

永兴股份（601033.SH）

兼具成长性与高分红的区域固废治理龙头

投资要点：

➤ **背靠广州国资，占据项目区域优势：**永兴股份实际控制人为广州市政府，是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体。公司在运垃圾焚烧发电项目 14 个，合计产能 32090 吨/日，生物质处理项目 4 个，合计产能 2590 吨/日，多位于广州优势区域。公司项目已基本实现投运，业务构成稳定，运营收入占主导，现金流量良好。

➤ **技术赋能，产能利用率提升带动业绩增长：**公司注重研发，公司自主创新研发日处理量 250 吨-900 吨的多种焚烧炉炉型，同时研发了 ACC 自动焚烧控制系统，满足不同热值垃圾的高效燃烧需求，自动投入率达 95% 以上，节约人力及物料消耗，实现精细化运作，奠定降本增效的基础。在原生垃圾保持内生增长和填埋场陈腐垃圾贡献增量的加持下，我们预计 2026 年公司垃圾焚烧处理量有望达到 1069 万吨，对应产能利用率约 91%，若考虑工业固废掺烧，公司整体垃圾焚烧产能利用率有望进一步提升，经济效益明显提升。广州市工业发展根基扎实，公司可充分挖掘蒸汽下游市场需求，开展供热服务，拓宽盈利空间。

➤ **项目运营持续向好，现金流保障分红能力：**当前，垃圾焚烧处理能力已满足我国垃圾无害化、资源化处理需求，提前完成“十四五”目标。随着新增中标项目的减少，相关企业资本开支有望进一步下降，垃圾焚烧发电行业已由增量阶段步入存量阶段。截至 2023 年底，公司在手控股项目已基本实现投运，资本开支有望大幅减少，公司开辟 A 股垃圾焚烧发电行业稳定高分红先河，提出公司 2023-2025 年度单一年度利润分配总额不少于当年实现的可分配利润的 60%。

➤ **盈利预测与投资建议：**随着陈腐垃圾处置量提升叠加原生垃圾内生增长，公司产能利用率稳步提升，业绩有望保持稳定增长。我们预测 24-26 年公司营收分别为 36.88 亿元、41.65 亿元、45.72 亿元，归母净利润分别为 8.03 亿元、9.59 亿元、11.26 亿元，对应 PE 分别为 16/14/12 倍。我们采用 PE 估值，结合可比公司情况，考虑到永兴股份具备更为良好的成长性，我们给予 2024 年 20 倍估值，对应市值 161 亿元，给予公司目标价 17.85 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**行业政策风险；地方财政压力；原生垃圾内生增长存在不确定性。

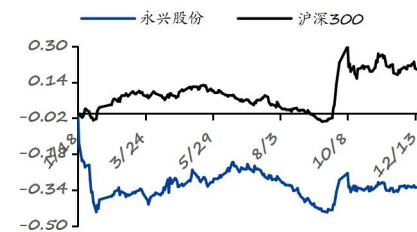
买入（首次评级）

目标价格：17.85 元

基本数据

日期	2024-12-16
收盘价:	14.49 元
总股本/流通股本(百万股)	900.00/150.00
流通 A 股市值(百万元)	2,173.50
每股净资产(元)	11.47
资产负债率(%)	57.56
一年内最高/最低价(元)	24.52/12.00

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：严家源(S0210524050013)
yjy30561@hfzq.com.cn
分析师：尚硕(S0210524050023)
ss30574@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,293	3,536	3,688	4,165	4,572
增长率	30%	7%	4%	13%	10%
净利润（百万元）	715	735	803	959	1,126
增长率	6%	3%	9%	19%	17%
EPS（元/股）	0.79	0.82	0.89	1.07	1.25
市盈率（P/E）	18.2	17.7	16.2	13.6	11.6
市净率（P/B）	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 背靠广州国资，占据项目区域优势	3
1.1 深耕固废综合治理	3
1.2 项目多集中于优势区域	3
2 技术赋能，产能利用率提升带动业绩增长	5
2.1 技术厚积薄发，运营指标突出	5
2.1.1 注重研发，技术引领	5
2.1.2 高参数加持，吨发电量“遥遥领先”	6
2.2 内生增长+陈腐复挖，推动产能利用率稳步提升	7
2.2.1 陈腐垃圾复挖贡献产能增量	7
2.2.2 产能利用率有望稳步提升	8
2.3 广州市工业根基扎实，热电联产空间广阔	10
3 运营主导，资本开支大幅减少，有望持续高分红	12
3.1 行业成熟度高，运营成为主线	12
3.2 资本开支大幅减少，高分红可持续性	12
4 盈利预测与投资建议	13
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值	15
5 风险提示	16

图表目录

图表 1: 永兴股份股权结构图（2024 年 9 月）	3
图表 2: 公司旗下六大循环经济产业园分布	4
图表 3: 2019-24Q1-3 永兴股份营业收入及增速	4
图表 4: 2019-24Q1-3 永兴股份归母净利润及增速	4
图表 5: 2019-1H24 永兴股份主营收入构成	5
图表 6: 2019-1H24 永兴股份毛利润构成	5
图表 7: 2019-24Q1-3 永兴股份毛利率、净利率走势	5
图表 8: 2019-1H24 永兴股份项目运营毛利率走势	5
图表 9: 不同蒸汽参数的垃圾焚烧方案结果对比（3x750 t/d）	6
图表 10: 广州市第七资源热力电厂存量垃圾开挖	8
图表 11: 广州市城镇生活垃圾清运量走势	9
图表 12: 永兴股份垃圾处理量及产能利用率	9
图表 13: 广州各区重点产业全景图	10
图表 14: 广州市规模以上工业总产值及增速	11
图表 15: 2014 年以来，全国生活垃圾焚烧处理能力	12
图表 16: 2014 年以来，全国生活垃圾焚烧处理量	12
图表 17: 2019 年以来，垃圾焚烧发电新中标产能情况	12
图表 18: 2015 年以来垃圾焚烧发电新增投产产能	12
图表 19: 2019-2023 年永兴股份资本开支情况	13
图表 20: 2019-2023 年永兴股份现金流情况	13
图表 21: 2019-2023 年公司资产负债率走势	13
图表 22: 公司业绩拆分预测表	14
图表 23: 分部成本预测	15
图表 24: 可比公司估值表	15
图表 25: 财务预测摘要	17

