

武汉天源（301127）

环保为源，能源、数字、装备打造新成长

买入（首次）

2025 年 07 月 03 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书：S0600522030002

renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,947	1,985	2,766	3,488	4,076
同比（%）	53.05	1.96	39.34	26.10	16.85
归母净利润（百万元）	282.73	333.24	500.20	608.81	749.05
同比（%）	39.91	17.87	50.10	21.71	23.04
EPS-最新摊薄（元/股）	0.42	0.49	0.74	0.90	1.11
P/E（现价&最新摊薄）	40.50	34.36	22.89	18.81	15.29

投资要点

- **环保为源，打造能源、数字、装备多元成长。**公司成立于 2009 年，以垃圾填埋场渗滤液治理为核心业务，2021 年上市创业板，2022 年获“国家级专精特新小巨人”。2020 年以来，公司进入高速增长期，营业收入从 2020 年 5.5 亿元提升至 2024 年 19.9 亿元，归母净利润从 2020 年 1.5 亿元提升至 2024 年 3.3 亿元，环保工程业务驱动快速成长，2024 年公司实现毛利润 6.7 亿元，其中环保工程/项目运营分别 5.6/0.9 亿元，占比为 84%/14%。运营项目加速投产，公司业务结构持续优化，业绩确定性提升，现金流可控。同时，公司积极拓展新业务，包括**新能源、算力、高端装备**等，打造持续成长极。
- **环保订单充沛，运营项目加速投产。**公司项目主要涉及污水（市政/工业）以及固废（垃圾焚烧等）。订单模式包括工程类订单与特许经营类订单。工程类新签波动增长（新签订单从 2021 年 3.22 亿元提升至 2024 年 4.60 亿元），特许经营类订单爆发成长（新签订单从 2021 年 8.06 亿元提升至 2024 年 36.72 亿元）。截至 2024/12/31，公司在手工程类订单 4.77 亿元，特许经营类订单 41.28 亿元。**在手订单充沛，短期贡献业绩弹性，长期贡献优质运营现金流。**
- **从水务到固废，项目分布广，投资能力强。**公司订单重心从水务逐步向固废转移。截至 2024/12/31，公司在手水务总处理规模超 34 万吨/日，呈现“一省多县”的集群化布局特征。主要分布在河南、云南和广西三省，三省合计占比达 93%。在手垃圾焚烧规模快速提升至 5830 吨/日，县域垃圾焚烧市场迎来结构性机遇。垃圾焚烧渗透率仍有提升空间。公司精准捕捉结构性机会，逆势获取订单能力凸显。
- **优质地区布局优质新能源。**2024 年公司获取第七师胡杨河市兵地融合 2GW 光伏项目，1GW 已开建。项目资源禀赋好，属国家一类太阳能资源地区，年化有效利用小时数可到 1400-1600 小时，依托第七师 4 家企业 67 万千瓦新增用电负荷消纳有保障。项目投产贡献经营业绩，长期探索新能源产业链延伸值得期待（光伏制氢、制醇等氢能产业链延伸）。
- **算电协同，公司积极布局算力资源。**中国算力需求持续增长，算力用电需求有望成为全社会用电重要增长极，预计 2024-2030 年中国算力用电复合增速 14%至 31%，算力电力需求增长同时，对电力稳定、绿色、持续供应需求迫切。**公司积极响应国家“东数西算”战略规划，持续优化算力资源布局**，公司已在甘肃、新疆、青海、云南、湖北等地区开展业务布局，充分利用当地资源优势，推动绿色算力基础设施建设。2024 年 12 月，公司公告与华为技术签署战略合作，双方将围绕**智能光储、低碳人工智能智算、综合智慧能源数字化建设及应用**等方面探索创新合作，**龙头科技公司赋能，公司新业务拓展加速。**
- **盈利预测：**我们预计公司 2025 至 2027 年归母净利润为 5.0/6.1/7.5 亿元，同比变动+50%/+22%/+23%，对应当前 PE 23/19/15 倍（估值日期：2025/7/2），首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不及预期，应收款回收风险，新业务拓展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.00
一年最低/最高价	7.48/21.37
市净率(倍)	3.45
流通 A 股市值(百万元)	11,232.73
总市值(百万元)	11,451.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.93
资产负债率(%LF)	54.54
总股本(百万股)	673.63
流通 A 股(百万股)	660.75

相关研究

内容目录

1. 环保为源，打造能源+数字科技+装备制造多元成长	4
1.1. 环保为源，拓展多元成长	4
1.2. 收入利润快速增长，五大板块协同成长	5
1.3. 逐步进入项目运营期，结构优化，现金流提升	7
2. 环保订单充沛，运营项目加速投产	10
2.1. 订单充沛，短期贡献业绩弹性，长期贡献优质运营现金流	10
2.2. 从水务到固废，项目分布广，投资能力强	11
3. 能源、数字、装备打造成长新曲线	15
3.1. 优质地区布局优质新能源项目	15
3.2. 积极响应“东数西算”战略规划，持续优化算力资源布局	16
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1:	公司历史发展沿革.....	4
图 2:	公司股权结构（截至 2025/3/31）.....	5
图 3:	2020 至 2025 一季度公司营业收入及 YOY.....	5
图 4:	2020 至 2024 年公司营业收入结构.....	5
图 5:	2020 至 2025 一季度公司归母净利润及 YOY.....	6
图 6:	2020 至 2024 年公司毛利润结构（单位：亿元）.....	6
图 7:	公司业务模式与业务板块梳理.....	7
图 8:	2020 至 2025Q1 公司销售毛利率与归母净利率梳理.....	7
图 9:	2020 至 2024 年公司分板块毛利率情况梳理.....	8
图 10:	2020 至 2025 一季度公司费用情况（单位：亿元）.....	8
图 11:	2020 至 2025 一季度公司费用率情况.....	8
图 12:	2020 至 2024 年公司减值损失情况（单位：亿元）.....	9
图 13:	2020 至 2025 一季度公司应收账款及票据情况（单位：亿元）.....	9
图 14:	2020 至 2024 年公司现金流情况（单位：亿元）.....	9
图 15:	公司工程类订单梳理（亿元）.....	10
图 16:	公司特许经营类订单（亿元）.....	10
图 17:	城市和县城垃圾焚烧产能快速提升.....	13
图 18:	2023 年城市/县城垃圾焚烧量占比达 82%/63%.....	13
图 19:	中国智能算力和通用算力规模及预测，2020-2028.....	17
图 20:	算力用电需求测算（2018-2024，低情景、中情景、高情景）.....	17
图 21:	算力电力协同发展体系.....	19
图 22:	公司与华为签署战略合作协议.....	20
表 1:	公司订单类型拆分.....	10
表 2:	2022 至 2025 年公司重大对外投资项目结构梳理（亿元，截至 2025/5/31）.....	11
表 3:	2022 至 2025 年公司重大对外投资项目梳理（亿元，截至 2025/5/31）.....	11
表 4:	公司在手水务运营类项目规模梳理（吨/日，截至 2025/5/31）.....	12
表 5:	公司在手垃圾焚烧运营类项目规模梳理（吨/日，截至 2025/5/31）.....	13
表 6:	公司产业投资配套项目获取进展梳理（单位：亿元，截至 2025/5/31）.....	14
表 7:	2024 年以来公司新创立重点公司情况梳理.....	15
表 8:	公司新疆新能源项目梳理.....	15
表 9:	算力电力协同相关政策梳理.....	18
表 10:	武汉天源业务拆分及盈利预测.....	21
表 11:	武汉天源及其可比公司对比（估值日期：2025/7/2）.....	22

1. 环保为源，打造能源+数字科技+装备制造多元成长

1.1. 环保为源，拓展多元成长

环保为源，拓展多元成长。公司成立于 2009 年，以垃圾填埋场渗滤液治理为核心业务布局全国市场。2011 年建成 36000 平米装备研发生产基地，推动装备制造板块发展，为业务拓展筑牢根基。公司于 2013 年向城市水务领域延伸，开启多元化业务模式。2014 年在新三板挂牌，借助资本市场加速发展步伐。2017 年通过混合所有制改革引入央企华侨城和康佳集团，为发展注入新动能。2021 年成功登陆深交所创业板，以此为新起点，在环保领域持续深耕的同时，不断拓展能源、数字科技、装备制造等多元业务布局，迈向高质量发展新征程。

