



瀚蓝环境（600323.SH）：并购粤丰实现规模跃升，供热收入+协同红利兑现可期

2026年5月21日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境

公司报告

全国固废领域头部企业。瀚蓝环境成立于1992年，是国内固废处理领域的头部企业，业务覆盖固废处理、水务、能源服务等领域。2025年，公司完成对粤丰环保的私有化整合，生活垃圾焚烧规模跃升至行业前三，正式跻身全国固废第一梯队。

存量竞争时代运营为王，出海与绿电直供成行业新增长点。国内垃圾焚烧行业已步入成熟期，行业增量空间收缩，部分项目产能利用率不足，行业已正式进入“运营为王”与存量优质项目整合并行的发展阶段。在此背景下，一方面出海布局已成为垃圾焚烧行业龙头企业突破国内存量市场瓶颈、打开长期增长空间的重要方向。与此同时，AI时代算力需求的爆发式增长，给了垃圾焚烧+IDC良好的发展契机，《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》明确2025年新建数据中心绿电占比需超80%，为垃圾焚烧发电的绿电属性开辟了核心应用场景；垃圾焚烧直供IDC，可在增厚发电收益的同时帮助IDC降本，通过电力直供、算力协同实现环保资产的价值升级。

国资治理稳健，分红稳健具备提升基础。公司扎根南海区域，背靠佛山市南海区国有资产监督管理局，兼具市场化属性与国资背景优势。作为南海区首家实行职业经理人制度改革的上市公司，治理高效兼具市场化活力。以金总为核心的管理团队，深耕环保行业多年，具备丰富的运营管理经验与敏锐的战略判断力，在多层并购扩张与业务升级中展现出突出的战略规划与落地能力。公司燃气、供排水等公用事业板块深耕佛山南海及周边区域、经营稳健，智慧化转型夯实经营基本盘；经营现金流持续充裕，叠加明确的股东回报规划，分红比例具备稳步提升基础。

收购粤丰协同红利兑现可期，并购增厚确定性强。公司通过私有化收购粤丰环保，实现垃圾焚烧产能跃升，购前（2024年底）瀚蓝环境垃圾焚烧产能为4.51万吨/日，粤丰环保并入产能5.254万吨/日，截至2026年一季报，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模97,590吨/日（含参股项目，控股口径为79,240吨/日），其中已投产项目规模为66,940吨/日，在建项目规模1,450吨/日。公司产能利用率、运行小时数、发电效率等核心运营指标领跑行业，智能化运维与标杆电厂建设成效显著。并购后在供热拓展、产业协同、集团管控等方面红利持续释放，有效压降融资成本与期间费用，依托集中采购和精益运营进一步降本增效，稳固固废主业盈利韧性与长期成长确定性。当前公司瀚蓝穿透持有粤丰环保52.44%的股份，若2026年底收购剩余股权完成100%并表，将进一步消除少数股东损益、增厚业绩与现金流。

盈利预测与估值分析：预测公司26-28年营业收入156.63/161.69/166.99亿元，净利润22.05/25.87/27.38亿元，净利增速分别为11.75%/17.31%/5.86%，EPS分别为2.70/3.17/3.36元，PE分别为11/10/9。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：收购整合效果不及预期、应收账款回收不及预期、项目投产进度不及预期，行业政策变化等。

公司简介：

瀚蓝环境创立于1992年，于2000年12月在上交所上市，是一家专注于城市综合环境服务的专业化运营企业，业务主要涵盖供水、污水处理、生活垃圾焚烧发电、固废资源化及燃气能源五大板块，广泛应用于城市民生供水、市政污水处理、生活垃圾无害化处置、工业园区能源配套、绿色低碳环保等公共事业与生态环保领域。

资料来源：公司公告、iFinD

未来3-6个月重大事项提示：

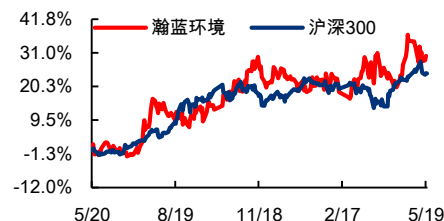
无

交易数据

52周股价区间（元）	32.47-24.26
总市值（亿元）	251.7
流通市值（亿元）	251.7
总股本/流通A股（万股）	81,535/81,535
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.33

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

分析师：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480524040001

分析师：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480525020001

财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	11,886.25	13,936.91	15,663.22	16,168.79	16,699.21
增长率 (%)	-5.22%	17.25%	12.39%	3.23%	3.28%
归母净利润 (百万元)	1,663.90	1,973.07	2,204.93	2,586.52	2,737.97
增长率 (%)	16.39%	18.58%	11.75%	17.31%	5.86%
净资产收益率 (%)	12.42%	13.50%	13.47%	14.04%	13.29%
每股收益 (元)	2.04	2.42	2.70	3.17	3.36
PE	15.18	12.80	11.45	9.76	9.22
PB	1.88	1.73	1.54	1.37	1.23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 全国领先的纵横一体化固废龙头	
1.1 从地方性市政公用企业，成长为全国性综合环境服务企业	
1.2 公司业绩持续增长，盈利能力稳健	
2. 存量竞争时代运营为王，出海与绿电直供成行业新增长点	
2.1 国内垃圾焚烧行业存量竞争，中亚、东南亚出海进行时	
2.2 行业现金流改善，绿电直供有望带来价值增量	1
3. 公用事业扎根南海稳健经营，固废业务并购粤丰业绩增厚确定性强	1
3.1 公用事业稳健经营，分红稳健具备提升基础	1
3.2 收购粤丰协同红利兑现可期，并购增厚确定性强	1
4. 盈利预测与估值分析	1
5. 风险提示	1
相关报告汇总	2

插图目录

图 1： 公司发展历程	
图 2： 瀚蓝环境股权架构图（2026Q1）	
图 3： 公司营收及增速（亿元）	
图 4： 公司归母净利润及增速（亿元）	
图 5： 公司营收结构	
图 6： 公司毛利率与净利率	
图 7： 公司期间费用率	
图 8： 全国生活垃圾焚烧发电厂数量与垃圾焚烧炉数量	
图 9： 中企海外垃圾焚烧项目数量分布（按国别）	
图 10： 中企海外垃圾焚烧项目处置规模（按国别，吨/日）	
图 11： 中企海外垃圾焚烧项目数量分布（按企业）	
图 12： 中企海外垃圾焚烧项目处置规模（按企业，吨/日）	
图 13： 垃圾焚烧流程示意图	1
图 14： 烟气余热利用方案系统示意图	1
图 15： 低温吸收式制冷机组溴化锂制冷示意图	1
图 16： 上市公司年度现金分红比例变化比较（单位：%）	1
图 17： 浦东黎明智算中心能源供给示意图	1
图 18： 瀚蓝环境固废业务发展关键里程碑	1
图 19： 治水瀚蓝模式-厂网源河一体化	1
图 20： 公司近 5 年经营活动现金流净额（亿元）	1
图 21： 主要垃圾焚烧上市企业产能规模柱状图（单位：吨/日，25 年年报）	1
图 22： 公司垃圾焚烧厂产能利用率对比	1
图 23： 核心企业 AAA 级垃圾焚烧厂数量对比	1

图 24：瀚蓝环境和粤丰环保供热量（万吨）	1
图 25：瀚蓝和粤丰供热收入与垃圾焚烧收入比值	1
图 26：瀚蓝环境和粤丰环保期间费用率	1
图 27：瀚蓝和粤丰财务费用率	1

表格目录

表 1：垃圾焚烧+IDC 协同相关政策	1
表 2：瀚蓝环境虚拟股权激励核心条款	1
表 3：主要财务指标预测	1
附表：公司盈利预测表	1

1. 全国领先的纵横一体化固废龙头

1.1 从地方性市政公用企业，成长为全国性综合环境服务企业

瀚蓝环境成立于1992年，自2000年在上海证券交易所上市之后，公司以单一供水业务为起点，从地方性市政公用企业起步，开启了向综合环境服务商的跨越之路。2004年公司切入污水处理领域，率先完成“供水-污水”水务全链条布局，2006年接手南海环保电厂，切入固废处理赛道，正式打开第二增长曲线，2011年拓展能源供应业务，构建起水务、固废、能源协同联动的业务雏形，2014年通过收购创冠中国，实现固废业务的全国性规模化拓展，奠定行业龙头地位，2023年业务版图进一步延伸至海外市场，开启全球化布局新篇章，2025年，瀚蓝私有化粤丰，实现生活垃圾焚烧发电处理规模跻身全国前三，已成长为A股规模领先、综合实力最强的生活垃圾焚烧运营之一。历经二十余年深耕，公司已构建起覆盖自来水生产与供应、污水处理、固废处理、能源供应、黑臭水体治理等领域的全链条环境服务体系，成为兼具本土根基与全球视野的全国性综合环境服务商。

