

图表索引

图 1: 2024Q1-3 环保板块营收同比增长 2.1%	6
图 2: 2024Q1-3 环保板块归母净利润同比增长 1.8%	6
图 3: 2024Q1-3 环保板块扣非归母净利润同比减少 1.35%	6
图 4: 2024Q1-3 固废+水务扣非业绩同比增长 6.4%	7
图 5: 2024Q1-3 其他公司扣非业绩同比减少 10.7%	7
图 6: 2024Q1-3 固废+水务扣非归母净利润占比同比增长 4.0pct	7
图 7: 2024Q3 环保板块归母净利润同比增长 11.64%	8
图 8: 2024Q3 环保板块扣非归母净利润同比减少 9.98%	8
图 9: 环保板块经营性现金流净额情况	8
图 10: 2024Q1-3 环保板块净现比提升至 0.88	8
图 11: 2024Q3 环保板块经营性现金流净额同比改善 1.7%	9
图 12: 环保板块历年筹资性现金流净额情况	9
图 13: 环保板块历年投资现金流净额及增速	9
图 14: 板块自由现金流正持续改善	10
图 15: 截至2024Q3 末, 广发环保样本股基金配置占比达 0.33%, 环比降低 0.02pct	14
图 16: 2024Q3 广发环保样本股重仓股的基金配置比例环比变动百分点	15
图 17: “化债”对于环保企业的作用	18
图 18: 宝武、中石化、华润、中国铝业、五矿等央企入股中国资环集团	22
图 19: 建议关注再生资源行业全景图	23
图 20: 24H1 聚光科技仪器业务实现营收 9.68 亿元	30
图 21: 24H1 聚光科技仪器业务营收占比近七成	30
图 22: 聚光科技三大主营业务情况: 2024H1 仪器相关业务营收占比近七成	30
图 23: A、H 股 2019 至 2023 年分红率情况	33
图 24: A、H 股 2019 至 2023 年股息率情况	33
图 25: 公司历年营收和增速情况	34
图 26: 公司历年归母净利润和增速情况	34
图 27: 公司历年扣非归母净利润和增速情况	34
图 28: 公司毛利率和归母净利率情况	34
图 29: 水务运营贡献近 70%收入	35
图 30: 分业务毛利情况	35
图 31: 分业务毛利率情况	35
图 32: 公司产能情况	35
图 33: 公司污水结算量和水价情况	35
图 34: 公司供水量和水价情况	35
图 35: 公司历年减值情况	36
图 36: 截至 24Q3 公司应收账款规模达到 55.21 亿元	36
图 37: 公司应收账款分类情况 (账面价值)	36
图 38: 截至 24H1 公司应收污水处理费账龄情况	36

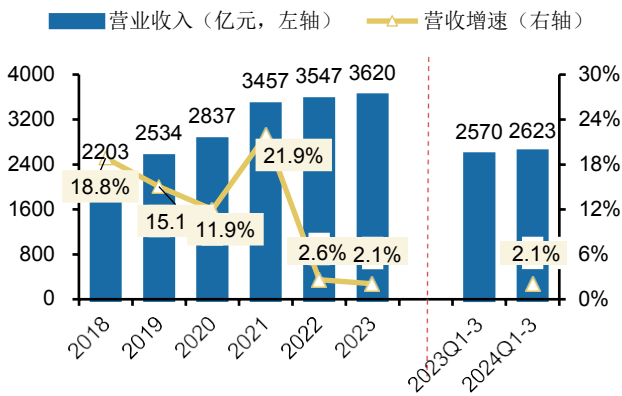
图 39: 武汉控股股权结构情况	37
图 40: 武汉市水务集团分业务收入情况	37
图 41: 武汉市水务集团分业务毛利率情况	37
图 42: 谱育科技 23 年营收为 12 亿元.....	38
图 43: 谱育科技 24H1 亏损 0.55 亿元	38
图 44: 2020、2021 年谱育科技的净利率可达 9.5%、12.9%	38
图 45: 激进并购+股权质押危机逐步清除, 泵业龙头重新聚焦主业	39
图 46: 中金环境近年营收保持稳健增长	39
图 47: 中金环境减值导致 20、21 年亏损, 盈利正改善.....	39
图 48: 中金环境分业务营业收入 (百万元)	40
图 49: 中金环境 2023 业收入占总收入比重上升至 88%.....	40
图 50: 23 年中金环境泵业贡献毛利润的 93% (百万元)	40
图 51: 中金环境泵业毛利率水平保持在 35%以上	40
表 1: 2024Q1-3 细分板块收入、业绩总览.....	10
表 2: 运营类环保公司 2024Q1-3 利润情况梳理	11
表 3: 2024Q1-3 环保公司 (除固废、水务) 利润、现金流情况梳理.....	12
表 4: 24Q3 基金重仓的前十大广发环保样本股个股的基金配置比例	15
表 5: 11 月 8 日全国人大常委会办公厅新闻发布会重点内容	16
表 6: 2023 年下半年至今“化债”相关政策及动态	17
表 7: 今年以来政策底并购重组重要性不断提升	18
表 8: 已公开并购整合规划的上市环保企业	19
表 9: 习近平总书记、李强总理关于组建中国资源循环集团有限公司做讲话 ...	20
表 10: 废电拆解市场较为集中, 其余细分行业处于相对分散状态	21
表 11: 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》重点支持再生资源 ..	22
表 12: 环保央国企上市公司梳理 (收盘日 2024/11/26)	24
表 13: 2017 年至今国央企入主的环保公司梳理 (收盘日 2024/11/26)	25
表 14: PB-MRQ 小于 1.2 的环保央国企 (收盘日 2024/11/26)	26
表 15: 21 至 23 年盈利下滑显著或 23 年利润绝对额较低的公司 (收盘日 2024/11/26)	27
表 16: 2019 年至今跌幅较多的环保国央企 (收盘日 2024/11/26)	27
表 17: 具有同业竞争承诺的部分国央企个股情况	28
表 18: 截至 2024H1, 公司共有 14 个 PPP 项目, 大部分进入运营付费/收尾阶段	30
表 19: 环保 A 股高股息资产梳理 (收盘日: 2024/11/26)	31
表 20: 环保 H 股高股息资产梳理 (收盘日: 2024/11/26)	32

一、2024 年回顾：稳健属性突出，成长仍在继续

(一) 板块复盘：Q3 板块归母净利实现正增长，现金流加速改善

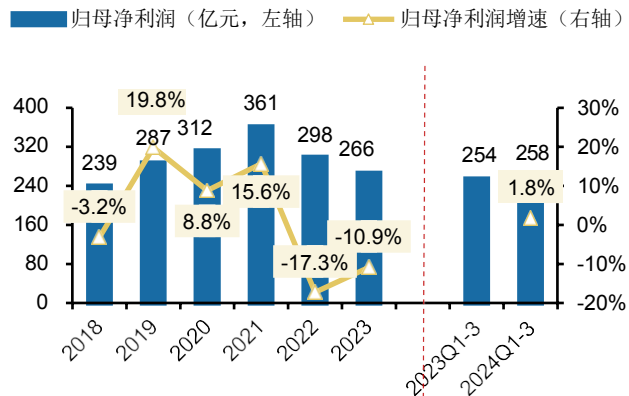
环保板块营收、归母净利保持稳健增长，同比增长 2.1%、1.8%。根据 ，自 PPP 整顿、地方政府降杠杆、并购资产爆雷导致 2018 年环保板块业绩同比下滑 3.2% 之后，2019 至 2021 年板块业绩增速持续改善；2022 年受到宏观环境反复，行业政策落实力度、订单释放情况、环保企业工程施工进度等环节均有所影响。2024 年以来，我们看到环保板块（指 GFHB 样本股，下同）营收业绩逐步修复并维持稳增态势，根据 数据计算 2024Q1-3 实现营收 2623 亿元（同比+2.1%）、归母净利润 258 亿元（同比-1.8%）、扣非归母净利润 212.04 亿元（同比-1.35%）。板块单季度迎来修复改善。

