳顶层设计接连出炉，量化能耗和碳排目标细化行动方案，关注清洁能源&再生资源减碳价值。**近日，中共中央、国务院发布了《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》以及《2030年前碳达峰行动方案》，碳达峰碳中和“1+N”政策体系正加快形成。《意见》提出构建绿色低碳循环发展经济体系、提升能源利用效率、提高非化石能源消费比重、降低二氧化碳排放水平、提升生态系统碳汇能力等**五大目标**，《方案》给出**碳达峰十大行动**，重点细化能源、交通、循环目标。顶层政策对能源消费及碳排强度做出量化指标，1) **能源消费：**至2025年/2030年非化石能源消费比重达**20%/25%**左右，**首次提出2060年达到80%**；2025年单位GDP能耗比2020年下降**13.5%**。2) **碳排强度：**延续前期目标，至2025年单位GDP碳排放比2020年下降**18%**。至2030年单位GDP碳排放比2005年下降**65%**以上。**双碳目标决策部署下，清洁能源与再生资源具备显著减碳价值，重点推荐再生资源、垃圾焚烧、环卫电动化、光伏治理等细分领域。**
- **对标欧盟看国内碳市场发展：两大核心机制初现雏形，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) 动力电池再生迎长周期高景气，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：碳中和顶层设计落实，关注清洁能源&再生资源；政策点评：碳达峰行动方案出台，细化能源、交通、循环目标；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。**
- **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、《工信部推进动力电池回收利用，城乡建设注重绿色发展》2021-10-24
- 2、《环保工程及服务行业周报：中央推进健全碳达峰碳中和标准，关注动力电池回收利用》2021-10-17
- 3、《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

## 内容目录

<b>1. 行情回顾 (2021/10/25-2021/10/29)</b>	<b>4</b>
1.1. 板块表现	4
1.2. 股票表现	4
<b>2. 最新研究</b>	<b>5</b>
2.1. 碳中和顶层设计落实, 关注清洁能源&再生资源	5
2.2. 碳达峰行动方案出台, 细化能源、交通、循环目标	7
2.3. 宇通重工 2021 年三季报点评: 归母净利润同增 19%, 新能源环卫市占率稳占榜首	8
2.4. 天奇股份 2021 年三季报点评: 电池回收利用高增, 研发投入加大	10
2.5. 瀚蓝环境 2021 年三季报点评: 固废稳健盈利增强, 燃气积极调价拓展客户	11
2.6. 百川畅银 2021 年三季报点评: 收入确认更稳健, Q3 单季度项目投产加速	12
2.7. 高能环境 2021 三季报点评: 业绩高增延续, 资源化大增运营提升	13
2.8. 英科再生 2021 年三季报点评: 扣非同增 109%延续高增, 海外项目有序建设	15
2.9. 洪城环境 2021 年三季报点评: 稳健成长, 盈利质量提升	16
2.10. 深圳燃气 2021 年三季报点评: 归母净利润同增 10%, 推进综合能源应用布局	17
2.11. 龙马环卫 2021 年三季报点评: 环服订单稳步积累, 装备市占率提升实力恒强	18
2.12. 碳战略视角关注生态资产价值重估	20
2.13. 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	21
2.14. 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	22
2.15. 百川畅银深度: 垃圾填埋气发电龙头, 收益碳交易弹性大	24
2.16. 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	25
2.17. 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	25
2.18. 鉴他山之石, 全国碳市场展望及减碳成本测算	27
2.19. 各行业受益 CCER 几何? 碳价展望及受益敏感性测算	28
2.20. 宏观专题报告: 富国基金首创水务 REIT 投资分析报告	29
2.21. 碳如何核算? IPCC 方法学与 MRV 体系	30
2.22. 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	31
2.23. 环卫新能源五十倍成长, 十年替代助力碳达峰	33
2.24. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估	34
2.25. 高能环境深度: 复制雨虹优势, 造资源化龙头	35
<b>3. 行业新闻</b>	<b>36</b>
3.1. 中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见	36
3.2. 国务院关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知	37
3.3. 生态环境部印发《关于在产业园区规划环评中开展碳排放评价试点的通知》	37
3.4. 商务部发布《商务部办公厅关于推荐重点联系再生资源回收企业的函》	38
3.5. 国务院新闻办发表《中国应对气候变化的政策与行动》白皮书	38
3.6. 生态环境部发布全国碳市场首个履约周期配额清缴通知	38
3.7. 《关于开展工业固体废物排污许可管理工作的通知(征求意见稿)》发布	39
3.8. 《福建省“十四五”战略性新兴产业发展专项规划》印发	39
3.9. 《湖南省“十四五”生态环境保护规划》发布	39
3.10. 生态环境部: 加大政策支持力度 保障民生用气价格	40
<b>4. 公司公告</b>	<b>41</b>
<b>5. 下周大事提醒</b>	<b>47</b>

6. 风险提示 ..... 47

### 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

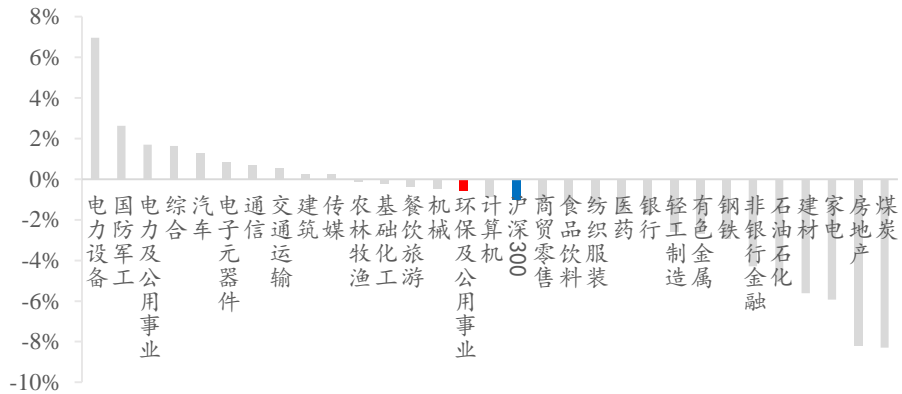
表 1: 公司公告..... 41  
表 2: 下周大事提醒..... 47

## 1. 行情回顾（2021/10/25-2021/10/29）

### 1.1. 板块表现

本周（2021/10/25-2021/10/29，下同）环保及公用事业指数下跌 0.57%，表现好于大盘。本周上证综指下跌 0.98%，深圳成指下跌 0.29%，创业板指上涨 2%，沪深 300 指数下跌 1.03%，中信环保及公用事业指数下跌 0.57%

图 1：本周各行业指数涨跌幅比较

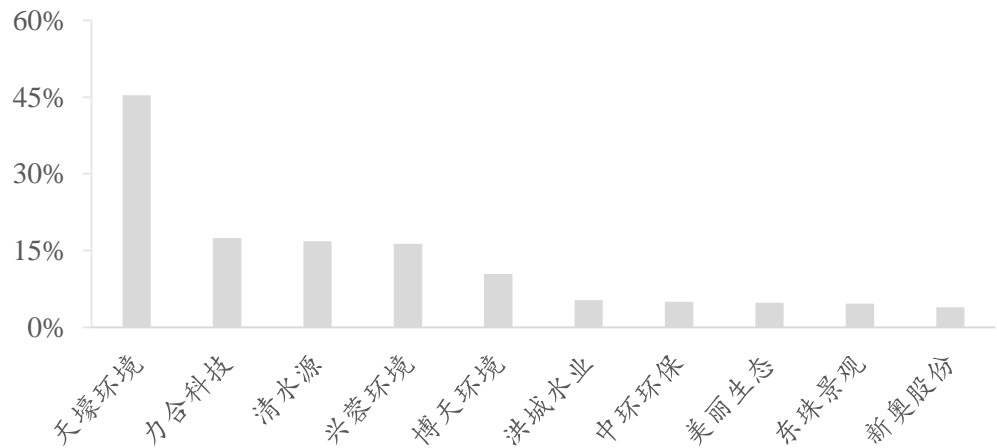


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 股票表现

本周涨幅前十标的为：天壕环境 45.34%，力合科技 17.41%，清水源 16.83%，兴蓉环境 16.34%，博天环境 10.45%，洪城水业 5.29%，中环环保 4.99%，美丽生态 4.79%，东珠景观 4.62%，新奥股份 3.89%。

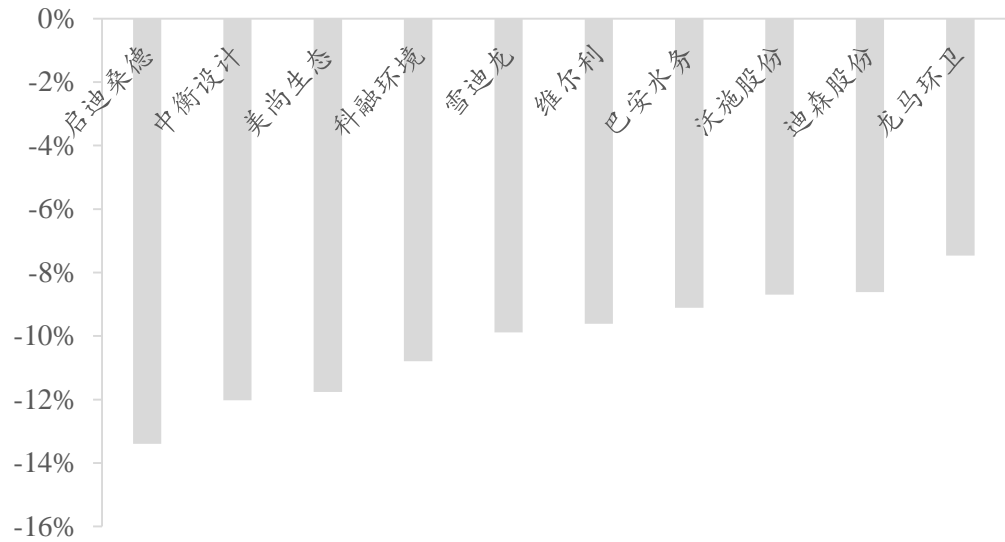
图 2：环保行业本周涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周跌幅前十标的为：启迪桑德-13.39%，中衡设计-12.03%，美尚生态-11.76%，科融环境-10.8%，雪迪龙-9.88%，维尔利-9.62%，巴安水务-9.11%，沃施股份-8.7%，迪森股份-8.62%，龙马环卫-7.46%。

