

环保行业跟踪周报

生物柴油试点落地打开国内需求空间，重申
细分成长龙头+优质现金流资产

2024年04月07日

增持（维持）

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

投资要点

- **重点推荐**：美埃科技，九丰能源，龙净环保，光大环境，洪城环境，仕净科技，金宏气体，蓝天然气，新奥股份，瀚蓝环境，宇通重工，景津装备，赛恩斯，路德环境，盛剑环境，高能环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，三联虹普，天壕能源，英科再生。
- **建议关注**：军信股份，兴蓉环境，旺能环境，三峰环境，新天然气，昆仑能源，重庆水务，鹏鹞环保，再升科技，卓越新能，岳阳林纸。
- **生物柴油推广应用试点落地，打开国内需求空间**。2024年4月2日，国家能源局官网发布《国家能源局综合司关于公示生物柴油推广应用试点的通知》，支持北京市海淀区、河北省石家庄市等22个单位开展生物柴油推广应用试点工作，车用生物柴油、船用生物柴油以及其他领域作为试点示范的重要内容。回顾历史政策及试点推广工作，生物柴油经历了从政策鼓励到区域实践再到全国试点推广的阶段。1) **对标上海，22个试点有望带来42万吨/年车用生物柴油需求增量**。2018年至2023年初上海市累计销售B5柴油190万吨，对应生物柴油约1.9万吨/年，以上海外推22个试点需求增量为42万吨/年。2) **若B5柴油在全国层面推广使用，生物柴油理论需求空间可达975万吨/年**。我国柴油消费自2015年以来基本维持在1.95亿吨左右，若全国层面按5%的添加比例，测算理论需求空间达975万吨/年。当前欧盟反倾销调查仍在进行中，海外需求偏弱，生物柴油产业承压。中国生物柴油应用推广试点的落地，打开了国内需求空间，生物柴油产业有望迎来转机，建议关注【卓越新能】【嘉澳环保】【山高环能】【朗坤环境】【鹏鹞环保】等。
- **环保3.0高质量发展时代：1) 细分成长龙头。技术孕育细分龙头**，【九丰能源】天然气主业稳定，能服+特气加速扩张。【龙净环保】大股东紫金持续增持，矿山绿电在手2GW开启验证。【仕净科技】光伏配套设备订单充裕+TOPCon电池片投产+硅片一体化布局+固碳加速。重金属污染治理【赛恩斯】、压滤机【景津装备】、环卫电动【宇通重工】。下游新兴行业加速成长，带动细分龙头，半导体过滤设备+耗材【美埃科技】，电子特气【金宏气体】。2) **从账面利润到真实现金流价值**。迎接出清后的运营期！步入运营期稳增+出清完毕+地方化债&价格机制改革=经营现金流稳增+资本开支可控，分红潜力提升！**电力**：重点推荐【长江电力】【中国核电】。**水务**：重点推荐【洪城环境】，建议关注【兴蓉环境】。**固废**：重点推荐【光大环境】【瀚蓝环境】，建议关注【军信股份】。3) **双碳驱动环保3.0发展**。CCER重启，碳市场扩容在即，欧盟CBAM进入过渡期，长期碳约束扩大，关注监测计量、清洁能源、节能减排、再生资源等板块机遇。
- **行业跟踪：1) 环卫装备：2024M1-2 环卫新能源销量同增9.18%，渗透率同增0.97pct至8.85%**。2024M1-2，环卫车合计销量9671辆，同比变动-2.76%。其中，新能源环卫车销售856辆，同比变动+9.18%。新能源渗透率8.85%，同比变动+0.97pct。盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源装备销量市占率分别为26%/25%/6%。2) **生物柴油：市场弱势运行，产品与原料价格持平**。2024/3/29-2024/4/3全国生物柴油均价6600元/吨，周环比持平，地沟油均价5316元/吨，周环比持平，考虑一个月库存周期后单吨盈利为-409元/吨（周环比-2.6%）。近期重庆地区对废油脂市场检查仍在继续，加之餐饮业低迷影响，供应面偏紧张，国家能源局发布国内试点城市的筛选结果，国内推广迎来曙光。3) **锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数回落，盈利小幅回升**。2024/4/1-2024/4/3，三元黑粉折扣系数上升，锂/钴/镍系数分别为75%/75%/75%。截至2024/4/3，碳酸锂11.12万（周环比+1.4%），金属钴22.6万（-0.4%），金属镍13.54万（+2.9%）。根据模型测算单吨废三元毛利-1.00万（+0.048万）。4) **电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行**。2024/3/31-4/6氩气周均价4.15万元/立方米，环比-1.36%；氦气周均价450元/立方米，环比0.00%；氟气周均价135元/立方米，环比0.00%；氮气周均价环比下跌3.43%至762元/瓶。
- **最新研究：绿色动力2023年报点评**：运营收入稳健增长，自由现金流转正分红比例提升。
- **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。

行业走势



相关研究

《《贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（24-25年）》印发，双碳目标持续推进》

2024-04-01

《国务院发布《节约用水条例》，龙净环保风险出清&绿电即将投运业绩反转》

2024-03-25

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 最新观点 | 4 |
| 1.1. 生物柴油推广应用试点落地，打开国内需求空间 | 4 |
| 1.2. 重申 2024 年环保行业年度策略：迎接环保 3.0 高质量发展时代 | 5 |
| 1.3. 环卫装备：2024M1-2 环卫新能源销量同增 9.18%，渗透率同增 0.97pct 至 8.85% | 6 |
| 1.4. 生物柴油：市场弱势运行，产品与原料价格持平 | 8 |
| 1.5. 锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数回落，盈利小幅回升 | 9 |
| 1.6. 电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行 | 10 |
| 2. 行情回顾 | 11 |
| 2.1. 板块表现 | 11 |
| 2.2. 股票表现 | 12 |
| 3. 最新研究 | 13 |
| 3.1. 绿色动力：运营收入稳健增长，自由现金流转正分红比例提升 | 13 |
| 3.2. 华能国际：分红率 57%，关注火电资本开支下行周期行业分红率的持续改善 | 14 |
| 3.3. 南网储能：来水偏枯影响调峰水电+抽蓄电价新政执行，业绩下滑 | 15 |
| 3.4. 金宏气体：特气占比维持提升，现场制气持续推进 | 16 |
| 3.5. 南网能源：受生物质发电拖累，2024 年大力布局进军分散式风电 | 17 |
| 3.6. 光大环境：收入结构持续优化，自由现金流转正在即 | 18 |
| 3.7. 水务专题 3——污水定价&调价机制保障收益，较供水应享风险溢价 | 19 |
| 4. 行业新闻 | 20 |
| 4.1. 国家能源局发布《国家能源局综合司关于公示生物柴油推广应用试点的通知》 | 20 |
| 4.2. 八部门联合印发《招标投标领域公平竞争审查规则》 | 20 |
| 4.3. 国家发展改革委关于印发《重点流域水环境综合治理中央预算内投资专项管理办法》的通知 | 21 |
| 4.4. 国家发展改革委办公厅印发《政府和社会资本合作项目特许经营方案编写大纲（2024 年试行版）》 | 21 |
| 4.5. 财政部、工信部关于开展制造业新型技术改造城市试点工作的通知 | 21 |
| 4.6. 生态环境部发布《关于严格控制氢氟碳化物化工生产建设项目的通知（征求意见稿）》 | 22 |
| 4.7. 财政部发布《废弃电器电子产品处理专项资金管理办法（征求意见稿）》 | 22 |
| 4.8. 《河南省空气质量持续改善行动计划》发布 | 23 |
| 4.9. 宁夏回族自治区生态环境厅发布《宁夏回族自治区生态环境分区管控动态更新成果》 | 23 |
| 4.10. 安徽省司法厅征询公众对《安徽省企业技术改造促进条例（草案征求意见稿）》意见 | 24 |
| 5. 公司公告 | 24 |
| 6. 大事提醒 | 26 |
| 7. 往期研究 | 26 |
| 7.1. 往期研究：公司深度 | 26 |
| 7.2. 往期研究：行业专题 | 28 |
| 8. 风险提示 | 30 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 生物柴油相关政策及试点工作历程..... | 5 |
| 图 2: 弹性标的梳理 (2024/4/7) | 6 |
| 图 3: 环卫车销量与增速 (单位: 辆) | 7 |
| 图 4: 新能源环卫车销量与增速 (单位: 辆) | 7 |
| 图 5: 环卫新能源渗透率..... | 7 |
| 图 6: 2024M1-2 新能源环卫装备销售市占率..... | 8 |
| 图 7: 2023 年新能源环卫装备销售市占率..... | 8 |
| 图 8: 国内 UCOME 与地沟油价格 (周度, 元/吨) | 9 |
| 图 9: 国内生物柴油与地沟油价差 (周度, 元/吨) | 9 |
| 图 10: 锂电循环产业链价格周度跟踪 (2024/4/1~2024/4/3) | 10 |
| 图 11: 锂电循环项目单位毛利情况跟踪..... | 10 |
| 图 12: 2023 年以来氦氖氩周均价..... | 11 |
| 图 13: 2024/4/1-2024/4/7 各行业指数涨跌幅比较..... | 12 |
| 图 14: 2024/4/1-2024/4/7 环保行业涨幅前十标的..... | 12 |
| 图 15: 2024/4/1-2024/4/7 环保行业跌幅前十标的..... | 13 |
| | |
| 表 1: 公司公告..... | 24 |
| 表 2: 大事提醒..... | 26 |

