

环保行业深度报告

垃圾焚烧新成长：愿为出海月，济济共潮生

增持（维持）

2026 年 01 月 19 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

研究助理 田源

执业证书：S0600125040008

tiany@dwzq.com.cn

投资要点

- **海外市场空间广阔，东盟十国及印度垃圾焚烧投资空间约 2500 亿元。**我们按 2024 年人口测算东盟 10 国及印度市场垃圾日产量达到 146 万吨/日。假设各国垃圾焚烧渗透率达到 50%（新加坡回收体系完备，假设达到 40%焚烧率），东盟十国及印度市场垃圾日焚烧量空间仍有 49.69 万吨，单吨投资以 50 万元谨慎估算，投资空间达到 2485 亿元。国内垃圾焚烧企业出海项目遍布东南亚&中亚等，康恒环境、中国天楹、军信股份、光大环境等运营出海领先，三峰环境设备&EPC 出海经验丰富。
- **海外 VS 国内项目案例收入测算：高处理费/高电价驱动海外项目单吨收入明显提升。**假设项目年运行天数 330 天，单位垃圾发电上网量分别为国内 320 度/吨、吉尔吉斯 410 度/吨、越南 370 度/吨、印尼 410 度/吨，我们测算国内垃圾处理量 1000 吨/天的项目单吨收入 268 元，吉尔吉斯/越南/印尼项目单吨收入分别为 324 元/413 元/582 元，单吨收入增幅分别为 21%/54%/117%，主要由海外项目高处理费+高电价共同驱动。
- **印尼通过单一化收入来源优化商业模式并提升支付主体信用等级。**①政策升级：从地方主导到国家主导，资金来源从地方预算到国家预算。②商业模式转变：取消地方政府主导的垃圾处理费补贴，与国家电力直签 30 年固定电价 0.20 美元/度。③范围扩大：计划全国范围内建设 33 座垃圾焚烧发电厂，总投资约合 56 亿美元，每座处理规模约 1000 吨/日。④进展迅速：印尼主权基金已于 2025 年 11 月启动首批垃圾发电项目招标，覆盖 7 个地区，所有审批流程走“绿色通道”。
- **印尼项目单吨收益大幅跃升，高电价溢价逻辑兑现。**国内 VS 印尼老项目 VS 印尼新项目经济性测算假设条件：①基础假设：1000 吨/日单项目年运行天数 330 天，资本金比例 30%，贷款比例 70%，折旧摊销年限 28 年，国内/印尼项目吨上网量分别实现 320/410 度/吨。②投资成本假设：国内项目单吨投资 50 万元，印尼项目单吨投资 100 万元。③融资成本假设：国内项目贷款利率 3%，印尼项目贷款利率 4%。④运营成本假设：国内项目营业成本 4300 万元，管理及其他费用率 7%；印尼项目经营成本比国内高出约 30%（折旧摊销外），管理及其他费用较国内高出约 30%。1) **国内基准模型测算：**①垃圾处理费单价 70 元/吨；②上网电价 0.65 元/度（超过 280 度/吨部分按 0.4 元/度）。测算得单吨收入 238 元/吨，单吨毛利 108 元/吨，单吨净利 66 元/吨，净利率 27.71%，ROE 14.51%。2) **印尼老项目测算：**①垃圾处理费单价 180 元/吨；②上网电价约 0.91 元/度。测算得单吨收入 487 元/吨（较国内基准模型+104%，下同），单吨毛利 279 元/吨（+159%），单吨净利 135 元/吨（+104%），净利率 27.71%（+0.01pct），ROE 14.84%（+0.33pct）。3) **印尼新项目测算：**①无垃圾处理费；②上网电价约 1.42 元/度。测算得单吨收入 512 元/吨（+115%），单吨毛利 305 元/吨（+183%），单吨净利 155 元/吨（+135%），净利率 30.23%（+2.52pct），ROE 17.04%（+2.52pct）。
- **印尼项目盈利能力受成本管控影响较大。**1) **投资成本：**若单吨投资从 100 万元降至 70 万元，ROE 将从 17.04%显著提至 31.44%。假设单吨投资分别为 70/80/90/100 万元，对应单吨净利分别为 200/185/170/155 元/吨，项目 ROE 分别为 31.44%/25.44%/20.77%/17.04%。2) **融资成本：**贷款利率每降低 1pct，ROE 将提升 1.82pct。假设贷款利率分别为 7%/6%/5%/4%，对应单吨净利分别为 105/122/138/155 元/吨，项目 ROE 分别为 11.58%/13.40%/15.22%/17.04%。3) **运营成本：**若印尼项目的经营成本、管理及其他费用从高出国内 30%降至与国内一致，ROE 将提升 2.39pct 至 19.43%。假设印尼项目经营成本、管理及其他费用较国内分别高出 0%/30%/50%，对应单吨净利分别为 177/155/140 元/吨，项目 ROE 分别为 19.43%/17.04%/15.44%。
- **垃圾焚烧板块提 ROE 逻辑持续兑现，出海新成长可期。**1) **出海新成长：**垃圾焚烧出海空间广阔，海外项目受益高电价&高处理费增收明显。印尼政策推动商业模式转为单一电费收入，若成本管控良好单吨收益提升明显。推荐【伟明环保】高冰镍&出海贡献有望超预期；【三峰环境】运营稳健&期待出海加速；【光大环境】【军信股份】红利价值&出海成长兼具。2) **提分红+提 ROE 兑现：**【瀚蓝环境】【绿色动力 A+H】【光大环境】【上海实业控股】【海螺创业】【永兴股份】【军信股份】。
- **风险提示：**海外政策变动风险，出海竞争格局加剧，税收政策变化。

