

环保行业跟踪周报

垃圾焚烧国补回收显著加速，环卫无人化迎发展机遇

增持（维持）

2025年09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，绿色动力，绿色动力环保，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，高能环境，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。

■ **建议关注：**大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，武汉控股，碧水源，重庆水务，凯美特气，仕净科技，浙富控股。

■ **固废观点：25年7-8月国补回收显著加速；25H1提质增效提ROE+现金流改善提分红持续兑现！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。**25H1国补下滑经营现金流仍改善下半年则更加提升：**25H1自由现金流20亿元，倒推真实经营现金流净额35.4亿元（同比+0.9亿），25H1国补回6.61亿元（24H1国补回15.34亿元，剔除前期ABN后12.64亿）；24全年光大国补回23.3亿元，还原经营现金流净额89.1亿元，预计25全年国补回款和经营活动现金流将超过24年水平！**25H1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：**25H1板块收入+1%，归母净利+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct，净利率+1.4pct。固废纯运营企业绿动（+0.8pct）、军信（+0.1pct）、永兴（+0.1pct）ROE（加权）显著提升。**2）自由现金流持续增厚：**25H1板块经营现金流净额69亿元（+9%），资本开支38亿元（-19%），简易自由现金流32亿元（24H1为17亿元）。**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，绿动、海螺、旺能中期派息同比持平。**4）关注经营提效+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5：海创+170%、绿动+115%、伟明+67%、天楹+60%、瀚蓝+42%；发电供热比增量前5：天楹+6.4pct、绿动+2.4pct、旺能+1.6pct、海创+1.4pct、中科+0.9pct。**【IDC拓展】**旺能（获市级、省级备案）、军信（与长沙数字集团签署合作协议）、瀚蓝（与中国联通广东省分、深城交签署合作协议）、伟明（与温州龙湾区政府、中国移动温州分公司签署合作协议）。**【C端顺价】**佛山拟于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】【海螺创业】【永兴股份】。

■ **水务观点：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！1）现金流左侧布局下一个垃圾焚烧：**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%，剔除已经分红50%的洪城环境，核心公司兴蓉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。“从防御到可持续增长”带来估值提升空间。**3）25H1业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速。**25H1板块收入同比-2%，归母净利润+6%，毛利率和净利率同步向上。25H1板块经营性现金流净额35亿元（+18%），资本开支76亿元（-21%），自由现金流-41亿元（2024H1为-66亿元）。**核心城市调价落地，有望带动新一轮水价改革！**25年以来广州、深圳自来水提价落实，东莞、中山跟进，佛山拟调整污水处理费收费标准。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】。

■ **环卫观点：环卫电动化渗透率加速，新能源装备销量高增，无人化迎发展机遇。环卫电动化加速中。**2025M1-7，环卫车合计销量43967辆（+3.3%）。其中，新能源环卫车销售7095辆（+77.6%），新能源渗透率16.14%（+6.75pct）。**环卫无人化兴起。**25年H1国内自动驾驶领域公开超290个新项目中中标结果，其中，无人清洁环卫是绝对主导领域，项目数量超90个（占比约31%），总金额超55亿元（占比约81%），已超24年全年金额。重点推荐：【宇通重工】，建议关注【劲旅环境】【盈峰环境】【福龙马】【玉禾田】【侨银股份】等。

■ **行业跟踪：1）环卫装备：2025M1-7新能源渗透率同增6.75pct至16.14%。**25M1-7环卫车销量43967辆（同比+3.30%），其中新能源车7095辆（同比+77.55%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为30%/15%/8%。**2）生物柴油：生物柴油均价持平，单吨净利下跌。**2025/8/29-2025/9/4生柴均价8400元/吨（周环比持平），地沟油均价6632元/吨（周环比+1.3%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利58元/吨（周环比-49.5%）。**3）锂电回收：碳酸锂价格&三元极片粉锂折扣系数下跌，盈利下滑。**截至2025/9/5，三元电池粉锂系数周环比-0.5%，锂/钴/镍系数分别为69.5%/74%/74%。截至2025/9/5，碳酸锂7.47万（周环比-6.2%），金属钴27.1万（周环比+1.5%），金属镍12.20万（周环比-0.5%）。根据模型测算单吨废料毛利-0.39万（周环比-0.070万）。

■ **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

《东吴证券环保行业2025中报总结》

2025-09-05

《固废提质增效&现金流改善逻辑持续兑现，加强全国碳市场建设碳约束趋严》

2025-09-02

内容目录

1. 最新观点	4
1.1. 环保行业 2025 中报总结：运营稳健增长&现金流改善，环卫无人化迎发展机遇	4
1.2. 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	5
1.3. 水务运营：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！	6
1.4. 2025 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！	7
1.5. 环卫装备：2025M1-7 环卫新能源销量同增 77.55%，渗透率同比提升 6.75pct 至 16.14%	8
1.6. 生物柴油：生物柴油均价持平，单吨净利下跌	10
1.7. 锂电回收：碳酸锂价格&三元极片粉锂折扣系数下跌，盈利下滑	11
2. 行情表现	13
2.1. 板块表现	13
2.2. 股票表现	13
3. 行业新闻	15
3.1. 中国—上海合作组织绿色产业合作平台在天津揭牌启动	15
3.2. 广东省省级生态环境保护专项资金项目入库指南（2025 年版）	15
3.3. 海南省全面实行排污许可制实施方案（征求意见稿）	15
3.4. 河北省市场监督管理局关于发布《火电厂大气污染物排放标准》等八项河北省地方标准的通告	16
3.5. 亚洲首个管网机器人联合实验室成立！香港水务署、博铭维技术等共同打造	16
4. 公司公告	17
5. 大事提醒	19
6. 往期研究	19
6.1. 往期研究：公司深度	19
6.2. 往期研究：行业专题	21
7. 风险提示	24