1. 最新观点

1.1. 生物柴油推广应用试点落地，打开国内需求空间

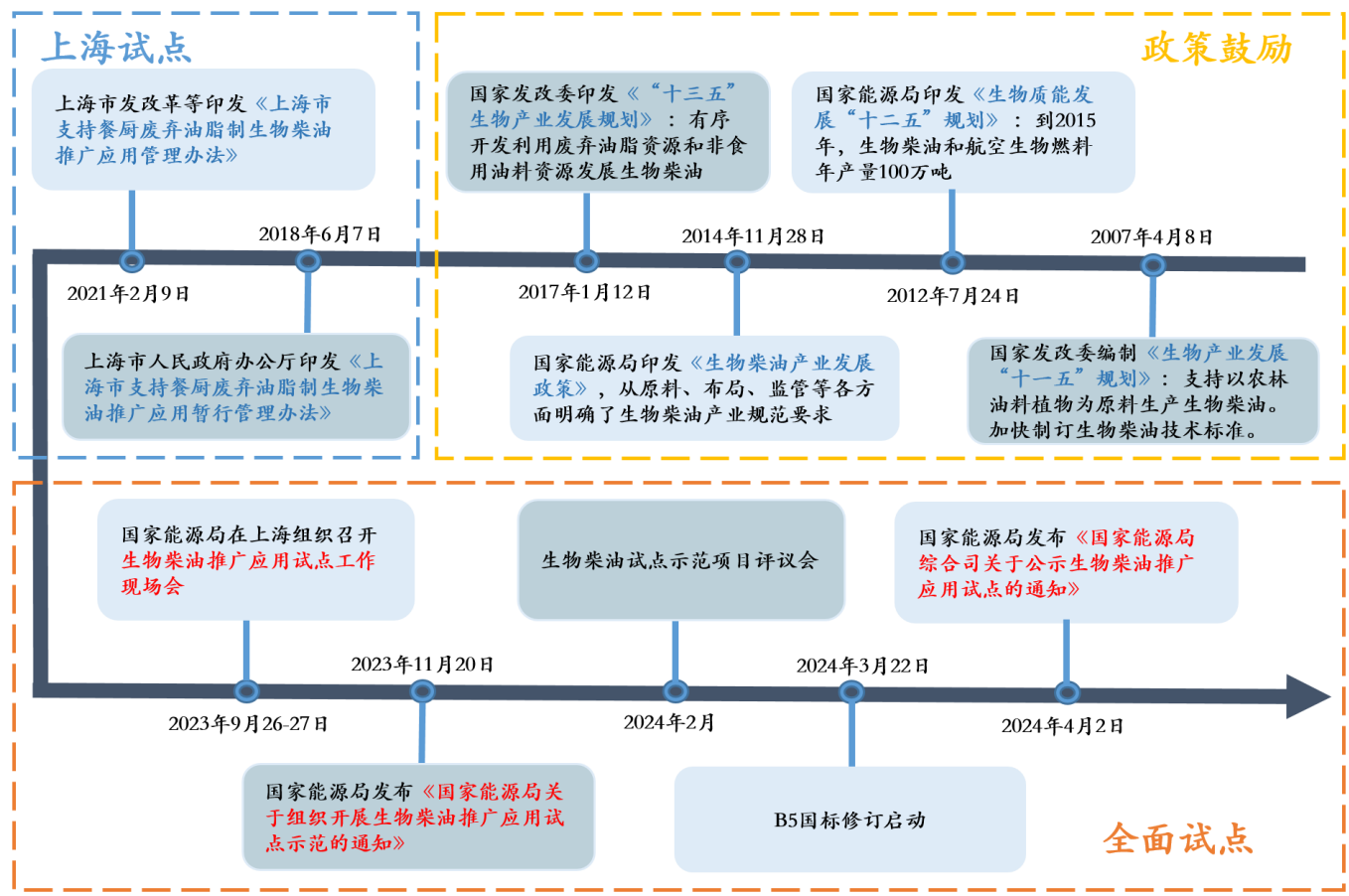
国家能源局公示生物柴油推广应用试点，打开国内需求空间。2024年4月2日，国家能源局官网发布《国家能源局综合司关于公示生物柴油推广应用试点的通知》，支持北京市海淀区、河北省石家庄市等22个单位开展生物柴油推广应用试点工作，2023年11月国家能源局发布《国家能源局关于组织开展生物柴油推广应用试点示范的通知》，明确车用生物柴油、船用生物柴油以及其他领域作为此次试点示范的重要内容。同时，国家能源局将对符合条件的试点示范项目优先纳入制造业中长期贷款项目予以支持，并积极推进建立生物柴油碳减排方法学，推动将生物柴油纳入国家核证自愿减排量(CCER)机制，加快实现生物柴油的绿色价值。此前，中国生物柴油产业以出口欧盟为主，欧盟委员会于2023年12月立案对原产于中国的生物柴油产品进行反倾销调查，当前仍在进行中，海外需求偏弱，生物柴油产业承压。此次中国生物柴油应用推广试点的落地，打开了国内需求空间，生物柴油产业迎来转机。

对标上海，22个试点有望带来42万吨/年车用生物柴油需求增量。回顾历史政策及试点推广工作，生物柴油经历了从政策鼓励到区域实践再到全国试点推广的阶段。从上海推广应用情况来看，自2018年起，上海陆续发布一系列支持餐厨废弃油脂制生物柴油推广应用的相关管理办法，对全市餐厨废弃油脂从收运、处置以及在加油站推广应用等各个环节，形成了全产业链闭环管理、价格联动、托底保障、产品顺畅应用的体系。2018年至2023年初，通过政策引导，上海市累计销售B5柴油190万吨，对应生物柴油约1.9万吨/年。根据上海试点经验推算，22个试点有望在车用领域带来42万吨/年的生物柴油需求增量。

若B5柴油在全国层面推广使用，生物柴油理论需求空间可达975万吨/年。根据中国石化报披露，我国柴油消费自2015年以来基本维持在1.95亿吨左右，若B5调和燃料标准在全国范围内推广使用，国内生物柴油理论需求空间可达975万吨/年。

建议关注：【卓越新能】生物柴油龙头渠道完善，在建二代烃基产能强化规模优势；【嘉澳环保】布局100万吨生物航煤，产能扩张弹性大；【山高环能】依托餐厨提油具备原料优势，打通生物柴油产业链上下游；【朗坤环境】深耕餐厨厨余处置，创新生物酶法制备生物柴油；【鹏鹞环保】10万吨/年二代生物柴油竣工并实现出口，启动生物航煤技改工程。

图1：生物柴油相关政策及试点工作历程



数据来源：发改委，能源局，东吴证券研究所

1.2. 重申 2024 年环保行业年度策略：迎接环保 3.0 高质量发展时代

环保 3.0 高质量发展时代——细分成长龙头。1) 技术孕育细分龙头，【九丰能源】天然气主业稳定，能服+特气加速扩张，2024 年 PE10 倍，我们预计 23-25 年归母净利润复增 20%。**【龙净环保】**大股东紫金持续增持，放弃一致行动人表决权释放出 10%增持空间；大气治理稳定增长，矿山绿电在手 2GW 开启验证，200MW 即将投运，中期目标 5GW，2024 年 PE9 倍。**【仕净科技】**光伏配套设备订单充裕+topcon 电池片投产&硅片一体化布局+固碳项目加速，2024 年 PE9 倍，我们预计 23-25 年归母净利润复增 120%+。重金属污染治理**【赛恩斯】**、压滤机**【景津装备】**、环卫电动**【宇通重工】**。**2) 下游新兴行业加速成长，**带动细分龙头**【美埃科技】**半导体过滤设备+耗材，2024 年 PE19 倍、我们预计 23-25 年归母净利润复增 30%+。电子特气**【金宏气体】**。（估值日 2024/4/7）

环保 3.0 高质量发展时代——从账面利润到真实现金流价值。迎接出清后的运营期！步入运营期稳增+出清完毕+地方化债&价格机制改革=经营现金流稳增+资本开支可控，分红潜力提升！**1) 电力：****【长江电力】**24 年量价齐升，不仅是防御，股息率（TTM）3.36%。**【中国核电】**核电 22~23 连续两年审批 10 台，长期增长确定性提升。我们预

计 2024 年股息率+增长收益年化 12%，远期 ROE 分红翻倍提升空间。2) **水务**：①运营期商业模式佳，优质现金流保分红。②增长稳定：量价逆周期，直饮水+厂网一体化提供增量。③低通胀+财政缺口顺价+市场化：价格改革可期。重点推荐：【洪城环境】承诺 21-23 年分红比例不低于 50%，我们预计 23-25 年归母净利润复增 10%，对应 24 年股息率 6%。建议关注：【兴蓉环境】2024 年 PE9.9 倍，即将调污水处理费。3) **固废**：①建造高峰已过，资本开支下降，分红提升潜力大。②行业出清，处理费见底后持续提升且顺价有望。重点推荐：【光大环境】龙头股息率 8%，2024 年自由现金流转正在即。【瀚蓝环境】股东支持+REITs，现金流改善中。建议关注：【军信股份】长沙固废项目优质，股息率 (TTM) 5% 以上，自由现金流已转正。(估值日 2024/4/7)

双碳驱动环保 3.0 发展。CCER 重启，碳市场扩容在即，欧盟 CBAM 进入过渡期，长期碳约束扩大，关注**监测计量**【雪迪龙、聚光科技、三德科技】；**清洁能源**：矿山绿电【龙净环保】；**节能减排**：固碳【仕净科技】，林业碳汇【岳阳林纸】；**再生资源**：危废资源化【高能环境】，再生金属【天奇股份】，再生塑料【英科再生、三联虹普】，生物油【卓越新能、嘉澳环保】，酒糟资源化【路德环境】，再生水【金科环境】等

图2：弹性标的梳理 (2024/4/7)

| 分类 | 细分赛道 | 代码 | 公司名称 | 逻辑 | 跟踪要点 | 市值 (亿元) | 2023F | | | 2024F | | |
|------|---------|-----------|------|---|---|---------|---------|------|----|---------|------|----|
| | | | | | | | 归母 (亿元) | YOY | PE | 归母 (亿元) | YOY | PE |
| 再生资源 | 酒糟资源化 | 688156.SH | 路德环境 | 酒糟资源化龙头持续扩产，远期盈利提升，技术&渠道&产品优势巩固地位 | 1) 养殖业需求恢复、玉米豆粕涨价 2) 大客户认证进展 | 18 | 0.28 | 7% | 64 | 1.49 | 436% | 12 |
| | 再生水 | 688466.SH | 金科环境 | 水深度处理及资源化专家，新水高产品升级，再生水切入光伏、PCB等高端制造业迎新机遇 | 1) 23年业绩风险已消化 2) 新水岛订单有望24年释放 | 17 | 0.70 | -9% | 24 | 1.54 | 119% | 11 |
| | 再生塑料 | 688087.SH | 英科再生 | 再生塑料全产业链&全球化布局，横向拓展rPET等，新产能释放&新产品开发&新渠道挖掘 | 1) 北美房地产周期，家居建材类消费需求向好 2) rPET降本及政策催化 | 49 | 1.87 | -19% | 26 | 3.76 | 101% | 13 |
| | 再生金属 | 688480.SH | 赛恩斯 | 股权激励指引公司高速发展，2022-2025年收入复增40%。紫金矿业持股21%，股东优势助力公司发展；拟收购紫金药剂进一步加强合作 | 1) 公司在手订单 2) 订单确认节奏 | 31 | 0.93 | 41% | 33 | 1.56 | 67% | 20 |
| 环保装备 | 环卫电动化 | 600817.SH | 宇通重工 | 环卫新能源放量弹性大 | 1) 行业放量节奏 2) 公司市占率回升情况 | 50 | 2.18 | -43% | 23 | 2.73 | 25% | 18 |
| | 光伏治理 | 301030.SZ | 仕净科技 | 光伏治理设备龙头订单高增，支撑主业业绩翻倍，固碳+电池片打开第二曲线 | 1) 设备新增订单 2) 电池片盈利拐点 3) 固碳项目建设进展 | 83 | 2.40 | 147% | 35 | 9.04 | 277% | 9 |
| | 压滤机 | 603279.SH | 景津装备 | 压滤机龙头，下游持续多元化，配套设备+出海新成长 | 1) 宏观经济修复 2) 配套设备订单 3) 出海进展 | 123 | 9.90 | 19% | 12 | 13.67 | 38% | 9 |
| | 半导体设备 | 688376.SH | 美埃科技 | 半导体洁净室过滤设备，行业龙头国内头部半导体客户份额高。受益国内半导体CAPEX+出海海外先进制程项目，耗材占比提升业绩稳定提升。 | 1) 国内半导体企业招标 2) 海外半导体客户项目推进节奏 3) 耗材占比提升节奏 | 49 | 1.73 | 41% | 28 | 2.49 | 44% | 19 |
| 绿电 | 绿电+储能 | 600388.SH | 龙净环保 | 矿山绿电空间广阔，紫金自用盈利优异。公司作为紫金的绿电运营商，首个矿山绿电项目即将投运。协同紫金实现储能全产业链布局。紫金持续增持彰显信心。 | 1) 绿电项目建设节奏 2) 绿电项目盈利 3) 储能盈利恢复 | 136 | 5.09 | -37% | 27 | 15.58 | 206% | 9 |
| 天然气 | 能源服务+特气 | 605090.SH | 九丰能源 | 清洁能源稳定毛差持续验证。受益国内自产天然气资本开支加大，公司并上天然气净化液化，井下低产低效井综合治理成长趋势良好。特气规模扩张，海南商业航天发射项目标志公司特气切入航天领域。 | 1) 能源服务项目建设节奏 2) 特气产能扩张节奏 3) 清洁能源业务盈利稳定性 | 174 | 13.15 | 21% | 13 | 16.85 | 28% | 10 |
| | 电子特气 | 688106.SH | 金宏气体 | 大宗气体推进一体化战略。1) 向上增加原料自给产能，提高液氮液氧自给率。2) 向下拓宽销售渠道，核心区域增加零售网点 产能释放高峰+电子大宗加速突破，业绩步入高增时代。 1) 客户突破有成效。新增7款新品正产业化过程中。2) 电子大宗项目积极推进，至23年9月在手7个项目，芯睿能、西安卫龙已量产供气。 | 1) 国内半导体、光伏需求 2) 特气价格 | 94 | 3.15 | 37% | 30 | 4.10 | 30% | 23 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（路德环境、金科环境、英科再生、赛恩斯、宇通重工、景津装备、美埃科技、龙净环保、金宏气体 2023 年盈利来自于公司业绩快报/业绩预告/年报，其余均来自东吴证券研究所预测）

