

环保工程及服务行业周报

2022年03月13日

《成渝地区双城经济圈生态环境保护规划》 印发，积极推动绿色低碳发展 增持（维持）

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

zhaomn@dwzq.com.cn

- **重点推荐：**天奇股份，路德环境，高能环境，宇通重工，三联虹普，英科再生，仕净科技，光大环境，绿色动力，瀚蓝环境，中国水务，洪城环境，百川畅银，龙马环卫，中再资环
- **建议关注：**伟明环保，旺能环境，三峰环境，中国天楹，海螺创业，九丰能源，首创环保
- **生态环境部、发改委、重庆市政府、四川省政府印发《成渝地区双城经济圈生态环境保护规划》。**《规划》围绕绿色低碳发展、生态保护修复、生态环境质量和人居环境改善等4个方面，设置了12项指标，其中7项指标为约束性指标。7项约束性指标中，**单位GDP二氧化碳排放降低19.5%**，生态保护红线面积不减少，地级及以上城市空气质量优良天数比率不低于**89.4%**，地级及以上城市**PM2.5浓度下降13%**以上，**国控断面水质达到或优于Ⅲ类的比例达96%**，**跨界河流国控断面水质达标率稳中向好**，**河流主要断面生态流量满足程度达到90%**以上。
- **住建部：关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知。**住房和城乡建设部发布关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知，规划提出，到**2025年**，完成既有**建筑节能改造面积3.5亿平方米**以上，建设**超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米**以上，**装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%**，**全国新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦**以上，**地热能建筑应用面积1亿平方米**以上，**城镇建筑可再生能源替代率达到8%**，**建筑能耗中电力消费比例超过55%**。
- **对标欧盟看国内碳市场发展：两大核心机制初见雏形，碳价长期上行CCER短期看涨。**复盘欧盟碳市场，总量控制和MSR机制为碳价平衡关键，我国碳市场发展与欧盟相似，已具备总量控制&市场调控机制雏形，目前交易规模、覆盖行业提升空间大，碳价远低于海外，双碳目标时间紧任务重，总量收紧驱动碳价长期上行，碳市场释放CCER需求，此前全国CCER备案减排量总计约**5000多万吨**，历时**4年**我们预计基本履约，审批政策有望重启，我们预期近期CCER供应稀缺价格向上。
- **碳中和投资框架及环保产业映射：从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架，碳交易提供有效制度支撑。**从环保视角来看，1）**能源替代：**前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2）**节能减排：**中端推动产业转型，关注节能管理&减排设备应用。3）**循环利用：**推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4）**环境咨询：**环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5）**碳交易：**鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等CCER项目发展。
- **稳增长+新工具+新领域，全面推荐低碳环保资产：1）环境资产价值+成长逻辑2.0：A）稳增长+新工具+新领域，从单维到组合发力。①政策+：**双碳宏观政策，基建投入加强提增；**②模式+：**REITs资产回报率提升，打开成长天花板；**③空间+：**第二成长曲线。**B）市场化驱动现金流价值进一步凸显：**ccer绿电、垃圾焚烧竞价、水价市场化等政策工具增强回报确定性，现金流改善。2）**新逻辑下估值锚显著提升：**低估值+低持仓+成长性，模式与现金流改善估值提升。3）**建议关注：**A）**稳增长/高分红/REITs：**垃圾焚烧【绿色动力】、水+管网【首创环保】、洪城环境、供水提价+直饮水【中国水务】。B）**新赛道：**①**再生资源：**最经济碳溢价+资源品涨价：危废资源化【高能环境】、白酒酒糟资源化【路德环境】、动力电池回用【天奇股份】、再生塑料【英科再生】、三联虹普；②**氢能：**【九丰能源】；③**高冰镍：**【伟明环保】。
- **最新研究：路德环境深度：生物科技新星，酒糟资源化龙头扩产在即；天奇股份：战略合作京东，打造锂电循环再利用生态。**
- **风险提示：**政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期。

行业走势



相关研究

- 1、《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
- 2、《天奇京东合作点评：战略合作京东，打造锂电循环再利用生态体系》2022-03-08
- 3、《环保工程及服务行业周报：GDP增长目标5.5%稳增长力度加大，G端需求释放持续推荐环保板块》2022-03-07

内容目录

1. 行情回顾（2022/3/7-2022/3/11）	4
1.1. 板块表现	4
1.2. 股票表现	4
2. 最新研究	5
2.1. 路德环境深度：生物科技新星，酒糟资源化龙头扩产在即	5
2.2. 天奇股份：战略合作京东，打造锂电循环再利用生态体系	6
2.3. 仕净科技：股权激励出台，目标净利润复合增速近 40%	7
2.4. 稳增长+新工具+新领域，环保资产投资逻辑 2.0	8
2.5. 东吴证券环保行业 2022 年年度策略：双碳扣元音，律吕更循环	10
2.6. 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	10
2.7. 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	11
2.8. 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	12
2.9. 绿色动力深度：纯运营资产稳健增长，降债增利&量效双升	13
2.10. 氢能系列研究 1——氢能源产业链分析	14
2.11. 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	15
2.12. 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	16
2.13. 碳中和逻辑演进：从电力向高能耗非电全面铺开，重点关注节能&资源化	17
2.14. 碳战略视角关注生态资产价值重估	18
2.15. 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	20
2.16. 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	21
2.17. 百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大	22
2.18. 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	23
2.19. 各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算	24
2.20. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估	25
2.21. 高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头	27
3. 行业新闻	29
3.1. 住建部：关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知	29
3.2. 国家标准化管理委员会：成立国家碳达峰碳中和标准化总体组	29
3.3. 生态环境部、发改委、重庆市政府、四川省政府印发《成渝地区双城经济圈生态环境保护规划》	29
3.4. 山东印发关于组织实施《环保装备制造业高质量发展行动计划（2022-2025 年）》的通知	29
3.5. 浙江省建设用地土壤污染风险管控和修复名录及移出清单 3.10 更新	30
3.6. 青海省“十四五”能源发展规划：推进生物质能开发利用 建设垃圾焚烧发电示范项目	30
3.7. 《江西省“十四五”生活垃圾分类和处理设施发展规划》印发	30
3.8. 北京市印发实施深入打好污染防治攻坚战 2022 年行动计划	31
3.9. 上海市土壤及地下水污染防治“十四五”规划	31
3.10. 安徽合肥：征集中央生态环境专项资金储备项目的通知	31
4. 公司公告	31
5. 下周大事提醒	38
6. 风险提示	39

图表目录

图 1: 2022/3/7-2022/3/11 各行业指数涨跌幅比较 4

图 2: 2022/3/7-2022/3/11 环保行业涨幅前十标的 4

图 3: 2022/3/7-2022/3/11 环保行业跌幅前十标的 5

表 1: 公司公告 31

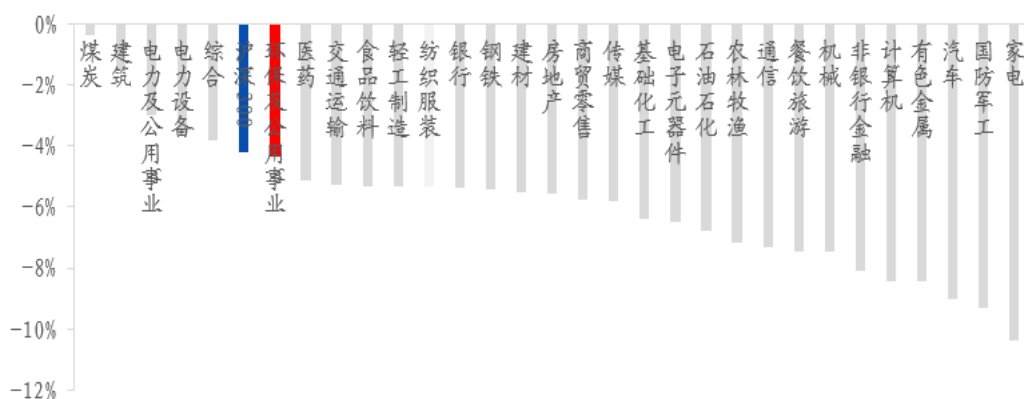
表 2: 下周大事提醒 39

1. 行情回顾（2022/3/7-2022/3/11）

1.1. 板块表现

2022/3/7-2022/3/11 环保及公用事业指数下降 4.35%，表现弱于大盘。本周上证综指下跌 4%，深圳成指下跌 4.4%，创业板指下跌 3.03%，沪深 300 指数下跌 4.22%，中信环保及公用事业指数下跌 4.35%。

图 1：2022/3/7-2022/3/11 各行业指数涨跌幅比较

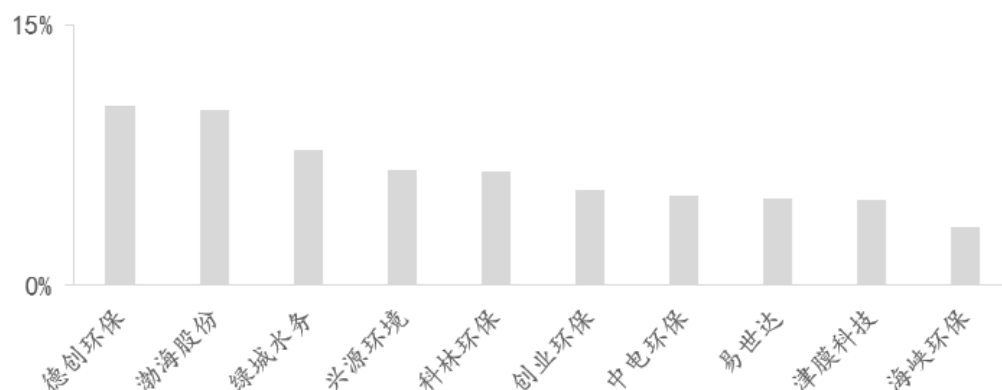


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 股票表现

2022/3/7-2022/3/11 涨幅前十标的为：德创环保 10.31%，渤海股份 10.13%，绿城水务 7.8%，兴源环境 6.62%，科林环保 6.6%，创业环保 5.52%，中电环保 5.18%，易世达 4.98%，津膜科技 4.9%，海峡环保 3.33%。

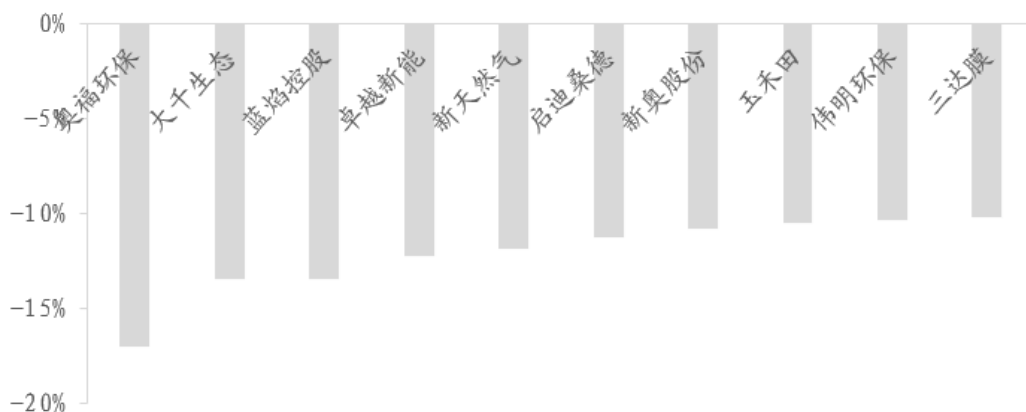
图 2：2022/3/7-2022/3/11 环保行业涨幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022/3/7-2022/3/11 跌幅前十标的为：奥福环保-17.03%，大千生态-13.44%，蓝焰控股-13.43%，卓越新能-12.2%，新天然气-11.82%，启迪桑德-11.26%，新奥股份-10.81%，玉禾田-10.48%，伟明环保-10.33%，三达膜-10.18%。

图 3：2022/3/7-2022/3/11 环保行业跌幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 最新研究

2.1. 路德环境深度：生物科技新星，酒糟资源化龙头扩产在即

■ 投资要点：

- **主业淤泥/泥浆处置稳健增长，酒糟资源化开辟成长新赛道。**公司深耕淤泥、泥浆处置十余年，主业覆盖河湖淤泥、工程泥浆及工业糟渣等高含水废弃物治理领域。公司 2017-2021 年归母净利润复合增速达 29.19%，2021 年白酒糟生物发酵饲料初放量成效明显，未来占比有望持续提升。
- **酒糟上游市场化，下游限抗政策&价格优势共促酒糟饲料需求释放。**酒糟资源化商业模式为上游酒糟回收-中端生物发酵制品-下游饲料销售。**1) 上游酒糟获取：原料市场化，规模&储运能力共促拿料优势。**原有酒糟主要处理方式为填埋或制成肥料、简易饲料，处理过程易污染环境同时损失营养物质，考虑保质及运输半径要求，具备处理规模及储运能力的企业更具拿料优势，2020 年全国白酒产量 741 万千升，按比例换算关系我们测算对应酒糟饲料理论市场空间达 178 亿元；**2) 下游产品销售：限抗政策催生产品需求，高性价比加速放量。**在国家限抗政策驱动下，富含功能性成分的酒糟生物发酵饲料需求强化，且酒糟饲料营养成分丰富，可替代部分玉米、豆粕，按各产品现价计算酒糟饲料产品性价比突出，2021 年全国四类主要动物饲料产量合计 2.9 亿吨，按不同品类对应的添加比例我们测算对应酒糟饲料理论市

