

环保

降息周期下，哪些高股息资产更具优势？ ——天风公用环保二月可转债报告

1、高估值分位数下，继续看好公用环保板块是否太过右侧？

我们认为，本轮公用环保的高股息行情是央国企资产价值重估与市场风格偏好的共同演绎。而估值分位数是衡量资产当下的价格与历史价格相比的高低，与资产的合理价值无关，因而在当下过度关注估值分位数水平可能是失效的。也因此，当下时点判断公用环保板块，不应过度关注标的的估值分位数，而应更多关注其股息率距离市场要求的相对确定的收益（即市场要求的股息率下限）的空间如何。

戈登增长模型表明，市场对高股息标的的股息率的理论要求 D/P 主要与无风险利率、公司风险溢价、及公司股息年增长率相关。因此，如果：1、或市场无风险收益率下行，2、或标的当前股息率与十年期国债的息差仍高于历史平均息差水平，则该高股息标的的估值可能仍有空间。

2、板块复盘：降息周期下，公用环保高股息资产表现如何？

由上述逻辑可知，理论情况下，降息周期中，高股息资产有望获得一定的超额收益。据此，我们使用了过去三年上市公司的 ROE、股息率、分红比例、EPS 等指标，筛选出了一揽子高股息标的，并构建了三个指数。

通过对拟合指数和上证指数计算超额收益，我们发现：1、大多数降息周期内，前述各指数较上证指数均可取得一定比例的超额收益。2、拟合指数一~三在多数年份可以跑赢红利指数。3、与全板块拟合指数相比，公用环保标的的拟合指数超额收益在方向上更稳定、且弹性更好。

3、个股视角：用十年期国债息差锚定的“市场预期股息率”

由前文可知，市场对高股息标的的股息率的理论要求 \approx 无风险收益率+一定息差，其中“息差”用于打包衡量各类风险因素及市场偏好。我们使用各样本标的过去 5 年的股息率情况，减去当年十年期国债收益率的平均值，得到了各标的近五年的平均息差：1、水电公司长江电力、川投能源近 5 年股息率与十年期国债的平均息差分别为 46bp、50bp；2、水务运营公司洪城环境、重庆水务近 5 年平均息差分别为 228bp、185bp；3、燃气公司百川能源近 5 年平均息差 343bp。我们认为，这一指标可以用于反映市场对相关标的的风险偏好。

我们曾在 24 年 1 月 10 日的外发报告《如何用息差方法定价长江电力？》首次应用这一方法，计算得出长江电力的理论市值空间。而本文不对各公司的理论市值空间进行预测，只基于上述方法论，模拟了市场对部分高股息标的的股息率的理论要求。

4、投资建议

我们认为，当下时点判断公用环保板块，应重点关注其股息率距离市场要求的股息率下限的空间如何。这一方面取决于十年期国债收益率未来走势，也取决于市场对相关标的的风险偏好情况。建议关注：1、地方国资旗下高股息标的【洪城转债】【皖天转债】；2、民营优质高股息标的【蓝天转债】【大元转债】【旺能转债】。

5、可转债发行、退市及条款触发情况

新发退市：伟明环保【伟 22 转债】12 月 14 日获上市委通过；太阳能、重庆水务、湖北能源三家公司发行方案已获受理。近期国祯转债、铁汉转债、迪龙转债分别已于或将于 11 月 27 日、12 月 19 日、12 月 27 日到期摘牌。

条款触发：海环转债 3 月 4 日决定下修，长集转债 3 月 1 日决定下修，维尔转债 2 月 23 日决定下修；2 月 27 日福能转债触发赎回条款，1 月 22 日天壕转债触发赎回条款，两公司均决定不提前赎回。

风险提示：测算样本池有限，由历史数据进行推演，可能存在一定主观性风险；行业竞争加剧风险；可转债募投项目不及预期；新业务的拓展不及预期；政策落地不及预期；宏观经济增速不及预期

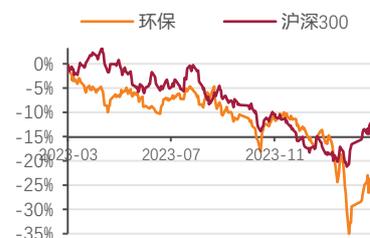
证券研究报告
2024 年 03 月 09 日

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com
胡冰清 联系人
hubingqing@tfzq.com
赵阳 联系人
zhaoyanga@tfzq.com
王钰舒 联系人
wangyushu@tfzq.com
裴振华 联系人
peizhenhua@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《环保-行业专题研究:哪些板块具备抗周期超额收益? ——天风公用环保十二月可转债报告》 2023-12-28
- 《环保-行业专题研究:环保转债 2023 年三季度情况梳理 ——天风公用环保十月可转债报告》 2023-11-16
- 《环保-行业专题研究:看好分红较高、盈利能力较强的公用环保类地方国企 ——天风公用环保五月可转债报告》 2023-06-05

内容目录

1. 本月主题：降息周期下，哪些高股息资产更具优势？	4
1.1. 高估值分位数下，继续看好公用环保板块是否太过右侧？	4
1.2. 板块复盘：降息周期下，公用环保高股息资产表现如何？	5
1.3. 个股视角：用十年期国债息差锚定的“市场预期股息率”	7
1.4. 投资建议	9
2. 重要公告	9
2.1. 新发退市	9
2.2. 条款触发	10
2.3. 其他动态	11
3. 政策与新闻	12
4. 市场表现	14
4.1. 市场概况	14
4.2. 环保行业	14
4.3. 公用事业	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：典型代表：申万水电指数 PB 分位数	4
图 2：典型代表：申万水电指数 PE 分位数	4
图 3：如何理解市场对高股息标的股息率的理论要求	5
图 4：全板块-市加权值拟合指数在降息周期下的超额表现	7
图 5：全板块-市加权值拟合指数在加息周期下的超额表现	7
图 6：全板块-等权重拟合指数在降息周期下的超额表现	7
图 7：全板块-等权重拟合指数在加息周期下的超额表现	7
图 8：公用环保-等权重拟合指数在降息周期下的超额表现	7
图 9：公用环保-等权重拟合指数在加息周期下的超额表现	7
图 10：长江电力市场预期股息率情景分析（FY2024），单位：%	8
图 11：长江电力年分红额情景分析（FY2024），单位亿元	8
图 12：川投能源市场预期股息率情景分析（FY2024），单位：%	8
图 13：川投能源年分红额情景分析（FY2024），单位亿元	8
图 14：洪城环境市场预期股息率情景分析（FY2024），单位：%	9
图 15：洪城环境年分红额情景分析（FY2024），单位亿元	9
图 16：中证转债、沪深 300、Wind 全 A 收盘价定基指数	14
图 17：中证转债成交额及转股溢价率	14
图 18：转债分行业月涨跌幅	14
图 19：转债分行业最新转股溢价率	14
图 20：环保转债-转股溢价率、纯债溢价率	15
图 21：环保转债-平均收盘价	15

图 22: 环保转债-各标的截止日收盘价	15
图 23: 环保转债-各标的截止日转股溢价率	15
图 24: 环保转债-各标的区间涨跌幅	16
图 25: 环保转债-各标的截止日市盈率	16
图 26: 公用事业转债-转股溢价率、纯债溢价率	17
图 27: 公用事业转债-平均收盘价	17
图 28: 公用事业转债-各标的截止日收盘价	17
图 29: 公用事业转债-各标的截止日转股溢价率	18
图 30: 公用事业转债-各标的区间涨跌幅	18
图 31: 公用事业转债-各标的截止日市盈率	18
表 1: 测算样本股筛选标准	5
表 2: 样本股筛选结果	5
表 3: 降息周期下, 各指数相对上证指数的超额收益	6
表 4: 加息周期下, 各指数相对上证指数的超额收益	6
表 5: 样本标的股息率、十年期国债收益率平均值及其息差 (单位: %)	8
表 6: 建议关注标的	9
表 7: 环保公用板块计划发行转债情况	10
表 8: 转债条款触发情况	10
表 9: 环保行业-存续转债标的条款触发情况	11
表 10: 公用事业-存续转债标的条款触发情况	11
表 11: 转债标的及其正股近期动态	11
表 12: 环保行业近期重大政策与新闻	12
表 13: 公用事业近期重大政策与新闻	13
表 14: 环保行业-存续转债标的一览	15
表 15: 公用事业-存续转债标的一览	17

1. 本月主题：降息周期下，哪些高股息资产更具优势？

1.1. 高估值分位数下，继续看好公用环保板块是否太过右侧？

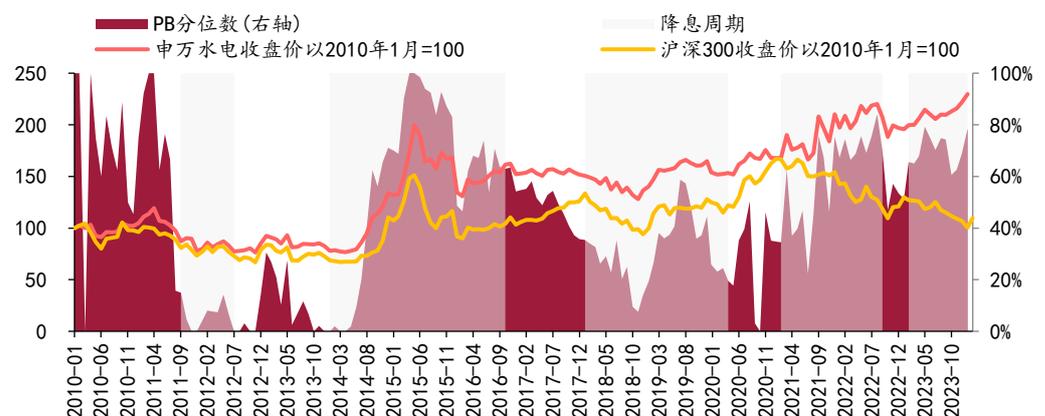
23Q3 以来，红利策略表现出持续的超额收益，以水电为代表的部分公用环保标的，估值分位数已来到相对高位。当下持续看好是否已经太过右侧？我们认为，本轮行情是央国企资产价值重估与市场风格偏好的共同演绎：

前者还原资产的内生价值，体现优质资产本身的稀缺性：①电站建设及运营实行行政许可制，具有天然的垄断性，准入壁垒高，竞争格局稳定；②受限于自然资源或者技术壁垒，电站重置成本高、建设周期长，供给在短期难以快速扩大。我们认为，估值分位数是衡量标的当下的价格与历史价格相比的高低，不完全代表资产的合理价值，因而在当下过度关注估值分位数水平可能是失效的。

