

## 【东吴环保公用】2025年环保行业年度策略

揽星衔月，扶摇可接：  
化债、成长、重组共振，环保市场化新生！

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师：任逸轩

执业证书编号：S0600522030002

证券分析师：陈孜文

执业证书编号：S0600523070006

日期：2024年12月10日

## 主线1——环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性

- **优质运营重估：**化债利于解决现金流痛点，对标海外估值存翻倍空间。不一样的观点：1) 优质运营资产化债弹性被低估：化债弹性源于基本面和估值双升！运营类资产盈利模式稳定，现金流预期可持续，付费痛点解决叠加市场化改革推进，迎价值重估。2) 量化测算：在优质模式下选择弹性大的标的。以应收市值弹性系数衡量化债弹性，光大环境（70%）、绿色动力环保（55%）、北控水务集团（51%）弹性突出。①固废：重点推荐【**瀚蓝环境**】最通顺且落地中的化债标的，形成“地方化债-促进重组-国企成长”闭环，【**光大环境**】应收市值弹性指数居首位，自由现金流弹性40%+，【**三峰环境**】【**绿色动力**】，建议关注【**永兴股份**】；②水务：重点推荐【**兴蓉环境**】【**洪城环境**】，建议关注【**北控水务集团**】。
- **化债成长：**存量包袱解决，释放成长性。建议关注【**中金环境**】23年通用制造板块营收48亿元，净利润5.37亿元（同比+21%），在股权变更及复杂的宏观环境中仍稳定增长，环保PPP业务出清中。
- **化债弹性：**关注应收类/资产占比大，减值影响大的水务工程、生态修复、环卫板块。

## 主线2——优质成长：把握政策着力点+新质生产力

- **政策着力点：**1) 再生资源：关注资源价值+需求升级。①废家电/报废汽车拆解：贡献“两新”重要增量，回收规范化，地区先发优势与回收资产优势将持续提升。建议关注：废家电拆解【**中再资环**】【**大地海洋**】，报废汽车拆解【**华宏科技**】。②生物油：原料端UCO出口退税取消，鼓励本土利用，长期废油脂资源将供不应求；产品端UCOME存结构性替代机遇，SAF当前产能稀缺，需求增量空间大。建议关注：从UCO到生柴一体化布局【**朗坤环境**】，先进SAF生产商【**嘉澳环保**】【**鹏鹞环保**】【**海新能科**】等。2) 重点投资驱动：重点推荐【**景津装备**】压滤机龙头市占率40%+，在宏观景气度回升后成长回归！对应24年PE 11倍；建议关注【**中金环境**】不锈钢离心泵龙头。3) 环卫电动化：重点推荐【**宇通重工**】24M1-9公司自身新能源装备销量/环卫销量占比68%最高，受益电动化弹性最大。24Q3环卫装备行业新能源渗透率16.60%，同比+7.05pct，环比+8.06pct，加速提升。
- **新质生产力：**1) 半导体治理：重点推荐【**美埃科技**】国产半导体洁净设备龙头，国产替代+并购互补品强化出海+耗材提升。2) 光伏配套：重点推荐【**金科环境**】光伏再生水引领者，受益于水耗标准趋严。

## 主线3——重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环

- **重组：**立足于企业资产增值，政策支持上市公司向新质生产力转型升级&加强产业整合。从瀚蓝案例看下一个“化债-重组-成长”闭环逻辑，建议关注【**武汉控股**】化债修复弹性值得期待，股东承诺资产盈利提升后注入。

- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

## 环保行业：24Q1-3业绩平稳，To G类资产应收承压

- ✓ 2024Q1-3环保板块收入同比-1%，较2024H1营收同比-3%，下滑幅度有所收窄。分板块来看，2024Q1-3，环保设备（+7%），固废（+4%），再生资源（+4%），环境监测（+2%），水务（-2%），设计咨询（-3%）大气治理（-14%），生态修复（-17%）。
- ✓ 2024Q1-3环保板块归母净利润同比+2%，较2024H1归母同比-0.4%，业绩增速由负转正。分板块来看，2024Q3优质运营板块，水务运营（+23%），垃圾焚烧（+12%），业绩表现较好。
- ✓ 水务固废运营公司应收占比提升，其中水务运营减值影响同比提升，工程类公司应收压力较大。
- ✓ 2024Q1-3环保经营性现金流净额+17%，资本开支+1%，自由现金流同比增厚29亿元。

## 水务运营：收入利润保持平稳，G端回款承压信用减值影响加大

- ✓ 量价逆周期，收入盈利平稳小幅增长。24Q1-3水务运营板块收入454亿元（-2%），归母净利润98亿元（+23%），剔除首创环保24Q3资产处置投资收益17.86亿元后同比+0.79%。
- ✓ G端回款承压，信用减值影响加大。24Q1-3信用减值损失-4.33亿元（23Q1-3为-0.27亿元），信用减值损失/归母净利润为-5.40%（23Q1-3为-0.34%），24Q3单季度信用减值损失计提环比放缓。
- ✓ 现金流担忧提升，期待化债改善。2024Q1-3水务运营板块经营性现金流净额68亿元（-9%），资本开支137亿元（-10%），自由现金流-68亿元（2023Q1-3为-77亿元）。

## 垃圾焚烧：运营主导业绩增长，资本开支下降自由现金流持续增厚，运营提效&积极拓展供热

- ✓ 垃圾焚烧板块运营主导业绩增长，降本增效利润率上行。2024Q1-3垃圾焚烧板块收入343亿元（+3%），归母净利润73亿元（+12%）。
- ✓ 资本开支下行，自由现金流持续增厚。2024Q1-3垃圾焚烧板块经营性现金流净额103亿元（+19%），资本开支62亿元（-17%），自由现金流41亿元（2023Q1-3为13亿元）。
- ✓ 2024H1吨发和吨上网水平回升，9家垃圾焚烧公司平均吨发（还原供热后）达394度/吨，较2023年提升0.60%；吨上网332度/吨，较2023年提升1.60%，平均厂用电率14.35%，较2023年下降0.63pct。
- ✓ 积极拓展供热，增厚盈利&改善现金流。2024H1发电供热比前三：中科环保（31.5%）、旺能环境（9.7%）、城发环境（9.5%）。

## 营业收入：2024Q3收入同比-1%，收入下滑较24H1收窄

- ✓ 2024Q1-3环保板块收入同比-1%，较2024H1营收同比-3%，下滑幅度有所收窄。
- ✓ 分板块来看，2024Q1-3，环保设备（+7%），固废（+4%），再生资源（+4%），环境监测（+2%），水务（-2%），设计咨询（-3%）大气治理（-14%），生态修复（-17%）。

表：2020-2024Q1-3各细分收入同比增速

营业收入YOY	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024Q1-3
环保板块	7%	15%	1%	2%	-3%	-1%
水务	8%	21%	2%	1%	2%	-2%
水务工程	-3%	15%	0%	-3%	2%	-3%
水务运营	19%	27%	4%	4%	2%	-2%
固废	22%	21%	0%	0%	-11%	4%
垃圾焚烧	25%	57%	1%	2%	6%	3%
环卫	20%	-3%	-2%	-3%	-31%	5%
再生资源	11%	21%	4%	0%	-11%	4%
危废	11%	11%	-7%	-1%	6%	3%
再生塑料	22%	10%	10%	19%	-31%	5%
生物柴油	33%	83%	60%	-19%	-23%	-19%
锂电回收	7%	26%	3%	6%	-4%	7%
环保设备	7%	20%	11%	26%	6%	7%
大气治理	-6%	8%	13%	10%	-11%	-14%
生态修复	-8%	-11%	-29%	-20%	-18%	-17%
设计咨询	-7%	-2%	5%	8%	0%	-3%
环境监测	4%	4%	-10%	-2%	5%	2%

# 回顾：24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，G端回款承压

## 归母净利润：2024Q3业绩同比+2%，业绩增速由负转正

- ✓ 2024Q1-3环保板块归母净利润同比+2%，较2024H1归母同比-0.4%，业绩增速由负转正。
- ✓ 分板块来看，2024Q3优质运营板块，水务运营（+23%），垃圾焚烧（+12%），业绩表现较好。

表：2020-2024Q1-3各细分归母净利润同比增速

归母净利润YOY	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024Q1-3
环保板块	-4%	-1%	-16%	-18%	-0.4%	2%
水务	16%	16%	-11%	-18%	-5%	10%
水务工程	7%	5%	-48%	-38%	-29%	-37%
水务运营	21%	22%	4%	-15%	3%	23%
固废	14%	-32%	53%	0%	9%	-1%
垃圾焚烧	27%	31%	-4%	7%	14%	12%
环卫	-11%	-219%	-132%	-76%	-15%	-63%
再生资源	-92%	384%	64%	-144%	44%	21%
危废	-125%	-250%	-77%	-494%	-7%	-17%
再生塑料	38%	12%	9%	3%	26%	24%
生物柴油	282%	62%	-4%	-82%	-102%	-126%
锂电回收	-101%	14602%	-247%	-202%	210%	491%
环保设备	15%	1%	-30%	72%	-3%	-11%
大气治理	-113%	-611%	-52%	138%	-17%	-24%
生态修复	-338%	-77%	-2342%	4%	118%	28%
设计咨询	-27%	-62%	229%	-11%	0.2%	-11%
环境监测	28%	-84%	-215%	-18%	358%	281%

# 回顾：24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，G端回款承压

## 利润率：2024Q1-3归母净利润率同比提升0.3pct

- ✓ 2024Q3环保板块毛利率同比提升0.7pct，归母净利润率同比提升0.3pct。
- ✓ 分板块来看，水务运营、垃圾焚烧净利率同比均有提升，分别提升4.5pct与1.7pct。

表：2020-2024Q1-3各细分毛利率情况

毛利率	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3同比 (pct)
<b>环保板块</b>	27.6%	25.5%	24.6%	24.5%	25.8%	26.5%	0.7
<b>水务</b>	32.8%	31.1%	30.2%	29.4%	31.8%	33.1%	1.4
水务工程	31.6%	30.0%	27.5%	26.5%	27.5%	28.4%	1.0
水务运营	33.9%	32.0%	32.3%	31.6%	34.8%	36.5%	1.6
<b>固废</b>	30.6%	25.2%	27.8%	28.9%	30.7%	31.6%	0.9
垃圾焚烧	39.0%	31.3%	31.3%	34.2%	36.1%	38.2%	2.1
环卫	24.9%	18.5%	23.8%	22.8%	24.3%	23.8%	-0.5
<b>再生资源</b>	20.3%	17.7%	15.8%	14.5%	15.1%	14.1%	-1.0
危废	25.0%	22.5%	19.1%	19.0%	20.3%	14.7%	-5.6
再生塑料	36.4%	33.3%	30.5%	30.4%	30.4%	30.8%	0.4
生物柴油	17.4%	14.7%	11.1%	9.0%	10.0%	5.5%	-4.5
锂电回收	13.5%	11.9%	12.7%	10.0%	10.7%	13.0%	2.3
<b>环保设备</b>	30.6%	28.7%	27.6%	27.5%	29.2%	25.5%	-3.6
<b>大气治理</b>	18.9%	19.8%	18.4%	19.5%	19.5%	22.4%	2.8
<b>生态修复</b>	22.8%	23.3%	13.4%	11.0%	16.2%	14.4%	-1.8
<b>设计咨询</b>	25.0%	25.7%	25.3%	24.9%	22.4%	23.4%	0.9
<b>环境监测</b>	44.8%	40.5%	39.8%	42.2%	43.0%	43.7%	0.7

表：2020-2024Q1-3各细分归母净利润率情况

归母净利润率	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3同比 (pct)
<b>环保板块</b>	7.7%	6.6%	5.5%	4.4%	8.4%	8.7%	0.3
<b>水务</b>	13.4%	12.8%	11.1%	9.0%	13.0%	14.6%	1.6
水务工程	9.3%	8.5%	4.4%	3.1%	7.1%	4.6%	-2.5
水务运营	17.1%	16.4%	16.3%	13.2%	17.1%	21.6%	4.5
<b>固废</b>	11.1%	6.2%	9.6%	9.6%	12.9%	12.2%	-0.7
垃圾焚烧	20.5%	17.2%	16.5%	17.3%	19.4%	21.1%	1.7
环卫	4.7%	-5.8%	1.9%	0.5%	5.1%	1.8%	-3.3
<b>再生资源</b>	0.4%	1.7%	2.7%	-1.2%	2.1%	2.5%	0.4
危废	-1.8%	2.4%	0.6%	-2.4%	3.4%	2.1%	-1.2
再生塑料	15.0%	15.2%	15.1%	13.1%	13.4%	14.4%	1.0
生物柴油	10.2%	9.1%	5.4%	1.2%	3.3%	-1.1%	-4.4
锂电回收	0.0%	-1.7%	2.5%	-2.4%	-0.4%	1.9%	2.4
<b>环保设备</b>	12.8%	10.8%	6.8%	9.3%	10.8%	8.9%	-1.8
<b>大气治理</b>	-0.8%	3.7%	1.6%	3.4%	4.7%	4.1%	-0.6
<b>生态修复</b>	3.1%	0.8%	-24.8%	-32.1%	-6.8%	-10.4%	-3.6
<b>设计咨询</b>	6.2%	2.4%	7.6%	6.3%	7.1%	6.5%	-0.6
<b>环境监测</b>	14.5%	2.2%	-2.9%	-2.4%	1.5%	5.5%	4.1

## 减值影响：水务固废运营公司应收占比提升，减值影响相对可控

- ✓ **应收类占比**：2024Q1-3工程类应收占比高，设计咨询，生态修复应收占比达44%/39%。运营类水务运营，垃圾焚烧营收占比14%（同比+2pct）、12%（同比+2pct）。运营公司中，环卫的应收占比达30%（同比+3pct），较为突出。
- ✓ **水务固废运营减值影响相对可控**：2024Q1-3环保板块减值类/归母净利润为-16.4%，水务运营与垃圾焚烧减值对于归母净利润的影响分别为-5.4%（同比-3.6pct）与-4.5%（同比+1.2pct），相对其他TO G类环保资产影响可控。

表：2020-2024Q1-3各细分应收类科目占比

表：2020-2024Q1-3各细分合计减值/归母净利润

应收类科目/总资产	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3同比 (pct)
<b>环保板块</b>	17.1%	17.6%	18.5%	19.0%	19.4%	20.3%	0.9
<b>水务</b>	10.7%	12.2%	14.4%	15.4%	15.8%	17.3%	1.5
水务工程	17.8%	19.2%	20.3%	21.0%	21.5%	22.2%	0.6
水务运营	5.2%	6.9%	10.0%	11.3%	11.7%	13.8%	2.1
<b>固废</b>	10.7%	12.6%	13.1%	15.3%	15.3%	17.6%	2.2
垃圾焚烧	5.9%	8.0%	8.3%	10.5%	10.5%	12.5%	2.0
环卫	17.7%	21.1%	23.6%	26.5%	26.4%	29.6%	3.2
<b>再生资源</b>	16.7%	16.8%	16.2%	15.7%	15.7%	15.7%	0.0
危废	15.5%	17.0%	17.2%	17.5%	17.3%	18.0%	0.7
再生塑料	6.3%	5.1%	4.9%	5.4%	5.9%	6.3%	0.3
生物柴油	5.6%	6.3%	6.2%	3.8%	5.1%	3.4%	-1.7
锂电回收	22.1%	20.4%	19.2%	17.9%	17.5%	17.8%	0.3
<b>环保设备</b>	25.9%	26.1%	25.0%	26.3%	27.2%	27.0%	-0.2
大气治理	26.3%	21.0%	22.2%	20.8%	21.5%	21.1%	-0.4
生态修复	40.8%	40.9%	41.2%	40.0%	40.3%	39.3%	-1.0
设计咨询	44.4%	42.0%	39.9%	41.4%	41.3%	43.5%	2.2
环境监测	17.1%	21.1%	23.0%	24.7%	24.0%	26.3%	2.4

合计减值/归母	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3同比 (pct)
<b>环保板块</b>	-52.1%	-52.3%	-69.1%	-92.8%	-14.8%	-16.4%	-1.5
<b>水务</b>	-20.9%	-19.1%	-26.9%	-39.0%	-9.5%	-11.4%	-2.0
水务工程	-56.0%	-47.7%	-103.6%	-197.9%	-35.9%	-52.2%	-16.3
水务运营	-3.8%	-7.0%	-10.7%	-11.6%	-1.7%	-5.4%	-3.6
<b>固废</b>	-21.7%	-66.8%	-21.2%	-31.3%	-11.0%	-13.2%	-2.2
垃圾焚烧	-4.8%	-6.8%	-1.9%	-8.5%	-5.7%	-4.5%	1.2
环卫	-71.8%	/	-212.1%	-1046.9%	-35.3%	-134.3%	-99.1
<b>再生资源</b>	-1609.2%	-173.9%	-86.1%	/	-63.9%	-20.4%	43.5
危废	/	-216.0%	-618.2%	/	-40.3%	-39.9%	0.4
再生塑料	-2.1%	-2.0%	-3.1%	-5.4%	-3.5%	-2.0%	1.5
生物柴油	-0.8%	-0.4%	-14.0%	-79.5%	-3.1%	/	/
锂电回收	/	/	-71.1%	/	/	-9.2%	/
<b>环保设备</b>	-13.7%	-14.7%	-56.5%	-26.6%	-12.1%	-9.0%	3.2
大气治理	/	-59.5%	-192.3%	-97.6%	-11.6%	-32.3%	-20.7
生态修复	-158.1%	-712.7%	/	/	/	/	/
设计咨询	-69.5%	-357.0%	-61.1%	-89.1%	-26.3%	-42.5%	-16.2
环境监测	-22.7%	-308.6%	/	/	-83.1%	-28.8%	54.3

## 经营性现金流净额

- ✓ 经营性现金流净额：2024Q1-3环保板块经营性现金流净额同比+17%，其中水务工程（同比+297%）、环境监测（同比+124%）、大气治理（同比+122%）、环保设备（同比+67%）、再生塑料（同比+41%），增幅较大。运营类资产中，垃圾焚烧（同比+19%）、水务运营（同比-9%）。

表：2020-2024Q1-3各细分经营性现金流净额（单位：亿元）

经营性现金流净额 (CFO)	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3同比
<b>环保板块</b>	478	304	373	478	71	100	193	226	17%
<b>水务</b>	223	111	167	166	40	30	73	73	0%
水务工程	81	9	55	47	(4)	(0)	(2)	5	297%
水务运营	142	102	113	118	44	30	75	68	-9%
<b>固废</b>	131	114	158	174	53	66	100	115	14%
垃圾焚烧	85	86	121	136	45	64	87	103	19%
环卫	46	28	37	38	8	2	13	11	-15%
<b>再生资源</b>	63	33	18	43	(3)	(1)	14	6	-60%
危废	38	19	7	11	(10)	(4)	(1)	(1)	15%
再生塑料	5	4	7	5	0	3	3	4	41%
生物柴油	1	(1)	5	8	6	3	9	3	-65%
锂电回收	18	11	0	19	(1)	(3)	4	(0)	-101%
<b>环保设备</b>	10	9	4	3	(4)	(4)	(6)	(2)	67%
大气治理	17	37	24	68	7	19	20	45	122%
生态修复	(0)	(8)	(11)	12	(4)	(1)	2	(5)	331%
设计咨询	16	10	16	4	(10)	(7)	(6)	(7)	-16%
环境监测	18	(1)	(3)	8	(7)	(1)	(5)	1	124%

# 回顾：24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，G端回款承压

## 资本开支与自由现金流

- ✓ **资本开支**：2024Q1-3环保板块资本开支同比+1%，其中资本开支同比下降的细分板块：生态修复（同比-27%）、设计咨询（同比-20%）、垃圾焚烧（同比-17%）、危废（同比-13%）、环境监测（同比-12%）、水务运营（同比-10%）。
- ✓ **自由现金流**：以“经营性现金流净额-资本开支”近似衡量板块自由现金流。2024Q1-3环保板块自由现金流同比增厚29亿元。其中自由现金流增厚的细分板块：垃圾焚烧（同比增厚29亿元）、大气治理（同比增厚23亿元）、水务运营（同比增厚9亿元）、环境监测（同比增厚6亿元）、环保设备（同比增厚4亿元）、危废（同比增厚3亿元）。

表：2020-2024Q3各细分板块资本开支（单位：亿元） 表：2020-2024Q3各细分板块自由现金流测算（单位：亿元）

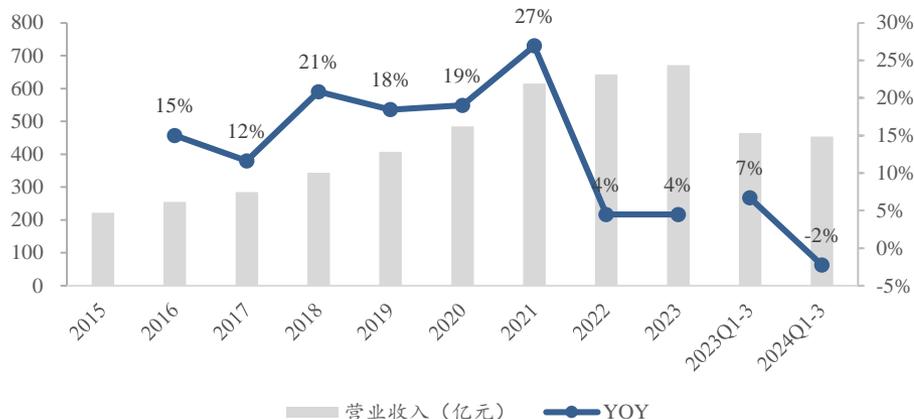
资本开支 (CAPEX)	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3同比
<b>环保板块</b>	837	698	607	607	401	406	1%
<b>水务</b>	420	325	277	304	204	202	-1%
水务工程	130	97	80	90	51	65	27%
水务运营	290	228	197	214	152	137	-10%
<b>固废</b>	274	235	167	138	96	90	-6%
垃圾焚烧	229	188	138	109	74	62	-17%
环卫	45	48	30	29	21	28	30%
<b>再生资源</b>	70	74	105	76	46	58	26%
危废	49	45	56	33	23	20	-13%
再生塑料	2	3	5	3	2	3	29%
生物柴油	4	5	9	16	10	18	74%
锂电回收	15	21	35	24	11	18	64%
<b>环保设备</b>	11	11	11	15	10	10	3%
<b>大气治理</b>	33	35	35	61	37	38	4%
<b>生态修复</b>	14	9	6	6	4	3	-27%
<b>设计咨询</b>	4	2	3	3	2	2	-20%
<b>环境监测</b>	11	6	4	3	2	2	-12%

自由现金流 (CFO-CAPEX)	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3同比
<b>环保板块</b>	(359)	(394)	(234)	(129)	(209)	(180)	29
<b>水务</b>	(198)	(214)	(110)	(139)	(131)	(129)	2
水务工程	(49)	(88)	(25)	(43)	(54)	(61)	(7)
水务运营	(148)	(126)	(84)	(96)	(77)	(68)	9
<b>固废</b>	(143)	(121)	(9)	37	4	25	20
垃圾焚烧	(144)	(102)	(17)	27	13	41	29
环卫	1	(19)	8	9	(8)	(17)	(8)
<b>再生资源</b>	(7)	(41)	(87)	(33)	(32)	(53)	(20)
危废	(11)	(26)	(49)	(22)	(25)	(22)	3
再生塑料	4	1	1	2	1	1	1
生物柴油	(3)	(6)	(4)	(8)	(1)	(15)	(13)
锂电回收	4	(10)	(35)	(5)	(7)	(18)	(11)
<b>环保设备</b>	(1)	(2)	(7)	(12)	(16)	(12)	4
<b>大气治理</b>	(15)	2	(10)	7	(17)	7	23
<b>生态修复</b>	(15)	(17)	(17)	6	(2)	(7)	(6)
<b>设计咨询</b>	12	7	13	1	(8)	(9)	(0)
<b>环境监测</b>	7	(8)	(7)	5	(7)	(1)	6

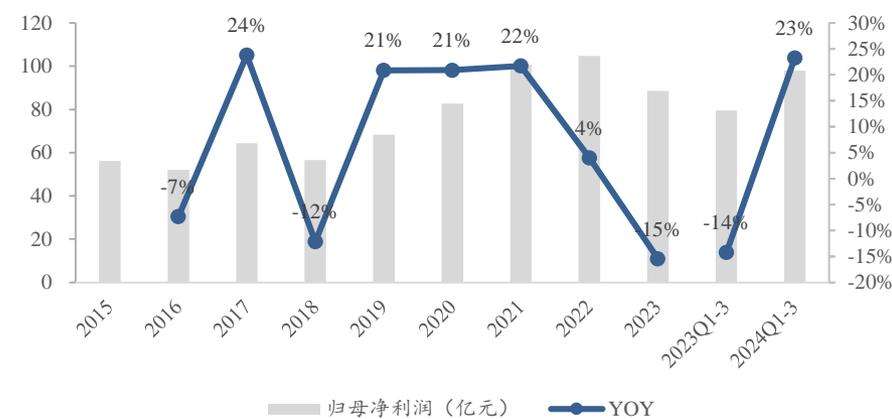
# 水务运营：收入利润保持平稳，利润率稳定

✓ 水务运营板块量价逆周期，收入盈利平稳小幅增长。2024Q1-3水务运营板块收入454亿元（同比-2%），归母净利润98亿元（同比+23%），主要系首创环保24Q3处置新加坡ECO公司实现投资收益17.86亿元扰动，剔除该因素影响后水务运营板块归母净利润同比+0.79%。期间费用率稳定，剔除首创投资收益扰动后净利率同比+0.5pct。

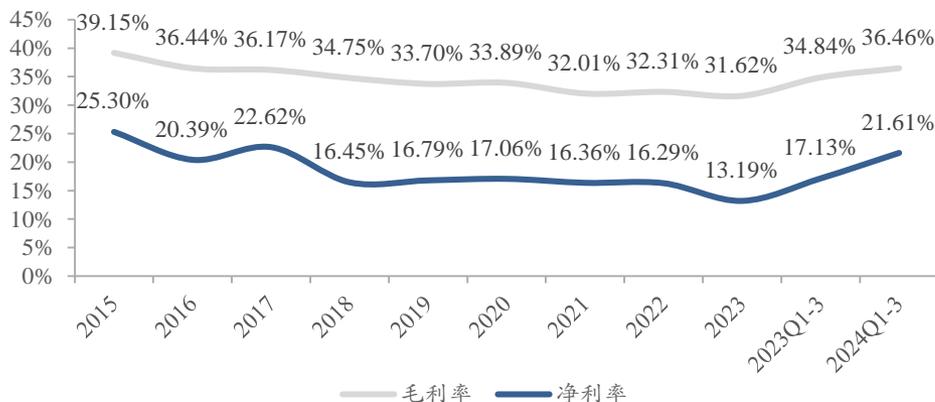
图：2024Q1-3水务运营板块营业收入下滑



图：2024Q1-3剔除投资收益扰动归母净利润同比持平



图：2024Q1-3水务运营板块毛利率向上，净利率稳定

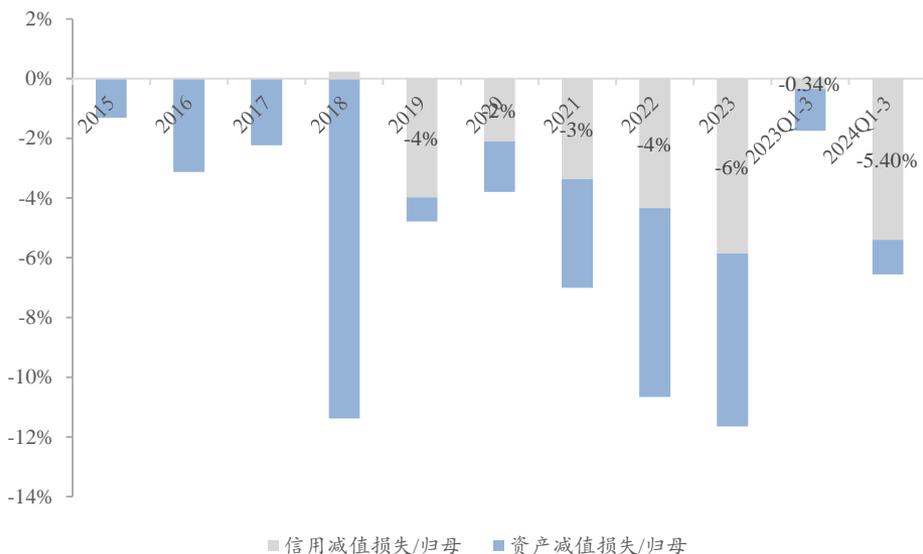


图：2024Q1-3水务运营板块期间费用率平稳

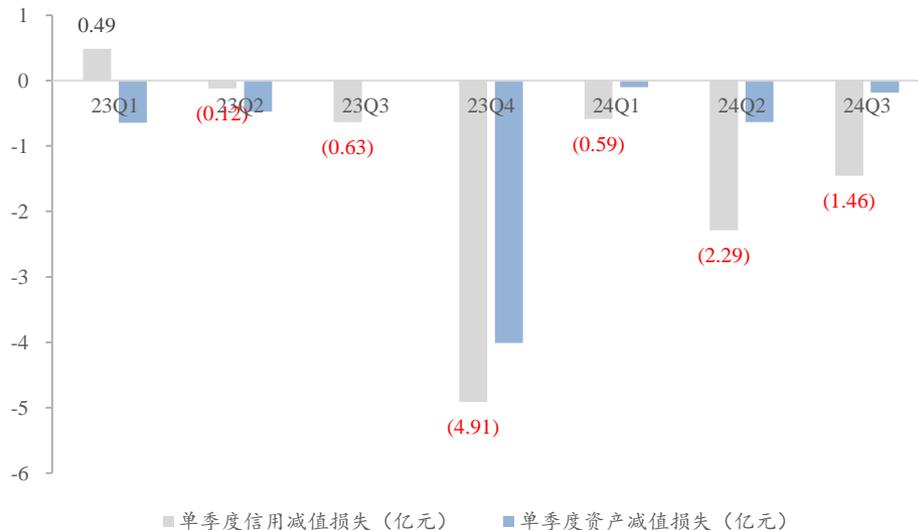


- ✓ 政府财政压力提升，G端回款承压，信用减值影响加大。2024Q1-3信用减值损失-4.33亿元（2023Q1-3为-0.27亿元），信用减值损失/归母净利润为-5.40%（2023Q1-3为-0.34%）；资产减值损失-0.92亿元（2023Q1-3为-1.12亿元），资产减值损失/归母净利润为-1.15%（2023Q1-3为-1.40%）。
- ✓ 2024Q3单季度信用减值损失计提环比放缓。2024Q3单季度信用减值损失计提1.46亿元，环比2024Q2计提额2.29亿元趋势逆转，期待化债措施推行后应收回款得到改善，促存量减值冲回。

图：2024Q1-3信用减值损失对利润侵蚀度显著提升



图：2024Q3单季度信用减值损失计提放缓



注：24Q1-3板块归母净利润剔除首创环保投资收益

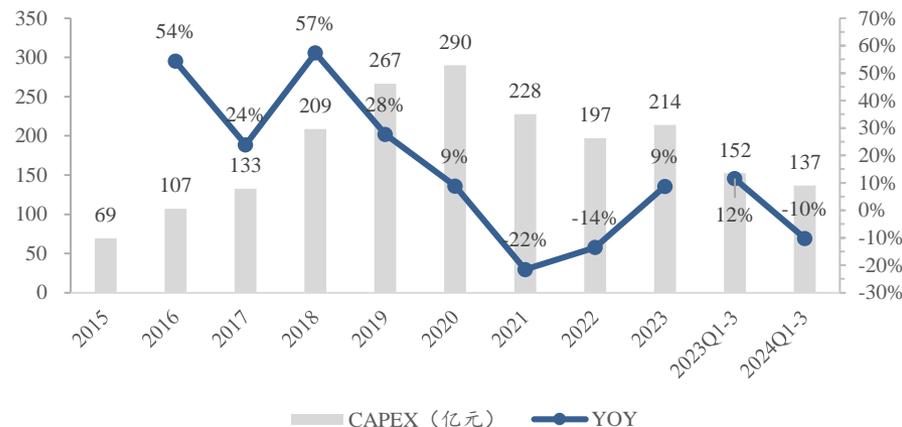
# 水务运营：经营性现金流净额同比承压，资本开支下行

✓ 2024Q1-3经营性现金流同比承压，资本开支下行。2024Q1-3水务运营板块经营性现金流净额68亿元（同比-9%），资本开支137亿元（同比-10%），自由现金流-68亿元（2023Q1-3为-77亿元）。

