

环保行业跟踪周报

PPP 存量项目新规发布，环保板块迎“资产+现金流”价值重估

增持（维持）

2025 年 08 月 25 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

投资要点

- **重点推荐：**瀚蓝环境，绿色动力，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。
- **公司跟踪：**1) **【光大环境】**中报运营提质增效，现金流改善&提分红逻辑持续兑现。2025H1 中报业绩公布，主营业务收入 143.04 亿港元（同比-8%），归母净利润 22.07 亿港元（-10%）。主要系建造收入下滑、危废减值、汇兑亏损；运营指标稳健增长，供热量同增 32%；25H1 中期派息比例同增 7pct 至 42% 分红逻辑持续兑现。调整 2025-2027 年归母净利润 35.76/38.74/40.36 亿港元，维持“买入”评级。2) **【劲旅环境】**环卫无人设备经济性渐近，无人环卫产品力领先。环卫无人化千亿量级市场，25H1 中标项目超 90 个，总金额 55.79 亿元，订单加速增长。建议关注【劲旅环境】，无人环卫产品力领先，环卫主业稳健。3) **【ST 中装】**法院受理进入重整阶段，康恒环境作为重整投资人。ST 中装重整进程：25/8/19 法院正式受理重整申请，将进入正式重整阶段。重整方案：资本公积金转增股份，不超过 10 亿股，若可转债全转股，转增完成后总股本增至不超过 19.50 亿股，转增股份每股对价 1.552 元/股。重整投资人康恒环境情况：截至 24 年底全球参控股 12 万吨/日 22-24 年营收 85.8/89.4/80.7 亿元，净利润 14.2/13.5/15.1 亿元。建议关注【上海实业控股】：截至 2024 年底，持股康恒环境 14.17%，主业多元化布局基本面巩固，地产业底部渐现，现金流充裕持续高分红！
- **政策追踪：**财政部规范 PPP 项目，环保板块迎“资产+现金流”价值重估。2025 年 8 月 20 日，财政部发布了经国务院办公厅转发的《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》（国办函〔2025〕84 号）（下称“《意见》”）。该文件是自 2023 年 PPP 新机制改革、老项目库暂停后，国家层面首次针对规模高达约 16 万亿元的 PPP 存量项目出台的系统性纲领文件，旨在填补监管空白，化解存量项目困境。《意见》具体内容包括：纳入预算管理，加速付款周期；强化政策支持，明确资金来源；压实主体责任等。政策影响：（1）盘活存量项目，资产价值重估；（2）加速项目回款，化解信用减值风险，现金流改善。
- **重申美埃科技：**半导体洁净国产替代+拓展锂电，并购互补品强化出海+耗材提升。1) 半导体领域洁净装备（风机过滤单元）和耗材（过滤器）的国产化龙头企业，作为国内外知名半导体芯片厂商长期、重要供应商之一，充分受益国产替代，市占率有望提升。2) 下游拓展锂电等。洁净设备耗材服务高端制造，锂电新技术洁净度要求持续提升，期待下游拓展。3) 私有化捷芯隆估值合理产品拓展区域协同。自有资金私有化捷芯隆，标的为知名洁净室墙壁和天花板系统供应商，短期收购增厚业绩外，产品互补+客户共享，协同明显。4) 激励彰显信心估值性价比高。激励考核收入，24-26 营收 CAGR 触发值/目标值 24%/36%，彰显成长信心。
- **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 25Q1 归母净利润同增 33%，供热量同增 97%，25Q1 加权 ROE 同增 0.51pct 至 2.27%。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：2025/8/24）
- **行业跟踪：**1) 环卫装备：2025M1-7 新能源渗透率同增 6.75pct 至 16.14%。25M1-7 环卫车销量 43967 辆（同比+3.30%），其中新能源车 7095 辆（同比+77.55%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 30%/15%/8%。2) 生物柴油：生物柴油均价持平，单吨净利下降。2025/8/15-2025/8/21 生柴均价 8275 元/吨（周环比持平），地沟油均价 6493 元/吨（周环比+0.7%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利 111 元/吨（周环比-42.4%）。3) 锂电回收：金属价格上涨&折扣系数部分上升，盈利略有改善。截至 2025/8/22，三元电池粉锂系数周环比-2.8%，锂/钴/镍系数分别为 71%/74%/74%。截至 2025/8/22，碳酸锂 8.39 万（周环比+1.4%），金属钴 26.1 万（周环比-0.8%），金属镍 12.09 万（周环比-0.7%）。根据模型测算单吨废料毛利-0.29 万（周环比+0.006 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

《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

《环卫无人订单加速增长+小吨位经济性渐近，水价市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！》

2025-08-11

内容目录

1. 最新观点	4
1.1. 光大环境中报运营提质增效，现金流改善&提分红逻辑持续兑现	4
1.2. 劲旅环境：环卫无人设备经济性渐进，无人环卫产品力领先	5
1.3. ST 中装：康恒实控人参与重整，法院受理进入重整阶段	7
1.4. PPP 存量项目新规发布，环保板块迎“资产+现金流”价值重估	7
1.5. 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
1.6. 水务运营：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！	10
1.7. 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
1.8. 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
1.9. 生物柴油：生物柴油均价持平，单吨净利下降	14
1.10. 锂电回收：碳酸锂价格上涨&三元极片粉锂折扣系数下跌，盈利改善	14
2. 行情表现	16
2.1. 板块表现	16
2.2. 股票表现	16
3. 行业新闻	18
3.1. 上海碳市场全面深化改革行动方案（2026—2030 年）发布	18
3.2. 长江生态环境保护修复联合研究工作会议在京召开	18
3.3. 长江流域环保“升级”，12 部门联手全面整治	18
3.4. 规范 PPP 存量项目建设和运营的指导意见出台！	19
3.5. 生态环境部公开征求意见禁止生产以氢氟碳化物（HFCs）为制冷剂的家用电冰箱和冷柜产品	19
4. 公司公告	19
5. 大事提醒	21
6. 往期研究	22
6.1. 往期研究：公司深度	22
6.2. 往期研究：行业专题	24
7. 风险提示	27

图表目录

图 1:	环卫车销量与增速（单位：辆）	12
图 2:	新能源环卫车销量与增速（单位：辆）	12
图 3:	环卫新能源渗透率.....	13
图 4:	2025M1-7 环卫装备销售市占率.....	13
图 5:	2025M1-7 新能源环卫装备销售市占率.....	13
图 6:	国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨）	14
图 7:	国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨）	14
图 8:	锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/8/18~2025/8/22）	15
图 9:	锂电循环项目单位毛利情况跟踪.....	15
图 10:	2025/8/18-2025/8/22 各行业指数涨跌幅比较.....	16
图 11:	2025/8/18-2025/8/22 环保行业涨幅前十标的	17
图 12:	2025/8/18-2025/8/22 环保行业跌幅前十标的	17
表 1:	《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》主要内容.....	8
表 1:	公司公告.....	19
表 2:	大事提醒.....	21

