长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

行业研究 | 专题报告 | 环保

3 年置换隐债 6 万亿元额度近尾声，环保行业现金流向好延续中

报告要点

截至 2026/09/30，2024-2026 年置换隐债特殊再融资债券分别落地 2.00/2.13/1.90 万亿元，置换隐债 6 万亿元额度已超额落地。环保行业受益于化债，2025A 收现比、经营性现金流净额同比+5pct，+27.2%，2026H1 分别同比+2.4pct、35.8%，现金流进一步向好。地方政府逐步偿还隐债后，已有少部分地区地方政府通过不同方式规模性偿还存量显性债务，期待环保行业现金流向好延续。

分析师及联系人


徐科
SAC：S0490517090001
SFC：BUV415


贾少波
SAC：S0490520070003


李博文
SAC：S0490524080004


盛意
SAC：S0490525070006


丁永方

| 证券研究报告 |

2026-10-15

行业研究 | 专题报告

投资评级 看好 | 维持

环保

3 年置换隐债 6 万亿元额度近尾声，环保行业现金流向好延续中

背景：2026 年为 6 万亿元特殊再融资债券置换隐性债务的收官之年

自 2024 年 11 月地方化债“三箭齐发”政策落地以来，2026 年已是地方政府化债的第三年，“三箭”中尤以每年 2 万亿元额度的置换隐债的特殊再融资债券为化债的重点工具，当前随各地政府化债持续深入，6 万亿元额度正逐步释放，并产生积极效果。当前化债已进入深化阶段，财政部表示，下一阶段将通过多种方式进一步巩固来之不易的化债成果。

环保行业尤其受益化债。环保若干子行业客户以地方政府及平台为主（尤其水务、垃圾焚烧、环卫等），服务费/补贴、工程回款高度依赖财政与平台支付能力，地方政府主动化债+不新增隐债可减轻地方财政压力，预算内资金更充足；化解地方政府融资平台经营性债务风险可促进 PPP 模式环保项目回款、降低应收账款减值风险，带来相关环保企业现金流与业绩双重改善。

进展：3 年置换隐债 6 万亿元额度落地 101%，地方专项债延续上年水平

2026 年特殊再融资债券发行落地 1.91 万亿元，利于化解地方债务风险。1）截至 2026/09/30，2026 年政府发行特殊再融资债券合计 1.91 万亿元，发行用途 99.7%为置换隐债，2024-2026 年置换隐债特殊再融资债券分别落地 2.00/2.13/1.90 万亿元，置换隐债 6 万亿元额度已超额落地；2）2026 年逐月批量发行特殊再融资债券，且基本用于置换隐债，可见各地地方政府正积极解决存量隐债问题，利于相关被欠款方流动性提升，当前多地方化债已有明显成果。地方政府 2026 年 1-9 月新增专项债发行 35,472 亿元，与上年基本持平，**中央 2025 年提出重视拖欠企业账款问题，2026 年将下更大力气解决相关问题。**

环保行业情况：部分公司应收账款问题明显改善，板块现金流快速向好

1）收回存量应收账款：瀚蓝环境、创业环保、博世科、建工修复、福龙马、玉禾田公告明确表述化债推动存量应收账款回笼；绿茵生态、冠中生态、侨银股份公告提及现金流改善受益于化债。**2）PPP 项目终止/更换运营模式：**绿茵生态、蒙草生态、博世科、聚光科技积极梳理和优化在手 PPP 项目，部分项目提前终止或转为政府投资模式，同样利于环保公司现金流向好、利于资金效率提升。2025A 环保板块收现比、经营性现金流净额同比+5pct，+27.2%，2026H1 分别同比+2.4pct、35.8%，现金流向好进一步延续。水务、垃圾焚烧、环卫、生态修复等 To G 业务系财政支付范围内付款，相关款项对于地方政府而言属显性债务范畴，2025 年下半年以来部分环保公司大量收回历史款项，表明**在地方政府逐步偿还隐债后，已有少部分地区地方政府通过不同方式规模性偿还存量显性债务。**2026 年多个公司中报均表明化债对现金流有改善，预计后续随化债政策深化，将有更多环保企业历史应收账款问题得到进一步解决。

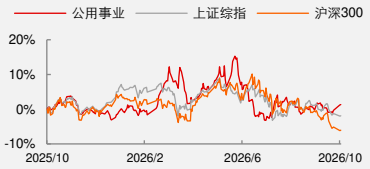
投资逻辑：化债效果逐步落地，看好环保企业现金流持续改善

化债方向两条可选推荐逻辑：**1）价值侧：**选择财政预算之内、应收账款绝对值大、风险小的子行业，垃圾焚烧（**瀚蓝环境、光大环境、伟明环保、绿色动力、永兴股份、军信股份、三峰环境、盈峰环境**等）和水务运营（如**兴蓉环境、洪城环境、粤海投资、北控水务集团**等）形成实质坏账风险低，在化债背景下账期可能缩短而获得实质性利好。**2）弹性侧：**关注水务、垃圾焚烧、检测、环卫、监测、修复、水环境治理方向 PB 低且 To G 类应收占比高、业绩受信用减值损失影响较大的细分领域龙头。