后者则是还原分红派息的价值，体现市场对相对确定的收益的偏好：①公用环保行业市场需求刚性，资产盈利相对稳定，且具备较好的获现能力。②以长江电力为代表的部分公用环保资产分红比例较高，股息优势突出。我们认为，对企业股息率的关注，在某种程度上是在关注股票的类债属性，追求股票相对确定的收益。这种情况下，股票价格的高与低，应更多取决于其股息率较无风险收益率是否具备性价比、其风险溢价是否仍然具备安全边际，而非相对估值 PE、PB 的是否已高于历史水平。

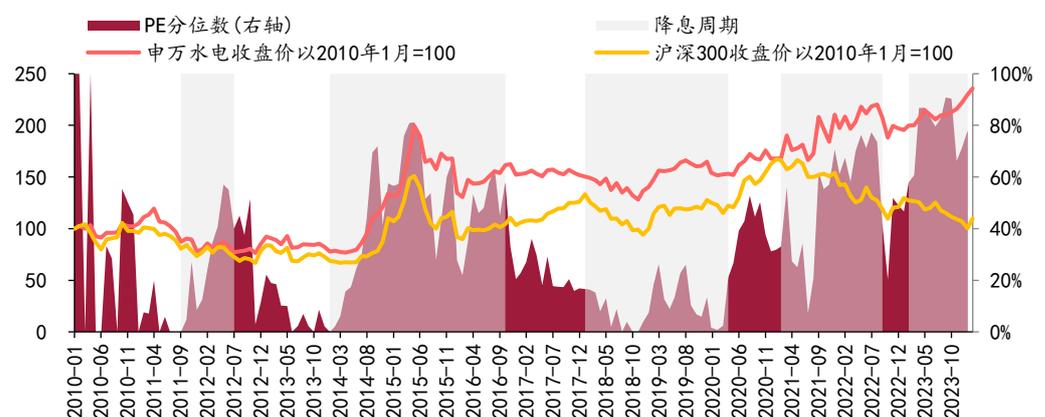
综上，我们认为，当下时点判断公用环保板块，不应过度关注标的的估值分位数，而应更多关注其股息率距离市场要求的相对确定的收益（即市场要求的股息率下限）的空间如何。

图 1：典型代表：申万水电指数 PB 分位数



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：典型代表：申万水电指数 PE 分位数



资料来源：Wind、天风证券研究所

在戈登增长模型中，股票的理论价值：

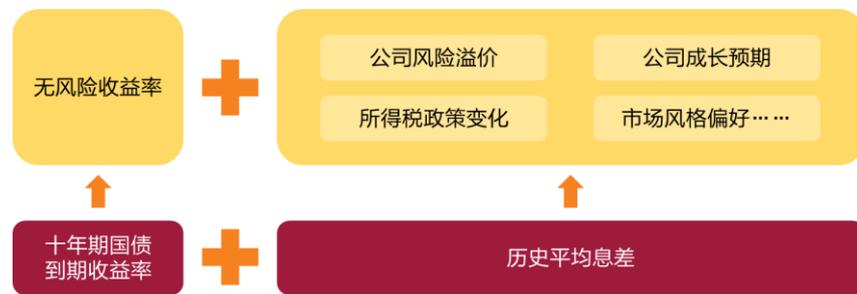
$$P = \frac{D}{r + i' - g}$$

其中， D 为预期每股股息， r 为无风险利率， i' 为股票的市场风险溢价， g 为股息年增长率。

由此我们可以推导得出，市场对高股息标的股息率的理论要求 D/P 主要与无风险利率、公司风险溢价、及公司股息年增长率相关。其中，无风险利率可以使用十年期国债的到期收益率进行定义；而 $i' - g$ ，我们认为可以使用公司的历史股息率与十年期国债收益率的差值进行打包模拟。（注：如前文所述，部分公用环保公司的历史估值可能是相对偏低的，因此基于历史息差模拟的 $i' - g$ ，可能是相对偏高的）

由此可以得出，如果：1、或市场无风险收益率下行，2、或标的当前股息率与十年期国债的息差仍高于历史平均息差水平，则该高股息标的的估值可能仍有空间。

图 3：如何理解市场对高股息标的股息率的理论要求



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 板块复盘：降息周期下，公用环保高股息资产表现如何？

由上述逻辑可知，理论情况下，降息周期中，高股息资产有望获得一定的超额收益。据此，我们使用了过去三年上市公司的 ROE、股息率、分红比例、EPS 等指标，筛选出了一揽子高股息标的，并复盘了 2013 年至今国债加息/降息周期下，高股息投资标的的区间表现。测算样本股的筛选标准及筛选结果如下：

表 1：测算样本股筛选标准

过去三年 (2020-2022 年)	ROE ≥ 8% 股息率 ≥ 2.6% 分红比例 ≥ 50% EPS ≥ 0
当前估值	PE (TTM) < 40
上市板块	沪深主板、创业板、科创板
所属申万行业	不属于银行/非银/地产

资料来源：天风证券研究所

表 2：样本股筛选结果

筛选结果	长江传媒、中南传媒、凤凰传媒、吉比特、金杯电工、伟星股份、罗莱生活、富安娜、海澜之家、地素时尚、佛燃能源、川投能源、百川能源、长江电力、洪城环境、重庆水务、宗申动力、康力电梯、凌霄泵业、快克智能、银都股份、华荣股份、龙佰集团、华宝股份、九阳股份、浙江美大、莱克电气、朗迪集团、鲁阳节能、宁波富达、粤高速 A、宁沪高速、唐山港、大秦铁路、中国神华、陕西煤业、深粮控股、亚普股份、凯众股份、永新股份、东港股份、紫江企业、焦点科技、爱施德、富森美、双汇发展、养元饮品、元祖股份、丽珠集团、桂林三金、新光药业、羚锐制药
------	---

其中公用环保标的 长江电力、川投能源、重庆水务、洪城环境、百川能源、佛燃能源(*)

注：佛燃能源上市时间为 2017 年 11 月，相对较晚；由于公用环保高股息指数的标的数量相对较少，纳入佛燃能源可能会在回测历史指数时带来干扰，因此在拟合公用环保高股息指数时，我们剔除了佛燃能源；而在测算全板块高股息指数时，标的数量较多，能够平衡个别标的上市时间较晚带来的干扰，我们未对较晚上市的标的进行剔除。

资料来源：Wind、天风证券研究所

基于上述筛选结果，我们构建了三个指数：1、将所有筛选得出的样本股按照市值加权进行拟合，得到指数一（对应下表 3&表 4：全板块-市加权值拟合指数）；2、将所有样本股按照等权重进行拟合，得到指数二（对应下表 3&表 4：全板块-等权重拟合指数）；3、将样本股中公用环保相关标的按照等权重进行拟合，得到指数三（对应下表 3&表 4：公用环保-等权重拟合指数）。我们对上述指数及红利指数（000015.SH）在各加息、降息周期区间的表现进行了回测，测算结果发现：

- 1、大多数降息周期内，前述各指数较上证指数均可取得一定比例的超额收益。我们认为，这在一定程度上证明了上述策略的有效性。
- 2、拟合指数一~三在多数年份可以跑赢红利指数。我们认为，这与指数成分股的筛选标准有关——红利指数主要参考标的的现金股息率与分红稳定性，而我们的拟合指数同时纳入了 ROE 指标，即在考虑分红的同时也在要求公司的盈利能力和经营稳定性。
- 3、与全板块拟合指数相比，公用环保标的的拟合指数超额收益在方向上更稳定、且弹性更好。我们认为，这主要是由于：①公用环保类资产具备较强的抗周期属性，在市场情绪偏弱情况下，可以表现出一定的抗跌属性；②公用环保类资产盈利相对稳定，具备较好的获现能力，且股息率相对较高，是更容易被市场普遍认可的类债资产。

表 3：降息周期下，各指数相对上证指数的超额收益

降息周期	10年期国债 降息幅度 (BP)	相对上证指数的超额收益 (%)					长江 电力	川投 能源	重庆 水务	洪城 环境	百川 能源
		全板块-市 加权值拟 合指数	全板块-等 权重拟合 指数	公用环保- 等权重拟 合指数	红利指数						
2014.01-2016.10	-187	-16.9	39.1	62.4	6.0	93.9	19.9	9.9			
2018.01-2020.04	-140	53.1	40.2	19.4	-6.0	36.4	16.3	6.4	35.6	-15.5	
2021.02-2022.09	-58	25.4	11.3	34.2	19.3	37.1	32.9	23.7	49.7	16.1	
2023.02-2024.01	-47	25.4	-3.5	33.9	16.0	34.7	37.9	30.4	44.3	5.2	

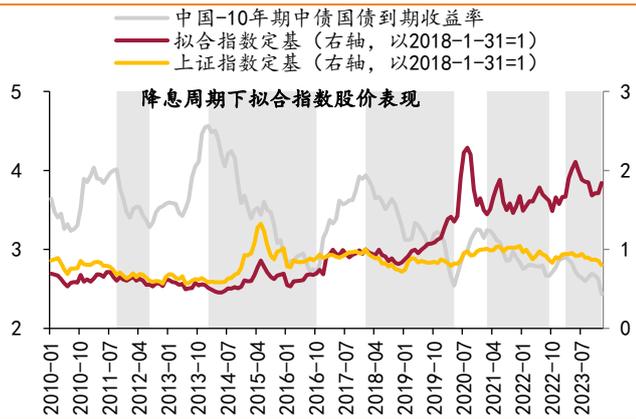
注：数据截至 2024 年 2 月 29 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

表 4：加息周期下，各指数相对上证指数的超额收益

加息周期	10年期国债 加息幅度 (BP)	相对上证指数的超额收益 (%)					长江 电力	川投 能源	重庆 水务	洪城 环境	百川 能源
		全板块-市 加权值拟 合指数	全板块-等 权重拟合 指数	公用环保- 等权重拟 合指数	红利指数						
2013.05-2014.01	114	2.6	25.5	-0.3	-6.4	-4.6	5.9	-6.8			
2016.10-2018.01	125	31.5	8.9	-11.3	13.5	11.7	3.1	-24.8	-34.9	-27.4	
2020.04-2020.11	71	-3.2	-1.8	-5.1	-5.7	0.9	1.8	-11.7	-17.6	-16.5	

