

## 环保行业跟踪周报

# 上实优质资产低估，高能 H 股上市推进，龙净受益 26 年环保专项资金预算提前下达

增持（维持）

2025 年 12 月 08 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

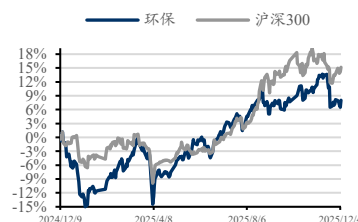
执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **重点推荐：**瀚蓝环境，高能环境，绿色动力环保，绿色动力，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，龙净环保，蓝天然气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德科技。
- **建议关注：**大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务，碧水源，浙富控股，中山公用。
- **公司研究：1）上海实业控股：高速水务固废优质资产显著低估，固废&消费出海启新篇。**  
 （1）**低估值+高股息，真实价值低估：**pb0.35，股息率 6%，剔除地产后归母权益 380 亿港元，对应 PB0.45，显著低于同业港股。23-24 年分红总额稳定，出售粤丰后 25H1 末现金增至 273 亿港元。（2）**主营业务溢利贡献构成：**24 年主营业务溢利 31 亿港元，其中 1）基建环保 26.3 亿（占 85%）、2）房地产-2.4 亿（占-8%）、3）消费 6.4 亿（占 21%）、4）大健康 0.5 亿（占 2%）。（3）**业务梳理：**1）**高速：**全资控股三条收费公路现金牛。常年利润维持 10-12 亿港元，现金流超 10 亿（疫情除外）；沪渝高速有望改扩建延期。2）**水务固废：**水务运营属性加强，康恒参与重整助力估值业绩驱动。【上实环境】持股 49%，24 年归母 6.05 亿元人民币。【中环水务】持股 45%，24 年净利润 2.79 亿港元。【粤丰环保】已出售，25H1 回款 40 亿港元。【康恒环境】持股 14%，①**运营&设备：**25H1 控股运营 4.22 万吨/日，海外 1.5 万吨/日，设备应用总规模超 30 万吨/日。24 年归母 15 亿元人民币，ROE 13% 高于同业；②**重整：**康恒参与 ST 中装重整，股权价值有望重估。3）**房地产：**资产集中上海，存货去化，静待拐点。并表上实发展（持股 49%）、上实城开（持股 43%）。①**存货减值：**24 年减值 9 亿港元，25H1 存货降至 242 亿港元（上实发展减值已计提 17%，上实城开仅 50 亿非预售且非位于一线城市）；②**投资性物业减值：**24 年/25H1 公允价值亏损 7.8/4.6 亿港元，25H1 账面 354 亿港元，期待价格企稳。4）**消费品：**疫后复苏+烟草出海，高增长。疫前净利 10 亿港元（主要系烟草），24 年降至 6.4 亿港元。当前出海高增业绩修复，25H1 南洋烟草净利 3.4 亿港元，同比+26%。
- 2）**高能环境：H 股上市推进&董事高管增持，进军矿业积极出海。**公司审议通过发行 H 股股票，融资就位，进军矿业与海外拓展值得持续期待。12 月 4 日高管增持 10 万股，彰显管理层信心。**进军矿业：**出资 0.63 亿元收购控股 3 家矿业公司。拟收购三家公司估值 1.4 亿元（净资产 1.54 亿元），公司自有资金出资 0.63 亿元实现控股，探矿权延续材料办理中，预计不低于现有条件或保留矿业权。金矿资源优质主要处于详查与普查阶段储量有望增加。**环保业务拓展出海：**11 月实现海外首个垃圾焚烧项目中标。
- **行业新闻：2026 年环保专项资金预算提前下达，大气治理同比增长占比提高。**财政部下达 2026 年大气污染防治（244 亿元，同比 25 年第一批+19%，下同）、水污染防治（188 亿，+18%）等资金合计 528 亿，力度提升，节奏加快。【**龙净环保：**电力&非电共振，作为大气污染防治龙头受益。25Q1-3 新签环保订单 76 亿，同比+1.1%，单 Q3 新签 23 亿，同比+12%。紫金矿业全额认购公司定增，股比提升持续赋能，成长加速。
- **固废观点：25Q3 业绩基本面强+国补回收加速，提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！**1）**运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降：**25Q1-3 板块归母净利+12%，毛利率+2.7pct，财务费用率-0.5pct。固废纯运营企业绿动、军信、永兴 ROE 显著提升。2）**自由现金流持续增厚：**25Q1-3 板块经营现金流净额 133 亿元（+28%），资本开支 54 亿元（-12%），简易自由现金流 78 亿元（24Q1-3 为 41 亿元）。25Q3 国补回收显著加速。3）**中期派息稳中有升：**25H1 瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01 港元。4）**经营提效+B 端拓展+C 端顺价，增厚盈利&改善现金流！【吨发提升】**25H1，7 家垃圾焚烧公司平均吨发（还原供热后）同比+1.8%，吨上网同比+1.2%。【**供热加速**】25H1 供热增速前 3：海创供热同比+170%、绿动同比+115%、伟明同比+67%；发电供热比增量前 3：天楹发电供热比同比+6.4pct、绿动同比+2.4pct、旺能同比+1.6pct。【**IDC 拓展**】旺能获市级、省级备案，军信、瀚蓝、伟明 签署相关合作协议。【**C 端顺价**】佛山于 25 年 9 月下旬召开生活垃圾处理费定价听证会，C 端顺价推进。**重点推荐：【瀚蓝环境】【绿色动力 A+H】【永兴股份】【海螺创业】【光大环境】等。**
- **水务观点：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！1）现金流左侧布局：**25Q1-3 板块自由现金流-21 亿元（24Q1-3 为-68 亿元）。预计兴蓉、首创资本开支 26 年开始大幅下降，自由现金流大增可期！参照垃圾焚烧自由金流转正前后，分红比例从 21 年低点 18%，22-24 年连续提至 40%，典型公司永兴（24 年分红比例 66%）军信（95%）绿动（71%）。24 年水务板块分红比例为 34%，兴蓉 24 年分红 28%提升空间较大！自由现金流改善带来 PE 估值提升空间可参照垃圾发电！2）**价格改革不仅是弹性，重塑成长+估值！**水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的业绩&红利持续增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升。25 年以来广州、深圳等核心城市自来水提价落实，佛山拟调整污水收费标准。重点推荐【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】，建议关注【首创环保】【北控水务集团】等。
- **行业跟踪：1）环卫装备：2025M1-10 环卫新能源销量增 61.32%，渗透率同比提升 6.33pct 至 18.02%。**25M1-10 环卫车销量 60675 辆（同比+4.61%），其中新能源 10931 辆（同比+63.32%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 31%/15%/7%。2）**生物柴油：生物柴油价格下滑，单吨净利上升。**2025/11/28-2025/12/4 生柴均价 8300 元/吨（周环比-0.6%），地沟油均价 6386 元/吨（周环比-0.7%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利-36 元/吨（周环比+60.0%）。3）**锂电回收：金属价格上涨，盈利能力下降。**截至 2025/12/5，三元电池粉系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 73.8%/76.0%/76.0%。截至 2025/12/5，碳酸锂 9.32 万（周环比-0.6%），金属钴 41.40 万（周环比+2.2%），金属镍 12.03 万（周环比+0.2%）。根据模型测算单吨废料毛利 0.28 万（周环比-0.081 万）。
- **风险提示：**政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

### 行业走势



### 相关研究

《企业碳配额与产出挂钩不设总量上限，紫金赋能龙净逻辑不变且持续深化》

2025-12-01

《钢铁水泥电解铝配额方案落地，高能布局金矿强化资源化协同，龙净国资增持价值》

2025-11-24

内容目录

1. 最新观点 .....4

1.1. 上海实业控股：高速水务固废优质资产显著低估，固废&消费出海启新篇 .....4

1.2. 2026 年环保专项资金预算提前下达，大气治理同比增长占比提高，龙净环保作为大气龙头受益..... 5

1.3. 高能环境： H 股上市推进&董事高管增持，进军矿业积极出海..... 6

1.4. 垃圾焚烧： 资本开支下降提分红验证，供热&IDC 等提质增效促 ROE 和估值双升..... 7

1.5. 水务运营： 市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！ ..... 8

1.6. 环卫装备： 2025M1-10 环卫新能源销量同增 61.32%，渗透率同比提升 6.33pct 至 18.02% ..... 9

1.7. 生物柴油： 生物柴油价格下滑，单吨净利上升..... 11

1.8. 锂电回收： 金属价格上涨，盈利能力下降..... 12

2. 行情表现 ..... 13

2.1. 板块表现..... 13

2.2. 股票表现..... 14

3. 行业新闻 ..... 15

3.1. 生态环境部党组召开会议..... 15

3.2. 生态环境部发布《中国移动源环境管理年报（2025 年）》 ..... 15

3.3. 3 项温室气体自愿减排项目方法学发布（人民日报） ..... 15

3.4. 生态环境部： 实现排污单位“全覆盖” 386.7 万家单位纳入管理..... 16

3.5. 国家发展改革委发布第二轮国家生态产品价值实现机制试点名单..... 16

3.6. 生态环境部召开核与辐射安全监管工作会议..... 16

4. 公司公告 ..... 17

5. 大事提醒 ..... 20

6. 往期研究 ..... 20

6.1. 往期研究： 公司深度..... 20

6.2. 往期研究： 行业专题..... 23

7. 风险提示 ..... 25

图表目录

图 1:	环卫车销量与增速（单位：辆） .....	10
图 2:	新能源环卫车销量与增速（单位：辆） .....	10
图 3:	环卫新能源渗透率 .....	10
图 4:	2025M1-10 环卫装备销售市占率 .....	11
图 5:	2025M1-10 新能源环卫装备销售市占率 .....	11
图 6:	国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨） .....	12
图 7:	国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨） .....	12
图 8:	锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/12/1~2025/12/5） .....	13
图 9:	锂电循环项目单位毛利情况跟踪 .....	13
图 10:	2025/12/1-2025/12/5 各行业指数涨跌幅比较 .....	14
图 11:	2025/12/1-2025/12/5 环保行业涨幅前十标的 .....	14
图 12:	2025/12/1-2025/12/5 环保行业跌幅前十标的 .....	15
表 1:	2025-2026 年污染防治资金情况统计（亿元） .....	5
表 2:	公司公告 .....	17
表 3:	大事提醒 .....	20

