

2024年01月25日

环保及公用事业

SDIC

行业动态分析

证券研究报告

## “中股息”，被忽视的价值洼地？

目从“成长”到“成长”与“高股息”并重：

根据国家统计局数据，经初步核算，2023年我国GDP已超126万亿元，同比增长5.2%。随着我国经济规模体量越来越大，许多行业逐步从过去的高速增长阶段进入到稳定成熟阶段。从投资回报的角度，市场逐步从过去偏重“成长”转变为“成长”与“高股息”并重。以中证红利指数和沪深300指数的对比来看，过去3年多的时间里，中证红利指数大幅跑赢沪深300指数，2021年-2024年初至今，中证红利指数相对于沪深300指数分别实现了18.57%、16.18%、12.27%和3.11%的相对收益。

目“中股息+确定性成长”不失为一种稳健投资策略：

从二级市场获取的投资收益，一方面来自于企业业绩的增长，另一方面来自于股利支付。当公司存在回报率高的投资项目时，应当把经营所得用于再投资，实现经营业绩的提升；当公司缺乏回报率高的投资项目时，则应当把经营所得用于股利分配。我们认为“成长”和“高股息”都是为股东创造回报的方式，“中股息+确定性成长”是一个被忽视的价值洼地。在成长股投资框架下，10-20%增速的上市公司所受的关注度较低；在高股息投资框架下，5%以下股息率的上市公司的关注度也较低。在市场预期收益率下降、二级市场波动加剧的背景下，“3-5%的股息率”叠加“10%+的预期成长”也不失为一种获取稳健收益的优质品种。

目投资建议：

我们认为“中股息+确定性成长”资产是被市场所忽视的价值洼地，环保公用板块作为具备业绩高稳健性的运营板块值得重点关注，我们优选三家“中股息+确定性成长”优质标的，推荐国内屏蔽泵龙头、积极向液冷泵下游新兴领域开拓的【大元泵业】、长沙区域优质垃圾焚烧发电企业【军信股份】、佛山区域优质城燃、积极向氢能拓展打造第二成长曲线的【佛燃能源】。

目风险提示：政策推进不及预期、分红不及预期、新项目投产进度不及预期。

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

首选股票 目标价(元) 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.6	1.0	7.7
绝对收益	-8.7	-6.0	-15.0

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

2023年电力需求增长6.7%，持续看好红利低波投资机会	2024-01-21
市场震荡延续，持续推荐低波红利精选标的	2024-01-14
长期看好高股息投资逻辑，重申精选高分红、低波动标的的投资机遇	2024-01-07
新增核准4台核电机组，看好全国水价上涨潜力	2024-01-01
年内再核4台核电机组，看好核电稳健成长价值	2024-01-01

## 目 录

1. “中股息”，被忽视的价值洼地？ .....	3
1.1. 从“成长”到“成长”与“高股息”并重 .....	3
1.2. “中股息+确定性成长”不失为一种稳健投资策略 .....	3
2. 环保公用板块“中股息”标的优选 .....	4
2.1. 大元泵业 .....	4
2.2. 军信股份 .....	5
2.3. 佛燃能源 .....	7
3. 风险提示 .....	8

## 目 录

图 1. 中证红利指数与沪深 300 指数走势对比 .....	3
图 2. 十年期国债收益率 .....	4
图 3. 大元泵业历年营业收入及增速 .....	4
图 4. 大元泵业历年归母净利润及增速 .....	4
图 5. 大元泵业历年现金分红总额及分红比例 (%) .....	5
图 6. 军信股份历年营业收入及增速 .....	6
图 7. 军信股份历年归母净利润及增速 .....	6
图 8. 军信股份历年货币资金及交易性金融资产 .....	6
图 9. 军信股份历年现金分红及分红比例 .....	6
图 10. 佛燃能源历年营业收入及增速 .....	7
图 11. 佛燃能源历年归母净利润及增速 .....	7
图 12. 佛燃能源历年现金分红总额及分红比例 .....	8
表 1: 中证红利指数与沪深 300 指数涨跌幅对比 (%) .....	3
表 2: 军信股份在运、在建、筹建垃圾焚烧发电项目梳理 .....	7
表 3: 2023 年公司股票激励计划首次授予的限制性股票解除限售业绩考核要求 .....	8

