永兴股份（601033）

何以永兴：独揽穗之优势，持续现金成长

2025 年 03 月 11 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3293	3536	3629	3978	4228
同比（%）	29.87	7.38	2.62	9.61	6.30
归母净利润（百万元）	715.45	734.83	772.06	906.96	1,001.71
同比（%）	5.64	2.71	5.07	17.47	10.45
EPS-最新摊薄（元/股）	0.79	0.82	0.86	1.01	1.11
P/E（现价&最新摊薄）	17.79	17.32	16.48	14.03	12.70

投资要点

- **广州垃圾焚烧龙头，优质运营资产现金流价值突出。**公司是广州市垃圾发电唯一经营主体。2019-2023 年营收/归母净利润复增 25%/55%，二期项目暂未确认补贴收入，当前盈利被低估。随着资本开支进入尾声，2023 年公司自由现金流转正。未来产能爬坡将带动业绩&现金流持续增厚。公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 60%，2023 年达 64%。
- **垃圾焚烧项目均已投运爬坡中，广州垃圾量具备自然增长潜力。**截至 2024Q3，公司垃圾焚烧控股产能合计 3.2 万吨/日，均已投运，其中广州 3.0 万吨/日，广州生活垃圾量预计随人口&经济发展保持稳定增长。2024 年广州市生活垃圾终端设施处理原生垃圾总量为 809.27 万吨，同增 2.24%，日均垃圾量 2.22 万吨。根据广州市生活垃圾收运系统战略规划，2025-2035 年垃圾量复增约 7%，可助力产能利用率每年提高 5pct。
- **广州区位优势明显，盈利+现金流长期有保障。1）高处理费+高吨发+高基础电价，带来盈利优势：从单吨盈利来看，**2023 年公司垃圾焚烧单吨收入为 417 元/吨，居同业第一，2023 年公司垃圾焚烧单吨毛利 190 元/吨，优于同业平均水平 136 元/吨，随着产能利用率提升将进一步摊薄固定成本，抬升单吨毛利。高收入源于**①高处理费：**2020-2022 年公司平均垃圾处理费为 146、140、147 元/吨，较行业当年新增招投标项目平均垃圾处理费高出 90%、56%、57%。**②高吨发：**公司 2023/2024H1 吨发为 525/568 度/吨，较 9 家同业均值高出 36%/46%，2023/2024H1 吨上网 445/483 度/吨，较 10 家同业均值高出 31%/41%。**③高基础电价：**超发部分按当地燃煤标杆电价确认收入，广东省燃煤标杆电价以 0.453 元/度居全国首位，高于全国平均水平 0.370 元/度。**从资产回报来看，**2023 年公司在 71%的产能利用率下 ROE（加权）为 9.3%，已达行业中位水平。**2）收入结构更健康，对国补依赖度低：**得益于高吨发和高基础电价，以 2023 年经营数据测算，公司项目国补收入占比 7%，低于行业平均（国补占比约 16%）。且广州财力较强，处理费支付有保障。
- **掺烧提高产能利用率，拓展供热增厚收益。1）陈腐垃圾：**我们梳理目前广州市有 7624 万吨陈腐垃圾等待复挖，测算得到掺烧存量陈腐垃圾的潜在收入空间 154 亿元。若产能缺口均由陈腐垃圾填补，在陈腐垃圾单吨处理费 0、150 元/吨情形下，测算陈腐垃圾单吨毛利为 73、223 元，单吨净利为 39、141 元，相对 2023 年净利增厚 18%、64%。**2）工业垃圾：**假设产能缺口均由工业垃圾填补，在工业垃圾吨发 960、1280、1600 度/吨情形下，测算得工业固废单吨毛利分别为 155、250、345 元，单吨净利分别为 87、149、211 元，相对 2023 年净利分别增厚 40%、68%、96%。**3）发电转供热：**23 年公司发电供热 0.7%提升空间大，单吨垃圾对应 2~2.5 吨蒸汽，蒸汽 150 元/吨时，单吨垃圾供热增收 70~105 元。
- **盈利预测与投资评级：**公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，资本开支结束，随产能爬坡，业绩、ROE、自由现金流均上行，具备长期分红能力。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.72/9.07/10.02 亿元，同增 5.1%/17.5%/10.5%，对应 PE 16/14/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

证券分析师 袁理
执业证书：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn
证券分析师 陈孜文
执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	14.14
一年最低/最高价	12.00/17.17
市净率(倍)	1.23
流通 A 股市值(百万元)	3,393.60
总市值(百万元)	12,726.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.47
资产负债率(%,LF)	57.56
总股本(百万股)	900.00
流通 A 股(百万股)	240.00

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 背靠广州市政，聚焦垃圾发电 4
1.1. 广环投旗下国资平台，广州市垃圾发电唯一主体 4
1.2. 业绩稳健增长，自由现金流转正 5
2. 在手项目均已投运，广州垃圾量具备自然增长潜力 8
3. 广州区位优势明显，盈利+现金流长期有保障 10
3.1. 高处理费+高吨发+高基础电价，带来盈利优势 10
3.2. 收入结构更健康，对国补依赖度低 13
4. 掺烧提高产能利用率，拓展供热增厚收益 14
4.1. 掺烧陈腐垃圾&工业固废提升产能利用率 14
4.2. 发电转供热增厚收入，产业园协同优势明显 17
5. 盈利预测与投资评级 19
6. 风险提示 21

图表目录

图 1： 公司历史沿革.....4
图 2： 股权结构（2024Q3）.....5
图 3： 2019-2024Q3 公司营收、归母净利润及增速.....6
图 4： 2019-2024Q3 公司经营性利润变化情况.....6
图 5： 2019-2024Q3 利润率及费用率.....6
图 6： 2019-2024H1 营收结构及毛利率.....6
图 7： 2019-2023 年公司应收账款及当期回款率测算.....7
图 8： 2019-2024Q3 公司现金流.....7
图 9： 2019-2024Q3 公司资产负债率.....7
图 10： 2019-2024Q3 公司 ROE.....7
图 11： 2020-2023 年公司垃圾处理产能利用率.....9
图 12： 2020-2023 年公司垃圾焚烧发电产能利用率.....9
图 13： 2013-2035 年广州市生活垃圾量及预测.....9
图 14： 2022-2024 年广州市月度垃圾量（万吨）.....9
图 15： 垃圾焚烧收入结构拆分.....10
图 16： 2023 年同业单吨收入/单吨成本/单吨毛利比较.....11
图 17： 2023 年同业公司垃圾焚烧运营毛利率对比.....11
图 18： 2023 年同业公司加权平均 ROE 对比.....11
图 19： 行业及公司平均垃圾处理费.....12
图 20： 2015-2024H1 同业公司吨发电量对比（度/吨）.....12
图 21： 2015-2024H1 同业公司吨上网电量对比（度/吨）.....12
图 22： 2023 年全国各省份燃煤标杆电价（元/度）.....13
图 23： 2023 年垃圾焚烧企业发电供热比.....18

表 1： 公司项目梳理（截至 2024Q3）.....8
表 2： 2023 年公司补贴期内项目单吨垃圾收入结构与行业平均对比.....13
表 3： 广州市存量陈腐垃圾梳理.....14
表 4： 广州市存量陈腐垃圾及市场空间测算.....15
表 5： 陈腐垃圾填补产能缺口的收益测算.....16
表 6： 不同热值工业固废填补产能缺口的收益测算.....17
表 7： 公司在广州市内的 6 大循环经济产业园.....18
表 8： 单吨垃圾发电转供热收入测算.....19
表 9： 业务拆分与盈利预测.....20
表 10： 可比公司估值（估值和股息率对应股价日期：2025/3/10）.....21