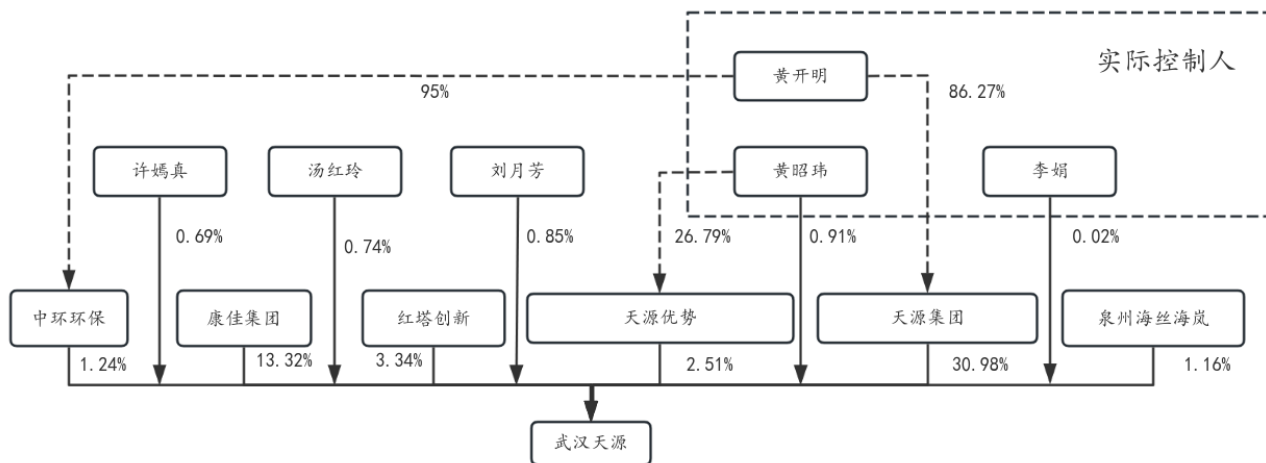
图1：公司历史发展沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大股东天源集团控股 31%，实控人合计持股 29%。黄开明先生、黄昭玮先生、李娟女士为武汉天源环保股份有限公司实际控制人，董事长黄开明与总经理黄昭玮系父子关系，与李娟女士系夫妻关系，黄开明、黄昭玮和李娟系公司实际控制人。武汉天源优势创业投资合伙企业持有 2.51% 股权，中环环保工程技术（武汉）有限公司持有 1.24% 股权；康佳集团股份有限公司持有 13.32% 股权，红塔创新投资股份有限公司持有 3.34% 股权，另有泉州海丝海岚股权投资合伙企业（有限合伙）持有 1.16% 股权。

图2：公司股权结构（截至 2025/3/31）

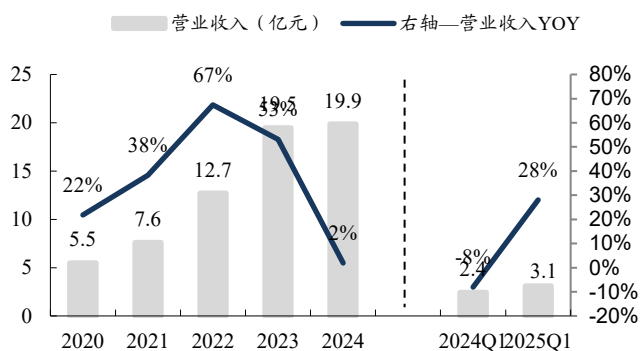


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 收入利润快速增长，五大板块协同成长

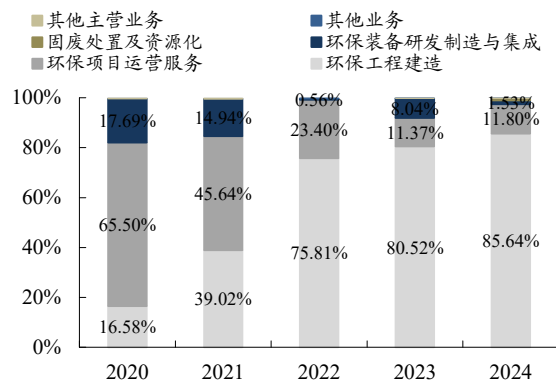
2024 年公司营收突破 20 亿，环保工程建设与项目运营服务占比高。2020 至 2024 年，公司营业总收入从 5 亿元增长到 20 亿元。2023 年营业总收入为 19.5 亿元，同比增长 53%；2024 年营业总收入 19.9 亿元，同比增长 2%。从业务收入结构看，环保项目运营服务和环保工程建设业务占比较大。环保项目运营服务业务占比从 2020 年的 65.5%降至 2024 年的 11.8%。环保工程建设业务为公司贡献收入逐年增加，由 2020 年 16.58%增加到 2024 年 85.64%。其他主营业务及其他业务占比小，起到补充作用。整体而言，公司营收增长良好，业务结构多元，未来可巩固优势业务，拓展新兴领域。

图3：2020 至 2025 一季度公司营业收入及 YOY



数据来源：Wind，东吴证券研究所

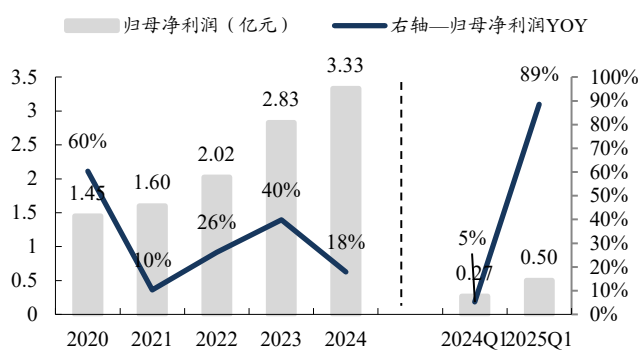
图4：2020 至 2024 年公司营业收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

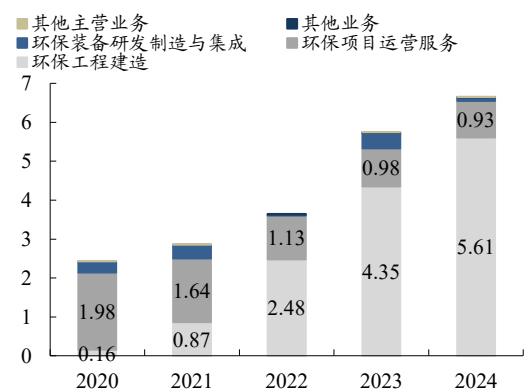
公司业绩同样展现良好成长态势。2020 年，公司归母净利润为 1.45 亿元，同比增长 60%；2022 年归母净利润达 2.02 亿元，同比增长 26%；到 2024 年，归母净利润大幅提升至 3.33 亿元，2025 年一季度同比增长率高达 89%。从毛利润结构看，趋势上，环保工程建设业务毛利润逐年上升，2020 年为 0.16 亿元，到 2024 年增至 5.61 亿元，增长态势显著。环保项目运营服务毛利润相对稳定，2024 年运营毛利润为 0.93 亿元，考虑项目加速投运，预计运营毛利润将持续稳定增长。

