

环保工程及服务行业周报

2021年11月7日

全国煤电机组改造升级，国家级经开区“双碳”先行先试

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

■ **全国煤电机组改造升级，2025年全国火电平均供电煤耗降至300克标准煤/千瓦时以下。**11月3日，国家发改委、国家能源局联合发布了《全国煤电机组改造升级实施方案》，方案提出主要目标：除特定需求外，原则上采用超超临界且供电煤耗低于每千瓦时270克标准煤的机组。到2025年，全国火电平均供电煤耗降至每千瓦时300克标准煤以下。十四五期间煤电机组1)节煤降耗改造规模不低于3.5亿千瓦；2)供热改造规模力争达到5000万千瓦；3)灵活性改造制造规模实现1.5亿千瓦。

■ **商务部提出推进国家级经开区积极引导绿色低碳发展。**商务部印发《关于进一步推进国家级经开区创新提升更好发挥开放平台作用的通知》从积极引导绿色低碳发展等九个方面明确下一步工作要点，其中提出：引导国家级经开区绿色低碳可持续发展，鼓励有条件的国家级经开区在碳达峰、碳中和方面先行先试，推动国家级经开区经济社会发展有序绿色转型。

■ **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、环保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

1. 行情回顾（2021/11/1-2021/11/5）	4
1.1. 板块表现.....	4
1.2. 股票表现.....	4
2. 最新研究	5
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. 碳战略视角关注生态资产价值重估.....	9
2.4. 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.....	10
2.5. 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	11
2.6. 百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大.....	13
2.7. 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
2.8. 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	14
2.9. 鉴他山之石，全国碳市场展望及减碳成本测算.....	16
2.10. 各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算.....	17
2.11. 环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰.....	18
2.12. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估.....	19
2.13. 高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头.....	21
3. 行业新闻	22
3.1. 生态环境部印发《环境保护综合名录（2021年版）》	22
3.2. 商务部：鼓励国家级经开区在碳达峰、碳中和方面先行先试.....	23
3.3. 国家发展改革委 国家能源局关于开展全国煤电机组改造升级的通知.....	23
3.4. 《国家鼓励的工业节水工艺、技术和装备目录（2021年）》公示.....	23
3.5. 《江苏省“十四五”生态环境保护规划》印发.....	24
3.6. 《广东省生态文明建设“十四五”规划》印发.....	24
3.7. 贵州省印发《关于实施大生态战略行动在生态文明建设上出新绩的意见（征求意见稿）》	25
3.8. 《深圳市近零碳排放区试点建设实施方案》印发.....	25
3.9. 山东省发布《关于征集2022年度生态环保领域开放合作项目的通告》	25
3.10. 河北省发布《河北省大气污染防治条例》	26
4. 公司公告	26
5. 下周大事提醒	29
6. 风险提示	29

图表目录

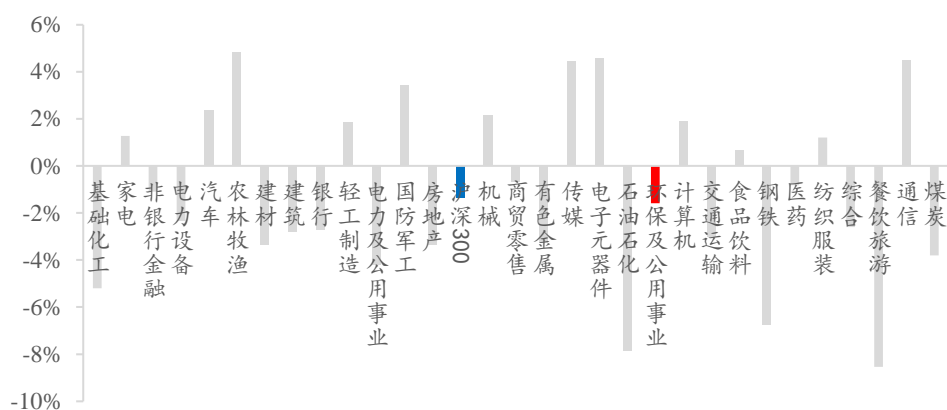
图 1: 本周各行业指数涨跌幅比较.....	4
图 2: 环保行业本周涨幅前十标的.....	4
图 3: 环保行业本周跌幅前十标的.....	5
表 1: 公司公告.....	26
表 2: 下周大事提醒.....	29