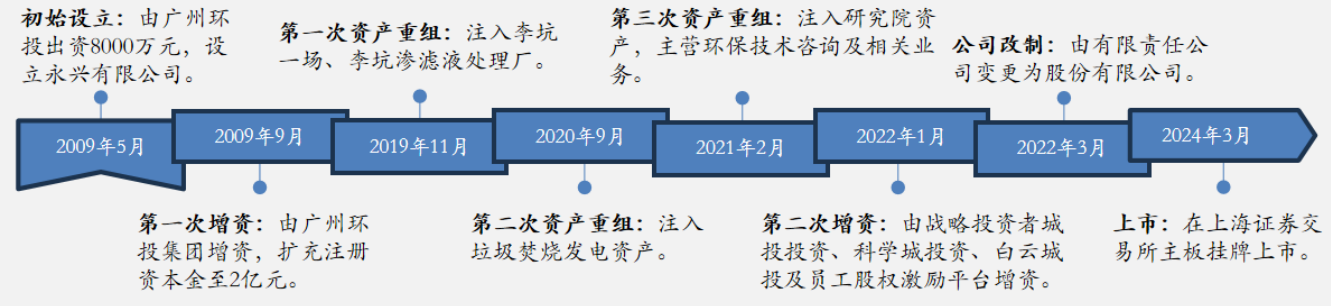
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 背靠广州市政，聚焦垃圾发电

1.1. 广环投旗下国资平台，广州市垃圾发电唯一主体

广州固废龙头，深耕垃圾发电业务近 20 年。公司成立于 2009 年，是广环投集团下属唯一垃圾焚烧运营平台、广州市垃圾焚烧发电唯一投资运营主体，主要聚焦于垃圾焚烧发电业务。继 2006 年广州环投第一资源热力电厂一分厂（李坑一厂）建成运营至今，集团有近 20 年运营经验，逐步拓展实现固废一体化布局。2020 年集团将全资控股的全部垃圾焚烧发电项目一次性划转至公司名下，2021 年以来公司逐步拓展生物质处理业务。截至 2024Q3 末，公司控股运营 14 个垃圾焚烧发电项目（产能 32090 吨/日，分别位于广州、雷州、邵东）和 4 个生物质处理项目（产能 2590 吨/日，均位于广州），参股运营 2 个垃圾焚烧项目（产能 4100 吨/日，位于肇庆、忻州）。为了进一步扩大公司业务区域布局和业务覆盖范，公司于 2025 年 1 月 10 日签署股权转让协议，以自有资金 3.30 亿元收购忻州市洁晋发电有限公司 41%股权。交易完成后，公司对洁晋公司持股比例将由 49%提升至 90%。

图1：公司历史沿革

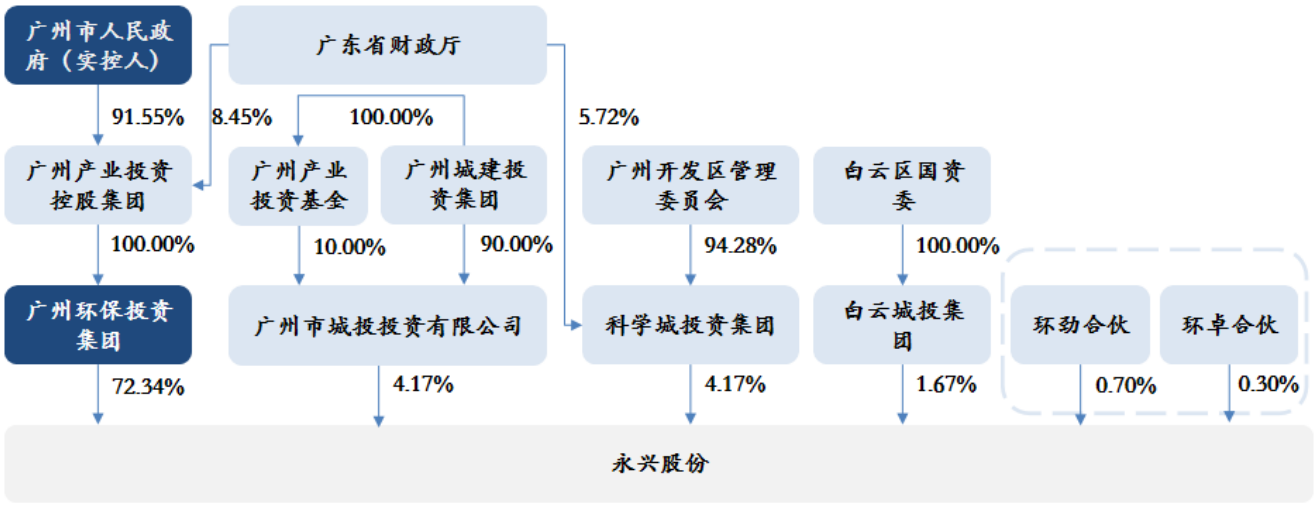


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

背靠广州市政府的国资平台，控股股东广环投持股 72.34%。公司是广环投集团旗下的国资平台，实际控制人为广州市政府。截至 2024Q3 末，广州市政府通过广环投集团控制公司 72.34%股权。战略投资者广州市城投投资有限公司、科学城投资集团、白云城投集团分别持有公司 4.17%、4.17%和 1.67%股权。此外公司员工持股平台环劲合伙、环卓合伙分别持有公司 0.70%、0.30%的股权。2022 年公司设立员工股权平台向 230 名员工授予股权，参股员工包括公司高管、下属企业正副职及其余骨干。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：股权结构（2024Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

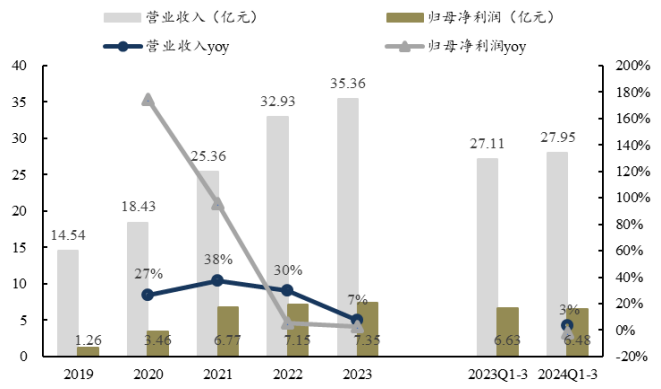
1.2. 业绩稳健增长，自由现金流转正

2019-2023 年业绩持续增长，二期项目尚未进入国补目录，收益被低估。2023 年公司实现营收 35.36 亿元，同比增长 7.38%，归母净利润 7.35 亿元，同比增长 2.71%，2019-2023 年公司营收/归母净利润复合增速分别达到 24.87%/55.41%，业绩总体呈现增长态势。2020 年和 2021 年公司分别追溯确认一次性国补收入 0.98 亿元、1.67 亿元，受一次性补贴影响，年度间业绩增速有所波动。随着建造收入下滑，公司整体毛利率显著提升，2023 年销售毛利率同比提高 4.43pct 至 45.30%。公司二期项目尚未进入国补目录，未确认对应的补贴收入，盈利被低估。

受建设项目转固影响 2024Q1-3 业绩短期承压，随着产能爬坡盈利将稳步提升。2024Q1-3 公司实现营收 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%。公司会计估计变更带来一次性信用减值冲回，2024 年 4 月 1 日起，公司将原账龄组合进一步细分为“政府客户组合”、“电网客户组合”、“可再生能源补贴组合”和“一般客户及其他客户组合”，以便更真实准确地反映公司的应收账款风险特征，2024Q2 信用减值一次性冲回 7663 万元。剔除信用减值影响，考察公司经营性利润的变化，2024Q1-3 公司加回信用减值后的营业利润为 6.83 亿元，同比下降 8.3%。2024Q1-3 公司毛利率 43.01%，同比下滑 5.66pct，主要系建设项目转固，资产折旧及摊销等增加，营业成本增幅超过营业收入增幅。随着项目产能持续爬坡，未来毛利率有望回升，业绩将回归增长态势。

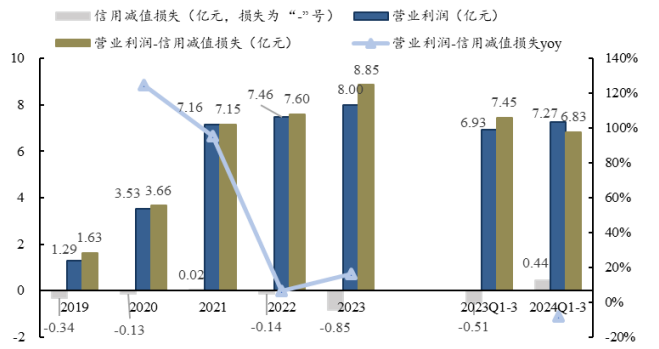
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：2019-2024Q3 公司营收、归母净利润及增速