## 1. 最新观点

### 1.1. 上海实业控股：高速水务固废优质资产显著低估，固废&消费出海启新篇

上实集团旗下综合性投资控股平台，多元化布局跨越周期。业务覆盖基建环保、房地产、消费品、大健康四大业务版图，24 年归母净利润 28.08 亿港元，高速+公用资产硬核贡献主要盈利，烟草出海成长。

**在手现金充裕&自由现金流支持高分红，真实价值低估。**1) **在手现金充裕**：25 年出售粤丰现金回笼现金约 40 亿港元，截至 6 月底在手现金 273 亿港元。2) **现金流向好**：经营性现金流持续正流入，22-24 年简易自由现金流-1.85/4.78/9.55 亿港元。不考虑高速扩建，资本开支将下行。3) **高分红+低估值**：21-24 年派息额维持 10 亿港元，25H1 为 4.57 亿港元，分红比例 44%，股息率 (ttm) 5.85%。当前 PB0.36，剔除地产后归母股东权益 380 亿港元，对应 PB0.46，显著低于同业港股 PB（光大 0.60、北控水务 0.86、绿色动力环保 0.81、中烟香港 6.87），有望重估！（估值日期 2025/12/03）

**基建环保：优质资产贡献持续利润及现金流。**24 年基建环保贡献净利润 26.29 亿港元，净利占比 85%。该板块主要包括高速及固废&水务等：

1) **高速公路：全资控股三条收费公路现金牛。**24 年贡献净利 10.81 亿港元，占比 35%。沪渝高速有望延期。24 年出售杭州湾大桥，并认购其 15.83% 的 REITs 份额，将通过分红获得持续现金流。

2) **固废&水务：水务运营属性加强，康恒设备&出海龙头，资本市场助力估值业绩驱动。**24 年贡献净利 8.46 亿港元，占比 27%。①上实环境（截至 25H1 持股 49.25%，下同）：24 年营收 75.96 亿元人民币，建设收入占比降至 24%（同比-12.12pct），归母净利 6.05 亿元人民币，水务运营量价稳增。截至 24H1，水处理产能 1117 万吨，其中待建、在建/待投运产能占比约 8%、4%。②中环水务（持股 45%）：24 年营收 19 亿港元（同比-6%），净利润 2.8 亿港元（+5.3%），净利率 14.4%（+1.6pct），收入结构改善。③康恒环境（持股 14.17%）：截至 24 年设备应用总规模 30+万吨/日登顶全球，垃圾焚烧总产能 12 万吨/日，控股产能 4.2 万吨/日，海外中标规模约 1.5 万吨/日（截至 25H1）。24 年归母 15.05 亿元人民币，ROE13%远高于同业。康恒环境以 ST 中装重整投资人身份参与资本市场，若重整成功，股权价值有望重估。④粤丰环保（已出售）：25 年 5 月出售后回笼现金 40 亿港元。

**房地产：存货去化，风险可控，静待拐点。**24 年/25H1 净利录得亏损 2.36/4.65 亿港元，拖累整体净利润 7.64%/45.81%。21-24 年地产板块资产减值达 8.79/0.69/12.25/9.07 亿港元，25H1 上实发展资产减值 6.39 亿港元。未来展望：1) 存货去化，减值风险整体可控：①存货：上实控股 25 年 6 月底存货降至 242 亿；其中，上实发展：25 年 6 月底



存货 133 亿元人民币，累计计提 17%较充分；上实城开：24 年底仅 50 亿港元存货位于非一线且未签预售协议；②投资性房地产：25 年 6 月底 354 亿港元，关注后续租金价格。2) 行业：地产价格分化，商铺租金回升，期待企稳；3) 历史曾实物派发城开股份，近期处置泉州资产战略收缩。

**大消费：疫后复苏+烟草出海逻辑验证，增长潜力大。**24 年贡献净利 6.43 亿港元，占比 21%。疫情前业绩（主要来自烟草）超 10 亿港元，当前正通过免税市场及出海业务修复业绩。马来西亚工厂 24 年实现量产，销售额同增 345%，25H1 南洋烟草净利 3.37 亿港元，同比+20%。

**盈利预测与投资评级：**基建环保稳健+消费成长，地产消化中，我们预计 25-27 年归母净利润为 25.70/28.03/30.50 亿港元，对应 6.79/6.23/5.72 倍 PE。考虑到在手现金充裕+自由现金流增厚+出售粤丰现金流回笼，高分红可持续且提升潜力大，首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期 2025/12/03）

**风险提示：**特许经营权续期不及预期，资本开支上行，地产减值风险等。

1.2. 2026 年环保专项资金预算提前下达，大气治理同比增长占比提高，龙净环保作为大气龙头受益

财政部提前下达 2026 年环保专项资金预算。近日，财政部陆续下达 2026 年大气污染防治、水污染防治、土壤修复、农村环境整治以及废弃电器电子产品处理专项资金预算，合计金额为 528 亿元。2025 年环保专项资金预算已下达 2 批，分别在 2025 年 2 月和 2025 年 7 月，此次于 2025 年 12 月提前下达 2026 年环保专项资金预算，**财政资金对于环境保护污染防治的支持力度提升，节奏加快。**

表1：2025-2026 年污染防治资金情况统计（亿元）

	2025 年	2025 年	2026 年
	第一批	第二批	第一批（部分）
水污染防治资金	160	107	188
大气污染防治资金	204	136	243.62
土壤污染防治资金	30.8	13.2	32.2
海洋生态保护修复资金	114		
重点生态保护修复治理资金	322	254	
农村环境整治资金	28		29.6
农业生态资源保护资金	207.6		
废弃电器电子产品处理专项资金		50	35
合计	1066.4	560.2	528.42

数据来源：财政部，中建政研西北公司微信公众号，东吴证券研究所

**专项资金预算 528 亿元，大气污染防治资金支持充足。**此次 2026 年提前下达的环保专项资金预算合计金额 528 亿元，其中，大气污染防治 244 亿元、水污染防治 188 亿元、土壤修复 32 亿元、农村环境整治 30 亿元以及废弃电器电子产品处理 35 亿元。对比 2025 年环保专项资金预算 2 批合计 1627 亿元来看，2026 年提前下达预算占 2025 年预算 32%，期待 2026 年预算金额进一步下发。**1) 从结构来看，**此次预算金额中，大气污染占比 46%（2025 年占 21%），水污染占比 36%（2025 年占比 16%），废弃电器电子产品处理占比 7%（2025 年占比 3%），土壤污染占比 6%（2025 年占比 3%），农村环境占比 6%（2025 年占比 2%）。2026 年提前下达的资金预算中，大气污染预算占比显著提高。**2) 从增速来看，**此次预算金额较 2025 年第一批，**大气污染同比+19%，水污染同比+18%，农村环境+6%，废弃电器电子产品处理从无到有（2025 年第一批未包含），大气污染预算同比增速突出。**

**推荐标的：【龙净环保】：电力&非电共振，大气污染治理市场稳健释放。**除了财政资金支持外，电力与非电持续释放的新建、改造、更新需求，驱动大气污染治理市场稳健释放。火电作为新型电力系统转型过程中的压舱石，新增装机仍有支撑，煤电往清洁降碳、高效调节、智能运行等方向发展，推动存量机组改造提升。非电行业推动减污降碳深度协同，钢铁、水泥、焦化等超低排放改造进行中。**公司作为全球最大的大气环保装备研发制造商，将持续受益于市场释放。**2025 年前三季度公司新增环保设备工程合同 76.26 亿元（电力占 61.51%，非电占 38.49%），同比增长 1.1%，第三季度新增环保设备工程合同 22.56 亿元，单季度同比增长 12%。得益于新一轮煤电项目建设和现役机组的环保改造需求，公司持续巩固大气污染治理领域龙头地位。截至 20250930，公司在手订单 197 亿，较 20250630 下降 3 亿，较 2024 年底增加 10 亿，在手订单充足，收入确认加速。

**盈利预测与投资评级：**紫金矿业现金全额认购龙净环保定增，持股比例提升。龙净环保资金就位，紫金矿业持续赋能，成长性有望加速体现。我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，25-27 年 PE 16.3/13.2/11.5x（2025/12/05），维持“买入”评级。

**风险提示：**紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧等

### 1.3. 高能环境： H 股上市推进&董事高管增持，进军矿业积极出海

**事件：**2025 年 12 月 3 日，公司审议通过了 H 股发行上市后适用的《公司章程（草案）》及 27 项公司治理制度的修订与制定议案。2025 年 12 月 4 日，公司公告董事、高级管理人员增持股份。

**H 股发行上市积极推进。**2025 年 10 月 27 日，公司公告正在筹划发行境外上市股份（H 股）股票并申请在香港联交所主板挂牌上市。2025 年 12 月 3 日，公司召开第六

届董事会第五次会议，审议通过了 H 股发行上市后适用的《公司章程（草案）》及 27 项公司治理制度的修订与制定议案。此次修订旨在满足香港联交所上市规则及境内外监管要求，为 H 股上市奠定合规基础。公司持续积极推进 H 股发行上市，深化国际化战略布局。**融资就位，进军矿业与海外拓展值得持续期待。**

