仅供内部参考，请勿外传！

广发研究 GF RESEARCH

环保行业 2026 年中报总结

业绩稳步修复，掘金算力与资源化新机遇

行业评级

买入

前次评级 买入

2026H1 板块业绩延续修复，现金流显著改善，机构配置已近历史低位。2026H1 环保板块实现营业收入 1899 亿元（同比+10.7%）、归母净利润 168 亿元（同比+7.1%）、扣非归母净利润 157 亿元（同比+13.4%），其中 2026Q2 扣非归母净利润同比增长 4.1%，板块盈利保持正增长。结构上，固废及水务公司扣非归母净利润 100 亿元（同比-0.7%），运营资产保持韧性；其他公司扣非归母净利润 58 亿元（同比+50.1%），增长主要来自危废资源化板块，2026H1 扣非归母净利润达到 31.7 亿元（同比+186.0%）。现金流改善更为突出，板块经营性现金流净额同比增长 32.3%至 162 亿元，投资性现金流净流出同比收窄 39.6%至 197 亿元，简略自由现金流由上年同期的-204 亿元改善至-35 亿元。与此同时，2026Q2 末环保股基金配置占比仅 0.12%，接近 2013 年以来最低水平。

固废、水务低估值、高股息及现金流价值突出，算电协同、炉渣资源化和绿色蒸汽打开增量空间。2026H1 垃圾焚烧、水务板块分别实现营业收入 279/352 亿元（同比+5.7%/+4.4%）、扣非归母净利润 55/45 亿元（同比-0.3%/-1.2%），核心运营业务保持稳健。伴随投资高峰过去，垃圾焚烧板块简略自由现金流由-52 亿元转为 45 亿元，水务板块由-53 亿元改善至-19 亿元，其中水务 2026Q2 单季度已实现约 27 亿元正自由现金流。分红提升逻辑持续兑现，2021 年至 2025 年，27 家典型固废水务高分红样本股平均分红比率由 29.5%提升至 45.0%、股息率由 3.17%提升至 4.13%，根据 Wind 一致预期主流公司 2026 年 PE 约 7~15 倍。成长性方面，已有 9 家固废上市公司披露算电协同布局，旺能环境签订首个算力服务合同，圣元环保推进南安绿色智算中心，瀚蓝环境、军信股份等加快绿电与算力场景探索；炉渣重新定价、自建资源化产能及蒸汽供热放量亦有望增厚吨垃圾利润、改善回款结构。

AI 转型与金属资源化成为板块最鲜明的成长主线，关注算力租赁、AI 回收及稀贵金属提纯。（1）算力租赁：盈峰环境 2026H1 智云计算业务实现收入 6.86 亿元（同比+3436%），其中算力租赁收入 6.74 亿元，占公司收入比重已达 8.6%，算力业务由概念验证进入实质贡献阶段；先河环保、晨丰科技等亦在推进“绿电+储能+智算”布局。（2）AI 回收：2026 年 3 月新版废弃电器电子产品处理规范正式实施，首次将人工智能服务器纳入管控范围，具备拆解资质、数据销毁能力及一手回收渠道的龙头有望率先受益。（3）金属资源化：铜、金、银、铋、碲等金属价格上涨叠加产能释放，推动危废资源化盈利弹性集中释放，高能环境、浙富控股 2026H1 归母净利润分别同比增长 103.4%、139.5%。

建议关注：（1）高成长方向：盈峰环境、大地海洋、高能环境、浙富控股、朗坤科技、英科再生、晨丰科技等；（2）低估值运营资产：瀚蓝环境、军信股份、永兴股份、绿色动力、光大环境、上海实业控股、粤海投资、洪城环境等。

风险提示。订单及新业务不及预期；政策变动风险；分红低预期风险。

相对市场表现



郭鹏
SAC 执证号：S0260514030003
SFC CE No. BNX688
guopeng@gf.com.cn

陈龙
SAC 执证号：S0260523030004
shchenlong@gf.com.cn

荣凌琪
SAC 执证号：S0260523120006
ronglingqi@gf.com.cn

陈舒心
SAC 执证号：S0260524030004
shchenshuxin@gf.com.cn
请注意，陈龙,荣凌琪,陈舒心并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

环保行业深度跟踪:环保转型新势力，传统红利资产筑底	2026-09-06
环保行业深度跟踪:盈峰智算业绩兑现，固废夯实红利底座	2026-08-30
环保行业深度跟踪:业绩弹性与涨价共振，重视资源化及红利资产	2026-08-23

仅供内部参考，请勿外传！

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
瀚蓝环境	**600323.SH**	CNY	29.54	2026/08/28	买入	37.83	2.78	2.92	10.63	10.12	3.77	3.68	14.30	13.90
上海实业控股	**00363.HK**	HKD	13.65	2026/09/06	买入	18.84	1.96	2.07	6.02	5.70	2.36	2.32	4.20	4.30
大地海洋	**301068.SZ**	CNY	27.07	2026/08/27	买入	35.57	0.71	1.05	38.13	25.78	16.85	13.06	11.60	15.00
朗坤科技	**301305.SZ**	CNY	26.15	2026/08/16	买入	31.63	1.58	2.01	16.55	13.01	7.87	6.50	9.10	10.40
晨丰科技	**603685.SH**	CNY	28.06	2026/09/06	买入	31.78	0.40	0.80	70.15	35.07	24.48	16.39	4.70	8.90
光大环境	**00257.HK**	HKD	5.05	2026/09/02	买入	6.14	0.68	0.71	6.42	6.15	2.94	2.89	6.90	7.00
永兴股份	**601033.SH**	CNY	14.51	2026/09/01	买入	19.66	1.09	1.19	13.31	12.19	5.25	4.97	8.80	9.30
英科再生	**688087.SH**	CNY	34.52	2026/09/01	买入	47.92	1.92	2.34	17.98	14.75	8.25	7.21	11.70	12.70
军信股份	**301109.SZ**	CNY	12.88	2026/08/24	买入	21.54	1.08	1.12	11.93	11.50	4.79	4.62	10.60	10.60
高能环境	**603588.SH**	CNY	15.15	2026/08/18	买入	22.05	1.10	1.24	13.77	12.22	6.64	6.12	15.30	15.10

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

仅供内部参考，请勿外传！

目录索引

一、板块业绩企稳回升，现金流持续向好 7

（一）26H1 板块持续稳步增长，固废水务运营彰显韧性 7
（二）运营资产占比保持高位，期待化债推动应收账款改善 11
（三）经营性现金流净额、净现比连续 5 年提升，自由现金流持续改善 13
（四）26Q2 末环保持仓仅 0.12%、环比下降 0.12PCT，已接近 2013 年来最低位 15

二、固废+水务稳扎稳打，多领域个股百花齐放 16

（一）关注固废+水务，高成长的再生资源等新兴方向 17
（二）固废+水务：业绩稳健，现金流持续改善 21
（三）高成长个股：算力租赁、危废资源化、生物柴油、再生塑料等方向优质个股 26

三、固废水务分红提升逻辑兑现，期待算电协同、炉渣资源化、绿色蒸汽等 28

（一）存量时代分红提速，运营资产股息价值凸显 28
（二）算电协同模式下可实现项目利润翻倍增厚，各固废公司进展提速 29
（三）炉渣供热双轮驱动，固废运营业绩仍有提升空间 31

四、AI 转型如火如荼，科技映射业绩兑现 33

（一）算力租赁：环保公司转型正当时，建议关注盈峰环境等 33
（二）AI 回收：政策拐点开启 AI 回收元年，高门槛赛道龙头率先受益 36
（三）金属资源化：光模块 TEC 供需趋紧，关注高能环境、浙富控股等 38

五、建议关注 40

（一）盈峰环境：算力转型正当时，厚积薄发启新程 40
（二）晨丰科技：新能源量利齐升，配售电业务高增 40
（三）瀚蓝环境：Q2 延续稳健增长，粤丰并表及盈利改善驱动业绩提升 41
（四）军信股份：26H1 垃圾焚烧量、效持续提升 41
（五）浙富控股：26Q2 业绩维持环比高增，关注铟等稀散金属回收研发 42
（六）朗坤科技：通州项目贡献工程收入利润增量，期待生物质绿电算力等布局 42
（七）英科再生：Q2 营收业绩再超预期、新一轮成长周期开启 43

六、风险提示 43

仅供内部参考，请勿外传！

图表索引

图 1：2026H1 环保板块营收同比增长 10.7%.....7
图 2：2026H1 环保板块归母净利润同比+7.1%.....7
图 3：2026H1 环保板块扣非归母净利润同比增长 13.4%.....7
图 4：2026H1 固废水务公司扣非业绩基本稳定.....8
图 5：2026H1 其他环保公司扣非业绩同比+50.1%.....8
图 6：26H1 固废+水务扣非归母净利润占比为 63%.....8
图 7：2026H1 危废板块业绩同比+186%.....8
图 8：2026Q2 环保板块单季度归母净利润同比+0.2%.....9
图 9：2026Q2 环保板块单季度扣非归母净利润同比+4.1%.....9
图 10：2026H1 板块毛利率、归母净利率情况.....10
图 11：2026H1 板块期间费用率有所下降.....10
图 12：2026H1 板块资产、信用减值损失扩大.....10
图 13：2026H1 板块所得税占利润总额比例上升.....10
图 14：2026H1 GFHB 整体归母净利润增速排名情况.....11
图 15：GFHB 整体的 PE-TTM（收盘价：2026/9/11）.....11
图 16：2026H1 商誉占总资产比例仅为 1.3%.....12
图 17：2026H1 各类应收账款占总资产比例为 19.4%.....12
图 18：环保板块整体资产负债率保持稳定.....12
图 19：环保板块长期借款占总负债比重保持稳定.....12
图 20：环保板块运营资产占总资产比重在 44%~45%左右.....13
图 21：2026H1 板块经营性现金流净额同比+32.3%.....13
图 22：环保板块净现比稳步提升.....13
图 23：2026Q2 环保板块经营性现金流净额为 146 亿元.....14
图 24：环保板块历年筹资性现金流净额情况.....14
图 25：环保板块历年投资现金流净额及增速.....14
图 26：板块简略自由现金流情况.....15
图 27：截至 2026Q2 末广发环保样本股基金配置占比为 0.12%，环比下降 0.12pct.....15
图 28：2026Q2 广发环保样本股重仓股环比变动百分点.....16
图 29：固废：26H1 营收同比+5.7%.....22
图 30：固废：26H1 扣非归母净利润同比-0.3%.....22
图 31：水务：26H1 营收同比+4.4%.....22
图 32：水务：26H1 扣非归母净利润同比-1.2%.....22
图 33：固废、水务板块毛利率保持稳定.....23
图 34：固废、水务板块归母净利率情况.....23

仅供内部参考，请勿外传！

图 35：典型固废公司平均账龄结构 24
图 36：典型水务公司平均账龄结构 24
图 37：固废公司经营性、投资性现金流净额 26
图 38：固废板块 26H1 自由现金流改善 26
图 39：水务公司经营性、投资性现金流净额 26
图 40：水务板块自由现金流情况 26
图 41：盈峰环境 2026H1 营收同比+21.8% 27
图 42：盈峰环境 2026H1 归母净利润同比+24.7% 27
图 43：朗坤科技 2026H1 营收同比+21.8% 27
图 44：朗坤科技 2026H1 归母净利同比+30.7% 27
图 45：英科再生 2026H1 营收同比+28.8% 28
图 46：英科再生 2026H1 归母净利润同比+5.3% 28
图 47：典型固废水务股分红比例持续提升 28
图 48：2025 年典型固废水务股股息率为 4.13% 28
图 49：垃圾焚烧算电协同模式图 31
图 50：垃圾焚烧发电及蒸汽应用原理 33
图 51：公司使用权资产过去 5~6 年情况 35
图 52：公司长期应收款过去 5~6 年情况 35
图 53：公司对算力租赁相关子公司担保额的变化趋势 35
图 54：中国人工智能服务器市场预测（2024-2028 年） 36
图 55：2022 年 AI 服务器采购量占比情况 38
图 56：2026H1 高能环境营业收入同比+54% 39
图 57：2026H1 高能环境归母净利同比+103.4% 39
图 58：2026H1 浙富控股营业收入同比+26.3% 40
图 59：2026H1 浙富控股归母净利润同比+139.5% 40

表 1：2026Q2 基金重仓的前十大广发环保样本股个股 16
表 2：各细分子行业 2026H1、2026Q2 营收、扣非归母净利润增速情况 17
表 3：公用事业化：垃圾焚烧、水务、环卫服务行业重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11） 18
表 4：循环再生：行业重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11） 19
表 5：装备：行业重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11） 19
表 6：工程类：水处理、大气、生态修复等重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11） 20
表 7：水务、垃圾焚烧运营资产占比持续提升，各子行业商誉体量持续下降（截至 26Q2） 21
表 8：典型固废水务公司应收账款情况（单位：亿元） 23
表 9：典型固废水务公司应收账款占总资产比重 23
表 10：典型固废水务公司历年计提信用减值损失情况（单位：亿元） 24
表 11：固废公司电费相关应收账款情况（单位：亿元） 25
表 12：典型环保样本股分红比例、股息率情况（收盘日：2026/9/11） 29

仅供内部参考，请勿外传！

表 13：固废公司持续披露算电一体化布局进展（截至 26H1）.....30
表 14：数据中心绿电使用比例的政策要求.....30
表 15：固废公司 2026H1 炉渣资源化、供热业务进展.....32
表 16：上市公司炉渣处置业务情况：行业整体仍处于价格分化阶段，但提价趋势明确.....32
表 17：环保公司拓展算力相关业务.....34
表 18：公司 2026H1 营业收入中“智云计算”大幅增长.....34
表 19：公司算力相关子公司的基本情况.....36
表 20：《废弃电器电子产品处理污染控制技术规范》新旧版本内容对比及总结.....37
表 21：E-Waste Squad 披露 2025 年主要 GPU 回收价格及残值率.....38

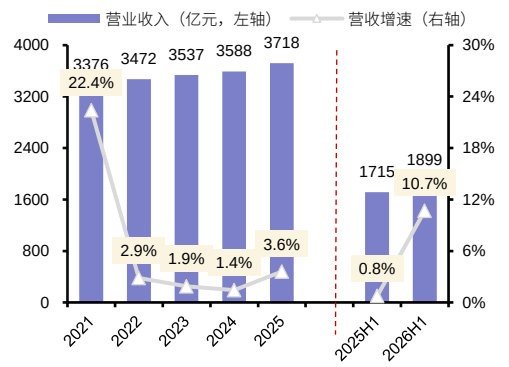
仅供内部参考，请勿外传！

一、板块业绩企稳回升，现金流持续向好

（一）26H1 板块持续稳步增长，固废水务运营彰显韧性

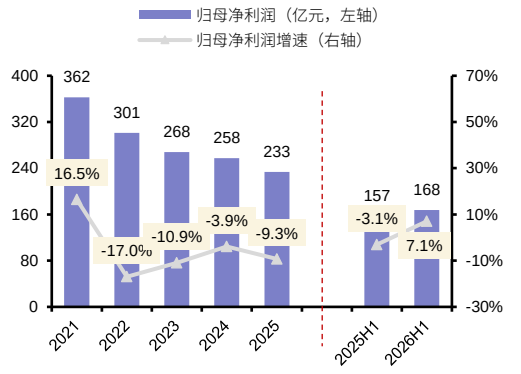
2026H1 延续增长，三张报表同步改善。如非特殊说明，本文数据均来自 Wind 及各公司定期报告：在经历 2018 年的 PPP 整顿、地方政府降杠杆、并购资产暴雷等事件后，2019~2021 年环保板块（在 SW 环保板块基础上根据公司代表性进行小幅修改，共 126 个股）连续 3 年实现营收、业绩稳健增长。2022 年以来，环保企业的订单获取、工程施工及结算回款受到宏观环境和地方财政收紧影响，板块收入保持小幅增长，但利润有所下滑。2025 年板块归母净利润仍同比下降，扣非业绩已恢复正增长；2026H1 收入和利润增速进一步改善。2026H1 实现营业收入 1899 亿元（同比+10.7%）、归母净利润 168 亿元（同比+7.1%）、扣非归母净利润 157 亿元（同比+13.4%）。此外需要格外重视的是板块三大报表的优化，伴随高投资期的结束，板块运营资产占比提升，以及资本开支收缩下的自由现金流的改善等。

图 1：2026H1 环保板块营收同比增长 10.7%



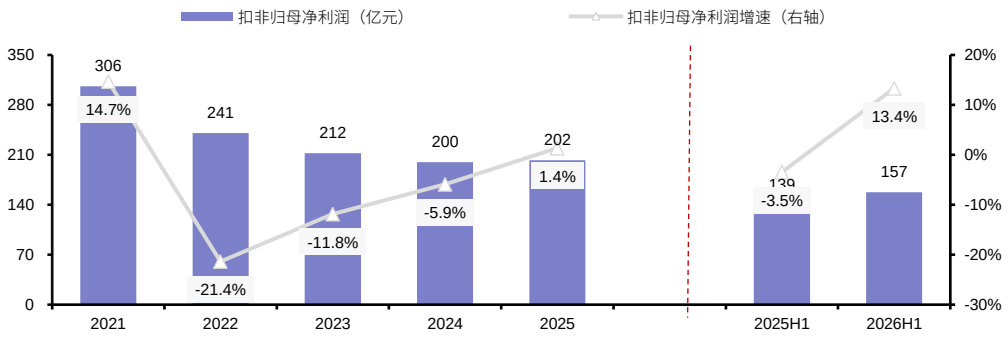
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：2026H1 环保板块归母净利润同比+7.1%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：2026H1 环保板块扣非归母净利润同比增长 13.4%



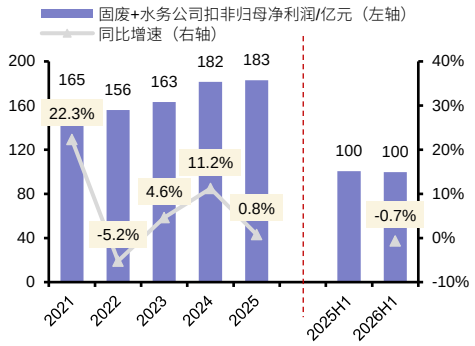
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

运营板块业绩保持韧性，传统环保子行业仍有所承压，环保板块内部仍呈现结构性分化。2026H1 固废和水务

仅供内部参考，请勿外传！

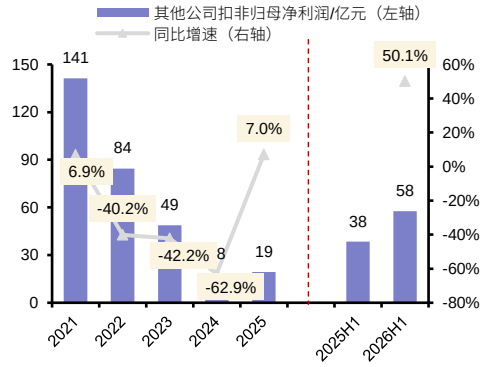
公司的扣非归母净利润为 100 亿元（同比-0.7%），整体保持稳定；其他环保公司实现扣非归母净利润 58 亿元（同比+50.1%），但利润增长高度集中于循环再生板块。其中，危废资源化板块实现扣非归母净利润 31.7 亿元（同比+186.0%），同比增加 20.6 亿元，超过其他环保公司 19.3 亿元的整体利润增量，受益于铜、金、银等金属价格上涨，以及资源化产品产量增长、产能释放和工艺优化，盈利弹性显著释放。相比之下，传统环保子行业仍有压力，节能制造由盈利 4.8 亿元转为亏损 3.7 亿元，生态修复由盈利 0.3 亿元转为亏损 2.5 亿元，水处理、监测及环卫服务扣非归母净利润分别同比下降 15.6%、53.0%、10.9%。

图 4：2026H1 固废水务公司扣非业绩基本稳定



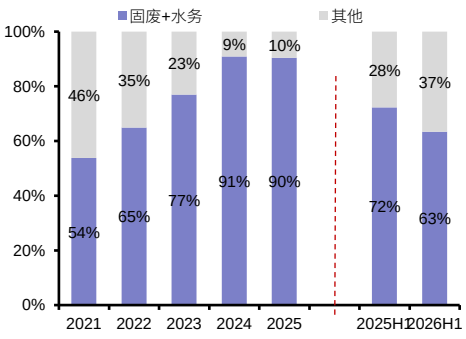
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：2026H1 其他环保公司扣非业绩同比+50.1%



