

2025 年 10 月 08 日

投资评级：看好（维持）

#### 证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

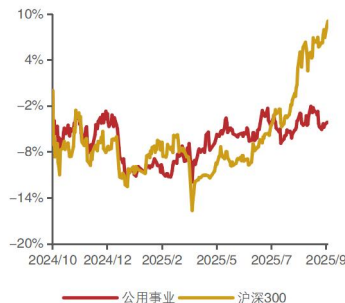
戴映忻

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 板块表现：



## 垃圾发电三季度项目中标透视 中国废弃油脂价格攀上近三年高点

——大能源行业 2025 年第 40 周周报（20251008）

#### 投资要点：

- **环保：垃圾发电三季度项目中标透视，中国废弃油脂价格攀上近三年高点**
- **垃圾发电三季度项目中标透视，行业迈入“精运营”时代**

根据北极星环保网的统计，2025Q3 全行业共中标 32 个项目（统计如下表），总投资约 23 亿元，分析来看：1）项目结构：仅四分之一为“建新厂”，四分之三项目均为“修旧厂”。从项目结构来看，32 个项目中，新建工程仅 8 个，其余 24 个均为提标改造、设备更新或委托运营，占比 75%，再次验证我们此前持续强调的“行业新增项目萎缩，企业资本开支被动下降”的核心趋势；2）项目分布：西北部地级市小规模项目占比较高。从规模看，400t/d 以下项目多达 14 个，占比 44%，同时甘肃、黑龙江、新疆、四川的山区县成为主要落点，这意味着东部一、二线城市焚烧率或已接近饱和；同时也反映出县域级政府开始用“技改”方式解决存量项目排放标准偏低、设备老化问题。展望 Q4，我们预计市场将延续“技改为主、新建放缓”的趋势，与此同时西部与东北成为垃圾发电项目建设重点区域，而市场趋于饱和的东部地区转向精细化运营。

**投资分析意见：**从近期垃圾发电中标项目来看，全行业可开发项目持续萎缩，企业资本开支被动下降，为上市公司“改善自由现金流，进一步提高分红”奠定基础，推荐典型低波红利资产—垃圾焚烧发电企业，推荐**光大环境、瀚蓝环境、永兴股份、军信股份**，建议关注**绿色动力/绿色动力环保、海螺创业、旺能环境、三峰环境**。

- **中国废弃油脂价格攀上近三年高点，关注上游原料油企业。**

根据金联创的数据，2025 年 9 月，北方泔水油均价录得 7374 元/吨，环比上涨 231 元/吨或 3.23%，北方地沟油均值录得 6810 元/吨，环比上涨 119 元/吨或 1.78%，其中 9 月中旬前延续此前波动上涨态势，9 月 18 日附近攀升至自 2022 年 9 月 22 日以来价格高点。产成品方面，金联创监测 SAF FOB FARAG 月度均值录得 2692 美元/吨，环比上涨 585 美元/吨或 27.76%，欧洲 HVO 月度均值录得 2359 美元/吨，环比上涨 112 美元/吨或 5.05%。

**下游市场强势交易对原料油价格形成显著支撑。**受欧盟强制添加政策推动，2025 年欧盟要求航班 SAF 掺混比例达到 2%，对应消费量约 137 万吨，受此影响全球均开展强势交易，中国 HVO/SAF 综合工厂月内维持了较高规模的采购操作，且采购价格整体处于 8100-8200 元/吨的价格区间，对 SAF 交易活动及原料流通市场均产生了显著支撑。

**在政策扰动和供需偏紧的背景下，预计后市价格持续上涨。**2025 年 9 月 12 日，欧委会宣布将美国 SAF 产品纳入生物柴油最终反倾销范围，美国 SAF 输欧受阻，将导致当前欧洲市场面临的 SAF 供需衔接问题进一步放大，预计将对 SAF 现货价格形成支撑，预计将利好国内已获得欧盟出口认证资质的上市公司（如嘉澳环保），并进一步对上游原料油价格形成支撑。