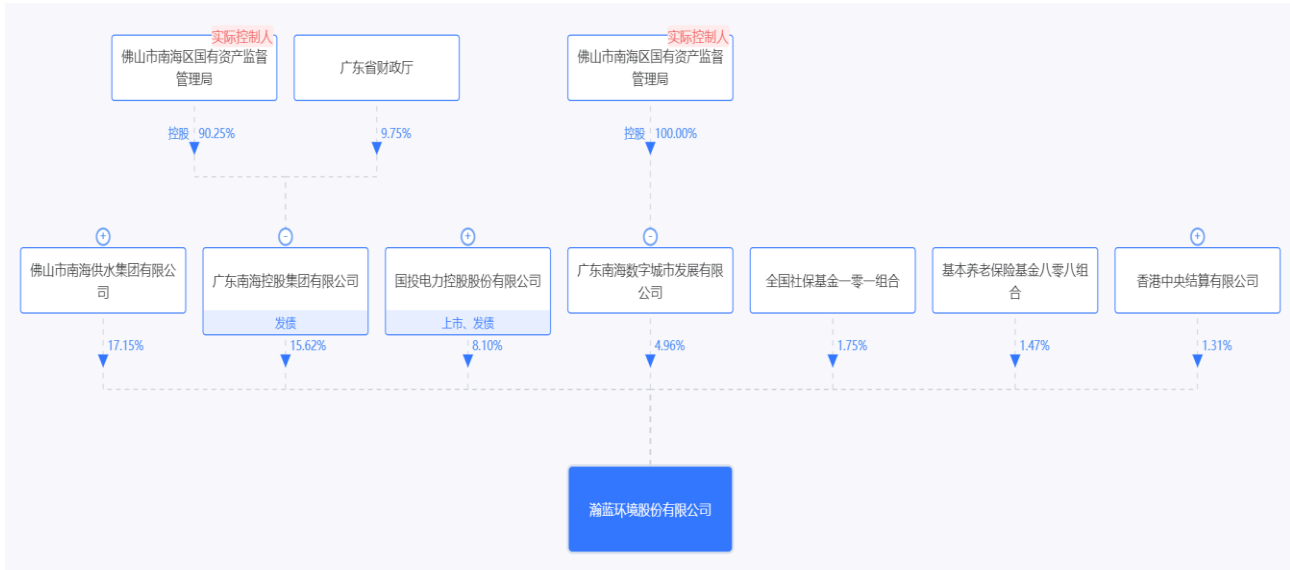
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司实际控制人为佛山市南海区国有资产监督管理局，股权架构清晰稳定，国资背景显著。佛山市南海区国资局通过直接、间接方式，分别控制佛山市南海供水集团、广东南海控股集团及广东南海数字城市发展有限公司，并联合广东省财政局形成一致行动体系，合计持有公司股份37.73%，是公司的核心控制主体。此外，国投电力控股股份有限公司持股8.10%，全国社保基金、基本养老保险基金及香港中央结算有限公司等机构合计持股约4.53%，形成了“国资绝对控股+战略机构多元持股”的股权结构，治理基础稳健，为公司长期发展提供了坚实保障。

图2：瀚蓝环境股权架构图（2026Q1）

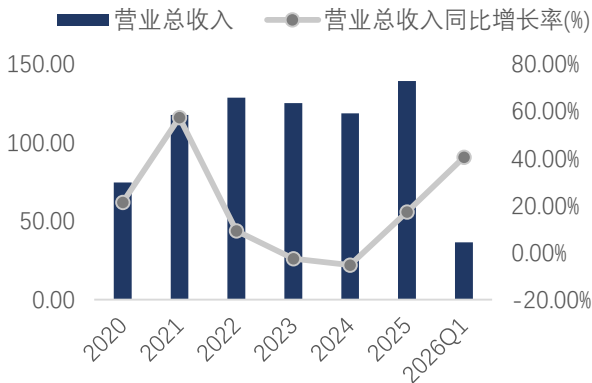


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 公司业绩持续增长，盈利能力稳健

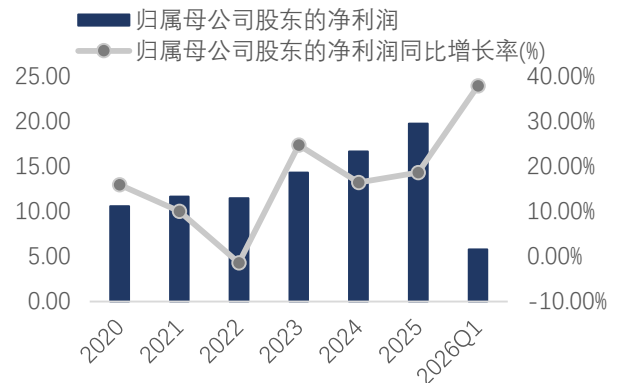
受益于国内固废处理需求持续释放、生活垃圾焚烧发电规模稳步扩张，公司业绩保持稳健增长态势。2025年公司实现营收 139.37 亿元，同比增长 17.25%；实现归母净利润 19.73 亿元，同比增长 18.58%。分业务看，固废处理业务已成为公司核心增长引擎，营收占比持续提升，是驱动公司业绩增长的关键力量。固废处理业务主要涵盖生活垃圾焚烧发电、污泥处理处置、飞灰处理等板块，凭借持续的产能扩张与高效运营，业务规模稳步扩大，2025 年实现收入 81.15 亿元，营收占比从 2020 年的 54.2% 提升至 2025 年的 58.2%，2026 年一季度占比已突破 63%。燃气业务作为传统支柱板块，收入规模保持稳定，2022-2025 年营收维持在 37-41 亿元区间，2025 年收入占比为 26.9%；供排水收入规模相对稳定，2025 年收入占比 12.0%，其中供水业务 21 年以来收入保持在 9.5-10 亿元区间，排水业务收入从 21 年 5.6 亿稳步增长至 7.1 亿元。

图3：公司营收及增速（亿元）



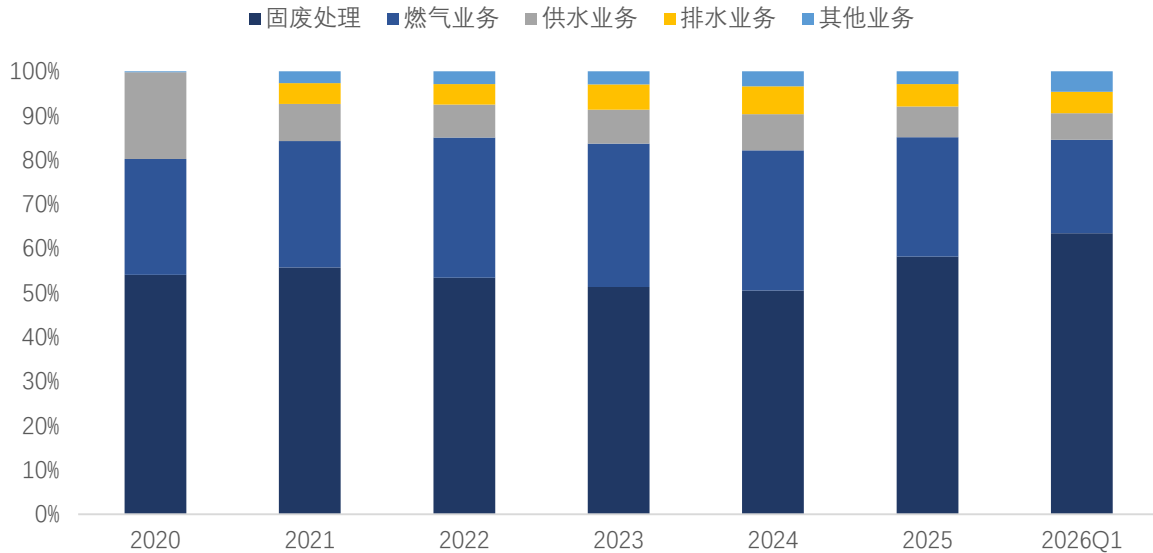
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

