

环保行业跟踪周报

县域城镇化建设带动环境市场下沉&分化加剧，稳增长+REITs支持关注环保板块发力
增持（维持）

2022年05月08日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

投资要点

- **重点推荐**：高能环境，天奇股份，伟明环保，三联虹普，洪城环境，光大环境，英科再生，路德环境，仕净科技，绿色动力，瀚蓝环境，中国水务，宇通重工，百川畅银，福龙马，中再资环。**建议关注**：九丰能源，金宏气体，旺能环境，三峰环境，海螺创业。
- **中办国办推进县域减碳&环境基建，带动行业市场空间下沉&分化加剧**。2022年5月中办国办印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，推进①**减碳**：推动能源清洁低碳、公共领域用车电动化、资源循环再生；②**环境基建**：完善垃圾收转运和焚烧设施，加强污水管网建设、提标改造与资源化利用。县域城镇化建设将带动环境市场空间下沉，考验企业精细化运营能力和成本控制能力，加剧行业分化。
- **基建稳增长+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估**。1) 2022年4月中央财经委员会第十一次会议强调减碳和基建，2022专项债发行前置 M1-2 生态环保支出占比 4.16%，较 2021 年全年的 3.94%提升 0.22pct，生态环保战略地位提升。2) **基础设施 REITs 扩募规则出炉**，宏观层面，利于形成投融资良性循环，助力经济稳增长，微观层面，环保领域水务和固废资产优先受益，优质运营资产价值迎重估。**基建稳增长+REITs 工具支持，传统基建关注水务&固废稳增长板块**：1) **水务**：推荐【洪城环境】综合公用事业平台，承诺 2022-2023 年现金分红比例≥50%，股息率 6.5%(2022/5/6)，有安全边际；【中国水务】。2) **垃圾焚烧**：推荐【光大环境】存量补贴兑付叠加自身发展周期，现金流改善迎价值回归，股息率 7.3%(2022/5/6)；【绿色动力】。3) **燃气管道价值凸显**，建议关注【天壕环境】。**新型基建关注再生资源&氢能&新能源板块**：1) **再生资源**：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【三联虹普】；酒糟资源化【路德环境】。2) **氢能**：建议关注上游制氢【九丰能源】；3) **新能源**：推荐固废+锂电新材料【伟明环保】。
- **碳中和从前端、中端、后端构建环保产业投资框架，对标欧盟碳价长期上行 CCER 短期看涨**。1) **前端能源替代**：能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源替代。2) **中端节能减排**：推动产业转型，关注节能管理&减排设备应用。3) **后端循环利用**：推动垃圾分类、危废等再生资源回用。4) **碳交易**：鼓励可再生能源、甲烷利用、林业碳汇等 CCER 项目发展。我国碳市场发展与欧盟相似，已具备总量控制&市场调控机制雏形，目前交易规模、覆盖行业提升空间大，碳价远低于海外，总量收紧驱动碳价长期上行，CCER 需求释放审批有望重启，我们预期近期 CCER 稀缺价格向上。
- **稳增长+新工具+新领域，全面推荐低碳环保资产**：1) **环境资产价值+成长逻辑 2.0**：A) **稳增长+新工具+新领域组合发力**。政策+：双碳，基建投入加强；模式+：REITs 回报率提升；空间+：第二成长曲线。B) **市场化驱动现金流价值进一步凸显**：ccer 绿电、垃圾焚烧竞价、水价市场化等增强回报确定性，现金流改善。2) **新逻辑下估值锚显著提升**：低估值+低持仓+成长性，模式与现金流改善估值提升。3) **建议关注**：A) 稳增长/高分红/REITs：水+管网【洪城环境】、垃圾焚烧【绿色动力】、供水提价+直饮水【中国水务】。B) 新赛道：再生资源：最经济碳溢价+资源品涨价：危废资源化【高能环境】、电池回用【天奇股份】、再生塑料【三联虹普】【英科再生】、酒糟资源化【路德环境】；高冰镍：【伟明环保】；氢能：【九丰能源】。
- **最新研究**：伟明环保国源&盛运并表业绩稳增，固废+新材料拓展势头强劲；仕净科技光伏&水泥快速拓展，成本上行压制毛利率；深圳燃气积极改善城燃压力，综合能源布局成效显著；基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估；瀚蓝环境 22Q1 固废净利高增 69%，股东增持坚定信心。
- **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

《中央财经委会议强调低碳和环境体系建设&REITs 扩募，水务固废资产优先受益》

2022-05-03

《基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估》

2022-04-29

《社会资本投资指引利好有机物技术&沼气发电板块，持续推荐成长型&低估值标的(勘误版)》

2022-04-24

内容目录

1. 最新观点:	5
1.1. 基建稳增长政策+REITs 融资工具支持, 关注环保板块发力及优质运营资产价值重估 ...	5
1.2. 近期热点新闻及观点.....	6
2. 行情回顾 (2022/5/5-2022/5/6)	6
2.1. 板块表现.....	6
2.2. 股票表现.....	7
3. 最新研究	8
3.1. 伟明环保 2022 年一季报点评: 国源&盛运并表业绩稳增, 固废+新材料拓展势头强劲	8
3.2. 深圳燃气 2021 年年报&22 年一季报点评: 积极改善城燃压力, 综合能源布局成效显著	9
3.3. 仕净科技 2021 年年报&22 年一季报点评: 光伏&水泥快速拓展, 成本上行压制毛利率	10
3.4. 基建稳增长政策+REITs 融资工具支持, 关注环保板块发力及优质运营资产价值重估	11
3.5. 瀚蓝环境 2022 年一季报点评: 固废净利高增 69%, 股东增持坚定信心	12
3.6. 高能环境 2021 年年报&2022 年一季报点评: 资源化高增不改, 前端产能扩张&布局深度资源化	14
3.7. 天奇股份 2021 年年报 2022 一季报点评: 锂电循环高增趋势不改, 产能落地&渠道扩张	15
3.8. 三联虹普 2021 年年报&22 年一季报点评: 景气高企, 22Q1 订单高增储备充足	16
3.9. 洪城环境 2021 年年报&2022 一季报点评: 业绩亮眼污水量价齐升, 结构改善盈利&现金流提升	17
3.10. 英科再生 2022 年一季报点评: 业绩稳健增长, 封闭生产疫情可控	18
3.11. 中再资环 2021 年年报&22 年一季报点评: 补贴调整短期扰动, 股东整合龙头优势固化	19
3.12. 伟明环保 2021 年年报点评: 固废成长动能充足, 新能源领域从高冰镍到正极材料纵深布局	20
3.13. 谱尼测试 2021 年年报点评: 业绩略超预期, 成长提速迎戴维斯双击机会	21
3.14. 路德环境 2021 年年报&22 年一季报点评: 酒糟资源化发力, 现金流改善	22
3.15. 天奇股份: 战略合作星恒电源, 回收渠道再扩张	23
3.16. 英科再生 2021 年年报点评: 扣非高增 79%, 量价齐升盈利增强	24
3.17. 福龙马 2021 年年报点评: 环服盈利持续增强, 装备成本承压	25
4. 行业新闻	26
4.1. 中办国办印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	26
4.2. 教育部: 加快储能和氢能相关学科专业建设	27
4.3. 生态环境部、国家发改委联合印发《关于推荐清洁生产审核创新试点项目的通知》	27
4.4. 生态环境部公布第三批生态环境执法典型案例(打击危险废物环境违法犯罪领域)	27
4.5. 山东省人民政府办公厅发布关于推动城乡建设绿色发展若干措施的通知	28
4.6. 内蒙古发改委等 12 部门印发《内蒙古自治区促进工业经济平稳增长行动方案》	28
4.7. 广东省生态环境厅印发《广东省土壤与地下水污染防治“十四五”规划》	28
4.8. 福建省发改委等四部门印发《关于做好重点领域节能降碳改造升级工作实施方案》	29
4.9. 山西省发布《关于加快建立健全我省绿色低碳循环发展经济体系的实施意见》	29
4.10. 海南省生态环境厅印发《海南省“十四五”塑料污染治理行动方案》	30
5. 公司公告	30

6. 下周大事提醒	31
7. 往期研究	32
7.1. 往期研究：公司深度.....	32
7.2. 往期研究：行业专题.....	32
8. 风险提示	33

图表目录

图 1: 2022/5/5-2022/5/6 各行业指数涨跌幅比较.....	7
图 2: 2022/5/5-2022/5/6 环保行业涨幅前十标的.....	7
图 3: 2022/5/5-2022/5/6 环保行业跌幅前十标的.....	8
表 1: 公司公告.....	30
表 2: 下周大事提醒.....	31

1. 最新观点:

1.1. 基建稳增长政策+REITs 融资工具支持, 关注环保板块发力及优质运营资产价值重估

中央财经委员会第十一次会议重提减碳和基建, 重点关注交通/水利/能源/环境治理, 生态环保战略地位提升。1) 2021年3月, 中央财经委员会第九次会议强调碳达峰、碳中和。提出以能源绿色低碳发展为核心, 加快形成节约资源和保护环境的产业结构、生产方式、生活方式、空间格局。2) 2021年8月, 中央财经委员会第十次会议提出加强农村基础设施和公共服务体系建设, 改善农村人居环境。3) 本次2022年4月的中央财经委员会第十一次会议强调基础设施是经济社会发展的重要支撑, 对加快减碳和基建均提出要求, 生态环保战略地位提升。**①减碳方面**, 提出能源领域要发展分布式智能电网, 建设一批新型绿色低碳能源基地, 加快完善油气管网。**②生态环保方面**, 针对城市和农村分别提出环境治理能力的建设要求: 城市要加强城市防洪排涝、污水和垃圾收集处理体系建设; 农村要加强农村污水和垃圾收集处理设施建设。4) 2022年专项债发行前置, 生态环保占比增加, 战略地位凸显。2022M1-2 生态环保支出占专项债 4.16%, 较 2021 年的 3.94% 提升 0.22pct。

2022年4月15日, 沪深交易所分别就公募 REITs 新购入基础设施项目的业务指引公开征求意见。意见稿明确了公募 REITs 新购入基础设施项目及相关的扩募、信息披露、决策和审批等具体安排。扩募要求购入项目类型原则上与当前持有类型基本一致, 实施流程较首次发行相对简化。**宏观层面: REITs 扩募利于形成投融资良性循环, 助力经济稳增长。**截至 2022 年 4 月 27 日, 沪深 12 支 REITs 发行规模共 458 亿元。近年来美国 REITs 年度扩募规模达 300-500 亿美元, 约占年度市场融资总额的 30%~50%, 是 REITs 规模增长的主要途径。我国扩募规则的出台将完善市场制度, 有利于已上市优质运营主体依托市场机制增发份额收购资产, 更好形成投融资良性循环, 在宏观层面助力经济稳增长目标。**微观层面: 环保领域水务和固废资产优先受益, 优质运营资产价值迎重估。**首批上市的富国首创水务 REIT 和中航首钢生物质 REIT 底层资产分别为水务和固废项目, 扩募要求新购入项目与原有类型一致, 水务和固废项目有望优先受益, 1) **加快资产周转率&促新项目投资**: 将项目置入 REITs 有利于原始权益方盘活存量资产, 加速新项目投资和存量收并购; 2) **高股息高成长的运营资产迎价值重估**: 富国首创 REIT 和 中航首钢生物质 REIT 自成立以来涨幅分别为 46%、26%, 溢价率分别为 45%、42% (2022/5/6), 资金的青睐彰显对于优质运营资产、现金流价值的认可。从 PB 来看, 水务 REITs 项目 PB 估值为 1.45, 较原运营方首创环保的 PB 估值 1.22 高 19% (2022/5/6), 从市价/分红来看, 对水务项目分派现金流的估值水平是首创环保的 2.2 倍 (2022/5/6)。随着 REITs 扩募, 将带动行业内具备高股息兼具成长性的优质运营资产的价值重估, 提振板块估值。