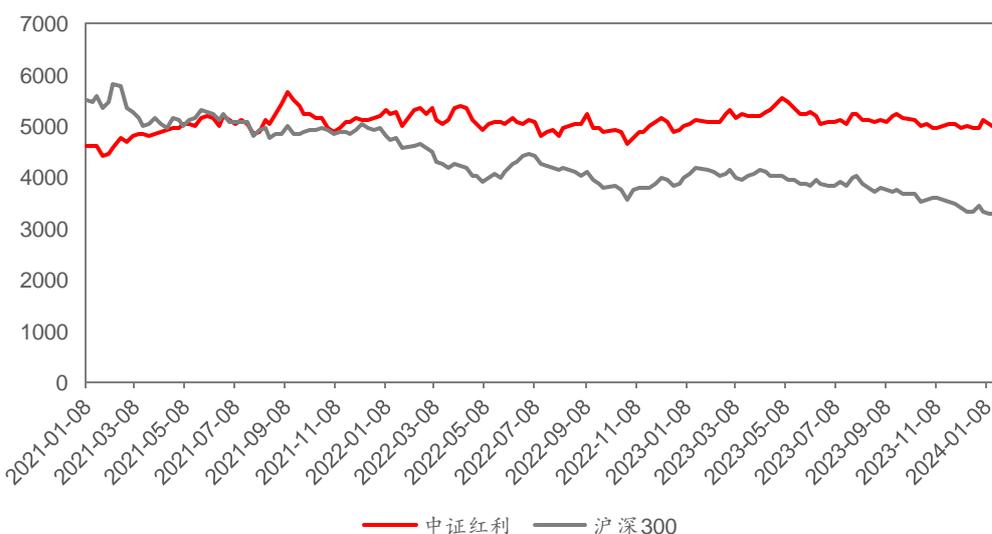
## 1. “中股息”，被忽视的价值洼地？

### 1.1. 从“成长”到“成长”与“高股息”并重

根据国家统计局数据，经初步核算，2023 年，我国 GDP 已超 126 万亿元，同比增长 5.2%。随着我国经济规模体量越来越大，许多行业逐步从过去的高速增长阶段进入到稳定成熟阶段。从投资回报的角度，市场逐步从过去偏重“成长”转变为“成长”与“高股息”并重。

以中证红利指数和沪深 300 指数的对比来看，过去 3 年多的时间里，中证红利指数大幅跑赢沪深 300 指数，2021 年-2024 年初至今，中证红利指数相对于沪深 300 指数分别实现了 18.57%、16.18%、12.27% 和 3.11% 的相对收益。“高股息”策略已实现了不错的相对和绝对收益。

图1. 中证红利指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：东方财富 Choice、国投证券研究中心

表1：中证红利指数与沪深 300 指数涨跌幅对比 (%)

指数	2021	2022	2023	2024 年初至今
中证红利	13.37	-5.45	0.89	-2.69
沪深 300	-5.20	-21.63	-11.38	-5.81
相对收益	18.57	16.18	12.27	3.11

资料来源：东方财富 Choice、国投证券研究中心

### 1.2. “中股息+确定性成长”不失为一种稳健投资策略

从二级市场获取的投资收益，一方面来自于企业业绩的增长，另一方面来自于股利支付。当公司存在回报率高的投资项目时，应当把经营所得用于再投资，实现经营业绩的提升；当公司缺乏回报率高的投资项目时，则应当把经营所得用于股利分配。

我们认为“成长”和“高股息”都是为股东创造回报的方式，“中股息+确定性成长”是一个被忽视的价值洼地。在成长股投资框架下，10-20%增速的上市公司所受的关注度较低；在高股息投资框架下，5%以下股息率的上市公司的关注度也较低。在市场预期收益率下降、二级市场波动加剧的背景下，“3-5%的股息率”叠加“10%+的预期成长”也不失为一种获取稳健收益的优质品种。

