

浙富控股 (002266.SZ)

优于大市

危废资源化盈利弹性兑现，清洁能源装备打开价值重估空间

核心观点

浙富控股：“危废资源化+清洁能源装备”双主业。浙富控股成立于 2004 年，早期专注于大中型水电设备研发及制造；2008 年在深交所上市，股票代码 002266；2010 年收购华都核电并取得控股权，初步形成核电板块；2020 年完成收购申联环保集团 100%股权及申能环保 40%股权，公司由清洁能源装备企业转向环保资源化与清洁能源装备并重的集团化平台。

危废资源化：兼具环保合规门槛与有色金属资源属性。公司危废资源化业务通过申联环保集团运营，构建“收集—贮存—无害化处理—资源深加工”的全产业链模式，从含金属危废中回收铜、金、银、钨、锡、镍、铅、锌、铂、锑、铋、铈、钕等多种金属，兼具环保合规门槛与有色金属资源属性。2025 年公司再生铜产量 18.52 万吨、金产量 4.09 吨、银产量 121.64 吨。

清洁能源装备：核电与水电双翼齐飞。公司清洁能源装备业务包括大中型水轮发电机组、抽水蓄能发电机组和核电设备。公司全资子公司浙富水电是中国三大水电设备制造企业之一，也是中国最大的民营水电设备制造商之一；公司旗下四川华都核设备是三代核电“华龙一号”控制棒驱动机构的主要供应商，并积极布局第四代核电技术。2025 年清洁能源装备业务实现营收 12.34 亿元，同比增长约 17%；新签订单 13.5 亿元（水电 8.91 亿，核电 4.59 亿）。

为什么我们在当前时点看好浙富控股？1) 金属价格弹性兑现，H1 高增验证景气持续：在 2026 年金属价格高位运行的背景下，公司危废资源化业务进入量价共振阶段，预计 2026H1 实现归母净利润 12.5-14.5 亿元，同比增长 120.78%-156.11%。**2) AI 金属：**AI 服务器、数据中心电力设备、先进制造和新型电力系统建设，有望拉动铜、锡、银、铂族金属及部分稀散金属需求，公司具备较好的主题延展空间。**3) 雅下水电站+核聚变催化：**雅鲁藏布江下游水电工程已于 2025 年 7 月开工，总投资约 1.2 万亿元，长期有望带动水电装备产业链景气度。公司同时在核电及先进核能装备领域具备技术积累，可控核聚变堆主泵、锂铅泵等方向具有中长期主题催化价值。

盈利预测与估值：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 23.72/25.71/27.10 亿元，同比+112%/8%/5%，对应 PE=11.2/10.3/9.8x。通过多角度估值，预计公司合理估值在 5.97-6.04 元之间，较 2026.8.18 收盘价有 19.4%-20.9%的溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：金属价格大幅波动；危废原料供应及产能利用率不及预期；清洁能源装备订单落地不及预期；公司治理及信息披露规范性风险；重要股东持续减持风险；控股股东及重要股东股份质押风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,912	23,214	30,382	32,176	33,184
(+/-%)	10.3%	11.0%	30.9%	5.9%	3.1%
归母净利润(百万元)	971	1118	2372	2571	2710
(+/-%)	-5.3%	15.1%	112.3%	8.4%	5.4%
每股收益(元)	0.19	0.21	0.45	0.49	0.52
EBIT Margin	4.1%	4.7%	8.8%	8.9%	9.1%
净资产收益率(ROE)	8.6%	9.3%	17.3%	16.6%	15.6%
市盈率(PE)	27.2	23.7	11.2	10.3	9.8
EV/EBITDA	28.2	25.3	13.7	12.8	12.1
市净率(PB)	2.35	2.20	1.93	1.71	1.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

环保·环境治理

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

证券分析师：崔佳诚

021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980525070002

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值 5.97 - 6.04 元
收盘价 5.00 元
总市值/流通市值 26096/24213 百万元
52 周最高价/最低价 5.87/3.48 元
近 3 个月日均成交额 511.11 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

浙富控股：聚焦危废资源化+清洁能源装备双赛道	5
历史沿革：从老牌水电装备基因出发，借危废资源化重组完成战略重构	5
股权结构：创始人控制权稳定+并购标的原股东深度绑定	6
财务分析：收入随资源化业务扩容，利润端受危废行业竞争、金属价格与套保等因素扰动	7
危废资源化：并购申联环保切入再生金属，资源化属性打开盈利弹性	11
商业模式：环保合规处置为基础，资源化回收贡献盈利弹性	11
并购复盘：收购危废资产完成业务跃迁，双主业格局成型	14
竞争优势：危废前后端一体化且全产业链布局	16
清洁能源装备：水电装备积淀深厚，核电装备打开第二成长曲线	19
水电装备：以传统水电设备起家，技术边界由中小型机组延伸至大型水电和抽水蓄能	19
核电装备：并购华都切入三代核电，逐步向第四代核电和聚变装备延伸	22
为什么我们在当前时点看好浙富控股？	23
金属涨价业绩高增，价格中枢上移打开弹性	23
AI 算力扩张打开金属需求新空间	24
雅下水电站建设和可控核聚变带动清洁能源装备业务	25
盈利预测	27
假设前提	27
未来 3 年业绩预测	28
估值与投资建议	28
绝对估值：5.97 元	28
绝对估值的敏感性分析	29
相对法估值：6.04 元	29
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 浙富控股历史大事沿革	6
图 2: 浙富控股股权结构及各个业务板块架构 (截至 2026 年 7 月 3 日)	7
图 3: 2016-2026Q1 浙富控股收入情况	7
图 4: 2016-2026Q1 浙富控股归母净利润情况	7
图 5: 2023Q2-2026Q1 浙富控股分季度营业收入情况	8
图 6: 2023Q2-2026Q1 浙富控股分季度归母净利情况	8
图 7: 2021 年-2025 年公司各板块收入占比情况 (单位: %)	8
图 8: 2021 年-2025 年公司各板块毛利率情况 (单位: %)	8
图 9: 2021 年-2025 年公司利润率情况	9
图 10: 2021 年-2025 年公司费用率情况 (单位: %)	9
图 11: 2021-2025 公司 ROE 由“高净利率驱动”逐步切换为“低利润率下的周转和杠杆修复”	9
图 12: 2021 年-2025 年公司资产负债率情况	10
图 13: 2021 年-2025 年公司 OCF、FCF 及 CAPEX 情况	10
图 14: 2021 年-2025 年公司应收账款及其周转率情况	11
图 15: 2021 年-2025 年公司存货及其周转率情况	11
图 16: 2000-2024 中国危险废弃物产生量及同比情况 (单位: 万吨)	13
图 17: 公司危废业务前后端一体化的全产业链布局情况	17
图 18: 2021 年-2025 年申联环保营业收入情况	18
图 19: 2021 年-2025 年申联环保净利润情况	18
图 20: 2021-2025 年浙富控股、高能环境及飞南资源危废资源化业务毛利率对比	19
图 21: 公司灯泡贯流式机组示意图	20
图 22: 江西赣江龙头山水利枢纽灯泡贯流式机组实景图	20
图 23: 老挝谢潘水电站混流式机组实景图	20
图 24: 公司抽水蓄能机组水泵水轮机效果图	21
图 25: 2021 年-2025 年浙富水电收入及订单情况	22
图 26: 2021-2025 年浙富水电净利润情况	22
图 27: 2021 年-2025 年华都核电收入及订单情况	23
图 28: 2021-2025 年华都核电净利润情况	23
图 29: 浙富控股危废资源化业务收入拟合	23
图 30: 中国历年抽水蓄能装机及同比情况 (单位: GW)	26
图 31: 历年国内新核准核电机组数	26
图 32: 浙富控股分部估值测算	30

表1：部分《国家危险废物名录（2025年版）》中的主要金属类危险废物	11
表2：危废无害化处置与危废资源化利用商业模式对比	13
表3：公司重大资产重组交易对价	15
表4：公司重大资产重组重要时间表	15
表5：公司主要危废处理产能情况	16
表6：浙富控股主要吨类再生金属销量及产销率	18
表7：浙富控股贵金属及稀贵金属销量及产销率	18
表8：公司在核电领域的布局情况	22
表9：浙富控股再生金属价格及分位数情况（价格信息截至 2026. 8. 18）	24
表10：公司金属在 AI 方向上的主要应用	24
表11：公司目前已布局的可控核聚变产品	27
表12：浙富控股业务拆分	27
表13：未来 3 年盈利预测表（单位：百万）	28
表14：公司盈利预测假设条件（%）	29
表15：资本成本假设	29
表16：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	29

浙富控股：聚焦危废资源化+清洁能源装备双赛道

历史沿革：从老牌水电装备基因出发，借危废资源化重组完成战略重构

公司的前身可以追溯至 1970 年成立的“富春江水工机械厂”，隶属前水利电力部，最初深耕水电设备制造，具有鲜明的行业与体制烙印。2004 年，公司在原有水电装备技术、制造和市场资源基础上成立浙江富春江水电设备有限公司，2020 年 8 月，浙江富春江水电设备有限公司整体变更为股份有限公司；2008 年，公司在深交所上市，同时获批设立浙江省博士后工作站试点单位，富春江水轮发电机组研发中心被列入省级高新技术企业研究开发中心。上市使公司获得资本平台，也为后续通过外延并购进入核电装备、危废资源化等领域奠定基础。

2009—2016 年，公司在水电装备主业之外，开始切入核电关键设备领域，形成高端装备第二增长曲线。2009 年，公司开始进行核电技术储备；2010 年，公司收购华都核电并取得控股权，初步形成核电板块。同一时期，公司水电装备能力持续突破，2010 年自主研发并制造的韩国 SIHWA 潮汐电站首台机投运，官网称其为世界最大单机容量与最大转轮直径的潮汐电站机组。2012 年，公司与中核集团签署核电及相关领域合作框架协议；2013 年，公司更名为浙富控股集团股份有限公司，并实现“华龙一号”控制棒驱动机构通过鉴定；2014—2016 年，公司在福清核电、示范快堆主泵、屏蔽泵等方向持续推进，核电装备业务由技术储备逐步进入订单与交付验证阶段。

2017—2019 年，公司完成水电装备国际化能力与核电关键部件国产化能力的同步提升。2017 年，公司收购挪威 RAINPOWER HOLDING AS，获得高水头、超高水头水轮发电机组领先研发制造能力；同年签订漳州核电、昌江核电控制棒驱动机构 CRDM 设备供货合同。2018 年，“华龙一号”全球首堆福清 5 号机组及海外首堆 K2 项目 CRDM 设备通过验收并交付；2019 年，公司自主研发且具备完全自主知识产权的中国首台 600MW 核电示范快堆主泵等比例样机试运行成功，老挝谢潘水电站首台机成功投运，海外工程 K3 核电站 CRDM 设备交付。该阶段的核心变化在于，公司从传统水电装备企业进一步升级为具备国际水电项目承接能力、核电关键部件研发制造能力的高端能源装备平台。

2019—2021 年，公司通过重大资产重组完成战略重构，由高端装备制造企业升级为“大环保+高端制造业”双轮驱动平台。2019 年，公司确立“大环保+高端制造业”双轮驱动战略，启动收购申联环保集团 100%股权及申能环保 40%股权，进入危险废物无害化处置及再生金属资源回收利用领域；2020 年，公司完成 145 亿元环保行业并购交易，官网称其为当年中国 A 股最大规模环保行业并购交易。2021 年，公司营收首次突破百亿元，“大环保+高端制造业”战略初显成效；同年，“华龙一号”全球首堆福清 5 号机组正式投入商业运行，其核岛控制棒驱动机构由公司自主研发、生产并成功交付应用。

2022 年以来在抽水蓄能、小型堆、核电 CRDM、再生金属资源化等方向持续兑现，进入双主业协同释放阶段。站在当前时点，公司历史沿革的投资含义在于：浙富控股已不再是单一水电设备公司，而是兼具危废资源化金属价格弹性、前后端一体化环保运营能力、核电及抽水蓄能装备技术壁垒的复合型绿色产业平台。

图1：浙富控股历史大事沿革



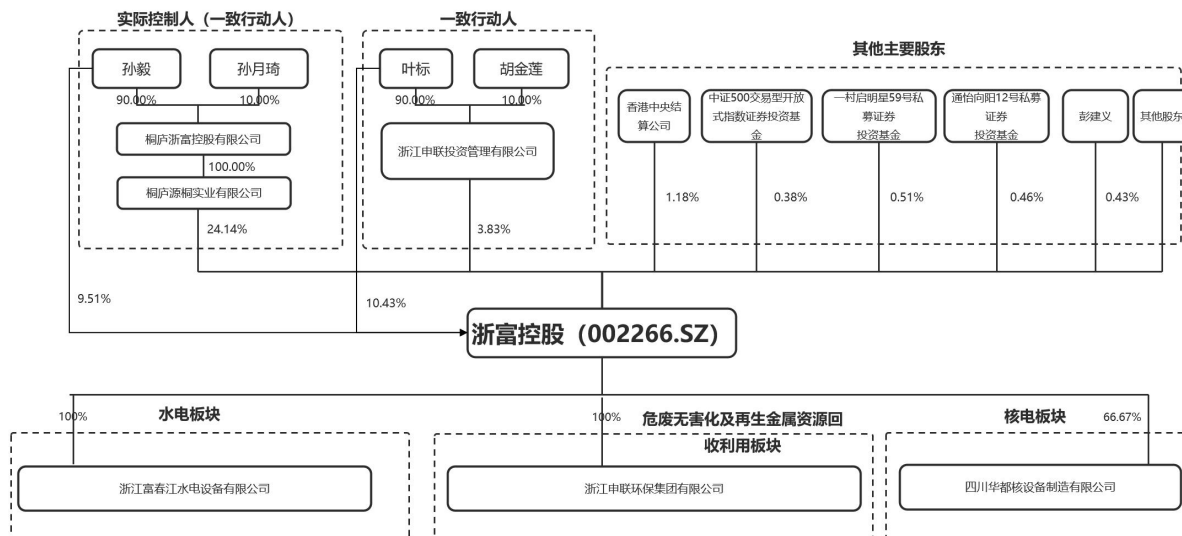
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：创始人控制权稳定+并购标的原股东深度绑定