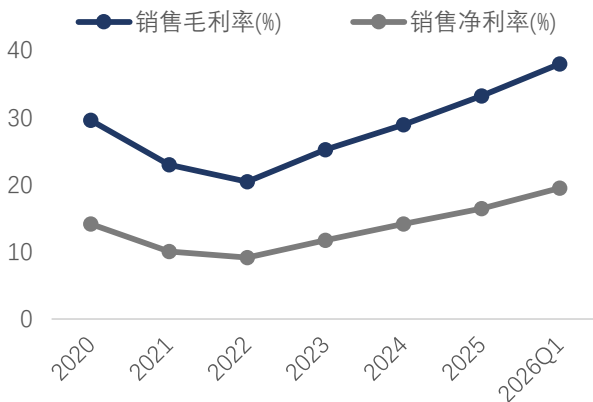
图5：公司营收结构



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

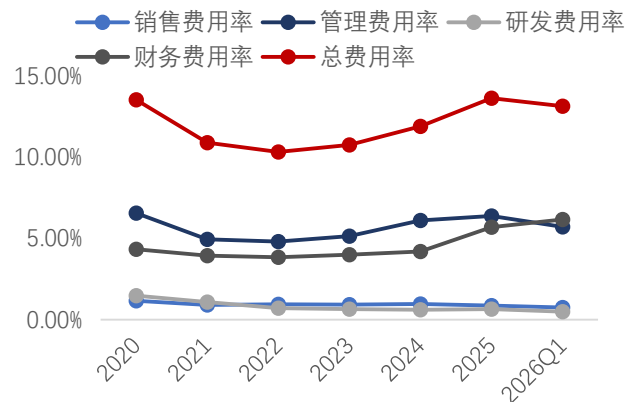
公司盈利能力持续增强，净利率稳步提升。公司盈利能力自 2022 年触底后，呈现强劲修复态势。2025 年，公司毛利率提升至 33.21%，净利率提升至 16.46%；2026 年 Q1 公司毛利率达 38.01%，净利率达 19.51%，盈利能力持续向好，彰显了公司在固废处理领域的盈利韧性与增长潜力。公司在稳步推进产能布局扩张的同时，持续深耕精细化管理、落地数字化运营体系，降本增效成效凸显，为盈利水平稳步抬升筑牢基本面支撑。费用端管控成效突出，2020-2023 年公司总费用率呈持续下行态势，由 13.52% 优化至 10.75%；2024-2025 年受项目扩张、粤丰环保并表等因素影响略有阶段性波动。拆分结构来看，公司销售费用率、研发费用率长期维持低位，管理及财务费用率小幅抬升，整体期间费用管控依旧保持稳健。

图6：公司毛利率与净利率



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图7：公司期间费用率



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

2. 存量竞争时代运营为王，出海与绿电直供成行业新增长点

2.1 国内垃圾焚烧行业存量竞争，中亚、东南亚出海进行时

国内垃圾焚烧行业迈入成熟期，存量项目整合时代运营能力为王。2021年国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《2021年生物质发电项目建设工作方案》，确定2021年1月1日后新开工的项目为竞争配置项目，上网电价不再完全执行0.65元/千瓦时的标准，同时确定补贴资金实行央地分摊。与此同时2021年底，我国城市+县城生活垃圾焚烧处理能力达89.12万吨/日，已超“十四五”规划目标。截至2024年，我国垃圾焚烧厂建设总数量为1066座，行业市场规模约为730亿。随着处理能力的快速饱和，垃圾焚烧发电行业的增量市场空间持续收缩，部分项目出现产能利用率不足的情况，行业已正式进入“运营为王”与存量优质项目整合并行的发展阶段。在此背景下，行业发展呈现两大核心趋势：一方面，主业并购重组将成为环保企业继续发展、做优做强的重要途径；另一方面，龙头企业开始从“拼规模”转向“拼效率”，从“粗放扩张”迈向“精细化运营”。

图8：全国生活垃圾焚烧发电厂数量与垃圾焚烧炉数量



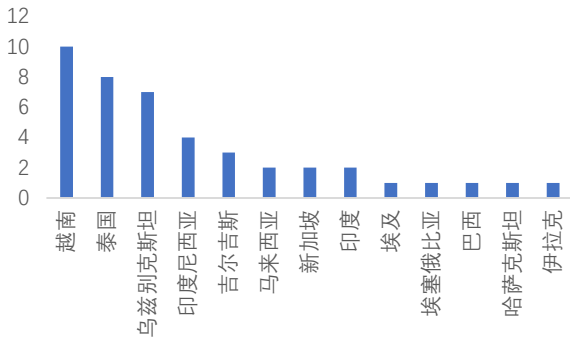
资料来源：澎湃新闻，东兴证券研究所

国内垃圾焚烧企业具备显著的出海竞争优势。依托国内多年积累的成熟技术体系、规模化运营经验及成本控制能力，国内龙头在海外市场具备显著的竞争优势。业务模式上，龙头企业多采用“EPC+运营”一体化输出模式，既输出核心设备与工程建设服务，又承接长期运营管理业务，可实现短期工程收益与长期运营收益的双重兑现。经环卫科技网统计数据，截至2025年6月，中国企业投资、建设、运营的海外垃圾焚烧项目共有43座，总处理设计规模达5.77万吨/日。其中35个能查到投资额的项目，合计投资总额约64.3亿美元，总设计处理规模4.46万吨/日。

中国垃圾焚烧企业“出海”聚焦于中亚、东南亚。从目标市场来看，这些项目分布在13个国家，遍及亚洲、南美洲和非洲。其中，越南项目数量最多，达到了10个，泰国以8个项目位列第二。乌兹别克斯坦项目的垃圾处置规模最大，7个项目的总设计处理能力达到14,000吨/日；越南项目的处置规模也突破了万吨级，以12,100吨/日的处理能力紧随其后。从市场需求角度来看，中亚和东南亚近年来快速发展，城市化进程不断

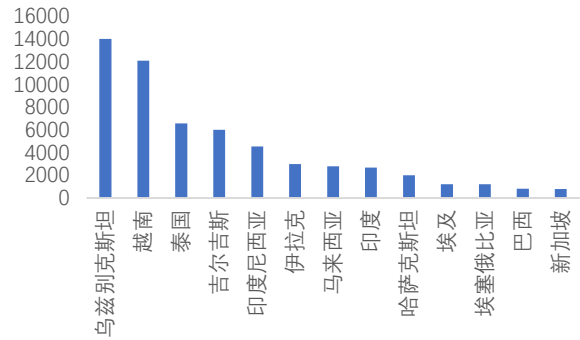
加速，大量人口涌入城市推动城市规模持续扩张，直接带动垃圾产生量急剧增加。与此同时，该地区垃圾处理方式相对粗放，焚烧处理率普遍较低，为垃圾焚烧企业提供了广阔的市场。在政策方面，多个国家垃圾焚烧发电产业给予了明确的政策支持。像越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚，均出台了涵盖垃圾处理费政策、垃圾焚烧发电开发流程、上网电价的标杆指导电价等在内的相关政策。上述地区诸多利好因素叠加，为垃圾焚烧技术出海提供了广阔的市场空间。

图9：中企海外垃圾焚烧项目数量分布（按国别）



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

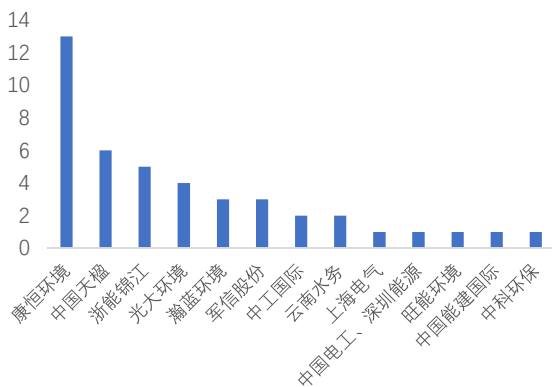
图10：中企海外垃圾焚烧项目处置规模（按国别，吨/日）



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

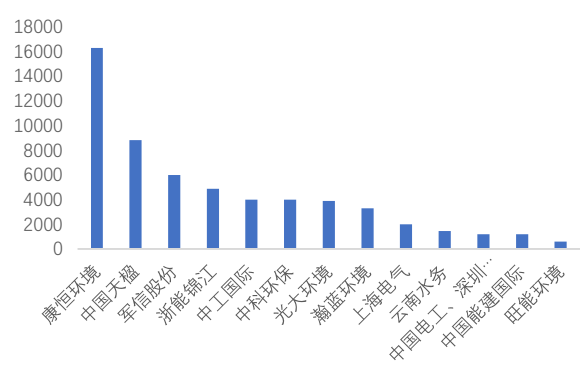
出海布局已成为垃圾焚烧行业龙头企业突破国内存量市场瓶颈、打开长期增长空间的重要方向。根据环卫科技网统计，截止 2025 年 6 月，已有 10 余家中国企业投资建设了海外垃圾焚烧发电项目，光大环境、康恒环境、瀚蓝环境、中国天楹、军信股份等国内知名垃圾焚烧企业悉数在列。其中，康恒环境投资签约的海外垃圾焚烧项目数量（13 个）、处置规模（16,260 吨/日）均处于前列，排名第一；排在第二的是中国天楹，海外垃圾焚烧项目数量为 6 个，处置规模达到 8,800 吨/日。军信股份位列第三，公司在吉尔吉斯签约了 3 个垃圾焚烧发电项目，总设计规模达到 6000 吨/日，仅次于康恒和天楹。光大、瀚蓝、中工国际、深圳能源等大型国企，也凭借深厚的资本优势、丰富的运营经验，纷纷抢占海外市场。相较于国内项目，海外垃圾焚烧项目的盈利水平优势显著，以中国天楹越南河内垃圾焚烧项目为例，该项目上网电价达 10.05 美分/千瓦时（约合人民币 0.71 元/千瓦时），高于国内，该项目毛利率稳定保持在 60% 以上。随着国内龙头海外项目的逐步落地与复制，出海业务有望成为行业新的价值增长引擎。