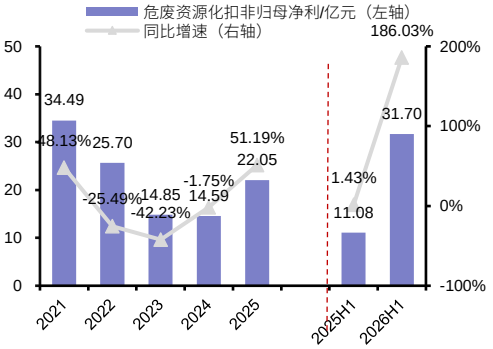
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6：26H1 固废+水务扣非归母净利润占比为 63%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 7：2026H1 危废板块业绩同比+186%

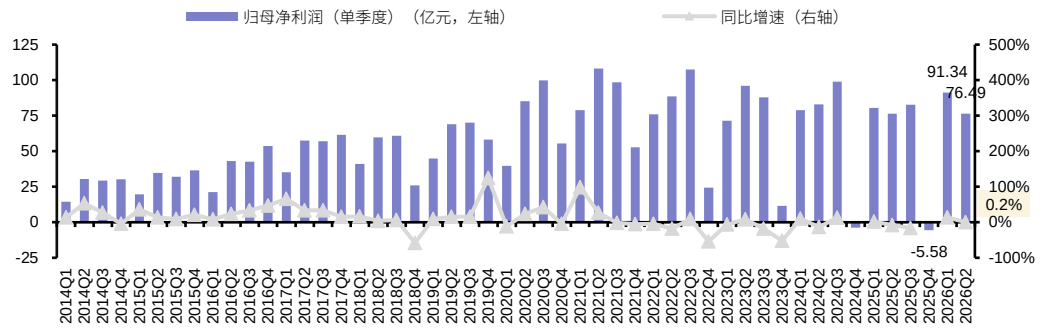


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

单季度业绩：2026Q2 板块业绩延续正增长，板块盈利能力修复。2026Q1 环保板块实现归母净利润 91.34 亿元（同比+13.7%）、扣非归母净利润 87.40 亿元（同比+22.6%）；2026Q2 实现归母净利润 76.49 亿元（同比+0.2%）、扣非归母净利润 70.04 亿元（同比+4.1%）。二季度增速较一季度有所回落，但归母及扣非业绩均保持正增长，带动 2026H1 归母净利润和扣非归母净利润分别增长 7.1%和 13.4%，板块盈利修复趋势延续。

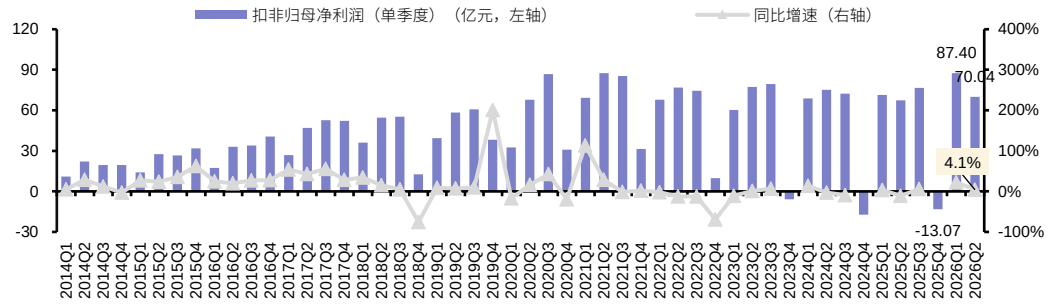
仅供内部参考，请勿外传！

图 8：2026Q2 环保板块单季度归母净利润同比+0.2%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 9：2026Q2 环保板块单季度扣非归母净利润同比+4.1%

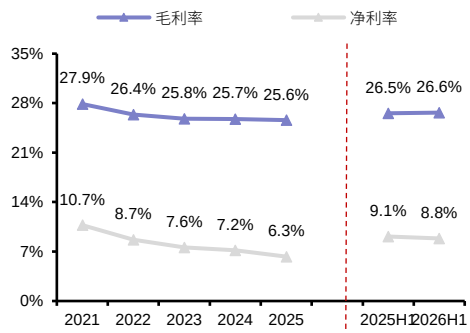


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

降本增效及融资成本下降继续对利润形成支撑，减值损失有所增加。2026H1 环保板块毛利率同比提升 0.1pct 至 26.6%，期间费用率同比下降 0.9pct 至 13.5%，其中销售费用率同比下降 0.12pct 至 2.08%，管理费用率（含研发）同比下降 0.54pct 至 8.04%，财务费用率同比下降 0.24pct 至 3.39%，降本增效及融资成本下降继续对利润形成支撑。2026H1 板块合计计提减值损失 32.22 亿元，绝对值同比增加 46.9%，其中资产减值损失 6.83 亿元、信用减值损失 25.40 亿元，绝对值分别同比增加 70.0%和 41.7%。同期所得税费用为 42.03 亿元（同比+15.7%），所得税费用占利润总额的比例同比提升 0.9pct 至 18.5%。受减值损失和所得税增加等因素影响，2026H1 板块归母净利率同比下降 0.3pct 至 8.8%。

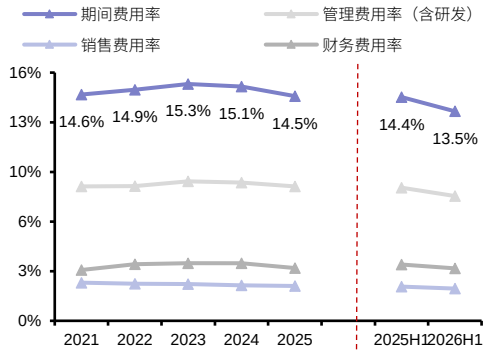
仅供内部参考，请勿外传！

图 10：2026H1 板块毛利率、归母净利率情况



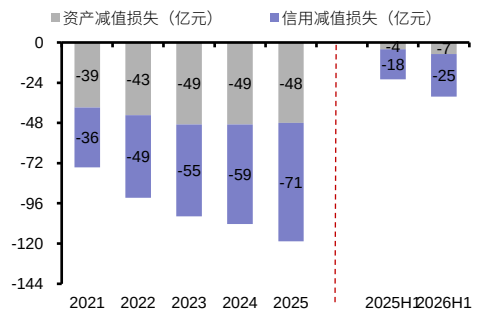
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 11：2026H1 板块期间费用率有所下降



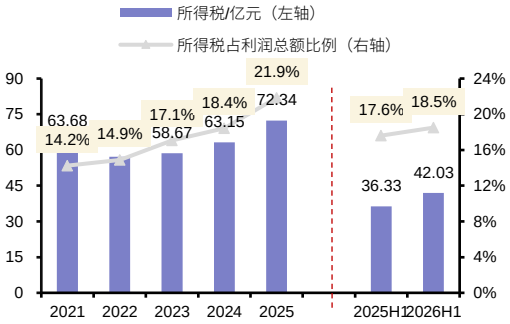
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 12：2026H1 板块资产、信用减值损失扩大



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 13：2026H1 板块所得税占利润总额比例上升

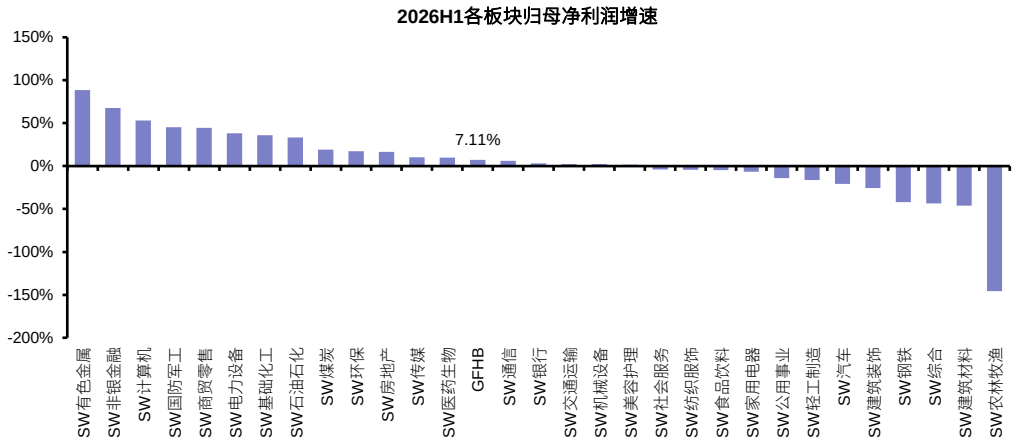


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

各行业比较：环保板块业绩增速位于前列，估值处于中后段。根据申万 2021 年行业划分口径及广发环保统计数据，2026H1 SW 环保板块扣非归母净利润同比增长 27.33%，位列 31 个申万一级行业第 10 位，业绩增速处于行业前列；广发环保样本口径下，板块扣非归母净利润同比增长 13.37%。截至 2026 年 9 月 8 日，SW 环保板块 PE（TTM）为 19.15 倍，广发环保样本板块 PE（TTM）为 20.08 倍，在一级行业中处于中后段，板块低估值与业绩修复特征较为突出。

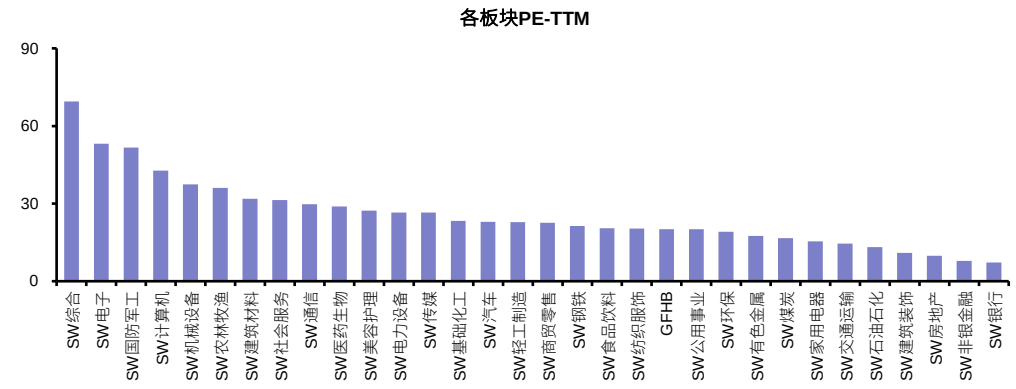
仅供内部参考，请勿外传！

图 14：2026H1 GFHB 整体归母净利润增速排名情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 15：GFHB 整体的 PE-TTM（收盘价：2026/9/11）



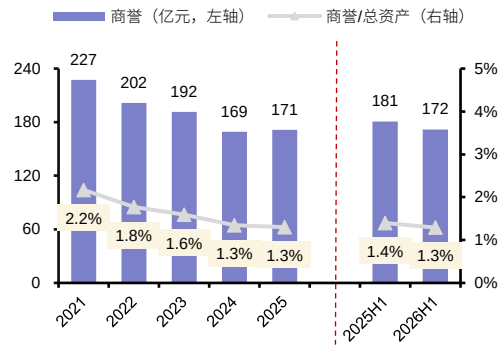
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）运营资产占比保持高位，期待化债推动应收账款改善

2025 年底/2026H1 末各类应收款占总资产比重为 18.8%/19.4%，商誉占比进一步下降至 1.3%。环保板块商誉占总资产比重已连续多年下降，截至 26H1 末，板块商誉规模为 172 亿元，占总资产比重均约为 1.3%，板块商誉风险持续出清。应收款方面，受环保企业经营规模扩大，以及地方财政压力下部分项目结算及回款周期延长影响，截至 2025 年底/2026H1 末，板块各类应收款合计分别为 2474/2585 亿元，占总资产比重分别为 18.8%/19.4%；2026H1 末应收款规模同比增长 5.0%，占总资产比重同比提升 0.4pct，应收压力尚未出现明显改善。2024 年以来地方化债政策持续推进，通过置换存量隐性债务、缓解地方偿债压力并推动解决“三角债”等问题，有望逐步改善环保企业政府类客户的支付能力和回款情况。

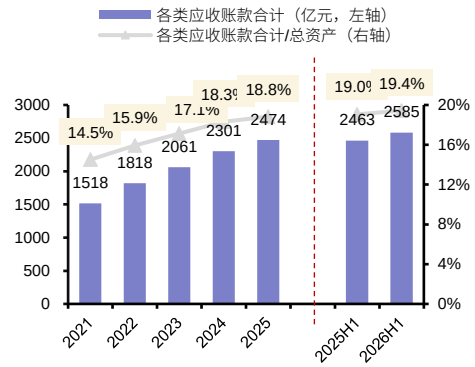
仅供内部参考，请勿外传！

图 16：2026H1 商誉占总资产比例仅为 1.3%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

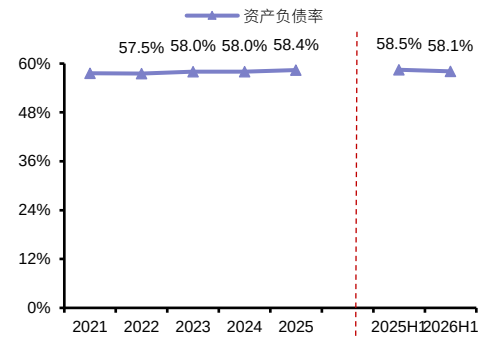
图 17：2026H1 各类应收账款占总资产比例为 19.4%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

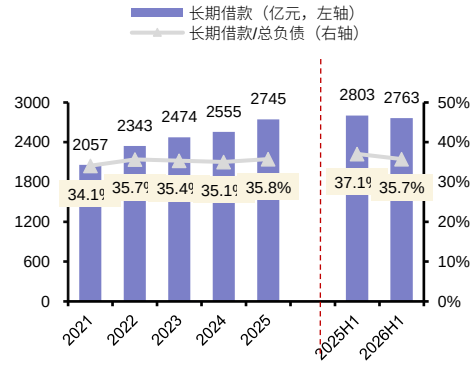
资产负债率及长期借款占总负债比例保持稳定。截至 2026H1 末，环保板块资产负债率为 58.1%，2026H1 末同比下降 0.4pct，整体杠杆率基本稳定。从负债结构看，板块长期借款规模为 2763 亿元，占总负债比重分别为 35.7%；2026H1 末长期借款规模同比下降 1.4%，占总负债比重同比下降 1.3pct，板块长期债务规模及负债结构整体保持平稳。

图 18：环保板块整体资产负债率保持稳定



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 19：环保板块长期借款占总负债比重保持稳定

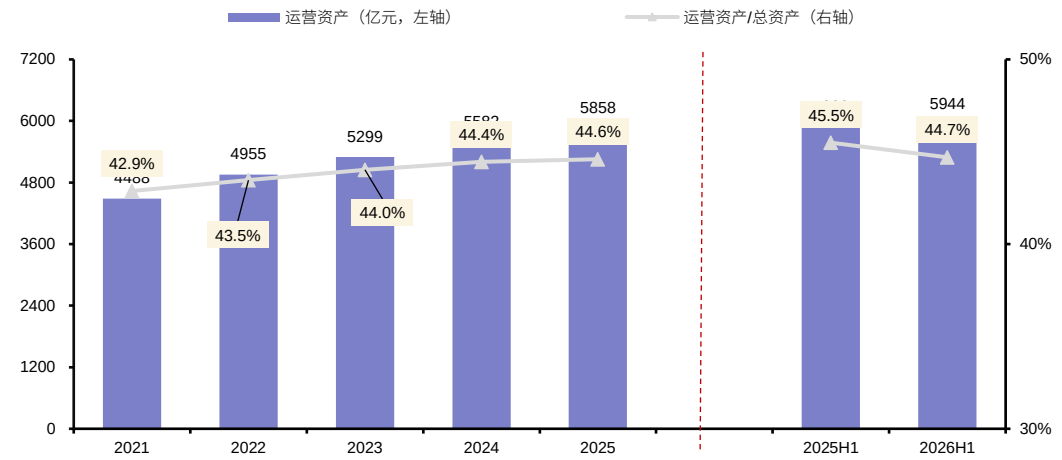


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

运营资产规模稳中有升，占总资产比重维持在 45%左右。我们以无形资产、长期应收款及固定资产衡量企业的运营资产，截至 2025 年底/2026H1 末，环保板块运营资产规模分别达到 5858/5944 亿元，占总资产比重分别为 44.6%/44.7%。2026H1 末运营资产规模同比增长 1.1%，占比较 2025 年底小幅提升 0.1pct，但因总资产扩张速度更快，占比较上年同期下降 0.8pct，整体仍维持在历史高位。与此同时，2026H1 末板块在建工程规模同比下降 15.9%至 339 亿元，反映前期建设项目持续转入运营，行业新增资本开支高峰逐步过去。固废、水务等运营业务依靠长期稳健盈利及较强造血能力，继续构成板块资产和现金流质量的重要支撑。

仅供内部参考，请勿外传！

图 20：环保板块运营资产占总资产比重在 44%~45%左右



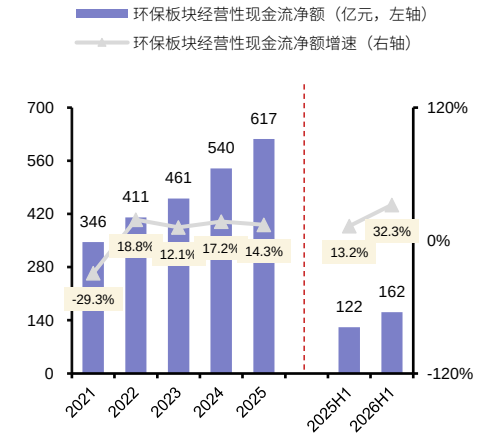
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：运营资产=无形资产+固定资产+长期应收款+其他非流动资产

（三）经营性现金流净额、净现比连续 5 年提升，自由现金流持续改善

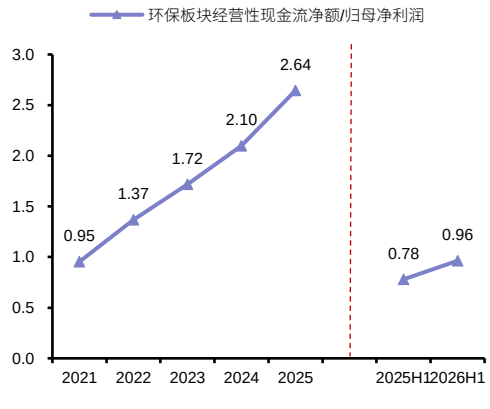
2026H1 经营性现金流净额同比增长 32.3%，净现比提升至 0.96。2026H1 环保板块实现经营性现金流净额 162 亿元（同比+32.3%），增速高于同期归母净利润增速，净现比同比提升 0.18 至 0.96，盈利现金含量进一步改善。分子行业看，垃圾焚烧和水务板块经营性现金流合计达到 132 亿元（同比+10.7%），运营资产继续贡献稳定现金流；环卫装备板块经营性现金流由上年同期净流出 17 亿元转为净流入 19 亿元，贡献板块现金流的主要增量。

图 21：2026H1 板块经营性现金流净额同比+32.3%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

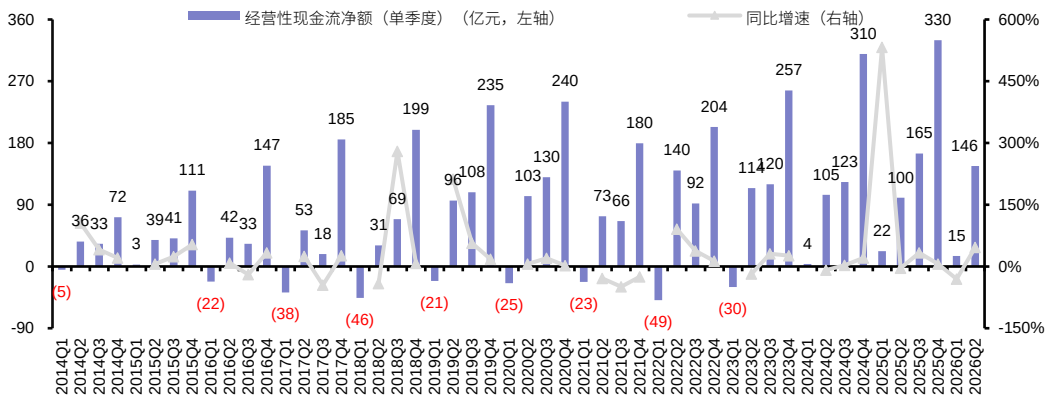
图 22：环保板块净现比稳步提升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