风险提示

1、政策推进不及预期风险；2、项目进度低于预期风险。

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《再生资源跟踪：2025 年我国回收总额达 1.39 万亿元，同比增 3.8%》2026-10-09
- 《电力行业三季度前瞻：业绩底部明晰，预期反转先行》2026-10-07
- 《再生小金属：铟、锗——稀散金属的战略价值重估》2026-09-29

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

背景：2026 年为 6 万亿元特殊再融资债券置换隐性债务的收官之年 4
进展：2024-2026 年置换隐债 6 万亿元额度落地 101%，地方专项债延续上年水平 5
环保行业情况：部分公司应收账款问题明显改善，板块现金流快速向好 8
投资逻辑：化债效果逐步落地，看好环保企业现金流持续改善 10
风险提示 13

图表目录

图 1：再融资债券相关概念 4
图 2：地方政府新增专项债-累计值（单位：亿元） 7
图 3：地方政府新增专项债-单月值（单位：亿元） 7
图 4：2026 年全国专项债投向分布（截至 2026/09/30） 8
图 5：2025 年全国专项债投向分布 8
图 6：环保板块经营性现金流净额（亿元，年度） 10
图 7：环保板块经营收到现金/营业收入比例（年度） 10
图 8：环保板块经营性现金流净额（亿元，上半年度） 10
图 9：环保板块经营收到现金/营业收入比例（上半年度） 10
图 10：水务及垃圾焚烧公司历史坏账准备及冲回对利润弹性（单位：亿元，%） 11
图 11：环卫公司历史坏账准备及冲回对利润弹性（单位：亿元，%） 11
图 12：其他代表性公司历史坏账准备及冲回对利润弹性（单位：亿元，%） 12

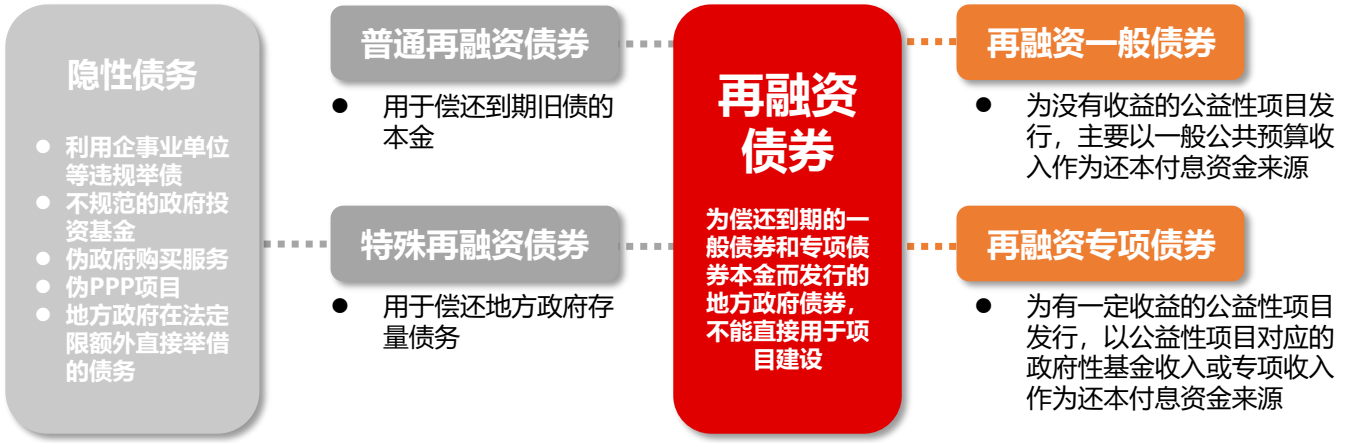
表 1：国新办会议化债相关表述 4
表 2：2021/01/01-2026/09/30 各地方政府发行特殊再融资债券规模（单位：亿元） 5
表 3：2026 年 1-9 月发行的置换隐性债务的特殊再融资债券分地区情况 6
表 4：2025 年下半年以来部分环保企业应收账款相关表述 8

背景：2026 年为 6 万亿元特殊再融资债券置换隐性债务的收官之年

自 2024 年 11 月地方化债“三箭齐发”政策落地以来，2026 年已是地方政府化债的第三年，“三箭”中尤以每年 2 万亿元额度的置换隐债的特殊再融资债券为化债的重点工具，当前随各地政府化债持续深入，6 万亿元额度正逐步释放，并产生积极效果。

- **2024 年 11 月 8 日，全国人大批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，地方化债“6+4+2”万亿元“三箭齐发”：1）6 万亿元：**安排 2024~2026 年每年 2 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；**2）4 万亿元：**从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；**3）2 万亿元：**2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。

图 1：再融资债券相关概念



资料来源：财政部，长江证券研究所

从化债进展来看，2026 年政府工作报告中提到，2025 年政府深入实施一揽子化债方案，有序置换地方政府存量隐性债务，持续压减融资平台数量，地方债务结构不断优化；2026 年将进一步积极有序化解地方政府债务风险，严防虚假化债、遏制违规新增隐性债务；加大金融、财政支持力度，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险，分类有序推动改革转型；优化债务监测考核指标，构建统一的政府债务管理长效机制。**2025 年化债进展良好，且当年提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，2026 年将多措并举进行化债，且将对化债后续管理建立统一管控机制。**