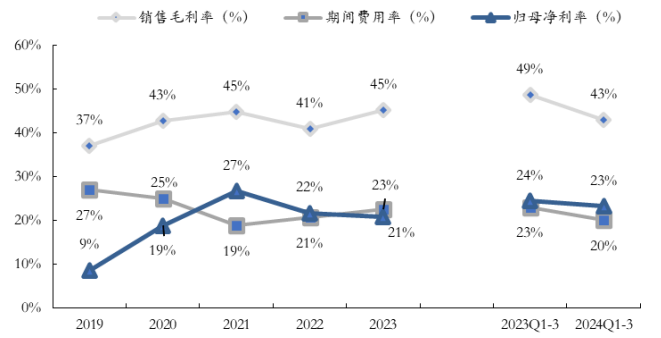
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2019-2024Q3 公司经营性利润变化情况



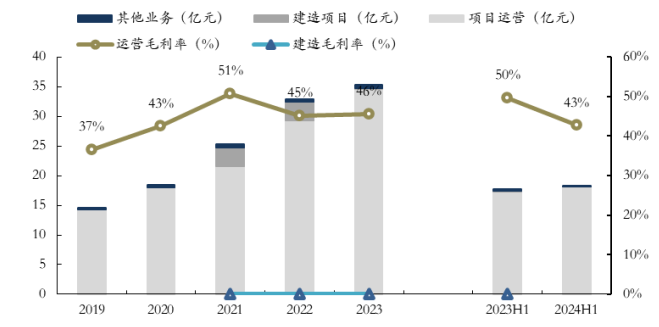
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q3 利润率及费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2019-2024H1 营收结构及毛利率

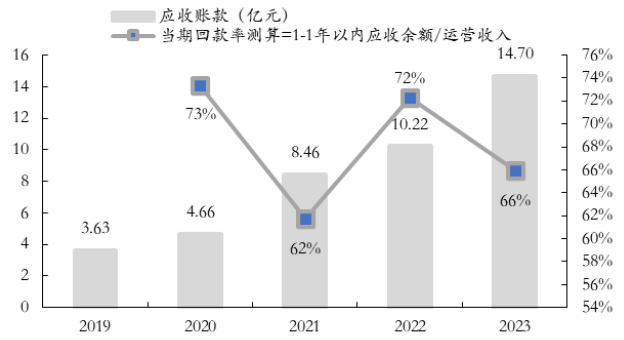


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自由现金流转正，规划 2023-2025 年分红比例不低于 60%。从经营性现金流净额来看，2019-2023 年公司净现比维持 1.5+。我们采用“1-1 年以内应收余额/运营收入”近似测算公司当期回款率，2023 年当期回款率 66%，同比下滑 6pct。随着地方化债持续推进，应收回款有望改善。从资本开支来看，公司在手项目已全部投运，资本开支进入尾声，2023 年自由现金流已经实现转正，未来预计将持续增厚。根据公司招股说明书披露，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%。2023 年公司分红金额 4.7 亿元，分红比例 63.7%。

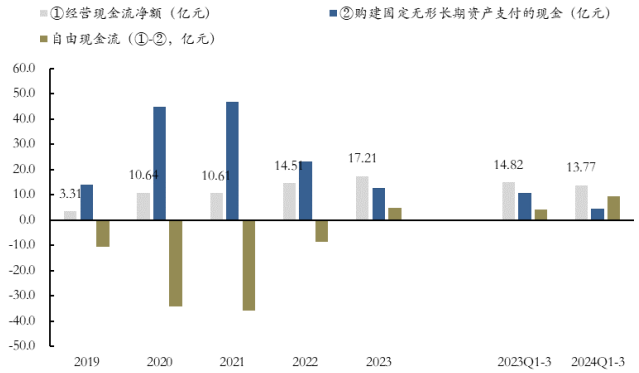
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图7：2019-2023 年公司应收账款及当期回款率测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

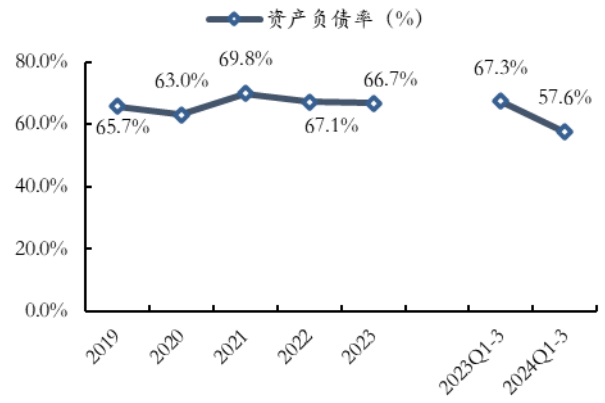
图8：2019-2024Q3 公司现金流



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

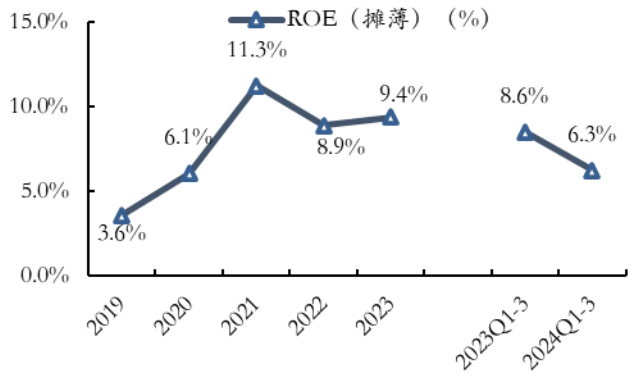
股权融资后资产负债率降幅明显，ROE 有所下降。2024 年因股权融资事宜，公司资产负债率下降明显，2024Q3 同比下滑 9.7pct 至 57.6%。同时，ROE 有所下降，2024Q1-3 ROE 同比减少 2.3pct 至 6.3%。未来随着公司开展“提质增效”行动，产能持续爬坡，ROE 有望持续回升。

图9：2019-2024Q3 公司资产负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2019-2024Q3 公司 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 在手项目均已投运，广州垃圾量具备自然增长潜力

公司在手垃圾焚烧项目均已投入运营，2023 年垃圾处理产能利用率达 71%。截至 2024Q3，公司垃圾焚烧在手产能合计 3.2 万吨/日，均已进入运营期，产能利用率尚在爬坡阶段。2021 年 Q4 起，公司垃圾焚烧电厂二期项目陆续开始投运，新增垃圾处理产能较大，导致 2021-2022 年公司整体产能利用率下降。2023 年公司垃圾处理产能利用率/垃圾焚烧发电产能利用率分别提升至 71%/53%，主要系公司开启陈腐垃圾掺烧试验，全年累计掺烧陈腐垃圾 64.6 万吨，预计未来产能利用率将持续提高。