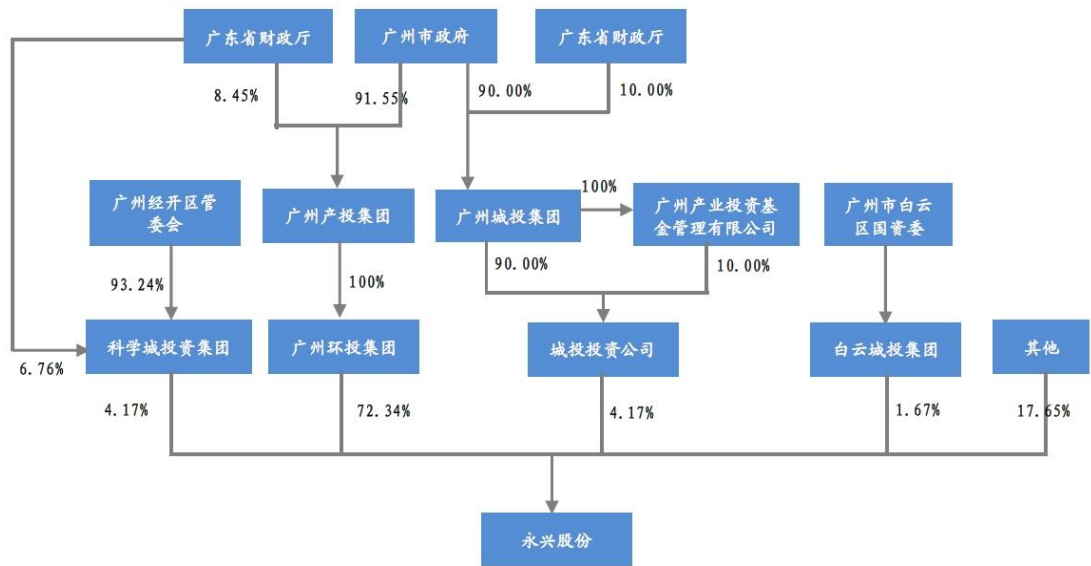
1 背靠广州国资，占据项目区域优势

1.1 深耕固废综合治理

广州环投永兴集团股份有限公司成立于 2009 年，长期深耕垃圾焚烧发电及相关业务，作为广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体，业务涵盖生活垃圾焚烧发电、生物质/餐厨垃圾处理、一般工业垃圾处理、焚烧炉设计制造等，是国内率先采用中温次高压、次高温超高压带炉内再热参数机组（13MPa/485℃/420℃）、“双脱酸+双脱硝”全工艺先进烟气处理技术的企业。公司于 2024 年 1 月在上交所主板挂牌上市。

截至 2024 年 9 月，永兴股份实际控制人为广州市政府。广州市政府通过广州产投集团旗下广州环投集团间接控制公司 72.34% 股权，通过广州城投集团旗下城投投资公司间接控制公司 4.17% 股权。广州环劲和广州环卓为员工持股平台，截至 2024 年 9 月，合计股权占比为 1%。

图表 1：永兴股份股权结构图（2024 年 9 月）

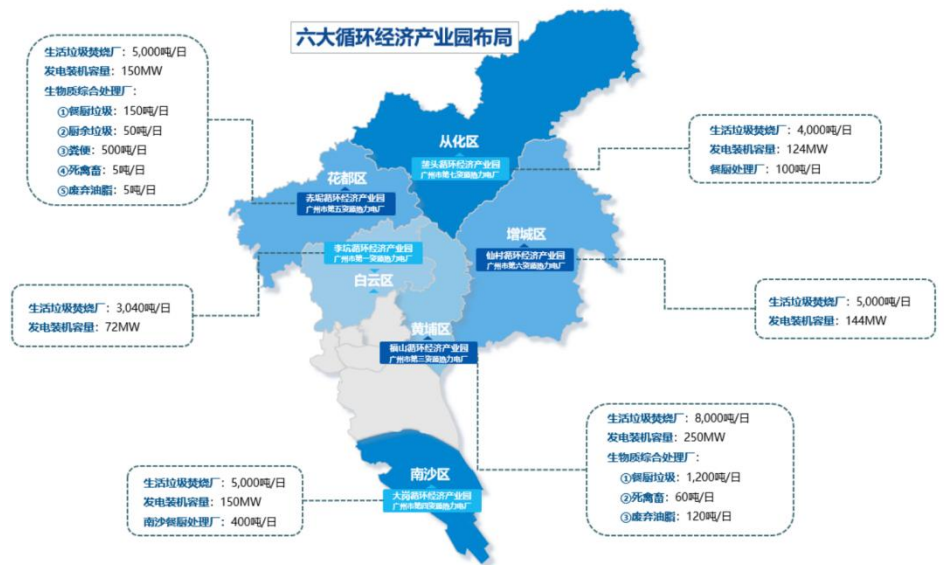


数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

1.2 项目多集中于优势区域

公司主要通过政府采购服务和特许经营两种模式开展相关业务，垃圾焚烧发电项目及生物质处理项目多位于广州优势区域，广州市内项目均采用政府采购服务模式开展相关业务。截至 2024 年 6 月，公司在运垃圾焚烧发电项目 14 个，合计产能 32090 吨/日；生物质处理项目 4 个，合计产能 2590 吨/日。另外公司有两个垃圾焚烧发电参股项目肇庆公司和忻州公司，持股比例分别为 40%、49%。