从股权结构看，公司呈现出“创始人稳定控制、并购团队利益绑定、三大主业平台清晰”的治理特征。公司实际控制人孙毅及一致行动人通过桐庐源桐控股有限公司间接持有上市公司 24.14% 股权，同时孙毅直接持股 9.51%，合计构成公司控制权的核心基础，创始人对上市公司战略方向和治理结构具备较强影响力。另一方面，申联环保原股东方仍与上市公司保持深度绑定，其中叶标直接持股 10.43%，并通过浙江申联投资管理有限公司间接对应上市公司 3.83% 股权，体现出并购标的核心团队并未在并表后退出，而是继续保留较高权益敞口，有利于增强危废无害化及再生金属资源回收业务的经营稳定性与业绩兑现约束。

业务架构上，上市公司下设三大核心平台：以浙江富春江水电设备有限公司为主体的水电板块、以浙江申联环保集团有限公司为主体的危废无害化及再生金属资源回收利用板块，以及以四川华都核设备制造有限公司为主体的核电板块，且图中核心子公司均为上市公司直接控股或全资控制。整体来看，浙富控股的股权结构兼具“创始人控制权稳定”和“产业并购团队深度绑定”两重特征，一方面有利于公司在清洁能源装备与资源化回收双主业之间保持长期战略定力，另一方面也通过股权绑定降低并购整合后的代理成本，强化申联环保集团在金属价格弹性、危废资源化产能利用率提升等环节的业绩释放动力。

图2：浙富控股股权结构及各个业务板块架构（截至 2026 年 7 月 3 日）



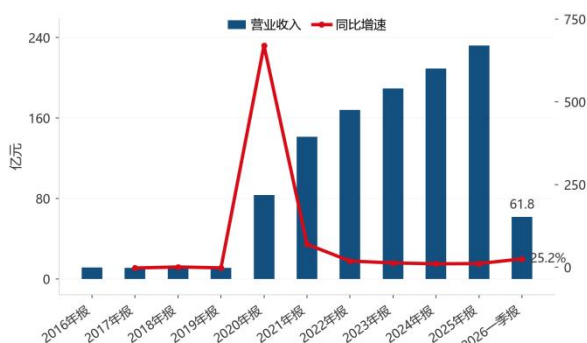
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入随资源化业务扩容，利润端受危废行业竞争、金属价格与套保等因素扰动

并购申联环保后，公司收入体量明显放大。上市初期，公司仍是一家典型的装备制造企业，收入体量在 10 亿元左右，归母净利体量在 1 亿元左右，显示单一清洁能源装备业务的规模天花板相对明显。但 2020 年申联环保并表后，公司体量迅速抬升：2020 年实现营业收入 83.43 亿元、归母净利润 13.62 亿元。

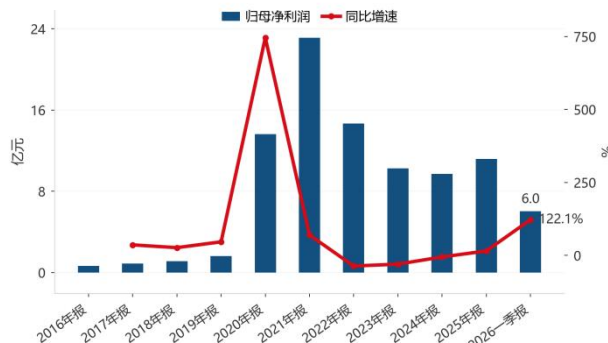
利润端并不简单跟随收入线性增长。2021-2025 年，公司营业收入由 141.53 亿元增长至 232.14 亿元，其中 2025 年实现营业收入 232.14 亿元，同比增长 11.01%；归母净利润由 2021 年 23.11 亿元回落至 2024 年 9.71 亿元后，于 2025 年恢复至 11.18 亿元，同比增长 15.06%。这一表现说明，公司收入端已经具备资源化大平台属性，但利润端并不简单跟随收入线性增长，受危废行业竞争、金属价格与套保等因素扰动。

图3：2016-2026Q1 浙富控股收入情况



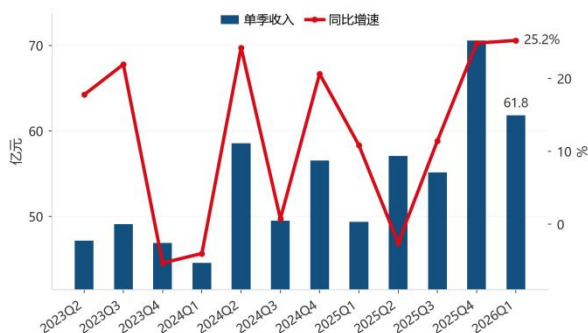
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2016-2026Q1 浙富控股归母净利润情况



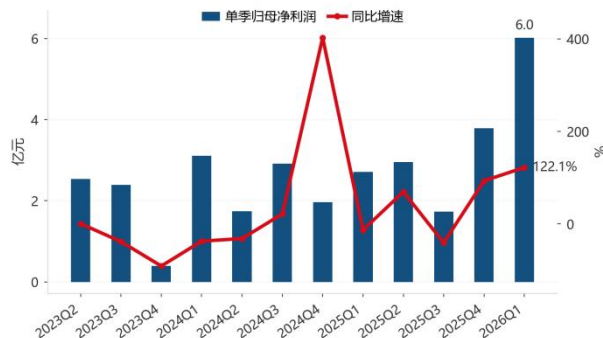
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2023Q2-2026Q1 浙富控股分季度营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2023Q2-2026Q1 浙富控股分季度归母净利润情况



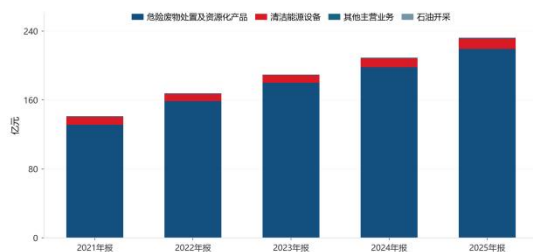
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从收入结构看，危废资源化已经是公司的绝对主体：

危废资源化：2021-2025 年公司危废资源化业务的收入分别为 131.2、158.6、180.0、197.9 和 219.3 亿元，占营业收入的比例稳定在 92%-95%区间。近 5 年该业务毛利率在 10%-20%区间波动，主要受危废资源化产品价格、采购成本、套保和加工回收效率等因素影响。

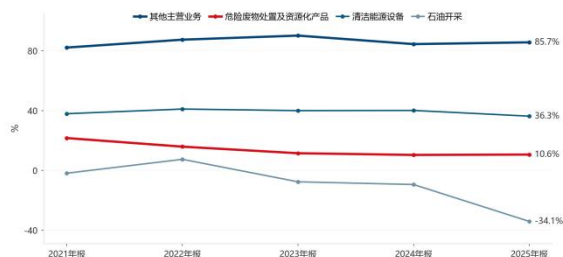
清洁能源装备：申联环保并表后，清洁能源装备业务占营业收入的比例大幅下降，近五年一直维持在 5%-6%左右。装备业务虽收入占比较低，但毛利率较高，近五年稳定在 35%-40%区间。

图7：2021 年-2025 年公司各板块收入占比情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2021 年-2025 年公司各板块毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近年来公司利润率先降后升。利润率层面，公司 2021 年利润率高点主要与并表后资源化业务放量、金属价格环境较好有关；2022-2024 年利润率回落，则与金属价格波动、存货及套保因素有关；2025 年随着金属价格上涨，公司的利润率同步开始修复。

费用率整体呈下降趋势。四费率由 9.70%降至 7.23%，累计下降 2.47 个百分点，主要受益于收入规模扩张带来的管理、销售费用摊薄，以及利息费用下降带来的财务费用率改善。分项看，销售费用率长期低于 0.3%，体现公司 B 端资源化金属销售和项目制装备业务销售费用负担较轻；管理费用率由 3.07%降至 2.52%，平台化管理成本被收入规模摊薄；研发费用率长期维持在 4%左右，是公司资源化工艺和水核装备技术投入的主要体现；财务费用率由 1.57%降至 0.28%，是期间费用率下行的重要来源。整体来看，公司费用端已具备一定经营杠杆，若资源化业务毛

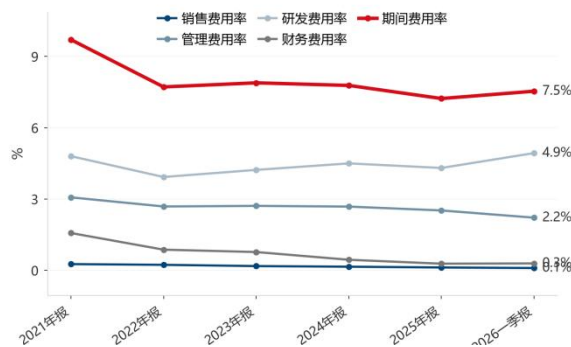
利率在金属价格上行和存货压力缓解下修复，费用率下降有望进一步放大利润弹性；但公司盈利核心仍取决于金属价格、原料成本、库存损益、套保效果和清洁能源装备订单兑现。

图9：2021年-2025年公司利润率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

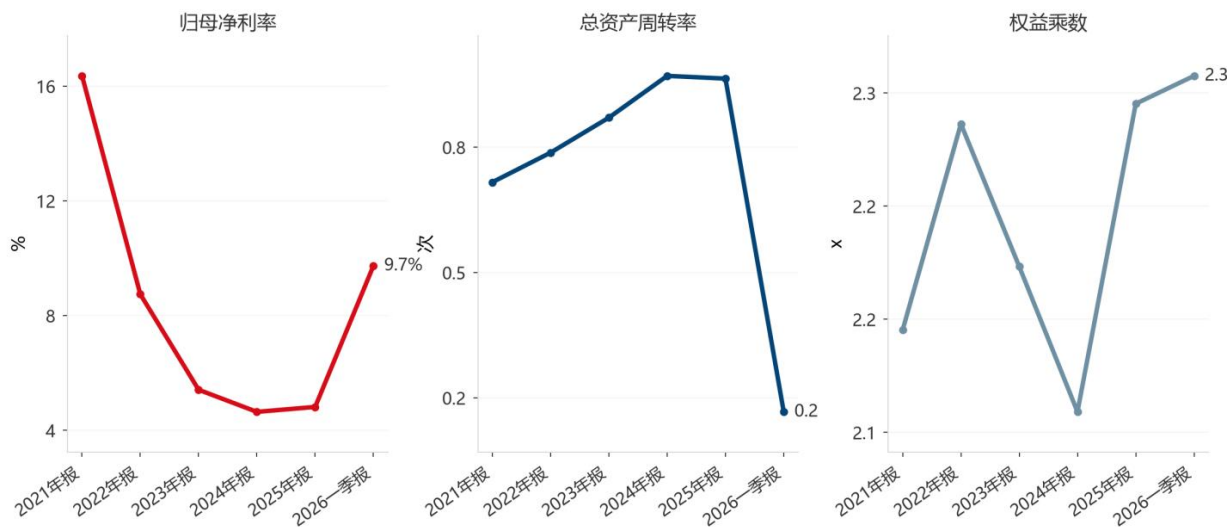
图10：2021年-2025年公司费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从杜邦分析看，浙富控股2021-2025年ROE变化的由“高净利率驱动”逐步切换为“低利润率下的周转和杠杆修复”。2021年公司加权ROE为26.56%，主要受益于申联环保并表后资源化业务利润释放，归母净利率达到16.33%，是当年高ROE的核心来源；2022-2024年，公司ROE分别回落至14.47%、9.54%、8.76%，主要并非收入端收缩，而是金属价格、原料成本、存货及套保等因素压低利润率，归母净利率由2021年的16.33%降至2024年的4.65%。同期公司收入由141.53亿元增长至209.12亿元，总资产周转率由0.68次提升至0.85次左右，说明资源化业务规模扩张后资产周转效率并未恶化，但周转改善不足以抵消利润率下行。2025年公司ROE回升至9.61%，归母净利率小幅修复至4.82%，总资产周转率维持在0.84次，权益乘数提升至2.30倍，体现出金属价格修复、资源化业务经营改善和资产负债表扩张共同推动盈利能力企稳。

图11：2021-2025公司ROE由“高净利率驱动”逐步切换为“低利润率下的周转和杠杆修复”