图2. 十年期国债收益率



资料来源: 东方财富 Choice、国投证券研究中心

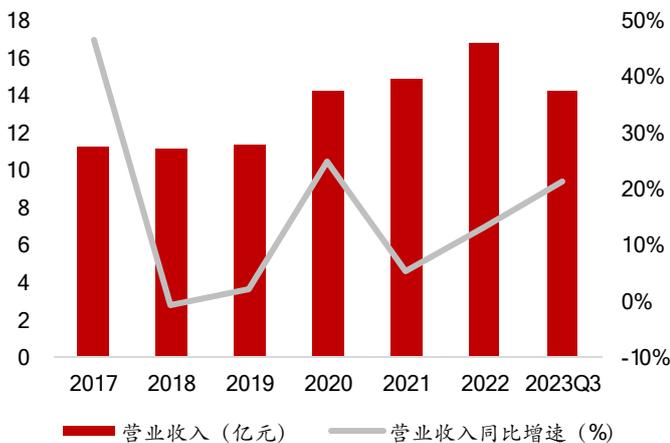
## 2. 环保公用板块“中股息”标的优选

我们认为“中股息+确定性成长”资产是被市场所忽视的价值洼地，环保公用板块作为具备业绩高稳健性的运营板块值得重点关注，我们优选三家“中股息+确定性成长”优质标的，推荐国内屏蔽泵龙头、积极向液冷泵下游新兴领域开拓的【大元泵业】、长沙区域优质垃圾焚烧发电企业【军信股份】、佛山区域优质城燃、积极向氢能拓展打造第二成长曲线的【佛燃能源】。

### 2.1. 大元泵业

公司为国内屏蔽泵龙头，主营业务“三驾马车”分别为民用水泵、家用屏蔽泵及工业用屏蔽泵。公司历史业绩增长稳健，营业收入从 2017 年的 11.2 亿元增长至 2022 年的 16.78 亿元，年复合增速 8.42%，归母净利润从 1.79 亿元增长至 2.61 亿元，年复合增速 7.8%。2022 年以来受益于海外节能泵需求高速增长，业务结构优化实现业绩大幅增长，2023 年前三季度公司分别实现营收及归母净利润 14.2 亿元和 2.5 亿元，分别同比增长 21.09%和 46.83%。

图3. 大元泵业历年营业收入及增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

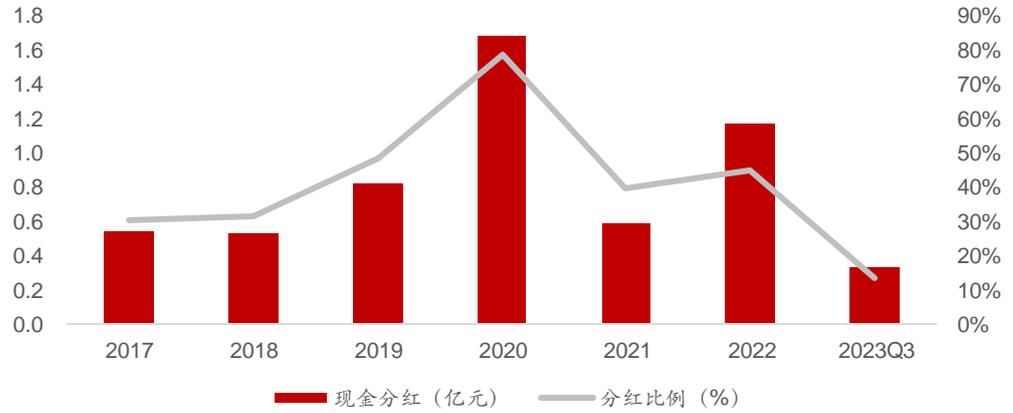
图4. 大元泵业历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

从公司历史分红表现看,2022 年公司实现现金分红 1.17 亿元,分红比例达到 45%,2023Q3 实现现金分红 0.33 亿元,按 2024 年 1 月 24 日收盘价计算,股息率 (ttm) 达到 4.17%。公司在手资金充足,截至 2023Q3 在手资金达到 10.4 亿元,为持续分红提供保障。