1. 行情回顾（2021/11/1-2021/11/5）

1.1. 板块表现

本周(2021/11/1-2021/11/5, 下同)环保及公用事业指数下跌 1.59%, 表现弱于大盘。本周上证综指下跌 1.57%, 深圳成指上涨 0.08%, 创业板指上涨 0.06%, 沪深 300 指数下跌 1.35%, 中信环保及公用事业指数下跌 1.59%。

图 1: 本周各行业指数涨跌幅比较

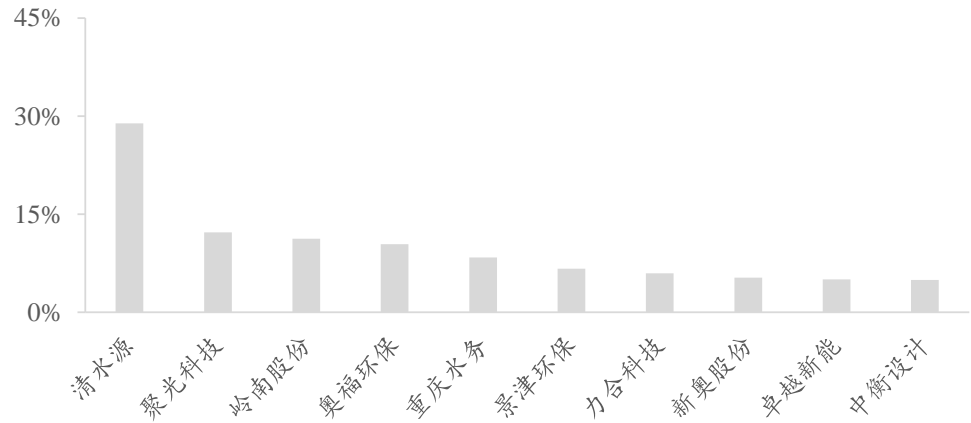


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 股票表现

本周涨幅前十标的为: 清水源 28.9%, 聚光科技 12.22%, 岭南股份 11.24%, 奥福环保 10.4%, 重庆水务 8.38%, 景津环保 6.65%, 力合科技 5.96%, 新奥股份 5.27%, 卓越新能 5.02%, 中衡设计 4.93%。

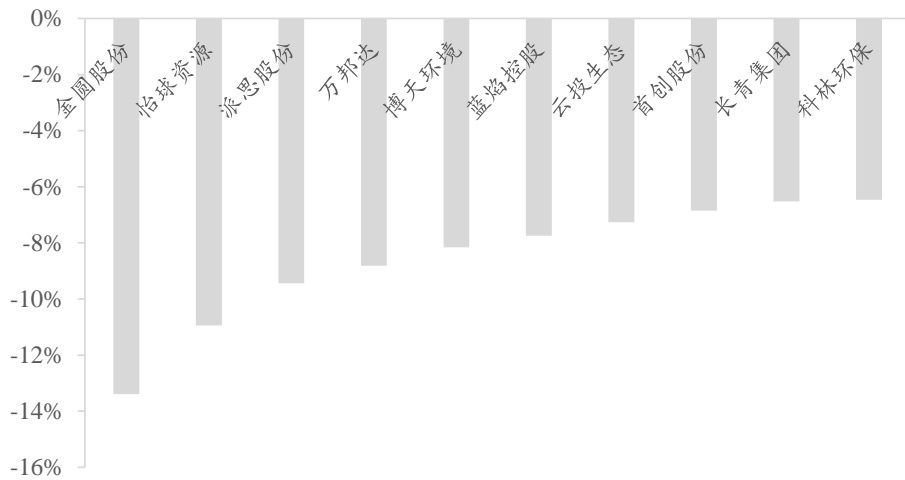
图 2: 环保行业本周涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周跌幅前十标的为：金圆股份-13.39%，怡球资源-10.94%，派思股份-9.44%，万邦达-8.82%，博天环境-8.16%，蓝焰控股-7.74%，云投生态-7.26%，首创股份-6.85%，长青集团-6.52%，科林环保-6.46%。

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. 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

2.4. 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:**新能源车辆销售不及预期、项目进度不及预期、竞争加剧

