

证券研究报告|行业专题报告

环保公用

行业评级 **强于大市** (维持评级)

2024年1月12日



聚焦环保&公用：高股息投资策略与价值探寻

华福低碳研究红利资产专题报告

华福低碳研究

证券分析师：

汪磊 执业证书编号：S0210523030001

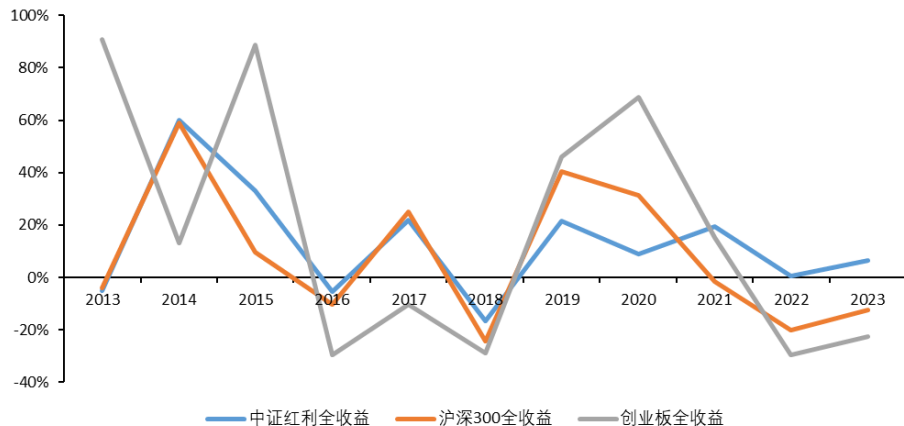
- **红利资产低波高息，具有较好防御属性**
- 火电：稳中向好，有望释放盈利空间
- 水电：来水改善，业绩稳重有进
- 燃气板块：高股息防御性价值凸显
- 水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善
- 固废板块：高股息价值潜力显现
- 投资建议与风险提示

- **红利资产低波高息，具有较好防御属性。**以中证红利指数代表的A股红利，近年表现良好。短期来看，23年初至今上证综指下跌6.56%，创业板指下跌24.27%，代表红利资产的中证红利指数上涨1.92%。市场情绪波动之下，环保公用板块由于天然的运营商属性，且具备低估值、稳健防御属性，在资本开支高峰过后部分行业和企业的发展进入稳定期阶段，或采取高分红政策回馈股东，因此高股息投资策略有望市场认同提升。相较十年期国债2.6%的收益率，高分红公司的股息率更具吸引力。此外，随着A股红利资产行情扩散，不少港股环保公用标的的股息率高于A股，估值低于A股，港股高股息板块性价比凸显。
- **火电：稳中向好，有望释放盈利空间。**23年动力煤供需形势总体稳定，供应相对宽松，库存处于高位。23年煤价中枢降幅明显，以华能国际、国电电力和粤电力A为例，火电公司盈利修复。预计24年我国煤炭供需将延续平稳态势。24年煤价中枢或小幅下降，度电成本有望进一步下调。随着构建以新能源为主体的新型电力系统的不断建设，火电盈利模式趋向多元化，24年业绩有望稳中有升。（1）预计容量电价出台将带来电价结构调整，电量电价或小幅下降，煤电总体价格水平基本稳定。（2）根据各省容量电价，保守测算24-25年全国容量电费（含税）约1209亿元。煤电容量电价落地，提高对电量电价上浮调整比例等因素波动的容忍性，增强盈利稳定性，预计煤电板块估值体系或迎变革。（3）随着辅助服务机制的不断完善以及风光大规模接入，辅助服务费用比例将不断增加。24年火电业绩有望持续修复，稳中有升，分红水平或有所提高。如华能国际、浙能电力、粤电力A等，22年末分红，23年有望分红。
- **水电：来水改善，业绩稳中有进。**长江流域三峡水位自23年6月份以来逐渐好转，目前水位明显高于同期水平。厄尔尼诺事件的出现，有望改善来水，带动24H1发电同比增加，具有向上弹性，业绩稳中有进。水电板块盈利能力处于高位，且盈利能力相对稳定，波动较小。水电具有现金牛属性，现金流充沛，保障高分红高股息率，凸显防御价值。
- **燃气板块：高股息防御性价值凸显。**2023年初，燃气板块整体表现较为良好，截至2024年1月11日，燃气板块指数2625.70，较23年初跑赢2.82pct，跑赢沪深300指数17.70pct。近年来，燃气行业固定资产投资规模呈现出稳健增长的趋势，推动我国能源市场发展。消费量方面，新价格标准降低了运输成本，提升了气源流动性，有助于全国一张网的推进，从而促进了天然气消费量稳定增长。此外，国内各个城市逐步落实顺价机制，以疏导气源成本，解决天然气价格机制不畅，利好现金流改善导致分红有望进一步提升，部分运营企业有能力继续维持高分红政策。
- **水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善。**近年水务行业固定资产投资规模持续稳健增长，为我国水务市场的发展注入了强大动力。目前，我国的水价在全球范围内处于较低水平，并且多年未有上涨。现在有迹象表明水价将呈上涨趋势，这将有助于提升水务公司的现金流状况，部分运营企业将有能力继续维持高分红政策或具提高分红比例潜力。
- **固废板块：高股息价值潜力显现。**截至2022年，全国城市生活垃圾焚烧处理能力达到80.47万吨/日，生活垃圾无害化处理率高达99.90%，接近完全无害化处理的标准，行业即将步入成熟期，部分固废运营企业的现金流持续改善，因此具有高分红潜力。
- **投资建议：**
 - 火电：23年火电企业盈利修复明显，煤电容量电价机制正式出台，价值迎来重估。24年各省长协电价逐步落地，煤价趋势稳中有降，业绩有望持续修复和改善，分红水平或有所提高，建议关注**华能国际、华电国际、国电电力、内蒙华电、浙能电力、皖能电力**；
 - 水电：23年下半年水电水位明显好于同期水平，预计24H1水电出力明显好于同期，水电类债属性突出，高分红凸显防御价值，建议关注**华能水电、长江电力、国投电力、川投能源**；
 - 在环保板块有望持续高股息和具有一定潜力的公司中，燃气板块，我们建议关注城燃公司**蓝天燃气、新奥股份**；水务板块我们建议关注低估值+稳增长+高分红地方水务平台**洪城环境、重庆水务、北控水务（HK）**；固废板块，垃圾焚烧发电建议关注**三峰环境、光大环境（HK）、华光环能**。
- **风险提示：**政策执行不及预期；原材料价格波动不及预期；项目推进不及预期；新增业务推进不及预期；市场竞争加剧；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

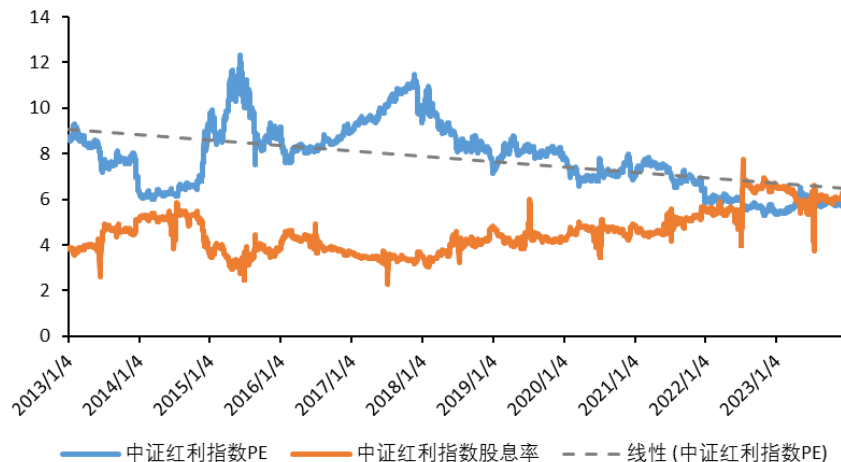
红利指数：近年收益波动率较低，具有较好防御属性

- 短期来看，23年初至今上证综指下跌6.56%，创业板指下跌24.27%，代表红利资产的中证红利指数上涨1.92%，具有良好防御属性。估值水平方面，截至2023年12月31日，中证红利指数股息率6.21%，近年略有抬升；PE（TTM）为5.80，近年处于较低位置。综合来看，红利指数处于偏低估值+较高股息率的情况。
- 市场情绪波动之下，环保公用板块具有天然的运营商属性，盈利较为稳定，现金流充沛，能够提供稳定的分红。环保与公用事业天然具有公共属性，在资本开支高峰过后已具备一定的高股息投资价值，是典型的低波高息防御性资产。

图表：中证红利收益率波动性对比



图表：中证红利指数PE&股息率情况



环保公用：部分企业具有较持续的高分红政策和潜力

- 当前经济形势下，特别是地方国资控股且持股比例较高的环保公用平台类公司，具有稳健的经营和良好的现金流，拥有较为持续的高分红政策；此外部分企业在度过资本开支的高峰期后，或具有提高其分红比例的潜力。
- 我们梳理环保公用行业下相对符合条件的公司，并根据公司公告及历史分红预测了未来的分红比例和股息率，细分行业板块包括火电、水电、燃气、水务和固废。

板块	代码 (A股)	简称	总市值 (亿元)	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例		股息率	
				23E	24PE	22A	23E	22A	23E	22A	23E
火电	600863.SH	内蒙华电	263.69	9.74	8.51	17.62	27.07	61%	70%	4.7%	7.2%
	600011.SH	华能国际	1313.93	9.01	8.18	-73.87	145.82	0%	50%	0.0%	5.5%
	600023.SH	浙能电力	667.75	9.62	8.23	-18.29	69.39	0%	50%	0.0%	5.2%
	600027.SH	华电国际	558.42	9.74	8.09	1.00	57.35	2049%	50%	3.4%	5.1%
	000690.SZ	宝新能源	100.53	7.89	6.22	1.83	12.74	36%	40%	0.5%	5.1%
水电	600900.SH	长江电力	5671.73	18.75	16.41	213.09	302.44	94%	70%	4.1%	3.7%
	600886.SH	国投电力	978.73	14.37	12.54	40.79	68.09	50%	50%	2.5%	3.5%
	600674.SH	川投能源	667.32	14.66	13.21	35.15	45.51	51%	50%	3.3%	3.4%
	600025.SH	华能水电	1521.00	19.91	17.91	68.01	76.40	46%	50%	2.7%	2.5%
燃气	605368.SH	蓝天燃气	80.16	12.53	11.47	5.92	6.40	84%	85%	8.1%	6.8%
	600803.SH	新奥股份	545.32	8.16	7.22	58.44	66.82	27%	30%	3.2%	3.7%
水务	601158.SH	重庆水务	278.88	15.45	13.98	19.09	18.06	68%	70%	5.3%	4.5%
	600461.SH	洪城环境	102.01	9.51	8.47	9.46	10.73	50%	50%	6.2%	5.3%
固废	600008.SH	首创环保	198.20	8.59	7.38	31.54	23.08	30%	40%	4.6%	4.7%
	600475.SH	华光环能	102.95	12.24	10.70	7.29	8.41	45%	45%	4.0%	3.7%
	601827.SH	三峰环境	130.23	9.94	8.86	11.39	13.11	33%	35%	3.5%	3.5%
	601330.SH	绿色动力	95.03	11.66	10.33	7.45	8.15	22%	25%	1.8%	2.1%
	600323.SH	瀚蓝环境	137.55	9.45	8.36	11.46	14.55	16%	16%	1.2%	1.7%
	601200.SH	上海环境	101.42	17.10	14.85	5.20	5.93	22%	25%	1.1%	1.5%

注：总市值取2024年1月11日，23E股息率基于iFInD一致预期利润及分红计算，预测分红基于各公司历史分红及承诺的分红比例假设，22A股息率对应当年年底市值计算