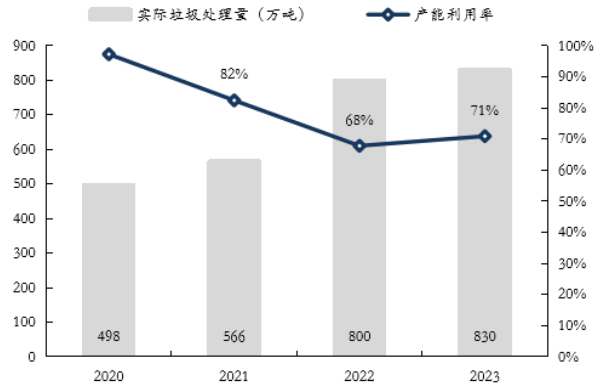
表1：公司项目梳理（截至 2024Q3）

经营主体	项目名称	持股比例	运营模式	项目规模（吨/日）	发电装机（MW）	运营年限（年）
云山公司	李坑一期	100%	政府采购服务	1040	1*22	15
	李坑二期	100%	政府采购服务	2000	2*25	25
福山公司	福山一期	100%	政府采购服务	4000	4*25	3
	福山二期	100%	政府采购服务	4000	3*50	3
南沙公司	南沙一期	100%	政府采购服务	2000	2*25	25
	南沙二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3
花城公司	花城一期	100%	政府采购服务	2000	2*25	25
	花城二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3
增城公司	增城一期	100%	政府采购服务	2000	2*22	26
	增城二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3
从化公司	从化一期	100%	政府采购服务	1000	2*12	28
	从化二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3
清新公司	雷州项目	58.37%	特许经营权	1000	1*25	28
邵东公司	邵东项目	50%	特许经营权	1050	15+10	28
垃圾焚烧发电处理能力				**32090**	**940**	
南沙公司	南沙餐厨处理项目	100%	政府采购服务	餐厨 400 吨/日		3
从化公司	从化固废处理项目	100%	政府采购服务	餐厨 100 吨/日		3
福山公司	广州东部生物质综合处理厂二期	100%	政府采购服务	餐饮 1200 吨/日、死禽畜 60 吨/日、废弃食用油脂 120 吨/日		3
花城公司	花都生物质处理厂	100%	政府采购服务	餐饮 150 吨/日、厨余 50 吨/日、粪便 500 吨/日、死禽畜 5 吨/日、废弃油脂 5 吨/日		3
生物质处理能力合计				**2590**		
油脂公司	广州废弃食用油脂收运处置项目	100%	特许经营权			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

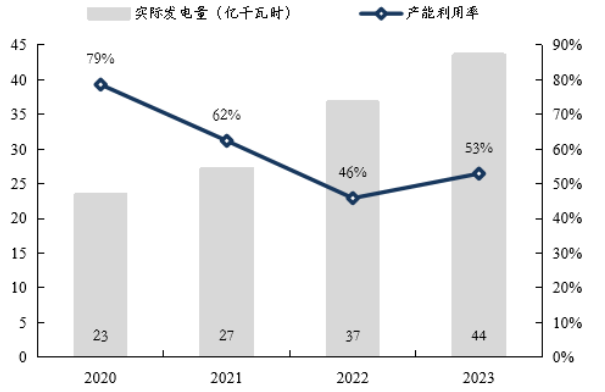
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图11：2020-2023 年公司垃圾处理产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

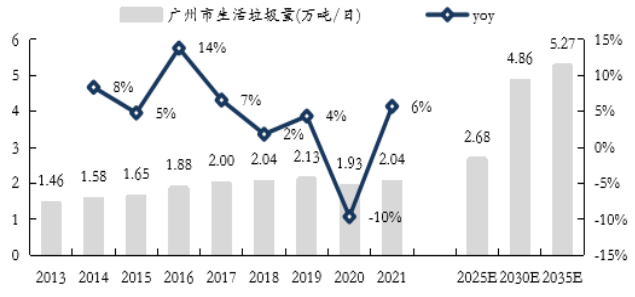
图12：2020-2023 年公司垃圾焚烧发电产能利用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

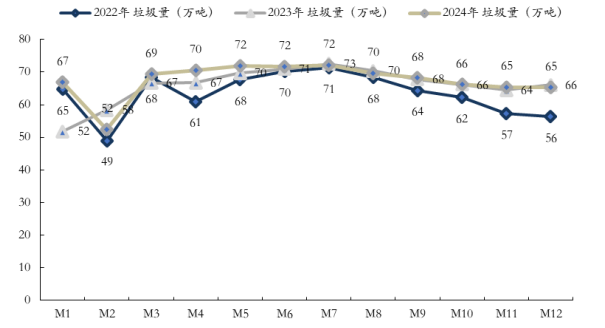
广州垃圾量稳定增长，未来仍有增长潜力。广州为人口净流入区域，2023 年末，广州市常住人口 1882.70 万人，同比增加 9.29 万人，在全国人口负增长的背景下，广州通过增强经济活力吸引外地人口持续流入。生活垃圾量与当地人口和经济发展水平紧密挂钩，公司受益于广州地域优势，生活垃圾量预计保持稳定增长。公司在广州市垃圾焚烧产能为 3.0 万吨/日，2024 年广州市生活垃圾终端设施处理原生垃圾总量为 809.27 万吨，同比增长 2.24%，日均处理原生垃圾量 2.22 万吨。根据广州市生活垃圾收运系统战略规划，2025-2035 年垃圾量复合增长率约 7%，可助力公司垃圾焚烧产能利用率每年提高 5pct。

图13：2013-2035 年广州市生活垃圾量及预测



数据来源：《广州市生活垃圾收运处理系统战略规划（2018-2035 年）》，东吴证券研究所

图14：2022-2024 年广州市月度垃圾量（万吨）



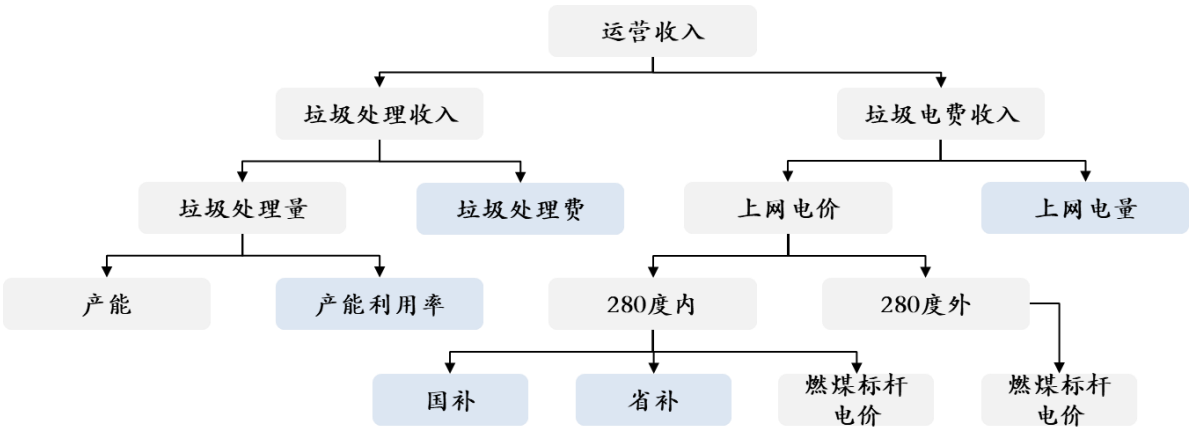
数据来源：广州市城市管理和综合执法局，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 广州区位优势明显，盈利+现金流长期有保障

垃圾焚烧发电收入主要来源于垃圾处理费和上网电费。存量项目发电补贴为国补+省补两级分摊，根据国家发改委相关规定：（1）生活垃圾折算上网电量暂定为 280 Kwh/吨，并执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/Kwh（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。（2）高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊：当地省级电网负担 0.1 元/Kwh，电网企业通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。

图15：垃圾焚烧收入结构拆分



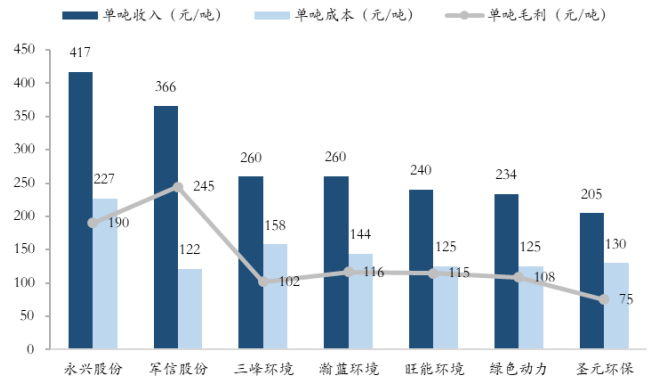
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 高处理费+高吨发+高基础电价，带来盈利优势