注：数据截至 2024 年 2 月 29 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

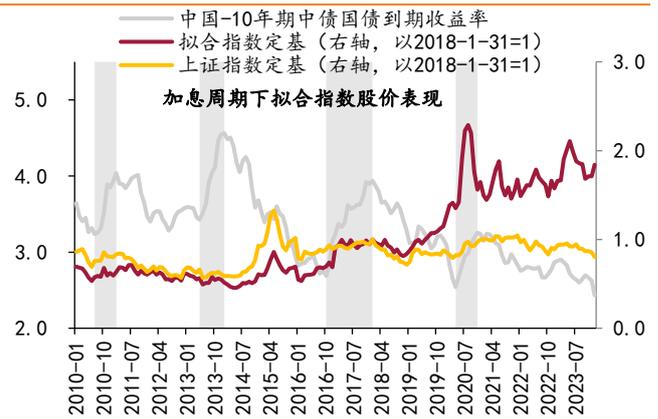
图 4：全板块-市加权重拟合指数在降息周期下的超额表现



注：阴影表示该阶段内十年期国债到期收益率趋势性下降

资料来源：Wind、天风证券研究所

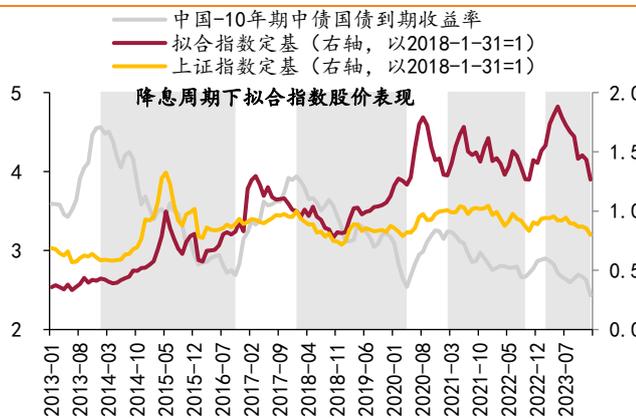
图 5：全板块-市加权重拟合指数在加息周期下的超额表现



注：阴影表示该阶段内十年期国债到期收益率趋势性上涨

资料来源：Wind、天风证券研究所

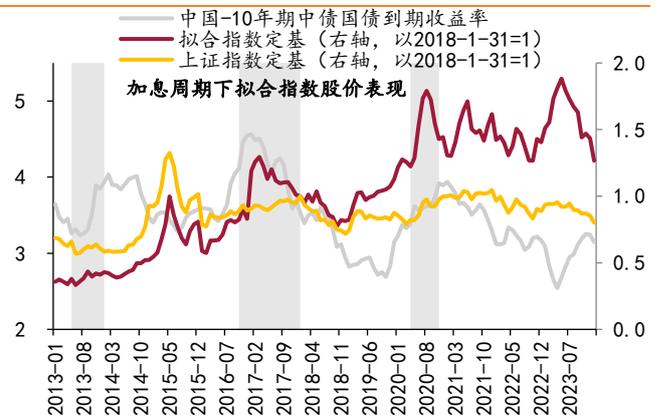
图 6：全板块-等权重拟合指数在降息周期下的超额表现



注：阴影表示该阶段内十年期国债到期收益率趋势性下降

资料来源：Wind、天风证券研究所

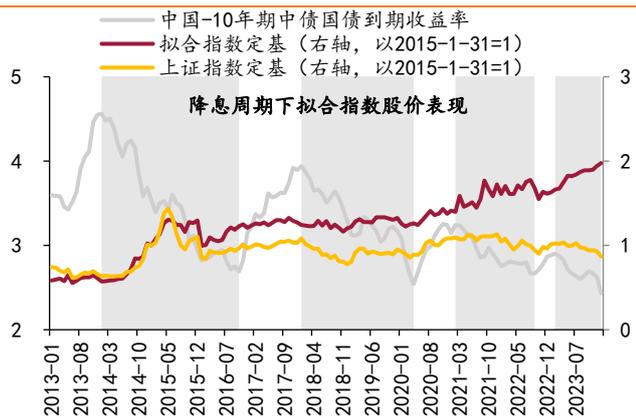
图 7：全板块-等权重拟合指数在加息周期下的超额表现



注：阴影表示该阶段内十年期国债到期收益率趋势性上涨

资料来源：Wind、天风证券研究所

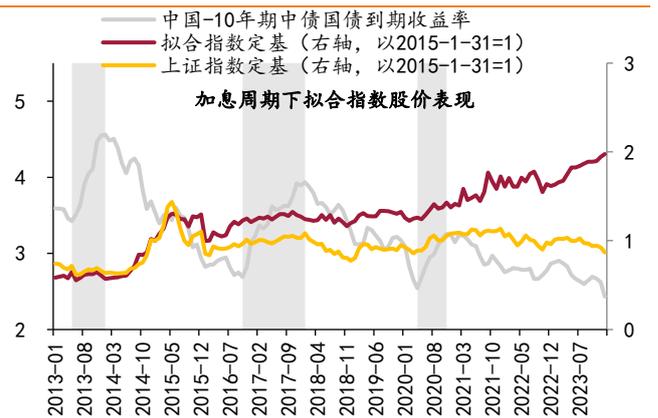
图 8：公用环保-等权重拟合指数在降息周期下的超额表现



注：阴影表示该阶段内十年期国债到期收益率趋势性下降

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：公用环保-等权重拟合指数在加息周期下的超额表现



注：阴影表示该阶段内十年期国债到期收益率趋势性上涨

资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 个股视角：用十年期国债息差锚定的“市场预期股息率”

由前文可知，市场对高股息标的股息率的理论要求 \approx 无风险收益率 + 一定息差，其中“息差”用于打包衡量各类风险因素及市场偏好。我们使用各样本标的过去 5 年的股息率情况，减去当年十年期国债收益率的平均值，得到了各标的近五年的平均息差。

具体来看：1、水电公司长江电力、川投能源近 5 年股息率与十年期国债的平均息差分别

为 46bp、50bp；2、水务运营公司洪城环境、重庆水务近 5 年平均息差分别 228bp、185bp；3、燃气公司百川能源近 5 年平均息差 343bp。我们认为，这一指标可以在一定程度上反映市场对该标的的风险偏好。

表 5：样本标的股息率、十年期国债收益率平均值及其息差（单位：%）

代码	样本池		股息率					近五年平均息差
	名称	所属行业	2018	2019	2020	2021	2022	
600900.SH	长江电力	水电	4.06	3.84	3.67	3.26	3.03	0.46
600674.SH	川投能源	水电	3.46	3.45	3.78	3.20	3.27	0.50
600461.SH	洪城环境	水务	3.09	4.36	6.23	6.13	6.24	2.28
601158.SH	重庆水务	水务	5.04	4.59	4.98	4.01	5.26	1.85
600681.SH	百川能源	燃气	4.22	6.25	6.51	7.78	7.03	3.43
股息率均值			3.97	4.50	5.03	4.88	4.97	-
十年期国债收益率均值			3.18	2.94	3.03	2.77	2.73	-
息差			0.80	1.55	2.00	2.11	2.24	-

注：除长江电力外，其余上市公司的股息率均使用了当年股息率；长江电力的股息率延续了我们在《如何用息差方法定价长江电力？》中的定义，为模拟测算出的历史“预期股息率”，具体参见该报告

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们曾在 24 年 1 月 10 日的外发报告《如何用息差方法定价长江电力？》首次应用这一方法：通过对长江电力 2024 年市场一致预期的归母净利润乘 70%的分红比例，得到对长江电力 2024 年分红总额的预测值，继而得到长江电力 2024 年预测股息率；通过锚定 76bp 的息差值（2016 年 1 月 1 日-2024 年 1 月 3 日长江电力与十年期国债收益率的平均息差），则可以计算得出长江电力的理论市值空间。

本文不对各公司的理论市值空间进行预测，只基于上述方法论，模拟了市场对部分高股息标的股息率的理论要求。结果如下：

图 10：长江电力市场预期股息率情景分析（FY2024），单位：%

市场预期股息率	息差范围									
	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95	1.00	1.05
2.20	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3
2.24	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3
2.28	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3
2.32	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4
2.36	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4
2.40	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5
2.44	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5
2.48	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5
2.52	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5	3.6
2.56	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6

注：息差范围参考了公司过去五年股息率与十年期国债平均收益率的差值

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：长江电力年分红额情景分析（FY2024），单位亿元

年分红额 (亿元)	24年盈利预测-亿元									
	308	317	325	334	343	351	360	368	377	385
50%	154	158	163	167	171	176	180	184	188	193
54%	166	171	176	180	185	190	194	199	203	208
58%	179	184	189	194	199	204	209	214	219	223
62%	191	196	202	207	212	218	223	228	234	239
66%	203	209	215	220	226	232	237	243	249	254
70%	216	222	228	234	240	246	252	258	264	270
74%	228	234	241	247	253	260	266	272	279	285
78%	240	247	254	260	267	274	281	287	294	301
82%	253	260	267	274	281	288	295	302	309	316
86%	265	272	280	287	295	302	309	317	324	331

注：归母净利润中值使用了 wind 一致预期，分红比例中值参考了公司历史分红比率，数据截至 2024 年 2 月 29 日

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：川投能源市场预期股息率情景分析（FY2024），单位：%

市场预期股息率	息差范围									
	0.50	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95
2.20	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2
2.24	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2
2.28	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2
2.32	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3
2.36	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3
2.40	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4
2.44	2.9	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4
2.48	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4
2.52	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5
2.56	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5

注：息差范围参考了公司过去五年股息率与十年期国债平均收益率的差值

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：川投能源年分红额情景分析（FY2024），单位亿元

年分红额 (亿元)	24年盈利预测-亿元									
	46	47	49	50	51	52	54	55	56	57
35%	16	17	17	17	18	18	19	19	20	20
38%	17	18	18	19	19	20	20	21	21	22
41%	19	19	20	20	21	21	22	23	23	24
44%	20	21	21	22	22	23	24	24	25	25
47%	22	22	23	23	24	25	25	26	26	27
50%	23	24	24	25	26	26	27	27	28	29
53%	24	25	26	26	27	28	28	29	30	30
56%	26	26	27	28	29	29	30	31	31	32
59%	27	28	29	29	30	31	32	32	33	34
62%	28	29	30	31	32	32	33	34	35	36

注：归母净利润中值使用了 wind 一致预期，分红比例中值参考了公司历史分红比率，数据截至 2024 年 2 月 29 日

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：洪城环境市场预期股息率情景分析（FY2024），单位：%

市场预期股息率	息差范围									
	2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70	2.80	2.90
2.20	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1
2.24	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1
2.28	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2
2.32	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2
2.36	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3
2.40	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3
2.44	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3
2.48	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4
2.52	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4
2.56	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5

注：息差范围参考了公司过去五年股息率与十年期国债平均收益率的差值
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：洪城环境年分红额情景分析（FY2024），单位亿元

