

## 环保行业跟踪周报

# 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

增持（维持）

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

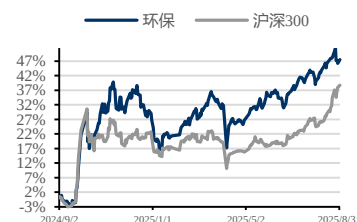
执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **重点推荐：**瀚蓝环境，绿色动力，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：**绿色动力环保，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。
- **垃圾焚烧 25H1 总结：降本增效提 ROE&现金流改善提分红持续兑现。【瀚蓝环境】内生&并购成长超预期，首次派发中期股息。**25H1 归母净利润 9.67 亿元，剔除上年同期一次性收益后同比+28%，主要系①粤丰 6 月净利润 1.17 亿元，并表贡献归母 0.6 亿（持股 52.44%），②内生供热量 91.20 万吨（+40%），供热收入 1.34 亿元（+40%），③确认子公司江西瀚蓝业绩赔偿收入 0.45 亿元，25H1 自由现金流 3.38 亿元（其中粤丰并表增加 1.47 亿元），同比+4.95 亿元，首次中期分红，每股派息 0.25 元（含税），彰显积极分红意愿。**【绿色动力】多元化增收&降本提效，25H1 归母净利润同增 24%。**25H1 公司通过掺烧污泥垃圾量提升、供汽量增加（25H1 供汽量 51.38 万吨，同增 115%）、渗滤液沼气提纯销售实现增收，25H1 同口径下运营收入同比+0.46 亿元，同比+2.83%，通过集采、精细化管理、债务优化等降本。25H1 自由现金流同增 45%，中期派息同比持平。**【海螺创业】固废稳健增长&水泥业绩反转，自由现金流转正。**25H1，主业归母净利润同减 6%至 4.46 亿元，应占联营公司损益同增 20%至 8.39 亿元（主要系海螺水泥盈利修复）。垃圾处置核心业务稳健增长，入炉吨发 397 度（+10 度），吨上网 336 度（+10 度），供热量 31.3 万吨（+170%）。25H1 自由现金流 0.4 亿元（24H1 为-8.6 亿元），分红能力提升。**【永兴股份】产能爬坡垃圾处理量提升，支撑归母净利润同增 9%。**25H1，公司垃圾焚烧发电项目的垃圾进厂总量合计 535.83 万吨，垃圾量提升推动产能利用率提至 85%，其中累计掺烧存量垃圾超 80 万吨（24 全年超 70 万吨）。25H1 自由现金流 6.7 亿元（+34%）。
- **政策追踪：加强全国碳市场建设，行业扩容&总量控制，碳监测趋严。**2025 年 8 月 25 日，中央办公厅、国务院联合印发《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》。明确全国碳市场将逐步扩大覆盖行业范围，逐步建成减排效果明显、规则体系健全、价格水平合理的碳定价机制，强调以总量控制为基础的配额管理制度，加强碳排放核算与数据监测。《意见》影响如下：（1）碳监测趋严，双碳数据检测设备需求增加，建议关注：碳监测设备【雪迪龙】【聚光科技】等；（2）绿电资产价值重估，利好垃圾发电等；（3）循环再生等 CCER 减排项目变现机制理顺。重点推荐：再生塑料【英科再生】危废资源化【高能环境】，建议关注：锂电回收【天奇股份】，生物柴油&生物航煤【嘉澳环保】【卓越新能】【山高环能】【鹏鹞环保】等。
- **行业观点：【水务运营】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 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。**重点推荐【兴蓉环境】【粤海投资】【洪城环境】，建议关注【首创环保】。【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：**板块自由现金流于 23 年转正，24 年持续增厚，提分红兑现。**测算分红潜力=（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%；预计 26 年标的的分红潜力达 50%~150%+。2）**降本增效提 ROE：**通过降本、供热、IDC 合作等方式提质增效，带来 ROE 提升！如绿色动力 25H1 归母净利润同增 24%，供热量同增 115%，25H1 加权 ROE 同增 0.77pct 至 4.57%。**重点推荐【瀚蓝环境】【绿色动力】【海螺创业】【永兴股份】【光大环境】【军信股份】等。**（估值日期：2025/9/1）
- **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/福龙马新能源车市占率分别为 30%/15%/8%。2）**生物柴油：生物柴油均价回升，单吨净利改善。**2025/8/22-2025/8/28 生柴均价 8400 元/吨（周环比持平），地沟油均价 6544.71 元/吨（周环比+0.8%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利 115 元/吨（周环比-42.4%）。3）**锂电回收：碳酸锂价格&三元极片粉锂折扣系数下跌，盈利改善。**截至 2025/8/29，三元电池粉锂系数周环比-1.0%，锂/钴/镍系数分别为 70%/74%/74%。截至 2025/8/29，碳酸锂 7.96 万（周环比-5.0%），金属钴 26.7 万（周环比+2.3%），金属镍 12.26 万（周环比+1.4%）。根据模型测算单吨废料毛利-0.32 万（周环比-0.030 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

《PPP 存量项目新规发布，环保板块迎“资产+现金流”价值重估》

2025-08-26

《农林生物质受益于 CCER 扩容，欧盟《循环经济法案》渐近重视再生资源》

2025-08-17

## 内容目录

|                                                              |           |
|--------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 最新观点</b>                                               | <b>4</b>  |
| 1.1. 垃圾焚烧 25H1 总结：降本增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！                    | 4         |
| 1.2. 加强全国碳市场建设，行业扩容&总量控制，碳监测趋严                               | 8         |
| 1.3. 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                | 9         |
| 1.4. 水务运营：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！                                 | 10        |
| 1.5. 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！                | 11        |
| 1.6. 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% | 12        |
| 1.7. 生物柴油：生物柴油均价回升，单吨净利改善                                    | 14        |
| 1.8. 锂电回收：碳酸锂价格&三元极片粉锂折扣系数下跌，盈利改善                            | 15        |
| <b>2. 行情表现</b>                                               | <b>17</b> |
| 2.1. 板块表现                                                    | 17        |
| 2.2. 股票表现                                                    | 17        |
| <b>3. 行业新闻</b>                                               | <b>19</b> |
| 3.1. 中共中央办公厅、国务院办公厅《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》                  | 19        |
| 3.2. 中共中央国务院《关于推动城市高质量发展的意见》正式印发                             | 19        |
| 3.3. 国务院发文事关环保领域！市政基础设施智能化改造升级将铺开！                           | 19        |
| 3.4. 全国首个绿色低碳循环经济示范基地在津启动试运行                                 | 20        |
| 3.5. 市场监管总局《关于公用事业领域的反垄断指南》公开征求意见                            | 21        |
| <b>4. 公司公告</b>                                               | <b>21</b> |
| <b>5. 大事提醒</b>                                               | <b>25</b> |
| <b>6. 往期研究</b>                                               | <b>26</b> |
| 6.1. 往期研究：公司深度                                               | 26        |
| 6.2. 往期研究：行业专题                                               | 28        |
| <b>7. 风险提示</b>                                               | <b>30</b> |

图表目录

图 1: 2025H1 垃圾焚烧板块营收同比+1% ..... 4

图 2: 25H1 垃圾焚烧板块归母净利同比+8% ..... 4

图 3: 25H1 垃圾焚烧板块利润率同比提升 ..... 4

图 4: 降本增效持续推进，财务费用率显著下降 ..... 4

图 5: 2025H1 垃圾焚烧经营性现金流净额同比+9% ..... 5

图 6: 2025H1 垃圾焚烧板块资本开支同比-19% ..... 5

图 7: 2025H1 垃圾焚烧板块自由现金流持续增厚 ..... 5

图 8: 2025 年垃圾焚烧企业中期分红稳中有升 ..... 6

图 9: 2024H1 和 2025H1 垃圾焚烧企业 ROE（加权） ..... 6

图 10: 2025H1 垃圾焚烧企业归母净利润与经营指标 ..... 7

图 11: 2025H1 垃圾焚烧企业现金流与分红潜力 ..... 7

图 12: 环卫车销量与增速（单位：辆） ..... 13

图 13: 新能源环卫车销量与增速（单位：辆） ..... 13

图 14: 环卫新能源渗透率 ..... 13

图 15: 2025M1-7 环卫装备销售市占率 ..... 14

图 16: 2025M1-7 新能源环卫装备销售市占率 ..... 14

图 17: 国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨） ..... 15

图 18: 国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨） ..... 15

图 19: 锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/8/25~2025/8/28） ..... 16

图 20: 锂电循环项目单位毛利情况跟踪 ..... 16

图 21: 2025/8/25-2025/8/29 各行业指数涨跌幅比较 ..... 17

图 22: 2025/8/25-2025/8/29 环保行业涨幅前十标的 ..... 18

图 23: 2025/8/25-2025/8/29 环保行业跌幅前十标的 ..... 18

表 1: 《意见》设定的全国碳市场建设核心目标与举措 ..... 8

表 2: 公司公告 ..... 21

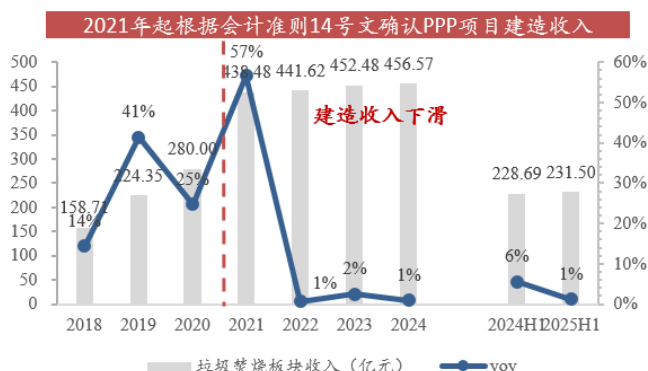
表 3: 大事提醒 ..... 25

## 1. 最新观点

### 1.1. 垃圾焚烧 25H1 总结：降本增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！

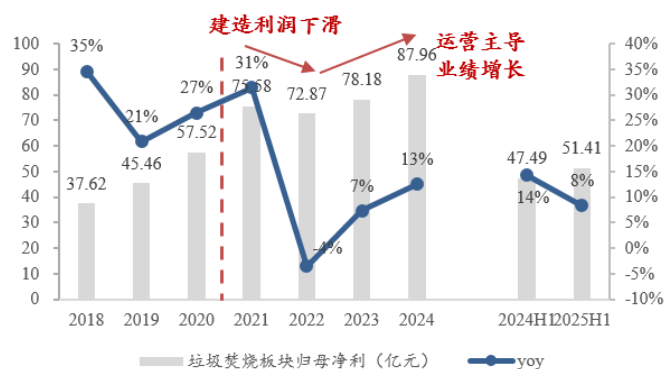
**收入利润端：**垃圾焚烧板块收入平稳，运营主导业绩增长，提质增效利润率上行，财务费用率显著下降。2025H1 垃圾焚烧板块收入 232 亿元（+1%），归母净利润 51 亿元（+8%），建造下滑影响于 2021 年集中释放，运营增长主导业绩稳定。随着运营收入占比提升、运营端产能爬坡&提质增效，毛利率和净利率持续上行，期间费用率下降。25H1 板块期间费用率 12.7%（-0.3pct），其中财务费用率 5.3%（-0.6pct）。