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

过去 5 年公司资产负债率整体维持在 50%-56% 区间。2021-2022 年公司的资产负债率由 52.34% 提升至 55.98%，主要系短期借款和长期借款增加，用于支持危废资源化业务扩张及营运资金需求；2023 年降至 49.81%，核心来自短期借款由 62.64 亿元降至 27.60 亿元，有息负债率同步由 2022 年的 33.91% 降至 21.75%，杠杆压力明显缓解；尽管此后公司的资产负债率又有所提升，但有息负债率已较 2022 年高点明显回落，财务杠杆风险较前期改善。

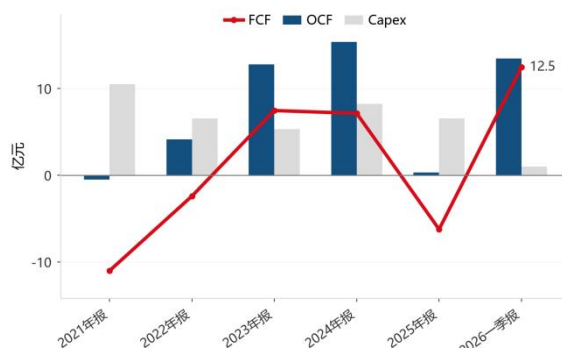
公司现金流主要受存货规模、应收账款、票据融资、套保保证金及金属价格波动等影响。2021 年公司经营活动现金流净额为 -0.51 亿元，CAPEX 为 10.51 亿元，自由现金流约 -11.02 亿元，主要处于申联环保并表后资源化业务扩张和存货、原料采购占用阶段；2022 年经营现金流转正至 4.14 亿元，但 CAPEX 仍有 6.55 亿元，自由现金流约 -2.40 亿元，现金流虽改善但仍不足以覆盖资本开支；2023-2024 年是现金流质量明显修复阶段，说明公司在收入扩张背景下回款、存货和套保保证金等营运资金管理阶段性改善；但 2025 年经营活动现金流大幅回落至 0.31 亿元，而 CAPEX 仍维持在 6.54 亿元，自由现金流再次降至 -6.23 亿元。2026Q1 浙富控股经营活动现金流明显修复，经营活动现金流净额由 2025Q1 的 -4.66 亿元转为 +13.49 亿元，同比改善约 18.15 亿元，改善幅度显著高于利润端变化，拆分来看，账期、存货下降和回款改善是重要原因。

图12：2021 年-2025 年公司资产负债率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：2021 年-2025 年公司 OCF、FCF 及 CAPEX 情况

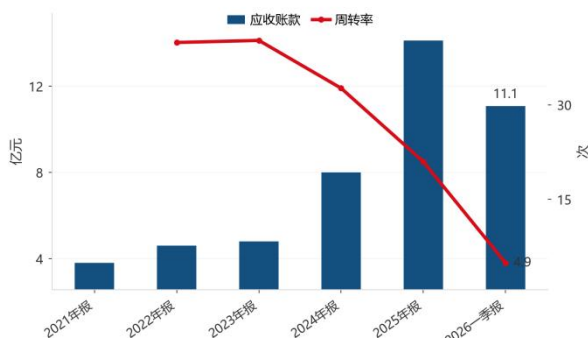


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司存货规模及占总资产比例较高，主要与危废资源化业务的经营模式以及金属价格波动有关。2024 年末公司存货账面价值 84.25 亿元，占总资产的 34.19%；2025 年末进一步增至 106.66 亿元，同比增长 26.6%，占总资产比例提升 4.30pct 至 38.49%。公司在年报中明确表示，2025 年存货增长主要系存货结存单价上升所致。公司存货价值受有色及贵金属价格影响较大，在铜、金等金属价格上涨阶段，即使实物库存量变化不大，单位结存价值上升亦会推升存货金额。公司通过期货套期保值对冲部分金属价格风险，以降低金属价格大幅波动对于库存价值及经营利润的影响。从最新财务数据来看，截至 2026 年一季度末，公司存货已由 2025 年末的 106.66 亿元下降至 97.46 亿元，环比下降 8.6%，占总资产比例回落至约 34.8%，较 2025 年末下降约 3.7pct，存货占用已有一定边际改善。

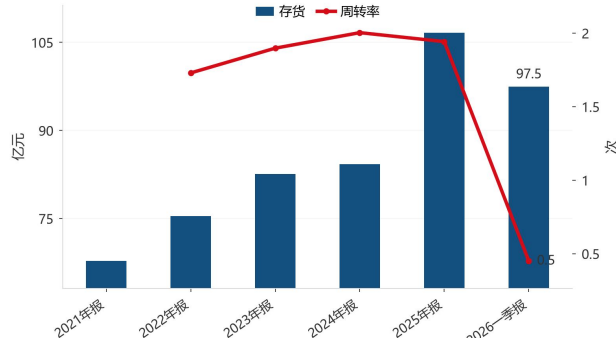
2025 年公司应收账款规模有所增长，2026Q1 改善。截至 2025 年末，公司应收账款账面价值为 14.13 亿元，同比增长 76.7%，占总资产比例由 2024 年末的 3.25% 提升至 5.10%，增幅明显快于同期营业收入 11.0% 的增速，公司解释主要系本期应收货款增加所致。截至 2026 年一季度末，公司应收账款账面价值已由 2025 年末的 14.13 亿元下降至 11.08 亿元，环比下降约 21.6%，显示前期应收货款正逐步回收。

图14: 2021 年-2025 年公司应收账款及其周转率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 2021 年-2025 年公司存货及其周转率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

危废资源化：并购申联环保切入再生金属，资源化属性打开盈利弹性

商业模式：环保合规处置为基础，资源化回收贡献盈利弹性

根据《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》，具有以下两种情形的固（液）体废物将纳入国家危险废物名录：1）具有毒性、腐蚀性、易燃性、反应性或者感染性一种或者几种危险特性；2）不排除具有危险特性，可能对生态环境或者人体健康造成有害影响，需要按照危险废物进行管理。

《国家危险废物名录（2025 年版）》共纳入 470 种危险废物，较 2021 年版净增加 3 种，整体调整幅度较小，但进一步强化危废分类的精准化和全过程规范管理。其中新增 4 类锡冶炼 HW48 危险废物，扩大了有色金属冶炼危废的规范管理范围；同时取消铝灰渣及二次铝灰回收金属铝的利用豁免，推动相关资源化活动由豁免管理转向持证经营，有利于提升危废资源化行业准入门槛和规范化程度。另一方面，新版通过新增注释明确动植物油脂、部分医药品、钛白颜料等不属于相关危险废物范围，体现政策从单纯扩大监管向精准识别、分类管理转变。

表1: 部分《国家危险废物名录（2025 年版）》中的主要金属类危险废物

废物类别	行业来源	废物代码	危险废物
HW22 含铜废物	玻璃制造	304-001-22	使用硫酸铜进行敷金属法镀铜产生的废槽液、槽渣和废水处理污泥
	电子元件及电子专用材料制造	398-004-22	线路板生产过程中产生的废蚀铜液
	电子元件及电子专用材料制造	398-005-22	使用酸进行铜氧化处理产生的废液和废水处理污泥
	电子元件及电子专用材料制造	398-051-22	铜板蚀刻过程中产生的废蚀刻液和废水处理污泥
HW23 含锌废物	金属表面处理及热处理加工	336-103-23	热镀锌过程中产生的废助镀液（溶）剂和集（除）尘装置收集的粉尘
	电池制造	384-001-23	碱性锌锰电池、锌氧化银电池、锌空气电池生产过程中产生的废锌浆
	炼钢	312-001-23	废钢电炉炼钢过程中集（除）尘装置收集的粉尘和废水处理污泥
HW27 含锡废物	非特定行业	900-021-23	使用氢氧化钠、锌粉进行贵金属沉淀过程中产生的废液和废水处理污泥
	基础化学原料制造	261-046-27	锡金属及粗氧化锡生产过程中产生的熔渣和集（除）尘装置收集的粉尘
HW31 含铅废物	基础化学原料制造	261-048-27	氧化锡生产过程中产生的熔渣
	玻璃制造	304-002-31	使用铅盐和铅氧化物进行显像管玻璃熔炼过程中产生的废渣

表1: 部分《国家危险废物名录（2025 年版）》中的主要金属类危险废物

废物类别	行业来源	废物代码	危险废物
HW46 含镍废物	电子元件及电子专用材料制造	398-052-31	线路板制造过程中电镀铅锡合金产生的废液
	电池制造	384-004-31	铅蓄电池生产过程中产生的废渣、集（除）尘装置收集的粉尘和废水处理污泥
	工艺美术及礼仪用品制造	243-001-31	使用铅箔进行烤钵试金法工艺产生的废烤钵
	非特定行业	900-052-31	废铅蓄电池及废铅蓄电池拆解过程中产生的废铅板、废铅膏和酸液
	非特定行业	900-025-31	使用硬脂酸铅进行抗黏涂层过程中产生的废物
	基础化学原料制造	261-087-46	镍化合物生产过程中产生的反应残余物及不合格、淘汰、废弃的产品
	电池制造	384-005-46	镍氢电池生产过程中产生的废渣和废水处理污泥
	非特定行业	900-037-46	废弃的镍催化剂
	常用有色金属冶炼	321-002-48	铜火法冶炼过程中烟气处理集（除）尘装置收集的粉尘
	常用有色金属冶炼	321-031-48	铜火法冶炼烟气净化产生的酸泥（铅滤饼）
	常用有色金属冶炼	321-008-48	铅锌冶炼过程中，锌浸出液净化产生的净化渣，包括除铜、镉、镉、钴、镍等杂质过程中产生的废渣
	常用有色金属冶炼	321-013-48	铅锌冶炼过程中，提取金、银、铋、镉、钴、铟、锗、铊、碲等金属过程中产生的废渣
	常用有色金属冶炼	321-019-48	铅锌冶炼过程中，铅电解产生的阳极泥及阳极泥处理后产生的含铅废渣和废水处理污泥
	常用有色金属冶炼	321-021-48	铅锌冶炼过程中，锌焙烧矿热酸浸出黄钾铁矾法、热酸浸出针铁矿法产生的铅银渣
	常用有色金属冶炼	321-024-48	电解铝液转移、精炼、合金化、铸造过程产生的铝灰渣，以及回收铝过程产生的盐渣和二次铝灰
	常用有色金属冶炼	321-026-48	再生铝和铝材加工过程中产生的铝灰渣，及其回收铝过程产生的盐渣和二次铝灰
	常用有色金属冶炼	321-027-48	铜再生过程中集（除）尘装置收集的粉尘和湿法除尘产生的废水处理污泥
	常用有色金属冶炼	321-028-48	锌再生过程中集（除）尘装置收集的粉尘和湿法除尘产生的废水处理污泥
HW48 有色金属采选和冶炼废物	常用有色金属冶炼	321-029-48	铅再生过程中集（除）尘装置收集的粉尘和湿法除尘产生的废水处理污泥
	常用有色金属冶炼	321-035-48	锡火法冶炼过程中烟气处理集（除）尘装置收集的粉尘【2025 版新增】
	常用有色金属冶炼	321-036-48	锡火法冶炼烟气净化产生的酸泥【2025 版新增】

资料来源：生态环境部，国信证券经济研究所整理

危废的产量与经济周期和工业景气度密切相关。2000 年以来，中国危险废物产生量经历了从低位起步到快速增长、再到增速放缓的显著变化，总体呈现持续上升态势。根据国家统计局数据，全国危废产生量从 2000 年的 830 万吨增长至 2024 年的 11,960.05 万吨，二十余年增长超过 13 倍。**这一变化历程大致可分为以下几个阶段：**

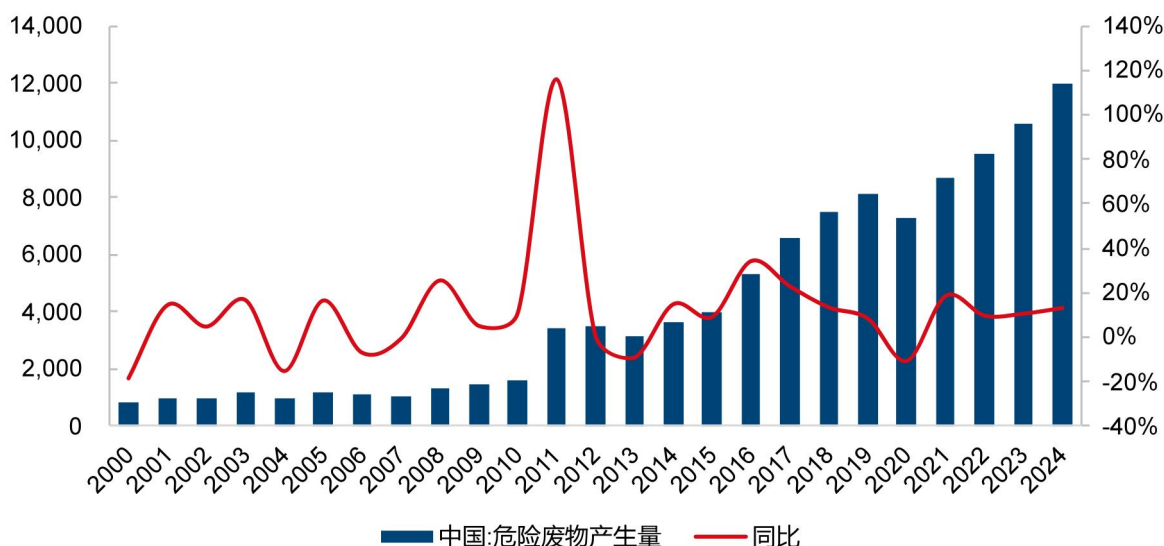
第一阶段（2000—2010 年）：平稳增长期。这一阶段危废产生量从 830 万吨增至 1,587 万吨，年均增量相对有限。2003 年非典疫情暴露了医疗废物处置能力的短板，推动了危废处置基础设施建设；2008 年《国家危险废物名录》的发布则初步规范了危废管理体系。但总体而言，这一时期危废统计与管理体系尚不完善，产废企业自行上报的数据可能存在较大漏报。