**投资分析意见：**下游供需偏紧推动原料油价格上涨，拥有原料油资源的企业有望在此轮产业趋势中显著受益，建议关注**山高环能、朗坤科技**，同时 SAF 作为航空领域降碳的关键资源，其价格也有望持续上涨，建议关注**嘉澳环保、海新能科**。

- **风险提示：垃圾焚烧处理量波动风险、下游产能建设进度不及预期的风险、UCO 价格波动风险。**

## 内容目录

---

1. 环保：垃圾发电三季度项目中标透视，中国废弃油脂价格攀上近三年高点 .....	4
1.1. 垃圾发电三季度项目中标透视，行业迈入“精运营”时代 .....	4
1.2. 中国废弃油脂价格攀上近三年高点，关注上游原料油企业 .....	6
2. 定期数据更新 .....	7
3. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1: 2025Q3 垃圾发电中标项目汇总 .....	4
图表 2: UCO 出口月度均价 (美元/吨) .....	6
图表 3: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨) .....	7
图表 4: 环渤海港煤炭库存 (万吨) .....	7
图表 5: 三峡入库流量(立方米/秒) .....	7
图表 6: 三峡出库流量(立方米/秒) .....	7
图表 7: 多晶硅致密料价格 (元/kg) .....	8
图表 8: 双面双玻组件(元/W) .....	8
图表 9: 现货市场周度数据 2025/9/22-2025/9/28 (元/兆瓦时, 下图虚线为燃煤发电基准价) .....	8
图表 10: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨) .....	8
图表 11: 中国液化天然气到岸价(美元/百万英热单位) .....	8
图表 12: 全球主要市场 LNG 价格指数 .....	9

## 1. 环保：垃圾发电三季度项目中标透视，中国废弃油脂价格攀上近三年高点

### 1.1. 垃圾发电三季度项目中标透视，行业迈入“精运营”时代

根据北极星环保网的统计，2025Q3 全行业共中标 32 个项目（统计如下表），总投资约 23 亿元，分析来看：

1) **项目结构：75% 不是“盖新厂”，而是“修旧厂”**。从项目结构来看，32 个项目中，新建工程仅 8 个，其余 24 个均为提标改造、设备更新或委托运营，占比 75%，再次验证我们此前持续强调的“行业新增项目萎缩，企业资本开支被动下降”的核心趋势；

2) **项目分布：西北部地级市小规模项目占比较高**。从规模看，400t/d 以下项目多达 14 个，占比 44%，同时甘肃、黑龙江、新疆、四川的山区县成为主要落点，这意味着东部一、二线城市焚烧率或已接近饱和；同时也反映出县域级政府开始用“技改”方式解决存量项目排放标准偏低、设备老化问题；

3) **从中标主体来看，央企拿大单，地方国企守区域，民营龙头抢设备**。中国恩菲、中国五冶、中机第一设计院等央国企三季度合计拿下 5 个 EPC 大单，平均单体金额 2.7 亿元，远高于行业均值；浙江二建、重庆三峰卡万塔、湖南省工业设备安装等地方国企继续深耕当地；伟明环保装备集团联合湖北工建、中国恩菲，以 2.49 亿元中标云南镇沅 300 t/d 项目，首次以设备商身份切入 EPC 总包；

4) **运营服务类快速发展，“轻资产”模式盈利水平较高**。根据北极星环保网的数据，2025Q3 共 7 个运营服务类项目全部落地，平均年化金额仅 400 万元，但毛利率普遍高于 45%，主因其多采用“轻资产”模式，不投设备、不担资本开支，仅输出管理和技术，现金流稳健，或成为公司增厚利润的新支点。