行业走势



相关研究

《生物油专题系列 3：航空减碳当前唯一解，SAF 扩产周期中废油脂资源稀缺增值！》

2026-01-14

《重视 SAF 扩产周期中废油脂资源增值，长江大保护千亿资金加码管网建设与生态修复》

2026-01-12

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1. 垃圾焚烧新成长，出海市场广阔	4
1.1. 空间：东盟十国及印度市场垃圾焚烧投资空间约 2500 亿元.....	4
1.2. 进展：多家企业出海拓展，东南亚&中亚等市场大有可为	5
1.3. 海外 VS 国内项目对比：海外项目受益高处理费/高电价，单吨收入较国内提升明显	6
2. 印尼政策驱动商业模式优化，项目盈利能力强	8
2.1. 政策升级：商业模式优化&支付主体信用等级提升	8
2.2. 印尼模式单吨收益高，优化成本管控将显著提升项目盈利能力.....	10
2.2.1. 印尼垃圾焚烧发电项目经济性测算——基准模型.....	10
2.2.1. 印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——投资成本.....	12
2.2.2. 印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——融资成本.....	13
2.2.3. 印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——运营成本.....	14
3. 投资建议	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1:	东盟 10 国及印度市场垃圾焚烧市场空间测算.....	4
图 2:	东盟 10 国及印度市场垃圾焚烧市场空间测算.....	5
图 3:	国内垃圾焚烧企业主要海外项目及规模（运营类，截至 2025H1）.....	6
图 4:	国内垃圾焚烧企业主要海外项目及规模（施工总承包和设备销售类，截至 2025H1）.....	6
图 5:	国内外垃圾焚烧发电项目测算.....	7
图 6:	2018 年总统令和 2025 年总统令对比.....	9
图 7:	24 家企业入围首批垃圾发电项目遴选名单.....	9
图 8:	印尼垃圾焚烧发电项目经济性测算.....	11
图 9:	印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——投资成本.....	12
图 10:	印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——融资成本.....	13
图 11:	印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——融资成本.....	14
图 12:	垃圾焚烧企业估值表（估值日期：2026/1/18）.....	15

1. 垃圾焚烧新成长，出海市场广阔

1.1. 空间：东盟十国及印度市场垃圾焚烧投资空间约 2500 亿元

东南亚等海外市场空间广阔，我们按 2024 年人口测算东盟 10 国及印度市场垃圾日产量达到 146 万吨/日。受益于“一带一路”沿线国家城镇化率提升及基础设施建设需求释放，环保企业出海逻辑持续兑现。根据世界银行数据，我们对东盟 10 国及印度生活垃圾处理需求进行测算，2024 年印度及东盟 10 国人口合计 22.03 亿人，按各国人均生活垃圾日产量进行加权，生活垃圾日处理需求达 146.15 万吨。

按照单吨投资 50 万元测算垃圾焚烧投资空间达到 2485 亿元。东盟各国（除新加坡）垃圾处理结构亟待优化，目前仍以填埋及利用回收为主，焚烧发电占比处于低位，替代空间广阔。首先，前端收运体系尚不完备，生活垃圾源头收集率不足。其次，受制于技术禀赋差异，除新加坡外其余东盟国家更多依赖传统填埋甚至露天堆积，导致环境负荷较重。考虑到当地土地资源日益紧张及国际环保标准趋严，焚烧替代填埋将是长期确定的技术路径。假设各国垃圾焚烧渗透率达到 50%（新加坡回收体系完备，假设达到 40%焚烧率），东盟十国及印度市场垃圾日焚烧量空间仍有 49.69 万吨，单吨投资以 50 万元谨慎估算，投资空间达到 2485 亿元。

图1：东盟 10 国及印度市场垃圾焚烧市场空间测算

国家	焚烧	填埋	回收	堆肥
印度	13%	75%（填埋或露天）	/	/
印度尼西亚	2%	61%以上（未经处理）	14%	/
泰国	6%	62%	22%	/
菲律宾	5%	80%	5%	/
马来西亚	≤3%（垃圾焚烧及其他）	65%	32%	/
越南	≤13%（垃圾焚烧及其他）	71%	/	16%
缅甸	3%	53%	/	/
新加坡	38%	3%	57%	/
老挝	2%	34%	34%	/
柬埔寨	2%	44%	4%	4%
文莱	3%	70%	/	2%

数据来源：《老挝城市固体废物管理：与东盟地区和日本的环境影响、实践和技术比较分析》，《Characterization of urban waste management practices in developing Asian countries: A new analytical framework based on waste characteristics and urban dimension》，东吴证券研究所

图2：东盟 10 国及印度市场垃圾焚烧市场空间测算

国家	2024年人口（亿人）	人均生活垃圾日产量（kg）	垃圾日产量测算（万吨）	假设垃圾焚烧率目标	50%垃圾焚烧渗透率下垃圾日焚烧空间（万吨）
印度	14.689	0.57	83.72	50%	30.98
印度尼西亚	2.816	0.68	19.15	50%	9.19
泰国	0.670	1.07	7.17	50%	3.15
菲律宾	1.129	0.39	4.40	50%	1.98
马来西亚	0.341	1.18	4.02	50%	1.89
越南	1.011	0.30	3.03	50%	1.12
缅甸	0.513	0.28	1.44	50%	0.68
新加坡	0.604	3.76	22.70	40%	0.45
柬埔寨	0.173	0.20	0.35	50%	0.17
老挝	0.076	0.14	0.11	50%	0.05
文莱	0.004	1.40	0.06	50%	0.03
合计	22.03		146.15		49.69

数据来源：世界银行，东吴证券研究所

1.2. 进展：多家企业出海拓展，东南亚&中亚等市场大有可为

国内多家垃圾焚烧企业出海拓展，项目足迹遍布东南亚&中亚等，集中于越南、泰国、乌兹别克斯坦等地。目前康恒环境、中国天楹、军信股份、光大环境等运营项目出海呈现领先态势，三峰环境设备&EPC 出海经验丰富。从运营项目看，大体量标杆项目奠定区域格局。康恒环境据不完全统计，截至 25H1 海外 12 个项目的垃圾日处理量规模合计约 15000 吨/日，海外控股产能/国内控股已投运产能比达 36%。中国天楹打造越南河内 4000 吨/日等标杆项目，海外规模共计超 10000 吨/日，海外控股产能/国内控股投运产能比达 54%。军信股份差异化瞄准中亚市场，在吉尔吉斯斯坦与乌兹别克斯坦锁定 4 个项目共计 9000 吨/日处理规模，海外控股产能/国内控股已投运产能比达 76%，未来弹性较大。从 EPC 及设备项目看，三峰环境主持多个 EPC 及设备销售项目，设备出海足迹遍布全球。