图1：2025H1 垃圾焚烧板块营收同比+1%



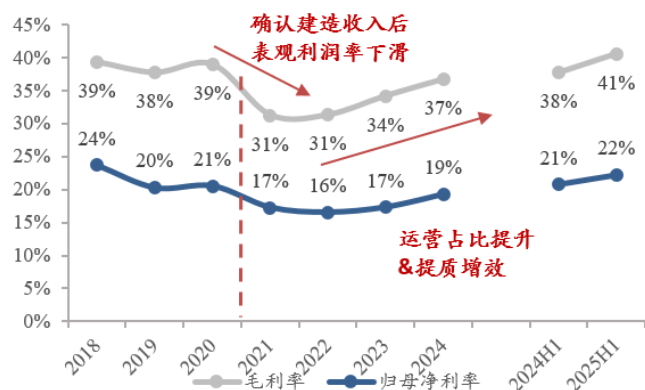
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：25H1 垃圾焚烧板块归母净利同比+8%



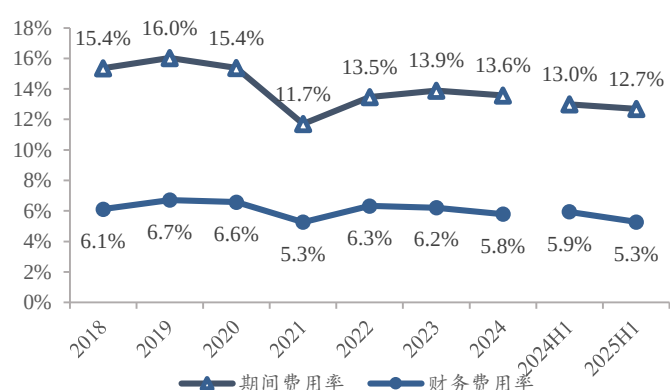
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：25H1 垃圾焚烧板块利润率同比提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：降本增效持续推进，财务费用率显著下降

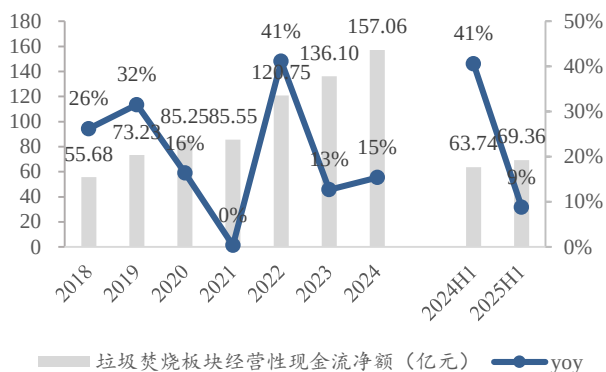


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**现金流：**垃圾焚烧经营性现金流净额提升，资本开支保持下行，自由现金流持续增厚。2025H1 垃圾焚烧板块经营性现金流净额 69 亿元（+9%，较归母增速接近略高），公司加强应收管控，处理费回款改善，以及 BOT 在建规模下降，确认金融资产计入经营

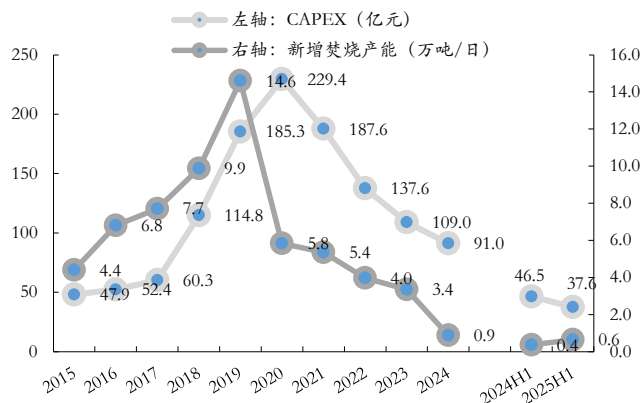
活动现金流出的部分随之下降；资本开支 38 亿元 (-19%)；测算简易自由现金流 32 亿元 (2024H1 为 17 亿元)，显著增厚。

图5：2025H1 垃圾焚烧经营性现金流净额同比+9%



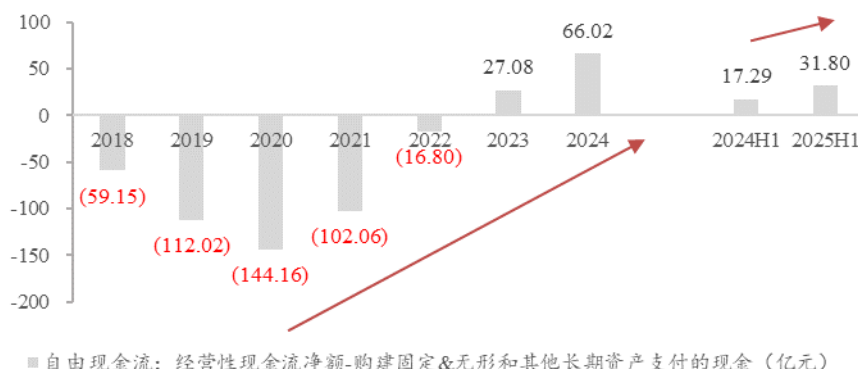
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2025H1 垃圾焚烧板块资本开支同比-19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2025H1 垃圾焚烧板块自由现金流持续增厚



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**分红：**随着垃圾焚烧板块各企业自由现金流持续增厚，2025 年中期分红稳中有升。25H1 瀚蓝环境首次中期分红，显现积极分红态度。光大环境 25H1 中期分红同比+0.01 港元/股，其余中期分红企业每股派息同比持平。

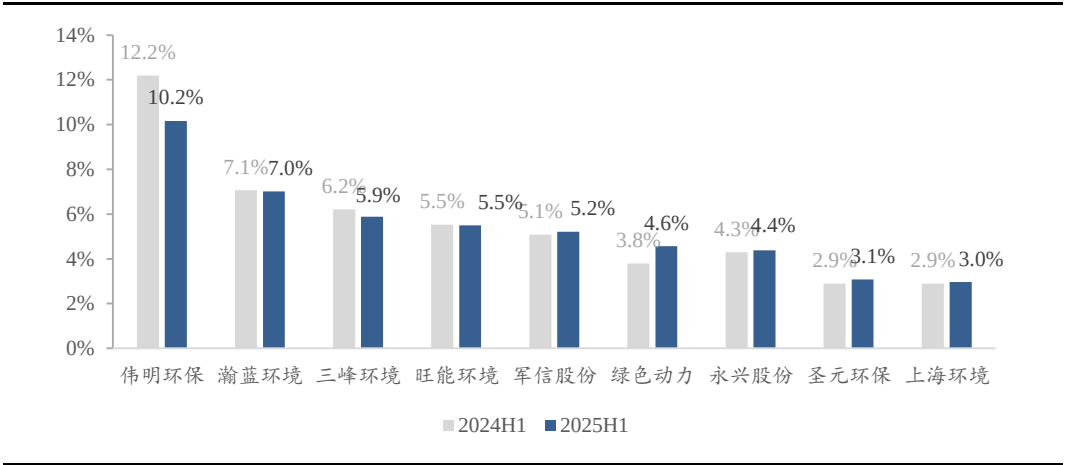
图8：2025 年垃圾焚烧企业中期分红稳中有升

|        | 2024H1                 |            | 2024年             |            |              | 2025H1   |            |
|--------|------------------------|------------|-------------------|------------|--------------|----------|------------|
|        | 每股派息                   | 中期<br>分红比例 | 全年每股派息<br>(含24H1) | 全年<br>分红比例 | 对应24年<br>股息率 | 每股派息     | 中期<br>分红比例 |
| 光大环境   | 0.14港元/股               | 35.0%      | 0.23              | 41.8%      | 5.2%         | 0.15港元/股 | 41.8%      |
| 海螺创业   | 24年10月特别派<br>息0.10港元/股 | /          | 0.40              | 32.4%      | 3.9%         | 0.10港元/股 | 12.71%     |
| 绿色动力环保 | 0.10元/股                | 46.0%      | 0.30              | 71.4%      | 7.0%         | 0.10元/股  | 36.9%      |
| 绿色动力   |                        |            |                   |            | 4.3%         |          |            |
| 旺能环境   | 0.20元/股                | 23.7%      | 0.50              | 38.1%      | 2.9%         | 0.20元/股  | 22.3%      |
| 瀚蓝环境   | /                      | /          | 0.80              | 39.2%      | 3.0%         | 0.25元/股  | 21.1%      |
| 永兴股份   | /                      | /          | 0.60              | 65.8%      | 3.8%         | /        | /          |
| 三峰环境   | /                      | /          | 0.25              | 35.1%      | 2.9%         | /        | /          |
| 军信股份   | /                      | /          | 0.90              | 94.6%      | 5.8%         | /        | /          |
| 伟明环保   | /                      | /          | 0.48              | 30.1%      | 2.5%         | /        | /          |
| 上海环境   | /                      | /          | 0.10              | 23.4%      | 1.2%         | /        | /          |
| 圣元环保   | /                      | /          | 0.07              | 10.1%      | 0.4%         | /        | /          |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**盈利能力：2025H1 垃圾焚烧纯运营企业 ROE 稳步提升。**垃圾焚烧纯运营企业绿色动力、军信股份、永兴股份加权平均 ROE 分别同比+0.77pct、+0.13pct、+0.08pct；伟明环保 25H1 设备收入下滑，投资新材料板块利润贡献待释放；瀚蓝环境 25 年 6 月粤丰并表，资产端净资产增加，利润端仅贡献 1 个月。