年分红额 (亿元)	24年盈利预测-亿元									
	10.9	11.2	11.5	11.8	12.1	12.4	12.7	13.1	13.4	13.7
48%	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	6.0	6.1	6.3	6.4	6.6
51%	5.6	5.7	5.9	6.0	6.2	6.3	6.5	6.7	6.8	7.0
54%	5.9	6.1	6.2	6.4	6.6	6.7	6.9	7.0	7.2	7.4
57%	6.2	6.4	6.6	6.7	6.9	7.1	7.3	7.4	7.6	7.8
60%	6.6	6.7	6.9	7.1	7.3	7.5	7.6	7.8	8.0	8.2
63%	6.9	7.1	7.3	7.5	7.6	7.8	8.0	8.2	8.4	8.6
66%	7.2	7.4	7.6	7.8	8.0	8.2	8.4	8.6	8.8	9.0
69%	7.5	7.7	8.0	8.2	8.4	8.6	8.8	9.0	9.2	9.4
72%	7.9	8.1	8.3	8.5	8.7	9.0	9.2	9.4	9.6	9.8
75%	8.2	8.4	8.7	8.9	9.1	9.3	9.6	9.8	10.0	10.2

注：归母净利润中值使用了 wind 一致预期，分红比例中值参考了公司历史分红比率，数据截至 2024 年 2 月 29 日
资料来源：Wind、天风证券研究所

1.4. 投资建议

我们认为，当下时点判断公用环保板块，应重点关注其股息率距离市场要求的相对确定的收益（即市场要求的股息率下限）的空间如何。这一方面取决于十年期国债收益率未来走势，也取决于市场对相关标的的风险偏好情况。

建议关注：1、地方国资旗下高股息标的【洪城转债】【皖天转债】；2、民营优质高股息标的【蓝天转债】【大元攥着】【旺能转债】。

表 6：建议关注标的

证券简称	年初至今涨跌幅 (%)	第 1 大股东		分红比例 (单位：%)			股息率 (单位：%)			
		股东名称	持股比例 (单位：%)	20-22 年平均	2021	2022	2021	2022	2023E	2024E
蓝天转债	18.94	河南蓝天集团股份有限公司	49.19	69.3	55.0	83.6	3.46	8.10	5.88	5.47
洪城转债	3.28	南昌水业集团有限责任公司	33.42	57.9	63.4	50.2	6.13	6.24	6.26	6.31
大元转债	-3.59	韩元富	12.65	54.3	39.7	44.8	1.91	3.63	4.48	5.83
旺能转债	-11.34	美欣达集团有限公司	33.26	30.0	19.9	29.8	1.74	2.77	3.32	4.25
皖天转债	-7.48	安徽省能源集团有限公司	42.60	32.8	30.9	37.0	1.81	2.54		

注：1、涨跌幅时间截至 3 月 5 日。2、23&24 年股息率计算中——①分子端，归母净利润使用了万得一预期，分红比例使用了过去三年（2020-2022）平均值。②分母端，23E 的股价使用了 23 年 12 月 31 日收盘价，24E 股价使用了 24 年 3 月 5 日收盘价。

资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 重要公告

2.1. 新发退市

近期，多只环保/公用事业标的计划发行转债：**伟明环保新一只转债 3 月 1 日获证监会核准，2 月 28 日严牌股份转债获证监会核准。**目前，路德环境、清源股份、城发环境、太阳能、重庆水务、湖北能源等转债已获交易所受理。此外，近期川投转债到期摘牌。

环保公用板块计划发行转债公司情况如下：

表 7: 环保公用板块计划发行转债情况

方案进度	公司名称	证监会核准	发审委/上市委 通过公告日	受理日期	股东大会 公告日	预案公告日	发行规模 (亿元)
证监会核准	伟明环保	24-03-01	23-12-14	23-02-28	23-09-28	22-09-28	2.85
	严牌股份	24-02-28	23-12-01	23-06-08	24-02-21	24-02-24	4.68
股东大会通过	路德环境	-	-	23-12-29	23-08-15	23-07-29	4.39
	清源股份	-	-	23-11-29	23-06-02	23-04-29	5.50
	城发环境	-	-	23-08-22	24-02-08	22-12-22	18.90
	太阳能	-	-	23-08-11	23-08-01	23-07-14	49.14
	重庆水务	-	-	23-07-19	23-05-30	23-03-07	20.00
	湖北能源	-	-	23-07-03	23-05-26	23-05-10	60.00
股东大会通过	盛剑环境	-	-	-	24-02-07	24-01-24	5.00
	蒙草生态	-	-	-	23-08-16	23-08-01	8.37
	久吾高科	-	-	-	23-05-15	23-04-25	6.00

注: 统计时间截止 2024 年 3 月 1 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2. 条款触发

表 8: 转债条款触发情况

公告类型	转债名称	公告日期	公告内容
修正情况	华宏转债	24-01-09	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 3 月 9 日起重新开始计算。
	建龙微纳	24-01-16	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 7 月 16 日起重新开始计算。
	节能风电	24-01-19	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 7 月 18 日起重新开始计算。
	芯能转债	24-01-20	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 7 月 22 日起重新开始计算。
	百畅转债	24-01-22	公司股价触发下修条件, 董事会决定将转股价格由 24 元/股下修至 20.4 元/股, 生效日期 1 月 23 日。
	隆华转债	24-02-06	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 8 月 7 日起重新开始计算。
	百畅转债	24-02-20	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 5 月 21 日起重新开始计算。
	京源转债	24-02-22	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 8 月 22 日起重新开始计算。
	燃 23 转债	24-02-22	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 5 月 22 日起重新开始计算。
	博世转债	24-02-22	董事会决定本次不下修, 若再次满足下修条件, 公示依法履行审议程序及披露义务。
	维尔转债	24-02-23	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次下修, 议案尚需审议。
	联泰转债	24-02-23	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 至转债到期日 (2025 年 1 月 25 日) 都不下修。
	长集转债	24-03-01	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次下修, 议案尚需审议。
	新港转债	24-03-01	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 9 月 1 日起重新开始计算。
	天源转债	24-03-01	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次不下修, 2024 年 5 月 6 日起重新开始计算。
海环转债	24-03-05	公司股价触发下修条件, 董事会决定本次下修, 议案尚需审议。	
赎回情况	天壕转债	24-01-22	公司股价触发赎回条件, 董事会决定本次不行使提前赎回权利, 2025 年 1 月 1 日后重新开始计算。
	福能转债	24-02-27	公司股价触发赎回条件, 董事会决定本次不行使提前赎回权利, 2024 年 12 月 7 日后重新开始计算。
到期情况	川投转债	24-01-31	公司转债于 2023 年 2 月 1 日到期摘牌。

注: 统计区间为 2024 年 1 月 1 日-2024 年 3 月 5 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

表 9：环保行业-存续转债标的条款触发情况

细分赛道	基础信息			修正条款			公告情况	赎回条款				公告情况	回售条款			
	转债名称	正股价格	下修触发价	触发进度	是否触发	赎回起始日		赎回触发价(元)	触发进度	是否触发	赎回起始日		回售起始日	回售触发价(元)	触发进度	是否触发
水务	洪城转债	9.04	4.62	0/15	否		21-05-26	7.51	0/15	否	240531重新起算	24-11-20	4.05	0/30	否	
	联泰转债	4.45	5.15	0/15	否	250123重新起算	19-07-29	7.44	0/15	否		23-01-23	4.00	3/30	否	
	海环转债	5.11	5.23	14/15	否		19-10-09	8.00	0/15	否		23-04-02	4.31	1/30	否	
	京源转债	6.25	8.32	0/15	否	240822重新起算	23-02-13	12.73	0/15	否		26-08-05	6.85	15/30	否	
	博世转债	4.38	5.53	6/15	否	240223重新起算	19-01-11	7.98	0/15	否		22-07-05	4.30	9/30	否	
	大禹转债	3.99	3.94	10/15	否		21-02-03	6.02	0/15	否		25-07-28	3.24	0/30	否	
	隆华转债	6.18	6.56	0/15	否	240807重新起算	22-02-07	10.04	0/15	否		25-07-30	5.40	4/30	否	
固废	绿动转债	6.85	8.16	0/15	否	240906重新起算	22-09-05	12.48	0/15	否		26-02-25	6.72	16/30	否	
	伟22转债	18.1	29.30	0/15	否	240417重新起算	23-01-30	42.33	0/15	否		26-07-22	22.79	30/30	否	
	维尔转债	3.31	6.15	30/15	是		20-10-19	9.40	0/15	否		24-04-13	5.06	30/30	否	
	中环转2	5.23	6.68	0/15	否	240401重新起算	22-11-14	9.65	0/15	否		26-05-06	5.19	11/30	否	
	百畅转债	12.85	17.34	0/15	否	240521重新起算	23-08-28	26.52	0/15	否		27-02-22	14.28	17/30	否	
环卫	旺能转债	13.89	12.72	1/15	否		21-06-23	19.46	0/15	否		24-12-17	10.48	0/30	否	
	盈峰转债	4.87	6.78	0/15	否	240424重新起算	21-05-10	10.37	0/15	否		24-11-04	5.59	30/30	否	
设备	侨银转债	9.01	21.36	0/15	否	240408重新起算	21-05-24	32.67	0/15	否		24-11-17	17.59	30/30	否	
	龙净转债	12.07	9.11	0/10	否		20-09-30	13.16	0/15	否	240118重新起算	24-03-24	7.08	0/30	否	
	天源转债	8.97	9.27	0/15	否	240506重新起算	24-02-05	13.39	0/15	否		27-07-28	7.21	1/30	否	
其他	华宏转债	8.21	11.83	0/15	否	240309重新起算	23-06-08	18.10	0/15	否		26-12-02	9.74	20/30	否	
	再22转债	3.09	5.10	0/10	否	240525重新起算	23-04-12	7.80	0/15	否		24-09-29	4.80	30/30	否	
	惠城转债	38.16	13.54	0/15	否		22-01-13	20.71	10/15	否	240211重新起算	25-07-07	11.15	0/30	否	
	绿茵转债	6.67	10.23	0/10	否	240525重新起算	21-11-11	15.65	0/15	否		25-04-30	8.43	26/30	否	