图 1：2024Q1-3 环保板块营收同比增长 2.1%



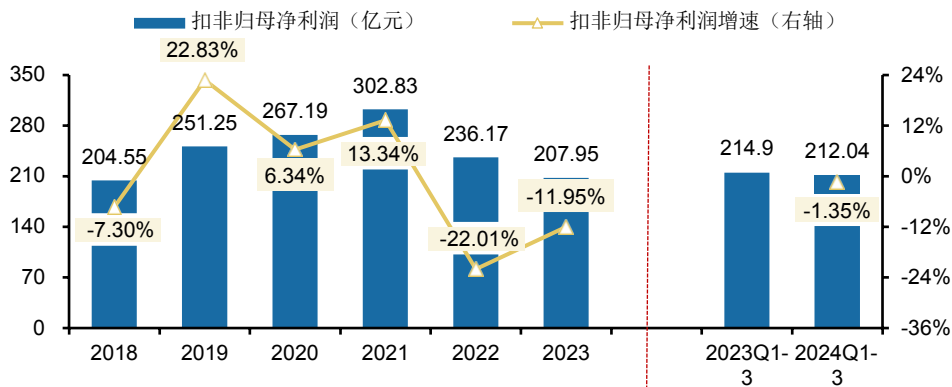
数据来源： ，

图 2：2024Q1-3 环保板块归母净利润同比增长 1.8%



数据来源： ，

图 3：2024Q1-3 环保板块扣非归母净利润同比减少 1.35%



数据来源： ，

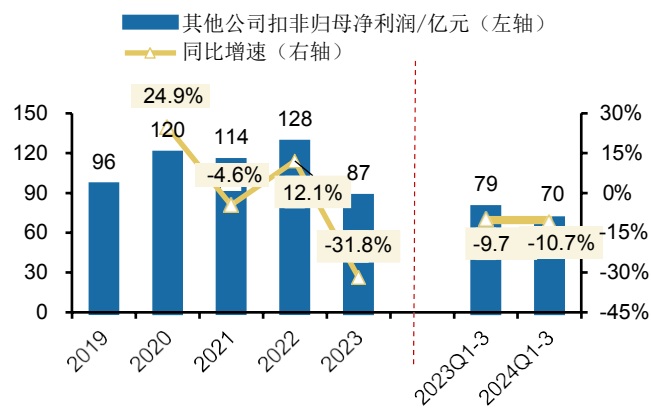
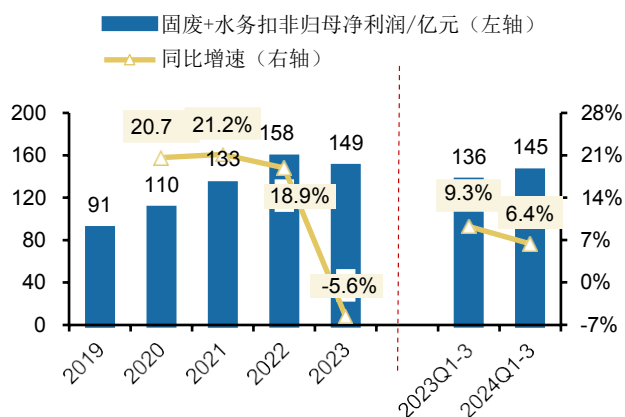
板块结构优化，2024Q1-3 固废+水务公司扣非归母净利润同比增长 6.4%，占环保板块比重同比增长 4.0pct。根据 ，2024Q1-3 固废+水务公司的扣非归母净利

润达 145 亿元（同比+6.4%），而其他公司扣非业绩则继续下滑 10.7%至 70 亿元。从结构上来看，固废+水务公司扣非业绩占比持续提升，2024Q1-3 固废+水务公司