图5：2020 至 2025 一季度公司归母净利润及 YOY



数据来源：Wind，东吴证券研究所

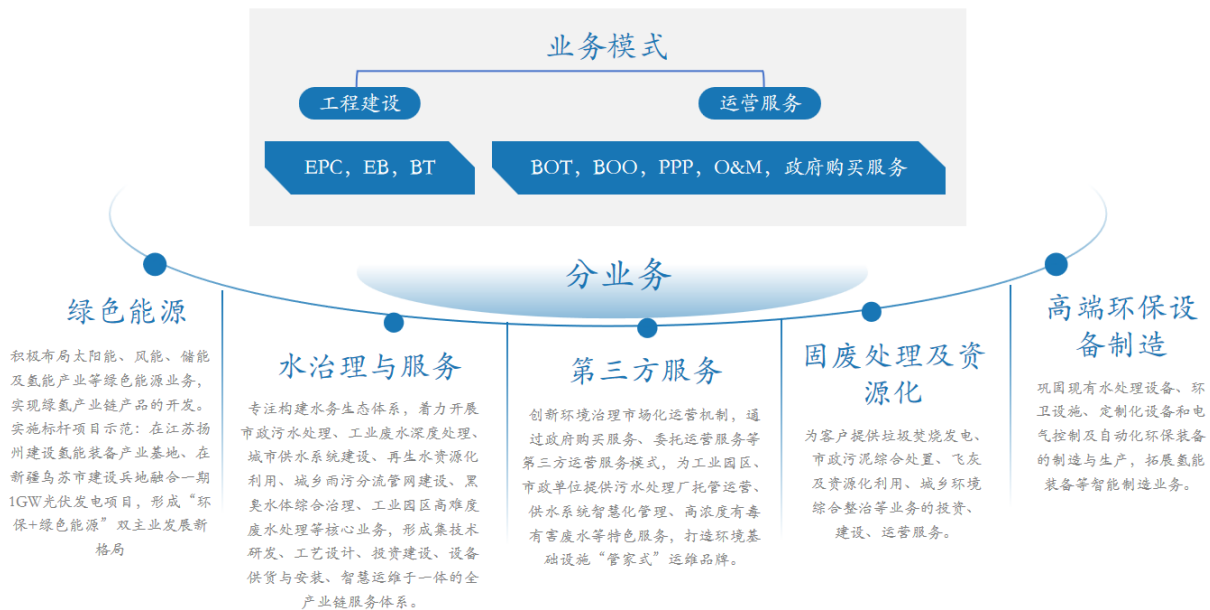
图6：2020 至 2024 年公司毛利润结构（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

五大业务板块协同成长。公司起家于垃圾填埋场渗滤液处理，逐步将业务版图拓展至污水处理、垃圾焚烧、污泥及餐厨垃圾处理等多个领域。目前，公司核心业务涵盖环保装备定制化销售、环保整体解决方案提供以及水处理及衍生产品服务。在运营服务上，运用 EMC、O&M、PPP、BOT、BOO 等多种形式，能迅速响应下游客户多样化需求。在工程建设上，运用 EPC、EB、BT 等形式。公司业务已经形成**绿色能源、水环境治理及服务、高端环保装备制造、固废处置及资源化、第三方服务**五大板块。

图7：公司业务模式与业务板块梳理

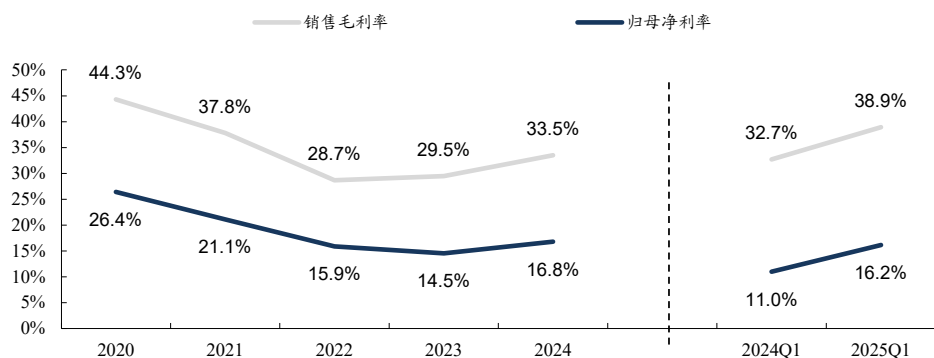


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 逐步进入项目运营期，结构优化，现金流提升

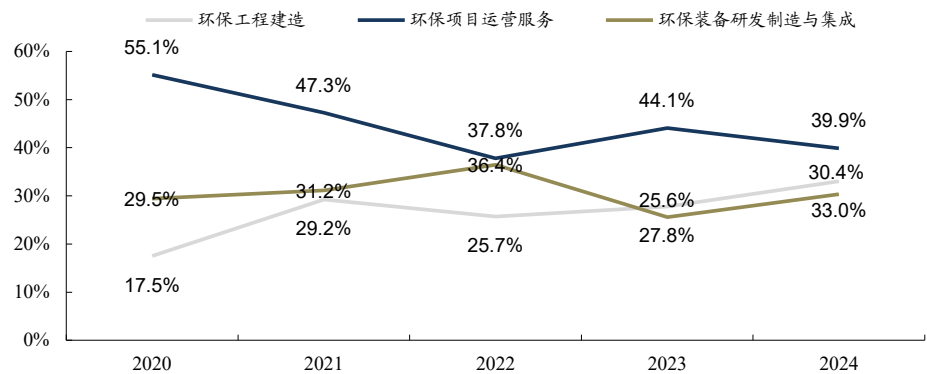
业务结构影响利润率水平，运营占比逐步提升利润率回升。2020 年销售毛利率为 44.3%，因受渗滤液量价下滑以及浓缩液影响，毛利率下滑。2022 年以来业务结构逐步变化，环保工程收入规模逐步提升，利润率有所下降。2024 年公司销售毛利率与归母净利润率分别为 33.5%和 16.8%，逐步回升。随着特许经营类项目逐步进入运营期，公司利润率表现有望持续提升。分业务利润率上来看，公司环保工程建造毛利率维持 30%左右，环保项目运营服务毛利率维持 40%左右，整体较为稳定。

图8：2020 至 2025Q1 公司销售毛利率与归母净利率梳理



数据来源：Wind，东吴证券研究所

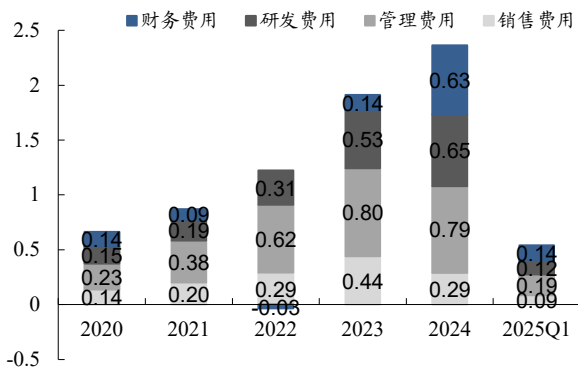
图9：2020至2024年公司分板块毛利率情况梳理



数据来源：Wind，东吴证券研究所

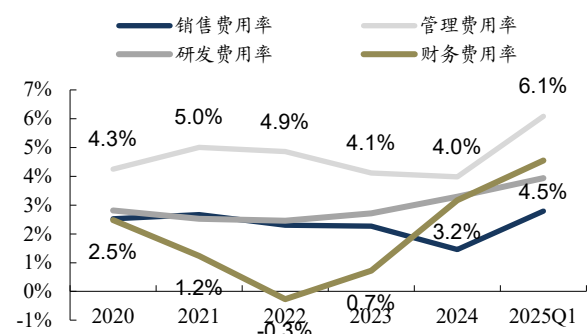
期间费用稳定，管理和财务费用率提升相对较多。公司管理费用从2020年的0.23亿元增至2024年的0.79亿元，研发费用从0.15亿元升至0.65亿元，财务费用先降后增，2024年增加至0.63亿元后主要由于转债利息所致小幅下降，销售费用下降主要原因是2023-2024年市场开发模式调整。

图10：2020至2025一季度公司费用情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

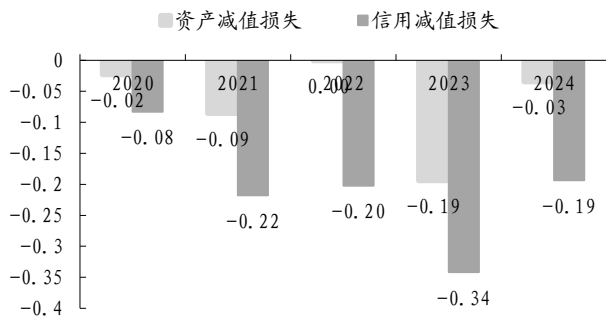
图11：2020至2025一季度公司费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

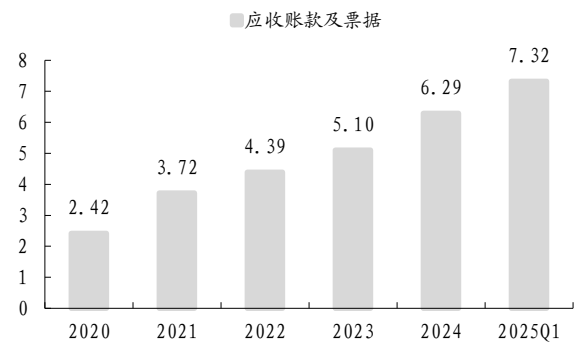
应收账款规模有所提升，资产减值与信用减值损失影响可控。公司业务扩张，环保工程收入增速更快，公司应收账款及票据从2020年的2.42亿元逐年递增至2024年的6.29亿元，同期信用减值损失金额逐步提升，2023年信用减值损失金额达到0.34亿元，2024年回落至0.19亿元。公司资产质量整体优质，资产减值损失较少。