图5. 大元泵业历年现金分红总额及分红比例 (%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

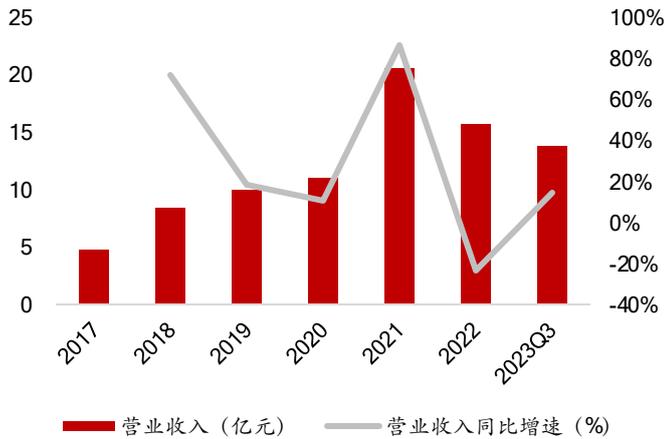
**“双碳”背景下海外家用节能屏蔽泵需求高速增长,家用屏蔽泵产品结构持续优化。**公司家用屏蔽泵核心产品热水循环屏蔽泵为燃气壁挂炉和空气源热泵的重要部件,产品主要分为普通泵和节能泵,其中节能泵作为能耗更低的产品,主要应用于海外市场。海外“双碳”政策持续推进下一方面欧洲热泵需求仍持续增长,据 IEA 预测,欧盟热泵年销量可能从 2021 年的 200 万台升至 2030 年的 700 万台,根据公司 2023 年半年报披露,2023 年 1-7 月公司热泵配套领域产品销售台数约 15.49 万台,同比增速超过 50%;另一方面,根据公司公告,欧洲壁挂炉存量市场巨大,约 1.4 亿台,存在从普通泵替换为能耗更低、价格更高的节能泵的需求。两大场景驱动下公司节能泵产品销量高速增长,同时随着价格更高的节能泵产品占比提升,公司盈利能力提升。根据公司公告,2023H1 公司实现节能泵销量超 75 万台,同比增长近 200%。

**工业屏蔽泵及液冷泵新兴领域拓展带来中长期成长空间。**工业屏蔽泵方面,由于其产品制造的技术与工艺要求较高,且定制化要求较高,行业存在一定壁垒。目前市场仍被外资品牌所占据,市场主要参与者以海密梯克、大连帝国、上海日机装等外资企业为主,在化工、核电、航空航天等工业流程领域国产替代空间广阔。液冷泵产品作为液冷温控设备的重要零部件之一,下游的应用场景包括新能源汽车、风电、储能、数据机房等电气化、电力化设备市场领域。公司在氢燃料电池液冷泵领域具备先发优势,与上海捷氢、北京亿华通等主流燃料电池系统客户建立合作。2023H1 公司液冷泵领域销售收入约 0.2 亿元,同比增长超 80%,同时,公司正不断加强储能及数据机房液冷等新领域产品的研发力度,为长期成长提供支撑。

## 2.2. 军信股份

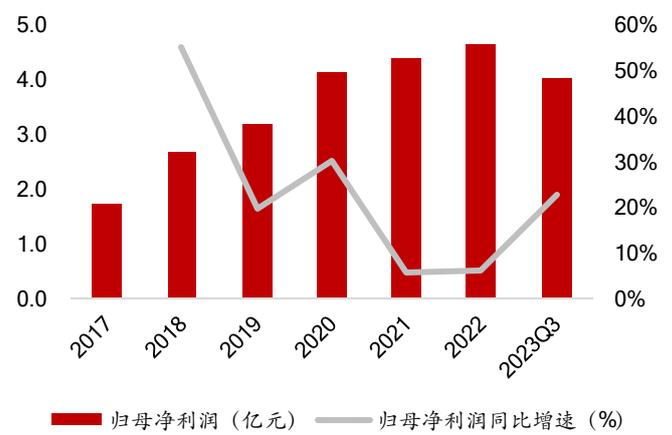
公司为湖南省长沙市区域优质垃圾焚烧发电公司,以垃圾焚烧发电为核心业务,渗滤液处理、污泥处置、飞灰处理、垃圾填埋业务协同发展。从公司历史业绩看,剔除建设期服务收入影响,随着项目产能爬坡,公司收入与利润实现稳步增长。2021 年 6 月,垃圾焚烧项目二期并网推动营收高速增长,2022 年公司实现营收 15.71 亿元,表现营收下降主要由于 2021 年存在 7.5 亿元的大额建设期服务收入,若剔除建设期服务收入影响,2022 年营收同比增速接近 14%;2022 年归母净利润为 4.66 亿元,同比增长 6.1%。2023 年前三季度公司实现归母净利润增速 22.85%。