的扣非归母净利润占比达到 67%，同比增加 4.0pct，彰显了其稳健的盈利能力，同时表明板块利润结构的持续优化。

图 4：2024Q1-3 固废+水务扣非业绩同比增长 6.4%

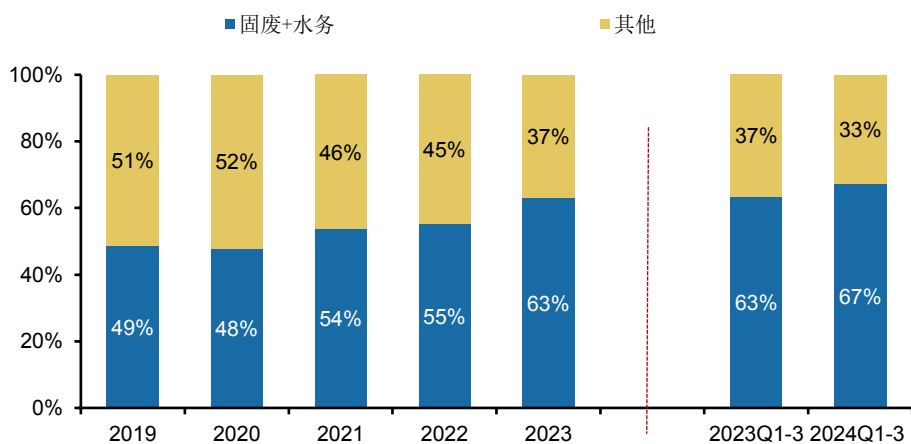
图 5：2024Q1-3 其他公司扣非业绩同比减少 10.7%



数据来源： ，

数据来源： ，

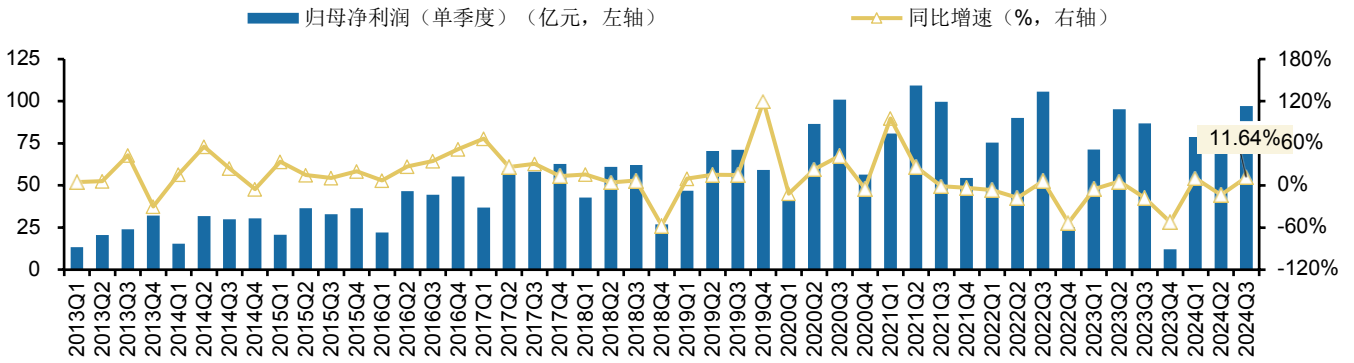
图 6：2024Q1-3 固废+水务扣非归母净利润占比同比增长 4.0pct



数据来源： ，

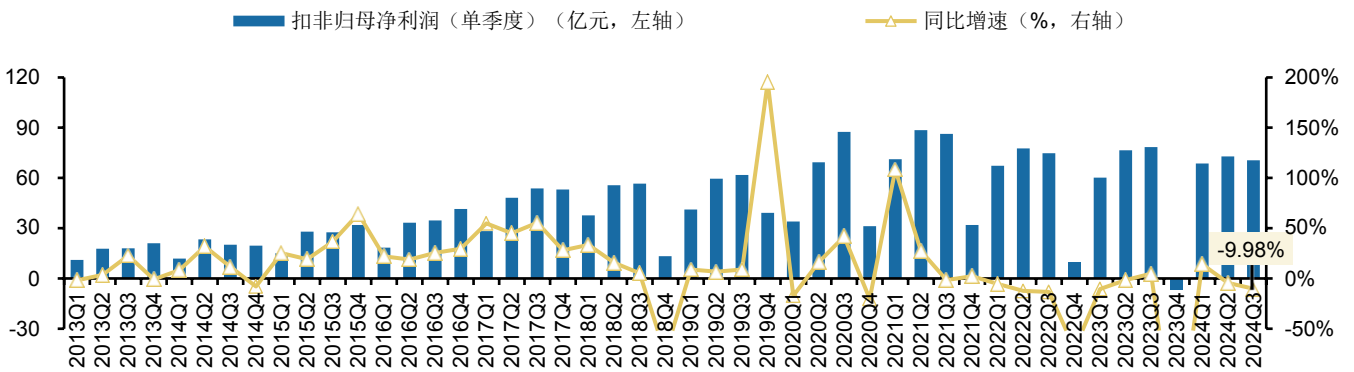
单三季度来看，环保板块归母净利增长亮眼（同比+11.64%）。根据 ，在 2023Q3 归母净利润同比下降 17.7%之后，2024 年以来一方面由于去年同期低基数，另一方面板块业绩在经济周期中体现出足够强的韧性，环保板块利润持续修复。受非经常性因素影响 2024Q3 扣非归母净利润同比下降 9.98%。伴随着固废、水务运营资产盈利稳健性逐步体现，环保装备、循环再生新兴赛道布局加速，应收账款问题随化债缓解，以及商誉减值风险释放，板块扣非归母净利润有望迎来好转。

图 7：2024Q3环保板块归母净利润同比增长11.64%



数据来源： ，

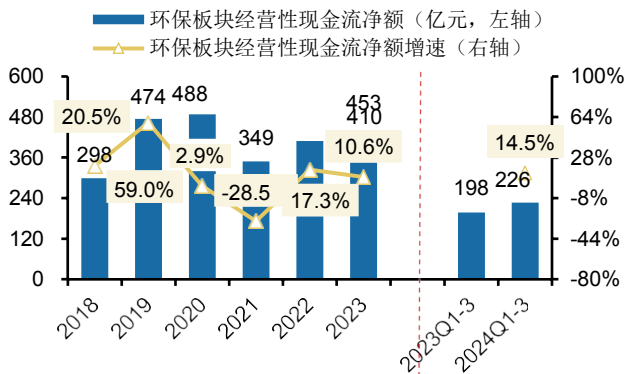
图 8：2024Q3环保板块扣非归母净利润同比减少9.98%



数据来源： ，

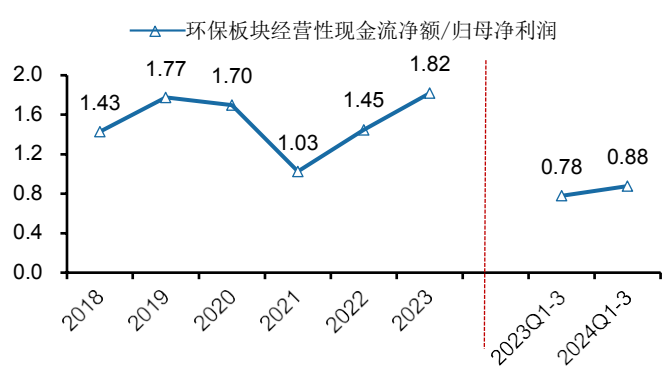
2024Q1-3 板块经营性现金流显著好转，同比增速达 14.5%。随着固废、水务等细分板块经营思路转变，逐步转向运营阶段，根据 ，环保板块经营性现金流净额 2024Q1-3 达 226 亿元（同比+14.6%），再次实现两位数同比增速，2024Q3 单季度经营性现金流净额达 121.6 亿元（同比+1.7%）。从净现比来看，2024Q1-3 板块净现比为 0.88（去年同期为 0.78），同样增速显著。

图 9：环保板块经营性现金流净额情况



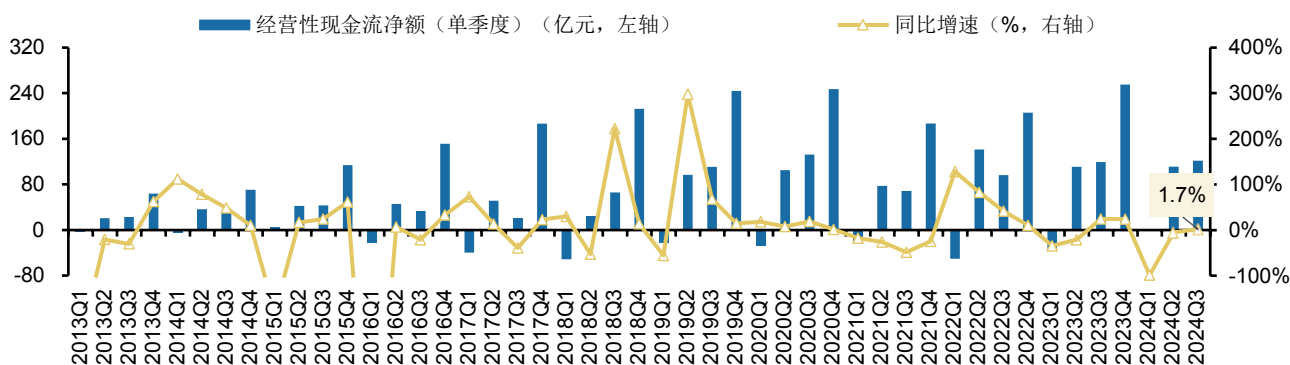
数据来源： ，

图 10：2024Q1-3环保板块净现比提升至0.88



数据来源： ，

图 11：2024Q3环保板块经营性现金流净额同比改善1.7%

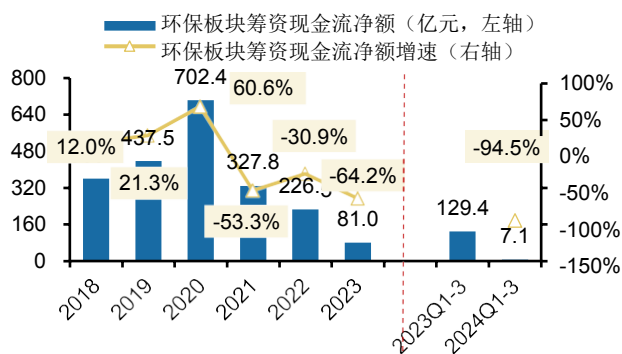


数据来源： ，

运营资产造血、资本开支收缩，期待板块自由现金流转正。伴随近年投产高峰期结束、新增项目投产放量，环保板块造血能力增强以及商业模式优化下融资需求缩减，根据 ，环保 2024Q1-3 筹资现金流净额为 7.1 亿元（同比-94.5%）。与此同时，

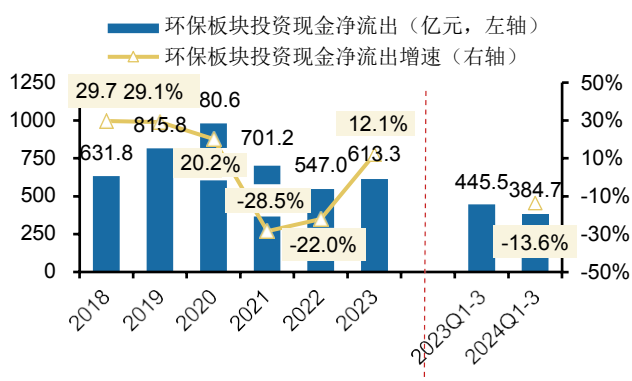
2023Q1-3 板块投资性现金流净流出 384.7 亿元（同比-13.6%），板块投资需求缩减下，投资性现金流流出有望持续下降。在经营性及投资性现金流多重向好下，我们期待板块自由现金流加速转正，持续改善环保行业企业分红能力。