· 5 / 40

东吴证券研究所

场空间达 231 亿元。

- **酒糟资源化龙头扩产在即,技术&渠道&产品优势巩固地位。**1)深耕研发专利丰富,技术产业化已见成效。公司自主研发酒糟资源化工艺,截至 2022 年初授权自主研发专利 23 项;首个资源化项目古蔺路德孕育长达 6 年,于 2020 年初步实现净利润扭亏转盈。2)区域卡位&渠道绑定,占据产业先发优势。**a.**以高新技术企业被当地政府引入,已储备**稀缺土地资源**开发项目;**b.**上游直采酒糟,规模化收料高效生产,签署**长协保障来料稳定**;**c.**下游客户遍布全国,分散供应对冲波动,多年培育已进入**大客户供应商名录稳定合作**。3)高性价比&功能价值,饲料产品价格&市场渗透率提升空间大。公司产品类别齐全,功能性及营养指标突出,较常用饲料原料玉米、豆粕等有显著的成本和功能价值优势,未来产品价格和市场渗透率提升空间较大。4)规划饲料产能 30 万吨超 4 倍扩张,典型项目盈利能力强。公司已在贵州古蔺、仁怀、金沙、汇川进行产业布局,计划至 2023 年实现酒糟饲料产能 30 万吨,较 2021 年产能实现 4 倍以上扩张,以古蔺项目为例,单项目满产时净利率达 21.75%,ROE 达 37%,盈利能力突出。除酱酒资源化以外,公司还将拓展其他香型白酒、昆虫蛋白等有机糟渣利用打开成长空间。
- **工厂化模式&长期协议为基底,长江大保护+粤港澳地域拓展带动增长。**公司河湖淤泥及工程泥浆业务商业模式稳定,未来将积极布局长江大保护和粤港澳大湾区新增项目,实现传统主业稳健增长。
- **盈利预测与投资评级:**我们认为酒糟资源化市场空间充足,公司先发&产品优势突出巩固龙头地位,产能投放在即有望实现快速增长,我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.77/1.05/1.71 亿元,同比增加 61.25%/36.80%/62.43%,对应 28、21、13 倍 PE,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**河湖淤泥新签订单不及预期,原材料价格波动风险,市场价格波动风险,行业竞争加剧。

2.2. 天奇股份:战略合作京东,打造锂电循环再利用生态体系

- **事件:**公司公告与京东科技信息技术有限公司(“京东科技”)签署《战略合作协议》,双方拟采用充分利用各自优势,进一步推动废旧锂电池绿色供应链管理体系,实现“互联网+回收”场景资源共享和优势互补,打造锂电池循环再利用生态体系。
- **合作京东科技,全面提升资源获取、物流、供应链及配套服务优势。**合作方京东科技为京东科技集团下属全资子公司。京东科技集团为京东集团旗下专注于以技术为产业服务的业务子集团,致力于为企业、金融机构、政府等各类客户提供全价值链的技术性产品与解决方案,为京东集团对外提供技术服务的核心输出平台。此次框架合作协议的签订,公司将与京东科技共同构建锂电池回收、梯次利用、拆解破碎及元素回收一体化平台,基于“互联网+回收”新商业模式的落地,进一步推动公司由 B 端向 C

端延伸，逐步完善废旧锂电池储运管理领域的布局及锂电池循环再利用产业闭环。合作有望全面提升公司在锂电池循环再利用产业链的**资源获取优势、物流一体化优势、供应链平台优势及配套服务优势**。

- **合作内容包含 7 大方面，打造“互联网+回收”平台，构建全国性废旧电池回收体系。**依托**京东科技**在供应链科技平台、物流平台搭建管理的丰富经验和**天奇股份**丰富的主机厂资源、废旧电池回收产业资源与经验，双方从以下 7 个方面展开合作，包括 **1) 共同构建废旧电池“互联网+回收”平台**：双方共同构建废旧电池回收、梯次利用和拆解一体化平台，为产业链上下游伙伴提供退役电池回收及信息溯源、撮合交易等综合性一体化服务，形成废旧电池资源循环利用闭环体系；**2) 共同构建全国性废旧电池回收体系**：双方共同构建废旧电池回收利用体系，探讨在主要客户集中区及重点城市建立服务网点，探讨建立废旧电池循环利用产业园；**3) 供应链产融合作**：京东科技为天奇股份及关联公司提供供应链科技产品；**4) 供应链物流合作**：探讨整合供应链物流资源，通过优化废旧电池回收供应网络的布局，实现回收点、区域运营中心、电池再利用终端网络等仓网最优规划；**5) “汽车后市场”合作展望**：天奇股份为京东科技在内的市场需求方提供整套节能减排解决方案；**6) 数字化转型顶层规划**；**7) 云计算技术合作**
- **盈利预测与投资评级**：电池回收利用行业高景气度即将到来，公司积极布局产能扩张，金泰阁扩产技改，废旧电池处理量从 2021 年 2 万吨/年提升至 5 万吨/年，碳酸锂产能从 2021 年 2000 吨提升至 5000 吨，产能弹性 150%，**公司预计扩产项目 2022 年 4 月即将投产贡献增长**，扩张同时布局废旧电池回收渠道。我们维持预计公司 2021-2023 年归母净利润 1.56/2.36/3.50 亿元，2021-2023 年 EPS 为 0.41/0.62/0.92 元/股，当前对应 PE 为 48x/32x/21x，维持“买入”评级。
- **风险提示**：新能源车辆销售不及预期、项目进度不及预期、竞争加剧

2.3. 仕净科技：股权激励出台，目标净利润复合增速近 40%

- **事件**：公司公告 2022 年限制性股票激励计划（草案）。
- **200 万股激励方案落地激发活力，2021-2024 年首档考核净利润复合增速近 40%**。本次股权激励系公司上市后首次激励方案，将有效激发团队活力，持续扩大业务规模。**1) 激励数量**：本次激励工具为第二类限制性股票，股票总量为 **200 万股**，占公司股本总额的 **1.50%**，其中首次授予 163 万股，预留 37 万股。**2) 授予价格**：14.47 元/股。**3) 激励对象**：总人数 **43 人**，主要为董事、高中管和核心技术人员等，其中首次授予董事长董仕宏 10.10 万股，董事/副总张世忠 7.10 万股，副总吴倩倩 7.10 万股，财务总监秦金金 7 万股，董秘/副总杨宝龙 5.2 万股，分别占公司总股本的 5.05%、3.55%、3.55%、3.50%、2.60%。**4) 业绩考核**：本次激励计划考核年度为 2022-2024 年并分三

期归属，以 2021 年营收或净利润值为基数分两档目标考核，其中**第一档位**若实现 2022-2024 年相对于 2021 年基数营收增长率分别不低于 **50%、95%、153%**或净利润增长率分别不低于 **60%、108%、170%**，则达目标条件按 100%系数*每批次计划比例进行归属，**对应 2021-2024 年营收复合增速达 36.26%或净利润复合增速达 39.24%**；**第二档位**若实现 2022-2024 年相对于 2021 年基数营收增长率分别不低于 **40%、76%、122%**或净利润增长率分别不低于 **48%、86%、136%**，则达触发条件按 80%系数*每批次计划比例进行归属，**对应 2021-2024 年营收复合增速达 30.45%或净利润复合增速达 33.14%**。从业绩考核目标来看，净利润增长率目标持续高于营收增长率，期待公司加强成本及费用管控，持续提升盈利能力。

- **光伏制程污染防控设备龙头，单位体量价值有望提升成长加速。**我们预计 2020 年公司光伏制程废气设备收入市占率超 75%，**核心优势 1）长期品牌积累打造高份额**，十余年光伏制程项目经验，强抗风险及应变能力，积累优质客户资源，下游基本实现核心光伏电池&组件厂商全覆盖；**2）技术研发强，成本优势明显。**自主研发 LCR 技术脱销效率可达 99%、较 SCR 脱销技术投资成本节省 20%，运营成本低 30%~50%，无二次污染。凭借品牌、技术、成本优势铸就的**市场份额累积**，公司有望将**废气设备的优势复制至综合配套系统**，2021 年公司接连中标 **2 亿元/3.1 亿元综合配套设备大单验证模式转变**，综合配套设备系统**单 GW 体量价值可达 5000-6000 万**，较废气设备投资额有 **5~11 倍提升空间**。
- **设备运营一体化改善现金流，拓展制程新领域。**公司 1）将加速拓展第三方检测、托管运维等运营服务，模式稳定改善现金流。2）开拓水泥、半导体、汽车制造等精密制程市场，技术积累多点开花。
- **盈利预测与投资评级：**新能源革命驱动光伏产能扩张释放制程治理需求，公司凭借技术、品牌、成本优势奠定光伏制程治理龙头地位，一体化&新领域拓展助力成长。我们维持 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.75/1.20/1.86 亿元，同比增加 22.29%/60.10%/55.11%，对应 50、32、20 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧

2.4. 稳增长+新工具+新领域，环保资产投资逻辑 2.0

- **不一样的观点：环境资产价值重估，我们梳理了全面推荐环保资产逻辑 2.0：**1）**稳增长+新工具+新领域**，从单维到组合发力进入增长 2.0 模式；2）**环保行业市场化机制加强，增强回报确定性**，现金流价值进一步凸显；3）**板块低估值低持仓**，新成长逻辑下环保估值锚有望提升。
- **2.0 成长逻辑：稳增长+新工具+新领域组合发力。**1）**政策+：**稳增长—双碳+环境基建政策双向循环，资源化板块受益。经济稳增长基调明确，政策超前发力加快基建投

资，2021 年底财政部提前下达 2022 年新增专项债，重点鼓励水利市政、生态环保等基础设施建设。稳增长与碳减排的博弈中，再生资源成为兼具市场化及经济性的有效减排方式。2) 模式+：新工具—REITs 提升资产回报率，打开成长天花板。REITs 为环保公司提供新的选择，环保企业通过发行 REITs，盘活资产提高周转率，回笼现金降低杠杆，轻资产模式打开发展天花板。3) 空间+：新领域—环境优质资产转型开拓第二成长赛道。许多环保企业已纷纷开启新赛道的拓展，诸如新能源、风电、资源化、动力电池回收等新的业务领域，打造第二成长曲线。

- **现金流：市场化机制加强，资产回报确定性增强&现金流改善。**政策强化市场机制和资产回报稳定性，驱动现金流改善。1) 减碳导向下 CCER 及绿电交易提供市场化支撑。CCER 和绿电交易为环保资产的合理回报提供市场化支撑，彰显低碳属性经济效益的同时助力可再生能源企业降低对国家补贴的依赖，有效改善现金流。2) 垃圾焚烧竞价政策落地，商业模式 C 端理顺。2021 年垃圾焚烧行业竞价政策落地，明确低价竞争及央地分担原则，有望促使垃圾焚烧启动调价模式并向居民端理顺，我们预计国补退坡带来的垃圾费上涨部分仅占人均可支配收入的不到 0.03%，顺价至 C 端支付难度可控。3) 水价更加市场化，资产回报确定性增强。2021 年水价新政出台，重点在于准许收益绑定市场利率，明确市场化回报；准许成本监审更具操作性，优秀运营能力获超额受益；提价周期有望匹配 3 年价格监管周期。
- **估值体系：新成长模式+现金流改善+高股息，环保资产估值锚有望提升。**1) 低估值&低持仓：自 2020 年以来环保板块估值均处于底部震荡，截至 2 月 13 日申万环保 PE (TTM) 仅为 22x，细分赛道再生资源/固废/水务板块稳健增长对应板块低估值凸显性价比。据 wind 数据，2021H1 申万环保板块机构资产配置比例仅为 0.17%，板块估值及持仓均处于底部。2) 模式改善：行业市场化及整体运营占比提升过程中，现金流及分红比例有所改善，叠加 REITs 加持，具备强现金流价值的优质运营资产且兼具成长性的环保板块有望迎来价值重估。截至 2022 年 2 月 12 日，A 股水务板块 PB 估值较相应 REITs 项目存在 187%提升空间。3) 海外对标：截至 2022 年 1 月底，对标海外高分红标的美国水业和美国废物管理，A 股水务和固废运营板块 PE 估值存翻倍空间。现金流：市场化机制加强，资产回报确定性增强&现金流改善。
- **稳增长板块：关注受益稳增长/高分红/REITs 逻辑标的。**1) 推荐垃圾焚烧【绿色动力】；2) 推荐水务 REITs【洪城环境】、【中国水务】，建议关注【首创环保】
- **新赛道板块：关注受益减碳排/新赛道成长标的。每个赛道只选 1 个怎么选？**1) 再生资源—最具经济性及市场化减碳赛道：推荐危废资源化【高能环境】；动力电池回收【天奇股份】；再生塑料【三联虹普】；建议关注酒糟资源化【路德环境】。2) 氢能：建议关注上游制氢【九丰能源】；3) 新能源：建议关注垃圾焚烧+高冰镍【伟明环保】。
- **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