**董事、高管增持股份彰显信心。**公司公告，公司董事、副总裁、财务总监孙敏先生基于对公司未来发展的信心及公司长期投资价值的认可，以集中竞价的方式增持公司股份 10 万股，累计增持金额 70.2 万元（不含交易费用）。董事、高管增持彰显信心。

**战略进军矿业，协同资源化打开第二成长曲线。**公司自有资金出资 0.63 亿元，收购天鑫公司、岳坪公司和瑞岳公司三家公司各 45.2% 的股权并实现控股，获得青山洞金矿（已完成详查，详查显示金金属量 2445 千克）、大坪金矿（详查阶段，普查显示金金属量 2029 千克）、芭蕉湾金矿和母溪金矿（表现出较好找矿潜力）。公司金矿项目位于湖南雪峰山黄金资源地作为国家重点资源勘探区域，位于雪峰弧形构造带中段，即俗称的湖南“金腰带”中段，本区金矿成矿地质条件有利，矿化普遍且强烈，矿点矿化点信息丰富，未来找矿前景较好。

**环保业务拓展出海。**2025 年 11 月 3 日，公司公告入选印度尼西亚环境友好型废物转化能源项目选定供应商名单，后续公司将参加具体项目的合作伙伴选择程序，有望推进印度尼西亚垃圾焚烧项目的落地。2025 年 11 月 18 日，公司中标亚穆乡行政办公室（北大年府亚灵县）社区生活垃圾焚烧发电项目，公司通过高能环境（泰国）有限公司持项目 80% 股权。项目处理规模 500 吨/日，合作期限 25 年，总投资不超过 19.5 亿泰铢（按 2025/11/18 汇率折算，约合人民币 4.27 亿元），实现海外首个垃圾焚烧项目中标。公司持续拓展海外业务，海外空间可期。

**盈利预测与投资评级：**公司资源化项目经营情况稳步提升，战略进军矿业，我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 8.0/9.1/10.5 亿元，2025-2027 年 PE 为 13/12/10 倍（2025/12/4），维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

#### 1.4. 垃圾焚烧：资本开支下降提分红验证，供热&IDC 等提质增效促 ROE 和估值双升

**固废板块重点逻辑在于：**一是资本开支下降，自由现金流大幅改善，分红提升！二是，行业成熟期提质增效！

**1) 自由现金流增厚提分红：**行业步入成熟期，资本开支下降，板块自由现金流于 23 年转正，24 年持续增厚。政策要求推进垃圾处理计量收费，促商业模式 C 端理顺，改善现金流。提分红兑现：**【军信股份】**24 年现金派息 5.07 亿元（同比+37%），每股

派息维持 0.9 元，分红比例 94.59%（同比+22.78pct），股息率（ttm）4.39%；【绿色动力 A+H】24 年现金派息 4.18 亿元（同比+100%），分红比例 71.45%（同比+38.23pct），远超分红承诺底线，A 股股息率（ttm）4.03%，港股股息率（ttm）5.93%；【瀚蓝环境】24 年派息 6.52 亿元（同比+67%），分红比例 39.20%（同比+11.83pct），25 年首次中期派息，股息率（ttm）3.62%；【永兴股份】24 年现金派息 5.40 亿元（同比+15%），分红比例 65.81%（同比+2.12pct），股息率（ttm）3.60%；【光大环境】24 年派息 14.13 亿港元（同比+5%），分红比例 41.84%（同比+11.33pct），股息率（ttm）5.01%。（估值日期：2025/11/7）

**25 年 7-8 月国补回收显著加速，光大国补回收超预期！** 25 年 7-8 月光大绿色环保生物质等收到国补 20.64 亿元，超 24 年截止同期生物质集中回款额 15.34 亿元。

**分红持续大幅提升，还有多大潜力？从垃圾焚烧自由现金流增厚看资产质量的改善。**  
**分红潜力测算逻辑：** 分红潜力=（简易自由现金流-财务费用）/归母净利润。

**24 年板块分红比例 40%、稳态下分红潜力达 97%~120%：** 行业资本开支滞后于招标规模下降，预计未来仍有较大下行空间。参考 24 年财务数据，假设维护性资本开支为总资产的 1%/2%，测算得稳态下板块分红潜力可达 120%/97%。

**预计 26 年标的分红潜力达 50%~150%+：** 1）分红潜力 150%+：永兴股份、旺能环境、上海环境。2）分红潜力 100%~150%：绿色动力、三峰环境、瀚蓝环境。3）分红潜力 50%~100%：中科环保、军信股份、海螺创业、光大环境。

**2）降本增效提 ROE：** 行业成熟期，资产不扩张，企业通过降本、供热、IDC 合作等方式提质增效，ROE 具备提升能力！

**降本增效提升 ROE 逻辑兑现中。** 如绿色动力 25Q1 归母净利润同增 33%超预期，主要系厂用电率下降、供热增加（25Q1 供热量同增 97%）、精细化管理降本、财务费用节约等因素所致，25Q1 加权 ROE 同增 0.51pct 至 2.27%。

**垃圾焚烧+IDC 为行业拓展新趋势。** 垃圾发电优势在于：**【清洁高效】【稳定性】【经济性】【分布近城市中心】**；**三种模式：** 纯供能模式/供能+机柜租赁/供能+算力租赁模式下，2000 吨/日匹配 20MW 数据中心，盈利增量弹性为 26%/66%/817%，综合 ROE 由 12%提至 16%/15%/18%；**合作潜力：** 满足区位（京津冀、长三角、粤港澳、长沙）和规模（1000 吨/日及以上）要求占总运营规模的比例：永兴 97%、军信 85%、旺能 51%、绿动 49%、伟明 46%、瀚蓝 45%（并购粤丰后）。

## 1.5. 水务运营：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！

**水务运营业绩稳健+估值低+高股息，现金流左侧布局下一个垃圾焚烧。** 水务运营量价刚性业绩稳健，供水 toC 现金流优，污水顺价推进，粤海投资（23-24 年维持 65%分



红比例)、洪城环境(承诺21-26年分红不低于50%)、北控水务、重庆水务等持续高分红。更重要的是预计兴蓉、首创资本开支25年下降,26年开始大幅下降,自由现金流大增可期!参照垃圾焚烧自由现金流转正前后,分红比例从21年低点18%,22-24年连续提至40%,典型公司永兴(24年分红比例66%)军信(95%)绿动(71%)。24年水务板块分红比例为34%,剔除已经分红50%的洪城环境,核心公司兴蓉分红28%提升空间较大!兴蓉25年PE9.8倍, PB1.10, 首创25年PE13.4, PB1.12, 自由现金流改善带来PE估值提升空间可参照垃圾发电!

**水价改革不仅是弹性, 重塑成长+估值!** 广州提价落实、深圳跟进, 有望带动新一轮水价改革。水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障, 从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长, 如美国水业业绩10年复增10%, 伴随同样确定的红利增长。美国水业PE(ttm)23x, PB(LF)2.00, 【从防御到可持续增长】带来估值提升空间。

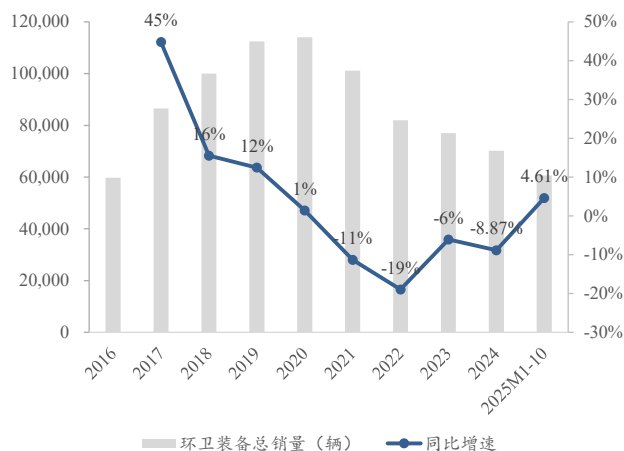
**重点推荐: 【兴蓉环境】** PB(MRQ)1.10倍, 对应25年PE9.8倍。掌握成都优质水务固定资产, 污水定价锚定资产收益率10%, 随产能扩张污水持续提价, 享确定的高个位数优质增长。24年经营性现金流净额37亿元、资本开支46亿元, 25H1资本开支同比下降, 预计26年开始显著下降, 具分红提升潜力! **【粤海投资】** PB(MRQ)1.15倍, 对应25年PE10.7倍, 核心业务中国香港供水, 真正的水价市场化: 水价过去10年每年涨超2%, 对标市场化美国水业, 估值空间2.5倍! 24年公司资本开支下降, 自由现金流大增, 维持65%高分红。25年随着粤海置地剥离, 盈利修复, 预计对应25年股息率6.1%。 **【洪城环境】** 高分红兼具稳健增长, 承诺21-26年分红比例不低于50%, 对应25年PE9.4, 股息率5.3%。 **建议关注: 【首创环保】** PB(MRQ)1.12倍, 对应25年PE13.4倍。24年扣非归母净利润15.61亿元, 随在建产能释放+降本, 经营性业绩保持稳健增长。24年资本开支42亿元, 预计25-26年持续下行, 27年显著下降, 则自由现金流三年持续改善。(估值日期: 2025/11/7)