2.5. 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

2.6. 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

2.7. 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

2.8. 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

2.9. 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

2.10. 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

2.11. 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，释放受政策与经济性驱动。**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，龙头地位复制环服订单市场第一；**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

2.12. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估

投资要点

- **报告创新点:** 1) 从碳中和视角下搭建行业投资框架及环保产业映射; 2) 对碳交易市场交易现状、建设进展及 CCER 抵消机制做了较为全面的梳理; 3) 对垃圾焚烧 CCER 项目碳减排及经济性效益进行敏感性测算, 得出度电垃圾焚烧 CCER 收入近 4 分钱, 利润弹性约 12%。
- **碳中和投资框架:** 从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架。中国碳排放居世界首位占比近 29%, “2030 碳达峰、2060 碳中和” 已上升至前所未有的高度, 成为大国崛起的必要筹码。能源替代/节能减排/循环利用/生态碳汇将成为实现碳中和的重要途径, 碳交易提供有效制度支撑。
- **碳中和环保产业映射:** 从环保视角来看, 1) 能源替代: 前端能源结构调整, 关注环卫新能源装备及可再生能源 (垃圾焚烧等) 替代需求。2) 节能减排: 中端推动产业结构转型, 关注节能管理&减排设备应用。3) 循环利用: 推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4) 环境咨询: 环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5) 碳交易: 鼓励可再生能源 (垃圾焚烧/生物质利用等)、甲烷利用 (污水处理/沼气利用)、林业碳汇等 CCER 项目发展。
- **碳中和制度支撑:** 碳交易—迎全国化&多元化&机构转变三大变化, CCER 需求提升利好可再生能源。
 - 1) 三大变化: a. 试点向全国, 21 年 6 月全国碳市场有望上线; b. 行业扩充, 钢铁/水泥/化工等行业有望于“十四五”纳入全国碳市场, c. 主管机构由发改委转变为生态环境部。
 - 2) 两种模式: 碳交易产品分碳排放配额及自愿减排量 (CCER) 抵消两种, CCER 将为可再生能源项目提供附加收入。
 - 3) 市场空间: 按 5% 抵消比例计算, 我们预计全国碳市场初期 CCER 需求量约 1.65 亿吨/年, 长期有望扩容至 4 亿吨/年。
- **垃圾焚烧量化评估:** 商业模式有望 C 端理顺现金流改善, 垃圾焚烧 CCER 贡献 12% 利润增量。
 - 1) CCER 有望贡献 12% 利润弹性。依据已审定垃圾焚烧 CCER 项目, 现审定生活垃圾焚烧项目数量占全部 CCER 近 4%, 头部焚烧公司产能占比约 30%, 地理区位、减排技术及发电效率是单位减排量的影响因素。中性情景下, 度电 CCER 收入达 0.039 元, 对垃圾焚烧项目收入端弹性达 4.48%, 利润端弹性达 12.01%, 净利率提升 2.02pct 至 29.96%。
 - 2) 商业模式有望向 C 端理顺现金流改善, 国补竞价上网影响有限。国补最新政

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

3) 碳中和推动绿色金融，企业融资成本有望下降。

- **建议关注：**1、**固废：**碳中和&行业刚性扩容&商业模式改善，关注优质资产稀缺性：**【瀚蓝环境】、【高能环境】**；2、**环卫电动化：**十年五十倍，掘金环卫新能源：**【盈峰环境】、【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

2.13. 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. 生态环境部印发《环境保护综合名录（2021 年版）》

为贯彻落实习近平生态文明思想，深入打好污染防治攻坚战，坚决遏制高耗能、高排放项目盲目发展，促进重点行业企业绿色转型，近日，生态环境部发布了《环境保护综合名录（2021 年版）》（以下简称《名录（2021 年版）》）。

《名录（2021 年版）》包含“高污染、高环境风险”产品（以下简称“双高”产品）名录和环境保护重点设备名录，其中有 932 项“双高”产品，159 项产品除外工艺，79 项环境保护重点设备。932 项“双高”产品中，具有“高污染”特性产品 326 项，具有“高环境风险”特性产品 223 项，具有“高污染”和“高环境风险”双重特性产品 383 项。