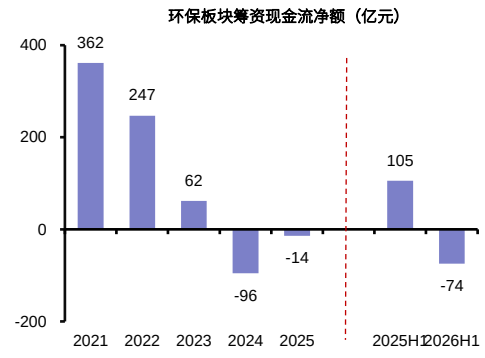
图 23：2026Q2 环保板块经营性现金流净额为 146 亿元



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

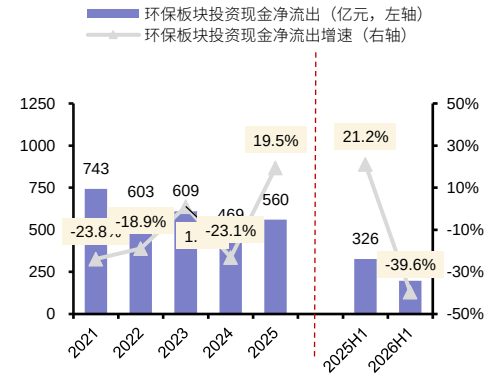
投资支出明显收缩，2026H1 自由现金流同比大幅改善。 2026H1 环保板块投资性现金流净流出 197 亿元，同比收窄 39.6%，反映行业新增项目建设及并购支出明显下降。受经营性现金流增长和投资支出收缩共同推动，板块简略自由现金流由上年同期的-204 亿元改善至-35 亿元，同比改善 168 亿元。分子行业看，垃圾焚烧板块自由现金流由-52 亿元转为 45 亿元，水务板块由-53 亿元改善至-19 亿元，环卫装备板块由-26 亿元转为 15 亿元，构成本期自由现金流改善的主要来源。伴随存量项目逐步进入成熟运营期、在建工程规模下降及资本开支持续收缩，环保板块自由现金流中枢有望进一步提升。

图 24：环保板块历年筹资性现金流净额情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

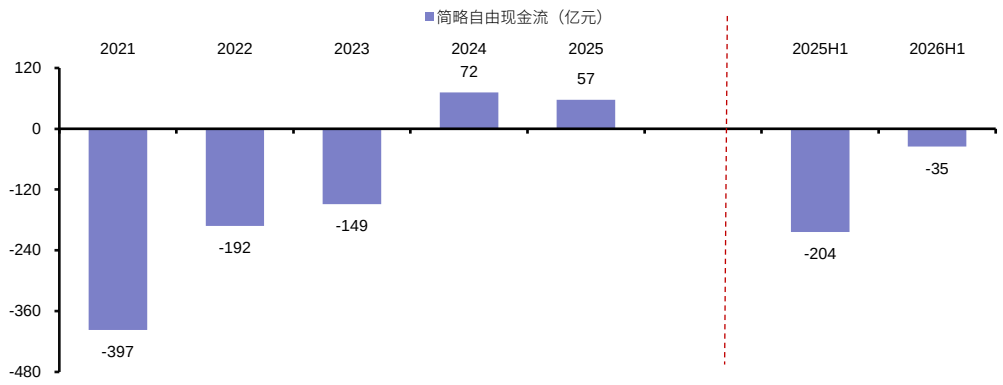
图 25：环保板块历年投资现金流净额及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

图 26：板块简略自由现金流情况



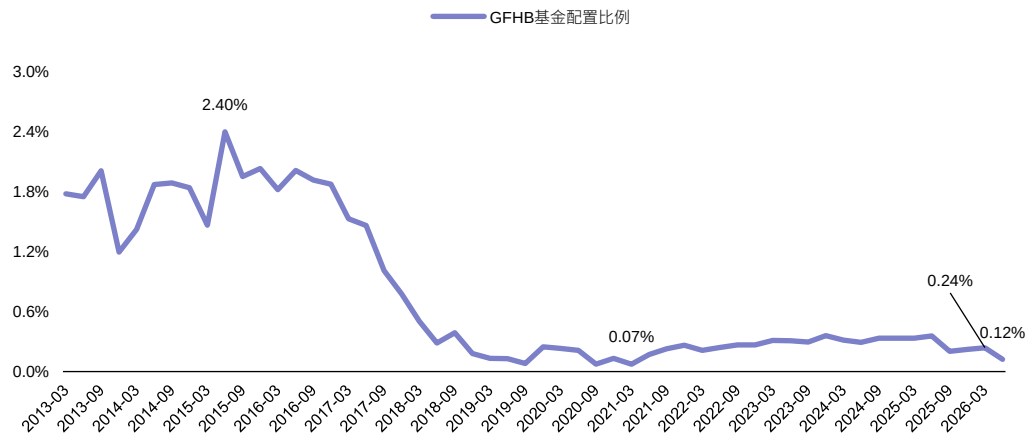
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：本文简略自由现金流=经营现金流净额+投资现金流净额简算得出

（四）26Q2 末环保持仓仅 0.12%、环比下降 0.12pct，已接近 2013 年来最低位

截至 2026Q2 末，环保股基金配置占比仅 0.12%，环比下降 0.12pct、同比下降 0.24pct。此前环保板块受益于 PPP 模式大规模发展，最高时广发环保样本股基金配置占比达到 2.4%，2017 年 11 月财政部开始着手规范 PPP 项目后基金配置比例迅速下降，2021Q1 仅 0.07%。后行业中 PPP 项目较多的工程类公司逐渐出清，环保运营类资产价值逐渐体现，2022 年下半年开始环保股基金配置占比逐渐回暖，但近期受到市场风格影响，截至 2026Q2 末广发环保样本股基金配置占比仅 0.12%，同比下降 0.24pct、环比下降 0.12pct，已经接近 2013 年以来的最低位。

图 27：截至 2026Q2 末广发环保样本股基金配置占比为 0.12%，环比下降 0.12pct



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：广发环保样本股：在申万分类的基础上进行调整，包含 126 支个股；板块基金配置比例=重仓股汇总的该板块配置市值/基金重仓股票投资市值。基金统计口径：偏股型基金（不含指数型)=开放式股票型基金（不含指数型）+开放式偏股混合型基金+开放式灵活配置型基金+封闭式股票型基金（不含指数型）。

成长个股持仓比例持续走高，瀚蓝、伟明等稳健运营资产持仓比例有所下滑。从环保板块机构持仓比重前十大

仅供内部参考，请勿外传！

来看，主要为有成长预期的运营类股息资产瀚蓝环境、伟明环保等，以及成长风格公司英科再生（再生塑料）、山高环能（生物柴油）、美埃科技（半导体洁净室）、高能环境（金属资源化）、浙富控股（金属资源化）等。其中，2026Q2 盈峰环境、高能环境、英科再生的机构持仓比重分别环比提升 0.008pct、0.006pct、0.005pct，伟明环保、瀚蓝环境、山高环能的机构持仓比重环比下降 0.0349、0.022、0.004pct，整体来看成长股个股持仓比例持续走高，而此前重仓的稳健运营资产持仓比例有所下降。

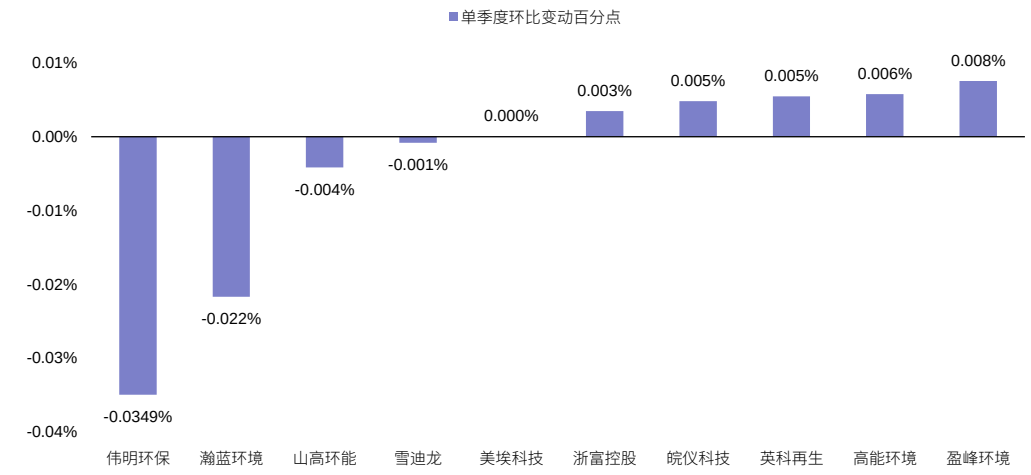
表 1：2026Q2 基金重仓的前十大广发环保样本股个股

序号	股票代码	简称	2026/6/30	2026/3/31	2025/12/31	2025/9/30	2025/6/30
1	600323.SH	瀚蓝环境	0.040%	0.062%	0.032%	0.025%	0.058%
2	688087.SH	英科再生	0.015%	0.009%	0.000%	0.001%	0.001%
3	000803.SZ	山高环能	0.010%	0.014%	0.014%	0.015%	0.014%
4	603568.SH	伟明环保	0.009%	0.044%	0.055%	0.027%	0.064%
5	688376.SH	美埃科技	0.008%	0.008%	0.010%	0.006%	0.004%
6	000967.SZ	盈峰环境	0.008%	0.000%	0.012%	0.000%	0.007%
7	603588.SH	高能环境	0.007%	0.002%	0.001%	0.003%	0.000%
8	002266.SZ	浙富控股	0.006%	0.000%	0.000%	0.002%	0.002%
9	688600.SH	皖仪科技	0.004%	0.005%	0.006%	0.005%	0.006%
10	002658.SZ	雪迪龙	0.004%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：广发环保样本股：在申万分类的基础上进行调整，包含 126 支个股；个股基金配置比例：重仓股该个股基金配置市值/基金重仓股票投资市值

图 28：2026Q2 广发环保样本股重仓股环比变动百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：广发环保样本股：在申万分类的基础上进行调整，包含 126 支个股；个股基金配置比例：重仓股该个股基金配置市值/基金重仓股票投资市值。

二、固废+水务稳扎稳打，多领域个股百花齐放

从细分板块和个股情况来看，在许多环保公司受到宏观环境影响，订单萎缩、业绩不达预期的同时，仍有两大

仅供内部参考，请勿外传！

方向值得重点关注：

（1）**运营类资产**：垃圾焚烧、水务板块成本结构相对稳定，需求具备刚性，成熟运营资产持续贡献稳定利润及现金流。尽管 2026H1 利润增速相对平稳，但板块的低估值、高股息及现金流属性仍然突出。此外，垃圾焚烧企业正积极拓展供热、绿电交易、海外项目以及“绿电+余热+算力”等增量场景，水务企业则有望受益于水价调整和运营效率提升。建议关注垃圾焚烧领域的瀚蓝环境、光大环境、海螺创业、永兴股份、军信股份、三峰环境、绿色动力、旺能环境等，以及水务运营领域的上海实业控股、首创环保、洪城环境、粤海投资、北控水务集团、创业环保等。

（2）**循环再生、装备及其他新兴方向**：一是循环再生，2026H1 有色金属价格中枢抬升，叠加产能释放、资源化产品产销量增长，危废资源化成为环保板块业绩增长最突出的细分方向，建议关注高能环境、浙富控股等；二是装备及智算转型，环卫装备板块景气度回升，部分公司积极拓展智算、机器人及海外市场，关注盈峰环境、等；三是科研仪器国产替代，产业逻辑仍然明确，但 2026H1 板块业绩分化较大，建议关注订单兑现及盈利改善较快的皖仪科技、钢研纳克等。

表 2：各细分子行业 2026H1、2026Q2 营收、扣非归母净利润增速情况

领域	子业务	营业收入		扣非归母净利润	
		2026H1 增速	2026Q2 增速	2026H1 增速	2026Q2 增速
可再生能源	垃圾焚烧	5.7%	5.7%	-0.3%	-3.2%
	生物质	-5.4%	-4.1%	2.1%	-11.0%
循环再生	危废资源化	40.6%	42.3%	186.0%	98.4%
	再生塑料	13.4%	14.1%	18.4%	18.7%
	动力电池回收	17.2%	17.9%	-8.5%	由盈转亏
	酒糟资源化	42.9%	19.1%	扭亏为盈	亏损收窄
	废油脂资源化	13.0%	17.3%	39.2%	54.4%
	填埋气发电	-20.7%	-16.0%	亏损扩大	亏损扩大
节能增效	废电拆解	-4.2%	30.7%	亏损收窄	扭亏为盈
	节能制造	-10.9%	-2.9%	由盈转亏	由盈转亏
	节能服务	49.2%	15.8%	扭亏为盈	亏损收窄
膜法	膜法处理	1.1%	4.5%	72.5%	扭亏为盈
环卫	环卫装备	13.6%	10.9%	20.8%	31.6%
	环卫服务	1.9%	0.9%	-10.9%	-18.8%
监测	科学仪器	-2.5%	4.2%	亏损扩大	178.2%
	监测	-0.7%	3.9%	-53.0%	-41.5%
水	水处理	-0.4%	-12.4%	-15.6%	-45.4%
	水务	4.4%	2.6%	-1.2%	-4.7%
大气	大气	0.6%	0.2%	27.4%	11.9%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（一）关注固废+水务，高成长的再生资源等新兴方向

运营资产：垃圾焚烧、水务收入稳健增长，利润端基本持平，低估值、高股息属性仍具配置价值。2026H1 垃

仅供内部参考，请勿外传！

圾焚烧板块营业收入同比增长 5.7%，扣非归母净利润同比小幅下降 0.3%，整体盈利保持稳定。从个股来看，圣元环保、瀚蓝环境、绿色动力、永兴股份、旺能环境扣非归母净利润分别同比增长 30.7%、29.3%、23.3%、14.9%、13.6%，部分公司受益于并购项目并表、项目产能爬坡以及运营效率提升。2026H1 水务板块营业收入同比增长 4.4%，扣非归母净利润同比小幅下降 1.2%，主要受到部分工程业务收缩、成本及税费波动影响，但核心供排水运营业务仍保持较强韧性。其中武汉控股、创业环保、重庆水务、兴蓉环境扣非归母净利润分别同比增长 18.6%、13.8%、5.5%、4.8%。

表 3：公用事业化：垃圾焚烧、水务、环卫服务行业重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11）

子领域	证券简称	证券简称	市值（亿元）	PE(TTM)	扣非归母净利润（亿元）					
					2025H1	2026H1	同比增速	2025Q2	2026Q2	同比增速
固废	绿色动力	601330.SH	117.58	16.97	3.76	4.63	23%	1.92	2.58	35%
	旺能环境	002034.SZ	74.97	9.73	3.79	4.30	14%	1.79	2.30	29%
	圣元环保	300867.SZ	47.88	14.20	1.05	1.38	31%	0.46	0.57	24%
	瀚蓝环境	600323.SH	243.95	10.89	9.12	11.80	29%	4.94	6.06	23%
	永兴股份	601033.SH	132.21	14.17	4.40	5.06	15%	2.55	2.78	9%
	军信股份	301109.SZ	103.29	13.66	3.86	4.01	4%	2.20	2.04	-7%
	上海环境	601200.SH	94.91	16.24	3.23	3.09	-4%	1.74	1.55	-11%
	三峰环境	601827.SH	137.10	11.14	6.58	6.59	0%	2.68	2.30	-14%
	城发环境	000885.SZ	78.46	6.27	5.55	5.35	-4%	2.87	2.39	-17%
	伟明环保	603568.SH	286.99	16.40	13.70	8.67	-37%	6.97	4.65	-33%
水务	海天股份	603759.SH	34.45	22.40	0.50	0.30	-38.78%	0.14	0.28	97%
	创业环保	600874.SH	89.51	10.11	3.96	4.51	13.83%	1.59	1.91	20%
	武汉控股	600168.SH	44.60	41.57	0.74	0.88	18.62%	0.51	0.54	6%
	兴蓉环境	000598.SZ	212.16	10.30	9.56	10.02	4.84%	4.58	4.85	6%
	联泰环保	603797.SH	27.62	21.33	0.87	0.82	-5.57%	0.31	0.31	3%
	重庆水务	601158.SH	199.20	23.27	3.96	4.18	5.46%	1.89	1.81	-4%
	洪城环境	600461.SH	115.06	9.89	6.05	5.68	-6.10%	2.74	2.52	-8%
	中原环保	000544.SZ	72.22	6.98	6.87	6.16	-10.31%	3.35	2.87	-14%
	顺控发展	003039.SZ	84.35	28.32	1.15	1.19	3.30%	0.67	0.56	-15%
	首创环保	600008.SH	207.74	12.18	8.76	8.19	-6.50%	4.99	4.09	-18%
	渤海股份	000605.SZ	21.41	237.98	0.03	0.03	14.48%	-0.08	-0.09	亏损扩大
环卫	劲旅环境	001230.SZ	35.77	18.87	0.80	0.88	11%	0.41	0.48	17%
	玉禾田	300815.SZ	59.19	10.62	3.06	3.13	2%	1.48	1.50	1%
	侨银股份	002973.SZ	47.81	50.71	1.31	0.59	-55%	0.61	0.05	-92%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

循环再生：金属价格上行与产能释放共振，危废资源化业绩大幅增长。2026H1 危废资源化板块营业收入同比增长 40.6%，扣非归母净利润同比大幅增长 186.0%，是非运营类环保板块利润增长的主要来源。板块高增长主要受益于铜等有色金属价格上涨、资源化产品盈利空间扩大，以及部分公司新增产能释放和产销量提升。从个股来看，飞南资源、浙富控股、英科再生、高能环境扣非归母净利润分别同比增长 352.9%、194.9%、127.1%、113.7%，山高环能、朗坤科技、华新环保分别同比增长 64.7%、32.8%、32.0%，大地海洋实现扭亏为盈。其

仅供内部参考，请勿外传！

他循环再生细分领域同样有所改善：2026H1 再生塑料板块营业收入、扣非归母净利润分别同比增长 13.4%、18.4%，废油脂资源化板块分别同比增长 13.0%、39.2%。动力电池回收板块收入同比增长 17.2%，扣非归母净利润同比下降 8.5%，填埋气发电仍处于亏损状态。

表 4：循环再生：行业重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11）

子领域	证券简称	证券简称	市值（亿元）	PE(TTM)	扣非归母净利润（亿元）					
					2025H1	2026H1	同比增速	2025Q2	2026Q2	同比增速
循环再生	华宏科技	002645.SZ	134.66	28.01	0.60	3.41	扭亏为盈	0.33	1.30	293%
	山高环能	000803.SZ	36.46	63.78	0.37	0.61	65%	0.07	0.18	148%
	飞南资源	301500.SZ	139.32	17.30	1.92	8.69	353%	1.41	3.46	145%
	英科再生	688087.SH	68.76	22.72	0.93	2.12	127%	0.46	1.07	132%
	浙富控股	002266.SZ	255.74	13.11	4.25	12.52	195%	3.09	6.27	103%
	高能环境	603588.SH	237.17	17.00	4.54	9.71	114%	2.51	4.20	67%
	朗坤科技	301305.SZ	65.57	20.39	1.45	1.93	33%	0.69	1.00	45%
	赛恩斯	688480.SH	67.26	51.26	0.47	0.67	41%	0.30	0.35	17%
	华新科技	301265.SZ	58.72	89.33	0.35	0.46	32%	0.26	0.18	-31%
	三联虹普	300384.SZ	38.31	23.66	1.43	0.68	-52%	0.63	0.23	-64%
	天奇股份	002009.SZ	63.39	141.38	0.16	0.14	亏损缩窄	0.04	-0.07	由盈转亏
	大地海洋	301068.SZ	39.06	66.31	-0.62	0.28	扭亏为盈	-0.61	0.16	扭亏为盈
	从麟科技	688370.SH	32.29	80.47	-0.10	0.11	扭亏为盈	-0.08	0.06	扭亏为盈
	中再资环	600217.SH	56.53	-	-3.74	-0.34	亏损收窄	-3.67	-0.07	亏损收窄
	路德环境	688156.SH	23.01	-	-0.14	0.08	扭亏为盈	-0.15	-0.03	亏损收窄
	百川畅银	300614.SZ	17.04	-	-0.39	-0.55	亏损扩大	-0.28	-0.35	亏损扩大