## 1.6. 环卫装备: 2025M1-10 环卫新能源销量同增 61.32%, 渗透率同比提升 6.33pct 至 18.02%

**2025M1-10 环卫新能源销量同增 61.32%, 渗透率同比提升 6.33pct 至 18.02%。** 根据银保监会交强险数据, 2025M1-10, 环卫车合计销量60675辆, 同比变动+4.61%。其中, 新能源环卫车销售10931辆, 同比变动+61.32%, 新能源渗透率18.02%, 同比变动+6.33pct。

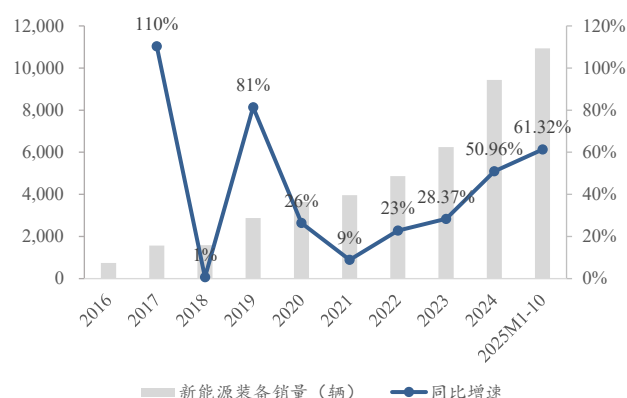
**2025M10 新能源环卫车单月销量同增 48.08%, 单月渗透率为 25.01%。** 2025M10, 环卫车合计销量4938辆, 同比变动+9.78%, 环比变动-19.84%。其中, 新能源环卫车销量1235辆, 同比变动+48.08%, 环比变动-12.54%, 新能源渗透率25.01%, 同比变动+6.47pct。

图1: 环卫车销量与增速 (单位: 辆)



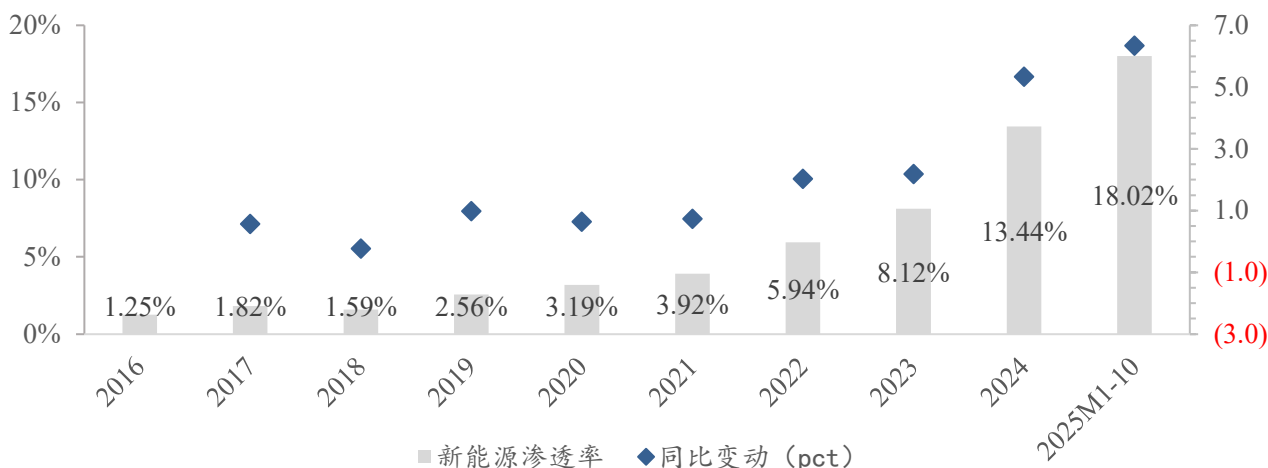
数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

图2: 新能源环卫车销量与增速 (单位: 辆)



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

图3: 环卫新能源渗透率



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

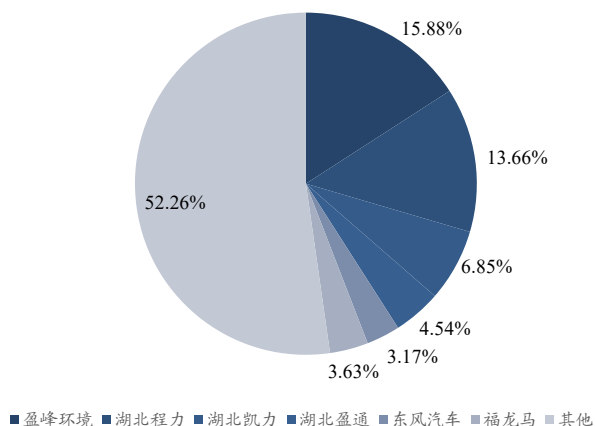
## 2025M1-10 重点公司情况:

**盈峰环境:** 环卫车市占率第一: 销售 9636 辆(+1.56%), 市占率 15.88%(-0.48pct);  
 新能源市占率第一: 销售 3384 辆(+57.19%), 市占率 30.96%(-0.82pct)。

**福龙马:** 环卫车市占率第五: 销售 2202 辆(-13.95%), 市占率 3.63%(-0.78pct);  
 新能源市占率第三: 销售 794 辆(+41.53%), 市占率 7.26%(-1.02pct)。

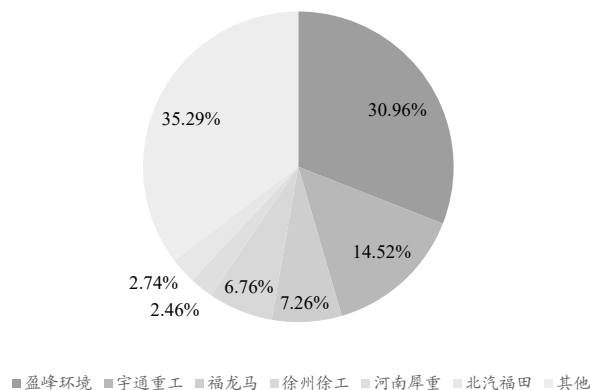
**宇通重工:** 环卫车市占率第六: 销售 2111 辆(+1.30%), 市占率 3.48%(-0.11pct);  
 新能源市占率第二: 销售 1587 辆(+12.00%), 市占率 14.52%(-6.39pct)。

图4：2025M1-10 环卫装备销售市占率



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所  
注：图中未显示行业所有公司，部分公司计入其他

图5：2025M1-10 新能源环卫装备销售市占率

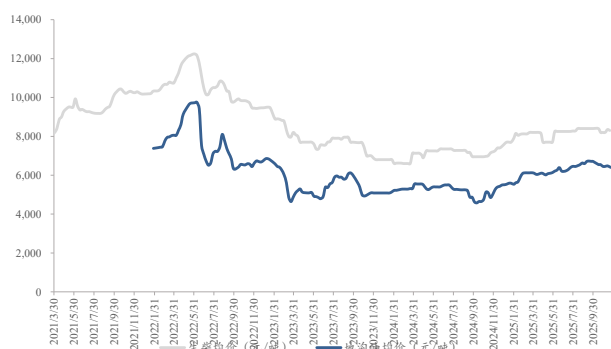


数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所  
注：图中未显示行业所有公司，部分公司计入其他

### 1.7. 生物柴油：生物柴油价格下滑，单吨净利上升

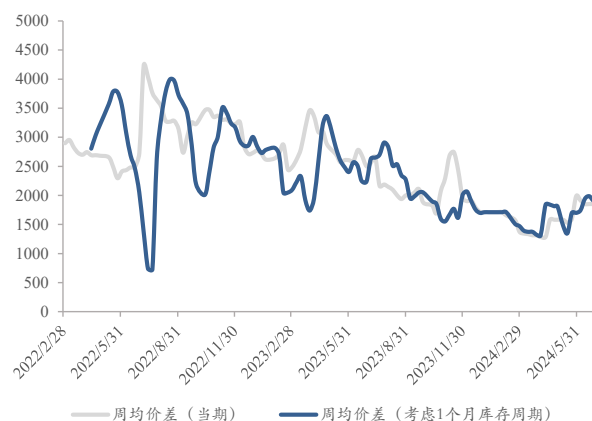
**生物柴油价格持平，单吨净利下滑。**根据卓创资讯，**1) 原料端：**2025/11/28-2025/12/4 地沟油均价 6386 元/吨，环比 2025/11/21-2025/11/27 地沟油均价-0.7%。**2) 产品端：**2025/11/28-2025/12/4 全国生物柴油均价 8300 元/吨，环比 2025/11/21-2025/11/27 生柴均价-0.6%。**3) 价差：**国内 UCOME 与地沟油当期价差 1914 元/吨，环比 2025/11/21-2025/11/27 价差-0.4%；若考虑一个月的库存周期，价差为 1844 元/吨，环比 2025/11/21-2025/11/27 价差+2.3%，按照（生物柴油价格-地沟油价格/88%高品质得油率-1000 元/吨加工费）测算，单吨盈利为-36 元/吨（环比 2025/11/21-2025/11/27 单吨盈利+60.0%）。**废弃油脂供应方面，**据业者反馈，近期地沟油收油量较为紧俏，供应面偏紧张，水油收油量尚可；需求方面，近期国内新的 UCO 订单签订情况不理想，港口方向缺乏新的船期交货订单，多家贸易商暂停收货，市场整体交易气氛偏低迷，场内业者多持观望心态为主。**生物柴油方面，**多家生物柴油厂家处于停产状态，目前仅唐山某生物柴油厂家以及福建龙岩某生物柴油工厂开工，需求方面，多家生物柴油工厂反馈暂未接到 UCOME 订单，外商对国内价格接受意愿较低，市场处于供需双弱局面。

图6: 国内 UCOME 与地沟油价格 (周度, 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图7: 国内生物柴油与地沟油价差 (周度, 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