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. 碳中和顶层设计落实，关注清洁能源&再生资源

- **事件：**10月24日，《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》发布。
- **重要顶层设计文件，中央层面实现双碳目标总体部署。**双碳目标是我国的重大战略决策，与发达国家对比我国实现碳达峰碳中和时间紧任务重，同时仍需协调经济发展和民生改善。本次文件的出台是中央层面对碳达峰碳中和这项重大工作的系统谋划和总体部署，进一步提出主要目标，明确重点任务和实施路径，对完成碳达峰碳中和任务具有重大意义。
- **五大方面三期量化明确目标，首提 2060 非化石能源消费比重超 80。**意见指出要坚持“全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险”的工作原则；提出了构建绿色低碳循环发展经济体系、提升能源利用效率、提高非化石能源消费比重、降低二氧化碳排放水平、提升生态系统碳汇能力等五方面主要目标，同时分别对应 2025

年/2030年/2060年三期指出量化目标，确保如期实现碳达峰、碳中和，其中非化石能源消费比重于2025年/2030年分别达到20%、25%，并首次提出2060年达到80%。

- **10 维度 31 项重点任务明确线路，全面鼓励绿色低碳产业发展。** 1) 经济社会全面绿色转型，强化绿色低碳发展规划引领，优化区域布局，加快发展循环经济和资源综合利用。2) 深度调整产业结构，加快推进农业、工业、服务业绿色低碳转型，坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展，大力发展新能源、新材料、高端装备新能源汽车、绿色环保等产业。3) 构建清洁低碳安全高效能源体系，强化能源消费强度和总量双控，大幅提升能源利用效率，严控化石能源消费，加快非常规油气资源规模化发展，大力提升风电光伏、生物质能、海洋能、地热能等非化石能源消费比重，加强储能和氢能应用，构建新能源为主体的新型电力系统。深化能源体制机制改革，全面推进电力市场化改革。4) 低碳交通运输体系建设，优化交通运输结构，推广节能低碳交通工具，引导低碳出行。5) 提升城乡建设绿色低碳发展质量。6) 加强绿色低碳重大科技攻关和推广应用，低碳零碳负碳和储能新材料、碳捕捉利用及封存等。7) 巩固提升碳汇能力。8) 提高对外开放绿色低碳发展水平，加快建立绿色贸易体系，推进绿色“一带一路”建设，加强国际交流与合作。9) 健全法律法规标准和统计监测体系，研究制定节约能源法、可再生能源法、循环经济促进法等碳中和专项法律，完善标准计量体系，提升统计监测能力。10) 完善投资、金融、财税、价格等政策体系，  
a. 投资政策：建立与双碳相适应的投融资体系，加大对节能环保、新能源及低碳交通等项目的支持力度；b. 绿色金融：有序推进绿色低碳金融产品开发，扩大绿色债券规模，研究设立国家低碳转型基金。c. 财税价格：加大绿色低碳产品采购力度，落实环保节能、新能源和清洁能源车船税收优惠，研究碳减排相关税收政策。完善差别化电价、分时电价和居民阶梯电价政策，形成具备合理约束力的碳价机制。d. 市场化机制：推进碳排放权交易、用能权交易等市场化机制建设，扩大碳市场覆盖范围，丰富交易品种/方式。
- 我们认为双碳目标决策部署下，清洁能源与再生资源具备显著减碳价值，重点推荐再生资源、垃圾焚烧、环卫电动化、光伏治理等细分领域。
- 重点推荐：再生资源：危废资源化【高能环境】；动力电池回收【天奇股份】；再生塑料【英科再生】。碳交易：填埋气资源化减排突出弹性最大【百川畅银】。垃圾焚烧：商业模式C端转变&碳价值增量现金流改善【光大环境】、【瀚蓝环境】、建议关注【三

**峰环境】、【伟明环保】、【绿色动力】**。推荐环卫电动化：环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰【**宇通重工**】。

- **建议关注：**光伏治理需求释放【**仕净科技**】
- **风险提示：**政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧

## 2.2. 碳达峰行动方案出台，细化能源、交通、循环目标

- **事件：**10月24日，《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》发布。
- **碳达峰行动方案出台，“1+N”政策体系逐步构建。**自《完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》发布后，2030年前碳达峰行动方案接连发布，本方案将和上述意见共同作为碳达峰阶段的顶层设计文件，构建起碳达峰、碳中和“1+N”政策体系，未来我国将陆续发布重点领域和行业碳达峰实施方案和一系列支撑保障措施。
- **主要目标延续前期纲领，量化能源消费及碳排强度。**方案延续双碳工作意见主要目标，对“十四五”、“十五五”期间的能源消费及碳排强度做出量化指标，至2025年/2030年非化石能源消费比重达20%/25%左右，至2025年单位GDP能耗比2020年下降13.5%，单位GDP碳排放比2020年下降18%。至2030年单位GDP碳排放比2005年下降65%以上。
- **十大行动贯穿发展，细化十年达峰目标。**方案重点实施“碳达峰十大行动”，围绕能源、节能、工业、城乡建设、交通运输、循环经济、科技创新、碳汇能力、全民行动、梯次行动等将碳达峰贯穿于经济社会发展全方面。我们对比十大行动中的核心量化目标与前期政策发现，方案重点针对能源转型、交通运输、循环经济、城乡建设方面提出了更为细致、全面及深入的目标。1) 能源转型：“新能源+储能”新型电力系统，严控煤炭有序转型。方案指出严控煤炭有序减煤限煤，积极推进风电、光伏、水电、核电发展，构建“新能源+储能”新型电力系统。其中至2025年新型储能装机容量达3000万千瓦以上，至2030年风电、太阳能发电总装机容量达12亿千瓦以上、抽水蓄能电站装机容量达1.2亿千瓦左右。2) 绿色交通：运输工具低碳转型，强化绿色运输体系及基础设施建设。方案指出至2030年，新增新能源、清洁能源交

通工具比例达 40%左右，积极扩大电力、氢能、天然气、先进生物液体燃料应用，推动城市公共服务车辆电动化替代。3) **循环经济：产业园区全面循环化改造，大宗固废综合利用+生活垃圾减量化资源化。** 方案指出，a. 到 2030 年省级以上重点产业园区全部实施循环化改造。b. **加强大宗固废综合利用**，支持大掺量、规模化、高值化利用，至 2025 年/2030 年大宗固废年利用量达到 40 亿吨/45 亿吨左右。c. 完善废旧物资回收网络，推进退役动力电池、光伏组件、风电机组叶片等新兴产业废物循环利用，加强资源再生产品和再制造产品推广应用。至 2025 年/2030 年，废钢/铜/铝/铅/锌/纸/塑料/橡胶/玻璃等 9 种主要再生资源循环利用量达 4.5 亿吨/5.1 亿吨。d. **推进生活垃圾减量化资源化**，扎实推进生活垃圾分类，加强塑料污染全链条治理，推进垃圾焚烧和污水资源化利用。至 2025 年城市生活垃圾分类体系基本健全，生活垃圾资源化利用比例提升至 60%左右。至 2030 年，市生活垃圾分类实现全覆盖，生活垃圾资源化利用比例提升至 65%。4) **城乡建设：新建公建/厂房屋顶光伏覆盖率达 50%。** 方案指出推进城乡建设绿色低碳转型，加快提升建筑能效水平，优化建筑用能结构等。至 2025 年城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，城镇建筑可再生能源替代率达 8%，新建公建/厂房屋顶光伏覆盖率力争达 50%。

- **我们认为双碳目标决策部署下，清洁能源与再生资源具备显著减碳价值，重点推荐再生资源、垃圾焚烧、环卫电动化、光伏治理等细分领域。** 再生资源：重点推荐危废资源化【高能环境】；动力电池回收【天奇股份】；再生塑料【英科再生】；填埋气资源化减排弹性最大【百川畅银】。垃圾焚烧：重点推荐商业模式 C 端转变&碳价值增量现金流改善【光大环境】、【瀚蓝环境】、建议关注【三峰环境】、【伟明环保】、【绿色动力】。水务：重点推荐水务价值重估【洪城环境】、建议关注【中国水务】。环卫电动化：推荐环卫新能源十年五十倍助力碳达峰【宇通重工】。光伏治理：建议关注【仕净科技】

- **风险提示：**政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧

### 2.3. 宇通重工 2021 年三季报点评：归母净利润同增 19%，新能源环卫市占率稳占榜首

- **事件：**公司发布三季报，2021 年前三季度公司实现营业收入 27.82 亿元，调整后同比增长 10.4%；归母净利润 3.35 亿元，调整后同比增长 19.14%；扣非归母净利润



