

环保行业深度报告

中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善， 一带一路助力，水务固废资产价值重估 增持（维持）

2023年05月14日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057

chenzw@dwzq.com.cn

投资要点

- **中国特色估值体系探索，环保板块国企具备价值重估潜力。**证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系，政府工作报告要求提高国企核心竞争力。2022年环保板块地方国企/央企的盈利占比为54%/7%，高于数量及市值占比。从2022年业绩同比变化看，央企(+10%)和国企(-17%)优于民企(-30%)，疫情冲击下显现盈利韧性，价值认知待提升。
- **中特估逻辑1——低估值+高分红+现金流改善标的更具价值重估潜力。**
 - **估值：当前水务固废板块估值水平为2015年以来最低。**环保板块当前PE/PB估值位于2015年以来33%/2%分位点，其中，水务运营板块企业2022年底平均PE/PB为14/1.15倍，为2015年以来最低水平；垃圾焚烧板块企业2022年底平均PE为14倍，央企企仅为12倍。
 - **价值重估空间：**
 - 1) **对标产业资本定价：水务资产出售一级市场定价接近翻倍。**鹏鹞环保向中广核环保转让水务资产，转让价格2.99亿元，截至2023/3/31转让对价/标的净资产为1.82，鹏鹞环保2023/3/31 PB为0.996。
 - 2) **对标REITs定价：彰显对现金流价值的认可。**从市价/分红看，富国首创水务REIT对分派现金流的估值水平是首创环保PE估值的1.7倍。
 - **估值提升动力：**
 - 1) **分红：水务固废资产保持稳定高分红，高股息有安全边际。**水务、固废板块分红水平领先，其中洪城环境2022年股息率5.18%，2020-2022年分红比例维持50%~63%，重庆水务2022年股息率4.73%，2020-2022年分红比例分别为59%~69%，光大环境2022年股息率6.80%，2020-2022年分红比例30%+（股价参考日期2023/5/10）。
 - 2) **业绩及现金流：运营占比提升业绩稳定性增强+资本开支下降，自由现金流改善。**1) **水务运营：业绩稳增+优质现金流**，2018-2022年业绩复增16%，2022年洪城环境运营收入占比提至77%，净现比提至2.31倍，自由现金流实现转正。2) **垃圾焚烧：2018-2022年运营收入复增29%，现金流持续改善**，①运营占比提升，龙头光大环境运营收入占比2022年首超建造达65%，②国补回笼加速，2022Q4板块经营净现金流同比+329%，环比+148%，③经营现金流改善+资本开支下降，自由现金流转正在即，测算2020年自由现金流-276亿元，2022年缩至-59亿元。
- **中特估逻辑2——“一带一路”是中特估体系的实践，出海贡献业绩增量。**中特估体系是反映国家战略的资本市场基础设施，而“一带一路”是国家战略的先进探索与重要实践，央企国企技术与资金实力雄厚，更具出海竞争力，有望迎估值业绩双升。如三峰环境设备出海，碧水源依托中交集团协同开拓海外项目，北控水务、光大环境投资东南亚市场项目。
- **投资建议：1) 水务：低估值+高分红+稳定增长。重点推荐【洪城环境】**高分红兼具稳定增长，2022-2023年承诺分红≥50%，2022年股息率5.18%，净现比提至2.31，自由现金流转正。预计2023-2025年复增10%，对应2023年PE 8.7；**建议关注【鹏鹞环保】** PB(LF)仅1.09，出售资产一级市场接近翻倍定价，在手现金9亿市值47亿，转型潜力大。2) **垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。重点推荐【光大环境】**固废龙头恒强，运营占比提升+国补回笼+资本开支下降，现金流改善在即，PB0.46倍，2017年以来分红维持30%左右，2022年股息率6.80%，对应2023年PE 4.3；**【瀚蓝环境】**国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，整合进行时，预计2023-2025年复增15%，对应2023年PE 12.1。**建议关注【三峰环境】**国补加速，2022年净现比提至1.6倍，自由现金流转正。设备发力海外市场，对应2023年PE 10.5。（估值日期：2023/5/10）
- **风险提示：政策风险、项目进展不达预期、行业竞争加剧等。**

行业走势



相关研究

《《危险废物重大工程建设总体实施方案》印发，加强危废处理技术&基础设施支撑》

2023-05-10

《低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质环保资产价值重估》

2023-05-09

内容目录

1. 中国特色估值体系探索，环保板块国企具备价值重估潜力	4
2. 中特估逻辑 1——低估值+高分红+现金流改善标的具备重估潜力	5
2.1. 估值：水务固废处于估值底部，受产业资本&REITs 定价驱动亟待重估	5
2.2. 分红：水务资产保持稳定高分红，可观股息率带来安全边际	7
2.3. 现金流：运营稳健增长，水务现金流优质，垃圾焚烧显著改善	9
2.3.1. 水务：水务运营业绩稳健现金流优质，水价市场化增强回报稳定性	9
2.3.2. 垃圾焚烧：运营占比提升&国补回笼&资本开支下降，促现金流改善	11
3. 中特估逻辑 2——“一带一路”是中特估体系的实践，出海带来业绩增量	14
4. 投资建议	14
4.1. 水务：低估值+高分红+稳定增长	14
4.1.1. 洪城环境：高分红兼具稳定增长，综合公用事业平台价值重估	15
4.1.2. 鹏鹞环保：出售水务资产一级市场翻倍定价，在手现金充裕转型潜力大	15
4.2. 垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海	16
4.2.1. 光大环境：运营占比提升&国补回笼&资本开支下降现金流改善，分红稳定	16
4.2.2. 瀚蓝环境：固废整合&一体化拓展，补贴回笼&REITs&地方支持改善现金流	17
4.2.3. 三峰环境：剔除补贴影响增长稳健，现金流改善+海外拓展加速	18
5. 风险提示	19

图表目录

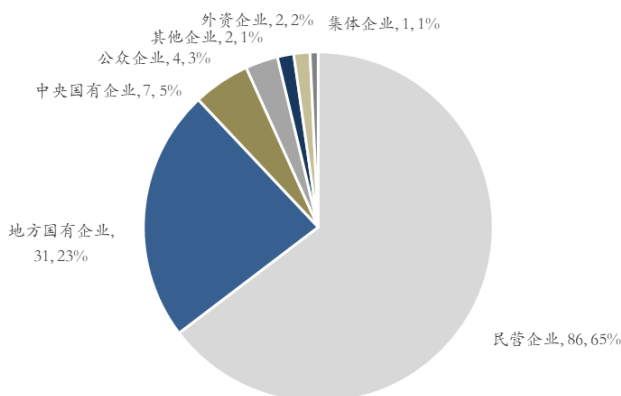
图 1: 申万环保不同类型企业数量占比(截至 2023/5/5).....	4
图 2: 申万环保不同类型企业市值占比(截至 2023/5/5).....	4
图 3: 2022 年申万环保不同类型企业业绩及同比变化.....	5
图 4: 疫情冲击下央/国企业的 ROE (摊薄) 保持韧性	5
图 5: 环保板块 PE 估值底部震荡	5
图 6: 环保板块 PB 估值处于历史低位	5
图 7: 2015-2022 年水务运营板块平均 PE	6
图 8: 2015-2022 年水务运营板块平均 PB	6
图 9: 2015-2022 年垃圾焚烧板块平均 PE	6
图 10: 不同细分板块环保央国企平均分红比例	8
图 11: 水务固废板块央国企股息率及分红比例	8
图 12: 2018-2022 年水务板块运营收入和毛利	9
图 13: 2018-2022 年水务板块业绩变化	9
图 14: 水务运营板块具备持续优质经营性现金流	10
图 15: 水务运营板块自由现金流大幅改善	10
图 16: 2018-2022 年 A 股垃圾焚烧公司运营收入及毛利	11
图 17: 2022 年光大环境运营收入占比超建造	11
图 18: 2018-2023Q1 垃圾焚烧板块业绩变化	11
图 19: 2018-2023Q1 垃圾焚烧板块经营性现金流净额	12
图 20: 2022Q1-4 垃圾焚烧板块经营性现金流净额	12
图 21: 2022 年垃圾焚烧板块净现比均值显著改善	13
图 22: 垃圾焚烧企业自由现金流改善	13
图 23: 新增生物质发电项目实行竞价上网	13
表 1: 富国首创水务和中航首钢生物质 REITs 经营情况	7
表 2: 新旧《城镇供水价格管理办法》收益率规定对比	10
表 3: 估值表 (估值日期: 2023/5/10)	19