图表目录

图 1: 环卫车销量与增速（单位：辆） 9

图 2: 新能源环卫车销量与增速（单位：辆） 9

图 3: 环卫新能源渗透率 9

图 4: 2025M1-7 环卫装备销售市占率 10

图 5: 2025M1-7 新能源环卫装备销售市占率 10

图 6: 国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨） 11

图 7: 国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨） 11

图 8: 锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/9/1~2025/9/5） 12

图 9: 锂电循环项目单位毛利情况跟踪 12

图 10: 2025/9/1-2025/9/5 各行业指数涨跌幅比较 13

图 11: 2025/9/1-2025/9/5 环保行业涨幅前十标的 14

图 12: 2025/9/1-2025/9/5 环保行业跌幅前十标的 14

表 1: 公司公告 17

表 2: 大事提醒 19

1. 最新观点

1.1. 环保行业 2025 中报总结：运营稳健增长&现金流改善，环卫无人化迎发展机遇

垃圾焚烧：25H1 提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！

运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降。25H1 板块收入同比+1%，归母净利润+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct，净利率+1.4pct。固废纯运营企业绿动（同比+0.8pct，下同）、军信（+0.1pct）、永兴（+0.1pct）ROE（加权）显著提升。

自由现金流持续增厚，中期派息稳中有升。25H1 板块经营现金流净额 69 亿元（+9%），资本开支 38 亿元（-19%），自由现金流 32 亿元（24H1 为 17 亿元）。25H1 瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01 港元，绿动、海螺、旺能中期派息同比持平。

关注经营提效+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 5：海创+170%、绿动+115%、伟明+67%、天楹+60%、瀚蓝+42%；发电供热比增量前 5：天楹+6.4pct、绿动+2.4pct、旺能+1.6pct、海创+1.4pct、中科+0.9pct。

【IDC 合作】旺能（获市级、省级备案）、军信（与长沙数字集团签署合作协议）、瀚蓝（与中国联通广东省分、深城交签署合作协议）、伟明（与温州龙湾区政府、中国移动温州分公司签署合作协议）。**【C 端顺价】**佛山拟于 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：1)瀚蓝环境：内生+并购成长超预期，首次中期派息彰显积极分红意愿；**2)绿色动力 A+H：**25H1 归母同增 24%，提分红+提 ROE 兑现典范；**3)海螺创业：**25H1 自由现金流首次转正，固废业绩稳健增长+水泥业绩回升，周期+自由现金流拐点弹性叠加；**4)永兴股份：**垃圾量提升带动 25H1 产能利用率提至 85%（较 24 年+5pct），带来持续现金成长。

水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速

业绩稳健，资本开支下行。25H1 板块收入同比-2%，归母净利润+6%，毛利率和净利率同步向上。其中中山公用业绩增幅最为突出，主要系持有广发证券投资收益高增。25H1 板块经营性现金流净额 35 亿元（+18%），资本开支 76 亿元（-21%），自由现金流-41 亿元（2024H1 为-66 亿元）。

核心城市调价落地，有望带动新一轮水价改革！25 年以来广州、深圳自来水提价落实，东莞、中山跟进，佛山拟调整污水处理费收费标准。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业绩&股息增长。

重点推荐：【粤海投资】稀缺对港供水资产可市场化提价，25H1 归母净利同增 11.2%

超预期；【兴蓉环境】污水提价带动持续增长，25H1 资本开支下行；【洪城环境】25H1 降本控费业绩稳健，资本开支持续下降。建议关注【首创环保】【北控水务集团】等。

环卫：环卫电动化渗透率加速，新能源装备销量高增，无人化迎发展机遇

环卫电动化加速中。根据银保监会交强险数据，2025M1-7，环卫车合计销量 43967 辆（+3.3%）。其中，新能源环卫车销售 7095 辆，（+77.6%），新能源渗透率 16.14%（+6.75pct），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 30.09%（+3.44pct）、15.15%（-5.67pct）、7.71%（-1.17pct）。

环卫无人化兴起。25 年 H1 国内自动驾驶领域公开超 290 个新项目中标结果，同比增长 67%；总金额超 69 亿元，同比增长 64%。其中，无人清洁环卫是绝对主导领域，项目数量超 90 个（占比约 31%），总金额超 55 亿元（占比约 81%），已超 24 全年金额。

重点推荐：【宇通重工】，建议关注【劲旅环境】【盈峰环境】【福龙马】【玉禾田】【侨银股份】等。

1.2. 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）4.30%；【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）4.25%，港股股息率（ttm）6.48%；【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）3.95%；【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）3.66%；【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 5.27%。（估值日期：2025/9/7）

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）。

3) 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。

25H1 国补下滑经营现金流仍改善下半年则更加提升：25H1 自由现金流 20 亿元，倒推真实经营现金流净额 35.4 亿元（同比+0.9 亿），25H1 国补回 6.61 亿元（24H1 国补回 15.34 亿元，剔除前期 ABN 后 12.64 亿）；24 全年光大国补回 23.3 亿元，还原经营现金流净额 89.1 亿元，预计 25 全年国补回款和经营活动现金流将超过 24 年水平！

1.3. 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 PE9.3 倍，PB1.08，首创 25 年 PE12.7，PB1.13，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) 26x, PB (LF) 2.28, 【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) 1.08 倍，对应 25 年 PE9.3 倍。掌握成都优质水务固废资产，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) 1.13 倍，对应 25 年 PE11.3 倍，核心业务香港供水，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 6.2%。【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 PE9.3，股息率 5.1%。**建议关注：**【首创环保】PB (MRQ) 1.13 倍，对应 25 年 PE12.7 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：2025/9/7）