图6. 军信股份历年营业收入及增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

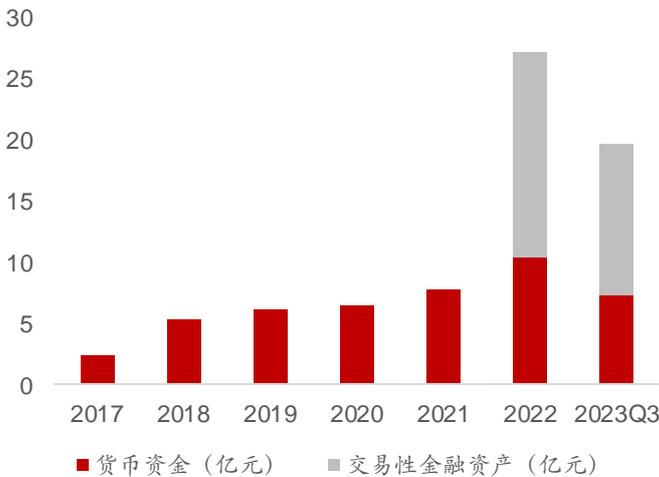
图7. 军信股份历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

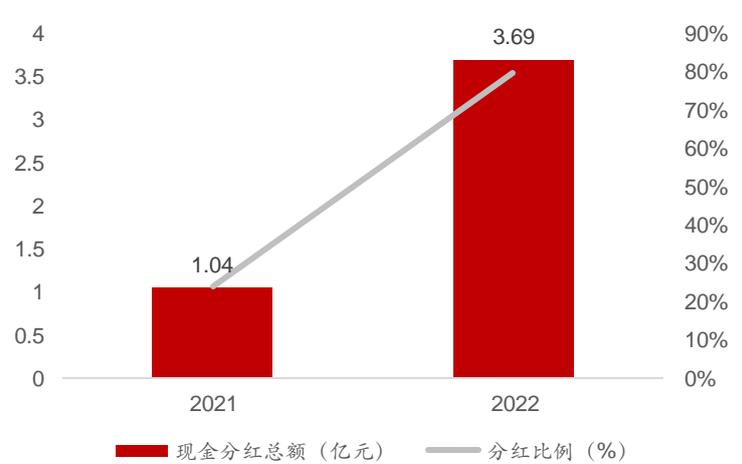
公司在手现金充足, 2022 年分红具备吸引力。公司货币资金与交易性金融资产金额较高, 截至 2023Q3 合计 19.6 亿元, 充沛在手资金及现金流背景下 2022 年公司实现高分红, 现金分红总额为 3.69 亿元, 分红比例达到 79.15%, 按 2024 年 1 月 24 日市值计算, 股息率达到 6.15%。

图8. 军信股份历年货币资金及交易性金融资产



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图9. 军信股份历年现金分红及分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

公司核心垃圾焚烧项目立足长沙, 区位优势下具备高盈利。公司已投运垃圾焚烧发电项目两个, 为湖南省最大的两个垃圾焚烧发电项目, 均位于长沙, 在长沙市场占有率为 100%, 其中垃圾焚烧一期处理能力为 5000 吨/日, 垃圾焚烧二期为 2800 吨/日。长沙作为省会城市, 垃圾量及单吨垃圾焚烧处理费均有较大优势。同时, 相较于小型项目, 大型项目存在规模效应, 运营成本较低, 盈利能力更强, 2022 年公司一期垃圾焚烧发电业务毛利率为 60.38%, 二期项目毛利率高达 65.3%。

在建项目陆续投产带来增长潜力。目前公司在建平江县市政污泥与生活垃圾焚烧发电项目(预计 2024 年底投产)以及浏阳市垃圾焚烧发电项目, 有望支撑公司未来收入及利润稳健增长。同时, 公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买仁和环境 63% 股权, 仁和环境作为长沙市垃圾中转及餐厨垃圾收运领军企业, 收购完成后将与公司垃圾焚烧发电等后端处置业务形成前后端一体化运营, 有望降低运营成本, 带来资源互补的协同作用。