- 随着A股红利资产行情扩散，港股的股息率普遍高于A股，估值低于A股，港股高股息板块性价比凸显。
- 我们选取了港股的“恒生指数”、“恒生高股息率指数”和A股的“沪深300”、“中证红利”四个指数对比分析。
 - 对比股息率发现，港股指数的股息率高于A股，从高到低依次为恒生高股息率指数、中证红利、恒生指数、沪深300；
 - 对比PE（TTM）发现，港股指数的估值低于A股，从高到低依次为沪深300、恒生指数、中证红利和恒生高股息率指数。

图表：港股的股息率高于A股

图表：港股的估值低于A股



➤ 同时，我们也对港股的相关标的进行了整理。港股中火电、燃气、水务及固废板块的股息率普遍高于A股板块。

板块	代码 (H股)	简称	总市值 (亿元)	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例		股息率	
				23E	24PE	22A	23E	22A	23E	22A	23E
火电	2380.HK	中国电力	328.47	7.90	5.35	24.81	41.71	55%	50%	3.81%	6.3%
	0836.HK	华润电力	692.04	6.01	5.08	62.43	115.55	26%	30%	3.67%	5.0%
燃气	0392.HK	北京控股	324.32	4.35	3.82	67.13	74.85	18%	22%	6.40%	5.1%
	0135.HK	昆仑能源	430.82	8.44	7.56	52.28	64.26	42%	42%	5.15%	6.3%
	1600.HK	天伦燃气	35.19	5.83	5.00	4.45	6.14	24%	25%	5.14%	4.4%
	1193.HK	华润燃气	605.64	9.75	8.77	41.96	50.86	44%	45%	3.58%	3.8%
水务	0371.HK	北控水务	179.49	7.55	6.60	12.18	23.55	64%	65%	7.85%	8.5%
	0270.HK	粤海投资	466.62	8.88	8.64	42.23	40.35	58%	60%	7.68%	5.2%
	0855.HK	中国水务	94.05	3.77	3.63	15.35	16.25	17%	20%	5.27%	3.5%
固废	0257.HK	光大环境	191.51	3.52	3.32	40.79	42.30	12%	15%	6.88%	3.3%

注：总市值取2024年1月11日，23E股息率基于iFlnD一致预期利润及分红计算，预测分红基于各公司历史分红及承诺的分红比例假设，22A股息率对应当年年底市值计算，以上港股汇率均换算为人民币CNY

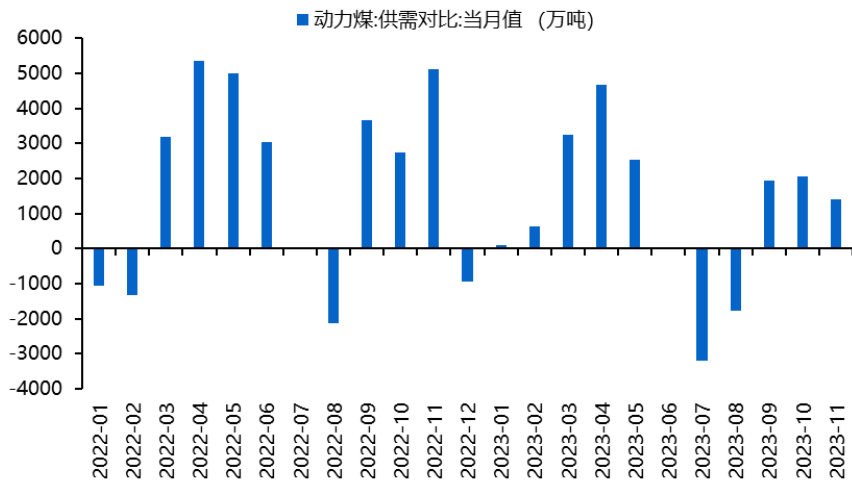
- 红利资产：近年收益波动率较低，具有较好防御属性
- 火电：稳中向好，有望释放盈利空间
- 水电：来水改善，业绩稳重有进
- 燃气板块：高股息防御性价值凸显
- 水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善
- 固废板块：高股息价值潜力显现
- 投资建议与风险提示

火电：23年动力煤供需形势总体稳定，供应相对宽松

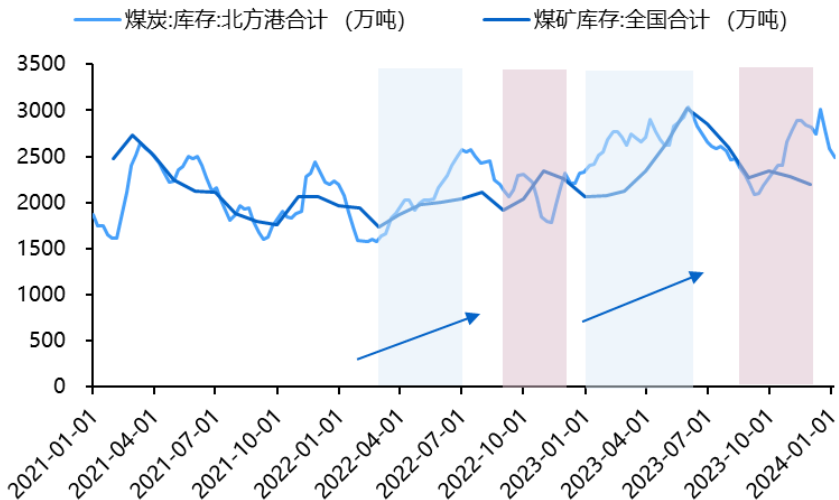
➤ 23年动力煤供需形势总体稳定，供应相对宽松，库存处于高位。

- 23年动力煤供应相对宽松，一方面系我国煤炭产量持续增加（1-11月全国累计原煤产量42.4亿吨，同比增长2.9%）；另一方面系我国进口煤大幅增长（1-11月我国共进口煤炭4.27亿吨，同比增长62.8%。预计2023年全年进口量或将达到历史高位）。23年动力煤供需形势总体稳定，供应相对宽松，库存处于高位。
- 迎峰度夏期间释放季节性需求，电厂日耗回升，库存去化；迎峰度夏结束后重回供需偏宽格局。

图表：22年至今动力煤供需对比



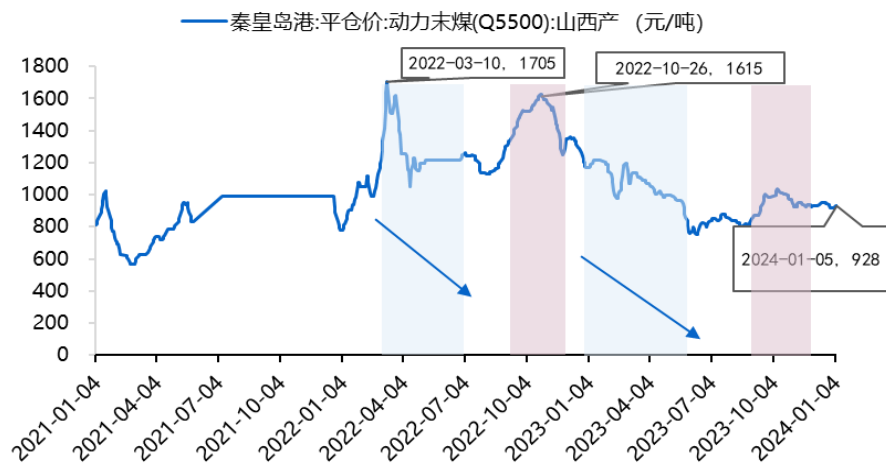
图表：北方港&全国煤矿库存



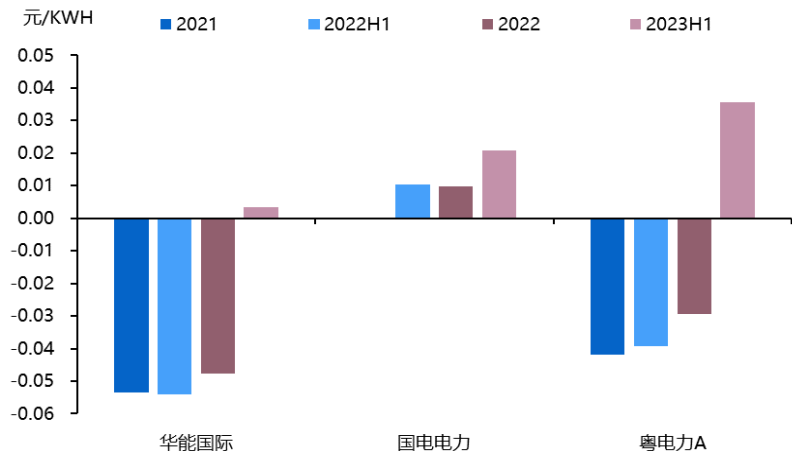
➤ 23年初至今煤价中枢降幅明显，火电公司盈利修复。

- 整体看，23年煤价中枢降幅明显，以华能国际、国电电力和粤电力A为例，火电公司盈利修复。
- 12月7日，国家发改委、国家能源局发布《关于做好2024年电力中长期合同签订履约工作的通知》。24年需方范围变窄（部分供热企业可不签长协），需方签约弹性增加（24年签约比率80%-100%）；供方长协要求仍为80%。据财新网报道，此次总长协量或最低比例是23年26亿吨保供任务目标八成（即20.8亿吨），**供应充足长协比例下降**。价格沿用23年长协基准价675元/吨。**预计24年我国煤炭供需将延续平稳态势。**

图表：23年初至今煤价中枢降幅明显



图表：部分火电公司的煤电度电盈利



注：华能国际为度电利润总额、国电电力为度电净利润、粤电力A为度电毛利

火电：24年煤价中枢或小幅下降，度电成本有望进一步下调

➤ 24年煤价中枢或小幅下降，度电成本有望进一步下调。

- 假设长协煤占比60%；考虑到库存可用天数，参考秦皇岛港5500动力末煤平仓价22M12-23M11均值及23M12以来的均值，我们粗略假设24年市场煤折标煤下调63.64元/吨；参考CCTD秦皇岛动力煤年度长协价，我们假设24年长协煤折标煤下调6.34元/吨。我们测算24年度电成本有望下调0.0088元/KWH。
- 长协煤占比50-70%&24年市场货煤价均价 930-970区间，对应度电成本下调0.0048-0.0143元/KWH。

图表：23年初至今煤价中枢降幅明显

假设	参数
长协煤占比	60%
23年市场煤价均价 (元/吨)	1000
24年市场货煤价均价 (元/吨)	950
折标煤变动 (元/吨)	63.64
23年长协煤价均价 (元/吨)	715
24年长协煤价均价 (元/吨)	710
折标煤变动 (元/吨)	6.34
供电煤耗 (g/kwh)	300
测算	
度电成本变动 (元/KWH)	0.0088

图表：部分火电公司的煤电度电盈利

	长协煤占比						
	30%	40%	50%	60%	70%	80%	
24年市场煤价均值	910	0.0246	0.0214	0.0181	0.0149	0.0116	0.0084
	930	0.0193	0.0168	0.0143	0.0118	0.0094	0.0069
	950	0.0139	0.0122	0.0105	0.0088	0.0071	0.0053
	970	0.0086	0.0076	0.0067	0.0057	0.0048	0.0038
	990	0.0032	0.0031	0.0029	0.0027	0.0025	0.0023