2.5. 东吴证券环保行业 2022 年年度策略：双碳扣元音，律吕更循环

- **投资要点：**全球奏响碳中和主旋律，关注再生资源&清洁能源
- **国内边际变化：**1) **政策端：**1+N 政策体系加速落地；双控指标由“能耗”转为“碳排放”；2) **碳交易：**碳市场从电力向高能耗非电全面铺开，绿电交易有望与 CCER 错位竞争；3) **甲烷减排：**中国将制定甲烷国家行动计划
- **国际趋势：**1) **碳价重估：**新政“减碳 55”更为激进，带动欧洲碳价急剧上行创新高，国际贸易下边境调节税促全球碳价对标欧盟；2) **碳中和第二主线：**美欧主导多国签署承诺，确立甲烷减排新主线
- **建议关注：**1、**再生资源：**动力电池回收：【天奇股份】，再生塑料：【莫科再生、三联虹普】，危废资源化：【高能环境】，水泥窑协同处置危废：【海螺环保】；2、**清洁能源：**氢能：【九丰能源、亿华通等】，光伏治理：【仕净科技】，环卫电动化：【宇通重工】，垃圾焚烧：【光大、瀚蓝、绿动等】；3、**甲烷利用：**填埋气发电：【百川畅银】；4、**水务：**直饮水：【中国水务】。
- **风险提示：**政策推广不及预期，融资环境改善不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧

2.6. 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

- **ESG 聚焦环境、社会、治理三大因素，评估企业可持续性及道德影响的标准：**ESG 源于责任投资 (PRI)，是一种关注除财务绩效之外的投资理念和企业评价标准，关注环境、社会、治理三大因素。“信息披露-评级体系-投资决策”三步构成完整的 ESG 体系。
- **信息披露：**香港联交所强制披露，内地自愿引导为主，部分环境指标强制。1) **香港：**联交所 2012 年发布《ESG 报告指引》，历经三次修订至 2020 年迈向强制披露阶段。2) **内地：**A 股国际化接轨&经济高质量发展双重驱动下，交易所、金融监管和环境监管部门联合发力引导 ESG 信息披露，环境信披规则先行，重点排污单位已实行部分指标强制披露。3) **信披现状：**2020 年沪深 300 披露率 86%，头部公司 ESG 披露意识较强。
- **评级体系：**A 股市场 ESG 评级兴起，借鉴国际经验构建本土化评价体系。A 股现存华证、中证、商道融绿、Wind、富时罗素、嘉实等 9 种主流评价体系，评级机构借鉴国际经验构建本土化评价体系，在底层指标设置和权重划分上趋于多元化、差异化、个性化。商道融绿于 2015 年推出国内首个 ESG 评级体系，根据商道融绿披露，2018-2020 年 A 股上市公司 ESG 评级结果稳步提升，环境类绩效增幅最大。

- **投资应用：内地 ESG 公募基金规模近 2500 亿元，负/正面筛选、ESG 整合策略为主流。** 1) **投资规模：**2020 年起，内地 ESG 主题基金发行加速。截至 2021 年 Q3，国内超四成公募基金管理人关注并参与权益类 ESG 公募基金投资，累计资产管理规模近 2500 亿元，其中纯 ESG 基金规模占比仅 8%。2) **投资策略：**据我们统计，国内 24 只纯 ESG 基金中负面筛选应用比例 **88%**、其次为正面筛选(**33%**)、ESG 整合策略(**29%**)，G 是当前最受看重的因素。3) **投资收益：**典型 ESG 基金收益率优于沪深 300。
- **风险提示：**宏观形势发生波动、政策支持不及预期、评价标准无法统一。

2.7. 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

- **ESG 聚焦环境、社会、治理三大因素，评估企业可持续性 & 道德影响的标准：**ESG 源于责任投资 (PRI)，是一种关注除财务绩效之外的投资理念和企业评价标准，关注环境、社会、治理三大因素。“信息披露-评级体系-投资决策”三步构成完整的 ESG 体系。
- **信息披露：国际组织完善披露标准，强制披露率有待提升：**三类信息披露形式：1) **完全强制披露**，以美国、法国、澳大利亚和中国香港为代表；2) **半强制披露**，以欧盟和英国为代表；3) **不披露就解释**，以巴西和新加坡为代表；UNPRI 提供披露指引，GRI 等国际组织建立详细标准；截至 2022 年 1 月 5 日，全球 114 家交易所仅 27 家要求强制披露，占比不足 1/4；在提供披露指引的 63 家交易所中，60 家接受以 GRI 作为披露标准，占比超 **95%**。
- **评级体系：2020 年全球评级体系超 600 项，投资策略分为 7 类：**截至 2020 年 6 月全球已有超 **600 项**评价体及排名系统。全球可持续投资联盟 (GSIA) 将 ESG 投资策略分为 **7 类**：ESG 整合、参与公司治理、负面筛选、国际惯例筛选、正面筛选、可持续主题投资、影响力投资。目前 **ESG 整合、负面筛选、参与公司治理** 3 种投资策略较为主流。
- **投资应用：2020 年全球 ESG 投资规模占比超 1/3，欧美地位易主 & 策略结构存在差异：**2020 年全球主要地区 ESG 投资规模达 35.3 万亿美元，占总规模比超 **1/3**，2012 年-2020 年复合增速超 **13%**。2020 年整合策略规模占比最高超负面筛选，使用整合策略的资金管理规模达 **25.2 万亿美元**，占比 **43.03%**。目前投资机构多采取多种 **ESG 投资策略组合**而非单一策略。2020 年美国 ESG 投资规模达 17.1 万亿美元占比 48.4% 全球最高，整合策略为主流占比超 2/3，超 85% 个人投资者对 ESG 主题中减少塑料使用、气候变化、社群发展、循环经济与可持续发展部分展现较大兴趣；2019 年欧盟出台政策 **打击漂绿**，受其冲击欧洲 ESG 投资规模出现下降，2020 年欧洲 **12 万亿美元**投资规模占比 34% 退居第二，投资策略结构较为稳定，**负面筛选策略**占比 42%

仍为主流。

- **风险提示：**宏观形势发生波动、政策支持不及预期、评价标准无法统一。

2.8. 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

- **事件：**公司公告，与浙江台华新材料股份有限公司全资子公司签署绿色多功能锦纶新材料一体化项目/再生差别化锦纶 6 及差别化锦纶 66 一体化项目合同。
- **中标再生及原生尼龙一体化大单，首次打通再生尼龙纤维循环应用。**公司本次与台化新材签署的尼龙订单主要提供再生尼龙及原生尼龙切片纺丝的工艺技术软件、设备供货及相应的技术服务支持等，合同金额累计为 4.92 亿元，占公司 2020 年度营业收入的 56.23%。公司作为尼龙工艺技术解决方案供应商，已覆盖从己内酰胺、尼龙 6、66 聚合至纺丝的全产业链范围。公司与台华新材拥有长期稳定的合作关系，本期项目特点：**1）首次形成“锦纶聚合+纺丝+织造+染整”的一体化完整产业链；2）首次打通再生尼龙至纤维循环应用一体化；3）创新的连续锦纶 66-SSP 及差别化锦纶 66 纺丝，实现系列化高端锦纶 66 产品的进口替代等。**本期项目是公司台化新材合作的第五期项目，也是台化新材在江苏淮安投资建设的绿色多功能锦纶新材料一体化项目的第一期项目。本次示范项目的落地将有效促进公司持续提升工艺及装备技术水平，扩大盈利规模，同时进一步强化和功能性面料行业龙头台华新材的战略合作关系。
- **技术驱动型企业，尼龙领域具备大量的技术储备和解决方案。**公司研发人员占比过半，董事长刘迪系化纤产业顶级专家，曾先后获得“何梁何利”产业创新奖、“国家科技进步奖”二等奖。上市之初，公司业务主要是为锦纶纺丝技术，上市后，公司将相关业务延伸到锦纶聚合，高端尼龙纤维以及煤基尼龙 6 等。同时，公司在再生聚酯回收，Lyocell 短纤维都有系统的解决方案。
- **政策驱动再生食品级 PET 市场快速打开，公司聚酯瓶片回收处于全球领先的位置。**再生 PET 最低含量标准保障刚性需求，美国加州规定 2022 年起 PET 瓶中再生塑料含量 15%，欧盟明确到 2025 年 PET 容器中再生塑料比例不少于 25%，2030 年不少于 30%，各大企业自愿做出承诺。公司有完备的“瓶到瓶”再生解决方案，真正实现了聚酯同等级回用的闭环循环，再生 PET 瓶片产品达到可口可乐、雀巢、达能等企业资质认证水平。
- **盈利预测与投资评级：**公司尼龙领域有大量的技术储备和完备的解决方案，高技术壁垒，尼龙大单有望陆续落地，同时再生聚酯瓶片需求旺盛带来新增长。我们将公司 2021~2023 年归母净利润自 1.82 亿元、2.16 亿元和 2.82 亿元上调至 1.85 亿元、2.49 亿元和 3.20 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.78 元和 1.00 元，当前股价对应 PE 分别为 44X、32X 和 25X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧

2.9. 绿色动力深度：纯运营资产稳健增长，降债增利&量效双升

- **垃圾焚烧首家 A+H 股上市公司，国资背景助力业务快速扩张。**垃圾焚烧首家 A+H 股上市公司，国资背景助力业务快速扩张。
- **纯运营资产业绩持续高增，运营提效&定增降债净利率提升**公司聚焦 BOT 运营服务，不确认建造收入财务稳健。2017-2020 年公司归母净利润复合增速达 28%。2021Q1-3 盈利能力大幅改善，净利率同增 6.42pct 至 33.28%，主要系 1) 项目提效增收：吨上网持续提升，2021Q1-3 毛利率同增 2.69pct 至 60.89%，2) 定增降债减费：2020 年定增后负债率降至 67%，财务压力减轻，2021Q1-3 财务费用率同降 2.79pct 至 16.72%；
- **垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式理顺&现金流改善。**1) 行业刚性扩容十四五垃圾焚烧量复合增速 9%，2019 年垃圾焚烧在手产能 CR10 60%，强者恒强。2) 国补新政落地新老划断低价优先，垃圾处理费顺价至 C 端人均支付难度较低，竞价促商业模式 C 端理顺，存量补贴有望加速发放改善现金流；3) 垃圾焚烧减碳效应显著，CCER 贡献 12% 利润弹性，有望对冲国补。绿电交易首批纳入风电光伏，错位竞争下垃圾焚烧发电 CCER 重启后审批有望加速。4) 行业资本开支下降，2020 年新增垃圾焚烧项目资本开支同减约 30%，自由现金流改善在即。
- **“新签+收购”助产能高速扩张，项目区位优势显著质地优。**2015-2020 年公司垃圾焚烧运营产能复合增速 35%，2020 年底在手产能居上市公司第二，截至 2021H1，公司投运、在建、筹建产能分别达 2.89、0.82、1.76 万吨/日，在筹建项目保障翻倍空间。1) 改扩建产能占比过半：在筹建产能中改扩建及二期占比 57%，规模效应助运营效率加速提升。2) 区位优势显著：项目集中于华东和华南等经济发达地区，垃圾量充足热值高。截至 2021H1，投运项目中一二线（含新一线）城市产能占比 53%，在市场下沉趋势下，在筹建项目中一二线（含新一线）产能占比 42%。
- **优质项目满产&大型炉排研发带动吨发跨越式提升。**公司项目平均吨发经历两次阶梯式增长，2017 年吨发同增 12% 至 328 度/吨，2020 年同增 13% 至 369 度/吨。主要系 1) 广东惠州、广东汕头、浙江海宁等发达区域优质项目满产的带动作用；2) 公司紧跟项目大型化趋势，大型炉排研发见效，逐步完成了 600 吨和 800 吨焚烧炉的设计、制造及安装工作。随着 2021 年投产的浙江永嘉二期、平阳二期、广东惠州二期项目满产，以及 1000 吨炉排的研发推进，公司平均吨发有望进一步向上。
- **秸秆焚烧规模稳定毛利率提升，固废协同处置业务拓展成果颇丰。**采购价格降低&

经营效率提高，2020 年秸秆焚烧业务毛利率转正达 11.29%。公司积极拓展固废协同处置，已获 7 个餐厨处置和 4 个协同供热项目。

- **盈利预测与投资评级：**公司 2020 年完成定增降债增利。考虑项目投产进度及运营效率提升，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.89/10.16/12.45 亿元，同增 56.76%/28.78%/ 22.54%，EPS 分别为 0.57/0.73/0.89 元，对应 19/15/12 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，政策风险，财务风险，行业竞争加剧。