图3：国内垃圾焚烧企业主要海外项目及规模（运营类，截至 2025H1）

公司	项目名称	国家	规模（吨/日）	披露规模合计（吨/日）	25H1国内控股投运（吨/日）	海外控股/国内控股投运
康恒环境	暖武里一期垃圾焚烧发电项目	泰国	1000	11400（不完全统计）， 25H1总计约15000（12个项目）	42225（24年底）	36%
	胡志明心生活垃圾焚烧发电项目	越南	2600			
	宁平生活垃圾焚烧发电项目	越南	500			
	望加锡生活垃圾焚烧发电项目	印尼	1300			
	撒马尔罕垃圾焚烧发电项目	乌兹别克斯坦	1500			
	卡什卡达里亚垃圾焚烧发电项目	乌兹别克斯坦	1500			
中国天楹	巴格达垃圾焚烧发电项目	伊拉克	3000	10468-10618	16450	57-58%
	河内朔山生活垃圾焚烧发电项目	越南	4000			
	河内兴安垃圾焚烧发电项目	越南	1000			
	富寿垃圾焚烧发电项目	越南	1000			
	清化垃圾焚烧发电项目	越南	1000			
	雅加达垃圾焚烧发电项目	印尼	1500			
	清迈宗通市垃圾焚烧发电项目	泰国	500-650			
军信股份	大士垃圾焚烧发电项目	新加坡	368	9000	11800	76%
	丹格朗垃圾发电厂（参股）	印尼	1100			
	比什凯克市垃圾科技处置发电项目	吉尔吉斯	1000+2000			
	奥什市垃圾科技处置项目	吉尔吉斯	2000			
	伊塞克湖州垃圾科技处置项目	吉尔吉斯	2000			
光大环境	阿拉木图市固废科技处置发电项目	哈萨克斯坦	2000	3900	138500	3%
	费尔干纳垃圾发电项目	乌兹别克斯坦	1500			
	纳曼干垃圾发电项目	乌兹别克斯坦	1500			
	顺化垃圾发电项目	越南	500			
中科环保	芹苴垃圾发电项目	越南	400	3500	11800	30%
	安集延垃圾焚烧项目	乌兹别克斯坦	1500			
	扬吉尤利垃圾焚烧项目	乌兹别克斯坦	800+1200			
瀚蓝环境	泰国曼谷农盛一期项目（参股）	泰国	500	3300	66190	0%
	泰国曼谷农盛二期项目（参股）	泰国	1400			
	泰国安努垃圾焚烧项目（参股）	泰国	1400			
旺能环境	太平省太瑞县瑞程乡垃圾焚烧发电项目	越南	600	600	21820	3%

数据来源：公司公众号，公司官网，Choice，东吴证券研究所

图4：国内垃圾焚烧企业主要海外项目及规模（施工总承包和设备销售类，截至 2025H1）

公司	项目名称	国家	合同金额（亿美元）	规模（吨/日）
三峰环境	越南河内塞拉芬垃圾焚烧发电项目	越南	0.6-0.7	1845
	越南胡志明市越星垃圾发电项目	越南		2000
	澳门垃圾焚化中心第三期扩建工程	中国港澳台	2.49	1300
	泰国呵叻府项目	泰国		700
	泰国佛统府垃圾焚烧发电项目	泰国	0.251-0.283	550
	萨拉布里五期焚烧炉供货合同	泰国		
	印度艾哈项目焚烧炉供货合同	印度		
	印度斋普尔项目焚烧炉供货合同	印度		
	马来西亚雪兰莪州再生能源电站一二期项目	马来西亚	0.056-0.085	
	埃塞俄比亚斯亚巴项目	埃塞俄比亚		1200
中国天楹	马尔代夫生活垃圾焚烧发电项目设计与采购（EP）合同	马尔代夫	0.515	500
	印度尼西亚雅加达首都特区南部服务区垃圾处理合作项目	印尼		1500
	Novasteam垃圾衍生燃料焚烧发电厂焚烧炉及锅炉设备销售合同	法国	0.403	
	清迈省宗通市建设垃圾焚烧发电项目	泰国		
康恒环境	胡志明心生活生活垃圾焚烧发电项目EPC合同	越南		2600

数据来源：公司公众号，公司官网，北极星环保网，东吴证券研究所

1.3. 海外 VS 国内项目对比：海外项目受益高处理费/高电价，单吨收入较国内提升明显

海外 VS 国内项目案例收入测算：假设项目年运行天数 330 天，单位垃圾发电上网量分别为国内 320 度/吨、吉尔吉斯 410 度/吨、越南 370 度/吨、印尼 410 度/吨，以国内项目数据为基准进行测算比较：

高处理费/高电价驱动海外项目单吨收入明显提升：我们测算国内垃圾处理量 1000 吨/天的项目单吨收入 268 元，吉尔吉斯/越南/印尼项目单吨收入分别为 324 元/413 元/582 元，单吨收入增幅分别为 21%/54%/117%，主要由海外项目高处理费+高电价共同驱动。

1) 基准模型测算：以国内日垃圾处理量 1000 吨的项目为例，假设吨投资 50 万元，项目年运行天数 330 天，测算得出单吨收入 268 元/吨，其中：①垃圾处理单价 70 元/吨，得到垃圾处理费收入达到 2310 万元/年；②假设单位垃圾上网发电量 320 度/吨，上网电价约 0.65 元/度，得到上网发电收入达到 6534 万元/年。综上收入合计 8844 万元/年，测算得出单吨收入 268 元/吨。

2) 吉尔吉斯 1000 吨/日项目案例：吨投资约 67 万元（较国内项目+35%，下同），垃圾处理单价约 121 元/吨（较国内项目+72%，下同），上网电价约 0.50 元/度，测算单吨收入 324 元/吨（较国内项目+21%，下同）。