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

装备及科研仪器：环卫装备业绩回暖，科研仪器仍以结构性机会为主。2026H1 环卫装备板块营业收入同比增长 13.6%，扣非归母净利润同比增长 20.8%，其中盈峰环境、宇通重工扣非归母净利润分别同比增长 26.4%、18.6%，行业需求回暖叠加新能源、智能化、海外市场及智算业务拓展，为龙头公司提供新的增长空间。膜法处理板块收入同比增长 1.1%，扣非归母净利润同比增长 72.5%，亦呈现较强修复弹性。相比之下，科研仪器板块收入同比下降 2.5%，扣非归母净利润亏损有所扩大，环境监测板块扣非归母净利润同比下降 53.0%。因此，科研仪器国产替代仍是值得关注的中长期方向，但现阶段应更加重视个股筛选，关注皖仪科技实现扭亏等结构性亮点。

表 5：装备：行业重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11）

子领域	证券简称	证券简称	市值（亿元）	PE(TTM)	扣非归母净利润（亿元）					
					2025H1	2026H1	同比增速	2025Q2	2026Q2	同比增速
监测	皖仪科技	688600.SH	45.19	52.25	-0.05	0.16	扭亏为盈	0.04	0.09	124%
	海能技术	920476.BJ	20.30	42.16	0.01	0.11	777%	0.06	0.11	97%
	理工能科	002322.SZ	44.30	19.14	1.05	1.19	14%	0.74	0.96	30%
	力合科技	300800.SZ	24.22	49.27	0.11	0.11	2%	0.00	0.05	-
	莱伯泰科	688056.SH	26.99	81.29	0.19	0.11	-41%	0.07	0.06	-23%
	雪迪龙	002658.SZ	48.44	32.88	0.51	0.40	-22%	0.45	0.31	-32%
	ST 先河	300137.SZ	56.88	-	0.22	-0.42	由盈转亏	0.12	-0.44	由盈转亏
	碧兴物联	688671.SH	18.84	-	-0.29	-0.37	亏损扩大	-0.15	-0.16	亏损扩大
环卫	宇通重工	600817.SH	50.97	17.44	0.70	0.83	19%	0.31	0.47	54%
	盈峰环境	000967.SZ	267.39	41.71	3.54	4.48	26%	1.83	2.41	32%
	福龙马	603686.SH	54.46	33.36	0.91	0.92	1%	0.29	0.31	6%

仅供内部参考，请勿外传！

膜法	上海凯鑫	300899.SZ	19.48	322.38	0.29	0.10	-66%	0.12	0.21	79%
	久吾高科	300631.SZ	26.99	36.47	0.29	0.30	4%	0.16	0.16	-3%
	三达膜	688101.SH	48.47	12.79	1.80	1.75	-3%	1.11	0.84	-25%
	金科环境	688466.SH	17.20	81.64	0.27	0.08	-70%	0.17	0.08	-55%
	富淼科技	688350.SH	41.40	957.12	0.15	0.06	-61%	0.13	-0.10	由盈转亏
	奥福环保	688021.SH	15.00	41.27	-0.06	0.14	扭亏为盈	-0.01	0.05	扭亏为盈
	碧水源	300070.SZ	127.21	62.28	-1.16	0.12	扭亏为盈	-1.71	-0.48	亏损收窄
	津膜科技	300334.SZ	25.40	-	-0.15	-0.08	亏损收窄	-0.07	-0.10	亏损扩大
	美埃科技	688376.SH	84.75	77.19	0.75	0.83	11%	0.52	0.54	4%
	南方泵业	300145.SZ	90.44	34.86	1.55	1.66	7%	0.92	0.93	1%
	维尔利	300190.SZ	38.40	-	-0.43	0.11	扭亏为盈	0.13	0.09	-31%
节能装备	青达环保	688501.SH	23.39	19.13	1.06	0.50	-52%	0.38	0.22	-41%
	景津装备	603279.SH	66.28	16.17	3.20	2.09	-35%	1.61	0.87	-46%
	德固特	300950.SZ	27.69	50.70	0.46	0.10	-78%	0.23	0.05	-77%
	盛剑科技	603324.SH	38.35	-	0.39	-1.05	由盈转亏	0.19	-0.78	由盈转亏
	中材节能	603126.SH	38.83	99.11	-0.26	0.03	扭亏为盈	-0.16	-0.07	亏损收窄
	凯龙高科	300912.SZ	22.88	-	-0.25	-0.33	亏损扩大	-0.11	-0.14	亏损扩大
	仕净科技	301030.SZ	15.99	-	-1.62	-7.24	亏损扩大	-1.78	-6.05	亏损扩大
	瑞晨环保	301273.SZ	36.17	-	-0.33	-0.39	亏损扩大	-0.11	-0.20	亏损扩大

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

工程类：整体仍处于压力释放阶段，不同应用领域表现分化。26H1 水处理板块营业收入同比下降 0.4%，扣非归母净利润同比下降 15.6%;生态修复板块营业收入同比下降 17.7%,扣非归母净利润由盈转亏至-2.47 亿元，地方财政压力、订单减少及项目结算放缓仍对工程类企业形成影响。与此同时，大气治理板块营业收入同比增长 0.6%，扣非归母净利润同比增长 27.4%，膜法处理板块利润亦实现较快增长。整体来看，工程类板块尚未形成全面复苏，应重点关注具备技术优势、订单保障和较强回款能力的细分龙头。

表 6：工程类：水处理、大气、生态修复等重点个股盈利情况及 PE 估值（收盘价：2026/9/11）

子领域	证券简称	证券简称	市值（亿元）	PE(TTM)	扣非归母净利润（亿元）					
					2025H1	2026H1	同比增速	2025Q2	2026Q2	同比增速
水处理	鹏鹞环保	300664.SZ	35.76	23.66	0.96	1.56	62%	0.45	0.82	84%
	中电环保	300172.SZ	31.26	33.37	0.44	0.53	22%	0.20	0.31	54%
	节能国祯	300388.SZ	47.47	12.34	1.78	2.00	12%	1.11	1.10	-1%
	海峡环保	603817.SH	33.69	14.17	1.16	1.38	19%	0.76	0.73	-4%
	中建环能	300425.SZ	28.04	225.21	0.03	0.03	11%	0.08	0.05	-39%
	金达莱	688057.SH	49.62	132.30	0.49	0.02	-96%	0.12	-0.09	由盈转亏
	兴源环境	300266.SZ	31.39	-	-1.19	-1.06	亏损缩窄	-0.89	-0.71	亏损收窄
	万邦达	300055.SZ	50.87	-	0.16	0.32	105%	-0.01	-0.01	亏损收窄
	清水源	300437.SZ	28.57	-	-0.26	-0.03	亏损收窄	-0.21	-0.02	亏损收窄
	博世科	300422.SZ	23.49	-	-0.55	-0.70	亏损扩大	-0.44	-1.06	亏损扩大
大气	永清环保	300187.SZ	30.67	23.42	0.40	0.68	73%	0.29	0.38	29%
	龙净环保	600388.SH	262.12	20.33	4.16	5.22	25%	2.44	2.98	22%
	清新环境	002573.SZ	46.42	-	0.01	0.43	3624%	0.07	0.13	96%
	同兴环保	003027.SZ	21.84	53.51	0.50	0.15	-70%	0.38	0.07	-83%
	雪浪环境	300385.SZ	44.91	-	-1.05	-0.88	亏损缩窄	-0.54	-0.50	亏损缩窄
其他	誉帆科技	001396.SZ	34.02	29.99	0.33	0.11	-65%	0.00	0.16	-
	国泰环保	301203.SZ	26.97	29.27	0.63	0.39	-39%	0.37	0.21	-45%
	绿茵生态	002887.SZ	28.82	25.99	0.51	0.43	-15%	0.26	0.07	-72%

仅供内部参考，请勿外传！

蒙草生态	300355.SZ	47.33	-	0.24	-0.95	由盈转亏	0.54	-0.73	由盈转亏
卓锦股份	688701.SH	12.14	-	-0.19	-0.29	亏损扩大	-0.21	-0.19	亏损收窄
建工修复	300958.SZ	19.31	-	-0.38	-0.28	亏损收窄	-0.30	-0.06	亏损收窄
国中水务	600187.SH	21.62	-	-0.15	-0.17	亏损扩大	-0.13	-0.14	亏损扩大
艾布鲁	301259.SZ	47.48	-	-0.10	-0.43	亏损扩大	-0.17	-0.50	亏损扩大
正和生态	605069.SH	22.12	-	0.24	-0.69	由盈转亏	-0.18	-0.56	亏损扩大

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

资产结构：垃圾焚烧、水务运营资产占比维持高位，应收账款仍是主要关注点。截至 2026H1 末，垃圾焚烧、水务板块运营资产占总资产比重分别达到 69.10%、65.40%，虽然同比小幅下降 0.88、0.71pct，但仍显著高于环保行业其他子板块，核心资产继续以能够贡献长期稳定现金流的运营项目为主。同期垃圾焚烧、水务板块各类应收账款占总资产比重分别为 14.80%、18.03%，同比提升 0.96、1.59pct，地方财政压力下回款周期拉长的问题仍需持续关注。

从杠杆水平来看，2026H1 末垃圾焚烧、水务板块资产负债率分别为 56.52%、62.39%，同比下降 2.60、0.66pct，融资压力整体可控。垃圾焚烧、水务板块商誉占总资产比重分别仅为 0.59%、0.18%，均处于较低水平，历史并购商誉减值风险相对有限。综合而言，固废、水务板块运营资产占比高、杠杆稳中有降，资产质量总体稳定，但应收账款仍是影响现金流和盈利质量的核心变量，后续需重点关注化债政策落地及项目回款改善情况。

表 7：水务、垃圾焚烧运营资产占比持续提升，各子行业商誉体量持续下降（截至 26Q2）

领域	子业务	运营资产		商誉		应收账款占总资产（%）		资产负债率（%）	
		占总资产比（%）	同比变化百分点	占总资产比（%）	同比变化百分点	占总资产比（%）	同比变化百分点	2026Q1	同比变化百分点
可再生能源	垃圾焚烧	69.10%	-0.29	0.59%	0.00	14.80%	0.50	56.52%	-0.15
	生物质	43.84%	0.30	2.38%	0.04	28.16%	-1.17	55.82%	0.62
循环再生	危废资源化	30.40%	-1.85	2.30%	-0.15	9.50%	-0.27	57.33%	1.50
	再生塑料	17.44%	-1.46	2.25%	-0.14	7.33%	0.57	48.47%	1.45
	动力电池回收	19.15%	-0.30	6.44%	-0.12	29.23%	0.40	63.71%	0.75
	酒糟资源化	57.69%	1.54	0.00%	0.00	8.82%	-1.18	55.93%	-1.45
	废油脂资源化	63.93%	-0.35	4.80%	-0.06	9.32%	-0.36	53.08%	-0.09
	填埋气发电	38.21%	-0.71	0.00%	0.00	39.15%	-0.11	50.97%	1.09
	废电拆解	27.80%	0.44	0.94%	0.01	38.67%	0.13	41.50%	-0.17
节能增效	节能制造	25.90%	-0.20	1.12%	0.00	24.17%	0.68	62.49%	1.77
	节能服务	18.64%	1.18	0.00%	0.00	53.25%	0.65	64.87%	0.52
膜法	膜法处理	52.30%	-0.18	0.54%	0.00	22.56%	-0.07	57.63%	0.30
环卫	环卫装备	22.83%	-2.20	10.76%	0.10	21.97%	0.58	48.07%	-2.69
	环卫服务	29.38%	-0.65	1.06%	0.00	46.32%	1.15	54.62%	0.08
监测	科学仪器	26.25%	-0.35	1.91%	0.00	11.58%	-0.29	49.10%	0.99
	监测	11.25%	2.60	14.56%	-0.77	24.38%	-0.09	20.48%	5.03
水	水处理	49.41%	-0.35	0.64%	0.00	23.18%	0.70	58.20%	0.28
	水务	65.40%	1.49	0.18%	0.00	18.03%	0.51	62.39%	0.15
大气	大气	37.65%	-1.29	1.84%	-0.03	21.13%	0.73	65.78%	1.13
其他	生态修复	29.85%	-0.38	0.05%	0.00	37.67%	1.80	52.42%	0.44

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

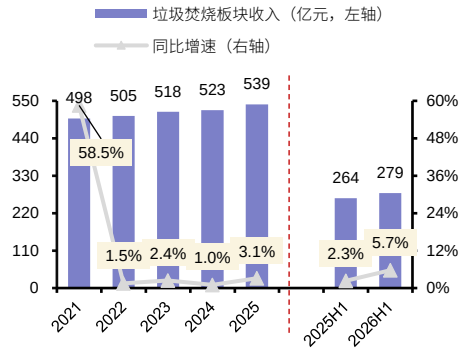
（二）固废+水务：业绩稳健，现金流持续改善

业绩：特许经营+需求刚性支撑营收稳健增长，2026H1 扣非归母净利润基本持平。垃圾焚烧、水务行业已进入成熟运营阶段，行业格局基本固化，受益于特许经营模式、需求刚性以及潜在的垃圾处理费和水价调整，核

仅供内部参考，请勿外传！

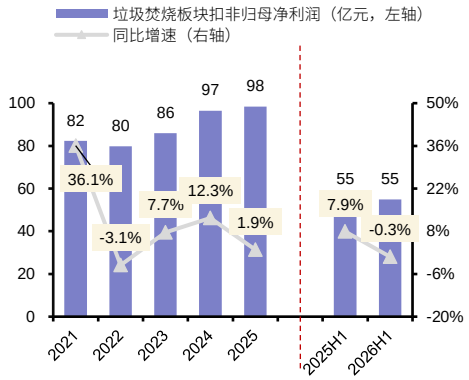
心运营业务仍保持较强盈利韧性。2026H1 垃圾焚烧、水务板块分别实现营收 279 亿元、352 亿元，同比分别增长 5.7%、4.4%；分别实现扣非归母净利润 55 亿元、45 亿元，同比分别下降 0.3%、1.2%，整体业绩基本稳定。分季度看，2026Q2 垃圾焚烧、水务板块营收同比分别增长 5.7%、2.6%，扣非归母净利润同比分别下降 3.2%、4.7%。垃圾焚烧板块收入增长主要受瀚蓝环境并表粤丰环保以及绿色动力、永兴股份等运营业务增长带动，但伟明环保受装备及 EPC 业务收入确认节奏影响，2026H1 营收、扣非归母净利润分别下降 21.4%、36.7%。水务板块收入保持增长，但工程业务收缩及部分公司成本、减值波动影响利润，其中中原环保、首创环保、洪城环境扣非归母净利润有所下降，创业环保、兴蓉环境、重庆水务保持增长。总体来看，两个板块运营主业仍然稳健，但工程及装备业务波动导致板块利润增速略低于收入增速，后续水价、垃圾处理费调整有望带来利润弹性。

图 29：固废：26H1 营收同比+5.7%



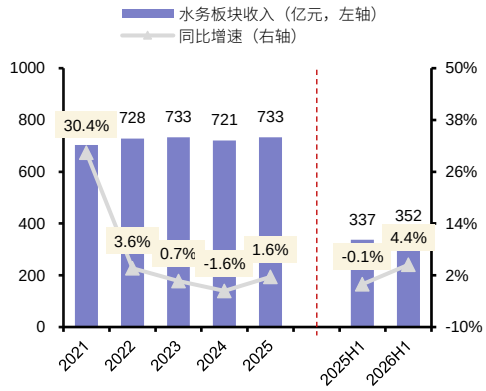
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 30：固废：26H1 扣非归母净利润同比-0.3%



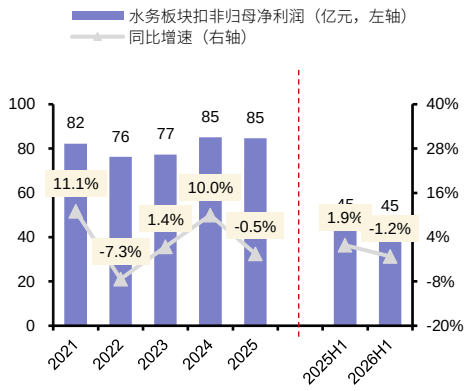
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 31：水务：26H1 营收同比+4.4%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

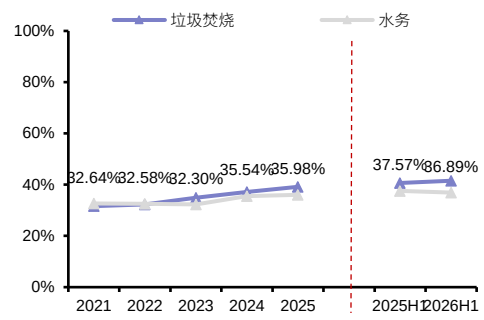
图 32：水务：26H1 扣非归母净利润同比-1.2%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

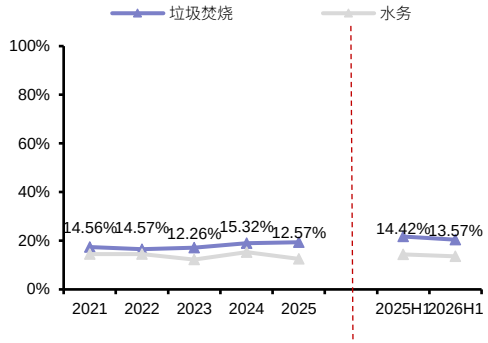
仅供内部参考，请勿外传！

图 33：固废、水务板块毛利率保持稳定



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 34：固废、水务板块归母净利率情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

应收规模持续扩张、账龄结构有所拉长，水务板块回款压力更为突出。2019~2025 年，固废、水务样本应收账款分别由 51、65 亿元增至 310、256 亿元，年复合增速达 35%、26%，均快于收入增长。2026H1 固废应收增长主要来自瀚蓝环境、永兴股份和城发环境，应收账款及合同资产分别同比增长 18.2%、26.2%、12.9%，其中瀚蓝主要受并表粤丰环保影响；三峰环境、伟明环保则分别下降 8.3%、7.9%。固废一年以内应收占比由 61%降至 56%，三年以上占比由 7%升至 9%；水务一年以内占比由 65%降至 53%，1~2 年占比由 20%升至 29%，账龄迁移更为明显。由于客户以政府、电网及公共事业单位为主，应收问题主要体现为资金占用，但账龄拉长仍会推升减值压力，2026H1 固废及水务样本信用减值损失分别同比增长约 58%、56%。后续改善仍取决于化债进度、补贴拨付及地方财政能力。

表 8：典型固废水务公司应收账款情况（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
瀚蓝环境	9.07	10.28	17.31	27.81	32.74	42.52	83.37	93.46
三峰环境	10.18	9.94	15.16	18.18	21.22	25.05	23.83	26.56
伟明环保	5.35	5.61	11.38	9.76	22.35	34.45	31.48	32.18
旺能环境	4.04	3.64	7.58	8.49	11.94	12.43	11.84	12.37
军信股份	1.26	1.78	2.95	5.63	7.66	18.03	17.59	19.94
永兴股份	3.63	4.66	8.35	10.18	14.70	19.21	27.01	29.89
城发环境	1.55	2.07	9.11	16.54	26.15	38.37	51.49	57.19
绿色动力	4.53	7.86	15.30	15.14	19.73	25.12	26.23	29.44
上海环境	11.41	14.55	24.11	24.37	29.47	34.94	37.18	40.31
固废合计	51.02	60.36	111.25	136.11	185.96	250.12	310.01	341.33
洪城环境	6.46	4.94	7.44	13.99	17.83	25.34	30.79	35.17
兴蓉环境	10.95	12.50	17.82	21.31	26.99	32.80	35.65	44.50
重庆水务	9.69	11.01	11.97	13.60	8.85	11.04	20.61	13.30
首创环保	37.71	47.82	59.04	101.60	120.45	146.59	168.86	181.30
水务合计	64.81	76.27	96.27	150.50	174.12	215.77	255.91	274.27