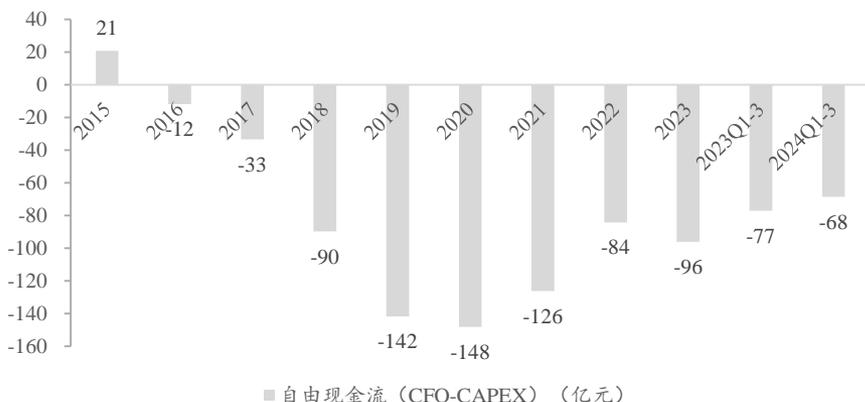
图：2024Q1-3水务运营板块经营性现金流净额同比承压



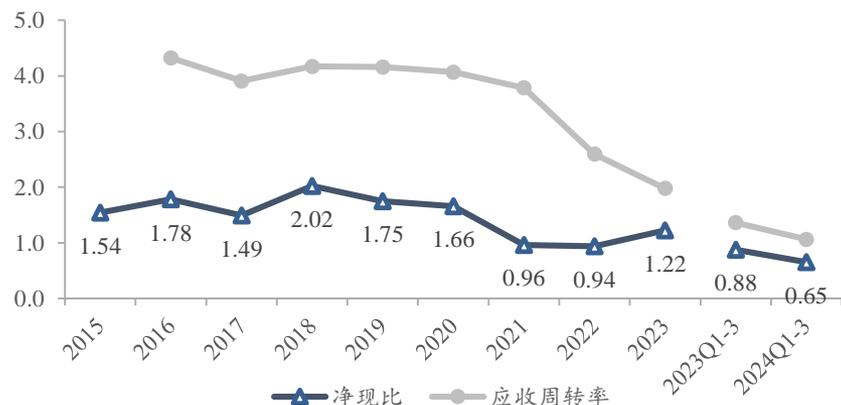
图：2024Q1-3水务运营板块资本开支下降



图：2024Q1-3水务运营板块自由现金流同比改善



图：2015-2024H3水务运营板块净现比及应收周转率



# 垃圾焚烧：运营主导业绩增长，利润率上行

✓ 垃圾焚烧板块运营主导业绩增长，降本增效利润率上行。2024Q1-3垃圾焚烧板块收入343亿元（同比+3%），归母净利润73亿元（同比+12%），建造下滑影响于2021年集中释放，运营增长主导业绩稳定；随着运营收入占比提升、运营端产能爬坡&提质增效，毛利率和净利率持续上行。

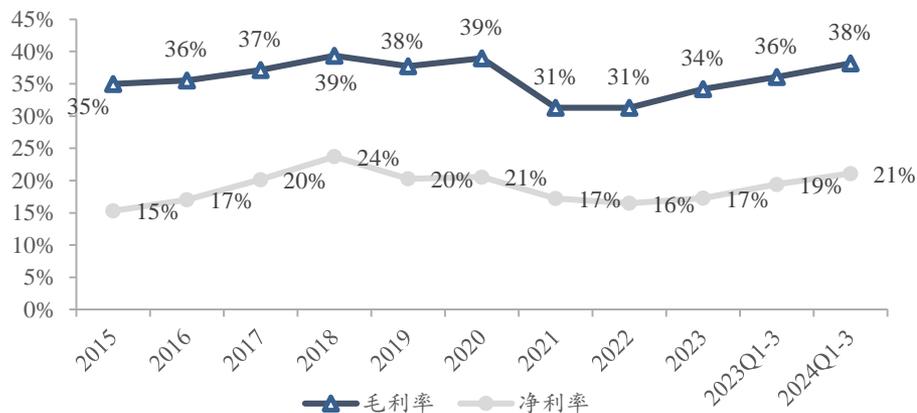
图：受建造下滑影响，2024Q1-3垃圾焚烧板块营收平稳增长



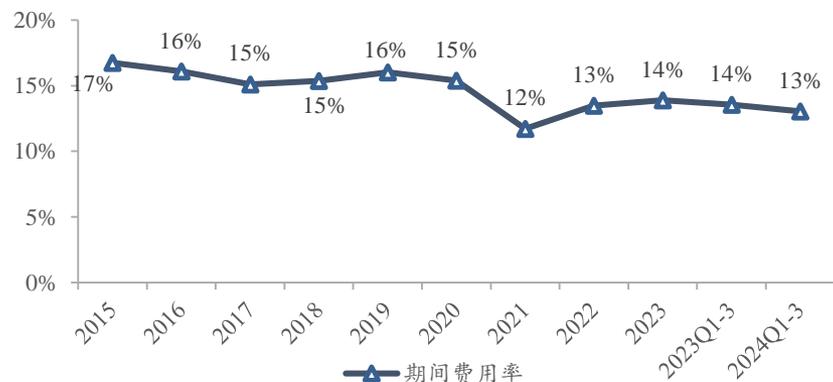
图：2024Q1-3垃圾焚烧板块归母净利润同增12%



图：运营收入占比提升&提质增效，2024Q1-3利润率上行



图：降本增效持续推进，2024Q1-3期间费用率下降



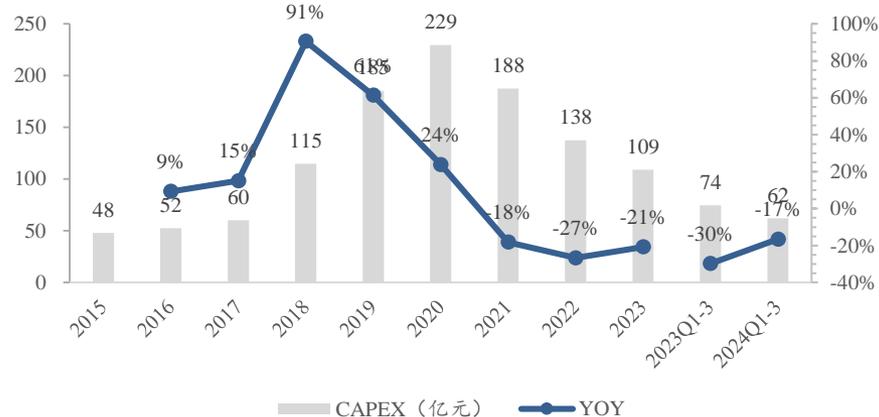
# 垃圾焚烧：资本开支下降，自由现金流持续增厚

✓ 垃圾焚烧经营性现金流净额高增，资本开支持续下行，自由现金流持续增厚。2024Q1-3垃圾焚烧板块经营性现金流净额103亿元（同比+19%），主要系公司加强应收管控，处理费回款改善，以及BOT在建规模下降，确认金融资产计入经营活动现金流出的部分随之下降；得益于在建规模下降，资本开支62亿元（同比-17%）

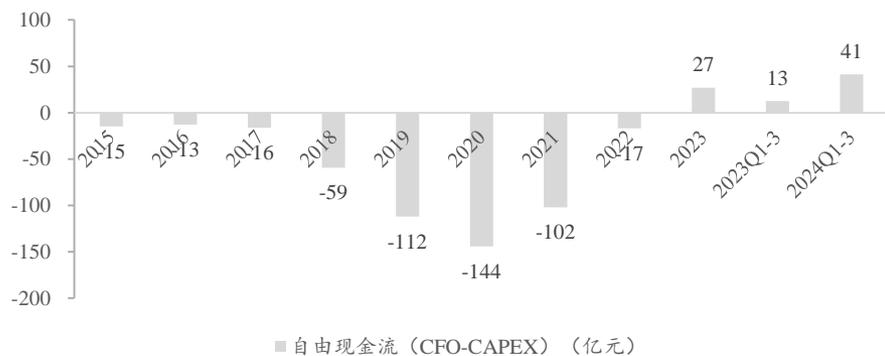
图：2024Q1-3垃圾焚烧板块经营性现金流净额同比+19%



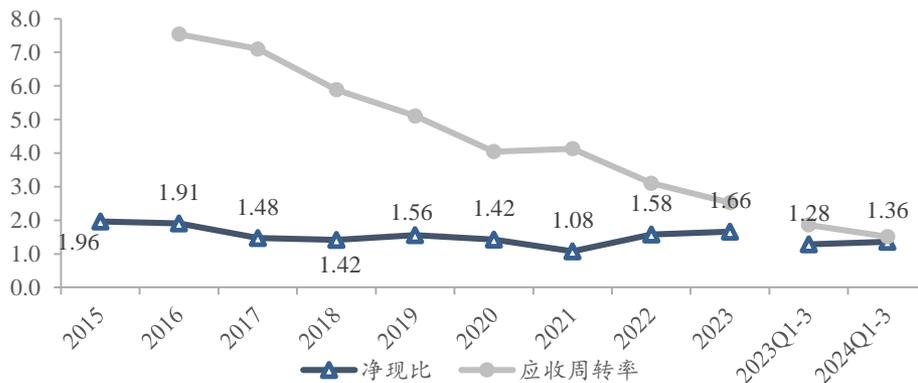
图：2024Q1-3垃圾焚烧板块资本开支同比-17%



图：2024Q1-3垃圾焚烧板块自由现金流增厚



图：2024Q1-3垃圾焚烧板块净现比同比提升



# 垃圾焚烧：资本开支下降，自由现金流持续增厚

- ✓ 2024Q1-3垃圾焚烧板块自由现金流持续增厚，已超2023年全年水平。以“经营现金流净额-购建固定无形其他长期资产支付现金”近似衡量自由现金流，2024Q1-3自由现金流41亿元（2023Q1-3为13亿元），显著增厚。其中三峰环境、永兴股份、上海环境、绿色动力、旺能环境增幅突出。

表：2017-2024Q3垃圾焚烧板块成分股自由现金流表现（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3
三峰环境	-7.26	-11.50	-10.84	-15.32	-8.48	2.59	5.72	2.81	11.38
永兴股份	/	/	-10.52	-34.09	-35.99	-8.61	4.70	4.24	9.48
瀚蓝环境	4.78	-2.48	-23.30	-16.09	-11.25	-19.72	4.34	1.85	0.71
上海环境	-0.10	-19.03	-23.31	-34.35	-14.18	7.75	3.27	-0.17	6.23
军信股份	-5.01	0.82	-2.54	-4.58	-1.00	3.93	3.00	2.80	1.65
绿色动力	-6.02	-11.03	-20.50	-13.69	-10.76	-0.26	2.56	0.51	7.63
旺能环境	-1.64	-10.39	-16.04	-7.08	-1.47	-1.16	2.56	0.70	5.18
伟明环保	2.24	-3.23	-3.46	-9.45	-11.69	-0.60	0.52	-0.03	-1.64
圣元环保	-3.13	-2.31	-1.51	-9.51	-7.23	-0.73	0.40	-0.17	0.69
合计	-16.14	-59.15	-112.02	-144.16	-102.06	-16.80	27.08	12.53	41.32

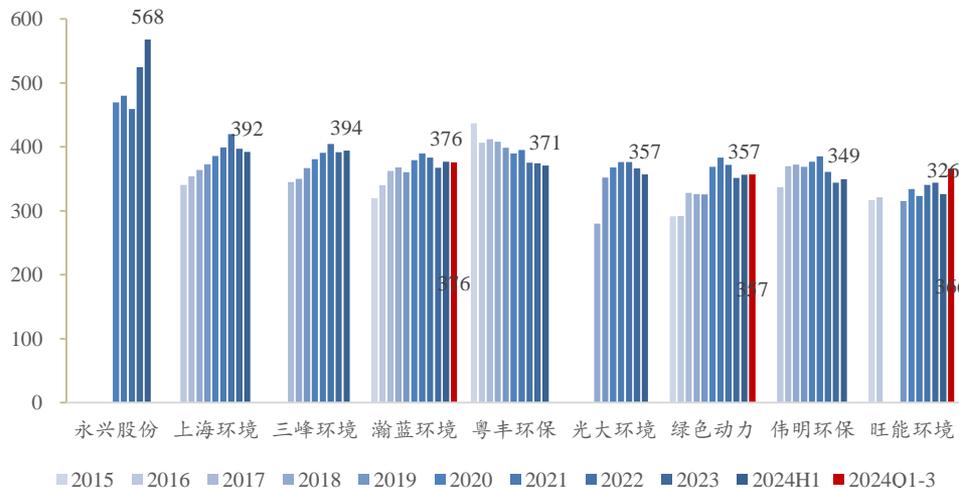
# 垃圾焚烧：吨发&吨上网平稳，厂用电率下降

- ✓ 2024H1吨发和吨上网水平回升。垃圾焚烧行业发电效率总体呈向上趋势，2021-2023年9家垃圾焚烧公司平均吨发呈下行趋势，主要系①供热量提升：按1吨蒸汽发电量200度，还原后2023年吨发为392度/吨；②部分新投产县域、小型化项目拖累。2024H1，9家垃圾焚烧公司平均吨发（还原供热后）达394度/吨，较2023年全年提升0.60%；吨上网332度/吨，较2023年全年提升1.60%。
- ✓ 2024Q1-3披露经营数据的公司来看，吨发大多保持平稳，旺能环境吨发和吨上网显著提升。
- ✓ 2024H1平均厂用电率下降。2024H19家垃圾焚烧公司平均厂用电率14.35%，较2023年全年下降0.63pct。

图：9家垃圾焚烧上市企业平均吨发和吨上网



图：9家垃圾焚烧上市企业吨发电量 (度/吨)



图：10家垃圾焚烧上市企业吨上网电量 (度/吨)



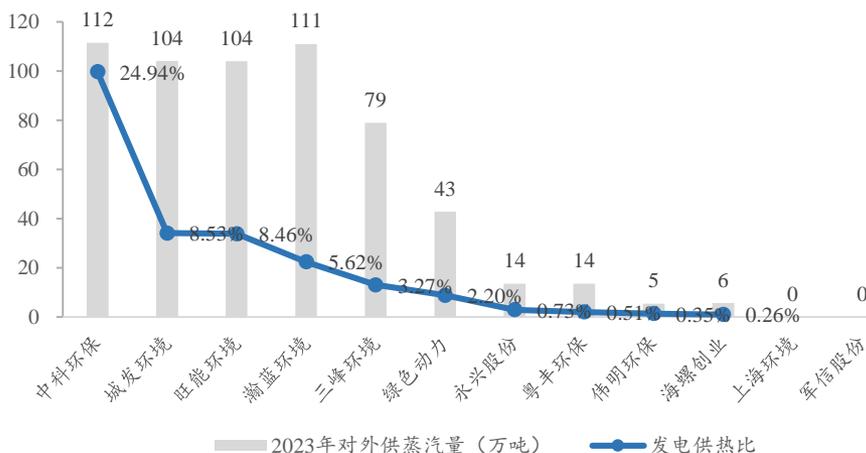
# 垃圾焚烧：供热拓展加速，盈利&现金流双受益

- ✓ 供热提升收益，市场化交易改善现金流。假设单吨垃圾产生蒸汽量介于1.6~2.5吨（因垃圾热值、燃烧效率而异），单吨蒸汽发电量200度，暂不考虑供热带来管道建设、销售费用等成本端影响。当蒸汽价格为150元/吨时，单吨垃圾供热收入介于240~375元，较发电收入高42~105元，较基准模型利润弹性约50%~125%。
- ✓ 2024H1供热量前三：中科环保（78万吨）、城发环境（67万吨）、瀚蓝环境（67万吨）；供热增速前三：粤丰环保（同比+183%）、中科环保（同比+60%）、瀚蓝环境（同比+36%）；发电供热比前三：中科环保（31.5%）、旺能环境（9.7%）、城发环境（9.5%）。
- ✓ 从披露2024Q1-3供热量情况来看，均保持高增态势：瀚蓝环境（104万吨，同比+33%），绿色动力（37万吨，同比+24%），旺能环境（86万吨，同比+22%）。

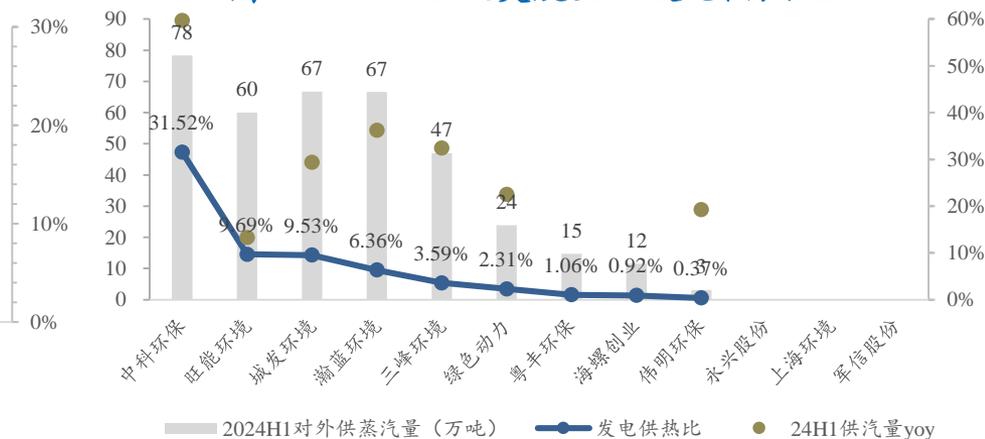
表：垃圾焚烧发电改供热增收测算

蒸汽售价（元/吨）	150			200		
单吨垃圾产生蒸汽量（吨）	1.6	2	2.5	1.6	2	2.5
单吨蒸汽发电量（度/吨）	200	200	200	200	200	200
单吨垃圾发电量（度/吨）	320	400	500	320	400	500
单吨垃圾上网发电收入（元/吨）	198	230	270	198	230	270
单吨垃圾出售蒸汽收入（元/吨）	240	300	375	320	400	500
供热增收（元/吨）	42	70	105	122	170	230

图：2023年垃圾焚烧企业发电供热比



图：2024H1垃圾焚烧企业发电供热比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：按1吨蒸汽=200度电换算，发电供热比=供热对应电量/上网电量，光大环境未披露环保能源板块供热量，上海环境、军信股份未披露供热量数据，永兴股份未披露2024H1供热量）

**01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**

**02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**

**2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估**

**2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间**

**2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放**

**2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出**

**03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**

**3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化**

**3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备**

**04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**

**05 投资建议与风险提示**

## ✓ 环保受益化债：解决G端应收改善现金流，优化资产结构，减值冲回增厚盈利，提升成长预期→价值重估！

- 传统环保业务依赖于政府付费：污水处理&垃圾焚烧约50%收入to G，市政环卫、水环境治理、生态修复100%依靠G端
- 欠款现状：1) **横向比较**：截至24H1，申万一级行业中，环保应收类/总资产18%，较均值高7pct，应收类/净资产43%，较均值高17pct，环保信用减值/归母11%，较均值多3pct。2) **纵向比较**：①**资产结构**：15-19年环保板块应收类/净资产均值32%，20-24Q3均值为44%，两阶段增幅为+12pct，生态修复、环保设备、水务工程增幅位列前3，其中**水务运营和垃圾焚烧**两阶段增幅分别为+14pct和+12pct。②**应收账款**：环保板块1年内应收占比从2017年的70%跌至2024H1的55%，其中24H1**水务运营和垃圾焚烧**板块分别同比-11pct和-6pct，降幅位列前2；③**减值**：15-17年环保板块减值/归母净利均值为-13.1%，18-23年均值为-56.5%，降幅43.3pct，24Q1-3板块减值/归母净利占比-16.4%，同比-1.6pct，其中**水务运营和垃圾焚烧**两阶段变动分别为-6.0pct和-1.7pct，23Q1-3分别同比-3.6pct和+1.2pct。
- **估值修复**：现金流担忧影响下申万环保板块PB估值从24年初1.38x降至24/9/2的1.13x。当前1.53x（对应24/12/8）位于历史10年分位点19%，若申万环保板块24H1应收类/净资产从43%降至各行业均值26%，以（总市值-现金增加额）/股东权益测算真实PB水平将降至1.34x，较当前释放15%的弹性空间。**估值大周期**：2015-2016年申万环保板块PB估值维持4+，对应化债高峰期，同时环保政策和财政发力。随着近年来最大力度化债推进，期待估值修复。

## ✓ 三大方向：优质运营重估、成长、弹性。

- **运营重估**：化债利于解决现金流痛点，对标海外估值存翻倍空间。盈利模式稳定，现金流预期可持续。污水垃圾焚烧真实G端收入占比50%左右，付费痛点解决+市场化改革，基本面&估值双升。以应收市值弹性系数衡量化债弹性，光大环境（70%）、绿色动力环保（55%）、北控水务集团（51%）弹性突出。1) **固废**：重点推荐【**瀚蓝环境**】化债规模超预期，形成“地方化债-促进重组-国企成长”闭环，【**光大环境**】应收市值弹性指数居首位，自由现金流弹性40%+，【**三峰环境**】垃圾焚烧设备技术领先出海加速，【**绿色动力**】；建议关注【**永兴股份**】广州垃圾焚烧龙头，资本开支结束ROE提升中。2) **水务**：重点推荐【**兴蓉环境**】【**洪城环境**】；建议关注【**北控水务集团**】等。
- **成长**：关注历史包袱解决后的潜在成长。化债解决存量包袱，释放成长性：建议关注：【**中金环境**】不锈钢多级离心泵龙头，23年通用制造板块营收48亿元，净利润5.37亿元（同比+21%），在股权变更及复杂的宏观环境中仍然稳定增长，子公司南方泵业19-23年净利润复增22%，环保PPP出清中。
- **弹性**：关注应收占比和减值影响大的公司。1) **水务工程**：【**碧水源**】【**武汉控股**】等。2) **生态修复**：【**建工修复**】【**蒙草生态**】等。3) **环卫**：【**福龙马**】【**侨银股份**】【**玉禾田**】【**盈峰环境**】等
- ✓ 风险提示：化债进展不及预期，市场化改革不及预期，利率超预期上行。

# 近年“最大力度”支持化债，安排10万亿为地方政府减负

- ✓ **地方化债持续推进，近年来力度最大的化债政策值得期待。**2023年7月24日，中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，化债拉开序幕。2024年10月12日，财政部部长表示拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险，这项政策是近年来出台的支持化债力度最大的措施。
- ✓ **直接安排地方化债资源10万亿。**2024年11月8日，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，财政部部长表示，从2024年开始，我国连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。
- ✓ **化债影响：**1) 解决地方债务压力，以新换旧，降低资金成本，节约利息支出；2) 解决流动性问题，资金链条畅通，腾出资源来改善民生投入发展，扭转经济预期，促进经济企稳回升。

图：化债相关政策梳理

时间	发布机构/会议	重点内容
2023年7月	中国人大网	《国务院关于2022年中央决算的报告》中提出，有效防范化解地方政府债务风险是下一步财政重点工作之一
2023年7月	中央政治局会议	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案
2023年8月	人民银行、外汇局	2023年下半年工作会议要求，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作
2023年12月	中央经济工作会议	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献
2023年12月	全国财政工作会议	坚持化存量遏增量，推动制定一揽子化债方案，扎实推进地方政府债务化解；要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险。
2024年3月	政府工作报告	统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险
2024年4月	中央政治局会议	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展
2024年7月	中央政治局会议	要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险
2024年10月	国新办新闻发布会	要加力支持地方开展债务置换，化解债务风险
2024年10月	财政部	拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险

# 化债带来的报表修复与需求释放值得期待

## “一揽子化债方案”有助于环保资产负债表&现金流修复与新增需求释放

- ✓ 传统环保业务属性偏ToG，化债推进有望修复板块三表，推动释放新增环保需求。环保产业可以分为政府类业务与企业类业务，传统环保需求由政府投资、采购驱动。行业特性致使应收科目中来自政府端的应收较高，地方债务风险化解利于环保公司解决G端应收，1) 优化资产负债表，2) 改善现金流，3) 减值冲回增厚盈利，4) 资金回笼用于新项目投资，推动新增需求释放，提升成长预期。

图：环保行业业务属性

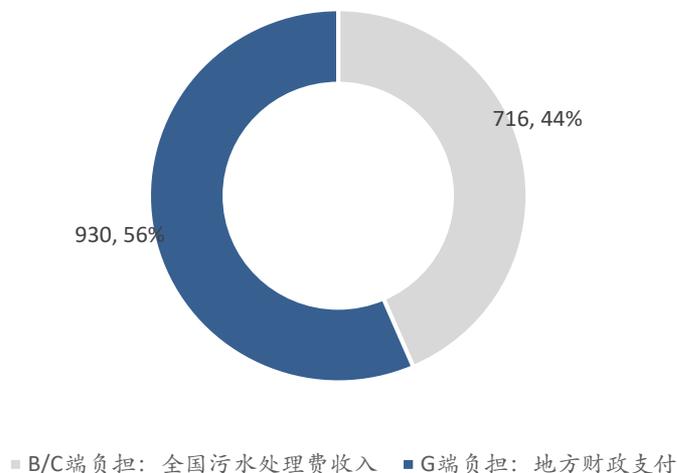


# 化债带来的报表修复与需求释放值得期待

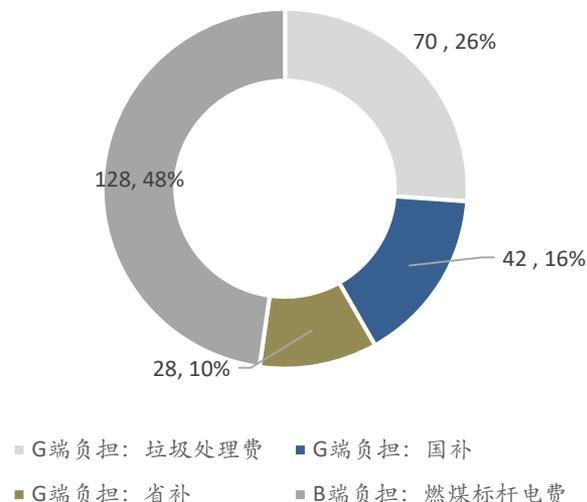
## 污水处理&垃圾焚烧约50%收入来源于G端支付，市政环卫、水环境治理、生态修复100%依靠G端

- ✓ **污水处理**：2022年全国政府性基金收入中污水处理费收入716亿元；我们测算，全国垃圾处理服务费支出1646亿元=水务上市公司2022年污水处理均价2.23元/吨\*2022年全国污水处理量738亿吨。则2022年污水处理财政负担率约56%。
- ✓ **垃圾焚烧**：垃圾焚烧约48%收入来自于电网企业B端支付，G端支付包含垃圾处理费（26%）、省补（10%）、国补（16%），其中垃圾处理费和省补付费账期相对较短，应收账款延长主要系国补收入
- ✓ **纯ToG类业务100%依靠政府付费**：如市政环卫、水环境治理、生态修复等业务。

图：2022年全国污水处理服务费支出结构测算



图：典型垃圾焚烧项目单吨垃圾收入结构拆分



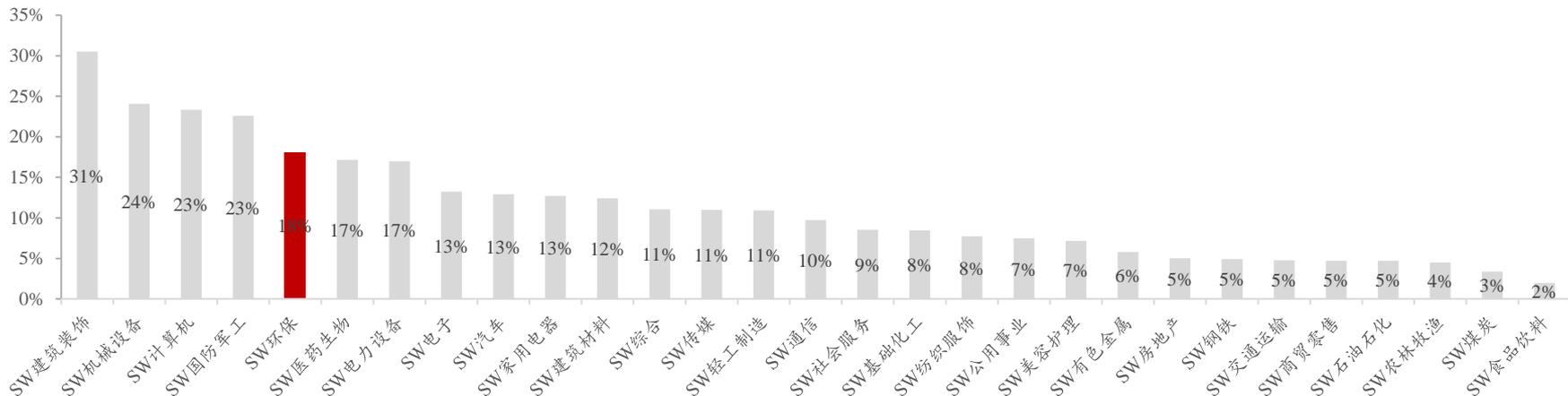
注：2022年全国政府性基金收入中污水处理费收入716亿元；全国垃圾处理服务费支出1646亿元=水务上市公司2022年污水处理均价2.23元/吨\*2022年全国污水处理量738亿吨。

注：吨上网按320度/吨计算，垃圾处理费按70元/吨计算。

# 横向比较——资产结构： 环保行业资产中应收类科目占比突出

✓ 环保板块存量欠款情况突出。从资产负债表来看，截至2024H1，申万一级行业中，环保行业应收类/总资产比值为18%，较各行业均值显著高7pct，位列前5；环保行业应收类/股东权益比值为43%，较均值高17pct

图：申万一级行业应收类科目/总资产情况梳理（对应报告期2024H1）



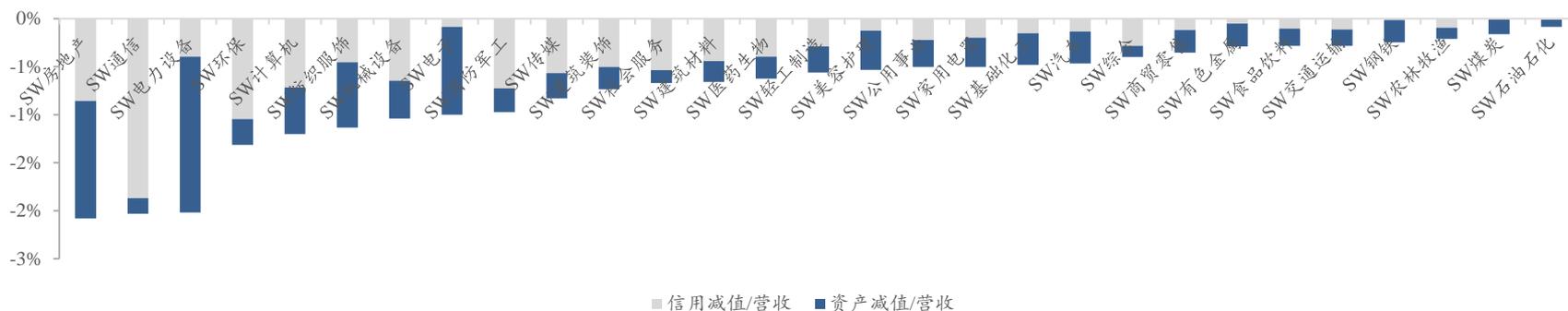
图：申万一级行业应收类科目/净资产情况梳理（对应报告期2024H1）



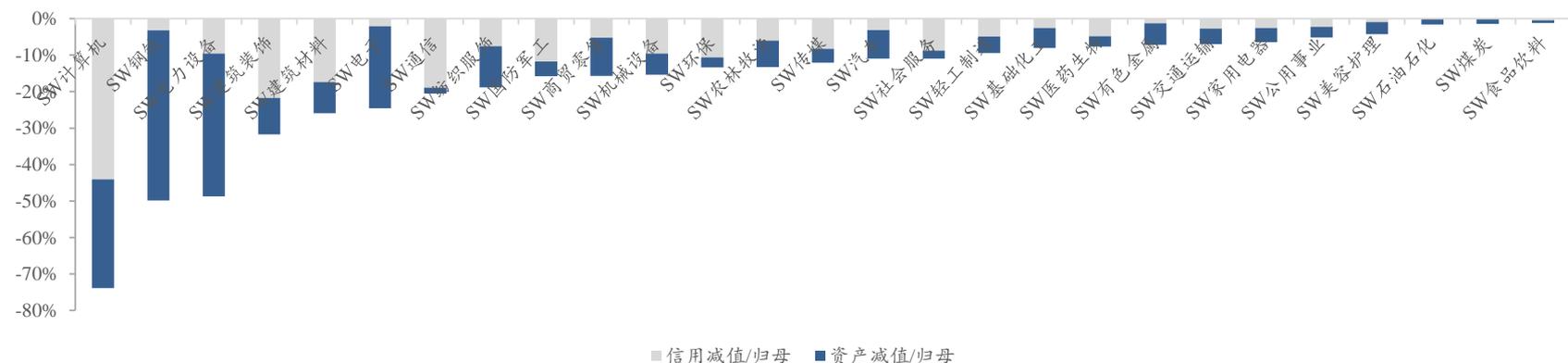
# 横向比较——减值影响： 环保行业信用减值/归母显著高于各行业均值

✓ 环保板块信用减值损失占归母净利润值显著高于各行业平均水平。从利润表来看，2024H1环保行业减值类科目占营业收入比例为1.3%，较各行业均值高0.6pct，环保行业减值主要为信用减值，其中信用减值占营业收入比例为1.0%，较均值高0.7pct；2024H1环保行业减值类科目占归母净利润比例为13.3%，其中信用减值占归母净利润比例为10.6%，较均值高2.8pct。

图：申万一级行业减值类科目/营收情况梳理（对应报告期2024H1）



图：申万一级行业减值类科目/归母净利润情况梳理（对应报告期2024H1）



# 纵向比较——资产结构：

## 2020年后环保板块资产结构中应收类科目占比显著提升

✓ 2020年后应收类/总资产及应收类/净资产比重显著提升，24Q3末应收类/净资产同比+2pct至48%。2015-2019年环保板块应收类/总资产均值15%，2020-2024Q3年均值18%，从两阶段增幅来看，主要系生态修复（提升20pct）、设计咨询（提升7pct）、水务工程（提升6pct）的拉动。2015-2019年环保板块应收类/净资产均值32%，2020-2024Q3年均值为44%，两阶段增幅12pct，生态修复（提升83pct）、环保设备（提升17pct）、水务工程（提升16pct）增幅位列前三。