图 12：环保板块历年筹资性现金流净额情况



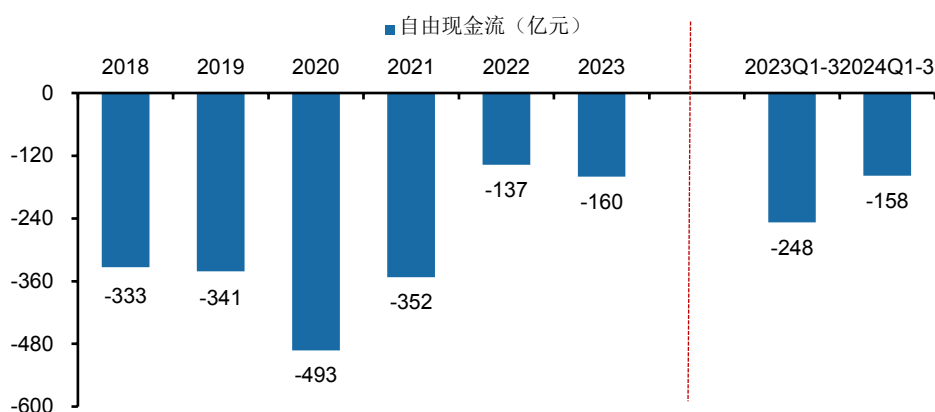
数据来源： ，

图 13：环保板块历年投资现金流净额及增速



数据来源： ，

图 14：板块自由现金流正持续改善



数据来源： ，

备注：本文自由现金流=经营现金流净额+投资现金流净额简算得出

（二）细分板块：运营资产盈利稳定、投资收缩，成长个股业绩亮眼

从利润层面看，2024Q1-3 垃圾焚烧、再生塑料表现亮眼。根据 ，从环保细分板块看，2024Q1-3 营收增速靠前的细分板块为危废资源化、再生塑料、环卫服务，同比增速分别达 27%、15%、10%；2024Q1-3 扣非归母净利润增速靠前的细分

板块为再生塑料、垃圾焚烧、环卫服务，同比增速分别达 24%、13%、12%；收入、利润增长同时为正增长的版块达 5 个，分别为垃圾焚烧、再生塑料、废油脂资源化、废电拆解、环卫装备、环卫服务。其余领域如水务板块，营业收入（Q1-3 同比-1%）、扣非归母净利润（Q1-3 同比+1%）基本保持稳定，亦可凸显水务类稳健资产经营属性。总体来说，垃圾焚烧、再生资源、环卫三大细分领域报告期内表现突出，值得跟踪关注。

表 1：2024Q1-3 细分板块收入、业绩总览

领域	子业务	营业收入			扣非归母净利润			
		2023 年增速	2017-2023 复合增速	2024Q1-3 增速	2023 年增速	2017-2023 复合增速	2024Q1-3 增速	2024Q3 增速
可再生能源	垃圾焚烧	2%	21%	3%	8%	24%	13%	12%
	生物质	17%	7%	-8%	2143%	-8%	-3%	14%
水	水处理	0%	11%	-7%	-52%	-21%	-23%	-52%
	水务	1%	18%	-1%	1%	7%	1%	-7%
循环再生	危废资源化	11%	44%	27%	-42%	25%	-8%	-18%
	再生塑料	19%	23%	15%	4%	26%	24%	16%
	动力电池回收	-17%	8%	-24%	-1028%	-258%	-70%	40%
	酒糟资源化	3%	5%	-4%	2%	-4%	-124%	-143%
	废油脂资源化	7%	67%	-14%	-55%	204%	5%	100%
	填埋气发电	-9%	12%	-5%	-254%	-209%	-915%	-1460%

	废电拆解	15%	11%	3%	-73%	-31%	7%	-353%
节能增效	节能制造	21%	16%	7%	184%	4%	-19%	-33%
	节能服务	-5%	13%	-33%	-3%	0%	-80%	-256%
膜法	膜法处理	3%	-4%	-9%	14%	-22%	-54%	-66%
环卫	环卫装备	-1%	11%	5%	-8%	11%	6%	-2%
	环卫服务	9%	28%	10%	4%	31%	12%	22%
监测	科学仪器	-2%	6%	2%	11%	-177%	-189%	-115757%
	监测	4%	6%	-1%	23%	-24%	-7%	-65%
大气	大气	-3%	8%	-8%	-30%	-25%	-26%	-41%
其他	生态修复	-18%	-12%	-9%	428%	-179%	-86%	-68%

数据来源： ，

从三季报看运营资产类公司盈利情况，经营稳健属性凸显。根据 ，2024Q1-3 超七成运营类环保公司（固废、水务）归母净利润实现正增长。其中，固废方面， 瀚蓝环境、伟明环保、圣元环保表现出众，2024Q1-3 归母净利润增速分别达 19%、

34%、12%；水务方面，首创环保、渤海股份、中原环保增长可观，2024Q1-3 归母净利润增速分别达 155%、21%、19%。板块经营稳健特点持续显现。

表 2：运营类环保公司 2024Q1-3 利润情况梳理

子领域	细分方向	证券简称	证券简称	市值 (亿元)	PE(TTM)	归母净利润 (亿元)		
						2023Q1-3	2024Q1-3	同比增速
可再生能源	垃圾焚烧	瀚蓝环境	600323.SH	175	10.6	11.66	13.85	19%
	垃圾焚烧	伟明环保	603568.SH	352	13.8	15.71	21.11	34%
	垃圾焚烧	军信股份	301109.SZ	67	13.0	4.03	4.07	1%
	垃圾焚烧	三峰环境	601827.SH	142	12.0	9.85	10.10	3%
	垃圾焚烧	城发环境	000885.SZ	86	8.1	8.78	8.64	-2%
	垃圾焚烧	上海环境	601200.SH	112	19.7	4.73	5.02	6%
	垃圾焚烧	旺能环境	002034.SZ	63	10.7	5.16	5.12	-1%
	垃圾焚烧	绿色动力	601330.SH	75	14.9	5.36	5.04	-6%
	垃圾焚烧	圣元环保	300867.SZ	37	23.3	1.32	1.48	12%
水务	水务运营	武汉控股	600168.SH	48	-	3.25	0.73	-78%
	水务运营	中原环保	000544.SZ	85	8.4	8.36	9.98	19%
	水务运营	江南水务	601199.SH	52	15.7	2.56	2.72	6%
	水务运营	洪城环境	600461.SH	119	10.7	8.88	9.22	4%
	水务运营	创业环保	600874.SH	83	10.6	6.61	6.78	2%
	水务运营	顺控发展	003039.SZ	90	32.5	1.84	2.05	11%
	水务运营	渤海股份	000605.SZ	39	193.7	0.10	0.12	21%
	水务运营	重庆水务	601158.SH	234	63.3	14.44	7.29	-49%
	水务运营	联泰环保	603797.SH	24	12.5	1.95	1.67	-15%
	水务运营	首创环保	600008.SH	236	6.7	12.77	32.51	155%