基建稳增长发力+REITs 工具支持, 传统基建关注水务&固废稳增长板块: 1) 水务: 推荐【洪城环境】综合公用事业平台, 承诺 2022-2023 年现金分红比例 $\geq 50\%$, 股息率

6.5%(2022/5/6), 有安全边际;【中国水务】。2) 垃圾焚烧: 推荐【光大环境】存量补贴兑付叠加自身发展周期, 现金流改善迎价值回归, 股息率 7.3%(2022/5/6);【绿色动力】。3) 燃气管道价值凸显, 建议关注【天壕环境】。**新型基建关注再生资源&氢能&新能源板块:** 1) 再生资源: 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【三联虹普】; 酒糟资源化【路德环境】。2) 氢能: 建议关注上游制氢【九丰能源】; 3) 新能源: 推荐固废+锂电新材料【伟明环保】。

1.2. 近期热点新闻及观点

中办国办推进县域减碳&环境基建, 带动行业市场空间下沉&分化加剧。2022年5月6日, 中办国办印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》, 以县城为载体推进减碳&环境基建。1) 减碳: **推进生产生活低碳化**。推动能源清洁低碳安全高效利用, 引导非化石能源消费和分布式能源发展。推动公共交通工具和物流配送、市政环卫等车辆电动化。推广节能低碳节水用品和环保再生产品, 减少一次性消费品和包装用材消耗。2) 环境基础设施建设: ①**完善垃圾收集处理体系**。因地制宜建设生活垃圾分类处理系统, 配备收运车辆, 改造垃圾房和转运站, 建设与清运量相适应的垃圾焚烧设施, 做好全流程恶臭防治。②**增强污水收集处理能力**。完善老城区及城中村等重点区域污水收集管网, 开展污水处理差别化精准提标, 推进污水资源化利用和污泥无害化资源化处置。以县城为载体推进城镇化建设, 将带来环境市场空间下沉, 考虑县域支付能力与核心城市的差异, 具备精细化运营管理能力和成本控制能力的企业将更具竞争优势, 加剧行业格局分化。

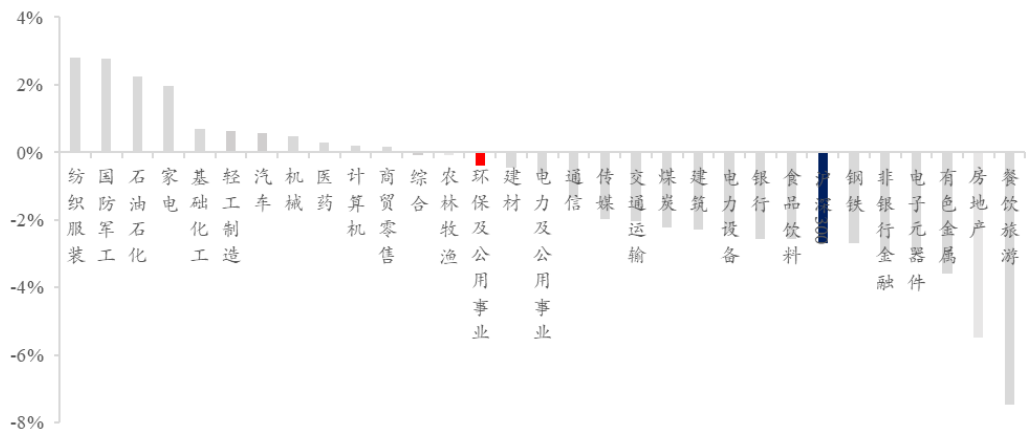
教育部要求加快储能和氢能相关学科建设, 在紧缺人才培养与前沿技术攻关方面长远规划, 加快新兴产业发展助力国家双碳目标。5月7日, 教育部印发《加强碳达峰碳中和高等教育人才培养体系建设工作方案》, 支持部分基础条件好、特色鲜明的综合高校和行业高校, 先行建设一批碳达峰碳中和领域新学院、新学科和新专业。加快储能和氢能相关学科专业建设, 进一步加强风电、光伏、水电和核电等人才培养。

2. 行情回顾 (2022/5/5-2022/5/6)

2.1. 板块表现

2022/5/4-2022/5/5 本周环保及公用事业指数下跌 0.39%, 表现好于大盘。本周上证综指下跌 1.49%, 深圳成指下跌 1.92%, 创业板指下跌 3.2%, 沪深 300 指数下跌 2.67%, 中信环保及公用事业指数下跌 0.39%。

图1：2022/5/5-2022/5/6 各行业指数涨跌幅比较

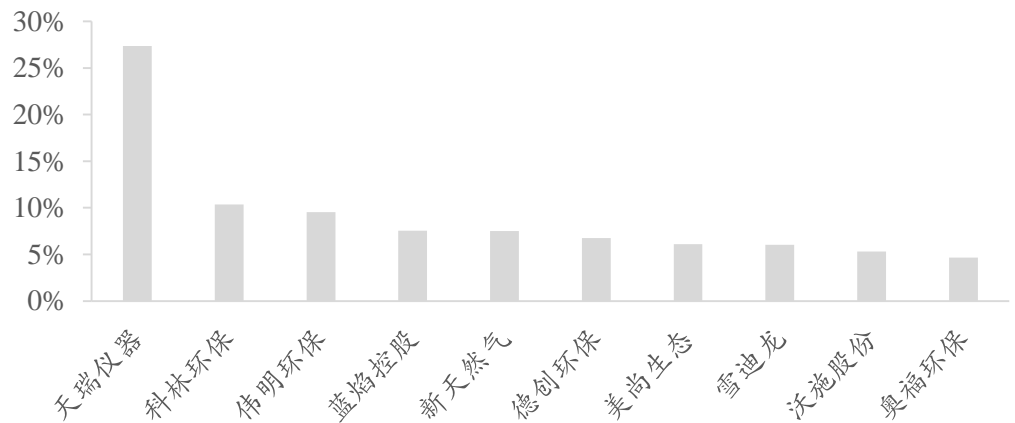


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2022/5/5-2022/5/6 涨幅前十标的为：天瑞仪器 27.37%，科林环保 10.36%，伟明环保 9.53%，蓝焰控股 7.56%，新天然气 7.52%，德创环保 6.75%，美尚生态 6.11%，雪迪龙 6.04%，沃施股份 5.33%，奥福环保 4.67%。

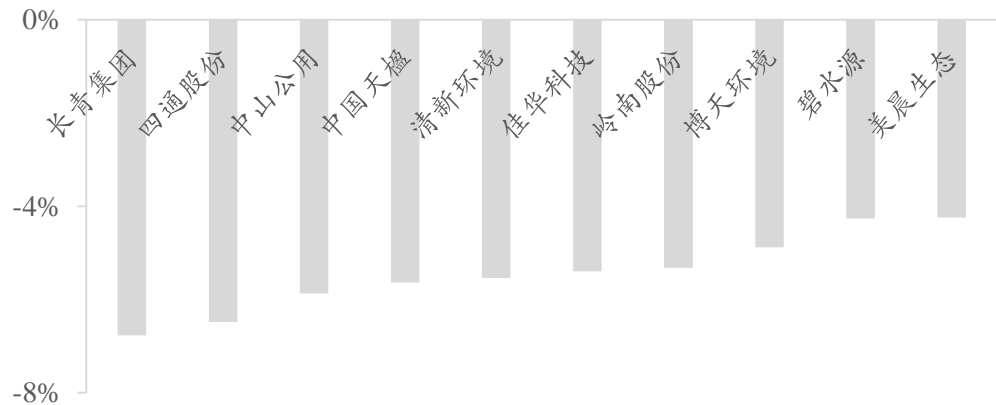
图2：2022/5/5-2022/5/6 环保行业涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022/5/5-2022/5/6 跌幅前十标的为：长青集团-6.77%，四通股份-6.48%，中山公用-5.87%，中国天楹-5.63%，清新环境-5.54%，佳华科技-5.4%，岭南股份-5.32%，博天环境-4.88%，碧水源-4.26%，美晨生态-4.25%。

图3：2022/5/5-2022/5/6 环保行业跌幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 最新研究

3.1. 伟明环保 2022 年一季报点评：国源&盛运并表业绩稳增，固废+新材料拓展势头强劲

事件：2022Q1 公司实现营收 10.37 亿元，同增 37.73%；归母净利润 4.59 亿元，同增 25.08%；扣非归母净利润 4.45 亿元，同增 30.78%；加权平均 ROE 同降 0.70pct 至 5.77%。

并入国源&盛运 2022Q1 归母同增 25%，生活垃圾入库量同增 48%至 214.68 万吨。2022Q1 公司营收和归母净利润增长主要系新项目运营、收购的国源环保、盛运环保并表、以及按新会计准则确认试运行期项目收入和成本所致。2022Q1 毛利率 52.94%，同降 5.90pct，归母净利率 44.30%，同降 4.48pct。1) **垃圾处置规模：**2022Q1 实现垃圾入库量 223.30 万吨，同增 46.33%，其中生活垃圾入库量 214.68 万吨，同增 48.07%。2) **发电效率：**2022Q1 完成发电量 7.74 亿度，同增 37.87%，上网电量 6.34 亿度，同增 37.25%，吨发电量 361 度/吨，吨上网电量 295 度/吨。

固废拓展成果丰厚，2022Q1 垃圾焚烧新增 1000 吨/日。2022Q1，1) **垃圾焚烧：**新增平泉 400 吨/日垃圾焚烧项目、永安 600 吨/日垃圾焚烧 EPCO 工程。2) **餐厨：**签署永强 600 吨/日厨余处置项目。3) **设备、EPC 及服务：**新增谷城县垃圾处理设备和安装项目，中标金额 1.21 亿元。4) **垃圾转运：**中标瓯海区 0.49 亿元项目。公司在增量市场上竞争力强劲。

2022Q1 经营性现金流净额同比大增 162.58%，回款持续好转。2022Q1，1) 经营性现金流净额 4.53 亿元，同增 162.58%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；2) 投资性现金流净额-14.45 亿元，同减 232.87%，主要为在建投入支出增加及收购

盛运环保所致；3) 筹资性现金流净额 13.59 亿元，同增 890.50%，主要为取得贷款增加所致。

固废主业成长&盈利领先，携手青山从高冰镍到正极材料纵深布局。公司固废主业高成长&高盈利，2021 年底垃圾焚烧已投运 2.84 万吨/日，存 79%增长空间，2021 年运营毛利率 67%领先同业。得益于 1) **成本端**：设备自产，成本管控能力强，2020 年底已投运项目吨投资较同业均值低 22%，运营期折旧摊销低；2) **收益端**：2020/2021 年新中标项目平均处理费 91/95 元/吨，较行业均值高 19%/6%。2016-2021 年吨上网电量复增 3%达 316 度/吨。公司携手青山导入资源&技术切入新能源赛道，1) 规划于印尼青山园区建设年产 4 万吨高冰镍项目；2) 计划与盛屯、青山共同开发高冰镍精炼、高镍三元前驱体、高镍正极材料生产及相关配套项目，建设年产 20 万吨高镍三元正极材料。