第二阶段（2011—2013 年）：统计口径调整带来的数据跳升。2011 年是危废统计数据的一个关键转折点——申报口径从此前“一年产生危废 10 千克以上”调整为“1 千克以上”即纳入统计。受此影响，危废产生量从 2010 年的 1,587 万吨骤增至 2011 年的 3,431 万吨，增幅高达 115.7%。此后 2012 年、2013 年分别维持在 3,465 万吨和 3,157 万吨左右，数据跳升更多反映的是统计覆盖面的扩大，而非实际产废量的同比比例暴涨。

第三阶段（2014—2019 年）：爆发式增长期。这一时期危废产生量从 3,634 万吨迅速攀升至 6,581 万吨，呈现明显的加速态势。2013 年“两高”发布《关于办理环境污染刑事案件适用法律若干问题的解释》，明确非法排放危险废物 3 吨以上即可追究刑事责任，从司法层面大幅提升了危废监管的震慑力。2016 年修订的《国家危险废物名录》将危废类别由 49 大类 400 种调整为 46 大类 479 种，进一步细化了管理范畴。在执法趋严、标准提高的背景下，此前未纳入统计或非法处置的危废被逐步“显形”，推动统计产生量持续攀升。

第四阶段（2020—2024 年）：中低速增长期。2019 年后，危废产生量增速明显放缓，进入中低速增长阶段。2020 年受新冠疫情影响，工厂开工率普遍降低，危废产生量从 2019 年的 8,126 万吨微降至 7,282 万吨。2021 年恢复至 8,654 万吨后，2022 年、2023 年、2024 年分别达到 9,515 万吨、10,547 万吨和 11,960 万吨。这一阶段增速放缓，一方面是因为监管体系日趋完善、非法处置空间被大幅压缩后统计增量自然回落；另一方面也与中国经济从高速增长转向高质量发展的大背景密切相关。

图16: 2000—2024 中国危险废弃物产生量及同比情况（单位：万吨）



资料来源：生态环境部，Wind，国信证券经济研究所整理

危废处置主要有无害化与资源化两种模式。无害化模式主要面向资源价值较低的危废及有机危废、工业废液等，公司向产废企业收取处理费，收入主要由危废处理量和处置单价决定，而成本以人工、能源、药剂、折旧等处置成本为主，其中固定及半固定成本占比较高，因此产能利用率提升能够有效摊薄单位成本，盈利具有较强的规模效应。资源化模式则主要面向铜、金、银、镍、锡等有色金属含量较高的危险废物及一般工业固废，此类物料本身具有经济价值，公司通常需要按照金属市场价格及废料中的金属含量支付采购款，而非依靠收取固定危废处理费盈利；随后通过配伍、熔炼、富集及精炼等工艺回收有色金属，并通过再生金属销售实现收入，因此盈利本质为“再生金属销售价值—废料采购成本—加工成本”的资源化价差。

表2: 危废无害化处置与危废资源化利用商业模式对比

	无害化处置	资源化利用
废料经济属性	负价值/低资源价值危废	正价值的含金属废料

表2: 危废无害化处置与危废资源化利用商业模式对比

	无害化处置	资源化利用
获取原料	产废方付费给公司	公司付费采购或免费取得
核心收入	危废处理费	再生金属销售收入
核心成本	人工、能源、药剂、折旧等	废料采购成本+能源、人工、药剂、折旧等
盈利公式	处理费—处置成本	金属销售收入—废料采购及加工成本
核心变量	处理量、处理费、利用率	金属价格、采购价、品位、回收率
金属涨价敏感度	较低	较高
经营属性	环保运营属性	再生资源/资源品加工属性
主要壁垒	牌照、区位、产能利用率	原料渠道+配伍能力+回收技术+规模

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

金属资源化产品定价具有较强的市场化属性，产品价格主要随对应金属公开市场价格波动。从同行业可比公司公开披露的定价模式来看，阴极铜、冰铜、粗银、金锭等金属资源化产品销售价格通常参考国内外交易所的金属现货及期货价格进行定价，市场价格透明度较高。具体来看，对于标准化程度较高的再生金属产品，销售价格通常以对应金属市场价格为基础，根据合同约定的计价期，并结合产品品位、升贴水、运输等因素确定最终结算价格；对于含多种金属的非标准化中间产品，其价值则主要取决于可回收金属含量、对应金属市场价格、综合回收率以及加工处理成本。因此，在金属价格上涨阶段，公司资源化产品售价通常同步提升，但上游含金属危废及再生原料的采购价格亦会随其中有价金属价值变化而调整。

并购复盘：收购危废资产完成业务跃迁，双主业格局成型

2019 年启动重大资产重组，并购申联环保成为公司发展历程的重要转折点。浙富控股早期以水电设备等清洁能源装备制造业务为主，在国内大型水电项目开发逐步趋于成熟、传统装备业务成长空间受到一定制约的背景下，公司积极寻求第二增长曲线。2019 年，公司启动重大资产重组，拟将申联环保集团有限公司（以下简称“申联环保”）等危废资源化资产整体注入上市公司，由此正式进入危险废物无害化处置及资源化利用领域。此次交易完成后，公司主营业务由以水电、核电等清洁能源装备制造为主，转变为“危废资源化+清洁能源装备”双主业协同发展的业务格局。

交易兼具实控人体系内资产注入与外部股权收购属性，申联环保实现整体证券化。重组前，申联环保由桐庐源桐、叶标、沅石恒达、申联投资、胡金莲及沅能投资等股东持有，其中桐庐源桐持股 40.57%，由浙富控股实际控制人孙毅控制。因此，本次交易并非单纯意义上的外部跨界并购，而是兼具实际控制体系内环保资产注入及其实控人体系内股权收购的重大资产重组。通过此次交易，申联环保危废资源化业务整体进入上市公司平台，原有产业股东亦通过换股方式成为上市公司股东，实现上市公司、实际控制人与标的公司经营团队之间的利益深度绑定。

总交易对价约 145 亿元，通过“发行股份+现金收购”取得申联环保及申能环保全部权益。根据最终交易方案，浙富控股通过发行股份方式购买桐庐源桐、叶标等 6 名交易对方合计持有的申联环保 100%股权，交易作价 129.20 亿元，对应发行股份约 33.91 亿股，发行价格约 3.81 元/股。同时，公司以现金 15.84 亿元收购胡显春持有的申能环保 40%股权。由于申联环保此前已持有申能环保 60%股权，交易完成后上市公司实现对申联环保 100%股权及申能环保 100%权益的控制，本次重组整体交易对价合计约 145.04 亿元。

表3: 公司重大资产重组交易对价

交易对方	申联环保持股	交易对价	获得浙富股份
桐庐源桐	40.57%	52.41 亿元	13.76 亿股
叶标	27.83%	35.95 亿元	9.44 亿股
泮石恒达	18.80%	24.29 亿元	6.38 亿股
申联投资	6.18%	7.99 亿元	2.10 亿股
胡金莲	5.57%	7.19 亿元	1.89 亿股
泮能投资	1.06%	1.36 亿元	0.36 亿股
合计	100%	129.20 亿元	33.91 亿股

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

重组同步优化股权结构, 实际控制人控制权增强, 原申联环保经营团队与上市公司深度绑定。由于实际控制人孙毅控制的桐庐源桐以其持有的申联环保股权参与换股, 重组完成后, 孙毅及其一致行动人对上市公司的持股比例由交易前约 22.45% 提升至 33.89%, 实际控制权得到进一步巩固。同时, 申联环保原主要股东叶标等通过股份对价获得大量上市公司股份, 由标的公司股东转变为上市公司重要股东。由此, 本次并购在完成产业整合的同时, 实现了“实际控制人控制权强化+标的公司原股东利益绑定”, 为后续危废资源化业务持续经营奠定了较为稳定的股权基础。

高估值对应高成长预期, 交易设置较高业绩承诺强化利益约束。截至评估基准日, 申联环保合并口径归母净资产约 35.36 亿元, 最终交易评估值达到 129.20 亿元, 评估增值率约 265%; 申能环保 100% 股权评估值约 39.59 亿元, 较其归母净资产的评估增值率超过 350%。交易定价采用收益法评估结果作为主要依据, 本质上反映了市场对危废资源化业务产能释放及未来盈利增长的较高预期。为保障上市公司利益, 交易同步设置 2019—2022 年度业绩承诺, 其中申联环保四年累计承诺实现扣非归母净利润 50.84 亿元。

申联环保四年累计业绩承诺完成率 96.3%, 整体兑现程度较高, 2022 年经营承压导致最终小幅未达标。2019—2022 年, 申联环保累计实现扣非归母净利润 48.96 亿元, 对应累计业绩承诺 50.84 亿元, 累计完成率约 96.30%。其中, 2022 年实现扣非归母净利润约 12.15 亿元, 低于当年 16.96 亿元的业绩承诺, 成为累计业绩未完全达标的主要原因。公司披露, 2022 年受上游工业企业开工及产废量下降影响, 危废收料量受到一定制约, 部分新增产能爬坡不及预期; 与此同时, 大宗金属价格波动对资源化产品盈利水平造成一定影响, 使得当年业绩出现阶段性承压。

业绩补偿机制最终落地, 1.26 亿股股份完成回购注销。根据重组业绩补偿安排, 因申联环保累计实际利润低于累计承诺利润, 桐庐源桐、叶标、申联投资及胡金莲等业绩承诺方最终合计补偿上市公司约 1.26 亿股股份, 并返还相关现金分红约 1,633 万元。2023 年 6 月, 公司以总价 1 元完成上述补偿股份回购注销, 至此本次重大资产重组对应的 2019—2022 年度业绩承诺及补偿事项基本完成收尾。相比之下, 申能环保 2019—2022 年累计实现扣非归母净利润 17.61 亿元, 高于 17.14 亿元的累计承诺利润, 累计完成率达到 102.74%。

表4: 公司重大资产重组重要时间表

时间	事件	意义
2019 年 3 月 25 日	董事会审议重大资产重组相关事项	重组正式启动
2019 年 9 月 8 日	董事会再次审议交易方案	重组方案进一步明确
2019 年 9 月 19 日	董事会继续审议完善方案	最终方案逐步落地
2019 年 10 月 8 日	临时股东大会通过	完成上市公司内部审批

表4: 公司重大资产重组重要时间表

时间	事件	意义
2020年1月	获证监会证监许可〔2020〕157号批复	监管审批完成
2020年4月7日	净沅环保60%股权完成交割	配套解决环保业务相关资产问题
2020年6月2日	申联环保100%、中能环保40%完成工商变更	标的资产正式完成交割
2020年6月12日	重组新增股份上市	交易基本实施完毕
2023年6月1日	业绩补偿股份完成回购注销	业绩承诺最终收尾

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 并购申联环保是浙富控股历史上最重要的战略转折之一, 奠定当前“资源化金属回收+清洁能源装备”双轮驱动的发展基础。一方面, 公司通过重组快速切入危废资源化行业, 并取得覆盖危废收集、处置、资源化利用及再生金属生产的产业平台, 显著扩大资产及盈利规模; 另一方面, 原有水电、核电装备业务得以继续保留, 公司形成兼具资源周期属性与能源装备成长属性的业务组合。当前随着铜、金、银等金属价格中枢抬升以及核电、水电装备景气度改善, 公司两大主业均具备一定盈利弹性, 并购申联环保所形成的双主业结构正成为公司价值重估的重要基础。

竞争优势: 危废前后端一体化且全产业链布局

浙富控股目前已发展为国内稀缺的危废前后端一体化且全产业链布局的企业。公司全资子公司申联环保集团已拥有危险废物“收集-贮存-无害化处理-资源深加工”前后端一体化的全产业链技术和设施。在浙江杭州、浙江金华、江苏泰州、安徽马鞍山、江西抚州、辽宁大连、湖南郴州等地筹建了大型危险废物处理基地, 危废处置产能为178万吨/年, 涵盖35大类危险废物。具体为通过物理、化学等手段对上游产废企业产生的危险废物及其他固废进行无害化处理, 同时, 在处理过程中, 富集和回收铜、金、银、钨、锡、镍、铅、锌、锑等各类金属资源。申联环保集团采用行业领先的工艺技术和先进装备, 实现了危险废物的无害化处理及资源高效回收, 真正做到“消除危害、变废为宝”; 申联环保集团采用一体化、规模化的发展模式, 针对不同类别的危险废物, 采用不同技术和工艺进行无害化处理并实现资源化利用, 实现了各类危废及一般固废的“量体裁衣、物尽其用、变废为宝”, 有效降低了危废处理的综合成本, 提升了环境效益和整体经济效益。