1.4. 2025 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！

➤ 主线 1——环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性

优质运营重估：化债利于解决现金流痛点，对标海外迎价值重估。不一样的观点：

1) 优质运营资产化债弹性被低估：化债弹性源于基本面和估值双升！运营类资产盈利模式稳定，现金流预期可持续，付费痛点解决叠加市场化改革推进，迎价值重估。2) 量化测算：在优质模式下选择弹性大的标的。以应收市值弹性系数衡量化债弹性，光大环境、绿色动力环保、北控水务集团弹性突出。①固废：重点推荐【瀚蓝环境】最通顺且落地中的化债标的，形成“地方化债-促进重组-国企成长”闭环，【光大环境】应收市值弹性指数居首位，自由现金流弹性 40%+，【三峰环境】【绿色动力】，建议关注【永兴股份】；②水务：重点推荐【兴蓉环境】【洪城环境】，建议关注【北控水务集团】。

化债成长：存量包袱解决，释放成长性。建议关注【中金环境】23 年通用制造板块营收 48 亿元，净利润 5.37 亿元（同比+21%），在股权变更及复杂的宏观环境中仍稳定增长，环保 PPP 业务出清中。

化债弹性：关注应收类/资产占比大，减值影响大的水务工程、生态修复、环卫板块。

➤ 主线 2——优质成长：把握政策着力点+新质生产力

政策着力点：1) 再生资源：关注资源价值+需求升级。①废家电/报废汽车拆解：贡

献“两新”重要增量，回收规范化，地区先发优势与回收资产优势将持续提升。建议关注：废家电拆解【中再资环】【大地海洋】，报废汽车拆解【华宏科技】。②生物油：原料端 UCO 出口退税取消，鼓励本土利用，长期废油脂资源将供不应求；产品端 UCOME 存结构性替代机遇，SAF 当前产能稀缺，需求增量空间大。建议关注：从 UCO 到生柴一体化布局【朗坤环境】，先进 SAF 生产商【嘉澳环保】【鹏鹞环保】【海新能科】等。

2) 重点投资驱动：重点推荐【景津装备】压滤机龙头市占率 40%+，在宏观景气度回升后成长回归！建议关注【中金环境】不锈钢离心泵龙头。3) 环卫电动化：重点推荐【宇通重工】24M1-9 公司自身新能源装备销量/环卫销量占比 68%最高，受益电动化弹性最大。24Q3 环卫装备行业新能源渗透率 16.60%，同比+7.05pct，环比+8.06pct，加速提升。

新质生产力：1) 半导体治理：重点推荐【美埃科技】国产半导体洁净设备龙头，国产替代+并购互补品强化出海+耗材提升。2) 光伏配套：重点推荐【金科环境】光伏再生水引领者，受益于水耗标准趋严。

➤ 主线3——重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环

重组：立足于企业资产增值，政策支持上市公司向新质生产力转型升级&加强产业整合。从瀚蓝案例看下一个“化债-重组-成长”闭环逻辑，建议关注【武汉控股】化债修复弹性值得期待。

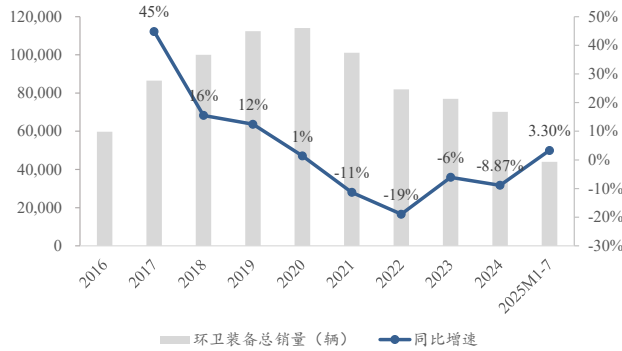
风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧等。

1.5. 环卫装备：2025M1-7 环卫新能源销量同增 77.55%，渗透率同比提升 6.75pct 至 16.14%

2025M1-7 环卫新能源销量同增 77.55%，渗透率同比提升 6.75pct 至 16.14%。根据银保监会交强险数据，2025M1-7，环卫车合计销量 43967 辆，同比变动+3.3%。其中，新能源环卫车销售 7095 辆，同比变动+77.55%，新能源渗透率 16.14%，同比变动+6.75pct。

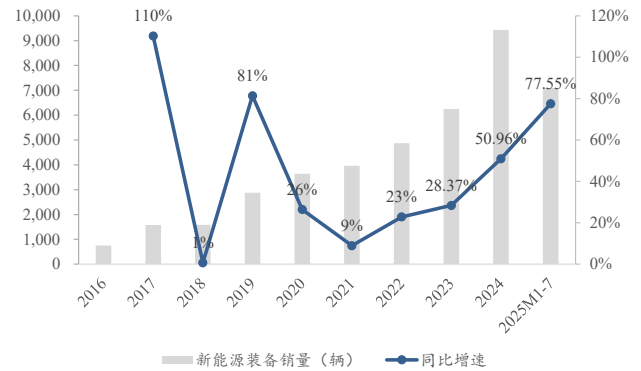
2025M7 新能源环卫车单月销量同增 27.11%，单月渗透率为 17.94%。2025M7，环卫车合计销量 5803 辆，同比变动+1.49%，环比变动-16.23%。其中，新能源环卫车销量 1041 辆，同比变动+27.11%，环比变动-24.73%，新能源渗透率 17.94%，同比变动+3.62pct。