1. 最新观点

1.1. 光大环境中报运营提质增效，现金流改善&提分红逻辑持续兑现

事件：2025 年 5 月 22 日，光大环境公布 2025 年上半年业绩，要点如下。2025H1 公司实现主营业务收入 143.04 亿港元，同比-8%，归母净利润 22.07 亿港元，同比-10%。

2025H1 建造收入占比降至 13%，危废减值&汇兑亏损致业绩承压。公司运营项目积累、经营提质增效、财务费用节约共助经营性利润增长，归母净利润下滑主要受非现金性的建造收入下降、减值增加及汇兑亏损等影响：1）建造下滑：2025H1 公司建造收入 18.44 亿港元（同比-49%，下同），占主营收入 12.9%（-10.1pct），运营收入 99.43 亿港元（+5%），占主营收入 69.5%（+8.9pct），财务收入 25.16 亿港元（-2%），占主营收入 17.6%（+1.1pct），盈利结构进一步优化。2）减值增加：25H1 应收账款、其他应收款及合约资产减值计提 2.08 亿港元（24H1 为 0.34 亿港元），25H1 商誉、物业厂房及设备减值 1.78 亿港元（24H1 无）。3）汇兑亏损：25H1 汇兑亏损 4.28 亿港元，24H1 汇兑收益为 2.31 亿港元。

运营指标稳健增长，供热量同增 32%。分板块看，①环保能源：25H1 环保能源运营收入 51.42 亿港元（+6%），建造收入 5.39 亿港元（-70%），财务收入 18.12 亿港元（-2%），环保能源板块贡献集团应占净盈利 25.67 亿港元（+12%），主要系期内实行多项降本增效措施。截至 25H1 环保能源板块已投运垃圾焚烧项目 13.94 万吨/日，在建 0.56 万吨/日，25H1 生活垃圾处理量 2650 万吨（+2%），餐厨垃圾处理量 457 万吨（+177%），上网电量 88.60 亿度（+6%），入炉吨发约 460 度（+3%），入厂吨上网 334 度（+3%），综合厂用电率 14.7%（-0.3pct），2 个垃圾发电项目调增处理费。②绿色环保：25H1 贡献集团应占净盈利 1.39 亿港元（+30%），主要系精细化管理提质增效。25H1 垃圾处理量 207 万吨（+1%），生物质原材料处理量 374 万吨（-4%），生物质燃料收购单价同降 8%，危固废处置量 24 万吨（-3%），上网电量 34.3 亿度（+3%），③环保水务：25H1 贡献集团应占净盈利 4.09 亿港元（-4%），主要系期内确认汇兑损失提升；期内污水处理量 8.35 亿 m³（同比持平），中水供应量 1932 万 m³（-14%）。公司积极拓展供热业务，25H1 环保能源和绿色环保板块供汽量合计约 380 万吨（+32%），其中环保能源板块蒸汽供应量约 162 万吨（+39%），绿色环保板块蒸汽供应量约 218 万吨（+27%）。

2025H1 自由现金流持续改善，中期派息比例同增 7pct 至 42%。25H1 公司资本开支随建造收入下滑同步向下，叠加应收回收力度加大，自由现金流持续增厚。同时，25 年 1 月光大绿色环保发行以国补电费为基础资产的碳中和绿色 ABS，发行规模 6.53 亿元人民币，提升营运和投资活动的效率。25H1 每股股息 15 港仙（+7%），分红比例提至 42%（+7pct）。

固废龙头现金流价值持续凸显，存量提效+增量探索共促高质量发展。运营项目积

累夯实业绩基础,随着自由现金流改善,分红稳步提升,若 25 年末分红与 24 年末持平,则对应 25 年股息率达 5.61%。公司积极盘活存量业务,25H1 供热量大幅增长,积极探索绿色电力算力中心协同耦合模式,拓展 toB 业务机会。海外方面,公司在乌兹别克斯坦落实 2 个垃圾发电项目,合计 3000 吨/日,总投资约 22 亿元人民币,在泰国、印度等承接设备采购、设备供货等轻资产服务。(估值日期: 2025/8/24)

盈利预测与投资评级:固废龙头运营提质增效,现金流改善&提分红逻辑持续兑现。考虑减值和汇兑影响,我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 38.67/41.05/41.97 亿港元下调至 35.76/38.74/40.36 亿港元,维持“买入”评级。

1.2. 劲旅环境: 环卫无人设备经济性渐进, 无人环卫产品力领先

(一) 环卫无人设备行业趋势: 小吨位无人设备积极性渐进, 订单放量

环卫无人设备实现城市环卫作业的自动化和智能化。主要分为 1)小吨位无人设备: 载重能力较小的智能清扫设备(3 吨及以下), 主要服务于广场、公园、学校等半封闭场景。 2)大吨位无人设备: 载重能力较大的全自动作业车辆(3 吨以上), 应用于市政道路、景区园林等开放场景。 3) 环卫人形机器人: 助力无人化场景闭环。

经济性分析: 小吨位环卫无人设备更具经济性, 有望率先放量。1) 小吨位: 1 台+1 人可以替代 3~4 人(5 万/人/年), 同时规避安全生产的问题。①售价 30 万: 适宜场景下 1 台+1 人可替代 4 人/3 人/2.5 人, 分别在第 3/4/5 年可以实现经济性。②待降至 20 万元: 分别在第 2/3/4 年即具备经济性优势。2) 大吨位: 依托于环卫车制造优势, 环卫装备公司占据先机, 1 台无人驾驶环卫车可替换 1 个司机, ①假设 L4 级 6t 无人驾驶环卫车 100 万元, 普通 6t 环卫车 40 万元+司机 10 万/年, 短期不具备经济性。②假设降至 60 万元: 第 2 年即具备经济性。

空间测算: 环卫清洁&环卫驾驶无人设备市场空间达千亿量级。根据《环卫从业人员收入现状及行业电动化趋势白皮书(2023)》, 我国环卫清洁、环卫驾驶从业人员分别 431、63 万人。我们分别假设适合环卫无人设备作业的空间比例为 20%/30%/40%时, 1 台小吨位设备+1 人替代 3 人作业(即 1 台替代 2 人), 1 台大吨位设备替代 1 台普通车+司机 1 人, 小吨位无人设备/大吨位无人设备分别降价至 20 和 60 万元/台(确保无人设备具备经济性优势), 在 3 种假设情景下测算得到: 1) 保守假设无人设备作业比例 20%: 小吨位/大吨位无人设备的市场空间分别为 575/761 亿元; 2) 中性假设无人设备作业比例 30%: 小吨位/大吨位无人设备的市场空间分别为 863/1141 亿元; 3) 乐观假设无人设备作业比例 40%: 小吨位/大吨位无人设备的市场空间分别为 1151/1522 亿元。

多方参与、积极布局环卫无人化。环卫企业积极布局智能化&无人化, 无人驾驶环卫车可以有效解决当下环卫领域的用工老龄化、用工难等痛点难题, 有利于环卫机械化率进一步提升。1) **环卫装备&服务公司:** 【盈峰环境】以盈峰智能为载体、孵化犀牛智