2.15 亿元，调整后同比减少 8.09%，符合我们的预期。

- **前三季度归母净利润同增 19%符合预期，工程机械影响扣非同减 8%。**2021 年前三季度公司实现营收 27.82 亿元，调整后同增 10.4%；归母净利润 3.35 亿元，调整后同增 19.14%；扣非 2.15 亿元，调整后同减 8.09%，综合毛利率 27.88%，同比下降 2.39pct。其中第三季度公司实现营收 9.42 亿元，调整后同减 14.10%，归母净利润 1.03 亿元，调整后同增 1.75%，扣非 0.56 亿元，调整后同减 42%，综合毛利率 26.58%，同比下降 2.93pct，环比 2021 单二季度毛利率下降 1.25pct。我们认为公司扣非净利润下滑主要系工程机械产品受市场需求下滑影响，三季度销量同比下降所致，此外毛利率同比下降也反映了环卫装备行业放量节奏放缓过程中竞争的加剧、公司低毛利传统装备占比的提升以及上游原材料成本涨价带来的成本压力。公司非经常性损益较高，主要为计入当期损益的政府补助，2021 年 6 月公司公告近 12 个月获得政府补助合计 6831 万元，主要来自汽车产业奖补专项资金、地方奖补、研发补助等资金。
- **新能源环卫装备销量同增 87%逆势增长，市占率超 34%持续验证优势。**据中汽数据终端零售数据(上险数)，2021 年前三季度全国环卫装备上险 77726 台，同降 10.67%，其中新能源环卫车辆销量 2234 台，新能源渗透率达 2.87%。2021 年前三季度公司环卫装备上险 2769 台，同增 84.78%，远超行业平均增速，市占率 3.56%；其中环卫新能源销量 763 台，同比增长 87.01%，市占率 34.15%，份额持续提升且稳固行业第一。
- **应付账款变动，现金流承压。**1)2021 年前三季度公司经营活动现金流净额-0.85 亿元，上年同期调整后为 3.04 亿元，同比减少 127.81%，主要系应付账款到期支付增加所致；2)投资活动现金流净额-3.46 亿元，同比减少 779.18%；3)筹资活动现金流净额 1.07 亿元，同比大幅转正。
- **环卫新能源十年五十倍成长，制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通。**公司依托集团制造能力&服务优势突出：1)制造端：底盘一体化&电池集采降成本，定制底盘&产品迭代彰显技术实力。2)服务端：全国深层覆盖 1900+服务网点数倍于同行。3)电动化弹性最大：新能源装备收入占装备比过半居同业首位，电动化趋势下业绩弹性最大。
- **盈利预测：**考虑公司凭借制造及服务优势享环卫电动化长期红利，环卫装备和

环卫服务业绩有望高增，我们维持公司 2021-2023 年归母净利润预测 3.63/4.54/5.69 亿元，同比 23.5%/25.1%/25.5%，EPS 为 0.67/0.84/1.06 元，对应 20/16/13 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新能源渗透率不及预期，市场化率不及预期，市场竞争加剧

#### 2.4. 天奇股份 2021 年三季报点评：电池回收利用高增，研发投入加大

- **事件：**2021 年前三季度公司实现营业收入 29.79 亿元，同比增长 17.08%；归母净利润 1.47 亿元，同比增长 175.39%，接近业绩预告上限；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比增长 582.42%；加权平均 ROE 同比提高 4.21pct，至 6.82%。
- **三季报业绩同环比高增，动力电池回收利用业务助力业绩增长加速。**1) 2021 年前三季度公司实现营业收入 29.79 亿元，同增 17.08%，单三季度实现营业收入 11.28 亿元，同增 15.84%。2) 2021 年前三季度公司实现归母净利润 1.47 亿元，同增 175.39%，单三季度实现归母净利润 0.69 亿元，同比增长 64.05%，环比增长 82.97%。公司三季报业绩增长加速，主要受益动力电池回收再生业务快速发展，金泰阁、天奇锂致产能进一步释放，电池材料需求旺盛带动金属价格上涨增加毛利空间。
- **提质增效，经营活动净现金流转正护航高质量发展。**2021 年前三季度公司 1) 经营活动现金流净额 0.28 亿元，同增 123.16%，去年同期及 2021 年中报经营性净现金流均为负值，经营性净现金流表现良好护航高质量发展；2) 投资活动现金流净额 0.52 亿元，同增 116.32%；3) 筹资活动现金流净额-1.77 亿元，同减 343.88%。
- **期间费用管控良好，研发投入持续加大。**2021 年前三季度公司期间费用同增 12.76% 至 4.04 亿元，期间费用率下降 0.52pct 至 13.55%。销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.52pct、下降 0.24pct、上升 0.63pct、下降 0.39pct 至 1.83%、5.14%、4.21%、2.36%。公司费用管控良好，销售、管理、财务费用率同比均呈现下降趋势，仅研发费用率保持上升。2021 年前三季度，公司研发费用 1.25 亿元，同增 37.67%，主要系对金泰阁研发投入增加所致。对于核心主业与核心子公司研发投入加大将有望进一步提升公司技术优势。
- **废旧电池回收渠道协同优势显现，战略合作整车企业共推电池再利用。**动力电池回收再生维持长周期高景气，我们预计回收端或成竞争关键。2021 年 9 月 10 日公司公告与一汽集团全资子公司一汽资产签署《合作框架协议》，拟在动力电池回收利

用等领域构建深度合作关系，公司与一汽资产建立多年紧密合作关系，此次将于**长春建立首个动力电池回收利用基地**，开展动力电池回收业务，并陆续在一汽集团主要客户集中区域及重点城市建立多个**资源回收利用基地**。公司深耕汽车产业链，布局汽车后市场，渠道协同优势显现。渠道优势匹配产能扩张&产业链深化，公司**动力电池回收利用核心主业高增可期**。

- **盈利预测：** 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。我们维持预计公司 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 49x/32x/22x，维持“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

## 2.5. 瀚蓝环境 2021 年三季报点评：固废稳健盈利增强，燃气积极调价拓展客户

- **事件：** 公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度公司营收 71.24 亿元，同增 38.40%，归母净利润 9.29 亿元，同增 20.82%，扣非归母净利润 8.94 亿元，同增 18.76%。2021 年单三季度公司营收 25.73 亿元，同增 27.95%，归母净利润 3.02 亿元，同减 1.96%，扣非归母净利润 2.85 亿元，同减 5.39%，符合我们的预期。
- **固废业务稳健增长盈利增强，燃气业务销量恢复成本攀升影响 Q3 业绩。** 公司四大业务均实现稳健增长，前三季度净利润增幅低于营收增速的主要原因包括新投产有机废弃物及工业危废项目仍处于产能爬坡期、燃气价格上行带来成本提升影响燃气业务盈利、疫情补贴不再延续、计提坏账准备等。1) **固废处理：项目稳步投产，运营占比提高加强盈利质量。** 2021Q3 固废收入 12.52 亿元，同增 15.13%；净利润 2.01 亿元，同增 29.83%，占比总利润 67%，项目陆续进入运营期后抬升整体盈利能力。截至 2021 年 9 月公司焚烧发电项目总规模达 34150 吨/日（不含顺德项目），已投运 23750 吨/日，试运营 1800 吨/日，在建 3050 吨/日，筹建 2250 吨/日，未建 3300 吨/日，吨上网电量提升至 317 度。2) **能源业务：售气量恢复增长，成本短期压制。** 2021Q3 能源收入 8.92 亿元，同增 86.33%，天然气售气量同增 56.07%。受新增建筑陶瓷企业客户盈利能力较低和国际能源价格持续上涨，燃气业务盈利出现下滑，以改善盈利质量，公司积极申请调整天然气最高限价，大力拓展工业用户，前三季度销量实现同增 61%。3) **供水业务：** 2021Q3 供水收入 2.62 亿元，同增 0.41%，

供水量同增 8.08%至 3.4 亿吨。4) **排水业务**: 2021Q3 排水收入 1.19 亿元, 同增 8.65%, 污水处理量同增 5.6%至 1.66 亿吨。

- **费用管控良好, 期间费用率下降 0.91pct 至 12.48%**。2021 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.07pct、下降 0.41pct、下降 0.23pct、下降 0.2pct 至 1.14%、5.54%、1.24%、4.57%。
- **政府结算加快, 经营性现金流持续改善**。2021 年前三季度, 1) 经营活动现金流净额 16.51 亿元, 同增 35.35%; 2) 投资活动现金流净额-24.56 亿元, 同增 12.53%; 3) 筹资活动现金流净额 17.05 亿元, 同减 1.23%
- **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分征收, 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。
- **盈利预测**: 我们认为公司凭借其优秀的**横向扩张&整合能力, 长期盈利份额提升可期**。我们维持 2021-2023 年归母净利润预测 12.84/15.30/17.61 亿元, 对应 2021-2023 年 EPS 分别为 1.57/1.88/2.16 元, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 14/12/10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示**: 政策推广项目进展不及预期, 行业竞争加剧, 政策风险

## 2.6. 百川畅银 2021 年三季报点评: 收入确认更稳健, Q3 单季度项目投产加速

- **事件**: 2021 年前三季度公司实现营业收入 3.72 亿元, 同减 3.27%, 归母净利润 0.96 亿元, 同减 6.57%, 扣非归母净利润 0.95 亿元, 同减 8.39%, 符合我们的预期。。
- **收入确认准则变动致营收下滑, Q3 单季度新增并网装机量 15.1MW 规模加速扩张**。  
**1) 收入端**: 2021 年前三季度公司营收同减 3.27%至 3.72 亿元, Q3 单季度营收同减 8.16%至 1.21 亿元, 主要系收入确认准则变动, 未纳入补贴清单的新增项目待纳入后再确认补贴收入。**2) 利润端**: 2021 年前三季度公司归母净利润同减 6.57%至 0.96 亿元, Q3 单季度归母同减 41.77%至 0.21 亿元, 主要系联营企业盈利下降, 研发和管理费用增加。2021 年前三季度公司综合毛利率为 43.56%, 同减 2.10pct。**3) 运营规模**: 据官网披露, 截至 2021 年 10 月 8 日, 公司今年已有 10 个项目并网, 装机

量合计 **21.60MW**，较 2020 年底提升 **12.61%**，其中单三季度并网装机量达 **15.10MW**，我们预计在第四季度贡献收入和利润。