图9：2024H1 和 2025H1 垃圾焚烧企业 ROE（加权）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司表现：2025H1 提质增效&现金流改善逻辑持续兑现。**

**【瀚蓝环境】内生&并购成长超预期，首次派发中期股息。**25H1 归母净利润 9.67 亿元，剔除上年同期一次性收益后同比+28%，主要系①粤丰 6 月净利润 1.17 亿元，并表贡献归母 0.6 亿（持股 52.44%），②内生供热量 91.20 万吨（+40%），供热收入 1.34 亿元（+40%），③确认子公司江西瀚蓝业绩赔偿收入 0.45 亿元，25H1 自由现金流 3.38 亿元（其中粤丰并表增加 1.47 亿元），同比+4.95 亿元，首次中期分红，每股派息 0.25 元（含税），彰显积极分红意愿。

【绿色动力 A+H】多元化增收&降本提效，25H1 归母净利润同增 24%。25H1 公司个污泥拓展垃圾量提升、供汽量增加（25H1 供汽量 51.38 万吨，同增 115%）、渗滤液沼气提纯销售实现增收，25H1 同口径下运营收入同比+0.46 亿元，同比+2.83%，通过集采、精细化管理、债务优化等降本。25H1 自由现金流同增 45%，中期派息同比持平。

【海螺创业】固废稳健增长&水泥业绩反转，自由现金流转正。2025H1，公司归母净利润 12.86 亿元，同比增长 9.33%。其中主业归母净利同减 6%至 4.46 亿元，应占联营公司损益同增 20%至 8.39 亿元（主要系海螺水泥盈利修复）。垃圾处置核心业务稳健增长，发电效率&供热双升，入炉吨发 397 度（+10 度），吨上网 336 度（+10 度），供热量 31.3 万吨（+170%）。25H1 自由现金流 0.4 亿元（24H1 为-8.6 亿元），分红能力提升。

【永兴股份】产能爬坡垃圾处理量提升，支撑归母净利润同增 9%。2025H1，公司垃圾焚烧发电项目的垃圾进厂总量合计 535.83 万吨，垃圾量提升推动产能利用率提至 85%，其中累计掺烧存量垃圾超 80 万吨（24 全年超 70 万吨）。25H1 自由现金流 6.7 亿元（+34%）。

图10：2025H1 垃圾焚烧企业归母净利润与经营指标

| 代码        | 公司   | 归母净利润（亿元） |        | 运营产能（万吨/日） |       | 垃圾处理量（万吨） |       | 吨发电（度） |       | 吨上网（度） |       | 供热（万吨） |      | 发电供热比 |       |
|-----------|------|-----------|--------|------------|-------|-----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|------|-------|-------|
|           |      | 25H1      | YOY    | 25H1 末     | 产能利用率 | 25H1      | YOY   | 25H1   | YOY   | 25H1   | YOY   | 25H1   | YOY  | 25H1  | YOY   |
| 301109.SZ | 军信股份 | 4.00      | 49.2%  | 1.2        | 86%   | 186       | 10.7% | /      | /     | 476    | 9.7%  | /      | /    | /     | /     |
| 601330.SH | 绿色动力 | 3.77      | 24.5%  | 4.0        | 97%   | 715       | 2.1%  | 355    | -0.5% | 295    | -0.1% | 51     | 115% | 4.6%  | 2.4%  |
| 000885.SZ | 城发环境 | 5.89      | 20.2%  | 3.8        | 88%   | 606       | 5.6%  | 295    | 1.9%  | 252    | 3.0%  | 72     | 8%   | 8.6%  | -0.1% |
| 301175.SZ | 中科环保 | 1.96      | 19.8%  | 1.4        | 81%   | 214       | -1.6% | /      | /     | 248    | 8.1%  | 88     | 12%  | 24.9% | 0.9%  |
| 300867.SZ | 圣元环保 | 1.15      | 12.1%  | 1.8        | 88%   | 290       | -2.7% | 335    | 2.2%  | 285    | 2.1%  | 6      | /    | 1.3%  | /     |
| 0586.HK   | 海螺创业 | 12.86     | 9.3%   | 4.8        | 105%  | 933       | 3.5%  | /      | /     | 289    | 2.9%  | 31     | 170% | 2.3%  | 1.4%  |
| 601033.SH | 永兴股份 | 4.61      | 9.3%   | 3.5        | 85%   | 536       | /     | 479    | /     | 412    | /     | 9      | /    | 0.8%  | /     |
| 600323.SH | 瀚蓝环境 | 9.67      | 9.0%   | 6.6        | 112%  | 759       | 18.0% | 386    | 2.6%  | 337    | 3.5%  | 94     | 42%  | 6.9%  | 0.9%  |
| 601200.SH | 上海环境 | 3.36      | 7.3%   | 3.9        | 96%   | 686       | 1.6%  | 393    | 0.2%  | 330    | 0.5%  | /      | /    | 0.0%  | 0.0%  |
| 002034.SZ | 旺能环境 | 3.82      | 5.2%   | 2.2        | 113%  | 451       | 1.2%  | 337    | 3.3%  | 284    | 1.8%  | 75     | 24%  | 10.5% | 1.6%  |
| 601827.SH | 三峰环境 | 6.78      | 1.3%   | 4.3        | 100%  | 773       | 2.6%  | 397    | 0.8%  | 352    | 1.1%  | 53     | 12%  | 3.7%  | 0.3%  |
| 603568.SH | 伟明环保 | 14.25     | 0.3%   | 3.7        | 96%   | 656       | 9.0%  | 345    | -1.3% | 284    | -1.2% | 5      | 67%  | 0.6%  | 0.2%  |
| 0257.HK   | 光大环境 | 22.07     | -10.1% | 13.9       | 104%  | 2650      | 2.0%  | 392    | 3.1%  | 334    | 3.5%  | 162    | 39%  | 3.5%  | 0.8%  |
| 000035.SZ | 中国天楹 | 2.12      | -4.2%  | 2.2        | 106%  | 417       | -2.8% | /      | /     | 255    | -2.0% | 116    | 60%  | 17.9% | 6.4%  |

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

注：光大环境归母净利货币单位为港元，其余均为人民币；瀚蓝环境产能利用率为瀚蓝内生，不含并表的粤丰；永兴股份垃圾量口径调整，25H1 与 24H1 数据不可比

图11：2025H1 垃圾焚烧企业现金流与分红潜力

| 代码        | 公司   | 归母净利润（亿元） |        | 经营性现金流净额（亿元） |      | 资本支出（亿元） |      | 自由现金流（亿元） |       |       | 财务费用（亿元） |      | 25H1 分红潜力=（自由现金流-财务费用）/归母净利润 |  |
|-----------|------|-----------|--------|--------------|------|----------|------|-----------|-------|-------|----------|------|------------------------------|--|
|           |      | 25H1      | YOY    | 25H1         | YOY  | 25H1     | YOY  | 24H1      | 25H1  | YOY   | 25H1     | YOY  |                              |  |
| 301109.SZ | 军信股份 | 4.00      | 49.2%  | 7.24         | 60%  | 3.01     | 4%   | 1.6       | 4.2   | 157%  | 0.5      | 2%   | 92%                          |  |
| 601330.SH | 绿色动力 | 3.77      | 24.5%  | 6.32         | 16%  | 1.57     | -27% | 3.3       | 4.7   | 45%   | 1.9      | -19% | 75%                          |  |
| 000885.SZ | 城发环境 | 5.89      | 20.2%  | 9.77         | 54%  | 7.18     | -15% | (2.1)     | 2.6   | 223%  | 2.6      | -9%  | 0%                           |  |
| 301175.SZ | 中科环保 | 1.96      | 19.8%  | 2.98         | 25%  | 2.63     | 7%   | (0.1)     | 0.3   | 690%  | 0.3      | -6%  | 1%                           |  |
| 300867.SZ | 圣元环保 | 1.15      | 12.1%  | 2.81         | 119% | 2.10     | 58%  | (0.0)     | 0.7   | 1573% | 0.8      | -14% | -9%                          |  |
| 0586.HK   | 海螺创业 | 12.86     | 9.3%   | 9.15         | -3%  | 8.75     | -51% | (8.6)     | 0.4   | 105%  | 3.3      | -6%  | -23%                         |  |
| 601033.SH | 永兴股份 | 4.61      | 9.3%   | 9.26         | 2%   | 2.56     | -37% | 5.0       | 6.7   | 34%   | 1.4      | -22% | 115%                         |  |
| 600323.SH | 瀚蓝环境 | 9.67      | 9.0%   | 12.21        | 30%  | 8.83     | -20% | (1.6)     | 3.4   | 315%  | 2.7      | 8%   | 7%                           |  |
| 601200.SH | 上海环境 | 3.36      | 7.3%   | 3.04         | -17% | 1.79     | -22% | 1.4       | 1.2   | -8%   | 1.3      | -19% | -1%                          |  |
| 002034.SZ | 旺能环境 | 3.82      | 5.2%   | 6.24         | 5%   | 2.51     | -38% | 1.9       | 3.7   | 94%   | 1.0      | -6%  | 70%                          |  |
| 601827.SH | 三峰环境 | 6.78      | 1.3%   | 9.01         | -20% | 3.38     | -8%  | 7.6       | 5.6   | -26%  | 1.3      | -15% | 64%                          |  |
| 603568.SH | 伟明环保 | 14.25     | 0.3%   | 13.24        | 1%   | 11.80    | -21% | (1.9)     | 1.4   | 177%  | 1.3      | 0%   | 1%                           |  |
| 0257.HK   | 光大环境 | 22.07     | -10.1% | 38.5         |      | 16.74    |      | 9.7       | 21.7  | 124%  | 12.5     | -19% | 42%                          |  |
| 000035.SZ | 中国天楹 | 2.12      | -4.2%  | 3.55         | -34% | 4.20     | -45% | (2.2)     | (0.6) | 70%   | 2.1      | 1%   | -13%                         |  |