表5: 公司主要危废处理产能情况

项目主体	所在地	前端危废/固废处理能力
中能环保	浙江省杭州市富阳区	40万吨/年
兰溪自立	浙江省金华市兰溪市	32万吨/年
江苏杭富	江苏省泰州市泰兴市	40万吨/年无机危废+20万吨/年有机危废+17万吨/年工业废液, 合计项目规模77万吨/年
江西自立	江西省抚州市	23万吨/年
安徽杭富	安徽省马鞍山市	10万吨/年工业废物资源化利用及无害化处置

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司危废业务前后端一体化的全产业链布局情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2021-2025 年整体产销率基本围绕 100%波动, 产品销售总体顺畅。公司吨类再生金属销量由 2021 年的 15.72 万吨增长至 2025 年的 22.17 万吨, 业务规模持续扩张, 铜、镍、锡、锌、铅等吨类金属产销率多数围绕 100%波动, 表明产品销售总体顺畅。其中, 铜销量由 2021 年的 13.06 万吨增至 2025 年的 18.39 万吨, 是公司再生金属业务规模扩张的主要支撑; 镍销量持续增长, 而锡、锌、铅销量存在一定年度波动。贵金属方面, 2025 年公司销售金 4077.86 千克、银 122.51 吨、钯 2587.38 千克, 产销率分别为 99.61%、100.72%和 107.43%。其中银销量延续增长, 而金、钯销量同比下降, 钯产销率超过 100%, 主要体现当期销售量超过生产量及前期库存消化。

表6: 浙富控股主要吨类再生金属销量及产销率

年份	铜 (吨)	镍 (吨)	锡 (吨)	锌 (吨)	铅 (吨)
2021	130,626.98 / 101.81%	2,669.58 / 95.24%	6,277.19 / 101.16%	10,743.73 / 99.67%	6,231.91 / 99.94%
2022	152,904.90 / 97.70%	4,031.76 / 102.84%	5,295.17 / 101.71%	14,494.85 / 99.98%	6,638.51 / 100.52%
2023	179,916.98 / 100.49%	5,171.70 / 100.62%	7,605.41 / 97.34%	17,498.26 / 97.26%	6,850.83 / 98.60%
2024	183,420.28 / 101.04%	6,460.00 / 99.30%	5,436.85 / 104.23%	17,161.23 / 97.28%	5,949.80 / 102.37%
2025	183,860.13 / 99.27%	7,489.82 / 101.07%	5,326.21 / 100.29%	17,644.44 / 99.97%	6,800.81 / 99.80%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

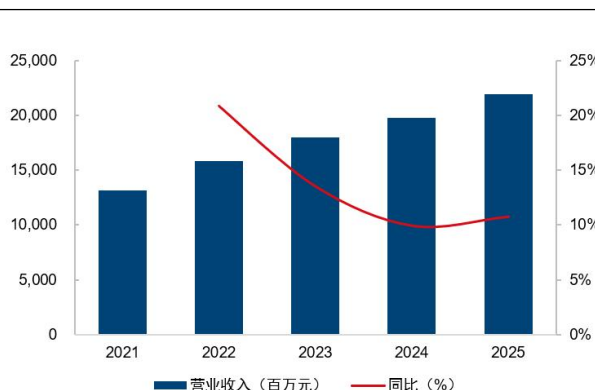
表7: 浙富控股贵金属及稀贵金属销量及产销率

年份	金 (克)	银 (千克)	钯 (克)	铂 (克)	铑 (克)	钨 (克)	钼 (克)
2021	3,904,521.78 / 102.29%	103,312.20 / 99.02%	1,997,414.74 / 95.97%				
2022	4,528,906.43 / 101.24%	100,859.48 / 96.57%	3,445,087.47 / 94.26%	1,207,706.76 / 113.89%			
2023	4,510,128.12 / 96.01%	110,117.09 / 95.81%	3,867,576.17 / 101.35%	1,627,511.21 / 89.36%	61,421.31	75,298.41	9,382.39
2024	4,969,338.97 / 102.89%	113,775.26 / 105.62%	3,610,928.08 / 101.24%	2,358,445.37 / 113.09%	51,179.93 / 100.00%	25,383.99 / 100.00%	10,798.83 / 100.00%
2025	4,077,858.29 / 99.61%	122,511.03 / 100.72%	2,587,384.92 / 107.43%	1,296,937.24 / 100.01%	79,821.09 / 100.00%	34,654.83 / 100.00%	31,530.25 / 100.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

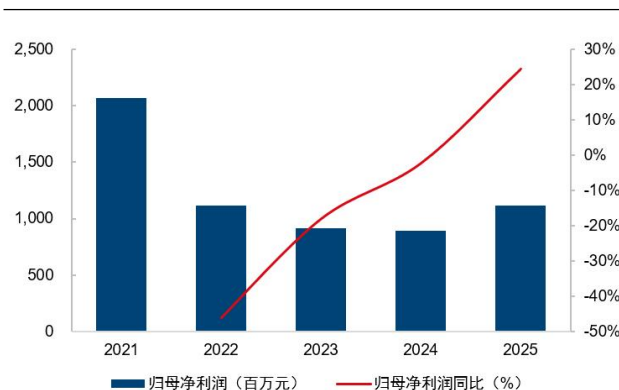
收入稳健增长, 利润受多因素影响。2021—2025 年申联环保营业收入由 131.25 亿元增至 219.26 亿元, 年均复合增速约 13.7%, 其中 2025 年收入同比增长 10.7%, 业务规模继续扩大; 但净利润由 2021 年的 20.66 亿元降至 2024 年的 8.94 亿元, 净利率亦由 15.7% 降至 4.5%, 反映 2022 年以来废料采购成本、金属价格波动、库存及套保损益等因素压缩资源化价差, 收入增长更多体现再生金属销量和价格规模, 而非单位盈利同步提升。2025 年盈利能力出现边际修复, 净利润同比增长 24.5% 至 11.13 亿元, 表明金属价格环境、库存损益及内部经营效率有所改善, 但盈利水平仍明显低于 2021 年高点。整体来看, 申联环保已经实现较为稳定的收入扩张, 后续利润弹性的关键不在单纯放量, 而在废料采购折价、金属回收率、库存周期及套保管理共同推动单位资源化价差修复。

图18: 2021 年-2025 年申联环保营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

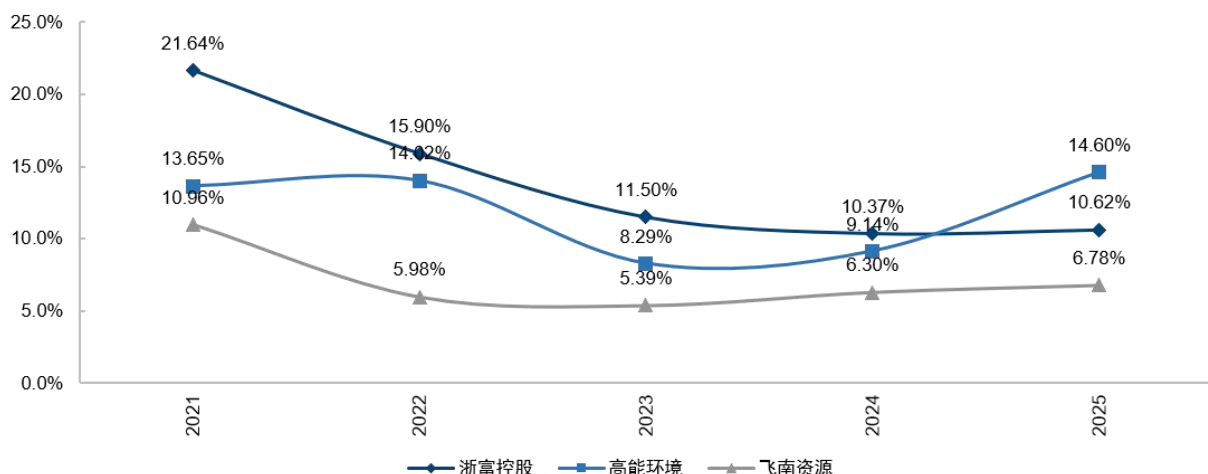
图19: 2021 年-2025 年申联环保净利润情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率中枢领先，体现全流程资源化与多金属回收能力。浙富控股危废资源化业务毛利率虽然受金属价格、原料采购成本及行业竞争加剧影响阶段性回落，但整体仍处于可比公司较高水平，并显著高于低毛利同行，反映其竞争优势并非单纯依赖金属价格上涨，而是来自规模化原料获取、复杂危废配伍处理、全流程冶炼以及多金属综合回收能力。公司能够从含铜、金、银及铂族金属等不同危废原料中实现多品种协同回收，有助于提升单位危废产值并分散单一金属价格波动；同时，较大的处理规模和完善的项目布局也有利于摊薄环保、能源及人工等固定成本，从而增强成本控制和跨周期盈利能力。

图20：2021-2025 年浙富控股、高能环境及飞南资源危废资源化业务毛利率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

清洁能源装备：水电装备积淀深厚，核电装备打开第二成长曲线

水电装备：以传统水电设备起家，技术边界由中小型机组延伸至大型水电和抽水蓄能

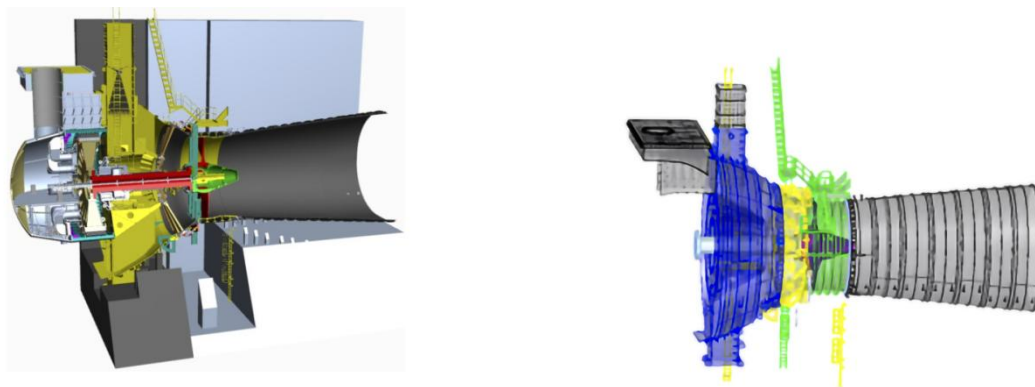
浙富水电是中国三大水电设备制造企业之一。公司子公司浙富水电秉承 50 多年水电研发与制造领域所积累的先进技术和经验，所研发生产的产品主要技术指标达到国际先进水平，已经成为中国最大的民营水电设备制造商及水电开发一体化服务供应商，也是中国三大水电设备制造企业之一、中国水电机组装备制造业排头兵企业。浙富水电具备常规水轮发电机组及抽水蓄能机组研发、设计、制造和技术创新的能力，向全球用户提供各种机型及不同容量等级的常规水轮发电机组、潮汐发电机组、抽水蓄能机组、泵类产品。

水电设备装备研发制造能力达到世界一流水平。公司具有年生产大、中型水轮发电机组总容量达 4500MW 的能力。公司拥有大型数控加工中心和专用设备 100 余台，工厂的最大起吊能力达到 400 吨，装配平台面积达 3018 平方米，厂房、设备按照生产制造单机容量 80 万千瓦的机组配置，从装备、制造能力角度达到世界一流水平。浙富水电公司拥有一支经验丰富的专业技术团队，建有完备的研究开发和科技创新体系。设水力机械研究所、计算中心（CAEC）、绝缘开发中心（国

家认可实验室）三个核心技术开发中心及博士后工作站（试点）。公司已具备水电产品的领先制造能力和先进的生产工艺，得到业主单位以及同行的高度认可，在同业竞争中有较大的优势。公司同时具备大中型水轮发电机组的先进的制造设备和领先制造技术，多年来得到客户的较高评价，在行业竞争中具有明显的优势。

2010 年前后，公司开始从一般水电设备供应商向大型、复杂水电机组制造商升级。2010 年，公司绝缘试验中心获得中国合格评定国家认可委员会认可，并完成韩国始华湖潮汐电站 26MW 灯泡贯流式机组研制；2013 年，公司大型水轮发电机组筒形阀技术通过鉴定，自主建设的水力机械试验台投入使用，水力设计、模型试验和发电机绝缘等核心能力逐步完善。

图21：公司灯泡贯流式机组示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2016—2019 年，公司通过国内外大型项目和技术并购，进一步补足高水头、超高水头机组能力。公司先后参与喀麦隆曼维莱、江西龙头山等水电项目；2017 年收购挪威 Rainpower，获得高水头及超高水头水轮发电机组的研发制造能力；2019 年，公司负责机电设备 EPC 总承包的老挝谢潘水电站首台机投运，该项目采用超高水头混流式机组，体现公司从单一设备制造向高端机组及机电总承包延伸。