火电：火电盈利模式趋向多元化，24年业绩有望稳中有升

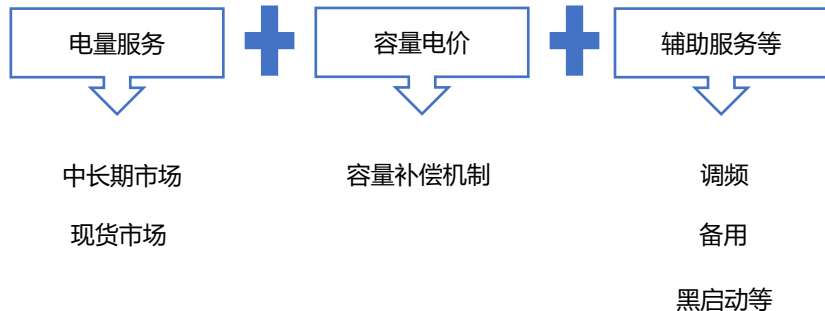
➤ 随着电改持续推进，火电盈利模式趋向多元化。

随着构建以新能源为主体的新型电力系统的不断建设，火电调峰保供属性凸显，盈利模式将逐渐从单一的电量服务转变为电量服务+容量电价+辅助服务等，盈利模式趋向多元化，有望重构火电价值（电能价值+容量价值+调节价值）。考虑到煤价中枢或小幅下调，且火电板块业绩修复后，火电绿公司的绿电充分释放其业绩等。预计24年火电业绩稳中有升，持续修复。

➤ 1) 火电电能价值——预计容量电价的出台将带来煤电电价结构的调整，电量电价或小幅下降。

由于煤电容量电价的正式落地，24年煤电机组将由单一制电价（电量）调整为两部制电价（电量+容量）。预计容量电价的出台将带来24年煤电电价结构的调整，电量电价或小幅下降（24年或不会顶格上浮），煤电总体价格水平基本稳定。

图表：火电盈利模式由电量服务+容量电价+辅助服务等构成



图表：24年长协电价较基准价上浮情况

	2024年长协电价 (元/MWh)	较基准价上浮	较同期
江苏	452.94	15.84% (+61.94元/MWh)	-2.94% (-13.7元/MWh)
广东	465.62	2.79% (+12.62元/MWh)	-15.93% (-88.24元/MWh)

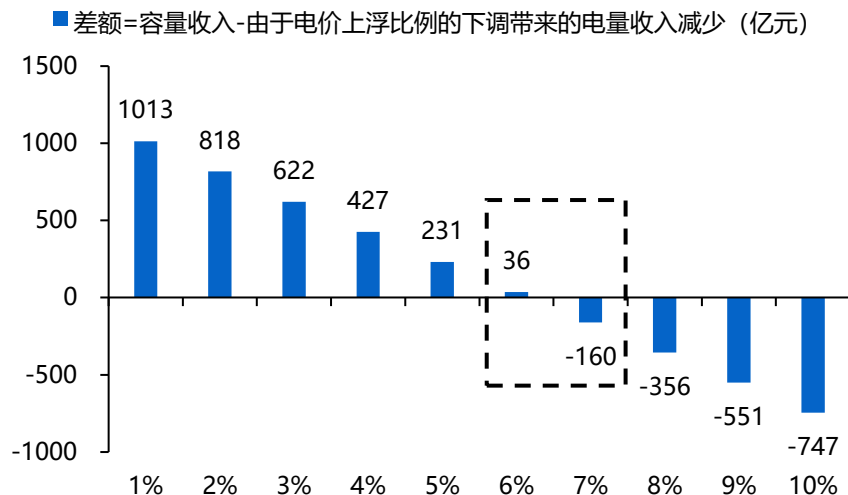
➤ 2) 容量电价增强了煤电企业盈利稳定性。

- 2023年11月，国家发展改革委、国家能源局发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，容量电价正式落地。按照21年数据测算，24-25年全国容量电费（含税）约**1209亿元**。22年末我国煤电装机11.2亿千瓦，全国煤电利用小时数4594小时，测算煤电电量51453亿千瓦时。假设全国平均煤电基准价（含税）0.38元/kwh；发电量均以价格上浮20%成交，对应电量收入**23462亿元**。假设容量电费收入1209亿元，**占比电量收入5.15%**。
- 假设煤电利用小时数为4594h，容量收入可以容忍6%-7%的电价上浮调整比例（对应指上浮20%的电价变为上浮13%-14%），当煤电利用小时数为4594h，电价上浮14%时，容量电费收入完全可以覆盖因为电价下调的收入损失。
- 煤电容量电价的落地增强了煤电企业盈利的稳定性。**预计煤电板块的估值系统或迎来上行。**

图表：参数假设

假设	参数
22年煤电装机 (亿千瓦)	11.2
煤电利用小时数 (小时)	4594
全国平均煤电基准价(含税) (元/kwh)	0.38
测算	
电量 (亿千瓦时)	51453
容量收入(含税) (亿元)	1209

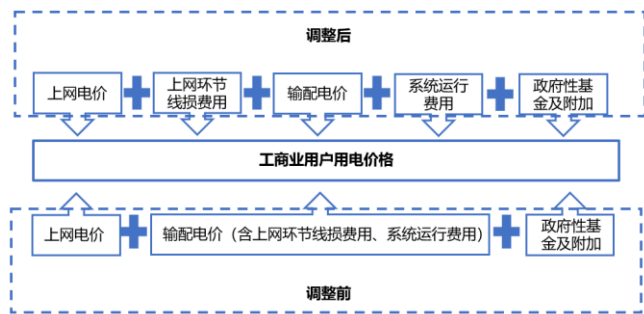
图表：假设煤电利用小时数为4594h下煤电收入变动情况



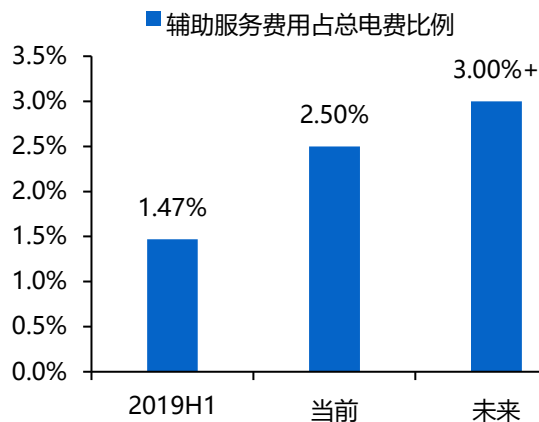
3) 辅助服务机制不断完善，体现火电调节价值。

- 23M5发布《第三监管周期省级电网输配电价及有关事项》，将原属于输配电价中的上网环节线损费用和系统运行费用 单列，其中系统运行费用包括辅助服务费用、抽蓄容量电费等。理顺了输配“中间环节”和发用“两头环节”之间相对独立且有机结合的紧密关系，全流程电价体系更加科学清晰。
- 根据国家能源局数据，19H1我国辅助服务费用占总电费1.47%；根据中国能源报，这一比例在近两年上升至2.5%；根据国际经验，一般占社会总电费3%以上，**随着辅助服务机制的不断完善以及风光大规模接入，比例还将不断增加。**
- 23H1我国调峰费用167亿元，占全部辅助服务费用60%；对比19H1调峰费用50亿元、占比38%，调峰费用绝对值和占比均大幅上涨，凸显新型电力系统下新能源消纳矛盾。从23H1补偿费用流向看，**火电获补偿占全部补偿费用91%，火电为提供辅助服务的绝对主力。**

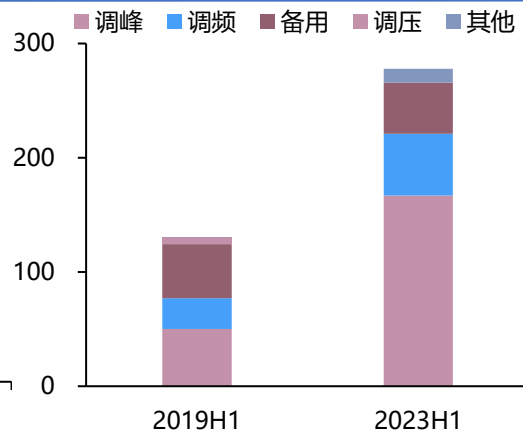
图表：调整前后工商业用户电价构成



图表：辅助服务费用占总电费比例



图表：2019H1&2023H1辅助服务费用结构



- 华能国际、京能电力、内蒙华电、大唐发电和中国电力的分红政策要求的分红比例较高。
- 我们预计24年火电板块业绩持续修复，分红水平或有所提高。如华能国际、浙能电力、粤电力A等，22年未分红，23年有望分红。

图表：主要火电公司分红政策梳理

简称	分红政策
华能国际	符合相关分红条件，采取现金分配股利，公司 每年 以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的 50% 。
上海电力	符合相关分红条件，采取现金分配股利的，公司 每年 以现金分配利润不少于当年实现的可供分配利润 30% ；此外还提出了 差异化现金分红政策 。
浙能电力	符合相关分红条件，足额提取盈余公积金后， 每年 以现金分配的利润应不少于当年可分配利润的 10% 且 近三年 以现金 累计 分配利润不少于近三年实现的 年均 可分配利润的 30% 。
华电国际	符合相关分红条件，应当进行现金分红，且 连续三年 以现金方式 累计 分配的利润不少于最近三年实现的 年均 可分配利润的 30% 。 差异化现金分红政策 。
广州发展	公司在满足现金分红条件下， 每年 以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 30% 。
京能电力	符合相关分红条件，采取现金方式分配股利。公司 未来三年(23/24/25年) 年均现金分红金额不低于当年实现可供分配利润的 70% 。
申能股份	最近三年以现金方式 累计 分配的利润不少于最近三年实现的 年均 可分配利润的 30% 。
国电电力	符合相关分红条件， 每年 以现金方式分配利润不低于当年可分配利润 30% ，且 任意三个连续年度内 ，公司以现金 累计 分配的利润 不少于该三年 实现的 年均 可分配利润的 30% 。
内蒙华电	符合相关分红条件， 2022-2024年 公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可供分配利润的 70% 且每股派息不低于0.1元人民币（含税）。
大唐发电	符合相关分红条件，采取现金方式分配股利， 每年 以现金方式分配的利润原则上为当年实现的中国会计准则下母公司净利润的 50% 。 差异化现金分红政策 。
粤电力A	符合相关分红条件可分配股利；公司 每年 以现金方式分配利润不少于当年实现的可分配利润的 10% ，且 近三年 以现金方式 累计 分配的利润不少于最近三年实现的 年均 可分配利润的 30% 。公司进行利润分配时，现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到 20% 。
皖能电力	符合相关分红条件，以现金方式分配的利润不少于当年可分配利润的 10% 。三年以现金方式 累计 分配的利润不少于该三年实现的 年均 可分配利润的 30% 。 差异化现金分红政策 。
建投能源	在满足生产经营和发展需要的情况下，公司 每年 以现金方式分配的股利应不低于当年实现的可供股东分配利润的 30% 。
宝新能源	除每年以现金方式分配利润不少于当年实现可分配利润的 10% ，且 最近三年 以现金方式 累计 分配利润不少于最近三年实现的 年均 可分配利润的 30% 。 差异化现金分红政策 。
中国电力	根据股息政策，公司可向其股东宣派及派付年度现金股息，金额不少于任何财政年度本公司股东应占利润的 50% 。

- 基于各公司历史分红情况及承诺的分红，我们假设各公司23、24年的分红，测算各公司股息率。
 - 2021-2022年，内蒙华电、广州发展、中国电力和申能股份分红水平较高。
 - 内蒙华电、中国电力、华能国际、浙能电力、宝新能源、华电国际和华润电力居于前列。