图表 1：2025Q3 垃圾发电中标项目汇总

序号	项目名称	中标单位
----	------	------

1	藤县低碳循环经济产业园生活垃圾焚烧发电项目总承包	浙江省二建建设集团有限公司、中机第一设计研究院有限公司
2	雅安市（汉源）生活垃圾焚烧发电项目总承包	中国五冶集团有限公司、中国恩菲工程技术有限公司
3	绍兴市循环生态产业园（一期）生活垃圾焚烧厂提标改造项目设备采购与施工	重庆三峰卡万塔环境产业有限公司
4	甘南州生活垃圾焚烧发电项目一期 EPC 总承包项目烟气净化系统采购	北京哈泰克工程技术有限公司
5	新龙县垃圾焚烧厂运行服务	甘孜州蔚蓝环保科技有限公司
6	巴彦县生活垃圾焚烧发电项目	中国电建集团山东电力建设第一工程有限公司
7	巴中市城市生活垃圾焚烧发电一期设备提标升级改造项目	上海环境卫生工程设计院有限公司
8	天津雍泰超低技改选择性催化还原脱硝系统（SCR）成套设备采购、安装、土建施工项目	天津渤海环保工程有限公司
9	小金县生活垃圾综合处置技改工程	唐山市规划建筑设计研究院有限公司、成都美厦建筑设计有限公司
10	同江市城市生活垃圾处理中心生活垃圾焚烧处理服务	富锦市伟明环保能源有限公司
11	旌德县城乡生活垃圾焚烧处置服务	宁国海创环境工程有限责任公司
12	资中县生活垃圾焚烧发电厂超低排放技术改造项目设计施工总承包	四川船城博润建设有限责任公司
13	孙吴县生活垃圾焚烧项目	黑龙江省港航工程有限公司
14	石家庄中科新能源有限公司热力生产提升工程设计采购（EP）总承包项目	中冶南方都市环保工程技术股份有限公司
15	天津滨海新区生活垃圾焚烧设施提标改造工程设计	中国恩菲工程技术有限公司
16	上海天马再生能源有限公司 1#、2#线 ICR 干法脱硝系统改造	上海华励振环保科技有限公司
17	宁波市奉化区生活垃圾焚烧发电项目烟气超低排放改造项目	上海环境工程技术有限公司
18	长春市生活垃圾综合处理电站改建项目施工总承包	浙江省二建建设集团有限公司
19	2025 年阿拉山口市生活垃圾焚烧处置服务项目	博乐市海创环境工程有限责任公司
20	普洱市镇沅县生活垃圾焚烧发电厂项目 EPC 工程总承包	湖北工建基础设施建设有限公司、中国恩菲工程技术有限公司、伟明环保装备集团有限公司
21	2025 年阿苏卫垃圾焚烧发电厂及配套设施综合服务	京能服务管理有限公司
22	张掖市生活垃圾焚烧发电炉排炉技改项目设计	中国联合工程有限公司
23	布尔津县海流滩生活垃圾焚烧处理厂建设项目焚烧设备采购	西安阿尔卑斯环保科技有限公司
24	长春市生活垃圾综合处理电站改建项目设备采购	北京中科润宇环保科技股份有限公司
25	黑龙江省大兴安岭地区呼玛县呼玛镇生活垃圾焚烧厂项目 EPC 工程总承包	黑龙江省建筑安装集团有限公司、中远交科设计咨询有限公司
26	仙居县生活垃圾焚烧发电项目（二期）-设备及机电安装	浙江省二建建设集团有限公司安装有限公司
27	驻马店市市容环境卫生中心中心城区生活垃圾焚烧发电处理服务项目	驻马店泰来环保能源有限公司
28	黄陵县生活垃圾焚烧处理工程设计	中国市政工程西北设计研究院有限公司
29	高邮泰达环保烟气超低排放深度治理项目-烟气处理系统设备（湿法+SCR）供气及服务	上海泰欣环境工程有限公司
30	滨海新区生活垃圾焚烧设施提标改造工程采购施工总承包	湖南省工业设备安装有限公司
31	重庆同兴垃圾处理有限公司烟气处理系统提标升级改造项目	重庆三峰卡万塔环境产业有限公司
32	重庆市第二垃圾焚烧发电厂脱硝系统提标升级改造清洁项目	重庆三峰卡万塔环境产业有限公司