图11：中企海外垃圾焚烧项目数量分布（按企业）



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

图12：中企海外垃圾焚烧项目处置规模（按企业，吨/日）

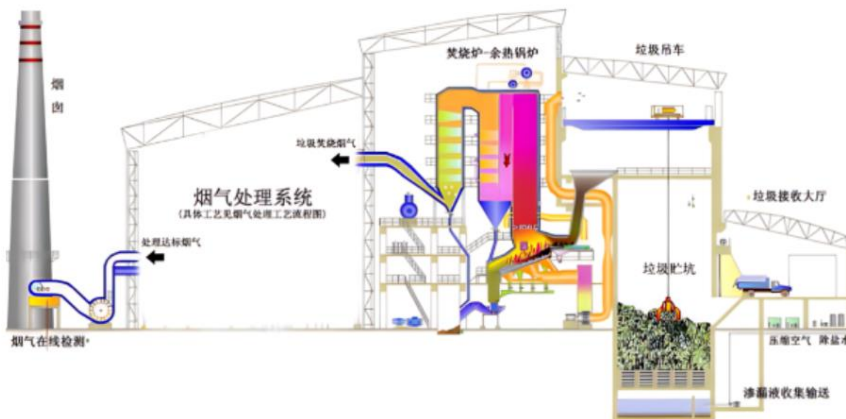


资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

2.2 行业现金流改善，绿电直供有望带来价值增量

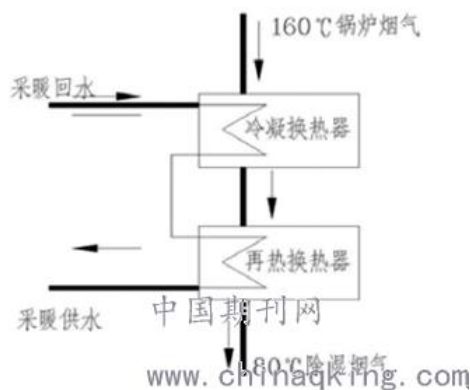
资本开支下降+供热收入增加，现金流改善助力分红潜力兑现。供热收入是垃圾焚烧企业提升利润空间和现金流水平的有效路径。垃圾焚烧产生的烟气余热可通过以下方式利用：①蒸汽供热：高温蒸汽直接供应工业用户或居民供暖。②溴化锂制冷：利用余热驱动制冷机组，为数据中心供冷，例如浦东黎明智算中心通过垃圾焚烧厂直供绿电，并利用余热供冷，显著降低运营成本。其中供热的核心逻辑是将垃圾焚烧产生的余热蒸汽直接对外供应，实现能源的高附加值利用。从业务模式来看，供热客户以周边工业园区的纺织、造纸、化工、制药等工业企业为主（蒸汽温度、压力可满足工业生产需求），部分项目兼顾居民冬季供暖，供应方式以管道输送为主，受温度压强衰减限制，理想供应半径约 10 公里，适合就近消纳。随着环保行业进入存量时代，供热业务已成为垃圾焚烧发电项目提升盈利能力的关键突破口。相比焚烧发电，热电联产的能源利用效率更高，盈利空间更大，纯发电项目的 IRR 通常在 8%-9%，而成熟的热电联产垃圾处理项目 IRR 可达 11%-13%。同时，由于供热通常由用户预交款，相比滞后的电价补贴，供热业务回款效率更高。

图13：垃圾焚烧流程示意图



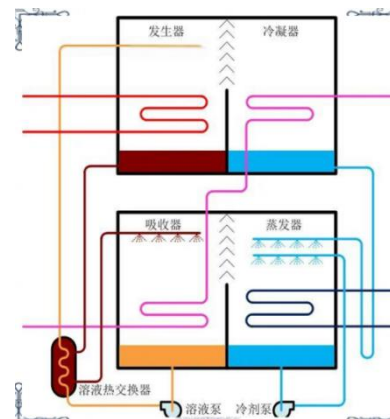
资料来源：杭州市生态环境局，东兴证券研究所

图14：烟气余热利用方案系统示意图



资料来源：《论生活垃圾焚烧余热锅炉设计》、赵颖，东兴证券研究所

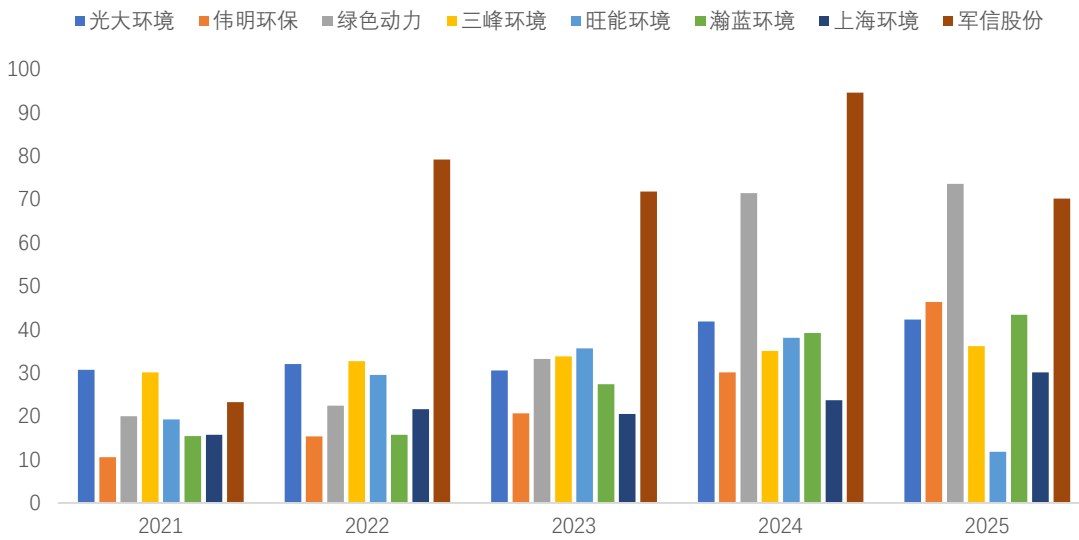
图15：低温吸收式制冷机组溴化锂制冷示意图



资料来源：视界之窗，东兴证券研究所

现金流改善有望助力龙头企业分红潜力兑现。随着垃圾焚烧行业进入成熟期，板块资本开支已进入下行通道，新建项目扩张高峰褪去，叠加存量项目进入稳定运营期，行业整体自由现金流转正并持续增厚，为企业分红提供了坚实的资金基础。与此同时，供热业务的快速提升成为现金流优化的重要助力：一方面，供热业务带来稳定的增量收入，拓宽了企业盈利来源；另一方面，其短账期、稳需求的特性显著降低了回款风险，加速资金周转效率，进一步提升了现金流质量。现金流的充裕与稳定为企业提升分红比例奠定了坚实基础，叠加行业龙头运营效率提升，龙头企业的分红能力与意愿都在逐步增强，部分企业已通过提高分红稳定分红节奏向市场传递信心。这一变化也推动板块类债配置属性持续增强，有望提升板块的市场吸引力与估值中枢。

图16：上市公司年度现金分红比例变化比较（单位：%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

IDC 用电需求与垃圾焚烧发电高度契合。AI 时代算力需求的爆发式增长，推动 IDC 行业进入高速扩容期，而数据中心对电力供应稳定性、经济性及地理布局邻近性的刚性诉求，与垃圾焚烧发电持续稳定的能源输出、就近消纳的资源化属性形成天然契合。政策端也给了垃圾焚烧+IDC 良好的发展契机，《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》明确 2025 年新建数据中心绿电占比需超 80%，为垃圾焚烧发电的绿电属性开辟了核心应用场景；25 年 5 月国家发改委、国家能源局印发的《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，支持生物质发电等新能源通过直连线路向单一电力用户供电，进一步打通了垃圾焚烧发电直供 IDC 的技术与政策通道，大幅降低双方合作的能源传输损耗与成本。垃圾焚烧直供 IDC，可在增厚发电收益的同时帮助 IDC 降本，通过电力直供、算力协同实现环保资产的价值升级。