表2: 军信股份在运、在建、筹建垃圾焚烧发电项目梳理

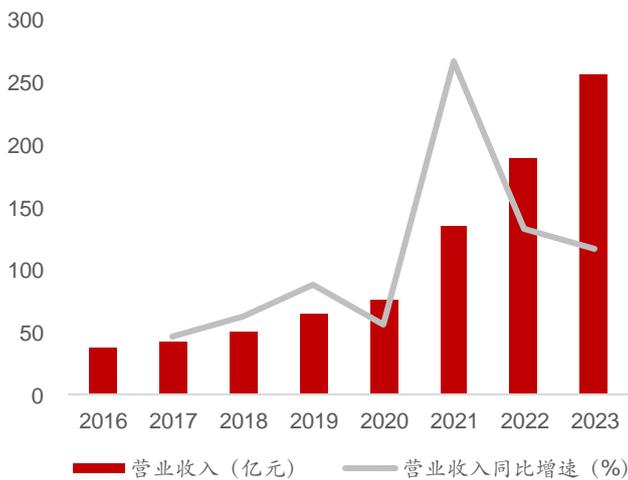
项目名称	运营主体	运营状态	特许经营期限	设计处理能力	装机容量
<b>在运</b>					
长沙市生活垃圾深度综合处理(清洁焚烧)项目	浦湘生物	已投产	2014. 11. 15-2042. 11. 14	生活垃圾 5000 吨/日	4×25MW
长沙市污水处理厂污泥与生活垃圾清洁焚烧协同处置二期工程项目	浦湘环保	已投产	2019. 1. 1-2048. 12. 31	生活垃圾 2800 吨/日 污泥 500 吨/日	2×45MW
<b>在建与筹建</b>					
平江县市政污泥与生活(餐厨)垃圾焚烧发电项目	平江军信	预计于 2024 年 12 月投产	2022. 12-2032. 13	生活垃圾 600 吨/日 污泥 60 吨/日 餐厨垃圾 50 吨/日	/
浏阳市垃圾焚烧发电项目	浏阳军信	已中标	开工起 30 年	生活垃圾 1200 吨/日	/
奥什城市垃圾处置项目		已签订谅解备忘录	35 年	/	/
吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾焚烧发电项目		签署框架协议	35 年	垃圾处理规模 3000 吨/日	/

资料来源:公司公告, 国投证券研究中心

### 2.3. 佛燃能源

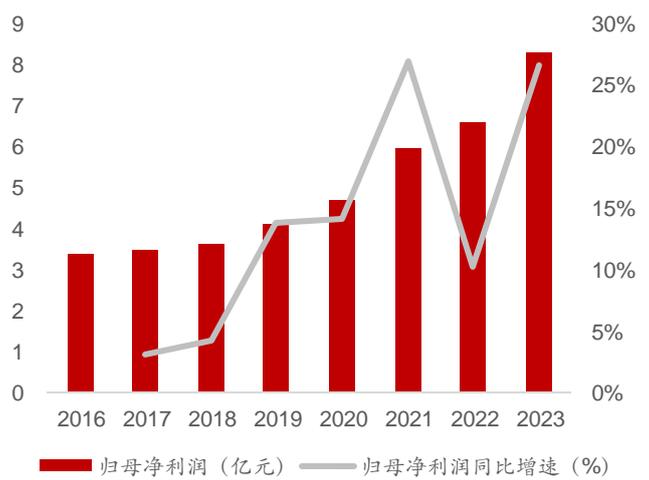
公司为广东省佛山市优质区域城燃公司, 公司统一接收所有进入佛山市地域范围内的管道天然气, 拥有禅城区、三水区、高明区和顺德区的管道燃气独家特许经营权以及部分佛山市外部分地区特许经营权, 2022 年天然气供应业务占公司总营收的 77%。佛山作为中国陶瓷之都, 2018 年 10 月 31 日, 佛山市印发《佛山市建筑陶瓷行业清洁能源改造工作方案》, 要求分阶段推动全市建筑陶瓷企业开展大气污染物排放深度治理改造, 以前的佛山市陶瓷企业普遍采用水煤气作为燃料, 政策推动下逐步推广改为天然气。根据历年年报披露, 公司销气量从 2018 年的 17.02 亿方提升至 2022 年的 40.5 亿方, 年复合增速达到 24.2%。气量提升背景下公司业绩稳步增长, 营业收入从 2017 年的 42.9 亿元增长至 2023 年的 255.4 亿元, 年复合增速 34.6%, 归母净利润从 2017 年的 3.47 亿元增长至 2023 年的 8.29 亿元, 年复合增速 15.6%。