图表：火电板块股息率预期

代码	简称 (A股)	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
		23E	24E	23E	24E	21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
600863.SH	内蒙华电	9.74	8.51	27.07	30.97	144%	61%	70%	70%	2.5%	4.7%	7.2%	8.2%
600011.SH	华能国际	9.01	8.18	145.82	160.71	0%	0%	50%	50%	0.0%	0.0%	5.5%	6.1%
600023.SH	浙能电力	9.62	8.23	69.39	81.13	0%	0%	50%	50%	0.0%	0.0%	5.2%	6.1%
000690.SZ	宝新能源	7.89	6.22	12.74	16.16	13%	36%	40%	40%	0.8%	0.5%	5.1%	6.4%
600027.SH	华电国际	9.74	8.09	57.35	69.07	-50%	2049%	50%	50%	4.7%	3.4%	5.1%	6.2%
600098.SH	广州发展	10.38	8.55	18.38	22.30	173%	52%	50%	50%	1.2%	3.6%	4.8%	5.8%
600642.SH	申能股份	10.33	8.95	31.41	36.24	60%	73%	50%	50%	2.7%	2.9%	4.8%	5.6%
600795.SH	国电电力	10.37	8.60	72.23	87.12	0%	63%	50%	50%	0.0%	2.3%	4.8%	5.8%
000539.SZ	粤电力A	10.49	7.98	25.17	33.10	0%	0%	50%	50%	0.0%	0.0%	4.8%	6.3%
600578.SH	京能电力	18.49	12.39	10.90	16.26	0%	100%	70%	70%	0.0%	3.7%	3.8%	5.6%
601991.SH	大唐发电	13.16	9.44	34.89	48.60	0%	-131%	50%	50%	0.0%	1.0%	3.8%	5.3%
600021.SH	上海电力	10.84	7.68	21.52	30.38	0%	31%	30%	30%	0.0%	0.3%	2.8%	3.9%
000543.SZ	皖能电力	10.92	9.43	14.50	16.81	0%	26%	25%	25%	0.0%	1.1%	2.3%	2.7%
000600.SZ	建投能源	26.44	13.78	3.46	6.63	0%	52%	50%	50%	0.0%	0.6%	1.9%	3.6%
代码	简称 (H股)	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
		23E	24E	23E	24E	21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
2380.HK	中国电力	7.90	5.35	41.35	58.85	-83%	55%	50%	50%	1.2%	3.8%	6.3%	9.0%
0836.HK	华润电力	6.01	5.08	116.09	137.83	14%	26%	30%	30%	1.1%	3.7%	5.0%	6.0%

注：总市值取2024年1月11日，23E、24E股息率基于iFinD一致预期利润及分红计算，预测分红基于各公司历史分红及承诺的分红比例假设，21A、22A股息率对应当年年底市值计算

- 考虑到火电板块一般年底会集中资产减值，对比2015-2022年各公司的资产减值力度。
 - 大唐发电、华电国际、国电电力、华能国际这类全国性火电企业普遍资产减值力度较大。
 - 若公司的资产减值力度超预期，可能会对公司的业绩和现金分红比例造成一定影响。

图表：火电板块各公司资产减值力度情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
大唐发电	56.85%	3.07%	15.80%	11.98%	32.19%	25.49%	10.17%	229.48%
宝新能源	3.66%	1.93%	256.81%	30.72%	0.00%	0.00%	0.00%	143.02%
华电国际	12.16%	18.35%	59.40%	3.38%	14.23%	23.61%	34.32%	76.03%
皖能电力	0.31%	0.69%	3.50%	3.34%	0.42%	0.18%	3.66%	29.74%
国电电力	6.57%	5.72%	37.26%	111.40%	22.39%	15.34%	116.35%	29.66%
华能国际	13.43%	8.52%	29.02%	31.41%	125.28%	63.50%	0.60%	26.24%
内蒙华电	11.52%	2.03%	0.37%	7.01%	18.21%	39.42%	0.00%	17.45%
京能电力	1.70%	0.02%	8.07%	29.49%	6.24%	13.59%	0.28%	5.62%
浙能电力	0.53%	0.05%	0.03%	2.80%	2.98%	0.07%	0.61%	4.30%
粤电力A	0.40%	37.49%	9.38%	21.06%	6.36%	13.82%	0.58%	4.28%
广州发展	1.56%	25.96%	4.38%	4.33%	2.22%	23.46%	21.63%	0.07%
申能股份	0.19%	0.15%	0.00%	1.10%	0.00%	0.00%	21.22%	0.00%
上海电力	3.09%	2.53%	0.53%	2.06%	7.50%	21.00%	58.77%	0.00%
建投能源	3.10%	0.60%	12.12%	2.90%	2.71%	0.46%	0.00%	0.00%

注：图中数值为资产减值损失/营业利润的绝对值，用来衡量各公司资产减值力度

➤ 股息率敏感性分析

- 选取“火电板块股息率预期表”居前的内蒙华电（煤电一体化优势突出）、中国电力（高股息著称的港股）、华能国际（火电龙头，布局全国）和浙能电力（区域火电龙头，深度布局核电享投资收益），进行股息率敏感性测算。

图表：内蒙华电股息率敏感性测算 图表：中国电力股息率敏感性测算 图表：华能国际股息率敏感性测算 图表：浙能电力股息率敏感性测算

		现金分红比例		
		60%	70%	80%
归母净利润	25	5.6%	6.6%	7.5%
	30	6.7%	7.9%	9.0%
	35	7.9%	9.2%	10.5%

		现金分红比例		
		40%	50%	60%
归母净利润	40	4.9%	6.1%	7.3%
	50	6.1%	7.6%	9.2%
	60	7.3%	9.2%	11.0%

		现金分红比例		
		40%	50%	60%
归母净利润	140	4.2%	5.2%	6.2%
	150	4.5%	5.6%	6.7%
	160	4.8%	5.9%	7.1%

		现金分红比例		
		40%	50%	60%
归母净利润	60	3.5%	4.4%	5.3%
	70	4.1%	5.2%	6.2%
	80	4.7%	5.9%	7.1%

注：归母净利润单位为亿元，人民币

- 红利资产：近年收益波动率较低，具有较好防御属性
- 火电：稳中向好，有望释放盈利空间
- **水电：来水改善，业绩稳重有进**
- 燃气板块：高股息防御性价值凸显
- 水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善
- 固废板块：高股息价值潜力显现
- 投资建议与风险提示

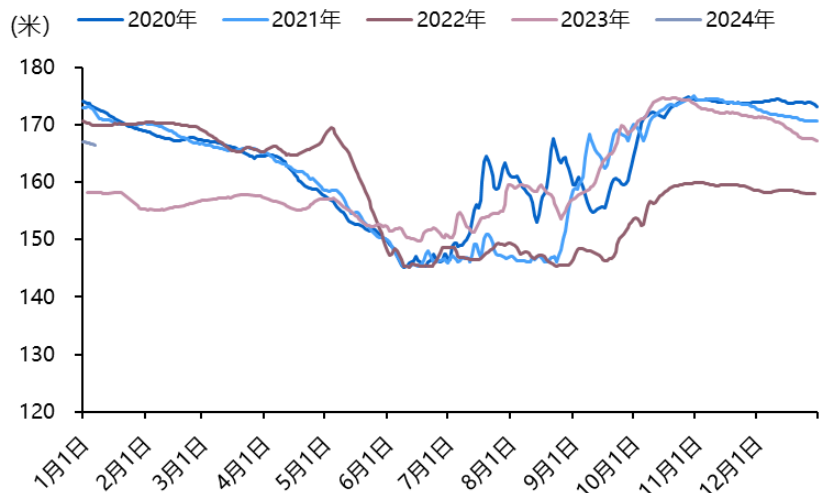
➤ 以三峡水位为例，目前水库水位高于去年同期水平。

长江流域三峡水位自6月份以来逐渐好转，目前水位明显高于同期水平。

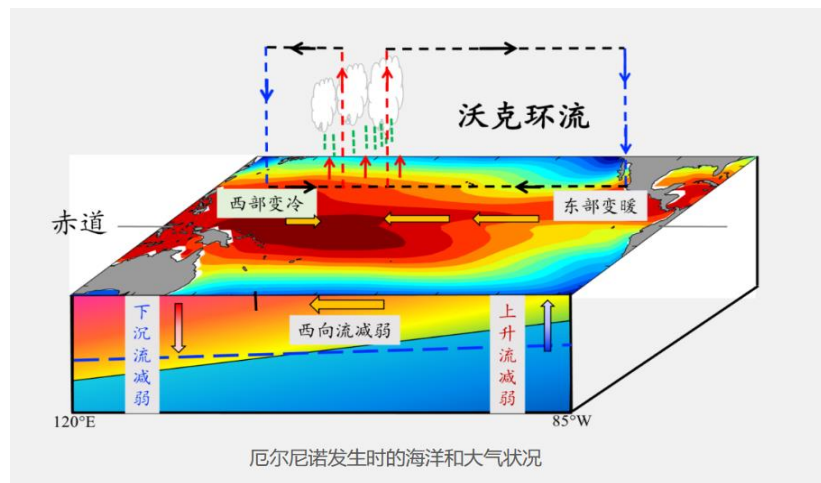
➤ 来水有望改善带动24H1发电同比增加，具有向上弹性。

国家气候中心23年11月监测，一次中等强度厄尔尼诺事件已经形成，并将持续到24年春季。厄尔尼诺事件的出现，会给我国秋冬季带来明显的影响。我国南方尤其是华南等地的降水会明显增加，冬季南方地区降水偏多，预计明年春季全国大部地区气温偏高，降水接近常年到偏多。来水有望改善带动24H1发电同比增加，具有向上弹性。

图表：三峡水位



图表：厄尔尼诺发生时的海洋和大气状况



水电：盈利能力较为稳定，现金牛属性凸显

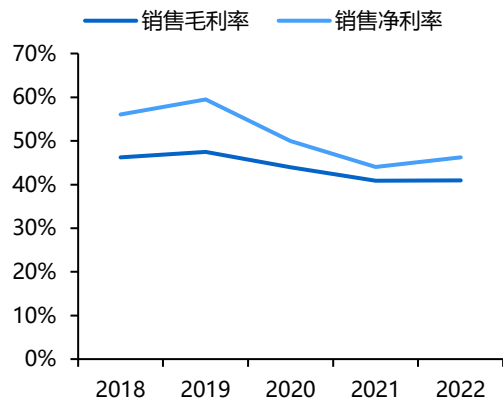
➤ 水电盈利能力较为稳定。

- 2018-2022年水电板块受来水等影响，盈利能力出现波动。销售毛利率保持在40%以上；销售净利率保持在44%以上；ROE在7%以上。水电板块盈利能力处于高位，且盈利能力相对稳定，波动较小。

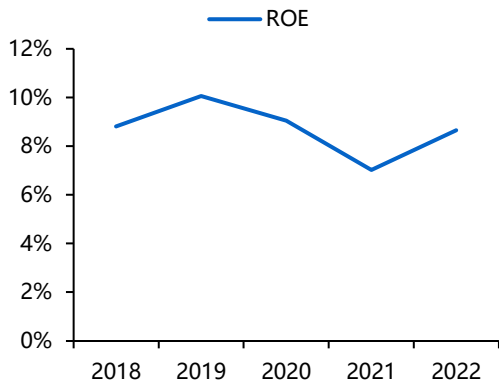
➤ 水电公司现金牛属性凸显，现金流充沛。

- 以华能水电为例，2016年折旧占比公司总营业成本的67.49%。水电公司营业成本以折旧为主，非付现成本占比较大。
- 水电公司经营性现金流净额远远高于净利润，2023Q3水电经营活动现金流净额是归母净利润1.8倍，“现金牛”属性凸显，水电公司现金流充沛，保障高分红高股息率，凸显防御价值。