1.3. 环卫装备：2024M1-2 环卫新能源销量同增 9.18%，渗透率同增 0.97pct 至 8.85%

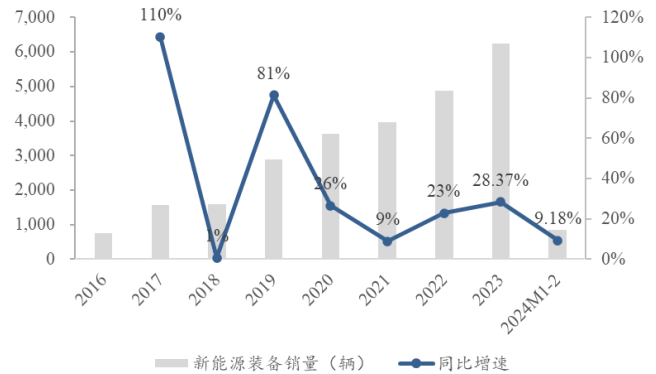
2024M1-2 环卫新能源销量同增 9.18%，渗透率同比提升 0.97pct 至 8.85%。2024M1-2，环卫车合计销量 9671 辆，同比变动-2.76%。其中，新能源环卫车销售 856 辆，同比变动+9.18%。新能源渗透率 8.85%，同比变动+0.97pct。2024M2 新能源环卫车单月销量同增 6%，单月渗透率为 8.54%。2024M2，环卫车合计销量 3116 辆，同比变动-43.15%，环比变动-52.46%。其中，新能源环卫车销量 266 辆，同比变动+5.56%，环比变动-54.92%，新能源渗透率 8.54%，同比变动+3.94pct，环比变动-0.46pct。

图3：环卫车销量与增速（单位：辆）



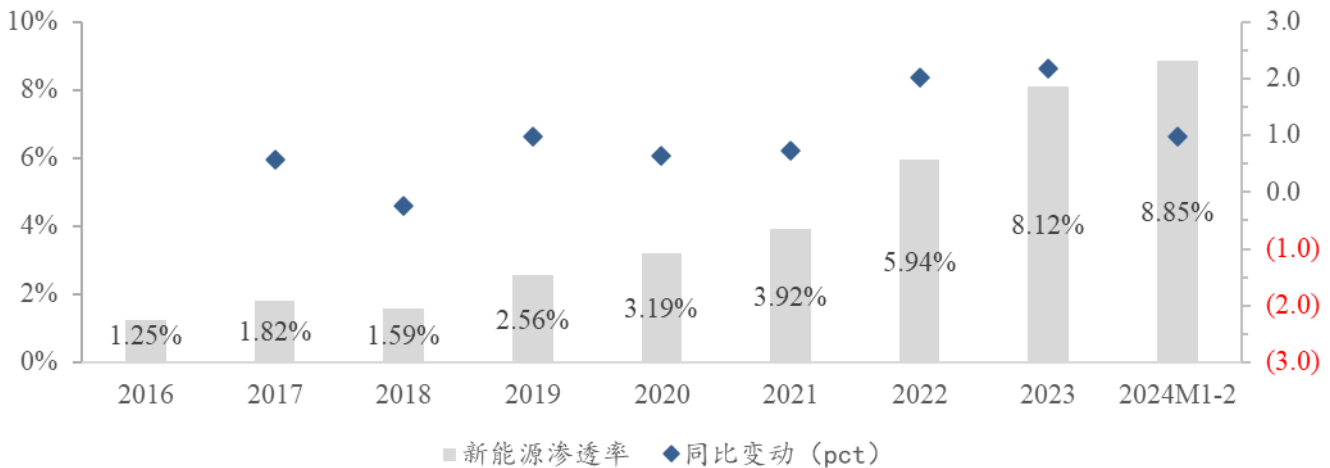
数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

图4：新能源环卫车销量与增速（单位：辆）



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

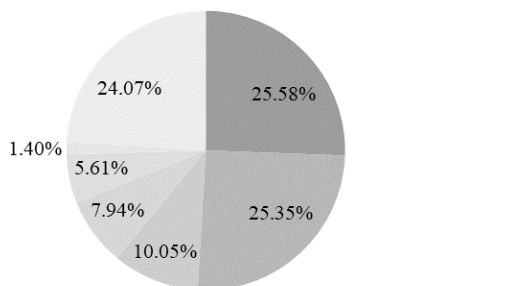
图5：环卫新能源渗透率



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

2024M1-2 盈峰环境、宇通重工位列环卫新能源市场份额前二。2024M1-2，新能源环卫车销售中，市占率前六的分别为盈峰环境、宇通重工、徐州徐工、北汽福田、福龙马、奇瑞商用车。其中，盈峰环境销量市占率 25.58%，较 2023 年变动-6.33pct，宇通重工销量市占率 25.35%，较 2023 年变动+7.07pct，福龙马销量市占率 5.61%，较 2023 年变动-4.96pct。

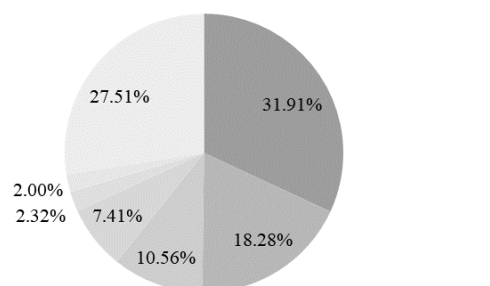
图6：2024M1-2 新能源环卫装备销售市占率



■盈峰环境 ■宇通重工 ■北汽福田 ■徐州徐工 ■福龙马 ■奇瑞商用车 ■其他

数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

图7：2023 年新能源环卫装备销售市占率



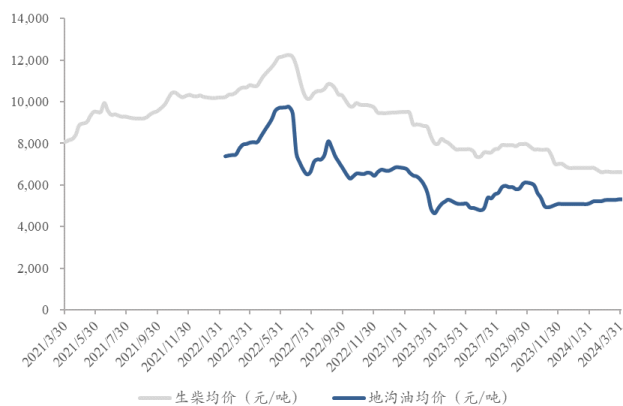
■盈峰环境 ■宇通重工 ■福龙马 ■北汽福田 ■徐州徐工 ■奇瑞商用车 ■其他

数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

1.4. 生物柴油：市场弱势运行，产品与原料价格持平

生物柴油市场弱势运行，产品与原料价格持平。1)原料端：根据卓创资讯，2024/3/29-2024/4/3 地沟油均价 5316 元/吨，环比 2024/3/22-2024/3/28 地沟油均价持平。2)产品端：2024/3/29-2024/4/3 全国生物柴油均价 6600 元/吨，环比 2024/3/22-2024/3/28 生柴均价持平。3)价差：2024/3/29-2024/4/3 国内 UCOME 与地沟油当期价差 1284 元/吨，环比 2024/3/22-2024/3/28 价差持平；若考虑一个月的库存周期，价差为 1312 元/吨，环比 2024/3/22-2024/3/28 价差-0.7%，按照（生物柴油价格-地沟油价格/88%高品质得油率-1000 元/吨加工费）测算，单吨盈利为-409 元/吨（环比 2024/3/22-2024/3/28 单吨盈利-2.6%）。原料供应方面，近期重庆地区对废油脂市场检查仍在继续，重庆地区收油量减少，加之餐饮业低迷影响，废油脂市场收油量有所减少，供应面偏紧张，带动废油脂价格居高不下。产品需求方面，欧盟地区对国内的反倾销检查仍在继续，国内外业者基本观望 5 月份反倾销结果，国外生物柴油需求偏弱。国家能源局发布了国内试点城市的筛选结果，国内生物柴油推广迎来曙光。

图8：国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图9：国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

1.5. 锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数回落，盈利小幅回升

盈利跟踪：金属价格涨跌互现&折扣系数回落，盈利小幅回升。我们测算锂电循环项目处置三元电池料（Ni≥15% Co≥8% Li≥3.5%）盈利能力，根据模型测算，本周（2024/4/1~2024/4/3）项目平均单位碳酸锂毛利为-6.30 万元/吨（较前一周+0.306 万元/吨），平均单位废料毛利为-1.00 万元/吨（较前一周+0.048 万元/吨），锂回收率每增加1%，平均单位废料毛利增加 0.037 万元/吨。金属价格涨跌互现、折扣系数上升，盈利小幅回落，期待行业进一步出清、盈利能力改善。