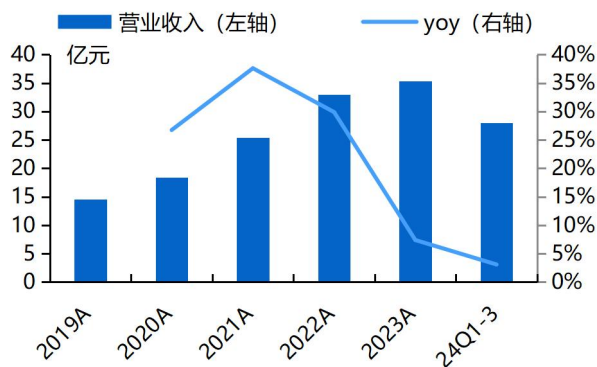
图表 2：公司旗下六大循环经济产业园分布



数据来源：公司公告，华福证券研究所

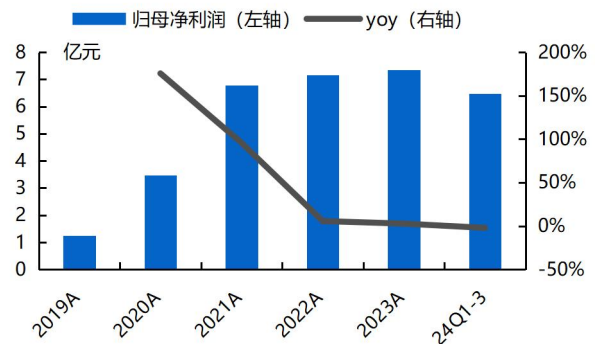
2019-2023 年，公司营业收入和归母净利润均保持增长趋势，年均复合增长率分别为 24.87%、55.51%，归母净利润增速较快，主要受益于公司项目大量投运。2023 年公司实现营业收入 35.36 亿元，同比增长 7.38%；实现归母净利润 7.35 亿元，同比增长 2.71%。截至 2023 年底，公司在手项目已基本实现投运并陆续转固，新增折旧摊销对业绩影响将大幅降低。2024 年前三季度，公司实现营业收入 27.95 亿元，同比增长 3.08%；归母净利润 6.48 亿元，同比下降 2.19%。

图表 3：2019-24Q1-3 永兴股份营业收入及增速



数据来源：公司公告，iFind，wind，华福证券研究所

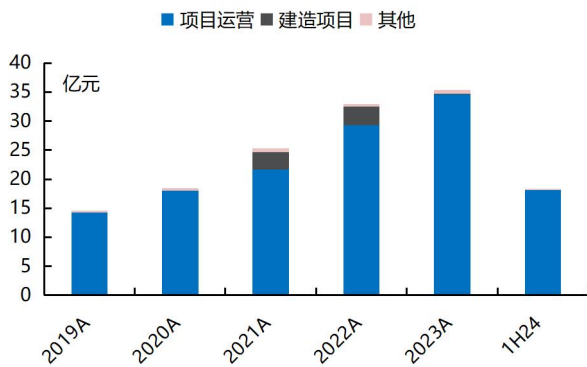
图表 4：2019-24Q1-3 永兴股份归母净利润及增速



数据来源：公司公告，iFind，wind，华福证券研究所

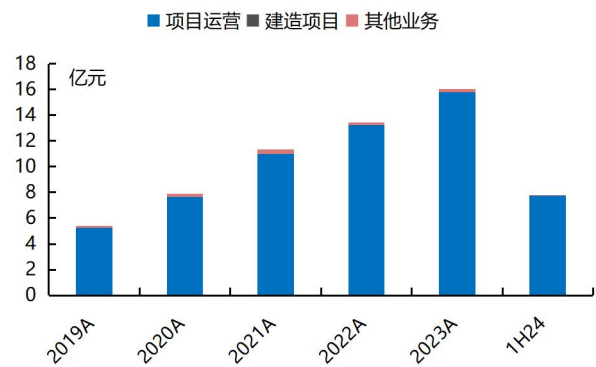
公司营业收入以项目运营为主，其中，运营板块可细分为垃圾处理服务、生物质处理服务、以及其他运营。其他运营主要是炉渣销售收入和生活垃圾处理一体化等。2023 年，公司项目运营收入 34.63 亿元，占总营收比重 97.9%；实现运营毛利润 15.80 亿元，占总毛利润比重 98.6%。2024 年上半年，公司实现项目运营收入 18.14 亿元，占总营收比重 98.91%，毛利润为 7.75 亿元。

图表 5: 2019-1H24 永兴股份主营收入构成



数据来源: 公司公告, iFind, wind, 华福证券研究所

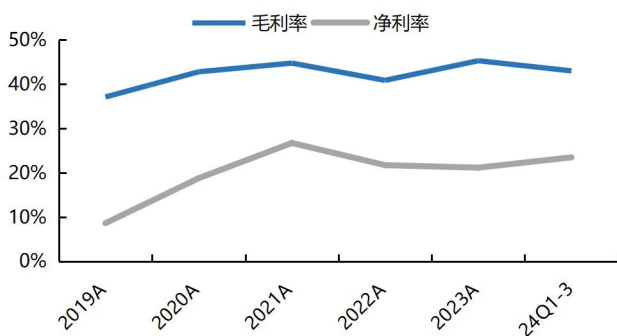
图表 6: 2019-1H24 永兴股份毛利润构成



数据来源: 公司公告, iFind, wind, 华福证券研究所

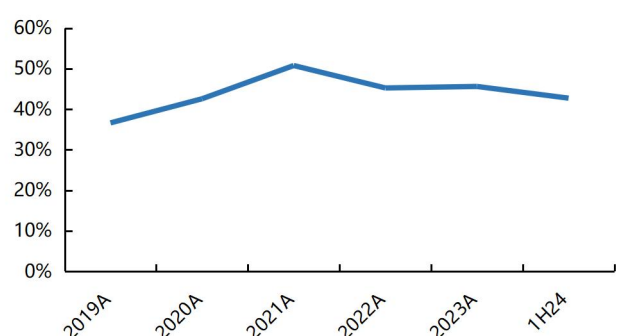
公司毛利率整体上相对稳定, 2023 年毛利率达到 45.30%, 其中项目运营毛利率为 45.6%, 主要由于新建垃圾焚烧发电项目投产运营, 垃圾处理量稳步增长, 盈利能力增强。2024 年上半年, 公司整体毛利率为 42.68%, 项目运营毛利率为 42.73%。由于 2021 年以来, 公司新增投运项目较多, 部分项目尚处于产能爬坡阶段, 随着产能爬坡逐步完成, 预计毛利率有望提升。