公司垃圾焚烧业务单吨收入与单吨毛利领先同业。从单吨垃圾盈利来看，2023 年公司单吨收入为 417 元/吨，领先同业。单吨毛利 190 元/吨，居于行业前列优于同业平均水平 136 元/吨。**从资产回报角度来看，**对比同业公司，公司在 71%的产能利用率下 ROE 已经能够达到行业中位水平，2023 年实现 9.3%，未来产能持续爬坡，ROE 具备较大提升空间。

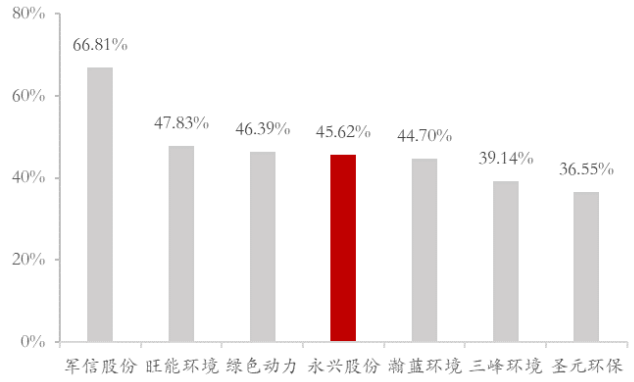
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图16：2023 年同业单吨收入/单吨成本/单吨毛利比较



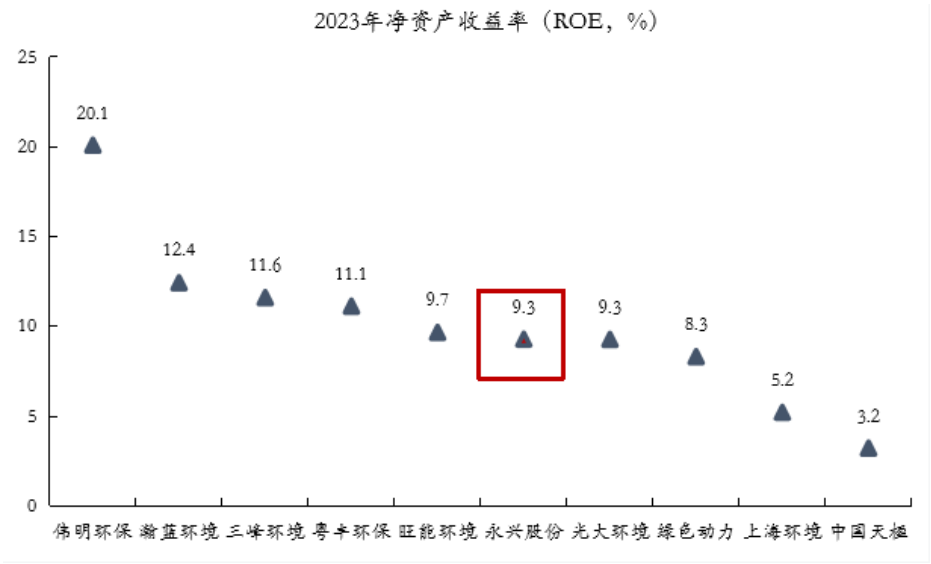
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2023 年同业公司垃圾焚烧运营毛利率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2023 年同业公司加权平均 ROE 对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

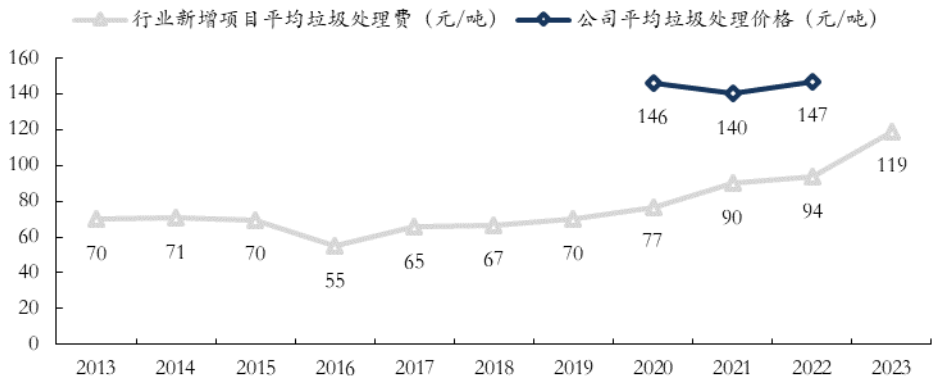
注：伟明环保、瀚蓝环境、三峰环境包含部分轻资产业务

高处理费、高吨发和高电价带来高收入。我们对公司垃圾焚烧单吨收入进行拆解：

1）**垃圾处理费：**公司在广州市内的项目采用政府采购服务模式开展业务，公司负责项目的投资建设及管理运营，政府采购服务需要每三年重新招标。公司垃圾处理费一直高于行业平均水平，根据公司招股说明书披露，2020-2022 年公司垃圾焚烧发电项目平均垃圾处理价格分别为 146、140、147 元/吨，较行业当年新增招投标项目平均垃圾处理费高出 90%、56%、57%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

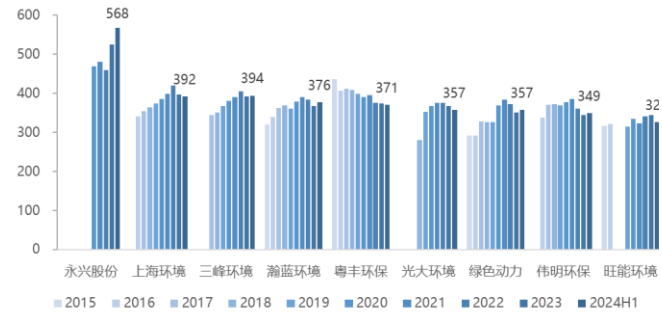
图19：行业及公司平均垃圾处理费



数据来源：中国环联，公司公告，东吴证券研究所

2）电费收入：从发电量来看，经济发达的地区生活垃圾热值更高，公司单吨垃圾发电量领先同行，2023 年/2024H1 吨发高达 525/568 度/吨，较 9 家垃圾焚烧上市公司均值高出 36%/46%，2023 年/2024H1 吨上网高达 445/483 度/吨，较 10 家垃圾焚烧上市公司均值高出 31%/41%。**从上网电价来看，**进入补贴清单的项目，吨发 280 度以内的部分上网电价为 0.65 元/度，吨发超出 280 度的部分按当地燃煤标杆电价上网；未进入补贴清单的项目暂未确认补贴收入，按当地燃煤标杆电价确认电费收入。公司项目地处广东，广东省燃煤标杆电价以 0.453 元/度居全国首位，显著高于全国平均水平 0.370 元/度。受益于此，公司项目超发部分电量收入更高。

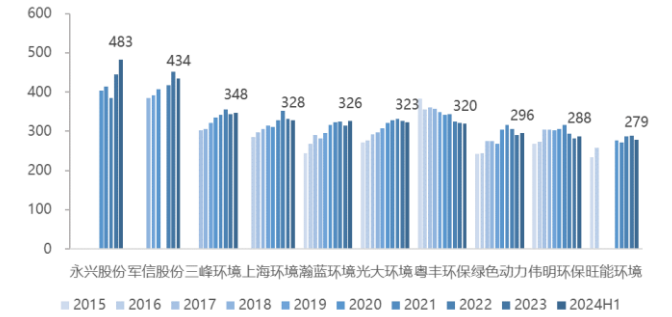
图20：2015-2024H1 同业公司吨发电量对比（度/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