盈利预测与投资评级：固废主业成长动能充足，布局锂电新材料打造第二成长曲线，根据公司项目最新建设进展，我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 19.38/24.36/32.72 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 16/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，合作方青山平仓风险，政策风险，行业竞争加剧。

3.2. 深圳燃气 2021 年年报&22 年一季报点评：积极改善城燃压力，综合能源布局成效显著

事件：2021 年公司实现营收 214.15 亿元，同增 42.62%；归母净利润 13.54 亿元，同增 2.46%，低于我们的预期；2022Q1 实现营收 67.86 亿元，同增 55.92%；归母净利润 2.27 亿元，同减 21.04%。

并购斯威克&气量增长带动收入高增，气源价格上行拉低毛利率。2021 年公司收入高增系天然气销量增加及收购斯威克所贡献。2021 年 9 月斯威克纳入合并报表，9-12 月收入 17.34 亿元，净利润 1.90 亿元，剥离斯威克贡献，2021 年公司营收 196.80 亿元，同增 31.07%。2021 年公司毛利率同降 6pct 至 19.78%，主要系 2021 年全球天然气消费量高增，供应紧缩推动国际天然气价格大幅上涨，公司毛差受影响所致。分业务来看，1) **城市燃气板块**：收入 130.52 亿元，同增 24.73%，毛利率同降 7.18pct 至 21.47%；2) **燃气资源板块**：收入 34.73 亿元，同增 35.51%，毛利率同降 8.14pct 至 3.71%。3) **综合能源板块**：收入 25.07 亿元，同增 309.59%，毛利率同升 6.35pct 至 16.17%。4) **智慧服务板块**：收入 20.71 亿元，同增 82.74%，毛利率同升 2.23pct 至 42.12%。

新增工商用户和电厂用气量创新高，省外地区快速拓展。2021 年公司天然气销量 44.01 亿方，同增 14.05%，代输量 8.11 亿方，同增 117%。**管道天然气**：2021 年管道气销量 40.24 亿方，同增 22.01%。a.深圳：城燃销量 10.40 亿方，同增 10.51%；电厂销量 13.24 亿方，同增 21.36%。b.非深圳：深圳外地区城燃销量 16.60 亿方，同增 31.27%。

海气陆气双管齐下，积极应对气源压力。1) 加签长协，现货为辅。a.公司拥有1座8万方的LNG储罐，1座5万吨级LNG码头，年周转能力80万吨，建立7天的城镇燃气应急储备气源。b.2021年7月签订12年广东大鹏LNG代加工权益相关的进口LNG合同，采购气量27万吨/年；c.2021年10月与碧辟(中国)签订10年天然气采购合同，合同气量：2023-2024年22.5万吨/年，2025-2032年30万吨/年。d.拥有2座8万立方米的LPG储罐，年周转能力96万吨。2) 与中石油签订稳产期年供应量40亿方的采购协议提升气源自主性。此外，政策推动天然气上下游价格联动机制，上游气源压力实现向下游实现顺价。

并表斯威克落地光伏电站，推进综合能源和智慧服务布局。1) **光伏领域：**并购斯威克&光伏电站。2021年9月公司控股斯威克进入光伏胶膜行业，此外并购210MW光伏地面电站，投资开发3个屋顶分布式光伏项目。2) **热电联供领域：**推进电厂配套供热管网建设、扩大热电联产规模。3) **氢能领域：**推动氢能应用研发和技术储备。

盈利预测与投资评级：考虑国际天然气气价仍居高位，成本压力较大，我们将公司2022-2023年归母净利润预测从18.90/20.59亿元下调至14.11/17.58亿元，预计2024年归母净利润为20.67亿元，当前市值对应2022-2024年PE 13/10/9倍，维持“买入”评级。

风险提示：天然气和液化石油气气源成本上升、气量增长不及预期、光伏胶膜订单不确定性。

3.3. 仕净科技 2021 年年报&22 年一季报点评：光伏&水泥快速拓展，成本上行压制毛利率

事件：2021年公司实现营业收入7.95亿元，同增18.89%；归母净利润0.58亿元，同减5.24%；扣非0.46亿元，同减22.36%，低于我们的预期。2022年一季度公司实现营业收入2.88亿元，同增174.31%；归母净利润0.13亿元，同增46.33%；扣非归母净利润0.07亿元，同减13.86%。

泛半导体板块延续高占比，水泥板块发展迅速，成本上行影响毛利率。受宏观经济环境波动、疫情反复、原材料价格上涨等影响，2021年公司综合毛利率同降3.45pct至27.41%。分行业来看：1) **泛半导体板块景气持续：**收入5.92亿元，同增13.86%，占总收入的74.47%，毛利率29.81%，同降3.06pct，光伏制程治理设备仍然为公司主要的收入来源，在光伏行业高景气下快速增长，2022Q1公司收入实现成倍增长主要系光伏板块订单陆续确认收入所贡献。2) **水泥板块发展迅猛：**收入0.81亿元，同增173.44%，占总收入的10.20%，迅速提升为公司第二大收入来源，毛利率19.21%，同降13.18pct。3) **新增碳素板块：**收入0.38亿元，为2021年新增业务。4) **其他行业：**钢铁、精细化工、汽车制造等板块分别实现收入0.23/0.07/0.08亿元，占公司总收入的2.95%、0.84%、

1.01%。

采购款&工薪费用支出增多，现金流压力较大。1) 2021 年公司经营活动现金流净额-2.1 亿元，同减 915.64%，主要系公司订单快速增长，支付采购款项和工薪费用增加所致；2) 投资活动现金流净额-0.19 亿元，同减 103.89%；3) 筹资活动现金流净额 3.2 亿元，同增 4554.97%，主要来自公司上市募集资金净额 1.42 亿元及银行贷款。

光伏制程污染防控设备龙头，单位体量价值有望提升成长加速。公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏制程治理设备龙头地位，未来有望将废气设备的优势复制至综合配套系统，2021 年公司接连中标 2 亿元/3.1 亿元综合配套设备大单验证模式转变，综合配套设备系统单 GW 体量价值可达 5000-6000 万，较废气设备投资额有 5~11 倍提升空间。

水泥超低排放改造迎机遇，中建材合作稳步推进。水泥行业超低排放改造释放末端治理需求，2019 年公司与中建材签订 76 亿元战略合作协议，截至 2021 年底，已履行合同金额为 1.21 亿元，水泥新签单有望加速。

盈利预测与投资评级：新能源革命驱动光伏产能扩张释放制程治理需求，公司为光伏制程污染防控设备龙头，一体化&新领域拓展助力成长。我们维持公司 2022-2023 年公司归母净利润 1.20/1.86 亿元，预计 2024 年归母净利润为 2.70 亿元，对应 PE 为 25、16、11 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧光伏胶膜订单不确定性。

3.4. 基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估

中央财经委员会第十一次会议重提减碳和基建，重点关注交通/水利/能源/环境治理，生态环保战略地位提升。1) 2021 年 3 月，中央财经委员会第九次会议强调碳达峰、碳中和。提出以能源绿色低碳发展为核心，加快形成节约资源和保护环境的产业结构、生产方式、生活方式、空间格局。2) 2021 年 8 月，中央财经委员会第十次会议提出加强农村基础设施和公共服务体系建设，改善农村人居环境。3) 本次 2022 年 4 月的中央财经委员会第十一次会议强调基础设施是经济社会发展的重要支撑，对加快减碳和基建均提出要求，生态环保战略地位提升。①**减碳方面**，提出能源领域要发展分布式智能电网，建设一批新型绿色低碳能源基地，加快完善油气管网。②**生态环保方面**，针对城市和农村分别提出环境治理能力的建设要求：城市要加强城市防洪排涝、污水和垃圾收集处理体系建设；农村要加强农村污水和垃圾收集处理设施建设。4) 2022 年专项债发行前置，生态环保占比增加，战略地位凸显。2022M1-2 生态环保支出占专项债 4.16%，较 2021 年的 3.94%提升 0.22pct。

基础设施 REITs 扩募规则出炉，市场扩容在即。2022 年 4 月 15 日，沪深交易所分

别就公募 REITs 新购入基础设施项目的业务指引公开征求意见。意见稿明确了公募 REITs 新购入基础设施项目及相关的扩募、信息披露、决策和审批等具体安排。扩募要求购入项目类型原则上与当前持有类型基本一致，发行时间原则上在原 REIT 运作满 12 个月，且运作稳健，经营状况良好，扩募实施流程较首次发行相对简化。

宏观层面：REITs 扩募利于形成投融资良性循环，助力经济稳增长。截至 2022 年 4 月 27 日，沪深 12 支 REITs 发行规模共 458 亿元。近年来美国 REITs 年度扩募规模达 300-500 亿美元，约占年度市场融资总额的 30%~50%，是 REITs 规模增长的主要途径。我国扩募规则的出台将完善市场制度，有利于已上市优质运营主体依托市场机制增发份额收购资产，更好形成投融资良性循环，在宏观层面助力经济稳增长目标。

微观层面：环保领域水务和固废资产优先受益，优质运营资产价值迎重估。首批上市的富国首创水务 REIT 和中航首钢生物质 REIT 底层资产分别为水务和固废项目，扩募要求新购入项目与原有类型一致，水务和固废项目有望优先受益，**1) 加快资产周转率&促新项目投资：**将项目置入 REITs 有利于原始权益方盘活存量资产，加速新项目投资和存量收并购；**2) 高股息高成长的运营资产迎价值重估：**富国首创 REIT 和中航首钢生物质 REIT 自成立以来涨幅分别为 50%、26%，溢价率分别为 49%、42%(2022/4/27)，资金的青睐彰显对于优质运营资产、现金流价值的认可。从 PB 来看，水务 REITs 项目 PB 估值为 1.49，较原运营方首创环保的 PB 估值 1.21 高 23%(2022/4/27)，从市价/分红来看，对水务项目分派现金流的估值水平是首创环保的 2.3 倍(2022/4/27)。随着 REITs 扩募，将带动行业内具备高股息兼具成长性的优质运营资产的价值重估，进而提振板块估值。

投资建议：基建稳增长发力+REITs 工具支持，传统基建关注水务&固废稳增长板块：1) **水务：**推荐【洪城环境】综合公用事业平台，承诺 2022-2023 年现金分红比例≥50%，股息率 6.6%(2022/4/27)，有安全边际；【中国水务】，建议关注【首创环保】。2) **垃圾焚烧：**推荐【光大环境】存量补贴兑付叠加自身发展周期，现金流改善迎价值回归，股息率 7.6%(2022/4/27)；【绿色动力】。3) **燃气管道价值凸显，建议关注【天壕环境】。**
新型基建关注再生资源&氢能&新能源板块：1) **再生资源：**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【三联虹普】；酒糟资源化【路德环境】。2) **氢能：**建议关注上游制氢【九丰能源】；3) **新能源：**推荐固废+锂电新材料【伟明环保】。