行，自研推出十余款智能清洁机器人，【宇通重工】宇通集团战投文远，联合研制自动驾驶洗扫车&清洗车，【福龙马】与华为无人驾驶场景中展开深度合作，【劲旅环境】产品包含 1.5 吨/2.5 吨无人驾驶扫路机；2) **环卫服务公司**：【侨银股份】成立侨银数智子公司，推出室外无人清扫机器人，【玉禾田】收购坎德拉科技，强化在环卫清洁服务领域的智能化布局；3) **科技公司**：【酷哇科技】在市政环卫领域提供覆盖城市全场景系列化自动驾驶环卫作业专用车/机器人，【文远知行】24 年 4 月发布全球首款面向开放道路可覆盖全场景的 L4 级无人驾驶环卫设备文远扫路机 S1。

环卫无人化订单加速增长，呈现散点放量趋势。根据新战略产业研究所，2024 年清洁环卫自动驾驶中标项目 82 个，总金额 48.70 亿元；2025H1 中标项目超 90 个，总金额 55.79 亿元。我们按线性外推估算 2025 年全年中标项目将超 180 个，总金额达 111.58 亿元，同比约增长 129%。梳理 2025 年部分项目招标情况，我们发现订单较为分散、金额差异大，呈现散点放量趋势，其中政府订单居多，且政府租赁模式较常见。

理论弹性测算：环卫无人设备助力企业降本增利，以 2024 年业绩基础测算企业业绩弹性可达 76%~296%。我们假设，1) **运营端**：1 台无人设备可替代 2 人，小吨位无人设备平均价格 20 万元/台，分 8 年折旧摊销，电费成本/流量费/GPS 定位费等运营成本每年约 0.7 万元/台；2) **设备销售端**：稳态下每家企业设备销售市占率 10%。我们考虑保守情景下小吨位无人设备替代环卫企业 20%环卫人员，假设市场空间在未来 5 年释放，测算得到业绩弹性分别为【福龙马】296%、【劲旅环境】155%、【侨银股份】131%、【玉禾田】115%、【盈峰环境】79%、【宇通重工】76%。其中：1) 人员成本减少带来的运营利润分别贡献 177%/32%/72%/85%/46%/0%，2) 设备销售带来的利润分别贡献 119%/123%/60%/30%/34%/76%

(二) 劲旅环境：无人环卫产品力领先，环卫主业稳健

先发布局环卫无人化，开拓三代新产品：组建独立研发团队，打造核心供应链体系，产品布局从 1.5 吨的小型适用于人行道的车辆到 2.3 吨至 2.5 吨的大型非机动车道和园区车辆。三代新产品推出在即，采用视觉路线，摆脱高精地图依赖。

环卫服务&设备主业稳健：24 年环卫服务收入 14.5 亿元，占比 94%，20-24 年复增 9%，毛利率稳定在 25%左右，24 年底在手订单总额 93.8 亿元，其中 5 年以内 21.3 亿元，5-10 年 39.6 亿元，10 年以上 33 亿元。20-24 年环卫装备收入在 1~2.5 亿元左右波动。

投资建议：建议关注【劲旅环境】，对应 25 年 PE18 倍（估值日期：2025/8/4）。行业积极布局智能化&无人化，小吨位设备更具经济性，有望加速放量。劲旅环境环卫主业稳健，无人环卫产品力领先，有望充分受益于环卫无人设备放量。

1.3. ST 中装：康恒实控人参与重整，法院受理进入重整阶段

重整及预重整时间线梳理：根据公司公告，ST 中装 24/8/1 启动预重整，25/2/28 披露重整投资人遴选结果，25/3/6 与重整投资人签署《重整投资协议》。25/8/19 法院正式受理重整申请，将进入正式重整阶段。

重整投资方案包括：资本公积金转增股份，下修可转债转股价格。（1）**转增前股本情况及转增计划：**截至 25Q1 总股本 7.35 亿股，资本公积金 13.54 亿元，共计转增不超过 10 亿股，若可转债全转股，转增完成后总股本增至不超过 19.50 亿股。（2）**转增受让人：**转增股份全部由“上海恒涔（康恒环境实控人龙吉生 100%持股）”和其他重整投资人有条件受让，用于清偿中装债务。上海恒涔预计受让 3.9 亿股，且持股不低于重整后的 20%，并成为控股股东。重整投资人认购转增股份的每股对价为市场参考价的 50%，计 1.552 元/股。

重整投资人康恒环境背景：主营垃圾焚烧：根据康恒官网披露①运营：全球 TOP3，截至 24 年底全球参控股 12 万吨/日（国内项目集中于广西、山东、广东、河北、浙江等地，据官网披露项目统计一二线产能达 2.35 万吨/日），对外供汽量 285 万吨/年，②设备：全球 TOP1，截至 24 年底应用总规模超 30 万吨/日；**盈利水平：**22-24 年营收 85.8/89.4/80.7 亿元，净利润 14.2/13.5/15.1 亿元，净资产 92/105/116 亿元，资产负债率 72.8%/72.1%/70.0%，ROE 15.5%/13.0%/12.9%；**运营效率：**24 年控股运营产能 4.22 万吨/日，垃圾入库量 1623 万吨，产能利用率 105%，上网电量 56.38 亿度，吨上网 347 度/吨超行业平均。建议关注：【上海实业控股】。截至 2024 年底，上海实业控股持股康恒环境 14.17%，多元化布局基本面巩固，地产底部渐现，现金流充裕持续高分红。

1.4. PPP 存量项目新规发布，环保板块迎“资产+现金流”价值重估

2025 年 8 月 20 日，财政部发布了经国务院办公厅转发的《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》（国办函〔2025〕84 号）（下称“《意见》”）。该文件是自 2023 年 PPP 新机制改革、老项目库暂停后，国家层面首次针对规模高达约 16 万亿元的 PPP 存量项目出台的系统性纲领文件，旨在填补监管空白，化解存量项目困境。

政策要点：《意见》具体内容包括四个方面，（1）**保障在建项目建设&“关门协议”：**设立明确的退出条款，即“2024 年底前未开工的项目原则上不再采取 PPP 存量项目模式实施”，旨在出清“僵尸”项目，防止无效投资和资源浪费。（2）**纳入预算管理，加速付款周期：**强力约束地方政府“依法履约、按效付费”，明确要求将政府支出责任纳入预算管理，严禁以拖延验收、绩效评价等方式变相拖欠。从制度上保障社会资本方的核心权益。（3）**强化政策支持，明确资金来源：**首次在国家层面明确，地方政府可统筹运用一般债券和专项债券资金，用于支付 PPP 存量项目的建设成本和运营补贴。这正式

打破了过去专项债与 PPP 项目的隔离，为政府履约提供了透明、合规且可靠的资金来源。

（4）压实主体责任：地方政府（特别是省级）严格落实主体责任；财政部：牵头制定实施细则；行业主管部门：制定标准、加强监管；金融管理部门：指导金融机构依法合规开展业务。