《名录（2021 年版）》与《环境保护综合名录（2017 年版）》相比，新增阳离子淀粉、氟化氢等 47 项“双高”产品、丁二酸的清洁电化学法工艺等 35 项“双高”产品除外工艺和土壤淋洗设备等 7 项土壤污染防治设备。《名录（2021 年版）》纳入石油焦、1,4-丁二醇、丙酮、糖化酶、含铅铬集装箱面漆等生产过程中大气污染物、水污染物和固体废物排放较大的产品，以及双酚 A、室内装饰涂料用含铅铬色浆、含氯化石蜡增塑剂的塑料玩具等含有或生产过程中排放有毒有害物质的产品，且明确了大部分“双高”产品的重污染工艺和除外工艺，推动企业技术工艺升级改造。此外，新增土壤污染防治设备，提出了适用范围、主要指标及技术要求，与大气、固体废物污染防治设备、环境

监测设备等形成较为完善系统的环境保护重点设备名录。

生态环境部将持续推动《名录（2021年版）》实施应用，加强对企业的帮扶指导，推进重点行业高质量发展。

数据来源：https://www.mee.gov.cn/ywdt/hjywnews/202111/t20211103_959023.shtml

3.2. 商务部：鼓励国家级经开区在碳达峰、碳中和方面先行先试

商务部印发《关于进一步推进国家级经开区创新提升更好发挥开放平台作用的通知》（以下简称《通知》），从认真做好综合发展水平考核评价工作、强化稳外贸稳外资示范带动作用、**积极有序引导绿色低碳发展**、维护产业链供应链稳定、加大财政金融支持、深化体制机制改革、加强开发区动态管理、加强经验复制推广和宣传工作、扎实做好基础工作等九个方面明确下一步工作重点，提出工作要求，其中提出：**引导国家级经开区绿色低碳可持续发展，鼓励有条件的国家级经开区在碳达峰、碳中和方面先行先试，推动国家级经开区经济社会发展有序绿色转型。**《通知》还要求各相关省级商务主管部门要切实发挥牵头部门作用，结合各地实际情况，加强指导协调，完善配套措施，确保国家出台的各项政策措施落到实处、发挥实效，督促国家级经开区加快转型升级，为经济社会发展作出更大贡献。

数据来源：

<http://www.mofcom.gov.cn/article/zcjd/jdtzhz/202111/20211103213768.shtml>

3.3. 国家发展改革委 国家能源局关于开展全国煤电机组改造升级的通知

为认真贯彻落实《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》精神，推动能源行业结构优化升级，进一步提升煤电机组清洁高效灵活性水平，促进电力行业清洁低碳转型，助力全国碳达峰、碳中和目标如期实现，国家发展改革委、国家能源局会同有关方面制定了《全国煤电机组改造升级实施方案》。方案称，我国力争实现2030年前碳达峰和努力争取2060年前碳中和的目标，对优化能源结构和煤炭清洁高效利用提出了更高要求。对供电煤耗在300克标准煤/千瓦时以上的煤电机组，“十四五”期间改造规模不低于3.5亿千瓦。

数据来源：

https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202111/t20211103_1302857.html?code=&state=123

3.4. 《国家鼓励的工业节水工艺、技术和装备目录（2021年）》公示

根据《关于征集国家工业节水工艺、技术和装备的通知》（工信厅联节〔2021〕65号）要求，经企业申报、省级工业和信息化主管部门及有关行业协会和中央企业推荐、专家评审等，工业和信息化部、水利部共同组织编制了《国家鼓励的工业节水工艺、技术和装备目录（2021年）》。

其中共性通用技术包含：循环水处理技术、循环水冷却及回收利用技术、高盐废水处理技术、智能用水管理技术、非常规水利用技术。另包含十四个行业具体规定：钢铁行业、石化化工行业、纺织印染行业、造纸行业、食品行业、有色金属行业、皮革行业、制药行业、电子行业、建材行业、蓄电池行业、机械行业、煤炭行业、电力行业。

数据来源：

https://www.miit.gov.cn/zwgk/wjgs/art/2021/art_05bccd5dc41346e9b5630776c70e0531.html