1. 中国特色估值体系探索，环保板块国企具备价值重估潜力

探索建立中国特色估值体系，环保板块国企具备价值重估潜力。2022年11月21日，证监会主席易会满在金融街论坛年会上，首次提出要探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源更好发挥配置功能；2023年2月2日的证监会系统工作会议再次提及中国特色估值体系，进一步指出要推动提升估值定价科学性有效性，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。2023年3月5日政府工作报告提出，深化国企改革，提高国企核心竞争力。

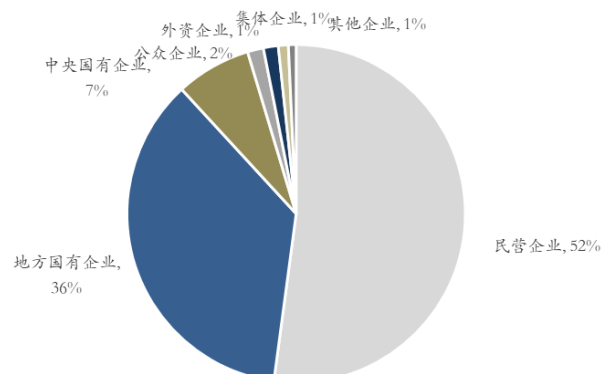
地方国企/中央国企仅占环保板块数量的23%/5%，贡献36%/7%的市值，行业地位重要。截至2023年5月5日，申万环保一级分类中共有133家环保上市企业，其中地方国企有31家，占比约23%；中央国企有7家，占比约5%。在环保板块市值贡献方面，地方国企/中央国企却贡献了36%/7%，高于数量贡献比例。环保板块的地方国企/中央国企具备数量较少、体量大的特点，在环保行业地位重要。

图1：申万环保不同类型企业数量占比(截至2023/5/5)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

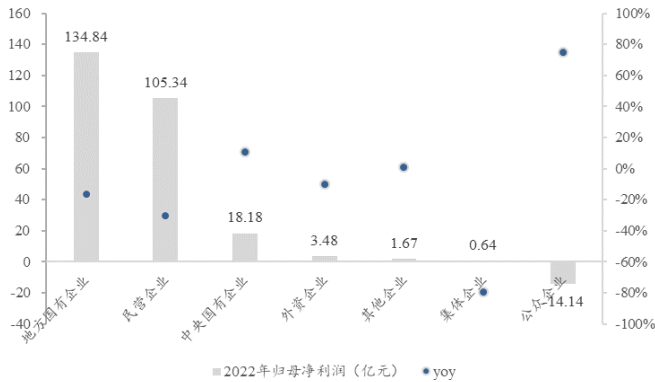
图2：申万环保不同类型企业市值占比(截至2023/5/5)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

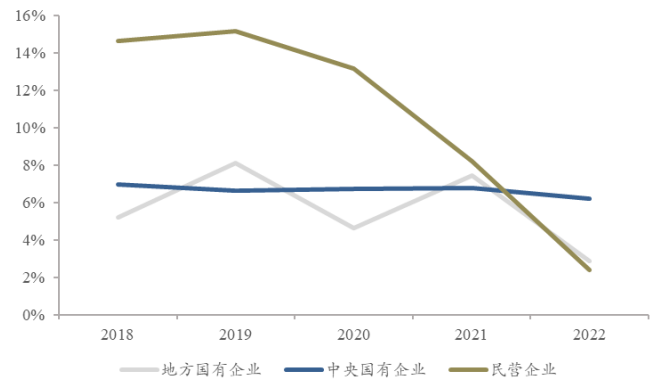
国企稳定性更强，疫情冲击下显现盈利能力韧性，价值认知待提升。从经营层面来看，国有上市公司债务压力问题经历多年国企改革也已基本化解；从稳定性上看，疫情期间央企和地方国企盈利能力表现突出，盈利稳定性更强。2022年环保板块中地方国企/中央国企的盈利占比为54%/7%，高于数量及市值体量占比。从2022年业绩同比变化情况来看，中央国企(+10%)和地方国企(-17%)均优于民营企业(-30%)。从ROE的稳定性来看，疫情冲击下，中央国企ROE总体保持稳定，地方国企ROE呈区间波动，民营企业ROE向下，2022年低于中央和地方国企表现。

图3：2022年申万环保不同类型企业业绩及同比变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：疫情冲击下央/国企的 ROE（摊薄）保持韧性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

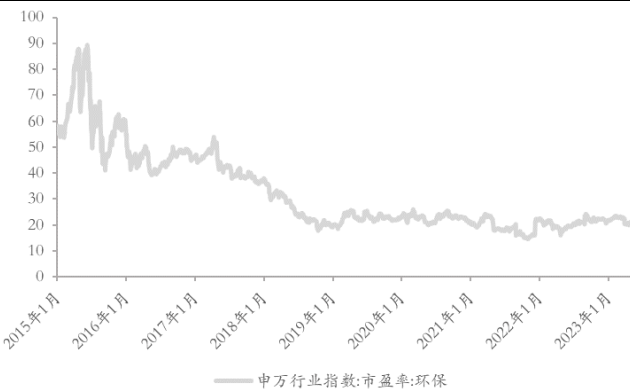
2. 中特估逻辑 1——低估值+高分红+现金流改善标的具备重估潜力

中特估的本质为央国企业的价值重估，具备低估值、高分红、强现金流特点的资产更具重估潜力。从估值、分红、现金流三个维度纵观环保板块表现：

2.1. 估值：水务固废处于估值底部，受产业资本&REITs 定价驱动亟待重估

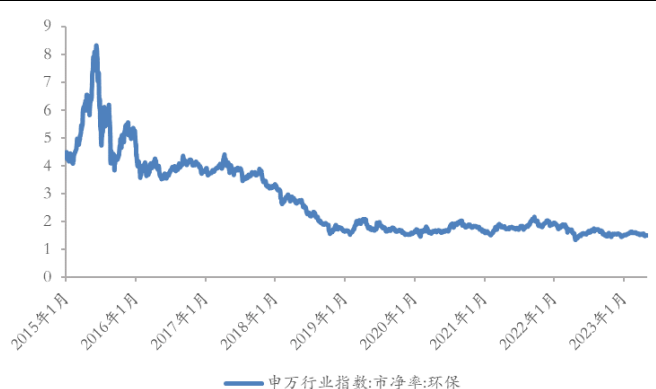
环保板块处于历史估值低位，当前 PE/PB 估值位于 2015 年以来 33%/2%分位点。2015 年 6 月申万环保板块 PE 估值到达高点 89.45 倍，此后一路下跌，2019 年以来环保板块估值持续底部震荡。截至 2023 年 5 月 10 日申万环保板块 PE 估值为 22.31，处于 2015 年以来 PE 估值的 32.77%分位点。PB 估值保持同步趋势，截至 2023 年 5 月 10 日申万环保板块 PB 估值为 1.50 倍，处于 2015 年以来 PB 估值的 2.09%分位点。

图5：环保板块 PE 估值底部震荡



数据来源：Wind，东吴证券研究所

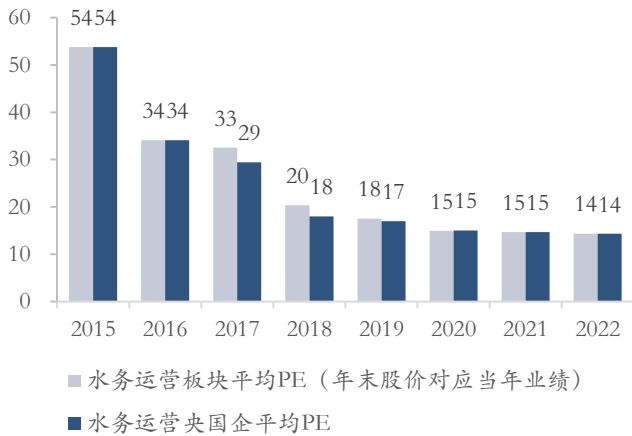
图6：环保板块 PB 估值处于历史低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