图：环保板块及子板块应收类科目/总资产与应收类科目/净资产比例

应收类科目/总资产	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1	2023Q3	2024Q3	①15-19均值	②20-24Q3均值	②-① (pct)
<b>环保板块</b>	15%	15%	15%	16%	14%	17%	18%	19%	19%	19%	20%	19%	20%	15%	18%	3.6
<b>水务</b>	8%	9%	9%	9%	9%	11%	12%	14%	15%	15%	17%	16%	17%	9%	14%	4.9
水务工程	15%	14%	14%	14%	13%	18%	19%	20%	21%	21%	22%	22%	22%	14%	20%	5.9
水务运营	4%	5%	5%	5%	5%	5%	7%	10%	11%	11%	13%	12%	14%	5%	9%	4.5
<b>固废</b>	12%	9%	10%	13%	12%	11%	13%	13%	15%	15%	17%	15%	18%	11%	14%	2.9
垃圾焚烧	3%	4%	4%	4%	5%	6%	8%	8%	11%	10%	12%	11%	12%	4%	9%	5.0
环卫	24%	17%	16%	21%	20%	18%	21%	24%	26%	26%	29%	26%	30%	20%	24%	4.2
<b>再生资源</b>	18%	19%	17%	16%	14%	17%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	17%	16%	-0.4
危废	12%	13%	10%	11%	11%	15%	17%	17%	18%	17%	18%	17%	18%	12%	17%	5.5
再生塑料	5%	6%	15%	13%	4%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	9%	6%	-3.0
生物柴油	7%	7%	17%	15%	3%	6%	6%	6%	4%	5%	3%	5%	3%	10%	5%	-4.7
锂电回收	29%	29%	25%	22%	20%	22%	20%	19%	18%	18%	19%	18%	18%	25%	19%	-5.7
<b>环保设备</b>	24%	20%	23%	21%	21%	26%	26%	25%	26%	27%	27%	27%	27%	22%	26%	4.4
<b>大气治理</b>	26%	27%	30%	34%	27%	26%	21%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	29%	22%	-6.4
<b>生态修复</b>	22%	22%	20%	18%	18%	41%	41%	41%	40%	41%	40%	40%	39%	20%	40%	20.4
<b>设计咨询</b>	31%	30%	36%	39%	42%	44%	42%	40%	41%	42%	42%	41%	44%	36%	42%	6.7
<b>环境监测</b>	19%	21%	22%	22%	19%	17%	21%	23%	25%	24%	26%	24%	26%	21%	22%	1.9
应收类科目/净资产	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1	2023Q3	2024Q3	①15-19均值	②20-24Q3均值	②-① (pct)
<b>环保板块</b>	28%	31%	32%	35%	32%	40%	41%	44%	46%	45%	48%	46%	48%	32%	44%	12.2
<b>水务</b>	15%	18%	19%	21%	20%	25%	28%	34%	38%	36%	41%	38%	42%	19%	33%	14.7
水务工程	26%	28%	29%	34%	33%	41%	42%	45%	48%	46%	51%	48%	52%	30%	46%	16.0
水务运营	8%	10%	10%	10%	11%	12%	17%	24%	29%	28%	34%	29%	35%	10%	23%	13.5
<b>固废</b>	25%	21%	20%	30%	28%	25%	30%	30%	34%	34%	38%	34%	38%	25%	32%	6.9
垃圾焚烧	7%	8%	9%	11%	14%	15%	20%	20%	25%	25%	28%	25%	28%	10%	22%	12.0
环卫	49%	38%	33%	46%	41%	38%	44%	46%	52%	50%	58%	51%	60%	41%	48%	6.9
<b>再生资源</b>	35%	34%	33%	34%	29%	37%	37%	36%	36%	36%	38%	36%	37%	33%	37%	3.8
危废	23%	25%	22%	24%	24%	36%	39%	38%	41%	39%	41%	38%	41%	24%	39%	15.3
再生塑料	8%	8%	21%	23%	6%	9%	7%	7%	9%	9%	10%	9%	11%	13%	9%	-4.6
生物柴油	12%	13%	39%	34%	5%	9%	10%	13%	8%	11%	8%	11%	8%	20%	10%	-10.5
锂电回收	60%	48%	48%	48%	44%	52%	50%	47%	45%	47%	50%	45%	47%	50%	48%	-1.4
<b>环保设备</b>	43%	32%	41%	42%	41%	52%	53%	53%	60%	59%	65%	61%	67%	40%	57%	17.0
<b>大气治理</b>	58%	69%	72%	82%	59%	60%	50%	54%	49%	53%	50%	53%	49%	68%	53%	-15.2
<b>生态修复</b>	45%	46%	48%	50%	53%	124%	121%	135%	141%	134%	141%	132%	137%	48%	131%	83.0
<b>设计咨询</b>	70%	78%	90%	98%	103%	106%	85%	82%	80%	83%	82%	83%	84%	88%	88%	-0.3
<b>环境监测</b>	25%	30%	31%	34%	29%	26%	34%	39%	42%	40%	45%	41%	45%	30%	37%	7.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所（此处选取139个环保标的构建“环保板块”并区分相应子版块）

# 纵向比较——应收结构

## 2018年后环保板块1年内应收占比逐步下降，24H1同比-3pct至55%

- ✓ 环保板块1年以内应收占比从2017年的70%跌至2024H1的55%，24H1水务运营与垃圾焚烧板块下滑最快。①15-17年：占比维持70%左右。②18-21年：18年跌至66%，随后维持60%左右。③22-23年：1年内应收占比进一步下跌，23年达56%。比较23年与17年差额，1年内应收占比下滑最大的3个细分板块：生态修复（-30pct），设计咨询（-29pct），垃圾焚烧（-22pct）。④24H1：1年内应收占比同比-3pct至55%，其中下滑前3的细分板块为：水务运营（同比-11pct），垃圾焚烧（同比-6pct），危废（同比-6pct）。
- ✓ 环保板块3年以上应收占比从2019年开始显著上行。①15-18年：维持6%，②19-23年：持续上行至15%。比较23年与17年差额，3年以上应收占比增幅最高的3个细分板块：设计咨询（+25pct），生态修复（+22pct），大气治理（+11pct）。③24H1：3年以上应收占比同比+2pct至15%，其中提升前3的细分板块：设计咨询（同比+6pct），生态修复（同比+6pct），危废（同比+5pct）。

图：环保板块及子版块应收账款余额账龄结构

1年以内占比	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
环保板块	69%	71%	70%	66%	60%	58%	59%	57%	56%	58%	55%
水务	67%	65%	66%	63%	60%	62%	60%	58%	55%	58%	53%
水务工程	64%	62%	63%	60%	55%	55%	52%	48%	47%	47%	47%
水务运营	79%	82%	82%	82%	72%	78%	77%	75%	67%	74%	63%
固废	71%	79%	86%	83%	69%	71%	71%	71%	67%	69%	65%
垃圾焚烧	96%	96%	92%	87%	85%	83%	76%	77%	70%	72%	66%
环卫	67%	75%	82%	82%	65%	66%	67%	68%	64%	67%	64%
再生资源	85%	81%	80%	82%	79%	74%	77%	76%	72%	76%	74%
危废	77%	68%	65%	68%	66%	62%	66%	65%	59%	64%	58%
再生塑料	57%	58%	86%	81%	79%	97%	98%	98%	98%	97%	98%
生物柴油	76%	88%	92%	50%	76%	92%	90%	71%	69%	74%	69%
锂电回收	89%	90%	87%	93%	88%	83%	86%	84%	84%	86%	87%
环保设备	52%	52%	68%	60%	66%	64%	61%	57%	64%	65%	64%
大气治理	70%	76%	69%	52%	53%	41%	54%	52%	55%	56%	54%
生态修复	69%	71%	64%	67%	50%	52%	48%	37%	34%	37%	34%
设计咨询	51%	57%	61%	54%	48%	39%	32%	34%	32%	34%	33%
环境监测	65%	68%	65%	71%	63%	57%	56%	52%	48%	52%	48%
1-2年占比	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
环保板块	17%	16%	17%	20%	22%	19%	18%	19%	19%	19%	19%
水务	18%	21%	18%	21%	20%	19%	19%	20%	21%	20%	22%
水务工程	19%	22%	19%	22%	21%	23%	22%	23%	21%	22%	21%
水务运营	14%	11%	10%	8%	16%	10%	11%	15%	22%	16%	24%
固废	14%	13%	8%	13%	16%	12%	14%	18%	18%	20%	19%
垃圾焚烧	2%	3%	5%	11%	9%	10%	16%	17%	20%	20%	22%
环卫	15%	16%	10%	13%	18%	13%	19%	17%	19%	17%	17%
再生资源	9%	13%	12%	11%	13%	12%	11%	12%	12%	11%	9%
危废	13%	22%	20%	17%	19%	19%	18%	17%	18%	16%	16%
再生塑料	24%	20%	2%	15%	14%	0%	0%	1%	0%	1%	1%
生物柴油	4%	2%	5%	45%	16%	1%	6%	17%	18%	15%	14%
锂电回收	7%	7%	8%	5%	8%	8%	4%	8%	6%	7%	4%
环保设备	27%	21%	13%	21%	17%	20%	22%	22%	15%	16%	16%
大气治理	20%	14%	23%	30%	31%	23%	18%	19%	19%	20%	20%
生态修复	17%	17%	21%	17%	24%	25%	22%	25%	19%	22%	19%
设计咨询	25%	18%	17%	21%	25%	25%	23%	17%	17%	17%	16%
环境监测	18%	15%	18%	14%	21%	23%	20%	22%	21%	21%	20%

2-3年占比	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
环保板块	8%	6%	6%	8%	10%	12%	10%	9%	11%	10%	11%
水务	9%	8%	8%	9%	10%	9%	10%	10%	10%	10%	11%
水务工程	10%	8%	9%	9%	12%	10%	12%	13%	13%	14%	13%
水务运营	3%	4%	5%	6%	6%	6%	5%	4%	6%	5%	8%
固废	8%	5%	3%	2%	9%	9%	6%	4%	9%	5%	9%
垃圾焚烧	0%	0%	2%	1%	4%	4%	4%	4%	7%	5%	8%
环卫	10%	6%	4%	3%	10%	12%	7%	5%	10%	6%	9%
再生资源	4%	3%	5%	4%	4%	5%	5%	6%	5%	5%	7%
危废	7%	5%	10%	8%	6%	11%	7%	9%	10%	10%	12%
再生塑料	11%	12%	4%	0%	2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
生物柴油	1%	2%	1%	3%	1%	1%	0%	9%	4%	5%	9%
锂电回收	2%	2%	2%	1%	2%	4%	3%	1%	3%	1%	4%
环保设备	11%	13%	7%	9%	8%	7%	9%	12%	10%	11%	8%
大气治理	7%	6%	4%	15%	10%	25%	11%	9%	11%	8%	11%
生态修复	8%	6%	9%	9%	14%	11%	16%	16%	19%	15%	17%
设计咨询	11%	11%	9%	10%	12%	17%	16%	16%	13%	16%	12%
环境监测	7%	7%	7%	6%	6%	10%	11%	10%	12%	11%	12%
3年以上占比	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
环保板块	6%	6%	6%	6%	9%	10%	13%	14%	15%	13%	15%
水务	6%	6%	8%	8%	10%	10%	12%	12%	13%	12%	13%
水务工程	7%	7%	8%	8%	11%	11%	14%	17%	19%	17%	19%
水务运营	3%	4%	3%	4%	6%	6%	7%	5%	5%	5%	6%
固废	7%	3%	2%	2%	6%	7%	9%	6%	7%	6%	7%
垃圾焚烧	1%	1%	1%	1%	1%	2%	3%	3%	4%	3%	4%
环卫	8%	3%	3%	2%	7%	9%	13%	9%	9%	9%	9%
再生资源	3%	3%	3%	3%	5%	7%	7%	9%	9%	8%	10%
危废	3%	5%	4%	5%	8%	8%	9%	9%	13%	10%	15%
再生塑料	8%	9%	8%	4%	5%	3%	2%	2%	1%	1%	1%
生物柴油	18%	8%	2%	2%	7%	6%	3%	3%	9%	5%	8%
锂电回收	2%	2%	2%	1%	2%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
环保设备	10%	14%	13%	9%	8%	9%	9%	9%	11%	8%	11%
大气治理	3%	4%	4%	3%	7%	11%	16%	20%	15%	16%	15%
生态修复	6%	6%	5%	7%	11%	12%	15%	22%	28%	25%	31%
设计咨询	14%	13%	13%	14%	16%	19%	29%	32%	38%	33%	39%
环境监测	10%	10%	10%	8%	9%	11%	13%	16%	19%	16%	19%

# 纵向比较——减值影响

2018年开始减值影响加重，24Q1-3减值/归母同比-1.6pct至-16.4%

✓ 应收账款期拉长背景下，2018年后减值影响同步加大。

- 15-17年环保板块减值/收入占比-1.6%，18-23年均值为-3.6%，细分板块降幅前5：生态修复、危废、水务工程、环卫、设计咨询；15-17年板块减值/归母净利占比-13.1%，18-23年均值为-56.5%。
- 24Q1-3减值/收入为-1.4%，同比-0.2pct，细分板块降幅前5：生态修复、水务运营、设计咨询、大气治理、环卫。24Q1-3板块减值/归母净利占比-16.4%，23Q1-3为-14.8%，同比-1.5pct。

图：环保板块及子版块减值影响

合计减值/收入	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1	2023Q1-3	2024Q1-3	①15-17均值	②18-23均值	③-① (pct)	24Q1-3同比 (pct)
<b>环保板块</b>	-1.4%	-1.7%	-1.8%	-3.4%	-2.7%	-4.0%	-3.5%	-3.8%	-4.1%	-1.2%	-1.3%	-1.2%	-1.4%	-1.6%	-3.6%	-1.9	-0.2
<b>水务</b>	-1.3%	-1.6%	-1.6%	-5.0%	-3.2%	-2.8%	-2.4%	-3.0%	-3.5%	-1.3%	-1.6%	-1.2%	-1.7%	-1.5%	-3.3%	-1.8	-0.4
水务工程	-2.3%	-2.4%	-2.4%	-7.5%	-5.4%	-5.2%	-4.0%	-4.6%	-6.2%	-2.7%	-2.3%	-2.6%	-2.4%	-2.4%	-5.5%	-3.1	0.2
水务运营	-0.3%	-0.6%	-0.5%	-1.9%	-0.8%	-0.6%	-1.1%	-1.7%	-1.5%	-0.3%	-1.2%	-0.3%	-1.2%	-0.5%	-1.3%	-0.8	-0.9
<b>固废</b>	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-1.5%	-1.7%	-2.4%	-4.2%	-2.0%	-3.0%	-1.4%	-1.5%	-1.4%	-1.6%	-0.8%	-2.5%	-1.7	-0.2
垃圾焚烧	-0.2%	-0.9%	-0.5%	-0.5%	-1.0%	-1.0%	-1.2%	-0.3%	-1.5%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-1.0%	-0.5%	-0.9%	-0.4	0.1
环卫	-1.3%	-0.7%	-0.9%	-1.9%	-2.2%	-3.4%	-7.5%	-4.0%	-4.8%	-1.7%	-2.1%	-1.8%	-2.4%	-1.0%	-3.9%	-3.0	-0.6
<b>再生资源</b>	-1.1%	-0.9%	-0.8%	-1.7%	-2.6%	-6.9%	-3.0%	-2.3%	-3.3%	-1.5%	-0.4%	-1.4%	-0.5%	-0.9%	-3.3%	-2.4	0.9
危废	-1.7%	-1.4%	-1.2%	-2.0%	-2.9%	-11.9%	-5.2%	-3.7%	-5.2%	-1.1%	-0.6%	-1.4%	-0.9%	-1.5%	-5.2%	-3.7	0.5
再生塑料	-1.0%	-1.3%	0.2%	-1.9%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.7%	-0.6%	0.1	0.2
生物柴油	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-8.0%	-8.0%	-0.1%	0.0%	-0.8%	-0.9%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-3.0%	-2.5	-0.2
锂电回收	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-1.8%	-2.9%	-1.6%	-1.8%	-2.5%	-2.3%	-0.2%	-1.8%	-0.2%	-0.6%	-1.9%	-1.3	1.6
<b>环保设备</b>	-2.0%	-2.2%	-1.0%	-1.7%	-1.4%	-1.7%	-1.6%	-3.8%	-2.5%	-0.8%	-1.0%	-1.3%	-0.8%	-1.7%	-2.1%	-0.4	0.5
大气治理	-1.7%	-2.2%	-1.3%	-4.1%	0.4%	-5.7%	-2.2%	-3.0%	-3.3%	-0.5%	-0.8%	-0.5%	-1.3%	-1.7%	-3.0%	-1.3	-0.8
生态修复	-2.0%	-2.1%	-5.0%	-4.8%	-7.4%	-4.9%	-5.6%	-21.4%	-19.6%	-1.1%	-2.4%	-1.3%	-2.9%	-3.0%	-10.6%	-7.6	-1.6
设计咨询	-1.6%	-2.4%	-2.3%	-2.9%	-3.0%	-4.3%	-8.6%	-4.6%	-5.6%	-1.6%	-1.6%	-1.9%	-2.7%	-2.1%	-4.8%	-2.8	-0.9
环境监测	-2.6%	-3.4%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-6.9%	-7.3%	-6.6%	-7.3%	-1.9%	-1.2%	-1.6%	-3.1%	-5.2%	-2.0	-0.4
<b>合计减值/归母净利</b>	-10.6%	-13.7%	-15.1%	-40.4%	-32.1%	-52.1%	-52.3%	-69.1%	-92.8%	-14.6%	-14.7%	-14.8%	-16.4%	-13.1%	-56.5%	-43.3	-1.5
<b>环保板块</b>	-10.6%	-13.7%	-15.1%	-40.4%	-32.1%	-52.1%	-52.3%	-69.1%	-92.8%	-14.6%	-14.7%	-14.8%	-16.4%	-13.1%	-56.5%	-43.3	-1.5
<b>水务</b>	-6.5%	-9.3%	-9.0%	-46.0%	-25.9%	-20.9%	-19.1%	-26.9%	-39.0%	-10.1%	-14.2%	-9.5%	-11.4%	-8.3%	-29.6%	-21.4	-2.0
水务工程	-15.1%	-17.6%	-16.7%	-124.2%	-64.0%	-56.0%	-47.7%	-103.6%	-197.9%	-37.0%	-45.3%	-35.9%	-52.2%	-16.4%	-98.9%	-82.5	-16.3
水务运营	-1.3%	-3.1%	-2.2%	-11.6%	-4.8%	-3.8%	-7.0%	-10.7%	-11.6%	-1.6%	-7.4%	-1.7%	-5.4%	-2.2%	-8.2%	-6.0	-3.6
<b>固废</b>	-6.9%	-5.5%	-5.3%	-12.6%	-14.5%	-21.7%	-66.8%	-21.2%	-31.3%	-10.9%	-9.5%	-11.0%	-13.2%	-5.9%	-28.0%	-22.1	-2.2
垃圾焚烧	-1.4%	-5.4%	-2.5%	-2.1%	-4.9%	-4.8%	-6.8%	-1.9%	-8.5%	-6.1%	-5.6%	-5.7%	-4.5%	-3.1%	-4.8%	-1.7	1.2
环卫	-13.1%	-5.7%	-9.0%	-32.5%	-34.4%	-71.8%	/	-212.1%	-1046.9%	-30.5%	-31.0%	-35.3%	-134.3%	-9.3%	-279.5%	-270.3	-99.1
<b>再生资源</b>	-12.7%	-8.7%	-9.3%	-22.3%	-45.4%	-1609.2%	-173.9%	-86.1%	/	-69.3%	-13.1%	-63.9%	-20.4%	-10.2%	-387.4%	-377.2	43.5
危废	-13.3%	-8.9%	-10.8%	-21.3%	-37.5%	/	-216.0%	-618.2%	/	-25.4%	-19.8%	-40.3%	-39.9%	-11.0%	-223.3%	-212.3	0.4
再生塑料	-3.3%	-4.1%	1.4%	-17.1%	1.5%	-2.1%	-2.0%	-3.1%	-5.4%	-5.1%	-2.9%	-3.5%	-2.0%	-2.0%	-4.7%	-2.7	1.5
生物柴油	-28.2%	-15.8%	-8.4%	-104.4%	-224.9%	-0.8%	-0.4%	-14.0%	-79.5%	-3.8%	/	-3.1%	/	-17.5%	-70.7%	-53.2	/
锂电回收	-13.2%	-8.4%	-8.4%	-11.0%	-67.5%	/	/	-71.1%	/	/	-9.4%	/	-9.2%	-10.0%	-49.8%	-39.8	/
<b>环保设备</b>	-20.1%	-19.3%	-11.6%	-17.7%	-11.6%	-13.7%	-14.7%	-56.5%	-26.6%	-6.9%	-10.2%	-12.1%	-9.0%	-17.0%	-23.5%	-6.5	3.2
大气治理	-17.8%	-27.7%	-14.1%	-108.6%	6.6%	/	-59.5%	-192.3%	-97.6%	-9.5%	-17.4%	-11.6%	-32.3%	-19.9%	-90.3%	-70.4	-20.7
生态修复	-19.3%	-20.7%	-65.7%	-127.1%	/	-158.1%	-712.7%	/	/	/	/	/	/	-35.2%	-332.6%	-297.4	/
设计咨询	-20.2%	-36.0%	-32.8%	-39.4%	-38.4%	-69.5%	-357.0%	-61.1%	-89.1%	-19.7%	-20.6%	-26.3%	-42.5%	-29.7%	-109.1%	-79.4	-16.2
环境监测	-14.9%	-20.2%	-17.9%	-20.2%	-29.7%	-22.7%	-308.6%	/	/	-60.1%	-38.2%	-83.1%	-28.8%	-17.7%	-95.3%	-77.6	54.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所（此处选取139个环保标的构建“环保板块”并区分相应子版块，“/”表示当年规模净利润为负数）

# 付费痛点解决后环保板块有望迎价值修复

✓ 付费痛点解决后环保板块有望迎价值修复。长期以来，现金流问题长期压制板块估值，在地方财政压力加大、现金流担忧影响下，申万环保板块PB估值从24年初1.38x降至2024/9/2的1.13x，2024/12/8申万环保板块PB估值1.53x，位于历史10年分位点19%。若环保行业应收类/净资产从2024H1的43%降至各行业均值26%，应收类科目将减少902亿元，假设收回的款项均体现为现金，我们以（总市值-现金增加额）/股东权益” 测算板块真实PB估值水平将降至1.34x，较当前申万环保板块PB1.53x释放15%的弹性空间。（对应2024/12/8）

图：申万环保板块市净率



图：申万环保板块应收占比与减值影响



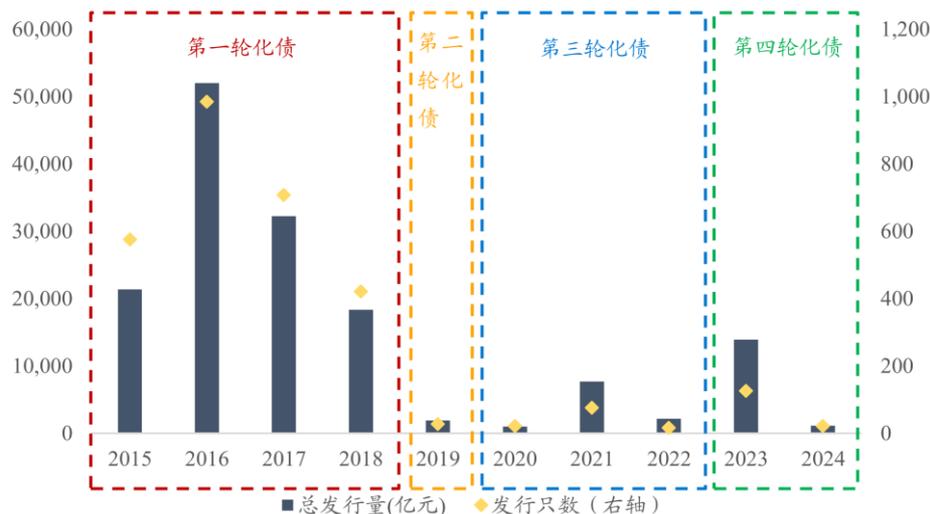
## 历史化债梳理

- ✓ **第1轮化债 (2015-2018年)**：全国31个省、直辖市、自治区发行约**12.4万亿元**的“地方政府置换债”。
- ✓ **第2轮化债 (2019年)**：对贵州省、湖南省、内蒙古自治区、云南省、辽宁省、甘肃省6个地区的建制县的部分隐债发行约**1,758亿元**的“地方政府置换债”。
- ✓ **第3轮化债 (2020年12月-2022年6月)**：先后发行共计约**1.1万亿元**的“地方政府特殊再融资债券”。
- ✓ **第4轮化债 (2023年9月至今)**：各地方政府于2023年4季度期间完成近1.4万亿元的特殊再融资债的发行投放，2024年1-9月期间继续发行约1,132亿元的特殊再融资债，完成共计**逾1.5万亿元**的存量隐性债务置换目标。

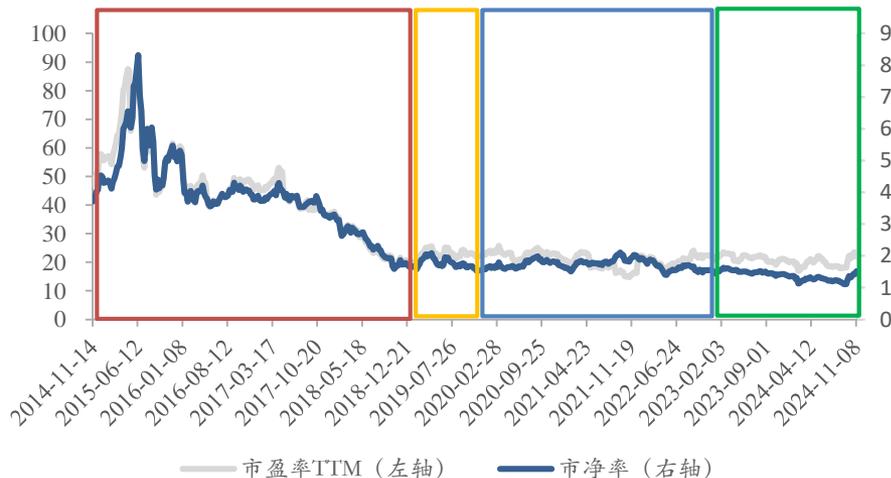
## 化债力度最大对应板块估值高位

- ✓ **2015-2016年**：环保板块PB估值**维持4+**，对应化债高峰期，同时环保政策和财政发力。
- ✓ **2017-2018年**：受金融去杠杆&PPP清库影响，估值下行。
- ✓ **2019年**：行业风险出清&国企入主，估值略有回升。
- ✓ **2020-2024年**：疫情冲击后，经济下行，财政压力加大，环保板块业绩及现金流承压，估值向下，在**1倍左右**底部震荡。
- ✓ 化债解决环保行业现金流痛点，改善三表，随着最大力度化债措施的推进，期待板块估值修复。

图：过往4轮化债各年度置换债券发行规模及发行数量（单位：亿元；只）



图：环保（申万）板块PE与PB估值



**01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**

**02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**

2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估

2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间

2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放

2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出

**03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**

3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化

3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备

**04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**

**05 投资建议与风险提示**

## 环保受益化债：与市场不一样的观点

### ✓ 不一样的观点1——优质运营资产化债弹性被低估：政府付费能力修复，弹性源于基本面和估值双升！

- **基本面：模式稳定，化债弹性可观。** 水务固废项目多为BOT/BOO模式，特许经营期25-30年，运营期内具备稳定可预期的盈利和现金流，化债不仅带来一次性的三表修复，更重要的是政府付费能力修复后，未来现金流回收的确定性强化。我们测算6家水务固废公司当期回款率均值从2020年的81%（分布区间67%~92%）降至2023年的75%（分布区间66%~81%），若6家公司2023年当期回款率均提至90%，合计经营性现金流净额将增厚57亿元，增幅45%，自由现金流从5亿元提至62亿元。
- **估值：现金流改善及模式理顺后，对标海外成熟市场，估值存翻倍提升空间。** 截至2024/12/8，A股水务板块PE（TTM）均值为13x，PB（LF）均值为1.2x，美国水业PE（TTM）为26x，PB（LF）为2.2x；A股固废板块PE（TTM）为16x，PB（LF）1.4x，美国废物管理PE（TTM）为34x，PB（LF）为11.2x。

### ✓ 不一样的观点2——量化测算：在优质模式下选择弹性大的标的。

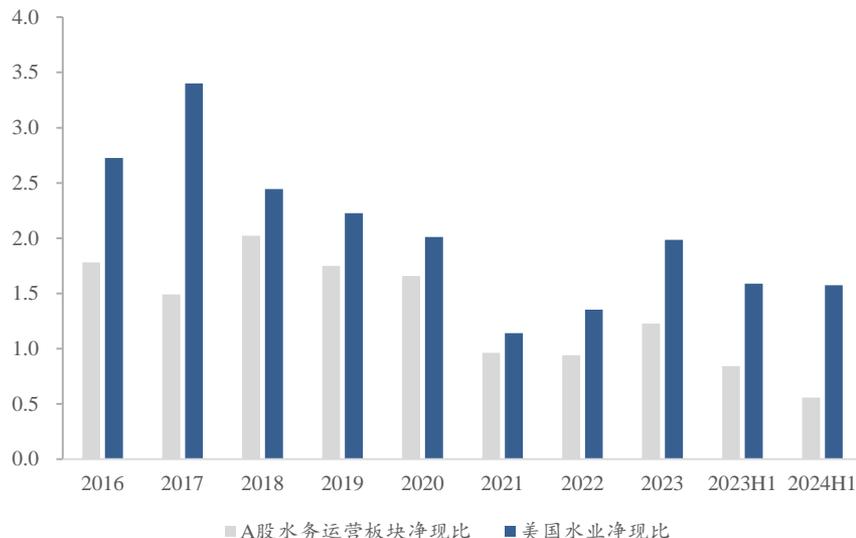
- **现金流弹性：剔除非现金性的BOT建造收入后计算当期回款率，测算化债预期下现金流回升弹性。** 23年当期回款率：瀚蓝环境（81%，较20年-4pct）、洪城环境（79%，较20年-13pct）、兴蓉环境（76%，较20年-6pct）、三峰环境（68%，较20年-2pct）、永兴股份（66%，较20年-9pct）、绿色动力（61%，较20年-6pct）。假设2023年当期回款率回升至90%，①经营性现金流净额弹性：绿色动力（+93%至19亿元）、瀚蓝环境（剔除应收债权转让后+70%至25亿元/表观+42%至35亿元）、永兴股份（+48%至25亿元）、洪城环境（+45%至25亿元）、三峰环境（+44%至34亿元）、兴蓉环境（+33%至45亿元）。②自由现金流：绿色动力（从实际3亿元提至12亿元）、瀚蓝环境（剔除应收债权转让后从-6亿元提至5亿元/表观从实际4亿元提至15亿元）、永兴股份（从实际5亿元提至13亿元）、洪城环境（从实际-1亿元提至6亿元）、三峰环境（从实际6亿元提至16亿元）、兴蓉环境（从实际-11亿元提至1亿元）。
- **市值弹性：采取“应收市值弹性系数”衡量各公司受益于化债的弹性大小。** 为剔除少数股东影响，应收市值弹性系数=应收账款及票据/（股东权益\*PB）=（1/PB）\*（应收账款及票据/总资产）/（1-负债率）。以2024中报为基础，测算得出光大环境应收市值弹性系数70%居水务固废企业首位，绿色动力环保（55%）、北控水务集团（51%）弹性突出（估值日期：对应2024/12/8）

# 环保受益化债——优质运营重估

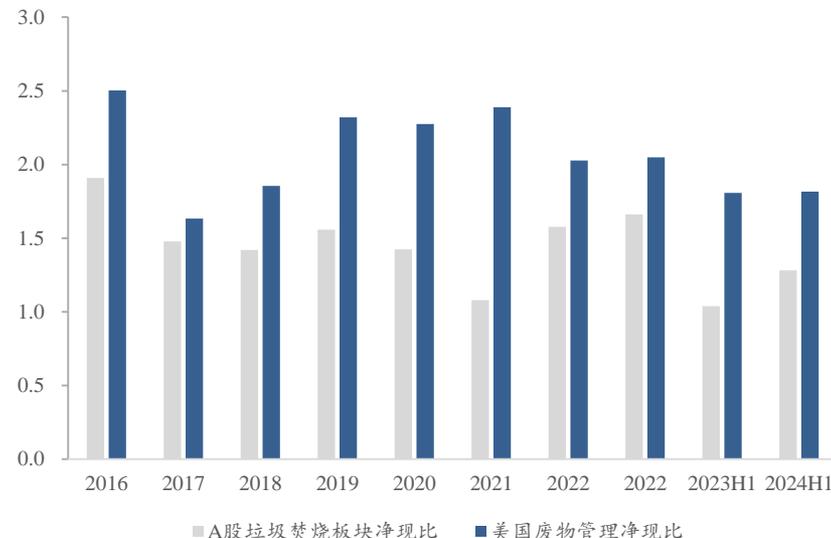
## 优质运营重估——对标海外：估值存翻倍提升空间

- ✓ 水务固废前期受收款担忧估值下行，化债+市场化改革推进，解决付费痛点后迎价值修复。运营类资产盈利模式稳定，现金流预期可持续，污水和垃圾焚烧项目真实G端收入占比50%左右，化债叠加市场化改革推进，长期现金流确定性增强，迎价值修复。对标海外成熟稳定运营期资产，付费理顺后，水务固废资产估值存翻倍提升空间。
- ✓ 从现金流来看，2023年A股水务板块净现比1.2（其中兴蓉环境为1.8，洪城环境为1.4），美国水业净现比为2.0；A股固废板块净现比1.7，美国废物管理（WM）净现比2.1；对标海外，付费模式理顺后，水务板块净现比存62%提升空间，固废板块净现比存23%提升空间。