图12: 2020 至 2024 年公司减值损失情况(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

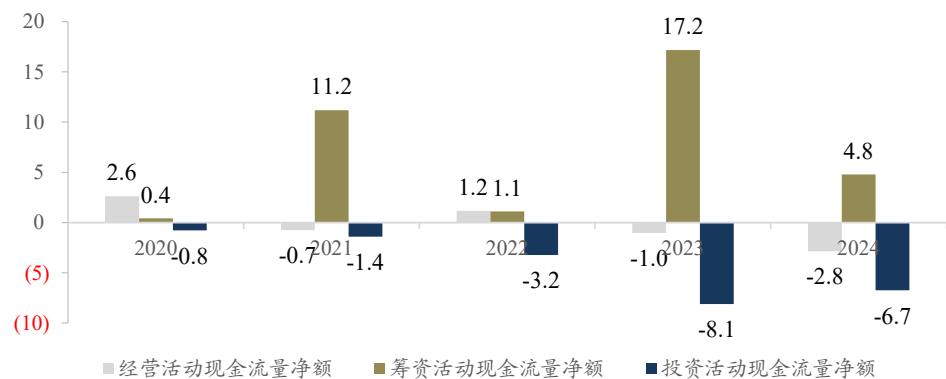
图13: 2020 至 2025 一季度公司应收账款及票据情况(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

资本开支加大,运营项目逐步投运现金流表现有望提升。2024 年,公司经营活动现金流量净额维持净流出,与净利润存在重大差异,主要系公司环保整体解决方案业务规模扩大,部分项目未到合同约定的收款节点,存量经营性应收项目增加所致;投资活动现金维持净流出态势,主要系特许经营权项目投入增加,业务规模加速扩张所致。随前期投入的特许经营权项目逐步进入运营期,现金流表现有望提升。

图14: 2020 至 2024 年公司现金流情况(单位: 亿元)



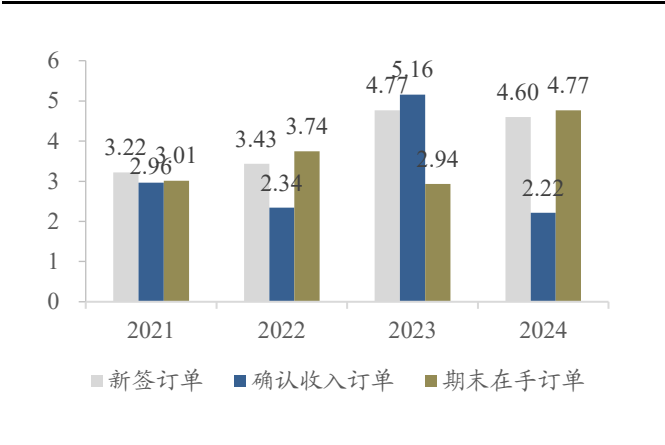
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 环保订单充沛，运营项目加速投产

2.1. 订单充沛，短期贡献业绩弹性，长期贡献优质运营现金流

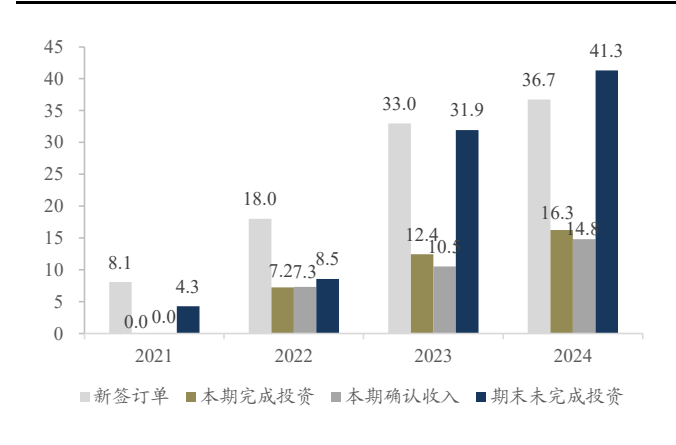
工程类订单稳定，特许经营类订单爆发。公司项目主要涉及生活垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液及污水处理等。订单模式包括工程类订单与特许经营类订单，其中工程类订单为公司主要提供工程项目的建造服务，工程收入与运营收入相互独立，特许经营类订单为公司与政府或其授权方签订特许经营协议，由公司设立项目公司承担项目的投融资、建设、运营。在运营期间，项目公司通过提供运营服务向政府或其授权方收取处理费用，以此来回收项目投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报。**工程类订单 2021-2024 年新签订单波动增长**（从 2021 年新签 3.22 亿元提升至 2024 年新签 4.60 亿元），2023 年确认收入达峰值 5.16 亿元，期末在手订单 2024 年回升至 4.77 亿元，工程类订单充足。**特许经营类订单新签规模爆发式增长**（从 2021 年新签 8.06 亿元提升至 2024 年新签 36.72 亿元），期末未完成投资 2024 年达 41.28 亿元，体现项目快速扩张；运营收入稳定在 2-3 亿元区间，长期收益潜力待释放。公司战略聚焦特许经营类项目，减少短期工程类订单对收入业绩的波动影响。

图15：公司工程类订单梳理（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：公司特许经营类订单（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：公司订单类型拆分

类型	特点	具体服务方式
工程类	主要提供工程项目的建造服务，工程收入与运营收入相互独立	EPC（指提供包括设计和施工的一体化服务） PC（指提供施工建造服务）
特许经营类	设立项目公司承担项目的投融资、建设、运营。在运营期间，项目公司通过提供运营服务收取处理费用，以此来回收项目投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报	BOT（指通过特许经营权协议约定公司负责项目投资、建设及后续运营服务，运营期结束将项目移交政府） BOO（指通过特许经营权协议约定公司负责项目投资、建设及后续运营服务，但不将此项目移交给公共部门） PPP（指投资资金来源于政府资本和社会投入的形式）

数据来源：东吴证券研究所

2.2. 从水务到固废，项目分布广，投资能力强

重点布局运营类项目，垃圾焚烧成为新的成长极。从 2022-2025 年大体量订单趋势看，公司业务重心正从水务向垃圾焚烧转移。2022 年订单以污水处理为主，但垃圾焚烧项目已初现（获嘉县 3.09 亿元）。2023 年连续斩获赫章县、商丘市、师宗县等生活垃圾焚烧发电特许经营及运维项目，2024 年进一步落地岷县（协同污泥/餐厨处理）、纳雍县等垃圾焚烧项目，显示垃圾焚烧等固废领域已成为新的增长极。

表2: 2022 至 2025 年公司重大对外投资项目结构梳理（亿元，截至 2025/5/31）

项目	2022	2023	2024	2025
水务项目	19.43	15.02	6.22	9.02
工程类	3.69	3.46	4.60	2.55
特许经营类	15.74	11.56	1.62	6.47
固废项目	3.09	6.57	6.53	—
工程类	—	—	—	—
特许经营类	3.09	6.57	6.53	—

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3: 2022 至 2025 年公司重大对外投资项目梳理（亿元，截至 2025/5/31）

年份	领域	模式	项目名称	金额
2022	污水	BOT	宜宾市翠屏区天柏污水处理厂（三期）建设项目投资建设/翠屏区天柏污水处理厂（三期）运营服务项目补充	1.79
2022	污水	BOT	大理经济技术开发区天井片区污水处理厂及配套管网工程特许经营项目（超募资金再投资）	1.30
2022	污水	EP	上饶市再生水厂建设项目设备供货及安装采购	0.72
2022	污水	BOT	大理经济技术开发区天井片区污水处理厂及配套管网工程特许经营项目	8.86
2022	污水	EPC	鹿寨县城第一污水处理厂改扩建工程总承包	1.79
2022	污水	BOT	临汾市龙祠水源净水厂改扩建工程 PPP 项目	3.79
2022	污水	EPC	鹿寨县城第二污水处理厂改扩建工程	1.18
2022	垃圾焚烧	BOT	获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目特许经营权招标项目特许经营权	3.09
2023	污水	O&M	鹿寨县城第一污水处理厂提标扩建项目委托运营服务	1.43
2023	污水	BOT	文山州广南县乡镇污水处理厂及供排水管网设施建设项目投资、建设、运营	7.00
2023	污水	EPC	云南东川产业园区创业就业园二期配套污水处理厂及管网改扩建项目设计、采购、施工总承包（EPC）	1.40
2023	污水	EPC	楚雄州武定县城污水管网改造建设项目工程	2.06
2023	污水	BOT	大理经济技术开发区先进装备制造产业园污水处理厂（二期）项目设备供货及安装	0.45
2023	污水	BOT	竹山县城垃圾污水综合治理生态环保 PPP 项目	2.68