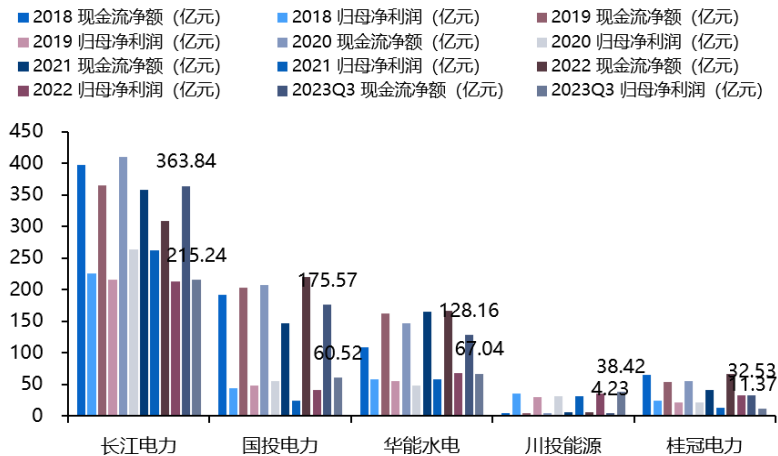
图表：水电板块利润率高位



图表：水电板块ROE波动较小



图表：水电公司的“现金牛”属性



- 长江电力承诺的分红比例最高，为当年净利润的**70%**，且持续到2025年。
- 华能水电和国投电力承诺分红比例为**50%**。
- 川投能源承诺**每10股不低于4元**。
- 桂冠电力承诺**每年**以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的可用于分配的净利润的**30%**。

图表：主要水电公司分红政策梳理

	分红政策
长江电力	公司 每年 现金分红原则上不低于母公司当年实现可供股东分配利润的 50% 。对 2021年-2025年 每年度的利润分配按不低于当年实现净利润的 70% 进行现金分红。
华能水电	公司在当年盈利、且无未弥补亏损的条件下，如无重大投资计划或重大现金支出事项发生、资产负债率未超过75%应当采取现金方式分配股利。公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 50% 。
国投电力	2021-2023年 公司拟每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的 50% 。
川投能源	2023-2025年公司每年以现金方式分配的利润原则上 每10股不低于4元（含税） 。
桂冠电力	在当年实现盈利的情况下， 每年 以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的可用于分配的净利润的 30% 。

- 基于各公司历史分红情况及承诺的分红，我们假设各公司23、24年的分红，测算各公司股息率。长江电力、国投电力、川投能源和华能水电居于前列。

图表：水电板块股息率预期

代码	简称	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
		23E	24E	23E	24E	21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
600900.SH	长江电力	18.75	16.41	302.44	345.66	71%	94%	70%	70%	3.6%	4.1%	3.7%	4.3%
600886.SH	国投电力	14.37	12.54	68.09	78.07	50%	50%	50%	50%	1.4%	2.5%	3.5%	4.0%
600674.SH	川投能源	14.66	13.21	45.51	50.52	57%	51%	50%	50%	3.2%	3.3%	3.4%	3.8%
600025.SH	华能水电	19.91	17.91	76.40	84.91	52%	46%	50%	50%	2.6%	2.7%	2.5%	2.8%
600236.SH	桂冠电力	27.73	14.74	16.06	30.22	87%	49%	60%	60%	2.3%	3.5%	2.2%	4.1%
002039.SZ	黔源电力	17.04	10.20	3.52	5.89	26%	31%	35%	35%	0.9%	2.0%	2.1%	3.4%
000791.SZ	甘肃能源	15.66	14.76	5.68	6.03	21%	32%	30%	30%	0.6%	1.1%	1.9%	2.0%

注：总市值取2024年1月11日，23E、24E股息率基于iFInD一致预期利润及分红计算，预测分红基于各公司历史分红及承诺的分红比例假设，21A、22A股息率对应当年年底市值计算

➤ 股息率敏感性分析

- 选取“水电板块股息率预期表”居前的长江电力（布局长江流域，水电龙头六库联调）、国投电力（布局雅砻江流域，持股52%的雅砻江流域水电公司）、川投能源（控股田湾河流域、大渡河支流青衣江、天全河流域等资产，持股48%的雅砻江流域水电公司，持股10%的国能大渡河公司）和华能水电（布局澜沧江流域，电价有望稳步上行），进行股息率敏感性测算。

图表：长江电力股息率敏感性测算 **图表：国投电力股息率敏感性测算** **图表：川投能源股息率敏感性测算** **图表：华能水电股息率敏感性测算**

		现金分红比例		
		60%	70%	80%
归母净利润	250	2.6%	3.1%	3.5%
	300	3.2%	3.7%	4.2%
	350	3.7%	4.3%	4.9%

		现金分红比例		
		40%	50%	60%
归母净利润	60	2.4%	3.0%	3.6%
	70	2.8%	3.5%	4.2%
	80	3.2%	4.0%	4.8%

		现金分红比例		
		40%	50%	60%
归母净利润	40	2.3%	2.9%	3.5%
	50	2.9%	3.7%	4.4%
	60	3.5%	4.4%	5.3%

		现金分红比例		
		40%	50%	60%
归母净利润	70	1.8%	2.3%	2.7%
	80	2.1%	2.6%	3.1%
	90	2.3%	2.9%	3.5%

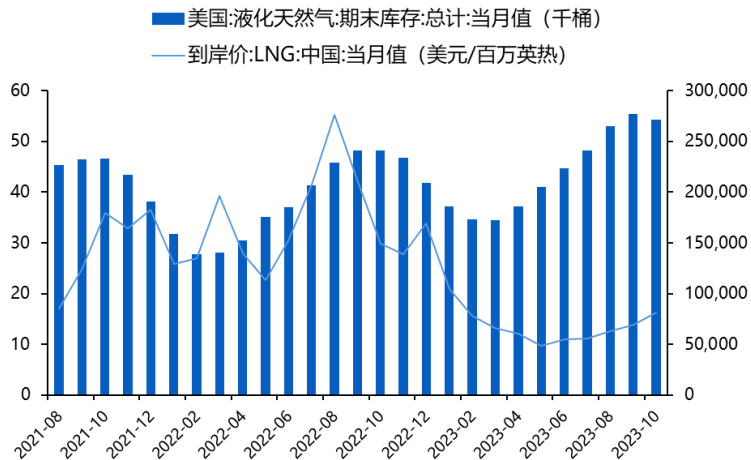
注：归母净利润单位为亿元，人民币

- 红利资产：近年收益波动率较低，具有较好防御属性
- 火电：稳中向好，有望释放盈利空间
- 水电：来水改善，业绩稳重有进
- **燃气板块：高股息防御性价值凸显**
- 水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善
- 固废板块：高股息价值潜力显现
- 投资建议与风险提示

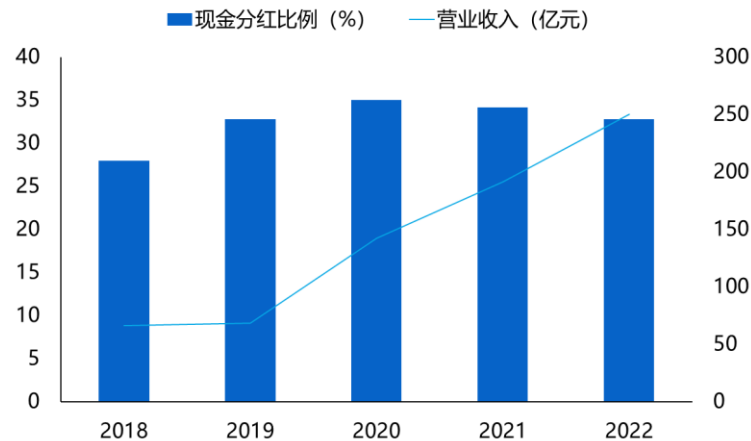
➤ 全球气价不断下跌，利好城燃行业。

- 截止2024年1月，美国天然气库存水平持续升高，中国LNG到岸价为11.01 美元/百万英热，较11月初下降了32.58%。在采购成本下降的同时，中国各个城市逐步落实顺价机制，以疏导气源成本，解决天然气价格机制不畅。在上游天然气成本不断下降、终端价格上升的情况下，城燃企业毛差将不断拉大，有助于整个城燃行业盈利能力。
- 2018-2022年，**燃气公司的整体现金分红比例均高于25%，优于整体市场和公用事业板块的分红水平。**燃气公司的营收稳步增长，基本面持续修复，有望通过顺价机制推动销售毛差回归至合理水平。同时，受到地产影响的接驳利润占比减少，资本开支保持稳定，其稳健的现金流特性逐步显现。

图表：天然气价格走势图



图表：2018-2022燃气公司整体营收（亿元）和现金分红比例（%）



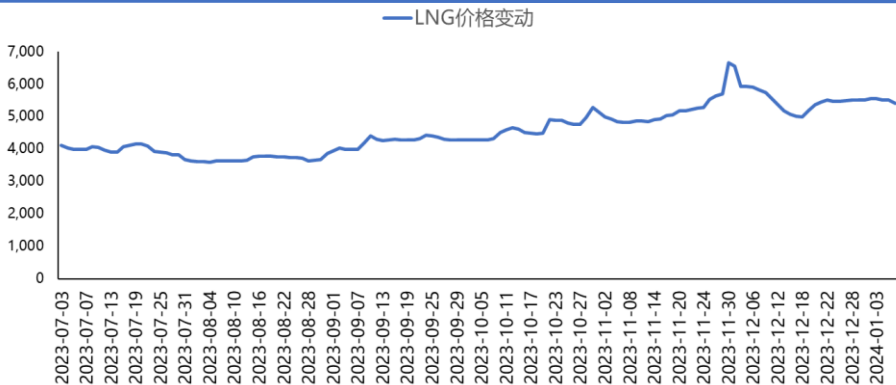
➤ LNG市场价格震荡增长。

- LNG价格近年来震荡增长，推动我国能源市场发展。2023年7-12月，LNG价格从3592元/吨增长至6646元/吨。这显示了燃气行业的发展潜力和能源市场的活跃稳健态势。

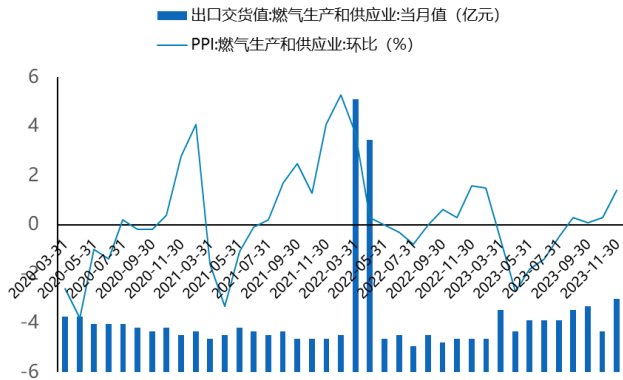
➤ 管输价格统一化，助力行业稳定发展。

- 2023年12月5日国家发改委印发的《关于核定跨省天然气管道运输价格的通知》，**新价格标准将国家管网经营的跨省天然气管道运价率由10个大幅减少至4个，运价平均值下降13.7%**。新价格标准降低了运输成本，提升了气源流动性，有助于全国一张网的推进，从而促进了天然气消费量的释放。