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

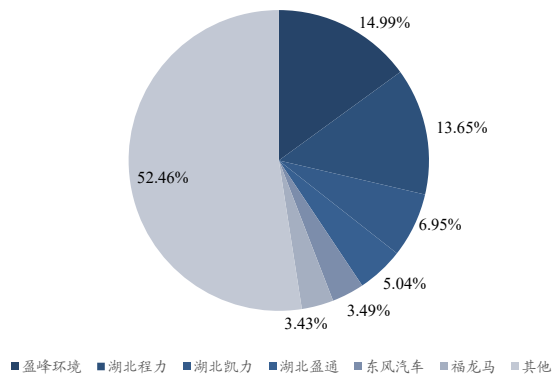
2025M1-7 重点公司情况:

盈峰环境: 环卫车市占率第一: 销售 6592 辆(+1.40%), 市占率 14.99%(-0.28pct);
 新能源市占率第一: 销售 2135 辆(+100.47%), 市占率 30.09%(+3.44pct)。

福龙马: 环卫车市占率第六: 销售 1506 辆(-19.21%), 市占率 3.43%(-0.95pct)
 新能源市占率第三: 销售 547 辆(+54.08%), 市占率 7.71%(-1.17pct)。

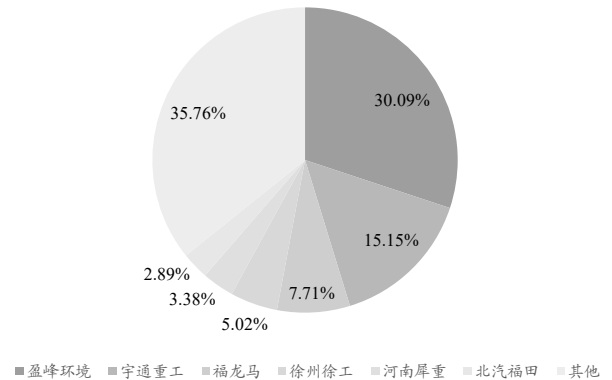
宇通重工: 环卫车市占率第七: 销售 1386 辆(+2.74%), 市占率 3.15%(-0.02pct);
 新能源市占率第二: 销售 1075 辆(+29.21%), 市占率 15.15%(-5.67pct)

图4: 2025M1-7 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: 2025M1-7 新能源环卫装备销售市占率

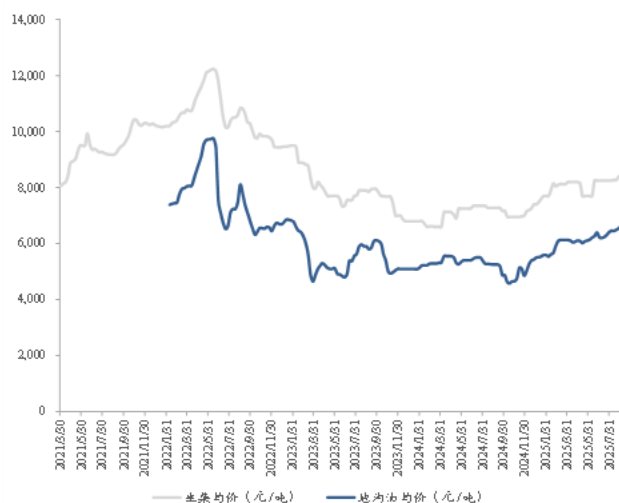


数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所
注: 图中未显示行业所有公司, 部分公司计入其他

1.6. 生物柴油: 生物柴油均价持平, 单吨净利下跌

生物柴油均价持平, 单吨净利下跌。根据卓创资讯, 1) **原料端:** 2025/8/29-2025/9/4 地沟油均价 6632 元/吨, 环比 2025/8/22-2025/8/28 地沟油均价+1.3%。2) **产品端:** 2025/8/29-2025/9/4 全国生物柴油均价 8400 元/吨, 环比 2025/8/22-2025/8/28 生柴均价持平。3) **价差:** 国内 UCOME 与地沟油当期价差 1768 元/吨, 环比 2025/8/22-2025/8/28 价差-4.7%; 若考虑一个月的库存周期, 价差为 1939 元/吨, 环比 2025/8/22-2025/8/28 价差-2.5%, 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 58 元/吨 (环比 2025/8/22-2025/8/28 单吨盈利-49.5%)。 **废弃油脂方面,** 随着气温降低及学校开学, 餐饮业客流量有所增加, 前端废弃油脂收油量有所提升, 需求方面, 9 月份船期交货集中, 本周港口寻单采购积极性增加, 另外 SAF 工厂正常采购, 需求端来看, 下游市场需求明显增加, 带动湍水油价格上调; **生物柴油方面,** 原料成本面增加, 生物柴油缺乏外商订单, 国内价格并未提升, 国内生物柴油厂家开工仍处于低位, 且利润面基本在亏损边缘徘徊, 生物柴油市场仍处于供需双弱局面。

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

1.7. 锂电回收: 碳酸锂价格&三元极片粉锂折扣系数下跌, 盈利下滑

盈利跟踪: 碳酸锂价格下跌&三元极片粉锂折扣系数下跌, 盈利下滑。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, 本周 (2025/9/1~2025/9/5) 项目平均单位碳酸锂毛利为-2.48 万元/吨 (较前一周-0.440 万元/吨), 平均单位废料毛利为-0.39 万元/吨 (较前一周-0.070 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 2025/9/5, 1) **碳酸锂价格下跌。**金属锂价格为 57.00 万元/吨, 周环比持平; **电池级碳酸锂 (99.5%)** 价格为 7.47 万元/吨, 周环比变动-6.2%。2) **硫酸钴价格上涨。**金属钴价格为 27.1 万元/吨, 周环比变动+1.5%; **前驱体: 硫酸钴**价格为 5.35 万元/吨, 周环比变动+1.9%。3) **硫酸镍价格上涨。**金属镍价格为 12.20 万元/吨, 周环比变动-0.5%; **前驱体: 硫酸镍**价格为 2.78 万元/吨, 周环比+1.5%。4) **硫酸锰价格持平。**金属锰价格为 1.49 万元/吨, 周环比-0.9%; **前驱体: 硫酸锰**价格为 0.59 万元/吨, 周环比持平。