金属价格跟踪：截至 2024/4/3，1) 碳酸锂价格回落。金属锂价格为 82.0 万元/吨，周环比变动+0.0%；电池级碳酸锂（99.5%）价格为 11.12 万元/吨，周环比变动+1.4%。2) 硫酸钴价格微涨。金属钴价格为 22.60 万元/吨，周环比变动-0.4%；前驱体：硫酸钴价格为 3.28 万元/吨，周环比变动+0.0%。3) 硫酸镍价格上升。金属镍价格为 13.54 万元/吨，周环比变动+2.9%；前驱体：硫酸镍价格为 3.08 万元/吨，周环比变动+0.0%。4) 硫酸锰价格持平。金属锰价格为 1.35 万元/吨，周环比变动+0.0%；前驱体：硫酸锰价格为 0.51 万元/吨，周环比变动+0.0%。

折扣系数回落。截至 2024/4/3，折扣系数上升。1)三元极片粉锂折扣系数平均 75%，周环比变动-0.5pct；2) 三元极片粉钴折扣系数平均 75%，周环比变动-0.5pct；3) 三元极片粉镍折扣系数平均 75%，周环比变动-0.5pct。

图10: 锂电循环产业链价格周度跟踪 (2024/4/1~2024/4/3)

| 日期 | | 4/1 | 4/2 | 4/3 | 周涨跌 | 月涨跌 | 2023年初至今 | |
|--------------------|-----|-------|-------|-------|-------|----------|----------|---|
| 金属价格 (万元/吨) | | | | | | | | |
| 参考价格:金属锂≥99% | | 82.00 | 82.00 | 82.00 | 0.0% | 3.8% | -72.1% | |
| 碳酸锂99.5%电:国产 | | 10.96 | 11.08 | 11.12 | 1.4% | 4.8% | -78.3% | |
| 长江有色市场:平均价:钴:1# | | 22.70 | 22.60 | 22.60 | -0.4% | 0.9% | -31.1% | |
| 前驱体:硫酸钴 | | 3.28 | 3.28 | 3.28 | 0.0% | 2.5% | -33.1% | |
| 长江有色市场:平均价:镍板:1# | | 13.10 | 13.35 | 13.54 | 2.9% | -2.5% | -43.6% | |
| 前驱体:硫酸镍:电池级 | | 3.08 | 3.08 | 3.08 | 0.0% | 6.9% | -20.6% | |
| 长江有色市场:平均价:电解锰:1# | | 1.35 | 1.35 | 1.35 | 0.0% | -3.0% | -21.2% | |
| 前驱体:硫酸锰:电池级 | | 0.51 | 0.51 | 0.51 | 0.0% | 0.0% | -22.7% | |
| 折扣系数 (%) | | | | | | | | |
| 三元 | 极片粉 | 锂 | 76 | 76 | 75 | -0.5 pct | 0.5 pct | / |
| | | 钴 | 76 | 76 | 75 | -0.5 pct | 0.5 pct | / |
| | | 镍 | 76 | 76 | 75 | -0.5 pct | 0.5 pct | / |
| 钴酸锂 | 极片粉 | 锂 | 77 | 77 | 77 | 0.0 pct | 4.5 pct | / |
| | | 钴 | 77 | 77 | 77 | 0.0 pct | 4.5 pct | / |
| | 电池粉 | 锂 | 75 | 75 | 75 | 0.0 pct | 5.5 pct | / |
| | | 钴 | 75 | 75 | 75 | 0.0 pct | 5.5 pct | / |

数据来源: Wind, SMM, 东吴证券研究所

图11: 锂电循环项目单位毛利情况跟踪



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2023/1/30 起金属锂开始计折扣系数, 盈利计算方式改变

1.6. 电子特气: 价格整体持稳, 市场平稳运行

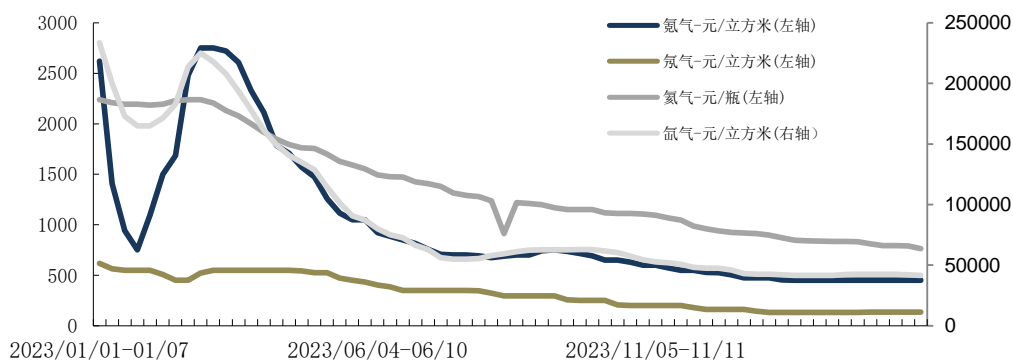
价格整体持稳, 市场平稳运行: 1) **生产端:** 根据隆众资讯调研, 截至 2024/03/14, 气体厂家空分产能利用率为 57.23%, 较前一周上升 0.19pct。2) **产品端:** 根据卓创资讯数据, 2024/03/31-2024/04/06 期间, 氙气周均价 4.15 万元/立方米, 环比变动-1.36%; 氙气周均价 450 元/立方米, 环比变动 0.00%; 氙气周均价 135 元/立方米, 环比变动+0.00%; 氙气价格有下降, 周均价环比下降-3.43%至 762 元/瓶。3) **供需分析:** 氙气, 氙气市场周均价环比持平。终端需求尚无明确支撑, 供应相对充足, 市场持稳运行; 氙气, 氙气市场价格持稳, 市场下游需求相对平淡, 价格暂时持稳; 氙气周均价环比持平。市场需求较为平淡, 半导体市场仍需时间恢复, 整体低价盘整为主; 氙气, 氙气市场价格延续

下调走势，成交重心下移。

本土晶圆产能供需缺口较大，半导体扩产热潮推动特气高增。特种气体为晶圆制造第二大耗材，广泛应用于电子半导体领域，气体占晶圆制造材料成本 13%为第二大耗材，占 IC 材料总成本 5%-6%，特气下游超四成应用于电子半导体领域。国内各大晶圆厂仍处于扩产周期，在 2025 年前仍在进行产线扩建。根据我们的统计，至 2025 年底，头部晶圆厂的产能距 2021 年新增 296.9 万片/月（约当 8 英寸）。2021-2025 年大陆晶圆产能复合增速 16.6%。晶圆厂扩产明确，拉动上游电子特气需求不断增长。

关注供应链安全，电子特气国产率仅 15%，自主可控强逻辑。二十大报告强调产业链关键环节自主可控，关注核心技术攻坚和材料国产化替代，而目前电子特气国产化率仅 15%，国产替代迫切。在国家政策的驱动下，我国特气企业不断强化核心技术、提升产品品质、扩产气体品类，逐步打破国外厂商垄断，国产替代浪潮涌起。

图12：2023 年以来氦氖氩周均价



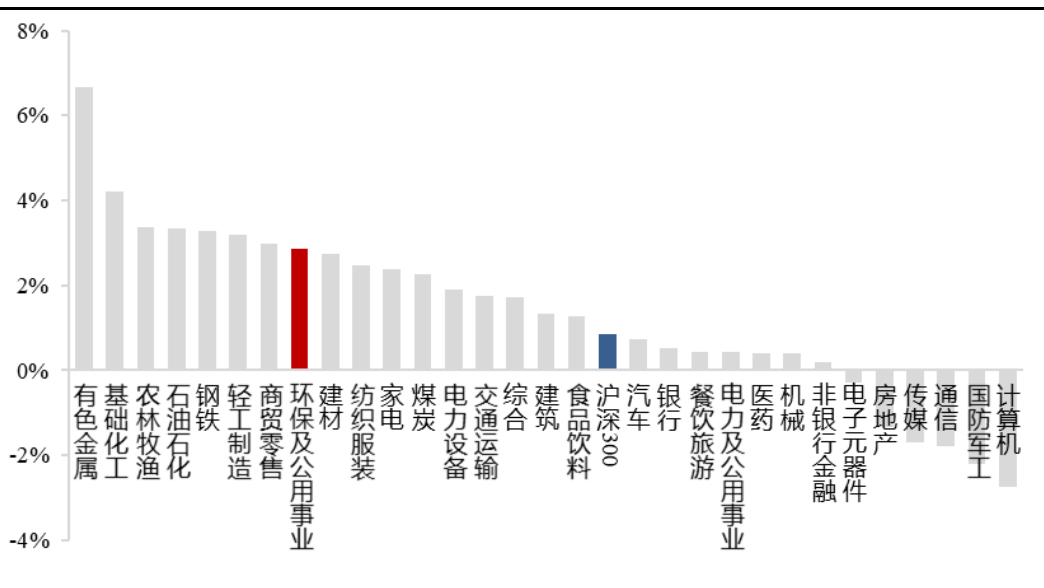
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

2. 行情回顾

2.1. 板块表现

2024/4/1-2024/4/7 环保及公用事业指数上涨 2.88%，表现好于大盘。本周上证综指上涨 0.92%，深证成指上涨 1.53%，创业板指上涨 1.22%，沪深 300 指数上涨 0.86%，中信环保及公用事业指数上涨 2.88%。

图13：2024/4/1-2024/4/7 各行业指数涨跌幅比较

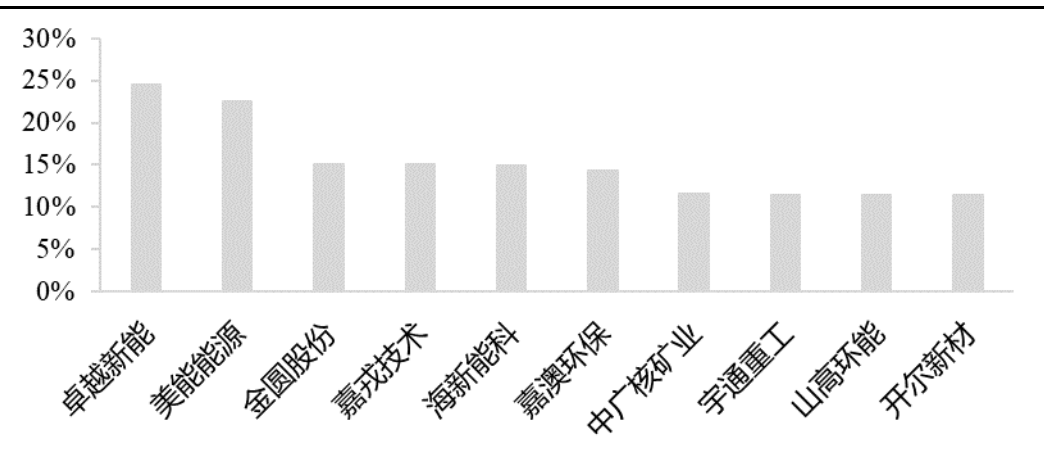


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2024/4/1-2024/4/7 环保行业涨幅前十标的为：卓越新能 24.57%，美能能源 22.58%，金圆股份 15.08%，嘉戎技术 15.06%，海新能科 14.94%，嘉澳环保 14.27%，中广核矿业 11.56%，宇通重工 11.41%，山高环能 11.35%，开尔新材 11.34%。