水务运营板块：2022年平均PE和PB降至14/1.15倍，为2015年以来最低水平。选择申万环保水务板块中以项目投资运营为主的企业作为水务运营板块成分股，对历史年末估值进行统计。剔除各年份异常值后可得，水务运营板块平均PE从2015年的54倍降至2022年的14倍，平均PB从2015年的4.21降至2022年的1.15，为2015年以来最低水平，其中水务运营央国企2022年平均PB为1.11，央国企资产处于估值洼地。

图7：2015-2022年水务运营板块平均PE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

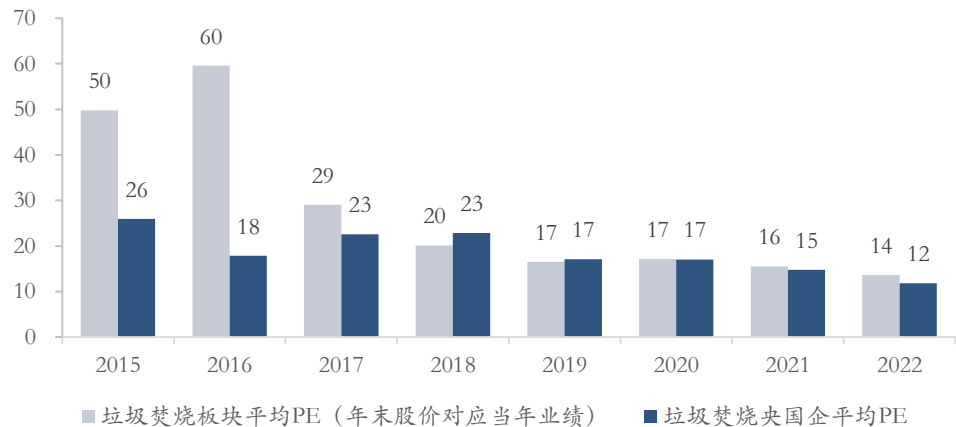
图8：2015-2022年水务运营板块平均PB



数据来源：Wind，东吴证券研究所

垃圾焚烧板块：平均PE从2016年60倍持续跌至2022年14倍，央国企被显著低估。选择旺能环境、圣元环保、瀚蓝环境、上海环境、伟明环保、绿色动力、三峰环境、军信股份、光大环境和粤丰环保作为垃圾焚烧板块成分股，进行历史估值统计。剔除各年份异常值后可得，垃圾焚烧板块PE从2016年60倍降至2022年14倍，其中2022年垃圾焚烧央国企平均PE为12倍，低于板块平均估值，央国企价值认知有待提升。

图9：2015-2022年垃圾焚烧板块平均PE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值锚 1——产业资本定价：出售水务资产一级市场给予翻倍定价，以鹏鹞环保向中广核环保转让全资子公司江苏鹏鹞 100%的股权为例，转让价格为 2.99 亿元，江苏鹏鹞截至 2023 年 3 月 31 日所有者权益为 1.64 亿元，转让对价/净资产为 **1.82**。鹏鹞环保截至 2023 年 3 月 31 日 PB 为 **0.996**，一级市场定价接近翻倍。

估值锚 2——REITs 定价：彰显对现金流价值的认可，加速优质运营资产重估。水务和固废 REITs 广受市场青睐，富国首创 REIT 和中航首钢生物质 REIT 自成立以来，截至 2023/5/5 涨幅分别为 23%、28%，溢价率分别为 19%、26%，资金的青睐彰显对于优质运营资产、现金流价值的认可。从市价/分红来看，对水务项目分派现金流的估值水平是首创环保 PE 估值的 1.7 倍。

表1：富国首创水务和中航首钢生物质 REITs 经营情况

简称	市价 (元)	单位净值 (元)	溢价率	市价/单 位净值	全年可分 配利润 (亿元)	全年单 位分红 (元)	单位分红/ 单位净值	分红比例	市价/ 单位分 红
富国首创水务 REIT	4.08	3.42	19%	1.19	1.68	0.34	9.86%	100.00%	12.10
中航首钢生物质 REIT	14.20	11.25	26%	1.26	1.37	1.37	12.21%	99.99%	10.34

注：市价为 2023/5/5 收盘价，单位净值为 2022 年报期末基金份额净值，“全年可分配利润”和“全年单位分红”均指 2022 年度

数据来源：Wind，东吴证券研究所

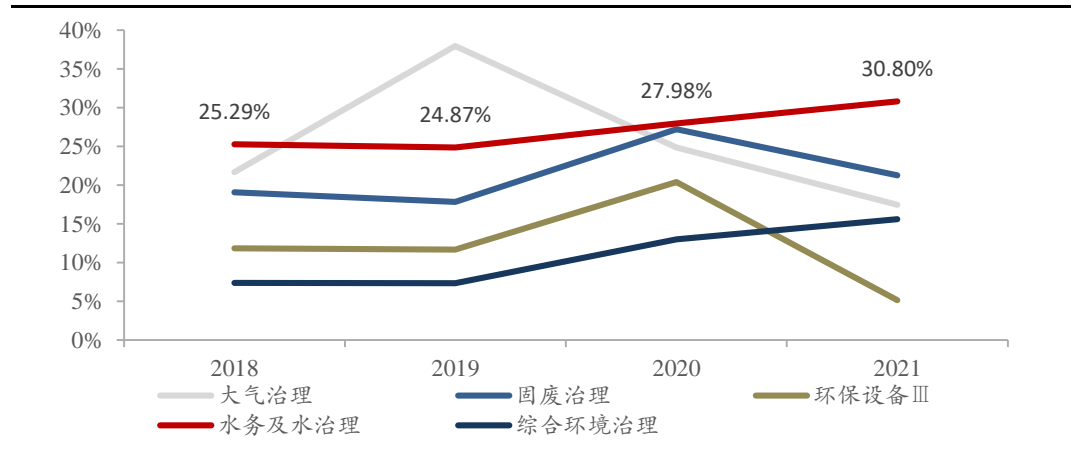
发行 REITs 加快资产周转，有望带动 ROE 和估值水平提升。环保企业过去拓展市场依赖重资产、高杠杆模式，将项目置入 REITs 产品有利于原始权益方盘活存量资产，加速新项目投资和存量收并购，有望带动企业 ROE 和估值同步提升。瀚蓝环境积极运用 REITs 工具，拟启动 **10-30 亿基础设施公募 REITs** 发行工作，以排水业务及固废处理业务相关资产发行。2022 年 5 月，REITs 扩募指引发布，新购入项目与原有类型一致，水务和固废项目有望优先受益。富国首创水务 REIT 已率先启动扩募流程，拟申请新购入的基础设施项目为长州市污水处理特许经营 PPP 项目，预计扩募规模 9~13 亿元。

2.2. 分红：水务资产保持稳定高分红，可观股息率带来安全边际

水务资产保持稳定高分红，可观股息率带来安全边际。水务运营项目享有良好现金流，行业内公司分红率维持高位。对比环保行业不同细分板块中央国企的平均分红比例可以发现，水务板块平均分红比例保持上行趋势，2021 年提升至 31%，且高于固废（21%）、大气（17%）、环境治理（16%）、环保设备（5%）板块。其中洪城环境和重庆水务股息率突出，分红比例维持高位。洪城环境 2022 年股息率 5.18%（对应 2023/5/10），