3.5. 《江苏省“十四五”生态环境保护规划》印发

江苏省人民政府办公厅印发《江苏省“十四五”生态环境保护规划》，提出要建设美丽中国示范省，在空气质量、水环境质量等方面制定更高的标准，鼓励有条件的地方和重点行业、企业率先实现碳达峰。到2035年，广泛形成绿色生产生活方式，碳排放提前达峰后持续下降，生态环境根本好转，蓝天白云、绿水青山成为常态，基本满足人民对优美生态环境的需要，生态环境治理体系和治理能力现代化基本实现，建成美丽中国示范省份。到2025年，美丽江苏展现新风貌，碳排放强度、主要污染物排放总量持续下降，生态环境质量取得稳定改善，环境风险有效控制，生态环境治理体系和治理能力显著增强，基本建成美丽中国示范省份。

数据来源：

http://www.jiangsu.gov.cn/art/2021/10/29/art_46144_10091249.html?qqnahi=affiy2

3.6. 《广东省生态文明建设“十四五”规划》印发

广东省人民政府印发《广东省生态文明建设“十四五”规划》，目标到2035年，人与自然和谐共生格局基本形成，绿色生产生活方式总体形成，碳排放达峰后稳中有降，生态环境质量根本好转，美丽广东和世界一流美丽大湾区基本建成，生态文明建设在全面建设社会主义现代化国家新征程中走在全国前列、创造新的辉煌。到2025年，生态文明制度体系基本建成，国土空间开发保护格局清晰合理，生产生活方式绿色转型成效显著，绿色产业发展进展明显，能源资源配置更加合理、利用效率稳步提高，有条件的地区率先实现碳达峰，主要污染物排放总量持续减少，生态安全屏障质量进一步提升，绿色低碳循环发展经济体系基本建立，美丽广

东建设取得显著成效。

数据来源：http://www.gd.gov.cn/zwgk/jhgh/content/post_3595210.html

3.7. 贵州省印发《关于实施大生态战略行动在生态文明建设上出新绩的意见（征求意见稿）》

制定实施 2030 年前碳达峰方案，协同构建“1+N+X”政策体系，全省域全方位扎实推进碳达峰、碳中和工作。坚决遏制“两高”项目盲目发展。推进火电、钢铁、建材、化工、有色等重点行业企业节能降碳升级改造，严控煤炭消费总量，到 2025 年全省煤电机组平均供电煤耗力争控制在 305 克标准煤/千瓦时以内。加快产业结构调整，实施新能源倍增工程，推动建设风电和光伏发电基地，完善天然气产供储销，构建多元化的新能源供应体系；有序关停 30 万千瓦级以下现役煤电机组，新建 66 万千瓦以上机组替代产能；合理控制焦化行业产能规模，加快淘汰规模小、工艺落后企业；逐步淘汰规模小、能耗高、环保绩效差的水泥生产线。加快运输结构调整，火电、钢铁、化工、煤炭、有色等行业大宗货物清洁运输比例达到 70%以上。推动排污权、碳排放权等市场化交易，完善单株碳汇项目机制。到 2025 年，全省煤炭消费比重下降到 65.6%，非化石能源消费比重提高到 20.1%，单位国内生产总值二氧化碳排放量和能耗较 2020 年分别下降 18%和 15%。

数据来源：

https://sthj.guizhou.gov.cn/zwgk/zfxgk1/fdzdgknr/tzgg/gggs_5619746/202111/t20211102_71494713.html

3.8. 《深圳市近零碳排放区试点建设实施方案》印发

深圳市生态环境局、深圳市发展和改革委员会于近日联合下发《深圳市近零碳排放区试点建设实施方案》（以下简称《方案》）。根据《方案》，深圳拟选取碳减排潜力较大或低碳基础较好的区域、园区、社区、校园、建筑及企业，分批推进近零碳排放区试点建设，计划到 2025 年完成首批试点项目建设与验收，形成示范带动效应。

数据来源：http://meeb.sz.gov.cn/xxgk/qt/tzgg/content/post_9341593.html

3.9. 山东省发布《关于征集 2022 年度生态环保领域开放合作项目的通告》

山东发布关于征集 2022 年度生态环保领域开放合作项目的通告，省生态环境厅、省发展改革委、省商务厅确定通过公开征集方式发布推介一批生态环保领域开放合作项目，其中包括：大气污染防治项目、水污染防治项目、土壤污染防治项目农村环境

整治项目、资源综合利用和新能源替代项目、监测能力建设项目、生态环境综合服务项目、绿色金融项目。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20211102/1185194.shtml>