表1：《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》主要内容

序号	目标	要求
1	保障在建项目顺利建设	（一）分类分级推进实施。1. 分类处理：优先实施有收益的项目；抓紧推进接近完工的项目；研究压缩推进缓慢的项目。2. 资本金：政府方和社会资本方需及时足额缴纳项目资本金。3. “关门条款”：2024 年底前未开工的项目原则上不再采用 PPP 模式。 （二）保障合理融资需求。1. 积极支持：金融机构需依法合规支持在建项目融资。2. 履约放贷：对已签贷款协议的，要依约、及时发放贷款。3. 严禁违规：不得无故终止贷款，不得要求地方政府出具承诺或证明文件。
2	推动已运营项目平稳运行	（三）依法履约按效付费。1. 强制履约：地方政府必须按合同、按绩效结果及时付费。2. 纳入预算：政府支出责任需按规定纳入预算管理。3. 禁止拖欠：不得以拖延验收、延迟绩效评价等方式拖欠费用。 （四）加强项目运营监管。1. 绩效挂钩：强化绩效评价，结果与政府付费挂钩。2. 挖掘潜力：对收费项目要探索增收；对应收费但未收费的项目，要履行程序后实施收费。 （五）推动实现降本增效。1. 三方协商：鼓励政府、社会资本方、金融机构平等协商，优化合作期限、利率、回报率等。2. 企业端：创新模式、改进技术、拓宽收入、盘活资产。3. 金融端：可协商调整还款计划、降低利率、展期等。4. 政府端：可协商调整回报率、延长合作期，平滑财政支出。 （六）规范做好项目移交。1. 验收移交：按合同对项目进行验收，符合标准的及时接管。2. 及时整改：不符合移交标准的，社会资本方需及时整改。
3	强化政策支持	（七）加大财政支持力度。1. 在建项目：地方政府可将专项债等用于 PPP 存量项目建设成本中的政府支出。2. 已运营项目，地方政府要将运营补贴等政府支出责任纳入预算管理，合理确定保障序列，严格执行支出计划，不得挪用，有序处理社会资本方垫付建设成本问题，推动 PPP 存量项目持续稳健运营。 （八）整合资金和政策资源。地统筹使用中央转移支付、地方自有资金，形成政策合力支持存量项目。
4	加强组织保障	（九）地方政府履行主体责任。1. 压实主责：地方政府（特别是省级）严格落实主体责任，需“一事一议”解决问题。2. 统筹衔接：做好新上政府投资项目与存量 PPP 项目的衔接。 （十）压实相关部门和单位责任。1. 财政部：牵头制定实施细则。2. 行业主管部门：制定标准、加强监管。3. 金融管理部门：指导金融机构依法合规开展业务。 （十一）项目实施机构加强资产管理。在项目各阶段加强资产登记、使用、处置、清查等监督管理，保障国有资产安全。 （十二）加强预算和债务管理。1. 预算硬约束：政府支付责任必须纳入预算。2. 强化地方政府债务管理：发行政府债券筹资不得突破法定限额，严防新增隐性债务。 （十三）防范各类次生问题。1. 强化契约：严防合同纠纷和“逃废债”行为。2. 有序解约：确需解约的，政府方要选择优质企业接续实施，防止项目烂尾。

数据来源：北极星环保网，东吴证券研究所

政策影响：（1）盘活存量项目，资产价值重估：一方面，通过“保障合理融资需求”（条款二），要求金融机构稳定对在项目的信贷支持，避免资产因资金链断裂而劣化；另一方面，通过“推动实现降本增效”（条款五）建立政府、社会资本方和金融机构的“三方协商”机制，允许通过重新谈判来优化融资利率、合作期限、投资回报率等核心经济指标。使得部分效益低下的 PPP 项目收益能力改善，理顺调价机制，转化为可持续经营的良性资产，从而驱动其内在价值的重估。**（2）加速项目回款，化解信用减值风险，现金流改善：**通过“依法履约按效付费”（条款三），从责任上强力约束，要求地方政府，并将其纳入预算管理；允许地方政府动用“专项债券”等资金（条款七）支付运营补贴和历史垫付成本，并通过“加强预算和债务管理”（条款十二）将支出变为“预算硬约束”。这一系列举措将政府的支付意愿和支付能力紧密绑定，有望加速项目回款，显著降低企业资产负债表上巨额应收账款的信用减值风险，从而带来根本性的经营性现金流改善。

《意见》的核心是盘活存量、保障回款，建议关注持有大量优质运营期 PPP 资产、具备强大运营能力且前期受制于回款压力的环保标的：对于在建项目，加大财政资金支撑力度，加快建设速度，缩短企业建设收入回款周期等；对于已投运项目，理顺调价机制，保障收益低下项目收益率提升，加快回款等。重点利好 PPP 存量项目敞口较大、前期受存量 PPP 项目亏损/运行效率低下的弹性标的。

1.5. 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 4.41%；【绿色动力】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 4.20%，港股股息率 6.40%；【瀚蓝环境】24 年分红预案拟派息 6.52 亿元（同比+67%），分红比例 39.20%（同比+11.83pct），股息率 3.02%；【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 3.77%；【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 5.61%。（估值日期：2025/8/24）

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）。

1.6. 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 to C 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 PE 9.5 倍，PB1.11，首创 25 年 PE12.3，PB1.10，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）2.29，【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）1.11 倍，对应 25 年 PE9.5 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，预计 25 年开始下降，26 年开始显著下降，具分红提升潜力！**【粤海投资】**PB（MRQ）1.09 倍，对应 25 年 PE10.6 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 PE 9.4，股息率 5.3%。**建议关注：【首创环保】**PB（MRQ）1.10 倍，对应 25 年 PE12.3 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：2025/8/24）

1.7. 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。

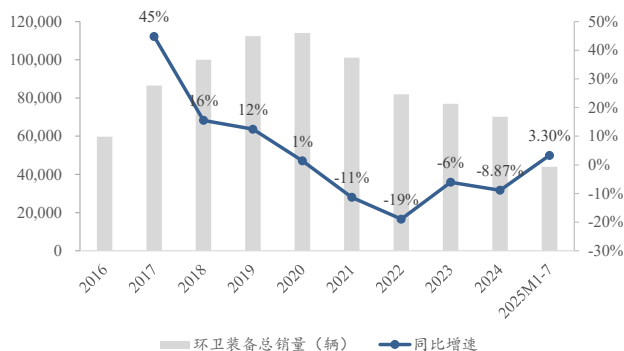
风险提示: 政策推广不及预期, 财政支出低于预期, 行业竞争加剧等。

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

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

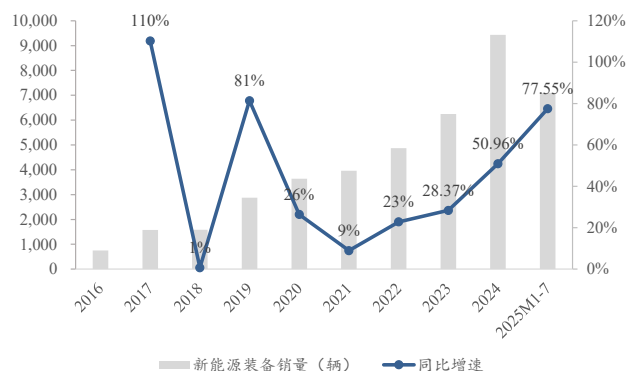
2025M7 新能源环卫车单月销量同增 27.11%, 单月渗透率为 17.94%。2025M7, 环卫车合计销量 5803 辆, 同比变动+1.49%, 环比变动-16.23%。其中, 新能源环卫车销量 1041 辆, 同比变动+27.11%, 环比变动-24.73%, 新能源渗透率 17.94%, 同比变动+3.62pct。