图：2016-2024H1 A股水务板块与美国水业净现比



图：2016-2024H1 A股固废板块与WM净现比



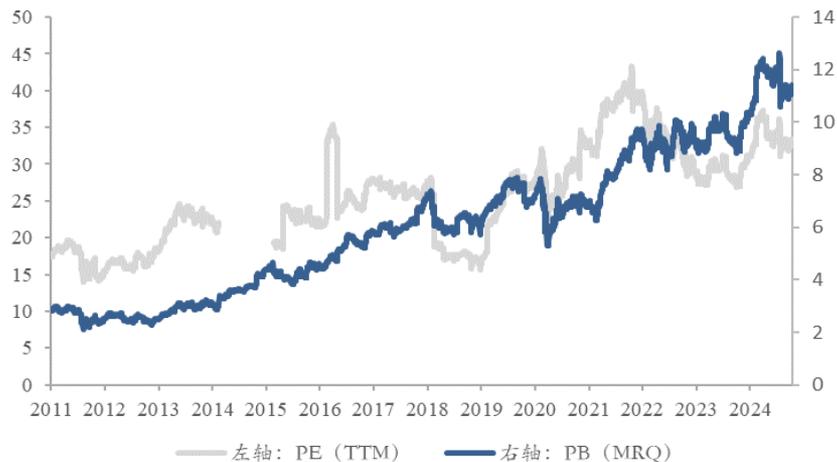
## 优质运营重估——对标海外：估值存翻倍提升空间

✓ 从估值来看，截至2024/12/8，A股水务板块PE (TTM) 均值为13x（其中兴蓉环境为11x，洪城环境为11x），PB (LF) 均值为1.2x（其中兴蓉环境为1.2x，洪城环境为1.4x），美国水业PE (TTM) 为26x，PB (LF) 为2.2x；A股固废板块PE (TTM) 为16x，PB (LF) 1.4x，美国废物管理PE (TTM) 为34x，PB (LF) 为11.2x，对标海外成熟市场，估值存翻倍提升空间。

图：2011年以来美国水业PE估值介于20-40倍



图：2011年以来美国废物管理PE估值持续上行



- ✓ 从应收账款账龄结构来看：2020-2024H1 A股水务运营和垃圾焚烧板块企业1年内应收占比总体呈下滑趋势。
- 下滑幅度前3：海峡环保（-48pct）、圣元环保（-39pct）、绿城水务（-31pct）。

图：A股水务固废运营公司1年内应收占比变化

1年以内应收占比		2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1	2024H1与2020年变化幅度 (pct)
水务运营	000598.SZ 兴蓉环境	58%	59%	61%	63%	59%	63%	56%	-3
	600461.SH 洪城环境	63%	54%	82%	81%	79%	67%	75%	21
	600874.SH 创业环保	72%	87%	85%	80%	71%	74%	77%	-10
	600008.SH 首创环保	72%	79%	76%	76%	64%	78%	55%	-24
	000685.SZ 中山公用	72%	62%	62%	69%	69%	67%	70%	9
	603817.SH 海峡环保	97%	95%	69%	51%	45%	51%	47%	-48
	000544.SZ 中原环保	94%	88%	87%	86%	79%	88%	72%	-16
	601158.SH 重庆水务	84%	86%	90%	85%	75%	47%	62%	-24
	601199.SH 江南水务	27%	68%	69%	78%	71%	83%	76%	8
601368.SH 绿城水务	88%	87%	94%	80%	56%	62%	56%	-31	
垃圾焚烧	002034.SZ 旺能环境	95%	96%	82%	89%	76%	90%	78%	-18
	600323.SH 瀚蓝环境	91%	84%	75%	74%	61%	62%	57%	-27
	603568.SH 伟明环保	86%	97%	75%	82%	86%	87%	84%	-13
	601200.SH 上海环境	80%	73%	72%	80%	71%	71%	64%	-9
	601330.SH 绿色动力	95%	90%	78%	67%	60%	62%	60%	-30
	601827.SH 三峰环境	73%	71%	76%	74%	64%	72%	61%	-10
	300867.SZ 圣元环保	97%	92%	77%	73%	59%	65%	52%	-39
	601033.SH 永兴股份	/	91%	86%	74%	73%	77%	68%	-24
	301109.SZ 军信股份	70%	100%	73%	96%	94%	93%	94%	-6

✓ 从坏账准备冲回弹性来看，2024H1坏账准备计提率前5：兴蓉环境（19%）、重庆水务（15%）、江南水务（14%）、圣元环保（11%）、三峰环境（10%），减值冲回弹性大。其中兴蓉环境、江南水务、圣元环保及三峰环境均主要按账龄计提坏账准备。

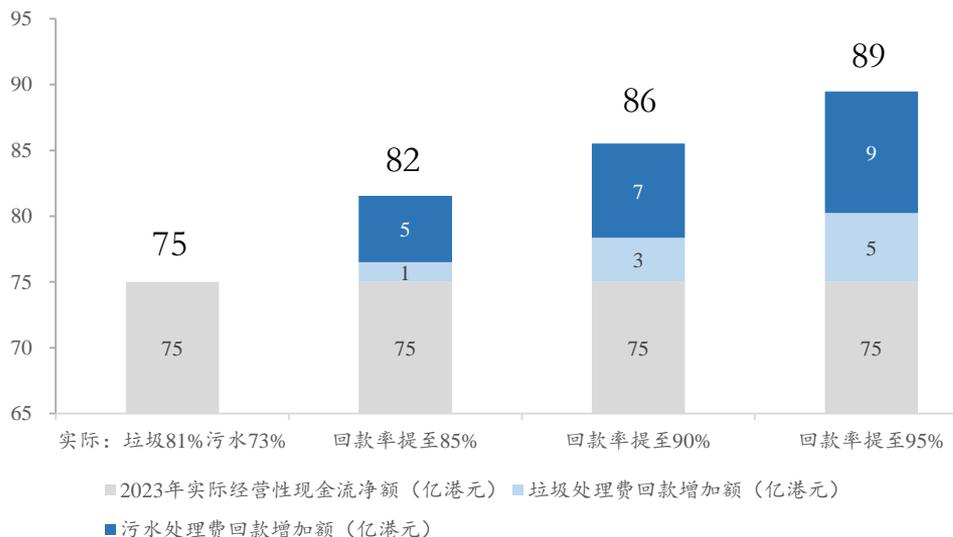
图：A股水务固废运营公司坏账准备计提比例

坏账计提率=坏账准备/应收余额		2019	2020	2021	2022	2023	2022H1	2023H1	2024H1	是否主要按账龄	计提规则
水务运营	000598.SZ 兴蓉环境	24%	22%	21%	19%	18%	21%	18%	19%	✓	按账龄组合计提，24H1：1年内5%，1-2年10%，2-3年20%，3-4年30%，4-5年50%，5年以上100%
	600461.SH 洪城环境	21%	23%	11%	7%	6%	8%	5%	6%		按照信用风险特征组合计提坏账准备
	600874.SH 创业环保	3%	8%	7%	7%	9%	6%	7%	7%		按照信用风险特征组合计提坏账准备
	600008.SH 首创环保	3%	3%	4%	4%	6%	4%	4%	6%		按照信用风险特征组合计提坏账准备
	000685.SZ 中山公用	4%	4%	7%	6%	6%	7%	6%	6%	✓	按账龄组合计提，24H1：1年以内1.78%，1-2年5%，2-3年20%，3-4年40%，4-5年60%，5年以上100%；23年：1年以内0.98%，其余一致
	603817.SH 海峡环保	2%	4%	6%	7%	8%	6%	7%	9%		按政府类（按预期信用损失率）和非政府类（以应收账款的账龄为信用风险特征）客户
	000544.SZ 中原环保	6%	7%	8%	8%	3%	8%	2%	3%	✓	按政府方（24H1：1年以内0.92%，1-2年2.13%，2-3年10%，3-4年20%，4-5年50%，5年以上100%）和非政府方（24H1：1年以内6%，1-2年20%，2-3年40%，3-4年60%，4-5年80%，5年以上100%）组合
	601158.SH 重庆水务	7%	7%	6%	6%	10%	21%	17%	15%		按照信用风险特征组合计提坏账准备
	601199.SH 江南水务	22%	24%	27%	16%	20%	24%	13%	14%	✓	按账龄组合计提，24H1：半年以内0%，半年-1年3%，1-2年10%，2-3年50%，3年以上100%
601368.SH 绿城水务	8%	6%	3%	3%	4%	2%	3%	4%		按照信用风险特征组合计提坏账准备	
垃圾焚烧	002034.SZ 旺能环境	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	8%	✓	按账龄组合（24H1：1年以内5%，1-2年10%，2-3年50%，3年以上100%）和按补贴电费组合计提（24H1：1年以内5%，1-2年10%，2-3年15%，3年以上20%）
	600323.SH 瀚蓝环境	5%	6%	7%	6%	8%	6%	7%	8%		按信用风险特征组合计提坏账准备
	603568.SH 伟明环保	7%	5%	11%	8%	6%	9%	7%	6%	✓	按应收补贴电费组合（按预期信用损失率计提）和按其他应收账款组合（24H1：1年内5%，1-2年10%，2-3年20%，3-4年50%，4-5年80%，5年以上100%）
	601200.SH 上海环境	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		按关联企业、签署特许经营权协议的政府机构及国网电力企业组合（计提率0%）和第三方企业组合计提
	601330.SH 绿色动力	5%	6%	6%	2%	3%	4%	3%	3%		按照整个存续期的预期信用损失计量损失准备
	601827.SH 三峰环境	9%	11%	9%	9%	10%	10%	9%	10%	✓	按账龄组合计提（24H1：1年内5%，1-2年10%，2-3年20%，3-4年50%，4-5年80%，5年以上100%）
	300867.SZ 圣元环保	5%	5%	6%	8%	10%	8%	9%	11%	✓	按组合计提（以应收账款账龄作为信用风险特征）
	601033.SH 永兴股份		6%	6%	7%	9%	#DIV/0!	7%	4%		按关联方（不计提）、政府客户+电网客户+可再生能源补贴（按预期信用损失率计提）、一般客户及其他客户（24H1：1年内5%，1-2年10%，2-3年20%，3-4年50%，4-5年80%，5年以上100%）组合
301109.SZ 军信股份	7%	5%	6%	5%	5%	6%	5%	5%	✓	按账龄组合计提（24H1：1年内5%，1-2年10%，2-3年20%，3-4年50%，4-5年80%，5年以上100%）	

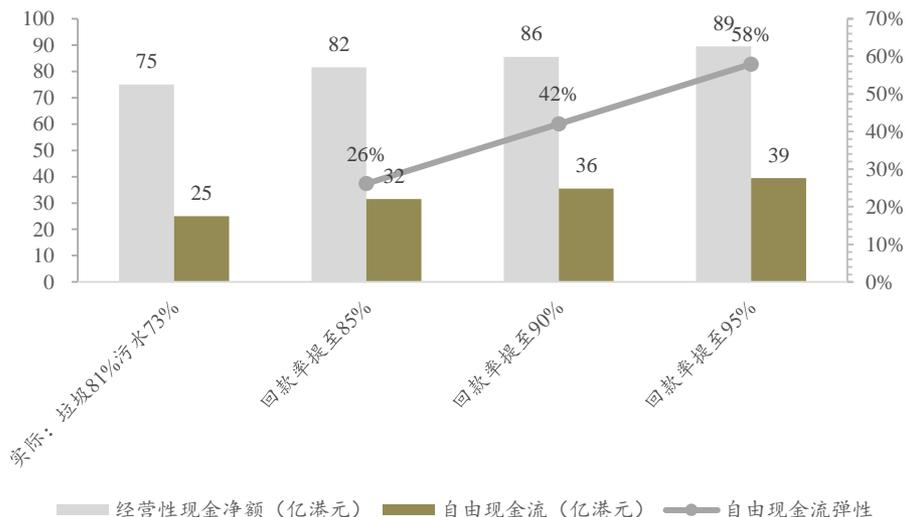
# 环保受益化债——优质运营重估

- ✓ 光大环境现金流弹性测算：处理费90%回款率下，自由现金流弹性40%+。
- 2023年光大环境垃圾处理费回款率约81%、污水处理费回款率约73%，实际经营性现金流净额为75亿港元，资本支出为78亿港元，自由现金流为-3亿港元。假设垃圾和污水处理费回款率均回升到85%、90%、95%，2023年经营性现金流净额将达到82、86、89亿港元，自由现金流将达4、8、11亿港元。若资本开支在50亿港元，自由现金流将从25亿港元，提至32、36、39亿港元，弹性达26%、42%、58%。
- 2023年归母净利润44亿港币，我们预计2024-2026年归母净利为40、42、43亿港币，其中非现金性的建造利润占比将持续下降，运营净利保持提升。在运营净利提升预期下，在垃圾和污水处理费95%回款率下，预计2026年经营性现金流净额将超90亿港元。

图：2023年经营性现金流净额与处理费回款率敏感性测算



图：资本开支降至50亿时，自由现金流弹性



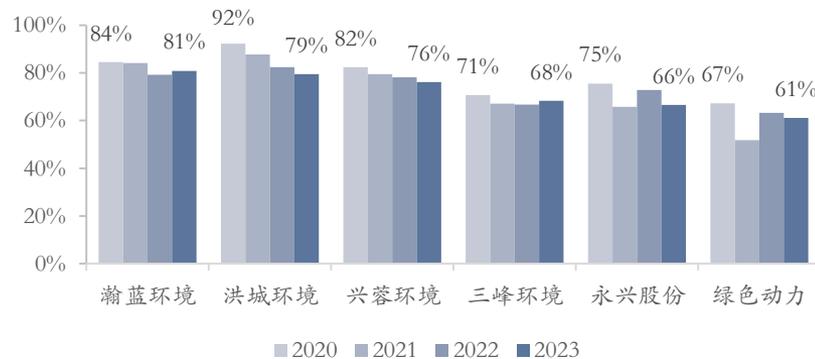
# 环保受益化债——优质运营重估

✓ A股水务固废运营标的现金流弹性测算：以（1-1年以内应收账款余额/剔除BOT建造收入后的营业收入）去衡量真实的当期回款率水平。

- 横向对比：洪城环境、兴蓉环境、瀚蓝环境业务包含To C/B自来水、燃气业务，当期回款率水平较高，三峰环境收入中存在TO B的设备销售业务，当期回款率高于以垃圾焚烧为单一业务的永兴股份和绿色动力。
- 纵向对比：6家公司综合回款率从2020年的81%降至2023年的75%，2023年较2020年下滑幅度：洪城环境-12.9pct、永兴股份-8.9pct、兴蓉环境-6.2pct、绿色动力-6.1pct、瀚蓝环境-3.6pct、三峰环境-2.5pct。

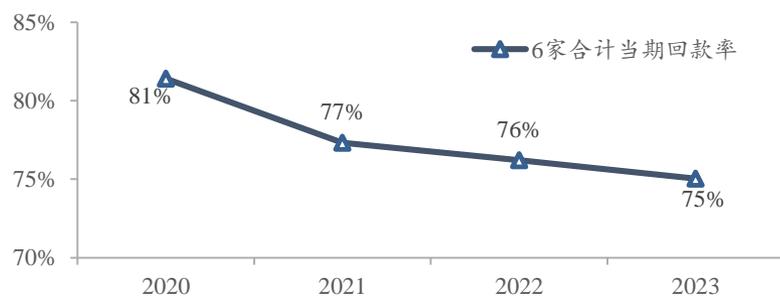
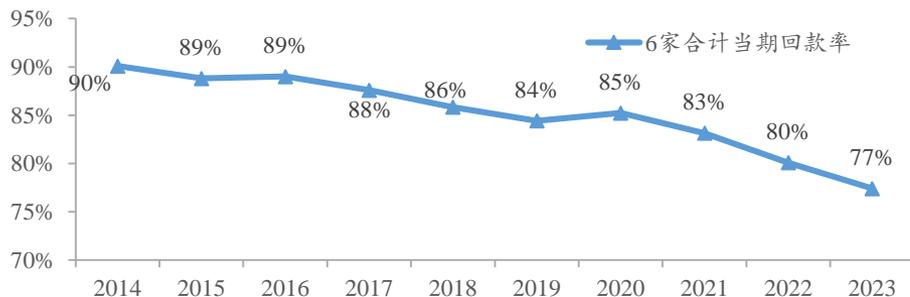
图：2014-2023年当期回款率（未剔除BOT建造收入）

图：2020-2023年当期回款率（剔除BOT建造收入）



图：6家企业综合当期回款率（未剔除BOT建造收入）

图：6家企业综合当期回款率（剔除BOT建造收入）



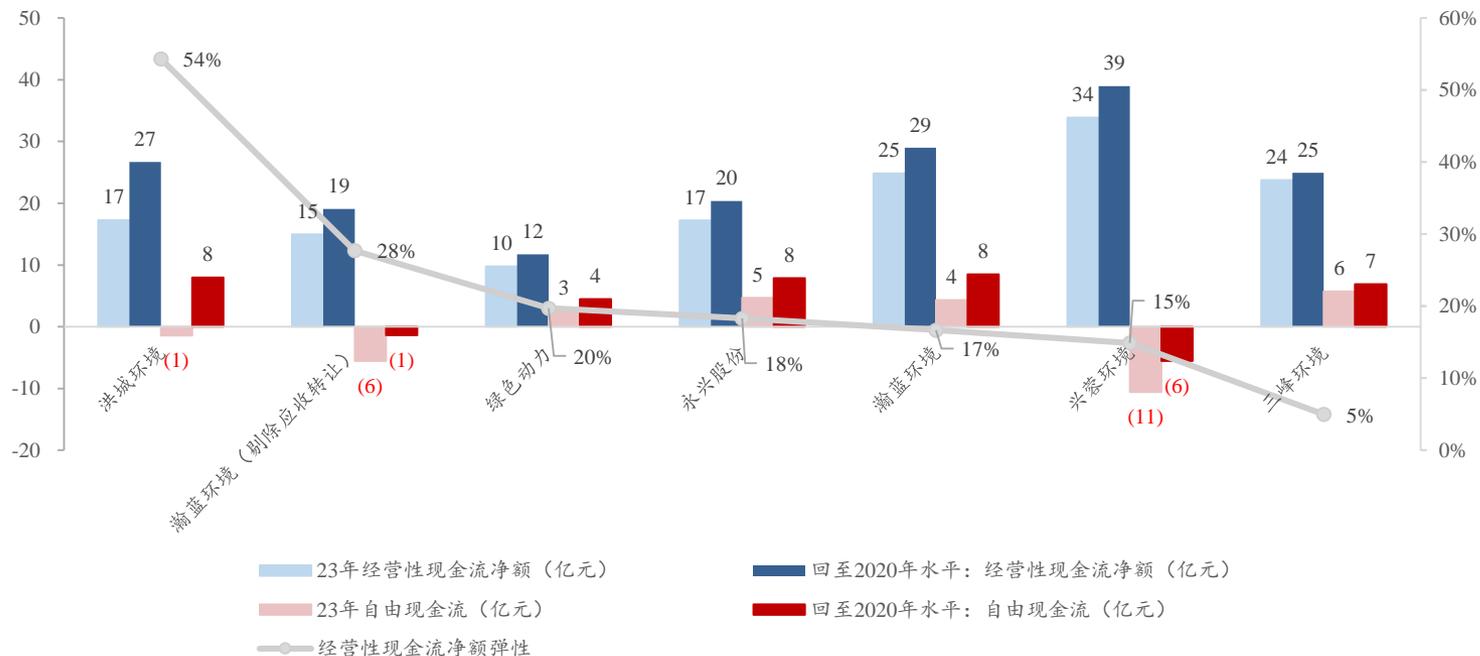
注：左图以（1-1年以内应收账款余额/营业收入）计算，未剔除BOT建设收入的影响，将导致当期回款率被高估

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

✓ A股水务固废运营标的现金流弹性测算：假设2023年真实的当期回款率回升至2020年水平

- 1) 表观经营性现金流净额：洪城环境 (+54%至27亿元)、瀚蓝环境 (剔除应收债权转让后+28%至19亿元/表观+17%至29亿元)、绿色动力 (+20%至12亿元)、永兴股份 (+18%至20亿元)、兴蓉环境 (+15%至39亿元)、三峰环境 (+5%至25亿元)。
- 2) 自由现金流：洪城环境 (从实际-1亿元提至8亿元)、瀚蓝环境 (从实际4亿元提至8亿元，剔除应收债权转让后从-6亿元提至-1亿元)、绿色动力 (从实际3亿元提至4亿元)、永兴股份 (从实际5亿元提至8亿元)、兴蓉环境 (从实际-11亿元提至-6亿元)、三峰环境 (从实际6亿元提至7亿元)。

图：假设23年回款率回升至20年水平下现金流弹性测算



- ✓ A股水务固废运营标的现金流弹性测算：参考6家公司未剔除BOT建造收入的综合当期回款率，从2014年90%下滑至2023年的77%，下滑幅度13pct，假设2023年各企业真实的当期回款率回升至90%
  - 1) 表观经营性现金流净额：绿色动力（+93%至19亿元）、瀚蓝环境（剔除应收债权转让后+70%至25亿元/表观+42%至35亿元）、永兴股份（+48%至25亿元）、洪城环境（+45%至25亿元）、三峰环境（+44%至34亿元）、兴蓉环境（+33%至45亿元）。
  - 2) 自由现金流：绿色动力（从实际3亿元提至12亿元）、瀚蓝环境（剔除应收债权转让后从-6亿元提至5亿元/表观从实际4亿元提至15亿元）、永兴股份（从实际5亿元提至13亿元）、洪城环境（从实际-1亿元提至6亿元）、三峰环境（从实际6亿元提至16亿元）、兴蓉环境（从实际-11亿元提至1亿元）。

表：不同回款率假设下2023年经营性现金流净额回升弹性（单位：亿元）

情形假设	2023年实际			假设23年回款率提至85%			假设23年回款率提至90%			假设23年回款率提至95%		
	经营性现金流净额	资本开支	自由现金流	经营性现金流净额	弹性	自由现金流	经营性现金流净额	弹性	自由现金流	经营性现金流净额	弹性	自由现金流
绿色动力	10	7	3	17	77%	10	19	93%	12	20	109%	13
瀚蓝环境（剔除应收转让）	15	20	-6	20	32%	-1	25	70%	5	31	108%	11
永兴股份	17	13	5	24	38%	11	25	48%	13	27	58%	15
洪城环境	17	19	-1	21	24%	3	25	45%	6	29	66%	10
三峰环境	24	18	6	32	34%	14	34	44%	16	36	54%	18
瀚蓝环境	25	20	4	30	19%	9	35	42%	15	41	65%	20
兴蓉环境	34	44	-11	41	21%	-3	45	33%	1	49	45%	5

# 环保受益化债——优质运营重估

✓ 以应收市值弹性系数衡量化债弹性：光大环境（70%）、绿色动力环保（55%）、北控水务集团（51%）弹性突出（应收账款对应2024H1，市值对应2024/12/8）

图：水务固废运营类资产应收市值弹性系数

运营类	代码	公司	PB (MRQ)	2023年				2024H1			
				负债率	应收账款及票据/总资产	减值类/归母	应收市值弹性系数	负债率	应收账款及票据/总资产	减值类/归母	应收市值弹性系数
固废	0257.HK	光大环境	0.45	65%	11%	-27%	68%	64%	11%	-1%	70%
固废	1330.HK	绿色动力环保	0.52	63%	9%	-10%	46%	63%	11%	-5%	55%
水务	601368.SH	绿城水务	0.97	78%	8%	-61%	38%	78%	11%	-37%	51%
水务	000544.SZ	中原环保	1.05	77%	11%	-11%	47%	73%	14%	-11%	51%
水务	0371.HK	北控水务集团	0.72	67%	11%	-7%	45%	66%	12%	/	48%
水务	600874.SH	创业环保	1.03	58%	13%	-28%	31%	58%	16%	0%	37%
固废	300867.SZ	圣元环保	1.08	59%	13%	-34%	30%	59%	16%	-50%	35%
水务	600008.SH	首创环保	1.15	65%	11%	-30%	28%	65%	13%	-16%	32%
固废	601200.SH	上海环境	1.04	58%	10%	-8%	22%	56%	12%	0%	26%
固废	601330.SH	绿色动力	1.18	63%	9%	-10%	20%	63%	11%	-5%	24%
固废	600323.SH	瀚蓝环境	1.40	64%	9%	-11%	18%	64%	12%	-14%	23%
水务	603817.SH	海峡环保	1.23	55%	17%	-11%	31%	56%	11%	8%	20%
固废	002034.SZ	旺能环境	1.02	55%	8%	-22%	18%	54%	9%	-8%	20%
固废	1381.HK	粤丰环保	1.15	64%	7%	-2%	16%	63%	8%	-14%	19%
水务	600461.SH	洪城环境	1.38	61%	8%	-3%	15%	60%	9%	-2%	17%
固废	601827.SH	三峰环境	1.34	56%	8%	-4%	14%	55%	9%	-10%	16%
水务	000598.SZ	兴蓉环境	1.21	59%	6%	-5%	13%	59%	7%	-10%	14%
固废	601033.SH	永兴股份	1.27	67%	6%	-12%	15%	59%	7%	12%	13%
水务	000685.SZ	中山公用	0.80	43%	4%	-2%	9%	44%	5%	-4%	11%
固废	301109.SZ	军信股份	1.46	41%	8%	-3%	9%	41%	8%	0%	10%
固废	603568.SH	伟明环保	2.87	48%	10%	-4%	7%	48%	13%	-2%	8%
水务	601199.SH	江南水务	1.42	39%	3%	1%	4%	38%	4%	6%	5%
水务	601158.SH	重庆水务	1.43	48%	3%	-1%	4%	51%	2%	1%	2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（估值日期：2024/12/8）

注1：纳入港股后为统一口径，应收科目考虑“应收账款及票据”

注2：减值类科目=信用减值损失+资产减值损失

注3：应收账款及票据含少数股东权益部分，总市值反映的是归母股东权益部分的股权价值，为剔除少数股东影响，我们以“应收账款及票据/（股东权益\*PB）”作为“应收市值弹性系数”

## 固废：成熟期资本开支快速下降，叠加化债改善G端付费痛点，现金流价值凸显

- 重点推荐：**【光大环境】固废龙头24年自由现金流转正，运营主导业绩稳定。当前PB为0.45，股息率（TTM）5.99%，应收市值弹性系数70%居水务固废运营类资产首位！【瀚蓝环境】23解决存量应收10亿元，24年化债归母预计22-27亿元超预期，形成“地方化债-促进重组-国企成长”闭环。暂不考虑整合增厚，我们预计2024-2026年公司业绩复增6%，对应2024年PE 10.93。
   
【三峰环境】设备技术龙头角逐海外市场，运营能力领先。我们预计2024-2026年业绩复增11%，对应2024年PE 12.09。【绿色动力环保】运营稳健增长，积极派息明确三年分红规划。
- 建议关注：**【永兴股份】广州垃圾焚烧龙头，资本开支结束，垃圾量提升中，ROE现金流都上行，PB1.3倍，分红60%+。

## 水务：量价刚性，化债改善现金流，期待市场化改革模式理顺

- 重点推荐：**【兴蓉环境】掌握成都优质水务固废资产，产能扩张+污水提价兑现。我们预计2024-2026年业绩复增9%，对应24年PE 10.38。【洪城环境】高分红兼具稳定增长，承诺21-26分红不低于50%，股息率（TTM）4.35%。我们预计2024-2026业绩复增5%，对应24年PE 10.58。
- 建议关注：**【北控水务集团】水务高股息龙头，派息稳定，股息率（TTM）7.07%。当前PB为0.72。

注：以上估值日期均为2024/12/8

图：固废水务公司2024H1应收市值弹性系数及估值（估值日期：2024/12/8）

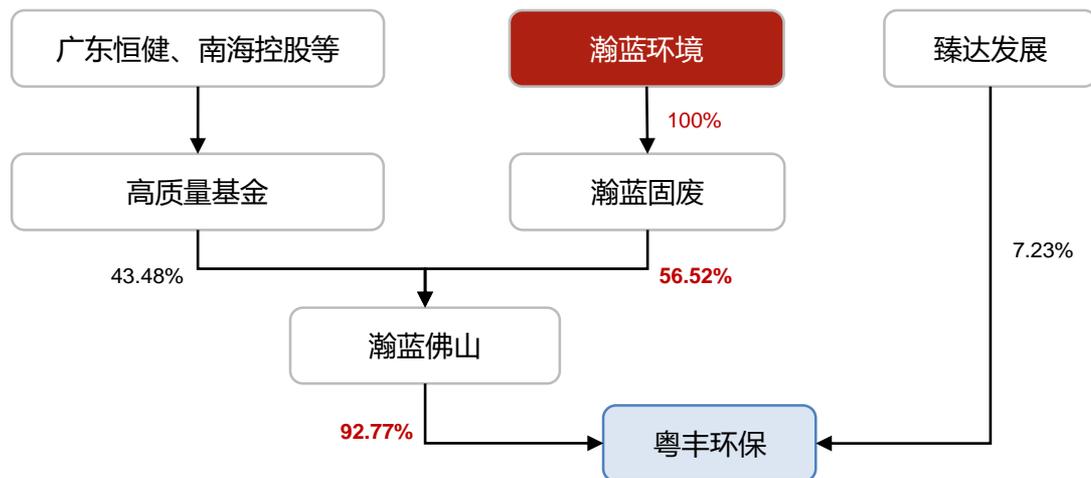
细分板块	公司	PB (MRQ)	负债率	应收账款及票据/总资产	减值损失/归母净利润	应收市值弹性系数	归母2023A (亿元)	归母2024E (亿元)	归母2025E (亿元)	归母2026E (亿元)	24-26归母复增	股息率 (TTM)	对应24年PE
固废	光大环境	0.45	64%	11%	-1%	70%	44.29	41.80	43.01	44.76	3%	5.99%	5.39
固废	瀚蓝环境	1.40	64%	12%	-14%	23%	14.30	16.79	17.39	18.81	6%	2.13%	10.93
固废	三峰环境	1.34	55%	9%	-10%	16%	11.66	12.22	13.59	14.98	11%	2.67%	12.09
固废	绿色动力	1.18	63%	11%	-5%	24%	6.29	5.91	6.64	7.39	12%	3.75%	15.72
固废	永兴股份	1.27	59%	7%	12%	13%	7.35	8.10	9.24	10.47	14%	3.56%	16.21
水务	兴蓉环境	1.21	59%	7%	-10%	14%	18.43	20.79	22.80	24.89	9%	2.35%	10.38
水务	洪城环境	1.38	60%	9%	-2%	17%	10.83	11.63	12.25	12.89	5%	4.40%	10.58
水务	北控水务集团	0.72	66%	12%	/	48%	18.96	19.82	21.76	23.85	10%	7.07%	10.47

注：光大环境市值、归母净利润的货币单位为港币，北控水务集团市值为港币，其余均为人民币

数据来源：Wind，东吴证券研究所（永兴股份和北控水务集团盈利预测为wind一致预期，其余均为东吴证券研究所预测）

- ✓ **政府&大股东支持，化债超预期。** 2023年第三季度公司收到南控集团公司支付的应收账款债权转让款9.88亿元。2024年12月4日，公司公告自24Q4初至今，已收到存量应收回款约4.4亿元，争取24年内再解决10-15亿元。加上24Q1-3已解决7.87亿元，全年有望解决22.27-27.27亿元，超出原20亿计划规模，基本解决1年以上应收款！
- ✓ **拟私有化粤丰环保，有望于25Q1末~Q2完成！**
  - **交易对价：**粤丰环保92.77%股权对应交易总价111亿港元，TTM口径下交易PE12.85。瀚蓝香港拟向计划股东按4.90港元/股支付现金对价，向购股权持有人按照0.51港元/份支付现金对价。若全部购股权均未行权，交易总价110.91亿港元，瀚蓝香港将持股粤丰92.77%；若除李咏怡25万份购股权外其他均行权，交易总价110.99亿港元，瀚蓝香港将持股粤丰92.78%。
  - **交易方案：**自有资金+并购贷现金收购，交易后瀚蓝环境间接持股52.4%。全资子公司瀚蓝固废与联合投资人高质量基金共同向瀚蓝佛山合计增资40.20亿元，增资后瀚蓝佛山注册资本为46亿元，同时瀚蓝佛山拟申请不超过人民币61亿元并购贷。瀚蓝佛山拟向其境外全资子公司瀚蓝香港增资至总股本不超过113亿港元（或人民币105亿元）用于支付对价。