图22：江西赣江龙头山水利枢纽灯泡贯流式机组实景图



灯泡贯流式机组

江西赣江龙头山水利枢纽

图23：老挝谢潘水电站混流式机组实景图



混流式机组

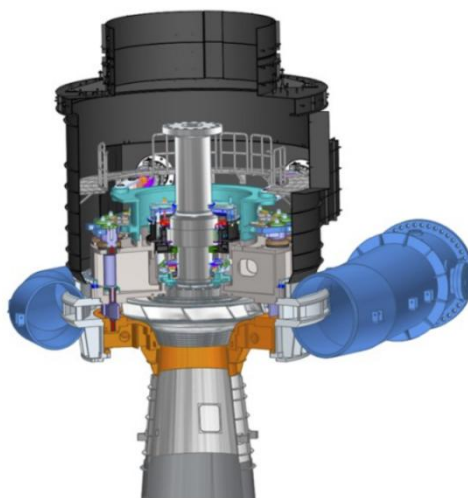
老挝谢潘水电站

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2022 年以来，公司水电业务由常规水电进一步切入抽水蓄能。公司自主研发的抽水蓄能机组技术于 2022 年通过中国水力发电工程学会评审，标志着公司正式进入大型抽水蓄能装备领域。目前公司已形成覆盖约 70—750 米水头段的抽水蓄能技术体系，并从技术评审逐步进入松阳、紧水滩等具体项目的制造和交付阶段。2025 年 12 月 9 日，公司自主研发、设计并制造的浙江松阳抽水蓄能电站首台机组座环蜗壳，在安装间完成试吊检查后顺利吊装就位。重达 211 吨的部件以平稳缓慢的姿态精准落位机坑设计位置，这一关键节点的达成，标志着项目建设正式迈入攻坚阶段，为后续机组安装工程推进及首台机组按期发电筑牢了坚实基础。

图 24：公司抽水蓄能机组水泵水轮机效果图



水泵水轮机效果图

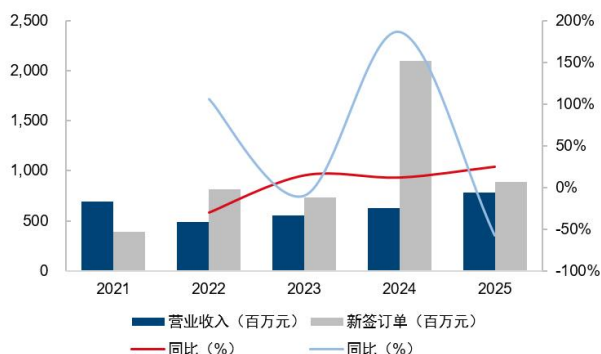
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

我们认为公司水电业务的历史并不是传统水电装备产能的简单延续，而是持续沿着“机组大型化—水头提升—国际化—抽水蓄能”升级。其竞争壁垒来自长期积累的水力设计、模型试验、发电机绝缘、重大项目交付和大型非标设备制造能力。

订单端呈现较强的项目制波动，2024 年的大额订单为后续收入增长提供了一定支撑。公司水电业务新签订单由 2021 年的 3.94 亿元增至 2022 年的 8.12 亿元，2023 年小幅回落至 7.32 亿元，2024 年大幅增长 186.9%至 21.00 亿元，主要反映大型水电及抽水蓄能项目集中落地；2025 年新签订单同比下降 57.6%至 8.91 亿元，虽较 2024 年高基数明显回落，但仍高于 2021 年水平。考虑到水电装备从签订合同到设计、制造、交付及收入确认通常存在较长周期，2025 年收入增长较快，主要受 2024 年高额新签订单逐步转化驱动。

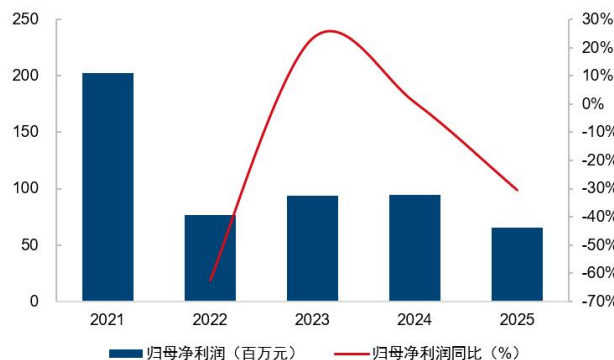
收入利润受交付节奏与结构影响。2022 年浙富水电受项目交付节奏影响，营业收入同比下降 29.7%至 4.85 亿元；2023—2025 年收入连续恢复，分别同比增长 14.8%、12.2%和 25.1%，2025 年达到 7.81 亿元，已超过 2021 年水平，反映前期订单逐步进入生产交付和收入确认阶段。但收入扩张并未同步带动利润增长，主要由于水电装备具有非标定制、项目周期较长的特征，不同年度利润率容易受到交付项目结构、原材料和外协成本、履约进度及成本结算节奏影响。

图25: 2021 年-2025 年浙富水电收入及订单情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 2021-2025 年浙富水电净利润情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

核电装备：并购华都切入三代核电，逐步向第四代核电和聚变装备延伸

公司核电装备目前可分为两大主体。四川华都核设备制造有限公司成立于 2008 年 4 月，公司致力于专业研究、制造核反应堆控制棒驱动机构（CRDM）等民用核安全机械设备、核辅助系统设备、核电专用操作及维保工具、核燃料制造设备、三废处理/转运设备及专用机电设备等。2010 年收购四川华都核设备制造有限公司控股权，与中国核动力研究设计院共同持股，初步形成核电装备板块。2021 年 4 月公司在浙江富春江水电设备有限公司核电事业部的基础上，整合浙富控股集团核电板块研发部门和市场拓展部门正式运营。公司继承了浙富集团在钠冷快堆主泵、铅铋主泵、池式低温供热堆池内构件等项目上的研发、制造、试验能力及涉核资质，力争成为特色鲜明的高端核产品供应商。

表8: 公司在核电领域的布局情况

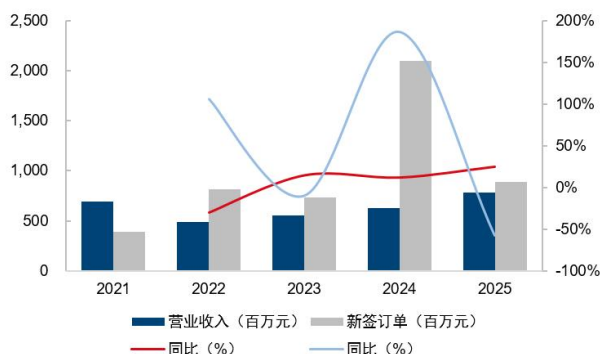
业务主体	主要产品	商业化阶段
四川华都核设备	控制棒驱动机构、核级容器、核电专用工具及辅助设备	产品已经在华龙一号等项目批量供货，是当前收入和利润的主要来源
浙富核电	液态金属主泵、电磁泵、堆内构件及先进核能非标设备	以示范工程、技术验证和项目制订单为主，处于商业化培育阶段

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

核电订单端具有明显的大项目驱动特征，新签订单在不同年度间波动较大。由于核电设备从合同签订到设计审查、生产制造、试验验收和最终交付通常存在较长周期，公司订单有明显的大项目驱动特征。2021—2025 年新签订单分别为 5.93、2.59、12.30、4.20 和 4.59 亿元，其中 2023 年同比增长 374.9%，主要反映大额核电设备合同集中落地，并为 2024—2025 年收入增长提供了订单基础；2024 年新签订单在高基数下回落至 4.20 亿元，2025 年则同比增长 9.3%至 4.59 亿元，与当年收入规模基本相当，订单收入比约为 1.01，表明新增订单能够大体覆盖当期交付，但短期订单增量弱于 2023 年高峰。

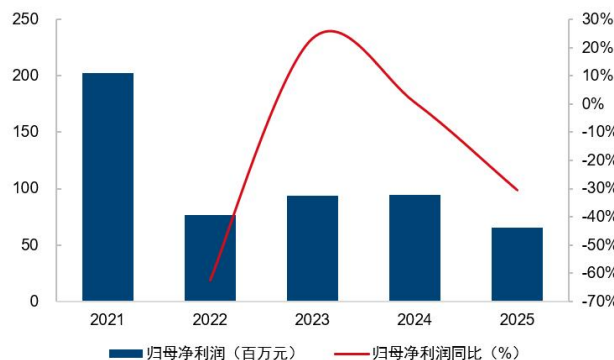
华都核电 2021—2025 年收入和利润总体保持较快增长，已成为清洁能源装备板块中盈利质量较高、增长趋势更明确的板块。营业收入由 2021 年的 1.86 亿元增至 2025 年的 4.55 亿元，复合增速约 25%，其中 2024、2025 年分别同比增长 25.0%、50.4%；净利润由 0.69 亿元增至 1.63 亿元，复合增速约 24%。

图27：2021 年-2025 年华都核电收入及订单情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：2021-2025 年华都核电净利润情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

为什么我们在当前时点看好浙富控股？

金属涨价业绩高增，价格中枢上移打开弹性

当前看好浙富控股，最现实的变量是资源化金属价格上行后，收入和利润弹性已经开始在财务报表中体现。2025 年公司危废资源化业务收入 219.13 亿元、净利润 11.13 亿元；2026Q1 公司归母净利润 6.02 亿元，同比增长 122.40%，扣非归母净利润 6.25 亿元，同比增长 438.63%。公司一季报解释称，公允价值套期工具和被套期项目变动、存货跌价准备减少等因素对利润改善形成影响。公司最新发布 2026H1 业绩预告，预计实现归母净利润 12.5-14.5 亿元，同比+120.78%-156.11%，结合半年报预告倒算，Q2 单季归母净利润约 6.5-8.5 亿元，环比 Q1 继续增长，说明资源化业务并非短期脉冲，而是受益于产品需求景气、销量稳步攀升。

据我们测算，2025 年铜+金贡献公司危废资源化业务约 75%收入。由于公司并未披露每种再生金属的销售均价，我们首先依据上海期货交易所披露的各类金属的年度均价与年报披露的再生金属产量对当年度的营业收入进行拟合，考虑 13%增值税率后发现与 2023-2025 年危废资源化业务的营业收入偏差率均小于 5%。

图29：浙富控股危废资源化业务收入拟合

产品名称	单位	2023				2024				2025			
		销量	均价	收入 (亿元)	收入占比	销量	均价	收入 (亿元)	收入占比	销量	均价	收入 (亿元)	收入占比
铜	吨	179,917	68,041	108.3	62.0%	183,420	75,054	121.8	63.4%	183,860	80,942	131.7	62.8%
金	克	4,510,128	450	18.0	10.3%	4,969,339	559	24.6	12.8%	4,077,858	800	28.9	13.8%
银	千克	110,117	5,579	5.4	3.1%	113,775	7,246	7.3	3.8%	122,511	9,759	10.6	5.0%
钼	克	3,867,576	346	11.9	6.8%	3,610,928	260	8.3	4.3%	2,587,385	304	7.0	3.3%
镍	吨	5,172	168,318	7.7	4.4%	6,460	132,416	7.6	3.9%	7,490	122,622	8.1	3.9%
锡	吨	7,605	212,405	14.3	8.2%	5,437	248,336	11.9	6.2%	5,326	273,932	12.9	6.2%
铀	吨	17,498	21,489	3.3	1.9%	17,161	23,337	3.5	1.8%	17,644	22,785	3.6	1.7%
铂	吨	6,851	15,772	1.0	0.5%	5,950	17,344	0.9	0.5%	6,801	17,041	1.0	0.5%
钯	克	1,627,511	230	3.3	1.9%	2,358,445	231	4.8	2.5%	1,296,937	318	3.6	1.7%
铈	吨	431	82,257	0.3	0.2%	350	130,761	0.4	0.2%	291	184,076	0.5	0.2%
铈	吨	125	55,979	0.1	0.0%	103	74,791	0.1	0.0%	117	122,124	0.1	0.1%
铈	克	61,421	1,642	0.9	0.5%	51,180	1,226	0.6	0.3%	79,821	1,656	1.2	0.6%
铈	克	75,298	114	0.1	0.0%	25,384	102	0.0	0.0%	34,655	198	0.1	0.0%
铈	克	9,382	1,212	0.1	0.1%	10,799	1,215	0.1	0.1%	31,530	1,133	0.3	0.2%
收入拟合合计	亿元			175				192				210	
实际披露值	亿元			180				198				219	
偏差率	%			-3%				-3%				-4%	

资料来源：Wind，公司公告，上海期货交易所，国信证券经济研究所整理

公司多种金属当前价格分位接近历史高位。截至 2026-08-18，公司主要再生金属中，铍、铜、钨、锡、银、铂、铋、金等价格处于 2021 年以来较高分位，其中铜销量权重最高且价格分位接近历史高位，是危废资源化收入弹性的核心观测变量；锡、贵金属及铍/钨等高单价品种则强化单位价值弹性，但钼、镍、铅、铈等品种分位数相对靠后。