图1: 环卫车销量与增速 (单位: 辆)



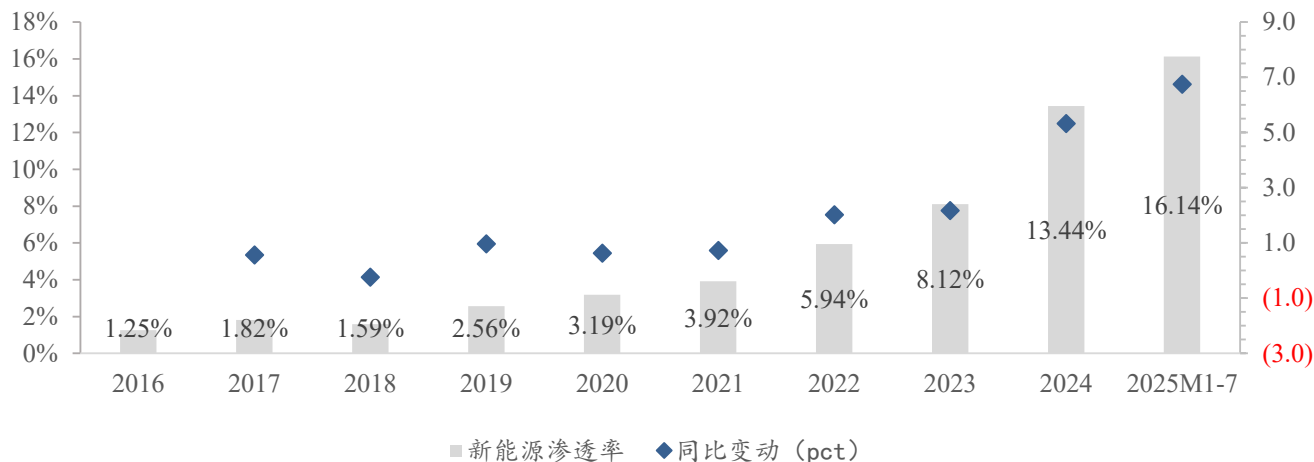
数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

图2: 新能源环卫车销量与增速 (单位: 辆)



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

图3: 环卫新能源渗透率



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

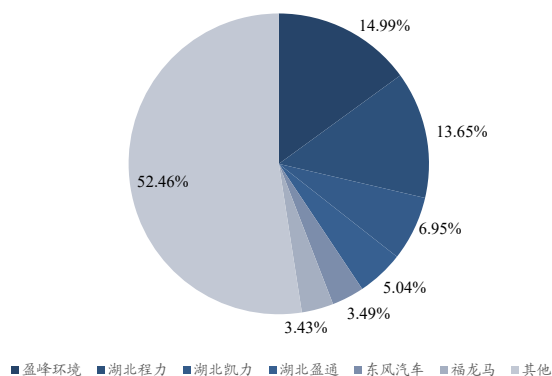
2025M1-7 重点公司情况:

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

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

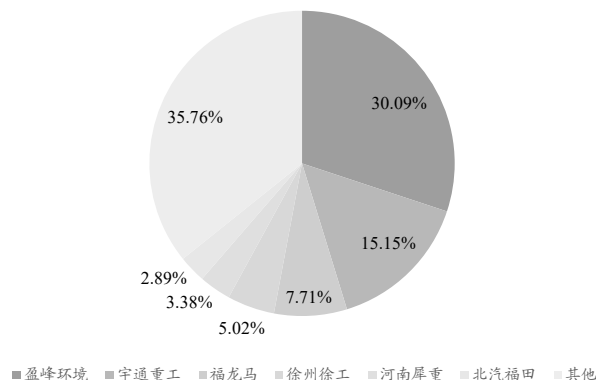
宇通重工: 环卫车市占率第七: 销售 1386 辆(+2.74%), 市占率 3.15%(-0.02pct);
新能源市占率第二: 销售 1075 辆(+29.21%), 市占率 15.15%(-5.67pct)

图4: 2025M1-7 环卫装备销售市占率



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

图5: 2025M1-7 新能源环卫装备销售市占率



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

1.9. 生物柴油：生物柴油均价持平，单吨净利下降

生物柴油均价持平，单吨净利下降。根据卓创资讯，1)原料端：2025/8/15-2025/8/21 地沟油均价 6493 元/吨，环比 2025/8/8-2025/8/14 地沟油均价+0.7%。2)产品端：2025/8/15-2025/8/21 全国生物柴油均价 8275 元/吨，环比 2025/8/8-2025/8/14 生柴均价持平。3)价差：国内 UCOME 与地沟油当期价差 1782 元/吨，环比 2025/8/8-2025/8/14 价差-2.4%；若考虑一个月的库存周期，价差为 1971 元/吨，环比 2025/8/8-2025/8/14 价差-3.5%，按照（生物柴油价格-地沟油价格/88%高品质得油率-1000 元/吨加工费）测算，单吨盈利为 111 元/吨（环比 2025/8/8-2025/8/14 单吨盈利-42.4%）。**废弃油脂方面**，SAF 工厂对废弃油脂仍有刚需，废弃油脂前端收油紧俏，供应面紧张影响下，短期内价格或维持坚挺，暂无下跌可能；**生物柴油方面**，市场较为低迷，整体处于有价无市状态，短期内价格或维稳运行为主。

图6：国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图7：国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

1.10. 锂电回收：碳酸锂价格上涨&三元极片粉锂折扣系数下跌，盈利改善

盈利跟踪：碳酸锂价格上涨&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（Ni≥15% Co≥8% Li≥3.5%）盈利能力，根据模型测算，本周（2025/8/18~2025/8/22）项目平均单位碳酸锂毛利为-1.85 万元/吨（较前一周+0.038 万元/吨），平均单位废料毛利为-0.29 万元/吨（较前一周+0.006 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 2025/8/22，1)碳酸锂价格上涨。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 8.39 万元/吨，周环比变动+1.4%。2)硫酸

钴价格上涨。金属钴价格为 26.1 万元/吨，周环比变动-0.8%；前驱体：硫酸钴价格为 5.20 万元/吨，周环比变动+1%。3) 硫酸镍价格持平。金属镍价格为 12.09 万元/吨，周环比变动-0.7%；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。