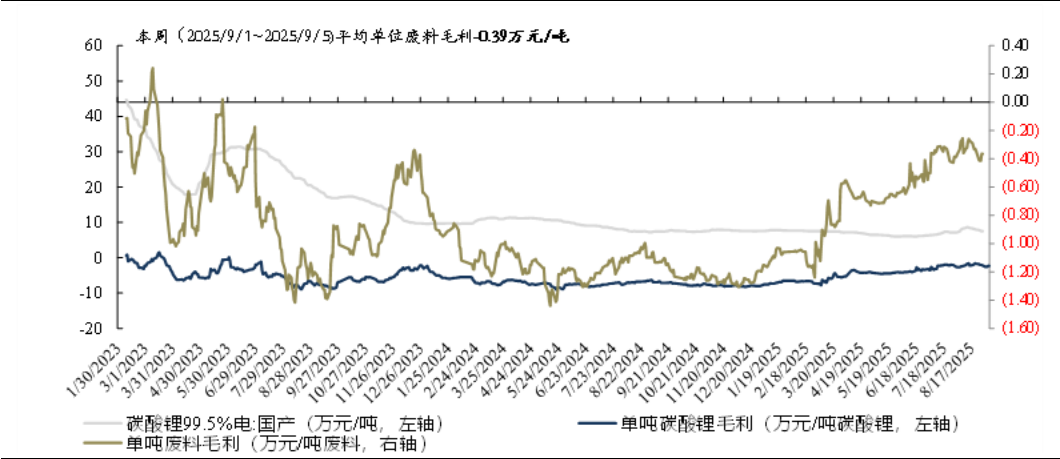
三元极片粉锂折扣系数下跌。截至 2025/9/5, 三元极片粉锂折扣系数周环比下跌。1) 三元极片粉锂折扣系数 69.5%, 周环比-0.5pct; 2) 三元极片粉钴折扣系数 74.0%, 周环比持平; 3) 三元极片粉镍折扣系数 74.0%, 周环比持平。

图8：锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/9/1~2025/9/5）

日期			9/1	9/2	9/3	9/4	9/5	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	57.00		0.0%	11.8%
碳酸锂99.5%电:国产			7.74	7.74	7.58	7.49	7.47		-6.2%	2.2%
长江有色市场:平均价:钴:1#			27.10	27.10	27.10	27.10	27.10		1.5%	3.0%
前驱体:硫酸钴			5.25	5.25	5.25	5.35	5.35		1.9%	4.9%
长江有色市场:平均价:镍板:1#			12.43	12.43	12.28	12.21	12.20		-0.5%	-0.5%
前驱体:硫酸镍:电池级			2.74	2.74	2.74	2.78	2.78		1.5%	2.0%
长江有色市场:平均价:电解锰:1#			1.49	1.49	1.49	1.49	1.49		-0.9%	-0.9%
前驱体:硫酸锰:电池级			0.59	0.59	0.59	0.59	0.59		0.0%	0.0%
折扣系数（%）										
三元	极片粉	锂	70	70.0	69.5	69.5	69.5		-0.5 pct	-1.5 pct
		钴	74	74.0	74.0	74.0	74.0		0.0 pct	0.3 pct
		镍	74	74.0	74.0	74.0	74.0		0.0 pct	0.3 pct
钴酸锂	极片粉	锂	67	67.0	67.0	67.0	67.5		0.5 pct	-0.5 pct
		钴	76	76.3	76.3	76.3	77.0		0.8 pct	2.5 pct
	电池粉	锂	67	67.0	67.0	67.0	67.0		0.0 pct	0.0 pct
		钴	74	74.3	74.3	74.3	75.0		0.8 pct	1.5 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

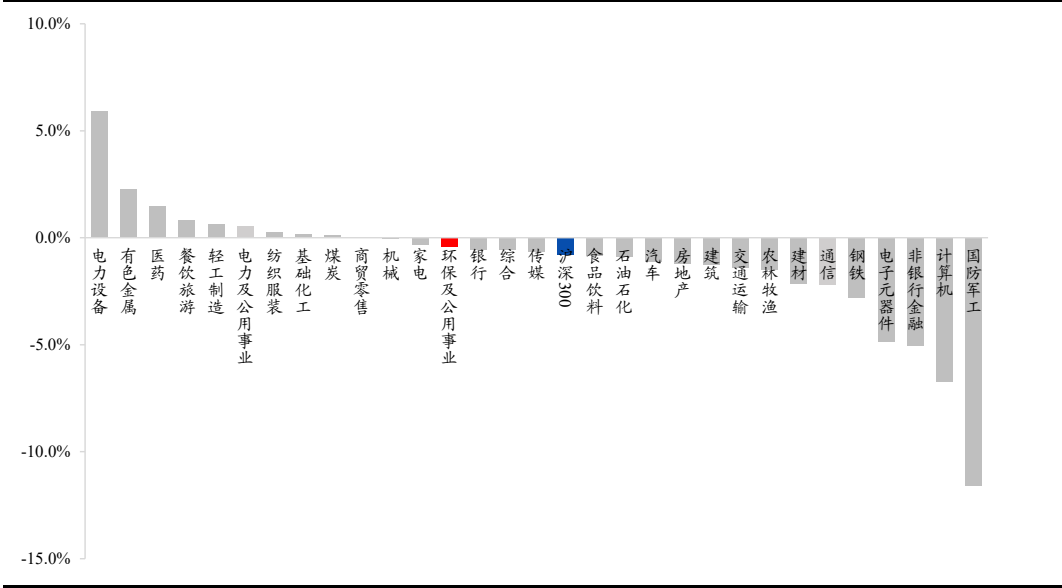
注：2023/1/30 起金属锂开始计折扣系数，盈利计算方式改变

2. 行情表现

2.1. 板块表现

2025/9/1-2025/9/5 本周环保及公用事业指数下跌 0.43%，表现好于大盘。本周上证综指下跌 1.18%，深证成指下跌 0.83%，创业板指上涨 2.35%，沪深 300 指数下跌 0.81%，中信环保及公用事业指数下跌 0.43%。