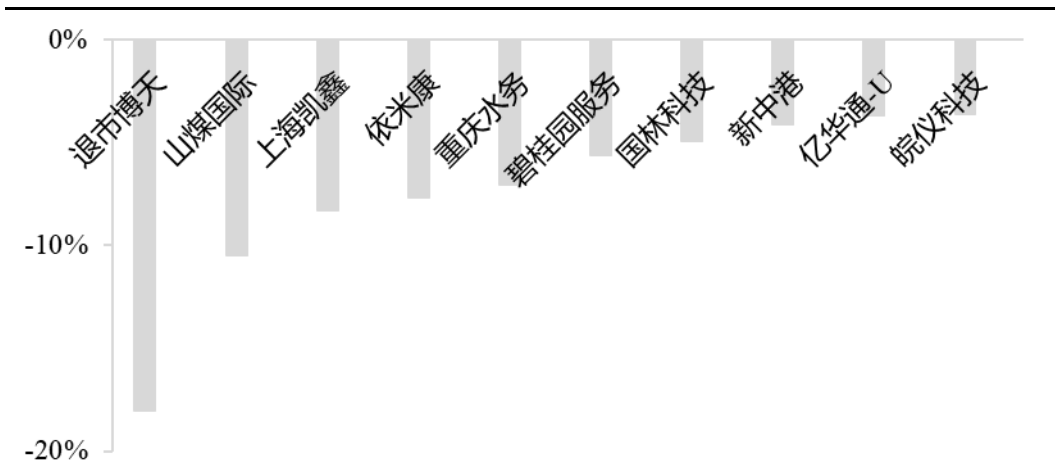
图14：2024/4/1-2024/4/7 环保行业涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024/4/1-2024/4/7 环保行业跌幅前十标的为：退市博天-18%，山煤国际-10.49%，上海凯鑫-8.29%，依米康-7.69%，重庆水务-7.03%，碧桂园服务-5.59%，国林科技-4.9%，新中港-4.14%，亿华通-U-3.68%，皖仪科技-3.59%。

图15：2024/4/1-2024/4/7 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. 绿色动力：运营收入稳健增长，自由现金流转正分红比例提升

事件： 2023 年公司实现营业收入 39.56 亿元，同比减少 13.39%，归母净利润 6.29 亿元，同比减少 15.51%，扣非归母净利润 6.18 亿元，同比减少 15.66%；加权平均 ROE 同比减少 2.33pct 至 8.31%。

运营收入稳健增长，盈利结构优化。 2023 年公司运营收入 31.40 亿元，同比增长 11.36%，运营毛利率 46.39%，同比下降 4.31pct，主要系新投运项目爬坡，以及部分项目掺烧工业垃圾需支付原料成本所致；建造收入 8.15 亿元，同比下降 53.33%，建造毛利率 8.22%，同比增长 0.15pct。公司运营收入占比从 2022 年 62% 提升至 2023 年 79%，盈利结构优化，高毛利业务占比提升导致 2023 年综合毛利率同比提升 4.14pct 至 38.52%。

截至 2024M1 公司垃圾焚烧运营产能超 4 万吨/日，拓展供汽优化盈利改善现金流。 2023 年公司新投产 4 个垃圾焚烧发电项目，新增垃圾处理能力 4,600 吨/日，截至 2023 年底，公司生活垃圾发电运营项目 36 个，处理能力 3.95 万吨/日，2024 年 1 月靖西项目（800 吨/日）投运后，运营处理能力突破 4 万吨/日，截至 2024M1 公司暂无项目在建。2023 年公司处理生活垃圾 1344.68 万吨，同增 17.98%，实现上网电量 38.94 亿度，同增 11.87%，吨上网电量 290 度/吨，同降 5.17%，主要系供汽拓展影响发电量。2023 年公司实现供汽量 42.86 万吨，同比增长 42.00%，供汽业务较超额发电盈利更优，且市场化交易现金流兑付及时。此外公司将打造建设低碳环保特色产业园作为新业务发展方向，成立项目组重点推进济南市章丘区黄河滩区迁建产业高质量发展低碳环保产业园项目，2023 年 12 月正式签署投资合作协议，有望加速落地。

公司自由现金流转正，分红比例提升。 1) 现金流入：2023 年公司经营性现金流净

额 9.78 亿元，同比下降 19.17%，主要系 2023 年收到的国补回款同比减少，销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少，垃圾处理费回款压力加大。2) 资本支出：构建固定、无形和其他长期资产支付的现金 7.22 亿元，同比下降 41.48%。我们用“经营性现金流净额-构建固定、无形和其他长期资产支付的现金”衡量自由现金流，2023 年公司自由现金流首次转正，内生分红能力提升。2023 年公司分红比例 33.22%，较 2022 年提升 10.77pct，每股股息 0.15 元，同比增长 25%。

常州项目申请绿证，把握绿色交易市场先机。公司常州项目成功申请绿证，开启电力交易新篇章。能耗考核趋严，绿证需求有望加速，当前垃圾发电绿证价格对应 0.03 元/度被低估，垃圾焚烧度电减碳 0.00132t，按 60 元/t 碳价，对应 0.08 元/度，未来绿证价格有望接轨真实绿色价值。

盈利预测与投资评级：公司固废运营稳健增长，在建项目放缓，资本开支大幅下降，自由现金流转正，长期现金流价值凸显迎价值重估。考虑建造下降与运营增速放缓，我们将 2024-2025 年归母净利润从 9.83/11.09 下调至 6.67/7.16 亿元，预计 2026 年归母净利润为 7.68 亿元，2024-2026 年同比+6%/+7%/+7%，对应 14/13/12 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：垃圾量不足，项目建设进展不及预期，应收账款延长等。

3.2. 华能国际：分红率 57%，关注火电资本开支下行周期行业分红率的持续改善

事件：公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 2543.97 亿元，同比增长 3.11%；实现归母净利润 84.46 亿元，同比增长 214.33%。单 Q4 看，Q4 实现营业收入 630.75 亿元，同比增长 0.48%；实现归母净利润-41.18 亿元，同比增长-19.5%。值得注意的是，在当前利润水平下，公司实现 2023 年现金分红比例 57.14%。

2024 年关注火电板块预期分红率的改善。火电行业因其业绩的强波动性不是传统意义上的高分红率行业，但是我们关注到受益于煤电行业资本开支退坡趋势，叠加 2024-2025 年动力煤价格下行通道，我们预计 2024 年价格中枢下降 100-200 元/吨至 800-900 元/吨，火电板块有望出现行业公司分红率提升的现象。国家发改委确定了煤电三步走规划：十四五时期“增容控量”，十五五“控容减量”，十五五后“减容减量”，我们判断随着煤电行业控容减量时代的到来，煤电行业资本开支下行趋势基本确定，行业分红比例有望显著提升。2023 年公司实现现金分红比例 57.14%，继续关注预期 2024/2025 年火电板块业绩和分红持续双改善。

公司受益于成本端煤炭均价下降 115.78 元/吨，公司 2023 年归母净利润大增 214%：2023 年我国动力煤供需由紧平衡向宽松转变，动力煤价格下行，但依然处于历史相对高位，2023 年全年公司共采购煤炭 2.12 亿吨，煤炭采购均价同比降 115.78 元/吨。23 年 11

月-24年2月维持910-950元/吨，近2周淡季跌破900元/吨。截至2024/3/20，秦皇岛港动力煤5500大卡价格为847元/吨，同比-23.5%，同比降260.5元/吨。

2023年公司实现上网电量同比+5.33%、上网电价-0.23%：2023年公司累计完成上网电量4478.56亿千瓦时，同比增长5.33%；实现上网电价508.74元/兆瓦时，同比-0.23%。分电源品种来看，公司煤机实现上网电量3758.04亿度，同比增长3.27%；燃机实现上网电量277.06亿度，同比增长5.15%；风电实现上网电量318.35亿度，同比增长16.14%；光伏实现上网电量109.11亿度，同比增长81.67%。2023年，全社会用电量增长带动公司发电量同比上升。公司火电继续发挥顶峰出力和支撑调节作用，发电量同比继续增长。

分部利润看：2023年燃煤板块和光伏板块利润增长显著。2023年燃煤板块实现利润总额4.33亿元，同比增长102.5%；燃机板块实现利润总额7.77亿元，同比增长35.08%；风电板块实现利润总额59.13亿元，同比增长-5.16%；光伏板块实现利润总额20.44亿元，同比增长78.08%。

风险提示：考虑煤价下行影响，我们调整公司2024-2025年公司归母净利润从119.33亿元、137.63亿元至130.83亿元、156.78亿元，预计公司2026年归母净利润为175.25亿元，同比增长54.9%、19.8%、11.8%，对应PE为11、9、8倍，维持“买入”评级。

3.3. 南网储能：来水偏枯影响调峰水电+抽蓄电价新政执行，业绩下滑

事件：公司发布2023年年报，2023年公司实现营业收入56.30亿元，同比-31.85%；实现归母净利润10.14亿元，同比-39.05%。单Q4实现营业收入15.63亿元，同比-16.39%；实现归母净利润1.95亿元，同比-43.37%。

受抽蓄新政执行+调峰水电站偏枯影响，公司业绩下滑。1) 调峰水电：2023年西部调峰水电站同比偏枯，调峰水电站实现收入10.51亿元，同比增长-44.78%，实现毛利率40.74%，同比-26.23pct，严重拖累公司业绩。2) 抽水蓄能：2023年实现收入44.28亿元，同比-3.83%；实现毛利率47.66%，同比-6.22pct；由于2023年6月1日正式施行新版容量电价，公司此前披露预计新容量电价下影响公司收入4.96亿元，已在下半年业绩中体现。3) 新型储能：2023年实现收入0.93亿元，同比增长196.87%；实现毛利率27.07%，同比-7.57pct。

2023年公司在运抽水蓄能1028万千瓦，在建480万千瓦，新增核准600万千瓦。截至2022年底，公司在运总装机达1242.1万千瓦，其中抽水蓄能1028万千瓦、新型储能42.38万千瓦、调峰水电203万千瓦。抽水蓄能：根据公司年报，2023年公司在运抽水蓄能1028万千瓦，在建480万千瓦，2023年新增核准5座，总装机容量600万千瓦。新型储能：2023年公司新型储能电站累计建成装机规模423.8MW/832MWh，同比增长281.8%。公司三个项目纳入国家能源局新型储能试点示范项目清单。积极开展钠离子电池、液流电池、压缩空气和重力等储能技术研究，承接10MWh级钠离子电池储

能系统集成技术研发服务，启动南方区域压缩空气储能电站规划选点研究。调峰水电：截至 2023 年底，公司在运调峰水电机组装机总规模 203 万千瓦。

盈利预测与投资评级：受调峰水电站来水偏枯+容量电价新政影响抽蓄盈利，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润从 14.24 亿、18.78 亿元至 12.56 亿元、16.28 亿元，预计 2026 年归母净利润为 18.38 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 24 倍、19 倍、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等。

3.4. 金宏气体：特气占比维持提升，现场制气持续推进

事件：2023 年公司实现营业收入 24.27 亿元，同增 23.40%；归母净利润 3.15 亿元，同增 37.48%；扣非归母净利润 2.87 亿元，同增 49.90%；加权平均 ROE 同比提高 2.09pct，至 10.48%，符合我们预期。