财政部部长蓝佛安 2026 年 10 月 9 日于《求是》刊发的署名文章中提及，2026 年接下来几个月化债方面目标：加快化解存量隐性债务，严肃查处新增隐性债务、虚假化债等违法违规行为，巩固来之不易的化债成果；分类有序推动地方政府融资平台改革转型，坚决剥离政府融资功能，严禁新设或异化产生各类融资平台。可见，**当前化债已进入深化阶段。**

表 1：国新办会议化债相关表述

国新办会议化债相关表述	具体内容
2015 年以来化债行动	➢ 2015 年以来，党中央要求建立健全规范的地方政府举债融资机制，开好“前门”、严堵“后门”，坚决遏制隐性

	债务规模、增量，稳妥化解存量，切实防范债务风险。 ➢ 财政部会同相关部门坚决贯彻落实，相继采取了一系列的措施，发行地方政府债券置换存量政府债务，建立地方政府债务“闭环”管理制度体系，推动债务风险较低的北京、上海、广东实现存量隐性债务清零，在债务风险较高的县区开展化债试点，联合相关部门防范化解融资平台隐性债务风险、加强政府投资项目管理。 ➢ 地方各级党委政府认真落实主体责任，建立了多部门协作联动机制，统筹开展债务管理和风险防范化解工作，通过安排财政资金、动用资产资源等方式积极偿还债务，稳妥化解政府债务风险，取得了阶段性成果。
2023 年化债行动	➢ 2022 年下半年开始，受多种因素的影响，一些地方出现了债务风险隐患。 ➢ 2023 年 7 月，中央政治局会议要求，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。国务院建立工作协调机制，指导各省份制定具体化债方案。各有关部门、各级地方党委和政府加大工作力度，采取了更多的务实举措，财政部安排了超过 2.2 万亿元地方政府债券额度，支持地方特别是高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款，地方政府债务风险得到了整体缓解。 ➢ 截至 2023 年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比 2018 年摸底数减少了 50%，债务风险可控。
2024 年化债行动	➢ 2024 年以来，经履行相关程序，财政部已经安排了 1.2 万亿元债务限额支持地方化解存量隐性债务和消化政府拖欠企业账款。 ➢ 地方化债“三箭齐发”：安排 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。 ➢ 需要强调的是，这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层“三保”。
2025 年化债行动	➢ “十五五”期间，继续落实好一揽子化债举措，提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务。

资料来源：财政部新闻办公室，长江证券研究所

化债对环保行业现金流及业绩带来双重改善。环保若干子行业客户以地方政府及平台为主（尤其水务、垃圾焚烧、环卫等），服务费/补贴、工程回款高度依赖财政与平台支付能力，地方政府主动化债+不新增隐债可减轻地方财政压力，预算内资金更充足；化解地方政府融资平台经营性债务风险可促进 PPP 模式的环保项目回款、降低应收账款减值风险，带来相关环保企业现金流与业绩双重改善。且本轮化债力度强，具备可持续性，财政政策后续存在进一步发力空间，将对 To G 类企业形成实质性利好。

进展：2024-2026 年置换隐债 6 万亿元额度落地 101%，地方专项债延续上年水平

2026 年特殊再融资债券发行落地 1.91 万亿元，利于化解地方债务风险。

- **从发放额度来看：**2026 年政府发行特殊再融资债券**合计 1.91 万亿元，发行用途 99.7%为置换隐债**，截至 2026/09/30，2024-2026 年置换隐债特殊再融资债券分别落地 2.00/2.13/1.90 万亿元，前述 6 万亿元额度已超额落地。
- **从发放节奏来看：**2023-2024 年均在四季度发行大规模特殊再融资债券，而 2025 年-2026 年均从上半年起大批量发行相关债券，且基本均用于置换隐债，可见各地地方政府正积极解决存量隐债问题，利于相关被欠款方流动性提升。

表 2：2021/01/01-2026/09/30 各地方政府发行特殊再融资债券规模（单位：亿元）

月份	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1 月	3,623	849	0	0	1,719	2,543
2 月	557	0	0	325	7,823	4,291
3 月	431	0	0	417	3,830	2,771
4 月	270	377	0	94	2,617	2,202
5 月	89	655	0	252	302	2,457

6 月	343	384	0	0	1,668	2,066
7 月	0	0	0	0	859	1,066
8 月	0	0	0	0	548	1,166
9 月	33	0	0	45	590	581
10 月	752	0	**10,127**	2,231	522	
11 月	208	0	3,530	**11,558**	1,809	
12 月	1,882	0	228	**10,096**	797	
合计	**8,190**	**2,266**	**13,885**	**25,018**	**23,085**	**19,081**
其中用于置换隐债的规模				**20,000**	**21,325**	**19,023**
置换隐债特殊再融资债券落地比例				**100%**	**106.6%**	**95.1%**