- **碳交易多元化布局，VCS 年内有望贡献碳收益。** 2021 年公司增加碳交易部门人员并扩大合作范围，加速 VCS 和 GS-VER 的注册、核证与交易工作，公司已有 4 个项目完成 VCS 注册，年内有望贡献碳收益。
- **经营规模扩大采购增加使经营性现金流净额承压。** 1) 2021 年前三季度公司经营活动现金流净额 0.59 亿元，同减 36.07%，主要系公司经营规模扩大对应原材料等采购增加所致；2) 投资活动现金流净额-0.37 亿元，同增 64.06%；3) 筹资活动现金流净额 3.09 亿元，同增 673.38%。
- **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，CCER 短期稀缺价格看涨。填埋气发电度电减碳 0.00578tCO<sub>2</sub>，30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，单个典型项目利润端弹性达 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 对公司净利润端的理论弹性达 102.70%/205.40%/342.34%。
- **行业渗透低空间大，公司经验丰富&技术领先，内延外拓促产能扩张。** 2019 年填埋气发电渗透率仅 12%有待提升，有机废弃物处置打开沼气利用蓝海市场。政策&减排驱动，对标欧洲我国沼气发电装机量有望十年 50 倍。公司 1) 规模大：20 年底已投运 82 个项目，装机量 171MW；2) 技术优：单吨投资低于同业，集气率和发电效率高；3) 盈利强：毛利率 49%较同业均值高 10pct，150t/d 小项目可盈利；4) 拓展广：募投项目贡献 33%增量，收购威立雅项目，横向拓展餐厨、农村沼气利用。
- **盈利预测：**考虑到第三季度为项目投产高峰，新增项目于第四季度贡献收入利润，我们维持 2021-2023 年公司归母净利润预测分别为 1.60/2.34/3.02 亿元，同比增加 27.8%/46.6%/29.0%，EPS 分别为 0.99/1.46/1.88 元，对应 44/30/23 倍 PE，维持“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

## 2.7. 高能环境 2021 三季报点评：业绩高增延续，资源化大增运营提升

- **事件：**2021 年前三季度公司实现营业收入 54.85 亿元，同比增长 27.05%；归母净利润 5.84 亿元，同比增长 41.17%；扣非归母净利润 5.64 亿元，同比增长 40.69%；加权平均 ROE 同比降低 0.88pct，至 11.52%。
- **业绩维持高增，资源化大增&垃圾焚烧投产。**1) 2021 年前三季度公司实现营业收入 54.85 亿元，同增 27.05%；归母净利润 5.84 亿元，同增 41.17%。2) 2021 年第三季度实现营业收入 21.14 亿元，同增 24.76%；归母净利润 1.93 亿元，同增 34.17%。公司业绩维持高增，主要系固危废资源化业务收入利润大增与投产生活垃圾焚烧产能同比增长所致。
- **运营占比提升，利润率上行利润质量提升。**2021 年前三季度公司毛利率 23.43%，同增 1.65pct。我们预计公司利润率明显提升主要系公司高毛利率运营业务占比持续提升所致。2021 上半年公司运营收入占总营业收入比例为 52.43%，较 2020 年全年提升 21.40pct，运营毛利占总毛利比例为 58.36%，较 2020 年全年提升 14.76pct。我们预计随着项目持续投运与资源化项目产能利用率提升，运营占比有望持续提升，结构优化带动整体利润率提升。
- **现金流情况良好，护航高质量发展。**2021 年前三季度公司 1) 经营活动现金流净额 4.07 亿元，同减 22.69%，较 2021 年半年报提升明显。经营性净现金流表现良好，护航公司高质量发展。2) 投资活动现金流净额-11.98 亿元，同增 28.82%。3) 筹资活动现金流净额 3.53 亿元，同减 70.24%。
- **危废产能再翻番延续高增趋势，“雨虹基因”再造危废资源化龙头。**2020 年公司在手危废处置规模 53.599 万吨/年，资源化占比达 90%。随重庆、贵州项目建成，2021 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。资源化依赖上游原料采购渠道与上中游精细化管理优势。董事长实控人李卫国，同为东方雨虹董事长实控人，东方雨虹依托精细化管理与渠道优势已成为防水行业龙头。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。
- **盈利预测：**公司中报各项业务发展趋势良好，核心业务危废资源化发展加速，我们维持 2021-2023 年归母净利润 7.7/10.0/13.1 亿元，考虑 2021 年公司转增与股权激励行权对公司总股本的影响，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.73/0.95/1.23 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 22/17/13 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，运营占比提升利润结构改善，维持“买入”评级。

- **风险提示：**危废产能建设不及预期，产能利用率不及预期，竞争加剧

## 2.8. 英科再生 2021 年三季报点评：扣非同增 109%延续高增，海外项目有序建设

- **事件：**2021 年前三季度公司营收 14.89 亿元，同增 27.41%；归母净利润 1.95 亿元，同增 10.02%；扣非归母净利润 1.84 亿元，同增 109.35%；2021Q3 单季营收 5.85 亿元，同增 18.48%，归母净利润 0.81 亿元，同增 25.12%，扣非归母净利润 0.71 亿元，同增 31.73%，符合我们的预期。
- **2021 年前三季度扣非延续高增 109.35%，存量份额提升&积极开拓新市场。**2021 年前三季度公司扣非延续高增长态势，主要得益于 1) 借助互联网及境外办事处，存量成品框业务打通多种销售渠道提高市场份额；2) 积极开拓 3D 格栅板、压花墙板等新产品。同时公司重点强化挤塑产品、镜框、相框等项目的降本增效，优化提升信息化系统、模具创新研发、供应链体系搭建从而实现产品的量利齐升，提升盈利质量。
- **海外项目有序建设，期待 PET 市场拓展及后端深加工产能释放。**公司海外布局的马来西亚 PET 及越南深加工项目有序推进，1) “5 万吨/年 PET 回收再生项目”按计划逐步调试，相关产品已开始送样、第三方检测与认证等工作 2) 越南英科“年产 227 万箱塑料装饰框及线材项目”正处于厂房基建中，公司预计本年末完成厂房设施建设。海外项目投产后将助力公司拓展新产品市场，抢占先发优势，进一步扩大盈利规模。
- **费用管控得力，期间费用率同比下降 3.88pct 至 16.41%。**2021 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别下降 3.81pct、上升 0.3pct、下降 0.01pct、下降 0.36pct 至 4.8%、5.82%、4.27%、1.52%。
- **经营性现金流净额改善，现金回流良好。**1) 2021 年前三季度公司经营活动现金流净额 1.74 亿元，同增 16%；2) 投资活动现金流净额-2.03 亿元，同增 129.05%；3) 筹资活动现金流净额 6.42 亿元，同增 470.13%。
- **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)

2019 年全球废塑料回收率约 35%，提升空间大。2) 禁废令驱动全球供应链改革，向东南亚市场转移。3) 再生塑料较原生减碳 30%~80%。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**：2020 年网点覆盖全球 400 余家，境外塑料回收成本优势约 20%~60%。自研回收设备协同建立回收渠道。2) **再生端**：再生 PS 粒子纯净度 99%可替代部分新料，价格较新料粒子低 20-50%。3) **利用端**：制成品利润率较再生粒子翻倍至 30%以上。4) 回收设备、越南再生制品、PET 扩产在即增厚业绩。
- **盈利预测**：公司再生塑料先行者，项目扩产在即有望迎来高增长，我们维持公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.51/3.90/5.90 亿元 EPS 分别为 1.88/2.93/4.43 元，对应 43/28/18 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目投产进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险

## 2.9. 洪城环境 2021 年三季报点评：稳健成长，盈利质量提升

- **事件**：2021 年前三季度公司实现营业收入 56.62 亿元，同比增长 22.89%；归母净利润 6.38 亿元，同比增长 22.4%；扣非归母净利润 6.14 亿元，同比增长 25.92%；加权平均 ROE 同比提高 0.74pct，至 11.44%。
- **稳健成长，三季度盈利质量提升。** 1) 2021 年前三季度公司实现营业收入 56.62 亿元，同增 22.89%；归母净利润 6.38 亿元，同增 22.4%。2) 2021 年第三季度实现营业收入 14.38 亿元，同减 21.46%，实现归母净利润 2.34 亿元，同增 20.05%。单三季度营收下滑，业绩维持稳定增长，我们预计主要系工程相关业务影响所致。运营类业务稳定增长贡献业绩，三季度盈利质量提升。2021 年前三季度公司整体毛利率 25.32%，同比增长 0.04pct。
- **现金流表现良好。** 2021 年前三季度公司 1) 经营活动现金流净额 6.65 亿元，经营性净现金流与当期利润匹配良好；2) 投资活动现金流净额-12.12 亿元，同增 28.22%；3) 筹资活动现金流净额-4.85 亿元，同减 148.47%。



- **加权平均净资产收益率同增 0.74pct。**2021 年前三季度公司加权平均净资产收益率同比上升 0.74pct 至 11.44%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年前三季度公司销售净利率为 12.69%，同比下降 0.33pct，总资产周转率为 0.33(次)，同比下降 0.02(次)，权益乘数从 2020 年前三季度的 2.68 上升至 2021 年前三季度的 3.09。
- **优质固废注入打造综合公用平台，战略合作三峡长江大保护发展加速。**公司地区深耕环保资产覆盖江西全境，已经形成涵盖供水、污水、天然气、固废四大业务的综合环保公用平台。此次重组注入集团优质固废资产，交易作价合理优质，项目自身质地优良，实现上市公司业务拓展，激发成长潜力。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 亿元，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。
- **盈利预测：**公司已形成涵盖污水、供水、燃气、固废四大板块的综合公用事业平台，区域快速发展公司发展提速，战略合作三峡打开长江大保护新空间。我们维持 2021-2023 年归母净利润 8.2/11.0/12.8 亿元，考虑资产重组对总股本的影响，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.86/1.15/1.34 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 10/7/6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期