数据来源： ， 备注：截至

2024/11/26 收盘价

除此以外，可重点关注**环卫**、**装备仪器**有关个股表现。

(1) 环卫：从三季报表现来看，一些环卫公司的表现可圈可点。以玉禾田为例，环卫历史痛点在于回款（明显弱于固废/水务），根据 ，玉禾田 20 至 23 年应

收账款 10/15/23/33 亿元，处于急速膨胀的阶段。但玉禾田 2024Q1-3 经营性现金流净额为 4 亿元（同比+234%），应收增长放缓。民生项目化债政策对于回款能否持续改善值得期待；

(2) 科学仪器与装备：从三季报来看，一些科学仪器个股，如聚光科技，前三季度大幅扭亏为盈，收入订单持续扩大、费用收窄的背景下，全年业绩大幅转正趋势确立。科学仪器业务为自主开发 龙头（近期在半导体、实验室等有突破），受益高校、海关等政府机构设备更新采购；化债推动下环境监测仪器需求复苏、PPP 包袱解决的确定性提高。

表 3：2024Q1-3 环保公司（除固废、水务）利润、现金流情况梳理

子领域	证券简称	市值 (亿元)	PE(TTM)	归母净利润 (亿元)			经营性现金流净额 (亿元)		
				2023Q1-3	2024Q1-3	同比增速	2023Q1-3	2024Q1-3	同比增速
大气	远达环保	99.9	186.1	0.89	0.88	0%	1.71	4.17	144%
	永清环保	34.4	35.4	0.66	0.84	26%	0.96	1.33	38%
	清新环境	59.8	-	2.62	0.59	-77%	2.62	6.04	131%
	同兴环保	20.6	121.9	0.28	0.19	-31%	-1.54	1.11	-172%
	雪浪环境	17.4	-	0.01	-1.51	转盈为亏	-0.63	-1.16	84%
水处理	海峡环保	31.6	17.7	1.37	1.71	25%	2.61	-0.26	-110%
	中电环保	36.5	53.0	1.01	0.85	-17%	-0.22	1.48	-759%
	鹏鹞环保	42.6	27.4	3.12	2.09	-33%	0.79	0.56	-29%
	节能国祯	50.1	12.6	2.53	2.58	2%	1.59	2.74	72%
	中建环能	37.4	25.7	0.45	0.23	-48%	0.71	0.99	40%
	金达莱	31.7	17.3	1.08	1.08	0%	1.16	0.72	-38%
	万邦达	47.3	-	0.43	0.05	-88%	-1.97	-0.30	-85%
	博世科	26.7	-	-0.76	-0.57	-25%	2.96	1.63	-45%
	清水源	28.3	-	-0.08	-0.55	558%	0.06	0.46	721%
	兴源环境	47.9	-	-2.60	-1.54	亏损缩小	-1.00	0.67	-168%
环卫	盈峰环境	154.9	31.0	6.03	6.04	0%	3.23	-0.96	-130%
	福龙马	36.6	22.7	1.86	1.15	-38%	3.84	-1.36	-135%
	宇通重工	64.5	28.8	1.25	1.31	5%	1.60	3.53	121%
	侨银股份	40.3	13.9	2.69	2.42	-10%	-2.34	0.62	-126%
	玉禾田	60.5	10.8	4.60	4.96	8%	1.20	4.01	234%
	劲旅环境	23.4	15.3	0.91	1.14	26%	0.50	0.40	-19%
其他	蒙草生态	94.7	572.9	2.83	0.50	-82%	14.40	1.24	-91%
	国泰环保	23.2	18.3	1.13	1.01	-10%	1.30	0.67	-49%
	建工修复	19.6	99.9	0.57	0.09	-85%	0.08	-1.00	-1279%
	绿茵生态	22.4	25.4	0.77	0.52	-33%	-0.94	-0.16	-83%
	国中水务	65.7	-	0.67	0.09	-87%	0.56	-0.42	-175%
	太和水	14.5	-	-0.55	-0.36	亏损缩小	-0.98	-0.97	-2%
	艾布鲁	78.0	-	-0.03	-0.34	亏损扩大	0.63	0.26	-59%

	正和生态	17.8	-	-1.82	0.04	亏损缩小	0.09	1.51	1655%
	卓锦股份	8.5	-	-0.58	-0.42	亏损缩小	-0.95	-0.11	-89%
循环再生	赛恩斯	27.4	15.3	0.54	1.43	164%	0.34	-0.17	-149%
	高能环境	79.2	19.4	6.58	5.61	-15%	-11.98	2.19	-118%
	浙富控股	172.2	21.1	9.87	7.76	-21%	7.79	2.06	-73%
	飞南资源	77.8	40.4	1.69	1.81	7%	-6.42	6.19	-196%
	丛麟科技	28.4	42.7	0.97	0.75	-23%	1.53	1.35	-12%
	三联虹普	49.7	14.6	2.11	2.61	23%	0.74	1.17	58%
	英科再生	51.1	21.8	1.56	1.95	25%	1.86	2.49	34%
	天奇股份	53.0	-	-3.44	-0.58	亏损缩小	1.56	-1.56	-200%
	路德环境	12.9	-	0.26	-0.03	转盈为亏	-0.02	0.49	-3326%
	朗坤环境	44.9	20.1	1.49	1.93	30%	1.17	3.47	196%
	山高环能	26.8	-	0.18	-0.12	转盈为亏	3.76	0.90	-76%
	百川畅银	17.8	-	0.19	-0.74	转盈为亏	0.62	0.27	-56%
	华宏科技	44.4	-	-1.53	0.03	转亏为盈	4.67	0.67	-86%
	大地海洋	33.2	48.1	0.35	0.48	39%	-0.52	-0.41	-21%
	中再资环	96.1	127.2	0.54	0.63	17%	-3.14	-4.10	31%
	华新环保	28.4	59.9	0.82	0.40	-51%	-0.51	-0.45	-12%
节能装备	仕净科技	59.2	30.5	1.66	1.44	-14%	-3.00	-5.38	79%
	青达环保	17.9	17.9	0.21	0.34	64%	-1.26	-2.41	91%
	中金环境	62.8	26.6	2.16	2.52	17%	3.97	3.52	-11%
	美埃科技	48.5	25.2	1.29	1.49	15%	0.87	-0.43	-149%
	景津装备	110.2	11.8	7.40	6.65	-10%	0.99	5.89	493%
	盛剑科技	43.5	27.6	0.99	0.91		-3.06	-3.89	27%
	德固特	24.9	25.2	0.38	0.98	160%	0.28	-0.04	-116%
	维尔利	29.9	-	0.21	0.13	-37%	-1.13	2.08	-284%
	瑞晨环保	13.7	-	0.16	-0.42	转盈为亏	-0.23	-0.37	64%
	凯龙高科	14.9	-	-0.11	-1.16	亏损扩大	0.45	-0.16	-136%
膜法	中材节能	37.1	50.7	0.97	0.27	-72%	-2.64	-4.30	63%
	碧水源	206.6	63.8	3.98	-0.43	转盈为亏	-6.63	-8.03	21%
	金科环境	18.9	35.3	0.62	0.45	-27%	0.41	0.45	10%
	三达膜	45.0	15.8	1.82	2.12	17%	1.66	0.63	-62%
	久吾高科	28.6	52.9	0.12	0.20	76%	-0.31	0.62	-299%
	上海凯鑫	15.0	99.3	0.08	0.07	-7%	0.08	0.47	518%
	富淼科技	15.9	230.3	0.44	0.23	-46%	0.43	0.61	42%
	奥福环保	8.7	-	0.11	-0.28	转盈为亏	-0.60	0.64	-207%
监测	津膜科技	21.4	-	-0.14	-0.12	亏损缩小	-0.97	-0.29	-70%
	聚光科技	73.8	-	-1.76	1.18	转亏为盈	-3.29	0.79	-124%
	海能技术	10.4	44.0	0.17	-0.05	转盈为亏	-0.21	-0.16	-25%
	皖仪科技	18.8	-	0.18	-0.27	转盈为亏	0.76	0.20	-74%
	雪迪龙	45.3	28.9	1.22	0.76	-38%	1.18	1.43	21%
	理工能科	50.5	16.9	1.34	1.87	39%	1.14	1.43	25%