资料来源：北极星环保网，华源证券研究所

展望 Q4，我们预计市场将延续“技改为主、新建放缓”的趋势，与此同时西部与东北成为垃圾发电项目建设的重点区域，而市场趋于饱和的东部地区转向精细化运营。



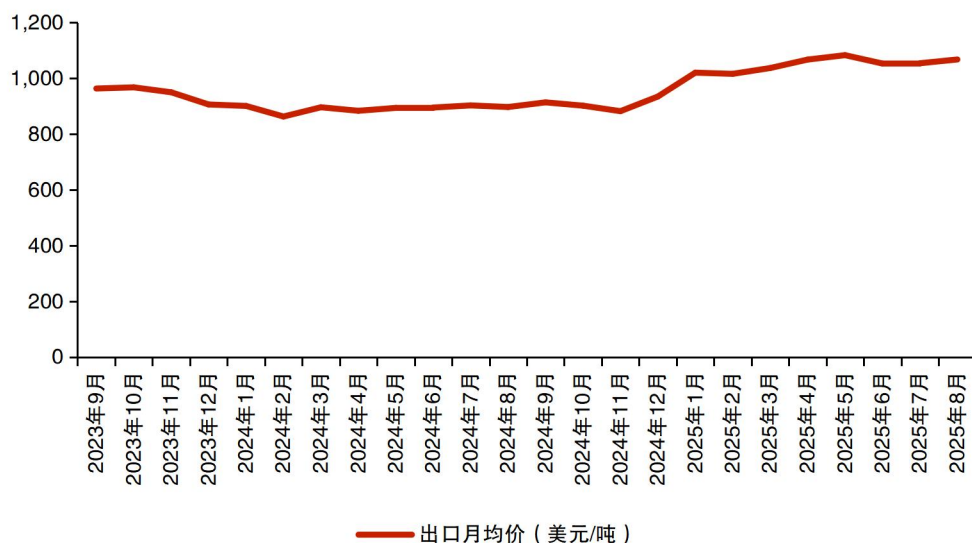
**投资分析意见：**从近期垃圾发电中标项目来看，全行业可开发项目持续萎缩，企业资本开支被动下降，为上市公司“改善自由现金流，进一步提高分红”奠定基础，推荐典型低波红利资产-垃圾焚烧发电企业，推荐**光大环境、瀚蓝环境、永兴股份、军信股份**，建议关注**绿色动力/绿色动力环保、海螺创业、旺能环境、三峰环境**。

## 1.2. 中国废弃油脂价格攀上近三年高点，关注上游原料油企业

根据金联创的数据，2025 年 9 月，北方泔水油均价录得 7374 元/吨，环比上涨 231 元/吨或 3.23%，北方地沟油均值录得 6810 元/吨，环比上涨 119 元/吨或 1.78%，其中 9 月中旬前延续此前波动上涨态势，9 月 18 日附近攀升至自 2022 年 9 月 22 日以来价格高点。产成品方面，金联创监测 SAF FOB FARAG 月度均值录得 2692 美元/吨，环比上涨 585 美元/吨或 27.76%，欧洲 HVO 月度均值录得 2359 美元/吨，环比上涨 112 美元/吨或 5.05%。

**下游市场强势交易对原料油价格形成显著支撑。**受欧盟强制添加政策推动，2025 年欧盟要求航班 SAF 掺混比例达到 2%，对应消费量约 137 万吨，受此影响全球均开展强势交易，根据金联创，中国 HVO/SAF 综合工厂月内维持了较高规模的采购操作，且采购价格整体处于 8100-8200 元/吨的价格区间，对 SAF 交易活动及原料流通市场均产生了显著支撑。

图表 2：UCO 出口月度均价（美元/吨）



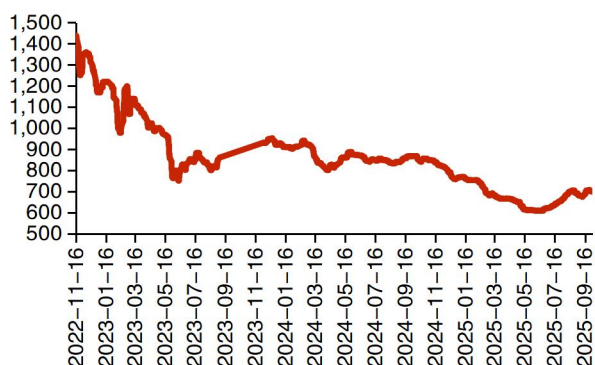
资料来源：海关总署，华源证券研究所

**在政策扰动和供需偏紧的背景下，预计后市价格持续上涨。**2025 年 9 月 12 日，欧委会宣布将美国 SAF 产品纳入生物柴油最终反倾销范围，美国 SAF 输欧受阻，将导致当前欧洲市场面临的 SAF 供需衔接问题进一步放大，预计将对 SAF 现货价格形成支撑，预计将利好国内已获得欧盟出口认证资质的上市公司（如嘉澳环保），并进一步对上游原料油价格形成支撑。

**投资分析意见：**下游供需偏紧推动原料油价格上涨，拥有原料油资源的企业有望在此轮产业趋势中显著受益，建议关注**山高环能**、**朗坤科技**，同时 SAF 作为航空领域降碳的关键资源，其价格也有望持续上涨，建议关注**嘉澳环保**、**海新能科**。