## 2.10. 深圳燃气 2021 年三季报点评：归母净利润同增 10%，推进综合能源应用布局

- **事件：**公司发布 2021 年三季报，2021 年前三季度营业收入 145.73 亿元，同比增长 44.66%；归母净利润 12.04 亿元，同比增长 10.25%；2021 年 Q3 单季收入 49.37 亿元，同比增长 33.4%；归母净利润 3.52 亿元，同比减少 18.89%，符合我们的预期。
- **天然气销量稳定增长，气源成本上行影响盈利能力。**2021 年前三季度，公司实现营收高增系售气量稳定增长，天然气销售量 33.42 亿方，同增 21.17%，其中电厂销售量 10.07 亿方，同增 22.21%；非电厂销量 23.35 亿方，同增 20.73%。营收 145.73 亿元，同比增长 44.66%；归母净利润 12.04 亿元，同增 10.25%。综合毛利率同比降低 3.87pct 至 21.2%，主要系期间国际能源价格上涨，公司气源成本上行导致短期盈利能力下滑。

- **优化气源结构，签订长协保障供应。**2021年10月5日，公司公告全资子公司华安液化石油气与BP签署10年天然气购销合同，采购天然气约22.5-30万吨/年。其中2023-2024年22.5万吨/年，2025-2032年30万吨/年，采购价格为LNG价格+服务费，本次合同签订将有利于公司优化气源结构，保障上游天然气来源稳定。
- **费用管控得力，期间费用率下降1.2pct至11.34%。**2021年前三季度，销售、管理、研发、财务费用率分别下降0.27pct、下降0.18pct、下降0.1pct、下降0.64pct至7.93%、1.15%、1.47%、0.8%
- **受上游采购价格影响，经营活动净现金流同减61.77%。**由于天然气上游采购价格上涨导致成本增加，2021年前三季度公司经营活动现金流净额10.46亿元，同比减少61.77%；2)投资活动现金流净额-25.63亿元，其中17.82亿元用于设立项目投资公司收购斯威克；3)筹资活动现金流净额-0.74亿元，同比增加89.07%。
- **收购斯威克完成交割，强化清洁能源综合运营布局。**2021年9月4日公司已完成收购斯威克工作，间接持有其50%股权。斯威克为全球领先光伏胶膜供应商，有效产能为3.6亿平方米/年，2020年斯威克在全球光伏胶膜市场销量占比17.81%，位居全球第二。斯威克评估报告预计2021-2023年各类产品产能分别达到4.06/4.74/6.84亿方/年，产线达76/88/120条。公司收购斯威克计划助力公司加速向清洁能源综合运营商转型，同时积极拓展光伏、供热等综合能源类项目，发展创新智慧业务，推进管道检测、燃气设备制造、智能燃气表、燃气气具品牌等智慧服务的拓展。
- **盈利预测与投资评级：**公司燃气主业稳健增长，考虑斯威克业绩贡献，我们将2021-2023年归母净利润预测从15.60/17.90/19.06亿元上调为16.04/18.90/20.59亿元，对应2021-2023年EPS分别为0.56/0.66/0.72元，当前市值对应2021-2023年PE16/14/13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**天然气价格波动风险，项目收购不达预期，汇率波动风险

## 2.11. 龙马环卫2021年三季报点评：环服订单稳步积累，装备市占率提升实力恒强

- **事件：**2021年前三季度公司实现营收42.27亿元，同增8.52%；归母净利润3.08亿元，同减7.02%；扣非归母净利润2.83亿元，同减3.01%；加权平均ROE同降1.67pct

至 10.62%，符合我们的预期。

- **公司 2021 年前三季度营收平稳增长，疫情补贴退出致业绩小幅下滑。**2021 年前三季度公司综合毛利率 22.89%，同降 3.96pct。分业务来看，1) 环卫服务：营收 24.94 亿元，同增 12.47%，占当期主营收入的 59.41%，主要系新增运营项目带来的收入增加。2) 环卫装备：营收 15.81 亿元，同降 4.01%，占当期主营收入的 37.67%，主要受装备行业采购景气度较低的影响所致；3) 固废业务：市政环卫工程营收 1.08 亿元；垃圾后端处理业务收入 0.15 亿元。2021Q3 单季度公司营收 14.55 亿元，同比下降 1.70%，环比提升 5.70%，归母净利润 0.96 亿元，同比下降 28.82%，环比提升 5.16%，主要系疫情期间税收优惠退出所致。
- **2021 年前三季度环服新增订单年化 4.56 亿元，在手项目稳步积累。**2021 年前三季度，公司环卫服务业务中标 37 个项目，年化金额 4.56 亿元，合同总额 23.51 亿元；其中 Q3 单季度中标 15 个，年化 1.50 亿元，合同总额 4.36 亿元。截至 2021 年 9 月 30 日，公司在手年化金额 36.62 亿元，合同总额 298.81 亿元，待履行合同总额 205.76 亿元。
- **环卫装备市占率同增 0.45pct 至 5.61%，稳居行业前三。**根据银保监会新车交强险数据，2021 年前三季度我国环卫装备总销量 7.87 万辆，同比下降 11.79%，其中新能源装备销量 2299 辆，同比下降 14.88%，新能源渗透率为 2.92%。2021 年前三季度公司环卫装备总销量 5393 辆，市占率 5.61%，同比提升 0.45pct，排名行业第三，其中新能源装备销量 201 辆，同比下降 14.47%，市占率 7.44%，居行业第三
- **费用管控加强，期间费用率下降。**2021 年前三季度公司期间费用率下降 3.13pct 至 11.57%。其中销售、管理、研发、财务费用率分别下降 2.31pct、下降 0.44pct、下降 0.4pct、上升 0.02pct 至 5.19%、5.44%、0.92%、0.03%。
- **公司新能源装备市占率领先，装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服拓张。**环卫新能源需求受政策与经济驱动长周期释放，我们预计 2020-2025 年渗透率从 3.19%提升至 15%，销量年化增速 48%，市场空间年化增速 41%，2025-2030 年渗透率提升至 80%，销量年化增速 47%，市场空间年化增速 47%。公司新能源环卫装备市占率位居行业前三，有望长期享受行业红利。公司切入环服 6 年，在装备制造、销售渠道、智慧环卫方面具备协同优势，增强拿单能力。
- **盈利预测：**考虑公司环卫装备实力恒强有望享电动化长期红利，业务协同优势

助力环服订单持续积累，我们维持 2021-2023 年净利润预测 4.92/5.79/6.83 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.18/1.39/1.64 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**市场化率提升不及预期，装备销售不及预期，市场竞争加剧

## 2.12. 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

### 2.13. 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
- **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：**新能源汽车销售不及预期、项目进度不及预期、竞争加剧

#### 2.14. 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

## 2.15. 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 0.00578tCO<sub>2</sub>，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 CO<sub>2</sub> 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



## 2.16. 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% 可替代部分新材料应用，价格较新材料粒子低 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

## 2.17. 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

## 2.18. 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/tCO<sub>2</sub> 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/tCO<sub>2</sub> 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 CO<sub>2</sub>，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

## 2.19. 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 0.00132tCO<sub>2</sub>，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 0.00578tCO<sub>2</sub>，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 0.58tCO<sub>2</sub>，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 0.00067tCO<sub>2</sub>，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 tCO<sub>2</sub>e，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分征收，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

## 2.20. 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。

## 2.21. 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 (EIIP) 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

## 2.22. 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

### 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/m<sup>2</sup>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

## 2.23. 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):** 经济性优势现拐点&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

## 2.24. 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

## 2.25. 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 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和

## 工作的意见

中共中央、国务院日前印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，《意见》提出发展目标，到 2025 年，绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，重点行业能源利用效率大幅提升。单位国内生产总值能耗比 2020 年下降 13.5%；单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%；非化石能源消费比重达到 20%左右；森林覆盖率达到 24.1%，森林蓄积量达到 180 亿立方米，为实现碳达峰、碳中和奠定坚实基础。到 2030 年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。单位国内生产总值能耗大幅下降；二氧化碳排放量达到峰值并实现稳中有降。到 2060 年，绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系全面建立，能源利用效率达到国际先进水平，非化石能源消费比重达到 80%以上，碳中和目标顺利实现，生态文明建设取得丰硕成果，开创人与自然和谐共生新境界。

数据来源：[http://www.gov.cn/zhengce/2021-10/24/content\\_5644613.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2021-10/24/content_5644613.htm)

### 3.2. 国务院关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知

近日，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》。《方案》围绕贯彻落实党中央、国务院关于碳达峰碳中和的重大战略决策，按照《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》工作要求，聚焦 2030 年前碳达峰目标，对推进碳达峰工作作出总体部署。《方案》延续双碳工作意见主要目标，对“十四五”、“十五五”期间的能源消费及碳排强度做出量化指标，至 2025 年/2030 年非化石能源消费比重达 20%/25%左右，至 2025 年单位 GDP 能耗比 2020 年下降 13.5%，单位 GDP 碳排放比 2020 年下降 18%。至 2030 年单位 GDP 碳排放比 2005 年下降 65%以上。《方案》重点实施“碳达峰十大行动”，围绕能源、节能、工业、城乡建设、交通运输、循环经济、科技创新、碳汇能力、全民行动、梯次行动等将碳达峰贯穿于经济社会发展全方面。

数据来源：[https://www.mee.gov.cn/zcwj/gwywj/202110/t20211026\\_957879.shtml](https://www.mee.gov.cn/zcwj/gwywj/202110/t20211026_957879.shtml)

### 3.3. 生态环境部印发《关于在产业园区规划环评中开展碳排放评价试点的通知》

工作任务：1) 探索规划环评中开展碳排放评价的技术方法；2) 完善将碳排放评价纳入规划环评的环境管理机制；3) 形成一批可复制、可推广的案例经验。试点产业园区名单（第一批）：1) 国家级：江宁经济技术开发区、常熟经济技术开发区、宁波石化经济技术开发区、万州经济技术开发区；2) 省级：山西转型综合改革示范区晋中开发区、重庆铜梁高新技术产业开发区、陕西靖边经济技术开发区。