表1：垃圾焚烧+IDC 协同相关政策

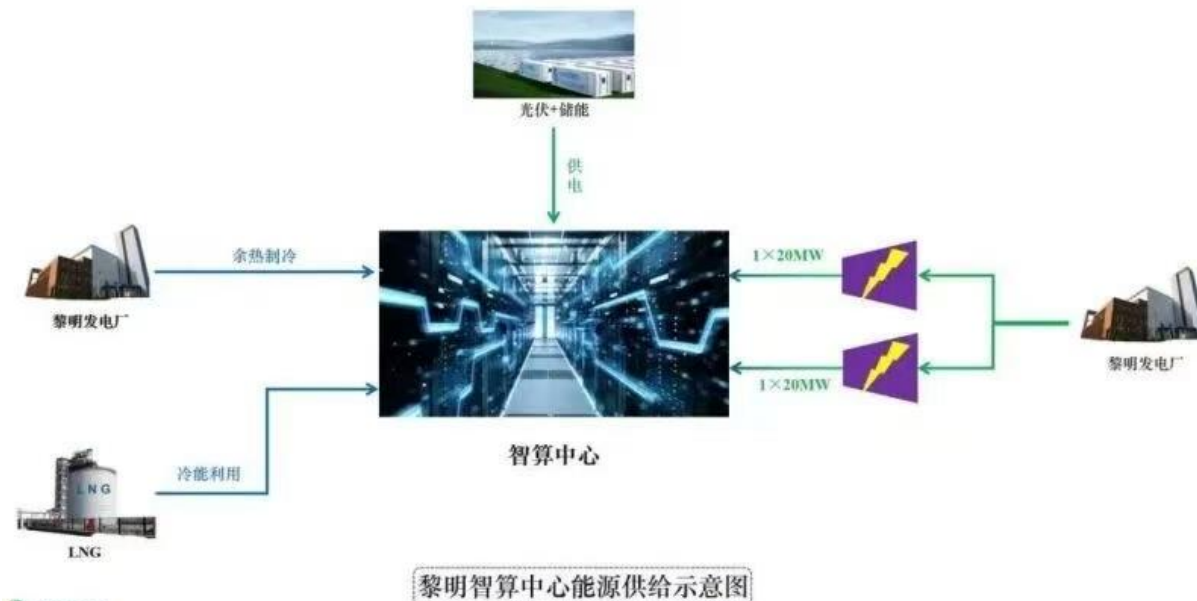
政策名称	发布时间	发布部门	核心相关内容	对垃圾焚烧 + IDC 模式的助力
《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	2024 年 7 月 23 日	国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、国家数据局	1. 到 2025 年底，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%；2. 同期全国数据中心平均 PUE 降至 1.5 以下，新建及改扩建大型和超大型数据中心 PUE 降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心	1. 垃圾焚烧发电属于可再生能源，政策对 IDC 绿电占比的硬性要求，为其开辟了核心电力输出场景；2. 垃圾焚烧发电可搭配余热供冷等技术，助力 IDC 降低 PUE，契合政策对能效的严格

			PUE 不得高于 1.2; 3. 引导新建数据中心与可再生能源发电协同布局。	标准, 提升 IDC 项目审批通过率。
《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》	2025 年 5 月 21 日	国家发展改革委、国家能源局	1. 以提升新能源就近就地消纳水平为目标, 推动绿电直连项目建设运行; 2. 支持生物质发电等新能源通过直连线路向单一电力用户供电; 3. 明确绿电直连项目按安全优先、源荷匹配等原则建设, 规范规划管理与价格机制。	1. 打通垃圾焚烧发电直供 IDC 的政策通道, 解决传统电力传输中的环节障碍; 2. 直连供电减少能源传输损耗, 同时降低垃圾焚烧厂和 IDC 双方的能源成本; 3. 为两者长期稳定的电力合作提供规范指引, 助力商业化落地。

资料来源：国家发改委，东兴证券研究所

浦东黎明智算中心项目是国内首个“垃圾焚烧发电+IDC”协同示范工程。根据浦东发布公众号消息，项目位于浦发零碳绿谷园区，总建筑面积 2 万平方米，设计总功率 18MW，采用 8kW-30kW 高密度机柜部署，建成后提供 12.7EFLOPS 高性能算力。项目创新性地整合园区内 2000 吨/日垃圾焚烧发电设施，实现 70%绿电就近直供，并配套蒸汽余热溴化锂制冷、LNG 相变余冷及“光伏+储能”系统，形成多能互补的供能体系。通过产权一体化设计突破“隔墙售电”限制，年均可减少输配电损耗 4%，节省电费 500 万元。其超低 PUE 设计和资源循环利用模式，为东部地区破解绿电资源约束、发展低碳算力提供了创新解决方案。该项目于 2023 年 5 月获批能耗指标，2024 年 7 月开工建设，截止 2025 年底，项目正在推进算力部署工作。

图17：浦东黎明智算中心能源供给示意图



环卫科技网

资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

上市公司正推动垃圾焚烧与 IDC 的融合从概念走向规模化落地。25 年 3 月，伟明环保与温州市龙湾区人民政府签署战略合作协议，共同探索“垃圾焚烧+数据中心 (IDC)”协同模式。25 年 3 月及 5 月，军信股份先后签订海外吉尔吉斯奥什市及伊塞克湖州垃圾科技处置项目框架协议，构建“垃圾焚烧发电+蒸汽供热+算力服

务”的一体化业务模式。25年8月，瀚蓝分别与广东联通、深城交签署战略合作协议，共同探索绿色智算中心相关业务。政策层面，“隔墙售电”政策限制仍然是垃圾焚烧发电直供智算中心的核心障碍，国内跨产权主体的电力直接供应仍面临落地障碍，制约了商业模式的规模化复制。随着国内电力市场化改革的持续深化、绿电交易机制的不断完善，“隔墙售电”的政策约束弱化，有望进一步降低垃圾焚烧企业与IDC运营商的合作门槛，推动双方在电力直供、成本分摊、收益共享等方面形成更成熟的合作机制，加速行业融合从试点探索走向规模化推广。

3. 公用事业扎根南海稳健经营，固废业务并购粤丰业绩增厚确定性强

3.1 公用事业稳健经营，分红稳健具备提升基础

公司扎根南海区域，背靠佛山市南海区国有资产监督管理局，兼具市场化属性与国资背景优势。南海国资，不仅为公司提供了稳定的资源支撑与政策协同，市场化的运营和监管支持，更助力公司在区域内及全国范围内的项目拓展、并购重组中占据优势。公司作为南海区首家实行职业经理人制度改革的上市公司，建立了以三年为一个周期的虚拟股权激励计划，将激励与公司业绩深度绑定，有效激发了核心团队与公司发展同频共振。同时，优秀的管理层团队与高效的执行力，进一步强化了公司的发展优势。

表2：瀚蓝环境虚拟股权激励核心条款

模块	核心内容
1. 激励类型	①市值增长现金奖励：(兑现时股价-授予基准价)×虚拟份额 ②分红现金奖励：虚拟份额×每股税后分红
2. 授予基准价 (P)	取公告日前 60/120 个交易日收盘价均价的较高者，股本变动时同步调整
3. 虚拟份额 (Q) 分配	总经理：总股本×0.125% 业务副总：总股本×0.040% 职能高管：总股本×0.025% 总额不超过总股本的 0.5%
4. 解锁安排	市值增长奖励按 40%/30%/30%，分 3 年解锁，逾期未兑部分作废
5. 收益封顶约束	年度税后收益上限： 总经理≤当年基础+绩效薪酬税后之和的 2 倍 业务副总≤1.5 倍；职能高管≤1 倍
6. 关键补充	虚拟份额仅作模拟计算，不发放真实股权标的；奖励需缴纳个税后发放