碧兴物联	15.3	-	0.18	-0.11	转盈为亏	-0.32	1.63	-614%
力合科技	25.9	82.1	0.37	0.22	-42%	-0.42	-1.39	231%

数据来源： ， 备注：截至

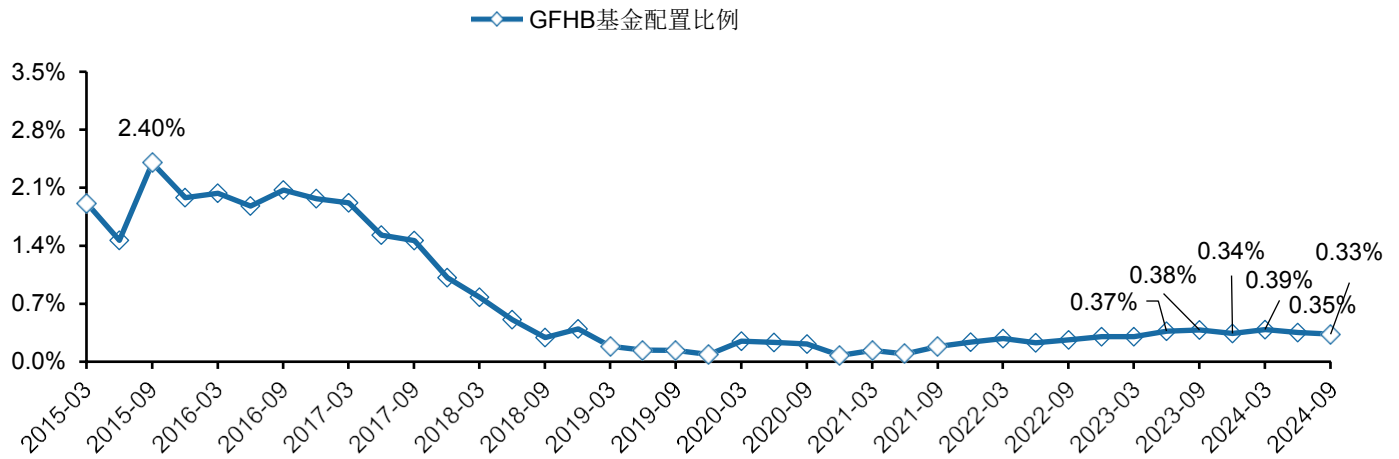
2024/11/26 收盘价

（三）Q3 基金配置比达 0.33% · 股息资产稳健、成长主线加配

截至2024Q3末，环保股基金配置占比达0.33%，同比下降0.05pct、环比下降0.02pct。根据 ，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，2020Q4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，但截至2024Q3末广发环保样本股基金配置占比仍仅0.33%，受大盘整体影响，配置占比环比下降0.02pct，同比下降0.05pct。

图 15：截至2024Q3末 · 广发环保样本股基金配置占比达0.33% · 环比降低0.02pct



数据来源： ，

备注：广发环保样本股：在申万分类的基础上进行调整，包含 127 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）。

成长类标的获得重视，持仓比例走高。根据 ，从环保板块机构持仓比重前十大来看，主要为稳健运营类资产的瀚蓝环境、伟明环保、中国天楹、洪城环境，以及设备+工程类资产景津装备、仕净科技等。24Q3聚光科技等持仓比例环比+0.016pct，受益于公司业绩改善、市场风格逐步向成长切换，此类公司获得加配。

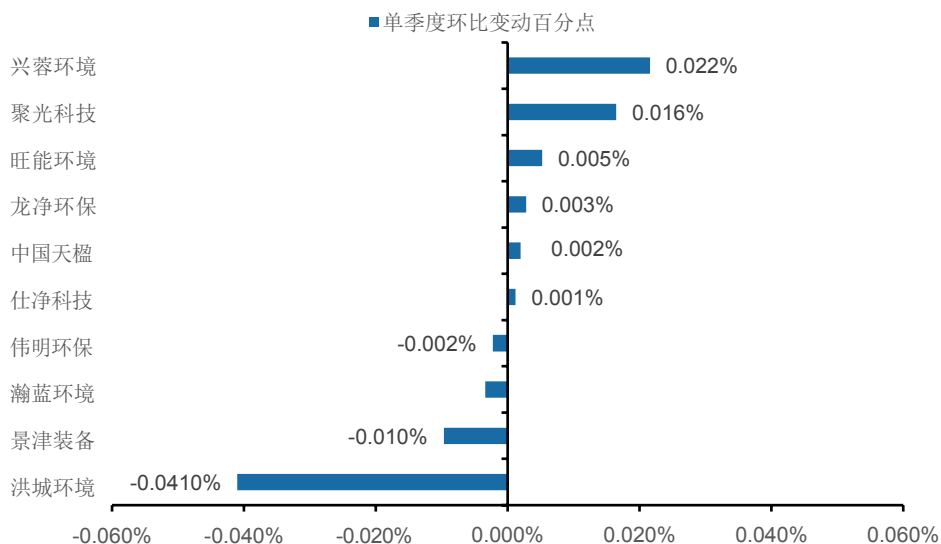
表 4：24Q3基金重仓的前十大广发环保样本股个股的基金配置比例

序号	重仓前十股票代码	公司简称	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30
1	603568.SH	伟明环保	0.068%	0.070%	0.054%	0.033%	0.027%
2	603279.SH	景津装备	0.049%	0.059%	0.053%	0.071%	0.072%
3	000035.SZ	中国天楹	0.036%	0.034%	0.024%	0.027%	0.029%
4	300203.SZ	聚光科技	0.025%	0.009%	0.034%	0.043%	0.038%
5	600323.SH	瀚蓝环境	0.019%	0.023%	0.004%	0.003%	0.004%
6	600461.SH	洪城环境	0.014%	0.055%	0.049%	0.023%	0.021%
7	301030.SZ	仕净科技	0.011%	0.009%	0.057%	0.007%	0.022%
8	002034.SZ	旺能环境	0.008%	0.003%	0.001%	0.001%	0.000%

数据来源： ，

备注：广发环保样本股：在申万分类的基础上进行调整，包含 127 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 16：2024Q3广发环保样本股重仓股的基金配置比例环比变动百分点



数据来源： ，

备注：广发环保样本股：在申万分类的基础上进行调整，包含 127 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、25 年展望：政策加码，滚动化债、恢复发展

（一）十万亿化债落地，滚动化债、恢复发展

十万亿化债落地——金额不是核心，滚动化债、恢复发展才是。根据团队报告《环保行业2024年三季报总结》，11月8日人大常委会通过《国务院关于提请审议增加地方债务限额置换存量影响债务的议案》，提出“6+4”万亿化债力度，但更重要的是：（1）化债工作思路转变，由“侧重于防风险向防风险、促发展并重”转变，存量债务化解不是根本，让地方政府恢复投融资能力才是；（2）“6+4”不是全部，会议提出“正在积极谋划下一步的财政政策、加大逆周期调节力度”，例如继续发行

超长期国债支持重点领域建设、加大以旧换新品种和规模、加大中央转移支付强化民生等重点领域投入等。我们认为相较于本次化债额度，我们更应该重视中央层面对于滚动化债、持续政策加码、推动经济复苏的决心。本次“6+4”万亿仅是开始，看好长期地方政府投资需求恢复、环保企业盈利/回款修复的投资潜力。