图：瀚蓝环境收购粤丰环保预计持股结构



✓ **规模、业绩&现金流显著增厚，资产质地优秀、协同可期！**

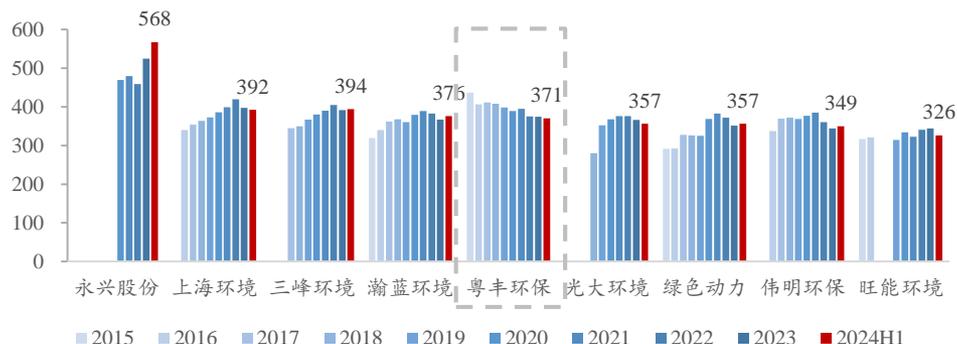
- **加码优质固废资产，并购后在手规模超9万吨/日位列A股第一行业前三。**截至24H1，粤丰在广东、广西、贵州、江西等12个省（直辖市）垃圾发电36个项目规模**54,540吨/日**，其中33个已运营**43,690吨/日**（控股已运营**34,940吨/日**）。若并购完成，瀚蓝垃圾焚烧业务将从总规模**45,050吨/日**（含控股运营、在筹建，及参股项目）提升至**99,590吨/日**。粤丰环保**49%**项目在广东，**区位协同！**2024H1产能利用率**109%**，吨发**370度/吨**，自用电率**13.74%**，优于行业均值**14.35%**。2024H1蒸汽销售量同比**+183%**至**14.7万吨**。

图：粤丰环保垃圾焚烧业务布局

垃圾焚烧发电项目位于广东、广西、贵州、江西、四川、山西、山东、河北、云南、上海、江苏及辽宁

省份	项目数量	每日城市生活垃圾总处理能力(吨)	百分比
广东	17	26,790	49.1%
广西	3	3,750	6.9%
贵州	2	2,250	4.1%
江西	1	800	1.5%
四川	2	5,000	9.2%
山东	1	1,800	3.3%
山西	1	1,200	2.2%
河北	3	2,850	5.2%
云南	2	2,000	3.7%
上海	1	3,800	7.0%
江苏	2	2,050	3.8%
辽宁	1	2,250	4.0%
合计	36	54,540	100%

图：9家垃圾焚烧上市企业吨发电量（度/吨）



图：10家垃圾焚烧上市企业吨上网电量（度/吨）



# 瀚蓝环境：“地方化债-促进重组-地方国企成长”闭环

- **显著增厚盈利，预计对应25年PE降至9倍：**①重组前瀚蓝23、24H1归母为14.30、8.87亿元，重组后23、24H1备考归母净利为17.59亿、10.50亿，分别增长 23.05%和 18.38%。②假设25Q1末完成并购，在不考虑债务置换降息下，预计25、26年瀚蓝归母为19.92、22.18亿元，同比+19%、11%，对应PE为9.2、8.3倍；在考虑债务置换降息下，预计25、26年瀚蓝归母为20.64、23.14亿元，同比+23%、12%，对应PE为8.9、7.9倍。

粤丰环保	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
<i>根据粤丰财务报表</i>						
营业收入 (亿元人民币)	74.34	45.86	19.88			
其中：建造收入	36.48	9.16	0.00			
归母净利润 (亿元人民币)	11.91	9.07	4.06			
<i>根据重大资产购买报告</i>						
按照香港准则会计政策净利润 (亿元人民币)	11.37	9.18	4.11			
模拟剥离后-净利润 (亿元人民币)	11.65	8.80	4.44			
模拟剥离后-归母净利润 (亿元人民币)	11.39	8.61	4.38			
归母净利润-按瀚蓝充分计提信用减值 (亿元人民币)		8.26	4.10	8.20	8.40	8.40
<b>瀚蓝环境</b>						
归母净利润 (亿元人民币)	11.46	14.30	8.87	16.79	17.39	18.81
yoy	-1.46%	25.23%	28.59%	17.4%	3.6%	8.1%
PE (对应2024/11/22)				10.9	10.5	9.7
<b>并购增厚</b>						
瀚蓝对粤丰持股		52.43%	52.43%	52.43%	52.43%	52.43%
并购贷带来财务费用增量 (亿元人民币, 假设61亿元并购贷利率3%)		1.83	0.92		1.83	1.83
<b>假设：①25Q1末完成，25年并表三个季度；②不考虑债务置换为粤丰降息</b>						
并购后归母预测-23、24H1为备考数据 (亿元人民币)		17.59	10.50	16.79	19.92	22.18
yoy					18.7%	11.3%
并购增厚归母 (亿元人民币)		3.30	1.63		2.53	3.37
并购后PE (对应2024/12/8)				10.9	9.2	8.3
<b>假设：①25Q1末完成，25年并表三个季度；②考虑债务置换为粤丰降息，假设粤丰24-26年有息负债维持23年底水平，平均利率率降至23年瀚蓝水平</b>						
瀚蓝环境平均利息率	3.56%	3.40%	3.24%			
粤丰环保平均利息率	4.52%	4.85%	4.98%			
为粤丰节约利息支出 (亿元人民币)					1.83	1.83
并购后归母预测 (亿元人民币)				16.79	20.64	23.14
yoy					23.0%	12.1%
并购增厚归母 (亿元人民币)					3.25	4.33
并购后PE (对应2024/12/8)				10.9	8.9	7.9

- **可持续现金流大增：**瀚蓝23、24H1剔除14号文及应收转让影响后经营性现金流净额17.50、9.61亿元，资本开支23.00、11.18亿元，自由现金流-5.50、-1.57亿元。根据粤丰业绩简报，23、24H1剔除14号文影响经营性现金流净额19.35（项目投运营高峰）、9.60亿港元，资本开支14.62、4.60亿港元，自由现金流4.72、5.00亿港元（按截至2024/12/8港元兑人民币即期汇率0.93，对应4.39、4.65亿元），粤海环保惠东、百色、曲阳项目处于规划中，预计24年粤丰环保自由现金流超10亿元人民币，后续有望持续增厚。
- **协同增厚潜力：**1) 存量贷款置换，带来成本下行。2) 区域协同，垃圾量调度优化运营。共同拓展业务。3) 供应链管理。4) 生产运营整合提升效率，如供热改造、数字化等。
- **风险提示：**重组进展不及预期，资本开支超预期上行，应收风险等。

表：粤丰环保规划中项目

	规模	总投资（亿元）
惠东项目	1500吨/日（其中一期750吨/日）	8.25
百色项目	1200吨/日（其中一期700吨/日）	4.29
曲阳项目	1050吨/日（其中一期700吨/日）	4.67

表：并购后现金流增厚测算

粤丰环保	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
经营性现金流净额：剔除14号文影响（亿港元）	22.07	19.35	9.60			
剔除14号文影响（亿元人民币）：按0.93汇率换算	20.52	17.99	8.93	18.00	18.00	18.00
资本开支：剔除14号文影响（亿港元）	39.05	14.62	4.60			
资本开支（亿元人民币）：按0.93汇率换算	36.31	13.60	4.28	7.00	4.00	3.00
自由现金流（亿元人民币）	-15.79	4.39	4.65	11.00	14.00	15.00
瀚蓝环境	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
经营性现金流净额：剔除14号文影响及存量应收解决额（亿元人民币）	11.95	17.50	9.61	20.55	21.29	23.02
资本开支：剔除14号文影响（亿元人民币）	32.00	23.00	11.18	13.80	10.00	5.00
自由现金流（亿元人民币）	-20.05	-5.50	-1.57	6.75	11.29	18.02
并购增厚	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
自由现金流（亿元人民币）				6.75	21.79	33.02

注：汇率参考截至2024/12/8港元兑人民币即期汇率0.93

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算（注：蓝色数字为披露值，黑色为计算值，红色为假设预测值）

**01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**

**02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**

2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估

2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间

2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放

2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出

**03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**

3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化

3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备

**04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**

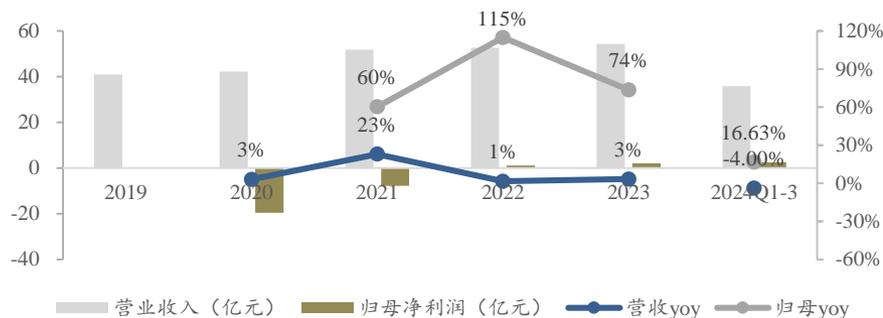
**05 投资建议与风险提示**

# 环保受益化债——成长

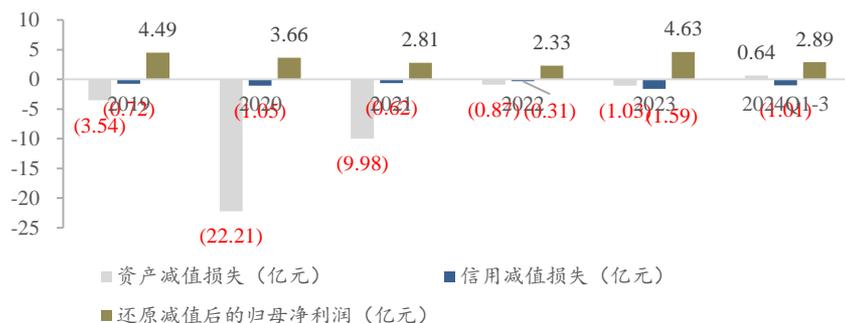
## 中金环境：环保业务拖累出清中，泵主业竞争力突出

- ✓ **化债解决存量包袱，释放成长性：**对于本身业务具备成长性，但有存量应收拖累的企业而言，在资金盘活后，主业能够获得更好的发展，释放成长性。
- **地方化债解决存量包袱。**截至2024Q3末公司应收账款+应收票据+合同资产合计29.38亿元，占总资产36%，占净资产104%，化债有助于现金流改善，减值计提冲回增厚盈利。
- **拟吸收合并子公司南方泵业，聚焦先进制造主业提升品牌竞争力。**公司为国内不锈钢多级离心泵龙头，**23年通用制造板块营收48亿元，净利润5.37亿元（同比+21%）**，在股权和管理层变更及复杂的宏观环境中仍然稳定增长，2019-2023年子公司南方泵业净利润复增22%，随小厂出清集中度提升及出海拓展，竞争力强化。
- **风险提示：**化债进展不及预期，行业竞争加剧等。

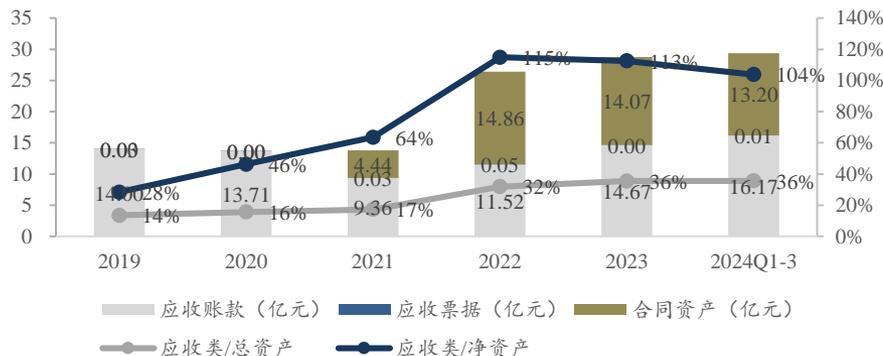
图：2019-2024H1中金环境营收和归母



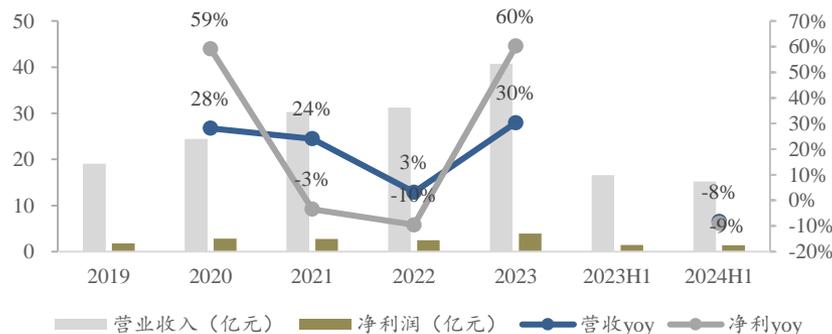
图：2019-2024H1减值影响



图：2019-2024H1应收类/总资产和应收类/净资产比重



图：2019-2024H1南方泵业收入和净利润



**01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**

**02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**

2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估

2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间

2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放

**2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出**

**03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**

3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化

3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备

**04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**

**05 投资建议与风险提示**

# 环保受益化债——化债弹性方向

## 化债弹性：关注应收类/资产占比大，减值影响业绩大的公司

✓ 环保行业内子板块比较（估值日期：2024/12/8）：

- 2024H1应收类/总资产top3：设计咨询（42%）、生态修复（40%）、环卫（29%）。
- 2024H1减值类/归母净利top3：水务工程（-45%）、环境监测（-38%）、环卫（-31%）。
- 2024H1应收类/总市值top3：生态修复（69%）、环卫（46%）、设计咨询（44%）。

图：截至2024H1环保子板块应收类/总市值情况

低估+高修复弹性	总市值/股东权益	负债率	应收类/总资产	减值损失/归母净利润	应收类/总市值
环保板块	1.5	58%	20%	-15%	32%
水务	1.3	60%	17%	-14%	32%
水务工程	1.7	57%	22%	-45%	31%
水务运营	1.0	61%	13%	-7%	35%
固废	1.4	55%	17%	-9%	28%
垃圾焚烧	1.4	57%	12%	-6%	20%
环卫	1.2	50%	29%	-31%	46%
再生资源	2.1	58%	16%	-13%	18%
危废	1.8	56%	18%	-20%	23%
再生塑料	2.2	43%	6%	-3%	5%
生物柴油	2.1	58%	3%	当期业绩为负	4%
锂电回收	2.6	62%	19%	-9%	19%
环保设备	2.1	58%	27%	-10%	31%
大气治理	1.7	57%	21%	-17%	30%
生态修复	2.1	71%	40%	当期业绩为负	69%
设计咨询	1.9	49%	42%	-21%	44%
环境监测	1.9	41%	26%	-38%	23%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（估值日期：2024/12/8）

注：应收类=应收账款+应收票据+合同资产；减值损失=信用减值损失+资产减值损失

## 环保受益化债——化债弹性方向

✓ 建议关注应收类/资产和应收类/总市值占比大、减值影响业绩大的子板块：

1) **水务工程**：【**武汉控股**】PB 0.97，应收市值弹性系数110%；【**碧水源**】24H1应收类/总资产21%，减值-2.59亿，归母-0.73亿，PB 0.80，应收市值弹性系数69%。

2) **生态修复**：【**建工修复**】24H1减值类/归母-1030%，应收市值弹性系数107%；【**蒙草生态**】24H1减值类/归母-251%，应收市值弹性系数33%。

3) **环卫**：重点推荐【**宇通重工**】24H1减值类/归母-58%，应收市值弹性系数23%；建议关注【**侨银股份**】【**福龙马**】【**玉禾田**】【**盈峰环境**】（估值日期：2024/12/8）

表：2024H1化债弹性标的

细分板块	公司	PB (MRQ)	负债率	应收类/总资产	减值损失/归母净利润	应收市值弹性系数
水务工程	武汉控股	0.97	76%	25%	-49%	110%
水务工程	碧水源	0.80	62%	21%	/	69%
生态修复	建工修复	1.52	54%	75%	-1030%	107%
生态修复	蒙草生态	2.56	62%	32%	-251%	33%
环卫	侨银股份	1.81	68%	42%	-15%	72%
环卫	福龙马	1.24	45%	46%	-30%	68%
环卫	玉禾田	1.70	44%	50%	-13%	52%
环卫	盈峰环境	0.94	38%	22%	-9%	38%
环卫	宇通重工	2.71	42%	36%	-58%	23%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（估值日期2024/12/8）

注1：应收类=应收账款+应收票据+合同资产

注2：减值类=信用减值损失+资产减值损失

注3：应收类含少数股东权益部分，总市值反映的是归母股东权益部分的股权价值，为剔除少数股东影响，我们以“应收类/（股东权益\*PB）”作为“应收市值弹性系数”

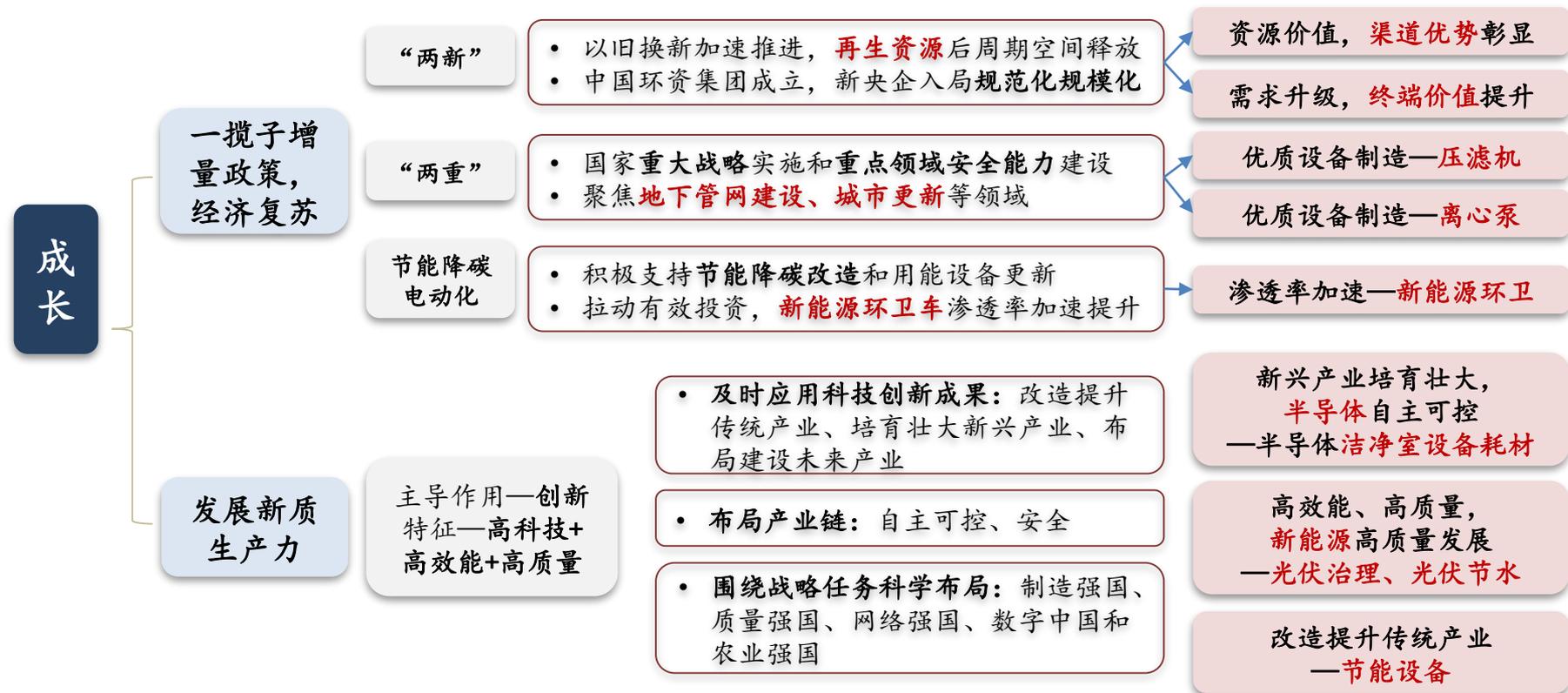
- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

# 成长：把握一揽子增量政策与新质生产力

## 成长把握一揽子增量政策与新质生产力

✓ 一揽子增量政策推动，把握新质生产力。外部环境不确定性提升，一揽子增量政策推进落地，积极看好经济企稳回升。2025年“两新”“两重”仍有增量，节能降碳电动化加速推进，关注**再生资源、地下管网建设城市更新、新能源环卫车**。发展环保新质生产力。新兴产业壮大产业链自主可控，发展高科技高效能高质量，传统产业改造提升。关注**半导体洁净室设备及耗材、光伏治理/节水、传统行业节能设备**。

图：2025年年度环保板块成长投资框架

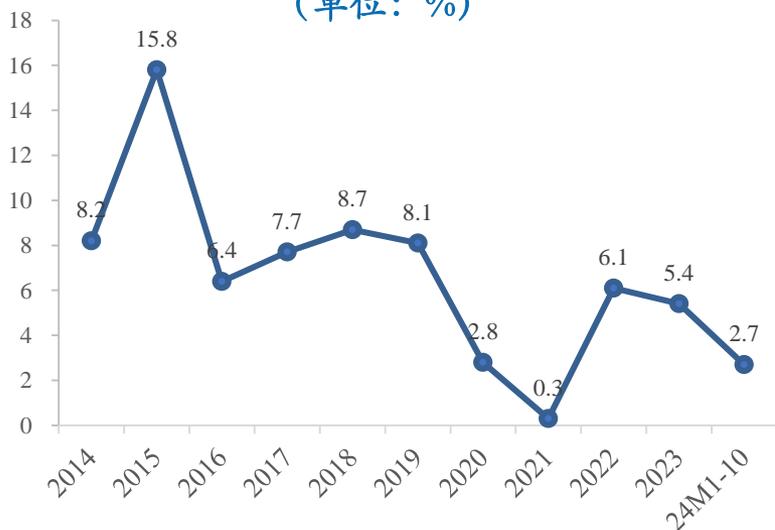


# 成长：经济复苏稳增长，一揽子增量政策推进

## 经济复苏稳增长，一揽子增量政策推进

- ✓ **经济复苏稳增长，一揽子增量政策推进。** 为了支持经济复苏稳增长，一揽子增量政策推进落地。2024年第三季度消费、投资、净出口对于GDP拉动分别为1.4%、1.3%、2.0%，出口是经济的重要支撑。当前外部国际环境不确定性增强，2024年前十个月一般公共预算支出累计同比+2.7%，仍有较大调节空间刺激内需。
- ✓ **增量政策可持续期待。** “两新” “两重” 支撑2024年经济增长卓有成效，2025年有望加码，节能降碳电动化加速推进。重点关注：**1) 再生资源：**“两新” 推动资源再生空间释放，财政支持+中国资源循环集团成立，再生资源模式优化，重点推荐渠道优势和终端价值提升。**2) 重点领域基建：**“两重” 涉及8个方面，17个投向，聚焦地下管网建设、城市更新等领域，重点推荐优质制造压滤机和离心泵。**3) 节能降碳电动化：**拉动有效投资，新能源环卫车渗透率加速提升。

图：2014年以来中国一般公共预算支出累计同比 (单位：%)



图：最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP当季同比拉动 (单位：%)

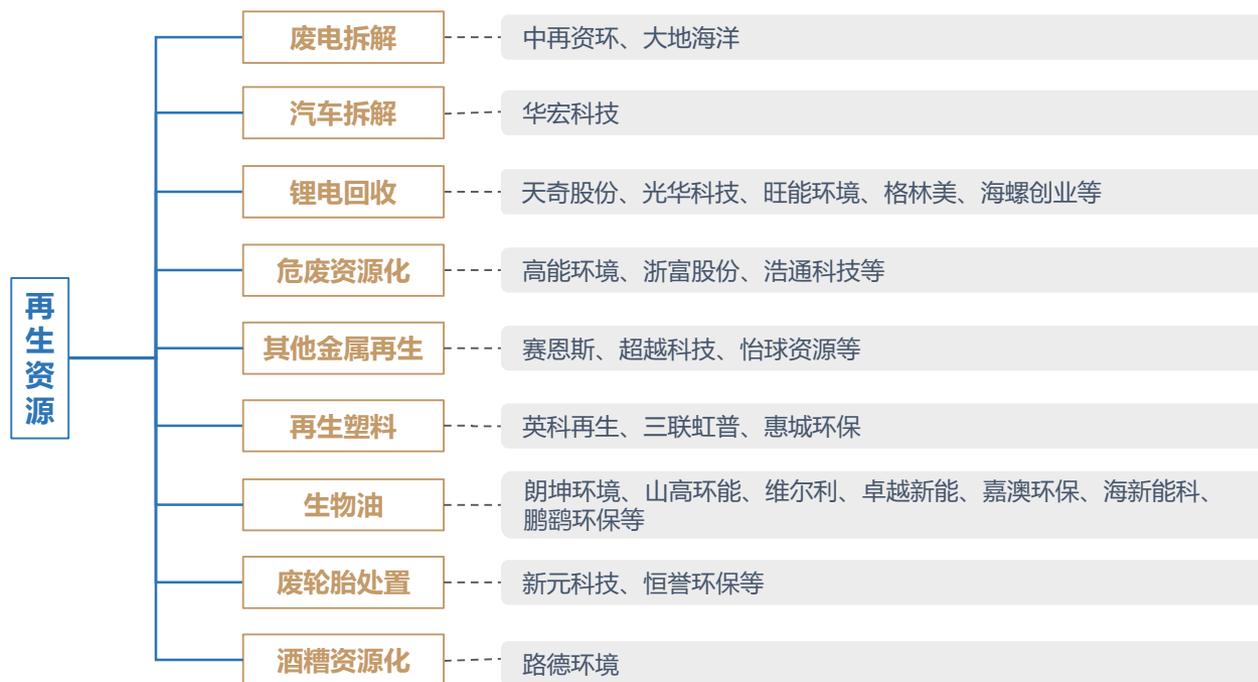


- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

## 再生资源：关注资源价值+需求升级

- ✓ “两新”推动再生资源空间释放格局优化，重点关注资源价值，渠道优势彰显和需求升级，终端价值提升。
- **资源价值：**1) 废家电/报废汽车拆解：贡献“两新”重要增量，回收规范化，地区先发优势与回收资产优势将持续提升。建议关注：废家电拆解【中再资环】【大地海洋】，报废汽车拆解【华宏科技】。2) 废油脂利用：原料端UCO出口退税取消，鼓励本土利用，长期废油脂资源将供不应求，建议关注【朗坤环境】掌握UCO资源，后端一体化布局。
- **需求升级：**再生油：产品端UCOME存结构性替代机遇，SAF当前产能稀缺，需求增量空间大，建议关注：SAF生产商【嘉澳环保】【海新能科】【鹏鹞环保】等。

图：再生资源细分领域及相关上市公司



# 成长：“两新”推动再生资源空间释放格局优化

## 再生资源：“两新”推动再生资源空间释放

- ✓ 政策持续加码，“两新”增量可期。1) 2024年2月：中央财经委第四次会议，提出“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”；2) 2024年3月：国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，行动方案落地；3) 2024年7月：国家发展改革委、财政部联合发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持“两新”。从首次提出，到可执行方案落地，到资金到位支持，“两新”有效支撑经济企稳。2024年11月，发改委表示，“两新”支持政策有望再加力，继续加大支持力度、扩大支持范围的政策正在酝酿出台。
- ✓ 刺激消费+双碳推进+资源安全，再生资源具备长期成长性。无论是来自消费部门的刺激（汽车、家电），还是双碳/能源安全要求（能源金属、有色金属、塑料、生物质燃料等），再生资源具备长期成长性。

图：2024年11月以来关于“两新”政策表述

日期	部门	相关内容
11月20日	国家发改委	对大规模设备更新和消费品以旧换新的“两新”支持政策有望再加力， <b>继续加大支持力度、扩大支持范围的政策正在酝酿出台</b>
11月21日	商务部	商务部将 <b>提前谋划汽车以旧换新的接续政策</b> ，确保市场预期稳定，并继续推动汽车流通和消费的健康增长

图：2024年3月“两新”行动方案中对于再生资源的相关表述

再生资源	相关表述
汽车拆解	到2027年，报废汽车回收量较2023年增加约一倍，二手车交易量较2023年增长45%
废电拆解	到2027年，废旧家电回收量较2023年增长30%。完善废弃电器电子产品处理支持政策，研究扩大废弃电器电子产品处理制度覆盖范围
再生金属/再生塑料	支持建设一批废钢铁、废有色金属、废塑料等再生资源精深加工产业集群。探索建设符合国际标准的再生塑料、再生金属等再生材料使用情况信息化追溯系统。持续提升废有色金属利用技术水平，加强稀贵金属提取技术研发应用
生物柴油	积极有序发展以废弃油脂、非粮生物质为主要原料的生物质液体燃料
电池再生	及时完善退役动力电池、再生材料等进口标准和政策。加快风电光伏、动力电池等产品设备残余寿命评估技术研发，有序推进产品及关键部件梯次利用

# 成长：“两新”推动再生资源空间释放格局优化

## 再生资源：“两新”推动再生资源空间释放

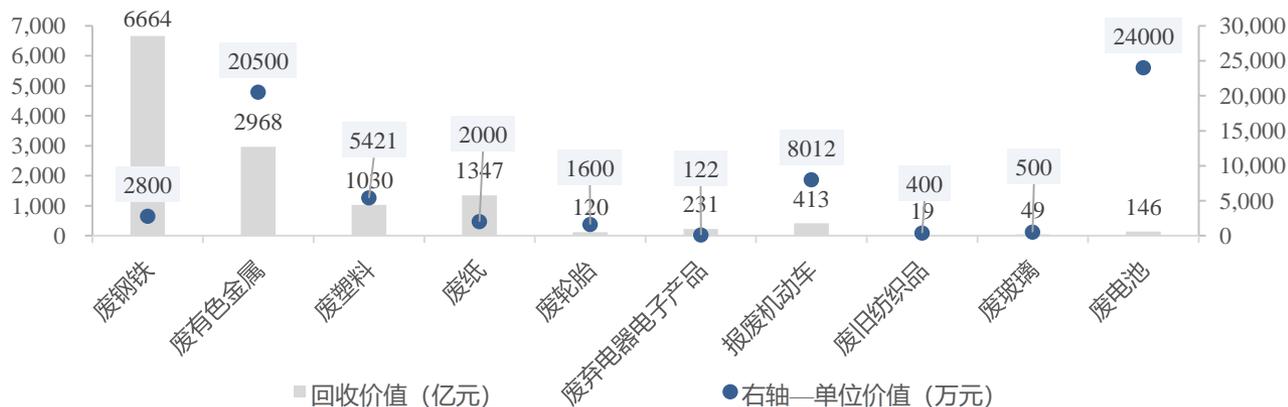
✓ 再生资源产值接近1.3万亿元。根据《中国再生资源回收行业发展报告》，2023年中国十个品种再生资源回收总量约3.76亿吨，同比+1.5%，回收总价值1.30万亿，同比-1.2%，主要是部分再生资源回收价格下降。

✓ 消费类增速快，金属材料价值量更高。2023年报废机动车、废电池回收量增速20%+，增速高。从单位价值量来看，废有色金属、废电池、报废机动车单位价值量更高。

图：2020-2023年十个主要品种再生资源回收情况

名称	单位	2020	2021	2022	2023	2023同比	2020-2023CAGR
废钢铁	万吨	25762	25021	24081	23800	-1%	-3%
其中：大中型钢铁企业	万吨	23262	22621	21731	21400	-2%	-3%
其中：其他企业	万吨	2500	2400	2350	2400	2%	-1%
废有色金属	万吨	1230	1348	1375	1448	5%	6%
废塑料	万吨	1600	1900	1800	1900	6%	6%
废纸	万吨	5493	6491	6585	6737	2%	7%
废轮胎	万吨	645	640	675	750	11%	5%
废弃电器电子产品	数量	18500	20200	18800	19000	1%	1%
	重量	426	463	415	420	1%	0%
报废机动车	数量	240	300	399	516	29%	29%
	重量	596	679	821	1060	29%	21%
废旧纺织品	万吨	430	475	415	480	16%	4%
废玻璃	万吨	969	1005	850	980	15%	0%
废电池（铅酸电池除外）	万吨	33	42	51	61	20%	23%
合计（重量）	万吨	37184	38064	37068	37636	2%	0%

图：2023年十个主要品种再生资源回收总价值与单位价值



# 成长：“两新”推动再生资源空间释放格局优化

## 再生资源：中国资源循环集团成立，渠道规范&格局优化

✓ “两新”政策重点解决突破再生产业痛点。针对上游如何用合理的价格回收足量的原料，中游如何体现制造优势，下游如何实现通畅销售，政策有力推进解决，护航产业健康发展。

图：“两新”政策重点解决突破再生产业痛点

### 上游 资源回收

#### 发展痛点：

足量可回收资源、合理的回收成本

**更新替换驱动再生量释放：**目标到2027年，报废汽车回收量较2023年增加约一倍，二手车交易量较2023年增长45%，废旧家电回收量较2023年增长30%

**渠道效率：**1) 加快“换新+回收”物流体系和新模式发展，支持生产、销售企业建立逆向物流体系或与专业回收企业合作，上门回收。2) 进一步完善再生资源回收网络，支持建设一批集中分拣处理中心。3) 优化报废汽车回收拆解企业布局，推广上门取车服务模式。4) 完善公共机构办公设备回收渠道。5) 支持废旧产品设备线上交易平台发展