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 10：公用事业-存续转债标的条款触发情况

细分赛道	基础信息			修正条款			公告情况	赎回条款				公告情况	回售条款			
	转债名称	正股价格	下修触发价(元)	触发进度	是否触发	赎回起始日		赎回触发价(元)	触发进度	是否触发	赎回起始日		回售起始日	回售触发价(元)	触发进度	是否触发
电力	福能转债	9.18	5.01	0/15	否		19-06-14	7.24	0/15	否	241207重新起算	22-12-07	3.90	0/30	否	
	新港转债	6.50	7.68	0/15	否	240901重新起算	23-09-14	11.74	0/15	否		27-03-08	6.32	8/30	否	
	嘉泽转债	3.33	2.95	1/15	否		21-03-01	4.26	0/15	否	240205重新起算	24-08-24	2.30	0/30	否	
	晶科转债	3.37	4.73	2/15	否	240229重新起算	21-10-29	6.83	0/15	否		25-04-23	3.68	30/30	否	
	节能转债	3.05	2.99	0/15	否	240718重新起算	21-12-27	4.58	0/15	否		25-06-21	2.46	0/30	否	
	芯能转债	9.72	11.14	0/15	否	240722重新起算	24-05-06	17.03	0/15	否		27-10-26	9.17	9/30	否	
	能辉转债	21.88	27.88	11/15	否	240208重新起算	23-10-09	42.64	0/15	否		27-03-31	22.96	18/30	否	
燃气	长集转债	4.25	6.72	20/10	是		20-10-15	10.28	0/15	否		24-04-09	5.54	30/30	否	
	贵燃转债	7.12	6.10	0/10	否		22-07-01	9.33	0/15	否		25-12-27	5.03	0/30	否	
	蓝天转债	12.06	8.61	0/15	否		24-02-21	13.17	0/15	否		27-08-15	7.09	0/30	否	
	燃23转债	6.71	6.56	0/15	否	240522重新起算	24-02-02	10.04	0/15	否		27-07-27	5.40	0/30	否	
	皖天转债	7.75	6.05	0/15	否		22-05-12	9.83	0/15	否		25-11-08	5.29	0/30	否	
设备	天壕转债	7.23	4.28	0/15	否	250102重新起算	21-06-30	6.55	28/15	是		24-12-24	3.53	0/30	否	
	首华转债	8.79	17.65	0/10	否	240313重新起算	22-05-05	25.49	0/15	否	240101重新起算	25-11-01	13.73	30/30	否	
	威派转债	7.07	14.98	0/15	否	240602重新起算	21-05-13	22.91	0/15	否		24-11-09	12.33	30/30	否	
其他	大元转债	23.01	18.94	1/15	否		23-06-09	28.96	0/15	否		26-12-05	15.60	0/30	否	
	建龙转债	42.03	73.96	0/15	否	240716重新起算	23-09-14	113.11	0/15	否		27-03-08	60.91	30/30	否	

资料来源：Wind、天风证券研究所

2.3. 其他动态

表 11：转债标的及其正股近期动态

公司名称	公告内容
百川畅银	公司发布业绩预告，归母净利润亏损：5,000 万元-7,000 万元，上年同期盈利：3,768.39 万元。
博世科	本次向特定对象发行股票的发行对象为宁国市国有资本控股集团有限公司，发行股票数量不超过发行前公司总股本的 30%。 公司发布业绩预告，归母净利润亏损：15,000.00 万元-20,000.00 万元，比上年同期减亏：55%-67%。
大禹节水	公司发布业绩预告，归母净利润 4,367.60 万元-7,279.33 万元，比上年同期下降：25%-55%
福能股份	子公司花山抽水蓄能有限公司收到《关于同意福建建安抽水蓄能电站项目核准的批复》。依据相关规定，同意建设福建建安抽水蓄能电站项目。
贵州燃气	公司发布业绩预告，归母净利润 6,800.00 万元到 8,150.00 万元，同比增长 166.75%到 219.71%。
华宏科技	公司发布业绩预告，归母净利润亏损：12,000 万元-16,000 万元，上年同期盈利：40,656.99 万元。
惠城环保	公司发布业绩预告，归母净利润 13,600.00 万元-15,600.00 万元，比上年同期增长：5398.06%-6206.60%
嘉泽新能	公司拟以下属公司 100%持有的风力发电项目作为基础资产开展国金嘉泽新能源封闭式基础设施证券投资基金（REITs）项目的申报发行工作
	公司发布业绩快报，2023 年度归母净利润 7.89 亿元，同比增加 47.48%左右。
建龙微纳	公司发布业绩快报，2023 年度归母净利润 1.53 亿，同比增长-22.57%

节能铁汉	深交所对公司报送的发行股份购买资产并募集配套资金报告书及相关申请文件进行了核对,认为申请文件齐备,决定予以受理。
京源环保	公司发布业绩快报,归母净利润-2,754.64万元,同比变化-152.33%
晶科科技	公司发布业绩预告,归母净利润33,000.00万元到39,000.00万元,同比增长57.71%到86.38%。
蓝天燃气	公司制定三年股东分红回报规划(2023-2025年),每年度分配的利润不低于当年度实现的合并报表归母净利润的70%。
龙净环保	公司审议通过终止2023年度向特定对象发行A股股票事项。
隆华科技	公司发布业绩预告,归母净利润盈利:12,500万元-18,000万元,比上年同期增长:94.39%-179.93%。
能辉科技	公司发布业绩预告,归母净利润盈利:5,800万元-7,500万元,比上年同期增长:121.86%-186.89%。
深圳燃气	公司发布业绩快报,2023年度归母净利润142,622万元,同比增加16.68%。
首华燃气	公司发布业绩预告,归母净利润亏损:26,000万元-36,000万元,上年同期盈利:4,101.39万元。
天源环保	公司发布业绩预告,归母净利润盈利:27,000万元-32,000万元,同比增长33.58%-58.31%。
皖天然气	公司发布业绩预告,归母净利润3.2亿元至3.78亿元,与调整后的上年同期数相比增长25.34%至48.06%,与调整前的上年同期数相比增长23.89%至46.34%。
旺能环境	公司拟制订《未来三年(2024年-2026年)股东回报规划》,在满足现金分红条件时,公司连续三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的30%。
威派格	公司发布业绩预告,归母净利润2,200.00万元左右,与上年同期相比,将实现扭亏为盈。
维尔利	公司发布业绩预告,归母净利润亏损:13,000万元-20,000万元,上年同期亏损:44,959.98万元。
伟明环保	证监会同意公司向不特定对象发行可转换公司债券的注册申请,本次发行应严格按照报送上海证券交易所的申报文件和发行方案实施,自同意注册之日起12个月内有效。
再升科技	公司发布业绩预告,归母净利润3,019.59万元到6,039.18万元,同比减少60%到80%。
长青集团	公司发布业绩预告,归母净利润盈利:15,400.00万元-17,000.00万元,比上年同期增长:101.57%-122.52%。
中环环保	公司发布业绩预告,归母净利润盈利:9,094.35万元-12,304.13万元,比上年同期(追溯调整后)下降:28%-46%。

注:统计区间为2024年1月1日-2024年3月5日,资料来源:Wind、天风证券研究所

3. 政策与新闻

表 12: 环保行业近期重大政策与新闻

新闻

1月12日,生态环境部等两部门发布《关于进一步推进农村生活污水治理的指导意见》

文件进一步明确农村生活污水治理的思想和基本原则。包括3方面:一是因地制宜,分类施策。因地制宜选择资源化利用、相对集中式或集中式处理等治理模式或模式组合。二是经济适用,梯次推进。自下而上、实事求是确定治理标准,合理选择技术工艺。三是典型引路,建管并重。注重试点先行,以点带面推进治理。

1月15日,生态环境部等多部门发布《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》的通知

文件要求推动实施水泥熟料生产企业和独立粉磨站超低排放改造。到2025年底前,大气污染防治重点区域取得明显进展,力争50%水泥熟料产能完成改造,区域内大型国有企业集团基本完成有组织、无组织超低排放改造;到2028年底前,重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造,全国力争80%水泥熟料产能完成改造。

1月15日,生态环境部发布《关于推进实施焦化行业超低排放的意见》的通知

文件提出,推动实施焦化企业超低排放改造。到2025年底前,大气污染防治重点区域力争60%焦化产能完成改造;到2028年底前,重点区域焦化企业基本完成改造,全国力争80%焦化产能完成改造。

1月19日,工信部印发《绿色工厂梯度培育及管理暂行办法》

绿色工厂梯度培育是指从以下两个维度建立培育机制:纵向形成国家、省、市三级联动的绿色工厂培育机制;横向形成绿色工业园区、绿色供应链管理企业带动园区内、供应链上下游企业创建绿色工厂的培育机制。

1月23日,生态环境部发布《关于进一步优化重污染天气应对机制的指导意见》

文件提出,统一以空气质量指数(AQI)为预警分级指标,对不同污染物造成的重污染天气,采取差异化应对措施。规范重污染天气应对工作,强化区域应急联动,综合考虑气象、地形、污染传输特点等因素,合理划分大气污染防治联防联控区域。

2月1日,财政部发布《重点生态保护修复治理资金管理办法》

文件规定,治理资金使用和管理应当遵循坚持公益方向、合理划分事权、统筹集中使用、资金安排公开透明等原则。治理资金由财政部会同自然资源部等部门管理,组织对治理资金实施预算绩效管理,强化绩效目标管理,做好绩效运行监控,组织开展绩效评价。治理资金支持范围主要包括山水林田湖草沙一体化保护和修复工程以及历史遗留废弃工矿土地整治。

2月4日，李强签署国务院令 公布《碳排放权交易管理暂行条例》

该文件提出构建碳排放权交易管理基本制度框架。明确全国碳排放权注册登记机构和交易机构的法律地位和职责，碳排放权交易覆盖范围以及交易产品、交易主体和交易方式，重点排放单位确定，碳排放配额分配，年度温室气体排放报告编制与核查以及碳排放配额清缴和市场交易等事项。

2月9日，国务院办公厅印发《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》

文件强调，加快构建废弃物循环利用体系，遵循减量化、再利用、资源化的循环经济理念，以提高资源利用效率为目标，以废弃物精细管理、有效回收、高效利用为路径，覆盖生产生活各领域，发展资源循环利用产业，健全激励约束机制，加快构建覆盖全面、运转高效、规范有序的废弃物循环利用体系

2月18日，生态环境部等多部门印发《国家重点低碳技术征集推广实施方案》

文件强调以技术降碳潜力和降碳效果为目标导向，按照技术的先进性和成熟度，遴选和推广具有降碳潜力、代表科技创新方向的示范类技术和降碳效果显著、适合规模化应用的推广类技术。

2月29日，上海市发布《半导体行业污染物排放标准》

文件规定了半导体行业水污染物排放控制要求、大气污染物排放控制要求、污染物监测要求、达标判定要求、实施与监督等内容。本文件适用于半导体行业现有企业水和大气污染物排放管理，以及新建企业环境影响评价、环境保护设施设计、竣工环境保护验收、排污许可证核发及其投产后的水和大气污染物排放管理。

资料来源：中国政府网、生态环境部、国务院办公厅等，天风证券研究所

表 13：公用事业近期重大政策与新闻

新闻

1月12日，国家能源局印发《电力建设工程质量监督机构考核管理办法》

文件提出，国家能源局负责全国电力质监机构考核管理工作，省级电力管理部门具体负责对其委托的电力质监机构进行考核，并在考核结束后的 10 个工作日内将考核结果报告国家能源局；国家能源局认为有必要的，可以对省级电力管理部门的考核过程和结果进行抽查。

1月18日，工业和信息化部等七部门联合印发《关于推动未来产业创新发展的实施意见》

文件提出，在未来能源领域，聚焦核能、核聚变、氢能、生物质能等重点领域，打造“采集-存储-运输-应用”全链条的未来能源装备体系。研发新型晶硅太阳能电池、薄膜太阳能电池等高效太阳能电池及相关电子专用设备，加快发展新型储能，推动能源电子产业融合升级。