表 5：11 月 8 日全国人大常委会办公厅新闻发布会重点内容

内容

议案提出，在压实地方主体责任的基础上，**建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务**。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元。财政部拟定了 2024 年地方政府专项债务限额调整方案（草案）。

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，补充政府性基金财力，专门用于化债，**累计可置换隐性债务 4 万亿元**。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，**直接增加地方化债资源 10 万亿元**。

一方面，解决地方“燃眉之急”，缓释地方当期化债压力、减少利息支出。这次置换，近三年密集安排 8.4 万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模，让地方卸下包袱、轻装上阵。同时，由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，**置换后将大幅节约地方利息支出**。我们估算，五年累计可节约 6000 亿元左右。

从国际比较看，**我国政府负债率显著低于主要经济体和新兴市场国家**。根据国际货币基金组织统计数据，2023 年末 G20 国家平均政府负债率 118.2%，其中：日本 249.7%、意大利 134.6%、美国 118.7%、法国 109.9%、加拿大 107.5%、英国 100%、巴西 84.7%、印度 83%、德国 62.7%；G7 国家平均政府负债率 123.4%。同期我国政府全口径债务总额为 85 万亿元，其中，国债 30 万亿元，地方政府法定债务 40.7 万亿元，隐性债务 14.3 万亿元，政府负债率为 67.5%

发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。

扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比例。继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。

实施这样一次大规模置换措施，意味着我们化债工作思路作了根本转变：一是从过去的应急处置向现在的主动化解转变，二是从点状式排雷向整体性除险转变，三是从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变，四是**从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变**。从政策效应看，能够发挥“一石二鸟”作用。

数据来源：中国政府网，广发宏观《人大常委会审议通过的化债方案简评》，

以下内容及观点节选自广发宏观2024年11月8日发布报告《人大常委会审议通过的化债方案简评》，供参考：

根据中国人大网，十四届全国人大常委会第十二次会议于11月8日下午闭幕。1会议表决通过了全国人大常委会关于批准《**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。11月8日下午，全国人大常委会办公厅举行新闻发布会（下简称“发布会”），部分重点内容如下：

（1）用于化债的增量地方债规模为6万亿元，分2024-2026年三年实施，每年2万亿元；另一块增量财政资源是连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，五年对应4万亿元，**合计10万亿的化债额度**；

（2）“6+4”不是全部，会议指出“**目前我们正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度**”；会议再次强调**我国政府仍有较大举债空间和赤字提升空间**，2023 年末政府负债率为67.5%，低于主要经济体和新兴市场国家；发布会指出将“**扩大专项债发行规模**”；发布会指出“发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作，正在加快推进中”；发布会指出**将加大力度支持大规模设备更新，扩大**

消费品以旧换新的品种和规模。

(3) 框架、量级、思路，这是本轮财政政策扩张的三个关注点。发布会明确指出“实施这样一次大规模置换措施，意味着我们化债工作思路作了根本转变”，我们理解相对于数字来说，这才是本次化债方案最为核心的环节之一。**从侧重于防风险向防风险、促发展并重**，可以避免在总量收缩的环境下化债，避免总需求的内生压力，这对于经济的良性循环至关重要。

自2023年7月24日中央政治局会议提出“**要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案**”以来，针对解决地方政府隐性债务等风险的一系列政策和方案正陆续落地。**2023年至今，我国化债已取得阶段性成效**。根据2024年10月12日国新办发布会披露，2023年财政部安排了超过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。**

11月8日人大常委会通过《国务院关于提请审议增加地方债务限额置换存量影响债务的议案》，提出“6+4”万亿化债力度，**本次发布化债新政，保持“一揽子化债”政策的整体思路，但力度、成效上有望更甚，后续配套政策依旧值得期待。回顾2014至2017年化债历程，化债初期的政策只是开始，促发展为目标的政策组合拳值得期待。**

表 6：2023 年下半年至今“化债”相关政策及动态

时间	会议	相关核心内容
2024/11/8	十四届全国人大常委会第十二次会议	在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。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，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。
2024/9/26	中共中央政治局会议	要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用
2024/4/30	中共中央政治局会议	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。 要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展
2024/3/12	全国两会	制定实施一揽子化解地方债务方案，分类处置金融风险，守住了不发生系统性风险的底线
2023/12/22	全国财政工作会议	要严格落实既定化债举措，加大存量隐性债务化解力度，坚决防止新增隐性债务，健全化债长效机制，有效防范化解地方债务风险
2023/12/12	中央经济工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线
2023/7/24	中共中央政治局会议	“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”

数据来源：中国政府网、财务部、国务院等政府官网，

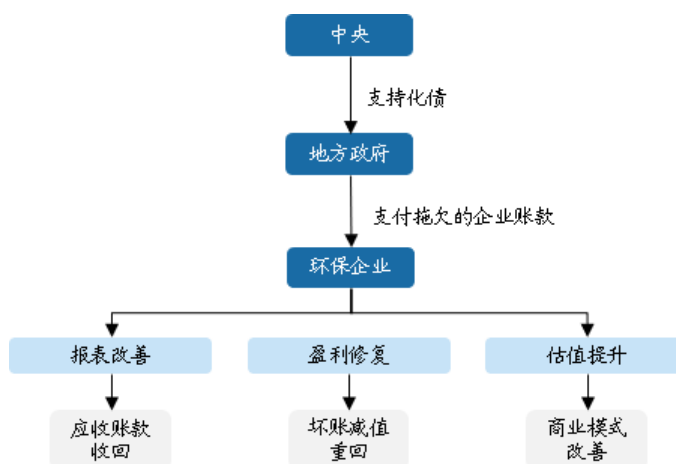
环保板块将如何受益于化债？根据 统计，截止2024Q3环保各类应收款项（应收账款+合同资产）超2355亿元，达到总资产规模的18.9%，相当于板块最新市值32%。我们过去集中发布的前三篇化债专题深度明确了化债对于环保的三重受益逻辑：

- (1) 应收账款+坏账冲回，改善三张表质量；
- (2) 地方恢复投融资能力，刺激环保新增需求释放；

(3) 订单+业绩+估值预期的三重修复。

特别的，水务、固废、监测、环卫、再生资源等是现代城市的民生刚需，历史应收账款多、长期特许经营的模式已经成熟，预期将是化债率先受益的方向之一。

图 17：“化债”对于环保企业的作用



数据来源：

(二) 政策加码并购重组，迈入市值管理政策元年

今年以来，政策面“并购六条”加码市值管理组合拳。根据广发策略《消除熊市思维后一个重要选股思路——周末五分钟全知道（10月第3期）》内容，市值管理是“以投资者为本+上市公司提质”的核心手段，今年以来市值管理政策不断加码，各类管理工具重要性提高，尤其是市值管理成效显著的并购重组等，4月新“国九条”、9月底一揽子逆周期组合拳中均把并购重组作为重要手段，并后续进一步出台“科八条”“并购六条”等明确引导科技企业并购、转型跨行业并购等。

表 7：今年以来政策底并购重组重要性不断提升

时间	相关文件/会议	主要内容
2024年2月5日	证监会上市司座谈会	会议表示：上市公司要切实用好 并购重组工具 ，下一步将 多措并举活跃并购重组市场 。 1.提高对重组估值的包容性。2.坚持分类监管。3.研究对 头部大市值公司重组实施“快速审核” ，支持行业龙头企业 高效并购优质资产 。4.支持“两创”公司并购处于同行业或上下游、与主营业务具有协同效应的优质标的，增强上市公司“硬科技”“三创四新”属性。5.支持上市公司（包括非同一控制下的上市公司）之间的 吸收合并 。
2024年4月12日	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	《意见》指出：1.总体要求。2.严把发行上市准入关。3.严格上市公司持续监管。 鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量 。4.加大退市监管力度。 加强并购重组监管 。5.加强证券基金机构监管，推动行业回归本源。 支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力 。6.加强交易监管，增强资本市场内在稳定性。7.大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。8.进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展，加大并购重组改革力度， 多措并举活跃并购重组市场 。健全上市公司 可持续信息披露制度 。9.推动形成促进资本市场高质量发展的合力。