### 1.8. 锂电回收: 金属价格上涨, 盈利能力下降

**盈利跟踪: 金属价格上涨, 盈利能力下降。**我们测算锂电循环项目处置三元电池料 ( $\text{Ni} \geq 15\%$   $\text{Co} \geq 8\%$   $\text{Li} \geq 3.5\%$ ) 盈利能力, 根据模型测算, 2025/12/1-2025/12/5 项目平均单位碳酸锂毛利为+1.77 万元/吨 (较前一周-0.511 万元/吨), 平均单位废料毛利为 0.28 万元/吨 (较前一周-0.081 万元/吨), 锂回收率每增加 1%, 平均单位废料毛利增加 0.037 万元/吨。期待行业进一步出清、盈利能力改善。

**金属价格跟踪:**截至 2025/12/5, **1) 金属锂价格上涨。**金属锂价格为 58.00 万元/吨, 周环比变动+1.8%; **电池级碳酸锂 (99.5%)** 价格为 9.32 万元/吨, 周环比-0.6%。**2) 金属钴价格上涨。**金属钴价格为 41.40 万元/吨, 周环比变动+2.2%; **前驱体: 硫酸钴** 价格为 9.20 万元/吨, 周环比持平。**3) 硫酸镍价格持平。**金属镍价格为 12.03 万元/吨, 周环比变动+0.2%; **前驱体: 硫酸镍** 价格为 2.81 万元/吨, 周环比持平。**4) 金属锰价格上涨。**金属锰价格为 1.61 万元/吨, 周环比变动+4.1%; **前驱体: 硫酸锰** 价格为 0.61 万元/吨, 周环比持平。

**三元极片粉折扣系数持平。**截至 2025/12/5, 三元极片粉折扣系数周环比持平。**1) 三元极片粉锂**折扣系数 73.8%, 周环持平;**2) 三元极片粉钴**折扣系数 76.0%, 周环比持平;**3) 三元极片粉镍**折扣系数 76.0%, 周环比持平。

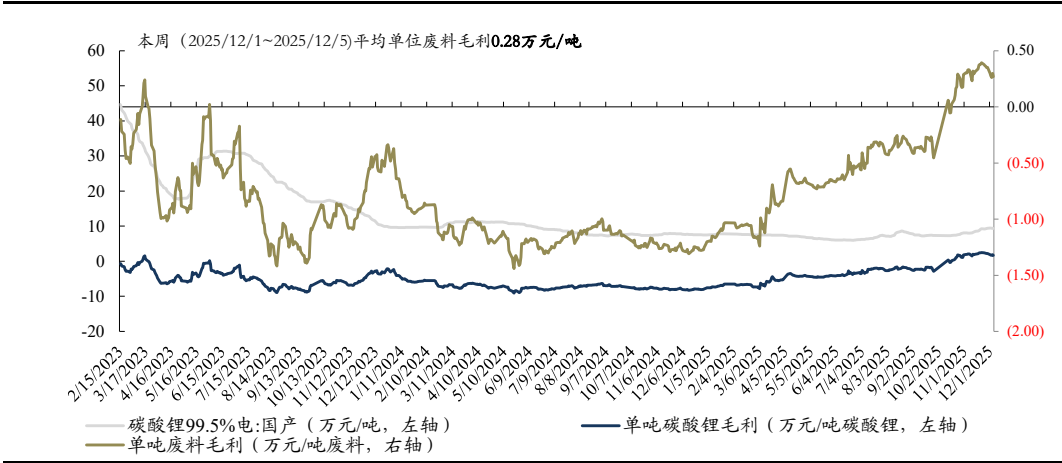


图8：锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/12/1~2025/12/5）

日期		12/1	12/2	12/3	12/4	12/5	周涨跌	月涨跌	2023年初至今		
金属价格（万元/吨）											
参考价格:金属锂≥99%		57.00	57.00	57.00	57.00	58.00		1.8%	1.8%	-80.2%	
碳酸锂99.5%电:国产		9.45	9.45	9.43	9.40	9.32		-0.6%	15.9%	-81.8%	
长江有色市场:平均价:钴:1#		42.00	42.00	42.20	41.40	41.40		2.2%	7.8%	26.2%	
前驱体:硫酸钴		9.20	9.20	9.20	9.20	9.20		0.0%	0.0%	87.8%	
长江有色市场:平均价:镍板:1#		12.03	12.03	12.06	12.08	12.03		0.2%	-0.5%	-49.9%	
前驱体:硫酸镍:电池级		2.81	2.81	2.81	2.81	2.81		0.0%	-1.7%	-27.6%	
长江有色市场:平均价:电解锰:1#		1.56	1.56	1.57	1.59	1.61		4.1%	3.9%	-5.8%	
前驱体:硫酸锰:电池级		0.61	0.61	0.61	0.61	0.61		0.0%	0.0%	-7.6%	
折扣系数（%）											
三元	极片粉	锂	73.8	73.8	73.8	73.8		0.0 pct	1.3 pct	/	
		钴	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0		0.0 pct	0.3 pct	/
		镍	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0		0.0 pct	0.3 pct	/
钴酸锂	极片粉	锂	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0		0.0 pct	0.5 pct	/
		钴	81.5	81.5	81.5	81.5	81.5		0.0 pct	0.0 pct	/
	电池粉	锂	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0		0.0 pct	1.0 pct	/
		钴	79.0	79.0	79.0	79.0	79.0		0.0 pct	0.0 pct	/

数据来源：Wind，SMM，东吴证券研究所

图9：锂电循环项目单位毛利情况跟踪



数据来源：Wind，东吴证券研究所

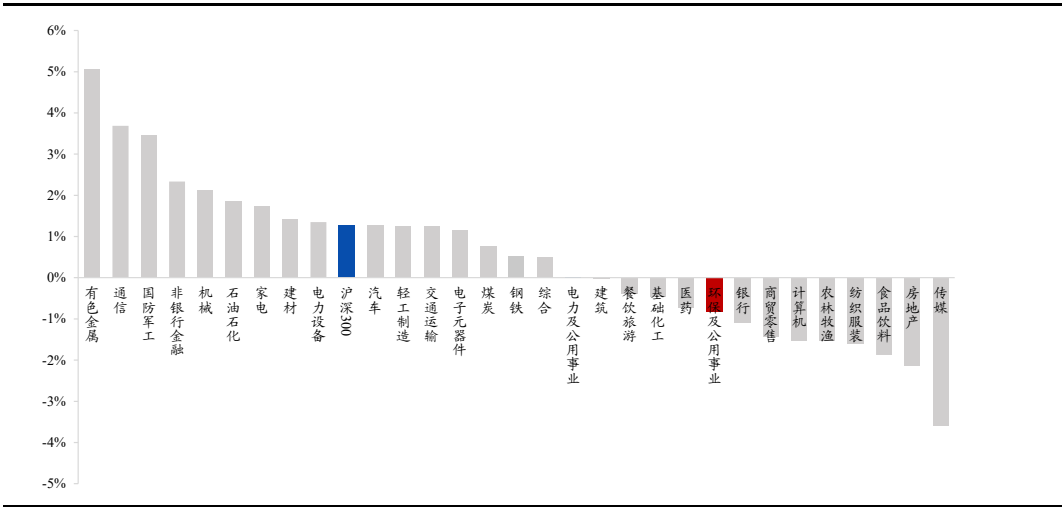
注：2023/1/30 起金属锂开始计折扣系数，盈利计算方式改变

2. 行情表现

2.1. 板块表现

2025/12/1-2025/12/5 本周环保及公用事业指数下跌 0.84%，表现弱于大盘。本周上证综指上涨 0.37%，深证成指上涨 1.26%，创业板指上涨 1.86%，沪深 300 指数上涨 1.28%，中信环保及公用事业指数下跌 0.84%。

图10： 2025/12/1-2025/12/5 各行业指数涨跌幅比较

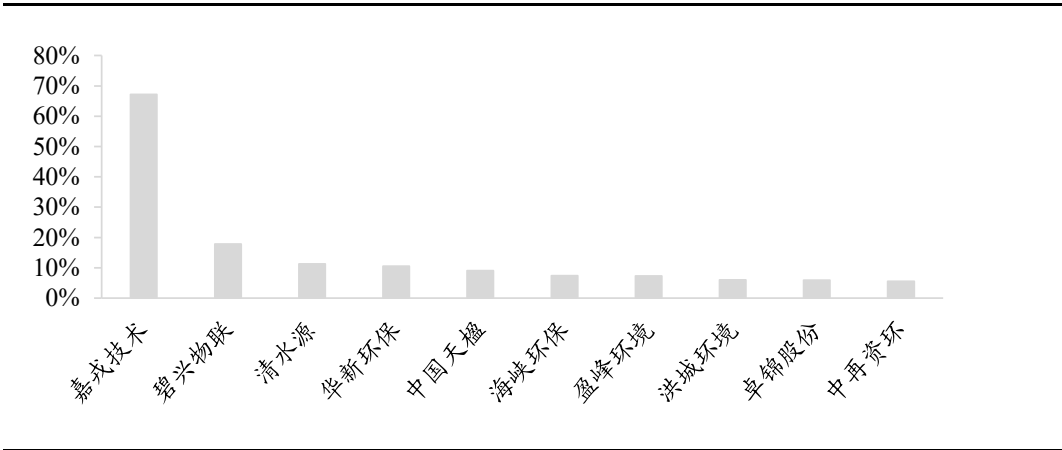


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2025/12/1-2025/12/5 本周涨幅前十标的为：嘉戎技术 67.18%，碧兴物联 17.84%，清水源 11.28%，华新环保 10.5%，中国天楹 9.07%，海峡环保 7.36%，盈峰环境 7.34%，洪城环境 6.06%，卓锦股份 5.91%，中再资环 5.57%。