资料来源：Wind，长江证券研究所

分地区来看，2025 年部分省份化债成效显著，2026 年地方政府对化债重视度不减，利于对存 G 端应收账款回款问题的环保企业产生实质性利好：

- **从 2025 年各地方政府工作报告来看，多个地方政府对 2025 年化债工作取得的成效评价较高，**辽宁、黑龙江、江西、湖南、青海等在 2025 年政府工作报告中表示当年超额完成化债任务，多个地区实现融资平台退出。**2026 年各地的化债工作秉持的原则仍是“减存量、遏增量债务”，包括开源+节流两个化债思路。**1）开源方面，北京、内蒙古、黑龙江、江苏、浙江等在政府工作报告中均提及争取、用好超长期特别国债等中央政策支持相关内容；江苏等提出盘活资产。2）节流方面，山西、辽宁、吉林、安徽、福建等 2026 年将进一步推动融资平台出清，多个省份提出遏制新增政府隐性债务。
- **2026 年前三季度发行规模靠前的地区**分别为江苏省（2,511 亿元，占比 13.16%）、湖南省（1,216 亿元，占比 6.37%）、四川省（1,148 亿元，占比 6.02%）、贵州省（1,123 亿元，占比 5.89%）、山东省（1,112 亿元，占比 5.83%）等，预计这些区域隐债问题或得以率先开始化解。
- 江苏、四川、山东、云南、天津、内蒙古、广西、福建、吉林、山西 2026 年置换隐债发行的特殊再融资规模与 2025 年基本相当；部分地区 2026 年发行额度少于 2025 年，推测 2026 年额度分配具备一定针对性。

表 3：2026 年 1-9 月发行的置换隐性债务的特殊再融资债券分地区情况

发行地区	2026 年发行总额（亿元）	占比	与 2025 年发行规模差额（亿元）	发行地区	2026 年发行总额（亿元）	占比	与 2025 年发行规模差额（亿元）
江苏	2,511	13.16%	0	甘肃	409	2.14%	74
湖南	1,216	6.37%	173	吉林	385	2.02%	0
四川	1,148	6.02%	0	山西	384	2.01%	1
贵州	1,123	5.89%	53	黑龙江	310	1.63%	174
山东	1,112	5.83%	1	河北	280	1.47%	142
河南	1,012	5.30%	301	新疆	216	1.13%	67
安徽	981	5.14%	81	宁波	190	0.99%	59

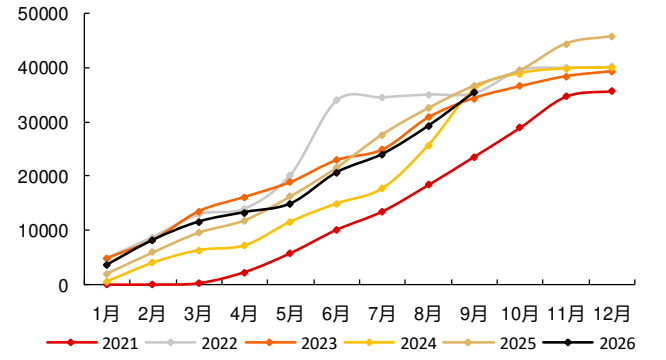
湖北	949	4.97%	119	青岛	141	0.74%	19
云南	877	4.60%	1	宁夏	138	0.72%	13
天津	770	4.04%	1	海南	126	0.66%	46
重庆	753	3.95%	60	西藏	126	0.66%	11
辽宁	629	3.30%	110	大连	92	0.48%	12
内蒙古	573	3.00%	-1	厦门	57	0.30%	18
浙江	564	2.96%	151	青海	40	0.21%	33
江西	519	2.72%	32	北京	0	0.00%	47
广西	516	2.70%	-1	广东	0	0.00%	180
陕西	488	2.56%	213	深圳	0	0.00%	54
福建	445	2.33%	1	**合计**	**19,081**	**100%**	**21,325**

资料来源：Wind，长江证券研究所

2026 年地方政府新增专项债持续发行，清欠为专项债用途之一。

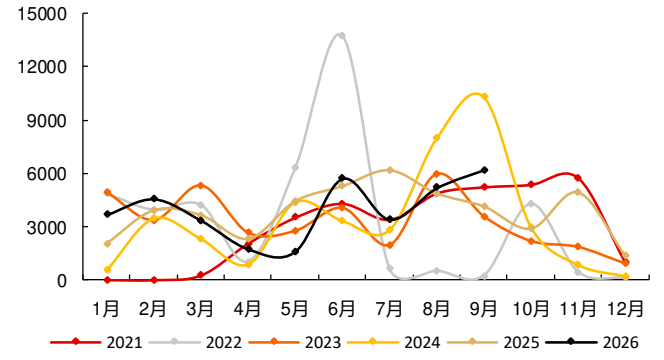
- **地方政府新增专项债发行使用进度略慢于 2025 年。**地方政府 2026 年 1-9 月新增专项债发行 35,472 亿元，同比降 3.5%，9 月单月发行加速。

图 2：地方政府新增专项债-累计值（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：数据截至 2026/9/30）