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

注：光大环境货币单位为港元，其余均为人民币（参考 2025/8/31 港币兑人民币汇率 0.92）

1.2. 加强全国碳市场建设，行业扩容&总量控制，碳监测趋严

2025 年 8 月 25 日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《关于推进绿色低碳转型 加强全国碳市场建设的意见》，明确全国碳市场将逐步扩大覆盖行业范围，逐步建成减排效果明显、规则体系健全、价格水平合理的碳定价机制。作为我国碳市场建设的纲领性文件，该《意见》为未来 5-10 年全国碳市场的发展明确时间表和路线图，标志着我国碳市场将从初期探索阶段，迈入覆盖范围更广、交易更活跃、定价更有效的“总量控制”和“价值发现”新阶段。

**政策设定了清晰的阶段性目标：**到 2027 年，全国碳排放权交易市场（CEA）将基本覆盖工业领域主要排放行业，温室气体自愿减排交易市场（CCER）实现重点领域全覆盖，并对碳排放稳定的行业率先实施配额总量控制；到 2030 年，将建成制度成熟、价格合理的碳市场体系，形成有效的碳定价机制。

为实现这些目标，政策部署了多项关键任务：一是加快建设 CEA 市场，通过**扩大行业覆盖范围**、完善以**总量控制为基础的配额管理制度**（包括推行免费与有偿分配结合、建立配额储备与调节机制）来强化市场基础；二是着力提升市场活力，重点**加快 CCER 市场建设**，建立科学的方法学体系，推动 CCER 在各类场景中的应用，并加强交易风险监管；三是全面加强能力建设，包括**完善碳排放核算与报告制度、强化数据质量全过程监管**、规范核查机构管理及完善信息披露，以筑牢数据基础并提升透明度。探索开展基于自动监测的碳排放核算，加强碳排放关键计量器具配备、使用和管理，依法进行检定或校准；四是**扩大全国碳排放权交易市场覆盖范围**：根据行业发展状况、降碳减污贡献、数据质量基础、碳排放特征等，有序扩大覆盖行业范围和温室气体种类。

表1：《意见》设定的全国碳市场建设核心目标与举措

| 时间节点     | 核心目标     | 关键举措                                                     |
|----------|----------|----------------------------------------------------------|
| 到 2027 年 | 市场覆盖范围扩大 | CEA 市场基本覆盖工业领域主要排放行业；CCER 市场实现重点领域全覆盖。                   |
|          | 配额管理转向   | 对碳排放总量相对稳定的行业优先实施配额总量控制。                                 |
| 到 2030 年 | 市场体系基本建成 | 基本建成以配额总量控制为基础、免费和有偿分配相结合的 CEA 市场；建成诚信透明、与国际接轨的 CCER 市场。 |
|          | 定价机制形成   | 形成减排效果明显、规则体系健全、价格水平合理的碳定价机制。                            |
| 长期举措     | 配额管理     | 逐步由强度控制全面转向总量控制；有序提高有偿分配比例；建立配额储备和市场调节机制。                |
|          | 市场活力     | 稳慎推进碳金融产品和服务；稳妥推进金融机构参与交易；CCER 市场逐步引入自然人。                |

|  |      |                                                        |
|--|------|--------------------------------------------------------|
|  | 能力建设 | 加强碳排放核算与报告管理，探索基于自动监测的核算；强化数据质量全过程监管；培育咨询、检测、核查等技术服务业。 |
|--|------|--------------------------------------------------------|

数据来源：Choice，东吴证券研究所

**政策影响：**《意见》的发布，将从根本上改变我国碳资产的供需格局和价值体系。配额从免费行政分配逐步转向“总量控制”下的稀缺资产，碳价作为能源和生产成本的一部分将愈发重要，由此催生出清晰的产业链投资机遇。

**(1) 碳监测趋严，双碳数据监测设备需求增加：**《意见》大量强调加强碳排放核算、报告、核查及数据质量全过程监管，并明确提出“探索开展基于自动监测的碳排放核算”。随着碳市场覆盖范围扩大至更多行业，以及数据质量监管趋严，合规、精准的碳监测将成为控排企业的“刚需”投入，直接利好提供高精度监测设备、数据解决方案和核查服务的企业。建议关注：碳监测设备【聚光科技】、【雪迪龙】等。

**(2) 绿电资产价值重估，利好垃圾焚烧发电：**随着碳排放配额“总量收紧”和“有偿分配”比例提升，化石能源发电的环境成本将被内部化，直接推高其发电成本。这反向凸显了不产生直接碳排放的绿色电力（风、光、生物质、垃圾发电等）的经济优势。《意见》明确提出加强碳市场与绿电、绿证的协同衔接，未来绿电的“零碳属性”价值将愈发凸显。拥有大规模绿电资产的运营商，尤其是能提供稳定基荷电力的垃圾发电等固废企业，其资产价值有望迎来重估。

**(3) 循环再生与 CCER 项目开发：**《意见》明确要积极发展 CCER 市场，并鼓励党政机关、国企带头使用 CCER 抵消碳排放。这将极大提振 CCER 市场的需求和流动性，为从事可再生能源、林业碳汇、甲烷利用、塑料循环再生、锂电回收等项目的企业提供了稳定的碳收益变现渠道。以废塑料回收再生为例，其减碳效益显著，是 CCTR 项目的重要来源，市场化交易将直接增厚企业盈利。重点推荐：再生塑料【英科再生】、危废资源化【高能环境】。建议关注：锂电回收【天奇股份】，生物柴油&生物航煤【嘉澳环保】【卓越新能】【山高环能】【鹏鹞环保】等。

### 1.3. 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）4.17%；【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）4.29%，港股股息率（ttm）7.13%；【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）4.07%；【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）3.71%；【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 5.53%。（估值日期：2025/9/1）

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

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

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

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

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

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

#### 1.4. 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 PE9.2 倍，PB1.08，首创 25 年 PE12.9，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 PE9.2 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 PE11.2 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 5.2%。**建议关注：【首创环保】** PB (MRQ) 1.13 倍，对应 25 年 PE12.9 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：2025/9/1）

### 1.5. 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。

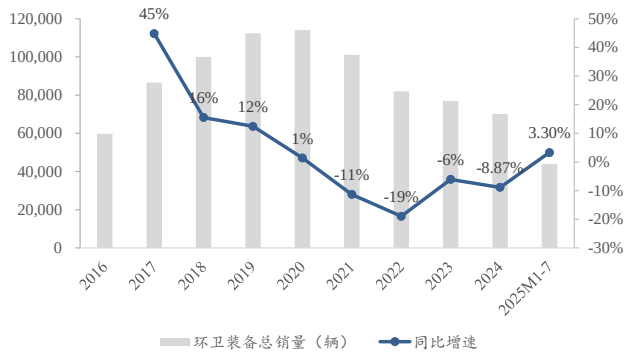
**风险提示：**政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧等。

## 1.6. 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。

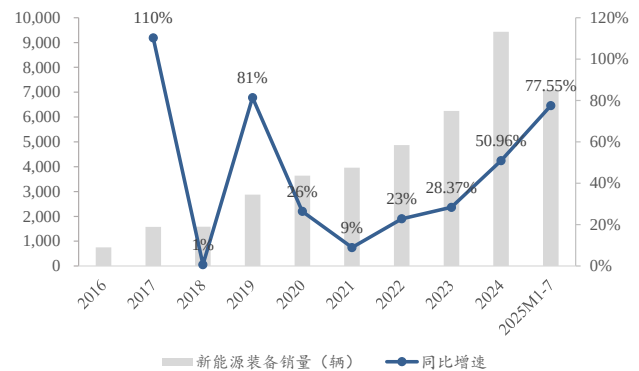
2025M7 新能源环卫车单月销量同增 27.11%，单月渗透率为 17.94%。2025M7，环卫车合计销量 5803 辆，同比变动+1.49%，环比变动-16.23%。其中，新能源环卫车销量 1041 辆，同比变动+27.11%，环比变动-24.73%，新能源渗透率 17.94%，同比变动+3.62pct。

图12: 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13: 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14: 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

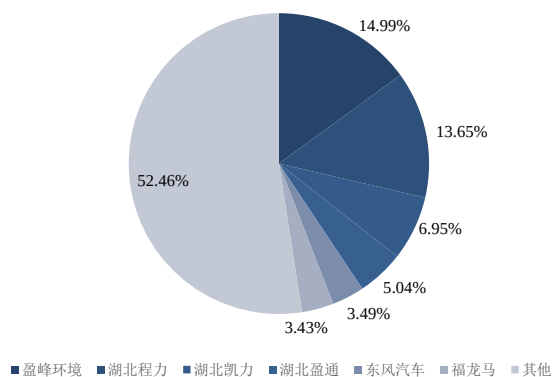
2025M1-7 重点公司情况:

**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)。

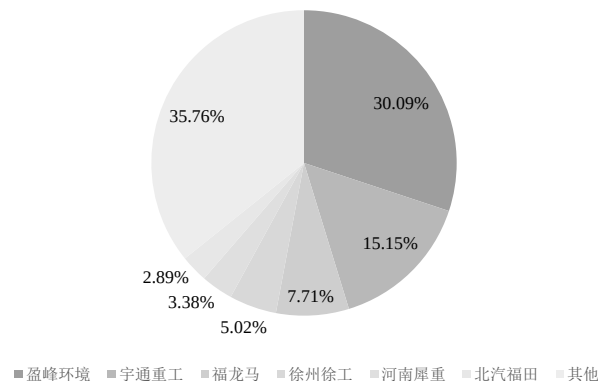
**宇通重工:** 环卫车市占率第七: 销售 1386 辆 (+2.74%), 市占率 3.15% (-0.02pct);  
 新能源市占率第二: 销售 1075 辆 (+29.21%), 市占率 15.15% (-5.67pct)

图15: 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16: 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