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 9：典型固废水务公司应收账款占总资产比重

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
瀚蓝环境	4%	5%	7%	12%	14%	13%	15%	16%
三峰环境	7%	6%	8%	8%	9%	11%	11%	11%

仅供内部参考，请勿外传！

伟明环保	8%	8%	9%	6%	11%	14%	12%	13%
旺能环境	4%	5%	7%	8%	10%	11%	11%	12%
军信股份	3%	3%	4%	6%	8%	13%	12%	14%
永兴股份	4%	3%	4%	4%	6%	8%	11%	12%
城发环境	2%	2%	5%	7%	10%	15%	17%	19%
绿色动力	6%	7%	9%	8%	11%	13%	14%	16%
上海环境	5%	7%	11%	10%	11%	13%	15%	15%
固废平均值	5%	5%	7%	8%	10%	12%	13%	14%
洪城环境	5%	5%	8%	8%	9%	12%	13%	15%
兴蓉环境	4%	5%	6%	7%	7%	8%	8%	10%
重庆水务	4%	5%	5%	5%	5%	6%	8%	10%
首创环保	5%	5%	8%	13%	15%	18%	20%	22%
水务平均值	5%	5%	7%	8%	9%	11%	13%	14%

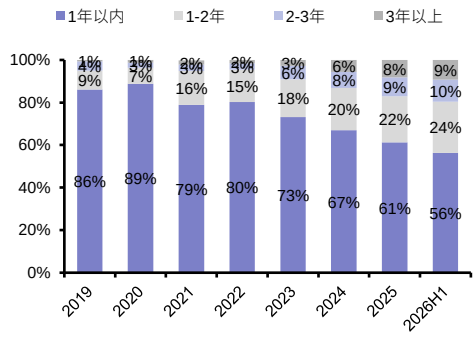
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 10：典型固废水务公司历年计提信用减值损失情况（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
瀚蓝环境	0.26	0.34	0.64	0.37	1.03	1.13	1.04	1.67
三峰环境	0.39	0.11	0.33	0.36	0.39	0.94	0.70	0.60
伟明环保	0.18	0.15	0.93	(1.02)	0.62	0.83	0.14	0.12
旺能环境	0.09	0.03	0.28	0.04	0.38	0.53	0.58	0.28
军信股份	0.20	0.04	(0.20)	0.11	0.12	0.12	0.06	(0.10)
永兴股份	0.34	0.13	(0.02)	0.14	0.85	(0.24)	(0.18)	0.17
城发环境	0.02	0.04	(0.01)	0.21	0.70	0.75	0.89	0.75
绿色动力	0.38	0.30	0.61	(0.13)	0.35	0.45	0.51	0.43
上海环境	0.04	0.01	0.03	0.45	0.21	(0.18)	0.05	0.01
洪城环境	0.52	0.42	(0.57)	0.03	0.22	0.54	0.61	0.36
兴蓉环境	0.71	0.23	1.09	0.44	0.92	1.24	1.59	1.62
重庆水务	(0.02)	0.19	0.23	0.22	0.10	0.14	0.82	0.02

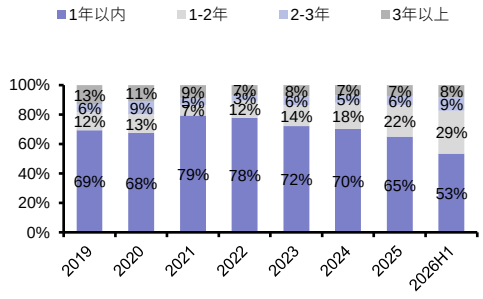
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 35：典型固废公司平均账龄结构



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 36：典型水务公司平均账龄结构



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

应收账款及回款：国补回收边际加快但存量仍在累积，地方政府回款延续区域及项目分化。国补方面，瀚蓝环

仅供内部参考，请勿外传！

境、三峰环境、绿色动力均披露回款同比改善，其中瀚蓝环境上半年收回 1.37 亿元，年初至半年报披露日累计收回 4.77 亿元。从存量看，六家单独披露公司的国补及省补类应收由 2024 年的 51.48 亿元增至 2025 年的 64.52 亿元，并进一步增至 2026H1 的 68.20 亿元，较年初增长 5.7%，说明新增补贴确认仍高于现金回收，存量尚未进入持续下降阶段。2025 年应收增量主要受瀚蓝环境并表粤丰环保影响，若剔除瀚蓝，其余五家公司补贴应收仅同比增长 5.6%。相比之下，标杆电价及一般电费结算较为及时，如绿色动力和永兴股份相关应收由 2024 年的 4.84 亿元小幅增至 2026H1 的 4.97 亿元，整体保持稳定。从各类应收款规模看，伟明环保、三峰环境、圣元环保分别同比下降 8.7%、8.3%、3.8%，军信股份、旺能环境仅增长 2.7%、2.1%，资金占用控制相对较好；城发环境、上海环境分别增长 12.8%、5.9%。总体而言，国补回款已出现边际改善，但由于历史存量较大且新增确认持续发生，短期仍以降低资金占用为主；地方款的改善则更依赖区域财政实力、化债进度及公司的项目质量和催收能力。

表 11：固废公司电费相关应收账款情况（单位：亿元）

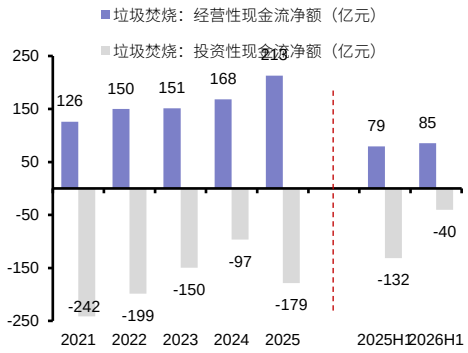
公司	类别	披露科目	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
瀚蓝环境	国补+省补	可再生能源补贴组合	6.75	6.28	9.11	11.17	21.97	22.57
	标杆	电网客户组合		1.18	1.21	1.38	3.03	3.19
伟明环保	国补+省补	应收电费补贴组合	5.73	2.86	4.33	5.62	5.01	5.65
旺能环境	国补+省补	补贴电费组合	-	-	5.58	5.70	5.44	5.77
城发环境	国补+省补	应收生物质发电电费补贴组合	4.38	7.33	11.28	15.19	18.13	19.41
绿色动力	国补	应收国家可再生能源补助电费	10.00	7.09	8.07	8.93	7.65	8.14
	省补+标杆	应收电费	2.88	2.64	3.13	2.97	3.20	3.17
永兴股份	国补+省补	可再生能源补贴组合				4.87	6.32	6.66
	标杆	电网客户组合				1.87	1.74	1.8
三峰环境	未单独披露							
军信股份	未单独披露							

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

现金流：经营性现金流加快增长、投资净流出明显收窄，垃圾焚烧板块简略自由现金流同比转正。2026H1 垃圾焚烧板块经营性现金流净额为 85 亿元，同比增长 7.8%，主要受成熟运营资产持续贡献现金流以及瀚蓝环境、三峰环境、绿色动力等公司回款改善带动；投资性现金流净流出额为 40 亿元，同比减少 69.3%，一方面由于行业项目建设高峰期已过、资本开支持续收缩，另一方面也由于上年同期瀚蓝环境收购粤丰环保、军信股份收购仁和环境等事项形成较高投资支出基数。在经营现金流增长和投资支出下降的共同作用下，2026H1 垃圾焚烧板块简略自由现金流达到 45 亿元，较上年同期的-52 亿元增加约 97 亿元，实现同比转正。水务板块 2026H1 经营性现金流净额为 46 亿元，同比增长 16.4%，反映运营项目逐步成熟、收费及回款总体改善；投资性现金流净流出额为 65 亿元，同比减少 29.7%，资本开支下降趋势延续。水务板块简略自由现金流由上年同期的-53 亿元改善至-19 亿元，降幅收窄 64.7%，其中 2026Q2 单季度已实现约 27 亿元正自由现金流。总体而言，固废和水务行业已由大规模投资建设阶段转向运营回报阶段，经营现金流增长、资本开支收缩和国补回款改善正在共同推动自由现金流释放。

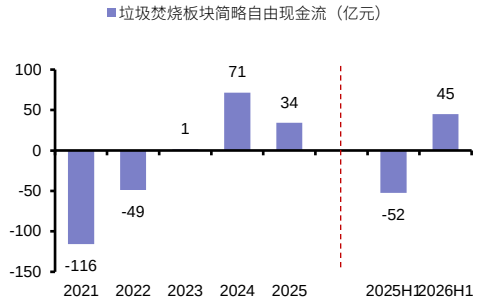
仅供内部参考，请勿外传！

图 37：固废公司经营性、投资性现金流净额



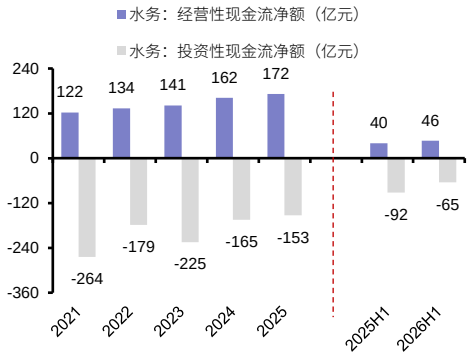
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 38：固废板块 26H1 自由现金流改善



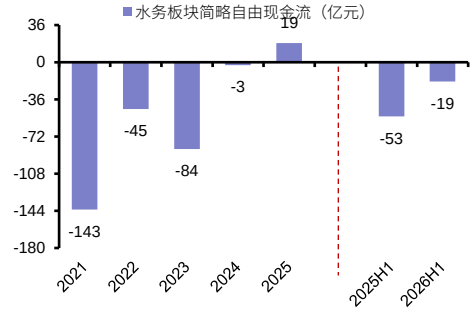
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 39：水务公司经营性、投资性现金流净额



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 40：水务板块自由现金流情况



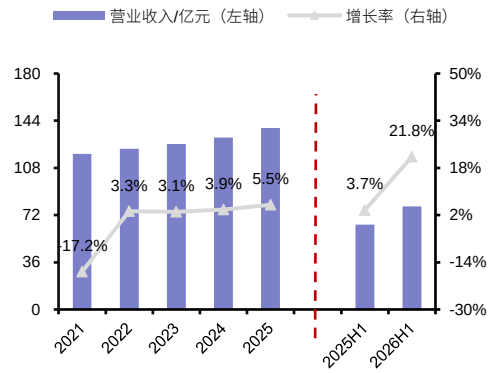
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）高成长个股：算力租赁、危废资源化、生物柴油、再生塑料等方向优质个股

盈峰环境：算力租赁业务放量落地，"清洁+智算"双轮驱动格局成型。公司 26H1 实现智云计算业务 6.86 亿元（同比+3436%），其中算力租赁收入 6.74 亿元、占总营收比重已达 9%，算力相关使用权资产达 53 亿元（去年同期仅 0.3 亿元），从概念验证迈向实质性贡献；7 月宁夏中卫子公司成立，与国产算力产业布局深度契合，后续扩张可期。基本盘方面，公司环卫装备销售额连续 25 年行业第一，上半年销量 8210 辆、市占率 23%（同比提升 4.2pct），新能源装备销量 3808 辆（同比+106%）、市占率 32.8%连续四年行业第一；环卫服务新增年化合同额 10.9 亿元、合同总额 31.2 亿元均居行业首位，期末在手合同总额 589 亿元保障未来收入能见度。26H1 归母净利润 4.77 亿元（同比+25%），经营现金流 14.5 亿元（同比+185.5%），货币资金 54.4 亿元叠加 49.7%的偏低资产负债率，为算力重资产扩张作准备。公司主业环卫（高分红、高现金流、高壁垒）叠加新成长曲线智算（高成长、重资产、高粘性），估值锚点正从传统环保制造向 AI 基础设施切换，中长期配置价值凸显。

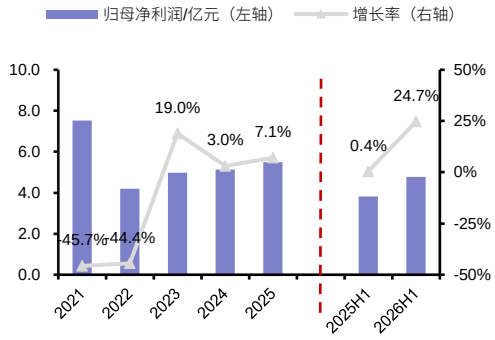
仅供内部参考，请勿外传！

图 41：盈峰环境 2026H1 营收同比+21.8%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

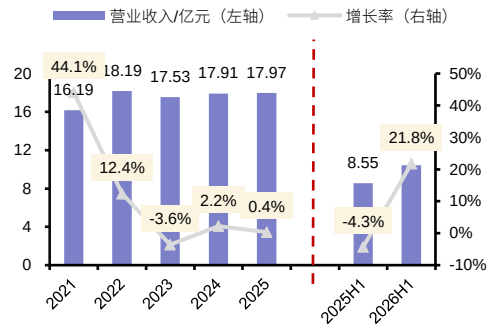
图 42：盈峰环境 2026H1 归母净利润同比+24.7%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

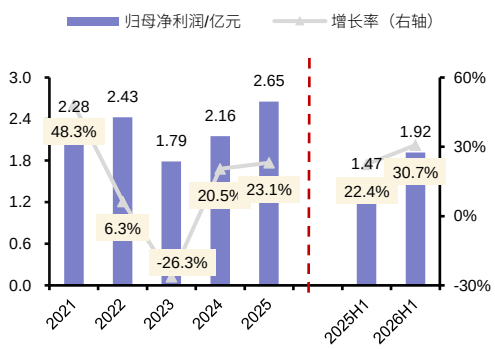
朗坤科技：通州项目贡献工程收入利润增量，期待生物质绿电算力等布局。2026H1 实现营收 10.41 亿元（同比+21.78%）、归母净利润 1.92 亿元（同比+30.67%），营收业绩快速增长主要由于通州项目工程建造收入利润增加，2026H1 公司工程建造营收 2.58 亿元（同比+300.88%），毛利率 20.76%（同比+0.18%）。2026H1 公司经营性现金流净额 2.34 亿元（同比+16.19%），同比增长主要由于收到的利息收入及政府补助增加。此外公司公告拟回购公司股份，回购金额 5000 万元-1 亿元，回购价格不超过 41.1 元/股，预计将在未来适宜时机用于员工持股计划或股权激励。

图 43：朗坤科技 2026H1 营收同比+21.8%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 44：朗坤科技 2026H1 归母净利同比+30.7%

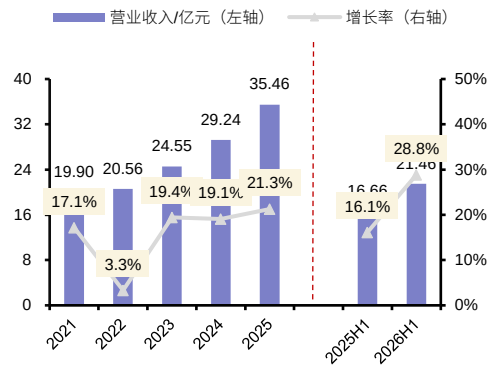


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

英科再生：Q2 营收延续高增，扣非业绩翻倍，毛利率明显提升。26H1 实现营收 21.46 亿元（同比+28.8%）、归母净利润 1.54 亿元（同比+5.3%）、扣非归母净利润 2.12 亿元（同比+127.1%）。26Q2 实现营收 11.26 亿元（同比约+29%）、归母净利润 1.03 亿元（同比约+39.5%）、扣非归母净利润 1.07 亿元（同比约+132%），营收逐季创历史新高，核心经营延续强劲增长。26H1 公司毛利率达到 28.65%、同比提升 3.38pct；经营活动现金流净额 2.73 亿元（同比+11.4%），盈利质量稳健。归母净利润增速低于扣非增速，主要受金融资产公允价值变动等非经常性损失影响，公司主营业务盈利能力改善更为明显。

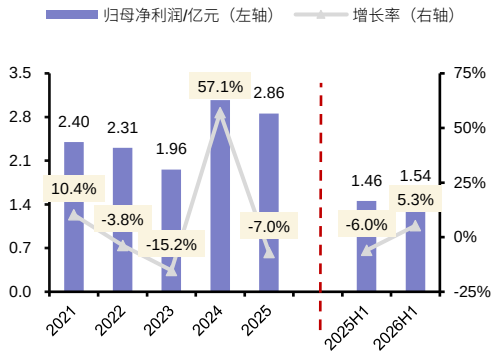
仅供内部参考，请勿外传！

图 45：英科再生 2026H1 营收同比+28.8%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 46：英科再生 2026H1 归母净利润同比+5.3%



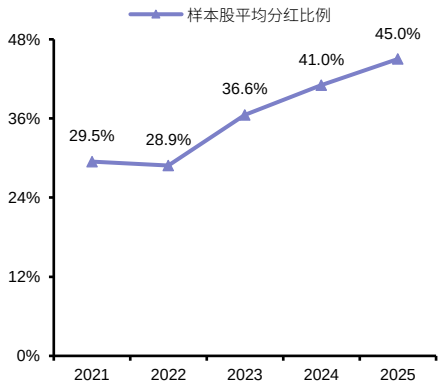
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、固废水务分红提升逻辑兑现，期待算电协同、炉渣资源化、绿色蒸汽等

（一）存量时代分红提速，运营资产股息价值凸显

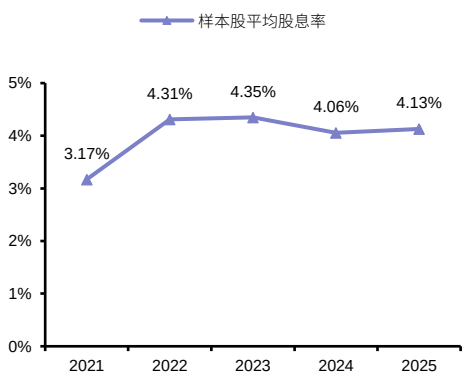
分红提升逻辑兑现，2022 年后“存量时代”股息投资策略愈发有效。伴随着环保行业二十余年的扩张周期步入尾声，固废、水务及大气等行业已逐步迈入成熟阶段，资本开支收缩下分红比例呈现明显提高趋势，其中特别是固废行业资本开始收缩速度较快：2021 年至 2025 年，27 家典型固废水务高分红样本股平均分红比率由 29.5%提升至 45.0%、股息率由 3.17%提升至 4.13%。尤其重要的是，结合环保公司在手项目及新签项目订单减少，后续所需资金投入有望缩减，分红持续提升预期加强。

图 47：典型固废水务股分红比例持续提升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 48：2025 年典型固废水务股股息率为 4.13%



数据来源：Wind、广发证券发展研究

从具体个股来看：（1）固废板块，其中绿色动力环保、光大环境、永兴股份、军信[illegible]瀚蓝环境分红比例、分红金额提升趋势显著；（2）水务板块，上海实业控股、北控水[illegible]国水务、洪城环境股息价值突出。

请务必阅[illegible]