图表 7: 2019-24Q1-3 永兴股份毛利率、净利率走势



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 8: 2019-1H24 永兴股份项目运营毛利率走势



数据来源: 公司公告, iFind, wind, 华福证券研究所

2 技术赋能, 产能利用率提升带动业绩增长

2.1 技术厚积薄发, 运营指标突出

2.1.1 注重研发, 技术引领

截至 2023 年年底, 公司已取得 426 项专利, 其中发明专利 22 项, “双脱硫、双脱硝”全工艺先进烟气处理技术相关专利至少 45 项。2020-2023 年, 公司研发费用分别为 8135.78 万元、8282.36 万元、12966.80 万元和 12844.89 万元, 占当期营业收入的比重分别为 4.41%、3.27%、3.94%和 3.63%。

在焚烧系统研发和生产方面, 作为广州环投旗下垃圾焚烧发电主体, 公司自主创新研发日处理量 250 吨-900 吨的多种焚烧炉炉型, 已形成了具有自主知识产权的

产品序列，同时研发了 ACC 自动焚烧控制系统，优化系统逻辑及燃烧方式，满足不同热值垃圾的高效燃烧需求，自动投入率达 95%以上，提升电厂自动化水平，节约人力及物料消耗，实现精细化运作，奠定降本增效的基础。

2.1.2 高参数加持，吨发电量“遥遥领先”

2006 年，永兴股份李坑一期项目率先采用了 6.4MPa、450℃ 中温次高压垃圾焚烧发电工艺。目前，中温次高压技术与中温中压技术均是成熟技术，在国内不存在制造和设计难题。采用中温次高压技术，锅炉受热面面积有所增加，由于提高了主蒸汽参数，使热机的承压部件（主要包括锅炉、汽轮机、给水泵等）、管道及其附件等的制造成本（金属重量增加，材质提高）增加，从而增加了锅炉设备的初投资。根据能源与投资公众号转引的《电力设备》相关报告显示，余热锅炉采用中温次高压参数比采用中温中压参数的造价大约高 36%，与中参数余热锅炉效率比较，高参数余热锅炉效率理论上可增加 6~7%的发电量，电量输出与中温中压工况下的电量输出之比约为 1.1~1.2 倍。

根据 E20 水网固废网转引的康恒环境测算，针对 2250t/d(3x750t/d)的垃圾焚烧发电项目，以入炉垃圾低位热值 1900kcal/kg，余热锅炉效率 82%设计，相较于中温中压（温度 400℃，压力 4.0MPa），当参数达到中温次高压（温度 450℃，压力 6.4MPa）时，可提升发电效率 15.1%，当参数达到次高温次高压时（温度 485℃，压力 6.4MPa），可提升发电效率 16.7%。

随着近几年垃圾焚烧发电项目加速投运，截至 2022 年底，我国城市生活垃圾焚烧处理能力已达到 80.47 万吨/日，县城生活垃圾焚烧处理能力达 19.48 万吨/日，焚烧处理率分别为 79.8%、55.1%。2022 年 2 月，国家发展改革委、生态环境部、住房和城乡建设部、国家卫生健康委发布《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》，提出到 2025 年城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右。当前，垃圾焚烧处理能力已满足我国垃圾无害化、资源化处理需求，提前完成“十四五”目标。

图表 9：不同蒸汽参数的垃圾焚烧方案结果对比 (3x750 t/d)

序号	项目	单位	中温中压	中温中压	中温次高压	次高温次高压
1	主蒸汽压力	MPa	4.0	4.0	6.4	6.4
2	主蒸汽温度	℃	400	450	450	485
3	汽机热耗	kJ/kWh	13238	12814	11504	11345
4	发电功率	kW	46199	47728	53160	53905
5	全厂热效率	%	22.30%	23.04%	25.66%	26.02%
6	单机发电功率	kW	23099	23864	26580	26953
7	吨垃圾发电量	kWh	492.8	509.1	567.0	575.0
8	发电效率提升	%	基准值	↑ 3.3	↑ 15.1	↑ 16.7

数据来源：康恒环境，E20 水网固废网，华福证券研究所

注：各方案以入炉垃圾低位热值 1900kcal/kg，余热锅炉效率 82%设计

2021 年 12 月，永兴股份下属广州市第七资源热力电厂二期项目（从化二期）3



号汽轮发电机组首次并网成功，该机组是次高温超高压机组，即 13MPa/485℃/420℃超高压带再热发电机组，也是世界垃圾焚烧领域最高参数，标志着国内垃圾焚烧发电行业首台高参数机组成功投入应用。同时，该项目配套采用集团自主设计开发的 900t/d 超高压带再热垃圾焚烧余热锅炉，进一步提升机组整体发电效率，有效降低发电机组能耗水平，为行业探索提高垃圾终端处理设备热能回收效率、进一步提升生活垃圾处理水平提供示范。

2.2 内生增长+陈腐复挖，推动产能利用率稳步提升

2.2.1 陈腐垃圾复挖贡献产能增量

2023 年 1 月，住建部发布了《存量填埋设施治理工程项目建设标准（征求意见稿）》，对存量垃圾填埋场的类型、治理工艺、面积指标和技术经济指标等做了规定。存量填埋设施的治理工程总体上有两种：1）原地封场治理；2）异地搬迁治理（整体搬迁到新的填埋场或者将全量垃圾开挖-筛分-送去生活垃圾焚烧厂）。封场工程项目虽然单次的资金投入较低，但需长期运维管理，其整体成本不一定低于复挖焚烧，同时封场后的填埋场仍存在安全隐患。另外，东部及沿海经济发达地区土地资源日趋紧张，因此推动填埋场土地盘活，探索优势地块的高价值利用具有长期的环保及经济效益。

2023 年 4 月，广州市城市管理和综合执法局在官网就《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案进行意见征求，提出将对已实施封场的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场进行治理试点，拟采用“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”方案对试点填埋场进行陈腐垃圾治理，并形成陈腐垃圾治理的广州经验，向全省乃至全国推广。除《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案中提到的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场外，广州市内已填埋生活垃圾存量较大的填埋场为兴丰生活垃圾卫生填埋场（含旧场及应急场）及花都区生活垃圾填埋场，其中兴丰生活垃圾卫生填埋场存量约 4848 万吨，花都区生活垃圾填埋场生活垃圾存量约 780 万吨，作为广州市唯一的垃圾焚烧发电运营主体，以上存量陈腐垃圾均可用于满足永兴股份未来焚烧产能利用需求。