2020-2022 年分红比例分别为 60.12%、63.37%、50.03%，重庆水务 2022 年股息率 4.73%（对应 2023/5/10），2020-2022 年分红比例分别为 69.01%、59.38%、67.89%。在利率下行背景下，运营类资产内在价值提升，高分红、高股息类企业吸引力加大。光大环境 2020-2022 年维持 30%+分红比例，2022 年股息率高达 6.80%（对应 2023/5/10）。

图10：不同细分板块环保央企平均分红比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2022 年部分企业分红方案处于预案阶段，故比较 2018-2021 年已实施的分红比例

图11：水务固废板块央企股息率及分红比例

证券代码	证券简称	细分板块	公司属性	股息率	2020分红比例	2021分红比例	2022分红比例
0257.HK	光大环境	固废	中央国有企业	6.80%	30.63%	30.70%	32.04%
600461.SH	洪城环境	水务	地方国有企业	5.18%	60.12%	63.37%	50.03%
601158.SH	重庆水务	水务	地方国有企业	4.73%	69.01%	59.38%	67.89%
600008.SH	首创环保	水务	地方国有企业	4.11%	34.95%	32.09%	30.26%
601827.SH	三峰环境	固废	地方国有企业	2.75%	34.92%	30.09%	32.70%
000685.SZ	中山公用	水务	地方国有企业	2.77%	30.04%	30.19%	30.27%
300388.SZ	节能国祯	水务	中央国有企业	2.44%	24.65%	22.28%	31.07%
600874.SH	创业环保	水务	地方国有企业	2.35%	30.04%	30.06%	30.10%
000598.SZ	兴蓉环境	水务	地方国有企业	1.95%	22.86%	20.38%	20.67%
000544.SZ	中原环保	水务	地方国有企业	1.93%	49.12%	47.90%	34.11%
600796.SH	钱江生化	水务	地方国有企业	1.90%	0.00%	58.58%	42.89%
601330.SH	绿色动力	固废	地方国有企业	1.45%	55.36%	19.97%	22.45%
600283.SH	钱江水利	水务	中央国有企业	1.13%	38.20%	35.12%	30.71%
600323.SH	瀚蓝环境	固废	地方国有企业	1.12%	16.96%	15.42%	15.65%
601199.SH	江南水务	水务	地方国有企业	1.17%	30.66%	30.45%	30.02%
603126.SH	中材节能	固废	中央国有企业	1.05%	36.25%	37.11%	35.03%
601368.SH	绿城水务	水务	地方国有企业	1.04%	32.43%	30.56%	30.17%
601200.SH	上海环境	固废	地方国有企业	1.01%	15.25%	16.34%	21.59%
603817.SH	海峡环保	水务	地方国有企业	0.90%	20.08%	20.29%	20.22%
301175.SZ	中科环保	固废	中央国有企业	0.76%	0.00%	0.00%	38.17%
003039.SZ	顺控发展	水务	地方国有企业	0.67%	28.58%	28.69%	28.76%
300070.SZ	碧水源	水务	中央国有企业	0.49%	15.22%	16.14%	15.35%
000605.SZ	渤海股份	水务	地方国有企业	0.31%	34.93%	61.65%	45.25%
600769.SH	祥龙电业	水务	地方国有企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
600168.SH	武汉控股	水务	地方国有企业	0.00%	28.26%	28.94%	0.00%
002672.SZ	东江环保	固废	地方国有企业	0.00%	31.90%	30.08%	0.00%
300266.SZ	兴源环境	水务	地方国有企业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
300422.SZ	博世科	水务	地方国有企业	0.00%	10.40%	0.00%	0.00%

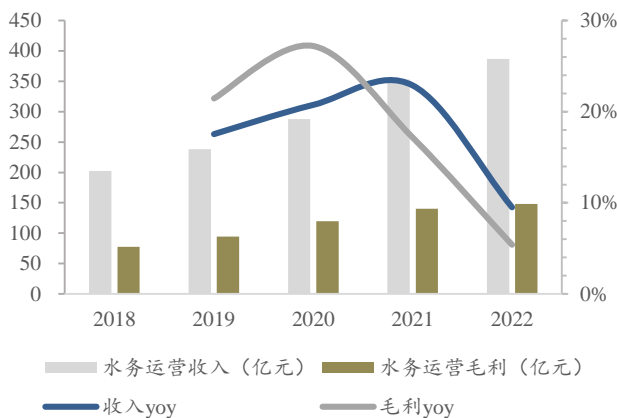
数据来源：东吴证券研究所（注：股息率为 2023/5/10 市价对应 2022 年分红情况）

2.3. 现金流：运营稳健增长，水务现金流优质，垃圾焚烧显著改善

2.3.1. 水务：水务运营业绩稳健现金流优质，水价市场化增强回报稳定性

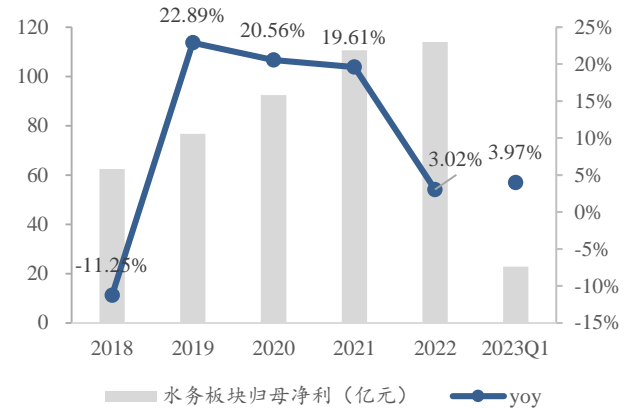
2018-2022 年水务运营收入毛利稳定增长，水务板块业绩复合增速 16%。水务运营板块上市企业中项目运营收入和毛利保持稳定增长态势，2018-2022 年运营收入和毛利复合增速均为 18%。2022 年受疫情影响，板块业绩增速略有放缓。部分水务运营企业同时包含水务工程、设备销售及其他业务，综合整体业绩表现来看，2018-2022 年水务运营板块业绩持续正增长，复合增速达 16%。

图12：2018-2022 年水务板块运营收入和毛利



数据来源：Wind，东吴证券研究所

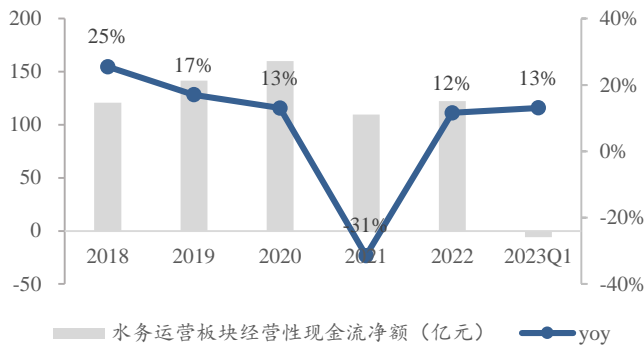
图13：2018-2022 年水务板块业绩变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

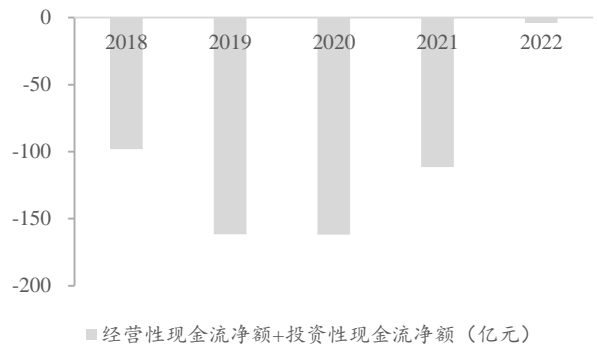
水务运营资产具备持续优质的经营性现金流，2022 年净现比均值 1.35。供水和污水业务具备民生刚需属性，且供水业务 C 端收费机制明确，因而水务运营项目具备持续稳定的现金流入，2018-2022 年水务运营板块维持正向的经营性现金流净额，2021 年会计政策变更在建 PPP 项目的现金流量由投资活动调整为经营活动流出，导致板块经营性现金流净额表现下滑。水务运营板块企业运营收入占比提升，净现比和自由现金流大幅改善，以经营活动净现金流/归母净利润衡量，洪城环境 2022 年净现比 2.31（2021 年为 1.68），显著优于 A 股上市公司 2022 年净现比均值 1.45。洪城环境 2021/2022 年运营收入占比为 51%/77%。2021 年/2022 年经营性现金流净额分别为 13.81 亿元/21.88 亿元，投资性现金流净额-15.85 亿元/-19.38 亿元，以经营性现金流净额+投资性现金流净额去衡量自由现金流，2022 年洪城环境自由现金流实现转正。