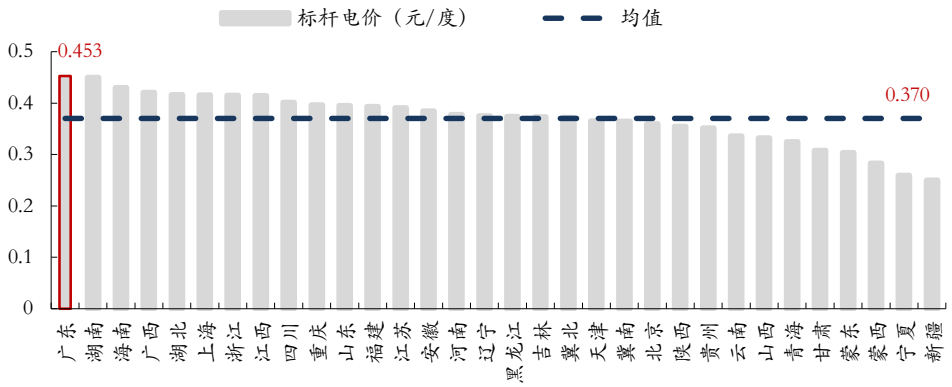
注：军信股份未披露发电量数据

图21：2015-2024H1 同业公司吨上网电量对比（度/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：2023 年全国各省份燃煤标杆电价（元/度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 收入结构更健康，对国补依赖度低

发电效率高+基础电价高，公司收入结构更健康，对国补依赖度低。从回款确定性来看，垃圾处理费由地方政府支付，广州财力较强，回款有保障。上网电费分为国补、省补、标杆电价，其中，国补来源为可再生能源基金，回款周期较长；省补来源为省电网，广东省经济发达电价高回款有保障；标杆电价和电网企业结算，B 端支付回款及时。根据公司历史经营数据测算，2023 年国补收入占垃圾焚烧运营收入比重为 7%，明显小于行业平均水平（国补占比 16%），对补贴依赖度低。

表2：2023 年公司补贴期内项目单吨垃圾收入结构与行业平均对比

测算 1：永兴股份+吨上网 470 度电+垃圾处理费 150 元/吨						
	上网电量	度电结构	电价(分)	收入(元)	收入结构	
280 度内	280	国补	10	28	国补	7%
		省补	10	28	省补	7%
		标杆电价	45	127	标杆电价	51%
280 度外	190	标杆电价	45	86		
垃圾处理费				150	处理费	36%
测算 2：行业平均+吨上网 320 度电+垃圾处理费 70 元/吨						
	上网电量	度电结构	电价(分)	收入(元)	收入结构	
280 度内	280	国补	15	42	国补	16%
		省补	10	28	省补	10%
		标杆电价	40	112	标杆电价	48%
280 度外		标杆电价	40	16		
垃圾处理费				70	处理费	26%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 掺烧提高产能利用率，拓展供热增厚收益

4.1. 掺烧陈腐垃圾&工业固废提升产能利用率

广州市存量陈腐垃圾超 8000 万吨，预计收入规模超百亿。广州市积极推动陈腐垃圾复挖，我们梳理多个垃圾填埋场，存量陈腐垃圾量达到 7624 万吨。其中，(1) 从化潭口填埋场预计开挖存量垃圾总量约 183 万吨，目前在前期 20 万吨开挖规模的基础上继续开展试验工作，1 年周期内继续开挖 50 万吨；(2) 花都区生活垃圾卫生填埋场预计开挖存量垃圾总量约 500 万吨，已经实施筛分及掺烧试验工作，开挖规模为 2000 吨/天；(3)兴丰应急垃圾填埋场预计开挖存量垃圾数量 237 万吨,项目中标单价 291.52 元/吨；(4) 增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场已实施封场；(5) 存量最大的兴丰生活垃圾卫生填埋场暂无具体计划，预计未来可用于满足公司焚烧产能利用需求。

我们依据公司实际情况做出如下假设：(1) 假设未开挖项目的存量陈腐垃圾中可复挖比例为 50%；(2) 复挖的陈腐垃圾热值为生活垃圾的 80%；(3) 采用 2023 年公司吨发电量作为生活垃圾吨发电量（525 度/吨）；(4) 度电电价为 0.43 元/度；(5) 平均垃圾处理服务价格为 150 元/吨。**目前广州有 7624 万吨陈腐垃圾等待复挖，测算得到掺烧存量陈腐垃圾的潜在收入空间 154 亿元。**

表3：广州市存量陈腐垃圾梳理

填埋场	存量陈腐垃圾(万吨)	公告日期	具体计划与实施
兴丰生活垃圾卫生填埋场	4848		可用于满足公司未来焚烧产能利用需求，暂无具体计划。
兴丰应急垃圾填埋场	237	2025/2/14	项目服务期限 3 年，预计开挖存量垃圾数量为 237 万吨，存量垃圾综合处理单价为 291.52 元/吨。其中公司下属子公司均为兴丰项目的掺烧处理方，负责对运至子公司的存量垃圾进行资源化和无害化处理，所获得的收入单价为 160.05 元/吨。
增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场	1856	2023/4/20	2023 年已实施封场。
花都区生活垃圾卫生填埋场	500	2024/11/29	预计开挖存量垃圾总量约 500 万吨，项目总投资为 9125 万元。实施筛分及掺烧试验工作，开挖规模为 2000 吨/天。
从化潭口填埋场	183	2024/7/22	预计开挖存量垃圾总量约 183 万吨，项目总投资为 9125 万元。在前期 20 万吨开挖规模的基础上继续开展试验工作，继续开挖规模为 50 万吨，计划实施周期为 1 年。
合计	**7624**		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表4：广州市存量陈腐垃圾及市场空间测算

填埋场	存量陈腐垃圾（万吨）	可复挖陈腐垃圾（万吨）	垃圾处理收入（亿元）	电费收入（亿元）	总收入空间（亿元）
兴丰生活垃圾卫生填埋场	4848	2424	36	51	87
兴丰应急垃圾填埋场	237	237	4	5	9
增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场	1856	928	14	19	33
花都区生活垃圾卫生填埋场	500	500	8	11	18
从化潭口填埋场	183	183	3	4	7
合计	**7624**	**4272**	**64**	**90**	**154**

假设：（1）未开挖项目的存量陈腐垃圾中假设可复挖比例为50%；（2）复挖的陈腐垃圾热值为生活垃圾的80%；（3）采用2023年公司吨发电量作为生活垃圾吨发电量（525度/吨）；（4）度电电价为0.43元/度；（5）平均垃圾处理服务价格为150元/吨。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

掺烧成本更低的陈腐垃圾和热值更高的工业垃圾，提高产能利用率增厚收益。1）陈腐垃圾：2023 年公司已实施花都区生活垃圾填埋场、从化潭口填埋场存量垃圾筛分及掺烧试验工作，日掺烧量分别为 2000 吨/天、1370 吨/天，合计达到公司总产能的 10.5%。2025 年 2 月，下属子公司签署《广州市兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目合作协议》，兴丰项目的服务期限为 3 年，预估需处理的存量垃圾数量 237 万吨，对应年掺烧量 79 万吨/年，对应日掺烧量约 2164 吨/日。未来将积极推进多个存量垃圾复挖项目，进一步提升产能利用率。**2）工业固废：**广州市生态环境局支持公司掺烧一般工业固废，控制掺烧比例在 30%以内。

（1）陈腐垃圾填补产能缺口的收益测算：根据 2023 年公司经营数据，每年仍然存在 341 万吨的产能缺口可以利用，假设陈腐垃圾的热值是生活垃圾的 0.8 倍，对应吨发电量约 341 度/吨。我们测算由陈腐垃圾填补产能缺口的两种情景：

情景一，假设陈腐垃圾单吨垃圾处理费为 150 元/吨，可得陈腐垃圾单吨毛利/单吨净利分别为 223/141 元，相对 2023 年毛利/净利分别增厚 47%/64%。

情景二，假设后续陈腐垃圾无处理费，单吨毛利/单吨净利分别为 73/39 元，相对 2023 年毛利/净利分别增厚 15%/18%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：陈腐垃圾填补产能缺口的收益测算

陈腐垃圾填补产能缺口的收益测算	情景一：考虑垃圾处理费	情景二：不考虑垃圾处理费
产能规模（万吨/年）	1171	1171
2023 年垃圾处理量（万吨）	830	830
产能缺口（万吨/年）	341	341
假设陈腐垃圾吨发电量（度/吨）	*384*	*384*
假设电价（元/度，不含税）	*0.401*	*0.401*
假设补贴（元/度，不含税）	*0.174*	*0.174*
单吨电费收入（元/吨）	203	203
假设单吨垃圾处理费（元/吨）	*150*	*0*
单吨收入（元/吨）	353	203
假设单吨成本（元/吨）	*130*	*130*
单吨毛利（元/吨）	223	73
毛利增厚（亿元）	8	2
相对 2023 年毛利增厚（%）	**47%**	**15%**
假设陈腐垃圾增量费用率（%）	*10%*	*10%*
假设所得税率（%）	*25%*	*25%*
单吨净利（元/吨）	141	39
净利增厚（亿元）	5	1
相对 2023 年净利增厚（%）	**64%**	**18%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：单吨成本仅考虑运营成本部分，掺烧陈腐垃圾不带来折旧摊销增量