3.10. 河北省发布《河北省大气污染防治条例》

河北省生态环境厅发布《河北省大气污染防治条例》，向大气排放污染物的排污单位，应当按照国家和本省规定，设置大气污染物排放口及其标志。除因发生或者可能发生安全生产事故或者突发环境事件需要通过应急排放通道排放大气污染物外，禁止通过其他排放通道排放大气污染物。

数据来源：<http://hbeqb.hebei.gov.cn/hbhjt/zwgk/zc/101633000437221.html>

4. 公司公告

表 1：公司公告

类型	日期	公司	事件
项目中标	11.01	龙马环卫	公司 10 月预中标的环卫服务项目中标数 5 个，合计首年服务费金额为 1654 万元（占公司 2020 年度经审计营业收入的 0.30%），合同总金额为 3837 万元，截至 2021 年 10 月 31 日，公司 2021 年环卫服务项目中标数 42 个，合计首年年度金额为 4.725 亿元，合同总金额 23.90 亿元。
	11.02	中衡设计	公司中标苏州元科壹号科技产业发展有限公司软件开发新建工程项目，中标金额 7.78 亿元。
	11.03	博世科	公司与全资子公司湖南博世科组成联合体中标“百色市右江区人居环境整治项目一期（EPC）工程总承包”，投标报价 1.11 亿元，建设工期 365 日历天。
	11.04	节能铁汉	公司预中标三门峡市城乡一体化示范区黄河生态廊道乡村振兴及城乡基础设施 EPC 工程总承包项目，项目预算金额 20 亿元，项目总工期 5 年。
	11.05	中原环保	公司中标新密市乡村振兴基础设施建设 PPP 项目。项目围绕新密市乡村振兴基础设施建设，开展农村污水治理及相关设备、构筑物建设工程。中标合理利润率 6.9%，年度折现率 5.9%。项目合作期限为 30 年。
高能环境		公司中标岳阳市大型垃圾中转站和花果畈垃圾处理场渗滤液全量化处理项目，中标单价：人民币 179.88 元/吨。本项目为服务项目，运维服务期限 5 年，服务期间月考评优秀率在 90% 以上可续签 3 年。项目招标人预算总额为 1.6 亿元。	
投资	11.01	龙马环卫	2021 年度公司董事会授权经营层对外投资事项通过之日起至本公告披露日，公司及子公司使用自有资金或自筹资金新设投资项目公司 6 家，累计投资总额 1417 万元，单笔最高投资金额 500 万元，未超出 2021 年度公司董事会授权经营层对外投资总额度及单笔最高额度。
	11.03	中毅达	拟以发行股份方式购买中国信达、鑫丰环东、前海华建、贵州省国资委、黔晟国资、国投矿业、建设银行、工银投资、农银投资及建信投资合计持有的瓮福集团 100% 股权。