3) 越南 4000 吨/日项目案例：吨投资约 57 万元（+14%），垃圾处理单价约 149 元/吨（+113%），上网电价约 0.71 元/度，测算单吨收入 413 元/吨（+54%）。

4) 印尼 1000 吨/日项目（按新项目假设）：吨投资约 100 万元（+100%），无处理费，上网电价高达 0.20 美元/度（按美元兑人民币汇率 0.71，约 1.42 元人民币/度），测算单吨收入 582 元/吨（+117%）。

图5：国内外垃圾焚烧发电项目测算

海外VS国内垃圾焚烧发电项目测算	国内项目	海外项目案例		
汇率换算：1美元=7.1人民币	基准模型假设	吉尔吉斯项目案例	越南项目案例	印尼项目假设
垃圾处理量（吨/日）	1000	1000	4000	1000
单吨投资（万元）	50	67	57	100
单吨投资增幅		35%	14%	100%
总投资（万元）	50000	67450	227200	100000
假设年运行天数（日）	330	330	330	330
垃圾处理单价（元/吨）	70	121	149	0
处理费增幅		72%	113%	/
垃圾处理费收入（万元/年）	2310	3983	19681	0
处理费收入占比	26%	37%	36%	0%
假设单位垃圾发电上网量（度/吨）	320	410	370	410
上网电价（元/度）-注：国内280度/吨以内	0.65	0.50	0.71	1.42
上网发电收入（万元/年）	6534	6724	34850	19213
电费收入占比	74%	63%	64%	100%
其中：央补（万元/年）	1386	/		
其中：省补（万元/年）	924			
收入合计（万元/年）	8844	10708	54531	19213
单吨收入（元/吨）	268	324	413	582
单吨收入增幅		21%	54%	117%

数据来源：公司公告，丝路新观察，环卫科技网，国际节能环保网，东吴证券研究所

2. 印尼政策驱动商业模式优化，项目盈利能力强

2.1. 政策升级：商业模式优化&支付主体信用等级提升

印尼通过单一化收入来源优化商业模式并提升支付主体信用等级，决心大力推动垃圾焚烧发电项目建设。在印度尼西亚 2018 年 35 号总统令的背景下，印尼垃圾焚烧项目的盈利来源包括电费和地方政府支付的垃圾处理费，资金主要来源于地方预算，中央预算可提供最高每吨 50 万印尼盾的垃圾处理服务费补贴。然而，中央与地方之间缺乏高效的拨付机制，导致中央补贴悬空，最终加重了地方政府的财政压力，资金缺口导致大量项目停滞。2025 年 109 号新总统令取消垃圾处理费，通过直接与国家电力签订固定电价来确保垃圾发电项目的收益，电价统一大幅提升至 0.2 美元/千瓦时。若新上网电价导致电力公司（PLN）平均发电成本上升或需开发特殊设施，PLN 有权获得政府补偿，项目的支付风险从地方政府转移至信用等级较高的国家电力公司。

- ① **政策升级：**从地方主导到国家主导，由主权基金 Danantara 遴选合作企业，资金来源从地方预算到国家预算。Danantara 计划在每个项目中持有至少 30% 股权，必要时可进一步增持至 51% 控股地位。
- ② **商业模式转变：**取消了地方政府主导的垃圾处理费补贴，直接与 PLN 签订为期 30 年的电价协议，电价高达 0.20 美元/度，电价直接提高约 50%。
- ③ **范围扩大：**计划全国范围内建设 33 座垃圾焚烧发电厂，总投资约合 56 亿美元，每座处理规模约 1000 吨/日。
- ④ **进展迅速：**印尼主权基金 Danantara 已于 2025 年 11 月启动首批垃圾发电项目招标，覆盖雅加达、日惹、巴厘岛、万隆、勿加泗、丹格朗、三宝壟 7 个地区，所有审批流程走“绿色通道”。从政策演进看，2018 年总统令在地方执行层面仍受制于资金补贴等现实困难，项目落地受阻。2025 年总统令进一步明确央地责任边界、提高电价优化商业模式并快速推进招标流程，表明了印尼政府推动垃圾焚烧发电行业发展的决心。

图6：2018 年总统令和 2025 年总统令对比

政策变化对比	2018年35号总统令	2025年109号总统令
投资主体	地方政府/省政府主导，选定开发商	主权基金/国资平台统筹选定开发商
目标	垃圾管理旨在提高公众健康和环境质量；将垃圾作为资源，获得垃圾发电的附加值。	应对因大量垃圾未得到管理而导致的垃圾紧急状况，缓解环境污染、生态破坏及公众健康问题；将垃圾转化为可再生能源，用于支持国家能源安全；推动基于“污染者付费”原则的垃圾管理，使每个人对其产生的垃圾承担责任。
范围	加快在以下12个地区建设垃圾发电厂：雅加达首都特区、丹格朗市、南丹格朗市、勿加泗市、万隆市、三宝壟市、索洛市、泗水市、望加锡市、登巴萨市、巨港市、美娜多市。	印尼计划全国范围内建设 33 座垃圾焚烧发电厂，总投资约合 56 亿美元，并已被纳入印尼国有电力公司 PTPLN 的长期电力采购计划作为可再生能源类别管理。印尼主权基金Danantara于 2025年11月6日启动首批垃圾发电项目招标，7个地区：雅加达、日惹、巴厘岛、万隆、勿加泗、丹格朗、三宝壟。
电价	a. 对于容量不超过20兆瓦的，连接到高压、中压或低压电网的，价格为13.35美分/千瓦时； b. 对于容量超过20兆瓦，连接到高压或中压电网的，按以下公式计算：采购价格（美分/千瓦时）= 14.54 - (0.076 × 装机容量)	享有优先接入电网的权利，购电价格定为每千瓦时0.20美元，适用于所有装机容量，电力购买协议有效期30年。
垃圾处理服务费	垃圾处理服务费补助金额，最高为每吨垃圾50万印尼卢比。由地方政府支付，国家收支预算资金应向地方政府提供垃圾处理服务费补助。	/