2.10. 氢能系列研究 1——氢能源产业链分析

- **氢能上游：2019 年氢能渗透率仅 2.7%，煤制氢为当前主流&绿氢长期降本空间大**
1) 氢能渗透率：2019 年我国氢气产能约 4100 万吨/年，产量约 3342 万吨，占终端能源总量份额仅 2.7%，政策扶持至 2050 年氢气需求量在终端能源体系中占比有望达 10%，至 2060 年有望达 20%。2) 制氢：国内化石燃料制氢为当前最主流，绿氢降本空间大为长期发展趋势。①化石燃料制氢：2019 年产量占比 78%，其中煤制氢占比 64%，天然气制氢占比 14%。国内煤制氢工艺成熟，性价比高，原料煤 800 元/吨时，制氢成本约 12.64 元/kg。②工业副产氢：2019 年产量占比 21%，我国排空的工业副产氢发掘潜力大。③电解水制氢：2019 年产量占比仅 1%，碱性、PEM、SOEC 电解为当前三大工艺，电力成本占比约 40%~80%，0.3 元/度电价下碱性制氢成本约 20 元/kg，经济性制约规模化发展，可再生能源电力成本下降&设备降本&技术进步驱动绿氢平价。2050 年，绿氢供应占比有望达 70%。
- **氢能中游：气态储氢为主，固液态产业化有待技术攻关，加氢站加速布局。**1) 储运：高压气态储氢为主流，我国普遍采用 20MPa 气态高压储氢与集束管车运输的方式，远距离+大规模场景液态储运潜力较大，固液态储氢产业化有待降本和技术攻关。2) 加注：加注成本尚高，加氢站加速布局，规模化建设有望降低成本。
- **氢能下游：燃料电池为常见终端应用形式，主要用于交通&建筑领域。**1) 交通领域发展形势：电池种类为质子交换膜燃料电池(PEMFC)，2019 年底国内平台已接入电池车 3712 辆。①道路运输：商用车/乘用车分别在耐久性&成本/体积功率密度方面要求更高；商用车领先发展，2030-2035 年，商用车可达产业化要求，乘用车技术达到规模应用水平。②非道路运输：我国正在重工、轨交、船舶等领域积极探索，仍需运营验证&性能改进。2) 建筑领域发展形势：电池种类为固体氧化物燃料电池(SOFCs)，美日已实现商业化，我国尚在初步研发阶段。

风险提示：政策推广不及预期，燃料电池技术落地不及预期，成本下降和配套设施建设不及预期

2.11. 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

■ 投资要点：

- **稀缺全国性供水龙头，现金流良好实现内生增长。**全国性供水龙头，截至2021/9/30，覆盖100个城市，3000万人口，在手水务资产1209万吨/日，其中供水规模1106万吨/日列A股H股水务公司第三。纯正供水标的，FY2021供水营收/分部溢利占比达83%/91%。供水T00模式经营永续，现金流良好，FY2021经营性净现金流26.54亿港元，资本开支主要用于供水特许权，FY2017-2021每财年支出15-35亿港元，**现金流较好匹配资本开支**。2021年公司管网直饮水业务迎边际变化发展加速，截至2021/9/30，在手项目超1200个，**直饮水上升为新主业**。公司公告拟分拆直饮水和供水业务于联交所独立上市，战略发展更集中。
- **安全边际—水量稳定增长&水价市场化回报确定性增强。**1) 水量：用水量稳定提升，供水市场化持续外拓。2021财年供水量14.63亿吨，同增9.92%，FY2017-2021供水量CAGR为11.7%。截至2021年9月末，公司供水已投运921万吨/日，在建+拟建599万吨/日，（在建+拟建）/已投运达65%锁定稳定成长。2) 水价：水价新政实施，回报市场化确定性增强。FY2021综合水价1.93港元/吨，同增7%，FY2017-2021水价CAGR为3%，项目滚动提价提供稳定增长。水价新政出台，项目收入端绑定市场利率更加市场化；成本端监审更具操作性，优秀运营能力获超额收益；三年一次价格监管明确水价调整市场预期。
- **成长性—直饮水市场超4000亿元人民币，2021-2035年复增约20%，三大优势成就核心竞争力再造中国水务。**政策支持、用水安全、消费升级驱动下直饮水迎新发展。我们预计2035年直饮水市场空间4059亿元，2021-2035年CAGR约20%。管网直饮水经济性突出、可行性强、出水水质有保障，商业模式优势明显。品牌、渠道、产品为直饮水竞争关键，公司1) 品牌：拉动渠道扩张，促产品被消费者接收。公司深耕水务近20年服务人口超3000万，收购直饮水技术领先企业中科院水杯子品牌，供水&直饮水品牌互相赋能打造品牌；2) 渠道：促进品牌扩张，助力产品效用最大化。供水资产全国布局，直饮水为供水产业链自然延伸先发渠道优势明显，与多地签订合作协议积极外拓共推直饮水。3) 产品：最有力支持，反哺渠道与品牌。中科院水杯子与日本东丽膜法净水技术领先，国内外先进技术筑牢供水产品品质。FY2021公司直饮水业务营收1.41亿港元，同增55%，FY2022H1公司直饮水业务营收2.39亿港元，同增362%，趋势良好发展加速。假设公司FY2021供水量中，居民饮用水通过直饮水实现，直饮水业务潜在营收规模可超80亿港元，供水业务内生成

长空间近 200%。直饮业务再造中国水务。

- **盈利预测与投资评级：**公司专注供水，规模稳定扩张&水价调增确定合理回报。直饮水市场空间广阔，公司从品牌、渠道、产品方面积极拓展&探索直饮水市场。我们预计公司 2022-2024 财年归母净利润 20.35/23.55/26.83 亿港元，EPS 为 1.25/1.44/1.64 港元/股，当前对应 PE 为 7.0x/6.0x/5.3x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：项目投运、水价调增、直饮水推广不及预期。

2.12. 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

- **投资要点：**
- **光伏制程污染防控设备龙头，深耕泛半导体加速拓展末端治理。**公司深耕泛半导体污染治理十余年，主营制程污染防控和末端污染治理设备，下游涵盖光伏、半导体、汽车制造、钢铁、水泥等，同时提供包括远程在线监测、托管运维以及第三方检测在内的环保增值产品及服务。
- **质量&安全红线，需求刚性凸显制程配套设备高壁垒，新能源革命促 2030 年光伏制程综合配套设备需求超 300 亿元。**1)制程污染防控设备需求刚性，严控产品质量、生产安全和污染控制凸显行业高壁垒。2)根据各国政策目标，我们假设 2030 年全球光伏发电量占比全球发电量达 19%，则 2021-2030 年光伏新增装机量复合增速达 23%。3)我们预计 2030 年光伏制程配套设备需求超 300 亿元。假设光伏电池产能增速与新增装机量保持一致，我们测算 2030 年全球光伏电池产能有望达 1664GW，新增产能达 391GW。考虑光伏工艺技术迭代周期，我们预计 2030 年光伏电池制程环保设备投资空间达 110 亿元，光伏电池综合配套设备投资空间达 323 亿元。
- **技术&品牌&成本优势巩固龙头地位。**我们预计 2020 年公司光伏制程废气设备收入市占率超 75%，**核心优势 1)长期品牌积累打造高份额**，十余年光伏制程项目经验，经历过数轮光伏变革周期，形成强抗风险及应变能力，积累优质客户资源，下游基本实现核心光伏电池&组件厂商全覆盖；**2)技术研发强，成本优势明显。**自主研发 LCR 技术脱硝效率可达 99%、较 SCR 脱硝技术投资成本节省 20%，运营成本低 30%~50%，无二次污染；研发力度不断加强，研发费用率及研发人员占比逐年提升。
- **废气治理转向综合配套供应商，单位体量价值有望提升成长加速。**凭借品牌、技术、成本优势铸就的市场份额累积，公司有望将废气设备的优势复制至综合配套系统，

2021 年公司接连中标 2 亿元/3.1 亿元综合配套设备大单验证模式转变，综合配套设备系统单 GW 体量价值可达 5000-6000 万元，较废气设备投资额有 5~11 倍提升空间。

- **非电领域超低排放释放需求，中建材合作打开广阔市场。**严格能效约束&纳入碳市场将推动水泥行业加速节能降碳，2019 年公司与中建材签订 76 亿元战略合作框架，打开超 300 亿元水泥超低排放改造市场。
- **设备运营一体化改善现金流，拓展制程新领域。**公司未来 1) 将加速拓展第三方检测、托管运维等运营服务，模式稳定改善现金流。2) 持续开拓半导体、汽车制造等精密制程市场，技术积累多点开花。
- **盈利预测与投资评级：**新能源革命驱动光伏产能扩张释放制程治理需求，公司凭借技术、品牌、成本优势奠定光伏制程治理龙头地位，一体化&新领域拓展助力成长。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.75/1.20/1.86 亿元，同比增加 22.29%/60.10%/55.11%，对应 71、45、29 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：技术与创新风险，宏观经济与市场波动风险，客户需求减少风险，重要框架协议执行不及预期。

2.13. 碳中和逻辑演进：从电力向高能耗非电全面铺开，重点关注节能&资源化

- **事件：**11 月 15 日，国家发改委等五部门联合印发《关于发布<高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）>的通知》。
- **五大高耗能行业能效标准出台，推动节能降碳和绿色转型技术改造。**《通知》科学界定了石化、化工、建材、钢铁、有色五大行业 25 个重点领域能效标杆水平和基准水平，对指导各地方、企业科学有序做好节能降碳技术改造，避免“一刀切”管理和“运动式”减碳，遏制“两高”项目盲目发展，确保双碳目标如期实现具有重要意义。
- **合理制定标准突出引领作用，分类限期推动项目提标达标。**《通知》强调 1) **突出标准引领作用：**a) **标杆水平：**对标国内外生产企业先进能效水平确定；b) **基准水平：**参考国家现行单位产品能耗限额标准的准入值和限定值，统筹考虑行业实际情况、如期实现达峰目标、保持供给平稳等因素；c) **动态调整：**视行业发展和能耗限额标准制修订情况，补充完善重点领域范围，动态调整标杆水平、基准水平。2) **分类推动项目提效达标：**a) **拟建、在建项目：**对照能效标杆水平建设实施，推动能效水平应提尽提；b) **存量项目：**能效低于基准水平的，合理设置政策实施过渡期，有序开展节能降碳技术改造；c) **落后项目：**淘汰落后产能、工艺和产品。加强推广应用低

碳技术装备，促进形成强大国内市场。3) **限期分批改造升级和淘汰**：各地要明确改造升级和淘汰时限（一般不超过 3 年），不能按期改造完毕的项目进行淘汰，能效低于本行业基准水平且未能按期改造升级的项目限制用能。4) **完善相关配套支持政策**

- **高耗能行业能效标准与碳配额方案协同并进，重点关注碳中和从电力向其他高耗能行业全面铺开中带来的节能和资源化机会。**全国碳市场以电力行业为突破口，“十四五”期间逐步纳入石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸和航空等行业。碳市场扩容工作有序推进，《关于加强企业温室气体排放报告管理相关工作的通知》要求，除电力外其他重点排放行业于 2021 年 9 月 30 日完成 2020 年度温室气体排放数据填报，2021 年 12 月 31 日前完成核查数据报送。2021 年 5 月至 6 月，生态环境部应对气候变化司分别委托中国建材联合会、钢铁协会、有色金属协会、石油和化学联合会开展**建材、钢铁、有色、石化和化工行业**纳入全国碳市场相关工作。明确、量化的标准是重点行业节能降碳的重要依据，**能效标准的制定进一步推动该领域碳配额分配方案的落地，加速碳中和向其他高耗能行业全面铺开，驱动行业中端节能降碳和后端资源化利用**
- **双碳部署和全球甲烷减排背景下，关注清洁能源、循环经济、甲烷减排。**1) **深化清洁能源**：**【光伏治理】**光伏景气度向上，制程污染治理设备需求释放；建议关注**仕净科技**；**【环卫电动化】**环卫新能源助力碳达峰，宇通份额提升&盈利领先验证优势；重点推荐**宇通重工**；**【垃圾焚烧】**龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估，重点推荐**光大环境**；优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期；重点推荐：**瀚蓝环境**；建议关注**伟明环保、绿色动力、三峰环境**。2) **循环经济发展**：**【危废资源化】**资源化优质 ToB 赛道，复制雨虹优势再造资源化龙头，重点推荐**高能环境**；**【电池再生】**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，重点推荐**天奇股份**；**【再生塑料】**再生塑料稀缺龙头，全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海，重点推荐**英科再生**；建议关注**海螺水泥**窑协同处置固危废龙头**海螺创业**；3) **增加甲烷减碳目标**：**【甲烷利用】**垃圾填埋气主要组分为甲烷，填埋气发电龙头**百川畅银** 2020 年装机量份额 20%，碳减排利润弹性大，重点推荐**百川畅银**；有机废弃物产沼利用先锋，重点推荐**维尔利**。**【水务重估】**高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估，重点推荐**洪城环境**；全国性供水龙头，直饮水再造中国水务，建议关注**中国水务**。