2023	垃圾焚烧	BOT	赫章县生活垃圾焚烧发电项目特许经营	3.85
2023	垃圾焚烧	O	商丘市生活垃圾焚烧发电项目垃圾渗滤液、洁净水处理系统运维服务	0.12
2023	垃圾焚烧	BOT	师宗县生活垃圾焚烧发电项目特许经营权	2.60
2024	污水	BOO	榆横工业区工业污水厂蒸发塘浓盐水处置项目 N1 标段外包服务	1.62
2024	污水	EPC	沾益区第二污水处理厂新建工程设计、采购、施工总承包（EPC）	4.60
2024	垃圾焚烧	BOT	岷县生活垃圾焚烧发电（协同城市污泥、餐厨垃圾处理）项目特许经营权	2.90
2024	垃圾焚烧	BOT	纳雍县垃圾焚烧发电特许经营项目（二次）	3.63
2025	污水	O&M	威海南海新区污水处理及配套管网扩建项目委托运营服务	6.47
2025	污水	EPC	鹿寨县园区配套污水处理厂及基础设施建设项目一期工程-工业污水处理项目、配套污水管网项目工程建设项目施工	2.55

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

水务项目呈现“一省多县”的集群化布局特征。公司水务项目主要分布在河南、云南和广西三省，合计处理规模占比达 93%。从项目层级看，大多为县级项目，其中河南汤阴县、广西鹿寨县形成明显的区域集群效应。项目总处理规模达 341,440 吨/日，其中河南项目合计处理能力占比超 30%，重点布局市政项目，市政项目占比超 90%。

表4：公司在水务运营类项目规模梳理（吨/日，截至 2025/5/31）

类型	项目	项目地区	规模
生活污水	汤阴县污水处理厂扩建工程	河南 安阳市汤阴县	40000
生活污水	西华经开区污水处理厂工程	河南 周口市西华县	20000
工业污水	汤阴县产业集聚区基础设施建设项目	河南 安阳市汤阴县	20000
生活污水	社旗县第二污水处理厂项目	河南 南阳市社旗县	15000
生活污水	安阳市马投涧污水处理厂 PPP 项目	河南 安阳市龙安区马投涧镇	10000
生活污水	古贤镇污水处理厂 BOT 建设项目	河南 安阳市汤阴县古贤镇	5000
生活污水	临汾市龙祠水源净水厂改扩建工程 PPP 项目	山西 临汾市	60000
生活污水	鹿寨县第一污水处理厂提标扩建项目	广西 柳州市鹿寨县	40000
生活污水	大理经济技术开发区污水处理厂	云南 大理白族自治州大理市	40000
生活污水	四方地-碧谷工业园区污水处理厂运营管理服务	云南 昆明市东川区	2000
生活污水	翠屏区天柏污水处理厂三期建设项目	四川 宜宾市翠屏区	48000
生活污水	墨玉县城污水处理工程	新疆 和田地区墨玉县	30000
生活污水	威海南海新区污水处理委托运营服务	山东 威海市南海新区	10000
工业污水	榆横工业区工业污水外包服务	陕西 榆林市榆横工业区	1440
生活污水小计			320000
工业污水小计			21440
合计			341440

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

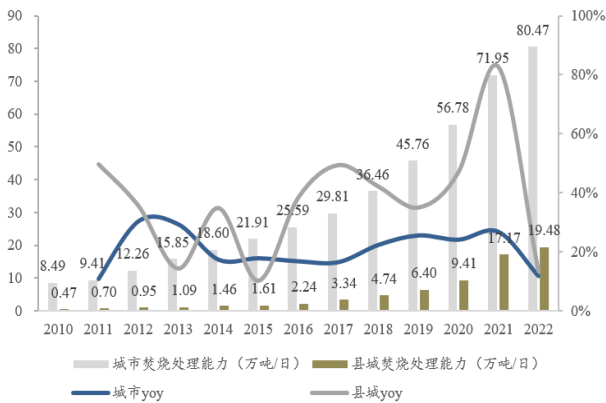
垃圾焚烧重点捕捉县城市场机会，逆势获取订单。公司垃圾焚烧在手 12 个项目基本位于县城范围市场，重点布局三四线城市。在国家"无废城市"建设及"十四五"规划推动下，县城垃圾焚烧市场正迎来结构性机遇。2023 年城市/县城垃圾焚烧量占比达 82%/63%，县城垃圾焚烧渗透率仍有提升空间。在垃圾焚烧一二线城市相对饱和背景下，公司精准捕捉下沉市场，逆势获取订单能力凸显。

表5：公司在手垃圾焚烧运营类项目规模梳理（吨/日，截至 2025/5/31）

类型	项目	项目地区	规模
垃圾焚烧	赫章县生活垃圾焚烧发电项目	贵州 毕节市赫章县	500
垃圾焚烧	贵州纳雍县生活垃圾焚烧发电项目	贵州 毕节市纳雍县	500
垃圾焚烧	纳雍县垃圾焚烧发电特许经营项目	贵州 毕节市纳雍县	500
垃圾焚烧	孟州污泥与固体废物资源利用项目	河南 焦作市孟州市	600
垃圾焚烧	获嘉县生活垃圾焚烧发电项目	河南 新乡市获嘉县	500
垃圾焚烧	广南县生活垃圾焚烧发电项目	云南 文山壮族苗族自治州广南县	600
垃圾焚烧	师宗县生活垃圾焚烧发电项目	云南 曲靖市师宗县	300
垃圾焚烧	甘肃岷县生活垃圾焚烧发电项目	甘肃 定西市岷县	400
垃圾焚烧	岷县生活垃圾焚烧发电项目	甘肃 定西市岷县	400
垃圾焚烧	乌苏市生活垃圾焚烧发电项目	新疆 塔城地区乌苏市	600
垃圾焚烧	谷城县生活垃圾处理项目	湖北 襄阳市谷城县	500
垃圾焚烧	怀化市北部生活垃圾焚烧发电项目	湖南 怀化市鹤城区	430
合计			5830

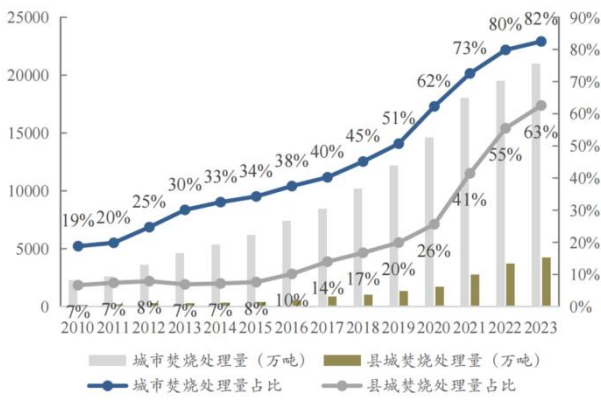
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：城市和县城垃圾焚烧产能快速提升



数据来源：住建部，东吴证券研究所

图18：2023 年城市/县城垃圾焚烧量占比达 82%/63%



数据来源：住建部，东吴证券研究所

产业配套，投资协同。公司业务布局全面，逐步形成"制造-建设-运营"全链条协同优势。以南宁作为案例，公司产业端投资高端装备制造基地，带动 20 亿元/15 万吨水质净化厂、30 亿元流域治理、12 亿元/300 吨飞灰资源化三大项目落地，公司通过产业培

育换取稳定项目来源，有望得到复制。

表6：公司产业投资配套项目获取进展梳理（单位：亿元，截至 2025/5/31）

地区	类型	项目名称	金额
南宁	产业投资	天源环保南宁高端环保装备制造产业基地项目	20
	污水	城市污水处理项目	30
	水环境	城市水环境综合整治项目	12
	垃圾焚烧	飞灰集中处置及资源化利用项目	20
扬州	产业投资	氢能装备研发制造基地项目	10
	配套	同等条件下，对天源取得江都区污水处理、飞灰处置及资源化、固废处置等环保项目及市政基础设施建设类项目实施权予以优先支持	—