数据来源：18 年印尼总统令 (Perpres 35/2018)，25 年印尼总统令 (Perpres 109/2025)，东吴证券研究所

我国垃圾焚烧发电行业发展成熟，中资企业深受印尼认可。印尼国家主权基金 Danantara 已于 2025 年 10 月 31 日宣布 24 家公司入围首批垃圾发电项目遴选名单，其中 20 家为中国企业。印度尼西亚于 2025 年 11 月启动首批招标范围（包含 7 个地区），每座垃圾发电设施预计投资 2.5 万亿-3.2 万亿印尼盾（10.48 亿元-13.41 亿元）。首批项目招标结果将于 2026 年第一季度公布。

图7：24 家企业入围首批垃圾发电项目遴选名单

序号	国家	名称
1	中国	中国光大环境（集团）有限公司
2		中国冶金科工集团印尼有限公司
3		中国节能环保集团有限公司
4		协鑫智慧能源（苏州）有限公司
5		重庆三峰环境集团股份有限公司
6		绿色动力环保集团股份有限公司
7		康恒印度尼西亚控股有限公司
8		湖南建工集团有限公司
9		城发环境股份有限公司
10		中国海螺创业控股有限公司
11		中国天楹股份有限公司
12		浙能锦江环境印尼有限公司
13		旺能环境股份有限公司
14		浙江伟明环保股份有限公司
15		北京中科润宇环保科技有限公司
16		天津泰达环保有限公司
17		瀚蓝环境股份有限公司
18		北京高能时代环境技术股份有限公司
19		武汉天源集团股份有限公司
20		侨银城市管理股份有限公司
21	日本	三菱重工环境化学工程株式会社
22		伊藤忠商事株式会社
23		科纳维股份有限公司（原：日立造船株式会社）
24	新加坡	威立雅环境服务亚洲有限公司

数据来源：Danantara Indonesia，E20 水务固废网，东吴证券研究所

2.2. 印尼模式单吨收益高，优化成本管控将显著提升项目盈利能力

2.2.1. 印尼垃圾焚烧发电项目经济性测算——基准模型

参考《印度尼西亚垃圾发电项目行业分析和经济评价》及垃圾焚烧发电行业整体水平，我们作出国内 VS 印尼老项目 VS 印尼新项目经济性测算假设条件：①**基础假设**：垃圾处理量 1000 吨/日的单项目年运行天数 330 天，资本金比例 30%，贷款比例 70%，折旧摊销年限 28 年，国内/印尼项目吨上网量分别实现 320/410 度/吨。②**投资成本假设**：国内项目单吨投资 50 万元，印尼项目单吨投资 100 万元。③**融资成本假设**：国内项目贷款利率 3%，印尼项目贷款利率 4%。④**运营成本假设**：国内项目营业成本 4300 万元，管理及其他费用率 7%；印尼项目经营成本比国内高出约 30%（折旧摊销外），管理及其他费用较国内高出约 30%。以国内项目数据为基准进行测算比较，印尼项目单吨收益大幅跃升，高电价溢价逻辑兑现，利润端受成本管控影响较大。

1) 国内基准模型测算：①垃圾处理费收入：假设单价 70 元/吨，带来收入 2171 万元/年（不含税，下同）；②上网发电收入：上网电价 0.65 元/度（超过 280 度/吨部分按 0.4 元/度），带来收入 5685 万元/年。收入合计 7856 万元/年，测算得出单吨收入 238 元/吨，单吨毛利 108 元/吨，单吨净利 66 元/吨，净利率 27.71%，ROE 14.51%。

2) 印尼老项目测算：①垃圾处理费收入：假设单价 180 元/吨，带来收入 5227 万元/年；②上网发电收入：上网电价约 0.91 元/度，带来收入 10835 万元/年。收入合计 16062 万元/年，测算得出单吨收入 487 元/吨（较国内基准模型+104%，下同），单吨毛利 279 元/吨（+159%），单吨净利 135 元/吨（+104%），净利率 27.71%（+0.01pct），ROE 14.84%（+0.33pct）。

3) 印尼新项目测算：①无垃圾处理费收入；②上网发电收入：上网电价约 1.42 元/度，带来收入 16907 万元/年。测算得出单吨收入 512 元/吨（+115%），单吨毛利 305 元/吨（+183%），单吨净利 155 元/吨（+135%），净利率 30.23%（+2.52pct），ROE 17.04%（+2.52pct）。

图8：印尼垃圾焚烧发电项目经济性测算

印尼垃圾焚烧发电项目经济性测算	国内基准模型假设	印尼老项目假设	印尼新项目假设
汇率换算：1美元=7.1人民币			
垃圾处理量（吨/日）	1000	1000	1000
单吨投资（万元）	50	100	100
单吨投资增幅		100%	100%
总投资（万元）	50000	100000	100000
假设资本金比例	30%	30%	30%
假设贷款比例	70%	70%	70%
假设折旧摊销年限（年）	28	28	28
假设年运行天数（日）	330	330	330
垃圾处理单价（元/吨）	70	180	0
处理费增幅		167%	/
垃圾处理费增值税率	6%	12%	12%
垃圾处理单价（元/吨，不含增值税）	66	158	0
垃圾处理费收入（万元/年，不含增值税）	2171	5227	0
处理费收入占比	28%	33%	0%
假设单位垃圾发电上网量（度/吨）	320	410	410
上网电价（元/度）-注：国内超280度/吨无补贴，按0.4元/度	0.65	0.91	1.42
电费增值税率	13%	12%	12%
上网电价（元/度，不含增值税）-注：国内超280度/吨无补贴，按0.348元/度	0.57	0.80	1.25
上网发电收入（万元/年，不含增值税）	5685	10835	16907
电费收入占比	72%	67%	100%
其中：央补（万元/年，不含增值税）-按0.15*87%/度	1206	/	/
其中：省补（万元/年，不含增值税）-按0.1*87%/度	804	/	/
收入合计（万元/年，不含增值税）	7856	16062	16907
单吨收入（元/吨）	238	487	512
单吨收入增幅		104%	115%
假设印尼项目经营成本较国内高出（折旧摊销外）		30%	30%
营业成本（万元/年）	4300	6840	6840
其中：经营成本	2514	3269	3269
其中：折旧摊销	1786	3571	3571
毛利（万元/年）	3556	9222	10067
单吨毛利（元/吨）	108	279	305
单吨毛利增幅		159%	183%
毛利率	45.26%	57.42%	59.54%
相较于基准模型毛利率变动（±pct）		+12.15pct	+14.28pct
期间费用（万元/年）	1600	3515	3515
期间费用率	20%	22%	21%
假设贷款利率	3%	4%	4%
财务费用（万元/年）	1050	2800	2800
财务费用率	13%	17%	17%
假设印尼项目管理及其他费用较国内高出		30%	30%
管理及其他费用（万元/年）	550	715	715
管理及其他费用率	7%	4%	4%
处理费增值税冲回（万元/年，70%即征即退，适用国内）	97	政策暂未明确	
电费增值税冲回（万元/年，100%即征即退，适用国内）	849		
税前利润（万元/年）	2903	5707	6552
所得税率	25%	22%	22%
净利润（万元/年）	2177	4452	5111
单吨净利（元/吨）	66	135	155
单吨净利增幅		104%	135%
净利率	27.71%	27.71%	30.23%
相较于基准模型净利率变动（±pct）		+0.01pct	+2.52pct
ROE	14.51%	14.84%	17.04%