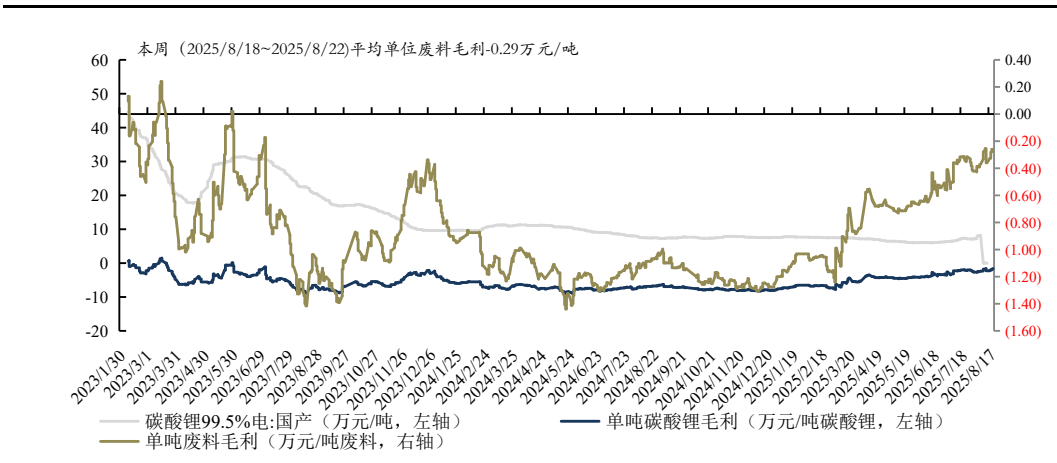
三元极片粉锂折扣系数下跌。截至 2025/8/22，折扣系数周环比部分上涨。1) 三元极片粉锂折扣系数 71.0%，周环比-2.5pct；2) 三元极片粉钴折扣系数 74.0%，周环比+0.3pct；3) 三元极片粉镍折扣系数 74.0%，周环比+0.3pct。

图8：锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/8/18~2025/8/22）

日期			8/18	8/19	8/20	8/21	8/22	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%	-80.6%
碳酸锂99.5%电:国产			8.57	8.57	8.57	8.52	8.39		1.4%	21.3%	-83.6%
长江有色市场:平均价:钴:1#			26.20	26.20	26.20	26.10	26.10		-0.8%	7.4%	-20.4%
前驱体:硫酸钴			5.15	5.15	5.20	5.20	5.20		1.0%	3.0%	6.1%
长江有色市场:平均价:镍板:1#			12.20	12.20	12.12	12.15	12.09		-0.7%	-2.4%	-49.7%
前驱体:硫酸镍:电池级			2.74	2.74	2.74	2.74	2.74		0.0%	0.6%	-29.4%
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%	-12.1%
前驱体:硫酸锰:电池级			0.59	0.59	0.59	0.59	0.59		0.0%	0.0%	-10.6%
折扣系数（%）											
三元	极片粉	锂	74	73.5	72.5	71.0	71.0		-2.5 pct	0.0 pct	/
		钴	74	74.0	74.0	74.0	74.0		0.3 pct	0.5 pct	/
		镍	74	74.0	74.0	74.0	74.0		0.3 pct	0.5 pct	/
钴酸锂	极片粉	锂	68	69.5	68.5	68.0	68.0		0.0 pct	0.0 pct	/
		钴	76	76.3	76.3	76.3	76.3		0.3 pct	2.0 pct	/
	电池粉	锂	68	69.0	68.5	68.0	68.0		0.0 pct	1.5 pct	/
		钴	74	74.3	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9：锂电循环项目单位毛利情况跟踪



数据来源：Wind，东吴证券研究所

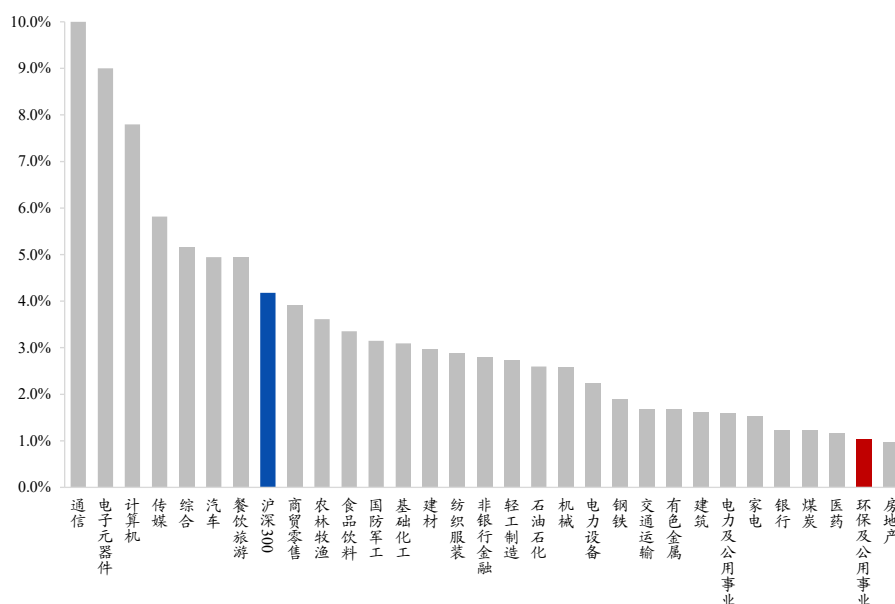
注：2023/1/30 起金属锂开始计折扣系数，盈利计算方式改变

2. 行情表现

2.1. 板块表现

2025/8/18-2025/8/22 本周环保及公用事业指数上涨 1.03%，表现弱于大盘。本周上证综指上涨 3.49%，深证成指上涨 4.57%，创业板指上涨 5.85%，沪深 300 指数上涨 4.18%，中信环保及公用事业指数上涨 1.03%。

图10：2025/8/18-2025/8/22 各行业指数涨跌幅比较

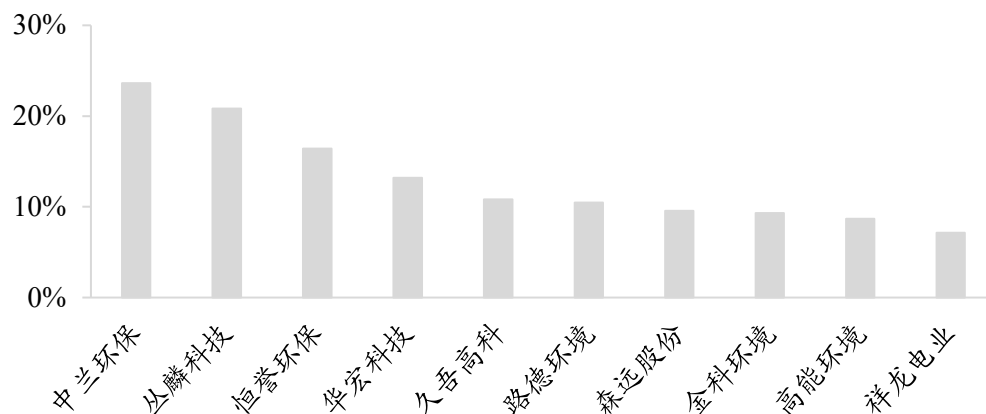


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2025/8/18-2025/8/22 本周涨幅前十标的为：中兰环保 23.63%，丛麟科技 20.82%，恒誉环保 16.42%，华宏科技 13.2%，久吾高科 10.8%，路德环境 10.47%，森远股份 9.55%，金科环境 9.32%，高能环境 8.69%，祥龙电业 7.14%。