（2）不同热值工业固废填补产能缺口的收益测算：根据 2023 年公司经营数据，每年仍然存在 341 万吨的产能缺口可以利用，假设工业固废的热值在 12000-20000kJ/kg 区间内，考虑单吨成本因热值不同出现阶梯分布，我们根据对应的吨发电量测算由工业固废填补产能缺口的三种情景：

情景一，吨发电量 960 度/吨，可得工业固废单吨毛利/单吨净利分别为 155/87 元，相对 2023 年毛利/净利分别增厚 33%/40%；

情景二，吨发电量 1280 度/吨，可得工业固废单吨毛利/单吨净利分别为 250/149 元，相对 2023 年毛利/净利分别增厚 53%/68%；

情景三，吨发电量 1600 度/吨，可得工业固废单吨毛利/单吨净利分别为 345/211 元，相对 2023 年毛利/净利分别增厚 73%/96%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：不同热值工业固废填补产能缺口的收益测算

不同热值工业固废填补产能缺口的收益测算	情景一	情景二	情景三
产能规模（万吨/年）	1171	1171	1171
2023 年垃圾处理量（万吨）	830	830	830
产能缺口（万吨/年）	341	341	341
假设热值概数（kJ/kg）	*12000*	*16000*	*20000*
不同热值工业固废对应吨发电量（度/吨）	*960*	*1280*	*1600*
假设电价（元/度，不含税）	*0.401*	*0.401*	*0.401*
单吨收入（元/吨）	385	513	642
假设单吨成本（元/吨）：采购+运营成本	*230*	*263*	*297*
单吨毛利（元/吨）	155	250	345
毛利增厚（亿元）	5	9	12
相对 2023 年毛利增厚（%）	**33%**	**53%**	**73%**
假设工业垃圾增量费用率（%）	*10%*	*10%*	*10%*
假设所得税率（%）	*25%*	*25%*	*25%*
单吨净利（元/吨）	87	149	211
净利增厚（亿元）	3	5	7
相对 2023 年净利增厚（%）	**40%**	**68%**	**96%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：单吨成本仅考虑采购成本及运营成本部分，掺烧工业垃圾不带来折旧摊销增量

4.2. 发电转供热增厚收入，产业园协同优势明显

政策鼓励垃圾发电兼顾供热，广州新型供热模式扩宽供热半径。环保部 2018 年 3 月发文，鼓励改建或扩建生活垃圾焚烧发电设施，新建项目鼓励采用生活垃圾处理产业园区选址建设模式，兼顾区域供热。近期，广州市首家移动储能供热项目正式投运，通过“垃圾焚烧+移动储能”新型供热模式灵活供热，有效解决传统管道供热覆盖半径短等问题。

产业园协同优势明显，助力供热业务开拓。公司积极拓展垃圾焚烧供热业务，2023 年公司垃圾焚烧发电项目向周边工业企业提供蒸汽合计 13.56 万吨。目前公司在广州市内拥有 6 大循环经济产业园，有助于公司开发企业蒸汽需求。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

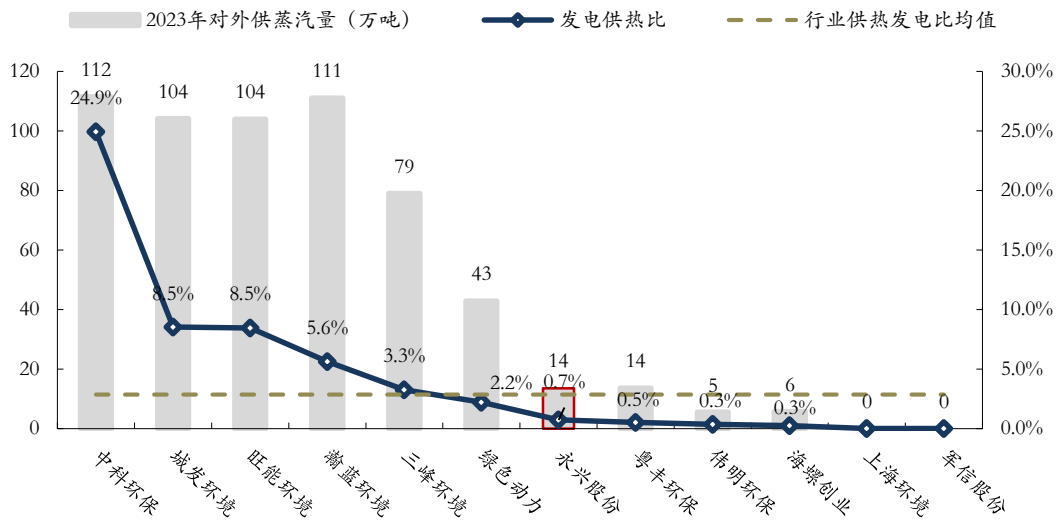
表7：公司在广州市内的 6 大循环经济产业园

地区	产业园名称	发电装机规模(MW)	生活垃圾焚烧产能(吨/日)	生物质综合处理产能(吨/日)
花都区	赤坭循环经济产业园	150	5000	厨余垃圾 50 吨/日，废弃油脂 5 吨/日，餐厨垃圾 150 吨/日，粪便 500 吨/日，死禽畜 5 吨/日
白云区	李坑循环经济产业园	72	3040	
黄埔区	福山循环经济产业园	250	8000	餐厨垃圾 1200 吨/日，死禽高 60 吨/日，废弃油脂 120 吨/日
南沙区	大岗循环经济产业园	150	5000	餐厨垃圾 400 吨/日
从化区	鳌头循环经济产业园	124	4000	
增城区	仙村循环经济产业园	140	5000	餐厨垃圾 100 吨/日

数据来源：《生活垃圾焚烧发电建设项目环境准入条件（试行）》，广州环投集团，公司公告，东吴证券研究所

发电转供热显著增厚收入，商业模式 to B 改善现金流。垃圾焚烧企业积极开展供热业务，2023 年中科环保发电供热比 24.9%位居行业首位，永兴股份发电供热比为 0.7%，有较大提升空间。假设单吨垃圾可产生蒸汽量 2~2.5 吨，经测算，单吨蒸汽售价在 150 元/吨情景下，供热较发电单吨垃圾增收 70~105 元。

图23：2023 年垃圾焚烧企业发电供热比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：按 1 吨蒸汽=200 度电换算，发电供热比=供热对应电量/上网电量，上海环境、军信股份未披露供热量数据

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表8：单吨垃圾发电转供热收入测算

单吨垃圾发电转供热收益测算						
假设单吨垃圾产生蒸汽量（吨）	*2*	*2*	*2*	*2.5*	*2.5*	*2.5*
假设单吨蒸汽售价（元/吨）	***150***	***200***	***250***	***150***	***200***	***250***
假设单吨蒸汽发电量（度/吨）	*200*	*200*	*200*	*200*	*200*	*200*
单吨垃圾发电量（度/吨）	400	400	400	500	500	500
单吨垃圾上网发电收入（元/吨）	230	230	230	270	270	270
单吨垃圾出售蒸汽收入（元/吨）	300	400	500	375	500	625
供热增收（元/吨）	**70**	**170**	**270**	**105**	**230**	**355**

数据来源：东吴证券研究所测算

5. 盈利预测与投资评级

公司为广州垃圾焚烧龙头，控股项目均已投运，综合考虑广州生活垃圾量自然增长、掺烧陈腐垃圾和工业固废提升产能利用率、发电转供热提供增量，预计公司 2024-2026 年产能利用率有望达 78%、86%和 92%，产能持续爬坡增厚业绩，对应 2024-2026 年公司归母净利润为 7.72/9.07/10.02 亿元，同比增长 5.1%/17.5%/10.5%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表9：业务拆分与盈利预测