图10： 2025/9/1-2025/9/5 各行业指数涨跌幅比较

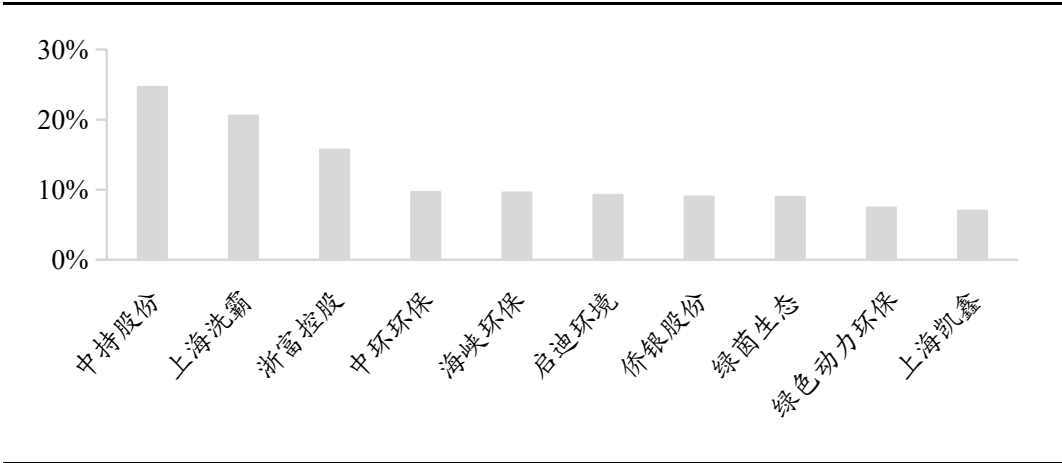


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2025/9/1-2025/9/5 本周涨幅前十标的为：中持股份 24.63%，上海洗霸 20.54%，浙富控股 15.69%，中环环保 9.64%，海峡环保 9.56%，启迪环境 9.23%，侨银股份 8.98%，绿茵生态 8.95%，绿色动力环保 7.42%，上海凯鑫 6.98%。

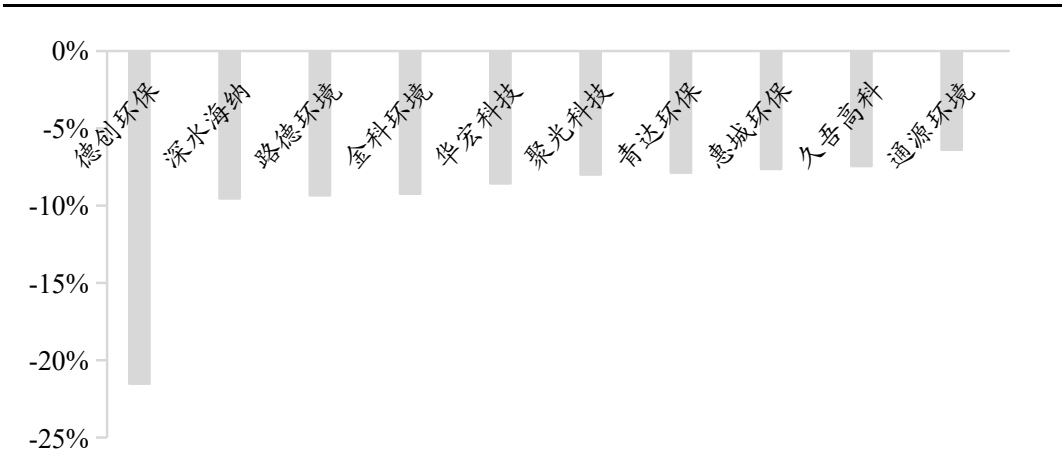
图11： 2025/9/1-2025/9/5 环保行业涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025/9/1-2025/9/5 本周跌幅前十标的为：德创环保-21.52%，深水海纳-9.53%，路德环境-9.34%，金科环境-9.23%，华宏科技-8.56%，聚光科技-7.99%，青达环保-7.87%，惠城环保-7.63%，久吾高科-7.44%，通源环境-6.39%。

图12： 2025/9/1-2025/9/5 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. 中国—上海合作组织绿色产业合作平台在天津揭牌启动

9月2日，为深入贯彻落实习近平主席重要讲话精神，第一时间推动峰会成果落实落地，国家发展改革委在天津举办中国—上海合作组织绿色产业合作平台揭牌仪式，国家发展改革委副秘书长肖渭明，天津市委常委、常务副市长王旭共同为合作平台揭牌并致辞。合作平台下设指导委员会、咨询委员会、合作联盟、合作促进中心、发展合作区。国家发展改革委将会同天津市与各方一道，充分发挥合作平台桥梁纽带作用，不断拓展合作领域，深化合作内涵，丰富合作形式，提升合作水平，放大聚合效能，助力上海合作组织国家携手推进生态文明建设，为全球绿色低碳转型贡献智慧与方案。揭牌仪式同时发布《上海合作组织绿色产业发展和合作报告 2025》，并开展重点合作项目签约。国家发展改革委环资司、国合中心，天津市发展改革委等负责同志和合作平台有关方面代表参加揭牌仪式。