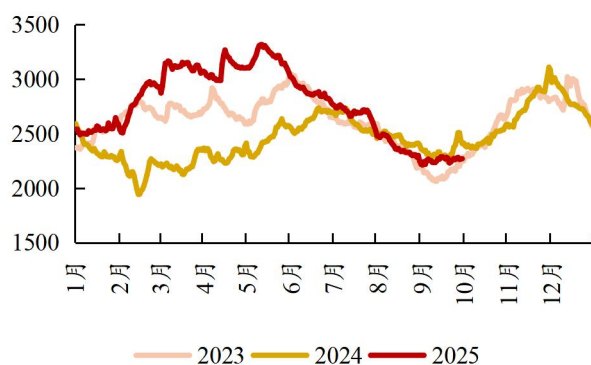
## 2. 定期数据更新

图表 3：秦皇岛 5500 大卡煤炭（元/吨）



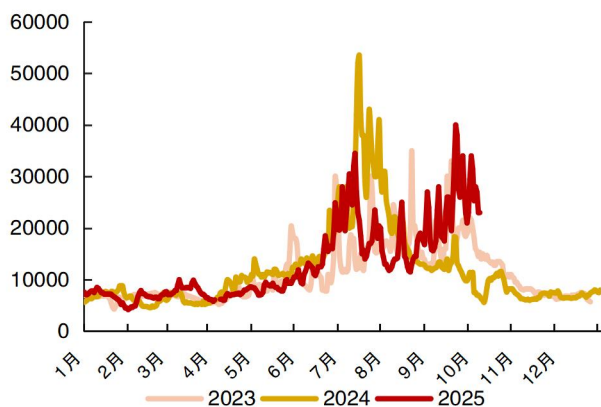
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：环渤海港煤炭库存（万吨）



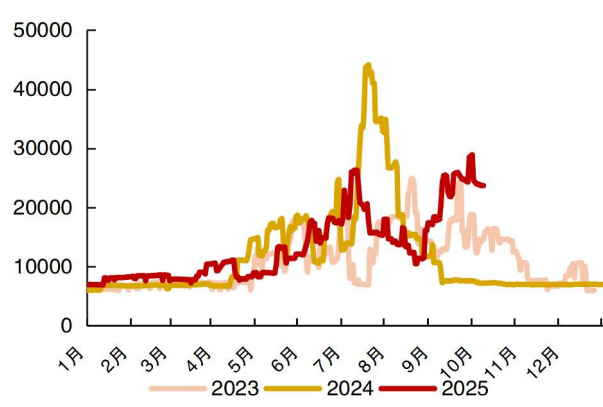
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：三峡入库流量（立方米/秒）



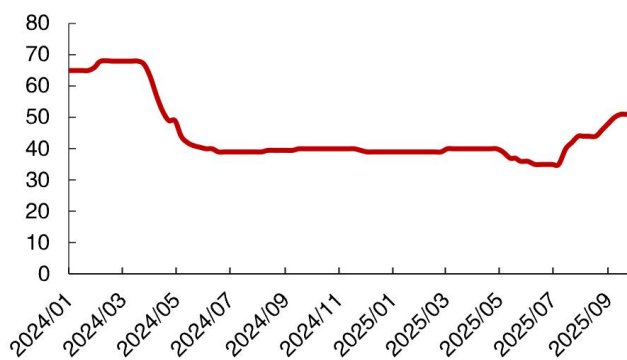
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：三峡出库流量（立方米/秒）



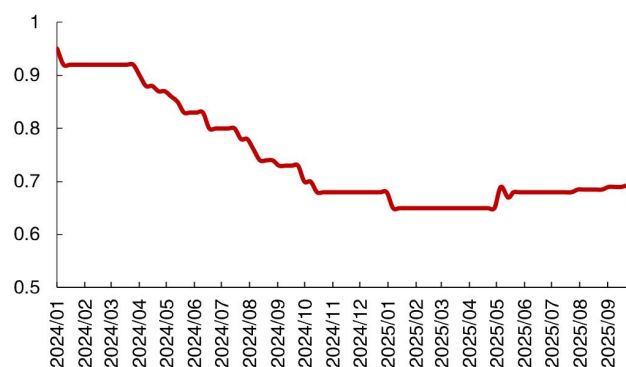
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：多晶硅致密料价格（元/kg）