仅供内部参考，请勿外传！

表 12：典型环保样本股分红比例、股息率情况（收盘日：2026/9/11）

细分行业	股票代码	公司	单位	市值/亿元	分红比例（%）			分红金额（亿元）			股息率（%）			
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	TTM
垃圾焚烧	00257.HK	光大环境	HKD	311	31%	42%	42%	13.51	14.13	16.59	8.7%	5.9%	5.6%	5.5%
	301109.SZ	军信股份	CNY	102	72%	95%	70%	3.69	5.07	5.03	5.7%	5.4%	4.4%	4.9%
	002034.SZ	旺能环境	CNY	73	36%	38%	12%	2.14	2.14	0.85	3.3%	3.2%	1.3%	-
	601827.SH	三峰环境	CNY	135	34%	35%	36%	3.94	4.10	4.45	3.1%	2.9%	3.1%	3.3%
	00586.HK	海螺创业	HKD	136	13%	33%	28%	3.6	7.2	6.98	3.1%	6.0%	4.3%	5.9%
	600323.SH	瀚蓝环境	CNY	241	27%	39%	43%	3.91	6.52	8.56	2.8%	3.4%	3.7%	3.7%
	01330.HK	绿色动力环保	CNY	56	33%	71%	73%	2.09	4.17	4.54	7.0%	9.2%	7.0%	6.2%
	000885.SZ	城发环境	CNY	76	15%	20%	20%	1.62	2.29	2.48	2.2%	2.7%	2.8%	3.2%
	601200.SH	上海环境	CNY	93	21%	23%	30%	1.12	1.33	1.82	1.1%	1.2%	1.7%	2.0%
	601033.SH	永兴股份	CNY	131	64%	66%	66%	4.68	5.40	5.67	-	4.1%	4.2%	4.3%
	603568.SH	伟明环保	CNY	282	21%	30%	46%	4.24	8.13	10.26	1.6%	2.2%	2.4%	3.6%
	300867.SZ	圣元环保	CNY	47	10%	10%	10%	0.15	0.18	0.25	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
水务	01065.HK	天津创业环保股份	CNY	67	30%	33%	38%	2.6	2.7	3.29	6.8%	5.6%	5.7%	6.5%
	00371.HK	北控水务集团	CNY	144	76%	88%	95%	14.4	14.8	14.81	9.0%	6.4%	6.7%	8.9%
	00855.HK	中国水务	HKD	71	30%	30%	43%	5.5	4.6	4.57	7.9%	5.5%	5.4%	6.0%
	00392.HK	北京控股	HKD	366	34%	36%	36%	18.4	18.6	18.18	5.9%	6.1%	5.1%	5.6%
	00363.HK	上海实业控股	HKD	148	30%	36%	50%	10.2	10.2	10.00	9.7%	7.9%	7.8%	8.2%
	00270.HK	粤海投资	HKD	559	65%	65%	65%	20.3	20.4	30.26	5.5%	4.7%	6.8%	5.7%
	600461.SH	洪城环境	CNY	115	50%	50%	50%	5.4	6.0	6.00	4.8%	4.7%	5.0%	5.2%
	600008.SH	首创环保	CNY	205	46%	35%	50%	7.4	12.5	8.81	3.7%	5.2%	4.0%	2.9%
	000598.SZ	兴蓉环境	CNY	211	28%	28%	35%	5.1	5.6	7.02	3.0%	2.5%	3.3%	3.3%
	000544.SZ	中原环保	CNY	71	20%	25%	24%	1.8	2.5	2.63	2.6%	3.0%	3.2%	3.7%
	601199.SH	江南水务	CNY	61	30%	30%	30%	1.0	1.2	1.12	2.1%	2.4%	2.2%	1.9%
	600283.SH	钱江水利	CNY	46	34%	65%	65%	0.7	1.4	1.40	1.6%	2.7%	2.7%	3.0%
	003039.SZ	顺控发展	CNY	88	44%	48%	47%	1.1	1.3	1.43	1.1%	1.6%	1.5%	1.6%
	601368.SH	绿城水务	CNY	40	31%	30%	32%	0.2	0.3	0.31	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）算电协同模式下可实现项目利润翻倍增厚，各固废公司进展提速

行业从概念验证逐步进入实质性落地阶段，商业模式有望从 ToG 向 ToB 优化，打开盈利与估值天花板。 2025 年以来垃圾焚烧发电企业加速探索算电协同模式，已有圣元环保、旺能环境、瀚蓝环境、军信股份、伟明环保、永兴股份、绿色动力、中科环保、光大环境等 9 家上市公司明确披露相关进展。其中：（1）圣元环保与泉州移动合作共建南安绿色智算中心，探索 IDC 业务绿电直供协同模式；（2）旺能环境 2026 年 5 月签订首个算力服务合同，期限 60 个月，算力服务费总额 2,636.64 万元，按月支付固定金额，网络服务及主机托管费另按实际使用结算；（3）瀚蓝环境与广东联通、深城交签署战略合作协议，共同探索绿色智算中心业务；（4）军

仅供内部参考，请勿外传！

信股份与长沙数字集团合作拟在长沙垃圾焚烧项目中配套建设绿色算力中心，并在吉尔吉斯斯坦多个项目布局算电协同；（5）伟明环保与温州龙湾政府、中国移动温州分公司签订协议探索协同智算中心商业模式；（6）永兴股份组建专项部门攻关 IDC 合作等低碳零碳新业态，绿色动力、中科环保、光大环境亦在积极研究或推进垃圾焚烧发电+IDC 等新业务场景。

表 13：固废公司持续披露算电一体化布局进展（截至 26H1）

证券简称	进展跟踪
圣元环保	2026 年 4 月成立全资子公司厦门圣元智算科技有限公司，注册资本 2,000 万元；6 月与泉州移动签署共建南安绿色智算中心战略合作协议，拟利用垃圾焚烧项目的闲置土地、稳定绿电及蒸汽余热建设中小型算力中心。
旺能环境	2026 年 5 月签订首个算力服务合同，期限 60 个月，算力服务费总额 2,636.64 万元，按月支付固定金额，网络服务及主机托管费另按实际使用结算。该合同标志着智算业务首次商业化落地，并为后续建设“智算中心+绿电直连”项目积累经验。
瀚蓝环境	公司与广东联通、深城交签署战略合作协议，携手在 AIDC 业务领域领先的企业，将共同探索绿色智算中心相关业务。
军信股份	（1）与长沙数字集团签署战略合作协议，拟合作在长沙等地区垃圾焚烧项目中配套建设、运营绿色算力中心，助力长沙人工智能产业发展。（2）吉尔吉斯斯坦多个项目布局算电协同业务。
伟明环保	公司与温州龙湾政府、中国移动浙江温州分公司分别签订协议，探索垃圾焚烧发电项目协同智算中心商业模式。
永兴股份	公司组建了新的部门，对包括 IDC 合作业务在内的低碳零碳新业态进行专项攻关，目前证结合有关政策情况积极推进。
绿色动力	公垃圾焚烧发电厂与 IDC 具有一定系统效应，公司有关注合作模式，正在研究其落地可行性。
中科环保	公司以运营电厂为核心，联合政府及合作伙伴探索 IDC 模式，通过公司在绿色电力和冷源等方面的专业优势，为 IDC 行业提供低碳高效的能源解决方案。
光大环境	公司积极推进垃圾焚烧发电+IDC 等新业务场景。

数据来源：各公司项目公告，各公司财报，各公司公众号、广发证券发展研究中心

算电协同政策体系逐步完善，垃圾焚烧绿电直供的制度条件趋于成熟。从政策演进看，算电协同经历了从"设定绿电比例要求"到"建立单用户直连机制"再到"扩容至多用户场景"的递进过程：2023 年 12 月，国家发改委等部门在"东数西算"实施意见中首次提出算电双向协同机制，明确国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超 80%的目标。2024 年 7 月，《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》鼓励数据中心通过绿电交易、探索绿电直供等方式提升可再生能源利用率。2025 年 3 月，绿证市场高质量发展意见将数据中心纳入重点用能单位，要求 2030 年绿电消费比例原则上不低于全国可再生能源电力总量消纳责任权重平均水平；同年 5 月，绿电直连政策首次允许新能源通过专用线路向单一用户直供绿电。2026 年 3 月，"算电协同"写入政府工作报告；4 月，《人工智能与能源双向赋能行动方案》提出 2030 年算力 100%绿电覆盖目标；5 月，多用户绿电直连政策将生物质发电纳入直供范围，明确优先支持算力设施，允许存量负荷及工业园区就近接入，年自发自用电量占比不低于 60%。

表 14：数据中心绿电使用比例的政策要求

时间	政策	主要内容
2023年12月	国家发改委等部门《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算 力网的实施意见》	到2025年底，算电双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过80%
2024年7月	国家发改委等部门《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	鼓励数据中心通过参与绿电绿证交易等方式提高可再生能源利用率；鼓励有关地区探索开展数据中心绿电直供
2025年3月	国家发改委等部门《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》	加快提升钢铁、有色、建材、石化、化工等行业企业和数据中心，以及其他重点用能单位和行业的绿色电力消费比例，到2030年原则上不低于全国可再生能源电力总量消纳责任权重平均水平；国家枢

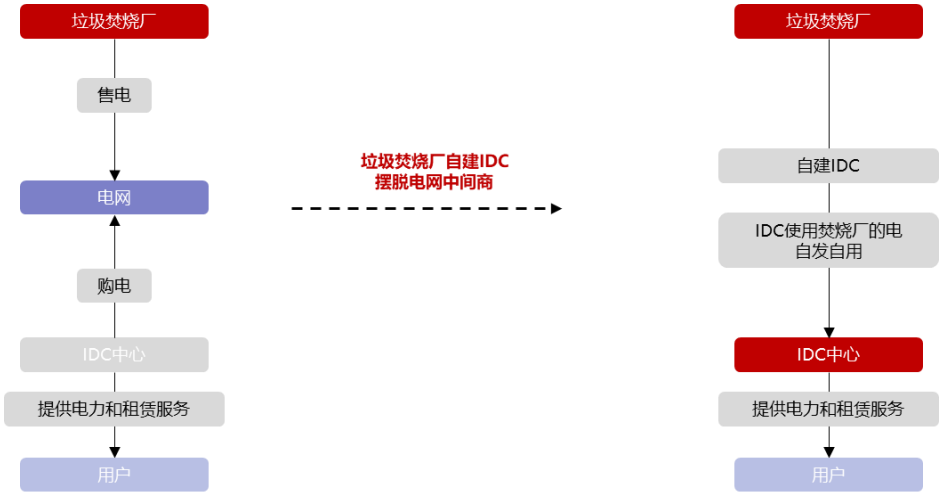
仅供内部参考，请勿外传！

		纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在80%基础上进一步提升。
2025年5月	国家发改委、国家能源局《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》（发改能源〔2025〕650号）	首次允许风电、太阳能发电、生物质发电等新能源发电不直接接入公共电网，通过直连线路向单一电力用户供给绿电，开创新能源就近消纳利用新模式
2026年3月	《2026年国务院政府工作报告》	首次将"算电协同"写入政府工作报告，列为超大规模智算集群、新基建工程重点方向，标志其从行业试点升级为国家战略
2026年4月	国家发改委、能源局、工信部、数据局《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》（国能发科技〔2026〕34号）	首次从国家战略层面正式推动"人工智能+能源"深度融合，专章部署算力电力高效协同，明确价格信号引导算力跨区调度、挖掘算力柔性调节潜力等核心举措；目标2030年算力100%绿电覆盖
2026年5月	国家发改委、国家能源局《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》（发改能源〔2026〕688号）	支持风电、太阳能发电、**生物质发电**等新能源通过专用线路向多个法人实体用户直供绿电；优先支持**算力设施**、绿色氢氨醇等新兴产业；存量负荷（包括有绿色电力消费比例要求的企业、重点用能和碳排放企业、有降碳需求的出口外向型企业及其上下游企业等）可利用周边新能源资源探索开展多用户绿电直连；工业园区、零碳园区、增量配电网等的全部或部分负荷可就近接入新能源组成多用户绿电直连项目；年自发自用电量占总可用发电量比例不低于60%，占总用电量比例不低于30%、2030年前不低于35%

数据来源：发改委、广发证券发展研究中心

垃圾焚烧算电协同优势突出，估值重构进行时。垃圾焚烧具备：（1）正宗绿电+全额绿证，适配 IDC 绿电占比要求；（2）24 小时连续稳发，是绿电里的“基荷火电”；（3）城市近郊区位，与零碳园区/AIDC 天然匹配；（4）根据浦东发布公众号，上海黎明等项目已获批建设，头部公司均在推进。依托垃圾焚烧主业，算电一体项目备案/建设/合作提速，兼具业绩稳健+高分红+低估值，是被市场严重忽视的算电协同优质绿电资产。

图 49：垃圾焚烧算电协同模式图



数据来源：广发证券发展研究中心

（三）炉渣供热双轮驱动，固废运营业绩仍有提升空间

炉渣资源化提价增效、供热供汽加速放量，非电收入逐步成为垃圾焚烧项目的重要增量。2026H1，垃圾焚烧企业持续挖掘存量项目的资源化和能源化价值。炉渣业务方面，各公司主要通过提升处置价格、自建资源化产能及对外承包运营增厚收益：圣元环保受益于炉渣合同重新定价，炉渣销售价格上涨带动其他业务收入明显增长；伟明环保富锦炉渣资源化项目投产试运营，瀚蓝环境推进炉渣处置服务价格谈判，并建设南海 55 万吨/年炉渣综合利用项目；旺能环境 5 个炉渣承包项目合计贡献归母净利润 1413 万元。供热业务的规模化趋势更为显著，瀚蓝环境、中科环保、旺能环境、三峰环境、绿色动力上半年供热或供汽量分别达到 112.99、93.79、

仅供内部参考，请勿外传！

82.12、62.89、66.42 万吨，其中瀚蓝、三峰、绿色动力分别同比增长 19.8%、19.7%、28.9%；城发环境外供蒸汽量同比增长 19.1%，伟明环保新增 3 个供热项目，圣元环保亦有多个供汽项目进入开发阶段。整体来看，供热业务具有需求市场化、现金结算占比较高和回款周期较短等优势，炉渣业务则受益于金属回收价值提升及合同重新定价，二者正成为对冲国补退坡、提升吨垃圾盈利及改善现金流的重要抓手。

表 15：固废公司 2026H1 炉渣资源化、供热业务进展

公司	炉渣业务 2026H1 进展	蒸汽、供热业务 2026H1 进展
伟明环保	富锦炉渣资源化利用项目投产试运营，进一步扩大自建炉渣处理产能；炉渣处理及销售已成为公司垃圾焚烧产业链延伸环节。	新增龙港、文成、招远项目开展对外供热；上半年外供蒸汽 5.90 万吨。
城发环境	安阳项目炉渣处理厂房产权正在办理，暂未披露新增炉渣资源化项目。	落地漯河等 5 个供热改造项目，外供蒸汽量同比增长 19.05%，供热成为降低单一政府付费业务依赖的重要方向。
军信股份	长沙灰渣处理处置项目持续运营。	积极对接垃圾焚烧项目周边热能用户，探索蒸汽外供模式。
中科环保	2026H1 资源化布局重点更多集中于飞灰、绿色燃料等方向。	上半年供热 93.79 万吨，同比增长 6.88%，供热比达 41%；11 个投运项目中 6 个实现供热，覆盖 140 余家工业客户，管网超过 100 公里。晋州项目基本完成改造，预计全年供热能力超过 20 万吨；石家庄热力提升工程进度 65.03%，计划下半年投产，投产后供热能力预计超过 130 万吨/年。
旺能环境	湖州绿湖、淮北绿湖、汕头绿湖、江陵欣能、松桃绿湖 5 个项目采用炉渣处理对外承包模式，按照垃圾接收量折算炉渣量结算；上半年相关项目合计归母净利润 1,413.23 万元。	14 个项目开展供热，上半年合计供热 82.12 万吨。许昌项目部分历史供汽费纠纷已通过调解解决，其中一项已履行完毕。
三峰环境	持续推进飞灰及炉渣资源化技术研发。	全资、控股及委托运营项目销售蒸汽 62.89 万吨，同比增长 19.65%；参股项目销售蒸汽 43.89 万吨。上半年新签 2 项蒸汽销售合同，预计新增供应量约 4.7 万吨/年。
圣元环保	2025 年完成旗下电厂炉渣合同重新招标或签约，新合同价格显著提高，2026H1 部分公司炉渣销售价格提升，带动其他业务收入明显增长，炉渣价值重估成为上半年利润增长的重要来源。	8 个垃圾发电厂开展供热，上半年对外供蒸汽 7.82 万吨、对外供热 54.26 万 GJ。莆田圣元、安徽圣元、江苏圣元等较大供汽项目正在开发，预计 2026~2027 年陆续释放产能；业务以现金结算为主，回款周期较短。
瀚蓝环境	推进炉渣处置服务价格谈判。	上半年对外供热 112.99 万吨，同比增长 19.76%；供热收入 1.74 亿元，同比增长 24.75%。已有 31 个垃圾焚烧项目签订供热协议，其中 25 个已经实现供热，下半年多个项目计划继续提升供热规模。
绿色动力		上半年供汽量 66.42 万吨，同比增长 28.85%，创历史同期新高；供汽量增长是营业收入同比增长 11.45%的驱动因素之一，非电业务比重持续提升。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

炉渣资源化：金属涨价驱动，业绩弹性释放。有色金属价格明显上涨，炉渣行业定价体系开始重塑。当前炉渣外售价格仍普遍仅 10~40 元/吨，经计算炉渣分选处置后内含金属价值超 550 元/吨，资源属性被低估。龙头公司率先兑现提价红利，圣元环保已于 25 年完成炉渣全面重招标，平均价格提升至 120~130 元/吨，部分项目超 200 元/吨，有望在金属价格中枢上移背景下转化为稳定盈利来源。

表 16：上市公司炉渣处置业务情况：行业整体仍处于价格分化阶段，但提价趋势明确

公司	炉渣产量/处理量	商业模式	处置价格	近两年提价情况/运营情况
旺能环境	2025H1 处理炉渣 38 万吨（5 个项目）	炉渣资源化项目从原有外售模式，到收回经营权，自主建设，并成立欣能公司板块运营项目	8~24 元/吨	2024 年多项目提价，年度增效 465 万元
圣元环保	-	外售炉渣	平均 120-130 元，最高超 200 元	从 2025 年上半年开始逐步对旗下各电厂炉渣进行重新招标或重新签约并于 8 月底前全部完成。新签约合同价格较以往具有显著提升，南方地区电厂较北方地区电厂签约价格要高
海螺创业	-	外售炉渣	-	2025 年内完成 74 个项目炉渣提价工作

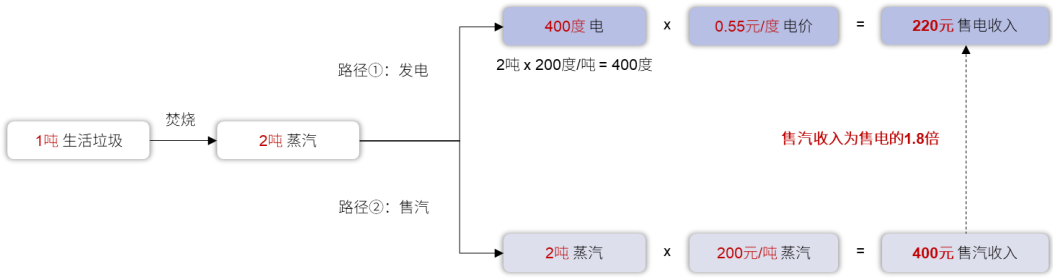
仅供内部参考，请勿外传！

永兴股份	-	部分项目配套建设有炉渣资源化利用设施	定期根据公开市场的行情价格进行价格调整	-
中科环保	-	拓展炉渣资源化利用业务	-	-
伟明环保	-	外售+自建炉渣处理厂	按照与客户合同约定的单价及实际销售量结算确认收入。	永强炉渣资源化利用预处理智能化技改项目投入试运行。
军信股份	-	-	-	-
三峰环境	-	拓展炉渣资源化利用业务	-	-
绿色动力	-	炉渣制砖	-	-
光大环境	约 1200 万吨	拓展炉渣资源化利用业务	-	-
城发环境	-	-	-	-
瀚蓝环境	-	自主建设炉渣综合利用项目	-	在建炉渣综合利用项目 55 万吨/年项目，预计 26 年下半年投产

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心
备注："-"代表公司暂未披露相关内容。

蒸汽供热：降碳减排、性价比兼备的绿色能源。垃圾焚烧蒸汽以固废为原料，具备天然减排属性，在碳约束趋严背景下绿色价值持续提升。收入层面，1 吨垃圾约可产生 2 吨蒸汽，若用于发电对应收入约 220 元/吨；若直接售汽，在约 200 元/吨价格下可实现约 400 元/吨收入，约为发电模式的 1.8 倍，且回款更优、现金流更稳定同时相较天然气及燃煤供热，垃圾焚烧蒸汽具备成本优势与稳定供给能力。利润层面，供热改造无需大规模新增资本开支，具备高边际收益：在 10%供热比例假设下，项目净利润可较纯发电提升约 28%；若提升至 15%，利润增厚可达 40%以上。