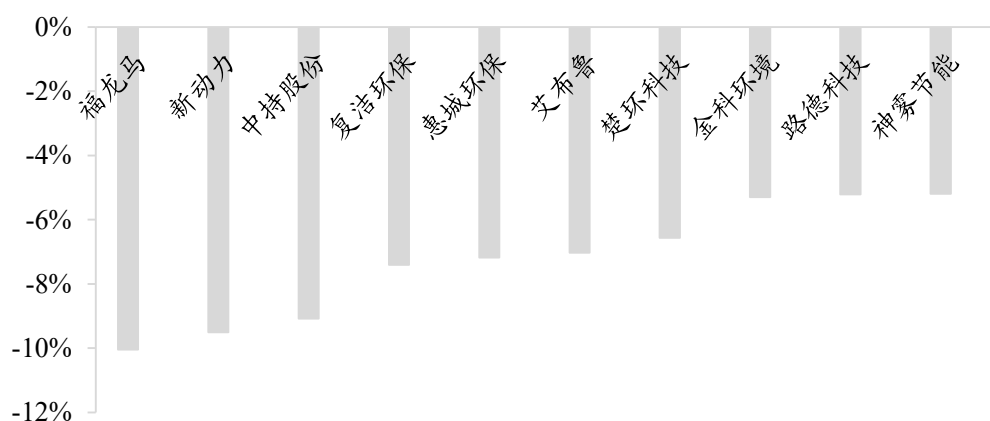
图11： 2025/12/1-2025/12/5 环保行业涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025/12/1-2025/12/5 本周跌幅前十标的为：福龙马-10.05%，新动力-9.5%，中持股份-9.08%，复洁环保-7.4%，惠城环保-7.18%，艾布鲁-7.03%，楚环科技-6.56%，金科环境-5.3%，路德科技-5.21%，神雾节能-5.19%。

图12: 2025/12/1-2025/12/5 环保行业跌幅前十标的



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 行业新闻

#### 3.1. 生态环境部党组召开会议

2025年12月5日,生态环境部党组书记孙金龙主持召开部党组会议,传达学习相关会议及习近平总书记重要讲话、贺信精神,部署多项重点工作。

会议要求深入学习贯彻习近平总书记关于巡视工作的重要论述,做好巡视整改与部党组巡视工作;落实网络生态治理要求,强化管网治网责任与网络数据安全;结合“十五五”工作,推进生态环境领域志愿服务;坚持党管青年原则,加强年轻干部培养,激励青年投身美丽中国建设。此外,会议还研究了其他事项,部党组成员及相关负责同志出席或列席会议。

数据来源: <https://mp.weixin.qq.com/s/4GWf03hRE4sC93iM4ZBrMQ>

#### 3.2. 生态环境部发布《中国移动源环境管理年报(2025年)》

2025年12月5日,生态环境部发布《中国移动源环境管理年报(2025年)》,指出移动源是大气污染排放重要来源。2024年全国移动源污染物排放总量1858.2万吨,其中机动车排放1285.6万吨(汽车为主要排放主体,汽油车、柴油车分别在不同污染物排放上占比突出),非道路移动源排放572.6万吨(船舶、农业机械、工程机械为NO<sub>x</sub>主要排放来源)。各地通过“车—油—路—企”行动取得积极治理成效,下一步生态环境部将推进柴油货车污染治理攻坚,提升移动源环境管理水平,改善空气质量。

数据来源: [https://mp.weixin.qq.com/s/VRAp05UAcQzDAbFsmI\\_hGQ](https://mp.weixin.qq.com/s/VRAp05UAcQzDAbFsmI_hGQ)

#### 3.3. 3项温室气体自愿减排项目方法学发布(人民日报)

2025年12月相关会议/文件核心:聚焦生态环境监测与执法能力提升,明确两大重点方向:

1. 监测体系优化:推进生态环境监测网络一体化建设,强化PM<sub>2.5</sub>与臭氧协同控制

监测、流域水质自动监测，提升数据质量与共享效率；

2. 执法监管强化：严格落实生态环境执法“双随机、一公开”，聚焦工业企业排污、固废非法转移等重点领域，加大跨区域联合执法力度，健全执法与司法衔接机制。

配套措施包括：加强监测设备国产化研发、开展执法人员专业培训、推进“互联网+监管”数字化执法，助力精准治污、科学治污。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/qqaF7navqirw7GChbtgHBA>

### 3.4. 生态环境部：实现排污单位“全覆盖” 386.7 万家单位纳入管理

2025 年 1 月 21 日，生态环境部相关信息显示，已将全国 386.7 万家排污单位纳入排污许可管理，实现“全覆盖”，其中核发排污许可证 37.1 万张、排污登记 349.6 万家，管控水污染物排放口 25 万多个、大气污染物排放口 115 万多个。通过制定 80 项排污许可技术规范、45 项自行监测技术指南等，夯实科学治污基础；落实“一证式”管理，推动多部生态环境法律修订，完善法治保障；推进核心制度建设，实现环评与排污许可联动、火电等行业统计与排污许可衔接，减轻企业填报负担。此前 2024 年 11 月已发布《全面实行排污许可制实施方案》，下一步将以该方案为抓手，强化固定污染源监管核心制度，推动提质增效。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/JsZ6S4Ll4gi9rpGr7Qd9cg>

### 3.5. 国家发展改革委发布第二轮国家生态产品价值实现机制试点名单

2025 年相关生态环境治理动态：聚焦 排污许可制提质增效与固定污染源监管强化，核心信息如下：

1. 监管范围拓展：在 386.7 万家排污单位“全覆盖”基础上，进一步将小型排污源、园区集中排污设施纳入精细化管理，补充完善排污登记信息核验机制；2. 技术支撑升级：发布新版排污许可电子证照标准，推广“排污许可+在线监测+执法核查”联动模式，上线全国统一的排污许可管理信息平台 2.0 版，提升数据互通效率；3. 执法力度加大：针对未批先建、超许可排污等违法行为开展专项整治，建立“双随机+信用分级”监管机制，对失信企业实施联合惩戒；4. 企业服务优化：推出排污许可“一网通办”升级服务，简化变更流程、延长许可证有效期限，开展企业环保专员培训，助力企业合规经营。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/3-CzoLdzrj7pjtp5AuvQVw>

### 3.6. 生态环境部召开核与辐射安全监管工作会议

2025 年 12 月相关动态：聚焦 生态环境领域国际合作与国内治理协同，核心信息如下：



1. 国际合作推进：生态环境部相关负责人与国际组织/国家代表对接，围绕全球气候治理、生物多样性保护、污染防治技术交流等议题达成共识，明确 2026 年合作项目落地时间表；2. 国内治理深化：针对重点区域大气污染联防联控、重点流域水环境综合治理，部署新一轮专项行动，强调“源头管控+精准施策”，同步推进生态保护红线常态化监管；3. 机制建设完善：健全跨部门、跨区域协同治理机制，强化生态环境数据共享与执法联动，推动治理效能提升。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/HiUYRJbmfN3E0jSNQVhS-A>

4. 公司公告

表2：公司公告

类型	公司	日期	事件
担保	联合水务	2025/12/2	公司为全资子公司荆州中联环境科技有限公司向招商银行申请的 2,000 万元授信额度提供连带责任保证担保，担保期限为债务到期日 / 垫款日另加 3 年，该事项在 2025 年度担保额度范围内
	兴源环境	2025/12/2	公司为控股子公司杭州兴源环保设备有限公司（持股 56.90%）向北银金融租赁有限公司申请的不超过 5,000 万元融资租赁业务，提供全额连带责任担保，租赁期限不超过 12 个月，该事项尚需股东会审议
	兴蓉环境	2025/12/3	公司拟为控股子公司东营津膜环保科技有限公司（持股 60%）向中国工商银行申请的 2,000 万元流动资金贷款，按持股比例提供 1,200 万元连带责任保证担保，担保期限为贷款届满之次日起三年，另一股东按 40% 持股比例提供同等担保，该事项尚需股东大会审议
	侨银股份	2025/12/6	公司将全资子公司呼和浩特侨银城市环境管理有限公司未使用的担保额度 1,000.00 万元，调剂给公司全资子公司旌德侨银环保科技有限责任公司。调剂后，呼和浩特侨银可使用的担保额度预计由 3,000.00 万元调减为 2,000.00 万元，旌德侨银可使用担保额度为 1,000.00 万元。
	飞南资源	2025/12/5	公司为子公司江西巴顿环保科技有限公司最高本金限额 2 亿元的债权提供连带责任保证担保，保证期间为债务履行期限届满之日起三年。本次担保前公司对江西巴顿的担保余额为 12.2 亿元，本次担保后余额维持 12.2 亿元（对应融资尚未提款），该事项在 2025 年度 50 亿元的预计担保额度范围内。
发行 / 赎回债券	绿色动力	2025/12/2	绿色动力环保集团股份有限公司 2025 年度第一期中期票据完成发行，发行规模 5 亿元，期限 3 年，票面利率 2.00%；债券简称 “25 绿色动力 MTN001”、代码 “102584980”，起息日 2025 年 11 月 28 日，兑付日 2028 年 11 月 28 日，募集资金已全额到账
	海天股份	2025/12/2	海天股份就向不特定对象发行可转换公司债券申请文件回复审核问询函，拟募集资金不超过 8.01 亿元，债券期限 6 年、每张面值 100 元，用于供水设施升级、污水处理厂扩建及补充流动资金，转股期限为发行结束满六个月后至债券到期日