资料来源：公司公告《高级管理人员薪酬和绩效考核管理办法（2021年）》，东兴证券研究所

以金总为核心的管理团队，深耕环保行业多年，具备丰富的运营管理经验与敏锐的战略判断力，公司发展历程中的多个关键节点均彰显了团队的专业素养与执行能力：2015年收购创业环保旗下固废相关资产，正式奠定固废业务核心布局；2018年并购盛运环保部分垃圾焚烧项目，稳步扩大全国性项目覆盖版图；2020年牵头推进南海固废处理环保产业园升级，深化精细化运营模式；2023年拓展省外优质固废项目，完善全国战略布局；2025年高效推进粤丰重大并购事宜，实现业务规模跨越式提升。这些重要发展节点，充分展现了管理团队在战略规划、项目整合、成本管控、风险防控等方面的极强执行力，为公司持续稳健发展提供了坚实的印证。

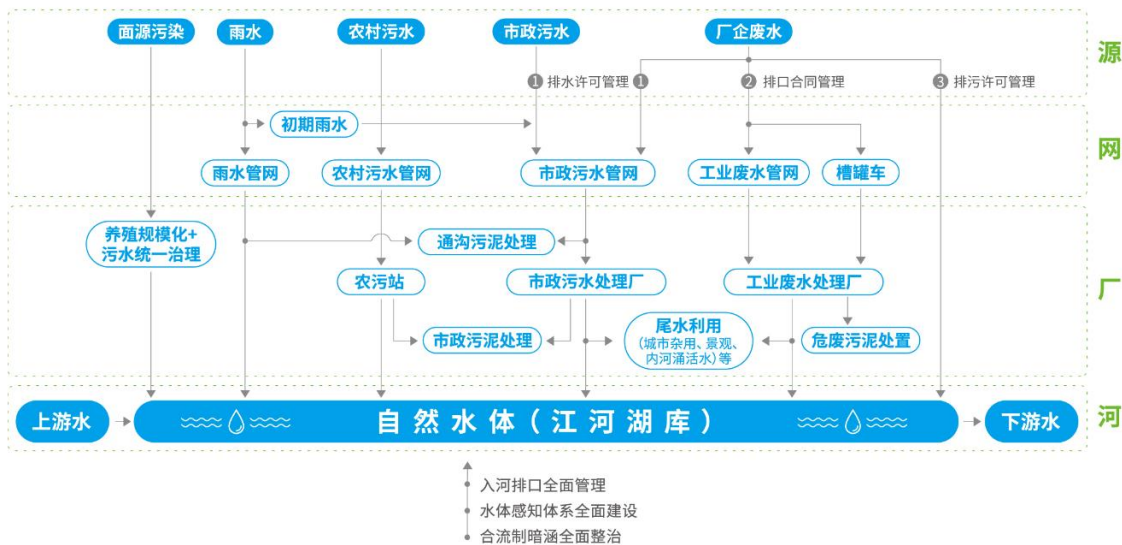
图18：瀚蓝环境固废业务发展关键里程碑



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

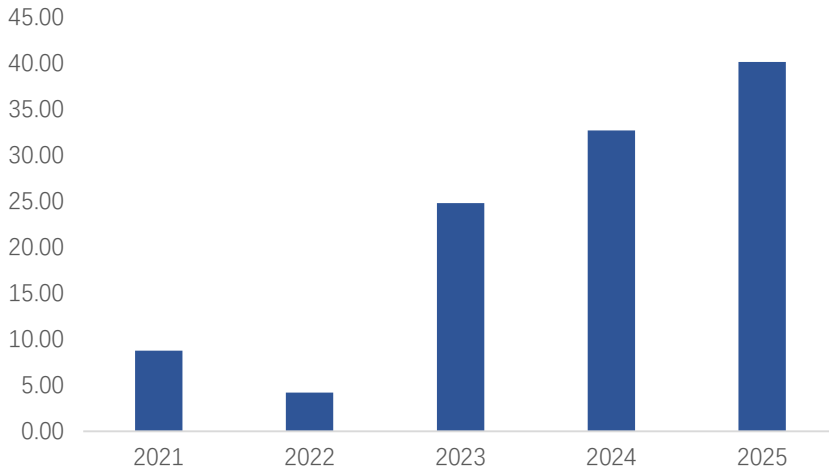
公司公用事业业务稳定经营，为整体发展构筑坚实基础。公司燃气、供排水等核心公用事业板块深耕南海，运营稳健，燃气业务深度覆盖南海及周边核心区域，依托稳定的居民、工业用户群体，积极推进上游优质气源供应多元化和结构多样化，结合短中长气源规划打造稳健的气源保障体系，有效提升公司应对市场资源波动时的抗风险能力；加强与供应商、客户及政府的沟通，积极开拓新客户，并拓展燃气工程业务、非燃业务等，提升整体盈利水平。供排水业务深耕本地民生领域，完善的管网布局的同时，积极提升智慧水务水平，迭代供水管网数字孪生系统，在线水力模型II期、漏损管理系统成功上线，进一步提升水损治理、人均效能等核心指标，切实保障区域供排水民生需求。能源与供排水业务整体稳定经营。

图19：治水瀚蓝模式-厂网源河一体化



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

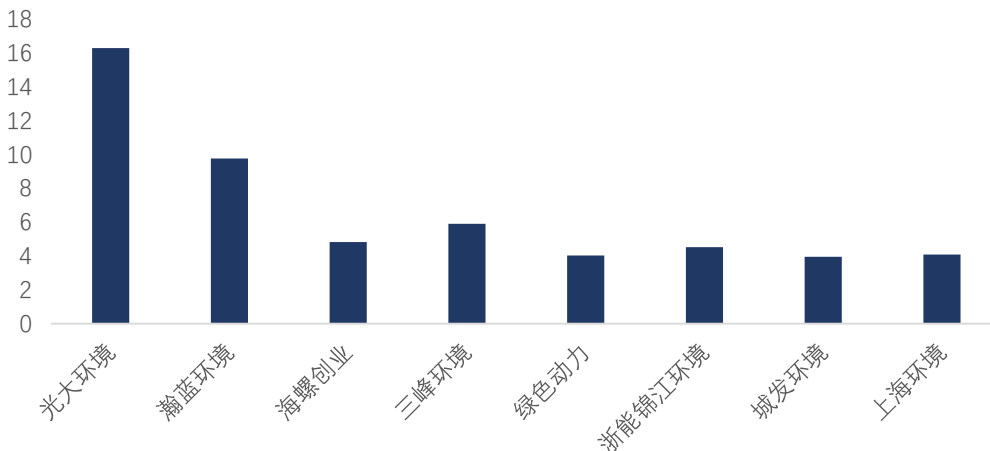
现金流充裕，分红比例提升可期。近年来，公司经营活动现金流持续优化改善，2024年经营活动现金流净额达32.73亿元，2025年40.18亿元，现金流充沛且韧性十足。展望未来，随着公司资本开支逐步下降，叠加公用事业板块业务规模稳步拓展、运营效率持续提升，以及垃圾焚烧等固废项目精细化运营带来的收益持续释放，公司经营活动现金流将进一步改善，为后续业务拓展、股东回报兑现提供坚实的资金保障。在此基础上，公司分红承诺具备极强的刚性，公司制定的《股东回报规划（2024年-2026年）》，明确2024-2026年度每股现金股利较上一年度同比增长不低于10%。2025年度，公司累计拟派发现金分红8.56亿元，占当年归属于上市公司股东净利润的43.39%，并首次实施中期分红，切实兑现回报股东的承诺。公司现金流改善，资本开支下行背景下，分红比例持续提升的趋势有望延续。

图20：公司近5年经营活动现金流净额（亿元）


资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

3.2 收购粤丰协同红利兑现可期，并购增厚确定性强

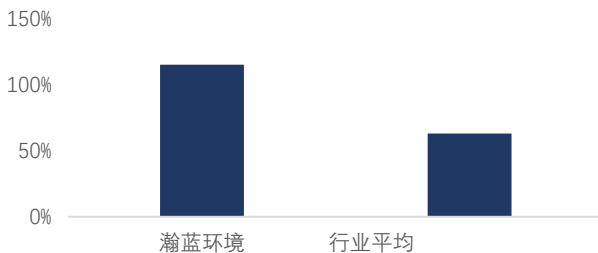
私有化粤丰环保，产能规模完成跃升。2025年6月，公司公告私有化粤丰环保，本次交易总价达110.99亿港元，交易落地后瀚蓝环境并表口径持股52.44%。2026年4月23日，公司发布重组预案，拟通过发行股份及支付现金收购瀚蓝佛山剩余43.48%的股权和购买臻达发展持有的粤丰环保7.22%的股权，实现对粤丰环保100%全资控股。产能方面，收购前（2024年底）瀚蓝环境垃圾焚烧产能为4.51万吨/日，粤丰环保并入产能5.254万吨/日，收购后产能规模较并购前实现翻倍增长，行业排名跃升至全国固废企业前三、A股环保上市公司首位。通过战略性并购，公司固废处理业务规模得到显著扩张，有效完善了在粤港澳大湾区等优势区域及全国范围内的业务布局，市场影响力和综合实力得到大幅提高。截至2026年一季度，公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模97,590吨/日（含参股项目，控股口径为79,240吨/日），其中已投产项目规模为66,940吨/日（2025年新增大连项目投产650吨/日、2026年一季度新增惠东三期项目750吨/日），在建项目规模1,450吨/日。