风险提示：政策进展不及预期，项目建设不及预期，扩募申报不及预期。

3.5. 瀚蓝环境 2022 年一季报点评：固废净利高增 69%，股东增持坚定信心

事件：2022 年一季度公司实现营业收入 27.27 亿元，同比增长 32.04%；归母净利润 1.59 亿元，同比减少 34.3%。

固废净利润高增约 69%，燃气购销差价扭亏转盈在即。1) **固废板块：**收入同增 38.42%

至 15.13 亿元，净利润高增 69%至 2.48 亿元，主要受益于垃圾焚烧新项目投产、环卫收入增加、项目产能利用率及吨上网持续上行，2022Q1 公司吨垃圾上网提升至 330 度。

2) 能源板块：收入同增 35.83%至 8.28 亿元，主要系天然气销量增加、销售均价提升所致。由于国际气价上行&配气限价政策，2022Q1 能源业务亏损约 1.6 亿元。公司已积极推进顺价&气源供应多样化，3 月中下旬起工业客户部分气量、气价均有所提升，**预计 4 月天然气购、销差价倒挂情况得到扭转。****3) 排水板块：**收入同增 42.92%至 1.47 亿元，主要是补确认部分污水处理厂过渡期间污水处理结算收益，污水管网运营收入增加所影响。

“大固废”战略稳步推行，未投运垃圾焚烧项目规模占比 25%。截至 2022 年 3 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手项目规模 34,150 吨/日（不含参股项目），其中已投产规模 25,550 吨/日，试运营规模 500 吨/日，在建规模 3,350 吨/日，筹建规模 1,450 吨/日，未建规模 3,300 吨/日。

剔除会计政策影响，经营性现金流净额约为 1 亿元。1) 2022Q1 公司经营活动现金流净额同降 123.56%至-1.12 亿元，主要系能源业务 Q1 同比亏损、应收账款回款未有明显改善和执行解释第 14 号及相关列报规定所致。如剔除解释第 14 号的影响，经营活动现金流净额约为 1 亿元；2) 投资活动现金流净额-8.86 亿元，同增 6.75%；3) 筹资活动现金流净额 7.42 亿元，同增 21.36%。

费控良好，期间费用率下降 2.54pct 至 11.43%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.24pct、下降 0.95pct、下降 0.64pct、下降 0.71pct 至 1.03%、5.13%、0.79%、4.49%。

控股股东增持，彰显长期发展信心。公司控股股东母公司南海控股计划在未来 6 个月内增持公司股票总计不低于 600 万股且不超过 1000 万股。截至 4 月 28 日，南海控股已累计增持 313.47 万股，占总股本的 0.38%。

固废产业园具备先发优势对标“无废城市”，降本增效实现异地复制。十四五期间国家推进 100 个“无废城市”建设。公司打造了国内首个固废全产业链综合园区—南海固废处理环保产业园，具备社会综合成本最小化的优势和先发优势。综合产业园可通过能源协同、环保设施协同、处理处置协同三大优势，实现降本增效，现已在顺德、开平等多省市成功移植推广，积累了成功经验，未来复制推广可期。

盈利预测与投资评级：我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望持续拓展提升盈利规模，燃气业务有望顺价迎来恢复式增长。我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 13.72/16.36/18.96 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 11/9/8 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。

3.6. 高能环境 2021 年年报&2022 年一季报点评：资源化高增不改，前端产能扩张&布局深度资源化

事件：2021 年公司实现营收 78.27 亿元，同增 14.65%；归母净利润 7.26 亿元，同增 32.03%；扣非归母净利润 6.88 亿元，同增 26.85%；加权平均 ROE 同降 0.01pct 至 14.24%；2022 年一季度公司实现营收 15.66 亿元，同增 23.84%；归母净利润 1.7 亿元，同增 42.85%；扣非归母净利润 1.7 亿元，同增 39.42%；加权平均 ROE 同增 0.56pct 至 3.05%。

剔除部分子公司减值影响，2021 年公司业绩高增表现亮眼。2021 年公司实现营收 78.27 亿元，同增 14.65%；归母净利润 7.26 亿元，同增 32.03%；扣非归母 6.88 亿元，同增 26.85%，符合我们预期。公司在 2021 年对于贵州宏达进行集中减值计提，包含贵州宏达商誉减值损失 0.28 亿元及部分信用减值损失。**剔除部分子公司带来的减值损失影响，公司 2021 年业绩表现亮眼，减值充分计提轻装上阵。**

2022 年一季度高增趋势不改，现金流表现良好。2022 年一季度公司实现营收 15.66 亿元，同增 23.84%；归母净利润 1.7 亿元，同增 42.85%；扣非归母 1.7 亿元，同增 39.42%，符合我们预期。2022 年一季度公司经营活动现金流净额 3.03 亿元，同比增加 150.41%，顺利收回 2021 年末销售回款，并收回部分以前年度支付的保证金。

运营占比持续提升，资源化业务高增。公司固危废资源化、固危废无害化和生活垃圾处理为运营类业务。2021 年运营业务收入/毛利占比达 62%/55%，同比分别提升 31pct/11pct。随资源化业务持续高增，运营占比提升，业绩稳定增长盈利质量提升。**资源化业务迎高增**，2021 年固危废资源化业务实现营收/毛利 34.94/4.77 亿元，同比 +155.70%/+32.9%；毛利率-12.62pct 至 13.65%，主要系公司当期采购的原材料总量较大，单位价值较高，一定程度上压缩毛利空间所致。

资源化产能快速扩张，完善深度资源化。1) 截至 2021 年 12 月 31 日，公司在手资源化项目规模超 100 万吨/年。公告在建项目包括重庆耀辉（10 万吨/年）、贵州项目一期（35 万吨/年）、江西鑫科（31 万吨/年）、金昌项目（10 万吨/年）、嘉禾禾（3 万吨/年医用废塑料+4 万吨/年医用废玻璃），**资源化规模快速扩张**。2) 完善深度资源化布局，江西鑫科新建 10 万吨电解铜及其他多金属深加工生产线，**布局铜、锡、铅等金属及稀有金属的深度资源化**。**鑫盛源与正弦波**，产品包括优质氧化亚镍、电子级氧化亚镍、电池级硫酸钴镍，**实现新能源材料产业链切入**。前端规模扩张同时逐步完善布局深度资源化，**规模与盈利能力有望迎双升**。

盈利预测与投资评级：我们维持 2022-2023 年归母净利润 10.0/13.1 亿元，预计 2024 年归母净利润 17.0 亿元，考虑此次非公开发行股票对公司总股本的影响，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.78/1.02/1.32 元，2022-2024 年 PE 18.0/13.8/10.6 倍（估值日 2022/04/28），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

3.7. 天奇股份 2021 年报 2022 一季报点评：锂电循环高增趋势不改，产能落地&渠道扩张

事件：2021 年实现营收 37.79 亿元，同增 5.2%；归母净利润 1.51 亿元，同增 146.8%；扣非归母 0.88 亿元，同比增长 1819.8%，符合我们的预期。2022 年一季度实现营收 9.44 亿元，同增 30.0%；归母净利润 0.89 亿元，同增 121.2%；扣非归母 0.78 亿元，同增 112.7%。符合我们预期。

金泰阁持续高增，2022 年一季报接近预告上限。锂电循环核心子公司金泰阁持续高增，2021 年金泰阁实现营收 9.88 亿元，同增 143.9%，实现净利润 2.24 亿元，同增 655.7%，表现优异。2022 年一季度维持高增趋势，公司 2022 年一季度实现归母净利润 0.89 亿元，同增 121.2%；扣非归母 0.78 亿元，同增 112.7%，扣非归母接近业绩预告上限 0.8 亿元。

锂电循环业务收入高增盈利能力提升。2021 年锂电循环业务营收高增 214.1%至 8.96 亿元，毛利率 35.68%，同增 13.24pct。金泰阁全年满产，产出碳酸锂 1792 吨，锂平均回收率 85%行业领先。截至 2021 年 12 月 31 日，金泰阁拥有废三元锂电池处置产能 **2 万吨/年**，对应产品产能为**碳酸锂 2000 吨/年与钴镍锰 3500 金吨/年**。金泰阁于 2021 年下半年启动技改扩产项目，项目投产后，金泰阁将形成废三元锂电池处置产能 **5 万吨/年**，对应产品产能为**碳酸锂 5000 吨/年与钴镍锰 12000 金吨/年**。

装备制造业务利润率承压，静待盈利恢复。2021 年公司智能装备营收同增 2.69%至 15.70 亿元，毛利率 16.54%，同减 3.19pct；循环装备营收同增 12.88%至 4.53 亿元，毛利率 17.72%，同增 2.44pct；重工机械营收同减 31.25%至 7.52 亿元，毛利率 9.56%，同减 7.59pct。装备业务毛利率原材料成本上行普遍承压，公司通过内部精细化管理，上调销售价格，锁定采购价格等方式稳定毛利水平，装备业务盈利恢复可期。

锂电循环长坡厚雪，公司产能快速扩张&渠道加速布局。锂电循环十五年复增 18%，长坡厚雪 2035 年空间近 3000 亿。金泰阁 2022 年下半年产能扩张至 5 万吨废三元电池；**15 万吨废磷酸铁锂电池项目**一期 5 万吨预计于 2023 年 3 月建设完毕。**龙南经开区项目**将落地以废旧锂电池原料为主导，形成三元前驱体 3 万吨/年和电池级碳酸锂 1.2 万吨/年的项目。产能快速扩产同时积极布局回收渠道，落地合作包括**整车企业（一汽集团）、互联网+电商（京东科技）、轻型车锂电龙头（星恒电源）**，保障项目产能利用率。

盈利预测与投资评级：我们维持 2022-2023 年归母净利润 3.49/5.58 亿元，预计 2024 年归母净利润 6.53 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.92/1.47/1.72 元。当前市值对应 2022-2024 年 PE 13.6/8.5/7.2 倍。维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销售不及预期，项目进度不及预期，竞争加剧

3.8. 三联虹普 2021 年年报&22 年一季报点评：景气高企，22Q1 订单高增储备充足

事件：2021 年公司实现营收 8.40 亿元，同减 4.00%，归母净利润 1.91 亿元，同增 13.26%，符合我们的预期。2022Q1 实现营收 2.14 亿元，同增 23.27%，归母净利润 0.59 亿元，同增 15.31%。

原生聚合物收入稳健增长，再生板块受疫情影响波动。1) **新材料及合成材料：**实现收入 4.79 亿元，同增 17.49%，占主营收入的 57.01%；毛利率 38.08%，同降 6.29pct。2) **再生材料及可降解材料：**实现收入 3.01 亿元，同减 25.66%，主要系 2020 年受疫情影响，主要以境外市场为主的再生板块受到阶段性影响，叠加订单交付周期一般在 1~2 年故对 2021 年收入产生影响，毛利率 40.65%，同升 19.61pct，主要受益于再生 rPET 工艺解决方案竞争力和经营质量提高。3) **工业 AI 集成应用：**实现收入 0.50 亿元，同增 2.47%，毛利率 73.00%，同升 2.1pct。在手订单总额连续三年增长，截至 2021 年底累计在手订单总额突破 39.24 亿元。