提出措施：1.强化科创板“硬科技”定位。2.开展深化发行承销制度试点。3.优化科创板上市公司股债融资制度。4. **更大力度支持并购重组**。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性。5.完善股权激励制度。6.完善交易机制，防范市场风险。7.加强科创板上市公司全链条监管。8.积极营造良好市场生态。

《关于深化科创板改革·服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》
(科八条)
2024年6月19日

便利上市公司筹划和实施并购重组，全书分为三部分：1.并购重组规则概览，涵盖了并购重组监管的主要规则依据；2.2023年2月全面注册制以来**并购重组最新政策导向**，体现了对上市公司**高质量并购重组的支持力度**；3.聚焦市场普遍关注的估值定价、业绩承诺等问题。

《上市公司并购重组规则、政策与案例一本通》；《并购重组主要规则汇编》
2024年9月13日

并购六条提出六方面内容：1.支持上市公司向新质生产力方向转型升级；2.鼓励上市公司加强产业整合；3.进一步提高监管包容度；4.提升重组市场交易效率；5.提升中介机构服务水平；6.依法加强监管。

《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(并购六条)
2024年9月24日

1.推动重组股份对价分期支付落地。2.提高对同业竞争和关联交易的包容度，**便利上市公司并购重组**。3.新设**重组**简易审核程序。4.完善锁定期规则支持上市公司之间**吸收合并**。5.**鼓励私募基金参与上市公司并购重组**。

关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定(征求意见稿)；关于《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定(征求意见稿)》的说明
2024年9月24日

上交所相关负责人表示：**将持续深化并购重组市场化改革**，不断完善各项制度机制，强化市场沟通与服务，**引导市场各方规范开展并购重组活动**，共同营造支持高质量产业并购的良好市场生态。

2024年10月10日 上交所券商座谈会

数据来源：证监会、国务院、上交所、深交所官网、新华网，

可从五大方向筛选环保行业相关机会：(1) **方向一**：已公开并购整合的公司，可关注**瀚蓝环境**(拟私有化粤丰环保(01381.HK))、**美埃科技**(拟私有化港股捷芯隆(02115.HK))；(2) **方向二**：近年来国资入主的环保企业；(3) **方向三**：数年没有资本运作、市值下跌较多的央国企平台；(4) **方向四**：有动力保壳的主板公司(新九条退市新规：利润总额、净利润、扣非净利润三者中有负数且营收低于3亿元，从2024财务年度开始)；(5) **方向五**：其他小市值 or 壳价值 or 具备资产注入条件的公司。

表8：已公开并购整合规划的上市环保企业

代码	公司简称	股东属性	控股股东	事件
600323	瀚蓝环境	地市国资控股	佛山市南海供水集团有限公司	公告拟推动对于港股公司粤丰环保的私有化，涉及并购规模达百亿级，成功将跃升行业龙二的产能规模。
301259	艾布鲁	民营企业	钟儒波	中昊芯英(国内 TPU 架构 AI 算力芯片第一，中国的英伟达)将借壳艾布鲁进行上市，现已完成资产并购重组第一步，即艾布鲁 2.5 亿收购中昊芯英 7.69% 股权
300056	中创环保	民营企业	邢台潇帆(预期)	10月8日公告通过定增控股股东变成胡郁(人工智能领域专家，科大讯飞联合创始人)，旗下聆思科技后续可能会注入
688376	美埃科技	民营企业	MayAir International Sdn. Bhd.	公司公告拟私有化收购港股捷芯隆。标的公司业务覆盖东南亚、中国，以洁净室墙壁和天花板业务为主，加强产业协同。
600292	远达环保	央企国资控股	国家电力投资集团有限公司	拟收购五凌电力有限公司 100% 股权、国家电投长洲水电 64.93% 股权。
600187	国中水务	民营企业	上海鹏欣集团	拟收购诸暨文盛汇 51% 股权，从而间接控股汇源果汁

300210

森远股份

民营企业

北京中科信控创新创业科技发
展有限公司

实控人变更为中科信控，中科智算法人变更为森远股份总经理刘廷建，2023年11月8日晚间，森远股份回复交易所问询函，未来12个月内并没有改变上市公司主营业务或做出重大调整的计划。

数据来源： ，

（三）循环再生发力，中国资源循环集团加速产业整合

中国资源循环集团正式成立，打造全国性、功能性资源回收再利用平台，并购重组行业优秀企业。根据团队报告《环保行业2024年三季度报总结》，10月18日国资委公告经国务院批准，组建中国资源循环集团有限公司，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，列入国务院国资委履行出资人职责的企业名单，中国资源循环集团有限公司成立大会18日上午在天津举行。习近平总书记就组建中国资源循环集团有限公司作出重要指示强调：组建中国资源循环集团有限公司，**要着力畅通资源循环利用链条，打造全国性、功能性的资源回收再利用平台**。李强总理提出：**要搭建多层次、立体化、高效率的资源回收再利用体系，落实新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新行动，建设世界一流资源循环再利用产业集团**。中国资环集团董事长刘宇介绍，公司成立后将市场化重组整合国资央企相关资产和业务，同时发挥国有资本放大功能，**并购重组行业优秀企业，将企业打造成为覆盖多个重点再生资源回收品类，集仓储、加工、配送、以旧换新、标准制定输出等功能为一体的综合解决方案提供商**。通过资源回收领域央企的成立，资源回收被放到全新高度，助力行业全面走向正规化、市场化、头部化。

表 9：习近平总书记、李强总理关于组建中国资源循环集团有限公司做讲话

领导	讲话内容
习近平总书记	组建中国资源循环集团有限公司，是党中央着眼健全绿色低碳循环发展经济体系，全面推进美丽中国建设作出的重要决策部署。中国资源循环集团有限公司要完整、准确、全面贯彻新发展理念，深入落实全面节约战略，坚持循环利用、变废为宝，坚持创新驱动、开放合作， 着力畅通资源循环利用链条，打造全国性、功能性的资源回收再利用平台 ，推动国民经济循环质量和水平持续提升，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业作出积极贡献。
李强总理	要深入贯彻党中央决策部署和习近平总书记重要指示精神，牢记使命担当，聚焦国家战略， 搭建多层次、立体化、高效率的资源回收再利用体系，落实新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新行动，建设世界一流资源循环再利用产业集团 ，为保障国家资源安全、推动经济社会高质量发展作出贡献
中共中央政治局委员、国务院副总理张国清	要全面贯彻习近平总书记重要指示精神，落实李强总理批示要求，坚持聚焦主责主业，牢牢把握功能定位，强化技术创新、管理创新和商业模式创新， 着力畅通资源循环利用链条，提升资源循环利用水平，切实发挥“国家队”龙头作用，引领我国资源循环利用产业高质量发展。

数据来源：中国政府网，

中国资环集团业务涵盖回收网络建设、废钢回收、废电回收等，将充分发挥龙头企业作用。源自新华网报道，中国资环集团将同步设立多家专业化子公司，业务涵盖线下资源回收网络建设和废钢回收、电子产品等耐用消费品回收和以旧换新、新能源汽车和电动自行车废旧电池业务、退役风电和光伏设备回收、废有色金属回收以及废塑料回收加工等。此前由于再生资源行业上游废料来源分散，市场竞争格局极其分散，中小企业居多，此次中国资环集团正式成立有望充分发挥龙头企业作用，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，
请访问：<https://d.book118.com/075230331334012004>