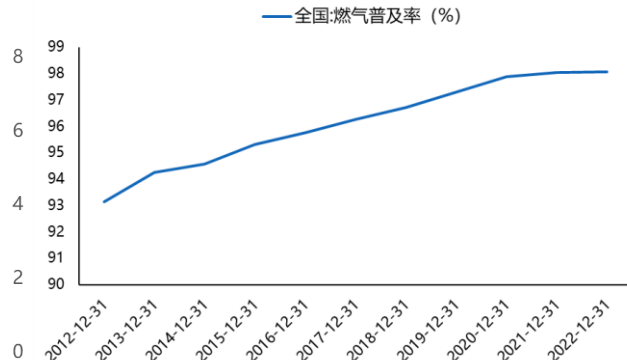
图表：LNG价格变动图



图表：全国燃气生产和供应情况



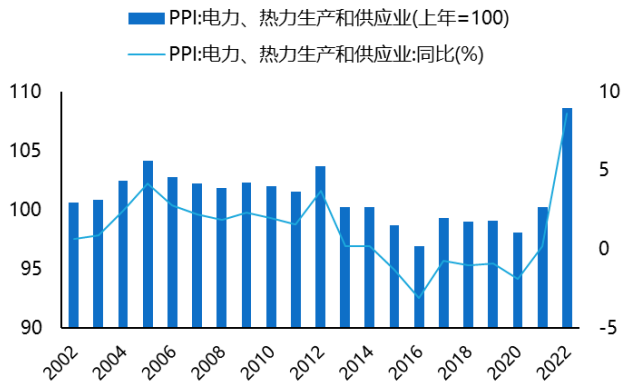
图表：全国燃气普及率



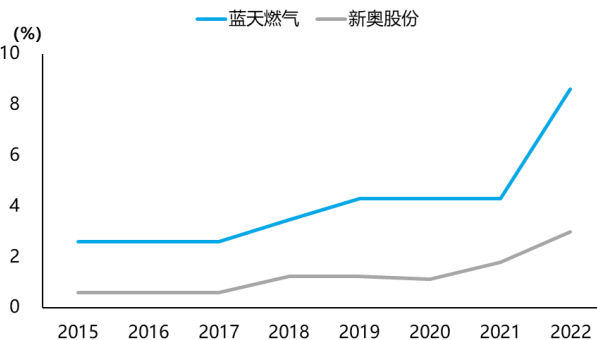
➤ 燃气运营板块低估值，有望持续高分红。

- 2022年电力/热力的生产和供应业PPI累计同比增长8.6%，燃气生产和供应业PPI累计同比增长15.9%，全社会用电量86372亿千瓦时(同比增长3.6%)，天然气产量2177.9亿立方米(同比增长6.4%)，**燃气行业在生产和供应方面的强劲表现，具备较高的稳定发展潜力。**
- 我们选取蓝天燃气、新奥股份为例，22年两家公司处于低估值水平并呈下滑趋势；股息率分别为8.62%、2.98%；分红比例分别为116.97%、26.98%，均保持在25%以上。展望未来，随着燃气行业顺价机制的普及，我们预计这些运营企业将有能力继续维持高分红政策。

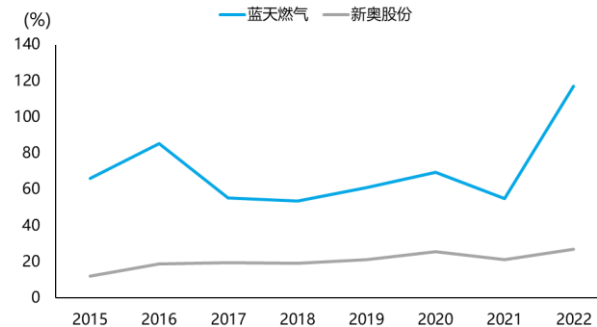
图表：燃气行业PPI增长情况



图表：燃气行业企业股息率情况



图表：燃气行业企业分红比例情况



- 2021-2022年，蓝天燃气、北京控股、昆仑能源、天伦燃气分红水平较高。
- 基于各公司历史分红情况及承诺的分红，我们假设各公司23、24年的分红，测算各公司股息率。蓝天燃气、昆仑能源居于前列。

图表：燃气板块股息率预期

代码 (A股)	简称	市值	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
			23E	24E	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
605368.SH	蓝天燃气	80.16	12.53	12.53	6.40	6.99	55%	84%	85%	85%	3.5%	8.1%	6.8%	7.4%
600803.SH	新奥股份	545.32	8.16	8.16	66.82	75.53	21%	27%	30%	30%	1.7%	3.2%	3.7%	4.2%
代码 (H股)	简称	市值	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
			23E	24E	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
0392.HK	北京控股	324.32	4.35	3.82	74.85	85.28	11%	18%	22%	22%	4.6%	6.4%	5.1%	5.8%
0135.HK	昆仑能源	430.82	8.44	7.56	64.26	71.78	8%	42%	42%	42%	3.5%	5.2%	6.3%	7.0%
1600.HK	天伦燃气	35.19	5.83	5.00	6.14	7.17	15%	24%	25%	25%	4.0%	5.1%	4.4%	5.1%
1193.HK	华润燃气	605.64	9.75	8.77	50.86	56.58	41%	44%	45%	45%	2.9%	3.6%	3.8%	4.2%

注：总市值取2024年1月11日，23E、24E股息率基于iFinD一致预期利润及分红计算，预测分红基于各公司历史分红及承诺的分红比例假设，21A、22A股息率对应当年年底市值计算

- 选取“燃气板块股息率预期表”居前的蓝天燃气（河南“管道+城燃”龙头）、新奥股份（天然气全产业链运营龙头）进行股息率敏感性测算。

图表：蓝天燃气股息率敏感性测算

	现金分红比例			
		70%	80%	90%
归母净利润	6	5.2%	6.0%	6.7%
	7	6.1%	7.0%	7.9%
	8	7.0%	8.0%	9.0%

图表：新奥股份股息率敏感性测算

	现金分红比例			
		20%	30%	40%
归母净利润	60	2.2%	3.4%	4.5%
	70	2.6%	3.9%	5.2%
	80	3.0%	4.5%	6.0%

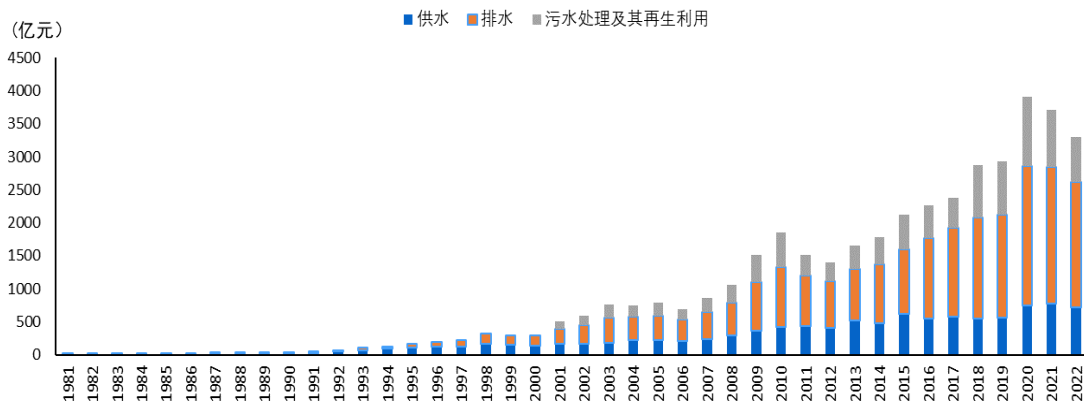
注：归母净利润单位为亿元，人民币

- 红利资产：近年收益波动率较低，具有较好防御属性
- 火电：稳中向好，有望释放盈利空间
- 水电：来水改善，业绩稳重有进
- 燃气板块：高股息防御性价值凸显
- 水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善
- 固废板块：高股息价值潜力显现
- 投资建议与风险提示

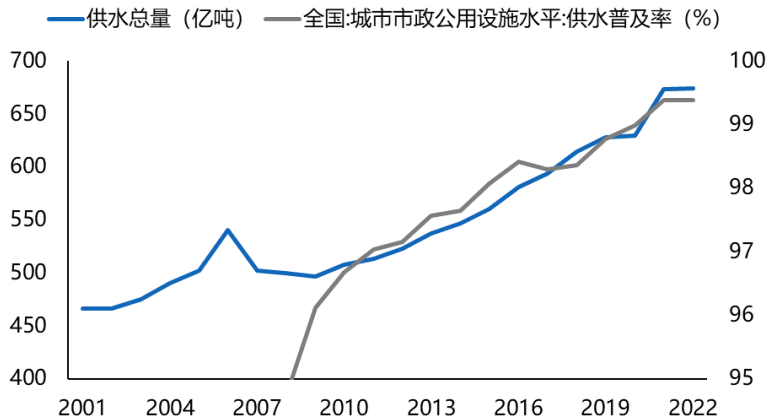
➤ 水务投资稳健增长，行业进入成熟期。

- 2022年，我国水务行业的固定资产投资规模已经达到了3291亿元。其中，供水投资占据了相当大的比重，达到713亿元，占比22%；排水投资为1905亿元，占比58%；而污水及再生处理投资也达到了673亿元，占比20%。这些数据不仅凸显了我国水务行业固定资产投资的庞大规模，更表明了水务市场的活跃与稳健发展态势。
- 在供水方面，2022年，我国城市公共供水普及率达到98.73%，已基本全面普及，因此行业现阶段已进入成熟期。

图表：水务行业固定资产投资情况



图表：全国供水总量和供水普及率情况



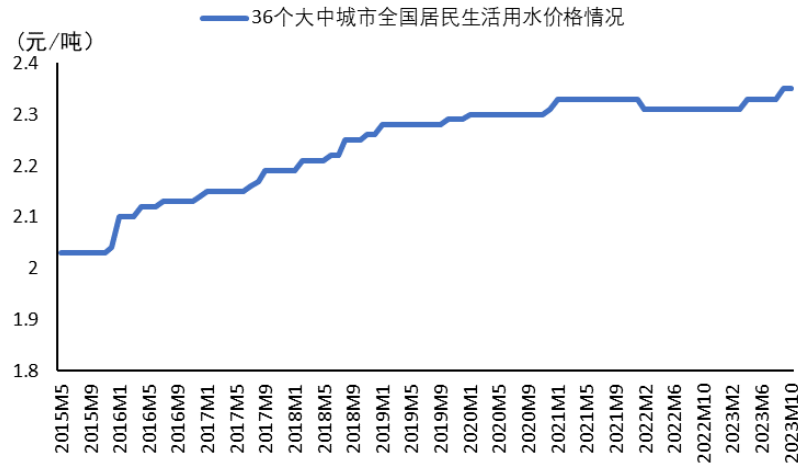
➤ 水务调价机制更清晰，水价有望提升。

- 水务行业作为国民经济的重要基础设施，近年来面临着一系列重要的改革和发展机遇。其中，近年国家政策积极推动水价改革，使得水务公司的调价机制更加清晰，水价有望得到提升。**水务公司的现金流水平有望得到边际改善。**
- 目前，我国的水价在全球范围内处于较低水平，并且多年未有上涨。现在有迹象表明水价将呈上涨趋势，这将有助于提升水务公司的现金流状况，部分运营企业将有能力继续维持高分红政策或具提高高分红比例潜力。

图表：2023年水价相关政策梳理

发布日期	发布机构	主要内容
2023年1月	上海市发改委、市水务局	按照“准许成本加合理收益”的方法，先核定供水企业供水业务的准许收入，再以准许收入为基础分类核定用户用水价格。其中，准许收益率的计算公式为：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 当实际供水量不低于设计供水量的65%时 供水企业平均供水价格=准许收入÷核定供水量； 当实际供水量低于设计供水量的65%时， 供水企业平均供水价格=准许收入÷{核定供水量÷[实际供水量÷(设计供水量×65%)]} }
2023年7月	水利部、国家发改委、财政部、科技部、工信部等	推进水利工程供水价格改革，合理制定水利工程供水价格。在终端用水环节探索实行分类水价，建立并落实好精准补贴和节水奖励机制。全面实行非居民用水超计划、超定额累进加价和居民生活用水阶梯水价制度，分类统筹考虑供水成本、用水效率、承受能力等因素，合理确定阶梯水量，适度拉大分档价差。
2023年11月	上海市浦东新区发改委	调整区属管理居民用户水价的涉及区域为浦东水务集团、浦东自来水公司和临港供排水公司的服务区域。保持三级阶梯水量不变，并将三家供排水企业服务区域居民用户水价调整为同一水平。其中，居民用户第一阶梯综合水价调整为每立方米4.05元；第二阶梯综合水价调整为每立方米5.80元；第三阶梯综合水价调整为每立方米8.79元。