股东减持	金科环境	2025/12/4	金科环境 (688466) 持股 5% 以上股东利欣水务减持计划实施完毕: 2025 年 9 月 3 日 - 12 月 2 日通过集中竞价交易累计减持 123.12 万股 (占总股本 1%), 减持价格区间 18.75-23.52 元 / 股, 总金额 2532.61 万元; 减持前持股 990.64 万股 (占比 8.05%), 减持后持股 867.52 万股 (占比 7.05%)
	碧兴物联	2025/12/6	碧兴物联 (688671) 股东北京碧水源科技股份有限公司 (碧水源) 减持计划实施完毕: 2025 年 12 月 1 日 - 12 月 5 日通过集中竞价交易累计减持 78.52 万股 (占总股本 1%), 减持价格区间 23.00-29.00 元 / 股, 总金额 2080.27 万元; 减持前持股 881.48 万股 (占比 11.23%), 减持后持股 802.96 万股 (占比 10.23%), 仍为持股 5%
股份转让	城发环境	2025/12/6	公司以公开挂牌方式转让河南沃克曼建设工程有限公司 100% 股权事项完成: 9 月 15 日 - 10 月 17 日在中原产交所挂牌 (底价 1.15 亿元), 控股股东河南投资集团为唯一受让方 (构成关联交易); 10 月审议通过交易, 截至 12 月 6 日已收全额转让款 1.15 亿元, 不再纳入公司合并报表范围, 所得资金将用于环保主业项目收并购
	武汉天源	2025/12/3	康佳集团拟非公开协议转让部分股份事项取得进展: 2025 年 12 月 3 日向华润资产管理 (深圳) 有限公司拟转让 6628.40 万股 (占总股本 9.83%), 13.80 元 / 股, 总对价 9.15 亿元; 转让后持股 1330 万股 (占比 1.97%), 资产深圳将持股 6628.40 万股 (占比 9.83%); 双方同受中国华润控制, 构成一致行动人, 资产深圳承诺受让股份锁定期 12 个月; 本次转让不触及要约收购、不改变公司控制权, 尚需康佳集团股东会审议、深交所合规确认及股份过户, 存在不确定性
	*ST 凯鑫	2025/12/03	2025 年 11 月 10 日, *ST 凯鑫实际控制人葛文越等与吉学文签署《股份转让协议》, 拟合计转让 318.92 万股无限售流通股 (占总股本 5%), 转让价格 27.85 元 / 股, 总价款 8881.85 万元; 2025 年 12 月 2 日合规确认已完成 (确认书有效期 6 个月); 本次转让不触及要约收购、不改变公司控制权, 受让方吉学文承诺受让股份 18 个月内不转让
股权质押	华宏科技	2025/12/6	公司控股股东 (华宏集团) 2025 年 12 月 3 日解除质押 5000 万股 (占其持股 24.89%、公司总股本 7.97%), 同日将该 5000 万股再质押给江阴市新国联集团有限公司 (质押到期日 2028 年 12 月 2 日, 用途为自身生产经营, 非限售股、非补充质押); 截至公告日, 华宏集团及其一致行动人合计持股 2.32 亿股 (占总股本 36.90%), 累计质押 2.31 亿股 (占其所持股份 99.90%、总股本 36.86%), 质押比例超 80%
	金圆股份	2025/12/5	2025 年 11 月 26 日先解除两笔合计 1586 万股股份质押 (质权人华夏银行杭州之江支行, 原质押起始日 2024 年 12 月, 占其持股 6.84%、公司总股本 2.04%), 同日以相同质权人新增质押 1640 万股无限售流通股 (占其持股 7.07%、公司总股本 2.11%), 质押用途为自身生产经营, 未约定具体到期日 (以实际解押时间为准), 不涉及补充质押
	浙富控股	2025/12/3	2025 年 12 月 1 日向财通证券质押 5000 万股无限售流通股 (占其所持股份 11.25%、公司总股本 0.96%), 用途为资金需求, 未约定固定到期日
关联交易	顺控发展	2025/12/6	顺控发展下属 5 家全资子公司拟与关联方顺控科创 (天津) 商业保理有限公司开展无追索权保理业务, 转让日常经营产生的应收款项债权, 交易金额 1.85 亿元; 交易对方为公司控股股东控制企业, 构成关联交易; 已通过董事会及独立董事专门会议审议, 尚需股东会批准, 不构成重大资产重组

	中原环保	2025/12/6	中原环保拟以公开摘牌方式收购郑州市市政设施事务中心所持三环、四环再生水管线资产（打包挂牌），挂牌价 14.58 亿元，公司可在不超底价 5% 范围内竞价；因三环部分资产曾由控股股东子公司短期无偿划转，若摘牌成功则构成关联交易；标的含三环已建成资产（8 项子资产，管网总长超 80km）、四环在建资产（管网长 133.15km），收购后用于多领域再生水开发；交易已通过董事会审议，尚需股东会批准，存在摘牌失败、标的合规手续补办等风险
	中再资环	2025/12/6	中再资环（600217）第八届董事会第四十七次会议审议通过关联交易预计调整议案：在 2025 年度与控股股东中国再生资源集团关联方日常关联交易总额度 10.19 亿元（此前已调增 5000 万元）保持不变的前提下，对采购原材料类关联方额度进行内部调剂；关联董事回避表决，无需提交股东会审议，交易为生产经营所需，定价公允，不影响公司独立性及中小股东利益
回购	正和生态	2025/12/3	正和生态（605069）披露股份回购进展：2024 年 2 月启动回购，资金总额 2000 万 - 4000 万元，用于员工持股计划或股权激励；经两次延期及价格调整，回购期限延长至 2026 年 2 月 22 日，价格上限 16 元 / 股；截至 2025 年 11 月 30 日，累计回购 69.99 万股（占总股本 0.33%），支付资金 589.65 万元，回购价格区间 7.81-10.5 元 / 股
其他	绿色动力	2025/12/3	绿色动力（601330）调整 A 股限制性股票激励计划并完成首次及预留授予：首次授予激励对象由 195 人调至 189 人，授予数量由 3825 万股调至 3604 万股，授予价格因两次派息（合计每股派 0.3 元）从 3.25 元 / 股降至 2.95 元 / 股
	创业环保	2025/12/3	创业环保（600874）实施 2020 年股票期权激励计划预留股票期权第二个行权期自主行权：可行权数量 24.27 万份（占总股本 0.0155%），行权价格 6.354 元 / 股（经多次派息调整），行权期间 2025.12.8-2025.12.20；13 名激励对象（中层管理人员及核心骨干）绩效考核达标，股票来源为公司定向发行 A 股
权益变动	华控赛格	2025/12/3	华控赛格披露股东权益变动：山西省人民政府依据相关通知，将山西省国有资本运营有限公司所持山西建设投资集团（公司间接控股股东）52.44% 股权划转至山西省国资委直接持有；本次划转不改变公司控股股东（深圳市华融泰资产管理有限公司）及间接控股股东（山西建投）地位，不涉及要约收购，暂未完成工商变更登记
	武汉天源	2025/12/3	武汉天源（301127）持股 5% 以上股东康佳集团（原持股 11.81%）拟非公开协议转让 6628.40 万股（占总股本 9.83%）至华润资产管理（深圳）有限公司，转让价 13.80 元 / 股，总对价 9.15 亿元，双方已于 2025 年 12 月 3 日签署《股份转让协议》；受让方承诺股份过户后锁定期 12 个月，双方同受中国华润控制，构成一致行动人；本次转让不触及要约收购，不改变公司控制权，尚需康佳集团股东会批准、深交所合规性确认及股份过户登记，存在不确定性；转让后康佳集团持股降至 1.97%，资产深圳持股 9.83%（剔除回购专户后 10.04%），成为持股 5% 以上股东
诉讼仲裁	雪浪环境	2025/12/3	雪浪环境因金融借款合同纠纷被苏州银行无锡分行起诉，涉案金额 4967.51 万元（含本金 4875 万元、利息 26.7 万元、律师费 65.81 万元）；原告以公司 2025 年 11 月被申请预重整、2024 年起偿债能力恶化为由，依据《贷款合同》宣布 6000 万元贷款（已放款）提前到期；苏州工业园区法院裁定诉前财产保全，冻结公司 11 个一般银行账户（合计余额 357.16 万元），冻结金额 4967.51 万元

	兴源环境	2025/12/2	兴源环境（300266）及子公司涉及两起重大诉讼（均为一审未开庭），涉案金额合计 6054 万元，另有 4 起未披露小额诉讼（涉案金额合计 1431.81 万元
中标	洪城环境	2025/12/6	洪城环境孙公司联合体，中标 “南昌市新建经开区污水处理厂及管网一体化工程建设项目 EPC 总承包”，中标金额 8.53 亿元（其中建安工程费 8.46 亿元、设计费 720.75 万元）；项目总工期 36 个月（设计 2 个月 + 施工 34 个月），建设内容含 6 万吨 / 天污水处理厂（用地 79.52 亩，尾水一级 A 排放）及 192.68km 污水管网（含 19.76km 尾水排放管、42.55km 收集管网、127.7km 整改管网，最大管径 1.6 米）；项目招标控制价 9.49 亿元，中标价低于控制价 10.12%

数据来源：Choice，东吴证券研究所

5. 大事提醒

表3: 大事提醒

日期	证券简称	事件
12 月 1 日	海峡环保	股东大会召开
12 月 2 日	金达莱	股东大会召开
12 月 3 日	劲旅环境	股东大会召开
	节能国祯	股东大会召开
	*ST 清研	股东大会召开
12 月 4 日	赛恩斯	股东大会召开
	舜禹股份	股东大会召开
	中环环保	股东大会召开
12 月 5 日	东江环保	股东大会召开
	三达膜	股东大会召开