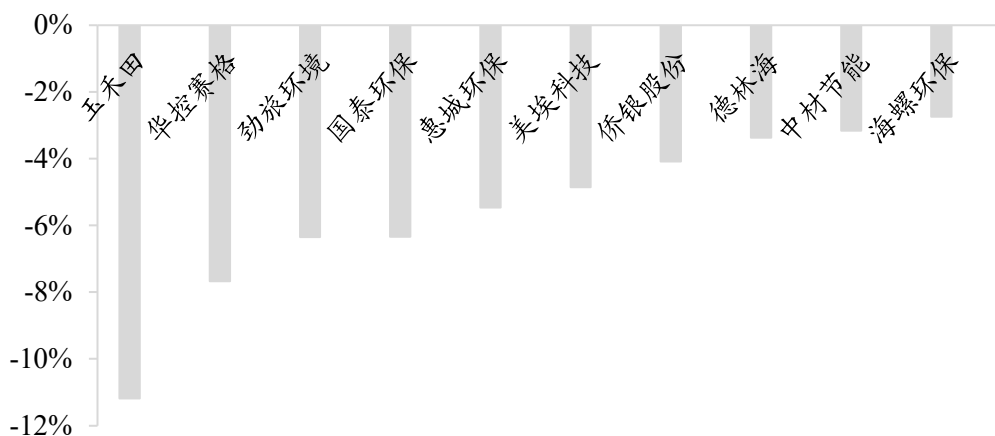
图11: 2025/8/18-2025/8/22 环保行业涨幅前十标的



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2025/8/18-2025/8/22 本周跌幅前十标的为: 玉禾田-11.19%, 华控赛格-7.67%, 劲旅环境-6.35%, 国泰环保-6.35%, 惠城环保-5.46%, 美埃科技-4.85%, 侨银股份-4.09%, 德林海-3.37%, 中材节能-3.16%, 海螺环保-2.74%。

图12: 2025/8/18-2025/8/22 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. 上海碳市场全面深化改革行动方案（2026—2030 年）发布

《上海碳市场全面深化改革行动方案（2026—2030 年）》旨在通过一系列具体行动将上海打造为国际碳市场中心。在碳排放权交易市场方面，其核心举措包括：自 2026 年起大幅降低石化、数据中心等高耗能行业的纳管门槛至年排放 1 万吨二氧化碳当量，并计划于 2028 年将大型公共机构纳入管理；优化核算体系，推动从“组织碳”转向“设施碳”核算；到 2027 年将配额有偿分配比例控制在 8% 以内，并逐步提高；同时建立健全配额总量管理、有偿竞价和结转机制。在自愿减排方面，将重点健全碳普惠机制，利用区块链技术构建个人碳账户，并推动演出、赛事等大型活动实施碳中和。在创新协同方面，将丰富碳金融产品，探索境外投资者使用人民币参与交易和个人参与路径；加强碳排放数据质量监管与国际合作，积极争取国际碳减排量交易平台落户上海，并大力培育专业技术服务机构与人才，以全面支撑碳市场的发展。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/t8Nb0vjX02crExAigcEGIg>

3.2. 长江生态环境保护修复联合研究工作会议在京召开

8 月 18 日，生态环境部、中国长江三峡集团有限公司（以下简称三峡集团）在京组织召开长江生态环境保护修复联合研究（以下简称长江联合研究）工作交流会。生态环境部党组成员、副部长于会文，三峡集团副总经理吴胜亮出席会议。会议听取了长江联合研究进展与成效汇报。长江联合研究是落实习近平总书记重要讲话精神、强化科技支撑长江大保护的重要举措。在有关地方、单位和科研人员的共同努力下，联合研究聚焦长江保护修复攻坚战重点任务，开展流域协同攻关和驻点科技帮扶，取得了丰硕成果，为国家管理、地方治理和产业发展发挥了重要的科技支撑作用，助力长江大保护取得实效。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/1Nc1PS-08ajpcvRSG5-HZA>

3.3. 长江流域环保“升级”，12 部门联手全面整治

8 月 15 日是全国生态日，最高人民法院、最高人民检察院、国家发展改革委等 12 部门 14 日对外发布《关于加强执法司法工作协同 服务保障长江流域生态环境保护和高质量发展的意见》，吸收各地实践探索有益经验，着力解决和规范执法司法工作协同中的突出困难和问题，提升长江系统性保护成效。针对生态修复，《意见》指出，要加强生态环境修复跨部门协作，科学确定、合理实施修复方案，依法开展修复工作的监督落实、效果评估，共同维护修复效果。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/57bfp-XGklvL0plAEfrlLg>

3.4. 规范 PPP 存量项目建设和运营的指导意见出台！

财政部发布《关于规范政府和社会资本合作存量项目建设和运营的指导意见》，旨在规范 PPP 存量项目管理，提升公共服务供给水平。核心内容包含两方面：一是保障在建项目顺利建设，要求地方政府按轻重缓急优先实施有收益的项目，对接近完工的项目抓紧推进，对推进缓慢的项目论证优化、压缩成本，并严控总投资概算，同时要求各方足额缴纳项目资本金，并明确 2024 年底前未开工的项目原则上不再采用 PPP 模式；二是保障合理融资需求，要求金融机构依法合规积极支持融资，对已签约项目及时放款，对未签约项目在充分尽调后合理确定信贷条件，并优化审批流程，不得无故终止或要求地方政府出具承诺文件。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/8v2qxTjoSLIDcnbk1PdgcQ>

3.5. 生态环境部公开征求意见禁止生产以氢氟碳化物（HFCs）为制冷剂的家用电冰箱和冷柜产品

为切实履行《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》，根据《消耗臭氧层物质管理条例》的有关规定和《中国履行〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉国家方案（2025—2030 年）》有关要求，生态环境部组织起草了《关于禁止生产以氢氟碳化物（HFCs）为制冷剂的家用电冰箱和冷柜产品的公告（征求意见稿）》，公开征求意见。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/9p26Q7R1HsWuANMz-fhdXQ>

4. 公司公告

表1：公司公告

类型	公司	日期	事件
中标	*ST 节能	2025/8/20	神雾节能股份有限公司（以下简称“公司”）控股子公司武汉联合立本能源科技有限公司(以下简称“联合立本”)与河南同力电力设计有限公司（联合体成员）所组成的联合体近日中标了洛阳平洛新能源有限公司孟津区独立储能项目 EPC 总承包项目，签约合同价（含税）为：304,571,520.00 元。
	通源环境	2025/8/20	安徽省通源环境节能股份有限公司作为牵头人（以下简称“公司”）与中国市政工程西南设计研究总院有限公司、黄山市祁门建筑安装工程有限责任公司组成的联合体中标安徽祁门经济开发区污水处理厂新扩建工程（一期）项目。联合体项目中标金额为 101,910,084.65 元、运营费用单价：9.16 元/吨。经测算中标总金额为