数据来源：<https://www.chndaqi.com/news/360102.html>

3.2. 广东省省级生态环境保护专项资金项目入库指南（2025年版）

9月5日，为进一步加强广东省省级生态环境保护专项资金项目库管理，充分发挥财政资金使用效益，推动深入打好污染防治攻坚战，推进美丽广东建设。广东省生态环境厅研究制定了《广东省省级生态环境保护专项资金项目入库指南（2025年版）》，并修订三级核心绩效指标体系（试行）。总体要求围绕实施项目储备制度、聚焦重点任务、提高项目质量三方面。储备项目类型及具体要求包括美丽县城建设项目、美丽乡村建设项目、土壤污染防治项目、地下水污染防治项目、美丽河湖建设项目、美丽海湾建设项目、大气污染防治项目、应对气候变化项目、固体废物与化学品污染防治项目、核与辐射安全及污染防治、生态环境监测项目、生态环境执法应急项目、生态环境宣传教育项目，并明确其（不）支持范围。此外也说明了申报主体及入库材料要求、流程。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20250905/1459524.shtml>

3.3. 海南省全面实行排污许可制实施方案（征求意见稿）

9月5日，为深入贯彻落实党的二十大、二十届三中全会精神及省委八届五次、六次全会精神，进一步推动实施《海南经济特区排污许可管理条例》，强化精准治污、科学治污、依法治污，全面实行排污许可制，服务海南自贸港高质量发展，海南省生态环境厅研究形成《海南省全面实行排污许可制实施方案（征求意见稿）》，现公开征求意见。该实施方案旨在2027年，主要污染物排放量全部许可管控，全覆盖核查“首次

发证”排污单位质量，确保排污许可证全面应用于排污单位按证执行及各级管理部门依证监管；于 2030 年，全覆盖核查执行报告年报，推动执行报告数据应用于环境统计、环境保护税、总量管理等工作，实现排污许可数据应用于固定源环境管理。从而全面实现排污许可提质增效、落实以排污许可制为核心的固定污染源监管制度、全面推进排污许可“一证式”监管，最终落实保障措施

数据来源：<https://www.chndaqi.com/news/359984.html>

3.4. 河北省市场监督管理局关于发布《火电厂大气污染物排放标准》等八项河北省地方标准的通告

9 月 1 日，经河北省人民政府批准，河北省市场监督管理局会同河北省生态环境厅于 9 月 1 日联合发布了《火电厂大气污染物排放标准》等八项强制性河北省地方标准。

“十三五”以来，火电行业进入了超低排放时代，在装备大型化、常规污染物总量减排、污染治理技术发展等方面得到了全面推进，行业整体格局和水平已发生了较大变化。砖瓦、石灰和耐火材料是河北省工业炉窑中大气污染物排放量相对较大的行业，也是环境保护重点治理的行业。火电、石灰地方标准已执行 10 年以上，砖瓦和耐火材料行业地方排放标准缺失，现行标准已不能适应新形势发展需要。随着河北省 PM2.5 浓度逐步改善，臭氧已成为影响全省优良天数和综合指数排名的首要污染物。现行的《工业企业挥发性有机物排放控制标准》已不能满足管控需求。同时，鉴于省内工业涂装、包装印刷和玻璃钢等三个行业存在高挥发性有机物含量原辅料使用量大、废气节点多且分散、无组织收集困难等特性，需要制定三个行业排放标准，实现挥发性有机物排放全过程控制。标准主要内容包括标准适用范围，此外也明确了排放指标和限值，确定实施时间为 2026 年 1 月 1 日。

数据来源：<https://mhuanbao.bjx.com.cn/mnews/20250905/1459522.shtml>

3.5. 亚洲首个管网机器人联合实验室成立！香港水务署、博铭维技术等共同打造

9 月 1 日，博铭维技术与香港水务署、香港理工大学于香港青衣“Q-Leak”地下水管测漏中心正式签署合作备忘录，共同成立管道机械人联合实验室，致力于开发先进的管道机械人技术，推动香港智慧水务发展，主要做出以下三方面的突破。

(1) 突破传统技术瓶颈，助力智慧水务发展征程。此次成立的管道机械人联合实验室，旨在通过开发多功能的先进管道机械人技术，实现高精准度的管道检查，降低水管爆裂和渗漏风险。博铭维技术凭借在地下管网机器人及 AI 领域的多年积累，深度参与联合实验室，为香港供水管网的安全与高效运维提供技术支持，共同研发更多符

合本地化需求和丰富功能的产品。

(2) 博铭维技术实力，为合作奠定坚实基础。水务署高级工程师表示，过去曾应用不同管道检测技术。由于相关技术是针对外国条件开发，而香港水压较高，难以将设备准确放入水管内，且水管多弯曲和分支，大部分水管更位于繁忙路段，监测精准度易受影响。博铭维技术研发的 Snake1000 曾经在多条水管进行实地测试。水务署也已经应用过此款设备，发现效果理想，更贴合香港实际需求的技术方案；

(3) 优势互补，推动技术走向国际市场。此次合作整合了博铭维技术与香港水务署、香港理工大学多方的技术优势以及科研实力。博铭维技术将凭借在内地市场的技术积累和实践经验，为实验室提供更多先进的技术和解决方案。未来实验室将逐步拓展管道机械人的功能，如搭载水质传感器监测水质状况、检测噪音等。随着技术的进步，为香港市民提供更优质的供水服务，助力国家及香港成为智慧水务的全球典范。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/Hpv56AT3M-xRnIB4MbcPsw>