图 50：垃圾焚烧发电及蒸汽应用原理



数据来源：龚雪《垃圾焚烧电厂能源系统特征及效率优化研究》，Wind，广发证券发展研究中心
备注：项目数据来自于文献中举例的典型项目，不同参数的焚烧项目在具体流程、蒸汽参数上存在差异

四、AI 转型如火如荼，科技映射业绩兑现

（一）算力租赁：环保公司转型正当时，建议关注盈峰环境等

环保公司持续拓展算力及相关产业链业务：（1）盈峰环境采用"算力资源整合+算力云服务+全周期运维"的运营模式，2026 年上半年智云计算板块实现营业收入 6.86 亿元，同比增长 3436.20%；其中，算力租赁实现收入 6.74 亿元，占公司总营业收入的 8.56%。（2）先河环保通过收购邢台顺科智慧城市建设有限公司、邢台智算科技有限公司各 100%股权，取得华为（邢台）大数据产业园相关资产，布局智算基础设施建设运营，并依托属地新能源资源，推进"绿电+储能+智算中心"一体化体系建设。相关收购于 2026 年 5 月纳入合并范围，股

仅供内部参考，请勿外传！

权取得成本合计 2.34 亿元；交易总价款另包括标的公司特定债务 2.46 亿元。（3）武汉天源向算力产业链上游材料领域延伸，半年报披露，公司于 2026 年 8 月以 750 万元收购中讯半导体（江苏）有限公司 60%股权，布局磷化铟等化合物半导体衬底材料，面向人工智能算力、800G/1.6T 光模块及新一代光通信产业需求。

表 17：环保公司拓展算力相关业务

公司	主业	算力租赁/算力相关布局进展
盈峰环境	环卫装备、智慧环卫	盈峰环境采用“算力资源整合+算力云服务+全周期运维”的运营模式，2026 年上半年智云计算板块实现营业收入 6.86 亿元，同比增长 3436.20%；其中，算力租赁实现收入 6.74 亿元，占公司总营业收入的 8.56%。
先河环保	环境监测设备、智慧环保	先河环保通过收购邢台顺科智慧城市建设有限公司、邢台智算科技有限公司各 100%股权，取得华为（邢台）大数据产业园相关资产，布局智算基础设施建设运营，并依托属地新能源资源，推进“绿电+储能+智算中心”一体化体系建设。相关收购于 2026 年 5 月纳入合并范围，股权取得成本合计 2.34 亿元；交易总价款另包括标的公司特定债务 2.46 亿元。
武汉天源	垃圾渗滤液处理、固废处置、水务运营	武汉天源向算力产业链上游材料领域延伸，半年报披露，公司于 2026 年 8 月以 750 万元收购中讯半导体（江苏）有限公司 60%股权，布局磷化铟等化合物半导体衬底材料，面向人工智能算力、800G/1.6T 光模块及新一代光通信产业需求。

数据来源：各公司 2026 年中报、广发证券发展研究中心

盈峰环境：2026 年上半年智云计算收入同比增长 3436%，算力租赁成为板块主要收入来源。根据 2026 年半年报，公司智云计算板块涵盖智云平台、数据标注及算力租赁三大业务方向。算力租赁业务通过租赁高性能服务器、配套机房及机柜等核心基础设施，自主采购配套网络硬件设备，并通过组网施工、部署调试及系统集成搭建算力服务中心，为客户提供弹性算力调度及 7×24 小时现场运维保障。2026 年上半年，智云计算板块实现营业收入 6.86 亿元，同比增长 3436.20%，毛利率 19.16%；其中，算力租赁收入 6.74 亿元。

表 18：公司 2026H1 营业收入中“智云计算”大幅增长

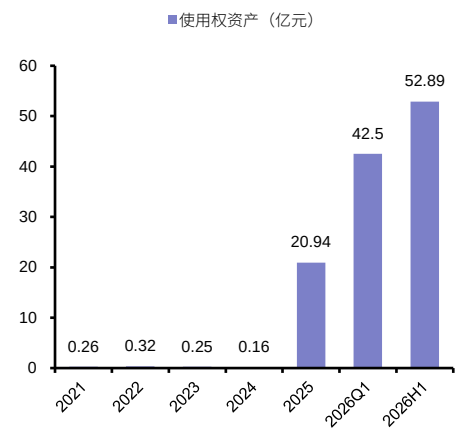
	营收收入（亿元）	营收成本（亿元）	毛利率（%）	营收同比（%）
智慧城服	67.09	52.72	21.42%	15.63%
智云计算	6.86	5.54	19.16%	3436.20%
其他业务	4.77	3.00	37.11%	-25.55%

数据来源：盈峰环境 2026 年半年报、Wind、广发证券发展研究中心

盈峰环境：资产端 2026 年 Q2 算力相关资产规模快速增长，投资强度初见端倪。公司算力租赁相关的资产主要体现在使用权资产中的“专用设备”以及长期应收款中的“融资租赁款”科目中。伴随着 2025 年公司在算力租赁领域的投入加大，相关科目资产增长显著，截至 2026H1 公司使用权资产和长期应收款分别达 52.89 亿和 18.53 亿元。

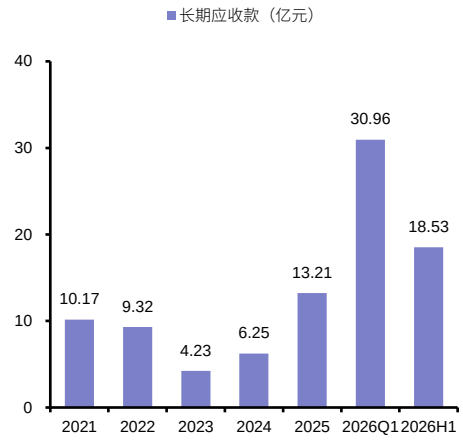
仅供内部参考，请勿外传！

图 51：公司使用权资产过去 5~6 年情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

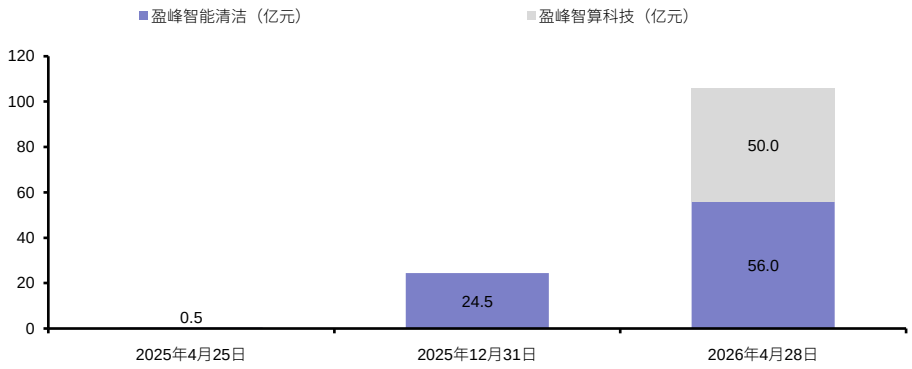
图 52：公司长期应收款过去 5~6 年情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

盈峰环境：担保额增加至百亿，强资金支持算力租赁发展。为了支持算力租赁业务发展，公司正通过不断提升对于业务公司的担保额来保障资金需求。根据公司 2025 年底至今的“对于子公司担保事项进展”的相关公告，公司于 2025 年底给予 100%全资子公司“盈峰智能清洁”新增 23 亿额度，累计担保额度已达 24.5 亿元。并于 2026 年 4 月年报期披露，2026 年年度拟向“盈峰智能清洁”和“盈峰智算科技”分别给予 56 亿和 50 亿担保额，对于算力租赁相关子公司的担保金额已达 106 亿元。

图 53：公司对算力租赁相关子公司担保额的变化趋势



数据来源：盈峰环境公告《关于公司对子公司提供担保额度的公告 20250425》、《关于公司对子公司担保事项进展的公告 20251231》、《关于公司对子公司提供担保额度的公告 20260428》、广发证券发展研究中心

盈峰环境通过广东盈峰智能清洁科技与深圳盈峰智算科技两大全资子公司构建了清晰的算力租赁业务架构，战略布局明确且资金支持力度超预期。其中，深圳盈峰智算科技为 2026 年 4 月 7 日新设立的纯算力运营主体，由智能清洁 100%控股，**经营范围精准覆盖云计算装备技术服务、计算机及通讯设备租赁、大数据服务、数据处理存储等算力租赁核心环节**，是公司未来对外提供标准化算力服务的重要平台；广东盈峰智能清洁科技则作为集团算力业务的先行载体。

整体来看，两大子公司分工明确、协同互补，构成了盈峰环境算力租赁业务的核心架构，随着担保额度落地与

仅供内部参考，请勿外传！

资金逐步到位，公司算力业务有望进入加速发展期，成为驱动公司业绩增长的新引擎。

表 19：公司算力相关子公司的基本情况

项目	广东盈峰智能清洁科技有限公司	深圳盈峰智算科技有限公司
公司性质	全资子公司	全资子公司
成立时间	2022 年 8 月 12 日	2026 年 4 月 7 日（新设立）
注册地址	广东省佛山市顺德区	深圳市前海深港合作区
关键经营范围	智能机器人的研发； 智能机器人销售； 人工智能应用软件开发； 人工智能理论与算法软件开发； 人工智能基础软件开发； 人工智能硬件销售等	云计算装备技术服务；AI 应用开发；计算机及通讯设备租赁；大数据服务；数据处理存储；云计算设备销售；算力相关技术与贸易等
2026 年担保额度	56 亿	50 亿
资产负债率	100%	0.00%（新成立未经营）

数据来源：盈峰环境公告《关于公司对子公司提供担保额度的公告 20260428》、Wind、广发证券发展研究中心

（二）AI 回收：政策拐点开启 AI 回收元年，高门槛赛道龙头率先受益

政策拐点加速正规化回收，27~28 年迎来首轮 AI 服务器回收浪潮。2026 年 3 月 1 日，新版《废弃电器电子产品处理污染控制技术规范》重磅落地，首次将人工智能服务器、智能消费设备类（包含智能机器人等）纳入国家强制管控范围，并且针对收运、处理、监管等全流程要求提高，AI 废品回收正规化时代到来。AI 发展算力基建先行，AI 服务器回收市场有望率先启动。根据中国信通院披露，2024 年我国 AI 服务器出货量达 63 万台，同比增长 93%，六年累计出货量超过 170 万台，市场规模达 221 亿美元。按照 3-5 年使用寿命推算，2024 年采购的 AI 服务器将在 27-28 年进入更换周期。考虑到服务器高价值特性并结合典型案例的残值率，预期 27 至 28 年两年间仅 AI 服务器回收就将产生 600~760 亿元/年的回收市场。

图 54：中国人工智能服务器市场预测（2024-2028 年）



数据来源：中国信通院《先进计算暨算力发展指数蓝皮书 2025 年》、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

表 20：《废弃电器电子产品处理污染控制技术规范》新旧版本内容对比及总结

一级分类	二级分类	内容总结		原文细节	
		主要变化	影响/意义	2010 版	2026 版
类别范围	计算机类	首次明确将"人工智能服务器"纳入管理范围；增加 AI 训练/推理功能描述	适应 AI 产业发展，填补 AI 服务器回收处理标准空白，应对 GPU 服务器退役潮	计算机产品包括：电子计算机整机、网络产品、外部设备、配套产品及材料、应用产品、办公设备及信息产品	计算机类：具备数据计算、信息处理、人工智能训练/推理等核心功能的各类计算设备，包括台式计算机(含一体机)、便携式计算机(含平板电脑、掌上电脑)以及人工智能服务器等
	智能消费设备	新增完整类别,重点针对无人、智能消费设备做出明确划分	覆盖新兴 AI 消费电子产品	无此类别	新增 A.14.2：智能无人飞行器、可穿戴智能设备、智能车载设备、智能机器人、智能家居设备及其他智能消费类产品。
	AI 服务器	首次针对 AI 服务器/边缘计算服务器提出专门拆解要求，强调制冷剂和硅油收集	针对 AI 服务器高功率、液冷散热特点提出专业处置要求，防止特殊冷却液泄漏污染	无专门条款	6.9.6 条：拆解部分高功率人工智能终端(如边缘计算服务器)和散热模块时，应使用专业设备分类收集制冷剂和硅油
处置标准	电路板	详细规定各类处理工艺；强调自动化和密闭性；明确贵金属回收要求	提升电路板处理技术门槛，推动行业技术升级，减少二次污染；适应 AI 服务器高价值电路板回收	禁止露天焚烧；禁止冲天炉、简易反射炉；化学法处理需防药液外溢	7.2 条详细规定：加热/机械/化学/火法/热解法等多种工艺要求；火法需用顶吹/侧吹熔池熔炼技术；热解需密封性好且有自动监测功能的设备；废树脂粉需预处理；化学法电解精炼贵金属需自动化、密闭设备
	危废管理	精细化"五即"管理要求；全过程信息化跟踪	大幅提升危险废物管理精细化水平，减少环境风险，防止 AI 服务器含贵金属部件流失	经鉴别属于危险废物的应按危险废物处置；交给有相关资质的企业	4.7 条：按照"即产生、即包装、即称重、即打码、即入库"要求管理；做到从产生到利用处置全过程信息化跟踪
监管追溯	数据管理	从简单记录升级为"全生命周期追溯体系"；新增视频监控要求；引入"电池护照"管理理念	实现全过程透明化监管，提升溯源能力，符合数字政府建设要求；解决 AI 服务器存储芯片数据安全痛点	建立记录制度，记录保存至少 3 年；建立数据信息管理系统	8.2 条：构建全生命周期追溯体系，参照废锂离子电池护照管理模式；明确规范产品基础信息、流向数据、处置记录等核心内容；8.4 条：全过程视频监控(从入厂到出厂)

数据来源：生态环境部官网、广发证券发展研究中心

高价值与高门槛并存，电器电子拆解龙头有望率先受益。AI 服务器回收不同于传统电子废品，有以下特性：①高残值，例如 2025 年 H100 残值率高达 80-90%、单卡回收价 2.8-3.5 万美元；②高集中度，TrendForce 披露，2022 年 AI 服务器采购量中，包括微软、谷歌、阿里、腾讯在内的 8 家海内外巨头占比就达 77%，未来 AI 废料也来自他们；③高难度，高价值 AI 服务器基于不同状态，有准新利用、整机翻新、配件出售、材料提炼等方式，对于回收商综合能力要求高；④高要求，液冷系统冷却液严禁直接排放、数据安全销毁要求形成硬性准入门槛，叠加愈发重视的环保要求（部分废料属于危废）以及龙头 AI 企业碳溯源及 ESG 需求，AI 废品回收正规化将是必然趋势，且拥有电器电子拆解资质的行业龙头有望充分受益。例如浙江省拆解龙头大地海洋，近期通过成立子公司已启动服务器回收业务布局。**AI 废品回收是被我们所忽视的 AI 时代的隐性赛道，建议关注大地海洋、华新科技、中再资环等：**（1）华新科技布局存储再制造，根据公司财报，子公司坐落于海南自贸港洋浦经济开发区，聚焦 DRAM 内存颗粒、NAND Flash 闪存芯片、SSD 固态硬盘及各类存储模组的回收、检测、再制造与分选。（2）大地海洋设立智算创想子公司，加码 AI 服务器回收业务布局。

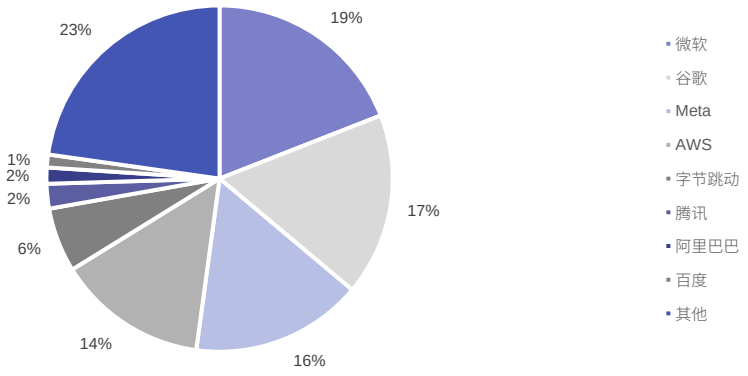
仅供内部参考，请勿外传！

表 21：E-Waste Squad 披露 2025 年主要 GPU 回收价格及残值率

型号	介绍	需求来源	回收价格（万美元）	残值率
Nvidia H100 (SXM5)	最受欢迎的训练机型	AI 初创公司强劲的二级市场需求	2.8~3.5	80~90%
Nvidia A100 (80GB)	对推理工作负载依然非常有价值	对成本要求较高的企业需求量大	0.8~1.2	40~60%
AMD MI300X	在 LLM 推断方面可以与 H100 竞争	大型企业的日益普及	1.0~1.5	50~70%

数据来源：E-Waste Squad 官网、广发证券发展研究中心

图 55：2022 年 AI 服务器采购量占比情况



数据来源：TrendForce、中商产业研究院、广发证券发展研究中心

（三）金属资源化：光模块 TEC 供需趋紧，关注高能环境、浙富控股等

光模块 TEC 供需趋紧，关注上游原材料公司高能环境、浙富控股等。我国拥有光模块 TEC 的主要原材料碲、铋的的大部分产能，目前我国碲、铋、碲化铋等均实施出口管制，导致海外供应极度紧缺，国产替代有望加速，同时提振上游原材料需求。铋以独立矿+伴生矿+回收为主，碲基本上为铜/黄金冶炼副产品，铋、碲的回收生产企业高能环境、浙富控股、东江环保等近期引发市场关注。（1）高能环境：子公司靖远高能精铋产能 6000 吨/年，2025 年精铋销量 3290 吨（2025 年全球总产量约 2.5 万吨），是全国最大的精铋生产企业。此外公司亦回收生产碲、锑等小金属。（2）浙富控股：2025 年精铋产量 117.39 吨、锑 291.1 吨。（3）东江环保：子公司雄风环保生产精铋、精碲、氧化锑等稀贵金属。

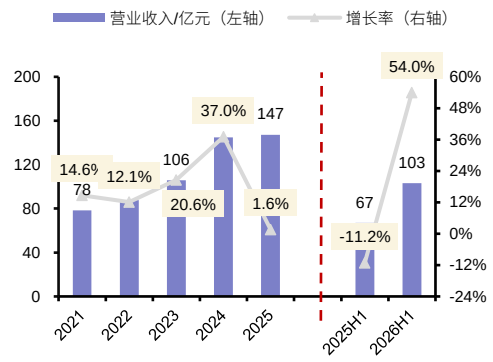
高能环境：金属资源循环利用业务产能持续提升，26H1 公司业绩同比翻倍。26H1 营收 103 亿元（同比+54%）、归母净利润 10.2 亿元（同比+103%），业绩同比大增主要由于公司金属资源循环利用业务产能持续提升以及金属价格上行；其中 26Q2 营收 53.27 亿元（同比+57%，环比+6.7%），从 25Q1 以来连续 6 个季度环比正增长，归母净利润 4.2 亿元（同比+50.8%，环比-30.5%），环比下降主要受到工程业务下降和金属价格下降的影响，26Q2 公司毛利率 17.57%（环比-6.7pct）。截止 26H1 公司存货 78.62 亿元（较年初+31.1%），主要由于原料备货增加。

高能环境：金属资源循环利用业务核心壁垒为稀贵金属提纯能力，环保运营为业绩“压舱石”。（1）金属资源循环利用：26H1 鑫科/靖远/金昌分别实现净利润 4.21/1.26/2.62 亿元，其中鑫科/金昌去年同期净利润仅 4201 万