图14: 水务运营板块具备持续优质经营性现金流



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 水务运营板块自由现金流大幅改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2021 年会计政策变更, 部分企业在建 PPP 项目的现金流量由投资活动调整为经营活动。

水价新政实施, 强化市场机制和资产回报稳定性。 《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》两项水价制定新办法自 2021 年 10 月 1 日起施行, 是老办法自 1998 年实行 23 年以来的首次更新。新老办法, 相同之处在于水价制定逻辑同样按照“**准许成本+合理收益**”核定企业供水**准许收入**, 不同之处在于**1) 准许收益明确市场化回报**: 新管理办法下, 供水企业**准许净资产收益率=权益资产收益率*(1-资产负债率)+债务资本收益*资产负债率**, 权益资本收益率对应无风险利率和 400bp 上浮, 增强水务资产回报吸引力。债务资本收益率对应 LPR, 随行就市回报合理。**2) 准许成本监审更具操作性**, 优秀运营能力获超额受益;**3) 提价周期有望匹配 3 年明确价格监管周期**。新办法首次明确城镇供水价格监管周期原则上为 3 年, 建立供水价格与原水价格等上下游联动机制的, 监管周期年限可以适当延长, 具体价格监管周期年限由定价部门结合当地实际明确, 减少了政府换届、领导人变更等人为因素的干预。供水企业在供水价格监管周期内的收入确定性增强。

表2: 新旧《城镇供水价格管理办法》收益率规定对比

发布单位	发改委/住建部	国家计委/建设部
施行时间	2021 年 10 月 1 日	1998 年 9 月 23 日-2021 年 10 月 1 日
收益/利润	准许收益按照 有效资产乘以准许收益率 计算确定。	利润按 净资产利润率 核定。
收益率	<p>准许收益率=权益资本收益率×(1-资产负债率)+债务资本收益率×资产负债率。</p> <p>权益资本收益率按照监管周期初始年前一年国家 10 年期国债平均收益率加不超过 4 个百分点核定;</p> <p>债务资本收益率参考监管周期初始年前一年贷款市场报价利率 (LPR) 确定;</p> <p>资产负债率参照监管周期初始年前 3 年企业实际资产负债率平均值核定, 首次核定价格的, 以开展成本监审时的前一年度财务数据核定。</p>	<p>供水企业合理盈利的平均水平是净资产利润率8~10%。</p> <p>主要靠政府投资的, 企业净资产利润率不得高于 6%;</p> <p>主要靠企业投资的, 包括利用贷款、引进外资、发行债券或股票等方式筹资建设供水设施的供水价格, 还贷期间净资产利润率不得高于 12%。还贷期结束后, 供水价格应按本条规定的平均净资产利润率核定。</p>

数据来源: 《城镇供水价格管理办法》, 东吴证券研究所

2.3.2. 垃圾焚烧：运营占比提升&国补回笼&资本开支下降，促现金流改善

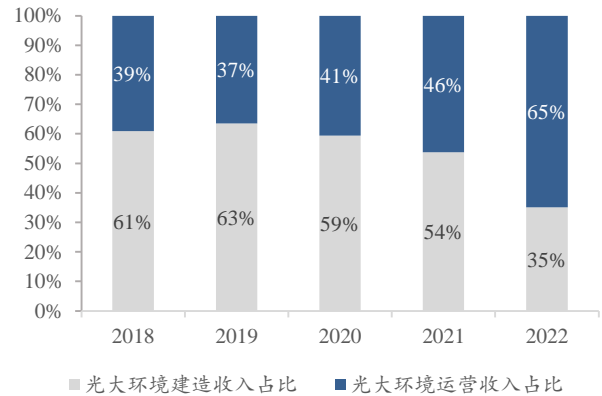
建造高峰期已过，运营收入稳健增长占比提升。垃圾焚烧行业由建造高峰期转入稳定运营期，收入结构优化，运营收入随投运项目增加稳健增长，A股垃圾焚烧上市企业（旺能环境、圣元环保、瀚蓝环境、上海环境、伟明环保、绿色动力、三峰环境、军信股份）2018-2022年运营收入复合增长29%，运营毛利复合增长23%。以行业龙头港股上市公司光大环境收入来看，2018-2022年运营收入复合增速23%，运营收入占比从2018年的39%提升至2022年的65%。一方面，固废运营收入稳健增长，另一方面，建造收入随在建项目数量下降而缩减，综合来看，2018-2021年垃圾焚烧板块归母净利润复合增速18%，2022年疫情对垃圾量及在建项目进度有所影响，垃圾焚烧板块业绩同比下降12%，2023Q1业绩同比提升13%，显著修复。

图16：2018-2022年A股垃圾焚烧公司运营收入及毛利



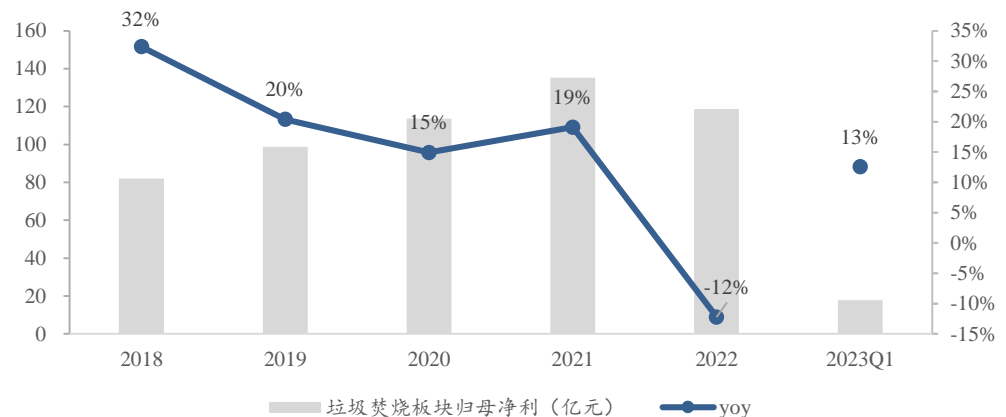
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2022年光大环境运营收入占比超建造



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2018-2023Q1垃圾焚烧板块业绩变化

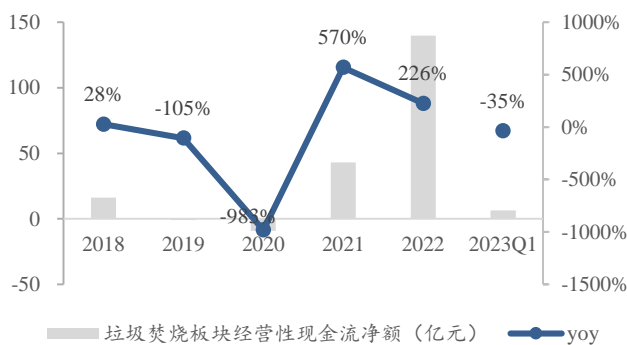


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021 年底我国城市和县城垃圾焚烧产能达 89 万吨/日，市场增量放缓，行业整合进行时。截至 2021 年底我国城市和县城垃圾焚烧产能已达 89 万吨/日，其中城市生活垃圾焚烧产能达 72 万吨/日，焚烧产能占比 68%；县城生活垃圾焚烧产能 17 万吨/日，焚烧产能占比 51%。焚烧产能已超出“十四五”城镇 80 万吨/日的政策目标，国内垃圾焚烧增量空间有限，新增项目呈县域化趋势。在增量放缓的背景下，并购整合成为企业保持增长的路径之一，具备资金优势及优秀运营管理能力的央国企更具整合优势。