数据来源：[https://www.mee.gov.cn/ywdt/hjywnews/202110/t20211028\\_958231.shtml](https://www.mee.gov.cn/ywdt/hjywnews/202110/t20211028_958231.shtml)

### 3.4. 商务部发布《商务部办公厅关于推荐重点联系再生资源回收企业的函》

商务部拟建立再生资源回收行业重点联系企业制度，加强对再生资源回收行业的指导和管理，提高行业组织化程度，1)按产废来源划分：工矿产业源回收企业、生活商业源回收企业；2)按回收品种划分：废钢铁、废有色金属、废塑料、废玻璃、废纸、废橡胶（轮胎）、废旧纺织品、废电器电子产品等重点品种回收企业；3)按创新转型模式划分：回收加工型企业、互联网平台回收企业、数字化转型企业。

数据来源：

<http://www.mofcom.gov.cn/article/gztz/tzbg/202110/20211003210998.shtml>

### 3.5. 国务院新闻办发表《中国应对气候变化的政策与行动》白皮书

国务院新闻办 27 日发表《中国应对气候变化的政策与行动》白皮书。白皮书介绍，中国实施积极应对气候变化国家战略。不断提高应对气候变化力度，强化自主贡献目标，加快构建碳达峰碳中和“1+N”政策体系。坚定走绿色低碳发展道路，实施减污降碳协同治理，积极探索低碳发展新模式。加大温室气体排放控制力度，有效控制重点工业行业温室气体排放，推动城乡建设和建筑领域绿色低碳发展，构建绿色低碳交通体系，持续提升生态碳汇能力。充分发挥市场机制作用，持续推进全国碳市场建设，建立温室气体自愿减排交易机制。推进和实施适应气候变化重大战略，持续提升应对气候变化支撑水平。中国应对气候变化发生历史性变化。经济发展与减污降碳协同效应凸显，绿色已成为经济高质量发展的亮丽底色，在经济社会持续健康发展的同时，碳排放强度显著下降。能源生产和消费革命取得显著成效，非化石能源快速发展，能耗强度显著降低，能源消费结构向清洁低碳加速转化。持续推动产业绿色低碳化和绿色低碳产业化。生态系统碳汇能力明显提高。绿色低碳生活成为新风尚。

数据来源：[http://www.gov.cn/xinwen/2021-10/27/content\\_5647137.htm#1](http://www.gov.cn/xinwen/2021-10/27/content_5647137.htm#1)

### 3.6. 生态环境部发布全国碳市场首个履约周期配额清缴通知

生态环境部发布《关于做好全国碳排放权交易市场第一个履约周期碳排放配额清缴工作的通知》。《通知》要求各地的生态环境厅（局）督促发电行业重点排放单位尽早完成全国碳市场第一个履约周期配额清缴，确保 2021 年 12 月 15 日 17 点前本行政区域 95%的重点排放单位完成履约，12 月 31 日 17 点前全部重点排放单位完成履约。

数据来源：[https://www.eco.gov.cn/news\\_info/50271.html](https://www.eco.gov.cn/news_info/50271.html)

### 3.7. 《关于开展工业固体废物排污许可管理工作的通知（征求意见稿）》发布

《通知》旨在指导工业固体废物纳入排污许可工作，依法逐步将产生工业固体废物单位(以下简称产废单位)的工业固体废物(以下简称工业固废)环境管理要求纳入其排污许可证。其主要任务为指导产废单位做好申报准备工作，建立联合审核机制，规范审核方式，推动信息共享。

数据来源:

[https://www.mee.gov.cn/xxgk2018/xxgk/xxgk06/202110/t20211025\\_957708.html](https://www.mee.gov.cn/xxgk2018/xxgk/xxgk06/202110/t20211025_957708.html)

### 3.8. 《福建省“十四五”战略性新兴产业发展专项规划》印发

日前，福建省人民政府办公厅发布关于印发福建省“十四五”战略性新兴产业发展专项规划的通知，将节能环保产业列为重点发展八大产业之一，《规划》指出抢抓创建美丽中国福建典范良好机遇，推进“碳达峰、碳中和”工作，以构建绿色低碳循环发展经济体系为目标，突破能源高效与梯级利用、污染防治与安全处置、资源回收与循环利用等技术，促进产业发展壮大。到2025年，节能环保产业增加值力争达到600亿元，年均增长9.0%。

数据来源:

[https://www.fujian.gov.cn/zwgk/zxwj/szfbgtwj/202110/t20211029\\_5752253.htm](https://www.fujian.gov.cn/zwgk/zxwj/szfbgtwj/202110/t20211029_5752253.htm)

### 3.9. 《湖南省“十四五”生态环境保护规划》发布

日前，湖南省人民政府办公厅发布了关于印发《湖南省“十四五”生态环境保护规划》的通知，规划要求到2025年，全省绿色低碳发展水平显著提升，重点污染物排放总量、单位地区生产总值二氧化碳排放量和能耗持续降低；水环境质量持续改善，全面消除劣V类水体，洞庭湖总磷浓度持续下降，市级城市集中式饮用水水源地水质全面达标，县级城市集中式饮用水水源地水质达标率达到95.8%；空气环境质量持续改善，地级及以上城市PM2.5年平均浓度持续下降，基本消除重度及以上污染天数；全省土壤污染环境风险得到有效管控，土壤安全利用水平巩固提升，受污染耕地和重点建设用地实现安全利用和有效管控；自然生态保护监管取得积极进展，森林覆盖率不降低。

数据来源:

[https://www.hunan.gov.cn/hnszf/hnyw/sy/hnyw1/202110/t20211024\\_20849131.html](https://www.hunan.gov.cn/hnszf/hnyw/sy/hnyw1/202110/t20211024_20849131.html)

### 3.10. 生态环境部：加大政策支持力度 保障民生用气价格

中国生态环境部大气环境司副司长吴险峰 10 月 29 日在北京举行的新闻发布会上表示，为持续做好秋冬季大气污染防治工作，生态环境部研究起草了《2021-2022 年秋冬季大气污染综合治理攻坚方案》，拟于近期印发实施。该方案称，要加大政策支持力度，保障民生用气价格，完善峰谷分时价格制度，工业企业实施差异化的电价政策。中央财政结合各地实际情况在一定时期内适当给予清洁取暖运营支持，清洁取暖补贴差异化精准施策，重点向农村低收入人群倾斜，不搞“一刀切”。

数据来源：<https://gas.in-en.com/html/gas-3648626.shtml>



## 4. 公司公告

表 1: 公司公告

类型	日期	公司	事件
三季报	10.25	宇通重工	第三季度营业收入 9.42 亿元, 同比变动-14.1%, 归母净利润 1.03 亿元, 同比变动 1.75%, 扣非净利润 0.56 亿元, 同比变化-42.34%; 前三季度营业收入 24.82 亿元, 同比变动 10.4%, 归母净利润 3.35 亿元, 同比变动 19.14%, 扣非净利润 2.15 亿元, 同比变化-8.09%。
		苏交科	第三季度营业收入 11.49 亿元, 同比变动-13.73%, 归母净利润 1.15 亿元, 同比变动 18%, 扣非净利润 1.16 亿元, 同比变化 18.3%; 前三季度营业收入 31.26 亿元, 同比变动-11.33%, 归母净利润 2.6 亿元, 同比变动 24.5%, 扣非净利润 2.57 亿元, 同比变化 15.72%。
		理工环境	第三季度营业收入 2.28 亿元, 同比变动-11.71%, 归母净利润 6.95 亿元, 同比变动-27.58%, 扣非净利润 6.05 亿元, 同比变化-36.07%; 前三季度营业收入 6.64 亿元, 同比变动 7.07%, 归母净利润 1.83 亿元, 同比变动-10.1%, 扣非净利润 1.69 亿元, 同比变化-14.55%。
		中再资环	第三季度营业收入 10.22 亿元, 同比变动-0.25%, 归母净利润 8433 万元, 同比变动-50.74%, 扣非净利润 8181 万元, 同比变化-47.95%; 前三季度营业收入 26.62 亿元, 同比变动 10.33%, 归母净利润 2.6 亿元, 同比变动-24.38%, 扣非净利润 2.41 亿元, 同比变化-24.59%。
		城发环境	公司第三季度营业收入 3.14 亿元, 同比减少-13.46%, 年初至报告期末营业收入 10.73 亿元, 同比增长 20.73%。归属于上市公司股东净利润 4934 万元, 同比增长 47.03%, 年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 2012 万元, 同比减少 72.15%。归属于上市公司股东扣非净利润 1913 万元, 同比减少 35.99%, 年初至报告期末归属于上市公司股东净利润-1074 万元, 同比减少 116.67%。
	10.26	玉禾田	第三季度营业收入 11.70 亿元, 同比变动 7.04%, 归母净利润 1.08 亿元, 同比变动-39.80%; 前三季度营业收入 35.68 亿元, 同比变动 13.29%, 归母净利润 4.23 亿元, 同比变动-19.83%。
		中国天楹	第三季度营业收入 58.51 亿元, 同比变动 5.83%, 归母净利润 2.00 亿元, 同比变动 0.07%; 前三季度营业收入 173 亿元, 同比变动 6.70%, 归母净利润 5.39 亿元, 同比变动 8.64%。
		卓越新能	第三季度营业收入 8.59 亿元, 同比变动 139.25%, 归母净利润 9379 万元, 同比变动 100.61%; 前三季度营业收入 19.81 亿元, 同比变动 64.71%, 归母净利润 2.00 亿元, 同比变动 3.49%。
	10.27	中金环境	公司第三季度营业收入 13.36 亿元, 同比增长 15.17%, 年初至报告期末营业收入 36.63 亿元, 同比增长 38.71%。归属于上市公司股东净利润 2029 万元, 同比减少 71.72%, 年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 1.58 亿元, 同比增长 23.71%。归属于上市公司股东扣非净利润 1531 万元, 同比减少 76.59%, 年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 1.63 亿元, 同比增长 34.47%。