仅供内部参考，请勿外传！

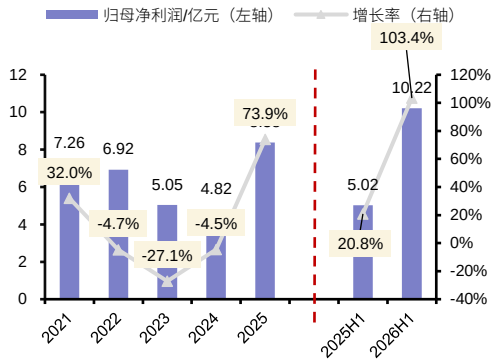
元/1.04 亿元，25 年下半年开始全线拉通、释放利润，26H1 资源循环利用板块毛利率 18.3%（同比+4.89pct），26H1 销售电解铜 2.06 万吨/精铋 2123 吨/铂族金属 2.44 吨，已经占到 2025 年全年的 68%/65%/69%，公司稀贵金属协同回收全链条优势持续体现，此外公司成立子公司北京高能时代半导体材料有限公司，期待后续在半导体材料相关金属上的布局；（2）环保运营：26H1 营收 8.93 亿元（同比-1%）、毛利率 49.43%（同比-0.28pct）。

图 56：2026H1 高能环境营业收入同比+54%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 57：2026H1 高能环境归母净利同比+103.4%



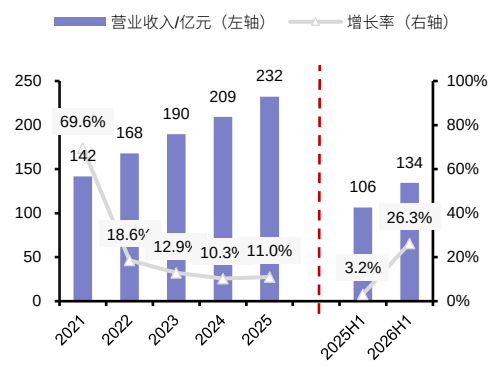
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

浙富控股：26Q2 业绩维持环比高增，关注铟等稀散金属回收研发。26Q2 公司业绩同比+155%，环比+25%。公司 26H1 营收 134.4 亿元（同比+26.3%）、归母净利润 13.6 亿元（同比+139.45 %）；26Q2 营收 72.6 亿元（同比+27%，环比+17%）、归母净利润 7.5 亿元（同比+155%，环比+25%），26Q2 公司除有效套期保值外金融资产变动损益 1.4 亿元（同比+2.15 亿元），同比提升主要由于调整套保策略。26Q2 毛利率 15.2%（同比+1.7pct），归母净利率 10.4%（同比+5.2pct，环比+0.6pct）。

浙富控股：稀缺的多品类 AI 产业链前端小金属资源平台，同步推进铟等稀散金属回收研发。26H1 公司危险废物处置及资源化产品收入 127.4 亿元（同比+27.4%），毛利率 15.6%（同比+6pct）。根据 25 年报，公司稳定产出铋、锑、锡、铂族金属等 AI 刚需材料，25 年销量分别为 117 吨、291 吨、5326 吨、4 吨，此外公司同步推进铟等稀散金属回收研发，是国内稀缺的多品类 AI 产业链前端金属一体化平台。公司拥有前后端一体化处理工艺，依托稀贵金属提纯能力壁垒，并通过提升公司经营效率、拓展海外原料渠道、扩展稀贵金属品类等手段，有望持续提升并保持盈利能力。

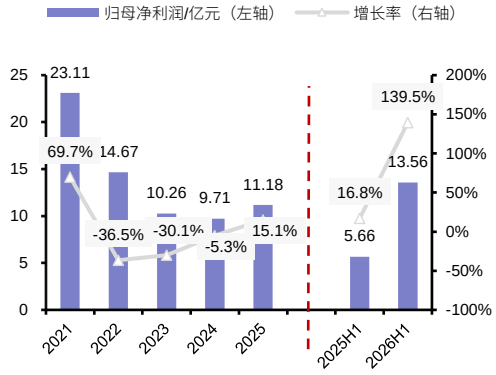
仅供内部参考，请勿外传！

图 58：2026H1 浙富控股营业收入同比+26.3%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 59：2026H1 浙富控股归母净利润同比+139.5%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

五、建议关注

（一）盈峰环境：算力转型正当时，厚积薄发启新程

加速算力租赁转型，主业构筑坚实基础。根据公司 2026 年中报，公司 26H1 实现智云计算业务 6.86 亿元（同比+3436%），其中算力租赁收入 6.74 亿元、占总营收比重已达 9%，算力相关使用权资产达 53 亿元（去年同期仅 0.3 亿元），从概念验证迈向实质性贡献；7 月宁夏中卫子公司成立，与国产算力产业布局深度契合，后续扩张可期。基本盘方面，公司环卫装备销售额连续 25 年行业第一，上半年销量 8210 辆、市占率 23%（同比提升 4.2pct），新能源装备销量 3808 辆（同比+106%）、市占率 32.8%连续四年行业第一；环卫服务新增年化合同额 10.9 亿元、合同总额 31.2 亿元均居行业首位，期末在手合同总额 589 亿元保障未来收入能见度。26H1 归母净利润 4.77 亿元（同比+25%），经营现金流 14.5 亿元（同比+185.5%），货币资金 54.4 亿元叠加 49.7%的偏低资产负债率，为算力重资产扩张作准备。公司主业环卫（高分红、高现金流、高壁垒）叠加新成长曲线智算（高成长、重资产、高粘性），估值锚点正从传统环保制造向 AI 基础设施切换，中长期配置价值凸显。

（二）晨丰科技：新能源量利齐升，配售电业务高增

26H1 业绩同比改善，盈利能力持续修复。根据公司 2026 年中报，26H1 营收 5.22 亿元（同比 -10.01%）、归母净利润 0.21 亿元（同比+48.03%）；26Q2 营收 2.80 亿元（同比-12.94%、环比+15.41%）、归母净利润 0.11 亿元（同比-43.65%、环比+5.90%）。26H1 毛利率同比+3.5pct 至 20.0%，叠加可转债转股后利息支出下降，财务费用同比-30.27%至 0.21 亿元，推动盈利增长。

新能源业务量利齐升，配售电成为核心增长来源。26H1 照明业务实现营收 3.73 亿元（同比-19.6%）、毛利率 13.3%（同比+2.1pct），收入下降主要受 25 年 9 月处置宏亿电子影响。新能源业务实现营收 1.49 亿元（同比+28.3%）、毛利率 36.7%（同比-0.9pct），收入占比由 25H1 的约 20%提升至 28.6%。其中，新能源发电收入 0.51 亿元（同比-1.23%）、毛利率 58.3%（同比+2.1pct），盈利能力保持高位；配售电收入 0.98 亿元

仅供内部参考，请勿外传！

（同比+52.55%）、毛利率 25.4%（同比+3.1pct），实现量利齐升。高毛利新能源业务占比提升，已成为公司整体毛利率和盈利改善的主要驱动力。

项目储备加速落地，储能与算电协同打开成长空间。截至 26H1 末，公司已投运及在建新能源装机分别为 191.17MW、179.01MW，另有 320MW 风电及 400MW/1600MWh 独立储能项目推进中；奈曼旗增量配电网可服务 60 户客户，赤峰东山产业园区 66kV 变电站已于 26 年 8 月投运。根据《对外投资建设储能项目的公告》，公司新增沈阳 200MW/760MWh 储能项目，总投资 7 亿元，计划 26 年 9 月开工、建设期约 12 个月。算电协同方面，科尔沁左翼中旗智算中心已完成规划设计，通辽及庆阳项目处于前期筹备阶段，未来有望通过新增算力负荷提升绿电消纳及配电网利用率。

（三）瀚蓝环境：Q2 延续稳健增长，粤丰并表及盈利改善驱动业绩提升

26Q2 稳健增长、粤丰协同加速释放。26H1 公司实现营业收入 77.37 亿元（同比+34.3%）、归母净利润 12.06 亿元（同比+24.8%）；Q2 营收 40.80 亿元（同比+29.0%）、归母净利润 6.27 亿元（同比+14.7%）。其中：瀚蓝主体 26Q1、Q2 归母净利 4.52、4.95 亿元，同比+7.6%、+1.6%，持续挖潜释放业绩；粤丰分别贡献并表业绩 1.27、1.32 亿元，协同效应释放。公司毛利率同比+2.48pct 至 36.32%；此外，粤丰贷款较交割日下降约 27 亿元，带动资产负债率由 61.68%降至 55.82%，融资成本持续优化。

经营性现金流明显改善，中期分红落地。公司 26H1 经营性现金流净额 16.32 亿元（同比+33.7%）；投资性现金流净额-18.85 亿元，较 25H1 的-86.38 亿元大幅收窄；资本性支出 8.92 亿元，同比基本持平。公司国补回款加快，26H1 收回 1.37 亿元，年初至今累计收回 4.77 亿元。值得注意的是，中期拟每股分红 0.28 元（25H1 为 0.25 元），合计 2.28 亿元。

固废高增，供热业务贡献增量。分业务来看，26H1 固废处理业务实现主营收入 48.08 亿元（同比+63.1%）、净利润 11.84 亿元（同比+63.6%）；其中运营类业务实现净利润 11.88 亿元（同比+62.84%）。供热量同比+19.8%至 112.99 万吨，供热收入同比+24.8%至 1.74 亿元；目前 31 个垃圾焚烧项目已签订供热协议、25 个实现供热，下半年供热量有望延续增长。海外方面，公司参股 40%的泰国曼谷农垦二期及安努项目已投产，新中标两个香港废物转运轻资产项目，合同总额约 20 亿港元。此外，能源收入 18.31 亿元，同比基本持平；供水收入 4.57 亿元，同比保持稳定；排水收入 3.73 亿元（同比+11.4%），受益于处理量及轻资产运营增长。

（四）军信股份：26H1 垃圾焚烧量、效持续提升

26Q2 业绩主要受到环境保护税影响，经营情况稳健。26H1 营收 15.6 亿元（同比+5.5%）、归母净利润 4.3 亿元（同比+6.9%），其中单 Q2 营收 8.2 亿元（同比+15.1%）、归母净利润 2.1 亿元（同比-8.5%，环比-5.3%），环比下降主要由于税金环比增加 1400 万元，来自于环境保护税增加，同比下降主要由于财务费用和管理费用同比增加 1128 万元、1719 万元，主要来自 25 年底新投产的吉尔吉斯比什凯克项目。26H1 公司经营性现金流净额 6.3 亿元（同比-13.3%）、投资性现金流净额 3.6 亿元（同比+126%），经营性+投资性现金流净额 9.85 亿元，仍保持自由现金流为正。公司 25 年分红 5.07 亿元（同比持平），分红比例 70.7%。

垃圾焚烧量、效稳步提升，在手产能充裕。26H1 公司垃圾发电建设运营收入 8 亿元（同比+5%），毛利率 63%（同比+3.85pct），其中建设收入下降。26H1 生活垃圾处理量 217.34 万吨（同比+16.8%）、上网电量 10.50 亿度（同比+18.5%）、吨垃圾上网电量 483 度（同比+1.45%），垃圾焚烧量和效率持续提升，量增主要来自

仅供内部参考，请勿外传！

比什凯克一期项目；此外工业级混合油销售 1.44 万吨。此前公司中标长沙市河西生活垃圾焚烧发电厂项目，项目产能 4000 吨/日，根据 25 年报，公司在建/待建吉尔吉斯、哈萨克斯坦焚烧产能 8000 吨/日。在建+待建产能合计 1.2 万吨/日，全部投产后产能增厚 113%。

公司以打造“三中心”为目标，期待算电协同布局。公司提出打造三中心（绿电、绿热和绿色算力中心）为战略目标。浦发环保所属垃圾焚烧协同黎明智算中心为稀缺的协同落地案例，而浦发环保参股军信股份子公司浦湘环保/浦湘生物 15%/10%股权，此外公司与长沙数字集团公告合作进行绿色算力中心建设运营，以及吉尔吉斯项目中包括算力中心建设，公司国内外在建产能充裕，算电协同潜力突出。

（五）浙富控股：26Q2 业绩维持环比高增，关注铟等稀散金属回收研发

26Q2 公司业绩同比+155%，环比+25%。公司 26H1 营收 134.4 亿元（同比+26.3%）、归母净利润 13.6 亿元（同比+139.45 %）；26Q2 营收 72.6 亿元（同比+27%，环比+17%）、归母净利润 7.5 亿元（同比+155%，环比+25%），26Q2 公司除有效套期保值外金融资产变动损益 1.4 亿元（同比+2.15 亿元），同比提升主要由于调整套保策略。26Q2 毛利率 15.2%（同比+1.7pct），归母净利率 10.4%（同比+5.2pct，环比+0.6pct）。

稀缺的多品类 AI 产业链前端小金属资源平台，同步推进铟等稀散金属回收研发。26H1 公司危险废物处置及资源化产品收入 127.4 亿元（同比+27.4%），毛利率 15.6%（同比+6pct）。根据 25 年报，公司稳定产出铋、锑、锡、铂族金属等 AI 刚需材料，25 年销量分别为 117 吨、291 吨、5326 吨、4 吨，此外公司同步推进铟等稀散金属回收研发，是国内稀缺的多品类 AI 产业链前端金属一体化平台。公司拥有前后端一体化处理工艺，依托稀贵金属提纯能力壁垒，并通过提升公司经营效率、拓展海外原料渠道、扩展稀贵金属品类等手段，有望持续提升并保持盈利能力。

水电+核电新签订单充裕，亦布局可控核聚变关键部件研制供货。根据 25 年报，25 年清洁能源装备收入 12.34 亿元（同比+17%），其中：（1）水电设备：抽水蓄能进入投运高峰期，公司 25 年新签水电订单 8.91 亿元，交付水电设备 1.1GW（同比+43%），期待后续雅下水电工程进一步为公司提供订单增量；（2）核电设备：核电已开启常规化审批，25 年公司新签核电订单 4.59 亿元，此外公司聚焦四代商用钠冷快堆、铅基堆、熔盐堆的液态金属核主泵、电磁泵，池式低温供热堆的堆内构件及可控核聚变关键部件（包层屏蔽块、锂铅泵）的研制和供货。

（六）朗坤科技：通州项目贡献工程收入利润增量，期待生物质绿电算力等布局

通州项目贡献工程建造收入利润增量，回购增强投资者信心。2026H1 实现营收 10.41 亿元（同比+21.78%）、归母净利润 1.92 亿元（同比+30.67%），营收业绩快速增长主要由于通州项目工程建造收入利润增加，2026H1 公司工程建造营收 2.58 亿元（同比+300.88%），毛利率 20.76%（同比+0.18%）。2026H1 公司经营性现金流净额 2.34 亿元（同比+16.19%），同比增长主要由于收到的利息收入及政府补助增加。此外公司公告拟回购公司股份，回购金额 5000 万元-1 亿元，回购价格不超过 41.1 元/股，预计将在未来适宜时机用于员工持股计划或股权激励。

自产 UCO 比例提升改善毛利率，期待通州项目投产。2026H1 公司生物能源收入 4.49 亿元（同比-5.34%），毛利率 42.78%（同比+9.01pct），收入略下降而毛利率提升主要由于公司降低外购油脂生产和销售量，自产油脂比例提升改善毛利率。根据招股书及年报等测算，截至 2026H1 公司在运产能 3911 吨/日，2100 吨/日北

仅供内部参考，请勿外传！

京通州项目预计于今年下半年投入运营，贡献自产 UCO 增量。公司项目覆盖北京、广州、深圳等一线城市，一线城市市占率全国第一。此外 2026 年 6 月公司中标深圳市罗湖区餐厨、果蔬垃圾收运服务项目，中标金额为 2156.71 万元，进一步巩固一线城市市场优势。截至 2025 年底我国已建成 SAF 产能 172 万吨/年，在建及规划产能超 400 万吨/年，政策要求带动 SAF 产能扩张并拉动上游 UCO 需求增长，公司坐拥稳定、高质量的 UCO 来源，有望量价齐升。

期待公司生物质绿电算力和 HMOs 等新业务布局。依托公司餐厨处理项目的稳定沼气热电资源，公司正式布局生物质绿电算力业务，计划打造“有机废弃物处置—沼气零碳发电—余热制冷—分布式 AI 算力服务”特色产业闭环，拥有 24 小时稳定发电、自有场地布局、余热回收用于机房冷却等优势。此外公司积极推动多种 HMOs 产品的研发，突破国内外多项申报，拓宽多元化商业化布局。

（七）英科再生：Q2 营收业绩再超预期、新一轮成长周期开启

Q2 营收延续高增，扣非业绩翻倍，毛利率明显提升。26H1 实现营收 21.46 亿元（同比+28.8%）、归母净利润 1.54 亿元（同比+5.3%）、扣非归母净利润 2.12 亿元（同比+127.1%）。26Q2 实现营收 11.26 亿元（同比约+29%）、归母净利润 1.03 亿元（同比约+39.5%）、扣非归母净利润 1.07 亿元（同比约+132%），营收逐季创历史新高，核心经营延续强劲增长。26H1 公司毛利率达到 28.65%、同比提升 3.38pct；经营活动现金流净额 2.73 亿元（同比+11.4%），盈利质量稳健。归母净利润增速低于扣非增速，主要受金融资产公允价值变动等非经常性损失影响，公司主营业务盈利能力改善更为明显。

装饰建材高增，成品框与再生塑料毛利率明显提升。（1）装饰建材 26H1 实现营收 8.23 亿元（同比+32.5%）；毛利率为 29.62%（同比-1.82pct），保持较高水平。欧美墙面装饰材料正经历材质替代、轻工匠化、便捷安装及环保法规升级等结构性转型，公司围绕墙板、踢脚线、地板等品类持续拓展，成长空间广阔。（2）成品框实现营收 8.51 亿元（同比+25.3%）、毛利率 33.63%（同比+5.40pct）。公司与全球众多连锁零售商建立直接合作，零售商渠道收入约占成品框收入的 75%，客户及渠道粘性较强。（3）再生塑料实现营收 4.25 亿元（同比+22.8%）、毛利率 15.84%（同比+9.07pct），多品类再生粒子规模化生产及产品结构优化带动盈利改善。

全球产能进入持续兑现阶段，越南三期建设稳步推进。清化二期项目已于 25 年顺利投产达产，清化三期项目于 26 年内顺利投建。随着清化三期后续投产爬坡，产能利用率提升有望推动固定成本进一步摊薄；双基地柔性产能则有助于缓解贸易及关税风险，持续增强海外交付能力与盈利弹性。

六、风险提示

订单和新业务布局低预期：若环保企业布局新能源产业链或其他新领域，以打开第二成长曲线，产能扩张是业绩增长的重要保障，若投产进度不及预期，可能对产业链盈利能力带来较大不确定性。

政策变动风险：以垃圾焚烧企业为例，伴随各公司快速发展，应收账款体量持续扩大，其中大部分为国家可再生能源补贴款，若国家可再生能源补贴电费政策落实不到位，垃圾焚烧等可再生能源发电项目补贴电费回收滞后，可能降低公司资产流动性和增加资产负债率，影响公司偿债能力和融资成本。此外，水处理、循环再生行业订单的释放亦会受到产业政策的影响。

仅供内部参考，请勿外传！

分红低预期：由于固废、水务行业正式迈入成熟阶段，盈利稳定现金流充裕下，市场对于此类公司后续分红提高保持乐观预期。但倘若公司层面有新业务/新投资诉求，应收账款压力较大下，可能存在分红比例不及预期的风险。

仅供内部参考，请勿外传！

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏 ：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

陈 龙 ：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣凌琪 ：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈舒心 ：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝兆升 ：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

谷玥 ：资深分析师，同济大学工学硕士，厦门大学工学学士，2026 年加入广发证券发展研究中心，4 年证券行业研究经验。

刘恒君 ：高级分析师，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



郭鹏

SAC 执证号：S0260514030003
SFC CE No. BNX688
guopeng@gf.com.cn



陈龙

SAC 执证号：S0260523030004
shchenlong@gf.com.cn



荣凌琪

SAC 执证号：S0260523120006
ronglingqi@gf.com.cn



陈舒心

SAC 执证号：S0260524030004
shchenshuxin@gf.com.cn

请注意，陈龙,荣凌琪,陈舒心并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传！

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址		邮政编码	客服邮箱
广州市：	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市：	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市：	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市：	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港：	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

仅供内部参考，请勿外传！

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。