		首创环保	公司正在筹划以现金支付的方式收购首创大气100%股权。
签订合同	11.01	东珠生态	《河池市宜州老城区主干道修复提升（一期）工程（EPC）总承包合同》，总金额为1.463亿元。其中设计费（含税）为279.8万元。如要求按BIM建模，设计费应包含BIM建模费；建筑安装工程费（含税）为1.435亿元。
提供担保	11.01	泰达股份	天津泰达股份有限公司的二级子公司天津兴实新材料科技有限公司向华夏银行股份有限公司天津和平支行申请融资2000万元，期限半年，该业务为银行承兑汇票，票面金额2000万元，兴实新材料以不少于票面金额的50%交存保证金，并以所存保证金提供质押担保，由公司提供1000万元（敞口）连带责任保证。
		泰达股份	天津泰达股份有限公司的控股子公司天津泰达能源集团有限公司向天津滨海农村商业银行股份有限公司申请融资5000万元，期限12个月，由公司提供连带责任保证。
股份质押与解除质押	11.01	金圆股份	公司控股股东金圆控股集团有限公司本次质押股份790万股，占其所持股份比例3.41%，占公司总股本比例1.11%，质押起始日为2021年10月28日，质押到期日为办理解除质押手续之日，质权人为南京银行股份有限公司杭州分行，质押用途为自身生产经营。
		启迪环境	公司股东清华控股有限公司及其一致行动人（清控资产管理有限公司、西藏清控资产管理有限公司）合计持有1.140亿股公司股票，占公司总股本的7.97%，截至本公告披露日，清华控股及其一致行动人累计质押737.3万股公司股票，占其持有公司股份总数的6.47%，占公司总股本的0.52%。
股份回购	11.01	中衡设计	截至2021年10月31日，公司通过集中竞价交易方式回购股份数量为220.1万股，已回购股份占公司总股本的比例为0.79%，成交的最高价格为9.53元/股，成交的最低价格为8.95元/股，交易总金额为人民币2046万元。
		百川能源	2021年10月，公司没有进行股份回购。截至2021年10月31日，公司已累计回购股份410万股，占公司总股本0.30%，成交的最高价格为4.76元/股、最低价格为4.61元/股，已支付总金额为人民币1925万元（不含交易费用）。
		理工环科	宁波理工环境能源科技股份有限公司本次注销部分回购股票的数量为1217万股，占本次注销前总股本3.967亿股的比例为3.07%。本次部分回购股份注销完成后，公司总股本由3.967股变更为3.844股。
		中国天楹	截止2021年10月31日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份数量为2299万股，约占公司目前总股本的0.9111%，购买最高成交价为4.50元/股，购买的最低成交价为3.82元/股，成交总金额为9770万元（不含交易费用）。
		众合科技	截至2021年10月31日，公司通过回购专用证券账户，以集中竞价方式累计回购了478.7万股，占公司截至公告日总股本的0.8580%，最高成交价为8.75元/股，最低成交价为6.63元/股，支付的总金额为3498万元（不含交易费用）。
		聚光科技	截止2021年10月31日，根据公司2020年度回购股份方案，公司通过股票回购专用账户以集中竞价方式累计回购公司股份40.74万股，占公司目前总股本的比例0.09%，最高成交价为12.00元/股，最低成交价为11.84元/股，成交总金额487.6万元（不含交易费用）。
	11.02	景津环保	公司以集中竞价交易方式通过上海证券交易所交易系统累计回购股份708万股，比例为1.7200%，支付的资金总额为人民币1.61亿元。
11.04	景津环保	公司拟将回购注销3.30万股限制性股票。本次回购注销完成后，公司总股本将由411,949,500股变更为411,916,500股，注册资本将由411,949,500元变更为411,916,500元。	