垃圾焚烧板块现金流边际向好。1) 运营占比提升+国补回笼加速，经营性现金流显著改善。2022 年垃圾焚烧板块净现比 1.72，相较于 2021 年 0.72 得到大幅提升，得益于①运营收入占比提升，收入质量改善，业绩稳定性加强。②国补回笼加速，2022Q4 经营性现金流显著改善。2022 年中央政府性基金其他项预算（含可再生资源电价补贴）增超 3600 亿元，2022 年末垃圾焚烧企业国补兑付加速，2022Q4 单季度垃圾焚烧板块经营性现金流净额 55.37 亿元，同比增长 329%，环比增长 148%。2) 经营性现金流改善+行业资本开支下降，自由现金流趋于转正。行业建造高峰期已过，新增及在建项目数量下降，以经营性现金流净额加上投资性现金流净额衡量自由现金流，2020 年自由现金流净流出达 276 亿元，此后逐渐下降，2022 年降至 59 亿元，垃圾焚烧板块自由金流转正在即。

图19：2018-2023Q1 垃圾焚烧板块经营性现金流净额

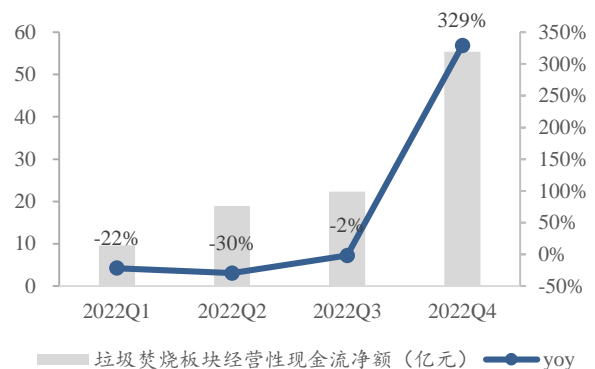


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2023Q1 不含光大环境和粤丰环保

注：2021 年会计政策变更，部分企业正在建 PPP 项目的现金流量由投资活动调整为经营活动。

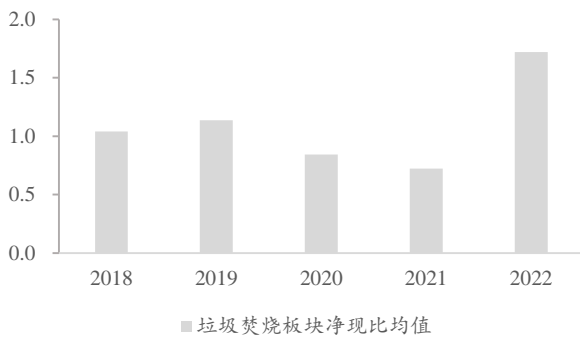
图20：2022Q1-4 垃圾焚烧板块经营性现金流净额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

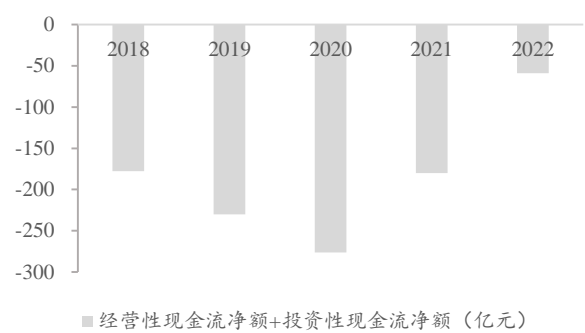
注：2022Q1-4 不含光大环境和粤丰环保

图21: 2022 年垃圾焚烧板块净现比均值显著改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

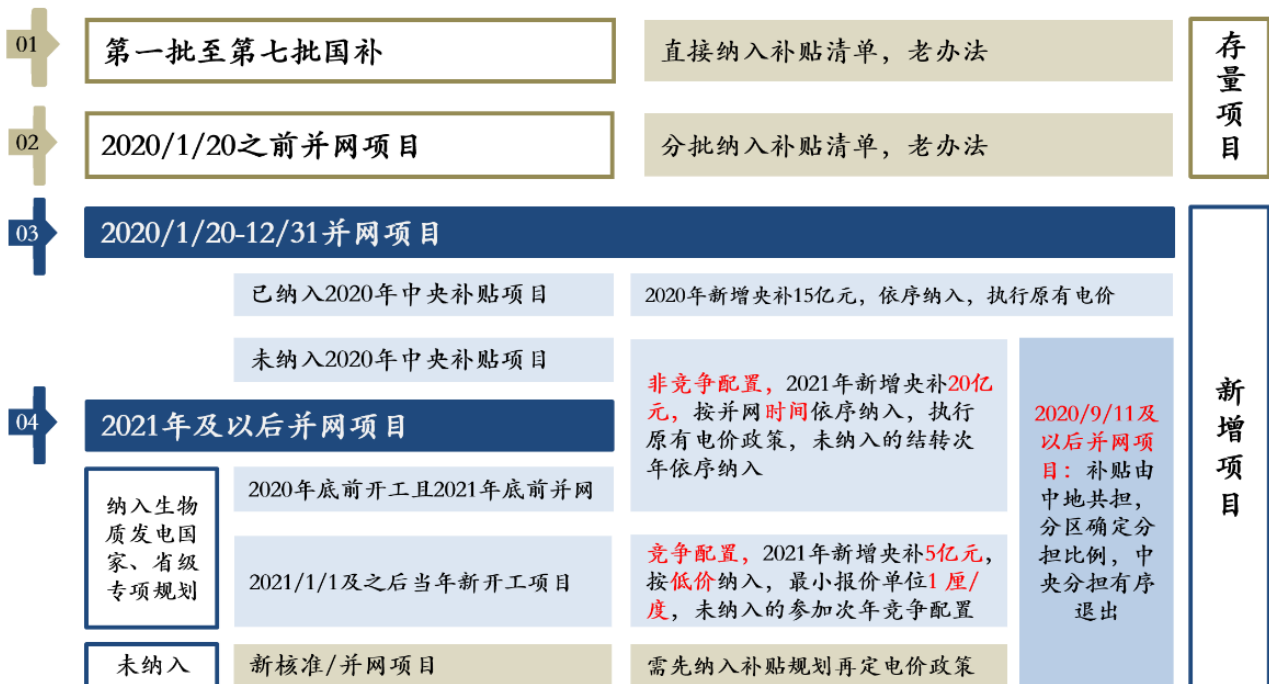
图22: 垃圾焚烧企业自由现金流改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

竞价上网&垃圾收费政策推进, 商业模式 C 端理顺促现金流长期改善。2021 年 8 月 19 日, 国家发展改革委、财政部、国家能源局联合印发《2021 年生物质发电项目建设工作方案》(以下简称方案)。方案明确 2021/1/1 及以后新开工项目为竞争配置项目, 按补贴退坡幅度由高到低排序纳入。**竞价上网推行将促使垃圾处理费调升, 垃圾处理费有望向居民端推行。**我们测算若补贴退坡 0.05/0.10/0.15 元/Kwh, 项目净利率将下降 2.85/6.07/9.71pct, 垃圾处理费需上涨 20%/40%/60%可抵消退坡影响。政策要求结合垃圾分类推动居民端分类计量收费, 城镇垃圾处理费划转至税务部门征收, 提高收缴率, 顺价逻辑加强。我们测算若国补退坡部分顺价至 C 端, 对应人均垃圾处理费上升幅度为 3.65/7.30/10.95 元/年, 最多仅占居民可支配收入的 0.03%, 顺价至 C 端支付难度小。

图23: 新增生物质发电项目实行竞价上网



注: 据《对十三届全国人大三次会议第4866号建议的答复》所示, 2020年中央新增生物质发电补贴资金安排, 并确定2020年底前在建和并网的生物质发电项目仍沿用现行电价政策, 充分保障生物质发电产业平稳发展。