			17,163.97 万元，根据投标阶段《联合体协议》约定的合同工作量划分，预计公司最终所占业务金额为 12,017.46 万元。
股份减持	南大环境	2025/8/22	股东国环投资、南高合伙及两江合伙计划合计减持不超过 0.022 亿股，占公司总股本的 1.4147%，减持期间为 2025 年 9 月 15 日至 2025 年 12 月 14 日。
	朗坤科技	2025/8/21	股东深圳华迪光大股权投资基金（有限合伙）等四名股东于 2025 年 8 月 18 日至 8 月 19 日合计减持 8.4 万股，占公司总股本的 0.0348%。
发行可转债	久吾高科	2025/8/19	本次拟发行可转债总额不超过人民币 50,400.00 万元（含 50,400.00 万元）。扣除发行费用后，将投资于以下项目：班戈错盐湖年产 2000 吨氯化锂中试生产线 BOT 项目（1.7 亿元），特种无机膜组件及装置生产线项目（2.1 亿元），剩余补流。
股份质押/限售、质押解除	盈峰环境	2025/8/19	股东名称：宁波盈峰资产管理有限公司；本次质押股数：164,461,047（股）；占公司总股本比例 5.19%；质押到期日期：2030 年 12 月 31 日
	惠城环保	2025/8/19	控股股东惠城信德本次解除质押 3,505,500 股，占其所持股份比例 23.12%，占公司总股本的 1.78%，质押起始日期为 2024 年 7 月 19 日，解除日期为 2025 年 8 月 18 日。
担保	绿色动力环保	2025/8/21	2025 年 8 月 20 日，绿色动力环保集团股份有限公司（以下简称“公司”）与北京农村商业银行股份有限公司西城支行签署保证合同，为全资子公司北京绿色动力环保有限公司（以下简称“通州公司”）向北京农村商业银行股份有限公司西城支行申请金额为人民币 5,000 万元、期限为 1 年的流动资产贷款提供担保。
业绩预告/半年报	创元科技	2025/8/19	2025 年上半年，公司实现营业收入 20.79 亿元，较同期变化-7.99%；实现归母净利润 1.61 亿元，较同期变化 11.15%；扣非后归母净利润为 1.59 亿元，较同期变化 12.34%；基本每股收益为 0.40 元/股，较同期变化 10.83%。
	久吾高科	2025/8/19	2025 年上半年，公司实现营业收入 2.70 亿元，较同期变化 34.42%；实现归母净利润 0.39 亿元，较同期变化 226.53%；扣非后归母净利润为 0.29 亿元，较同期变化 240.04%；基本每股收益为 0.32 元/股，较同期变化 223.23%。
	德林海	2025/8/20	2025 年上半年，公司实现营业收入 1.08 亿元，较同期变化-47.35%；归母净利润为-0.03 亿元，较同期变化-112.49%；扣非后归母净利润为-0.11 亿元，较同期变化-156.44%；基本每股收益为-0.03 元/股，较同期变化-113.64%。
	赛恩斯	2025/8/21	2025 年上半年，公司实现营业收入 4.23 亿元，较同期变化 18.81%；归母净利润为 0.49 亿元，较同期变化-57.50%；扣非后归母净利润为 0.47 亿元，较同期变化-12.70%；基本每股收益为 0.51 元/股，较同期变化-57.85%。
	华骐环保	2025/8/22	2025 年上半年，公司实现营业收入 1.72 亿元，较同期变化 66.23%；归母净利润为 0.04 亿元，较同期变化 139.22%；扣非后归母净利润为 0.03 亿元，较同期变化 125.78%；基本每股收益为 0.03 元/股，较同期变化 133.33%。
	玉禾田	2025/8/22	2025 年上半年，公司实现营业收入 37.11 亿元，较同期变化 9.00%；归母净利润为 3.20 亿元，较同期变化-2.02%；扣非后归母净利润为 3.06 亿元，较同期变化-5.52%；基本每股收益为 0.80 元/股，较同期变化-2.02%。
	雪迪龙	2025/8/22	2025 年上半年，公司实现营业收入 5.96 亿元，较同期变化 3.70%；归母净利润为 0.62 亿元，较同期变化 25.51%；扣非后归母净利润为 0.51 亿元，较同期变化 37.27%；基本每股收益为 0.10 元/股，较同期变化 25.00%。
	力合科技	2025/8/22	2025 年上半年，公司实现营业收入 3.60 亿元，较同期变化 4.59%；归母净利润为 0.15 亿元，较同期变化 14.13%；扣非后归母净利润为 0.11 亿元，较同期变化 31.17%；基本每股收益为 0.06 元/股，较同期变化 0.00%。

	中环环保	2025/8/22	2025 年上半年，公司实现营业收入 4.74 亿元，较同期变化 4.84%；归母净利润为 0.44 亿元，较同期变化 9.69%；扣非后归母净利润为 0.41 亿元，较同期变化 5.19%；基本每股收益为 0.10 元/股，较同期变化 8.23%。
	中国天楹	2025/8/22	2025 年上半年，公司实现营业收入 25.77 亿元，较同期变化-2.72%；归母净利润为 2.12 亿元，较同期变化-41.25%；扣非后归母净利润为 1.99 亿元，较同期变化-41.78%；基本每股收益为 0.09 元/股，较同期变化-40.00%。
利润分配	德林海	2025/8/20	拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)，截至 2025 年 8 月 18 日，公司总股本 113,000,000 股，扣除公司回购专户股份数 3,917,409 股后的股本 109,082,591 股为基数，以此计算合计拟派发现金红利 21,816,518.20 元(含税)。
分红规划	久吾高科	2025/8/19	未来三年（2025-2027 年）股东回报的具体规划：1、公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%； 2、公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%； 3、公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%；
股份回购	聚光科技	2025/8/20	本次回购资金总额不低于人民币 10,000 万元（含本数）且不超过人民币 15,000 万元（含本数），回购价格不超过人民币 29.50 元/股（含），回购期限为自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。

数据来源：Choice，东吴证券研究所

5. 大事提醒

表2：大事提醒

日期	证券简称	事件
8 月 25 日	*ST 节能	股东大会召开
	科净源	股东大会召开
8 月 26 日	朗坤科技	披露半年报
	国泰环保	披露半年报
	华新环保	披露半年报
	艾布鲁	披露半年报
	超越科技	披露半年报
	清水源	披露半年报
	节能国祯	披露半年报
	津膜科技	披露半年报
	华宏科技	披露半年报
	聚光科技	披露半年报
	ST 新动力	披露半年报
	菲达环保	披露半年报
	宇通重工	披露半年报
8 月 27 日	恒誉环保	披露半年报
	雪浪环境	披露半年报
	中晟高科	披露半年报

	龙净环保	披露半年报
	节能环境	披露半年报
	江南水务	披露半年报

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