- **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。

2.14. 碳战略视角关注生态资产价值重估

- **核心观点**：碳生态战略目标下，环保行业内涵丰富受益明显。1) 碳目标带来政策预

期明确，强调市场化机制，投资回报可预测性大幅改善，行业不确定性显著减少，估值提升。2) 从现金流角度：环保行业工程业务转入运营期，现金流持续转好，享运营红利；3) 从成长与估值角度：部分细分赛道成长性突出，优质公司维持高增，受整体板块估值的影响，估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值，资产价值凸显。

- **碳战略目标下政策预期明确，回报预期稳定估值提升。**碳中和是追求高质量可持续发展的必由之路，我国多次宣示“3060”碳达峰碳中和目标彰显决心。生态环保产业契合碳中和战略背景，多维度受益。碳背景下，绿色产业价值持续体现，政策预期明确，双碳+绿电+生态补偿相关政策不断出炉，政策兑现强化市场机制和资产回报稳定性。国务院办公厅印发《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》，强调多元化补偿制度、强化市场机制。《绿电交易试点工作方案》开启，绿色电力价值体现，清洁能源收入端有望走向市场化。《2021 年生物质发电项目建设工作方案》印发，国补退坡&竞价政策落实，不确定因素显著减少，垃圾焚烧商业模式理顺在即，现金流改善。
- **现金流角度：现金流持续转好享运营红利。**随着在建项目的逐步转入运营期，运营类业务占比逐步提升。部分公司主动由工程类业务向运营类业务转型，业绩确定性增强，现金流转好，进入项目运营红利期。从垃圾焚烧角度切入，头部公司光大环境、瀚蓝环境现金流持续改善。1) 2021 年上半年瀚蓝环境经营性净现金流达 10.74 亿元，同比大增 94.5%，2) 光大环境港股上市，根据会计准则将 BOT 投资确认为合约资产，列入经营性现金流流出，导致表观经营性净现金流为负值。我们用表观经营性现金流净额扣除合约资产观察变化趋势，可以发现 2015-2020 年公司扣除当期合约资产增加值的经营性净额持续改善。我们认为未来随项目逐渐投产以及垃圾焚烧行业商业模式转好，龙头公司真实经营性现金流有望进一步向上，迎来自由现金流转正拐点。
- **成长与估值角度：**高成长对应低估值价值显现。环保部分细分赛道成长性突出，赛道内优质公司有望维持高增，受整体板块估值的影响，估值目前处于低位。高成长性未能匹配对应的估值，板块与公司价值凸显。
- **投资建议：**碳战略背景下，环保行业内涵进一步丰富，受益明显。政策指引下，投资回报预期稳定，项目逐步进入运营期现金流逐年好转，高成长性逐步兑现，估值处于底部，投资价值凸显。重点推荐：

【清洁能源】光大环境（垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估）、百川畅银（垃圾填埋气发电龙头，碳减排利润弹性大）、瀚蓝环境（优秀整合能力助力份额扩张，大固废综合产业园降本增效扩张可期），建议关注伟明环保、绿色动力、三峰环境。

【资源化】高能环境（危废资源化优质 ToB 赛道，复制雨虹优势再造资源化龙头）、天奇股份（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）、英科再生（再生塑料稀缺龙头，全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海）

【水务】洪城环境（高分红&加速成长，综合公用事业平台价值重估）

【环卫电动化】宇通重工（两大预期差，宇通份额提升盈利领先验证优势）

- **风险提示：**政策推广不及预期，融资环境改善不及预期，财政支出不及预期，行业竞争加剧

2.15. 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

■ 投资要点

- **动力电池退役高峰来临，电池回收迎长周期高景气。**电池行业有望持续维持高景气度。1）全球电动化势不可挡，新能源车销量维持高增；2）储能贡献装机新增量，锂电池装机占电化学装机近 90%。政策就位&经济性突出，电池回收再生蓄势待发。1）电池回收利用全生命周期框架初步建立，政策趋严护航行业发展。2021 年政府工作报告再次明确加快建设动力电池回收利用体系；2）三元电池金属价值量高，再生回收经济性明显。按照三元电池通常 5 年服役年限，首波退役高潮即将到来。
- **随行业景气度上行，市场空间 10 年 7 倍。**我们对三元电池（动力三元、消费电子三元）再生回收市场空间进行测算，考虑金属价格影响，1）2019 年金属价格中位数假设下，2021 年/2025 年/2030 年市场空间分别可达 84 亿元/195 亿元/582 亿元；2）2020 年金属价格中位数假设下，2021 年/2025 年/2030 年市场空间分别可达 79 亿元/183 亿元/550 亿元；3）现价（2021/8/31）假设下，2021 年/2025 年/2030 年市场空间分别可达 112 亿元/258 亿元/770 亿元。其中，2020-2025 年 5 年 CAGR 为 22%，2020-2030 年 10 年 CAGR 为 23%。
- **多方入场产能扩张，回收端或为核心竞争点。**主要参与者包括金泰阁&锂致实业（天奇股份）、邦普集团（宁德时代）、华友钴业、光华科技、格林美等。公司现有废旧电池处理量 2 万吨/年，我们预计 2023 年扩产至 5 万吨/年，规模行业领先。考虑制造端技术路线和产品较为同质（前驱体材料、前驱体），销售端需求旺盛，我们预计

回收端或成竞争关键。公司深耕汽车后市场，渠道协同明显，优势显现。

- **汽车后市场龙头，五年五十亿宏图展开。**公司公告 2021-2024 年投资规划，用于电池回收再生扩产、技改与产业链深化。其中 1) 扩产技改项目预计投资不超过 4.4 亿元，金泰阁废旧电池处理量从 2 万吨/年提升至 5 万吨/年，产能弹性 150%，预计 2022 年投产；2) 三元前驱体项目预计投资 50 亿元，建成 3 万吨/年三元前驱体产能和 1.2 万吨/年碳酸锂产能，预计一期 2023Q4 投产，二期 2024Q4 投产，业务拓展至“电池回收—元素提取—材料制造”。
- **深耕汽车产业链，拓展电池回收迎高增。**公司拥有智能装备、循环装备、重工装备、汽车后市场四大板块业务。2021H1 公司实现营业收入/归母净利润 18.51 亿元/0.78 亿元，同增 18%/587%，汽车后市场（汽车拆解、汽车零部件再制造、电池回收再生等）核心板块高增带动公司业绩快速增长。2021 年 7 月公司发布股权激励绑定核心员工，业绩考核目标 2021-2024 年净利润不低于 1.3 /2.3/3.3/4.5 亿元，2021 年业绩增速达 113%，2020-2024 年 CAGR 达 64.8%。高目标彰显管理层信心。
- **盈利预测与投资评级：**电池回收利用行业高景气度即将到来，公司积极布局，产能扩张产业链深化。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 1.56/2.36/3.50 亿元，2021-2023 年 EPS 为 0.42/0.64/0.94 元/股，当前对应 PE 为 38x/25x/17x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车辆销售不及预期、项目进度不及预期、竞争加剧

2.16. 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

投资要点

- **全球垃圾焚烧龙头，打造全方位环境综合治理服务商。**公司作为央企深耕环保产业 20 余年，现已形成光大环境、光大绿色环保、光大水务三大上市平台，业务涵盖环保能源、绿色环保、环保水务、装备制造、生态治理、光大照明、环境规划及绿色科创等八大板块，是我国最大的环保企业和全球最大的垃圾发电投资运营商，累计总投资超 1460 亿元，2011-2020 年营收复合增速 31%，**现金流持续改善。**
- **垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式理顺&现金流改善&减碳价值增量。**据相关政策及统计数据，我们认为 1) 行业刚性扩容十四五复合增速 11%，2019 年垃圾焚烧 CR10 60%，格局趋稳。2) 国补新政落地明确新老划断及低价优先，退坡影响有限，垃圾处理费上涨可轻松弥补，顺价至 C 端人均支付难度较低，助力理顺生产者付费模式，且存量补贴有望加速发放改善现金流；3) 行业资本开支下降，2020 年新增垃圾焚烧项目资本开支同比减少 30%，自由现金流改善在即。4) 垃圾焚烧减碳效

应显著，CCER 贡献 12% 利润弹性，有望增厚业绩且降低补贴依赖度。

- **资源&资金优势助力先发布局，规模&运营效率&风险收益比全面领先。**公司作为垃圾焚烧龙头实现大规模高盈利，得益于 1) 央企背景政企资源协同，先发布局发达区域奠定高盈利基础；2) 多元化低成本融资支撑项目快速扩张，2021/04 光大绿色环保发行 5.89 亿元的国补 ABN。我们从在手规模、运营效率及风险收益比三大指标解读公司精细化管理运营优势，1) 2021H1 在手垃圾焚烧规模 14.47 万吨/日居全球首位，环保能源已建、在建、筹建垃圾焚烧规模分别为 10.01、2.72、0.71 万吨/日。2) 2021H1 吨发 466 度居上市公司首位，且吨上网自 2015 年 272 度升至 2021H1 333 度，逐年稳步上升，高吨发可有效抵消退坡部分，新项目具备成本竞争优势。3) 风险收益比最高，存量项目有望率先调价。按在建筹建已建比，公司风险收益比领先行业，政策风险控制良好且公司部分存量项目即将到期，有望率先进行处理费调价引领行业。
- **环保版图全面布局多点开花，协同效应明显步入高质量运营期。**1) 绿色环保：危废处置产能储备丰富贡献新增长，生物质能&垃圾焚烧协同效应显著提升盈利能力；2) 光大水务：区域布局陆续扩张，水务工程落地及水价上涨启动促水务板块稳健增长。公司致力于产业链横纵拓展打造环境综合治理商，项目建设高峰期将过，高质量运营时代已经到来。
- **盈利预测与投资评级：**固废&水务行业刚性增长，公司有望以较强的综合运营管理、资金、资源优势实现强者恒强稳固龙头地位。随着在手项目的陆续投运，公司建设收入趋势放缓，运营收入占比提升带来盈利能力持续增强，自由现金流将显著转好，有望迎来估值的强力修复。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 78.02/79.05/81.14 亿港元，同比 29.7%/1.3%/2.6%，EPS 分别为 1.27/1.29/1.32 港元，对应 5/5/4 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期，政策风险，财务风险，行业竞争加剧

2.17. 百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大

投资要点

- **沼气发电龙头企业，2017-2020 年归母净利润复合增速 24%。**公司是中国最大的沼气发电投资运营商，实控人陈功海、李娜夫妇持股 41.22%，员工持股 1.66% 激发团队活力。2016-2020 年营收/归母净利润复合增速高达 31.08%/24.18%，毛利率/净利率稳定在 45%/25% 左右。
- **填埋气发电减排效应显著，碳交易增厚收益 102%~339%。**全国碳市场启动后 CCER 需求释放，短期稀缺价格看涨。填埋气发电度电减碳 0.00578tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润端弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。公司具备成熟的碳资产开发团队，受益碳交易弹性最大，CCER 碳价 30/60/100 元情景下，

相较 2020 年业绩，CCER 对净利润端的理论弹性达 102.70%/205.40%/342.34%。

- **填埋气利用渗透率不足 12%提升空间大,有机废弃物处置打造沼气利用蓝海市场。**
 - 1) **填埋与焚烧长期并行,县城填埋气有待开发。**2019 年底我国城市/县城垃圾填埋处理能力占无害化的比例为 42.19%/71.46%,县级填埋场 1233 座,占全国 65%。县级填埋场平均处理规模 143 吨/日,低于城市均值 563 吨/日,县城填埋气开发率低。
 - 2) **填埋气发电渗透率仅 12%,提升空间大。**2019 年全国 216 个沼气发电项目装机并网,填埋场数量渗透率不足 12%。
 - 3) **政策鼓励&减排驱动,对标欧洲我国沼气发电装机量十年 50 倍。**政策支持沼气发电项目建设,发电价格实行补贴制度。全球制定甲烷减排方案,到 2030 年甲烷排放减少 45%。2016-2020 年全国沼气并网装机容量复合增速 26.28%,厨余垃圾、养殖粪污、农业秸秆、工业有机废弃物等领域打开沼气利用蓝海市场。对标欧洲,
 - 1) **发电能源结构:**2018 年欧洲沼气发电装机量占比 1.17%,2020 年中国仅 0.03%,2030 年中国有望达 1%,沼气发电装机量达 45MW,是 2020 年的 51 倍;
 - 2) **沼气利用结构:**2018 年欧洲发电沼气量占比 43%,中国当前仅 3.5%,2030 年中国有望达 20%,沼气发电装机量达 39MW,是 2020 年的 44 倍。
- **龙头规模效应&技术经验降本增效,具备中小型项目盈利能力。**
 - 1) **规模效应:**2020 年底投运项目 82 个,并网装机容量 171.25MW,市占率 20%居首位,项目积累带来设备共用的规模效应;
 - 2) **技术领先:**拥有以提升填埋气收集效率和机组发电效率为核心的专利 37 项,单吨投资低于同业,集气率和发电效率高。
 - 3) **盈利能力强:**2019 年公司填埋气发电业务毛利率 48.62%,高于同业均值 10.05pct。中小型项目存盈利空间,适配未来行业发展方向。垃圾日进厂量 500t 以下项目占比 74%,日进场量 150t 以下项目占比 7%。
 - 4) **内延外拓助产能扩张:**新扩建装机容量达 57.31MW,较 2020 年底存 33.49%增量空间,收购威立雅西安、北京、南京项目布局一线城市,同时向餐厨、农村沼气横向扩张。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.60/2.34/3.02 亿元,同比增加 27.83%/46.62%/28.99%,EPS 分别为 0.99/1.46/1.88 元,对应 46/31/24 倍 PE,CCER 价格 30/60/100 元/t CO₂ 下,理论利润弹性有望达 95%~330%。首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**垃圾填埋气不足,补贴政策变动,市场竞争加剧