为确保陈腐垃圾稳定可持续掺烧，公司已开展多项试验工作。2021 年底，从化公司首次开展存量垃圾中试试验工作，论证 50%及以下比例存量垃圾在中温中压垃圾焚烧发电机组掺烧的可行性；2022 年上半年，二期项目论证了 50-80%比例存量垃圾在次高温超高压和次高温次高压垃圾焚烧发电机组掺烧的可行性，各项生产指标未见异常；2023 年 6 月起，第三次推进 50 万吨存量垃圾规模掺烧试验，论证填埋 10 年以上的存量垃圾掺烧工况特性和产能情况。2023 年，公司累计掺烧陈腐垃圾 64.60 万吨。

图表 10: 广州市第七资源热力电厂存量垃圾开挖



数据来源: 国家固废技术情报共享平台, 华福证券研究所

未来公司将积极推进兴丰应急垃圾填埋场、花都区生活垃圾填埋场以及增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗等填埋场已填埋存量垃圾焚烧业务和其他政府部门批准的存量垃圾开挖项目。根据环卫科技网, 12月9日, 广州市兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目招标。本项目预估存量垃圾数量为 237.20 万吨, 存量垃圾综合处理单价最高限价 291.54 元/吨, 总预算约 6.92 亿元, 要求自合同生效之日起 3 年内完成。

2.2.2 产能利用率有望稳步提升

根据广州市生态环境局发布的《固体废物污染环境防治信息的公告》, 2020-2022 年, 全市生活垃圾清运量/处理量(含城镇、农村生活垃圾)分别为 733.76 万吨、800.76 万吨、760.75 万吨, 其中 2022 年城镇生活垃圾量 604.89 万吨, 农村生活垃圾量 155.86 万吨。根据 iFinD 援引的住建部数据, 2013-2019 年, 广州市城市生活垃圾清运量保持增长趋势, 增速保持在 4%以上, 年化平均复合增长率约为 9.2%。2020 年以来, 受公共卫生事件影响, 清运量有所波动, 随着公用卫生事件影响消除, 预计 2023 年之后, 广州市生活垃圾清运量/处理量有望保持良好的内生增长。

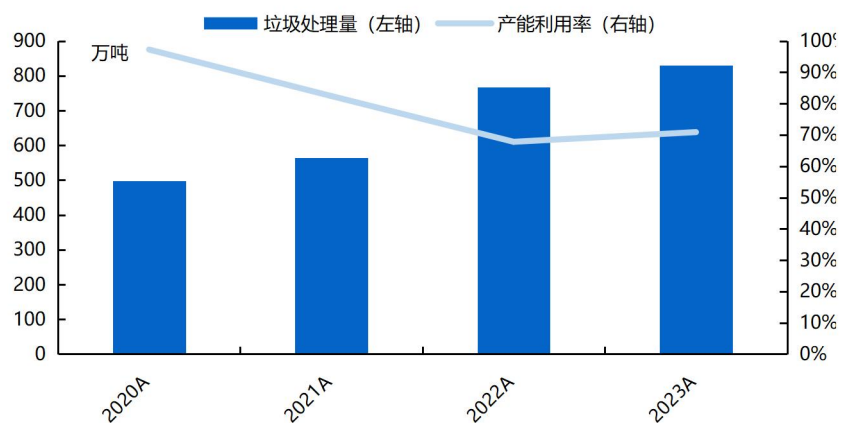
图表 11: 广州市城镇生活垃圾清运量走势



数据来源: 住建部, iFinD, 华福证券研究所

2020 年以来, 公司垃圾处理量稳步提升, 其中 2023 年达到 830.35 万吨, 对应产能利用率为 70.89%, 产能利用率提升是未来公司业绩的主要增长点。

图表 12: 永兴股份垃圾处理量及产能利用率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

未来公司产能利用率提升主要通过两个方面:

扰动因素消除, 原生垃圾处理量有望稳步提升。2023 年, 公司垃圾处理量为 830.35 万吨。2023 年以来, 由于经济增速放缓, 假设未来广州市生活垃圾每日处理量增速有所下降 (相较于 2020 年之前的增速), 在 2023 年基础上, 2024 年对应的垃圾量增速为 3%, 2025 年及以后保持 2% 的内生增长, 2026 年对应的垃圾处理量有望达到 2023 年的 1.07 倍, 接近 890 万吨。

填埋场陈腐垃圾有望持续贡献处理增量。以兴丰应急垃圾填埋场为例, 公司 3 年内完成兴丰 237.20 万吨的陈腐垃圾处置, 假设 2025-2027 年, 预计公司平均每年陈腐垃圾开挖及处理量约为 79 万吨, 随着花都区、增城区、黄埔区、番禺区等地垃圾填埋场存量垃圾开挖项目逐步推进, 未来公司陈腐垃圾处理量有望进一步提升, 产能利用率仍具上升潜力。

另外，公司广州市内项目已经取得广州市生态环境局的批复，支持公司掺烧一般工业固废，掺烧占比控制在 30%以内，公司已开拓一般工业固废掺烧业务，多措并举提升公司垃圾焚烧项目产能利用率。

2.3 广州市工业根基扎实，热电联产空间广阔

2023 年 7 月，工信部、发改委等联合发布《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》，其中提到“提高热电联产比例和效率，扩大生物质能源应用。组织实施一批节能降碳技术改造项目”。热电联产是指垃圾焚烧发电厂既生产电能又利用汽轮发电机做过功的蒸汽对工业园区或居民区供热的生产方式，是一个同时生产电、热能的过程，与仅供电相比，既节约燃料，又提高资源转化率，大大提升垃圾焚烧发电项目的经济性。

背靠广州国资，永兴股份可充分挖掘蒸汽下游市场需求，开展供热服务。广州工业发展根基扎实，拥有较为齐全的工业门类。截至 2021 年底，广州共有规模以上工业企业 6297 家，企业户数较为集中的行业有化学原料及化学制品制造业（占 9.81%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（占 9.1%），纺织服装、服饰业（占 7.49%），电气机械及器材制造业（占 7.25%），橡胶和塑料制品业（占 7.11%）。