**渠道规范：**1) 完善材料和零部件易回收、易拆解、易再生、再制造等绿色设计标准。制修订废弃电器电子产品回收规范等再生资源回收标准。2) 推广资源回收企业向自然人报废产品出售者“反向开票”做法。配合再生资源回收企业增值税简易征收政策。

### 中游 再生利用

#### 发展痛点：

格局分散，头部优势难以体现

**有序推进再制造和梯次利用：**1) 鼓励对具备条件的废旧生产设备实施再制造，再制造产品设备质量特性和安全环保性能应不低于原型新品。2) 推广应用无损检测、增材制造、柔性加工等技术工艺，提升再制造加工水平。3) 深入推进汽车零部件、工程机械、机床等传统设备再制造，探索在风电光伏、航空等新兴领域开展高端装备再制造业务。4) 加快风电光伏、动力电池等产品设备残余寿命评估技术研发，有序推进产品设备及关键部件梯次利用。

**推动资源高水平再生利用：**1) 推动再生资源加工利用企业集聚化、规模化发展，引导低效产能逐步退出。2) 完善废弃电器电子产品处理支持政策，研究扩大废弃电器电子产品处理制度覆盖范围。3) 支持建设一批废钢铁、废有色金属、废塑料等再生资源精深加工产业集群。4) 积极有序发展以废弃油脂、非粮生物质为主要原料的生物液体燃料。5) 探索建设符合国际标准的再生塑料、再生金属等再生材料使用情况信息化追溯系统。6) 持续提升废有色金属利用技术水平，加强稀贵金属提取技术研发应用。7) 及时完善退役动力电池、再生材料等进口标准和政策。

### 下游 资源销售

#### 发展痛点：

销售渠道、绿色溢价

**支持再生产品消费：**1) 持续优化二手车交易登记管理，促进便利交易。2) 大力发展二手车出口业务。推动二手电子产品交易规范化，防范泄露及恶意恢复用户信息。3) 推动二手商品交易平台企业建立健全平台内经销企业、用户的评价机制，加强信用记录、违法失信行为等信息共享。4) 支持电子产品生产企业发展二手交易、翻新维修等业务。

**保障绿色溢价：**1) 探索建设符合国际标准的再生塑料、再生金属等再生材料使用情况信息化追溯系统。2) 完善碳标签等标准体系，充分发挥标准引领、绿色认证、高端认证等作用。3) 中央财政设立专项资金，支持废弃电器电子产品回收处理工作。进一步完善政府绿色采购政策，加大绿色产品采购力度。

# 成长：“两新”推动再生资源空间释放格局优化

## 再生资源：中国资环集团成立，渠道规范&格局优化

✓ **新央企成立快速入局。**2024年10月18日，中国资环集团由国资委、中国石化、中国宝武、华润集团、中国五矿、中铝集团组建成立。习总书记提到中国资环集团要“**打造全国性、功能性的资源回收再利用平台推动国民经济循环质量和水平持续提升**”，李强总理提到中国资环集团“**搭建多层次、立体化、高效率的资源回收再利用体系落实新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新行动建设世界一流资源循环再利用产业集团**”。集团通过市场化重组整合国资央企相关资产和业务，同时并购重组行业优秀企业，快速入局。集团目标到2030年末，力争回收网络遍布全国主要省区和城市，主要回收品类市场份额占到20%以上。央企入局行业加速集中，再生资源行业规范化、规模化。

图：中国资源循环集团加速产业链布局

图：中国资源循环集团股权结构



产业链公司	控股股东	主要业务	合作近况
欧冶链金	中国资环集团 (原控股股东宝武钢铁)	工信部公示第二批符合废钢铁加工企业准入条件的企业，着力培育废钢保供基地、汽车拆解、船舶拆解、工业拆除、再生有色金属回收和海外投资贸易六大产业	已收购
华润环保	中国资环集团 (原控股股东华润集团)	聚焦绿色供应链、新能源循环利用、绿色纤维、一般固废资源化、危废资源化和香港资源循环业务	已收购
新源劲吾	中国资环集团 (原控股股东中国电力)	专注于光伏组件彩色化创新应用及光伏组件综合利用	已收购，由华润环保进行重组
中节能(汕头)再生资源公司	中国节能环保集团	废旧电器、电子器件拆解回收及加工处理、火法处理电子废弃物技术与工业化研究、稀贵金属冶炼、金属废料和其它工业固体废物利用	调研
湖南锂汇通新能源	中国五矿集团	中国五矿的旗下长沙矿冶研究院有限责任公司为新能源汽车退役动力电池回收业务板块设立的子公司	调研

# 家电/汽车拆解：贡献“两新”重要增量，渠道优势显著

## 家电、汽车拆解是“两新”推动下贡献的重要增量

- ✓ **家电、汽车拆解为增长主力。**根据《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，财政发力家电与汽车，目标到2027年，报废汽车回收量较2023年增加约1倍，废旧家电回收量较2023年增加30%，增量明显。
- ✓ **其他主要再生资源量持续提升。**根据国务院《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》，到2025年废钢铁、废铜、废铝、废铅、废锌、废纸、废塑料、废橡胶、废玻璃等主要再生资源年利用量达到4.5亿吨，2023年以上主要再生资源回收量为3.6亿吨，2024、2025年国内主要再生资源利用率年化增速12%。

图：“两新”政策驱动下，家电、汽车回收空间测算

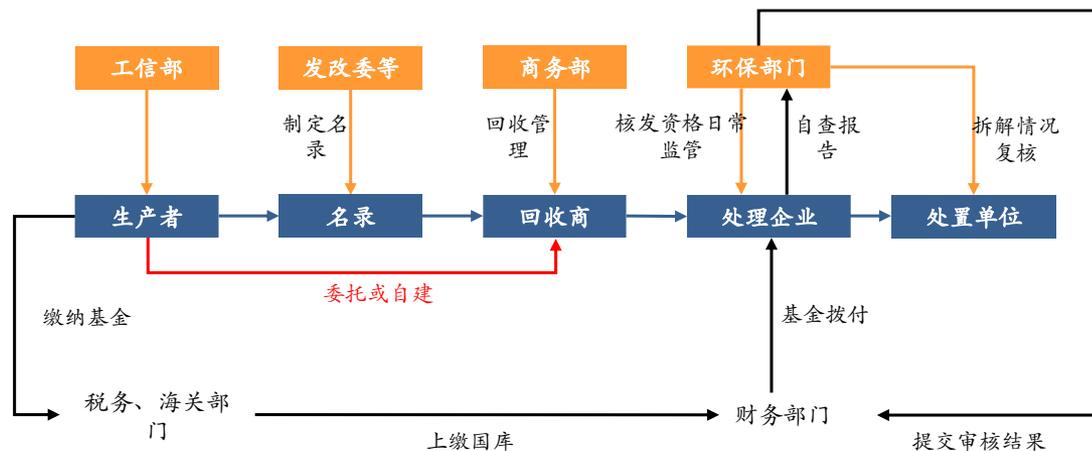
品类	“两新”对于更新补贴	2023年回收量 (万台)	2027年目标 (万台)	2023-2027CAGR	保有量
家电	冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类给予以旧换新补贴。 补贴标准为产品销售价格的 <b>15%</b> ，对于1级及以上能耗或水耗标准的产品，额外再给予 <b>5%</b> 的补贴，每件补贴不超过 <b>2000元</b> 。	19000	24700	7%	截止2024年9月，主要家电保有量超过 <b>30亿台</b>
汽车	报废国三及以下营运类柴油货车，报废并更新补贴单车 <b>8万元</b> ，无报废只更新补贴单车 <b>3.5万元</b> ，只提前报废补贴单车 <b>3万元</b> 。 更新车龄8年及以上新能源公交车及动力电车，单车补贴 <b>6万元</b> 。 个人消费乘用车，报废并购置符合标准乘用车，新能源单车补贴 <b>2万元</b> 、燃油单车补贴 <b>1.5万元</b> 。	516	1032	19%	截至2023年底，国三及以下排放标准燃油乘用车保有量约1370.8万辆，车龄超6年以上的的新能源乘用车保有量约83.7万辆，符合条件的老旧汽车保有量约 <b>1454.5万辆</b> 。

# 家电/汽车拆解：贡献“两新”重要增量，渠道优势显著

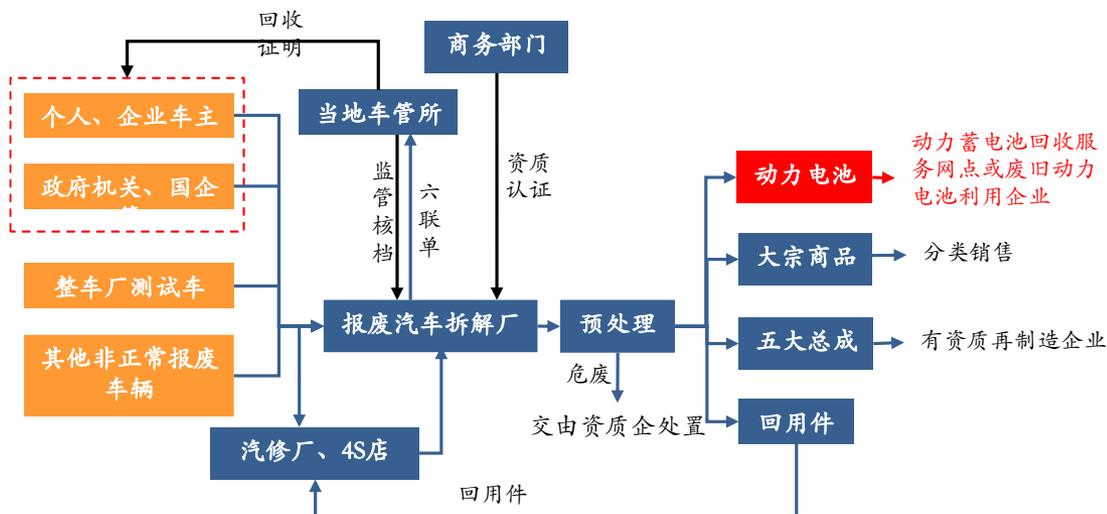
## 家电/汽车拆解，渠道优势显著

- ✓ 废料大部分面向C端，回收渠道分散。再生资源上游资源回收环节核心来自合理的回收成本获得足量可回收的资源。废旧家电、废旧汽车等回收主要面向C端，导致天然回收渠道较为分散。同时叠加回收价值量不高（废家电更为明显），多层回收商、贸易商层层加价，抬高再生资源企业回收的难度与成本。
- ✓ 回收规范化，渠道优势明显。分析废电拆解和报废汽车拆解回收流程，我们发现回收项目区域布局明显，且需要通过相关政府部门获取回收处理资质。随着政策对于回收渠道的持续规范，地区先发优势与回收资质优势将持续提升。

图：废弃电器电子产品回收流程



图：报废机动车回收拆解流程



# 家电/汽车拆解：贡献“两新”重要增量，渠道优势显著

- ✓ 家电/汽车拆解贡献“两新”重要增量，行业规模化规范化，地区先发优势与回收资质优势将持续提升。  
建议关注：【中再资环】全国家电拆解龙头，背靠股东供销社体系优势显著；【大地海洋】浙江家电拆解头部公司，“虎哥模式”打造互联网+回收新形态；【华宏科技】报废汽车拆解+运营。

表：废家电拆解/报废汽车拆解相关企业估值表（估值日期：2024/12/8）

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600217.SH	中再资环	102	0.66	3.40	3.88	4.29	4%	414%	14%	11%	155	30	26	24
301068.SZ	大地海洋	33	0.55	/	/	/	0.4%	/	/	/	60	/	/	/
002645.SZ	华宏科技	46	-1.59	1.08	2.47	3.68	-139%	-168%	129%	49%	/	42	19	12

## 生物柴油：2024M1-10生物柴油出口量同比-44%，出口均价同比-14%

✓ 生物柴油出口量价跟踪：①2023年以来欧盟ISCC&反规避调查下，海外采购方持谨慎态度。2023年4月以来欧盟ISCC持续加强原材料监管，2023年8月17日欧委会提出反规避调查，主要针对印尼经由中国和英国出口到欧洲的生物柴油，海外采购谨慎，2023年生物柴油出口量195万吨（同比+9%），出口增速放缓，出口均价1219美元/吨（同比-27%）。②反倾销调查开启进一步遏制海外需求。欧盟委员会于2023年12月20日立案对中国生柴进行反倾销调查，2024年7月宣布临时反倾销关税，市场低迷情绪加剧，2024M1-10生物柴油出口量97万吨（同比-44%），出口均价1062美元/吨（同比-14%）。

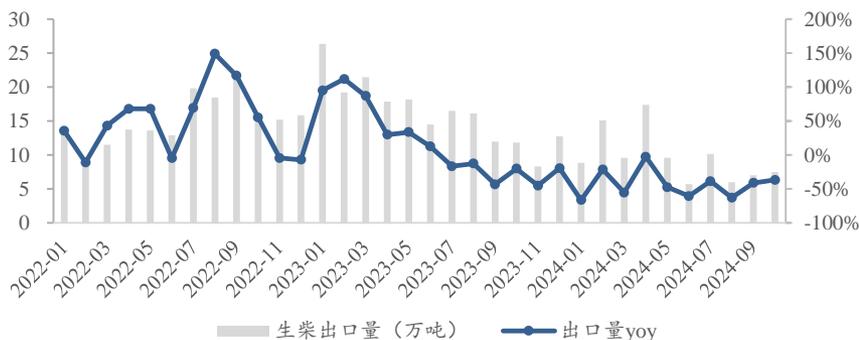
图：2017-2024M10生物柴油出口量及增速



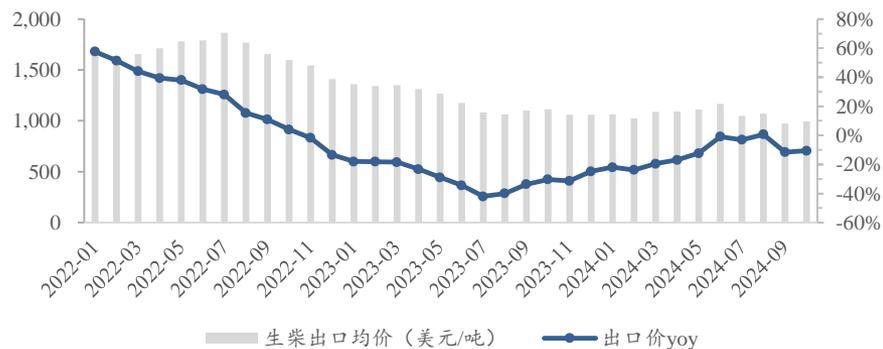
图：2017-2024M10生物柴油出口均价及增速



图：2022-2024M10生物柴油月度出口量及增速



图：2022-2024M10生物柴油月度出口均价及增速



## 生物柴油：欧盟对中国生柴企业实施临时反倾销关税，SAF暂未被征收

- ✓ 欧盟对中国生物柴油企业实行临时反倾销关税，SAF产品暂时未受影响。2024年7月19日，欧盟委员会宣布对中国生物柴油企业实施临时反倾销关税，税率从12.8%到36.4%不等，**将于8月中旬实施**。此次调查预计将持续到2025年2月，届时将确定为期五年的最终反倾销税。欧盟在此次调查中暂时排除了可持续航空燃料（SAF）产品。

图：针对中国企业临时反倾销税率示例

企业名称	倾销幅度 (Dumping margin)	损害幅度 (Injury margin)	临时反倾销税 (Provisional antidumping duty)
<b>易高</b> ：易高生物化工科技（张家港）有限公司及其子公司	12.8%	16.4%	12.8%
<b>嘉澳</b> ：浙江东江能源、浙江嘉澳、嘉澳国际贸易	36.4%	37.1%	36.4%
<b>卓越</b> ：龙岩卓越新能源股份有限公司、厦门卓越生物质能源有限公司	25.4%	44.3%	25.4%
配合欧盟委员会调查的其他合作公司	23.7%	32.6%	23.7%
所有其他公司	36.4%	44.5%	36.4%

## 生物柴油：欧盟交通领域可再生能源占比目标加码，生物柴油享强制添加政策支持

- ✓ 可再生能源在交通运输部门占比目标持续加码。
- 2021年7月14日，欧盟出台Fit for 55和RED II 修改方案，提出到2030年，交通燃料的温室气体排放强度目标**降低13%**，相当于可再生能源在交通运输部门最终能源消耗中的份额至少达到**26%**。
- 2023年10月，欧盟新的可再生能源指令要求，在交通领域，成员国可以选择以下两种目标之一：1) 到2030年，减少温室气体强度**14.5%**；2) 到2030年，在交通领域可再生能源占最终能源消耗至少占**29%**。
- ✓ 生物柴油享强制添加政策支持。欧盟各国政策规定，化石柴油中要强制添加一定比例的生物柴油，比例在**8%-20%不等**。碳减排及强制添加驱动下，欧盟地区生柴添加比例逐年提升，2020年添加比例达**9.21%**。
- ✓ 对先进生物燃料part A 设置强制添加下限。根据REDII+，2022年part A在运输部分能源最终消耗份额至少为0.2%，2025年至少0.5%，2030年至少2.2%。根据REDIII，2030年先进生物燃料（通常源自非食品原料）和非生物来源可再生燃料（主要是可再生氢和氢基合成燃料）占交通部门可再生能源供应份额的5.5%。

图：欧盟生物燃料分类和政策目标变化

		2009年	2018年	2021年	2023年
		可再生能源指令 (RED)	修订版可再生能源指令 (REDII)	建议修改REDII (REDII+)	修订后的可再生能源指令协议 (REDIII)
<b>传统生物柴油</b> 谷物和其他富含淀粉的作物、糖和油料作物 <b>先进生物柴油-PART B</b> 废弃食用油、动物油脂 <b>先进生物柴油-PART A</b> 藻类、未分类城市垃圾、稻草、动物粪便、棕榈油厂的废水和空棕榈油果串、甘蔗渣、坚果壳、玉米棒、林业废弃物等	总目标	2020年交通运输业可再生能源达到10%	2030年交通运输业可再生能源达到14%，相当于可再生能源在交通运输部门最终能源消耗中的份额至少达到26%	2030年交通运输燃料温室气体排放减少13%	2030年交通运输燃料温室气体排放减少14.5%，或在交通领域可再生能源占最终能源消耗至少占29%
	以粮食为基础的传统生物柴油上限	2020年交通运输能源最终消耗中的份额降至7%（2015年提出土地间接利用变化指令ILUC后）	2020年交通运输能源最终消耗中的份额不超过7%	到2030年，从7%下降到3.8%；2023-2030年，高ILUC原料使用减少到0（单倍计算）	
	PART B上限	/	到2030年交通运输行业1.7%（2倍计算）	到2030年交通运输行业1.7%（单倍计算）	
	PART A强制比例	/	在运输部门能源最终消耗中的份额：2022年应至少为0.2%，2025年至少1%，2030年至少3.5%（2倍计算）	在运输部门能源最终消耗中的份额：2022年应至少为0.2%，2025年至少0.5%，2030年至少2.2%（单倍计算）	2030年，先进生物燃料和非生物来源的可再生燃料份额5.5%，其中非生物来源的可再生燃料的最低份额为1%

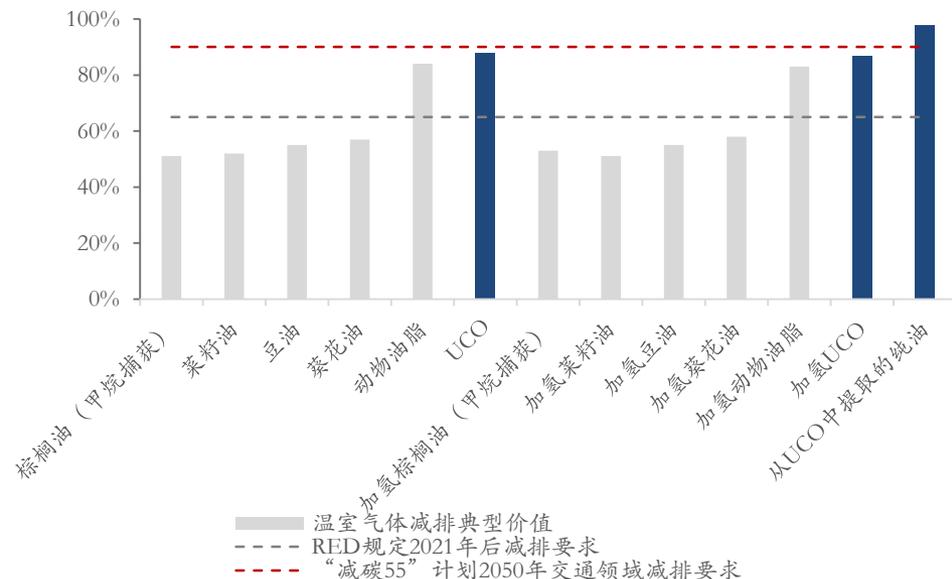
## 生物柴油：欧盟逐步淘汰以粮食为原料的生物燃料，UCOME减排显著迎替代良机

- ✓ 欧盟限制以粮食为基础的传统生物柴油，逐步淘汰高ILUC原料的使用。到2030年以粮食为基础的传统生柴添加上限从7%降至3.8%。**高风险间接土地利用变化(ILUC)原料（如棕榈油、大豆油）**的使用必须在2023年之前限制在2019年的水平，**在2030年之前逐步淘汰**。原料限制下，UCOME有望成为棕榈油甲酯、大豆油甲酯等以粮食为原料的生柴的替代主力。2021年生柴原料中UCO占比23%，棕榈油占比18%，大豆油占比6%。
- ✓ UCO制备的生物柴油（UCOME）较传统石化柴油减碳比例最高达98%，减碳经济效益显著。传统植物油制成的生物柴油减碳比例达不到欧盟REDII保守政策目标中规定的2021年后交通领域生物燃料温室气体减排65%的要求，而2020年欧盟发布的《可持续及智能交通战略》将2050年交通领域温室气体减排目标提高至90%，需要更多UCOME的支撑，因此以UCO为基础原料的生物柴油市场潜力较大。1吨生物柴油可实现约**2.83吨碳减排**。按欧盟碳配额24年10月均价**69.24美元/吨**（按历史汇率计算），生物柴油的减碳经济效益为**196美元/吨**，随着欧盟减碳要求升级，长期碳价看涨，UCOME减碳经济效益提升。

图：欧盟生柴和氢化生柴原料使用（万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021占比
菜籽油	635	670	680	600	600	550	580	39%
棕榈油	234	230	280	250	265	265	263	18%
UCO	240	264.4	270	280	315	330	340	23%
动物脂肪	103	73	71	87	90	115	115	8%
豆油	54	63	70	90	100	100	95	6%
葵油	21	25.5	24.6	24.7	26.5	24.5	23	2%
其他	55.9	44.4	56.4	62.7	76.8	66.2	67.5	5%

图：不同原材料制成的生物柴油的碳减排量



**欧盟需求测算：预计2030年欧盟UCOME供需缺口1142万吨，对应市场空间1028亿元，23-30年复增18%**

✓ 欧盟UCOME需求测算：

- 我们假设：1) 保守预期生物柴油掺混比例到2030年达16%，根据欧盟相关政策，2030年以粮食为基础的传统生柴添加比例降至3.8%，假设传统生柴退出产生的缺口主要由UCOME弥补，2030年UCOME的交通掺混率为10%，其余2.2%为其他原料，UCOME掺混率2021-2030年匀速增长；2) 欧盟UCO生产占比与2021年保持一致；3) 2022-2030年欧盟UCOME价格参照中国生物柴油2022年出口均价。
- 我们预计：2030年UCOME的欧盟需求量达1527万吨，2022-2030年复合增速16%。2030年欧盟UCOME供需缺口达1142万吨，假设UCOME出口均价逐步回升2027-2030年维持9000元/吨，对应2030年市场空间1028亿元，2023-2030年复合增速18%。

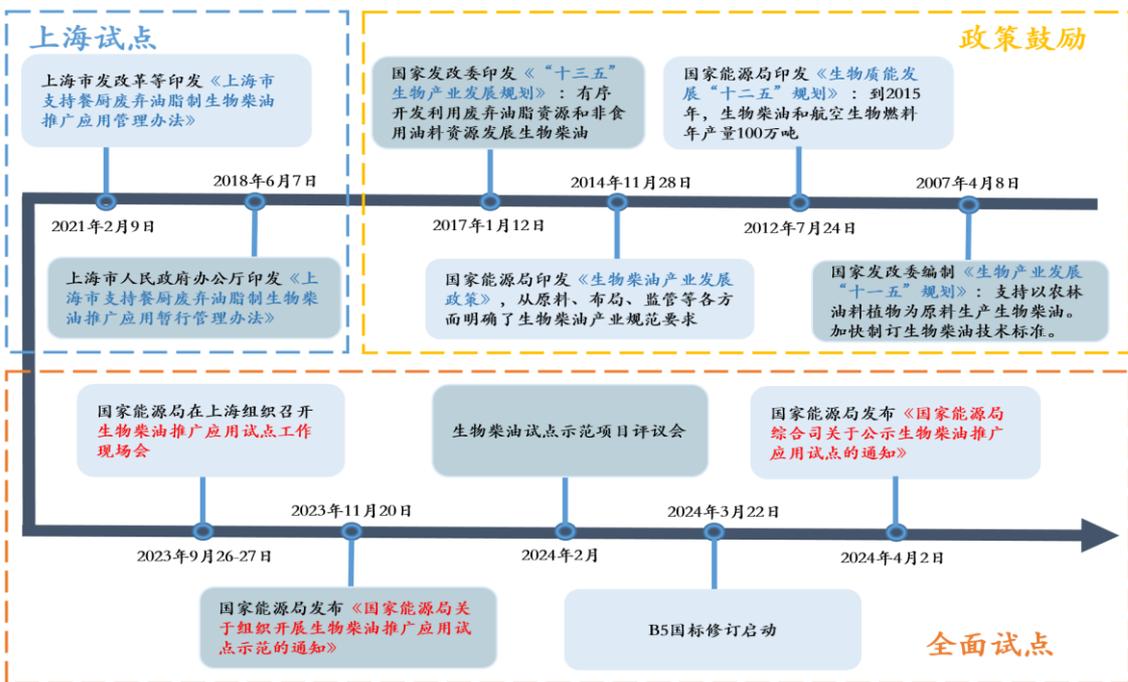
表：2023-2030年欧盟UCOME需求测算

年份	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
欧盟生物柴油需求量测算 (万吨)	1601	1989	2138	2299	2327	2355	2384	2413
需求yoy		7.5%	7.5%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
欧盟UCOME理论需求 (万吨)	570	685	823	931	1054	1192	1349	1527
需求yoy		20.18%	20.18%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%	13.16%
欧盟UCOME理论供给 (万吨)	259	274	290	307	324	343	363	384
欧盟UCOME供需缺口 (万吨)	311	411	533	625	729	849	986	1142
需求yoy		32.15%	29.76%	17.15%	16.76%	16.42%	16.12%	15.86%
UCOME价格 (元/吨)	8639	7640	8000	8500	9000	9000	9000	9000
欧盟UCOME市场空间 (亿元)	331	380	510	631	777	900	1042	1028
市场空间yoy		14.88%	34.12%	23.77%	23.02%	15.92%	15.67%	-1.31%

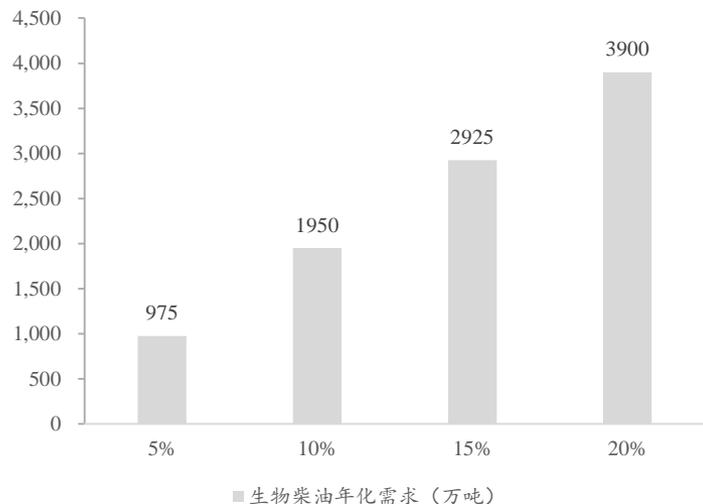
## 国内需求测算：生物柴油推广应用试点落地，假设国内强制添加比例10%，对应需求近2000万吨/年

- ✓ 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。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。2024年4月，国家能源局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，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。此前，中国生物柴油以出口欧盟为主，试点落地打开国内空间。
- ✓ 若国内启动强制添加政策，假设掺混比例10%，生物柴油理论需求空间可达1950万吨/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，若在全国范围内要求强制生物柴油，假设掺混比例5%、10%、15%、20%，国内生物柴油理论需求空间可达975、1950、2925、3900万吨/年。

图：国内生物柴油相关政策及试点工作历程



图：不同掺混假设下国内生物柴油需求测算



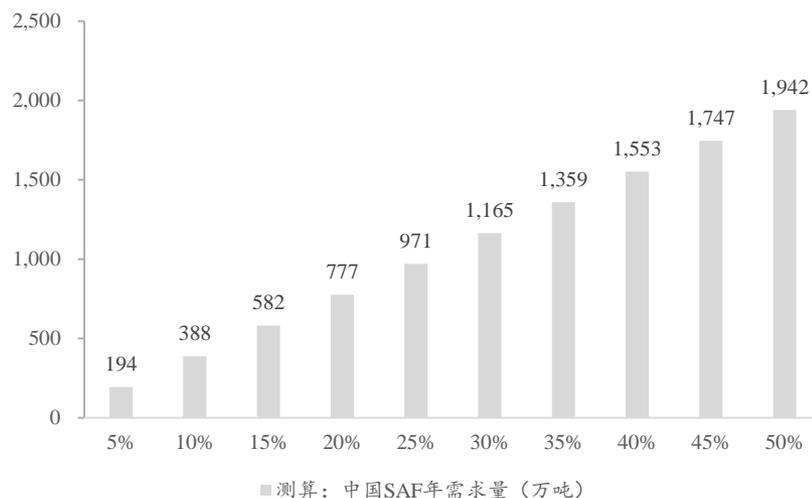
## 生物航煤：欧盟2025年起强制添加SAF，国内启动SAF应用试点，长期SAF增量空间大

- ✓ SAF是减少航空运输碳排放最快的替代方案，相比传统航空燃料，SAF可以减少80%以上的二氧化碳排放。
- **欧盟：预计2050年欧盟SAF需求近4000万吨/年，对应市场空间近6000亿元，25-50年复增15%。**根据ReFuel EU Aviation法规，欧盟要求SAF的混合比例将每5年逐步增加：2025年至少为2%，2030年为6%，2035年为20%，2040年为34%，2045年为42%，到2050年达到70%。按疫情前2019年欧盟航煤消耗量5697万吨，暂不考虑航煤总消费量的提升，预计2025、2035、2050年SAF需求量将达114、1139、3988万吨/年。按SAF单价1.5万元/吨计算，对应2025、2035、2050年欧盟SAF市场空间171、1709、5982亿元，2025-2050年复增15%。
- **国内：若国内SAF添加比例5%~50%，预计SAF需求194~1942万吨/年，市场空间291~2943亿元。**2024年9月18日正式启动可持续航空燃料应用试点。第一阶段自2024年9月至12月，选择12个航班进行常态化应用试点。第二阶段覆盖2025年全年，将结合第一阶段工作进展，逐步扩大试点范围。2023年我国航空煤油消费3883万吨，暂不考虑航煤总消费量的提升，若SAF添加比例为5%、20%、50%，对应需求量194、777、1942万吨/年，按SAF单价1.5万元/吨计算，对应国内SAF市场空间291、1166、2913亿元。

图：欧盟生物航煤需求测算

时间	欧盟航煤消耗量 (万吨)	时间	SAF最低份额 (ReFuel EU)	SAF需求 (万吨)	SAF市场空间 (亿元) 考虑单价1.5万元/吨
2019A	5697	/	/	/	
2025E	5697	2025年	2%	114	171
2030E		2030年	6%	342	513
2035E		2035年	20%	1139	1709
2040E		2040年	34%	1937	2905
2045E		2045年	42%	2393	3589
2050E		2050年	70%	3988	5982

图：不同添加比例下中国生物航煤理论需求测算



## 废油脂：24M1-10 UCO出口量同比+50%，出口均价-10%

✓ **UCO出口量价跟踪：**国内废弃油脂出口量由2017年的34万吨，涨至2023年的205.70万吨，2017-2023复合增速35%。在国内生物柴油制造商盈利承压出口量大幅下降的同时，原料端UCO直接出口量加速提升。2024M1-10 UCO出口量为234.83万吨，同比+50%，出口均价895美元/吨，同比-10%。