图 3：地方政府新增专项债-单月值（单位：亿元）

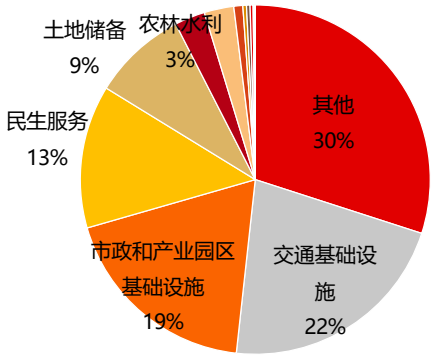


资料来源：Wind，长江证券研究所（注：数据截至 2026/9/30）

- **项目建设领域，环保类专项债发行量回落，截至 2026/09/30 占比约 0.71%。**从 2026 年发行的专项债（截至 2026/09/30）具体投向来看，环保类（包括城镇污水垃圾处理、其他生态环保方向）合计获得专项债 250.8 亿元，合计占比 0.71%，**若剔除没有明确投向的专项债后，环保类占比为 0.83%**；而 2023、2024、2025 年全年环保类合计获得专项债分别为 758、1085、185.8 亿元，占比分别为 1.27%、2.71%、0.40%（剔除其他未明确投向的专项债后占比分别为 1.34%、3.58%、0.42%左右），**2026 年占比仍低于 2023-2024 年、较 2025 年略回升**（实际中，市政和产业园区基础设施建设中，也可能含有环保属性支出）。
- **我们认为环保方向专项债占比总体下降，主要原因为：**随着基础设施建设完善、环保三大攻坚战的推进（大气、水、固废）及多轮环保督察回头看，垃圾无害化处理

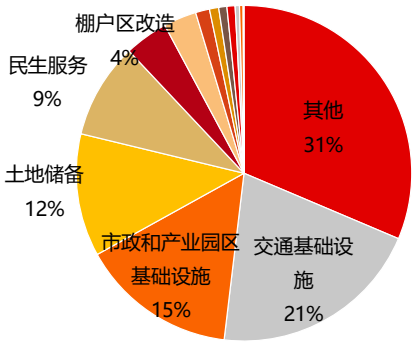
率、城镇污水处理率、供水覆盖率持续提升，进入资本开支末期，政府专项债投入相应减少。

图 4：2026 年全国专项债投向分布（截至 2026/09/30）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2025 年全国专项债投向分布



资料来源：Wind，长江证券研究所

中央：2025 年重视拖欠企业账款问题，2026 年将下更大力气解决相关问题。1）2025 年政府工作报告明确，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、**消化地方政府拖欠企业账款**等。2）2026 年政府工作报告表示，将下更大力气解决拖欠企业账款问题，健全长效机制。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，完善专项债券项目负面清单管理和自审自发试点，重点支持建设重大项目、**置换隐性债务、消化政府拖欠账款**等。

环保行业情况：部分公司应收账款问题明显改善，板块现金流快速向好

伴随一揽子化债政策的深入推进，2025 年下半年以来部分环保公司应收账款问题明显改善、部分 PPP 项目终止/更换运营模式，利于环保公司现金流：

- **收回存量应收账款：**瀚蓝环境、创业环保、博世科、建工修复、福龙马、玉禾田公告明确表述化债推动存量应收账款回笼；绿茵生态、冠中生态、侨银股份公告提及现金流改善受益于化债。
- **PPP 项目终止/更换运营模式：**绿茵生态、蒙草生态、博世科、聚光科技积极梳理和优化在手 PPP 项目，部分项目提前终止或转为政府投资模式，同样利于环保公司现金流向好、利于资金效率提升。

表 4：2025 年下半年以来部分环保企业应收账款相关表述

公司简称	公告名称	公告时间	核心表述
玉禾田	玉禾田环境发展集团股份有限公司 2026 年跟踪评级报告	2026/9/24	2025 年地方政府出台系列政策推进化债工作及清理拖欠企业账款，同时公司新项目回款较好，公司总体回款同比显著改善，当期经营活动净现金流同比大幅提升。 受益于 2025 年地方政府化债工作推进及清理拖欠企业账款政策，公司 2025 年长账龄应收账款回款改善；同时公司新项目回款较好，公司经营性现金净流入规模同比增长 93.83%。
福龙马	2026 年半年度报告	2026/8/29	随着项目的化债资金和历史欠款陆续到账，经营现金流得到改善。
聚光科技	2026 年半年度报告	2026/8/25	➢ 潮州市枫江流域水环境综合整治二期项目（枫溪段）PPP 项目已基本实施完毕，因政府未完成项目入库，与政府协商拟将项目从 PPP 模式转为政府投资模式。 ➢ 金沙县西洛河、岩孔河、偏岩河河道治理项目目前已中止，正在推动政府审计工作，同时