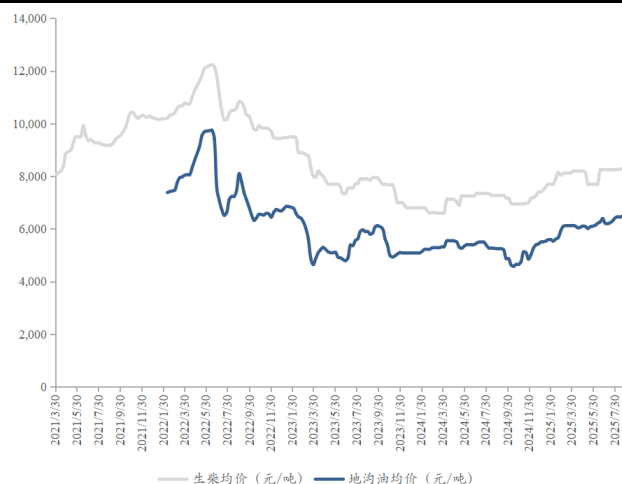
### 1.7. 生物柴油: 生物柴油均价回升, 单吨净利改善

**生物柴油均价回升, 单吨净利改善。**根据卓创资讯, 1) **原料端:** 2025/8/22-2025/8/28 地沟油均价 6544.71 元/吨, 环比 2025/8/15-2025/8/21 地沟油均价+0.8%。2) **产品端:** 2025/8/22-2025/8/28 全国生物柴油均价 8400 元/吨, 环比 2025/8/15-2025/8/21 生柴均价 +1.5%。3) **价差:** 国内 UCOME 与地沟油当期价差 1855.29 元/吨, 环比 2025/8/15-2025/8/21 价差+4.1%; 若考虑一个月的库存周期, 价差为 1989 元/吨, 环比 2025/8/15-2025/8/21 价差+0.9%, 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 115 元/吨 (环比 2025/8/15-2025/8/21 单吨盈利+3.1%)。

**废弃油脂方面,** 随着气温降低以及学校开学, 餐饮行业人流量或将有所增加, 前端废弃油脂收油量或将有所提升, 供应面有所缓和, 但由于 SAF 工厂对废弃油脂采购积极, 另外 8 月底至 9 月初听闻有部分船期交货, 刚需坚挺下, 下周地沟油、潲水油价格或难以下跌;

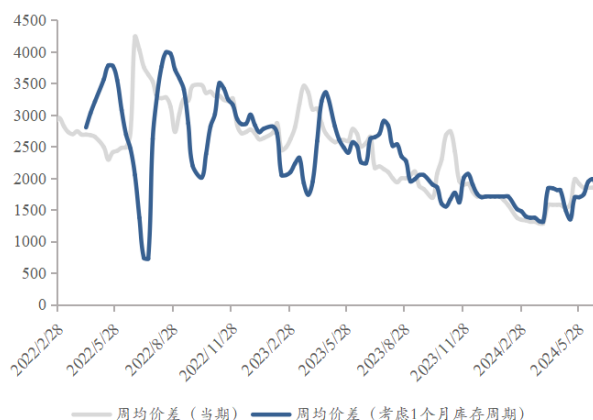
**生物柴油方面,** 成本面增加下, 对生物柴油价格有一定支撑, 但需求端薄弱下, 价格上涨空间有限, 预计维稳运行为主。

图17: 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18: 国内生物柴油与地沟油价差 (周度, 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

### 1.8. 锂电回收: 碳酸锂价格&三元极片粉锂折扣系数下跌, 盈利改善

**盈利跟踪: 碳酸锂价格下跌&三元极片粉锂折扣系数下跌, 盈利改善。**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 (2025/8/25~2025/8/29) 项目平均单位碳酸锂毛利为-2.04 万元/吨 (较前一周-0.192 万元/吨), 平均单位废料毛利为-0.32 万元/吨 (较前一周-0.03 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 2025/8/29, 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 7.96 万元/吨, 周环比变动-5.0%。2) **硫酸钴价格上涨。**金属钴价格为 26.7 万元/吨, 周环比变动+2.3%; **前驱体: 硫酸钴**价格为 5.25 万元/吨, 周环比变动+1%。3) **硫酸镍价格上涨。**金属镍价格为 12.26 万元/吨, 周环比变动+1.4%; **前驱体: 硫酸镍**价格为 2.74 万元/吨, 周环比持平。4) **硫酸锰价格持平。**金属锰价格为 1.50 万元/吨, 周环比持平; **前驱体: 硫酸锰**价格为 0.59 万元/吨, 周环比持平。

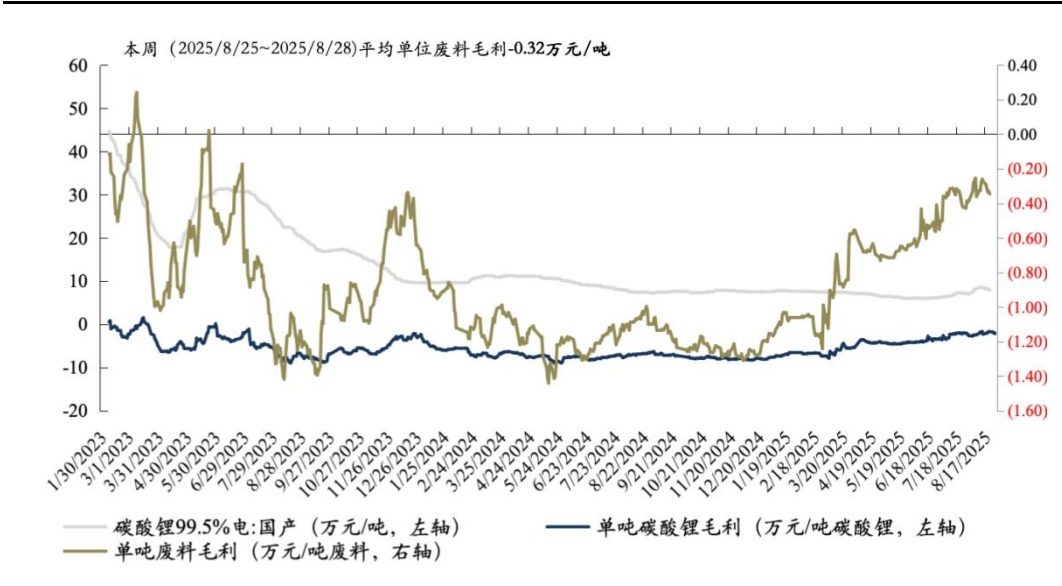
**三元极片粉锂折扣系数下跌。**截至 2025/8/29, 三元极片粉锂折扣系数周环比下跌。  
1) 三元极片粉锂折扣系数 70.0%, 周环比-1.0pct; 2) 三元极片粉钴折扣系数 74.0%, 周环比持平; 3) 三元极片粉镍折扣系数 74.0%, 周环比持平。

图19：锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/8/25~2025/8/28）

| 日期                |     | 8/25  | 8/26  | 8/27  | 8/28  | 8/29  | 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      |     | 8.16  | 8.16  | 8.16  | 7.99  | 7.96  |     | -5.0%    | 8.9%     |
| 长江有色市场:平均价:钴:1#   |     | 26.60 | 26.60 | 26.60 | 26.60 | 26.70 |     | 2.3%     | 1.5%     |
| 前驱体:硫酸钴           |     | 5.25  | 5.25  | 5.25  | 5.25  | 5.25  |     | 1.0%     | 2.9%     |
| 长江有色市场:平均价:镍板:1#  |     | 12.20 | 12.20 | 12.38 | 12.20 | 12.26 |     | 1.4%     | 0.0%     |
| 前驱体:硫酸镍:电池级       |     | 2.74  | 2.74  | 2.74  | 2.74  | 2.74  |     | 0.0%     | 0.6%     |
| 长江有色市场:平均价:电解锰:1# |     | 1.50  | 1.50  | 1.50  | 1.50  | 1.50  |     | 0.0%     | 0.0%     |
| 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     | 71    | 70.5  | 70.5  | 70.0  |     | -1.0 pct | -1.3 pct |
|                   |     | 钴     | 74    | 74.0  | 74.0  | 74.0  |     | 0.0 pct  | 0.3 pct  |
|                   |     | 镍     | 74    | 74.0  | 74.0  | 74.0  |     | 0.0 pct  | 0.3 pct  |
| 钴酸锂               | 极片粉 | 锂     | 68    | 68.0  | 68.0  | 67.0  |     | -1.0 pct | -2.0 pct |
|                   |     | 钴     | 76    | 76.3  | 76.3  | 76.3  |     | 0.0 pct  | 2.0 pct  |
|                   | 电池粉 | 锂     | 68    | 68.0  | 68.0  | 67.0  |     | -1.0 pct | -0.5 pct |
|                   |     | 钴     | 74    | 74.3  | 74.3  | 74.3  |     | 0.0 pct  | 1.0 pct  |