力合科技	公司第三季度营业收入 2.02 亿元，同比减少 12.28%，年初至报告期末营业收入 6.03 亿元，同比增长 11.34%。归属于上市公司股东净利润 6582 万元，同比减少 8.1%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 1.91 亿元，同比增长 1.04%。归属于上市公司股东扣非净利润 5610 万元，同比减少 11.4%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 1.64 亿元，同比减少 2.3%。
伟明环保	公司第三季度营业收入 12.36 亿元，同比增长 25.19%，年初至报告期末营业收入 33.26 亿元，同比增长 55.98%。归属于上市公司股东净利润 4.16 亿元，同比增长 3.28%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 11.56 亿元，同比增长 30.01%。
洪城环境	公司第三季度营业收入 14.38 亿元，同比减少 21.46%，年初至报告期末营业收入 56.62 亿元，同比增长 22.89%。归属于上市公司股东净利润 2.34 亿元，同比增长 20.05%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 6.38 亿元，同比增长 22.4%。归属于上市公司股东扣非净利润 2.28 亿元，同比增长 22.11%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 6.14 亿元，同比增长 25.92%。
深圳燃气	公司第三季度营业收入 49.37 亿元，同比增长 33.4%，年初至报告期末营业收入 145.73 亿元，同比增长 44.66%。归属于上市公司股东净利润 3.52 亿元，同比减少 18.89%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 12.04 亿元，同比增长 10.25%。归属于上市公司股东扣非净利润 3.39 亿元，同比减少-18.62%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 11.82 亿元，同比增长 15.89%。
四通股份	公司第三季度营业收入 1.18 亿元，同比增长 103.27%，年初至报告期末营业收入 3.13 亿元，同比增长 87.4%。归属于上市公司股东净利润 1409 万元，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 4496 万元。归属于上市公司股东扣非净利润 561 万元，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 789 万元。
德林海	公司第三季度营业收入 9305 万元，同比减少 9.29%，年初至报告期末营业收入 2.67 亿元，同比增长 14.34%。归属于上市公司股东净利润 1289 万元，同比减少 57.09%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 5120 万元，同比减少 32.03%。归属于上市公司股东扣非净利润 892 万元，同比减少 69.17%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 3590 万元，同比减少 49.87%。
复洁环保	公司第三季度营业收入 5495 万元，同比减少-45.62%，年初至报告期末营业收入 1.77 亿元，同比减少 29.78%。归属于上市公司股东净利润 1677 万元，同比增加 25.75%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 3480 万元，同比减少 14.45%。归属于上市公司股东扣非净利润 1113 万元，同比减少 12.36%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 2455 万元，同比减少 36.69%。
节能国祯	公司第三季度营业收入 10.42 亿元，同比增长 11.99%，年初至报告期末营业收入 29.64 亿元，同比增长 16.88%。归属于上市公司股东净利润 1.04 亿元，同比减少 7.37%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 2.73 亿元，同比增长 0.65%。归属于上市公司股东扣非净利润 1.04 亿元，同比增

		长 2.1%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 2.68 亿元，同比增长 3.92%。
	高能环境	公司第三季度营业收入 21.14 亿元，同比增加 24.76%，年初至报告期末营业收入 54.85 亿元，同比增长 27.05%。归属于上市公司股东净利润 1.93 亿元，同比增长 34.17%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 5.84 亿元，同比增长 41.17%。归属于上市公司股东扣非净利润 1.83 亿元，同比增长 33.51%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 5.64 亿元，同比增长 40.69%。
	中衡设计	公司第三季度营业收入 3.57 亿元，同比减少 13.53%，年初至报告期末营业收入 9.92 亿元，同比减少 6.55%。归属于上市公司股东净利润 1741 万元，同比减少 61.8%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 9632 万元，同比减少 35%。归属于上市公司股东扣非净利润 1883 万元，同比减少 60.31%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 8508 万元，同比减少 28.38%。
	首华燃气	公司第三季度营业收入 3.99 亿元，同比增长 14.72%，年初至报告期末营业收入 12.76 亿元，同比增长 22.51%。归属于上市公司股东净利润 1790 万元，同比增长 52.38%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 7214 万元，同比减少 13.02%。归属于上市公司股东扣非净利润 1718 万元，同比增长 54.3%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 7114 万元，同比减少 12.26%。
	博世科	公司第三季度营业收入 8.13 亿元，同比减少 5.98%，年初至报告期末营业收入 23.42 亿元，同比减少 0.17%。归属于上市公司股东净利润 2453 万元，同比减少 58.23%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 1.12 亿元，同比减少 38.04%。归属于上市公司股东扣非净利润 2124 万元，同比减少 48.82%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 7535 万元，同比减少 46.66%。
	维尔利	公司第三季度营业收入 7.74 亿元，同比增长 6.69%，年初至报告期末营业收入 23.6 亿元，同比增长 17.3%。归属于上市公司股东净利润 3816 万元，同比减少 71.81%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 1.69 亿元，同比减少 43.27%。归属于上市公司股东扣非净利润 2752 万元，同比减少 72.06%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 1.51 亿元，同比减少 39.53%。
10.28	瀚蓝环境	公司第三季度营业收入 25.73 亿元，同比增长 27.95%，年初至报告期末营业收入 71.24 亿元，同比增长 38.4%。归属于上市公司股东净利润 3.02 亿元，同比减少 1.96%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 9.29 亿元，同比增长 20.82%。归属于上市公司股东扣非净利润 2.85 亿元，同比减少 5.39%，年初至报告期末归属于上市公司股东净利润 8.94 亿元，同比增长 18.76%。
	英科再生	第三季度营业收入 5.85 亿元，同比增长 18.48%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 25.12%，扣非净利润 0.71 亿元，同比增长 31.73%；前三季度营业收入 14.89 亿元，同比增长 27.41%，归母净利润 1.95 亿元，同比增长 10.02%，扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 109.35%。

三峰环境	第三季度营业收入 13.73 亿元，同比增长 6.14%，归母净利润 3.38 亿元，同比增长 22.59%，扣非净利润 3.34 亿元，同比增长 25.02%；前三季度营业收入 44.71 亿元，同比增长 21.80%，归母净利润 10.96 亿元，同比增长 78.59%，扣非净利润 10.86 亿元，同比增长 81.37%。
先河环保	第三季度营业收入 2.01 亿元，同比减少 14.14%，归母净利润 0.11 亿元，同比减少 76.59%，扣非净利润 0.09 亿元，同比减少 80.77%；前三季度营业收入 7.40 亿元，同比增长 3.74%，归母净利润 0.70 亿元，同比减少 39.07%，扣非净利润 0.63 亿元，同比减少 43.03%。
启迪环境	第三季度营业收入 20.31 亿元，同比减少 7.55%，归母净利润-2.69 亿元，同比减少 661.58%，扣非净利润-2.19 亿元，同比减少 3412.69%；前三季度营业收入 58.95 亿元，同比减少 8.61%，归母净利润-41.67 亿元，同比减少 1923.53%，扣非净利润-41.16 亿元，同比减少 2638.61%。
聚光科技	第三季度营业收入 7.18 亿元，同比减少 22.82%，归母净利润-0.51 亿元，同比减少 276.99%，扣非净利润-0.58 亿元，同比减少 500.60%；前三季度营业收入 20.87 亿元，同比减少 11.35%，归母净利润-0.61 亿元，同比减少 245.05%，扣非净利润-1.48 亿元，同比减少 30039.38%。
迪森股份	第三季度营业收入 3.62 亿元，同比减少 20.56%，归母净利润 0.05 亿元，同比减少 85.95%，扣非净利润 0.02 亿元，同比减少 96.43%；前三季度营业收入 9.66 亿元，同比增长 5.16%，归母净利润 0.25 亿元，同比减少 38.64%，扣非净利润 0.17 亿元，同比减少 66.46%。
旺能环境	第三季度营业收入 13.46 亿元，同比增长 196.12%，归母净利润 1.52 亿元，同比增长 2.09%，扣非净利润 1.49 亿元，同比增长 1.04%；前三季度营业收入 24.60 亿元，同比增长 106.41%，归母净利润 4.84 亿元，同比增长 27.92%，扣非净利润 4.76 亿元，同比增长 27.54%。
雪浪环境	第三季度营业收入 4.39 亿元，同比增长 6.88%，归母净利润 0.05 亿元，同比减少 94.78%，扣非净利润 0.04 亿元，同比减少 90.83%；前三季度营业收入 12.91 亿元，同比增长 41.90%，归母净利润 0.56 亿元，同比减少 42.17%，扣非净利润 0.51 亿元，同比增长 53.17%。
龙净环保	第三季度营业收入 33.61 亿元，同比减少 0.10%，归母净利润 2.89 亿元，同比减少 21.86%，扣非净利润 2.50 亿元，同比减少 22.60%；前三季度营业收入 82.37 亿元，同比增长 18.25%，归母净利润 6.93 亿元，同比增长 21.01%，扣非净利润 5.91 亿元，同比增长 17.19%。
金科环境	第三季度营业收入 0.73 亿元，同比增长 19.96%，归母净利润 0.02 亿元，同比减少 59.64%，扣非净利润-0.02 亿元，同比减少 142.81%；前三季度营业收入 3.29 亿元，同比增长 19.51%，归母净利润 0.36 亿元，同比增长 2.10%，扣非净利润 0.31 亿元，同比减少 5.80%。
新奥股份	第三季度营业收入 278.09 亿元，同比增长 31.85%，归母净利润 11.33 亿元，同比增长 116.06%，扣非净利润 7.89 亿元，同比增长 56.57%；前三季度营业收入 796.44 亿元，同比增长 33.77%，归母净利润 32.11 亿元，同比增长 156.45%，扣非净利润 25.16 亿元，同比增长 703.90%。
龙马环卫	第三季度营业收入 14.55 亿元，同比减少 1.70%，归母净利润 0.96 亿元，同比减少 28.82%，扣非净利润 0.90 亿元，同比减少 23.25%；前三季度营业收入 42.27 亿元，同比增长 8.52%，归母净利润 3.08 亿元，同比减少 7.02%，扣非净利润 2.83 亿元，同比减少 3.01%。