表9: 浙富控股再生金属价格及分位数情况（价格信息截至 2026. 8. 18）

金属	2025 销量	单位	当前价格	价格单位	当前价格分位数	2026 年以来涨幅	2021 年以来涨幅	价格口径	数据来源
铜	183,860.13	吨	107,930.00	元/吨	99.6%	6.5%	85.6%	阴极铜	上海期货交易
锡	5,326.21	吨	425,940.00	元/吨	98.3%	27.4%	176.0%	锡	上海期货交易
铍	31,530.25	克	2,020.00	元/克	98.2%	59.7%	146.3%	铍	Wind
钨	34,654.83	克	400.00	元/克	96.4%	10.8%	440.5%	钨	Wind
锌	17,644.44	吨	25,705.00	元/吨	94.9%	7.9%	23.0%	锌	上海期货交易
银	122,511.03	千克	15,961.00	元/千克	91.4%	-12.5%	179.8%	白银	上海期货交易
铂	1,296,937.24	克	432.50	元/克	91.0%	-23.6%	81.0%	铂	Wind
金	4,077,858.29	克	956.40	元/克	90.8%	-3.9%	139.1%	黄金	上海期货交易
铋	117.39	吨	132,440.00	元/吨	85.0%	-1.2%	250.5%	精铋	Wind
锑	291.10	吨	97,030.00	元/吨	60.2%	-40.1%	122.9%	锑锭	Wind
铈	79,821.09	克	2,210.00	元/克	54.2%	-12.8%	-47.3%	铈	Wind
铅	6,800.81	吨	15,905.00	元/吨	48.2%	-8.6%	5.7%	铅	上海期货交易
钼	2,587,384.92	克	322.50	元/克	37.7%	-26.0%	-44.7%	钼	Wind
镍	7,489.82	吨	128,740.00	元/吨	29.1%	-4.0%	0.4%	镍	上海期货交易

资料来源：Wind，上海期货交易所，国信证券经济研究所整理

传导机制上，金属涨价对公司利润并非线性传导。第一，资源化产品销售价格会随金属价格上行提升收入；第二，原料采购成本也会参考含金属价值同步抬升，挤压价差；第三，若公司持有较低成本库存，则价格上涨阶段可能形成库存收益，价格下跌阶段则可能产生跌价损失；第四，套期保值会平滑部分价格波动，但也可在阶段性行情中影响利润表节奏；第五，金属回收率和产品品位决定单位废料的利润空间。因此，更准确的判断应是金属价格上行提升利润弹性窗口，但最终兑现取决于库存、原料、回收率和套保综合结果。

AI 算力扩张打开金属需求新空间

AI 算力扩张打开金属需求新空间。公司已形成覆盖铜、金、银、镍、锡及铂族金属等 14 种再生金属的综合回收体系，其中 2025 年再生铜产量达到 18.52 万吨，占公司再生金属物理产量的约 83%。伴随 AI 数据中心单机柜功率提升及园区规模扩大，金属需求由服务器内部进一步向母线、电缆、变压器、电网扩容和液冷散热等基础设施环节延伸，铜成为公司最具规模基础的 AI 映射品种。同时，锡作为电子焊料、金银作为连接及导电材料、镍作为 MLCC 内部电极，亦有望受益于 AI 服务器及高性能电子元件需求增长。值得注意的是，公司并非直接面向 AI 终端的专用材料供应商，其受益路径主要体现为 AI 需求增长推动金属价格与再生资源需求改善，进而释放产销量及金属价格弹性。

表10: 公司金属在 AI 方向上的主要应用

金属品种	浙富 2025 年产量	AI 产业链主要应用
铜	18.52 万吨	数据中心电缆、母线、开关设备、变压器、机柜供电系统，以及高性能电子设备和热管理部件

表10: 公司金属在 AI 方向上的主要应用

金属品种	浙富 2025 年产量	AI 产业链主要应用
锡	0.53 万吨	PCB 焊料、芯片封装及服务器主板各类焊点
金	4.09 吨	高可靠连接器和触点镀层、半导体封装键合材料
银	121.64 吨	电路、电气触点、导电材料；同时受益于为数据中心配套的光伏电源建设
镍	0.74 万吨	MLCC 内部电极，以及部分数据中心储能和备用电源电池
钯	2.41 吨	部分高可靠 MLCC 外部电极、连接器镀层和电子元件
钨	34.65 千克	芯片电阻、电气触点、薄膜微电子材料
铈	79.82 千克	高可靠电气触点及部分电子元件
铂、铱	铂 1.30 吨；铱 31.53 千克	燃料电池、电解制氢和部分先进电化学设备，可用于数据中心备用或分布式供能
锑	291 吨	阻燃剂、铅酸电池合金，可应用于服务器塑料件、电缆阻燃及 UPS
铋	117 吨	低温、无铅焊料及部分电子材料
铅	0.68 万吨	数据中心 UPS 铅酸电池及备用电源
锌	1.76 万吨	数据中心建筑、电气设备、机柜及钢结构镀锌防腐

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

除上述金属外，公司还在积极开展金属钨的回收研发。钨的需求场景主要包括 IT0、显示、半导体材料、低熔点合金、焊料及电子元件等。USGS 资料显示，钨锡氧化物仍是全球钨消费的主要方向，用于平板显示等领域；另有 USGS 资料提到，5G 技术、InP 衬底、光纤通信和 AI 对专用芯片材料的需求可能提升钨相关材料关注度。AI 对钨需求的传导路径并不是“服务器直接消耗大量钨”，而是通过高速通信、光模块、功率器件、先进封装和特殊半导体材料等环节间接体现。据公司 2025 年报披露，公司正在研发硫酸体系锡电解液中回收钨的工艺，实现钨锡化学分离，净化锡电解液，产出合格钨产品，产生较高经济价值。

雅下水电站建设和可控核聚变带动清洁能源装备业务

抽蓄建设提速叠加雅下工程启动，浙富控股水电装备迎来超长景气周期。国家能源局《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035 年）》提出，到 2025 年抽水蓄能投产总规模达到 6200 万千瓦以上（已实现），到 2030 年达到 1.2 亿千瓦左右，未来五年装机规模仍有接近翻倍空间，持续释放水泵水轮机、发电电动机及配套设备需求。与此同时，雅鲁藏布江下游水电工程已于 2025 年 7 月正式开工，工程规划建设 5 座梯级电站、总投资约 1.2 万亿元，有望开启大型常规水电设备新一轮超长建设周期。浙富控股是国内主要民营水电设备制造商，具备常规水轮发电机组及大型抽水蓄能机组的自主研发、设计和制造能力，2022 年公司抽水蓄能机组技术通过行业专家评审并进入合格供应商体系，同时已通过双江口等大型水电项目积累大容量机组研制与交付经验。在抽水蓄能设备招标放量与雅下工程启动的双重驱动下，公司水电装备潜在订单空间、订单能见度及产能利用率均有望提升，高附加值大型机组占比增加亦有望带动产品结构和盈利能力改善。

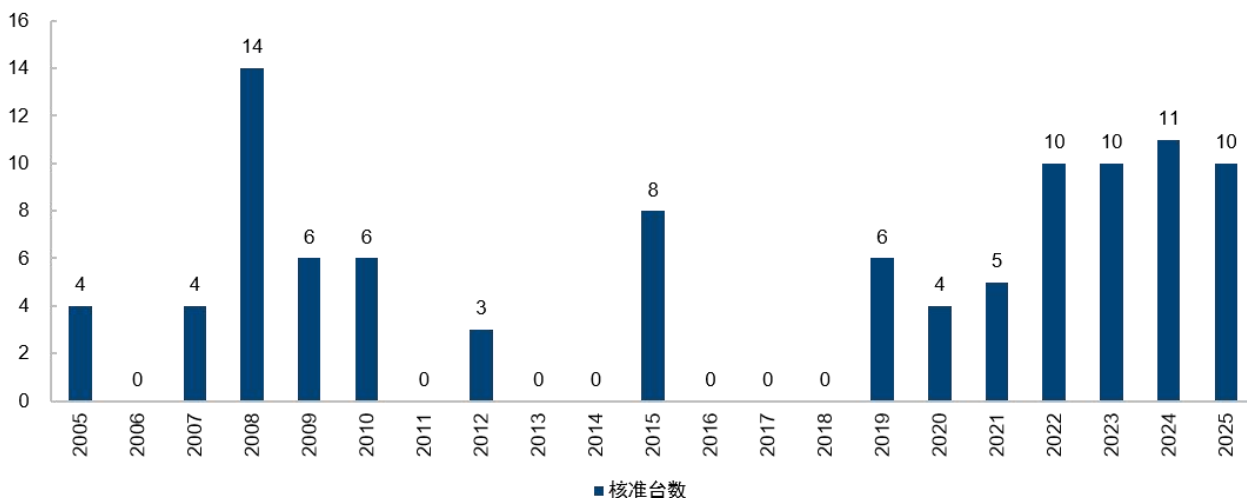
图30: 中国历年抽水蓄能装机及同比情况（单位：GW）



资料来源: Wind, EIA, 国信证券经济研究所整理

核准常态化强化订单确定性。2022—2025 年我国分别核准 10、10、11、10 台核电机组，连续四年保持双位数核准，核电行业已由间歇式审批转向批量化、常态化建设。浙富控股旗下四川华都核设备是“华龙一号”三代核电技术控制棒驱动机构的主要设计制造商，同时浙富核电围绕第四代商用快堆液态金属核主泵等核心部件开展布局，在核电关键设备领域具备较高技术壁垒和客户认证优势。随着新核准机组陆续进入设备招标、生产及交付阶段，公司核电设备订单有望持续增长，并通过较长的项目执行周期形成中长期收入保障；若后续订单规模扩大并进入批量交付阶段，产能利用率提升和固定成本摊薄有望进一步放大核电装备业务的利润弹性。

图31: 历年国内新核准核电机组数



资料来源: 中国核能行业协会、国际原子能机构 IAEA、核安全局, 国信证券经济研究所整理

可控核聚变由科学实验向工程验证加速推进，浙富控股前瞻布局核心部件，有望打开核电装备远期成长空间。公司以浙富核电为主体，围绕聚变装置超高热负荷部件、冷却剂循环设备及包层部件展开布局，其中锂铅泵样机已进入试验验证阶段，包层屏蔽块见证件已通过验收，超高热负荷部件正推进工艺方案及小样、中样研制。随着 BEST 等重大聚变装置进入主机组装和工程验证阶段，液态金属泵、包层屏蔽部件及高热负荷部件的招标采购需求有望逐步释放。公司在四代快堆液态金属核主泵、堆内构件及核级设备制造领域积累深厚，相关技术和质量控制体系具备向聚变装备迁移的基础；若后续样机验证顺利并取得首批工程订单，公司有望由传统核电设备供应商向先进核能核心装备平台升级，提升清洁能源装备业务的收入弹性和估值上限。

表11: 公司目前已布局的可控核聚变产品

产品或技术方向	聚变装置中的潜在作用	当前进展
超高热负荷部件	承受聚变装置内部高热流、高温及粒子辐照环境	与科研机构联合研制，正在推进工艺方案制定及小样、中样研制
锂铅泵	驱动锂铅合金等液态金属冷却剂循环，可服务于冷却、热量导出及相关包层系统	已形成样机，处于试验验证和性能优化阶段
液态金属电磁泵	利用电磁方式输送导电液态金属，适用于特殊冷却剂循环系统	已列入聚变堆冷却剂循环系统关键装备研发方向
包层屏蔽块	用于包层区域的中子屏蔽和设备保护，是聚变堆内部的重要结构部件	前期试制的见证件已通过验收
可控核聚变堆主泵	负责聚变堆液态金属冷却剂的大流量循环	公司以实现聚变堆主泵供货为目标开展技术储备，尚未披露聚变主泵正式订单

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

危废资源化业务：由于公司并未披露每种再生金属的销售均价，我们首先依据上海期货交易所披露的各类金属的年度均价与年报披露的再生金属产量对当年度的营业收入进行拟合，考虑 13% 增值税率后发现与 2023-2025 年危废资源化业务的营业收入偏差率均小于 5%。因此我们使用上海期货交易所披露的过去三年的金属均价作为预测基准，预计 2026-2028 年公司危废资源化业务的收入为 288.7/304.9/313.0 亿元，同比增长 31%/6%/3%，毛利率为 15%/15%/15%。

清洁能源装备业务：考虑到抽水蓄能建设提速、雅江水电站开工、核电建设常态化和可控核聚变等催化因素，我们预计 2026-2028 年公司清洁能源装备业务的收入为 14.4/16.2/18.1 亿元，同比增长 17%/12%/12%，毛利率为 38.2%/39.1%/39.7%。

表12: 浙富控股业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
危废资源化业务						
收入（百万元）	18,001	19,788	21,913	28,869	30,487	31,299
增速	13%	10%	11%	32%	6%	3%
毛利（百万元）	2,071	2,052	2,327	4,330	4,573	4,695
毛利率	11.5%	10.4%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
石油开采业务						
收入（百万元）	19	17	5	5	5	5
增速	-26%	-10%	-69%	0%	0%	0%