2022Q1 订单爆发超 10.8 亿元，景气高企。2022Q1 公司业绩增长复合预期，新签单累计超 10.8 亿元。其中 1) **聚酰胺板块：**台化新材 4.9 亿元锦纶 6/66 一体化项目及三宁化工 0.7 亿元高品质差别化锦纶 6-FDY 纺丝项目。2) **原生聚酯板块：**控股子公司 Polymetrix AG 与兴业塑化、重庆万凯及百宏聚纤签署累计 2.6 亿元的食品级聚酯瓶片-SSP 项目。3) **再生聚酯板块：**控股子公司 Polymetrix AG 与 C-PET 及 FE-PET 签署累计 2.62 亿元食品级再生 rPET 项目合同，截至 22Q1 再生板块新签合同额已经打破 2021 全年新增合同额水平，佐证行业加速发展趋势。

技术驱动型企业，尼龙领域具备大量的技术储备和解决方案。公司长期从事成纤聚合物领域关键核心技术装备研发，品牌优势及客户资源突出。伴随着聚酰胺 6 及 66 原材料的国产化及成本边际下降，消费升级带动高端纺服需求及汽车行业的快速发展，聚酰胺 6/66 持续迎来稳健增长，尤其聚酰胺 66 有望打破己二腈技术垄断，迎来行业快速放量。

聚酯瓶片回收全球领先，有望复制原生领域优势及份额。公司全资子公司 Polymetrix 是全球固相聚合（SSP）技术引领者，在原生聚酯（vPET）领域国际市占率达 90%，产品满足可口可乐、雀巢、达能等企业食品级包装材料安全要求，在再生聚酯（rPET）领域实现超净技术，真正实现聚酯同等级回用的闭环循环，全球市占率达 40%，公司有望在再生聚酯行业快速发展过程中充分发挥其核心技术及渠道优势，复制原生领域市场份额，实现循环再生板块的快速扩张。

盈利预测与投资评级：公司在手订单充裕，业绩将稳步释放，同时海外业务占比较

高，受疫情影响波动小，我们维持 2022-2023 年归母净利润为 2.49 亿元和 3.20 亿元，预计 2024 年归母净利润为 4.15 亿元，对应当前市值 PE 分别为 18X、14X 和 11X，维持“买入”评级。

风险提示： 订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧

3.9. 洪城环境 2021 年年报&2022 一季报点评：业绩亮眼污水量价齐升，结构改善盈利&现金流提升

事件： 2021 年公司实现营收 81.74 亿元，同增 23.83%；归母净利润 8.20 亿元，同增 23.52%；扣非归母净利润 7.89 亿元，同增 28.25%；加权平均 ROE 同比+1.14pct 至 14.59%；向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元人民币（含税）。2022 年一季度公司实现营收 18.09 亿元，同减 12.74%；归母净利润 2.42 亿元，同增 11.73%；扣非归母净利润 2.40 亿元，同增 18.18%；加权平均 ROE 同比+0.12pct 至 4.03%。

业绩亮眼，结构改善盈利能力提升。 2021 年公司实现营收/归母 81.74/8.20 亿元，同比+23.83%/+23.52%，扣非归母同比+28.25%，略超我们的预期。2022 年 Q1 公司实现营收/归母 18.09/2.42 亿元，同比-12.74%/+11.73%，扣非归母同比+18.18%，超过我们的预期。2022 年第一季度，公司毛利率/净利率分别为 25.52%/14.21%，毛利率/净利率同比提升 4.10pct/2.49pct，毛利率/净利率较 2021 年提升 2.49pct/1.31pct。**项目逐步投运，运营占比提升，盈利能力提升趋势明显。**

污水业务营收毛利大增，运营毛利占比达 63%。 **1)供水业务：** 2021 年实现营收/毛利 9.16/4.37 亿元，同比+9.39%/+8.83%；毛利率-0.24pct 至 47.67%；公司供水 3.79 亿方（+8.54%），平均水价 2.42 元/吨（+0.79%），水价市场化改革推进量价齐升。**2)污水业务：** 2021 年实现营收/毛利 16.40/6.50 亿元，同比+48.89%/+55.02%，毛利率+1.57pct 至 39.63%；公司污水处理量 9.69 亿方（+21.75%），平均水价 1.69 元/吨（+22.29%），我们预计 2022 年核心增长动力在于污水提标带来的量价齐升。**3)燃气业务：** 2021 年实现营收/毛利 21.68/5.41 亿元，同比+14.46%/+13.65%，毛利率-0.17pct 至 24.97%。**4)给排水管道工程：** 2021 年实现营收/毛利 33.34/2.99 亿元，同比+25.60%/+7.72%，毛利率-1.49pct 至 8.98%。**2021 年公司运营毛利占比达 63%，同增 3pct。** 我们预计随着公司水务项目逐步投运&固废资产并表，运营利润占比有望继续上升。

经营性净现金流稳增，自由现金流首次转正。 2021 年经营性净现金流 13.81 亿元，同增 0.66%。**2021 年公司企业自由现金流 1.24 亿元，自由现金流 2018 年以来首次转正。** 2022 年第一季度经营性净现金流 2.78 亿元，同比增长 111.04%，维持良好趋势。

盈利预测与投资评级： 公司固废资产已成功注入并表，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，打造新成长极。南昌市管网投资空间超 200 亿，控股股东积极参与公司有望受益。我们维持 2022-2023 年归母净利润 11.0/12.8 亿元，预

计 2024 年归母净利润 14.4 亿元,对应 2022-2024 年 EPS 分别为 1.05/1.23/1.39 元。当前市值对应 2022-2024 年 PE 7.4/6.3/5.6 倍,公司 2022-2023 年承诺分红不低于 50%,当前股息率 (TTM) 6.4%,有安全边际。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

3.10. 英科再生 2022 年一季报点评: 业绩稳健增长, 封闭生产疫情可控

事件: 2022 年第一季度公司实现营业收入 5.04 亿元, 同增 21.61%; 归母净利润 0.49 亿元, 同增 14.51%。

营收业绩稳定增长, 封闭生产疫情可控。 2022Q1 公司实现营业收入、净利润的稳健增长, 主要来自于公司持续加大新渠道建设、新产品开发力度从而实现良好的产品销售。在新冠疫情反复, 供应链紧张等负面因素影响下, 公司维持各大生产基地有序运行, 保持“零感染”的安全记录, 公司上海基地 242 名员工进行封闭式生产, 生产状况稳定, 内销采取线上与线下结合方式推广, 受疫情影响有限。同时公司海外生产基地严格采取多项防疫措施, 日常生产经营均处于正常运转状态。

经营性现金流同降 34.06%至 0.58 亿元。 1) 2022Q1 公司经营活动现金流下降主要系支付其他与经营活动有关现金和支付工资薪金增加所致; 2) 投资活动现金流净额-1.17 亿元, 同减 139.86%; 3) 筹资活动现金流净额 0.82 亿元, 同增 928.47%。

费控良好, 期间费用率下降 4.11pct 至 17.31%。 其中, 销售、管理、研发、财务费用率分别下降 4.87pct、上升 0.42pct、上升 0.31pct、上升 0.02pct 至 5.27%、6.52%、4.89%、0.63%。

在建项目稳步推进, PET 项目投产在即。 主要在建拟建项目进度: 1) 马来西亚 5 万吨/年 PET 项目: 按计划完成模块调试, 部分产品开始陆续接单、销售中; 2) 越南英科 PS 深加工项目: 陆续进行厂房基建、设备调试、人员招聘等工作。3) 10 万吨/年多品类再生塑料项目: 拟花费 2 亿元购置马来西亚土地储备新增产能, 计划新增 10 万吨/年 PET/PP/PE 多品类再生塑料项目。4) 国内年产 100 万片高端铁艺制品项目: 该项目预计 5 月开工, 10 月建设并投运。海外及国内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。

纵横拓展扩充品类, 已取得 GRS、FDA 等资质。 公司计划在 PS/PET 优势领域的基础上纵向拓展 PE、PP、HDPE 等多品种塑料循环利用领域, 横向拓展到多材质资源再生领域。公司已取得 GRS、FDA 等资质认证, 品类扩充与资质的逐步落地, 有助于公司丰富产品种类, 实现来料协同, 完善再生塑料领域的布局, 扩大经营范围, 打开长期成长空间。

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。

盈利预测与投资评级：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 3.01/3.79/4.62 亿元，对应 PE 为 25/20/16 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。

3.11. 中再资环 2021 年年报&22 年一季报点评：补贴调整短期扰动，股东整合龙头优势固化

事件：2021 年公司实现营业收入 34.69 亿元，调整后同减 1.25%；归母净利润 3.09 亿元，调整后同减 29.37%。2022 年一季度实现营业收入 7.11 亿元，调整后同减 8.63%；归母净利润 0.16 亿元，调整后同减 85.44%。

拆解补贴下调影响收入，新增合并亿能公司。2021 年公司收购亿能公司 100%股权完善废弃家电回收网络。2021 年公司盈利下滑主要系 1) 废电拆解基金补贴标准下调影响补贴收入，多数品种下调幅度在 30%以上；2) 原材料采购价格上涨。分业务来看，1) 废电拆解：2021 年收入 25.38 亿元，同减 5.83%，毛利率 27.68%，同降 8.16pct。2) 工业固废：2021 年收入 9.28 亿元，同增 13.47%，毛利率 15.75%，同降 5.9pct。2022Q1 盈利仍受补贴标准调整影响（新标准自 2021 年 4 月 1 日起施行），此外新冠疫情反复，公司废电拆解量、固废处置量有所减少。

补贴回笼，经营性现金流大幅改善。2021 年公司 1) 经营活动现金流净额 3.79 亿元，同增 79.06%，主要系收到的废电拆解基金补贴款增加所致；2) 投资活动现金流净额 -0.84 亿元，同减 32.35%；3) 筹资活动现金流净额 1.51 亿元，同增 2307.54%。

补贴调整行业出清，龙头优势固化份额提升。我们认为短期内补贴标准调整有望向回收端顺价，长期将有效改善补贴基金资金缺口情况**加快补贴发放速度**。补贴调整&环保监管趋严趋势下，行业落后产能面临进一步出清，公司有望**凭借强大的回收渠道网络带来的成本优势，将补贴调整部分顺价至回收端**，同时提高拆解物的高值化综合利用水平，实现拆解份额及盈利能力的双升。2020 年 11 月发改委联合供销社发布的废旧家电拆解提质增效专项行动中指出**将供销系统拆解能力提升 50%，市场份额提升至 35%**，截至 2021 年公司废电拆解产能规模达 3188 万台，年拆解量首次突破 2,000 万台，占纳入废电补贴企业总拆解量的 20%以上，公司凭借**资金&资金&渠道优势拆解规模&份额提升空间大**。

股东整合治理完善，集团经营能力提升可期。2022年3月公司实控人供销集团已完成对公司控股股东中再生的增资，持有中再生股权比例由38%变为60%，公司二股东中再生资源成为控股股东中再生的全资子公司。随着公司股东结构的逐步完善，后续有望推动激励机制及优质资产整合，集团经营能力提升可期。

计划非定向发行股票募集资金不超过9.48亿元，助力废电拆解项目改造升级扩建。截至2022年4月发行方案已取得供销总社批准，申请材料已获得中国证监会受理，尚需取得中国证监会的核准后方可实施。

盈利预测与投资评级：考虑基金补贴标准的调整、疫情影响及成本上行，我们将公司2022-2023年归母净利润预测自4.63/5.82亿元下调至3.56/4.41亿元，预计2024年归母净利润为5.45亿元，当前市值对应2022-2024年PE为17/14/11倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能利用率提升不达预期，补贴基金发放不达预期，政策落地不达预期，行业竞争加剧。