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 能源、数字、装备打造成长新曲线

2024 年以来，公司加速新业务布局，打造第二成长曲线。在数字业务上，公司通过天源、吉源数字技术公司推进智算与 AI 融合，瞄准数字技术跨域创新；绿色能源业务上，以绿能运力科技公司深耕交通物流绿色能源服务，同步发力新疆光伏，锚定清洁能源赛道；装备业务更覆盖环保设备制造与氢能装备研发，尤其氢能子公司十亿级投资、分期建设。子公司布局体现公司构建“数字+绿色+装备”协同生态的长远布局，以子公司为支点，试图在新业务领域打开增长空间，重塑业务竞争格局。

表7：2024 年以来公司新创立重点公司情况梳理

成立日期	业务类型	子公司名称	业务方向
2024/11/18	数字业务	武汉天源数字技术有限公司	智算中心、AI 人工智能等，探索数字技术多领域创新应用
2025/1/15	数字业务	烟台吉源数字技术有限公司	与武汉天源数字技术有限公司协同，拓展数字业务布局
2025/1/13	物流业务	武汉天源绿能运力科技有限公司	绿色运力相关业务（围绕交通物流领域绿色能源、运力服务布局）
2024/10/30	装备业务	广西天源装备有限公司	环境保护专用设备、机械电气设备、生态环境材料等制造销售，布局环保装备出口基地（瞄准东南亚）
2024/8/16	新能源	新疆兴起航新能源有限公司	新疆新能源项目的投资与运营

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 优质地区布局优质新能源项目

优质地区布局优质新能源项目。在全球能源转型与“双碳”战略推动下，新能源产业迎来黄金发展期，公司瞄准新疆光资源优势，推进新疆塔城乌苏市 1GW 光伏发电项目，构建环保与新能源协同的格局。武汉天源环保股份有限公司控股子公司武汉天源能源有限公司与乌苏市国有资产事务服务中心合作的新疆光伏项目，全称为“第七师胡杨河市兵地融合 2GW 光伏（新疆兴起航新能源有限公司 1GW）项目”。

表8：公司新疆新能源项目梳理

项目	具体内容
建设规模	新建装机总容量为 1GW 的集中式光伏发电项目及储能设施等配套工程，总投资约 30.2 亿元，项目年上网电量有望超 14 亿 Kwh，年产值约 3.5 亿元，并通过兵团电网优先消纳
建设地址	第七师 124 团以北乌苏地区，占地面积约 3.5 万亩
投资主体	由合资成立的新疆兴起航新能源有限公司负责投资、建设及运营，股权结构为天源能源持股 51%（出资 5100 万元）、乌苏市国有资产事务服务中心持股 49%（出资 4900 万元）
配套负荷	项目以兵团第七师胡杨河经济技术开发区新增的用电负荷 67 万千瓦为依托，主要包括以下 4 家公

司:	
新疆晶诺新能源产业发展有限公司	公司建设 2×5 万吨/年高纯晶硅，一期年产 5 万吨高纯晶硅项目，于 2023 年 6 月投产运营。
新疆江浩电子材料有限公司	公司是集铝电解电容器及化成箔研发、制造、销售的专业化公司。2024 年 1 月，公司开工建设铝电解电容器项目，内含 4 条国内领先的自动化铝电解焊片电容器生产线，10 条引线电容器生产线。项目建成达产后，预计可实现年产焊片电容器 1200 万只，引线电容器 8000 万只。
新疆广投桂东电子科技有限公司	公司主要产品为中高压化成箔，是国家鼓励和支持的新型电子元器件铝电解电容器阳极专用材料，年产 2500 万平方米中高压化成箔。
新疆驰峰能源科技发展有限公司	公司以电解铝废渣(大修渣)和锂辉石作为原料生产碳酸锂，酸化窑安装生产区域期工程锂，年处理电解铝废渣 30 万吨、锂辉石 30 万吨，年产碳酸锂 3 万吨。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

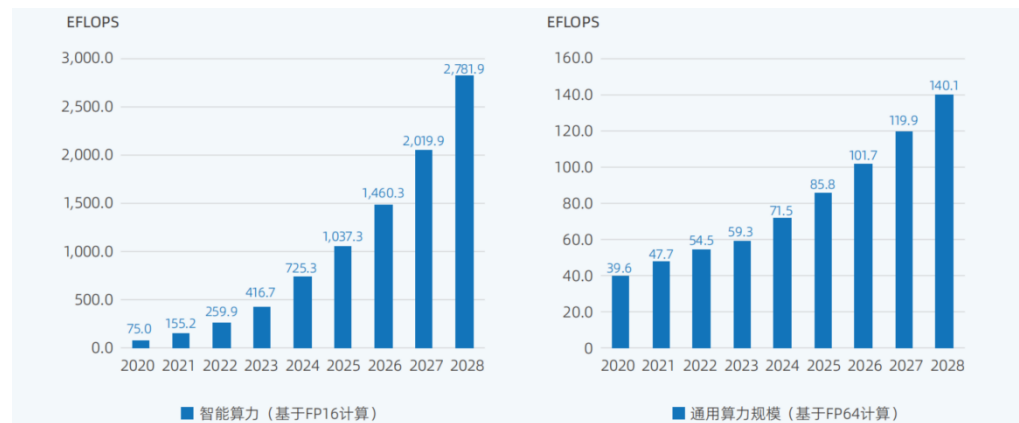
资源禀赋好，消纳有保障。新疆新能源项目的核心优势在于，政策支持：响应“双碳”目标，符合新疆生产建设兵团关于“电力源网荷储一体化和多能互补发展”的政策导向，以市场消纳为导向配置储能，具备政策可行性；资源优势：项目所在地年日照时数 2152-2557 小时，太阳能资源丰富，属于国家一类太阳能资源地区，年太阳辐射总量超 7000MJ/平方米，年化有效利用小时数可达 1400-1600 小时；消纳保障：依托兵团第七师胡杨河经济技术开发区 4 家企业合计 67 万千瓦的新增用电负荷，项目年上网电量有望超 14 亿 Kwh，年产值约 3.5 亿元，并通过兵团电网优先消纳。

短期贡献经营业绩，长期探索新能源产业链延伸。围绕新疆光伏项目的获取，公司从短期来看将扩大经营规模，提升盈利能力，增厚股东回报。长期来看，作为公司首个新能源光伏项目，有助于布局绿电和新能源运营业务，未来可依托低成本电源探索光伏制氢、制醇等氢能产业链延伸，符合公司“环保+新能源”多元化发展方向。此外，还将打破行政地域限制，促进兵地融合发展，推动两地经济和社会高质量发展。

3.2. 积极响应“东数西算”战略规划，持续优化算力资源布局

算力规模需求持续增长。根据 IDC《中国人工智能算力发展评估报告（2025）》测算，2020-2028 年，中国智能算力与通用算力规模均呈快速增长趋势。智能算力（基于 FP16 计算）从 2020 年 75.0EFLOPS 起步，预计 2028 年飙升至 2781.9EFLOPS，通用算力（基于 FP64 计算）2020 年为 39.6EFLOPS，2028 年预计达 140.1EFLOPS。2025 年，智能算力增长趋势已初步显现，算力规模及需求的持续增长，也凸显智能算力在大模型、生成式 AI 驱动下，增速远超通用算力。为承载爆发式增长的算力需求，建设大量数据中心和智算中心将成为必需。