毛利（百万元）	-1	-2	-2	-2	-2	-2
毛利率	-7.6%	-9.4%	-34.1%	-34.1%	-34.1%	-34.1%
水电装备业务						
收入（百万元）	557	625	781	899	989	1,087
增速	15%	12%	25%	15%	10%	10%
毛利（百万元）	250	277	259	315	356	402
毛利率	45%	44%	33%	35%	36%	37%
核电装备业务						
收入（百万元）	242	302	455	545	627	721
增速	15%	25%	50%	20%	15%	15%
毛利（百万元）	100	147	189	237	275	316
毛利率	41%	49%	42%	43%	44%	44%
合计						
总营收（百万元）	18,951	20,912	23,214	30,382	32,176	33,184
增速	13%	10%	11%	31%	6%	3%
毛利（百万元）	2,468	2,518	2,826	4,935	5,261	5,472
毛利率	13.0%	12.0%	12.2%	16.2%	16.3%	16.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表13：未来 3 年盈利预测表（单位：百万）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	23214	30382	32176	33184
营业成本	20388	25447	26915	27712
销售费用	28	46	45	45
管理费用	585	729	767	784
研发费用	1000	1320	1410	1442
财务费用	65	57	32	(0)
营业利润	1389	2945	3192	3364
利润总额	1387	2943	3190	3362
归属于母公司净利润	1118	2372	2571	2710
EPS	0.21	0.45	0.49	0.52
ROE	9.29%	17%	17%	16%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，预计未来 3 年营收 303.82/321.76/331.84 亿元，同比+30.9%/5.9%/3.1%，毛利率 16.2%/16.3%/16.5%，毛利 49.35/52.61/54.72 亿元；归母净利润 23.72/25.71/27.10 亿元，同比+112.3%/8.4%/5.4%。

估值与投资建议

绝对估值：5.97 元

输入条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定目标权益资本比为 90%，2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.90，无风险利率 2.0%，风险溢价为 7%，债务资本成本为 5.3%，计算得出 WACC 值为 8.68%。

FCFF 估值结果：在永续增长率为 1%的假设条件下，测算出浙富控股对应每股权益价值为 5.97 元，高于目前股价 19.4%。

表14: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	11.01%	30.88%	5.90%	3.13%
毛利率	12.2%	16.2%	16.3%	16.5%
管理费用/营业收入	2.23%	2.30%	2.29%	2.27%
销售费用/营业收入	0.12%	0.15%	0.14%	0.14%
营业税及附加/营业收入	0.55%	0.59%	0.57%	0.57%
所得税税率	15.01%	15.01%	15.01%	15.01%
股利分配比率	27.72%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

表15: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	15.01%
无风险利率	2.00%	Ka	8.30%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.02
公司股价 (元)	5.00	Ke	9.14%
发行在外股数 (百万)	5219	E/(D+E)	90%
股票市值 (E, 百万元)	26096	D/(D+E)	10%
债务总额 (D, 百万元)	4108	WACC	8.68%
Kd	5.3%	永续增长率 (10年后)	1%

资料来源: 国信证券经济研究所假设 (股价数据更新至 2026.8.18)

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 16 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.7%	8.2%	8.68%	9.2%	9.7%
永续增长率变化	2.5%	8.35	7.54	6.86	6.28	5.78
	2.0%	7.83	7.12	6.52	6.00	5.55
	1.5%	7.39	6.76	6.22	5.75	5.34
	1.0%	7.02	6.46	5.97	5.54	5.16
	0.5%	6.70	6.19	5.74	5.35	5.00
	0.0%	6.42	5.95	5.54	5.18	4.85
	-0.5%	6.18	5.75	5.37	5.02	4.72

资料来源: 国信证券经济研究所测算

相对法估值: 6.04 元

我们采用分部估值法对浙富进行估值:

危废资源化业务选取 A 股中的环保龙头上市公司: 高能环境、伟明环保和瀚蓝环境作为可比公司。2026-2028 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 12/10/9X, 我们给予公司危废资源化业务 2026 年 12 倍 PE, 对应市值 256 亿元。

清洁能源装备业务选取 A 股中的装备龙头: 东方电气和上海电气作为可比公司。2026-2028 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 44/31/25X, 参考可比公司估值, 我们给予公司清洁能源装备业务 2026 年 25 倍 PE, 对应市值 55 亿元。

表17: 可比公司估值表

公司简称	代码	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资 评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E		
浙富控股	002266.SZ	5.00	261	0.22	0.45	0.49	0.52	22.73	11.11	10.20	9.62	9.59	0.11		优于 大市
可比公司															
高能环境	603588.SH	13.93	212	0.55	0.99	1.20	1.44	25.33	14.12	11.61	9.70	8.97	0.45		无
瀚蓝环境	600323.SH	29.21	238	2.42	2.78	3.11	3.30	12.07	10.49	9.39	8.86	14.09	0.77		无
伟明环保	603568.SH	14.99	307	1.31	1.29	1.48	1.67	11.44	11.59	10.16	8.97	15.65	0.54		无
环保均值									12	10	9				
东方电气	600875.SH	27.58	954	1.15	1.35	1.67	1.98	23.98	20.41	16.52	13.90	9.12	0.94		无
上海电气	601727.SH	6.69	1040	0.08	0.10	0.14	0.18	85.77	67.99	46.30	36.54	2.24	1.94		无
装备均值									44	31	25				

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理注:可比公司取自Wind一致预期(股价数据更新至2026.8.18)

图32: 浙富控股分部估值测算

浙富控股分布估值测算		单位	2026E	2027E	2028E
营业收入	百万元		30,382	32,176	33,184
危废资源化	百万元		28,869	30,487	31,299
清洁能源设备	百万元		1,444	1,616	1,809
其他	百万元		69	73	76
毛利率	%		16.2%	16.3%	16.5%
危废资源化	%		15.0%	15.0%	15.0%
清洁能源设备	%		38.2%	39.1%	39.7%
其他	%		0.2%	0.2%	0.2%
归母净利润	百万元		2,372	2,571	2,710
危废资源化	百万元		2,136	2,287	2,347
清洁能源设备	百万元		220	259	292
其他	百万元		17	25	70
目标PE			13		
危废资源化			12		
清洁能源设备			25		
其他			25		
目标市值/股价	亿元		315	6.04	
危废资源化	亿元		256		
清洁能源设备	亿元		55		
其他	亿元		4		
当前市值/股价	亿元		261	5.00	
对应PE			11	10	10
股价空间	%		20.9%		

资料来源:Wind,公司公告,国信证券经济研究所测算(市值数据更新至2026.8.18)

投资建议

我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为23.72/25.71/27.10亿元,同比+112%/8%/5%,对应PE=11.2/10.3/9.8x。通过多角度估值,预计公司合理估值在5.97-6.04元之间,较2026.8.18收盘股价有19.4%-20.9%的溢价,首次覆盖,给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 5.97-6.04 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们采用分部估值的方法，选取了可比公司 2026 年 PE 的 wind 一致性预期做为相对估值的参考，在行业平均水平的基础上，最终给予公司危废资源化业务 12 倍 PE，清洁能源装备业务 25 倍 PE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 16.2%/16.3%/16.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 在对公司的未来盈利预测中，我们设定了如金属价格及产能利用率等很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断，若这些参数的假设与实际情况偏离，可能导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

金属价格波动风险：公司危废资源化业务的收入和利润与再生金属产品销售高度相关，铜、锡、锌、金、银、钨等金属价格上涨可能提升资源化产品售价和毛利率，但价格下行也可能压缩产品售价、导致存货跌价或影响利润。

危废资源化产能利用率不及预期风险：若工业企业产废量、跨区域收料、危废处置价格、高品位含金属物料获取或基地投运节奏不及预期，公司危废资源化产能利用率可能低于预期，固定折旧、人工、环保设施运行、能源燃料等成本摊薄不足，资源化产品毛利率和现金流可能承压。

清洁能源装备订单不及预期风险：水电、抽水蓄能、核电等装备业务采用项目制订单，收入确认取决于设计制造、出厂验收、安装调试和履约进度。水轮发电机组和核电设备产品按履约进度确认收入，履约进度按已完成履约合同实际发生的合同成本占预计总成本比例确认。若大型水电、抽水蓄能或核电项目招标慢于预期，公司中标金额不足，或已中标项目交付、验收、回款

延后，装备业务收入确认和毛利贡献可能低于预期。

公司治理及信息披露规范性风险。2025年3月，浙江证监局在现场检查中发现，公司2021年及2022年与甘肃叶林环保科技有限公司发生关联交易时未及时履行审议程序并对外披露，且公司后续披露中对甘肃叶林与股东叶标之间的关联关系认定不准确。浙江证监局因此对公司及董事长孙毅、时任总裁潘承东、财务总监李娟、时任董事会秘书房振武分别采取出具警示函的监督管理措施；叶标亦因未及时向公司董事会告知相关关联关系而被采取出具警示函的监管措施。若未来公司在关联方识别、关联交易审批以及信息披露内控等方面执行不到位，仍可能面临进一步监管措施，并对公司治理评价及资本市场形象造成不利影响。

重要股东减持风险。公司重要股东叶标及其一致行动人存在减持情况。2026年5月11日至15日期间，叶标通过集中竞价减持公司股份5,219.27万股，其及一致行动人合计持股比例由16.00%下降至15.00%；2026年7月23日至8月6日期间，叶标再次通过集中竞价减持5,219.27万股，其及一致行动人合计持股比例进一步由14.00%下降至13.00%。叶标及其一致行动人并非公司控股股东或实际控制人，且不担任公司董事及高级管理人员，因此相关减持不会直接导致公司控制权发生变化；但若未来重要股东继续减持，可能阶段性增加二级市场股票供给，并对投资者预期及股价表现形成扰动。

控股股东及重要股东股份质押风险。公司控股股东及重要股东存在一定比例的股份质押。截至2026年5月21日公告披露日，实际控制人孙毅及桐庐源桐合计质押公司股份7.14亿股，占二者合计持股数量的40.68%，占公司总股本的13.69%；公司公告表示相关质押风险可控，当时不存在平仓或被强制平仓风险，且不会导致公司实际控制权发生变更。此外，2026年一季度报告披露时点，重要股东叶标所持公司股份中有2.22亿股处于质押状态。若未来公司股价出现较大幅度下跌或股东融资环境收紧，相关股东仍可能面临补充质押或资金偿付压力，进而对市场预期造成一定影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4484	4443	4299	5630	7281	营业收入	20912	23214	30382	32176	33184
应收款项	917	1502	1966	2082	2147	营业成本	18394	20388	25447	26915	27712
存货净额	8425	10666	13381	14135	14534	营业税金及附加	120	129	180	185	191
其他流动资产	1620	1698	2223	2354	2428	销售费用	32	28	46	45	45
流动资产合计	15722	18907	22466	24798	26987	管理费用	561	585	729	767	784
固定资产	5697	5665	5798	5928	5972	研发费用	941	1000	1320	1410	1442
无形资产及其他	796	726	697	668	639	财务费用	93	65	57	32	(0)
投资性房地产	2044	2050	2050	2050	2050	投资收益	(4)	(49)	(49)	(34)	(44)
长期股权投资	383	362	362	362	362	资产减值及公允价值变动	(39)	(5)	(5)	(5)	(5)
资产总计	24642	27710	31373	33806	36010	其他收入	366	424	395	410	402
短期借款及交易性金融负债	3172	4557	3845	3652	3470	营业利润	1095	1389	2945	3192	3364
应付款项	7200	9000	11291	11927	12264	营业外净收支	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	1554	1298	1633	1724	1773	利润总额	1090	1387	2943	3190	3362
流动负债合计	11925	14856	16768	17304	17507	所得税费用	82	208	442	479	505
长期借款及应付债券	896	263	263	263	263	少数股东损益	36	61	129	140	147
其他长期负债	342	339	339	339	339	归属于母公司净利润	971	1118	2372	2571	2710
长期负债合计	1238	602	602	602	602	现金流量表（百万元）					
负债合计	13163	15458	17370	17906	18109	净利润	971	1118	2372	2571	2710
少数股东权益	197	217	307	405	508	资产减值准备	(132)	(3)	6	4	2
股东权益	11282	12035	13696	15496	17393	折旧摊销	538	571	549	607	660
负债和股东权益总计	24642	27710	31373	33806	36010	公允价值变动损失	39	5	5	5	5
关键财务与估值指标						财务费用	93	65	57	32	(0)
每股收益	0.19	0.21	0.45	0.49	0.52	营运资本变动	2360	(1374)	(1065)	(269)	(151)
每股红利	0.05	0.06	0.14	0.15	0.16	其它	159	47	84	94	101
每股净资产	2.16	2.31	2.62	2.97	3.33	经营活动现金流	3936	364	1952	3012	3327
ROIC	5.13%	5.96%	14%	14%	15%	资本开支	0	(461)	(671)	(717)	(681)
ROE	8.61%	9.29%	17%	17%	16%	其它投资现金流	21	(322)	0	0	0
毛利率	12%	12%	16%	16%	16%	投资活动现金流	(106)	(761)	(671)	(717)	(681)
EBIT Margin	4%	5%	9%	9%	9%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	11%	11%	11%	负债净变化	(131)	(633)	0	0	0
收入增长	10%	11%	31%	6%	3%	支付股利、利息	(258)	(310)	(712)	(771)	(813)
净利润增长率	-5%	15%	112%	8%	5%	其它融资现金流	(1354)	2242	(713)	(192)	(183)
资产负债率	54%	57%	56%	54%	52%	融资活动现金流	(2136)	356	(1424)	(964)	(996)
股息率	1.0%	1.2%	2.7%	2.9%	3.1%	现金净变动	1694	(41)	(144)	1331	1650
P/E	27.2	23.7	11.2	10.3	9.8	货币资金的期初余额	2790	4484	4443	4299	5630
P/B	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	4484	4443	4299	5630	7281
EV/EBITDA	28.2	25.3	13.7	12.8	12.1	企业自由现金流	0	(342)	1074	2045	2386
						权益自由现金流	0	1267	313	1826	2204

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032