3.12. 伟明环保2021年年报点评：固废成长动能充足，新能源领域从高冰镍到正极材料纵深布局

事件：2021年公司实现营收41.85亿元，同增34.00%；归母净利润15.35亿元，同增22.13%；加权平均ROE同降1.11pct至24.91%。

归母同增22%至15.35亿元，项目运营维持高盈利毛利率同增3.2pct至66.55%。2021年营收和归母提升主要系项目运营、设备收入增加及对在建PPP项目确认建造收入，毛利率47.74%（-6.37pct），净利率36.75%（-3.45pct），主要系建造收入的利润率较低。分业务来看，**1)项目运营：**营收15.81亿元（+21.18%），毛利率66.55%（+3.20pct）；**2)餐厨处置：**营收1.33亿元（+160.18%），毛利率55.54%（+5.08pct）；**3)设备、EPC及服务：**营收23.32亿元（+38.02%），毛利率34.69%（-14.12pct）；**4)垃圾清运：**营收0.87亿元（+31.79%），毛利率11.52%（+10.31pct）。

2021年底在筹建/已建79%保障高成长，运营提效吨上网同增3%至316度/吨。2021年新增中标&并购合计1.16万吨/日，2021年底公司在手产能达**5.07万吨/日**，其中投运约**2.84万吨/日**，在建和筹建约**2.23万吨/日**，在筹建/已建为**79%**保障未来成长性。2021年生活垃圾入库量同增28%至664万吨，上网电量同增32%至21亿度，吨上网同增3%至316度/吨。公司计划**2022年垃圾入库量1000万吨（+51%）**，上网电量**29亿度（+38%）**，2022年处于投产大年，我们预计将延续高成长态势。

携手盛屯&青山投资年产20万吨高镍三元正极材料，推进锂电新材料纵深布局。2021年公司携手青山切入新能源，规划印尼**年产4万吨高冰镍**项目建设；2022年4月

24日，公司与盛屯、青山签署合作协议，在温州市共同开发高冰镍精炼、高镍三元前驱体、高镍正极材料生产及相关配套项目，建设年产20万吨高镍三元正极材料。从高冰镍到正极材料的规划逐步落地，体现公司在锂电新材料纵深发展的决心。

经营性现金流净额同增25.35%至11.94亿元，持续改善。2021年公司经营性现金流净额提升主要系销售商品收到的现金增加所致；投资性现金流净额-21.2亿元(+2.20%)；筹资性现金流净额8.05亿元(-41.43%)。

固废主业成长&盈利领先，携手青山开拓新能源。公司固废主业高成长&高盈利，2021年底垃圾焚烧已投运2.84万吨/日，存79%增长空间，2021年运营毛利率67%领先同业。得益于**a)成本端**：设备自产，成本管控能力强，2020年底已投运项目吨投资较同业均值低22%，运营期折旧摊销低；**b)收益端**：2020/2021年新中标项目平均处理费91/95元/吨，较行业均值高19%/6%。2016-2021年吨上网电量复增3%达316度/吨。公司联手青山导入资源&技术切入新能源赛道，打开成长空间。

盈利预测与投资评级：根据建设进度，我们将2022-2023年归母预测从20.10/25.58下调至19.38/24.36亿元，预计2024年归母32.72亿元，EPS为1.49/1.87/2.51元，对应当前15/12/9倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，合作方青山平仓风险，政策风险，行业竞争加剧

3.13. 谱尼测试2021年年报点评：业绩略超预期，成长提速迎戴维斯双击机会

事件：2022年4月22日公司披露年报。2021年公司实现营业收入20.07亿元，同比+40.70%；实现归母净利润2.20亿元，同比+34.54%，略超此前业绩快报2.18亿元；实现扣非归母净利润1.90亿元，同比+38.87%。

业绩略超预期，受益产能爬坡成长提速。2021年公司实现收入20.07亿元，同比+40.70%；归母净利润2.20亿元，同比+34.54%。2016-2021年CAGR分别为20%、17%，受益于上市后产能瓶颈缓解，公司业绩增长提速。2021年底公司固定资产9.41亿元，同比+111%，环比+18%，主要系上海、武汉实验基地转固和新采购大量设备。2021年公司分业务看：(1)生命科学与健康环保：实现营收17.2亿元，同比+45.8%，其中①食品与环境板块：传统业务，受益产能瓶颈缓解；②医学检测：核酸检测需求提升；③CRO/CDMO：新兴业务，随实验室产能爬坡业绩高速增长。(2)商品质量鉴定：实现营收1.9亿元，同比+18.4%。(3)安全保障：实现营收0.45亿元，同比+16.5%。(4)电子与安规：实现营收0.41亿元，同比+2.0%。

控费能力优化，利润率提升潜力较大。2021年公司综合毛利率46.16%，同比-2.70pct；归母净利率10.98%，同比-0.50pct；期间费用率为33.9%，同比-2.4pct，其中管理/研

发/销售/财务费用率分别为 10.7%/7.5%/15.7%/0.0%，同比-0.9pct/+0.6pct/-1.9pct/-0.1pct，费控能力优化。2021 年公司人均创收 27.5 万元，同比+26.6%。随着公司业绩增长提速，员工增长及资本开支放缓，公司人均产值及净利率有望稳步提升。

第三方检测穿越牛熊，优选内资龙头。第三方检测增速快、增长稳，穿越牛熊。2020 年我国第三方检测市场规模为 1918 亿元，同比+13%，2013-2020 年 CAGR 19%，行业增速为 GDP 增速 2 倍以上。2020 年谱尼测试国内份额仅 0.4%，龙头份额提升空间足够大。检测黄金赛道牛股频出，海外检测龙头 SGS、Eurofins、Intertek、BV 长期跑赢大盘，2011-2021 年估值中枢为 30 倍，相较外资龙头收入增速个位数，内资龙头基于优异成长性应具有溢价。

看好未来三年业绩增速 30%，迎戴维斯双击机会。我们看好 2021-2024 年公司净利润 CAGR 约 30%，较公司 2016-2020 年净利润 CAGR 13%明显提速，成长性居行业前列，有望迎戴维斯双击机会：①实验室产能扩充，前期压制业绩增长因素消除，上海、武汉等大型实验室产能爬坡。②高速增长的分赛道机会；③并购增厚业绩；④员工、折旧等固定成本增速放缓，盈利能力上行。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.89（维持）/3.78（维持）/4.88 亿元，对应 PE 分别为 36.45 /27.86 /21.61 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响正常经营；宏观经济及政策变动；实验室投产进程不及预期；并购后协同效应不及预期；品牌和公信力受到不利影响。

3.14. 路德环境 2021 年年报&22 年一季报点评：酒糟资源化发力，现金流改善

事件：2021 年公司实现营收 3.82 亿元，同增 52.56%，归母净利润 0.76 亿元，同增 58.23%，符合我们的预期；2022 年 Q1 实现营收 0.57 亿元，同增 15.41%，归母净利润 384.22 万元，同减 54.18%。

酒糟资源化发力强劲占比提升至 30%，传统泥浆稳步推进。2021 年公司营收业绩高增主要系白酒糟饲料业务发力强劲，传统河湖泥浆业务稳步增长所致，1) **白酒糟饲料业务增长动力充足**，2021 年酒糟饲料收入 1.14 亿元，同增 114.49%；收入占比同升 8.59pct 至 29.76%，毛利率 29.43%，同升 5.87pct，公司酒糟饲料产品经过长时间技术改进&产品升级，进入市场快速渗透期，2021 年酒糟饲料销量达 5.75 万吨，同增 108.16%，产销率高达 100.22%。2) **河湖淤泥服务稳步增长**，2021 年河湖淤泥收入 2.15 亿元，同增 70.96%，毛利率 39.52%，同降 9.56pct，主要系新增广东省中山市小隐涌项目和惠州市金山新城水环境综合整治等项目所贡献。3) **工程泥浆服务进入稳定运营期**，2021 年工程泥浆收入 0.46 亿元，同减 34.14%，毛利率 47.86%，同降 5.76pct。

2022Q1 业绩承压，疫情负面影响工程进度&研发费用上行。2022Q1 公司业绩下滑主要原因：**1) 疫情负面影响工程进度：**受疫情反复影响，传统淤泥泥浆项目存在进场受阻、验收结算推迟等情况；**2) 研发费用上行。**公司推进氨法制碱碱渣治理技术及装备应用&提升酒糟饲料产品性能，2022Q1 研发费用率同升 4.3pct 至 8.46%；**3) 资产处置收益减少。**

应收账款回笼带动经营性现金流持续改善。2021 年公司经营活动现金流净额 0.45 亿元，同增 90.46%，2022Q1 经营性现金流净额 0.14 亿元，同增 230.61%，公司持续加强应收账款回款改善现金流水平。

酒糟资源化龙头扩产在即，技术&渠道&产品优势巩固地位。1)深耕研发专利丰富，技术产业化已见成效。2)区域卡位&渠道绑定，占据产业先发优势。**a.储备稀缺土地资源；b.上游直采酒糟，签署长协保障来料；c.下游客户遍布全国，进入大客户供应商名录稳定合作。**3)高性价比&功能价值，饲料产品价格&市场渗透率提升空间大。公司产品较常用饲料原料玉米、豆粕等较强性价比优势，产品价格和市场渗透率提升空间较大，考虑成本上升等因素公司自 2022 年 3 月 1 日起将所有产品出厂价格上调 100 元/吨。4)规划饲料产能 30 万吨超 4 倍扩张，典型项目盈利能力强。公司计划 2023 年实现酒糟饲料产能 30 万吨，较 2021 年产能实现 4 倍以上扩张，典型项目满产净利率达 21.75%，ROE 37%。其他香型白酒、昆虫蛋白等有机糟渣利用有望打开成长空间。

盈利预测与投资评级：考虑新冠疫情反复带来的延缓工程进度等影响，我们将 2022-2023 年公司归母净利润自 1.05/1.71 亿元下调至 0.81/1.42 亿元，预计 2024 年归母净利润为 1.89 亿元，对应 20、12、9 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：河湖淤泥订单不及预期，原材料价格波动风险，项目扩产低于预期。

3.15. 天奇股份：战略合作星恒电源，回收渠道再扩张

事件：天奇股份与星恒电源签署《战略合作协议》，双方拟在废旧动力电池及电池废料回收再生利用领域内开展合作，共同打造废旧动力电池回收再生利用闭环产业链。

强强联合，打造回收体系深入材料再生。天奇股份锂电循环利用技术、规模优势突出。星恒电源为轻型车锂电池全球龙头。此次天奇股份与星恒电源双方战略合作包含**1) 共同打造废旧动力电池回收体系：**星源电源具备健全的全国销售网络系统及分销商网点布局，为废电池回收提供有力渠道支撑。双方将在废电池回收体系上展开深度合作，星恒负责废旧电池有序回收，天奇股份负责规范处理；**2) 深入电池材料循环再生合作，打造电池循环产业闭环：**在共建废旧电池回收体系基础上，依托天奇股份于电池材料再生领域的产能与布局，在废旧动力电池回收加工、废旧动力电池分拣处理、梯次利用以及回收材料处理等方面开展深度合作，将共同打造电池循环产业闭环。**3) 探索其他业务合作。**