沟通政府化债资金支付事宜。

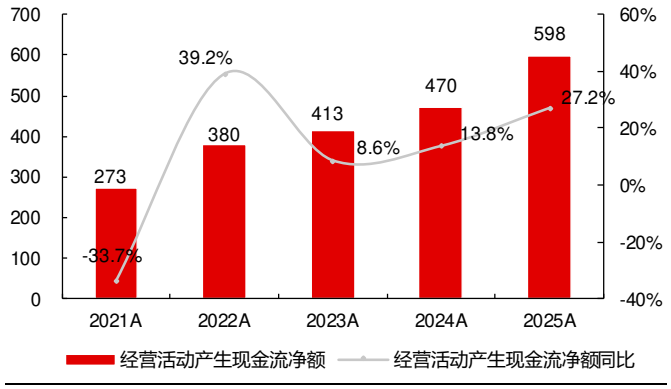
建工修复	2026 年半年度报告	2026/8/21	抢抓地方政府债务化解专项政策窗口期，配合业主方深度对接属地财政及主管部门，借力政府化债专项工作机制盘活沉淀债权，累计收回历史遗留陈年欠款 2967 万元
绿茵生态	2026 年半年度报告	2026/8/20	国家持续强化地方政府债务管理，坚决遏制新增隐性债务，推动地方政府融资平台改革转型，园林行业作为政府投资重点领域，显著受益于化债政策与账款清理工作，工程项目回款效率大幅提升，行业整体经营压力持续缓解，为高质量发展奠定财务基础。
博世科	2026 年半年度报告	2026/8/14	公司通过强化应收账款动态管理、协同推进属地化催收和争取化债资金落地等方式，在保障正常回款的同时加大老旧项目清收力度，报告期内，实现回款 10.96 亿元（含正常回款及老旧项目回款），同比增加 1.07 亿元。 公司持续梳理和优化在手 PPP 项目和特许经营类项目，积极与拟退出项目所在地政府及业主单位洽谈，加速推进低效资产及项目的处置和退出，为进一步优化资产结构奠定基础。报告期内，某乡镇污水处理工程 PPP 项目签订项目终止合作协议，资产移交工作有序开展中；宁明至凭祥饮水工程 PPP 项目转让取得阶段性进展；平江县乡镇污水处理厂及配套管网 PPP 项目申请强制清算，项目公司已成立清算组开展清算工作。
冠中生态	青岛冠中生态股份有限公司 2026 年度跟踪评级报告	2026/6/24	2025 年以来，受益于化债政策等促进相关款项回流，公司收现比同比提升，当年经营活动现金净流出缺口有所收窄。
中赋科技	关于安徽中赋源创科技集团股份有限公司向特定对象发行股票的审核问询函之回复报告	2026/6/24	为加快资金回笼、充实经营性现金流，公司主动对接地方政府相关部门，深度参与属地债务化解相关工作。目前已有部分项目欠款成功纳入地方政府专项化债资金统筹目录，可依托官方化债资金渠道有序推进款项拨付落地。整体来看公司当前应收账款风险总体平稳可控，后续将根据化债推进进度、财政资金拨付节奏及自身资金需求，灵活统筹各类回款方式，稳步实现存量应收款项有序回收。
瀚蓝环境	2025 年年度报告	2026/4/23	公司高度重视应收账款回收工作，由集团统筹加强应收账款的催收工作和商业模式创新工作，报告期内公司存量应收账款回款超 20 亿元（不含粤丰环保）
侨银股份	2025 年年度报告	2026/4/28	全年经营活动产生的现金流量净额 7.09 亿元，同比增长 349.74%。公司经营活动产生的现金净流量与本年度净利润存在较大差异主要是由于受地方政府化债政策以及财政资金年度预算安排影响，同时也得益于公司对回款力度的管控加强，公司 2025 年项目整体回款较好。
创业环保	关于应收账款回款的公告	2025/12/15	天津市水务局在拨付 2025 年度污水处理服务费基础上，一次性支付 19.89 亿元用于解决历史应收账款问题；本次存量应收账款的回款可以改善公司现金流，增加公司收益，将对公司 2025 年度经营业绩和财务状况产生积极影响。
蒙草生态	关于 PPP 项目提前终止及债务重组的公告	2025/12/19-2025/12/29	为把握中央及内蒙古自治区化债政策的窗口期，尽快回收货币资金，提高资金使用效率，促进公司新业务发展，经各方协商，拟签署东乌、杭锦后旗、镶黄旗、乌海 PPP 项目提前终止协议。 ➢ **东乌项目：**东乌住建局尚未支付项目费用 2.34 亿元，通过债务重组达成——签署移交清单后 2 个工作日付 1.24 亿元，2026 年分 3 期付 7151.57 万元，剩余债务豁免，合计回款 1.95 亿元。 ➢ **杭锦后旗项目：**杭后绿化尚未支付项目费用 5392.81 万元，通过债务重组达成——2026 年 1 月 30 日前合计支付 4496.88 万元后，剩余债务豁免。 ➢ **镶黄旗项目：**镶黄住建局尚未支付项目费用 1.07 亿元，通过债务重组达成——分别于 2025/12/31 和 2026/12/30 前支付 7176、2812.61 万元，合计支付 9988.61 万元后，剩余债务豁免。 ➢ **乌海项目：**乌海市自然资源局尚未支付项目费用 6.67 亿元，通过债务重组达成——分别于 2025/12/31 前支付 1.68 亿元，2026-2028 年分三年支付剩余费用 4.99 亿元，合计支付 6.67 亿元。
绿茵生态	关于丰镇市隆盛庄 PPP 项目提前终止及债务重组的公告	2026/5/23	为把握中央及地方政府化债政策的窗口期，尽快回收货币资金，提高资金使用效率，促进公司新业务发展，经与丰镇市财政局协商，签署《丰镇市隆盛庄镇文化遗产保护与旅游开发建设项目（一期工程）政府和社会资本方合作（PPP）项目合同提前终止协议》提前终止本 PPP 项目，并对债权债务进行约定。 ➢ 本次债务重组涉及的项目费用总额 35,500 万元。根据终止协议约定，丰镇市财政局于 2025 年 12 月 19 日以现金方式支付人民币 13,759 万元。剩余提前终止费用分别于 2026 年、2027 年、2028 年底前支付 4,348、8,696、8,697 万元。