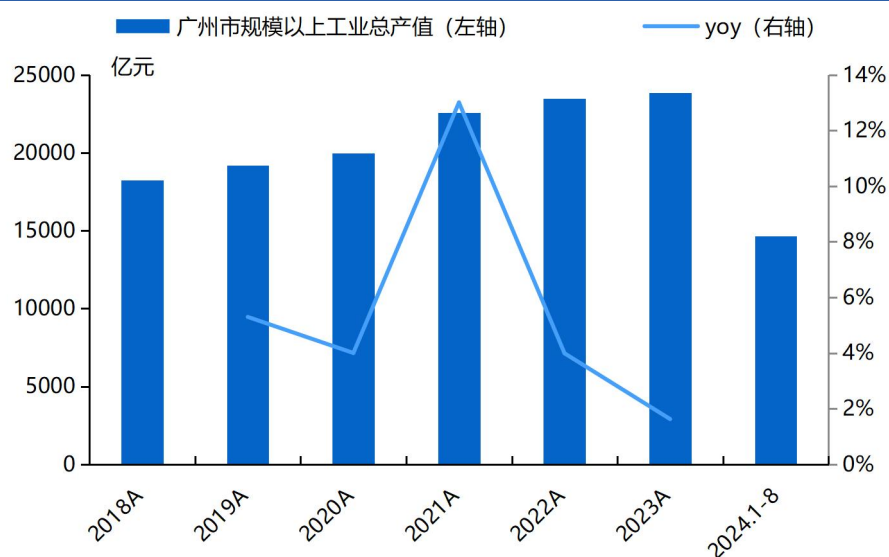
图表 13：广州各区重点产业全景图



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

2018-2023 年，广州市工业总产值保持增长趋势，年均复合增长率为 5.51%，2023 年达到 2.38 万亿元，同比增长 1.63%。随着经济逐步复苏，广州市工业总产值有望持续增长，工业端对于蒸汽量的需求量将保持提升。2023 年，永兴股份研究通过移动式供热、管网供热等方式积极推进垃圾焚烧供热业务，提升垃圾焚烧项目效益，全年为垃圾焚烧发电项目周边工业企业提供蒸汽合计 13.56 万吨。

图表 14: 广州市规模以上工业总产值及增速



数据来源: 广州市统计局, iFinD, 华福证券研究所



3 运营主导，资本开支大幅减少，有望持续高分红

3.1 行业成熟度高，运营成为主线

随着近几年垃圾焚烧发电项目加速投运，截至 2023 年底，我国城市生活垃圾焚烧处理能力已达到 86.18 万吨/日，焚烧处理率达到 82.47%。2022 年 7 月，国家发展改革委印发《“十四五”新型城镇化实施方案》，提出到 2025 年城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右。当前，垃圾焚烧处理能力已满足我国垃圾无害化、资源化处理需求，提前完成“十四五”目标。

图表 15：2014 年以来，全国生活垃圾焚烧处理能力



数据来源：住建部，iFinD，华福证券研究所

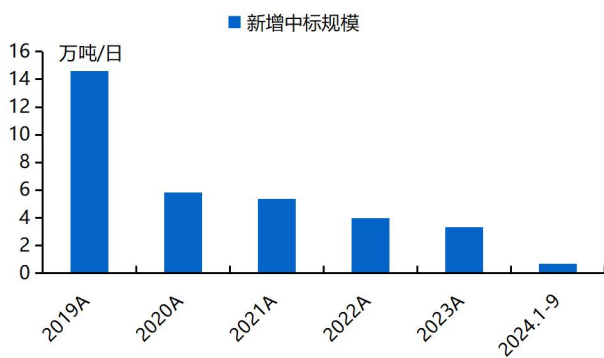
图表 16：2014 年以来，全国生活垃圾焚烧处理量



数据来源：住建部，iFinD，华福证券研究所

根据北极星固废网数据，2022 年、2023 年我国垃圾焚烧发电新中标产能规模分别为 3.98 万吨/日、3.35 万吨/日，自 2020 年以来，垃圾焚烧发电新中标产能逐年减少。2015-2021 年，垃圾焚烧发电新增投产产能保持增长，其中 2021 年达到 15.17 万吨/日，2022 年出现明显下降，新增投产产能降至 8.51 万吨/日，随着新增中标项目的减少，预计 2023 年之后新增投产产能持续减少，相关企业资本开支有望进一步下降，垃圾焚烧发电行业已由增量阶段步入存量阶段。提质、降本、增效，不断提升项目运营能力将是垃圾焚烧发电行业实现内生增长、保持盈利能力的核心要素。

图表 17：2019 年以来，垃圾焚烧发电新中标产能情况



数据来源：北极星火力发电网，能源杂志，北极星固废网，华福证券研究所

图表 18：2015 年以来垃圾焚烧发电新增投产产能



数据来源：住建部，iFinD，华福证券研究所

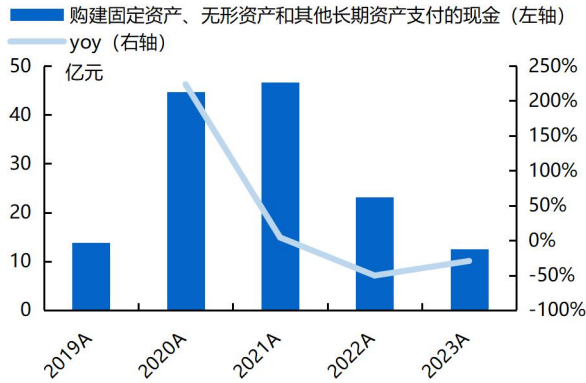
3.2 资本开支大幅减少，高分红可持续性

2021 年以来，随着公司项目逐步实现投运，资本开支呈下降趋势。2023 年公司购



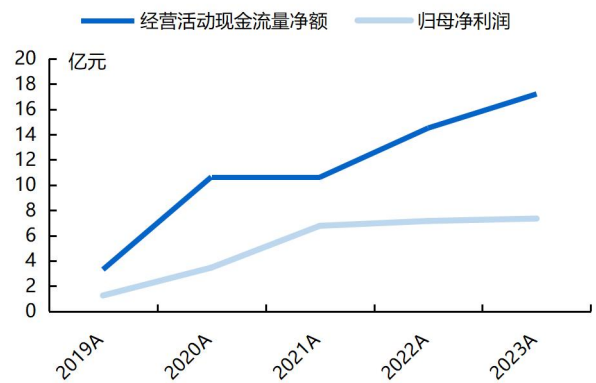
建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 12.51 亿元，同比下降 45.9%。截至 2023 年底，公司在手控股项目已基本实现投运，在建工程较少，资本开支有望进一步下降。2019 年以来，公司现金流保持良好，2023 年公司实现经营活动现金流量净额 17.21 亿元，是同期归母净利润 7.35 亿元的两倍以上。