公司营收利润快速增长，特气占比继续提高。公司全年营收 24.27 亿元，同增 23.40%；归母净利润 3.15 亿元，同增 37.48%。其中，1) 特种气体业务营收 10.90 亿元，同增 46.50%，占主营业务收入比重由 39.23%提升至 46.34%，毛利率 40.36%，同减 0.87pct；2) 大宗气体业务营收 8.52 亿元，同增 7.50%，毛利率 34.20%，同减 0.86pct；3) 现场制气及租金业务营收 2.00 亿元，同增 43.81%，毛利率 59.84%，同增 13.63pct，收入和毛利均大幅增长；4) 燃气业务营收 2.10 亿元，同减 4.93%，毛利率 18.99%，同增 2.85pct。特种气体占比持续提高，业绩贡献显著。

下游半导体行业拓展顺利，特气品类不断完善。公司致力于电子半导体领域的特种气体产业化，已逐步实现了多种产品的进口替代。2023 年公司在半导体行业实现营收 7.43 亿元，同增 58.41%，毛利率增加 3.70pct 至 47.67%。公司拳头产品超纯氨、高纯氧化亚氮等产品已供应中芯国际、海力士、镁光、联芯集成等知名半导体客户；投产新品电子级正硅酸乙酯、高纯二氧化碳正在积极导入集成电路客户，均已实现部分客户小批量供应；在建新品全氟丁二烯、一氟甲烷、八氟环丁烷、二氯二氢硅、六氯乙硅烷、乙硅烷、三甲基硅胺等 7 款产品正在产业化过程中。

首个电子大宗载气项目实现量产，氦气资源保障下游客户需求。公司首个电子大宗载气项目广东芯粤能已于 2023 年 8 月量产供应，开始贡献稳定的营收及利润。同时，公司不断开拓新项目，已取得无锡华润上华、苏州龙驰、西安卫光科技等多个电子大宗载气项目。公司积极探索氦气资源，于 2023 年 5 月与中集安瑞科举行液氮储罐战略合作签约，多方开拓液氮储罐的采购渠道，储罐数量稳步提升。2023 年，公司已销售进口的 16 个液氮储罐氦气。公司氦气资源除充分保障集成电路、液晶面板等泛半导体客户需求外，还渗透至医疗及工业领域。

纵向创新构筑技术壁垒，横向布局拓展跨区业务。公司持续纵向创新，加大研发投入，2023 年研发费用 8630 万元，同增 1.94%；获第二批国家级专精特新。公司坚持横向布局，通过新建及并购等方式拓展跨区域的业务，开拓中大型现场制气业务，金宏润气体空分项目、淮南金宏食品级二氧化碳回收项目、株洲华龙氢气项目等 3 个项目成功封顶；核心区域不断增加零售网点，在长三角核心区域收购上海振志、上海畅和、上海医阳三家医用氧销售公司，整合上海医用氧销售渠道；同时，积极拓展海外业务，2023 年新突破 22 个国家，累计出口覆盖 32 个国家。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2025 年归母净利润 4.10/5.28 亿元，预测 2026 年归母净利润 6.36 亿元，对应 PE 为 23/18/15x（估值日 2024/4/1），维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧。

3.5. 南网能源：受生物质发电拖累，2024 年大力布局进军分散式风电

事件：公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 29.88 亿元，同比增长 3.46%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比-43.90%。单 Q4 实现营业收入 7.92 亿元，同比增长 4.89%；实现归母净利润-0.36 亿元，同比-121.08%。

受生物质发电业务拖累明显，公司考虑战略调整退出生物质发电：生物质综合利用业务受机组停机检查、补贴不到位、燃料价格持续高位等综合影响，收入和毛利率均同比大幅下降。在生物质综合利用业务拖累下，公司综合资源业务实现营业收入 3.91 亿元，同比-39.63%，实现毛利率-19.44%，同比下降 44.72pct，大幅拖累公司 2023 年经营业绩。

主业工业节能和建筑节能业务继续保持稳定增长，毛利率同比稳定：2023 年公司工业节能和建筑节能继续保持稳定增长，分别实现营业收入 14.70 亿元、9.05 亿元，同比增长 23.01%、18.25%；分别实现毛利率 54.49%、21.35%，同比-2.02pct 和+2.62pct。

公司紧抓分布式发展机遇，2024 大力进军分散式风电：2023 年我国分布式光伏新增装机 9629 万千瓦，同比增长 88%，分布式光伏累计装机 2.5 亿千瓦，占光伏装机总规模 42%，我国光伏领域已经实现集中式和分布式并举发展局面。与分布式光伏相比，分散式风电在风电装机的占比较低，根据《中国县域绿色低碳能源转型发展报告》，农村地区能源资源丰富，分散式风电技术可开发潜力达 250GW。2024 年中央一号文件提出推进农村电网巩固提升工程，推动农村分布式新能源发展，为分散式风电的发展进一步提供了政策支持，公司 2024 年将大力进军分散式风电行业。

盈利预测与投资评级：受到生物质大幅亏损对业绩拖累的影响以及考虑潜在项目退出的可能，我们调整公司 2024-2025 年盈利预测从 7.08 亿元、8.86 亿元至 4.52 亿元、

6.02 亿元, 预计公司 2026 年归母净利润为 7.18 亿元, 同比增长 45.31%、33.23%、19.37%, 对应 PE 为 42 倍、32 倍、26 倍, 由于主业工业节能和建筑节能发展稳扎稳打, 我们继续看好公司长期发展, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

3.6. 光大环境：收入结构持续优化，自由现金流转正在即

事件: 公司 2023 年实现主营营业收入 320.90 亿港元, 同比减少 14%, 实现归母净利润 44.29 亿港元, 同比减少 4%。

2023 年运营+财务收入占比提至 76%，绿色环保板块减值拖累盈利。随着固废水务行业进入成熟运营期, 在建规模逐年收缩, 自 2022 年运营和财务收入首超建造后, 收入结构持续优化, 利润率提升。2023 年公司分别实现建造、运营、财务收入 76.8、191.8、52.3 亿港元, 同比减少 42%、增长 2%、减少 2%, 运营和财务收入占比 76%, 同比提升 11pct。2023 年公司应收账款、其他应收款、合约资产、物业厂房设备、无形资产、使用权资产损耗合计达 11.58 亿港元, 其中绿色环保板块损耗合计 7.42 亿港元, 导致绿色环保板块净盈利亏损拖累整体净利润。

资产负债率降至 65%，贷款置换节约利息费用。2023 年底公司资产负债率 65.37%，同降 1.79pct。公司持续压降境内借款利率, 有序置换境外高息借款, 大幅节省利息费用。

2024 年生物质国补发放提速，减值冲回提振盈利&助力现金流改善。光大绿色环保公告 2024/1/1-3/8 收到 16 个生物质项目国补结算通知, 结算总额约 15.34 亿元人民币, 已到账 13.77 亿元人民币。

2023 年自由现金流接近转正，预计 2024 年迎转正节点。2023 年还原后真实的经营性现金流净额约 75 亿港元, 资本开支约 78 亿港元, 两者差额同比大幅收窄, 自由现金流呈显著正向改善趋势。公司成立应收账款管理小组, 加强考核, 多措并举改善应收账款回款水平, 2023 年下半年处理费回款情况环比改善。我们预计经营性净现金流有望随运营性收入的增长同步向上, 2024 年公司在建规模和资本开支将持续下降, 自由现金流迎转正节点。

固废龙头建造高峰已过，运营增长主导业绩稳定，资本开支下降自由现金流转正逻辑兑现中。固废龙头规模领先, 截至 2023 年底公司环保能源和绿色环保板块在手垃圾焚烧规模 15.89 万吨/日居全球首位, 其中环保能源板块垃圾焚烧项目已投运 13.43 万吨/日, 在建 0.84 万吨/日, 经营效率同业领先, 2023 年入炉吨发 458 度, 吨上网 326 度, 供热提供增量收益。建造下滑影响 2022 年已集中消化, 运营项目积累夯实业绩基础。2024 年自由现金流预计迎来转正, 内生分红能力提升。2017 年以来分红维持 30%左右, 股息率(TTM) 7.6%, PB 0.4, 对应 2024 年 PE 4 倍, 对标海外龙头 WM (自由现金流稳

健，分红比例约 50%，PE30+) 分红及估值存较大提升空间。（估值日期：2024/3/29）

投资建议：固废龙头盈利结构优化，自由现金流即将转正，有望迎来估值修复。考虑公司项目建设进度，我们将 2024-2025 年归母净利润预测自 46.74/49.23 亿港元下调至 44.68/45.64 亿港元，预计 2026 年归母净利润为 46.97 亿港元，对应 4/4/4 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：应收账款延长，资本开支超预期上行，资产减值风险等。

3.7. 水务专题 3——污水定价&调价机制保障收益，较供水应享风险溢价

污水处理项目合理盈利受协议保护，定价调价机制的差异不影响项目的真实价值。水务资产稳健增长的前提是量增利稳，回报的稳定依赖于合理的定价机制。我们梳理发现，合同约定后项目回报确定，虽定价和调价机制各异，但核心在于使项目合理收益回归约定水平，运营期价格变动不影响真实的项目价值，调整项目合理收益率的情况属于少数。

从定价机制来看，【内部收益率法】考虑全生命周期成本变化进行定价，受还贷期、折旧期结束的影响，项目 ROE 通常呈现前低后高的趋势。截至 2017/9/30 全国 PPP 项目库中污水处理项目全投资内部收益率通常在 5.5%~8%，参考洪城环境 2023 年中标厂网一体化项目资本金内部收益率 8.34%~10.73%。**【成本加成定价法】**以成本审核为基础确定“定价成本”，加入“合理收益”形成污水处理服务价格。“合理收益率”通过特许经营协议约定，运营期各阶段盈利水平相对稳定。

从调价机制来看，【百分比调价法】根据项目成本构成，考虑各项支出社会平均成本的变动幅度进行加权，从而确定调价幅度，人工成本、CPI 等总体呈上行趋势，带动污水处理服务费上调；**【成本监审调价法】**通过核定公司实际成本的变化情况，加上合理收益，除以实际水量，进行价格调整。提标改造、运行成本增加等因素导致处理费调增。

污水合理收益水平理应多少？——我们认为污水处理项目较供水应享有风险溢价，PPP 新政鼓励超额收益留存。1) 风险补偿视角：供水项目可参照《城镇供水价格管理办法》的要求进行调价，污水项目暂时没有明确的政策标准，考虑到污水面临提标改造、进水水质波动等风险，且现金流部分依赖财政，理应较供水项目享受风险溢价。**2) 政策视角：**PPP 新政明确在保障项目质量和产出效果的前提下，通过加强管理、降低成本、提升效率、积极创新等获得的额外收益主要归特许经营经营者所有。**3) 对标海外：**2012-2022 年美国成熟市场水务企业 ROE 均值与 10 年期国债收益率差额介于 6~9%，均值 7.50%，较国内高 1.15pct，与供水办法要求的权益收益率与 10 年期国债差额不超过 4pct 相比，高出 3.50pct。

政策鼓励污水处理费顺价，有助于缓解财政压力&市场化调价，顺价支付难度小。政策要求将污水处理收费标准提高至补偿污水处理和污泥无害化处置成本且合理盈利的水平，并建立动态调整机制。我国污水处理收费不足以弥补污水处理服务费，**2022年我国污水处理财政负担率约56%**。财政压力加大，部分区域服务费账期有延长趋势，污水处理费顺价的落实有助于缓解财政压力，减少污水处理费调增阻力。我们测算污水处理费顺价增量支出**4.9元/人/月**，占比人均可支配收入仅**0.12%**。

投资建议：污水处理定价调价机制的差异不影响项目的真实价值，重申水务稳定增长+高分红，价格改革理顺商业模式，价值重估空间开启。1) 从盈利来看，用水需求刚性，价格调整核心在于使项目盈利回归约定水平，超额收益部分受新政鼓励有望留存，水务运营资产有望保持稳健增长，直饮水+厂网一体化提供成长增量。2) 从现金流来看，供水C端付费商业模式佳，政策鼓励污水处理费顺价且支付难度小，现金流保障度提升，强化分红能力。3) **对标海外价值重估：美国水价市场化且调价通畅，生产者付费现金流好**，2016-2022年美国水业每股股息每年10%稳定增长，分红比例维持60%左右，当前PE(TTM)25倍，PB(LF)2倍。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长，对应24年PE9倍，承诺21-23年分红不低于50%预计可持续，测算24年股息率5.4%；建议关注【兴蓉环境】掌握成都优质水务资产，2024年进入污水调价点，资本开支可控，根据wind一致预期，对应24年PE9倍。（对应2024/3/6）

风险提示：调价机制变化，水量下滑，资本开支超预期上行等。

4. 行业新闻

4.1. 国家能源局发布《国家能源局综合司关于公示生物柴油推广应用试点的通知》

近日，国家能源局综合司发布《关于公示生物柴油推广应用试点的通知》。为贯彻新发展理念，推进废弃物循环利用，加快能源绿色低碳转型，拓展国内生物柴油的应用场景，探索建立可复制、可推广的发展路径、政策体系，逐步形成示范效应和规模效应，国家能源局组织了生物柴油推广应用试点申报及评审工作。经组织专家评审和复核，原则支持山东省德州市等单位开展生物柴油推广应用试点工作。

数据来源：http://zfxgk.nea.gov.cn/2024-03/29/c_1310769943.htm

4.2. 八部门联合印发《招标投标领域公平竞争审查规则》

近日，国家发展改革委、工业和信息化部、住房城乡建设部、交通运输部、水利部、农业农村部、商务部、市场监管总局等8部门联合印发了《招标投标领域公平竞争审查规则》（国家发展改革委令16号，以下简称《规则》），自2024年5月1日起施行。

作为具体领域和行业性公平竞争审查的首部部门规章,《规则》严格对标党中央、国务院关于优化招标投标市场环境的决策部署,有机衔接《公平竞争审查制度实施细则》等现有制度,紧密结合招标投标市场特点和关切,细化实化招标投标领域公平竞争审查的审查标准、审查机制和监督管理等内容。

数据来源: <https://zfxgk.ndrc.gov.cn/web/iteminfo.jsp?id=20360>

4.3. 国家发展改革委关于印发《重点流域水环境综合治理中央预算内投资专项管理办法》的通知

4月1日,国家发展改革委发布《重点流域水环境综合治理中央预算内投资专项管理办法》的通知,通知中提到本专项投资重点支持与流域水环境质量改善直接相关的综合治理类项目,主要包括:江河水环境综合治理、湖泊水库水环境综合治理、集中式饮用水水源地保护和源头治理、内源污染治理,以及推进水环境保护治理的其他工程。

数据来源: https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/ghxwj/202404/t20240401_1365378.html

4.4. 国家发展改革委办公厅印发《政府和社会资本合作项目特许经营方案编写大纲(2024年试行版)》

3月27日,国家发展改革委办公厅正式印发《政府和社会资本合作项目特许经营方案编写大纲(2024年试行版)》(以下简称“大纲”)。大纲从项目概述、项目可行性分析、特许经营模式可行性论证、特许经营主要内容、结论和建议五个部分展开。其中,特许经营模式可行性论证中要求项目具有一定公益性且存在经营收入。除生活垃圾收运处理一体化、厂网一体化的污水管网、供热管网、供水管网等项目,综合交通运输多式联运的公水联运、公铁联运等项目外,不得将不符合要求项目“打捆”采用特许经营模式。特许经营者选择中明确指出地方本级国有独资或国有控股企业(含其独资或控股的子公司)不得以任何方式作为本级政府和社会资本合作新建(含改扩建)项目的投标方、联合投标方或项目公司股东;作为政府出资人代表时,原则上不得在项目公司中控股

数据来源: https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202403/t20240329_1365359.html

4.5. 财政部、工信部关于开展制造业新型技术改造城市试点工作的通知

4月2日,财政部、工业和信息化部发布关于开展制造业新型技术改造城市试点工作的通知,其中提到,支持推动石化化工等原材料行业老旧装置综合技改,加快淘汰超期服役的落后低效设备,提升行业数字化、绿色化和本质安全水平。支持城市采用“点线面”结合的方式组织示范项目,“点”上开展数字化智能化改造示范、“线”上开展

产业链供应链数字化协同改造示范、“面”上开展产业集群及科技产业园区数字化绿色化改造示范，加快数智技术、绿色技术以及创新产品推广应用。

数据来源：

https://wap.miit.gov.cn/jgsj/ghs/wjfb/art/2024/art_e729e42187d64d61b82f067ebc9fca30.html

4.6. 生态环境部发布《关于严格控制氢氟碳化物化工生产建设项目的通知（征求意见稿）》

4月2日，为切实履行《〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，根据《消耗臭氧层物质管理条例》有关规定，生态环境部组织起草了《关于严格控制氢氟碳化物化工生产建设项目的通知（征求意见稿）》。主要内容：1) 各地不得新建、扩建附件1所列用作制冷剂、发泡剂等受控用途的HFCs化工生产设施(不含生产过程中附带产生HFCs的化工生产设施，即副产设施)，环境影响报告书(表)已通过审批的除外。2) 已建成的附件2所列用作受控用途的HFCs化工生产设施，需要进行改建或异地建设的，不得增加原有HFCs生产能力或新增附件2所列用作受控用途的HFCs产品种类。3) 附件2所列用作受控用途的HFCs化工生产设施进行试生产产生的HFCs也应纳入配额管理，按照《条例》有关规定取得相应配额后方可进行使用和销售。四、副产附件2所列HFCs的化工生产设施产生的HFCs除作为原料用途使用外，用作受控用途也应纳入配额管理，按照《条例》有关规定取得相应配额后方可进行使用和销售;或销毁处置，不得直接排放。五、因特殊需要确需新建、扩建附件2所列用作受控用途的HFCs化工生产设施(不含副产设施)的，由生态环境部会同有关部门审批。六、对违反以上规定的企业，依照《条例》予以处罚。

数据来源：

<https://www.mee.gov.cn/xxgk/2018/xxgk/xxgk06/202404/W020240402359923714146.pdf>

4.7. 财政部发布《废弃电器电子产品处理专项资金管理办法（征求意见稿）》

3月29日，为更好支持废弃电器电子产品规范回收处理工作，有效衔接新老政策，财政部公布《废弃电器电子产品处理专项资金管理办法(征求意见稿)》。主要内容：1) 企业和产品范围：企业方面，由生态环境部会同财政部研究完善享受政策奖补的企业标准和条件，地方将符合条件的企业纳入支持范围，引导资源、技术向先进企业聚集，正向激励企业做大做强。产品方面，暂继续对电冰箱、空气调节器、微型计算机、电视机、

洗衣机五类产品回收处理予以支持。2) 资金分配：对 2024 年及以后年度开展的废弃电器电子产品回收处理，专项资金采取“以奖代补”的方式，按照因素法分配。一方面，选取体现各地废弃电器电子产品回收处理任务的关联因素，如居民实际拥有家电数量、废电器规范回收处理量等与废电器处理任务正相关的指标，体现“任务重、干得多，则多安排资金”。另一方面，选取体现各地工作实绩的关联因素，如许可核定回收处理产能实际运行负荷率、地方固体废物污染防治投入等指标，体现“干得好、积极性高，则多安排资金”。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20240402/1369293.shtml>

4.8. 《河南省空气质量持续改善行动计划》发布

河南省人民政府印发《河南省空气质量持续改善行动计划》，以改善空气质量为核心，以降低 PM2.5（细颗粒物）浓度为主线，以协同推进降碳、减污、扩绿、增长为总抓手，以减少重污染天气和解决人民群众身边的突出大气环境问题为重点，大力推动氮氧化物和 VOCs（挥发性有机物）协同减排，加快推动产业结构、能源结构、交通运输结构优化调整，完善大气环境管理体系，有效提升污染防治能力，推动大气污染综合治理、系统治理、源头治理。

数据来源：<https://www.henan.gov.cn/2024/03-29/2967684.html>

4.9. 宁夏回族自治区生态环境厅发布《宁夏回族自治区生态环境分区管控动态更新成果》

按照生态环境部《2023 年生态环境分区管控动态更新成果工作方案》（环办环评函〔2023〕81 号）要求，自治区生态环境厅组织对全区生态环境分区管控成果进行动态更新。主要内容：1) 调整全区生态空间。进一步纳入国家级公益林、国家和自治区重要湿地、国家沙化土地封禁保护区等。2) 明确环境质量底线。更新了水环境质量底线目标、水环境管控分区和管控要求、大气环境质量底线目标、大气环境管控分区和管控要求、土壤污染风险管控底线目标和分区管控要求。3) 校核资源利用上线。能源利用上线以能耗强度降低目标作为约束性指标，能耗总量控制目标为预期性指标。4) 变更环境管控单元。全区共划定环境管控单元 321 个（增加 33 个），其中优先保护单元 200 个（增加 43 个），重点管控单元 65 个（减少 1 个），一般管控单元 56 个（减少 9 个）。5) 修订生态环境准入清单。

数据来源：https://sthjt.nx.gov.cn/zfxxgk/zfxxgkml/202403/t20240326_4495745.html

4.10. 安徽省司法厅征询公众对《安徽省企业技术改造促进条例（草案征求意见稿）》意见

3月26日，安徽省司法厅发布征询公众对《安徽省企业技术改造促进条例（草案征求意见稿）》意见的公告。企业技术改造是我国在工业发展中形成的一项重要制度，是推动我国工业高质量发展的一条行之有效的宝贵经验。随着新一代信息技术与制造业深度融合，以及经济发展形势的快速变化，技术改造工作中的一些问题逐步显现，如：新形势下技术改造的重点方向发生了变化，对技术改造的引导和服务有待进一步加强，有必要通过立法推进企业技术改造机制保障制度化、长效化，为推动智能绿色的制造强省建设提供法治支撑。此次公开征求意见和建议的《安徽省企业技术改造促进条例（草案征求意见稿）》，明确了企业技术改造的内涵和原则。确定立法的宗旨是推进新型工业化，因地制宜发展新质生产力，加快建设智能绿色的制造强省。确立企业技术改造的原则，坚持市场主导和政府引导相结合，以企业为主体，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20240328/1368560.shtml>