数据来源：Choice，东吴证券研究所

6. 往期研究

6.1. 往期研究：公司深度

- 《上海实业控股深度：高速水务固废优质资产显著低估，固废&消费出海启新篇》 2025-12-04
- 《佛燃能源深度：佛山城燃龙头，高分红构筑安全边际》 2025-06-12
- 《海螺创业深度：资金&效率双强，现金流回正大增，资产价值重估》 2025-06-11



- 《军信股份深度：龙出湘江——长沙固废一体化龙头，先发布局垃圾焚烧+IDC》  
2025-05-31
- 《粤海投资深度：拨云见日聚主业，对港供水露峥嵘》 2025-04-16
- 《永兴股份深度：何以永兴——独揽穗之优势，持续现金成长》 2025-03-11
- 《中国燃气深度：全国城市燃气龙头，居民气占比奠定高顺价弹性，盈利有望触底反弹》 2024-11-22
- 《华润燃气深度：气润中华，优质区域为基，主业持续增长+“双综”业务快速布局》 2024-11-15
- 《三峰环境深度：垃圾焚烧技术 Alpha：运营领先&出海加速，现金流成长双赢》  
2024-08-05
- 《昆仑能源深度：中石油之子风鹏正举，随战略产业转移腾飞》 2024-05-31
- 《兴蓉环境深度：成都水务龙头稳健增长，2024 年污水调价在即，长期现金流增厚空间大》 2024-04-09
- 《金宏气体深度：综合性气体供应商龙头，大宗气体+特种气体并驾齐驱》 2023-12-12
- 《中船特气深度：电子特气龙头产能持续扩张，空间可期》 2023-12-11
- 《皖能电力深度：背靠新势力基地安徽用电需求攀升，新疆机组投产盈利进一步改善》 2023-11-07
- 《长江电力深度：乌白注入装机高增，长望盈利川流不息》 2023-11-03
- 《中国核电深度：量变为基，质变为核》 2023-11-01
- 《蓝天燃气深度：河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际》 2023-07-28
- 《龙净环保深度：矿山绿电、全产业链储能，紫金优势凸显》 2023-07-15
- 《盛剑科技深度：泛半导体国产替代趋势下成长加速，纵横拓展打造新增长极》  
2023-05-24
- 《华特气体深度：特气领军者，品类拓宽产能扩充驱动快速成长》 2023-05-05
- 《金科环境深度：水深度处理及资源化专家，数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇》 2023-04-23
- 《美埃科技深度：国内电子半导体洁净室过滤设备龙头，产能扩张&规模效应助力加速成长》 2023-03-12

- 《赛恩斯深度：重金属污染治理新技术，政策推动下市场拓展加速》 2023-03-01
- 《国林科技深度：臭氧设备龙头纵深高品质乙醛酸，国产化助横向拓展半导体清洗应用》 2022-12-20
- 《景津装备深度：全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长》 2022-12-12
- 《新奥股份深度：天然气一体化龙头，波动局势中稳健发展》 2022-11-30
- 《仕净科技深度：光伏废气治理龙头景气度提升，资源化驱动最具经济价值水泥碳中和》 2022-11-28
- 《凯美特气深度：食品级二氧化碳龙头，电子特气发展势头强劲驱动公司新一轮成长期》 2022-10-21
- 《天然气•错配下的持续稀缺•深度3：天壕环境神安线五问？》 2022-08-24
- 《高能环境深度：从0到1突破资源化彰显龙头 $\alpha$ ，从1到N复制打造多金属再生利用平台》 2022-07-22
- 《天壕环境深度：稀缺跨省长输贯通在即，解决资源痛点空间大开》 2022-07-02
- 《九丰能源深度：LNG“海陆双气源”布局完善，制氢&加氢优势打开广东、川渝氢能市场》 2022-05-29
- 《伟明环保深度：固废主业成长&盈利领先，携手青山开拓新能源》 2022-03-17
- 《路德环境深度：生物科技新星，酒糟资源化龙头扩产在即》 2022-03-09
- 《三联虹普：4.9亿元尼龙一体化大单落地，再生尼龙打通纤维级应用》 2022-01-14
- 《绿色动力深度：纯运营资产稳健增长，降债增利&量效双升》 2022-01-06
- 《中国水务深度：供水龙头持续增长，直饮水分拆消费升级再造中国水务》 2021-12-23
- 《仕净科技深度：泛半导体制程配套设备龙头，一体化&多领域拓展助力成长》 2021-11-30
- 《天奇股份深度：动力电池再生迎长周期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场》 2021-09-20
- 《光大环境深度：垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估》 2021-09-12
- 《百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大》 2021-07-28

- 《英科再生深度：全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海》2021-07-22
- 《高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头》2021-03-02

## 6.2. 往期研究：行业专题

- 《环卫无人化系列深度1——：小吨位环卫无人设备经济性渐近，订单呈散点放量趋势》2025-08-08
- 《水固气行业深度——拨云见日，现真金》2025-07-31
- 《垃圾焚烧系列深度：垃圾焚烧板块的提分红逻辑验证——从自由现金流增厚看资产质量的改善》2025-06-11
- 《垃圾焚烧 IDC 系列深度 2：三种模式盈利弹性测算&合作潜力分析》2025-03-26
- 《垃圾焚烧助力超低 PUE 零碳项目，关注 IDC 合作机会》2025-02-26
- 《环卫装备基于年度数据的新思考：制造降本+电油比为基，政策考核年催化，氢能价值量升级》2025-02-11
- 《东吴证券环保行业 2025 年年度策略：揽星衔月，扶摇可接——化债、成长、重组共振，环保市场化新生！》2024-12-10
- 《东吴证券燃气行业 2025 年年度策略：全球格局更替供给或更为宽松，促价差理顺、需求放量》2024-12-09
- 《环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/弹性/成长三大方向》2024-10-16
- 《市场化改革系列深度：要素市场化改革中，滞后 30 年的公用要素改革启航！》2024-09-02
- 《价格改革系列深度八：固废：资本开支下降，C 端付费理顺+超额收益，重估空间开启！》2024-06-17
- 《价格改革系列深度七：燃气：成本回落+顺价推进，促空间提估值》2024-06-05
- 《价格改革系列深度六：水务：稳健增长+高分红，价格改革驱动长期成长&价值重估！》2024-06-02
- 《固废专题 1——电网排放因子更新+能耗考核趋严，关注垃圾焚烧绿证价值提升》2024-04-14

- 《燃气行业专题：对比海外案例，国内顺价政策合理、价差待提升》 2024-03-08
- 《水务专题 3——污水定价&调价机制保障收益，较供水应享风险溢价》 2024-03-08
- 《东吴证券环保行业 2024 年年度策略：却喜晒谷天晴——迎接环保 3.0！从利润表到真实增长：现金流&优质成长&双碳驱动》 2024-01-03
- 《2023 年环保&天然气行业三季报总结：现金流、高成长α、化债修复》 2023-11-20
- 《燃气行业点评报告：以色列关闭重要天然气平台欧洲气价大涨，关注具备资源属性/稳定发展的燃气公司》 2023-10-11
- 《水务行业深度：低估值+高分红+水价改革，关注优质运营资产价值重估》 2023-07-09
- 《天然气行业深度：消费复苏&价差修复&板块低估值，关注天然气板块投资机会》 2023-07-09
- 《全球碳减排加速，能源转型&循环再生为根本之道》 2023-06-09
- 《中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善，一带一路助力，水务固废资产价值重估》 2023-05-15
- 《半导体配套治理：刚需&高壁垒铸就价值，设备国产替代&耗材突破高端制程！》 2023-04-17
- 《环卫装备深度：电动环卫装备爆发关键——经济性改善进行时》 2023-03-17
- 《疫后供应复苏+欧洲扛旗全球碳减排，再生生物油新成长》 2023-03-03
- 《东吴证券环保行业 2023 年年度策略：仓庚啾啾采蘋祁祁——全面复苏中关注双碳环保安全价值》 2023-01-19
- 《安全系列研究 1——被忽略的强逻辑：双碳环保显著的“安全价值”》 2022-11-07
- 《全球交通可再生燃料风口，中国生物柴油高减排迎成长良机》 2022-10-09
- 《2022 年环保行业中报总结：中期业绩承压，关注再生资源优质成长性》 2022-09-12
- 《垃圾收费促商业模式理顺&现金流资产价值重估，分类计价推动资源化体系完善》 2022-06-13
- 《氦气：气体黄金进口依赖 97.5%，国产替代加速，碳中和约束供应资源端重估》



2022-06-12

- 《欧盟碳关税实施范畴扩大&时间提前，清洁能源&再生资源价值凸显》2022-05-26
- 《氢能系列研究 2——产业链经济性测算与降本展望》2022-05-08
- 《基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估》2022-04-29
- 《2022 年中央政府性基金其他项预算增超 3600 亿元，关注垃圾焚烧存量补贴兑付》2022-03-27
- 《明确氢能重要战略地位，重点加强可再生能源制氢及关键核心技术》2022-03-24
- 《电池再利用 2.0——十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展》2022-03-17
- 《稳增长+新工具+新领域，环保资产投资逻辑 2.0》2022-02-16
- 《东吴证券环保行业 2022 年年度策略：双碳扣元音，律吕更循环》2022-01-28
- 《东吴 ESG 专题研究 2——中国应用：信披&评价体系初具雏形，ESG 投资方兴未艾》2022-01-18
- 《东吴 ESG 专题研究 1——全球视角：ESG 投资的缘起、评级体系及投资现状》2022-01-12
- 《氢能系列研究 1——氢能源产业链分析》2022-01-03
- 《各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算》2021-06-08
- 《碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估》2021-03-11

## 7. 风险提示

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

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

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

## 东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>