年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
项目运营						
产能利用率(%)	**82%**	**68%**	**71%**	**78%**	**86%**	**92%**
营业收入(亿元)	21.64	29.28	34.63	**35.64**	**39.07**	**41.50**
营业收入 yoy	20.20%	35.30%	18.20%	**2.9%**	**9.6%**	**6.2%**
营业成本(亿元)	10.65	16.03	18.83	**20.54**	**22.15**	**23.38**
毛利(亿元)	10.99	13.25	15.8	**15.10**	**16.91**	**18.12**
毛利率(%)	**50.80%**	**45.30%**	**45.60%**	**42.4%**	**43.3%**	**43.7%**
建造业务						
营业收入(亿元)	3.05	3.19	0.15	0	0	0
营业成本(亿元)	3.05	3.19	0.15	0	0	0
毛利(亿元)	0	0	0	0	0	0
毛利率(%)	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**
其他业务						
营业收入(亿元)	0.66	0.46	0.59	0.65	0.71	0.78
营业收入 yoy	54.50%	-30.70%	27.80%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本(亿元)	0.3	0.25	0.37	0.40	0.44	0.49
毛利（亿元）	0.36	0.21	0.22	0.24	0.27	0.30
毛利率(%)	**54.30%**	**45.70%**	**37.80%**	**37.8%**	**37.8%**	**37.8%**
合计						
营业总收入(亿元)	25.36	32.93	35.36	36.29	39.78	42.28
营业总收入 yoy	**37.60%**	**29.90%**	**7.40%**	**2.6%**	**9.6%**	**6.3%**
营业成本(亿元)	14.01	19.47	19.34	20.94	22.60	23.87
毛利(亿元)	11.35	13.46	16.02	15.35	17.18	18.41
毛利率(%)	**44.80%**	**40.90%**	**45.30%**	**42.3%**	**43.2%**	**43.5%**
归母净利润(亿元)	6.77	7.15	7.35	7.72	9.07	10.02
归母净利润 yoy	**95.60%**	**5.60%**	**2.70%**	**5.1%**	**17.5%**	**10.5%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们选取军信股份、三峰环境、绿色动力、瀚蓝环境、伟明环保、上海环境作为可比公司，可比公司对应 2024 年 PE 均值为 15 倍，PB（MRQ）均值为 1.55。公司 PB（MRQ）为 1.23 倍，对应 2024 年 PE 为 16 倍。考虑公司受益于广州区位优势，资产质地优，现金流长期有保障，对标可比公司应存估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值（估值和股息率对应股价日期：2025/3/10）

代码	公司	总市值（亿元）	2023年分红比例	对应2023年股息率	归母净利润预测（亿元）			归母净利润yoy			23-26复增	PE			PB
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	
301109.SZ	军信股份	108	71.81%	3.41%	5.30	7.46	8.02	3%	41%	8%	16%	20	15	13	2.08
601827.SH	三峰环境	137	33.81%	2.87%	12.22	13.59	14.98	5%	11%	10%	9%	11	10	9	1.24
601330.SH	绿色动力	88	33.22%	2.39%	5.91	6.64	7.39	-6%	12%	11%	6%	15	13	12	1.11
600323.SH	瀚蓝环境	173	27.38%	2.26%	16.79	19.92	22.18	17%	19%	11%	16%	10	9	8	1.32
603568.SH	伟明环保	326	20.67%	1.31%	27.74	36.12	45.14	35%	30%	25%	30%	12	9	7	2.59
601200.SH	上海环境	109	20.53%	1.03%	5.77	6.11	6.44	6%	6%	5%	6%	19	18	17	0.98
可比公司均值												15	12	11	1.55
601033.SH	永兴股份	127	63.69%	3.68%	7.72	9.07	10.02	5%	17%	10%	11%	16	14	13	1.23

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：永兴股份、三峰环境、绿色动力、瀚蓝环境、伟明环保盈利预测来自于东吴证券研究所，其余均来自 wind 一致预期

6. 风险提示

（1） **上网电价补贴政策变动：**若政府减少对垃圾焚烧发电行业的电价补贴，导致国补收入或省补收入出现全部或大部分退出的情况，可能影响垃圾发电企业收入。

（2） **产能利用率不及预期：**公司尚在产能爬坡阶段，若新增产能无法充分消化，或将影响盈利能力。

（3） **收入区域集中度较高的风险：**若未来广州市经济发展不及预期或地方财政支出下降，可能会对公司业绩产生不利影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

永兴股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	**3,062**	**5,986**	**6,664**	**7,431**
货币资金及交易性金融资产	705	2,709	3,187	3,825
经营性应收款项	1,488	1,854	2,010	2,106
存货	80	86	93	98
合同资产	3	3	3	4
其他流动资产	787	1,335	1,372	1,399
非流动资产	**20,808**	**20,362**	**19,768**	**19,017**
长期股权投资	624	674	724	774
固定资产及使用权资产	12,919	12,811	12,453	11,947
在建工程	31	22	15	11
无形资产	6,009	5,737	5,457	5,167
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	51	51	51	51
其他非流动资产	1,175	1,068	1,068	1,068
资产总计	**23,870**	**26,349**	**26,432**	**26,448**
流动负债	**5,753**	**6,098**	**6,309**	**6,414**
短期借款及一年内到期的非流动负债	944	1,140	1,140	1,140
经营性应付款项	2,955	3,025	3,138	3,183
合同负债	6	6	7	31
其他流动负债	1,849	1,927	2,024	2,060
非流动负债	10,169	9,642	9,141	8,639
长期借款	9,637	9,137	8,637	8,137
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	9	7	6	4
其他非流动负债	524	498	498	498
负债合计	**15,922**	**15,740**	**15,450**	**15,053**
归属母公司股东权益	7,802	10,448	10,805	11,200
少数股东权益	146	160	177	195
所有者权益合计	**7,948**	**10,609**	**10,983**	**11,395**
负债和股东权益	**23,870**	**26,349**	**26,432**	**26,448**

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**3,536**	**3,629**	**3,978**	**4,228**
营业成本(含金融类)	1,934	2,094	2,260	2,387
税金及附加	76	78	86	91
销售费用	3	3	3	3
管理费用	288	290	318	338
研发费用	128	132	144	154
财务费用	378	346	297	271
加:其他收益	75	73	80	85
投资净收益	81	80	88	93
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(85)	20	(20)	(30)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**800**	**857**	**1,016**	**1,132**
营业外净收支	14	2	2	2
利润总额	**814**	**859**	**1,018**	**1,133**
减:所得税	65	73	95	113
净利润	**749**	**786**	**924**	**1,020**
减:少数股东损益	14	14	17	18
归属母公司净利润	**735**	**772**	**907**	**1,002**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.86	1.01	1.11
EBIT	1,097	1,206	1,316	1,405
EBITDA	1,958	2,157	2,271	2,366
毛利率(%)	45.30	42.29	43.19	43.55
归母净利率(%)	20.78	21.27	22.80	23.69
收入增长率(%)	7.38	2.62	9.61	6.30
归母净利润增长率(%)	2.71	5.07	17.47	10.45

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,721	1,784	2,138	2,182
投资活动现金流	(1,917)	(966)	(272)	(116)
筹资活动现金流	(1,368)	1,187	(1,389)	(1,428)
现金净增加额	(1,564)	2,004	478	638
折旧和摊销	861	951	956	962
资本开支	(1,251)	(560)	(309)	(159)
营运资本变动	(306)	(214)	(10)	(54)

重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股净资产(元)	10.40	11.61	12.01	12.44
最新发行在外股份（百万股）	900	900	900	900
ROIC(%)	5.44	5.60	5.73	6.10
ROE-摊薄(%)	9.42	7.39	8.39	8.94
资产负债率(%)	66.70	59.74	58.45	56.91
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.32	16.48	14.03	12.70
P/B（现价）	1.36	1.22	1.18	1.14

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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