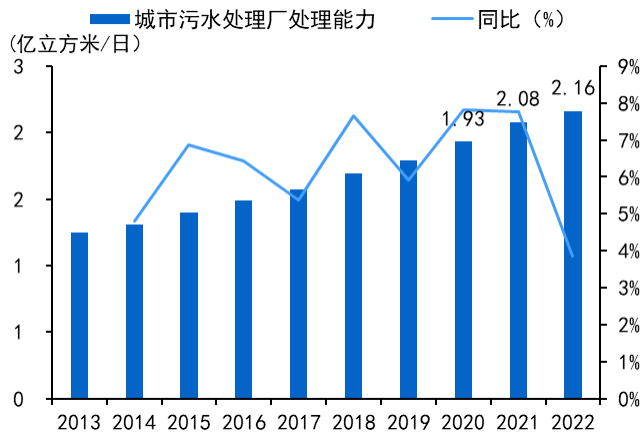
图表：36个大中城市全国居民生活价格情况



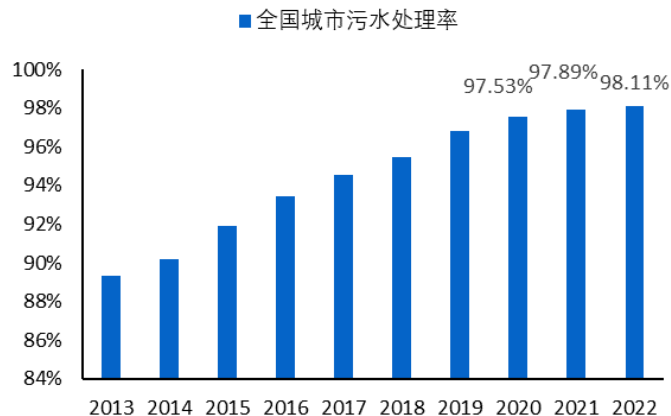
➤ 近年污水处理系统逐步完善，国家水安全保障基础扎实。

- 水务行业在追求“提质”发展的过程中，不断推动污水处理行业的增长。随着城镇化的加速，居民用水需求和污水排放量均呈现上升趋势。截至2022年，我国城市污水处理能力已经达到2.16亿立方米/日，同比增长3.85%，处理量高达98.11%，行业已进入成熟阶段。
- 污水处理能力的成熟对于水务行业的估值具有积极的影响，随着污水处理量的增长，水务公司的业务规模不断扩大，盈利能力得到提升，凸显企业的高分红潜力。

图表：全国城市污水处理能力



图表：全国城市污水处理率

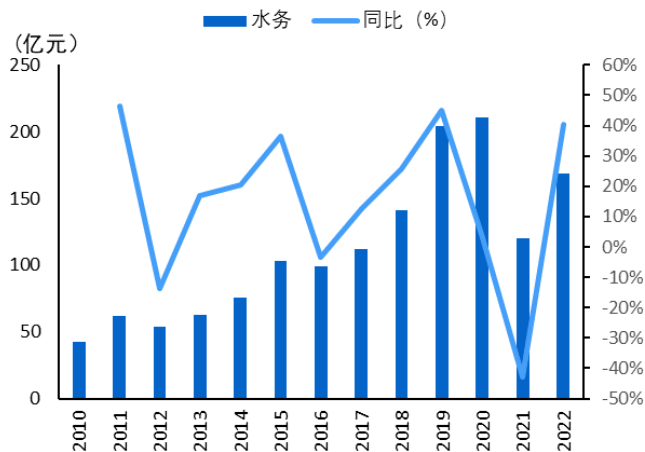


水务：低估值运营企业，有望持续高分红政策

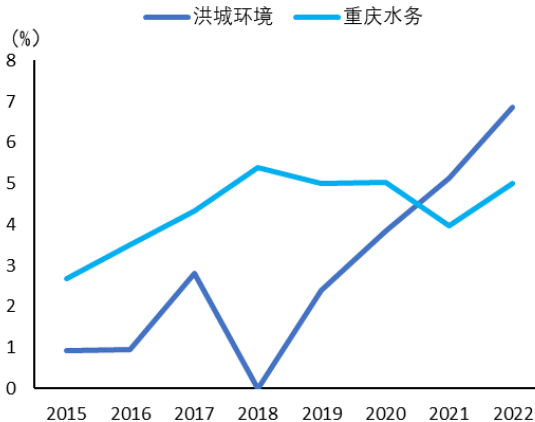
➤ 水务运营板块低估值，有望持续高分红。

- 2022年，水务行业的发展势头强劲，水务运营企业的经营现金流净额持续呈现出增长态势。据水务（申万）指数显示，该年度水务企业的总经营性现金流净额达到了168.49亿元，同比增长了41%，这一显著的增长数据不仅凸显了水务行业的稳健发展，更体现了水务运营企业在经营管理方面的显著成果。
- 我们选取洪城环境、重庆水务为例，22年两家企业处于低估值水平并呈下滑趋势；股息率均较高并呈增长趋势，分别为6.86%、5.01%；分红比例分别为50.18%、67.89%，均保持在50%以上。展望未来，随着水务行业在价方面有望持续提升，我们预计这些运营企业将有能力继续维持高分红政策。

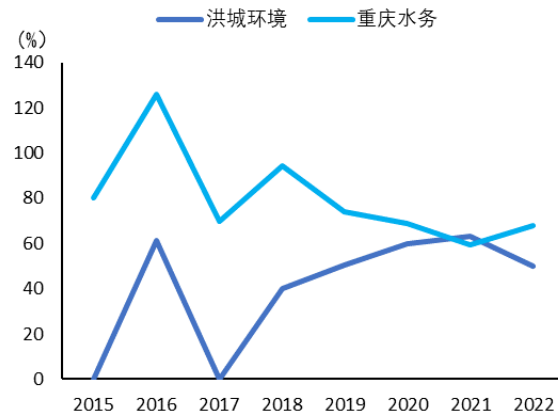
图表：水务企业经营性现金流净额情况



图表：水务运营企业股息率情况



图表：水务运营企业分红比例情况



- 2021-2022年，洪城环境、粤海投资、北控水务分红水平较高。
- 基于各公司历史分红情况及承诺的分红，我们假设各公司23、24年的分红，测算各公司股息率。北控水务、粤海投资、洪城环境居于前列。

图表：水务板块股息率预期表

代码 (A股)	简称	市值	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
			23E	24E	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
600461.SH	洪城环境	104.86	9.77	8.70	10.73	12.05	63%	50%	50%	50%	6.1%	6.2%	5.1%	5.7%
601158.SH	重庆水务	282.24	15.63	14.14	18.06	19.96	59%	68%	70%	70%	4.0%	5.3%	4.5%	4.9%
000685.SZ	中山公用	110.49	7.03	6.01	15.72	18.38	30%	30%	30%	30%	3.4%	3.1%	4.3%	5.0%
代码 (H股)	简称	市值	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
			23E	24E	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
0270.HK	粤海投资	355.52	8.88	8.64	40.35	41.51	59%	58%	60%	60%	6.1%	7.7%	6.8%	7.0%
0855.HK	中国水务	65.46	3.77	3.63	16.25	17.82	16%	17%	20%	20%	2.8%	5.3%	5.0%	5.4%
0371.HK	北控水务	174.49	7.55	6.60	23.55	26.94	16%	64%	65%	65%	5.2%	7.9%	8.8%	10.0%

注：总市值取2024年1月11日，23E、24E股息率基于iFinD一致预期利润及分红计算，预测分红基于各公司历史分红及承诺的分红比例假设，21A、22A股息率对应当年年底市值计算

- 选取“水务板块股息率预期表”居前的北控水务（全产业链，水务环境综合服务商）、洪城环境（江西省水务龙头）、重庆水务（重庆区域型水务龙头），进行股息率敏感性测算。

图表：北控水务股息率敏感性测算

图表：洪城环境股息率敏感性测算

图表：重庆水务股息率敏感性测算

		现金分红比例		
		55%	65%	75%
归母净利润	15	4.7%	5.6%	6.4%
	25	7.9%	9.3%	10.7%
	35	11.0%	13.0%	15.0%

		现金分红比例		
		50%	60%	70%
归母净利润	10	4.8%	5.7%	6.7%
	12	5.7%	6.9%	8.0%
	14	6.7%	8.0%	9.3%

		现金分红比例		
		55%	65%	75%
归母净利润	16	3.1%	3.7%	4.3%
	18	3.5%	4.1%	4.8%
	20	3.9%	4.6%	5.3%

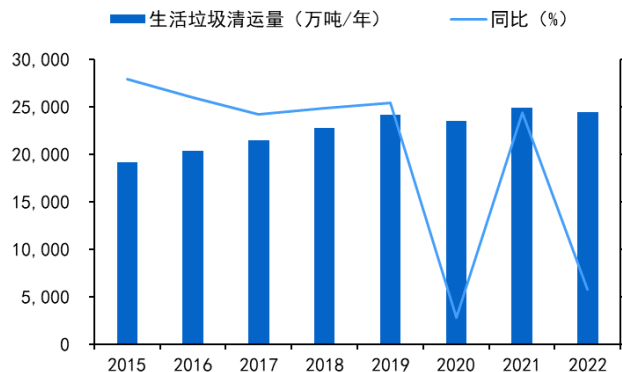
注：归母净利润单位为亿元，人民币

- 红利资产：近年收益波动率较低，具有较好防御属性
- 火电：稳中向好，有望释放盈利空间
- 水电：来水改善，业绩稳重有进
- 燃气板块：高股息防御性价值凸显
- 水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善
- 固废板块：高股息价值潜力显现
- 投资建议与风险提示

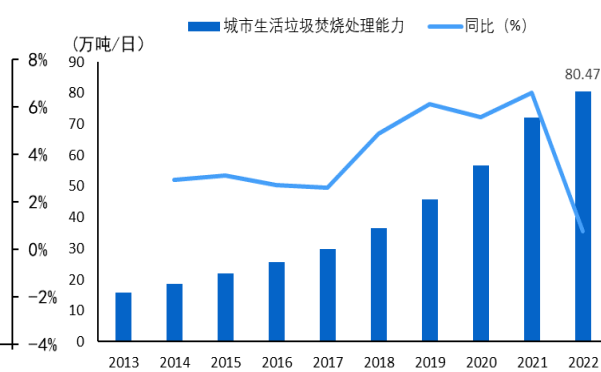
➤ 目前我国垃圾焚烧行业已基本满足垃圾处理需求。

- 截至2022年，我国生活垃圾清运量已达到2.44亿吨/年，同比下降1.71%。全国城市生活垃圾焚烧处理能力在同期内则实现了显著增长，达到80.47万吨/日，同比增长11.83%。更值得一提的是，生活垃圾无害化处理率高达99.90%，接近完全无害化处理的标准，行业即将步入成熟期。
- 在政策层面，国家发展改革委、住房城乡建设部于2021年5月联合发布了《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》。该规划明确提出，到2025年底，全国城镇垃圾焚烧处置能力应达到80万吨/日左右。目前这些焚烧厂的处置能力已经达到103.5万吨/天，这标志着垃圾焚烧行业提前完成了“十四五”规划中的目标。