数据来源：《印度尼西亚垃圾发电项目行业分析和经济评价》，Danantara Indonesia，东吴证券研究所测算

2.2.1. 印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——投资成本

若单吨投资从 100 万元降至 70 万元，项目 ROE 将从 17.04% 显著提升至 31.44%。

我们在基准模型下考虑投资成本对印尼新项目盈利能力的敏感性测算，假设单吨投资分别为 70/80/90/100 万元，对应单吨净利分别为 200/185/170/155 元/吨，项目 ROE 分别为 31.44%/25.44%/20.77%/17.04%。

图9：印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——投资成本

印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——投资成本		国内基准模型假设				
汇率换算：1美元=7.1人民币		印尼新项目假设				
垃圾处理量 (吨/日)	1000	1000	1000	1000	1000	1000
单吨投资 (万元)	50	70	80	90	100	
单吨投资增幅		40%	14%	13%	11%	
总投资 (万元)	50000	70000	80000	90000	100000	
假设资本金比例	30%	30%	30%	30%	30%	
假设贷款比例	70%	70%	70%	70%	70%	
假设折旧摊销年限 (年)	28	28	28	28	28	
假设年运行天数 (日)	330	330	330	330	330	
垃圾处理单价 (元/吨)	70	0	0	0	0	
处理费增幅		/	/	/	/	
垃圾处理费增值税率	6%	12%	12%	12%	12%	
垃圾处理单价 (元/吨, 不含增值税)	66	0	0	0	0	
垃圾处理费收入 (万元/年, 不含增值税)	2171	0	0	0	0	
处理费收入占比	28%	0%	0%	0%	0%	
假设单位垃圾发电上网量 (度/吨)	320	410	410	410	410	
上网电价 (元/度) -注：国内超280度/吨无补贴，按0.4元/度	0.65	1.42	1.42	1.42	1.42	
电费增值税率	13%	12%	12%	12%	12%	
上网电价 (元/度, 不含增值税) -注：国内超280度/吨无补贴，按0.348元/度	0.57	1.25	1.25	1.25	1.25	
上网发电收入 (万元/年, 不含增值税)	5685	16907	16907	16907	16907	
电费收入占比	72%	100%	100%	100%	100%	
其中：央补 (万元/年, 不含增值税) -按0.15*87%/度	1206	/				
其中：省补 (万元/年, 不含增值税) -按0.1*87%/度	804					
收入合计 (万元/年, 不含增值税)	7856	16907	16907	16907	16907	
单吨收入 (元/吨)	238	512	512	512	512	
单吨收入增幅		115%	115%	115%	115%	
假设印尼项目经营成本较国内高出 (折旧摊销外)		30%	30%	30%	30%	
营业成本 (万元/年)	4300	5769	6126	6483	6840	
其中：经营成本	2514	3269	3269	3269	3269	
其中：折旧摊销	1786	2500	2857	3214	3571	
毛利 (万元/年)	3556	11139	10781	10424	10067	
单吨毛利 (元/吨)	108	338	327	316	305	
单吨毛利增幅		213%	203%	193%	183%	
毛利率	45.26%	65.88%	63.77%	61.66%	59.54%	
相较于基准模型毛利率变动 (±pct)		+20.62pct	+18.50pct	+16.39pct	+14.28pct	
期间费用 (万元/年)	1600	2675	2955	3235	3515	
期间费用率	20%	16%	17%	19%	21%	
假设贷款利率	3%	4%	4%	4%	4%	
财务费用 (万元/年)	1050	1960	2240	2520	2800	
财务费用率	13%	12%	13%	15%	17%	
假设印尼项目管理及其他费用较国内高出		30%	30%	30%	30%	
管理及其他费用 (万元/年)	550	715	715	715	715	
管理及其他费用率	7%	4%	4%	4%	4%	
处理费增值税冲回 (万元/年, 70%即征即退, 适用国内)	97	政策暂未明确				
电费增值税冲回 (万元/年, 100%即征即退, 适用国内)	849					
税前利润 (万元/年)	2903	8464	7826	7189	6552	
所得税率	25%	22%	22%	22%	22%	
净利润 (万元/年)	2177	6602	6105	5608	5111	
单吨净利 (元/吨)	66	200	185	170	155	
单吨净利增幅		203%	180%	158%	135%	
净利率	27.71%	39.05%	36.11%	33.17%	30.23%	
相较于基准模型净利率变动 (±pct)		+11.34pct	+8.40pct	+5.46pct	+2.52pct	
ROE	14.51%	31.44%	25.44%	20.77%	17.04%	