图19：中国智能算力和通用算力规模及预测，2020-2028

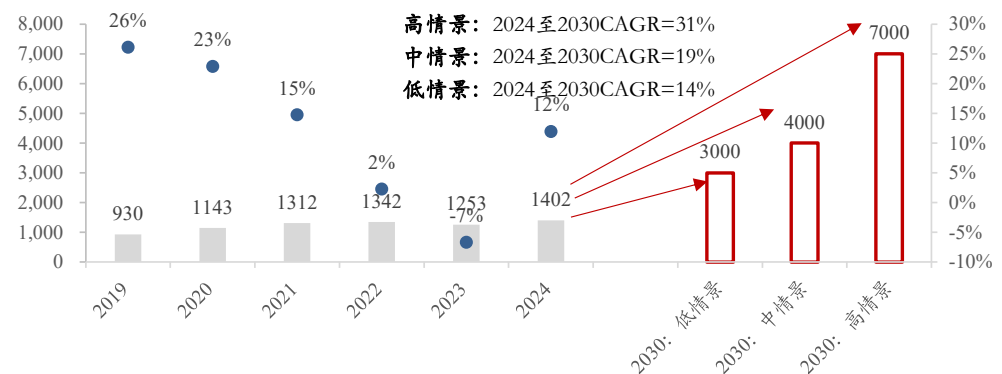


数据来源：《中国人工智能算力发展评估报告（2025）》，东吴证券研究所

注：预测年份为 2025-2028

算力用电需求成为全社会用电的重要增长极。大量数据中心和智算中心加速建设，使其用电量贡献持续攀升，已成为高耗能新增长极，2024 年我国算力中心能耗超 1400 亿千瓦时，占全社会用电量约为 1.6%。算力带来的用电增速显著超过全社会用电增速。基于人工智能技术发展轨迹，中国信息通信研究院构建高、中、低三种差异化发展情景，对 2030 年我国算力中心用电需求预测，其中 **1) 高情景**：人工智能爆发增长，2030 年我国算力中心用电或超 7000 亿千瓦时，占全社会用电量 5.3%；**2) 中情景**：人工智能匀速增长，2030 年我国算力中心用电或超 4000 亿千瓦时，占全社会用电量 3.0%；**3) 低情景**：人工智能慢速增长，2030 年我国算力中心用电将达 3000 亿千瓦时左右，占全社会用电量 2.3%。

图20：算力用电需求测算（2018-2024，低情景、中情景、高情景）



注：左轴为用电需求（亿千瓦时），右轴为用电需求 YOY

数据来源：《中国人工智能算力发展评估报告（2025）》，东吴证券研究所

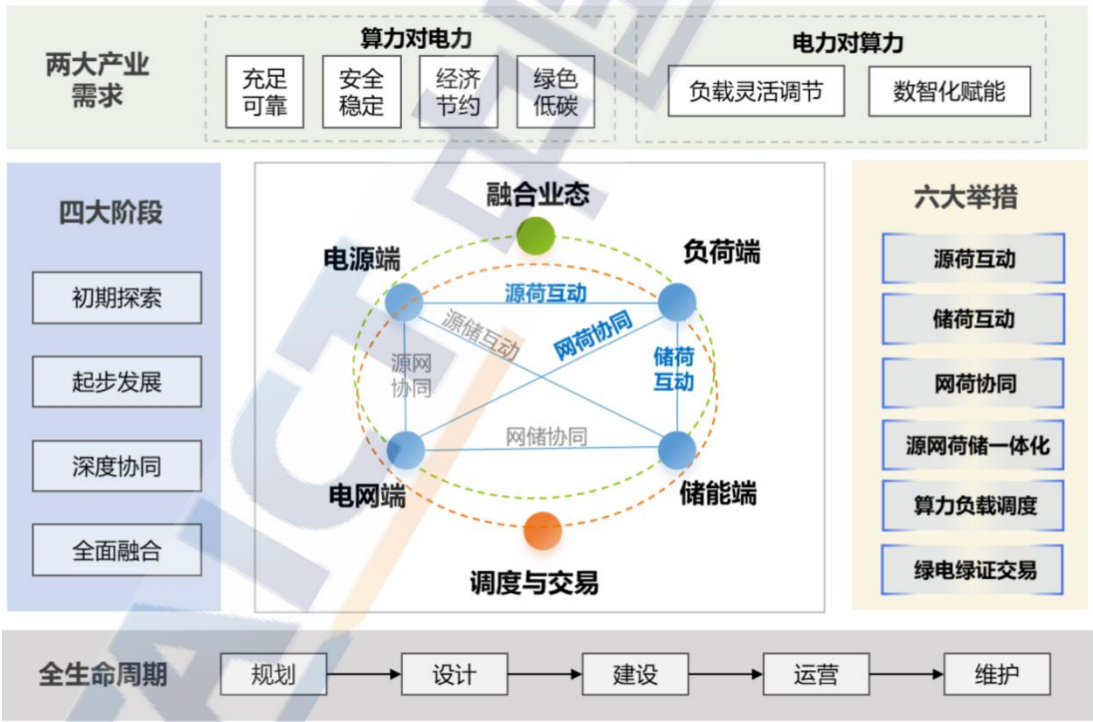
算电协同护航高质量发展。算电协同为高质量发展筑牢能源与数字融合根基。伴随算力基础设施高速发展，其对电力稳定、绿色、持续供应需求迫切，而算电协同通过优化算力与电力资源配置互动，成为破局关键。政策先行筑牢支撑，《东数西算工程实施意见》等推动算力向西部绿电富集区转移，以智能调度、“源网荷储”模式协同绿电交易，要求枢纽节点新建数据中心绿电占比超 80%；《数据中心绿色低碳行动计划》进一步强化绿电协同布局，驱动降本增效与绿色转型。从产业维度看，政策赋能下智能电网、工业互联网借算力优化生产流程，加速制造业高端化与智慧城市建设；在科技创新上，《新型电力系统行动方案》推动算电协同项目，孕育虚拟电厂等创新场景，结合余热回收拓展价值链条。算电协同将从能源效率、产业升级、科技创新等方面，构建数字经济与绿色能源共生生态，护航高质量发展行稳致远。

表9：算力电力协同相关政策梳理

时间	政策名称	政策内容
2023 年 12 月	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	统筹推进算力与绿色电力一体化融合，创新算力电力协同机制 -支持国家枢纽节点地区利用“源网荷储”等新型电力系统模式 -面向算力枢纽节点内部及国家枢纽节点之间，开展算力电力协同调度，探索分布式新能源参与绿电交易，提升枢纽中心算力电力供给便利度，降低用电成本及算力用能成本 -国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%
2024 年 7 月	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	提升可再生能源利用水平 将新建及改扩建数据中心可再生能源利用目标和方案作为节能审查重要内容，逐年提升新建数据中心项目可再生能源利用率 -在具备稳定支撑电源和灵活调节能力基础上，引导新建数据中心与可再生能源发电等协同布局 -鼓励用电企业通过参与绿电交易等方式提高可再生能源利用率，提升数据中心调节等网源能力 -到 2025 年，算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%
2024 年 7 月	《加快构建新型电力系统行动方案（2024-2027 年）》	实施一批算力与电力协同项目 -统筹数据中心发展需求和新能源资源禀赋，科学整合源荷储资源，开展算力、电力基础设施协同规划布局 -探索新能源就地供电、聚合交易、就地消纳的“源网荷储”聚合供应模式 -整合调节资源，提升算力与电力协同运行水平，提高数据中心绿电占比，降低电网侧保障容量需求 -探索光伏发电与风电、光伏及电缆等的绿电稳定供应模式 -加强数据中心余热资源回收利用，满足周边地区用热需求

数据来源：《算力电力协同发展研究报告（2025）》，东吴证券研究所

图21：算力电力协同发展体系



数据来源：《算力电力协同发展研究报告（2025）》，东吴证券研究所

积极参与布局算力资源，合作头部科技公司。公司始终积极响应国家“东数西算”战略规划，持续优化算力资源布局。截至目前，公司全资子公司武汉天源数字技术有限公司已在甘肃、新疆、青海、云南、湖北等地区开展业务布局，充分利用当地资源优势，推动绿色算力基础设施建设。2024年12月11日，公司与华为技术有限公司在深圳签署了战略合作协议。双方将围绕智能光储、低碳人工智能智算、综合智慧能源数字化建设及应用等方面探索创新合作路径。双方将在大型光伏、储能项目开发方面，打造国家级“光伏智能运维”示范标杆以及探索构网型储能应用样板工程。龙头科技公司赋能，公司新业务拓展加速。

图22：公司与华为签署战略合作协议



数据来源：武汉天源集团公众号，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 27.66/34.88/40.76 亿元，同比 +39.3%/+26.1%/+16.9%，毛利为 9.38/11.47/13.86 亿元，同比变动+41.1%/+22.3%/+20.8%，毛利率为 33.9%/32.9%/34.0%。其中：