图21：主要垃圾焚烧上市企业产能规模柱状图（单位：吨/日，25年年报）


资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

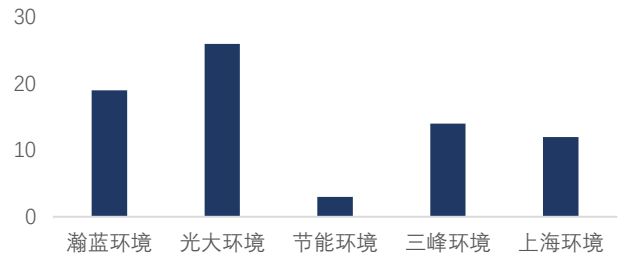
公司垃圾焚烧项目所处区域发展良好，整体运营能力行业领先。2025年，公司生活垃圾焚烧发电产能利用率达115%，大幅领先全国行业约63%的平均水平，常态化实现满负荷乃至超设计产能稳定运行，充分凸显精细化管理与高效运维的核心优势；全年锅炉有效运行小时数突破8200小时，设备连续运行能力突出，核心运营指标优于同业均值。同时公司持续优化进场垃圾结构，落地技术升级改造与生产运行精细化调控，不断提升焚烧热效率、压降厂内自用电率，25年在对外供热量增长38.81%的情况下，吨垃圾发电量、吨垃圾上网电量仍实现正增长，分别同比提升0.99%、1.70%，至380.11度、331.19度。数字化运维方面，公司加速推广垃圾焚烧“工业大脑”智能管控体系，现已覆盖10个焚烧项目、19台焚烧炉，设备综合自动投运率超97%，整体运行稳定性提升23%以上，智能化赋能成效显著。在运营合规与标准化建设层面，25年新增5座垃圾焚烧电厂获评行业最高等级AAA认证，公司AAA级垃圾焚烧发电厂总数增至19座，标杆示范效应持续强化。

图22：公司垃圾焚烧厂产能利用率对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

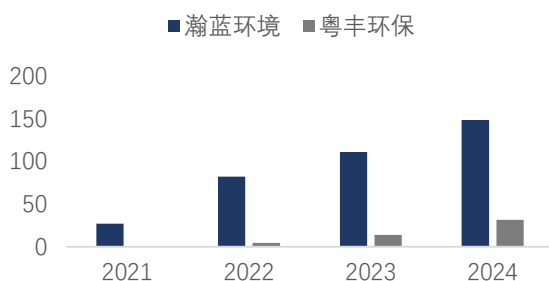
图23：核心企业 AAA 级垃圾焚烧厂数量对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

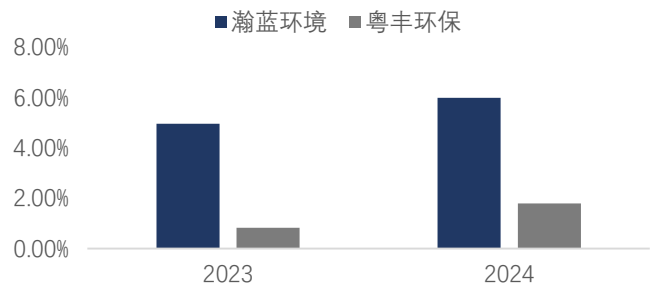
并购多项协同红利持续兑现，增厚固废板块业绩具备高确定性。公司拥有丰富的垃圾拓展、供热业务拓展的经验和多源固废协同处理“瀚蓝模式”优势。并购完成后，公司充实原粤丰环保拓展团队力量和完善协同机制，系统梳理粤丰环保项目所在优势区位业务拓展潜力，已初步形成垃圾拓展、供热、AIDC等项目拓展方向，后续将逐步推进项目落地，拓展盈利增长点。其中供热业务增量挖掘潜力大，粤丰存量焚烧项目供热改造空间充足，24年两家企业供热收入与垃圾焚烧收入的比值分别是5.99%和1.79%。未来依托公司成熟供热运营经验，持续落地供热合作协议，蒸汽外销打开新增利渠道，单吨垃圾附加收益提升，成为稳定盈利增量。2025年，固废一部实现对外供热183.25万吨，对外供热收入2.71亿元，分别同比增加23.63%、27.87%；固废二部6-12月实现对外供热22.51万吨，对外供热收入约0.42亿元。2025年，公司新增7个项目签订对外供热协议，累计已有31个垃圾焚烧发电项目签订对外供热业务协议，其中24个项目已实现对外供热从供热合同签署和投产进度可见。公司供热业务增长储备充足，供热业务2026年预计将延续增长。

图24：瀚蓝环境和粤丰环保供热量（万吨）



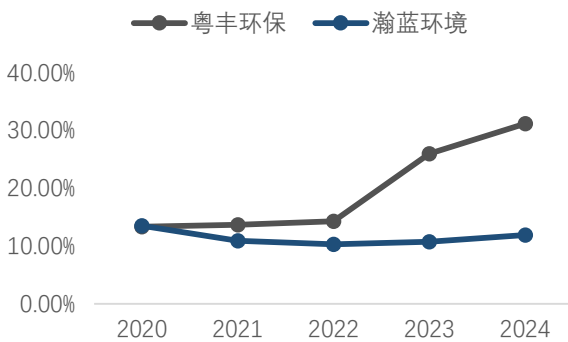
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图25：瀚蓝和粤丰供热收入与垃圾焚烧收入比值

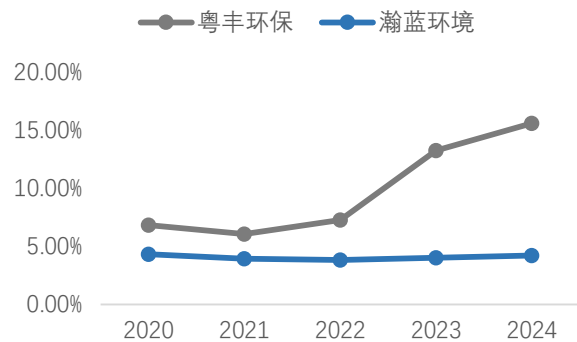


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

融资成本降低，期间费用优化成效显著。瀚蓝环境以集团化管控为核心，积极推进统一管理体系建设、精简组织架构，加速集团化管控纵深落地，推动矩阵式管理机制在新并购业务中全面落地，充分发挥集团在资源协同、风险管控、管理挖潜、信息化赋能等方面的统筹优势，实现管理费用与财务费用的精细化管控，推动整体费用率稳步优化。其中财务费用方面，依托国企信用优势置换粤丰高成本存量债务，持续压降综合融资利率、减少利息支出；并购完成后，通过加强对固废二部的资金统筹调拨、贷款置换和降息等方式，降低财务费用。截至 2025 年底，粤丰环保总贷款降低约 23 亿元，负债率从交割日的 61.68% 降至期末的 56.39%，人民币融资利率从并购前的 2.75%-4.75% 降低至 2.00%-3.785%，港币融资利率从并购前的 HIBOR+2.05%-2.17% 降低到 HIBOR+0.7%-1.55%。26 年一季度期间费用率稳定在 13.14%，费用优化成效量化可见。

图26：瀚蓝环境和粤丰环保期间费用率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图27：瀚蓝和粤丰财务费用率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

发力供应链集中降本与运营效率提升。供应链层面，公司总部全面统筹集团供应链业务，强化重点项目及共性需求的集中采购力度；并购完成后，固废二部快速适配公司供应链管理体系，完成组织融合，目前已基本构建供应链数智化信息底座，基础数据全面合并，集团供应链管理平台已在固废二部落地应用，后续将持续推进其供应链业务全面数智化上线，通过集中采购与资源共享，降本成效已逐步显现，预计 2026 年降本潜力将进一步释放。运营效率层面，公司输出成熟的精益运营模式，通过加快低效能、高耗能设备更新改造，依托自动化、智能化技术提升设备运行效率，持续深挖降本增效潜力，重点提升项目焚烧稳定性、吨垃圾发电量及上网电量，有效盘活存量资产盈利能力，叠加并购带来的固废产能规模扩容，进一步强化固废主业盈利韧性。