1月27日，国家发改委发布《关于加强绿色电力证书与节能降碳政策衔接大力促进非化石能源消费的通知》

文件明确了绿证与能耗双控、碳排放管理等政策衔接方式，提出了绿证交易电量纳入节能评价考核指标核算的具体操作办法。文件围绕加快可再生能源项目建档立卡和绿证核发、扩大绿证交易范围、规范绿证交易制度等方面，进一步夯实绿证核发交易基础，拓展绿证在绿电消费认证、节能降碳管理、碳核算、碳市场、产品碳足迹、国际互认等方面的应用场景，并对加强统筹协调、加强交易监管、及时核算数据、加大宣传力度等提出工作要求。

2月7日，国家能源局印发《电力市场信息披露基本规则》

文件将信息披露相关工作进行整合，建立全国统一规范的“全市场、全品种、全周期、全主体”电力市场信息披露体系。其中，“全市场”覆盖中长期、现货、辅助服务等市场；“全品种”包含省内交易、省间交易、代理购电、绿电交易等交易品种；“全周期”包括依规开展年、季、月、周、日等时间维度披露；“全成员”涵盖发电、用户、售电公司、新型主体、电网企业及市场运营机构。

2月7日，浙江省能源局印发《浙江省新型储能项目管理办法（试行）》

文件指出，电源侧、电网侧以及额定功率 5 兆瓦及以上的用户侧新型储能项目须纳入年度建设计划管理。并网电压等级 10 千伏及以上的新型储能项目应具备向电网企业调度部门上传运行信息、接受调度指令的功能。此外，在项目达到设计寿命或安全运行状况不满足相关技术要求时，应及时组织论证评估和整改工作。

2月8日，国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于建立健全电力辅助服务市场价格机制的通知》

文件提出持续推进电力辅助服务市场建设，科学确定辅助服务市场需求，合理设置有偿辅助服务品种，规范辅助服务计价等市场规则，自 2024 年 3 月 1 日起实施。

2月29日，国家发展改革委等部门关于印发《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》的通知

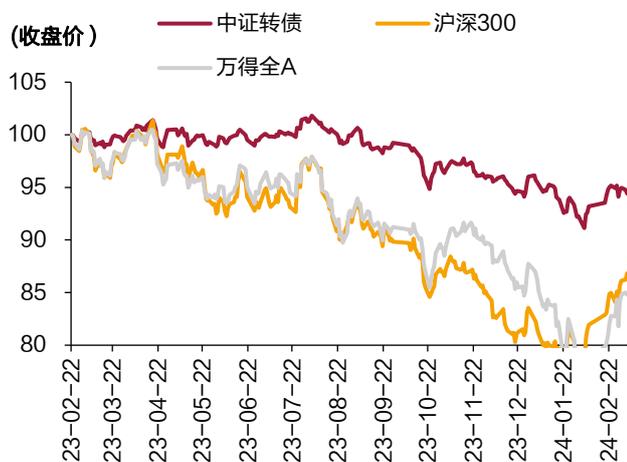
文件共分三级，包括 7 类一级目录、31 类二级目录、246 类三级目录。新增了温室气体控制、重点工业行业绿色低碳转型、绿色物流、信息基础设施、绿色技术产品研发认证推广、新污染物治理、氢能“制储输用”全链条装备制造等一批新兴的绿色低碳转型重点产业，引导政策和资源支持相关产业健康发展。

资料来源：国家发改委、国家能源局、中国政府网等，天风证券研究所

4. 市场表现

4.1. 市场概况

图 16: 中证转债、沪深 300、Wind 全 A 收盘价定基指数



注: 收盘价指数计算, 以-250TD=100, 数据截至 2024 年 3 月 1 日

资料来源: Wind、天风证券研究所

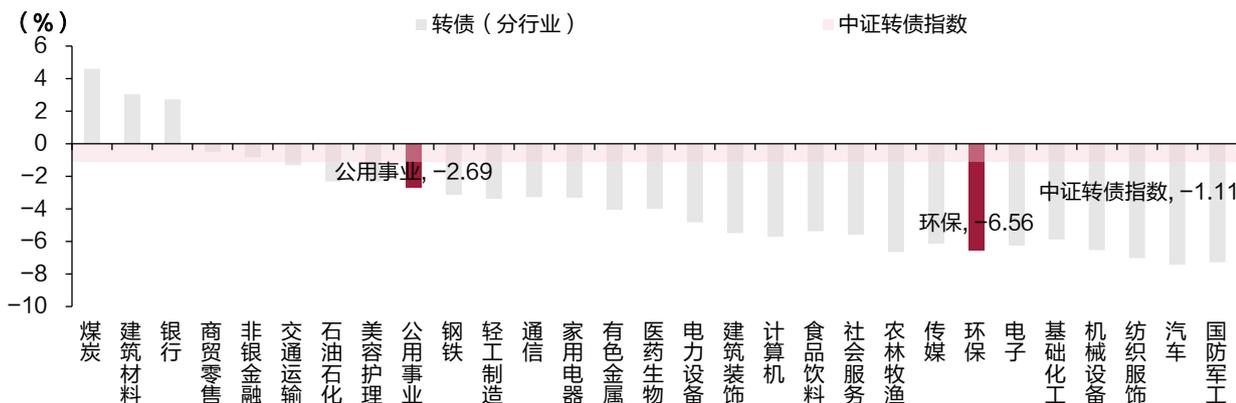
图 17: 中证转债成交额及转股溢价率



注: 数据截至 2024 年 3 月 1 日

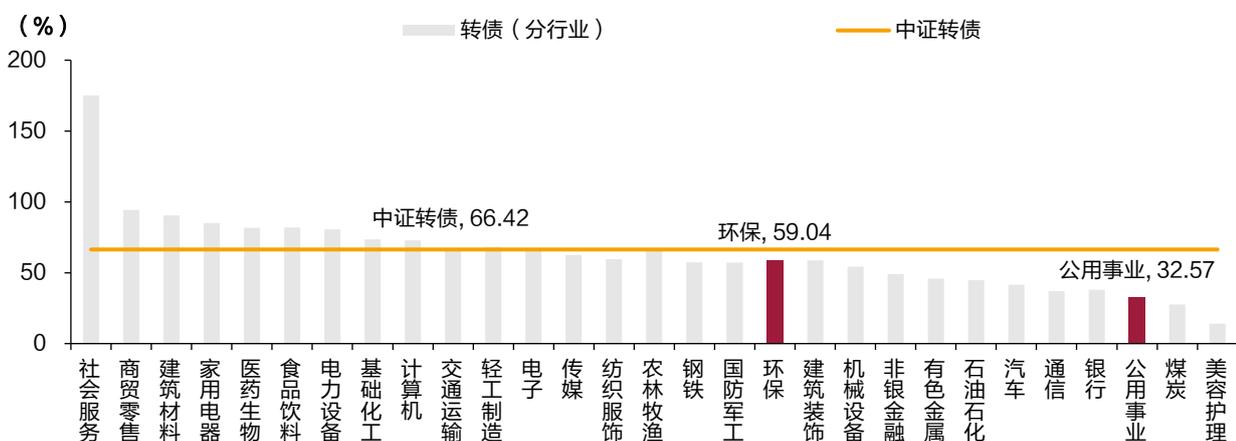
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 18: 转债分行业月涨跌幅



注: 数据截至 2024 年 3 月 1 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

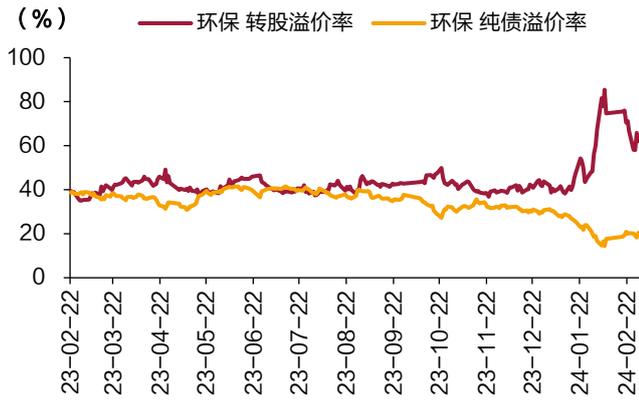
图 19: 转债分行业最新转股溢价率



注: 数据截至 2024 年 3 月 1 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

4.2. 环保行业

图 20: 环保转债-转股溢价率、纯债溢价率



注: 数据截至 2024 年 3 月 1 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

图 21: 环保转债-平均收盘价



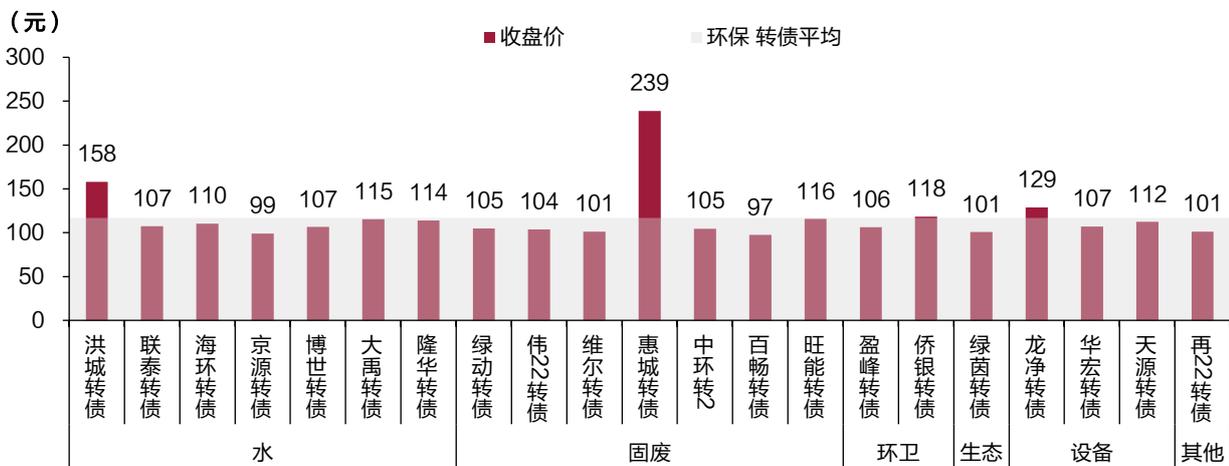
注: 数据截至 2024 年 3 月 1 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