5. 公司公告

表1：公司公告

| 类型 | 公司 | 日期 | 事件 |
|------|------|------|---|
| 大宗交易 | 浙富控股 | 4.02 | 公司于2024年4月2日通过大宗交易的方式成交500万股，占总股本比0.1016%，成交额0.0953万元。 |
| | 兴源环境 | 4.02 | 公司于2024年4月2日通过大宗交易的方式成交88.07万股，占总股本比0.0567%，成交额0.0567万元。 |
| | 中国神华 | 4.02 | 公司于2024年4月2日通过大宗交易的方式成交329.15万股，占总股本比0.01657%，成交额0.0166万元。 |
| | 首华燃气 | 4.02 | 公司于2024年4月2日通过大宗交易的方式成交50万股，占总股本比0.1912%，成交额0.1862万元。 |
| 股票回购 | 金宏气体 | 3.31 | 截至2024年3月29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已累计回购公司股份140.10万股，占总股本0.29%，回购成交的最高价为24.48元/股，最低价为16.32元/股，支付的资金总额为人民币32,286,966.52元（不含印花税、交易佣金等交易费用）。本次回购的股份将全部用于员工持股计划或股权激励。 |
| | 天山铝业 | 3.31 | 截至2024年3月29日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份472.01万股，占公司总股本的0.10%，最高成交价为5.93元/股，最低成交价为4.86元/股，已使用资金总额为2505.83万元（不含交易费用）。 |
| | 浙富控股 | 3.31 | 截至2024年3月31日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份33,414,423股，占公司目前总股本的0.6372%，最高成交价格为3.69元/股，最低成交价格为2.78元/股，成交总金 |

| | | | |
|------|------|--|--|
| | | | 额为 109,886,993.62 元（不含交易费用）。回购方案的拟回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元（含），且不超过人民币 2 亿元（含），回购的股份将全部用于员工持股计划或者股权激励。 |
| 龙净环保 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 日，福建龙净环保股份有限公司（以下简称“公司”）通过集中竞价交易方式已累计回购公司股份 6,901,800 股，占公司总股本的比例为 0.6384%。回购的最高成交价格为 13.99 元/股，最低成交价格为 9.97 元/股，已累计支付的总金额为 84,744,668.93 元（不含印花税、交易佣金等费用）。回购的股份拟用于实施员工持股计划或股权激励。 |
| 新奥股份 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 日，公司已累计回购股份 1,116,600 股，占公司总股本的比例为 0.0360%，购买的最高价为 19.41 元/股、最低价为 17.96 元/股，已支付的总金额为 21,021,728.00 元（不含交易费用）。 |
| 华特气体 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 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已累计回购公司股份 301,678 股，占公司总股本的比例为 0.25%，回购成交的最高价为 74.73 元/股，最低价为 52.73 元/股，支付的资金总额为人民币 20,613,042.67 元（不含印花税、交易佣金等费用）。 |
| 南都电源 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 日，公司累计通过深圳证券交易所股票交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份 1,740,800 股，占公司当前总股本的 0.20%，最高成交价为 11.94 元/股，最低成交价为 11.24 元/股，成交总金额为人民币 20,002,605 元（不含交易费用）。回购的公司股份拟用于维护公司价值及股东权益。 |
| 侨源股份 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 828,000 股，占公司目前总股本的 0.21%，最高成交价格为 30.48 元/股，最低成交价格为 28.90 元/股，支付的总金额为 24,506,146.16 元（不含交易费用）。回购拟用于实施股权激励或员工持股计划。 |
| 国林科技 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 1,533,680 股，占公司当前总股本的 0.8334%，最高成交价为 14.30 元/股，最低成交价为 11.11 元/股，成交总金额为人民币 19,771,495.78 元（不含交易费用）。回购的股份将按照有关规定用于出售。 |
| 清研环境 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 日，公司通过股份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 1,681,100 股，占公司目前总股本 108,010,000 股的 1.56%，最高成交价为 17.69 元/股，最低成交价为 9.83 元/股，成交总金额为 25,689,086.20 元（不含交易费用）。回购用于实施员工持股计划或股权激励。 |
| 天源环保 | 4.02 | | 截至 2024 年 3 月 31 日，公司通过深圳证券交易所股票交易系统以集中竞价交易方式累计回购公司股份 5,146,970 股，占公司当前总股本的 1.2248%，最高成交价为 11.47 元/股，最低成交价为 7.16 元/股，成交总金额为人民币 50,494,241.11 元（不含交易费用）。回购用于后期实施员工持股计划或者股权激励。 |

| | | | |
|------|-----|------|---|
| 担保 | 维尔利 | 4.02 | 公司拟为公司全资子公司常州金源机械设备有限公司向北京银行股份有限公司南京分行申请的人民币 2,000 万元的综合授信提供担保, 授信期限为三年; 公司子公司南京都乐制冷设备有限公司因经营需要拟向中国邮政储蓄银行股份有限公司南京分行申请人民币为 2,400 万元的综合授信, 授信期限为一年。现公司拟按 89.8279% 的股权比例为其中的 2,155.8696 万元提供担保, 其余金额由其他股东按照股权比例提供担保。 |
| 业绩公告 | 亿华通 | 3.31 | 公司 2023 年营业总收入为人民币 80,070.19 万元, 同比增加 8.48%。2023 年归属于上市公司所有者的净亏损为人民币 24,320.37 万元, 上年同期归属于上市公司所有者的净亏损为人民币 16,673.34 万元。2023 年每股基本亏损为人民币 1.48 元, 上年同期每股基本亏损为人民币 1.19 元。 |

数据来源: Choice, 东吴证券研究所

6. 大事提醒

表2: 大事提醒

| 日期 | 证券简称 | 事件 |
|------|------|--------|
| 4.10 | 九丰能源 | 披露年报 |
| 4.12 | 龙净环保 | 召开股东大会 |

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

- 《金宏气体深度: 综合性气体供应商龙头, 大宗气体+特种气体并驾齐驱》2023-12-12
- 《中船特气深度: 电子特气龙头产能持续扩张, 空间可期》2023-12-11
- 《皖能电力深度: 背靠新势力基地安徽用电需求攀升, 新疆机组投产盈利进一步改善》2023-11-07
- 《长江电力深度: 乌白注入装机高增, 长望盈利川流不息》2023-11-03
- 《中国核电深度: 量变为基, 质变为核》2023-11-01
- 《蓝天燃气深度: 河南“管道+城燃”龙头, 高分红具安全边际》2023-07-28
- 《龙净环保深度: 矿山绿电、全产业链储能, 紫金优势凸显》2023-07-15
- 《盛剑环境深度: 泛半导体国产替代趋势下成长加速, 纵横拓展打造新增长极》2023-05-24
- 《华特气体深度: 特气领军者, 品类拓宽产能扩充驱动快速成长》2023-05-05

- 《金科环境深度：水深度处理及资源化专家，数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇》 2023-04-23
- 《美埃科技深度：国内电子半导体洁净室过滤设备龙头，产能扩张&规模效应助力加速成长》 2023-03-12
- 《赛恩斯深度：重金属污染治理新技术，政策推动下市场拓展加速》 2023-03-01
- 《国林科技深度：臭氧设备龙头纵深高品质乙醛酸，国产化助横向拓展半导体清洗应用》 2022-12-20
- 《景津装备深度：全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长》 2022-12-12
- 《新奥股份深度：天然气一体化龙头，波动局势中稳健发展》 2022-11-30
- 《仕净科技深度：光伏废气治理龙头景气度提升，资源化驱动最具经济价值水泥碳中和》 2022-11-28
- 《凯美特气深度：食品级二氧化碳龙头，电子特气发展势头强劲驱动公司新一轮成长期》 2022-10-21
- 《天然气·错配下的持续稀缺·深度 3：天壕环境神安线五问？》 2022-08-24
- 《高能环境深度：从 0 到 1 突破资源化彰显龙头 α ，从 1 到 N 复制打造多金属再生利用平台》 2022-07-22
- 《天壕环境深度：稀缺跨省长输贯通在即，解决资源痛点空间大开》 2022-07-02
- 《九丰能源深度：LNG“海陆双气源”布局完善，制氢&加氢优势打开广东、川渝氢能市场》 2022-05-29
- 《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

- 《东吴证券环保行业 2024 年年度策略：却喜晒谷天晴——迎接环保 3.0！从利润表到真实增长：现金流&优质成长&双碳驱动》2024-01-03
- 《2023 年环保&天然气行业三季报总结：现金流、高成长 α 、化债修复》2023-11-20
- 《燃气行业点评报告：以色列关闭重要天然气平台欧洲气价大涨，关注具备资源属性/稳定发展的燃气公司》2023-10-11
- 《水务行业深度：低估值+高分红+水价改革，关注优质运营资产价值重估》2023-07-09
- 《天然气行业深度：消费复苏&价差修复&板块低估值，关注天然气板块投资机会》2023-07-09
- 《全球碳减排加速，能源转型&循环再生为根本之道》2023-06-09
- 《中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善，一带一路助力，水务固废资产价值重估》2023-05-15
- 《半导体配套治理：刚需&高壁垒铸就价值，设备国产替代&耗材突破高端制程！》2023-04-17
- 《环卫装备深度：电动环卫装备爆发关键——经济性改善进行时》2023-03-17
- 《疫后供应复苏+欧洲扛旗全球碳减排，再生生物油新成长》2023-03-03
- 《东吴证券环保行业 2023 年年度策略：仓庚啾啾采蘋祁祁——全面复苏中关注双碳环保安全价值》2023-01-19
- 《安全系列研究 1——被忽略的强逻辑：双碳环保显著的“安全价值”》2022-11-

07

- 《全球交通可再生燃料风口，中国生物柴油高减排迎成长良机》2022-10-09
- 《2022 年环保行业中报总结：中期业绩承压，关注再生资源优质成长性》2022-09-12
- 《垃圾收费促商业模式理顺&现金流资产价值重估，分类计价推动资源化体系完善》2022-06-13
- 《氦气：气体黄金进口依赖 97.5%，国产替代加速，碳中和约束供应资源端重估》2022-06-12
- 《欧盟碳关税实施范畴扩大&时间提前，清洁能源&再生资源价值凸显》2022-05-26
- 《氢能系列研究 2——产业链经济性测算与降本展望》2022-05-08
- 《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
- 《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

1) **政策推广不及预期**: 政策推广执行过程中面临不确定的风险, 可能导致政策执行效果不及预期。

2) **财政支出低于预期**: 财政支出受国家宏观调控影响, 存在变化的可能, 且不同地方政府财政情况不同, 可能导致财政支出实际执行效果不及预期。

3) **行业竞争加剧**: 环保燃气行业市场参与者众多, 竞争激烈。且随着行业模式、竞争格局以及国企央企入主等的变化, 企业实力增强, 行业竞争加剧。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>