数据来源：Wind，SMM，东吴证券研究所

图20：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

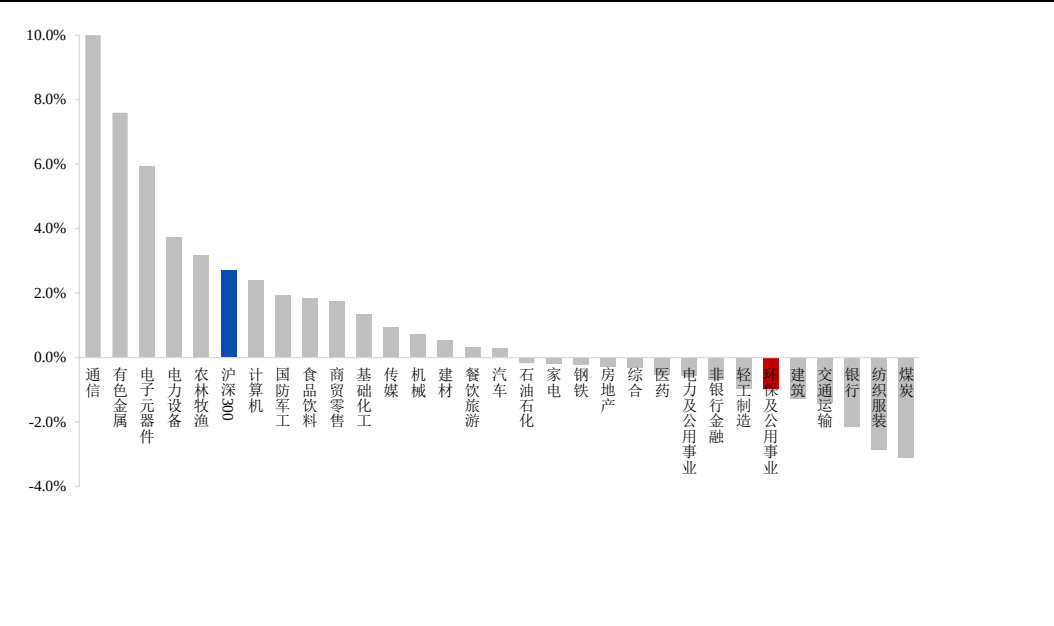
注：2023/1/30 起金属锂开始计折扣系数，盈利计算方式改变

2. 行情表现

2.1. 板块表现

2025/8/25-2025/8/29 本周环保及公用事业指数下跌 0.97%，表现弱于大盘。本周上证综指上涨 0.84%，深证成指上涨 4.36%，创业板指上涨 7.74%，沪深 300 指数上涨 2.71%，中信环保及公用事业指数下跌 0.97%。

图21： 2025/8/25-2025/8/29 各行业指数涨跌幅比较

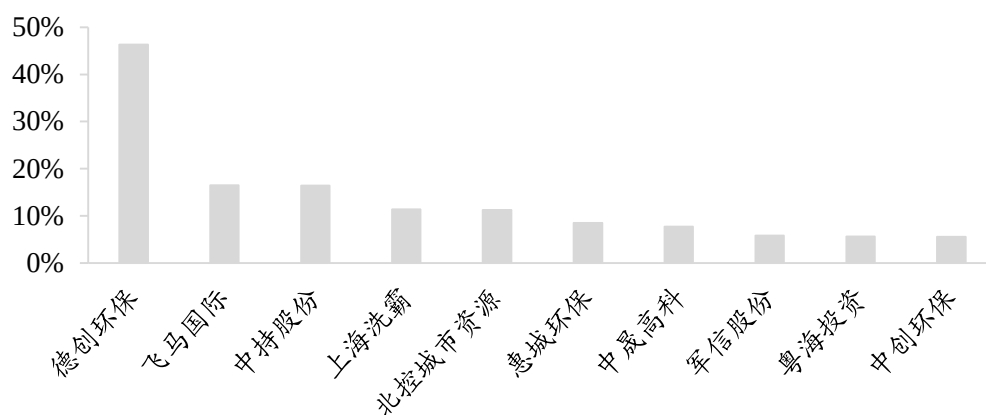


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2025/8/25-2025/8/29 本周涨幅前十标的为：德创环保 46.32%，飞马国际 16.5%，中持股份 16.4%，上海洗霸 11.4%，北控城市资源 11.27%，惠城环保 8.49%，中晟高科 7.73%，军信股份 5.83%，粤海投资 5.64%，中创环保 5.56%。

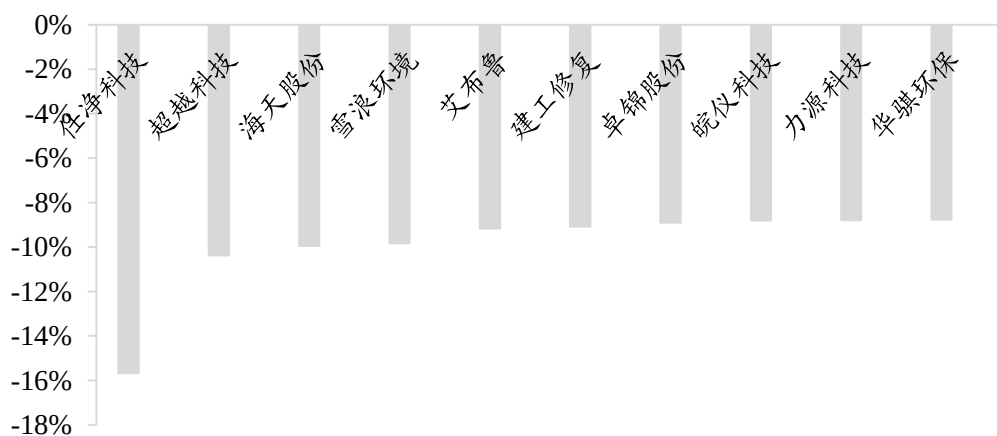
图22：2025/8/25-2025/8/29 环保行业涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2025/8/25-2025/8/29 本周跌幅前十标的为：**仕净科技-15.68%，超越科技-10.38%，海天股份-9.94%，雪浪环境-9.84%，艾布鲁-9.16%，建工修复-9.09%，卓锦股份-8.9%，皖仪科技-8.8%，力源科技-8.8%，华骐环保-8.77%。

图23：2025/8/25-2025/8/29 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. 中共中央办公厅、国务院办公厅《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》

8月25日，中共中央办公厅、国务院办公厅《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》（下称意见）对外公布。

意见明确，碳市场是利用市场机制积极应对气候变化、加快经济社会发展全面绿色转型的重要政策工具。目前，我国已建立重点排放单位履行强制减排责任的全国碳排放权交易市场和激励社会自主减排的全国温室气体自愿减排交易市场。

意见提出，到2027年，全国碳排放权交易市场基本覆盖工业领域主要排放行业，全国温室气体自愿减排交易市场实现重点领域全覆盖。到2030年，基本建成以配额总量控制为基础、免费和有偿分配相结合的全国碳排放权交易市场，建成诚信透明、方法统一、参与广泛、与国际接轨的全国温室气体自愿减排交易市场，形成减排效果明显、规则体系健全、价格水平合理的碳定价机制。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20250826/1457596.shtml>

#### 3.2. 中共中央国务院《关于推动城市高质量发展的意见》正式印发

8月28日，中共中央、国务院印发《关于推动城市高质量发展的意见》（以下简称《意见》），对加快城市发展方式转型、推动城市高质量发展作出重要部署。《意见》包括三个部分、9方面23条。第一部分是总体要求。明确了指导思想、工作原则，提出了到2030年、2035年两个时间点的工作目标。第二部分到第八部分是重点任务。第九部分是加强组织实施。

其中第五部分提到推动城市发展绿色低碳转型，涉及推进生产领域节能降碳、践行绿色低碳生活方式、加强城市生态环境治理等。重点提及，推动重点城市及周边区域大气污染物协同减排，持续改善空气质量。加强城市噪声污染、餐饮油烟治理。加强抗生素、微塑料等新污染物治理。推进建筑垃圾资源化利用和处置。推动城市生活污水管网全覆盖，巩固城市黑臭水体治理成效，建设幸福河湖、美丽河湖。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20250829/1458303.shtml>

#### 3.3. 国务院发文事关环保领域！市政基础设施智能化改造升级将铺开！

8月26日，国务院正式印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》（国发〔2025〕11号），系统部署人工智能与经济社会深度融合的战略方向与实施路径。

一方面，以行业应用需求为牵引，统筹国内和国际，开展“人工智能+”6大行动。围绕科学技术、产业发展、消费提质、民生福祉、治理能力、全球合作6大重点领域，深入分析人工智能对各行业各领域范式变革影响，前瞻谋划“人工智能+”工作着力点。

另一方面，以硬基础和软建设为保障，统筹发展和安全，夯实“人工智能+”行动 8 大支撑。深刻把握人工智能技术和产业演进规律，结合内外部形势变化，围绕模型、数据、算力、应用、开源、人才、政策法规、安全 8 个方面，系统构建人工智能基础支撑体系。

这些将为各行各业带来深刻影响。值得关注的是，此次《意见》中明确了指出要“开创社会治理人机共生新图景”。其中重点强调，要有序推动市政基础设施智能化改造升级，探索面向新一代智能终端的城市规划、建设与治理模式，全面提升城市运行智能化水平。这一表述与 2024 年 12 月中办、国办印发的《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》形成政策接力——后者明确要求“实施智能化市政基础设施建设和改造”。

本次国务院再次发布《意见》，更进一步明确，要有序推动市政基础设施智能化改造升级。在环保行业进入存量时代的大背景下，相关市政基础设施的改造升级已经成为必选项。此次《意见》给出了明确的指导方向，推进智能化改造升级，也为行业探索和拥抱智能化，坚定了信心。同时，提升“人工智能+”治理能力也是本次《意见》重点关注的内容之一，强调围绕大气、水、海洋、土壤、生物等多要素生态环境系统以及全国碳市场建设，增强人工智能在监测预测、模拟推演和问题处置等方面的能力，推动构建智能协同的精准治理模式。

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

### 3.4. 全国首个绿色低碳循环经济示范基地在津启动试运行

8 月 28 日，中国资环绿色低碳循环经济示范基地在津启动试运行。作为中国资环与天津市合作的首个“央地共建、产城融合”重点示范项目，示范基地的试运行将进一步推动我国经济社会发展全面绿色转型，助力循环经济产业高质量发展。

中国资环绿色低碳循环经济示范基地位于天津港保税区，坐拥天津海空两港通达全球的区位优势，用地面积 26.6 万平方米，总建筑面积 10.8 万平方米，示范基地规划了产业厂房、综合办公大楼以及零碳主题公园等功能区域，致力建成国际领先的“零碳园区”，打造全球循环经济新范式。示范基地全面融入资源循环、能源循环、数字循环、资产循环发展理念，系统集成关键资源循环利用、资源回收利用交易平台、绿色能源综合保障、安全与智慧运营体系等四大核心功能，在园区内投运具有市场领先地位的退役光伏组件、动力电池、绿色分拣中心、资源循环大数据中心、资环驿站、轻卡换电、分布式光伏、地热能源站、绿能循环云平台等战略性新兴产业，构建从绿色分拣到梯级利用、再生循环的完整链条。