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

2025A 环保板块收现比同比增 5.0pct，经营活动、投资活动及筹资活动产生的现金流量净额同比增 27.2%，地方化债效果初显，2026H1 分别同比增 2.4pct、35.8%，现金流向好趋势进一步延续。水务、垃圾焚烧、环卫、生态修复等 To G 业务系财政支付范围内付款，相关款项对于地方政府而言属显性债务范畴，2025 年下半年以来部分环保

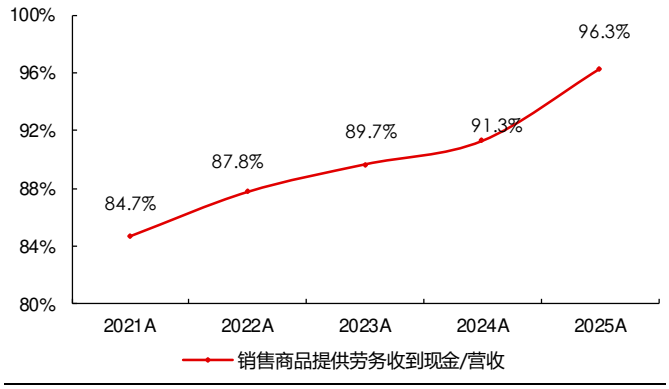
公司大量收回历史款项，表明在**地方政府逐步偿还隐债后，已有少部分地区地方政府通过不同方式规模性偿还存量显性债务。**2026 年多个公司中报均表明化债对现金流有改善，预计后续随化债政策深化，将有更多环保企业历史应收账款问题得到进一步解决。

图 6：环保板块经营性现金流净额（亿元，年度）



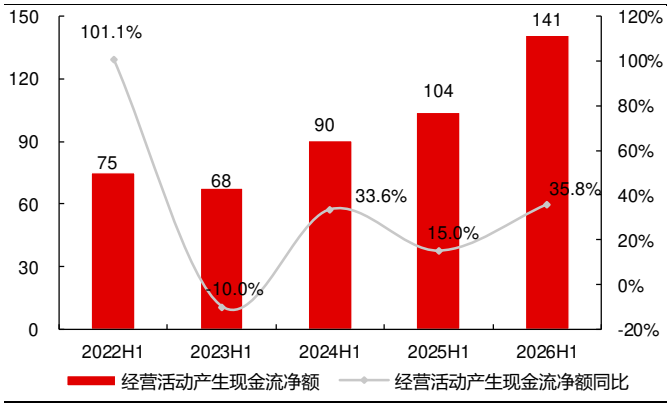
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：环保板块经营收到现金/营业收入比例（年度）



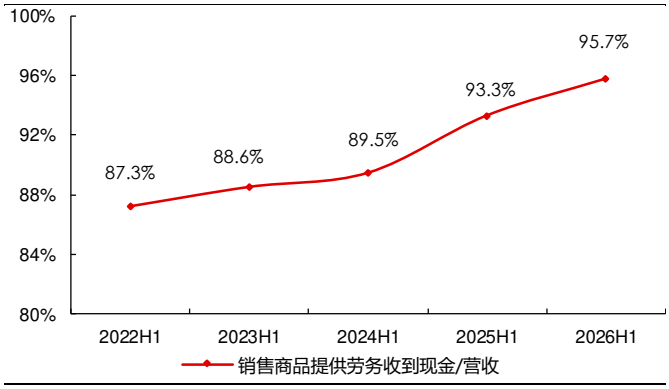
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：环保板块经营性现金流净额（亿元，上半年度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：环保板块经营收到现金/营业收入比例（上半年度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资逻辑：化债效果逐步落地，看好环保企业现金流持续改善

2026 年政府发行特殊再融资债券合计 1.91 万亿元，发行用途 99.7%为置换隐债，截至 2026/09/30，2024-2026 年置换隐债特殊再融资债券分别落地 2.00/2.13/1.90 万亿元，置换隐债的 6 万亿元特殊再融资债券额度已超额落地；多地化债已产生实质性效果，部分环保公司应收账款问题明显改善；化债对存 G 端应收账款回款问题的企业产生实质性利好，利于信用减值损失冲回、刺激新增需求的释放。基于上述分析化债方向两条可选推荐逻辑：

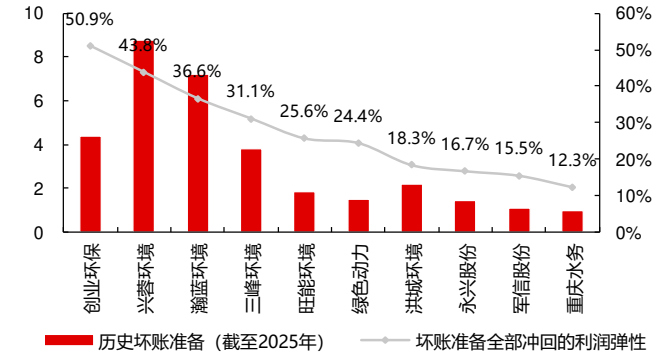
- **价值侧：选择财政预算之内、应收账款绝对值大、风险小的子行业，**垃圾焚烧（**瀚蓝环境、光大环境、伟明环保、绿色动力、永兴股份、军信股份、三峰环境、盈峰环境**等）和水务运营（如**兴蓉环境、洪城环境、粤海投资、北控水务集团**等）形成实质坏账风险低，在化债背景下账期可能缩短而获得实质性利好。