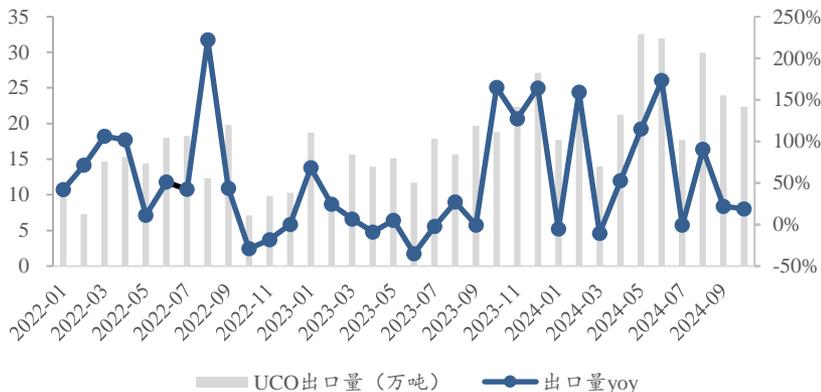
图：2017-2024M10 UCO出口量及增速



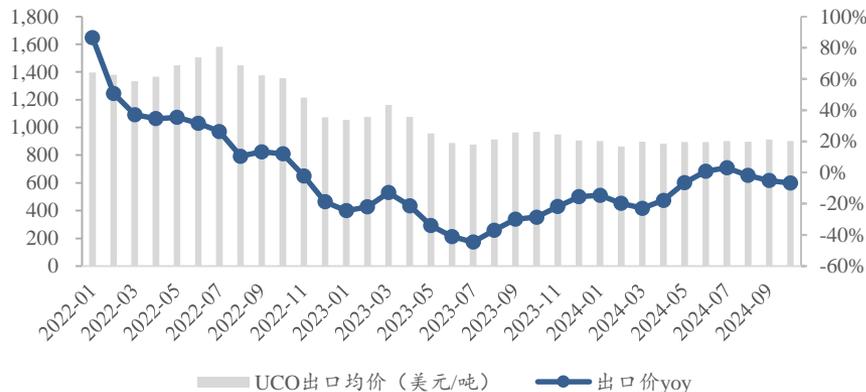
图：2017-2024M10 UCO出口均价及增速



图：2022-2024M10 UCO月度出口量及增速



图：2022-2024M10 UCO月度出口均价及增速



## 废油脂：UCO出口退税取消鼓励本土资源化，短期原料端价格下行生物柴油利润面上涨

- ✓ **UCO出口退税取消鼓励本土资源化。**2024年11月15日，财政部发布关于调整出口退税政策的公告，取消化学改性的动、植物或微生物油、脂（即UCO、工业级混合油）等产品出口退税，从2024年12月1日起正式实施。UCO是生物柴油（酯基生物柴油、烃基生物柴油）和可持续航空燃料（SAF）的重要原料，此前UCO执行的出口退税率为13%，而该原料生产的生物柴油出口退税税率为零，UCO出口退税的取消将有利于国内生物柴油和SAF生产企业获取原料，引导行业深加工，有助于中国生物燃料的应用。
- ✓ **短期由于国内原料端价格下行，生物柴油企业利润面上涨。**2024/11/22-2024/11/28生柴均价7000元/吨(周环比+0.4%)，地沟油均价4851元/吨(周环比-4.8%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利为716元/吨（周环比+4.2%）。利润修复的可持续性取决于海外对国内UCO原料需求的紧张程度，若该需求难以被其他原料来源所弥补，取消的退税额度有望逐步通过价格向海外下游转嫁。

图：国内生物柴油和地沟油价格走势



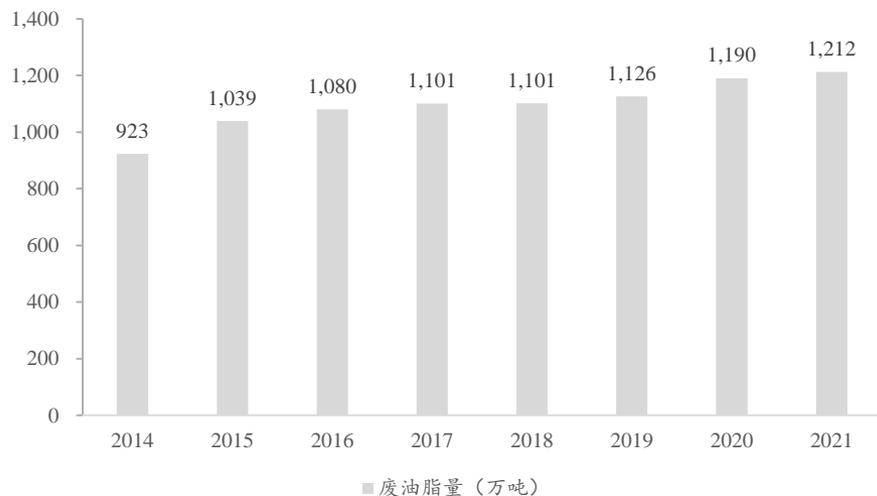
图：国内生物柴油和地沟油价格走势



## 废油脂供需：我国废油脂理论供应量超1200万吨，考虑UCOME及SAF需求提升，长期将供不应求

- ✓ 我国废弃油脂年产生量超1200万吨，目前规模化利用量不足300万吨/年。由于人口基数、烹饪习惯等因素影响，我国是废油脂的主要资源国。2021年我国食用油消费量3708万吨，根据CNKI文献，废弃油脂量约占食用油脂量的30%，预计2021年我国由食用油产生的废油脂达1112万吨。此外，国内油脂精加工后以及各类肉及肉制品加工后剩余的下脚料亦可再产生废油脂100万吨以上，以此推算我国每年产生废油脂理论产量超1200万吨。我国废油脂目前规模化利用量不足300万吨/年。尽管废油脂理论供应量较当前有3倍提升空间，但剩余未被利用的废油脂规模化收集难度较大。
- ✓ 考虑UCOME及SAF需求提升情况，废油脂长期将供不应求。我们测算欧盟2030年UCOME供需缺口预计达1142万吨，按90%的高品质得率计算，对应UCO需求约1269万吨，叠加欧盟2030年SAF增量需求有望达342万吨，若50%由UCO制备，按70%的收率，对应UCO需求约244万吨，到2030年仅欧盟市场UCO对外需求量已达1513万吨。

图：2014-2021年废弃油脂产生量测算（万吨）



表：2025-2030年欧盟对UCO原料理论需求测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
欧盟UCOME缺口 (万吨)	638	743	863	1001	1157	1142
假设：高品质得率	90%	90%	90%	90%	90%	90%
对应UCO需求量 (万吨)	709	825	959	1112	1286	1269
欧盟SAF需求量 (万吨)						
假设：25-30年匀速提升	114	160	205	251	296	342
假设：UCO为原料的比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%
假设：以原料为基准的SAF收率	70%	70%	70%	70%	70%	70%
对应UCO需求量 (万吨)	81	114	146	179	212	244
欧盟市场对外UCO需求量 (万吨)	790	939	1106	1291	1498	1513

# 生物油：UCO出口退税取消，鼓励本土利用，SAF需求潜力大

- ✓ **资源为王，建议关注UCO资源掌控者：**【朗坤环境】深耕有机固废处理，布局一线城市优质项目，掌握UCO原料布局生物柴油一体化产能；【山高环能】截至24H1餐厨处置投运产能达4630吨/日，未来将通过招投标、收购等方式持续提升。
- ✓ **当前SAF产能稀缺，盈利空间大，建议关注布局SAF先进产能的企业：**【嘉澳环保】50万吨/年生物航煤投产在即；【鹏鹞环保】2024年8月装置完成升级改造，已具备SAF生产能力；【海新能科】已具备5万吨/年SAF产能，在建20万吨/年生物柴油异构项目预计25Q2投产。
- ✓ **风险提示：**政策风险，行业竞争加剧，产能过剩等。

**表：截至2024H1企业废油脂资源及生物柴油、生物航煤产能布局**

	代码	公司简称	餐厨废弃物处置	一代生物柴油	二代生物柴油	生物航煤
掌握UCO资源	000803.SZ	山高环能	已投运4630吨/日	/	/	/
掌握UCO资源， 后端一体化布局	301305.SZ	朗坤环境	已投运3930吨/日 在建2100吨/日	已投运22万吨/年	/	/
	688196.SH	卓越新能	/	已投运50万吨/年 在建10万吨/年	在建10万吨/年	
生柴&SAF生产厂 商，原料外采	603822.SH	嘉澳环保	/	已投运30万吨/年	/	在建50万吨/年
	300072.SZ	海新能科	/	/	已投运45万吨/年	已投运5万吨/年 在建20万吨/年
	300664.SZ	鹏鹞环保	/	/	已投运10万吨/年， 升级改造SAF中	/

**表：生物柴油相关企业估值表（估值日期：2024/12/6）**

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
301305.SZ	朗坤环境	47	1.79	2.60	3.42	4.27	-26%	46%	31%	25%	26	18	14	11
000803.SZ	山高环能	27	0.09	/	/	/	-90%	/	/	/	308	/	/	/
688196.SH	卓越新能	50	0.79	0.25	0.84	1.76	-83%	-68%	236%	110%	64	202	60	29
603822.SH	嘉澳环保	41	0.02	/	/	/	106%	/	/	/	1941	/	/	/
300072.SZ	海新能科	103	(0.84)	(7.85)	0.12	2.99	90%	-833%	102%	2392%	/	/	862	35
300664.SZ	鹏鹞环保	46	2.58	/	/	/	11%	/	/	/	18	/	/	/

- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

# 成长：“两重”聚焦地下管网建设、城市更新

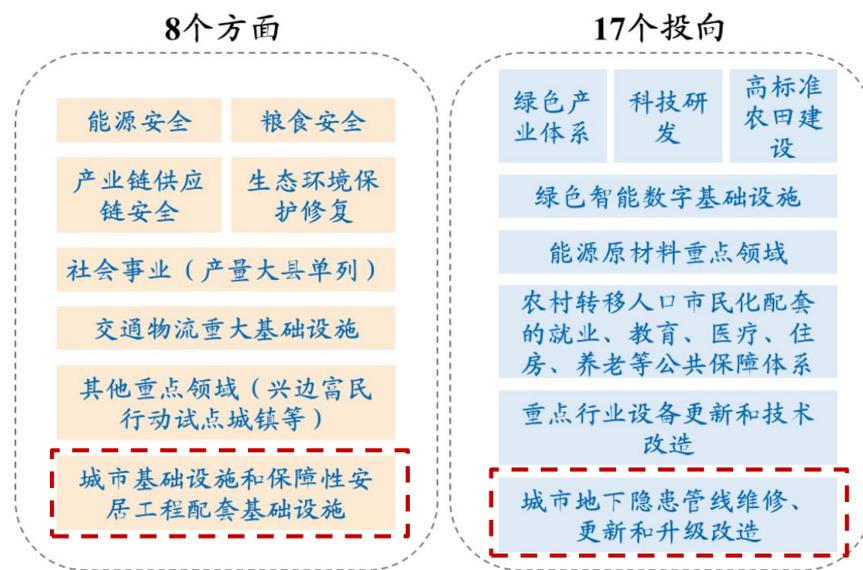
## “两重”聚焦地下管网建设、城市更新，优势装备制造受益

- ✓ 加大力度推进“两重”。2024年3月，政府工作报告明确指出拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。2024年10月，发改委表示2025年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设。
- ✓ “两重”涉及8个方面，17个投向，重点聚焦地下管网建设、城市更新。重点关注优质装备制造**压滤机（景津装备）、离心泵（中金环境）**。

图：2024年以来“两重”相关表述

日期	相关表述
2024/3	政府工作报告明确从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。
2024/10	国新办举行的新闻发布会上，发改委表示将在年内提前下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，支持地方加快开展前期工作、先行开工实施表示 <b>明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设。</b>
2024/11	财政部发布的《国债业务公告2024年第182号》2024年超长期特别国债已累计发行 <b>1万亿元</b> 。
2024/11	经国务院批准及国资委安排，由中国诚通发行 <b>2,000亿元</b> 稳增长扩投资专项债，由中国国新发行 <b>3,000亿元</b> 稳增长扩投资专项债，用于重点支持“两重”“两新”项目投资，主要包括重大设备更新及技术改造投资、重大科技创新项目投资、重大战略性新兴产业投资等

图：“两重”涉及领域

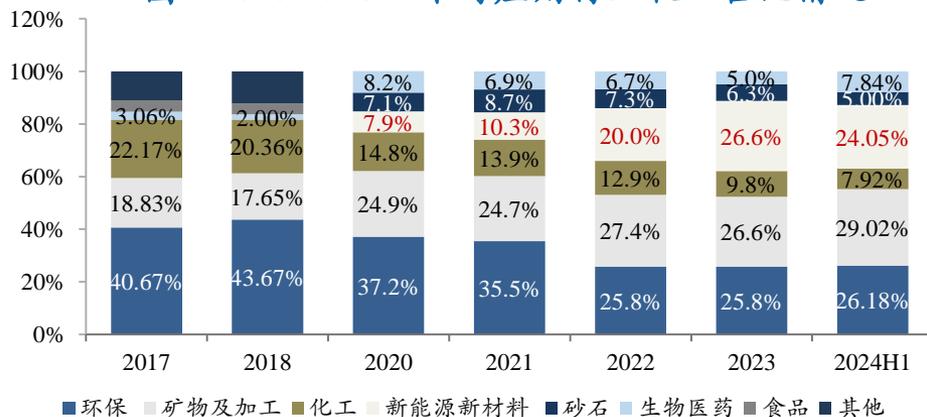


# 成长：“两重”聚焦地下管网建设、城市更新

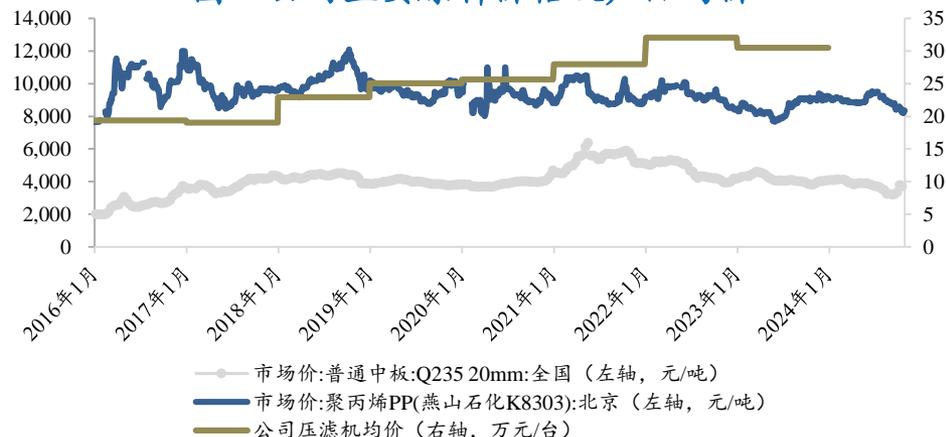
## “两重”聚焦地下管网建设、城市更新，优势装备制造受益

- ✓ **景津装备：压滤机龙头市占率40%+，下游覆盖度广，受益于顺周期需求修复。**深耕过滤设备行业30余年，多年市占率超40%。产品广泛应用于**环保**（污水厂降低污泥含水率，污泥处置监管加强带动压滤机配套率提升+设备更新促存量替换）、**新能源新材料**（锂电制造、锂电回收、光伏等领域固液分离）、**矿物**（洗煤、有色金属矿产等需求带动）、**砂石骨料**（砂石废水处理，随行业整合，压滤机配套率提升）、**化工、医药、食品**等领域。
- ✓ **竞争力：产业地位突出，盈利质量优。**1) 技术实力过硬，产品系列完整。2) 产品力与产业地位突出，体现为①具备顺价能力，可抵御原料价格波动，2016-2023年毛利率维持30%+，②盈利水平持续提升，销售净利率从2016年的10.34%升至2023年的16.13%，加权平均ROE水平自2016年10.17%提升至2023年的23.53%，③盈利质量突出，净现比基本大于1，应收周转率提升。
- ✓ **增长点：配套设备收入起量，出海打开成长空间。**1) 配套设备：一体化配套设备价值量约为压滤机的2~3倍，公司配套设备新产能23年底投产（满产后产值21.8亿、净利3.3亿），2023年配套设备收入**4.20亿元**，配套设备毛利率**28.73%**。2) 出海：2023年海外销售收入同增**17%**，收入占比**5.1%**，毛利率**54%**，较国内业务高出**24pct**，拉动盈利水平提升。目前公司产品销售至美国、日本、欧盟、印度、澳大利亚、巴西等123个国家。
- ✓ **盈利预测与投资评级：2024Q1-3新能源需求下滑&调价后毛利率回归，盈利短期承压，期待宏观经济修复后提振需求，我们预计2024-2026年归母净10.25/11.31/12.45亿元，对应PE为10/9/9倍，维持“买入”评级。**
- ✓ **风险提示：下游行业扩产低于预期，行业竞争加剧，宏观经济波动，原材料价格波动。**

图：2016-2024H1下游应用行业收入占比情况



图：公司主要原料价格及产品均价



- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

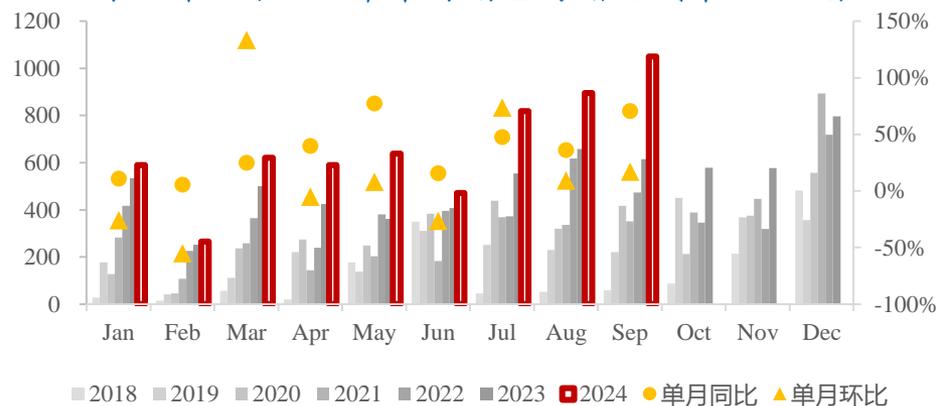
# 成长：新能源高质量发展，环卫电动化渗透率加速提升

- ✓ **24M1-9行业环卫新能源销量同增38%**。根据银保监会交强险数据，2024M1-9，环卫车合计销量53504辆，同比-10.29%。其中，新能源环卫车销售5942辆，同比+38.28%，新能源渗透率11.11%，同比+3.90pct。2024M9，环卫车合计销量5465辆，同比-9.05%，环比-0.24%，其中新能源销量1050辆，同比+70.73%，环比+17.19%，新能源渗透率19.21%，同比+8.98pct。
- ✓ **24Q3新能源渗透率提至16.60%，同比+7.05pct，环比+8.06pct。**

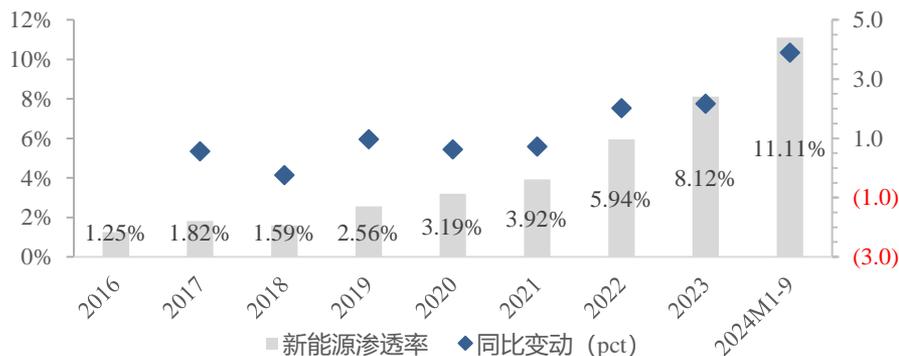
图：新能源环卫车销量与增速（单位：辆）



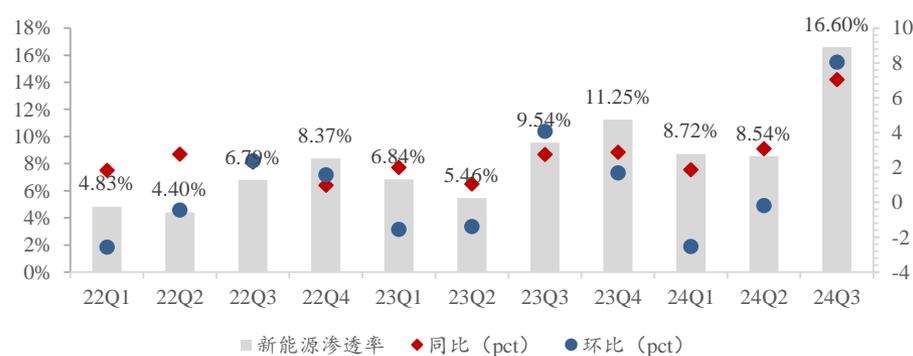
图：新能源环卫车单月销量与增速（单位：辆）



图：环卫新能源渗透率



图：环卫新能源季度渗透率



# 成长：新能源高质量发展，环卫电动化渗透率加速提升

## ✓ 试点城市所在省份新能源渗透率提升显著。

- 24M1-9新能源渗透率前5省份：上海（47%）、河北（29%）、江苏（21%）、四川（20%）、广东（19%），其中河北、四川、广东均为试点城市所在省份，渗透率同比增幅前5：河北（+17.9pct）、湖南（+6.8pct）、上海（+6.2pct）、安徽（+6.0%）、浙江（+5.9pct）。
- 24M9新能源渗透率前5省份：河北（64%）、上海（53%）、北京（47%）、河南（37%）、四川（24%），渗透率同比增幅前5：河北（+36pct）、河南（+22pct）、四川（+17pct）、福建（+16pct）、天津（+15pct）。

图：分省份环卫车销量（单位：辆）

	24M1-9						试点城市	24M9单月						试点城市
	总销量	总销量yoy	新能源销量	新能源yoy	新能源渗透率	渗透率同比 (pct)		总销量	总销量yoy	新能源销量	新能源yoy	新能源渗透率	渗透率同比 (pct)	
上海	534	-10%	253	4%	47%	6.2	石家庄市、唐山市	河北	502	78%	322	78%	64%	36.1
河北	3951	-14%	1155	121%	29%	17.9		上海	43	75%	23	-18%	53%	4.4
江苏	2060	-32%	428	-27%	21%	1.4		北京	366	197%	172	149%	47%	9.9
四川	3763	12%	757	19%	20%	1.2		河南	100	55%	37	37%	37%	22.1
广东	5183	14%	969	52%	19%	4.6		四川	572	186%	139	504%	24%	16.8
北京	2446	96%	413	139%	17%	3.0	江苏	227	79%	51	-14%	22%	1.8	
湖南	2039	-26%	339	25%	17%	6.8	福建	54	47%	11	120%	20%	16.1	
河南	1249	-29%	192	-19%	15%	1.9	浙江	262	93%	53	104%	20%	11.0	
安徽	1773	-18%	243	46%	14%	6.0	总计	5465	91%	1050	71%	19%	9.0	
浙江	2253	-13%	274	70%	12%	5.9	新疆	110	87%	21	91%	19%	10.4	
总计	53504	-10%	5942	38%	11%	3.9	湖南	191	58%	33	-45%	17%	-1.0	
福建	841	-27%	92	44%	11%	5.4	海南	25	64%	4	33%	16%	8.3	
陕西	1391	-17%	118	20%	8%	2.6	广东	476	105%	71	103%	15%	7.2	
重庆	639	-23%	50	108%	8%	4.9	天津	34	100%	5	/	15%	14.7	
山西	1448	-16%	97	47%	7%	2.9	陕西	140	76%	15	-46%	11%	-4.4	
海南	339	6%	21	320%	6%	4.6	安徽	274	196%	28	87%	10%	-0.5	
天津	301	-10%	16	-76%	5%	-14.4	宁夏	37	137%	3	/	8%	8.1	
新疆	1395	-18%	67	191%	5%	3.4	贵州	69	57%	5	/	7%	7.2	
辽宁	952	6%	44	2100%	5%	4.4	黑龙江	45	51%	3	/	7%	6.7	
宁夏	249	-10%	11	/	4%	4.4	辽宁	66	56%	4	/	6%	6.1	
山东	3548	-20%	129	-5%	4%	0.6	山西	86	47%	5	-71%	6%	-3.4	
云南	1642	23%	37	-45%	2%	-2.8	山东	357	117%	18	100%	5%	2.1	
内蒙古	850	-28%	17	-6%	2%	0.5	内蒙古	98	72%	3	-25%	3%	0.1	
江西	1014	-10%	18	800%	2%	1.6	湖北	878	87%	22	267%	3%	1.9	
湖北	9747	-12%	162	153%	2%	1.1	广西	47	46%	1	/	2%	2.1	
甘肃	795	-23%	12	140%	2%	1.0	甘肃	70	109%	1	/	1%	1.4	
贵州	670	-35%	10	/	1%	1.5	吉林	39	98%	0	/	0%	0.0	
西藏	588	33%	6	/	1%	1.0	江西	62	54%	0	/	0%	0.0	
吉林	436	-24%	4	/	1%	0.9	青海	33	75%	0	/	0%	0.0	
广西	574	-20%	5	-81%	1%	-2.9	西藏	89	175%	0	/	0%	0.0	
黑龙江	489	-34%	3	200%	1%	0.5	云南	65	47%	0	/	0%	0.0	
青海	345	-22%	0	/	0%	0.0	重庆	48	48%	0	-100%	0%	-9.1	

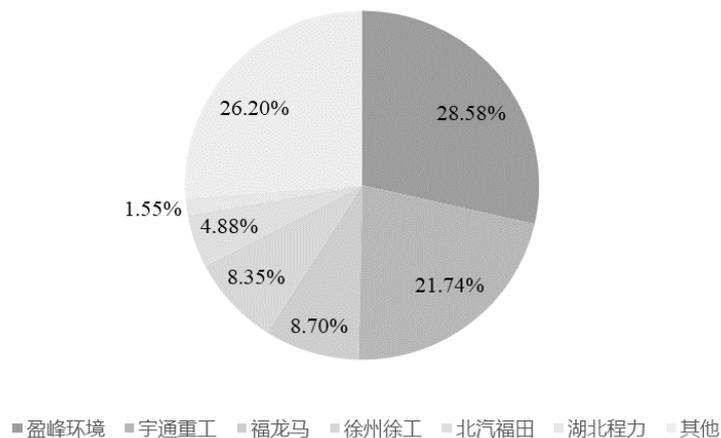
“/”表示上年同期无销量

“/”表示上年同期无销量

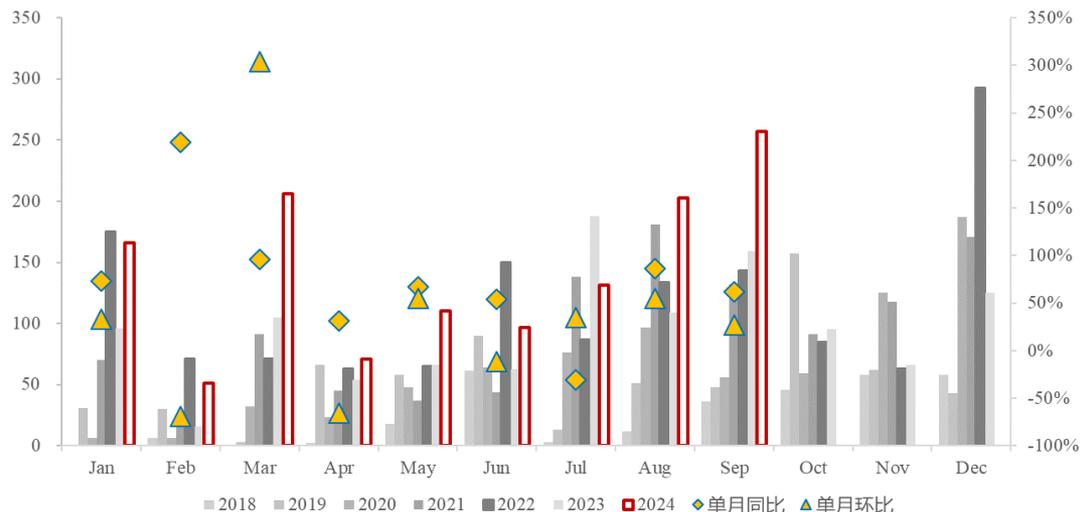
# 成长：新能源高质量发展，环卫电动化渗透率加速提升

- ✓ **2024M1-9重点公司情况：宇通重新能源销量增速最快，市占率提升显著**
  - **【宇通重工】** 新能源销售1292辆（同比+50.93%），市占率21.74%（同比+1.82pct），市占率第二。
  - **【盈峰环境】** 新能源销售1698辆（同比+20.94%），市占率28.58%（同比-4.10pct），市占率第一。
  - **【福龙马】** 新能源销售517辆（同比+13.38%），市占率8.70%（同比-1.91pct），市占率第三。
- ✓ **宇通重工：环卫电动化渗透率加速提升，受益弹性最大。** 24M1-9公司自身新能源装备销量/环卫销量占比**68%**，显著高于盈峰环境（占比20%），福龙马（占比22%）。在新能源装备放量过程中，宇通重工受益弹性最大。随着公共领域全面电动化试点&空气质量持续改善行动计划的落实，新能源装备有望加速放量，**公司新能源市占率长期稳居前二**。我们预计2024-2026年归母净利润2.73/3.31/4.09亿元，当前市值对应PE为 24/20/16倍，维持“买入”评级。（估值日期：2024/12/8）
- ✓ 风险提示：环卫总销量下滑，新能源渗透率提升不及预期，政策风险。

图：2024M1-9新能源环卫车销量市占率



图：2024M1-9宇通重工新能源环卫车单月销量及增速（单位：辆）



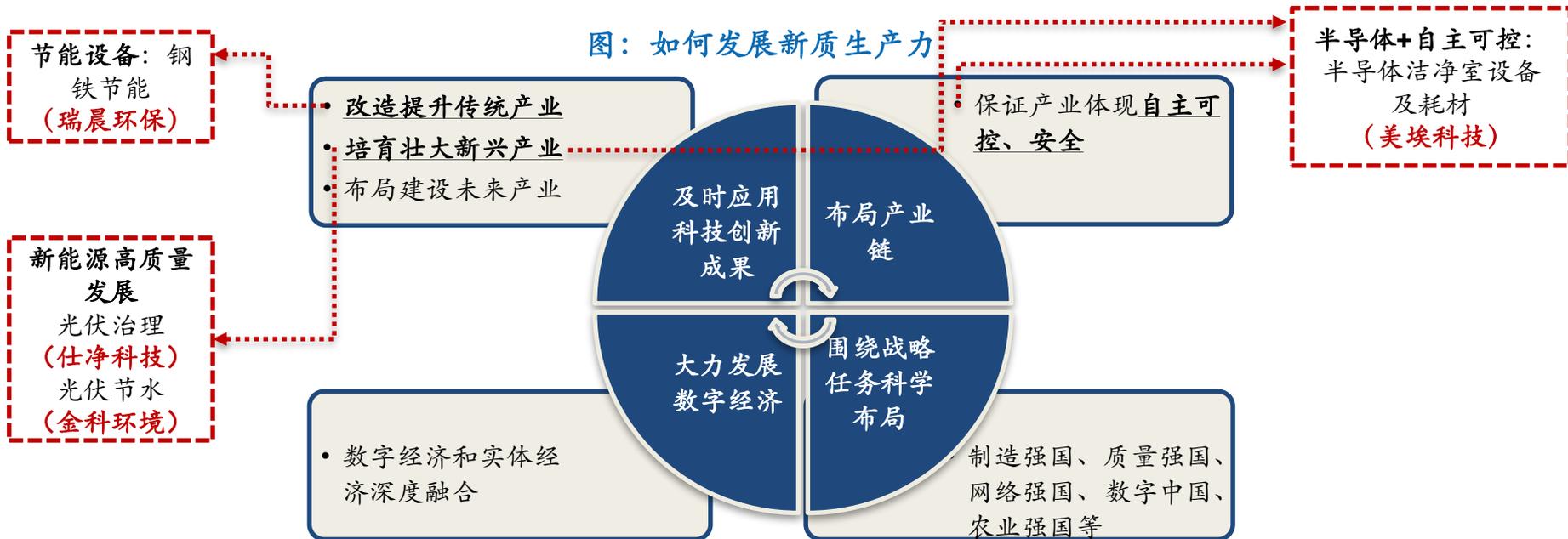
- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注**半导体配套治理**、**光伏配套治理**、**低碳节能设备**
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

# 成长：发展环保新质生产力

## 发展环保新质生产力

- ✓ 习总书记明确提出新质生产力和发展新质生产力重大任务。习近平总书记在重要文章《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》中，深刻阐明了新质生产力的丰富内涵。“新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。它由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生，以劳动者、劳动资料劳动对象及其优化组合的跃升为基本内涵，以全要素生产率大幅提升为核心标志，特点是创新，关键在质优，本质是先进生产力。”
- ✓ 发展环保新质生产力。围绕如何发展新质生产力，重点关注传统产业改造提升关注**低碳节能设备**，新兴产业培育壮大，关注**半导体自主可控**，**新能源高质量发展**。