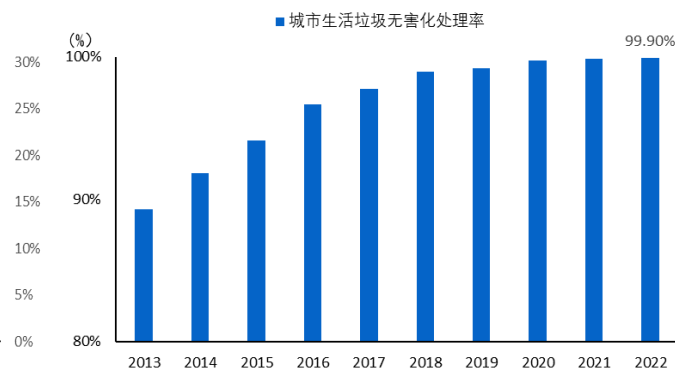
图表：全国生活垃圾清运量情况



图表：全国城市生活垃圾焚烧处理能力



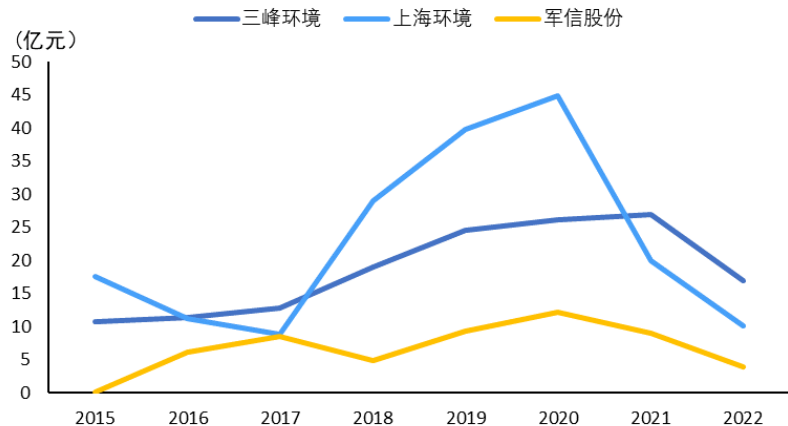
图表：全国城市生活垃圾无害化处理率



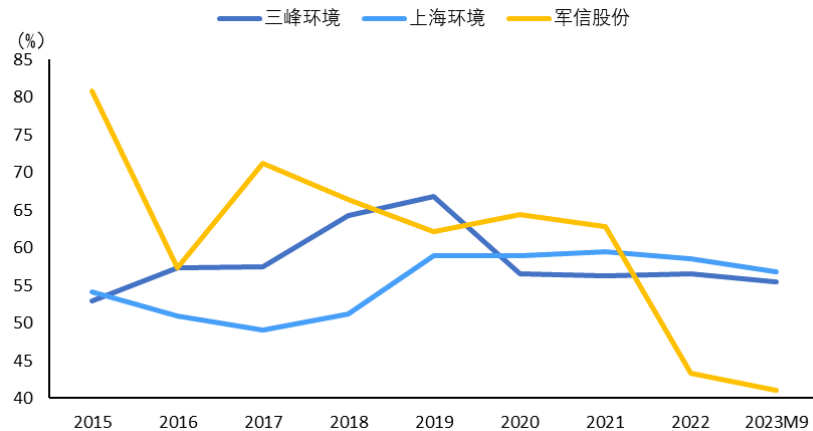
固废处理：运营企业资本开支减少，财务压力逐步缓解

- 我们选取三峰环境、上海环境、军信股份为例，近年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较19年大幅下降，22年分别为16.91、10.10、3.97亿元。我们可以看出目前垃圾焚烧市场的运营企业已经逐渐从增量市场向存量市场倾斜，企业更加注重对现有资产的运营和管理，而非过去那种简单地扩大规模、增加投资的发展模式。
- 截至2023M9，三家运营企业的资本负债率分别为55.50%、56.78%、41.09%，较2019年稳定下降，企业财务压力逐渐减轻。

图表：运营企业资本开支情况



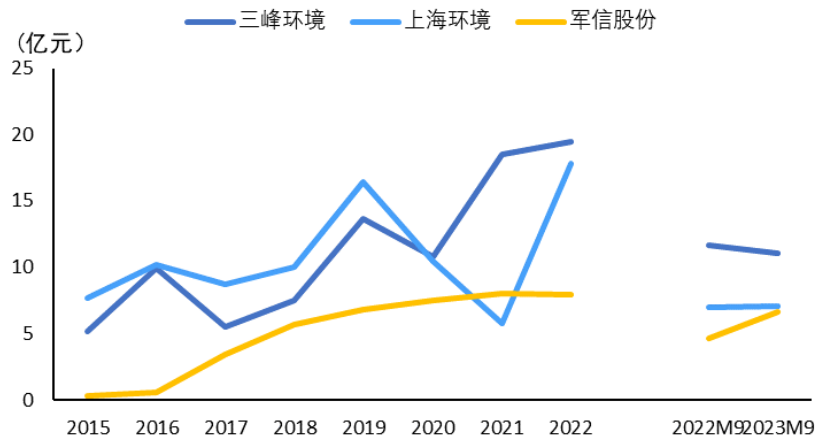
图表：运营企业资本负债率情况



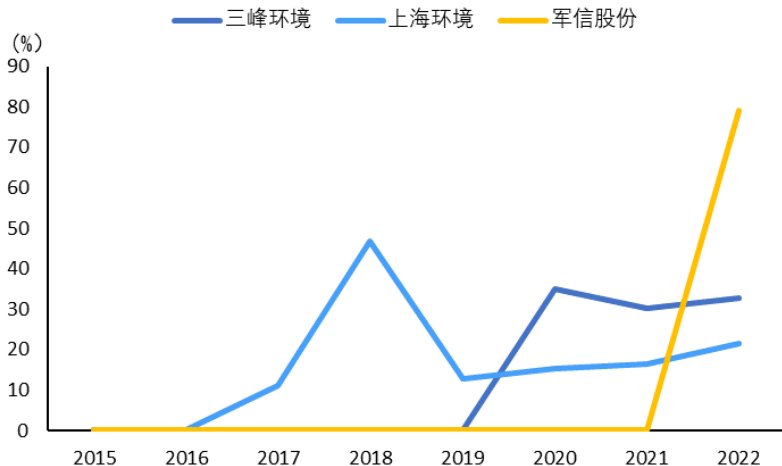
垃圾焚烧运营企业具有高分红的潜力。

- 我们选取三峰环境、上海环境、军信股份为例，23M1-9企业的经营性现金流净额分别为11.3、7.09、6.65亿元，三峰环境、上海环境两家近年呈大幅度改善趋势，企业有效地控制现金流的净流出，从而保持了健康的现金流状况；
- 在分红比例上，22年三家运营企业分别为32.70%、21.59%、79.15%。我们认为部分固废运营企业的现金流持续改善，因此具有高分红潜力。

图表：运营企业经营性现金流净额情况



图表：运营企业分红比例情况



- 2021-2022年，光大环境分红水平较高。
- 基于各公司历史分红情况及承诺的分红，我们假设各公司23、24年的分红，测算各公司股息率。光大环境、首创环保、华光环能居于前列。

图表：固废板块股息率预期表

代码 (A股)	简称	市值	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
			23E	24E	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
600008.SH	首创环保	198.93	8.62	7.40	23.08	26.87	32%	30%	41%	41%	2.9%	4.6%	4.8%	5.5%
600475.SH	华光环能	104.18	12.39	10.83	8.41	9.62	34%	45%	45%	45%	3.0%	4.0%	3.6%	4.2%
601827.SH	三峰环境	130.74	9.97	8.89	13.11	14.71	30%	33%	35%	35%	2.5%	3.5%	3.5%	3.9%
601330.SH	绿色动力	94.20	11.55	10.24	8.15	9.20	20%	22%	26%	26%	1.0%	1.8%	2.2%	2.5%
600323.SH	瀚蓝环境	138.61	9.53	8.43	14.55	16.45	15%	16%	16%	16%	1.0%	1.2%	1.7%	1.9%
601200.SH	上海环境	100.63	16.97	14.74	5.93	6.83	16%	22%	28%	28%	0.8%	1.1%	1.7%	1.9%
代码 (H股)	简称	市值	PE		归母净利润 (亿元)		现金分红比例				股息率			
			23E	24E	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
0257.HK	光大环境	148.03	3.52	3.32	42.30	44.87	14%	12%	31%	31%	5.4%	6.9%	8.9%	9.4%

注：总市值取2024年1月11日，23E、24E股息率基于iFinD一致预期利润及分红计算，预测分红基于各公司历史分红及承诺的分红比例假设，21A、22A股息率对应当年年底市值计算

固废：股息率敏感性分析

- 选取“固废板块股息率预期表”居前的光大环境（全球最大垃圾发电投资运营商）、首创环保（中国环保领域龙头企业之一）、华光环能（固废处置和热电联产区域性龙头），进行股息率敏感性测算。

图表：光大环境股息率敏感性测算

		现金分红比例		
		15%	25%	35%
归母净利润				
	43	4.4%	7.3%	10.2%
	46	4.7%	7.8%	10.9%
	49	5.0%	8.3%	11.6%

图表：首创环保股息率敏感性测算

		现金分红比例		
		25%	35%	45%
归母净利润				
	20	2.5%	3.5%	4.5%
	25	3.1%	4.4%	5.7%
	30	3.8%	5.3%	6.8%

图表：华光环能股息率敏感性测算

		现金分红比例		
		30%	40%	50%
归母净利润				
	8	2.3%	3.1%	3.8%
	10	2.9%	3.8%	4.8%
	12	3.5%	4.6%	5.8%

注：归母净利润单位为亿元，人民币

- 红利资产：近年收益波动率较低，具有较好防御属性
- 火电：稳中向好，有望释放盈利空间
- 水电：来水改善，业绩稳重有进
- 燃气板块：高股息防御性价值凸显
- 水务板块：水价呈涨价趋势，低估值有望改善
- 固废板块：高股息价值潜力显现
- 投资建议与风险提示

- 火电：23年火电企业盈利修复明显，煤电容量电价机制正式出台，价值迎来重估。24年各省长协电价逐步落定，煤价趋势稳中有降，业绩有望持续修复和改善，分红水平或有所提高，建议关注**华能国际、华电国际、国电电力、内蒙华电、浙能电力、皖能电力**；
- 水电：23年下半年水电水位明显好于同期水平，预计24H1水电出力明显好于同期，水电类债属性突出，高分红凸显防御价值，建议关注**华能水电、长江电力、国投电力、川投能源**；
- 在环保板块有望持续高股息和具有一定潜力的公司中，燃气板块，我们建议关注城燃公司**蓝天燃气、新奥股份**；水务板块我们建议关注低估值+稳增长+高分红地方水务平台**洪城环境、重庆水务、北控水务（HK）**；固废板块，垃圾焚烧发电建议关注**三峰环境、光大环境（HK）、华光环能**。

➤ **政策执行不及预期。**

- 政策的落地执行对环保企业业绩影响较大，若政策推进不及预期，可能会对行业内上市公司业绩带来不利影响，进而影响公司的市场表现。

➤ **项目推进不及预期。**

- 项目执行进度对环保行业内企业的营收确定影响重大，若项目推进不及预期，产能扩张和投产进度受影响，环保企业业绩增长将不及预期，对企业市场表现带来不利影响。

➤ **原材料价格波动不及预期。**

- 若上游原材料价格大幅上涨，如火电上游煤价、光伏上游组件价格，会对项目的盈利能力或者投建进度造成影响。

➤ **新增业务推进不及预期。**

- 环保行业变革新风口之际，若环保企业在新领域布局新增业务，计划开启第二业绩增长曲线，新业务推进不及预期，可能对企业业绩带来一定不确定性。

➤ **市场竞争加剧。**

- 若未来环保市场竞争激烈程度不断增加，将会影响企业的业绩增长，同时对企业盈利能力带来不利影响。

➤ **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

- 报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本状况。

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）。

诚信专业 发现价值

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幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