数据来源: 发改委, 能源局, 东吴证券研究所

3. 中特估逻辑 2——“一带一路”是中特估体系的实践，出海带来业绩增量

一带一路是中特估体系的实践，环保企业出海打开成长空间。中国特色估值体系是反映国家战略的资本市场基础设施，而“一带一路”是国家战略的先进探索与重要实践，“一带一路”相关标的是中国特色估值体系的重要组成部分。“一带一路”倡议下，环保产业企业积极探索海外市场。在初期阶段，单体设备出口是主要手段。随着综合实力的不断增强，形成了现阶段的设备与耗材出口、工程设计、工程建设、运维服务等多维度的业务局面。2023 年是“一带一路”倡议提出十周年，共建“一带一路”将在开展更大范围、更高水平、更深层次国际合作的实践中开启新征程，其中“绿色丝绸之路”建设将聚焦绿色能源、绿色基建、绿色金融等重点领域，持续推进“一带一路”生态环保国际合作。“一带一路”是中国特色估值体系的实践，环保企业出海贡献业绩增量，一带一路+中特估驱动下，有望迎来业绩与估值的齐升。

央国企技术与资金实力雄厚，更具出海竞争力。环保央企和国企技术与资金实力雄厚，在全球市场中更具竞争优势，基建类央国企出海过程中涉及环保配套业务，也将为相关环保企业带来海外业务机遇。从当前环保央国企出海实践来看，

【三峰环境】作为垃圾焚烧核心装备制造领先企业，加大一带一路市场拓展，2022 年三峰卡万塔签署印度艾哈、斋普尔等焚烧炉及成套设备供货合同 8 项，涉及焚烧线产品 14 条，处理能力合计 9750 吨/日，签署越南塞拉芬垃圾发电项目设计供货、建安调试及运营管理服务合同。

【光大环境】中标越南芹苴、顺化、岘港垃圾焚烧项目的投资与运营。

【碧水源】紧跟中交集团“海外优先、江河湖海优先”的战略，海外市场持续突破，协同开拓的如孟加拉米尔夏莱供水项目、巴基斯坦瓜达尔港海水淡化项目实现公司在反渗透膜海水淡化领域实现“进军海外”的跨越。

【北控水务】在马来西亚、新加坡、印尼等东南亚市场及欧洲市场承接多个污水及自来水厂的建造及运营服务。

4. 投资建议

4.1. 水务：低估值+高分红+稳定增长

水务运营板块 2022 年平均 PE 和 PB 降至 14/1.15 倍，为 2015 年以来最低水平，出售水务资产一级市场定价接近翻倍。水务资产具备刚需民生属性，运营收入稳健增长，

且具备优质现金流，为稳定分红奠定基础，水务板块分红比例突出，可观股息率带来安全边际。

从估值、现金流、分红三个维度进行考察，我们**重点推荐【洪城环境】**低估值、高分红有安全边际，稳健增长现金流优质。**建议关注【鹏鹞环保】**出售水务资产一级市场定价翻倍，在手现金充裕转型潜力大。

4.1.1. 洪城环境：高分红兼具稳定增长，综合公用事业平台价值重估

稳定增长+优质现金流，低估值+高分红有安全边际。公司 2018-2022 年归母净利润复合增速 30%，水务运营资产提供优质现金流，2022 年净现比提升至 2.31。2018-2022 年公司分红比例分别为 40%、50%、60%、63%、50%，公司承诺 2021-2023 年分红不低于 50%，2022 年股息率 5.18%，对应 2023 年 PE8.7 倍，有安全边际（对应 2023/5/10）。

固废项目顺利并表，综合环保公用平台稳健发展。公司实控人为南昌市市政公用投资控股集团有限公司，控股股东为南昌水业集团有限责任公司。公司环保资产覆盖江西全境，2022 年固废资产成功并表，已经形成涵盖供水、污水、天然气、固废四大业务的综合环保公用平台。2022 年公司供水产能为 194 万立方米/日，供水管网 7933 公里、服务人口 400 万，新建管网 32.65 公里，改造 28.9 公里。公司取得的污水特许经营权项目总设计规模为 371.05 万立方米/日，省内市占率超 80%。

南昌市管网投资+直饮水，打开业务空间。1) **厂网一体化：**南昌市为彻底解决污水管网建设和改造缺乏系统性等问题，政企联合总投入近 200 亿元，公司借力控股股东水业集团（南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位）先发优势，积极拓展污水管网工程和运维服务，打开新空间。2023Q1 公司厂网一体化订单陆续落地。2) **直饮水：**供水产业链延伸拓展直饮水，计划完成南昌 50 个管道直饮水项目。

盈利预测：固废资产并表，综合环保公用平台稳健发展，南昌市管网投资&直饮水打开业务空间。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 10.47/11.90/ 12.71 亿元，同比 +11%/14%/7%，对应 2023-2025 年 PE 8.7/7.7/7.2 倍（估值日期：2023/5/10），维持“买入”评级。

风险提示：政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期等。

4.1.2. 鹏鹞环保：出售水务资产一级市场翻倍定价，在手现金充裕转型潜力大

公司 PB 估值低，出售水务资产一级市场翻倍定价，公司一直专注于环保水处理领域，2022 年公司水务运营部下属运营污水项目公司 18 个，自来水项目公司（南通）1 个，服务总人口达 1000 万人。全年污水处理水量 3.11 亿吨，平均日实际处理量为 85.23

万吨/天。南通项目全年供水 1.86 亿吨，日均实际供水 51.08 万吨（含三期）。公司 PB (LF) 仅为 1.09（估值日期：2023/5/10），出售水务资产一级市场翻倍定价。4 月 26 日，公司签署协议向中广核环保产业有限公司转让全资子公司江苏鹏鹞 100% 的股权，转让价格为 2.99 亿元。江苏鹏鹞截至 2023 年 3 月 31 日所有者权益为 1.64 亿元，转让对价/净资产为 1.82。

在手现金充裕，转型潜力大。截至 2023 年 3 月 31 日，公司货币资金 8.92 亿元，当前市值 47.35 亿元（对应 2023/5/10）。公司积极探索企业的战略转型之路，开辟泛环保领域和新兴产业等第二赛道投资。2022 年公司围绕废盐焚烧处置、生物柴油等泛环保项目探索，落实了生物柴油项目。公司将持续探索发力，进一步优化公司产业结构，打造传统环保与新兴产业投资双轮驱动。

4.2. 垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海

垃圾焚烧板块平均 PE 从 2016 年 60 倍降至 2022 年 14 倍，央国企仅 12 倍被显著低估。**垃圾焚烧板块边际变化在于现金流向好：**1) 运营收入占比提升+国补回笼加速，2022 年经营性现金流显著改善，2) 行业建造高峰期已过，经营性现金流改善+资本开支下降，自由现金流转正在即。垃圾焚烧行业逐步进入成熟期，1) 行业整合进行时，具备资金优势及优秀运营管理能力的央国企更具整合优势。2) 出海打开成长空间，一带一路沿线东南亚、印度等市场垃圾焚烧仍处于发展初期，垃圾焚烧企业积极探索设备技术及项目投资出海路径。

基于以上对估值、现金流、增长路径的分析，我们重点推荐【光大环境】固废龙头 PE 仅 4 倍，国补回笼+资本开支下降，现金流改善；【瀚蓝环境】补贴回笼&REITs&地方支持改善现金流，具备优秀整合能力+一体化拓展。建议关注【三峰环境】剔除补贴影响增长稳健，现金流改善+设备出海。

4.2.1. 光大环境：运营占比提升&国补回笼&资本开支下降现金流改善，分红稳定

固废龙头强者恒强，三核两翼战略重整。公司作为垃圾焚烧龙头强者恒强，得益于央企资源协同及多元化低成本的融资优势。我们从在手规模、运营效率解读公司精细化管理运营优势，1) 2022 年公司在手垃圾焚烧规模 15.52 万吨/日居全球首位，其中环保能源已投运垃圾焚烧项目规模为 12.82 万吨/日，在建规模 0.98 万吨/日，全年新增垃圾发电规模达 4900 吨/日。2) 2022 年公司平均吨入炉发电量 470 度，较 2018 年 434 度/吨明显提升，吨上网自 2015 年 272 度升至 2022 年的 332 度，逐年稳步上升，高吨发可有效抵消退坡部分，新项目具备成本竞争优势。2022 年，公司重整发展战略，进一步聚焦固废、泛水、清洁能源三大主业，装备制造、环境科技作为两翼为主业赋能，聚焦资源整合，激发内部活力。