表 14: 环保行业-存续转债标的一览

细分赛道	基础信息			业绩一致预期增速		截止0301情况					利息						
	转债名称	正股名称	发行日	FY2023	FY2024	债券余额 (亿元)	转股价格 (元)	转债收盘价 (元)	转股溢价率 (%)	对流通股稀释 (%)	补偿利率 (%)	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年
水务	洪城转债	洪城环境	20-11-18	14%	13%	12.2	5.78	158	1.04	16.14	2.25	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.5%	2.0%
	联泰转债	联泰环保	19-01-21			1.9	5.72	107	38.03	5.45	1.85	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	海环转债	海峡环保	19-03-29			4.6	6.15	110	32.92	12.24	2.22	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	京源转债	京源环保	22-08-03			3.3	9.79	99	54.78	18.23	3.62	0.5%	0.7%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%
	博世转债	博世科	18-07-03			4.3	6.14	107	49.44	15.26	2.22	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
固废	大禹转债	大禹节水	20-07-24	-6%	93%	6.3	4.63	115	33.89	16.36	4.42	0.4%	0.6%	1.2%	1.8%	2.5%	3.0%
	隆华转债	隆华科技	21-07-28	316%	34%	8.0	7.72	114	42.36	11.80	3.52	0.4%	0.7%	1.0%	1.6%	2.4%	3.0%
	绿动转债	绿色动力	22-02-23	-1%	14%	23.6	9.60	105	47.13	19.91	2.25	0.2%	0.4%	0.6%	1.5%	1.8%	2.0%
	伟22转债	伟明环保	22-07-20	24%	38%	14.8	32.56	104	86.73	2.61	2.45	0.2%	0.4%	0.8%	1.5%	1.8%	2.0%
	维尔转债	维尔利	20-04-09	-112%	150%	9.2	7.23	101	120.98	14.05	4.13	0.5%	0.8%	1.2%	1.8%	2.5%	3.0%
环卫	中环转2	中环环保	22-04-29			8.6	7.42	105	48.30	23.71	3.50	0.3%	0.6%	1.0%	1.6%	2.5%	3.0%
	百畅转债	百川畅银	23-02-20			4.2	20.40	97	54.67	18.79	3.02	0.3%	0.5%	1.0%	1.8%	2.5%	2.8%
	旺能转债	旺能环境	20-12-15	2%	12%	12.7	14.97	116	24.69	16.59	2.52	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	盈峰转债	盈峰环境	20-11-02	103%	22%	14.8	7.98	106	74.01	5.50	2.47	0.2%	0.5%	0.8%	1.5%	1.8%	2.0%
	侨银转债	侨银股份	20-11-13			4.2	25.13	118	229.67	7.55	6.08	0.4%	0.6%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%
设备	龙净转债	龙净环保	20-03-20	28%	48%	18.8	10.12	129	8.05	14.64	2.50	0.2%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	天源转债	天源环保	23-07-26	49%	33%	10.0	10.30	112	29.07	28.20	2.88	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
	华宏转债	华宏科技	22-11-30	-88%	924%	5.1	13.92	107	81.44	6.42	3.48	0.3%	0.5%	1.0%	1.6%	2.5%	3.0%
其他	再22转债	再升科技	22-09-27	12%	28%	5.1	6.00	101	96.41	7.68	2.52	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	惠城转债	惠城环保	21-07-05	7565%	65%	1.4	15.93	239	-0.27	8.05	3.62	0.5%	0.7%	1.2%	1.8%	2.5%	3.0%
	绿茵转债	绿茵生态	21-04-28			7.1	12.04	101	82.11	26.32	3.17	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	2.5%	3.0%

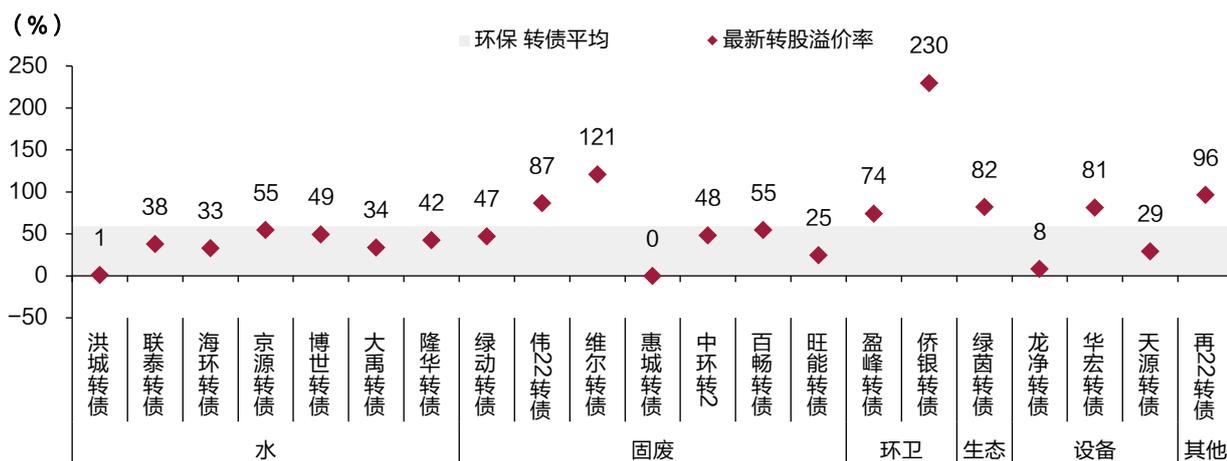
注: 数据截至 2024 年 3 月 1 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

图 22: 环保转债-各标的截止日收盘价



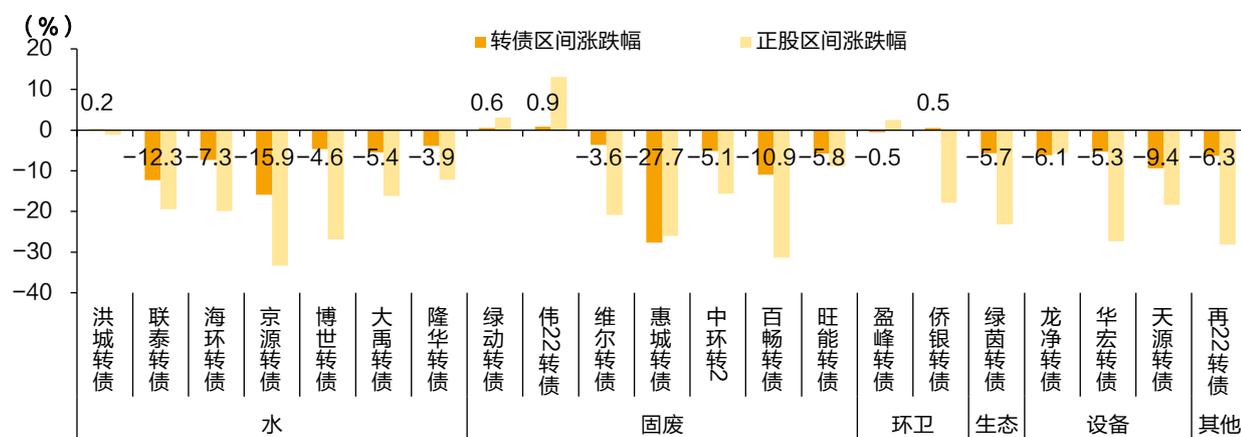
注: 数据截至 2024 年 3 月 1 日, 资料来源: Wind、天风证券研究所

图 23: 环保转债-各标的截止日转股溢价率



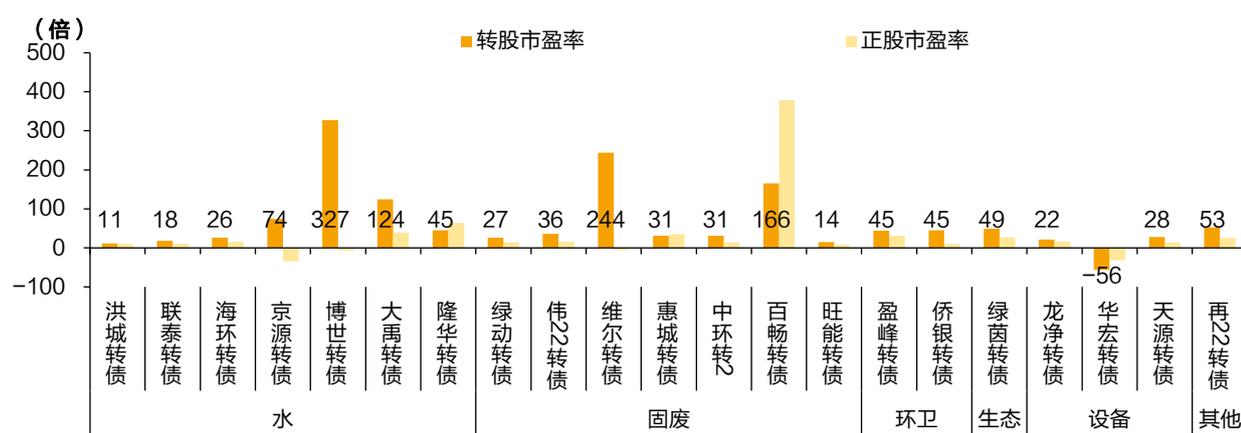
注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：环保转债-各标的区间涨跌幅



注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

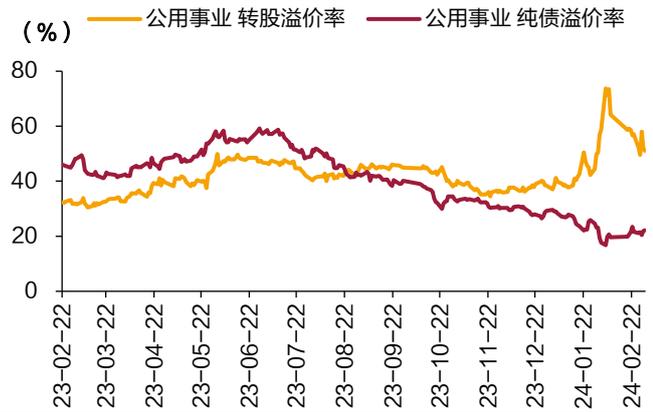
图 25：环保转债-各标的截止日市盈率



注：数据截至 2024 年 3 月 5 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

4.3. 公用事业

图 26：公用事业转债-转股溢价率、纯债溢价率



注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

图 27：公用事业转债-平均收盘价



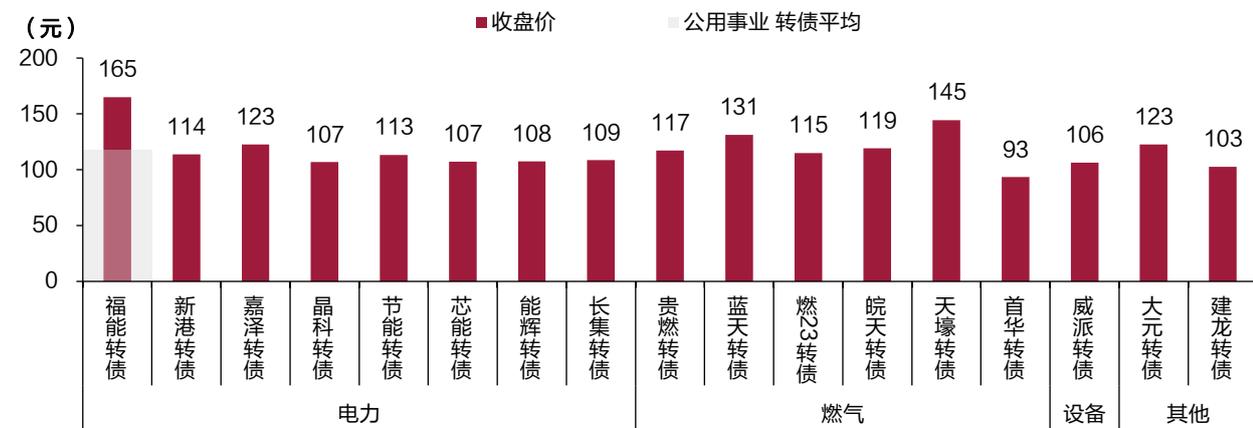
注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