2.18. 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

投资要点

- **塑料回收利用全产业链运营商,上下游一体化优势明显。**公司主营可再生塑料回收、再生与利用,覆盖 PS 塑料循环利用完整纵向产业链,主营产品包括回收设备、再生 PS 粒子及再生塑料制品,储备 PET/PE/PP 等塑料回收再生。与英科医疗同一实控人,董事长持股 54%,4 大员工持股平台合计持股 5.65%。
- **限塑令&碳中和打开废塑料资源化蓝海市场,再生材料最低含量占比保障需求。**
 - 1) **限塑令下循环利用成产业趋势,全球废塑料回收率约 35%,提升空间大。**2019 年

全球塑料总产量 3.68 亿吨，同增 2.51%，中国塑料制品产量占全球 20%。当前全球废塑料回收率约 35%，多国要求 2030 年回收率达 55%。2019 年我国塑料回收量 1890 万吨，距 2020 年政策目标 2300 万吨有 22% 的缺口。**2) 禁废令驱动全球供应链改革。**2017 年前全球废料出口至中国占比 45%，禁废令颁布后 2018 年废塑料进口量下跌 99% 至 5 万吨，马来西亚、泰国、越南成为继中国之后三大废塑料进口国。**3) 再生塑料较原生塑料减碳 30%~80%，双碳目标下发展空间广阔。****4) 再生 PET 最低含量标准保障刚性需求。**美国加州规定 2022 年起 PET 瓶中再生塑料含量 15%，欧盟明确到 2025 年 PET 容器中再生塑料比例不少于 25%，2030 年不少于 30%，各大企业自愿做出承诺。

- **公司全产业链联动&境内外布局，技术优势降本增效，新增产能投产&利用率提升空间可期。****1) 回收端：**销售网点覆盖全球 400 余家，境内外塑料回收采购均价差约 1000-2600 元/吨，成本优势约 20%~60%。自研回收设备将塑料体积缩至 1/50 或 1/90，有效降低回收成本提升效率，借助回收设备出售协同建立回收渠道。**2) 再生端：**2019 年公司再生 PS 产量 5.61 万吨，境内份额约 30%，产线 140 条，境内份额 14.54%。再生 PS 粒子纯净度达 99% 可替代部分新材料应用，价格较新材料粒子低 20-50%，自产制品成本优势明显。当前产能利用率不足 60% 提升空间大。**3) 利用端：**主要应用建筑材料，框类产品等。制成品单价为再生粒子 3~4 倍，利润率较再生粒子翻倍至 30% 以上，产品附加值提升，再生粒子单位产出及自用比持续提升凸显技术优势。越南筹建年产 227 万箱再生品产能，深加工产能有望翻 2~3 倍。
- **强势切入 PET 再生赛道，募投再出发。**a) 5 万吨/年 PET 马来西亚项目产能投产在即，较目前 PS 粒子 9.7 万吨/年产能 50% 弹性；b) 储备 10 万吨/年多品类塑料再生项目；c) 回收设备扩产 7 倍。
- **盈利预测与投资评级：**双碳目标下再生塑料空间广阔，公司为再生 PS 细分领域先行者，横向切入 PET 等其他品类，随着新建项目投产，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.51/3.90/5.90 亿元，同比增加 15.46%/55.49%/51.32%，EPS 分别为 1.89/2.93/4.44 元，对应 63/41/27 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**贸易政策变动和加征关税风险，汇率波动风险，境外子公司所在地政策及原料跨国供应风险，PET 项目进展及销售不及预期

2.19. 各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算

投资要点

- **碳市场 6 月上线，CCER 降低履约成本，需求释放在即。**

1) 两大变化：a. 2021 年 6 月全国碳市场有望上线；b. 行业不断扩充。

2) CCER 抵消机制：降低履约成本，鼓励自愿减排。四大核心机制：①抵消比例：CCER(核证自愿减排量) 1:1 替代碳配额，抵消比例不超过总碳配额的 5%；②认定流程：5 步法—项目设计、审定、备案、减排量核证、减排量备案。③可行性评估：识别基准线、评估项目额外性及经济效益。④减排量测算原理：减排量=基准线排放-项目排放-泄露排放。项目计入期分为可更新计入期(7*3=21 年)和固定计入期(10 年)。

3)市场空间：按 5%抵消比例测算，我们预计全国碳市场初期 CCER 需求量约 1.65 亿吨/年，长期有望扩容至 4 亿吨/年。

- **减碳价值测算：填埋气发电资源化经济效益突出，利润弹性 102%~339%。**我们选取 CCER 自愿减排主要鼓励的可再生能源、甲烷利用及林业碳汇三类项目中 5 种细分类型进行减碳量及经济效益测算：

- **垃圾焚烧：**度电减碳 0.00132tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.039/0.079/0.132 元，利润端弹性达 12.01%/24.02%/34.84%。

- **填埋气资源化：**度电减碳 0.00578tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.17/0.35/0.58 元，利润端弹性达 101.77%/203.54%/339.23%。

- **餐厨处置：**单吨垃圾减碳 0.58tCO₂，30/60/100 元碳价下单吨垃圾增收 18.90/37.80/63.00 元，利润端弹性达 18.75%/37.50%/62.50%。

- **生物质利用：**度电减碳 0.00067tCO₂，30/60/100 元碳价下度电增收 0.02/0.04/0.07 元，利润端弹性达 21.49%/42.99%/71.65%。

- **林业碳汇：**每亩储碳量 0.90 tCO₂e，30/60/100 元碳价下每亩林增收 27.00/54.00/90.00 元，利润端弹性达 66.73%/133.46%/222.43%。

- **重点推荐及建议关注：**

- **垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式改善&碳中和价值增量。**我们预计十四五期间行业稳步增长复合增速近 11%，全国垃圾处理收费制度加快推进，垃圾处理费划转至税务部分征收，终端收费能力提升顺价逻辑加强。**CCER 贡献 12% 的利润弹性，通过碳交易市场手段降低补贴依赖度**，商业模式和现金流改善确定性增强。关注优质资产稀缺性。**重点推荐：【瀚蓝环境】**优秀整合能力助力份额扩张；**建议关注：【光大环境】、【三峰环境】、【伟明环保】。**

- **沼气利用渗透率低空间广阔，碳交易增厚收益弹性大。**2019 年垃圾填埋场沼气发电渗透率仅 12%拓展空间大，有机废弃物处置有望打开沼气利用蓝海，填埋气发电减排效应突出，增厚收益利润有望翻倍。**重点推荐：【百川畅银】**垃圾填埋气发电龙头，受益碳交易弹性大。

- **环卫新能源长周期放量，十年替代助力碳达峰。**2035 年公共领域用车全面电动化，存量替代拉开帷幕，2020 年渗透率仅 3%成长潜力大长周期放量。**重点推荐：【宇通重工】、【盈峰环境】、【龙马环卫】。**

- **固废资源化 ToB 赛道空间广阔，减碳效果明显助力碳中和。**政策支持推动资源化，再生资源减碳较原生制造效果明显。**重点推荐：【高能环境】**运营占比提升，雨虹基因造危废资源化龙头。**【中再资环】**废电拆解龙头份额提升，拆解物大宗商品顺周期弹性大；**建议关注：【浙富控股】。**

- **风险提示：**宏观政策超预期收紧，政策执行不达预期，CCER 碳价下行

2.20. 碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估

投资要点

■ **报告创新点：**1) 从碳中和视角下搭建行业投资框架及环保产业映射；2) 对碳交易市场交易现状、建设进展及 CCER 抵消机制做了较为全面的梳理；3) 对垃圾焚烧 CCER 项目碳减排及经济性效益进行敏感性测算，得出度电垃圾焚烧 CCER 收入近 4 分钱，利润弹性约 12%。

■ **碳中和投资框架：**从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架。中国碳排放居世界首位占比近 29%，“2030 碳达峰、2060 碳中和”已上升至前所未有的高度，成为大国崛起的必要筹码。能源替代/节能减排/循环利用/生态碳汇将成为实现碳中和的重要途径，碳交易提供有效制度支撑。

■ **碳中和环保产业映射：**从环保视角来看，1) 能源替代：前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2) 节能减排：中端推动产业结构转型，关注节能管理&减排设备应用。3) 循环利用：推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4) 环境咨询：环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5) 碳交易：鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。

■ **碳中和制度支撑：**碳交易一迎全国化&多元化&机构转变三大变化，CCER 需求提升利好可再生能源。

1) 三大变化：a.试点向全国，2021 年 6 月全国碳市场有望上线；b.行业

扩充，钢铁/水泥/化工等行业有望于“十四五”纳入全国碳市场，c.主管机构由发改委转变为生态环境部。

2) 两种模式：碳交易产品分碳排放配额及自愿减排量（CCER）抵消两种，CCER 将为可再生能源项目提供附加收入。

3) 市场空间：按 5%抵消比例计算，我们预计全国碳市场初期 CCER 需求量约 1.65 亿吨/年，长期有望扩容至 4 亿吨/年。

■ **垃圾焚烧量化评估：**商业模式有望 C 端理顺现金流改善，垃圾焚烧 CCER 贡献 12%利润增量。

1) CCER 有望贡献 12%利润弹性。依据已审定垃圾焚烧 CCER 项目，现审定生活垃圾焚烧项目数量占全部 CCER 近 4%，头部焚烧公司产能占比约 30%，地理区位、减排技术及发电效率是单位减排量的影响因素。中性情景下，度电 CCER 收入达 0.039 元，对垃圾焚烧项目收入端弹性达 4.48%，利润端弹性达 12.01%，净利率提升 2.02pct 至 29.96%。

2) 商业模式有望向 C 端理顺现金流改善，国补竞价上网影响有限。国补最新政

策明确 2021 年以后新开工/新核准项目采用竞价上网，我们测算若补贴退坡 0.05/0.1/0.15 元/Kwh，项目净利率将下降 2.24/4.77/7.64pct，垃圾处理费需上涨 21.54%/43.08%/64.62%可抵消退坡影响。按我们统计的主流公司项目产能进度表，主流上市公司受竞价上网影响不足 3 成，上海环境/瀚蓝环境等风险收益比较高。考虑 a.CCER 附加收入可冲减部分国补退坡；b.垃圾处理费调价机制有望启动，若国补退坡部分顺价至 C 端，对应人均垃圾处理费上升幅度为 3.99/7.99/11.98 元/年，最多仅占居民可支配收入的 0.03%，支付难度小。

3) 碳中和推动绿色金融，企业融资成本有望下降。

- **建议关注：**1、**固废：**碳中和&行业刚性扩容&商业模式改善，关注优质资产稀缺性：**【瀚蓝环境】、【高能环境】**；2、**环卫电动化：**十年五十倍，掘金环卫新能源：**【盈峰环境】、【宇通重工】、【龙马环卫】**；3、**再生资源：****【中再资环】**；4、**工业节能：****【维尔利】**；5、**环境咨询：****【南大环境】**。

- **风险提示：**宏观政策超预期收紧，CCER 碳价下行，国补退坡风险

2.21. 高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头

投资要点

- **土壤修复龙头布局固废全产业链，结构优化运营占比提升。**公司董事长实控人李卫国，同为防水行业龙头东方雨虹董事长实控人，东方雨虹同为 A 股上市公司，市值过千亿，实控人公司管理运营能力优秀。公司 2015-2019 年营业收入/归母净利润 CAGR 为 49.4%/40.4%。公司作为土壤修复龙头，2015 年起切入垃圾焚烧、危废布局固废产业链。随项目投运收入结构优化，**2020H1 运营收入/毛利占比 24.9%/28.1%，有望持续提升。**运营毛利率高于工程毛利率，收入结构改善有望抬升整体利润率。
- **危废产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头。**2019 年公司在手危废处置规模 56.553 万吨/年，资源化占比达 90%。随重庆、贵州项目建成，2021 年底产能有望突破 100 万吨/年，资源化占比超 95%。公司重点布局危废资源化，资源化具备“类制造业”属性，市场化程度高企业竞争优势更易体现。资源化行业依赖上游原料采购渠道与上中游精细化管理优势。东方雨虹依托精细化管理与渠道优势实现防水行业市占率第一。商业模式与工业管理存在协同，东方雨虹有望进一步赋能高能环境，助力高能腾飞。
- **垃圾焚烧：资本开支高峰已过，项目投运运营收入持续增长。**我们预计垃圾焚烧运营规模已达 8500 吨/日，在建 2200 吨/日，筹建 2700 吨/日，仅在手项目可为公司锁定未来近 60%规模扩张。公司垃圾焚烧项目建设高峰已过，我们预计生