运营占比提升+国补回笼+资本开支下降，现金流改善在即。2022 年公司运营收入占比首超建造达 65%，2022 年中央政府性基金其他项预算（含可再生能源电价补贴）增超 3600 亿元达 4594 亿元，存量补贴加快兑付，促进公司现金流改善。此外伴随公司在筹建项目规模的减少，资本开支较此前将有一定幅度的下滑，公司自由现金流转正可期。

分红比例提升，维持高股息。公司自 2017 年来分红比例维持 30%左右。2022 年公司股息 24 港仙，分红比例提升至 32.04%，股息率达 6.80%（对应 2023/5/10）。

盈利预测：随着在手项目的陆续投运，公司规模盈利双升，自由现金流将显著转好，有望迎来估值的强力修复。考虑公司项目建设进度及拨备减值影响，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 50.47/53.88/ 57.66 亿港元，当前市值对应 4.3/4.0/3.8 倍 PE, PB(MRQ) 仅 0.46 (2023/5/10)，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，政策风险，财务风险，行业竞争加剧。

4.2.2. 瀚蓝环境：固废整合&一体化拓展，补贴回笼&REITs&地方支持改善现金流

固废核心利润快速增长，盈利能力稳定。2022 年公司固废业务实现净利润 9.07 亿元，占比 77.11%，同增 26.57%，剔除工程与装备业务后实现净利润 8.13 亿元，同增 32%，是公司的核心增长动力。其中，生活垃圾焚烧（不含工程与装备）实现收入 28.28 亿元，同增 12%，毛利率 47.7%，盈利水平及运营水平均维持高位。2022 年公司生活垃圾焚烧发电产能利用率 110%，吨发电量、吨上网电量分别达 383 度和 324 度，体现公司优秀的整合能力与运营管理能力。截至 2023 年 4 月 7 日，公司垃圾焚烧发电在手规模 35,750 吨/日（不含参股），其中 2022 年底已投产规模 28,050 吨/日，在建规模 1,450 吨/日，筹建项目规模 1,500 吨/日，未建项目规模 3,000 吨/日。公司横向一体化对标无废城市，纵向一体化重点打造环卫服务业务，实现“瀚蓝模式”的 2.0 升级。

补贴回笼 Q4 现金流大幅改善，应收账款回款有望加快。2022 年公司实现经营性现金流净额 4.22 亿元，同减 51.90%，主要系燃气亏损及应收账款回款不及时。但 Q4 经营性现金流净额约 3.19 亿元，系可再生能源补贴的回款，2022 年公司收回可再生能源补贴约 3.1 亿元，改善明显。

REITs 叠加地方支持，资金实力增强奠定扩张基础。1) 拟启动 10-30 亿基础设施公募 REITs 发行工作，以排水业务及固废处理业务相关资产发行，现金有望回笼。2) 南海区政府大力支持，有望解决 15 亿元存量应收账款回款问题。3) 拟转让 10 亿应收款至控股股东母公司南海控股，同时接受 10 亿元财务资助。以上多种举措将有效盘活资产，加快资金回收，改善公司现金流状况，增强资金实力，为未来可持续扩张奠定基础。

盈利预测：公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望在固废一体化拓展过程中持续提升盈利规模。考虑到公司能源业务仍然面临进销价差的不确定性，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 13.25/15.54/ 17.36 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 12.1/10.3/9.2 倍（2023/5/10），维持“买入”评级。

风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险。

4.2.3. 三峰环境：剔除补贴影响增长稳健，现金流改善+海外拓展加速

固废运营稳健增长，纵横一体化拓展成效显著。2022 年底公司投资的生活垃圾焚烧发电项目共有 43 个投入运营，其中含全资、控股项目 36 个，设计处理能力合计 37600 吨/日；参股项目 7 个，设计处理能力合计 13100 吨/日。2022 年全资及控股项目生活垃圾入厂量 1241.91 万吨，同比增长 15.59%，实现总发电量约 50.24 亿度，同比增长 19.78%，实现上网电量约 44.05 亿度，同比增长约 19.71%，对外提供蒸汽合计约 61.87 万吨，同比增长 5.93%。公司全资、控股的垃圾焚烧发电项目平均入厂吨垃圾发电量约 422 度/吨（不含供热项目），12.4%的平均厂用电率继续保持业内领先水平。协同处置方面，公司共投资运营餐厨（厨余）垃圾处理项目 2 个、污泥协同处理项目 9 个、矿井高盐度废水零排放回收处理项目 1 个。一体化业务方面，公司凭借自身城市环境综合服务专业能力和优势资源整合能力，持续推进“城市管家”业务发展，共运营相关项目 14 个，主要分布于重庆、广东、贵州、浙江等地。

国补兑付加速经营性现金流改善，资本开支下降自由现金流转正。2022 年公司经营性现金流净额 19.49 亿元，同比增长 5.51%，净现比提升至 1.63，主要系 2022 年收到国补资金增加所致，2023Q1 经营性现金流净额 2.93 亿元，同比增长 34.25%，持续改善。公司在手项目大部分进入稳定运行期，在建项目数量减少，2022 年投资活动现金流净流出 17.39 亿元，同比下降 30.33%，自由现金流转正。

公司发力海外市场，“一带一路”沿线地区取得突破。公司具备完善的国际业务团队和丰富的跨国业务经验，可发挥全产业链协同优势，为当地客户提供焚烧炉、渗滤液处理等全套垃圾焚烧核心装备产品。以产品出口拉动工程业务，为客户提供垃圾焚烧 EPC 工程建设服务。同时，与固废领域央企、跨国公司等合作伙伴积极协作，审慎选择和推进海外项目投资。在 EPC 工程建设领域，2022 年子公司三峰卡万塔成功签署越南塞拉芬垃圾发电项目（3×615 吨/日）设计供货、建安调试及运营管理服务合同，在东南亚垃圾焚烧工程市场取得突破。在核心设备销售领域，三峰卡万塔签署印度艾哈、斋普尔等焚烧炉及成套设备供货合同 8 项，涉及焚烧线产品 14 条，处理能力合计 9750 吨/日。

表3：估值表（估值日期：2023/5/10）

公司代码	公司名称	市值	归母净利润（亿元）				归母净利润增速				PE 水平			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600461.SH	洪城环境	91.35	9.46	10.47	11.90	12.71	-7%	11%	14%	7%	9.7	8.7	7.7	7.2
300664.SZ	鹏鹞环保	47.35	2.33	/	/	/	-25%	/	/	/	20.3	/	/	/
0257.HK	光大环境	216.85	46.02	50.47	53.88	57.66	-32%	10%	7%	7%	4.7	4.3	4.0	3.8
600323.SH	瀚蓝环境	159.97	11.46	13.25	15.54	17.36	-1%	16%	17%	12%	14.0	12.1	10.3	9.2
601827.SH	三峰环境	135.60	11.39	12.89	14.46	15.85	-8%	13%	12%	10%	11.9	10.5	9.4	8.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所（三峰环境盈利预测来自 wind 一致预期，洪城环境、光大环境、瀚蓝环境来自东吴证券研究所，光大环境货币单位为“港元”，其余均为“元”）

5. 风险提示

- 1) **政策风险**：水务和固废设施的建设和发展是城市发展的基础，相关项目建设标准、收益模式、定价机制等对产业政策具有较强的依赖性。若国家产业政策发生调整，将对行业经营造成影响。
- 2) **项目进展不及预期**：若水务固废项目建设投产进度及运营爬坡情况不及预期，会使公司未来业绩增长及现金流受到影响。
- 3) **行业竞争加剧**：增量项目竞争可能面临加剧风险，此外市场县域化趋势下，部分地区财政支付能力与支付效率不足。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