- **弹性侧：**关注水务、垃圾焚烧、检测、环卫、监测、修复、水环境治理方向 PB 低且 To G 类应收占比高、业绩受信用减值损失影响较大的细分领域龙头（如**环卫方向**：玉禾田、侨银股份、盈峰环境、福龙马、宇通重工；**水环境治理方向**：碧水源等；**检测服务**：华测检测、谱尼测试等；**监测设备龙头**；**环境修复方向**：高能环境等）。

行业现金流预计向好，从应收账款减值冲回角度看：

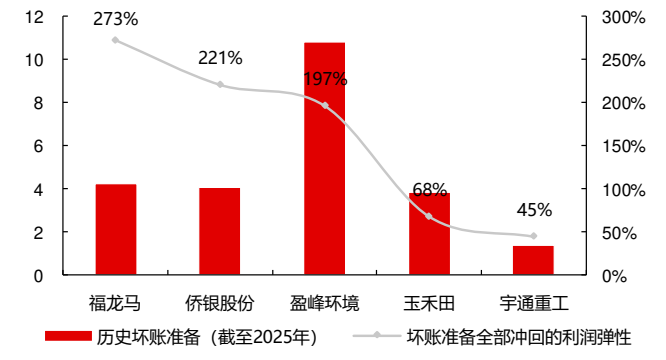
- **水务&垃圾焚烧：**测算减值冲回对水务、垃圾焚烧公司利润（以 2025 年归母净利润为基数）的弹性：创业环保、兴蓉环境、瀚蓝环境、三峰环境、旺能环境分别为 50.9%、43.8%、36.6%、31.1%、25.6%。地方政府化债利于地方政府偿付能力提升，故利于降低市场情绪对财政压力下后续回款进一步恶化的担忧，情绪侧有望好转；2025 年以来公用事业市场化改革、碳市场配额扩容、绿证强制消费、与数据中心协同等均利好相关企业盈利性保障和现金流改善，行业具备估值修复逻辑，2025 年垃圾焚烧、水务资产值得继续配置。
- **环卫：**测算减值冲回对环卫公司利润（以 2025 年归母净利润为基数）的弹性，福龙马、侨银股份、盈峰环境、玉禾田、宇通重工弹性分别为 273%、221%、197%、68%、45%。环卫服务属于城市运行的最基础必需性服务，且属于“三保”行列，地方政府化债将优先受益。

图 10：水务及垃圾焚烧公司历史坏账准备及冲回对利润弹性（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

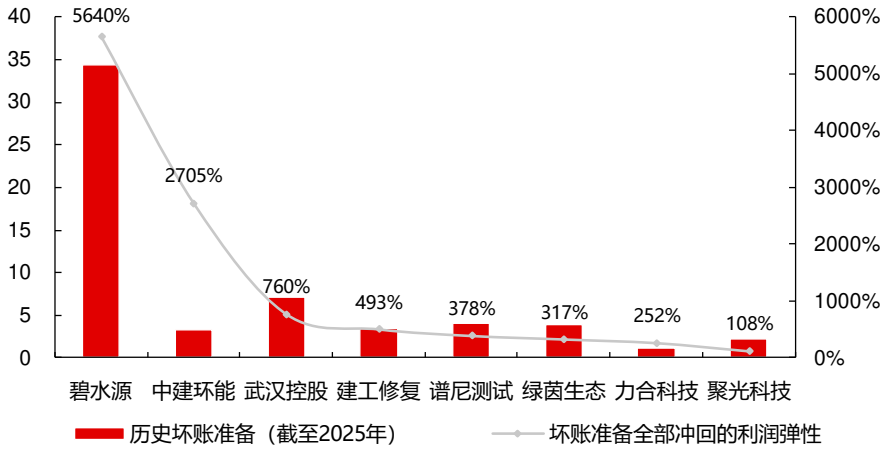
图 11：环卫公司历史坏账准备及冲回对利润弹性（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

- **其他代表性标的：**从其他历史坏账准备对 2025 年归母净利润基数高的环保企业来看，碧水源、中建环能、武汉控股、建工修复、谱尼测试、绿茵生态、力合科技、聚光科技弹性分别为 5640%、2705%、760%、493%、378%、317%、252%、108%。

图 12：其他代表性公司历史坏账准备及冲回对利润弹性（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：建工修复、谱尼测试 2024-2025 年归母业绩亏损，选取 2023 年归母作为基数；聚光科技 2025 年归母业绩亏损，选取 2024 年归母作为基数。）

风险提示

1、政策推进不及预期风险：目前部分具体文件仍未出台，可能存在政策推进进度及执行力度不及预期风险；

2、项目进度低于预期风险：项目前期需要完成土地选址、环评等一系列手续，每个项目总建设周期可能差别较大，项目投运节奏低预期将使得公司确认收入较慢。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。