4. 公司公告

表1: 公司公告

类型	公司	日期	事件
中标	福龙马	2025/9/2	公司 8 月预中标河南省的环卫服务项目，项目具体内容及项目金额以最终签署的正式合同为准。
担保	高能环境	2025/9/3	公司为全资子公司、控股子公司、控股孙公司提供连带责任保证担保。中鑫宏伟 1,000 万元，金寨宏伟 1,000 万，安徽中悦 1,000 万，金昌高能 3,000 万元，高能中色 6,000 万元，高能鹏富 13,000 万元。保证期间为三年内。
	*ST 京蓝	2025/9/4	公司为控股子公司云南业胜（持股 87.42%）向工商银行楚雄分行申请流动资金的贷款（本金不超过 1000 万元，利率不超过 4%，期限 36 个月）提供担保，额度为 1000 万元。
	创业环保	2025/9/4	公司为山东创业环保科技发展有限公司提供担保，金额不超过 825 万元，已实际为其提供的余额为 772.64 万元；山东公司以不低于本公司担保金额对应的未来收益向本公司提供反担保，无对外担保逾期的累计数量。
	永清环保	2025/9/5	公司为全资子公司新余永清向工商银行申请的 18,700 万元，期限为 15 年的项目营运期贷款提供连带责任保证担保，并追加“新余市生活垃圾焚烧发电 BOT 工程”一、二期项目垃圾处理收费权及垃圾发电收益权质押担保，担保期限为 15 年。
停牌/复牌	*ST 京蓝	2025/9/5	公司股票将于 9 月 5 日开市起停牌一天，并于 年 9 月 8 日开市起复牌；公司股票交易将于 9 月 8 日开市起撤销退市风险警示及部分其他风险警示，证券简称变更为“ST 京蓝”。
收购	武汉控股	2025/9/5	公司拟通过发行股份及支付现金的方式，购买武汉市城投集团持有的武汉市政院 100%股权。本次交易后，武汉市城投集团及武汉市水务集团合计持有上市公司股份比例将进一步提高至 52.61%。

股票激励	赛恩斯	2025/9/4	公司于9月2日首次授予限制性股票，基于审慎原则，首次授予的激励对象人数调整为183人，授予的限制性股票数量调整为477.10万股，预留授予的限制性股票数量保持不变。
	美埃科技	2025/9/4	公司将限制性股票授予价格由15.60元/股调整为15.40元/股。
	劲旅环境	2025/9/4	公司限制性股票授予日：2025年9月3日；限制性股票授予数量：173万股；限制性股票授予价格：11.18元/股；限制性股票授予人数：22人。
投资	军信股份	2025/9/1	1、投资协议：公司孙公司军信环保（阿拉木图）有限公司与哈萨克斯坦共和国生态与自然资源部签订《哈萨克斯坦共和国阿拉木图市固废科技处置发电项目投资协议》； 2、投资项目：哈萨克斯坦共和国阿拉木图市固废科技处置发电项目； 3、项目内容：项目规划生活垃圾处理规模为不少于2000吨/日； 4、项目总投资：投资金额不少于1,450亿坚戈（折合不少于2.8亿美元）；
募资	海峡环保	2025/9/2	为偿还债务融资工具，9月1日，公司公开发行25海峡环保SCP001（科创债），总额为3亿元人民币，本期期限为270天，发行价格为100元，发行利率为1.85%，于发行日起息，兑付方式为2026年5月29日到期一次性还本付息。
	国中水务	2025/9/3	公司赎回由上海农商银行委托理财的8500万闲置募集资金，本金及收益（24.21万元）均已归还至相应募集资金账户。
股份质押/解除	仕净科技	2025/9/2	公司控股股东及实控人朱叶女士为归还股票质押融资，与北京天蝎座资产管理有限公司、山东省国际信托股份有限公司签署了《股份转让协议》，将其持有且质押给山东国际信托的10,099,760股公司股份（占公司总股本的4.99%）拟通过协议转让方式进行股票质押式回购交易违约处置。
	福鞍股份	2025/9/2	公司控股股东福鞍控股近日办理了660万股股份质押及400万股股份解质押手续。本次质押股份占福鞍控股及其一致行动人所持股份的3.83%，占公司总股本的2.06%；本次解质押股份占福鞍控股及其一致行动人所持股份的2.32%，占公司总股本的1.25%。
股份减持	高能环境	2025/9/1	公司的控股股东、实际控制人李卫国先生持有公司263,452,149股，占公司总股本17.30%，均为无限售条件流通股，目的是偿还债务，减持期间自本公告披露之日起15个交易日后的3个月内。
	三达膜	2025/9/2	公司股东清源中国持有公司股份85,682,350股（占25.81%），上述股份为无限售流通股且为IPO前取得。为自身资金需求计划通过集中竞价减持不超过3,320,120股（占1%），于9月23日~12月22日进行。
	联合水务	2025/9/5	公司股东UW Holdings Limited持有公司股份32,796,889股（占7.75%），上述股份为无限售流通股且为IPO前取得。为企业自身财务考量及LP投资回收需要计划通过拟通过集中竞价（不超过1%）和大宗交易（不超过2%）的方式，于减持公告披露之日起15个交易日后的三个月内进行。
其他	海峡环保	2025/9/2	公司同意子公司负责的梅溪、白金污水处理厂一期工程污水处理服务费单价分别核定为2.34元/吨、2.66元/吨，执行时间分别为2017年8月1日至2024年3月31日止、2017年11月1日至二期项目建成转商业运营之日止。

数据来源：Choice，东吴证券研究所

5. 大事提醒

表2: 大事提醒

日期	证券简称	事件
9月8日	菲达环保	股权激励
9月8日	玉禾田	股东大会
9月8日	中兰环保	股东大会
9月8日	飞南资源	股东大会
9月9日	福龙马	股东大会

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

- 《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》2025-8-12
- 《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 α ，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：仓庚啾啾采蘩祁祁——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主等的变化，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>