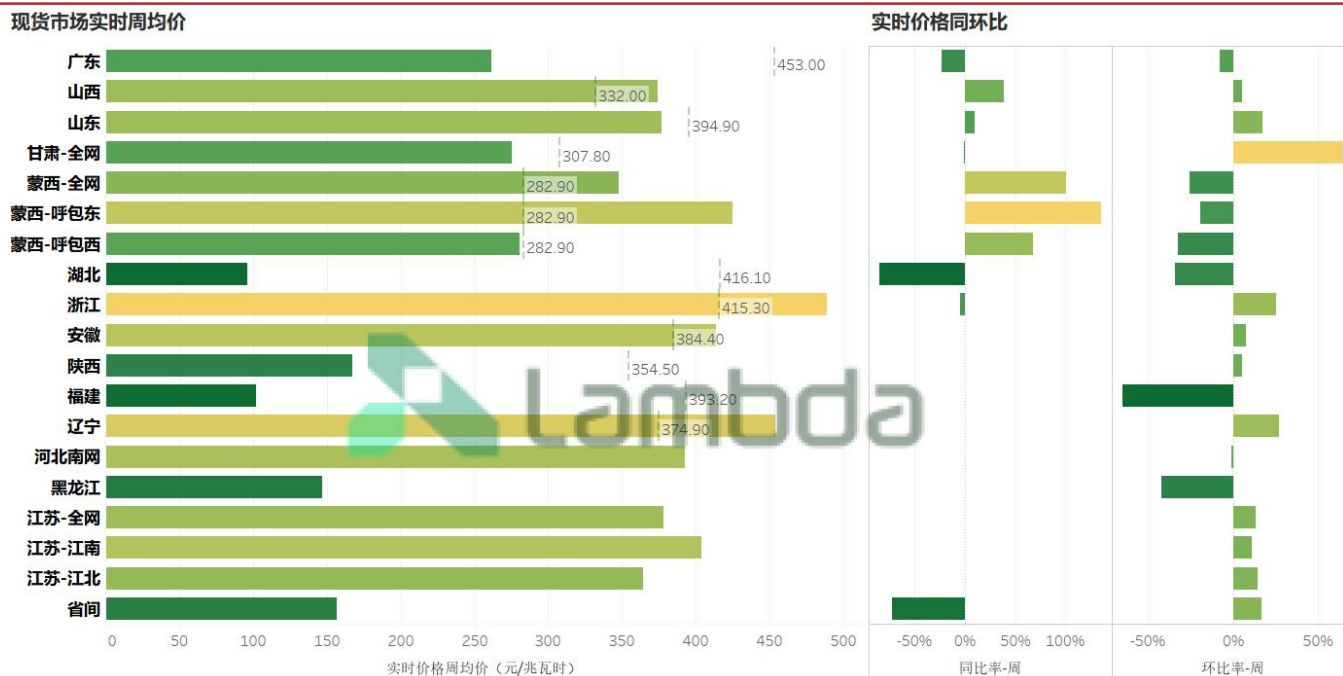
资料来源：infolink，华源证券研究所

图表 8：双面双玻组件(元/W)



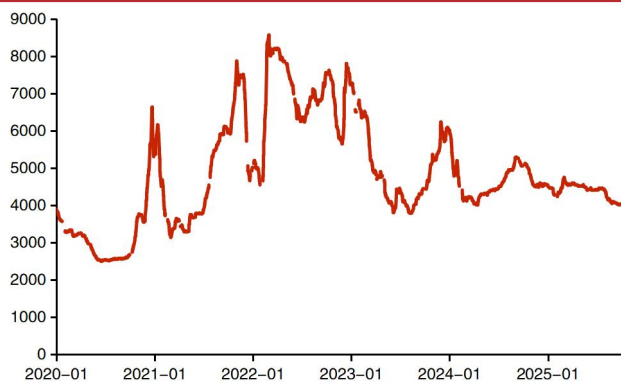
资料来源：infolink，华源证券研究所  
注：2025 年 5 月 7 日起改为 topcon 型组件价格