		联泰环保	公司以自有资金以集中竞价交易方式回购，使用资金总额为不低于人民币 5000 万元且不超过 10,000 万元，回购价格不超过人民币 10.54 元/股。
股东减持	11.02	路德环境	中路优势通过集中竞价及大宗交易的方式减持公司股份 80.8 万股，减持比例 0.88%。减持后中路优势持有公司股份 4,591,900 股，占公司总股本的比例为 4.9999%。
		润邦股份	中新兴富、兴富优文及兴富艺华于 2021 年 9 月 9 日至 11 月 1 日期间通过大宗交易方式和集中竞价方式累计减持公司股份 19,229,600 股，占公司总股本的 2.04073%，合计持股比例由 7.04% 下降至 4.9999%。
	11.04	景津环保	股东李家权通过集中竞价交易减持 12.14 万股公司流通股，通过大宗交易减持 353.47 万股公司流通股，合计占公司总股本的 0.89%。股东李玲通过集中竞价交易减持 25.23 万股公司流通股，占公司总股本的 0.061%。本次权益变动后，李家权及其一致行动人李玲持有公司股份比例从 5.94874% 减少至 4.99998%。
	11.05	力合科技	公司股东祥禾泓安减持 380 万股，占公司总股本 1.62%。减持价格区间 18.9-30 元/股，减持均价 21.34 元/股。在计划减持期间，公司实施 2020 年度权益分派，以公司总股本 1.6 亿股扣除公司股份回购专用证券账户持股数 320 万股后的 1.57 亿股为基数，以资本公积金转增股份 10 转 5。本次转股完成后，公司总股本增加至 2.38 亿股。
		百川股份	公司控股股东、实际控制人郑铁江于 10 月 21 日通过大宗交易减持公司股份 1130 万股，占公司总股本 2%。公司董事、副总经理郑江于 10 月 20 日通过大宗交易减持公司股份 488.5 万股，减持比例 0.86%。
向特定对象发行	11.01	中材国际	上市公司向建材国际工程、建材研究总院发行股份购买其持有的北京凯盛 100.00% 股权。上市公司向建材国际工程、冯建华等 49 名自然人支付现金购买其持有的南京凯盛 98.00% 股权。其中，上市公司向建材国际工程支付现金购买其持有的南京凯盛 51.15% 股权，上市公司向冯建华等 49 名自然人支付现金购买其持有的南京凯盛 46.85% 股权。上市公司向中国建材发行股份购买其持有的中材矿山的 100.00% 股权。
股东权益变动	11.01	润邦股份	本次权益变动涉及江苏润邦重工股份有限公司控股股东及实际控制人发生变化。交易完成后，广州工业投资控股集团有限公司将成为上市公司的控股股东，广州市人民政府将成为上市公司的实际控制人。
	11.03	东江环保	深圳广晟（广晟金控全资子公司）持有的东江环保 130.2 万股股票无偿划转至广晟集团，以债务重组的方式，将广晟金控持有的东江环保 3359.78 万股股票非公开协议转让至广晟集团。交易完成后，广晟金控、深圳广晟将不再持有公司股份，广晟集团将直接持有公司 2 亿股股票，占比 22.86%，间接持有 2517.92 万股，占比 2.86%，合计持股比例不变，仍为 25.72%。
		*ST 美尚	公司控股股东将由王迎燕女士变更为湘江集团，公司实际控制人将由王迎燕、徐晶夫妇变更为长沙市人民政府国有资产监督管理委员会。
发行债券	11.01	首华燃气	本次可转债发行 13.79 亿元，发行价格每张 100 元，共计 1379 万张。本次发行的原股东优先配售日和网上申购日为 2021 年 11 月 1 日（T 日）。
	11.03	京源环保	本次向不特定对象发行可转换公司债券的募集资金总额不超过 3.325 亿元（含），扣除发行费用后的募集资金净额将主要用于投入智能超导磁混凝成套装备项目。
		中环环保	本次发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过人民币 8.64 亿元（含），扣除发行费用后的募集资金净额将用于承德县承德绿源热电建设项目、郸城县生活垃圾焚烧发电项目。

限售股上市流通	11.04	景津环保	本次符合解除限售条件的激励对象共计 389 人，本次解除限售股票 583.575 万股，占目前公司股本总额的 1.42%。
	11.05	三达膜	本次上市流通的限售股为公司首次公开发行战略配售股，数量为 328 万股，占公司总股本 0.98%，限售期 24 个月。本次上市流通数量为该限售期的全部战略配售股份数量，上市流通日期为 2021 年 11 月 15 日。
政府补助	11.02	东江环保	公司 2021 年 1 月-10 月累计各类政府补助资金共计人民币 3,296.46 万元，占公司归母净利润的 10.87%。
	11.05	龙净环保	公司及下属子公司共计获得的政府补助金额为 1.92 亿元，其中与收益相关的政府补助金额为 8336 万元，与资产相关的政府补助金额为 1.09 亿元。
		蓝焰控股	公司全资子公司山西蓝焰煤层气集团有限责任公司及其下属子公司 2021 年 11 月 4 日至 5 日累计收到政府补助 1394 万元，其中本期确认损益 436 万元。
大宗交易	11.02	中创环保	以 4.08 元的价格成交 97 万股，成交金额 395.76 万元，占总股本 0.2516%。
		华测检测	以 22.36\32.78 元的价格成交 9.75\130.00 万股，成交金额 218.01\4261.40 万元，占总股本 0.0058\0.0777%。
	11.04	京蓝科技	以 2.55 元的价格成交 181.12 万股，成交额 461.87 万元，占总股本 0.1769%。

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
11/08 (周一)	奥福环保	首发战略配售股份上市流通
	东珠生态	股东大会召开
	雪迪龙	股东大会召开
	怡球资源	股东大会召开
	湘潭电化	股东大会召开
11/10 (周三)	绿色动力	股东大会召开
	依米康	股东大会召开
	泰达股份	股东大会召开
11/11 (周四)	ST 云投	股东大会召开
	创业环保	股东大会召开
	中材国际	股东大会召开
	美丽生态	股东大会召开
11/12 (周五)	百川畅银	股东大会召开
	首华燃气	股东大会召开
	兴源环境	股东大会召开
	梅安森	股东大会召开
	润邦股份	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>