		格林美	第三季度营业收入 48.92 亿元，同比增长 61.43%，归母净利润 1.79 亿元，同比增长 60.56%，扣非净利润 1.68 亿元，同比增长 165.92%；前三季度营业收入 128.92 亿元，同比增长 49.14%，归母净利润 7.16 亿元，同比增长 120.08%，扣非净利润 6.64 亿元，同比增长 164.45%。
		雪迪龙	第三季度营业收入 3.01 亿元，同比增长 0.15%，归母净利润 4687.48 万元，同比减少 9.83%，扣非净利润 4071.31 万元，同比减少 18.81%；前三季度营业收入 8.79 亿元，同比增长 30.37%，归母净利润 1.59 亿元，同比增加 159.71%，扣非净利润 1.16 亿元，同比增加 101.62%。
		东江环保	第三季度营业收入 9.86 亿元，同比增长 19.75%，归母净利润 5078.15 万元，同比减少 26.26%，扣非净利润 3539.68 万元，同比减少 4.02%；前三季度营业收入 26.42 亿元，同比增长 14.76%，归母净利润 1.62 亿元，同比减少 29.21%，扣非净利润 1.44 亿元，同比减少 23.47%。
	10.29	上海环境	第三季度营业收入 14.84 亿元，同比增长 59.63%，归母净利润 2.12 亿元，同比增加 2.51%，扣非净利润 2.09 亿元，同比增加 1.91%；前三季度营业收入 53.18 亿元，同比增长 87.13%，归母净利润 6.27 亿元，同比增加 16.73%，扣非净利润 6.18 亿元，同比增加 16.22%。
		百川能源	第三季度营业收入 6.85 亿元，同比增长 13.09%，归母净利润 9456.37 万元，同比增加 17.9%，扣非净利润 7150.04 万元，同比增加 7.02%；前三季度营业收入 31.31 亿元，同比增长 10.36%，归母净利润 4.37 亿元，同比增加 6.46%，扣非净利润 4.05 亿元，同比增加 2.75%。
		奥福环保	第三季度营业收入 9963.95 万元，同比增长 34.15%，归母净利润 1614.53 万元，同比减少 21.31%，扣非净利润 1483.01 万元，同比减少 27.31%；前三季度营业收入 2.77 亿元，同比增长 23.42%，归母净利润 6073.02 万元，同比减少 4.19%，扣非净利润 5637.77 万元，同比减少 5.13%。
		三达膜	第三季度营业收入 2.94 亿元，同比增长 50.22%，归母净利润 7623.21 万元，同比增加 21.35%，扣非净利润 6970.29 万元，同比增加 32.53%；前三季度营业收入 6.98 亿元，同比增长 31.96%，归母净利润 2.1 亿元，同比增加 24.26%，扣非净利润 1.92 亿元，同比增加 38.28%。
投资	10.27	四通股份	公司拟投资 SMC 复合材料轻质人防门建设项目，拟投资金额不超过 9000 万元。
项目中标	10.25	北控城市	公司全资子公司北控城市环境服务中标贵州省盘州市中心城区环卫绿化市场化运营项目（二次），估计合约总值 7.92 亿元，估计年收入 5214 万元，合约期 15 年。
提供担保	10.25	中再资环	公司为全资子公司亿能公司向中国农业银行股份有限公司灵武市支行申请的 12 个月的融资业务提供金额不超过 5000 万元的担保。
		伟明环保	公司为全资子公司伟明环保设备向宁波银行股份有限公司温州分行申请的流动资金贷款提供金额不超过 5000 万元的担保。
	10.27	维尔利	公司拟为常州餐厨向南京银行常州分行申请的人民币 1000 万元的综合授信提供担保，授信期限为一年。公司拟为杭能环境向中信银行杭州分行申请的人民币 8000 万元的综合授信提供担保，授信期限为一年。公司拟为金源机械向南京银行常州分行申请的人民币 700 万元的综合授信提供担保，授信期限为一年。
可转债付息	10.28	盈峰环境	将于 2021.11.4 支付第一年利息，每 10 张盈峰转债（面值 1,000.00 元）利息为 2.00 元（含税）。

股份质押与解除质押	10.25	金源环保	金源控股 10 月 21 日解除质押股份数量 815 万股，占其所持股份比例 3.51%，质权人中信银行股份有限公司杭州分行，当日股票收盘价 12.29 元；金源控股 10 月 22 日解除质押股份数量 60 万股，占其所持股份比例 0.26%，质权人中信银行股份有限公司杭州分行，当日股票收盘价 11.2 元；金源控股 10 月 22 日办理质押股份数量 787 万股，占其所持股份比例 3.39%，质权人中信银行股份有限公司杭州分行，当日股票收盘价 11.2 元。
	10.27	聚光科技	公司股东睿洋科技本次解除质押股份 787 万股，占其所持股份比例 8.65%，占公司总股本 1.74%。
	10.28	新奥股份	股东新奥控股本次股份质押 2300 万股，占其持有公司股份总数的 5.34%，占公司总股本的 0.81%；累计质押 1.93 亿股，占其持有公司股份总数的 44.87%，占公司总股本的 6.79%。
	10.29	聚光科技	公司控股股东睿洋科技于 10 月 28 日质押公司股份 300 万股，占其所持股份比例 4.4%。占公司总股本 0.89%。
股份回购	10.25	宇通重工	司将一名因工作调整而不再具备激励资格的激励对象已获授但尚未解除限售的限制性股票共计 30 万股进行回购注销。
	10.28	中国燃气	回购 30 万股，价格 19.06HKD，共 571.8 万 HKD，累计回购 3778.62 万股，占总股数 0.68%。
股东减持	10.25	节能国祯	公司持股 5% 以上股东长江环保集团及其一致行动人三峡资本（合计持有本公司股份 7304 万股，占公司总股本比例 10.73%）计划自本公告之日起十五个交易日后的六个月内以集中竞价交易、大宗交易或换购交易型开放式指数证券投资基金（ETF）方式减持不超过 3488 万股节能国祯股份，占公司现有总股本的比例 5.12%。
会计政策变更	10.25	城发环境	公司按照财政部发布的解释第 14 号相关规定执行，变更后，公司无形资产由 15 亿变为 41.1 亿；其他非流动资产由 29.2 亿变为 3.09 亿。本次会计政策变更对公司财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。
关联交易	10.25	城发环境	河南省许平南公司拟将所持有的 G312 线西峡内乡界至丁河段公路新建工程 PPP 项目全部股权以 8321 万的价格转让给河南城发投资；公司与城发投资同受河南投资集团有限公司控制。
募集资金置换	10.25	苏交科	公司同意使用募集资金置换预先投入募投项目的自筹资金 148 万元及已支付的发行费用 247 万元，合计 395 万元。
章程修订	10.25	苏交科	修订后，公司注册资本由 9.71 亿元变为 12.63 亿元；股份总数由 9.71 亿股变为 12.63 亿股，全部为普通股。
员工持股计划	10.25	雪迪龙	参加本持股计划的参与对象为公司或公司下属子公司的董事共计 30 人，规模不超过约 1000 万股，占公司当前总股本的 1.59%，价格为 6.7 元/股。
国有产权无偿划转	10.27	苏交科	公司以 2020 年 12 月 31 日为划转基准日，将珠实集团 90% 国有产权从广州市水务投资集团有限公司无偿划转至广州市人民政府。
拆迁补偿	10.28	雪浪环境	太湖街道办事处需征收公司位于经开区太湖街道双新经济园区的房屋，征收补偿费用合计 1.15 亿元。
套期保值	10.28	迪森股份	全资子公司迪森家居使用自有资金与银行等金融机构开展外汇套期保值业务，任何时点交易余额不超过等值 100 万美元（含），有效期为一年。
对子公司增资	10.29	奥福环保	公司拟以自有资金出资 4600 万元对全资子公司重庆奥福进行增资。本次增资完成后，重庆奥福的注册资本将由 3000 万元增至 7600 万元。

主要经营数据	10.29	上海环境	公司 2021 年 1-9 月累计发电量 277831.74 万度，同比增长 38.66%，上网电量 230699.89 万度，同比增长 37.33%；2021 年 1-9 月累计污水处理总量为 32993.06 万吨，日均处理量为 120.8 万吨。
大宗交易	10.25	中创环保	以 4.15 的价格成交 30 万股，成交额 124.5 万元，占总股本 0.0778%。
	10.26	聚光科技	以 16.53 元价格成交 444.0 万股，成交额 7339.32 万元，占股本 0.9812%。
	10.29	华测检测	以 23.08 元的价格成交 20.5 万股，成交金额 473.14 万元，占总股本 0.0123%。
		伟明环保	以 24.32 元的价格成交 500 万股，成交金额 1.216 亿元，占总股本 0.3979%。
		京源环保	以 10.15 元的价格成交 60 万股，成交金额 609 万元，占总股本 0.5592%。

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
11/01 (周一)	润邦股份	复牌提示
	ST 云投	股东大会召开
	洪城环境	股东大会召开
11/02 (周二)	绿城水务	股东大会召开
11/05 (周五)	宝馨科技	股东大会召开

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>