图：如何发展新质生产力



# 成长：刚需+高壁垒铸造半导体配套设备价值

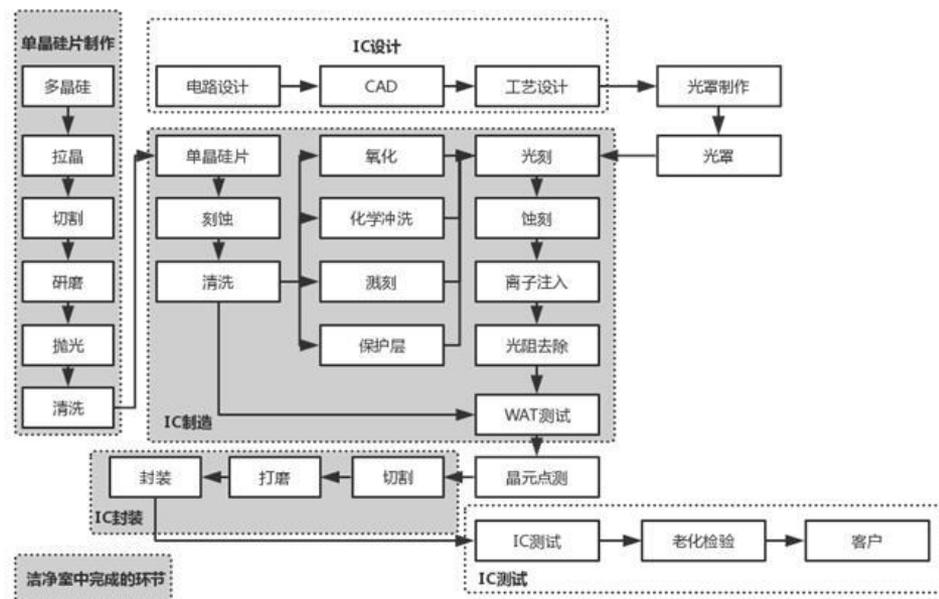
## 刚需+高壁垒铸造半导体配套设备价值

- ✓ 电子半导体为洁净室最大下游，洁净室等级直接影响下游行业产品良率。洁净室下游应用领域主要包括电子半导体、食品医药等领域，其中电子半导体占比55%。对于半导体行业来说，洁净室是制造环节中重要的一环，直接影响产品良率。一般而言，当微粒尺寸达到集成电路节点一半大小时就成为了破坏性微粒，对集成电路的制造产生影响。比如，14纳米工艺中7纳米的微粒就会影响制造过程。随着集成电路的工艺越来越高，目前3纳米的工艺已经开始研发，对于洁净室工程技术提出越来越高的要求。

图：洁净室等级情况介绍及应用行业要求等级

洁净等级	大于或等于表中粒径的最大浓度限值 (pc/m <sup>3</sup> )					
	0.1μm	0.2μm	0.3μm	0.5μm	1μm	5μm
1级	10	2	---	---	---	---
2级	100	24	10	4	---	---
3级	1000	237	102	35	8	---
4级	10000	2370	1020	352	83	---
5级	100000	23700	10200	3520	832	29
6级	1000000	237000	102000	35200	8320	293
7级	NA	NA	NA	352000	83200	2930
8级	NA	NA	NA	3520000	832000	29300
9级	NA	NA	NA	35200000	8320000	293000

图：集成电路制作过程及洁净室在其中的应用

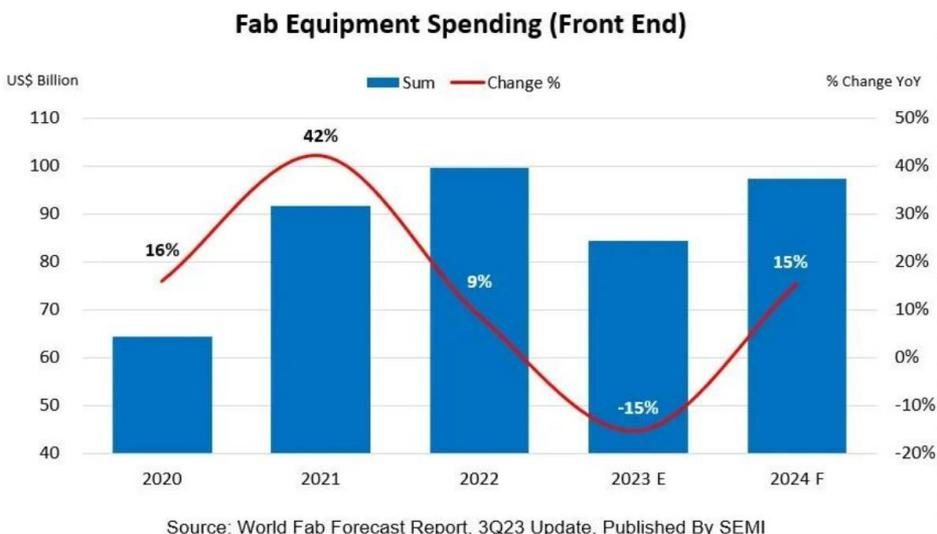


# 成长：刚需+高壁垒铸造半导体配套设备价值

## 半导体资本开支有望回升

- ✓ 半导体设备支出有望回升。国际半导体产业协会（SEMI）预计2023年全球晶圆厂设备支出将同比下降15%，从2022年的995亿美元的创纪录高点降至840亿美元，2024年反弹15%，达到970亿美元。芯片需求疲软以及消费和移动设备库存增加导致了2023年的下滑。其中，中国台湾、韩国、美洲、欧洲、中东区域表现亮眼。
- ✓ 晶圆代工领域继续引领半导体产业扩张。随着对前沿和成熟工艺节点投资的继续增加，2024年晶圆代工领域投资增长5%，2024年内存支出将在2023年下滑后迎来强势反弹。

图：全球晶圆厂设备支出预测



图：全球半导体投资预测（单位：亿美元）

项目	2023	2024	SEMI判断
晶圆代工投资	490	515	对前沿和成熟工艺节点投资继续增加
同比	1%	5%	
内存投资	164	270	强势反弹
同比	-46%	65%	

图：全球半导体设备支出预测（分地区，单位：亿美元）

地区	2024设备支出		
	金额	同比	预测
中国台湾	330	4%	保持领先地位
韩国	220	41%	反映存储器领域复苏
中国大陆	200	有所下降	继续投资成熟工艺节点
美洲	140	23%	达历史新高
欧洲和中东地区	80	42%	创历史新高
日本	70	-	较2023年增加
东南亚	30	-	较2023年增加

# 成长：刚需+高壁垒铸造半导体配套设备价值

## 半导体洁净过滤设备市场空间与竞争格局

- ✓ 我们测算全球半导体洁净过滤设备市场空间。核心假设：1) 价值量占总投资1.8%；2) 耗材替换与初始投资转化系数为15%

图：全球半导体洁净室FFU+过滤器市场空间测算

新建市场测算	单位	公式	全球	中国大陆	中国台湾	韩国	日本	美洲	欧洲和中东	东南亚
半导体行业资本开支	亿美元	①	654	122	202	134	43	86	49	18
(FFU+过滤器)/总投资	%	②=③*④*⑤*⑥				1.8%				
厂房建设/总投资	%	③				25%				
洁净室/厂房建设	%	④				60%				
洁净系统/洁净室	%	⑤				30%				
(FFU+过滤器)/洁净系统	%	⑥				40%				
新建市场空间	亿美元	⑦=①*②	11.8	2.2	3.6	2.4	0.8	1.5	0.9	0.3
新建市场空间	亿元	⑧=⑦*7	82	15	25	17	5	11	6	2
新建市场空间(按地区)	%	/	100%	19%	31%	21%	7%	13%	7%	3%
耗材市场测算	单位	公式	全球	中国大陆	中国台湾	韩国	日本	美洲	欧洲和中东	东南亚
晶圆产能	万片/月	①	2960	760	540	490	460	292	261	163
晶圆工厂单位投资	亿元/万片	②				20				
晶圆工厂历史投资	亿元	③=①*②	59200	15200	10800	9800	9200	5849	5212	3269
(FFU+过滤器)/总投资	%	④				1.8%				
FFU+过滤器历史投资	亿元	⑤=③*④	1066	274	194	176	166	105	94	59
耗材替换与初始投资转化系数	%	⑥				15%				
耗材替换市场	亿元	⑦=⑤*⑥	160	41	29	26	25	16	14	9
耗材替换空间(按地区)	%	/	100%	26%	18%	17%	16%	10%	9%	6%
市场空间测算	单位	公式	全球	中国大陆	中国台湾	韩国	日本	美洲	欧洲和中东	东南亚
合计	亿元	/	242	56	55	43	30	27	20	11
其中：新建	亿元	/	82	15	25	17	5	11	6	2
其中：耗材	亿元	/	160	41	29	26	25	16	14	9

# 成长：刚需+高壁垒铸造半导体配套设备价值

## 半导体洁净过滤设备市场空间与竞争格局

- ✓ 国产替代趋势，竞争格局优化。美埃科技作为国内半导体洁净室过滤设备龙头，2023年市占率约30%。国内竞争对手悠远环境控股权现已于2022年出售给新加坡外资设备公司曼胡默尔。国产替代趋势下，作为国内龙头供应商，竞争优势增强。

图：洁净室设备及过滤器相关公司梳理

领域	公司名称	注册地	公司简介
洁净室设备及过滤器	AAF	美国	全世界最大的空气过滤解决方案制造商之一，致力于通过开发和制造高品质的空气过滤器和过滤设备来保护人员、工艺流程和系统
	Camfil	瑞典	康菲尔集团总部位于瑞典斯德哥尔摩，是空气过滤设备和洁净空气解决方案的生产和研发领域的世界专业品牌。
	悠远环境	新加坡	悠远环境产品广泛应用于微电子、液晶面板、半导体、生物制药、生物安全实验室，医疗机构、科研实验室、精密仪器制造及工商业设施等多种行业。 <b>2017年被再生科技收购，2022年再生科技将其出售给德国设备公司曼胡默尔（产品包括汽车过滤器等）。</b>
	金海环境	中国大陆	空调过滤网细分行业的全球龙头企业，主要产品包括高性能过滤材料、功能性过滤材料和功能性过滤网。
	美埃科技	中国大陆	通过20年发展，公司已成为国内洁净室设备领域中规模较大的企业之一，聚焦半导体、生物制药、公共医疗卫生、工业除尘及VOCs治理等细分市场。

图：2023年美埃科技新建与耗材市场市占率测算

美埃科技收入拆分	亿元	占比
营业收入	15.1	100%
其中：半导体	6.5	44%
泛半导体	4.4	29%
其他	4.1	28%
半导体——新建	4.6	70%
半导体——耗材	2.0	30%
美埃科技市占率测算		
新建市场——中国大陆（亿元）	15	
中国大陆市占率		30%
新建市场——全球（亿元）	82	
全球市占率		6%
耗材市场——中国大陆（亿元）	41	
中国大陆市占率		5%
耗材市场——全球（亿元）	160	
全球市占率		1%

- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、**光伏配套治理**、**低碳节能设备**
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

# 成长：光伏产业配套治理，助力高质量发展

## 金科环境：光伏再生水引领者，受益于水耗标准趋严，期待订单加速

- ✓ **水资源化专家，创新发布新水岛产品，切入光伏、PCB等高端制造业再生水蓝海。**公司深耕水深度处理及资源化，数字化&产品化应用升级，发布“新水岛”产品并持续迭代，无需建造+智慧运营，全成本低，适用工业场景。取水&排污约束叠加降本驱动，PCB、光伏等新兴产业以及高耗水、高污染民生产业再生水需求迫切。2023年公司与光伏、PCB企业签署高品质再生水供用合同。
- ✓ **光伏新增产能将面临严格节水需求，再生水有望快速渗透。**2024年11月20日，《光伏制造行业规范条件（2024年本）》发布，现有硅片项目水耗低于900吨/百万片，现有P型晶硅电池项目水耗低于400吨/MWp，N型晶硅电池项目水耗低于600吨/MWp，鼓励企业使用再生水；新建和改扩建硅片项目水耗低于540吨/百万片且再生水使用率高于40%，新建和改扩建电池片项目水耗低于360吨/MWp且再生水使用率高于40%。硅片、TOPCon新增产能将面临严格节水需求。金科环境引领光伏再生水发展，政策驱动下有望快速渗透。
- ✓ **截至24Q3在手订单8.02亿元，同比+16%，期待订单加速释放及确认收入。**2024Q1-3营收3.93亿元（同比-0.88%），归母净利润0.45亿元（同比-27%），主要系水处理技术解决方案项目进展有所放缓所致，截至2024年9月底，在手订单8.02亿元（同比+16%）。按业务类型划分，装备及技术解决方案3.98亿元（同比+4%）、污废水资源化产品2.30亿元（+10%）、运维技术服务1.74亿元（+70%）。
- ✓ **风险提示：**政策执行不及预期，行业竞争加剧，订单执行不及预期等。

图：《光伏制造行业规范条件（2024年本）》水耗要求

硅片	水耗 (吨/百万片)	再生水使用率
现有项目	< 900	鼓励使用
新建和改扩建项目	< 540	> 40%
P型电池	水耗 (吨/MWp)	再生水使用率
现有项目	< 400	鼓励使用
新建和改扩建项目	< 360	> 40%
N型电池	水耗 (吨/MWp)	再生水使用率
现有项目	< 600	鼓励使用
新建和改扩建项目	< 360	> 40%

图：新水岛产品可实现水回用率70%，排污量降为30%



## 仕净科技：光伏制程污染防控设备龙头，布局先进电池片产能+固碳业务带动新成长

- ✓ 光伏治理设备支撑业绩稳步增长。公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏电池制程废气治理设备龙头地位，受益于新技术路线&一体化品类扩张带动公司单位价值量提升，在手订单充裕，收入持续高增。2024H1公司制程污染防控设备收入18.21亿元，同比+47%。
- ✓ 布局N型TOPCon先进产能，导入0BB与半片边缘钝化技术助力降本，积极开拓海外业务。
  - 1) 国内：①安徽宁国：规划年产24GW TOPCon电池片，其中一期18GW已部分投产，2023年12月28日首片下线。项目引进了全球最先进自动化生产设备，产品实现行业主流尺寸全覆盖，根据2024中报披露，从目前生产端数据来看，电池转换效率 $\geq 26.5\%$ ，双面率 $\geq 80\%$ 、光致衰减为“0”、优越的抗PID性能、功率温度系数低至 $-0.30\%/K$ ，产品指标全球领先。同时公司精准踩中技术迭代关键节点，积极导入光伏行业目前**最新0BB(无主栅)技术与半片边缘钝化技术**，助力企业降低成本。②四川资阳：规划年产20GW硅片+20GW电池片项目。资阳一期10GW硅片+10GW电池片于2024年3月底奠基开工建设，硅片+电池片一体化增强竞争力。③销售端：与晶科签订《电池片采购合同》，在2024年1月1日-2025年12月31日内销售包含但不限于182尺寸的太阳能单晶电池片/A级片约25亿片，按8W/片测算，对应20GW，年化10GW，覆盖宁国一期产能的56%。
  - 2) 国外：①海外产能：仕净墨西哥光伏电池项目将建设高效光伏电池生产线，该项目位于普埃布拉州韦约青戈市，预计2025年达产。②海外销售：2024年10月29日，子公司仕净光能与中国建材国际中东北非公司签署谅解备忘录(MOU)，双方就位于阿联酋迪拜的光伏项目达成合作，将向当地分布式光伏屋顶提供行业领先的N型光伏产品。
- ✓ 签署宝武鄂钢30万吨钢渣碳捕集项目，碳市场扩容在即期待固碳业务加速。凭借协同主业积累的催化技术优势，固碳项目可低成本捕集烟气CO<sub>2</sub>&处置钢渣&资源化制建筑材料，三方共赢。随碳市场扩容，水泥钢铁固碳需求将加速释放。2024年5月21日，仕净科技与宝武鄂钢正式签约30万吨钢渣碳捕集项目，该项目落地后公司与宝武集团在工业减碳与资源循环利用领域的合作有望进一步深化，期待固碳项目复制加速。
- ✓ 风险提示：设备订单不及预期，行业竞争加剧，应收风险等。

- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

# 重组：政策积极鼓励，关注环保行业并购重组机遇

- ✓ **政策积极鼓励，并购重组迎来发展新周期。**2024年4月，新“国九条”提出“鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量”，“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场”。2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，在并购重组方向上，一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级；二是鼓励上市公司加强产业整合。
- ✓ **关注环保行业中已公告或具备并购重组预期的标的。**1) **产业整合方向：**行业进入成熟期，通过同业整合提升产业集中度，或者延伸上下游强链补链，关注已公告并购重组方案或股东方需解决同业竞争问题的企业。2) **跨产业升级方向：**围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，发展新质生产力，关注跨界投资、控制权变更或实控人有体外资产的企业。

表：环保行业已公告收并购、控制权变更情况

代码	公司	企业属性	原有主业	收并购、控股权变更相关事项	重组方向	进展
600323.SH	瀚蓝环境	地方国企	固废	拟私有化港股上市公司 <b>粤丰环保</b> （1381.HK），加码优质固废资产，并购后垃圾焚烧在手规模超9万吨/日，位列A股第一行业前三	产业整合	进行中
600292.SH	远达环保	中央国企	大气治理	拟通过发行股份及支付现金的方式购买中国电力、湘投国际合计持有的 <b>五凌电力</b> 100%股权以及广西公司持有的 <b>长洲水电</b> 64.93%股权	跨产业升级	进行中
688376.SH	美埃科技	民营企业	半导体洁净室设备	拟私有化港股上市公司 <b>捷芯隆</b> （2115.HK），标的为知名洁净室墙壁和天花板系统供应商，与美埃产品互补，客户共享，海外协同	产业整合	进行中
600187.SH	国中水务	民营企业	水务	筹划以支付现金的方式向上海邕睿收购其持有的 <b>诸暨文盛汇</b> 股份，收购完成后公司将累计持有 <b>诸暨文盛汇</b> 的股权比例不低于51%，从而成为标的公司的控股股东及 <b>北京汇源</b> 的控股股东	跨产业升级	进行中
300056.SZ	中创环保	公众企业	烟气治理	拟向邢台潇帆发行股票，发行完成后，公司控股股东将变更为邢台潇帆， <b>实际控制人将变更为胡郁</b> （科大讯飞联合创始人，聆思科技董事长）	跨产业升级	进行中
301109.SZ	军信股份	民营企业	固废	通过发行股份及支付现金的方式向湖南仁联企业发展有限公司等19名交易对方购买其持有的 <b>仁和环</b> 63%股权，标的公司主要从事垃圾转运和餐厨处置等业务	产业整合	已完成
301259.SZ	艾布鲁	民营企业	农村环境治理	公司控股子公司星罗中昊以自有资金出资2.50亿元对 <b>中昊芯英</b> （国内唯一掌握 TPU 架构 AI 芯片核心技术的企业）进行增资，交易完成后，星罗中昊直接持有中昊芯英7.69%股权	跨产业升级	已完成
300210.SZ	森远股份	公众企业	公路养护设备	中科信控以3.54亿元收购森远股份创始人郭松森、齐广田所持17%股份，郭松森同时放弃所持剩余15.41%股份的表决权。 <b>中科信控成为森远股份的控股股东</b>	跨产业升级	已完成

# 重组：政策积极鼓励，关注环保行业并购重组机遇

✓ 控股股东通常以资产注入等方式解决同业竞争问题，同时有利于增厚上市公司业绩、扩大规模。渤海股份、节能环境、武汉控股、博世科的控股股东均出具承诺，股东资产存注入预期。

表：环保行业股东方需解决同业竞争问题存资产注入预期的企业

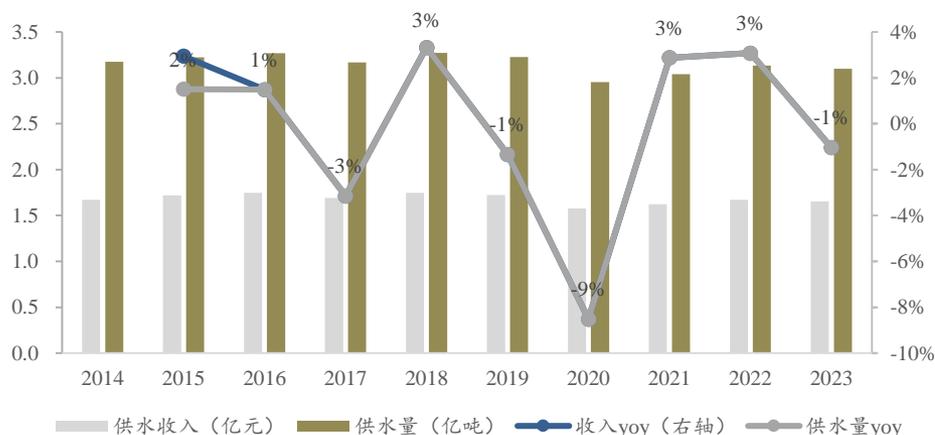
代码	公司	企业属性	控股股东	避免同业竞争的承诺	进展
000605.SZ	渤海股份	地方国企	天津水务集团有限公司	天津水务集团2021年底出具《关于避免同业竞争的承诺》：在符合相关法律、法规规定的前提下，将按市场发展情况，在不影响其他股东利益的情况下，通过将水务集团区域内水务资源进一步划分和整理，细分业务市场，梳理和优化业务结构；并在本次并购的股份过户完成之日起三年内（即截止2025年6月10日前），采取包括但不限于相关符合条件的资产注入上市公司、剥离或对外转让等方式解决本公司和渤海股份的同业竞争问题。	天津水务集团为履行解决与公司同业竞争的相关承诺，前期开展了财务顾问招标工作，目前招标工作已完成。与本次解决同业竞争事项相关的尽调、评估工作尚未开展。
300140.SZ	节能环境	中央国企	中国环境保护集团有限公司	2023年6月，公司通过重大资产重组，完成对中节能环境科技有限公司100%股权的收购，在前期重组过程中，因为被授予特许经营权的项目公司之股权因处于锁定期、变动事项暂未及时获得当地政府同意等原因，尚有13家垃圾发电项目公司未能注入上市公司体内，构成了控股股东中国环境保护集团有限公司与上市公司间的同业竞争，上述项目公司合计垃圾焚烧处置规模约10000吨/日。控股股东已经做出承诺，在重组完成之日起五年内，积极促成相关公司或业务注入上市公司。	控股股东当中未注入项目已经委托至上市公司进行管理，从而促使这些项目公司后续能够更顺利地注入至上市公司。
600168.SH	武汉控股	地方国企	武汉市水务集团有限公司	2023年7月，武汉市水务集团出具《市水务集团关于继续延期履行2013年重大资产重组承诺的函》：自本次承诺变更事项获得武汉控股股东大会批准后5年内，在水务集团自来水业务资产盈利能力提高并具备注入上市公司条件的情况下，武汉控股有权按合理价格优先收购该等业务资产，从而实现水务集团自来水业务的整体上市，以彻底解决水务集团与武汉控股之间的同业竞争；届时如水务集团自来水业务资产盈利能力仍不具备注入上市公司条件，水务集团承诺于本次承诺到期前由水务集团或其下属企业回购宗关、白鹤嘴水厂资产。	未完成
300422.SZ	博世科	地方国企	宁国市国有资本控股集团有限公司	为规范和解决污水运营业务同业竞争问题，宁国国控出具《关于避免同业竞争的承诺函》：就目前可能存在同业竞争的业务，本公司承诺将在本公司成为上市公司控股股东之日起3年内，按照相关法律法规将符合境内上市要求的与上市公司业务相关的资产（或者业务）按照届时合法的方式（包括但不限于现金或发行股份的方式）并以届时确定的公允价格注入上市公司，或采取其他方式解决同业竞争问题。	未完成

# 重组：从瀚蓝案例看下一个“化债-重组-成长”闭环逻辑

## 武汉控股：化债修复弹性值得期待，股东承诺资产盈利提升后注入

- ✓ 应收市值弹性系数高达110%，化债修复值得期待。截至2024H1，武汉控股资产负债率76%，应收类/总资产25%，减值损失/归母净利润-49%，应收市值弹性系数为110%，PB为0.97（估值日期：2024/12/7）。
- ✓ 为避免同业竞争，股东承诺集团自来水资产盈利提升后公司可优先收购。
  - 集团自来水资产有望注入，提升产能规模。截至2024H1，武汉控股供水运营产能130万吨/日（宗关、白鹤嘴水厂），污水运营产能341万吨/日（含委托运营），武汉水务集团拥有宗关、堤角、白鹤嘴等共12座自来水厂，供水能力490万吨/日，其中360万吨/日后续有望注入，较武汉控股当前供水产能弹性277%。
  - 注入具备前提条件，有望推动供水价格机制市场化。上市公司与集团下属武汉市自来水公司签订协议，按协议价格将所生产自来水全部销售给武汉市自来水公司，合同有效期为1997年12月29日至2047年12月28日，2014年至今销售单价0.55元/吨未经调整，2020年开始自来水业务毛利转负。集团内供水资产注入的前提条件是**盈利能力提高**，注入前置条件有望推动当地供水价格市场化机制的落实，通过调价保障项目合理盈利，推动集团及上市公司的供水资产盈利修复，并进一步实现集团内供水资产的整体上市。
- ✓ **风险提示**：化债进展不及预期，水价市场化进展不及预期等。

图：2014-2023年武汉控股自来水业务收入及水量



图：2014-2023年武汉控股供水均价及毛利情况



# 回购：政策引导回购注销，推动上市公司提升投资价值

- ✓ **政策引导回购注销，推动上市公司提升投资价值。**2024年3月，证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，提出“推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销，增强稳市效果”。2024年4月，新“国九条”提出“研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销”。
- ✓ **关注环保板块回购比例高、用于市值管理和股权激励注销的公司。**
  - **从实际回购情况来看**，2024/1/1-2024/12/3合计18家公司回购比例超1%，其中**鹏鹞环保**回购4.30%，主要用于股权激励注销及市值管理。
  - **从回购预案公布的用途来看**，回购目的通常分为市值管理、股权激励注销、实施股权激励或员工持股计划、盈利补偿及其他。通常用于市值管理和股权激励注销的回购股份会进行注销。我们筛选2024年以来申万环保板块发布回购预案且用于市值管理和股权激励注销的企业合计19家，其中截至2024/12/3有7家处于未完成阶段。其中**朗坤环境**预计回购占比1.99%用于市值管理，**丛麟科技**预计回购占比1.50%用于市值管理。

表：2024/1/1-2024/12/3申万环保板块回购比例前10企业

公司代码	公司简称	回购数量 (万股)	占总股本比例	回购用途
688069.SH	德林海	494.20	4.37%	实施股权激励或员工持股计划
300664.SZ	鹏鹞环保	3266.47	4.30%	股权激励注销、市值管理
688600.SH	皖仪科技	368.54	2.74%	其他
300190.SZ	维尔利	1872.31	2.40%	实施股权激励或员工持股计划
300800.SZ	力合科技	562.74	2.38%	实施股权激励或员工持股计划、其他
003027.SZ	同兴环保	253.23	1.94%	实施股权激励或员工持股计划、股权激励注销
300692.SZ	中环环保	755.83	1.78%	实施股权激励或员工持股计划
002658.SZ	雪迪龙	1124.32	1.77%	其他
301288.SZ	清研环境	168.11	1.56%	实施股权激励或员工持股计划
688565.SH	力源科技	231.63	1.52%	股权激励注销

表：2024/1/1-2024/12/3申万环保板块用于市值管理和股权激励注销且回购未完成的企业

公司代码	公司简称	预案日	回购进度	回购目的	公告回购数量 (万股)	占总股本比例 (%)
300664.SZ	鹏鹞环保	2024-09-03	董事会预案	股权激励注销	10.00	0.01
301127.SZ	天源环保	2024-10-29	股东大会通过	股权激励注销	11.20	0.02
301305.SZ	朗坤环境	2024-06-28	董事会预案	市值管理	484.58	1.99
600817.SH	宇通重工	2024-10-30	董事会预案	股权激励注销	6.67	0.01
		2024-08-27	董事会预案	股权激励注销	2.67	0.01
		2024-06-28	董事会预案	股权激励注销	32.67	0.06
		2024-04-30	董事会预案	股权激励注销	19.00	0.04
603324.SH	盛剑科技	2024-10-30	股东大会通过	股权激励注销	38.84	0.26
688370.SH	丛麟科技	2024-05-21	实施	市值管理	207.90	1.50
688565.SH	力源科技	2024-10-31	董事会预案	股权激励注销	1.68	0.01

## 增持：彰显股东价值认可，提振市场信心

✓ 关注环保板块控股股东或重要股东增持的公司。股东增持行为通常被视为对公司未来发展的积极信号，彰显对公司价值的认可，提振市场信心。我们梳理申万环保板块2024年以来控股股东及其关联方计划增持的情况，共9家公司公布控股股东及关联方增持计划，其中5家已完成，节能国祯、赛恩斯、中国天楹、ST先河还在进行中。

表：2024/1/1-2024/12/3申万环保板块控股股东及关联方增持企业

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	首次公告日	方案进度	增持股东名称	股东身份	拟变动数量	拟变动数量 占总股本比	拟变动金额
300800.SZ	力合科技	27	2024-02-05	完成	张广胜	控股股东,实际控制人	/	/	900-1000万元
301265.SZ	华新环保	31	2024-02-05	完成	沙越	控股股东,实际控制人	/	/	500-1000万元
605069.SH	正和生态	20	2024-02-07	完成	北京汇恒投资有限公司,张熠君	控股股东,实际控制人	/	/	1500-3000万元
300334.SZ	津膜科技	21	2024-02-19	完成	航膜科技发展集团有限公司	控股股东	/	/	1500-3000万元
600217.SH	中再资环	102	2024-02-23	完成	北京新兴新睿企业管理合伙企业(有限合伙)	公司控股股东的下属企业和实际控制人中国供销集团有限公司的下属企业共同合伙设立	上限3012.63万股	上限2.17%	/
688480.SH	赛恩斯	28	2024-09-28	进行中	高伟荣	控股股东,董事长	/	/	2000-3000万元
300137.SZ	ST先河	31	2024-11-11	进行中	河北智新达能新能源科技有限公司	公司控股股东清利新能源的关联方	/	/	8000-12000万元
000035.SZ	中国天楹	137	2024-11-13	进行中	南通乾创投资有限公司	控股股东	/	/	15000-30000万元
300388.SZ	节能国祯	56	2024-11-27	进行中	中国节能环保集团有限公司	控股股东	下限2270万股,上限4540万股	下限3.33%, 上限6.67%	/

- 01 24Q1-3业绩平稳，水务固废资本开支下降，回款凸显化债必要性**
- 02 环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性**
  - 2.1 化债解决G端应收，优化三表&促新增投资，板块迎价值重估
  - 2.2 运营重估：受益政府付费确定性强化，对标海外估值存翻倍空间
  - 2.3 成长：化债解决历史包袱，潜在成长性释放
  - 2.4 弹性：应收占比和减值影响大的公司受益化债弹性突出
- 03 优质成长：把握政策着力点+新质生产力**
  - 3.1 把握一揽子增量政策，关注再生资源、重点投资驱动、环卫电动化
  - 3.2 发展环保新质生产力，关注半导体配套治理、光伏配套治理、低碳节能设备
- 04 重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环**
- 05 投资建议与风险提示**

表：标的估值表（估值日期：2024/12/8）

	细分赛道	代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元) /yoy				PE			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
运营重估	垃圾焚烧	0257.HK	光大环境	225	44.29	41.80	43.01	44.76	5	5	5	5
					-3.75%	-5.6%	2.9%	4.1%				
		600323.SH	瀚蓝环境	183	14.30	16.79	17.39	18.81	13	11	11	10
					25.23%	17.4%	3.6%	8.2%				
		601827.SH	三峰环境	148	11.66	12.22	13.59	14.98	13	12	11	10
	2.33%				4.8%	11.2%	10.2%					
	601330.SH	绿色动力	93	6.29	5.91	6.64	7.39	15	16	14	13	
				-15.51%	-6.0%	12.3%	11.3%					
	601033.SH	永兴股份	131	7.35	8.10	9.24	10.47	18	16	14	13	
				2.71%	10.2%	14.0%	13.4%					
水务运营	600461.SH	洪城环境	123	10.83	11.63	12.25	12.89	11	11	10	10	
				12.59%	7.4%	5.3%	5.2%					
	000598.SZ	兴蓉环境	216	18.43	20.79	22.80	24.89	12	10	9	9	
				13.97%	12.8%	9.7%	9.2%					
0371.HK	北控水务集团	230	18.25	19.82	21.76	23.85	12	11	10	9		
			60.46%	8.6%	9.8%	9.6%						
成长	生物油	301305.SZ	朗坤环境	47	1.79	2.60	3.42	4.27	24	17	13	10
					-26.26%	45.6%	31.4%	24.6%				
	半导体洁净室	688376.SH	美埃科技	50	1.73	2.25	2.82	3.79	29	22	18	13
					40.76%	29.9%	25.3%	34.4%				
	压滤机	603279.SH	景津装备	108	10.08	10.25	11.31	12.45	11	11	10	9
					20.89%	1.7%	10.3%	10.1%				
	离心泵	300145.SZ	中金环境	74	2.01	3.42	4.74	5.75	37	22	16	13
					73.63%	70.4%	38.6%	21.4%				
环卫电动化	600817.SH	宇通重工	65	2.18	2.73	3.31	4.09	30	24	20	16	
				-43.36%	25.0%	21.2%	23.6%					
重组	水务	600168.SH	武汉控股	51	1.45	/	/	/	35	/	/	/
					1908.64%	/	/	/				

注：永兴股份、北控水务集团、朗坤环境、中金环境盈利预测来自wind一致预期，其余均来自东吴证券研究所；光大环境市值和归母单位为亿港元，北控水务集团市值单位为亿港元，其余货币单位均为亿元人民币（2024/12/8港币兑人民币即期汇率为0.93）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

✓ 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。

✓ 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

✓ 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 财富家园