1) 环保整体解决方案：公司在手环保订单充足，我们预计 2025-2027 年营业收入为 19.00/19.00/19.00 亿元，同比变动+11.7%/+0%/+0%，毛利为 5.89/5.13/4.94 亿元，毛利率为 31.0%/27.0%/26.0%，工程毛利率略有下行。

2) 水处理运营服务及第三方服务：公司水务运营规模稳步提升，我们预计 2025-2027 年营业收入为 4.22/5.27/6.59 亿元，同比变动+80.0%/+25.0%/+25.0%，毛利为 1.69/2.11/2.64 亿元，毛利率为 40.0%/40.0%/40.0%，运营毛利率维持稳定。

3) 高端环保装备制造：公司环保装备整体稳定，我们预计 2025-2027 年营业收入为 0.50/0.50/0.50 亿元，毛利为 0.15/0.15/0.15 亿元，毛利率为 30.0%/30.0%/30.0%，装备毛利率维持稳定。

4) 固体废弃物处置服务及资源化：公司垃圾焚烧运营项目加速投产，我们预计 2025-2027 年营业收入 3.17/7.10/11.66 亿元，同比变动+1754%/+124%/+64%，毛利为 1.43/3.20/5.25 亿元，毛利率为 45%/45%/45%，垃圾焚烧毛利率维持稳定。

5) 绿色能源及其他：随着公司新能源项目投产，我们预计 2025-2027 年营业收入为 0.78/3.01/3.01 亿元，毛利为 0.23/0.89/0.89 亿元，毛利率为 29.9%/29.5%/29.5%，毛利率

维持稳定。

表10: 武汉天源业务拆分及盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
环保整体解决方案					
营业收入（亿元）	15.68	17.00	19.00	19.00	19.00
YOY	62.6%	8.4%	11.7%	0.0%	0.0%
毛利（亿元）	4.35	5.61	5.89	5.13	4.94
YOY	75.5%	28.9%	5.0%	-12.9%	-3.7%
毛利率（%）	27.8	33.0	31.0	27.0	26.0
水处理运营服务及第三方服务					
营业收入（亿元）	2.21	2.34	4.22	5.27	6.59
YOY	-25.6%	5.8%	80.0%	25.0%	25.0%
毛利（亿元）	0.98	0.93	1.69	2.11	2.64
YOY	-13.2%	-4.3%	80.7%	25.0%	25.0%
毛利率（%）	44.1	39.8	40.0	40.0	40.0
高端环保装备制造					
营业收入（亿元）	1.57	0.30	0.50	0.50	0.50
YOY	2099.6%	-80.6%	64.8%	0.0%	0.0%
毛利（亿元）	0.40	0.09	0.15	0.15	0.15
YOY	1445.9%	-77.0%	62.9%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	25.6	30.4	30.0	30.0	30.0
固体废弃物处置服务及资源化					
营业收入（亿元）		0.17	3.17	7.10	11.66
YOY			1754%	124%	64%
毛利（亿元）		0.00	1.43	3.20	5.25
YOY				124%	64%
毛利率（%）		-0.1	45.0	45.0	45.0
绿色能源及其他					
营业收入（亿元）	0.01	0.03	0.78	3.01	3.01
YOY	-56.3%	160.8%	2280.3%	287.4%	0.0%
毛利（亿元）	0.01	0.01	0.23	0.89	0.89
YOY	-39.0%	23.1%	1641.8%	282.8%	0.0%
毛利率（%）	86.4	40.8	29.9	29.5	29.5
合计					
营业收入（亿元）	19.47	19.85	27.66	34.88	40.76
YOY	53.1%	2.0%	39.3%	26.1%	16.9%
毛利（亿元）	5.74	6.65	9.38	11.47	13.86
YOY	57.3%	15.9%	41.1%	22.3%	20.8%
毛利率（%）	29.5	33.5	33.9	32.9	34.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2025 至 2027 年归母净利润为 5.0/6.1/7.5 亿元，同比变动 +50%/+22%/+23%，对应当前 PE 23/19/15 倍（估值日期：2025/7/2），我们选取以水务为主，环保装备业务为主的环保行业上市公司，与选取可比公司相比，公司 PE 合理偏低，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：武汉天源及其可比公司对比（估值日期：2025/7/2）

可比公司	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				P/E			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
金科环境	688466.SH	17.26	21	0.7	1.0	1.3	1.5	34.9	22.4	18.2	15.5
碧水源	300070.SZ	4.48	162	0.6	2.3	2.6	3.0	282.7	71.7	63.2	56.1
盈峰环境	000967.SZ	7.08	224	5.1	6.8	8.2	9.8	41.9	31.5	26.2	21.9
行业平均								117.5	41.2	35.3	30.7
武汉天源	301127.SZ	16.22	109	3.3	5.0	6.1	7.5	34.4	22.9	18.8	15.3

注：武汉天源盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司来自 Wind 一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) **项目建设不及预期**：公司在手运营项目充沛，项目建设期贡献工程类收入利润，进入运营期贡献运营收入利润，项目投资建设进度影响公司收入与利润；
- 2) **应收账款回收风险**：公司环保业务付费方主要包括政府与企业，若业务方支付节奏放缓，则可能产生减值风险，影响公司现金流表现；
- 3) **新业务拓展不及预期**：公司以环保为基础，积极拓展新方向，新业务拓展进度将影响公司长期成长性。

武汉天源三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,808	2,863	3,112	3,369	营业总收入	1,985	2,766	3,488	4,076
货币资金及交易性金融资产	1,434	1,126	1,038	1,027	营业成本(含金融类)	1,320	1,828	2,341	2,690
经营性应收款项	638	869	1,082	1,251	税金及附加	27	19	28	39
存货	53	73	94	108	销售费用	29	55	65	72
合同资产	258	360	454	530	管理费用	79	119	144	169
其他流动资产	424	435	445	454	研发费用	65	78	103	123
非流动资产	4,438	5,878	7,220	8,483	财务费用	63	71	86	101
长期股权投资	36	36	36	36	加:其他收益	7	8	10	12
固定资产及使用权资产	228	261	290	316	投资净收益	6	13	10	12
在建工程	14	14	14	14	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3,621	5,008	6,320	7,558	减值损失	(23)	(23)	(23)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	39	39	39	39	营业利润	392	594	719	884
其他非流动资产	500	520	520	520	营业外净收支	(1)	(3)	(2)	(2)
资产总计	7,246	8,741	10,332	11,852	利润总额	391	592	717	882
流动负债	1,726	2,351	2,948	3,361	减:所得税	56	89	106	130
短期借款及一年内到期的非流动负债	107	136	136	136	净利润	335	502	612	753
经营性应付款项	1,306	1,808	2,316	2,661	减:少数股东损益	2	2	3	3
合同负债	48	67	85	99	归属母公司净利润	333	500	609	749
其他流动负债	265	339	411	464	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.49	0.74	0.90	1.11
非流动负债	2,235	2,743	3,243	3,743	EBIT	453	662	803	983
长期借款	1,628	2,128	2,628	3,128	EBITDA	545	779	998	1,257
应付债券	420	420	420	420	毛利率(%)	33.50	33.93	32.89	34.01
租赁负债	62	62	62	62	归母净利率(%)	16.79	18.08	17.45	18.38
其他非流动负债	126	133	133	133	收入增长率(%)	1.96	39.34	26.10	16.85
负债合计	3,962	5,094	6,191	7,104	归母净利润增长率(%)	17.87	50.10	21.71	23.04
归属母公司股东权益	3,246	3,607	4,097	4,701					
少数股东权益	39	41	43	47					
所有者权益合计	3,284	3,648	4,141	4,748					
负债和股东权益	7,246	8,741	10,332	11,852					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(284)	909	1,147	1,266	每股净资产(元)	4.85	5.20	5.92	6.82
投资活动现金流	(673)	(1,539)	(1,531)	(1,530)	最新发行在外股份(百万股)	674	674	674	674
筹资活动现金流	478	322	296	254	ROIC(%)	7.76	9.46	9.94	10.56
现金净增加额	(480)	(309)	(88)	(10)	ROE-摊薄(%)	10.27	13.87	14.86	15.93
折旧和摊销	92	117	195	274	资产负债率(%)	54.68	58.27	59.92	59.94
资本开支	(652)	(1,543)	(1,542)	(1,542)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.36	22.89	18.81	15.29
营运资本变动	(804)	212	240	126	P/B(现价)	3.50	3.27	2.87	2.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>