表 15：公用事业-存续转债标的一览

细分赛道	基础信息			业绩一致预期增速		截止0301情况					利息						
	转债名称	正股名称	发行日	FY2023	FY2024	债券余额 (亿元)	转股价格 (元)	转债收盘价 (元)	转股溢价率 (%)	对流通股稀释 (%)	补偿利率 (%)	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年
电力	福能转债	福能股份	18-12-05	5%	13%	11.8	5.57	165	0.19	16.14	2.38	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	新港转债	新中港	23-03-04			3.7	9.03	114	58.11	5.45	3.42	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%
	嘉泽转债	嘉泽新能	20-08-20	70%		2.9	3.28	123	20.94	12.24	2.18	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	晶科转债	晶科科技	21-04-21	137%		23.0	5.25	107	66.54	18.23	2.85	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	节能转债	节能风电	21-06-17	-3%		30.0	3.52	113	30.76	15.26	2.42	0.2%	0.4%	0.6%	1.5%	1.8%	2.0%
	芯能转债	芯能科技	23-10-24	22%	93%	8.8	13.10	107	44.64	16.36	3.38	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
	能辉转债	能辉科技	23-03-29	441%	34%	3.5	32.80	108	61.15	11.80	2.98	0.2%	0.4%	1.0%	2.8%	3.0%	3.6%
	长集转债	长青集团	20-04-07	81%	14%	8.0	7.91	109	102.34	19.91	2.55	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
燃气	贵燃转债	贵州燃气	21-12-23		38%	9.2	7.18	117	18.34	2.61	2.52	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	蓝天转债	蓝天燃气	23-08-11	8%	150%	8.7	10.13	131	10.19	14.05	2.52	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	燃23转债	深圳燃气	23-07-25			30.0	7.72	115	32.30	23.71	1.90	0.2%	0.4%	0.8%	1.2%	1.8%	2.0%
	皖天转债	皖天燃气	21-11-04			9.3	7.56	119	16.29	18.79	2.42	0.2%	0.4%	0.6%	1.5%	1.8%	2.0%
	天壕转债	天壕能源	20-12-22	59%	12%	4.0	5.04	145	0.73	16.59	3.60	0.5%	0.7%	1.2%	1.8%	2.4%	2.8%
设备	首华转债	首华燃气	21-10-28		22%	13.8	19.61	93	108.37	5.50	2.52	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%
	威派转债	威派格	20-11-05			4.2	17.62	106	165.17	7.55	3.60	0.5%	0.7%	1.2%	1.8%	2.4%	2.8%
其他	大元转债	大元泵业	22-12-01	27%	48%	4.5	22.28	123	18.86	14.64	3.50	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%	2.5%	3.0%
	建龙转债	建龙微纳	23-03-06		33%	7.0	87.01	103	112.47	28.20	3.38	0.3%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%

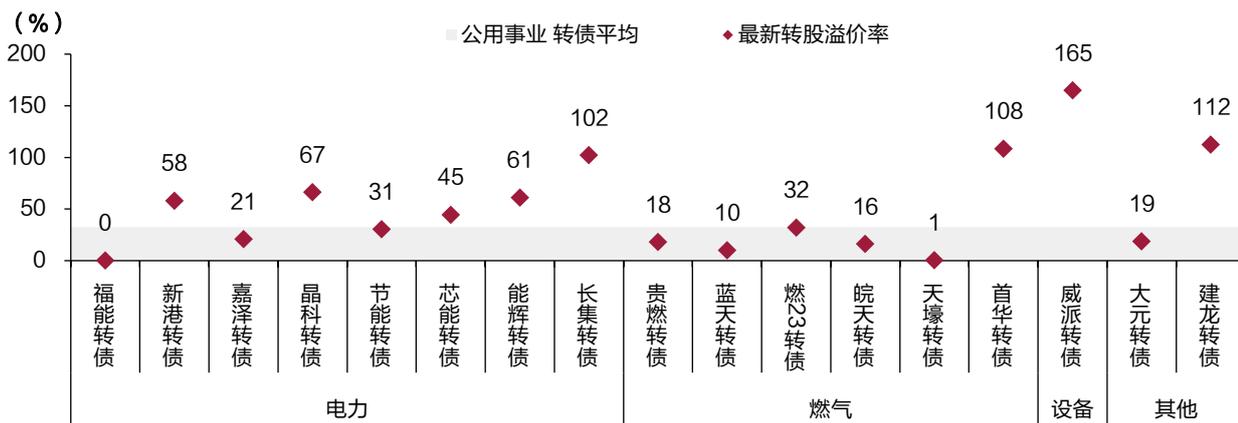
注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

图 28：公用事业转债-各标的截止日收盘价



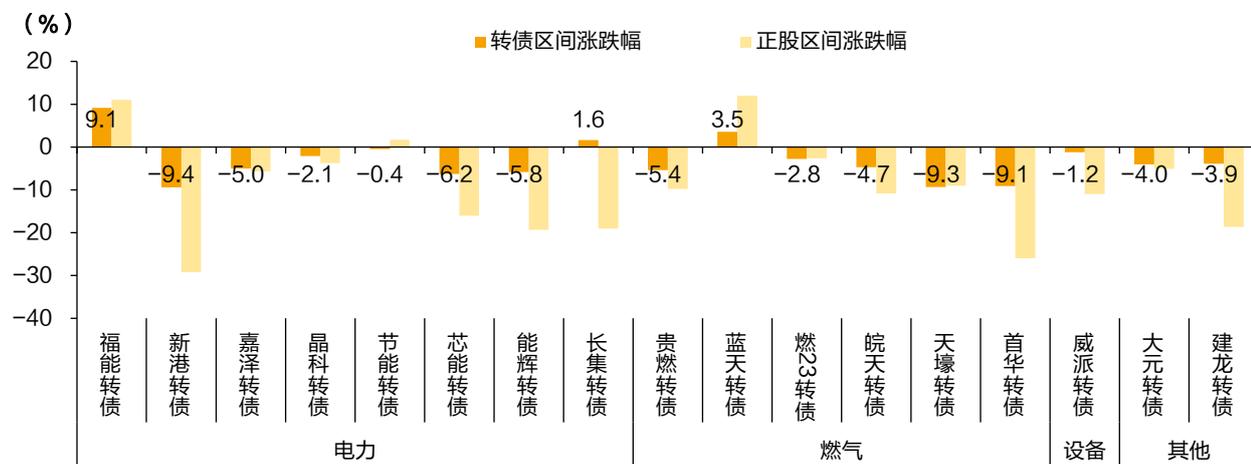
注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

图 29：公用事业转债-各标的截止日转股溢价率



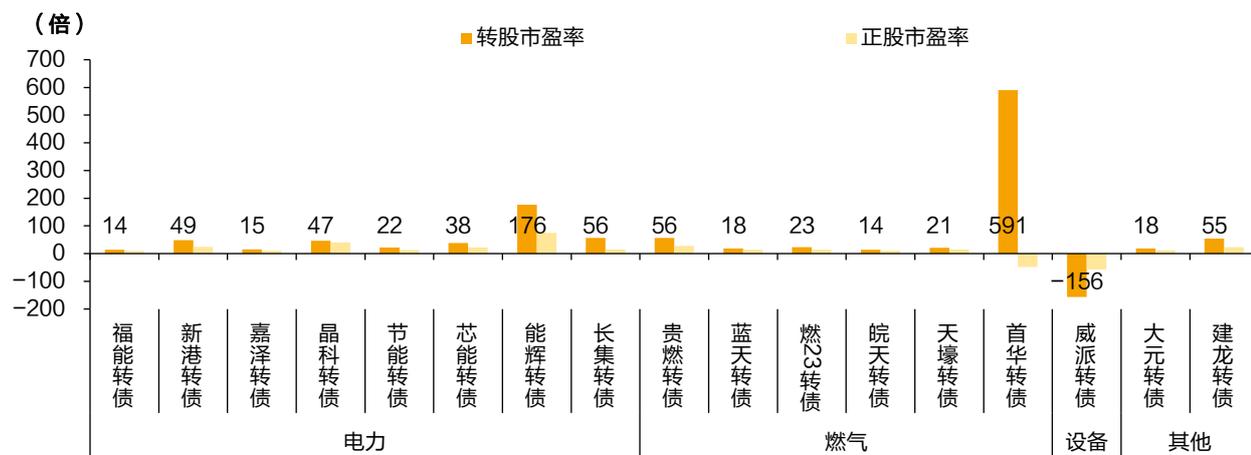
注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：公用事业转债-各标的区间涨跌幅



注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：公用事业转债-各标的截止日市盈率



注：数据截至 2024 年 3 月 1 日，资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

1) 测算样本池有限，由历史数据进行推演，可能存在一定主观性风险。

- 2) 行业竞争加剧风险：未来行业竞争激烈程度不断增加，将会影响企业的业绩增长，同时对企业盈利能力带来不利影响。
- 3) 可转债募投项目不及预期：募投项目实施影响企业营业收入，若募投项目推进不及预期，将会使得公司的业绩不及预期，对企业可转债市场表现带来不利影响。
- 4) 新业务的拓展不及预期：拓展新业务的公司，技术开发或企业进步速度不及预期，无法给公司带来预期的成长预期，对企业可转债市场表现不利的风险。
- 5) 政策落地不及预期：环保行业是政策驱动型的行业，政策落地执行对环保行业中的企业业绩有重大影响，若政策推进不及预期，可能会影响公司的发展以及可转债的市场表现。
- 6) 宏观经济增速不及预期：部分行业与宏观经济表现相关性较高，经济恢复缓慢可能延缓行业基本面修复速度。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com