数据来源：《印度尼西亚垃圾发电项目行业分析和经济评价》，Danantara Indonesia，东吴证券研究所测算

2.2.2. 印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——融资成本

若贷款利率每降低 1pct，项目 ROE 将提升 1.82pct。我们在基准模型下考虑融资成本对印尼新项目盈利能力的敏感性测算，假设贷款利率分别为 7%/6%/5%/4%，对应单吨净利分别为 105/122/138/155 元/吨，项目 ROE 分别为 11.58%/13.40%/15.22%/17.04%。

图10：印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——融资成本

印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——融资成本		国内基准模型假设	印尼新项目假设			
汇率换算：1美元=7.1人民币						
垃圾处理量（吨/日）		1000	1000			
单吨投资（万元）		50	100			
单吨投资增幅			100%			
总投资（万元）		50000	100000			
	假设资本金比例	30%	30%			
	假设贷款比例	70%	70%			
	假设折旧摊销年限（年）	28	28			
假设年运行天数（日）		330	330			
垃圾处理单价（元/吨）		70	0			
处理费增幅			/			
垃圾处理费增值税率		6%	12%			
垃圾处理单价（元/吨，不含增值税）		66	0			
垃圾处理费收入（万元/年，不含增值税）		2171	0			
	处理费收入占比	28%	0%			
假设单位垃圾发电上网量（度/吨）		320	410			
上网电价（元/度）-注：国内超280度/吨无补贴，按0.4元/度		0.65	1.42			
电费增值税率		13%	12%			
上网电价（元/度，不含增值税）-注：国内超280度/吨无补贴，按0.348元/度		0.57	1.25			
上网发电收入（万元/年，不含增值税）		5685	16907			
	电费收入占比	72%	100%			
	其中：央补（万元/年，不含增值税）-按0.15*87%/度	1206	/			
	其中：省补（万元/年，不含增值税）-按0.1*87%/度	804				
收入合计（万元/年，不含增值税）		7856	16907			
单吨收入（元/吨）		238	512			
单吨收入增幅			115%			
假设印尼项目经营成本较国内高出（折旧摊销外）			30%			
营业成本（万元/年）		4300	6840			
其中：经营成本		2514	3269			
其中：折旧摊销		1786	3571			
毛利（万元/年）		3556	10067			
单吨毛利（元/吨）		108	305			
单吨毛利增幅			183%			
毛利率		45.26%	59.54%			
相较于基准模型毛利率变动（±pct）			+14.28pct			
期间费用（万元/年）		1600	5615	4915	4215	3515
期间费用率		20%	33%	29%	25%	21%
	假设贷款利率	3%	7%	6%	5%	4%
	财务费用（万元/年）	1050	4900	4200	3500	2800
	财务费用率	13%	29%	25%	21%	17%
	假设印尼项目管理及其他费用较国内高出		30%	30%	30%	30%
	管理及其他费用（万元/年）	550	715	715	715	715
	管理及其他费用率	7%	4%	4%	4%	4%
处理费增值税冲回（万元/年，70%即征即退，适用国内）		97	政策暂未明确			
电费增值税冲回（万元/年，100%即征即退，适用国内）		849				
税前利润（万元/年）		2903	4452	5152	5852	6552
所得税率		25%	22%	22%	22%	22%
净利润（万元/年）		2177	3473	4019	4565	5111
单吨净利（元/吨）		66	105	122	138	155
单吨净利增幅			60%	85%	110%	135%
净利率		27.71%	20.54%	23.77%	27.00%	30.23%
相较于基准模型净利率变动（±pct）			-7.17pct	-3.94pct	-0.71pct	+2.52pct
ROE		14.51%	11.58%	13.40%	15.22%	17.04%

数据来源：《印度尼西亚垃圾发电项目行业分析和经济评价》，Danantara Indonesia，东吴证券研究所测算

2.2.3. 印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——运营成本

若印尼项目的经营成本、管理及其他费用从高出国内 30%降至与国内一致，项目 ROE 将提升 2.39pct 至 19.43%。我们在基准模型下考虑运营成本对印尼新项目盈利能力的敏感性测算，假设印尼项目经营成本、管理及其他费用较国内分别高出 0%/30%/50%，对应单吨净利分别为 177/155/140 元/吨，项目 ROE 分别为 19.43%/17.04%/15.44%。

图 11：印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——融资成本

印尼垃圾焚烧发电项目敏感性测算——运营成本	国内基准模型假设	印尼新项目假设		
汇率换算：1美元=7.1人民币				
垃圾处理量（吨/日）	1000	1000		
单吨投资（万元）	50	100		
单吨投资增幅		100%		
总投资（万元）	50000	100000		
假设资本金比例	30%	30%		
假设贷款比例	70%	70%		
假设折旧摊销年限（年）	28	28		
假设年运行天数（日）	330	330		
垃圾处理单价（元/吨）	70	0		
处理费增幅		/		
垃圾处理费增值税率	6%	12%		
垃圾处理单价（元/吨，不含增值税）	66	0		
垃圾处理费收入（万元/年，不含增值税）	2171	0		
处理费收入占比	28%	0%		
假设单位垃圾发电上网量（度/吨）	320	410		
上网电价（元/度）-注：国内超280度/吨无补贴，按0.4元/度	0.65	1.42		
电费增值税率	13%	12%		
上网电价（元/度，不含增值税）-注：国内超280度/吨无补贴，按0.348元/度	0.57	1.25		
上网发电收入（万元/年，不含增值税）	5685	16907		
电费收入占比	72%	100%		
其中：央补（万元/年，不含增值税）-按0.15*87%元/度	1206	/		
其中：省补（万元/年，不含增值税）-按0.1*87%元/度	804			
收入合计（万元/年，不含增值税）	7856	16907		
单吨收入（元/吨）	238	512		
单吨收入增幅		115%		
假设印尼项目经营成本较国内高出（折旧摊销外）		0%	30%	50%
营业成本（万元/年）	4300	6086	6840	7343
其中：经营成本	2514	2514	3269	3771
其中：折旧摊销	1786	3571	3571	3571
毛利（万元/年）	3556	10821	10067	9564
单吨毛利（元/吨）	108	328	305	290
单吨毛利增幅		204%	183%	169%
毛利率	45.26%	64.00%	59.54%	56.57%
相较于基准模型毛利率变动（±pct）		+18.74pct	+14.28pct	+11.30pct
期间费用（万元/年）	1600	3350	3515	3625
期间费用率	20%	20%	21%	21%
假设贷款利率	3%	4%	4%	4%
财务费用（万元/年）	1050	2800	2800	2800
财务费用率	13%	17%	17%	17%
假设印尼项目管理及其他费用较国内高出		0%	30%	50%
管理及其他费用（万元/年）	550	550	715	825
管理及其他费用率	7%	3%	4%	5%
处理费增值税冲回（万元/年，70%即征即退，适用国内）	97	政策暂未明确		
电费增值税冲回（万元/年，100%即征即退，适用国内）	849			
税前利润（万元/年）	2903	7471	6552	5939
所得税率	25%	22%	22%	22%
净利润（万元/年）	2177	5828	5111	4633
单吨净利（元/吨）	66	177	155	140
单吨净利增幅		168%	135%	113%
净利率	27.71%	34.47%	30.23%	27.40%
相较于基准模型净利率变动（±pct）		+6.76pct	+2.52pct	-0.31pct
ROE	14.51%	19.43%	17.04%	15.44%