星恒电源全球轻型车锂电龙头，产能快速扩张深化布局回收。1) 星恒电源轻型车锂电池龙头地位突出，根据第一电动数据，星恒电源 2020 年、2021 年销售量分别为 4.95GWh、5.03GWh，2018-2021 年连续四年轻型车锂电池销量全球第一。2) 星恒电源产能积极扩产保障回收量，拥有苏州、滁州、盐城三大生产基地，2022 年产能达 20GWh，2020 年以来产能连续翻番。3) 星恒电源积极布局回收业务，2021 年 7 月成立星恒新材料科技，提升锂电资源利用率。小动力电池报废周期短报废量大，星恒电源销售网络和分销商布局完备，销售同时开展逆向物流回收。

量化测算：星恒电源 2024 年可再生碳酸锂 1614 吨，截止 2021 年底累计可再生碳酸锂 6290 吨，成为天奇股份锂电回收业务渠道重要补充。

A 我们预计 2024 年可回收电池 5.42GWh，可再生碳酸锂 1614 吨。假设如下：1) 2022 年星恒电源销售电池 6.29GWh（同增 25%）；2) 轻型车锂电池退役年限较短，使用年限 2-4 年，年限内每年退役 1/3。我们预计 2024 年可回收电池 5.42GWh，参考锰酸锂电池含锂量及 85% 锂回收率，预计可再生碳酸锂 1614 吨，预计占天奇股份 2024 年规划产能的 9.5%。

B 我们预计截止 2021 年底累计装机电池 21 GWh，可再生碳酸锂 6290 吨。假设如下：1) **单位电池组带电量**：2021 年公司装机 500 万组，装机量 5.03GWh，单组带电量约 1.01KWh。参考公司截止 2021 年装机 2100 万组，我们预计累计装机规模达 21.13GWh，参考锰酸锂电池含锂量及 85% 锂回收率，预计可再生碳酸锂 6290 吨。星恒产能快速扩张，回收量快速增长。

盈利预测与投资评级：战略合作星恒电源有望提升公司回收渠道优势，回收渠道拓展保障扩产项目产能利用率。我们维持公司 2021-2023 年归母净利润 1.55/3.49/5.58 亿元，2021-2023 年 EPS 为 0.41/0.92/1.47 元/股，当前对应 PE 为 40x/18x/11x，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

3.16. 英科再生 2021 年年报点评：扣非高增 79%，量价齐升盈利增强

事件：公司发布 2021 年年度报告，实现营收 19.9 亿元，同增 17.14%；归母净利润 2.4 亿元，同增 10.35%。扣非 2.24 亿元，同增 79.11%，符合我们的预期。

塑料制品收入贡献超 80%，产品拓展量价提升。剔除 2020 年一次性防护面罩眼罩后主营业务收入同增 32.66%，收入高增主要系各版块业务均通过扩大市场份额，提高产品价格等实现量价齐升。塑料制品收入贡献超 80%，其中成品框收入 11.21 亿元，同增 25.90%，线条收入 4.62 亿元，同增 34.71%。2021 年公司积极开拓 3D 格栅板、压花墙板等新产品，加大装修建材、家居装饰渠道铺设，加强海外零售店开发频率，直播、

跨境营销，从而增强客户粘性，提高客单值及市场份额。

成本管控&产品结构调整，真实盈利能力增强。考虑还原①2021年运输成本会计记账方式自销售费用变更至营业成本；②剔除2020年一次性防护面罩及眼罩业务贡献，我们计算2021年综合毛利率同升3.94pct至29.96%。其中成品框毛利率同升5.9pct至31.7%；线条毛利率同升2.6pct至32.91%；粒子毛利率同升2.61pct至19.41%。我们认为与公司持续加强成本管控、不断推出新系列产品实现顺价、调整产品销售结构有关。

疫情负面影响，在建项目进度放缓。受新冠疫情负面影响，海外项目设备安装调试进度较慢，募投项目进度亦有所延缓。公司在建拟建项目最新进度：**1) 马来西亚5万吨/年PET项目：**按计划完成模块调试，部分产品开始陆续接单、销售中；**2) 越南英科PS深加工项目：**陆续进行厂房基建、设备调试、人员招聘等工作。**3) 10万吨/年多品类再生塑料项目：**拟花费2亿元购置马来西亚土地储备新增产能，计划新增10万吨/年PET/PP/PE多品类再生塑料项目。**4) 国内年产100万片高端铁艺制品项目：**该项目预计5月开工，10月建设并投运。**5) 募投-1,150台/年回收设备项目**拟将使用日期延长至2023年12月。海外及国内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。

纵横拓展扩充品类，已取得GRS、FDA等资质。公司计划在PS/PET优势领域的基础上纵向拓展PE、PP、HDPE等多品种塑料循环利用领域，横向拓展到多材质资源再生领域。公司已经取得全球回收标准(GRS)、美国食品和药物管理局(FDA)等资质认证，品类扩充与资质的逐步落地，有助于公司丰富产品种类，实现来料协同，完善再生塑料领域的布局，扩大经营范围，打开长期成长空间。

盈利预测与投资评级：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，考虑到新冠疫情反复，宏观环境波动较大，原材料价格上涨等影响，我们将公司2022-2023年归母净利润自3.90/5.90亿元下调至3.01/3.79亿元，预计2024年归母净利润为4.62亿元，对应PE为26/21/17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。

3.17. 福龙马2021年年报点评：环服盈利持续增强，装备成本承压

事件：公司发布2021年年报，实现营业收入57.02亿元，同增4.75%，归母净利润3.40亿元，同降23.13%，低于我们的预期；拟向全体股东每10股派发现金红利2.50元，股息率达1.74%。

环服收入稳健增长，业务占比提升至60%。受行业成本上行及竞争加剧的影响，2021年公司综合毛利率同降5.68pct至21.42%。分业务来看，**1) 环卫服务：**收入33.81亿元，同增11.68%，占主营收入的59.72%；毛利率23.29%，同降2.46pct。**2) 环卫装**

备：收入 21.14 亿元，同降 11.01%，占主营收入的 37.36%，毛利率 19.31%，同降 6.40pct。
3) 新增 PPP 项目建造服务：收入 1.49 亿元，毛利率 10.68%。**4) 新增电力销售服务：**收入 0.16 亿元，毛利率 17.90%。

环服真实毛利率持续提升，新签单稳步推进。2021 年公司表观环服毛利率同降主要系疫情税收优惠政策到期所致，考虑可比口径还原，公司真实环服毛利率持续上行，较 2019 年环服毛利率同升 3.19pct，彰显公司在环服市场中逐渐成熟稳定的运营能力。2021 年公司新增环服年化额 6.35 亿元，合同总额 29.15 亿元。截至 2021 年底，公司在履行的环服年化合同额 37.51 亿元，合同总额 302.15 亿元，待履行的合同总额为 205.15 亿元。2022Q1 公司新增环服项目 10 个，新增年化金额 1.52 亿元，合同总额 5.48 万元，公司环卫新签单持续稳步推进，将侧重业务&区域双向拓展，扩大服务范围。

环卫装备销量小幅增长，成本上行毛利率承压。受原材料价格上涨、产品结构变化、竞争加剧等影响，环卫装备单价及毛利率均有一定的下滑。2021 年公司环卫装备销量 7,134 套，同增 3.15%。其中新能源装备销量 293 台，同降 16.76%。环卫装备市占率 5.91%，新能源环卫装备市占率 6.55%，均排名行业第三。环卫装备毛利率同降 6.4%至 19.31%，其中新能源环卫装备毛利率同降 13.43pct 至 20.26%。随着大宗商品价格回落及产品下游顺价，公司装备盈利能力有望恢复到合理水平。

应收账款账期延长，经营性现金流承压同比下降。2021 年公司经营性现金流净额同降 86.19%至 1.21 亿元，主要系环卫服务政府支付滞后和环卫装备企业账期更长导致的应收账款变动和收到贷款减少所致。

盈利预测与投资评级：考虑宏观经济&财政支付能力影响，环卫服务及装备行业放量速度放缓，且大宗商品价格持续上行装备企业成本压力较大，我们将公司 2022-2023 年归母净利润自 5.79/6.83 亿元下调至 4.28/4.90 亿元，预计 2024 年归母净利润 5.71 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 10/9/8 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

4. 行业新闻

4.1. 中办国办印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，指出要推进生产生活低碳化。推动能源清洁低碳安全高效利用，引导非化石能源消费和分布式能源发展，在有条件的地区推进屋顶分布式光伏发电。推动公共交通工具和物流配送、**市政环卫等车辆电动化**。推广节能低碳节水用品和环保再生产品，减少一次性消费品和包装用材消耗；**要完善垃圾收集处理体系。因地制宜建设生活垃圾分类处理系统**，配备满足分类清运需求、密封性好、压缩式的收运车辆，改造

垃圾房和转运站，建设与清运量相适应的垃圾焚烧设施，做好全流程恶臭防治；要**增强污水收集处理能力。完善老城区及城中村等重点区域污水收集管网，更新修复混错接、漏接、老旧破损管网，推进雨污分流改造。**开展污水处理差别化精准提标，对现有污水处理厂进行扩容改造及恶臭治理。在缺水地区和水环境敏感地区推进污水资源化利用。推进污泥无害化资源化处置，逐步压减污泥填埋规模。

数据来源：http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/06/content_5688895.htm

4.2. 教育部：加快储能和氢能相关学科专业建设

5月7日，教育部印发《加强碳达峰碳中和高等教育人才培养体系建设工作方案》，要求将绿色低碳理念纳入教育教学体系，广泛开展绿色低碳教育和科普活动。充分发挥大学生组织和志愿者队伍的积极作用，开展系列实践活动，增强社会公众绿色低碳意识，积极引导全社会绿色低碳生活方式。通知还要求**加快储能和氢能相关学科专业建设，进一步加强风电、光伏、水电和核电等人才培养，加大碳达峰碳中和领域课程、教材等教学资源建设力度等。**

数据来源：https://www.moe.gov.cn/srcsite/A08/s7056/202205/t20220506_625229.html

4.3. 生态环境部、国家发改委联合印发《关于推荐清洁生产审核创新试点项目的通知》

《通知》要求以能源、钢铁、焦化、建材、有色金属、石化化工、印染、造纸、化学原料药、电镀、农副食品加工、工业涂装、包装印刷等行业为重点，拟选取园区、产业集群和重点区域、流域开展**清洁生产审核创新试点**，探索若干具有引领示范作用的审核新模式，形成一批可复制、可推广的先进经验、管理规范 and 典型案例成果，并在全国范围进行推广，快速有效提升清洁生产覆盖范围和水平，形成对传统行业清洁化改造、绿色化改造和深入打好污染防治攻坚战的有效支撑。

数据来源：

https://www.mee.gov.cn/xxgk2018/xxgk/xxgk06/202205/t20220506_977054.html

4.4. 生态环境部公布第三批生态环境执法典型案例（打击危险废物环境违法犯罪领域）

为严厉打击危险废物环境违法犯罪行为，加强警示和宣传，引导危险废物规范化管理，2022年5月，生态环境部公布了9件打击危险废物环境违法犯罪典型

案例。各地生态环境部门借助无人机航拍、群众举报、“双随机”检查、网络搜索、部门联动等方式发现线索，加强与公安机关和检察机关联动配合，深入挖掘违法犯罪链条，严厉打击涉危险废物环境违法犯罪行为。