数据来源：<https://www.solidwaste.com.cn/>

3.5. 市场监管总局《关于公用事业领域的反垄断指南》公开征求意见

为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，强化公用事业领域反垄断监管，保护市场公平竞争，维护消费者利益和社会公共利益，根据《中华人民共和国反垄断法》等法律规定，市场监管总局起草了《关于公用事业领域的反垄断指南(征求意见稿)》，现向社会公开征求意见，意见反馈截止日期为 2025 年 9 月 3 日。

数据来源：<https://www.chinagas.org.cn/4627/202508/59851.html>

4. 公司公告

表2：公司公告

| 类型  | 公司   | 日期        | 事件                                                                                                                                       |
|-----|------|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中标  | 久吾高科 | 2025/8/25 | 公司收到中标通知，项目是关于罗布泊盐湖老卤提锂综合利用扩能改造工程中的膜处理系统采购。本次中标金额为人民币 8150 万元。                                                                           |
| 半年报 | 通源环境 | 2025/8/25 | 2025H1 公司实现营业收入 6.42 亿元，同比下降 2.63%。归属于上市公司股东的净利润为-999.18 万元，同比下降 443.81%。扣除非经常性损益后的净利润为-1046.08 万元，同比下降 965.83%。                         |
|     | 菲达环保 | 2025/8/25 | 2025H1 公司实现营业收入 15.90 亿元，同比增长 8.69%。归属于上市公司股东的净利润为 1.27 亿元，同比增长 14.4%。扣除非经常性损益后的净利润为 1.17 亿元，同比增长 28.04%。                                |
|     | 宇通重工 | 2025/8/26 | 2025H1 公司实现营业收入 16.60 亿元，同比增长 12.07%。归属于上市公司股东的净利润为 1.19 亿元，同比增长 42.54%。扣除非经常性损益后的净利润为 7032.84 万元，同比增长 5.30%。公司拟每 10 股派发现金股利 1.00 元（含税）。 |
|     | 华宏科技 | 2025/8/26 | 2025H1 公司实现营业收入 31.59 亿元，同比增长 17.17%。归属于上市公司股东的净利润为 0.80 亿元，同比上升 3480%。扣除非经常性损益后的净利润为 5953 万元，同比+170.90%。                                |
|     | 聚光科技 | 2025/8/26 | 2025H1 公司实现营业收入 12.95 亿元，同比下降 8.23%。归属于上市公司股东的净利润为-0.51，同比下降 210.9%。扣除非经常性损益后的净利润为 -0.81 亿元，同比下降-759.69%。                                |
|     | 朗坤科技 | 2025/8/26 | 2025H1 公司实现营业收入 8.55 亿元，同比下降 4.31%。归属于上市公司股东的净利润为 1.47 元，同比增长 22.4%。扣除非经常性损益后的净利润为 1.45 亿元，同比增长 25.43%。                                  |
|     | 顺控发展 | 2025/8/26 | 2025H1 公司实现营业收入 10.53 亿元，同比+23.45%。归属于上市公司股东的净利润为 1.22 亿元，同比+1.0%。扣除非经常性损益后的净利润为 1.15 亿元，同比-0.11%。                                       |
|     | 华新环保 | 2025/8/26 | 2025H1 公司实现营业收入 4.17 亿元，同比增长 64.36%。归属于上市公司股东的净利润为 3827 万元，同比增长 72%。扣除非经常性损益后的净利润为 3496 万元，同比增长 105.41%。                                 |

|      |           |                                                                                                          |
|------|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 清水源  | 2025/8/26 | 2025H1 公司实现营业收入 4.17 亿元，同比下降 26.76%。归属于上市公司股东的净利润为-2576 万元，同比+41.7%。扣除非经常性损益后的净利润为-2620 万元，同比-328.94%。   |
| 海峡环保 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 6.52 亿元，同比+10.57%。归属于上市公司股东的净利润为 1.24 万元，同比+4.4%。扣除非经常性损益后的净利润为 1.16 亿元，同比+4.8%。         |
| 洪城环境 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 36.87 亿元，同比-6.54%。归属于上市公司股东的净利润为 6.09 亿元，同比+0.7%。扣除非经常性损益后的净利润为 6.05 亿元，同比增长 0.31%。      |
| 博世科  | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 12.52 亿元，同比+21.82%。归属于上市公司股东的净利润为-4720 万元，同比-279.54%。扣除非经常性损益后的净利润为-5487 万元，同比-212.28%。  |
| 龙净环保 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 46.83 亿元，同比+0.24%。归属于上市公司股东的净利润为 4.45 亿元，同比下降 3.27%。扣除非经常性损益后的净利润为 4.16 亿元，同比+6.63%。     |
| 三峰环境 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 28.47 亿元，同比-9.11%。归属于上市公司股东的净利润为 6.78 亿元，同比增长 1.76%。扣除非经常性损益后的净利润为 6.58 亿元，同比-0.53%。     |
| 永兴股份 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 20.65 亿元，同比+12.60%。归属于上市公司股东的净利润为 4.61 亿元，同比+9.32%。扣除非经常性损益后的净利润为 4.40 亿元，同比+10.10%。     |
| 劲旅环境 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 7.82 亿元，同比增长 1.70%。归属于上市公司股东的净利润为 0.79 亿元，同比+13.73%。扣除非经常性损益后的净利润为 0.80 亿元，同比+21.43%。    |
| 武汉天源 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 8.42 亿元，同比增长 4.17%。归属于上市公司股东的净利润为 1.30 亿元，同比+8.88%。扣除非经常性损益后的净利润为 1.27 元，同比+8.60%。       |
| 圣元环保 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 7.45 亿元，同比下降 5.60%。归属于上市公司股东的净利润为 1.15 亿元，同比增长 12.07%。扣除非经常性损益后的净利润为 1.05 亿元，同比下降 5.11%。 |
| 节能环境 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营业收入 29.56 亿元，同比增长 1.03%。归属于上市公司股东的净利润为 5.45 亿元，同比+24.61%。扣除非经常性损益后的净利润为 5.37 亿元，同比+24.52%。   |
| 北控水务 | 2025/8/27 | 2025H1 公司实现营收 104.59 亿元，同比-10.07%。归属于上市公司股东的净利润为 8.97 亿元，同比-20.05%。公司 25H1 建议派发中期股息每股 7.35 港仙，同比+5%。     |
| 军信股份 | 2025/8/28 | 2025H1 公司实现营业收入 14.78 亿元，同比增长 33.07%。归属于上市公司股东的净利润为 4.00 元，同比+49.23%。扣除非经常性损益后的净利润为 3.86 元，同比+59.42%。    |
| 碧水源  | 2025/8/28 | 025H1 公司实现营业收入 29.28 亿元，同比-15.09%。归属于上市公司股东的净利润为-1.07 元，同比-47.25%。扣除非经常性损益后的净利润为-1.16 亿元，同比-50.53%。      |

|      |           |                                                                                                                                                        |
|------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 旺能环境 | 2025/8/28 | 2025H1 公司实现营业收入 17.01 亿元，同比增长 7.00%。归属于上市公司股东的净利润为 3.82 亿元，同比增长 5.24%。扣除非经常性损益后的净利润为 3.79 亿元，同比增长 3.59%。                                               |
| 上海环境 | 2025/8/28 | 2025H1 公司实现营业收入 29.64 亿元，同比增长 5.26%。归属于上市公司股东的净利润为 3.36 亿元，同比+6.96%。扣除非经常性损益后的净利润为 3.23 亿元，同比+3.81%。                                                   |
| 兴蓉环境 | 2025/8/28 | 2025H1 公司实现营收 41.92 亿元，同比增长 4.59%。归母净利润 9.75 亿元，同比增长 5.03%。扣非归母净利润 9.56 亿元，同比增长 4.93%。                                                                 |
| 嘉戎技术 | 2025/8/28 | 2025H1 公司实现营业收入 2.12 亿元，同比下降 14.73%。归属于上市公司股东的净利润为 2837.74 万元，同比增长 14.31%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1579.12 万元，同比增长 26.93%。公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。   |
| 绿色动力 | 2025/8/28 | 2025H1 公司实现营业收入 16.84 亿元，同比增长 1.41%。归属于上市公司股东的净利润为 3.77 亿元，同比增长 24.49%。扣除非经常性损益后的净利润为 3.76 亿元，同比增长 24.65%。                                             |
| 联合水务 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 9.77%。归属于上市公司股东的净利润为 3579.01 万元，同比下降 56.91%。扣除非经常性损益后的净利润为 2867.84 万元，同比下降 41.78%。                                        |
| 国中水务 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 7703.67 万元，同比下降 9.89%。归属于上市公司股东的净利润为-1831.76 万元，同比下降 453.63%。扣除非经常性损益后的净利润为-1517.54 万元，同比下降 239.92%。                                   |
| 金科环境 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 2.77 亿元，同比增长 13.16%。归属于上市公司股东的净利润为 3056.60 万元，同比下降 3.17%。扣除非经常性损益的净利润为 2693.68 万元，同比下降 5.14%。                                          |
| 绿茵生态 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 2.25 亿元，同比增长 30.87%。归属于上市公司股东的净利润为 5888.25 万元，同比增长 42.91%。扣除非经常性损益后的净利润为 5056.44 万元，同比增长 38.27%。                                       |
| 百川畅银 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 2.05 亿元，同比下降 10.79%。归属于上市公司股东的净利润为-3826.99 万元，同比减亏 14.22%。扣除非经常性损益后的净利润为-3881.67 万元，同比减亏 11.13%。                                       |
| 国林科技 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 2.59 亿元，同比增长 22.99%。归属于上市公司股东的净利润为-988 万元，同比减亏 59.97%。扣除非经常性损益后的净利润为-1023 万元，同比减亏 64.96%。                                              |
| 正和生态 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 1.71 亿元，同比增长 3.02%。归属于上市公司股东的净利润为 2413.90 万元，同比实现扭亏为盈（上年同期亏损 3248.70 万元）。扣除非经常性损益后的净利润为 2434.34 万元，同比实现扭亏为盈。公司计划本报告期不进行利润分配及资本公积金转增股本。 |
| 武汉控股 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 20.76 亿元，同比增长 14.76%。归属于上市公司股东的净利润为 0.89 亿元，同比增长 9.22%。扣除非经常性损益后的净利润为 0.74 亿元，同比增长 21.08%。公司计划本报告期不进行利润分配及资本公积金转增股本。                   |
| 倍杰特  | 2025/8/29 | 根据您提供的报告，2025H1 公司实现营业收入 4.45 亿元，同比下降 16.47%。归属于上市公司股东的净利润为 4965.67 万元，同比下降                                                                            |