图10. 佛燃能源历年营业收入及增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

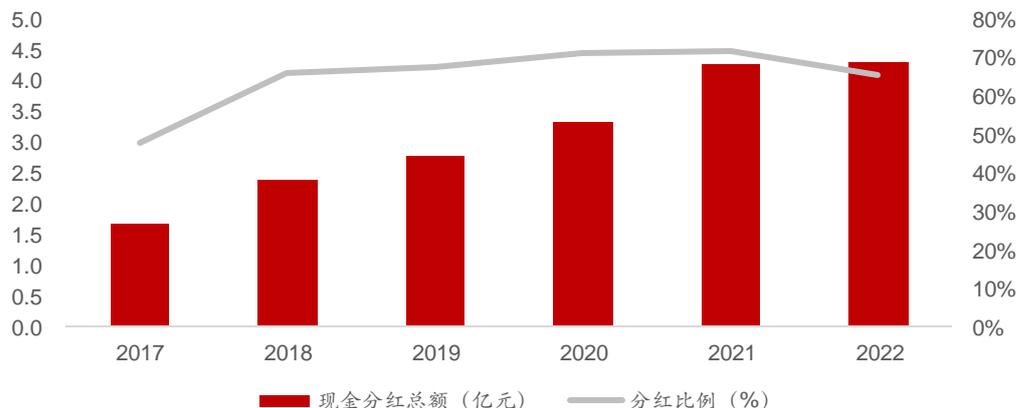
图11. 佛燃能源历年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

公司历年维持较高分红比例, 2018 年以来公司分红比例均维持在 60% 以上, 2022 年公司实现现金分红总额 4.3 亿元, 分红比例达到 65.56%, 按 2024 年 1 月 24 日市值计算股息率为 3.9%。

图12. 佛燃能源历年现金分红总额及分红比例



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

未来公司城燃业务仍有望实现稳健增长，一方面随着佛山市工业煤改气进程加速、电厂用气量提升以及城镇化带来的气量增长，佛山天然气消费量仍有提升空间，根据《佛山市天然气高压输配系统规划（2020-2035）》，目标到 2035 年佛山天然气消费规模目标达到 115-119 亿方/年，预计较 2020 年提升 91.8-95.8 亿方/年，十五年 CAGR 预计为 11.3%-11.5%；另一方面，2023 年以来国内市场化 LNG 中枢下移叠加公司积极签订 LNG 长协，公司有望形成气源成本优化。

从长期看，公司积极布局氢能领域，形成第二增长曲线。公司与天高公司创始人共同出资创立佛燃天高，整合双方资源优势，向氢能压缩机领域拓展。佛燃天高一期产能为 300 台/年，二期产能的提升将通过新购土地自建厂房来实现，未来产能有望达到 1000 台/年。2022 年，公司隔膜压缩机订单总数超过 150 台，总订单金额超过 6500 万元，相较于 2021 年增长高达三倍左右。隔膜压缩机作为加氢站的核心设备之一，随着国内外加氢站数量的不断提升，隔膜压缩机需求有望迎来快速发展。

2023 年公司发布新一期股权激励计划，业绩增长动力充足。根据公司公告，公司于 2023 年 6 月发布限制性股票激励计划，业绩考核期为 2023-2025 年，要求 2023-2025 年公司营业收入分别较 2022 年增长率不低于 25%、50%、72.5%，同时要求每股收益分别不低于 0.75 元/股、0.82 元/股、0.90 元/股，每股分红分别不低于 0.3 元/股、0.31 元/股、0.32 元/股。公司股权激励措施充分，有助于进一步激发团队积极性。

表3: 2023 年公司股票激励计划首次授予的限制性股票解除限售业绩考核要求

	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入较 2022 年增长率	25%	50%	72.5%
营业收入 (亿元)	236.54	283.85	326.42
每股收益 (元/股)	0.75	0.82	0.90
每股分红 (元)	0.3	0.31	0.32
现金分红比例		40%	

资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

### 3. 风险提示

政策推进不及预期、分红不及预期、新项目投产进度不及预期。

## 目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034