4. 盈利预测与估值分析

预测公司 26-28 年营业收入 156.63/161.69/166.99 亿元，净利润 22.05/25.87/27.38 亿元，净利增速分别为 11.75%/17.31%/5.86%，EPS 分别为 2.70/3.17/3.36 元，对应 PE 分别为 11/10/9。公司主要财务指标预测摘要如表 2 所示。我们认为，核心逻辑在于并购增厚确定性强、预期分红持续提升、现金流改善明确、凸显防御属性。并购粤丰环保后，公司从区域龙头跃升全国固废第一梯队，2026 年底收购剩余股权完成 100% 并表，将进一步消除少数股东损益、显著增厚业绩与现金流，成长确定性高。现金流层面，固废主业现金流充裕，供热收入提升，自由现金流持续释放，为分红提升提供坚实支撑。分红端，25 年分红比例提升至 43.39%，公司承诺 24-26 年每股派息增速不低于 10%，高分红+稳定增长属性凸显。凭借深厚的运营积淀、全产业链协同能力与优质稳定的现金流，在双碳政策驱动与行业整合集中的趋势下，公司将持续巩固龙头地位；同时，规模效应与管理优化持续释放盈利弹性，有望实现业绩稳步抬升。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

表3：主要财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	11,886.25	13,936.91	15,663.22	16,168.79	16,699.21
增长率(%)	-5.22%	17.25%	12.39%	3.23%	3.28%
归母净利润(百万元)	1,663.90	1,973.07	2,204.93	2,586.52	2,737.97
增长率(%)	16.39%	18.58%	11.75%	17.31%	5.86%
净资产收益率(%)	12.42%	13.50%	13.47%	14.04%	13.29%
每股收益(元)	2.04	2.42	2.70	3.17	3.36
PE	15.18	12.80	11.45	9.76	9.22
PB	1.88	1.73	1.54	1.37	1.23

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

海外政策或有变化，同业竞争加剧，大客户合作关系变动，原材料价格大幅波动。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	10,943.10	13,497.22	15,020.77	19,131.57	18,289.24	营业收入	11,886.25	13,936.91	15,663.22	16,168.79	16,699.21
货币资金	4,258.25	2,730.18	4,698.97	7,542.96	6,327.48	营业成本	8,447.08	9,307.92	10,038.47	10,330.38	10,636.68
应收账款	5,298.38	9,162.51	9,163.08	10,298.08	10,630.48	营业税金及附加	108.46	236.65	265.97	274.55	283.56
其他应收款	162.73	121.08	258.47	193.76	217.76	营业费用	115.73	122.76	128.79	131.37	132.68
预付款项	181.19	221.31	219.10	246.24	254.19	管理费用	726.38	890.31	1,030.81	1,051.43	1,061.94
存货	225.55	292.27	258.06	278.31	286.41	财务费用	499.26	793.83	1,164.79	1,275.74	1,282.88
其他流动资产	858.64	832.48	487.79	548.21	565.91	研发费用	73.67	92.49	108.62	110.80	111.91
非流动资产合计	28,362.26	48,720.15	50,228.24	51,214.92	51,655.72	资产减值损失	-133.07	-118.36	-126.76	-126.76	-126.76
长期股权投资	1,344.19	2,983.06	3,127.34	3,271.61	3,415.88	公允价值变动收益	-10.64	11.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,721.73	6,487.13	12,219.34	20,691.05	25,253.06	投资净收益	127.46	252.17	149.07	149.07	149.07
无形资产	12,121.38	26,237.54	21,947.95	17,641.69	13,335.44	加: 其他收益	185.46	270.15	303.61	303.61	303.61
其他非流动资产	8,802.71	12,543.20	12,528.22	12,519.00	12,509.77	营业利润	2,084.89	2,908.31	3,251.69	3,320.43	3,515.47
资产总计	39,305.36	62,217.37	65,249.01	70,346.49	69,944.96	营业外收入	23.33	36.21	26.85	26.85	26.85
流动负债合计	10,396.59	14,504.73	13,984.38	10,200.39	10,489.52	营业外支出	11.46	25.40	16.45	16.45	16.45
短期借款	2,516.78	3,013.77	4,517.99	0.00	0.00	利润总额	2,096.76	2,919.12	3,262.08	3,330.83	3,525.86
应付账款	3,139.41	3,967.54	3,591.67	3,873.47	3,986.11	所得税	412.67	624.80	698.21	712.92	754.67
其他流动负债	4,740.40	7,523.42	5,874.72	6,326.92	6,503.42	净利润	1,684.09	2,294.32	2,563.87	2,617.91	2,771.20
非流动负债合计	13,687.90	29,138.68	30,576.64	37,367.89	34,464.63	少数股东损益	20.19	321.26	358.94	31.39	33.22
长期借款	11,564.44	25,901.32	27,339.28	34,130.53	31,227.27	归属母公司净利润	1,663.90	1,973.07	2,204.93	2,586.52	2,737.97
其他非流动负债	2,123.45	3,237.36	3,237.36	3,237.36	3,237.36						
负债合计	24,084.49	43,643.41	44,561.01	47,568.28	44,954.15	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	1,818.55	3,964.01	4,322.95	4,354.34	4,387.56	成长能力					
实收资本 (或股本)	815.35	815.35	815.35	815.35	815.35	营业收入增长	-5.22%	17.25%	12.39%	3.23%	3.28%
资本公积	2,450.79	2,434.41	2,434.41	2,434.41	2,434.41	营业利润增长	14.43%	39.49%	11.81%	2.11%	5.87%
未分配利润	10,136.19	11,360.20	13,115.29	15,174.11	17,353.49	归属于母公司净利润增长	16.39%	18.58%	11.75%	17.31%	5.86%
归属母公司股东权益合计	13,402.32	14,609.95	16,365.04	18,423.87	20,603.25	获利能力					
负债和所有者权益	39,305.36	62,217.37	65,249.01	70,346.49	69,944.96	毛利率(%)	28.93%	33.21%	35.91%	36.11%	36.30%
现金流量表	单位:百万元					净利率(%)	14.17%	16.46%	16.37%	16.19%	16.59%
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产净利润(%)	4.23%	3.17%	3.38%	3.68%	3.91%
经营活动现金流	3,234.03	3,988.45	7,831.95	10,064.88	11,339.96	ROE(%)	12.42%	13.50%	13.47%	14.04%	13.29%
净利润	1,684.09	2,294.32	2,199.92	2,253.95	2,407.24	偿债能力					
折旧摊销	1,113.43	1,660.46	5,730.43	6,757.60	7,423.47	资产负债率(%)	61%	70%	68%	68%	64%
财务费用	499.26	793.83	1,164.79	1,275.74	1,282.88	流动比率	1.05	0.93	1.07	1.88	1.74
投资损失	-127.46	-252.17	-149.07	-149.07	-149.07	速动比率	0.94	0.84	1.01	1.77	1.64
营运资金变动	-130.31	-553.16	-1,579.34	-532.80	-84.03	营运能力					
其他经营现金流	195.03	45.16	465.22	459.47	459.47	总资产周转率	0.30	0.22	0.24	0.23	0.24
投资活动现金流	-1,836.65	-9,076.90	-7,190.71	-7,690.71	-7,810.71	应收账款周转率	2.25	1.52	1.71	1.57	1.57
资本支出	1,652.54	430.72	7,100.00	7,600.00	7,720.00	应付账款周转率	2.69	2.35	2.82	2.69	2.69
长期投资	-241.72	-8,214.93	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-3,247.47	-1,292.69	-14,290.71	-15,290.71	-15,530.71	每股收益(最新摊薄)	2.04	2.42	2.70	3.17	3.36
筹资活动现金流	1,307.89	3,417.41	1,327.54	469.82	-4,744.74	每股净现金流(最新摊薄)	2.61	21.24	2.70	4.17	-0.77
短期借款增加	552.84	496.99	1,504.22	-4,517.99	0.00	每股净资产(最新摊薄)	16.44	17.92	20.07	22.60	25.27
长期借款增加	625.64	14,336.88	1,437.96	6,791.25	-2,903.26	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	15.18	12.80	11.45	9.76	9.22
资本公积增加	7.92	-16.38	0.00	0.00	0.00	P/B	1.88	1.73	1.54	1.37	1.23
现金净增加额	2,704.98	-1,663.91	1,968.78	2,843.99	-1,215.48	EV/EBITDA	8.92	10.45	5.89	5.23	4.73

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	垃圾焚烧行业：把握出海与 IDC 绿电协同发展机遇	2025-12-18
行业普通报告	电力及公用事业行业：雅江水电布局或将重构更稳定高效的能源系统	2025-08-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源、环保等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，CFA，5年投资研究经验，2022年加入东兴证券研究所，主要覆盖汽车及零部件、电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526