数据来源：https://www.mee.gov.cn/ywdt/xwfb/202205/t20220506_977073.shtml

4.5. 山东省人民政府办公厅发布关于推动城乡建设绿色发展若干措施的通知

《通知》指出要推进生态环保设施体系化。到 2025 年，新建改造城区污水管网 5000 公里、雨水管网 5000 公里，城市建成区黑臭水体和整县（市、区）制雨污合流管网实现“双清零”，全省 60% 以上城市生活污水处理厂进行提标改造，出水达到准 IV 类水标准，污泥无害化处置率达到 95% 以上。引导社会资本建设生活垃圾焚烧发电项目，2025 年城乡生活垃圾焚烧处理率达到 95%。要提升建筑能效水平。2030 年前直接碳排放达到峰值，2025 年公共机构单位建筑面积能耗和人均综合能耗分别比 2020 年下降 5% 和 6%。支持推动整县屋顶分布式光伏规模化开发试点。2025 年基本完成农村取暖燃煤设施清洁能源替代，城镇建筑可再生能源替代常规能源比重超过 10%，全省清洁取暖率达到 80% 以上。

数据来源：http://www.shandong.gov.cn/art/2022/5/6/art_107851_118879.html

4.6. 内蒙古发改委等 12 部门印发《内蒙古自治区促进工业经济平稳增长行动方案》

近日，内蒙古发改委、工信部等 12 部门印发《内蒙古自治区促进工业经济平稳增长行动方案》，要求继续实施新能源汽车车船税减免优惠政策，落实国家 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策，全面推进新能源汽车充换电模式推广应用，适度超前开展充换电站建设布局，在公共领域率先应用的基础上逐步向私人领域拓展延伸；实施光伏产业创新发展专项行动，加快建设我区纳入国家第一批大型风电光伏基地新能源项目，力争 2023 年底建成并网；推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环，引导有关企业积极参与申报基础设施 REITs 项目。加强交通、能源、生态环保、仓储物流等基础设施领域效益好、市场接受度高的项目策划储备。

数据来源：

http://fgw.nmg.gov.cn/zfxxgk/fdzdgknr/xzgfwj/202204/t20220428_2047679.html

4.7. 广东省生态环境厅印发《广东省土壤与地下水污染防治“十四五”规

划》

为系统谋划“十四五”时期广东省土壤与地下水生态环境保护工作，推进生态环境治理体系和治理能力现代化，广东省将全面落实《土壤污染防治法》《水污染防治法》《地下水管理条例》，以确保农产品质量安全、人居环境安全、地下水饮用水环境安全为目标，以解决突出土壤与地下水环境问题为重点，全面提升监管能力水平，推进治理体系和治理能力现代化，促进土壤与地下水资源可持续利用。

数据来源：https://www.mee.gov.cn/zcwj/gwywj/202204/t20220426_976184.shtml

4.8. 福建省发改委等四部门印发《关于做好重点领域节能降碳改造升级工作实施方案》

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻习近平生态文明思想，全面贯彻党的十九大和十九届历次全会精神，立足新发展阶段，完整、准确、全面贯彻新发展理念，科学处理发展和减排、整体和局部、短期和中长期的关系，突出标准引领作用，**深挖节能降碳技术改造潜力**，强化系统观念、推进综合施策，严格监督管理。到2025年，全省钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨等重点行业和数据中心企业能效全部达到基准水平，**达到标杆水平的产能比例超过30%**，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强。到2030年，重点领域能效基准水平、标杆水平进一步提高，达到标杆水平企业比例大幅提升，行业整体能效水平和碳排放强度达到国际先进水平。

数据来源：

http://fgw.fujian.gov.cn/zfxxgkzl/zfxxgkml/yzdgkdtxx/202204/t20220428_5900914.htm

4.9. 山西省发布《关于加快建立健全我省绿色低碳循环发展经济体系的实施意见》

近日，山西省人民政府发布《关于加快建立健全我省绿色低碳循环发展经济体系的实施意见》，要求**推动光伏、风电基地化发展，谋划布局氢能产业化应用示范项目**，积极开发利用地热资源，到“十四五”末，**新能源和清洁能源装机容量占比达到50%，发电量占比达到30%**。建设生物质热电联产项目，在县城重点发展清洁热电联产集中供暖，在具备生物质资源的农村地区大力发展区域生物质集中供暖。

数据来源：

http://www.shanxi.gov.cn/sxszfxxgk/sxsrnzfzcbm/sxszfzbg/flfg_7203/szfgfwj_7205/202204/t20220429_964435.shtml

4.10. 海南省生态环境厅印发《海南省“十四五”塑料污染治理行动方案》

5月6日，海南省生态环境厅发布关于印发《海南省“十四五”塑料污染治理行动方案》的通知。方案要求，1) 健全塑料污染治理法规政策体系，到2025年，基本形成覆盖全面、路线合理、措施得当的塑料污染治理法规政策体系，塑料污染全链条治理模式基本形成。2) 积极推动塑料生产和使用源头减量，到2025年，商场、超市、医院、农贸市场、酒店、公共机构等重点场所和领域一次性塑料制品使用量大幅减少，零售、电子商务、外卖、快递等领域塑料包装减量和替代制度进一步健全，替代品技术、产业链和供应链进一步完善。3) 加快推进塑料废弃物规范回收利用和处置，到2025年，生活垃圾分类体系基本完善，垃圾分类与资源化回收体系进一步融合，农业塑料投入品进一步减量和替代。再生资源回收网点覆盖95%以上乡镇、社区、行政村，推进再生资源回收网点与生活垃圾分类网点融合。废塑料主要品种回收率达85%以上。建成再生资源集散中心6个。4) 大力开展重点区域塑料垃圾清理整治，重点水域、重点旅游景区、农村地区的历史遗留露天塑料垃圾基本清零。塑料垃圾向自然环境排放问题得到有效控制。5) 强化监督执法和宣传引导。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220507/1223109.shtml>

5. 公司公告

表1：公司公告

类型	日期	公司	事件
股份回购	5.6	宇通重工	截至2022年4月30日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份4,861,500股，占公司总股本的比例为0.90%，成交的最高价为10.40元/股，最低价为7.08元/股，已支付的总金额为43,360,973.87元（含交易费用）。
	5.6	新奥股份	截至2022年4月30日，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计回购股份599,985股，占公司总股本2,845,853,619股的比例0.02%，回购成交的最高价为16.34元/股，最低价为16.06元/股，支付的资金总额为人民币9,705,770.05元（不含交易费用）。
	5.6	盛剑环境	截至2022年4月底，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份300,000股，已回购股份占公司总股本的比例为0.24%，成交的最低价格为28.28元/股，成交的最高价格为31.45元/股，已支付的总金额为900.24万元（不含交易费用）。
担保	5.6	天瑞仪器	公司同意为控股子公司磐合科仪拟向江苏银行上海闵行支行申请不超过人民币1,200万元的流动资金借款提供保证担保。
	5.6	中创环保	公司控股子公司泰达环保向天津农商行申请融资10,000万元，期限一年，由公司提供连带责任保证。

股份减持	5.6	蓝焰控股	截至 2022 年 4 月 26 日，中国信达通过集中竞价的方式减持公司股份 9,569,072 股，占公司总股本的 0.99%，本次减持计划数量过半。
	5.6	新天然气	自本减持计划公告披露之日起 15 个交易日后的六个月内，明再远先生拟通过大宗交易的方式减持公司股票不超过 16,960,000 股，占公司总股本的 4%，拟通过集中竞价的方式减持公司股票不超过 8,480,000 股，占公司总股本的 2%，减持价格视市场价格确定。
	5.6	福龙马	2022 年 1 月 11 日，沈家庆先生拟自公告披露之日起 15 个交易日之后的 6 个月内通过集中竞价或大宗交易或两者相结合的方式减持合计不超过 199,600 股，即合计不超过公司总股本的 0.0480%。
股份发行	5.6	菲达环保	截至本公告披露日，本次发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项之标的资产紫光环保 62.95% 的股份已完成过户。
大宗交易	5.6	华测检测	以 21.4 元价格成交 19 万股，占流通股比 0.0125%，占公司总股本 0.0113%，成交金额 406.6 万元。
股权激励	5.7	英科再生	公司于 2022 年 5 月 6 日召开的第三届董事会第二十六次会议、第三届监事会第十八次会议，审议通过了《关于调整 2022 年限制性股票激励计划相关事项的议案》，对本次授予激励对象名单及授予人数进行调整。调整后，本次激励计划授予人数由 427 人调整为 420 人，所涉及的限制性股票总量由 159.76 万股调整为 159.56 万股。
关联交易	5.7	城发环境	公司通过委托贷款等符合法律法规规定的方式向郑州数字环卫分批逐步提供不超过 130,000 万元的财务资助，利率水平参考启迪环境同期融资利率确定，不低于全国银行间同业拆借中心公布的同期贷款市场报价利率（LPR）且不超过 7%/年，期限不超过 1 年。

数据来源：Choice，东吴证券研究所

6. 下周大事提醒

表2：下周大事提醒

日期	证券简称	事件
5.9	金科环境	股份流通
	奥福环保	股东大会
	雪迪龙	除权登记日
	中金环境	披露第一季度季报
	苏交科	披露第一季度季报
	天奇股份	披露第一季度季报
5.10	雪迪龙	除权除息日
	天奇股份	股东大会
5.11	仕净科技	股东大会

	三达膜	股东大会
5.12	四通股份	股东大会
	洪城环境	股东大会
5.13	华宏科技	股东大会
	苏交科	股东大会

数据来源：Choice，东吴证券研究所

7. 往期研究

7.1. 往期研究：公司深度

- 《伟明环保深度：固废主业成长&盈利领先，携手青山开拓新能源》2022-03-17
- 《路德环境深度：生物科技新星，酒糟资源化龙头扩产在即》2022-03-09
- 《三联虹普：4.9 亿元尼龙一体化大单落地，再生尼龙打通纤维级应用》2022-01-14
- 《绿色动力深度：纯运营资产稳健增长，降债增利&量效双升》2022-01-06
- 《中国水务深度：供水龙头持续增长，直饮水分拆消费升级再造中国水务》2021-12-23
- 《仕净科技深度：泛半导体制程配套设备龙头，一体化&多领域拓展助力成长》2021-11-30
- 《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》2021-09-20
- 《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》2021-09-12
- 《百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大》2021-07-28
- 《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》2021-07-22
- 《高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头》2021-03-02

7.2. 往期研究：行业专题

- 《2022 年中央政府性基金其他项预算增超 3600 亿元，关注垃圾焚烧存量补贴兑付》2022-03-27
- 《明确氢能重要战略地位，重点加强可再生能源制氢及关键核心技术》2022-03-24
- 《电池再利用 2.0——十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源

发展》2022-03-17

- 《稳增长+新工具+新领域，环保资产投资逻辑 2.0》2022-02-16
- 《东吴证券环保行业 2022 年年度策略：双碳扣元音，律吕更循环》2022-01-28
- 《东吴 ESG 专题研究 2——中国应用：信披&评价体系初具雏形，ESG 投资方兴未艾》2022-01-18
- 《东吴 ESG 专题研究 1——全球视角：ESG 投资的缘起、评级体系及投资现状》2022-01-12
- 《氢能系列研究 1——氢能源产业链分析》2022-01-03
- 《各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算》 2021-06-08
- 《碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估》2021-03-11

8. 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>