图表 9：现货市场周度数据 2025/9/22-2025/9/28（元/兆瓦时，下图虚线为燃煤发电基准价）



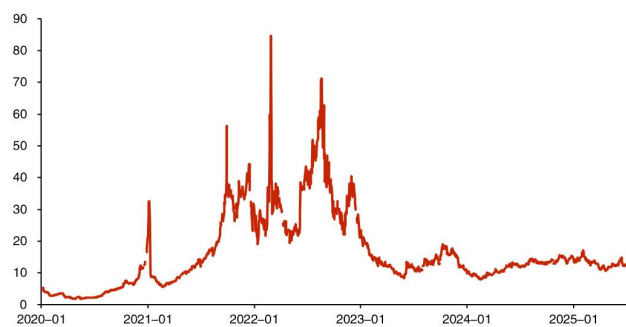
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所

图表 10：中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)



资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。

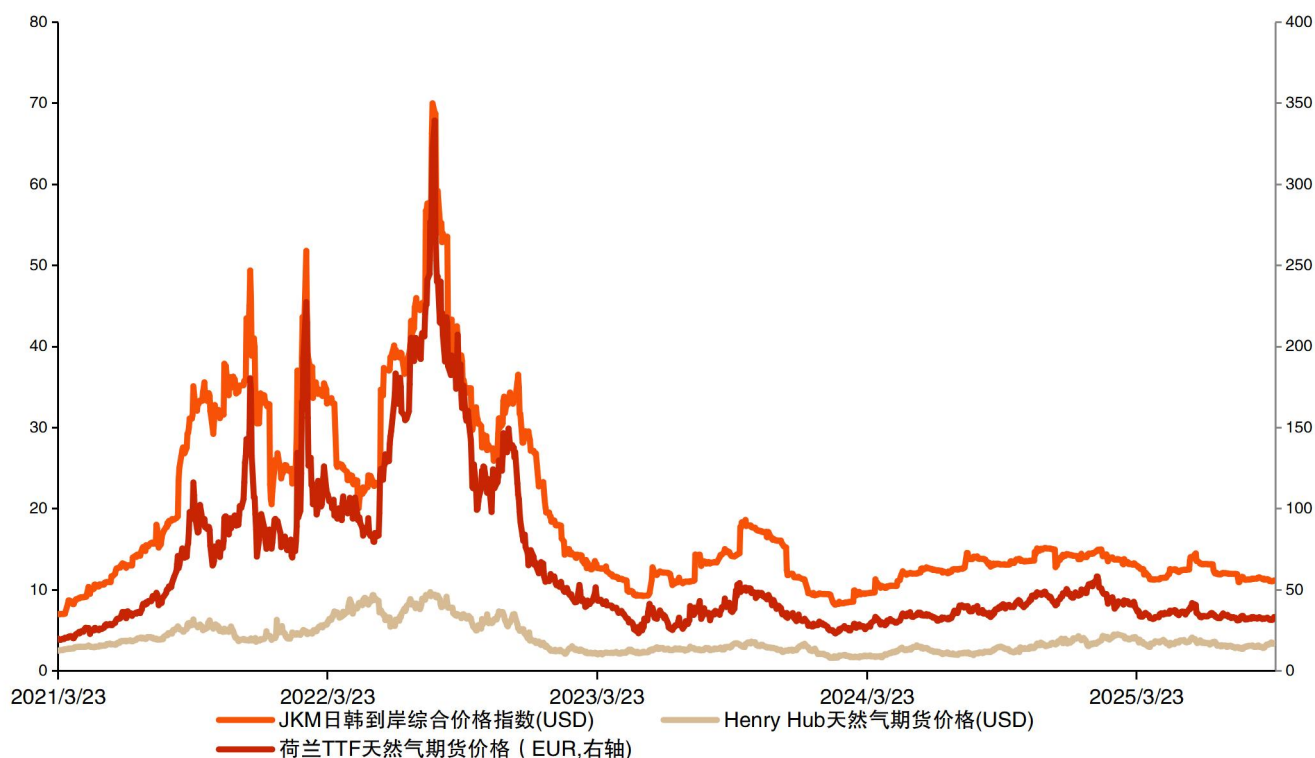
图表 11：中国液化天然气到岸价(美元/百万英热单位)



资料来源：Wind，华源证券研究所。注：周度更新。



图表 12：全球主要市场 LNG 价格指数



资料来源：investing，华源证券研究所

### 3. 风险提示

垃圾焚烧处理量波动风险、下游产能建设进度不及预期的风险、UCO 价格波动风险。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。