|       |      |           |                                                                                                                                                                                                                         |
|-------|------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       |      |           | 63.33%。扣除非经常性损益后的净利润为 4742.02 万元，同比下降 63.00%。                                                                                                                                                                           |
|       | 海天股份 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 9.98 亿元，同比增长 38.38%。归属于上市公司股东的净利润为 6139.59 万元，同比下降 40.6%。扣除非经常性损益后的净利润为 4967 万元，同比下降 50.73%。公司计划本报告期不进行利润分配及资本公积金转增股本。                                                                                  |
|       | 舜禹股份 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 3.26 亿元，同比增长 6.36%。归属于上市公司股东的净利润为-1053.19 万元，同比下降 151.25%。扣除非经常性损益后的净利润为-1320.42 万元，同比下降 273.25%。                                                                                                       |
|       | 仕净科技 | 2025/8/29 | 2025H1 公司实现营业收入 10.57 亿元，同比下降 48.24%。归属于上市公司股东的净利润为-1.20 亿元，同比下降 193.14%。扣除非经常性损益后的净利润为-1.62 亿元，同比下降 238.03%。                                                                                                           |
| 利润分配  | 江南水务 | 2025/8/27 | 截至 2025 年 6 月 30 日，公司（母公司）报表中期末未分配利润为人民币 1,740,368,180.54 元。公司 2025 年半年度拟以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数分配利润。本次利润分配方案如下：<br>公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.03 元（含税）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司总股本 935,210,292 股，以此计算合计拟派发现金红利 28,056,308.76 元（含税）。 |
|       | 海峡环保 | 2025/8/27 | 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.33 元（含税）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司总股本 570,084,039 股，以此计算合计拟派发现金红利 18,812,773.29 元（含税）。本次公司现金分红总额占公司 2025 年上半年合并报表归属于上市公司股东净利润的 15.15%。                                                               |
|       | 瀚蓝环境 | 2025/8/27 | 每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司总股本 815,347,146 股，以此计算合计拟派发现金红利 203,836,786.50 元（含税），占 2025 年半年度归属于上市公司股东净利润的 21.08%。                                                                                       |
|       | 节能环境 | 2025/8/27 | 公司拟以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税），不进行资本公积金转增股本，不送红股。                                                                                                                                                 |
|       | 旺能环境 | 2025/8/28 | 每 10 股派发现金股利 2 元（含税），预计派发现金总额 84,923,627.40 元，不送红股，不以资本公积金转增股本                                                                                                                                                          |
|       | 绿色动力 | 2025/8/28 | 拟以实施权益分派股权登记日总股本为基数，向全体股东每股派发现金红利 0.1 元（含税）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司总股本 139,345.30 万股，以此计算合计拟派发现金红利 13,934.53 万元（含税）。本次现金分红金额占公司半年度归属于上市公司股东净利润的比例为 36.94%。                                                                |
| 特许经营权 | 兴源环境 | 2025/8/28 | 公司于 2025 年 8 月 28 日发布公告，宣布其控股子公司临海市兴源环境水务有限公司与临海市水务集团有限公司签署了回购协议，回购城东污水处理厂 BOT 项目资产并提前终止特许经营权。本次政府回购总价为 123,086,134.46 元。此项交易预计将为公司带来约 2105 万元的税前利润，并计入 2025 年第三季度的财务报表。                                                |
| 股份回购  | 聚光科技 | 2025/8/27 | 公司于 2025 年 8 月 27 日发布回购报告书，计划以自有资金回购公司股份，用于实施员工持股计划或股权激励计划。本次回购资金总额不低于 5000 万元且不超过 1 亿元。回购价格不超过 20.00 元/股。预计回购股份数量约为 250 万股至 500 万股，占公司总股本的 0.55%至 1.10%。                                                               |

|        |      |           |                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------|------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        | 高能环境 | 2025/8/28 | 公司于 2025 年 8 月 28 日首次通过集中竞价方式回购公司股份，累计回购 89.02 万股，占总股本的 0.06%，回购金额 614.98 万元，回购价格区间为 6.84 元/股至 6.95 元/股。本次回购是基于 2025 年 7 月 24 日董事会通过的回购方案，计划回购金额 1 亿元至 1.5 亿元，回购价格不超过 8.80 元/股，回购股份将用于员工持股计划或股权激励，回购期限为 2025 年 7 月 24 日至 2026 年 7 月 23 日。 |
| 收购     | 钱江生化 | 2025/8/27 | 公司于 2025 年 8 月 27 日发布公告，计划吸收合并其全资子公司浙江钱江生物化学有限公司。此次合并旨在优化管理架构，降低管理成本，并提升运营效率。                                                                                                                                                             |
| 投资     | 中原环保 | 2025/8/28 | 1、项目名称：郑州市再生水综合利用示范点项目 2、项目建设内容：项目选取公司下属五龙口污水处理厂、南三环污水处理厂，在厂区预留空地分别建设郑州市五龙口再生，水综合利用示范点（以下简称“五龙口示范点”）、郑州市南三环再生水综合利用示范点（以下简称“南三环示范点”）。3、项目总投资：项目估算总投资约 839.08 万元。                                                                           |
|        | 舜禹股份 | 2025/8/29 | 公司拟使用自有资金 4,000 万元人民币，在上海设立全资子公司“上海舜禹水务智算低碳有限公司”                                                                                                                                                                                          |
| 募资     | 惠城环保 | 2025/8/27 | 公司于 2025 年 8 月 27 日发布募集说明书申报稿，计划向特定对象发行 A 股股票，本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 85,000.00 万元（含本数），扣除发行费用后，募集资金净额拟投入以下项目：1、揭阳大南海石化工业区一般工业固废处理一期项目 3.5 亿元；2、揭阳大南海石化工业区环保资源综合利用一期项目 2.5 亿元；3、补流 2.5 亿元。                                                   |
| 股份质押解除 | 金圆股份 | 2025/8/28 | 公司于 2025 年 8 月 28 日发布公告，持有公司 5%以上股份的股东李婷于 2025 年 8 月 27 日解除了部分股份质押，本次解除质押的股份数量为 4,800,000 股。本次解除质押后，李婷女士累计质押的公司股份数量为 5,000,000 股，占其所持股份总数的 12.73%，占公司总股本的 0.70%。                                                                          |
| 担保     | 伟明环保 | 2025/8/28 | 公司为控股子公司嘉曼新能源有限公司向中国建设银行申请的流动资金贷款提供担保，本次担保金额为 20,000 万元。公司持有其 70%股权。本次担保在 2025 年度预计担保额度范围内，并由印尼瑞浦镍铬合金有限公司就担保责任的 30%向公司提供反担保。                                                                                                              |

数据来源：Choice，东吴证券研究所

5. 大事提醒

表3：大事提醒

| 日期      | 证券简称 | 事件   |
|---------|------|------|
| 9 月 1 日 | 艾布鲁  | 股东大会 |
| 9 月 3 日 | 久吾高科 | 股东大会 |
| 9 月 5 日 | 德林海  | 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

- 《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 $\alpha$ 、化债修复》2023-11-20
- 《燃气行业点评报告：以色列关闭重要天然气平台欧洲气价大涨，关注具备资源属性/稳定发展的燃气公司》2023-10-11
- 《水务行业深度：低估值+高分红+水价改革，关注优质运营资产价值重估》2023-07-09
- 《天然气行业深度：消费复苏&价差修复&板块低估值，关注天然气板块投资机会》2023-07-09
- 《全球碳减排加速，能源转型&循环再生为根本之道》2023-06-09
- 《中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善，一带一路助力，水务固废资产价值重估》2023-05-15
- 《半导体配套治理：刚需&高壁垒铸就价值，设备国产替代&耗材突破高端制程!》2023-04-17
- 《环卫装备深度：电动环卫装备爆发关键——经济性改善进行时》2023-03-17
- 《疫后供应复苏+欧洲扛旗全球碳减排，再生生物油新成长》2023-03-03
- 《东吴证券环保行业 2023 年年度策略：仓庚啾啾采蘋祁祁——全面复苏中关注双碳环保安全价值》2023-01-19
- 《安全系列研究 1——被忽略的强逻辑：双碳环保显著的“安全价值”》2022-11-07

- 《全球交通可再生燃料风口，中国生物柴油高减排迎成长良机》 2022-10-09
- 《2022 年环保行业中报总结：中期业绩承压，关注再生资源优质成长性》 2022-09-12
- 《垃圾收费促商业模式理顺&现金流资产价值重估，分类计价推动资源化体系完善》 2022-06-13
- 《氦气：气体黄金进口依赖 97.5%，国产替代加速，碳中和约束供应资源端重估》 2022-06-12
- 《欧盟碳关税实施范畴扩大&时间提前，清洁能源&再生资源价值凸显》 2022-05-26
- 《氢能系列研究 2——产业链经济性测算与降本展望》 2022-05-08
- 《基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估》 2022-04-29
- 《2022 年中央政府性基金其他项预算增超 3600 亿元，关注垃圾焚烧存量补贴兑付》 2022-03-27
- 《明确氢能重要战略地位，重点加强可再生能源制氢及关键核心技术》 2022-03-24
- 《电池再利用 2.0——十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展》 2022-03-17
- 《稳增长+新工具+新领域，环保资产投资逻辑 2.0》 2022-02-16
- 《东吴证券环保行业 2022 年年度策略：双碳扣元音，律吕更循环》 2022-01-28
- 《东吴 ESG 专题研究 2——中国应用：信披&评价体系初具雏形，ESG 投资方兴未艾》 2022-01-18
- 《东吴 ESG 专题研究 1——全球视角：ESG 投资的缘起、评级体系及投资现状》 2022-01-12
- 《氢能系列研究 1——氢能源产业链分析》 2022-01-03
- 《各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算》 2021-06-08
- 《碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估》 2021-03-11

## 7. 风险提示

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

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

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