数据来源：《印度尼西亚垃圾发电项目行业分析和经济评价》，Danantara Indonesia，东吴证券研究所测算

3. 投资建议

垃圾焚烧板块提 ROE 逻辑持续兑现，出海新成长可期。1) 出海新成长：垃圾焚烧出海空间广阔，多家企业拓展东南亚&中亚市场，受益高电价或高处理费等项目增收明显。印尼政策推动垃圾焚烧项目商业模式转为单一化电费收入，若成本管控良好单吨收益提升明显。重点推荐：【伟明环保】高冰镍&出海贡献有望超预期，装备订单高增保障 26 年收入，对应 26 年 PE 12.7 倍。【三峰环境】运营稳健增长，期待设备及 EPC 业务出海加速；现金流支撑分红提升潜力大。【光大环境】【军信股份】红利价值&出海成长兼具。2) 提分红+提 ROE 兑现：①现金流：资本开支下降自由现金流增厚，国补回收加速+居民付费理顺商业模式，分红能力持续提升！②盈利能力：进入成熟运营期，通过提吨发、改供热、炉渣提价、AIDC 合作等增收，集采、债务置换等降本，促 ROE 和估值双升。重点推荐：【瀚蓝环境】【绿色动力 A+H】【光大环境】【上海实业控股】【海螺创业】【永兴股份】【军信股份】。

图12：垃圾焚烧企业估值表（估值日期：2026/1/18）

代码	公司	总市值 (亿元)	股息率 (TTM)	归母净利润预测 (亿元)					归母净利润yoy						PE					PB (LF)
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24-27复增	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
0257.HK	光大环境	292	5.05%	44.29	33.77	35.76	38.74	40.36	-4%	-24%	6%	8%	4%	6%	6.6	8.6	8.2	7.5	7.2	0.56
1330.HK	绿色动力环保	66	6.42%	6.29	5.85	6.50	7.18	7.60	-16%	-7%	11%	10%	6%	9%	10.5	11.3	10.1	9.2	8.7	0.79
0363.HK	上海实业控股	159	6.41%	34.24	28.08	25.70	28.03	30.50	48%	-18%	-8%	9%	9%	3%	4.7	5.7	6.2	5.7	5.2	0.32
0586.HK	海螺创业	154	5.21%	24.64	20.20	23.61	26.20	28.74	0%	-18%	17%	11%	10%	12%	6.3	7.6	6.5	5.9	5.4	0.32
港股平均															7.0	8.3	7.8	7.1	6.6	0.50
603568.SH	伟明环保	452	1.80%	20.48	27.04	30.03	35.74	40.29	24%	32%	11%	19%	13%	14%	22.1	16.7	15.1	12.7	11.2	3.11
601827.SH	三峰环境	142	2.88%	11.66	11.68	12.64	13.50	14.23	2%	0%	8%	7%	5%	7%	12.2	12.2	11.3	10.5	10.0	1.20
301109.SZ	军信股份	121	4.19%	5.14	5.36	7.69	8.26	8.71	10%	4%	43%	7%	5%	18%	23.5	22.6	15.7	14.6	13.9	1.58
601330.SH	绿色动力	99	4.17%	6.29	5.85	6.50	7.18	7.60	-16%	-7%	11%	10%	6%	9%	15.8	16.9	15.3	13.8	13.1	1.21
601033.SH	永兴股份	137	3.94%	7.35	8.21	9.17	10.17	10.87	3%	12%	12%	11%	7%	10%	18.7	16.7	15.0	13.5	12.6	1.28
600323.SH	瀚蓝环境	233	3.67%	14.30	16.64	19.63	22.23	23.30	25%	16%	18%	13%	5%	12%	16.3	14.0	11.9	10.5	10.0	1.64
002034.SZ	旺能环境	71	3.00%	6.03	5.61	6.71	7.13	7.55	-16%	-7%	20%	6%	6%	10%	11.7	12.6	10.5	9.9	9.4	1.02
601200.SH	上海环境	110	1.23%	5.47	5.75	5.98	6.24	6.53	5%	5%	4%	4%	5%	4%	20.1	19.1	18.4	17.6	16.8	0.95
A股平均															17.5	16.4	14.1	12.9	12.1	1.50

数据来源：，东吴证券研究所
注：光大环境、上海实业控股、海螺创业、瀚蓝环境、绿色动力 A/H、伟明环保、永兴股份盈利预测来自于东吴研究所，其余均来自 wind 一致预期（2026/1/18）

4. 风险提示

- 1) **海外政策变动风险：**部分发展中国家政策稳定性较弱，如因政权变更等发生政策变动，或将影响出海项目预期收益。
- 2) **出海竞争格局加剧：**国内企业出海可能面临国内多家企业、当地企业或其他国际企业的竞争，或导致项目获取不及预期。
- 3) **税收政策变化：**如果项目所在国家调整企业所得税、增值税等税率，或影响项目盈利能力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>