图表 19：2019-2023 年永兴股份资本开支情况



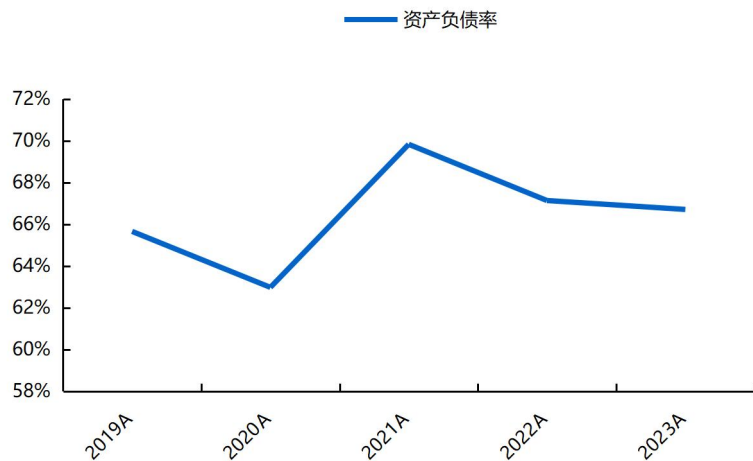
数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

图表 20：2019-2023 年永兴股份现金流情况



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

图表 21：2019-2023 年公司资产负债率走势



数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

垃圾焚烧发电行业主要采取特许经营协议的模式，由于行业的自然属性，为实现规模经济，单个区域的垃圾处理主要由一家垃圾焚烧发电项目负责，具有区域垄断性且专业化程度高，具有较高的行业壁垒，满足长期稳定分红的先决条件。

2020 年-2023 年，永兴股份经营活动现金流量净额分别为 106435.99 万元、106136.16 万元、145142.48 万元和 172099.92 万元；现金分红金额分别为 33500.00 万元、0.00 万元、93750.00 万元、46800.00 万元。2023 年 7 月，永兴股份召开 2023 年第三次临时股东大会，提出公司 2023-2025 年度单一年度利润分配总额不少于当年实现的可分配利润的 60%，是 A 股垃圾焚烧发电行业第一家提出稳定高分红的公司。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司主营垃圾焚烧发电，基于公司过往的各项收入成本，结合行业发展趋势、未来发展战略等对公司各业务进行关键假设：

- 1) 影响收入端的垃圾处理量情况：后续新增陈腐垃圾处理量有望成为公司产能利用率提升的重要的动力，假设 24/25/26 年新增陈腐垃圾处理量分别为 30/149/149 万吨，生活垃圾处理量分别达到 925.26/1041.37/1068.81 万吨；
- 2) 影响收入端的项目运营情况：由于掺烧热值较高的一般工业固废和热值较低的陈腐垃圾，公司吨发电量产生较大波动，假设 24/25/26 年吨发电量分别为 551.57/532.14/541.15 度/吨，厂自用电率分别为 13.45%/12.59%/12.43%。
- 3) 单位电价均值波动情况：考虑到二期项目有望陆续进入国补目录，假设 24/25/26 年售电单价均值分别为 0.48/0.49/0.52 元/度。
- 4) 项目建设板块收入情况：公司项目均已投运，且基本无外建项目，假设 24/25/26 年建设收入均为 0。
- 5) 主要成本及毛利率情况：运营项目成本主要由折旧摊销、检修维护费、人工成本、材料成本、辅助成本、燃料费等构成，其中折旧摊销占比最高，2023 年公司福山二期项目转固，因此 2024 年折旧摊销会有一定增长，后续每年增速放缓；随着产能利用率提升，2024-2026 年，检修维护费、人工成本、材料成本、辅助成本、燃料费等每年会有不同幅度的提升。2025 年，由于兴丰填埋场已开挖处置，且公司所有项目均已于 2023 年投运（无较大资本开支、折旧摊销影响），产能利用率的提升带来毛利率较大幅度提升。

图表 22：公司业绩拆分预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
生活垃圾处理量（万吨）	768.14	830.35	925.26	1,041.37	1,068.81
发电量（万度）	367,342.49	435,700.00	510,346.42	554,150.36	578,391.79
上网电量（万度）	307,381.51	369,100.00	441,684.46	484,357.95	506,491.64
吨发电量	478.22	524.72	551.57	532.14	541.15
厂自用电率	16.32%	15.29%	13.45%	12.59%	12.43%
售电单价均值（元/度）	0.48	0.47	0.48	0.49	0.52
项目运营收入（万元）	292,843.22	346,279.18	362,832.55	410,543.14	451,160.45
项目建设收入（万元）	31,892.18	1,497.08	0.00	0.00	0.00
其他业务收入（万元）	4,593.29	5,870.13	6,000.00	6,000.00	6,000.00
营业收入合计（万元）	329,328.69	353,646.39	368,832.55	416,543.14	457,160.45

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所预测

图表 23: 分部成本预测

(万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业成本-项目运营	160,338.41	188,295.05	202,805.80	210,092.41	217,871.24
——折旧与摊销	57,356.09	80,129.53	85,738.60	86,595.98	87,461.94
——检修维护费	20,326.39	20,938.02	24,078.72	24,801.08	25,545.11
——人工成本	26,893.88	28,501.59	29,926.67	30,824.47	31,749.21
——材料成本	11,036.61	12,263.39	13,489.73	14,838.70	16,322.57
——辅助成本	17,939.23	24,435.42	26,878.96	29,566.86	32,523.55
——燃料费	13,110.38	10,105.77	10,611.06	11,141.61	11,698.69
——安全生产及检测					
检验费	6,622.33	6,708.05	6,842.21	6,979.06	7,118.64
——其他费用	7,053.50	5,137.10	5,239.85	5,344.64	5,451.54
毛利率	45.25%	45.62%	44.10%	48.83%	51.71%
毛利润	132,504.81	157,984.13	160,026.75	200,450.73	233,289.21
营业成本-建造	31,892.18	1,497.08	0.00	0.00	0.00
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本-其他	2,494.22	3,652.42	3,762.71	3,762.71	3,762.71
毛利	2,099.07	2,217.71	2,237.29	2,237.29	2,237.29
毛利率	45.70%	37.78%	37.29%	37.29%	37.29%