活垃圾板块将进入收入规模与利润率双升通道（运营利润率高于工程利润率）。运营收入占比进一步提升。垃圾焚烧项目提供的稳定现金流将促进公司实现内生优质增长，享受优质运营收益。

- **环境修复：模式理顺万亿市场待释放，龙头技术&管理优势维持高增。**我国土壤修复待释放市场规模 **4.6 万亿元**，2019 年土壤修复市场规模 **104 亿元**。政策法规出台&中央资金支持，土壤修复市场商业模式理顺健康稳步发展。公司收入规模行业第一，新增订单表现优异，在手订单充沛。龙头地位稳固充分受益土壤修复市场释放。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司危废资源化业务大增&运营业务占比提升加速，我们将 2021-2023 年归母净利润 7.0/9.1/11.8 亿元上调至 7.3/9.5/12.0 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.90/1.17/1.49 元。对应当前股价（2021/4/13）2021-2023 年 PE 为 21/17/13 倍。公司有望复制东方雨虹精细化管理能力，造就危废资源化龙头，维持“买入”评级。
- **风险提示：**危废产能建设不及预期，危废产能利用率不及预期，竞争加剧。

3. 行业新闻

3.1. 住建部：关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知

住房和城乡建设部发布关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知，规划提出，到2025年，城镇新建建筑全面建成绿色建筑，建筑能源利用效率稳步提升，建筑用能结构逐步优化，建筑能耗和碳排放增长趋势得到有效控制，基本形成绿色、低碳、循环的建设发展方式，为城乡建设领域2030年前碳达峰奠定坚实基础，到2025年，完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦以上，地热能建筑应用面积1亿平方米以上，城镇建筑可再生能源替代率达到8%，建筑能耗中电力消费比例超过55%。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220312/1209767.shtml>

3.2. 国家标准化管理委员会：成立国家碳达峰碳中和标准化总体组

为加强碳达峰碳中和标准化工作的统筹规划和协调管理，国家标准化管理委员会决定成立国家碳达峰碳中和标准化总体组，并公布总体组成员名单，组长为赵宪庚院士，副组长为聂祚仁院士等4人，顾问为杜祥琬院士等5人，并专家33人。

数据来源：https://www.samr.gov.cn/xw/zj/202203/t20220304_340186.html

3.3. 生态环境部、发改委、重庆市政府、四川省政府印发《成渝地区双城经济圈生态环境保护规划》

《规划》围绕绿色低碳发展、生态保护修复、生态环境质量和人居环境改善等4个方面，设置了12项指标，其中7项指标为约束性指标。7项约束性指标中，单位GDP二氧化碳排放降低19.5%，生态保护红线面积不减少，地级及以上城市空气质量优良天数比率不低于89.4%，地级及以上城市PM2.5浓度下降13%以上，国控断面水质达到或优于Ⅲ类的比例达96%，跨界河流国控断面水质达标率稳中向好，河流主要断面生态流量满足程度达到90%以上。

数据来源：

https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/ztl/xxczhjs/ghzc/202203/t20220310_1319049.html?code=&state=123

3.4. 山东印发关于组织实施《环保装备制造业高质量发展行动计划（2022-

2025 年)》的通知

山东省工业和信息化厅 山东省科学技术厅 山东省生态环境厅三部门印发关于组织实施《环保装备制造业高质量发展行动计划（2022-2025 年）》的通知，要求各市实施科技创新能力提升“补短板”行动、产品供给能力增强“锻长板”行动、产业结构调整“聚优势”行动、发展模式转型“蓄后势”行动四大行动，提高环保技术装备产品供给能力。通知强调全省各级工业和信息化、科学技术和生态环境保护部门要创新工作方式方法，建立政府部门、行业协会、企业共同参与的工作协调机制。坚持目标导向，明确责任、协同配合，实施管理信息共享和互通互用，强化组织实施，推进环保装备制造业数字化、智能化、绿色化、服务化转型，突破一批关键共性技术、塑造一批优势企业、打造环保装备制造优势产业链和产业聚集区，加快形成创新驱动、示范带动、平台保障、融合发展的产业生态。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220309/1208906.shtml>

3.5. 浙江省建设用地土壤污染风险管控和修复名录及移出清单 3.10 更新

3 月 10 日，浙江省生态环境厅发布浙江省建设用地土壤污染风险管控和修复名录（含地下水污染场地）与浙江省建设用地土壤污染风险管控和修复名录移出清单已于 2022 年 3 月 10 日更新。其中移入名录地块 3 个，移出名录新增 2 个地块。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220311/1209613.shtml>

3.6. 青海省“十四五”能源发展规划：推进生物质能开发利用 建设垃圾焚烧发电示范项目

青海省人民政府办公厅发布关于印发青海省“十四五”能源发展规划的通知，规划提出，稳步推进生物质能开发利用，建设垃圾焚烧发电示范项目，因地制宜推进生物质能的综合利用，拓展清洁供暖方式。

数据来源：<https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220310/1209327.shtml>

3.7. 《江西省“十四五”生活垃圾分类和处理设施发展规划》印发

江西省发改委印发《江西省“十四五”生活垃圾分类和处理设施发展规划》，规划要求，到 2025 年底，南昌市和宜春市生活垃圾分类和处理能力进一步提升，其他各设区市中心城区形成生活垃圾分类闭环体系；县（市、区）城区初步建成生活垃圾分类闭环体系；支持乡镇加快补齐生活垃圾分类收集、分类运输、分类处理设施短板。

数据来源: <https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220309/1208988.shtml>

3.8. 北京市印发实施深入打好污染防治攻坚战 2022 年行动计划

近日,北京市印发实施《北京市深入打好污染防治攻坚战 2022 年行动计划》。2022 年“行动计划”的突出亮点在于以生态文明建设为统领,准确把握深入打好污染防治攻坚战的新形势、新要求,在继续统筹开展大气、水、土壤污染防治行动基础上,增加了应对气候变化、生态保护两部分行动内容。此外,还明确了碳排放强度、空气质量、生态环境质量指数等主要目标任务。

数据来源: http://www.gov.cn/xinwen/2022-03/05/content_5677264.htm

3.9. 上海市土壤及地下水污染防治“十四五”规划

3月10日,上海市生态环境局发布关于印发《上海市土壤及地下水污染防治“十四五”规划》的通知,总体目标提出,到2025年,土壤及地下水环境质量总体保持稳定,受污染耕地和重点建设用地安全利用得到巩固提升,土壤及地下水环境风险实现有效管控,进一步保障市民“吃得放心、住得安心”。

数据来源: <https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220310/1209400.shtml>

3.10. 安徽合肥: 征集中央生态环境专项资金储备项目的通知

近日安徽省合肥市生态环境局发布了关于征集中央生态环境专项资金储备项目的通知,重点申报范围为大气污染防治项目中的工业污染治理与锅炉综合治理,土壤污染防治项目中的在产达标排放企业为减少重金属或有机污染物等土壤有毒有害物质排放进行的生产工艺、设施设备升级改造,污染治理设施提标改造等;在产达标排放企业为减少重金属或有机污染物等土壤有毒以及物料、污水、废气管线架空建设和改造,如因地制宜实施管道化、密闭化改造,以及物料、污水、废气管线架空建设和改造,对重点区域和重点设施设备进行防腐防渗升级、加装二次保护设施、泄漏检测设施等;在产达标排放企业排污口整治及其他切断污染物进入农田链条的措施等。

数据来源: <https://huanbao.bjx.com.cn/news/20220311/1209660.shtml>

4. 公司公告

表 1: 公司公告

类型	日期	公司	事件
关联交易	3.9	国中水务	公司拟收购上海鹏欣所持有的上海鹏欣高科技农业发展有限公司 100%股权和上海鹏欣农业投资有限公司所持有的启东鹏腾农业发展有限公司 100%股权，交易金额为 85,652.75 万元人民币，本次交易构成关联交易。
	3.10	中国燃气	公司拟收购本公司附属公司电子商务发展有限公司已发行股份总数 20%，代价为 30 亿港元。至此，本公司实际拥有该公司 51%权益。
股权激励	3.8	南大环境	公司拟向激励对象授予不超过 273.60 万股限制性股票，占本激励计划草案公告时公司股本总额 9,120.00 万股的 3.00%，其中首次授予 243.90 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 9,120.00 万股的 2.67%，约占限制性股票拟授予总额的 89.14%；预留 29.70 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 9,120.00 万股的 0.33%，约占限制性股票拟授予总额的 10.86%。
	3.11	仕净科技	公司于 2022 年 3 月 2 日在巨潮资讯网上公告了《2022 年限制性股票激励计划（草案）》及其摘要及《2022 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，并于 2022 年 3 月 2 日通过公司内网发布了《2022 年限制性股票激励计划首次授予激励对象名单》，将本次拟激励对象名单及职位在公司内部予以公示。
股票复牌	3.9	洪城环境	公司股票及可转换公司债券（洪城转债，110077）将自 2022 年 3 月 10 日（星期四）开市起复牌，并恢复转股。
政府补助	3.9	中再资环	公司及全资子公司、控股子公司在 2021 年内累计收到各类政府补助款项 6,530.35 万元。其中收益相关的政府补助 5,434.94 万元，占本公司 2020 年度经审计的归属于上市公司股东的净利润的 13.24%，与资产相关的政府补助 1,095.41 万元，占本公司 2020 年末经审计的归属于上市公司股东的净资产的 0.50%。
股份解除质押	3.10	首华燃气	公司控股股东吴海林先生将其所持有公司 2.12 百万股份办理了解除质押业务，占公司总股本 0.79%，其总持股占公司总股本 3.49%。
股东减持	3.7	龙净环保	截至 2022 年 3 月 7 日，通过上海证券交易所系统共计减持龙净转债 2,820,400 张，占发行总量的 14.10%。本次减持完

			成后，龙净实业及其一致行动人仍持有龙净转债 2,185,680 张，占发行总量的 10.93%。
	3.10	伟明环保	公司大股东及董监高减持股份，大股东一致行动人王素勤女士等五人拟通过集中竞价方式合计减持不超过九百万股，占公司 2021 年 11 月 16 日总股本比例为 0.716%；董监高陈革先生等七人拟通过相同方式减持不超过 4.8231 百万股，占总股本比例为 0.384%。截至公告披露日，大股东一致行动人、董监高占公司当前总股本比例分别为 11.212%、2.098%。
框架协议	3.7	侨银股份	公司与南昌高新技术产业开发区管理委员会本着“优势互补、合作共赢”原则，签订了《高新区“碳中和·无废城市”项目投资协议》。双方将深化战略合作，深入贯彻国家关于“碳达峰、碳中和”的战略部署，打造高新区无废城市。
	3.8	天奇股份	天奇自动化工程股份有限公司与京东科技信息技术有限公司签署《框架合作协议》。双方拟充分利用各自优势，进一步推动废旧锂电池绿色供应链管理体系，实现“互联网+回收”场景资源共享和优势互补，打造锂电池循环再利用生态体系。
	3.9	节能铁汉	公司签订赤水河流域七星关区清水铺镇独山湖生态系统治理修复工程合同，投资金额：8,579.33 万元，计划工期：810 天。每月支付已完工程量的 70%，验收后支付 85%，全部验收合格后支付最终结算合同价款的 97%，留取 3%作为质量保修金。
回购	3.7	景津装备	公司以集中竞价交易方式通过上海证券交易所交易系统累计回购股份 7,991,329 股，占公司总股本 411,916,500 股的比例为 1.94%，回购成交最高价为 40.08 元/股，最低价为 21.02 元/股，支付的资金总额为人民币 19,730.16 万元（不含印花税、交易佣金等交易费用）。
	3.9	三联虹普	公司于 3 月 9 日首次以集中竞价方式回购公司股份 11.2 万股，占公司目前总股本的 0.0352%，最高成交价格为 19.15 元/股，最低成交价格为 18.36 元/股，成交总金额为 2,093,698 元。
	3.9	金圆股份	公司回购完成既定目标，累计回购公司股份 313.37 万股，占公司总股本 0.4014%，最高成交价为 16.76 元/股，最低成交价为 14.76 元/股，总金额为 4,999.16 万元。公司本次实际回购时间区间为 2022 年 02 月 22 日至 2022 年 03 月 08 日。

	3.10	宇通重工	公司通过回购方案决定自 2022 年 3 月 10 日至 2023 年 3 月 9 日，利用公司自有资金，通过集中竞价的方式，拟回购 357.14- 714.29 万股用于员工持股计划，回购股份占公司总股本比例为 0.66-1.32%，拟回购资金总额 5,000-10,000 万元，本次回购股份的价格为不超过人民币 14 元/股（含）。
	3.10	百川能源	公司实际控制人王东海先生将持有的公司股份 2.726 千万股完成股份解质手续，并将上述股份与国泰君安进行约定购回式证券交易，交易前后王东海先生持股占公司总股本比例分别为 13.02%、11.02%，约定购回交易日为 2022 年 9 月 7 日。
	3.11	联泰环保	截至 2022 年 3 月 11 日，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 5,840,696 股，占公司总股本的比例为 1%，与上次披露数相比增加 0.09%，购买的最高价为 6.91 元/股、最低价为 6.05 元/股，已支付的总金额为 37,907,395.36 元（不含交易费用）。
投资	3.7	中国天楹	中国天楹全资子公司江苏能楹（甲方）拟与江苏天勤投资有限公司（乙方）、天空塔（北京）储能科技有限公司（丙方）以及 AtlasRenewableInc. 签署《合资合同》，共同投资设立合资公司阿特拉斯（江苏）新能源科技有限公司，注册资本为人民币 20,000 万元，其中江苏能楹持股 50%，天勤投资持股 10%，天空塔持股 30%，Atlas 持股 10%。
	3.9	金海高科	公司拟以人民币 2,900 万元向珠海豪迈出售持有的全资子公司珠海汇盈 100% 股权，本次交易未构成关联交易。
	3.9	英科再生	公司拟以自有资金或自筹资金在潍坊市青州市总投资不超过 5,000 万元人民币，建设年产 100 万片高端铁艺制品项目。拟在项目总投资金额范围内以 3,000 万元人民币为注册资本，设立全资子公司潍坊英科新材料科技有限公司。
	3.10	金海高科	公司拟以人民币 2,900 万元向珠海豪迈出售持有的全资子公司珠海汇盈 100% 股权，补充说明 2900 万元包含珠海汇盈应偿还公司借款 484.89 万元，预计预计对当期净利润的影响约 2,150 万元。
	3.10	清新环境	公司 2020 年面向合格投资者公开发行绿色债券总额为 8.00 亿元，本期债券期限为 5 年期，债券存续期第 3 年末，票面利率 3.79%，单利按年计息，2022 年 3 月 14 日支付 2021 年 3 月 13 日至 2022 年 3 月 12 日期间的利息。

	3.11	宜宾纸业	公司于 2022 年 3 月 11 日召开第十届董事会第二十一次会议，审议通过了《关于公司参与设立投资基金的议案》。公司拟使用自有资金共计人民币 2425.5 万元，参与设立投资基金五昆股权投资合伙企业，基金拟定规模为人民币 7350 万元。
投资	3.2	绿色动力	公司公开发行可转换公司债券已获得证监会核准。中信建投证券为本次发行的主承销商。本次发行的可转债规模为 23.6 亿元，向发行人在股权登记日（2022 年 2 月 24 日，T-1 日）收市后中国结算上海分公司登记在册的原 A 股股东优先配售，原 A 股股东优先配售后余额部分（含原 A 股股东放弃优先配售部分）采用网上通过上交所交易系统向社会公众投资者发售的方式进行。认购不足 23.6 亿元的部分则由主承销商余额包销。最终向发行人原 A 股股东优先配售的绿动转债为 6.31 亿元（631,127 手），约占本次发行总量的 26.74%。原 A 股股东优先配售后余额部分（含原 A 股股东放弃优先配售部分），网上社会公众投资者认购 17.06 亿元（1,705,574 手），放弃认购数量全部由主承销商包销，主承销商包销数量为 23,299 手，包销比例为 0.99%。
	3.2	日出东方	为满足公司全资孙公司日出东方光伏公司业务发展的需要，公司拟使用自有资金向日出东方光伏公司增加注册资本人民币 9000 万元。增资完成后，日出东方光伏公司注册资本由人民币 1000 万元变更为人民币 1 亿元，增资后股权比例不变，日出东方光伏公司仍为公司全资孙公司。
	3.2	中持股份	公司非公开发行股票发行承销总结及相关文件已经证监会备案通过。本次非公开发行的股票类型为 A 股，将在上交所上市交易，发行数量为 5302 万股（不超过本次非公开发行前公司总股本的 30%），每股面值为人民币 1.00 元。发行对象为长江环保集团，以现金方式认购。定价基准日为本次非公开发行股票董事会决议公告日，发行价格为 9.14 元/股，该价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%（公司利润分配方案实施后，本次非公开发行价格相应调整为 9.07 元/股）。募集资金总额为 4.8 亿元，扣除不含税发行费用后，实际募集资金净额为 4.73 亿元，将全部用于补充流动资金。本次非公开发行的认购对象所认购的股份自本次发行结束之日起 36 个月内不得转让。

	3.3	雪浪环境	公司与其控股子公司康威环保于近日收到了中华人民共和国国家知识产权局颁发的合计 12 项专利证书, 包括一种焚烧炉渣及飞灰的资源化处置方法、等离子熔融烟气二次燃烧室、用于超小型料仓的 透气环保装置等。
	3.4	景津装备	公司 2020 年限制性股票激励计划暂缓授予部分第一个限售期已经届满, 业绩指标等解除限售条件均已达成, 同意公司对符合解除限售条件的包括董事杨名杰在内的 2 名激励对象获授的共计 10.50 万股, 约占公司目前股本总额 0.0255%。
	3.4	启迪环境	公司持股 5%以上股东桑德集团有限公司被司法拍卖的 2212 万股公司股份已完成过户登记手续, 拍卖后桑德集团有限公司持股 186.81 万股, 占总股本 13.06%。
业绩快报	3.7	百川能源	2021 年营业收入 4,624,583,853.92 元, 同比增长 7.65%; 归属上市公司股东的净利润 537,364,585.20 元, 同比增长 5.89%。
	3.8	新奥天然气	公司 2021 年营收约 1160.03 亿元, 同增 31.71%; 归母净利润约 41.02 亿元, 同增 94.67%; 扣非归母净利润约 35.31 亿元, 同增 170.53%。
	3.9	远达环保	公司全年实现营业总收入 443,809.57 万元, 去年同期 367,823.77 万元, 同比增长 20.66%; 归母净利润 5,277.86 万元, 去年同期为 2,633.33 万元, 同比增长 100.43%; 扣除非经常性损益的归母净利润 347.00 万元, 去年同期亏损 1,859.46 万元, 同比增长 118.66%; 实现基本每股收益 0.07 元/股, 去年同期为 0.03 元/股, 增长 133.33%。
	3.9	景津装备	公司初步核算, 2022 年 1 至 2 月, 公司实现营业收入 7.09 亿元左右, 同比增长 42%左右。
	3.9	武汉三镇	公司全年实现营业总收入 201,189.92 万元, 去年同期为 164,360.35 万元, 同比增长 22.41%; 归母净利润 39,893.63 万元, 去年同期为 25,542.42 万元, 同比增长 56.19%; 扣除非经常性损益的归母净利润 54.74 万元, 去年同期为 22,576.63 万元, 同比减少 99.76%; 实现基本每股收益 0.56 元/股, 去年同期为 0.36 元/股, 增长 55.56%。
	3.9	再生科技	公司全年实现营业总收入 161,971.08 万元, 去年同期 188,422.87 万元, 同比减少 14.04%; 归母净利润 24,947.13 万元, 去年同期为 35,967.70 万元, 同比减少 30.64%; 扣除非经常性损益的归母净利润 22,561.82 万元, 去年同期盈利

			33,955.00 万元,同比减少 48.92%;实现基本每股收益 0.3461 元/股,去年同期为 0.5037 元/股,同比减少 31.29%。
	3.9	建龙微纳	公司全年实现营业总收入 87,764.57 万元,去年同期 45,155.00 万元,同比增长 94.36%;归母净利润 27,540.58 万元,去年同期为 12,737.07 万元,同比增长 116.22%;扣除非经常性损益的归母净利润 24,578.28.00 万元,去年同期盈利 10,922.94 万元,同比增长 125.02%;实现基本每股收益 4.76 元/股,去年同期为 2.20 元/股,增长 116.36%。
	3.10	华特达因	公司 2021 年营业收入 20.27 亿元,同比增长 11.32%,归母净利润 3.80 亿元,同比增长 30.78%;扣除非经常性损益的归母净利润 3.56 亿元,同比增长 33.51%;实现基本每股收益 1.62 元/股,增长 30.65%。
	3.10	中材节能	公司 2021 年营业收入 29.41 亿元,同比增长 13.24%,归母净利润 1.40 亿元,同比增长 3.78%;扣除非经常性损益的归母净利润 1.31 亿元,同比增长 17.43%;实现基本每股收益 0.23 元/股,增长 3.81%。
担保	3.7	玉禾田	公司及子公司预计 2021 年度将为资产负债率低于 70%的下属子公司提供担保额度为不超过人民币 38 亿元的担保,其中对玉禾田智慧城市的担保额度为 33 亿元。
	3.9	高能环境	公司全资子公司靖远高能拟向中国银行白银分行申请贷款 5,000 万元,拟向中信银行兰州分行申请综合授信 5,000 万元,拟向兴业银行兰州分行申请综合授信 5,000 万元;公司控股子公司高能中色拟向中国银行金昌分行申请贷款 1,000 万元,贷款期限 12 个月,贷款、授信期限 12 个月,公司拟为上述贷款提供连带责任保证担保。
	3.10	碧水源	公司 3 月 1 日为控股子公司良业科技向交通银行股份有限公司上地支行申请的 2.925 亿元借款提供担保,额度期限为 1 年;向南京银行股份有限公司西客站支行申请的 5000 万元借款提供担保,业务期限为 1 年。
	3.11	伟明环保	闽清公司因投资、建设闽清县生活垃圾焚烧发电项目需要,向邮储银行申请人民币 17,000 万元的借款,借款期限为 20 年。2022 年 3 月 11 日,公司和邮储银行签订《最高额保证合同》,愿意为闽清公司与邮储银行于 2022 年 3 月 11 日签订的《固定资产借款合同》项下的债务提供最高额保证。
	3.11	亿利洁能	控股子公司亿鼎生态拟向工商银行办理不超过 9,900 万元的借款业务;控股孙公司郑州弘裕拟向平顶山银行办理不

			超过 500 万元的借款业务。公司为下属公司办理上述业务分别提供连带责任保证担保。
	3.11	海峡环保	为推进泗阳城东污水处理厂一、二期改扩建工程及再生水回用项目投资的工程建设，缓解资金压力，公司拟为控股子公司江苏泗阳海峡环保有限公司申请银行综合授信额度提供担保，担保金额为 15,400 万元。公司于 2022 年 3 月 11 日召开第三届董事会第二十次会议，审议通过了《关于为控股子公司提供担保的议案》。
	3.11	湘潭电化	为满足全资子公司靖西电化生产经营需要，公司将为靖西电化向中国工商银行股份有限公司靖西支行申请的 3000 万元流动资金贷款提供连带责任保证担保，期限 1 年。
中标	3.8	侨银股份	公司预中标韶关市高新区环卫保洁市场化项目，中标金额 78,645,000.00 元/三年，服务期限 3 年，服务内容包括城市道路和公共场所清扫保洁服务、垃圾收集清运、公厕运营管理、中转站运营管理、河道及河沟明渠(含硬化斜坡)漂浮物打捞清理及保洁、“牛皮癣”清除、环卫专用车辆和设施设备配置与更新及维护保养管理、特殊情况下的环卫保障等服务。
	3.9	节能铁汉	公司中标江西省井冈山茨坪景区雨污水管网改造提升及挹翠湖水系治理工程EPC项目,项目地点为井冈山市茨坪镇，中标金额为人民币 15,063 万元，中标工期为 150 天。
	3.10	华光环能	公司控股子公司控股子公司无锡市政设计研究院中标《市政配套路用材料科技示范项目工程总承包》项目。中标金额 1.87 亿元，工期 291 日历天。
	3.11	中材节能	公司全资子公司武汉建材院收到项目采购人华润水泥控股有限公司发来的《中标通知书》，在华润水泥（封开）有限公司一期新建 2×40 万 m³蒸压加气混凝土板材/砌块项目 EPC 总承包工程招标中，确定以武汉建材院为牵头单位组成的两家联合体成员为中标单位，中标项目合同金额为人民币 2.36 亿元。
大宗交易	3.7	碧水源	公司以 5.87 的价格成交 500 万股，成交额 2935 万元，占总股本 0.1968%。

数据来源：Choice，东吴证券研究所

5. 下周大事提醒

表 2：下周大事提醒

日期	证券简称	事件
3.14	东方环宇	股东大会召开
	景津环保	10.5 万股股权激励限售股份于 2022-03-14 上市流通
	永清环保	股东大会召开
3.16	兴源环境	股东大会召开
	旺能环境	股东大会召开
	中材国际	股东大会召开
3.17	仕净科技	股东大会召开
	龙净环保	股东大会召开
3.18	雪迪龙	股东大会召开
	华西能源	股东大会召开
	德龙汇能	股东大会召开
	东江环保	股东大会召开
3.19	岳阳林纸	披露年报
	新奥股份	披露年报
	武汉控股	披露年报

数据来源：Choice，东吴证券研究所

6. 风险提示

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