数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所预测

4.2 相对估值

我们选取从事垃圾焚烧发电及餐厨垃圾处理业务相关的上海环境、伟明环保、绿色动力三家固废治理相关企业。随着陈腐垃圾处置量提升叠加原生垃圾内生增长，公司产能利用率稳步提升，业绩有望保持稳定增长。我们预测 24-26 年公司营收分别为 36.88 亿元、41.65 亿元、45.72 亿元，归母净利润分别为 8.03 亿元、9.59 亿元、11.26 亿元，对应 PE 分别为 16/14/12 倍。我们采用 PE 估值，结合可比公司情况，考虑到永兴股份具备更为良好的成长性，我们给予 2024 年 20 倍估值，对应市值 161 亿元，给予公司目标价 17.85 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	股 价 (元)	EPS (元)				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601200.SH	上海环境	8.48	0.49	0.43	0.45	0.48	19.80	19.72	18.84	17.67
603568.SH	伟明环保	21.24	1.20	1.61	2.05	2.50	14.03	13.19	10.38	8.51
601330.SH	绿色动力	6.67	0.45	0.46	0.50	0.54	15.57	14.56	13.34	12.44
	平均						16.47	15.82	14.19	12.87
601033.SH	永兴股份	14.49	0.82	0.89	1.07	1.25	17.75	16.23	13.60	11.59

数据来源：iFinD，华福证券研究所（截至 2024 年 12 月 16 日数据，数据参考 iFinD 一致预期）



5 风险提示

1) 行业政策风险。环保行业受政策波动影响较大，具有一定的周期性。国家可再生能源补贴政策调整对公司的固废业务发展造成一定的影响，政策的延续性和后续变化有待进一步观察和确认。

2) 地方财政压力。垃圾焚烧发电项目收入中，垃圾处理费部分主要由当地财政支付，对地方财政支付能力依赖较高，如果地方财政压力较大，对公司项目回款将产生不利影响。

3) 原生垃圾内生增长存在不确定性。原生垃圾内生增长受当地经济及居民消费影响较大，若居民消费意愿降低，将影响生活垃圾的产生量。

图表 25：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	705	1,493	1,500	1,964
应收票据及账款	1,470	1,496	1,650	1,766
预付账款	15	21	21	22
存货	80	83	86	89
合同资产	3	0	0	0
其他流动资产	793	803	903	997
流动资产合计	3,062	3,896	4,160	4,837
长期股权投资	624	636	649	662
固定资产	12,906	12,568	12,244	11,934
在建工程	31	31	31	31
无形资产	6,009	5,819	5,636	5,460
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1,239	1,257	1,273	1,286
非流动资产合计	20,808	20,311	19,833	19,373
资产合计	23,870	24,206	23,993	24,211
短期借款	0	100	100	100
应付票据及账款	2,955	2,479	1,711	1,330
预收款项	0	0	0	0
合同负债	6	0	0	0
其他应付款	1,510	1,510	1,510	1,510
其他流动负债	1,283	1,345	1,405	1,462
流动负债合计	5,753	5,434	4,726	4,402
长期借款	9,637	9,667	9,697	9,727
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	533	552	572	593
非流动负债合计	10,169	10,218	10,268	10,319
负债合计	15,922	15,652	14,994	14,721
归属母公司所有者权益	7,802	8,364	8,765	9,216
少数股东权益	146	190	234	274
所有者权益合计	7,948	8,554	8,999	9,490
负债和股东权益	23,870	24,206	23,993	24,211

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,721	1,361	1,020	1,600
现金收益	1,984	1,915	2,065	2,217
存货影响	-4	-3	-3	-3
经营性应收影响	-449	-32	-154	-117
经营性应付影响	-901	-476	-768	-381
其他影响	1,091	-43	-120	-117
投资活动现金流	-1,917	-215	-218	-226
资本支出	-386	-260	-264	-267
股权投资	-378	-12	-13	-13
其他长期资产变化	-1,153	57	59	54
融资活动现金流	-1,368	-358	-795	-910
借款增加	195	158	59	60
股利及利息支付	-1,414	-890	-1,012	-1,150
股东融资	0	150	0	0
其他影响	-149	223	158	180

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,536	3,688	4,165	4,572
营业成本	1,934	2,066	2,139	2,216
税金及附加	76	89	100	110
销售费用	3	4	4	5
管理费用	288	288	325	357
研发费用	128	125	142	155
财务费用	378	307	316	316
信用减值损失	-85	30	-50	-80
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	81	50	50	50
其他收益	75	50	50	50
营业利润	800	940	1,190	1,433
营业外收入	14	4	4	4
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	814	942	1,193	1,436
所得税	65	122	215	287
净利润	749	820	978	1,149
少数股东损益	14	16	20	23
归属母公司净利润	735	803	959	1,126
EPS（按最新股本摊薄）	0.82	0.89	1.07	1.25

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	7.4%	4.3%	12.9%	9.8%
EBIT 增长率	17.5%	4.8%	20.7%	16.1%
归母公司净利润增长率	2.7%	9.3%	19.3%	17.4%
获利能力				
毛利率	45.3%	44.0%	48.7%	51.5%
净利率	21.2%	22.2%	23.5%	25.1%
ROE	9.2%	9.4%	10.7%	11.9%
ROIC	6.8%	6.9%	8.1%	9.2%
偿债能力				
资产负债率	66.7%	64.7%	62.5%	60.8%
流动比率	0.5	0.7	0.9	1.1
速动比率	0.5	0.7	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	127	145	136	134
存货周转天数	14	14	14	14
每股指标（元）				
每股收益	0.82	0.89	1.07	1.25
每股经营现金流	1.91	1.51	1.13	1.78
每股净资产	8.67	9.29	9.74	10.24
估值比率				
P/E	18	16	14	12
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	12	12	11	10

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn