



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题

环保公用

2024年1月30日

拥抱高股息，穿越下行周期

环保公用高股息配置策略

证券分析师：郭雪

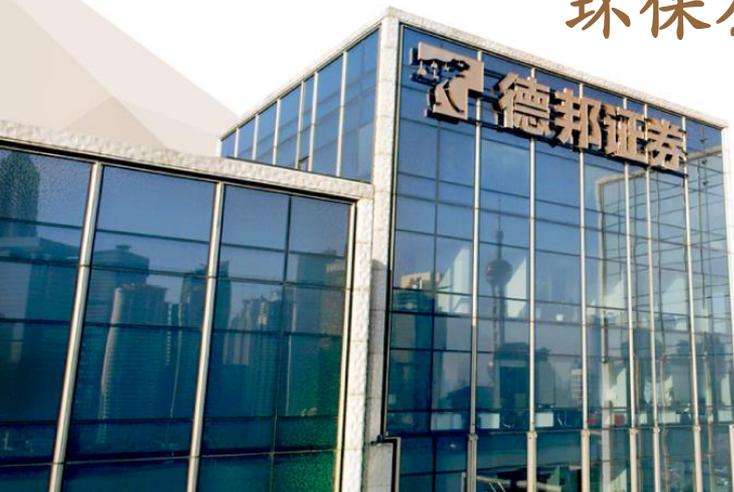
执业编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

研究助理：卢璇

执业编号：S0120122050051

邮箱：luxuan@tebon.com.cn



目录 CONTENTS

- 01 高股息红利资产凸显防御价值
- 02 水电：来水改善，业绩稳步增长
- 03 火电：容量电价出台，盈利能力稳定性提升
- 04 燃气：城燃价差修复，顺价改革持续推进
- 05 水务：水价具备上调空间，关注分红提升潜力
- 06 固废：资本开支高峰已过，龙头具备提升分红潜质
- 07 投资建议
- 08 风险提示

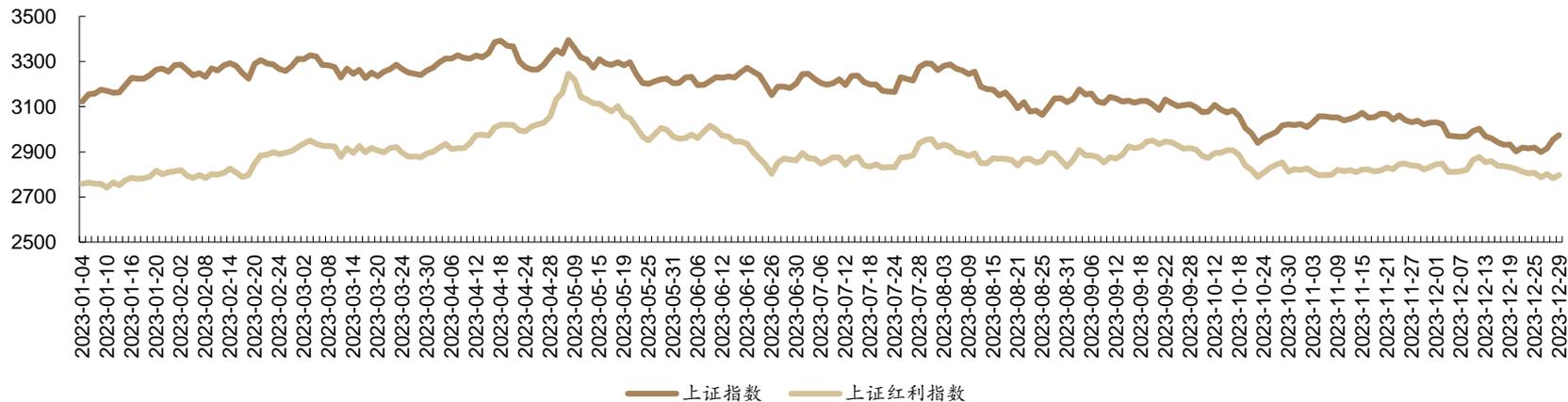
01

高股息红利资产凸显防御价值

经济弱复苏时期，红利指数具备良好防御属性

- 经济弱复苏背景下高股息具备良好防御属性：2023年，上证指数较年初下跌3.7%，沪深300较年初下跌11.4%，上证红利指数上涨2.7%。个股角度看，2023年，上证红利指数50只样本股中，有38只股票实现上涨，其中14只股票涨幅超过30%，高股息资产展现良好配置价值；
- 高股息资产意味着业绩稳健、资本开支减少，现金流情况良好，分红稳定，估值较低，具备较强的抗风险能力。公用事业中水电、燃气，环保板块中水务和垃圾焚烧等均具备以上特征。

2023年上证指数&上证红利指数收盘价



环保公用高股息标的总结

公用事业板块：

- **水电**：水电项目经历长周期和高投入的建设周期后，成本中主要为固定资产折旧，稳定运营阶段现金流充沛，具备保障高分红高股息率能力，具有显著防御价值。近期看，23H2来水改善，四季度发电量同比增长12%，水电板块盈利能力有望持续修复，具有向上弹性。**我们重点推荐：【长江电力】，建议关注【华能水电】。**
- **火电**：各火电公司历史分红水平受原料价格影响有所波动，展望2024，库存高位+煤价位于窄幅区间波动+煤电容量电价出台，火电板块盈利能力有望进一步改善，提升火电板块分红能力。**重点推荐：【华能国际】【穗恒运A】；建议关注：【华电国际】。**
- **燃气**：国际气价中长期或将呈现震荡下行趋势，燃气公司综合采购成本降低；2023年国内表观需求整体处于提振态势，销气量实现恢复性增长；叠加顺价政策持续推进，助力城燃公司毛差修复，燃气行业高分红高股息价值凸显。**建议关注：2023-2025年将分红底线提升至70%的【蓝天燃气】；2023-2025年实施特别派息，且承诺分配现金红利每年增加额不低于0.15元/股的【新奥股份】。**

环保板块：

- **水务**：我国水务基础设施建设完善，当前水价下的水费支出占比远低于用水方能够承受的1.5%下限，水价具有一定的上调空间。建议关注水务行业后续分红提升潜力。**重点推荐：【中原环保】；建议关注：【洪城环境】【重庆水务】【兴蓉环境】。**
- **固废**：截至2022年我国城市垃圾焚烧能力已超80万吨/日，提前完成“十四五”规划，固废治理行业资本开支高峰期已过，进入运营期的项目可实现稳定现金回流，具备较强装备制造能力和广泛项目布局的龙头企业有望依托自身优势横向拓展，提升公司整体固废处理能力，进一步优化资产结构、获得长久稳定收益，垃圾焚烧龙头或将迎来分红率提升。**重点推荐：【旺能环境】；建议关注：【军信股份】。**

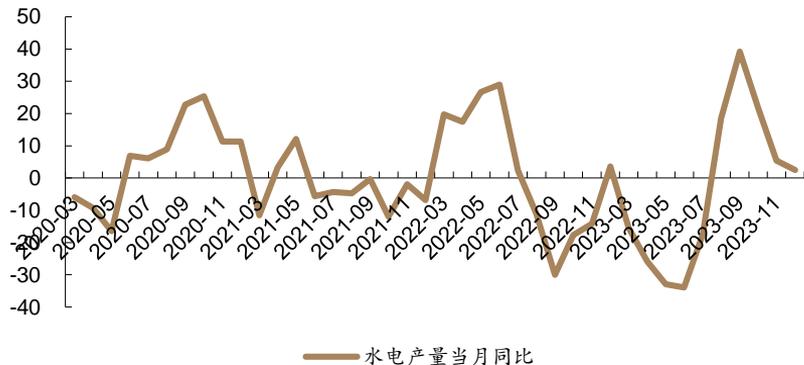
02

水电：来水改善，业绩稳步增长

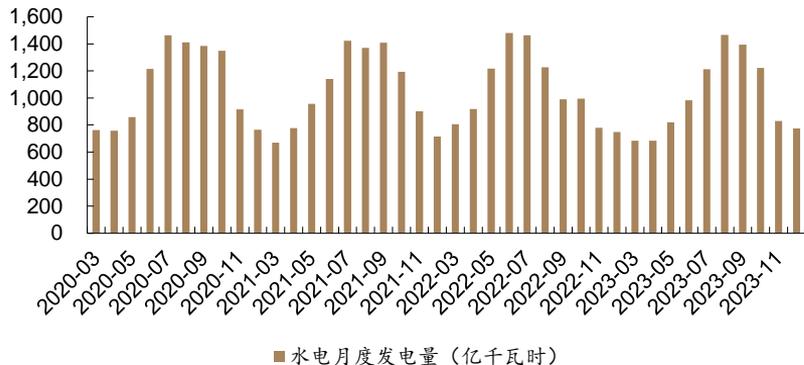
2023Q4水力发电量同比增长12%

► 23H2来水改善+同期低基数，23Q4水电发电量同比+12.2%。2023年，长江上游乌东德水库来水总量约1029.08亿立方米，较上年同期偏枯5.46%；三峡水库来水总量约3428.46亿立方米，较上年同期偏丰0.71%。发电量看，水电发电量自23年8月以来同比持续修复，23Q4发电量为2828亿千瓦时，同比增长12.2%。

我国水电发电量当月同比（%）



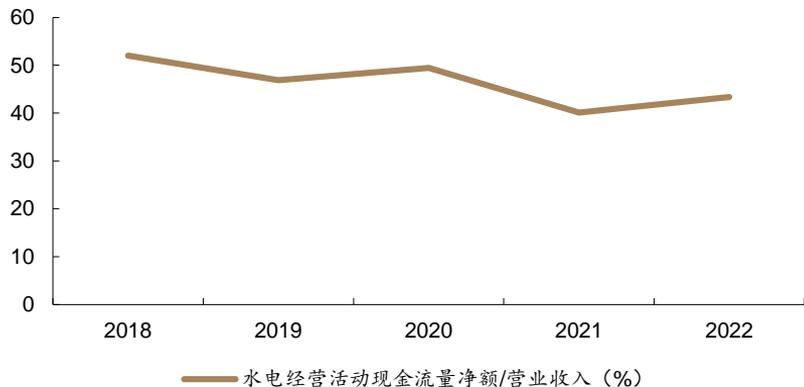
我国水电发电量当月值



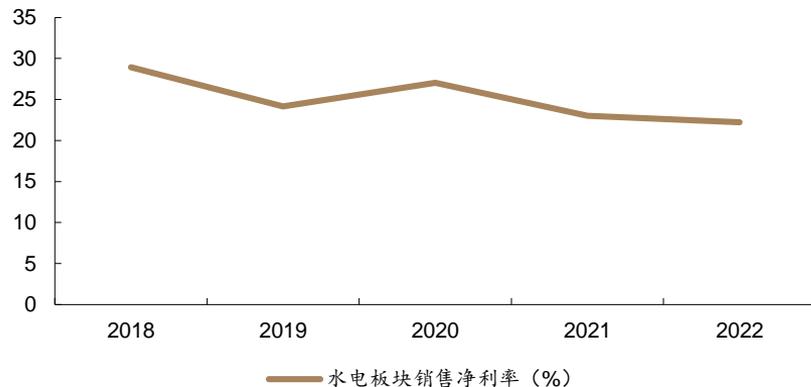
水电盈利稳健，现金流良好

- **水电具备现金奶牛属性：**2018-2022年，水电板块经营活动现金流量净额/营业收入比重均超40%；
- **水电公司稳健盈利：**从近五年水电板块净利率看，净利率整体在20%以上，2021-2022年受到来水偏枯等影响略有下滑；20-22年大型水电机组投产带来存量机组增发效益，预计2023年大水电公司盈利能力将提升。

水电现金流情况良好



水电板块净利率较高



水电主要公司分红情况

水电主要公司近年来分红比例（%）及分红政策梳理

	2018	2019	2020	2021	2022	五年均值	分红政策
长江电力	66.16	69.44	60.53	70.57	94.29	72.2	✓ 2022年6月发布22-24年分红规划：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百分之五十，对2016年至2020年每年度的利润分配按每股不低于0.65元进行现金分红； 对2021年至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。 ✓ 公司章程规定：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百分之五十。对2016年至2020年每年度的利润分配按每股不低于0.65元进行现金分红；对2021至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。
韶能股份	53.51	67.35	25.22	195.26	0.00	68.27	✓ 在公司盈利、无重大投资项目且现金流能够满足公司持续经营的前提下，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%。
桂冠电力	63.56	70.85	68.18	87.45	49.13	67.83	✓ 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%
华能水电	46.6	49.42	59.57	52.42	46.31	50.86	✓ 每年以现金方式分配的利润不少于当年可实现的可供分配利润的 50%
川投能源	36.99	50.79	52.96	57.1	50.76	49.72	✓ 公司在当年盈利、累计未分配利润为正，且现金流满足公司正常经营和长期发展的前提下，应以现金方式分配股利。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）； ✓ 公司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百分之三十。并根据具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策。
国投电力	34.99	35	35.36	50.01	50.25	41.12	✓ 公司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%，且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% 。 ✓ 公司章程：公司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%。并根据具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策。
黔源电力	24.91	34.73	24.78	26.05	30.96	28.29	✓ 公司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%

- 水电年际分红比例较稳定。水电从近五年均值看，**长江电力最高，为72.2%，且近五年均保持60%以上分红**，长江电力2022年6月发布分红规划，其中指出对2021-2025年分红比例不低于70%；
- 韶能股份和桂冠电力近五年均值超65%，韶能股份承诺近三年累计分配利润不低于最近三年实现的年均可分配利润的30%。而桂冠电力则承诺盈利情况下，单一年份分红比例不低于30%。

水电行业股息率梳理

主要水电公司近年来股息率(%)情况

证券代码	证券简称	分类	股息率(%)					五年平均股息率(%)
			2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	
600025.SH	华能水电	水力发电	10.32	7.80	3.59	2.58	2.65	5.39
600900.SH	长江电力	水力发电	4.28	3.70	3.65	3.59	4.06	3.86
600236.SH	桂冠电力	水力发电	4.45	3.89	4.26	2.34	3.47	3.68
600674.SH	川投能源	水力发电	3.46	3.45	3.78	3.20	3.27	3.43
600886.SH	国投电力	水力发电	2.80	2.67	3.24	1.43	2.54	2.53
000791.SZ	甘肃能源	水力发电	2.96	2.72	2.91	0.58	1.14	2.06
000601.SZ	韶能股份	水力发电	4.03	4.51	0.75	0.98	0.00	2.05
002039.SZ	黔源电力	水力发电	2.31	2.26	2.34	0.95	1.97	1.96
000722.SZ	湖南发展	水力发电	0.83	0.74	1.43	1.13	0.00	0.83



03

火电：容量电价出台，盈利能力提升

煤电容量电价机制出台，煤电盈利稳定性提升

- ✓ 11月10日，国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，决定自2024年1月1日起建立煤电容量电价机制，对煤电实行两部制电价政策。
- ✓ 合理确定容量电价水平，煤电盈利获保障。《通知》明确煤电容量电价标准全国统一确定为每年每千瓦330元，同时基于各地煤电机组在电力系统中转型速度的不同，《通知》分别规定了不同比例的容量电价。2024~2025年对云南、四川、河南、重庆、青海、广西、湖南等7个转型速度较快的地区，按照50%容量电价（165元/千瓦）执行；对于其他地区，在2026年以前，则按照30%容量电价水平（100元/千瓦）执行。2026年开始，统一按照不低于50%水平执行。按照100元/千瓦，2022年全国燃煤平均发电利用小时数4594h计算，度电补贴可达0.022元。

省级电网煤电容量电价表(2024-2025年)

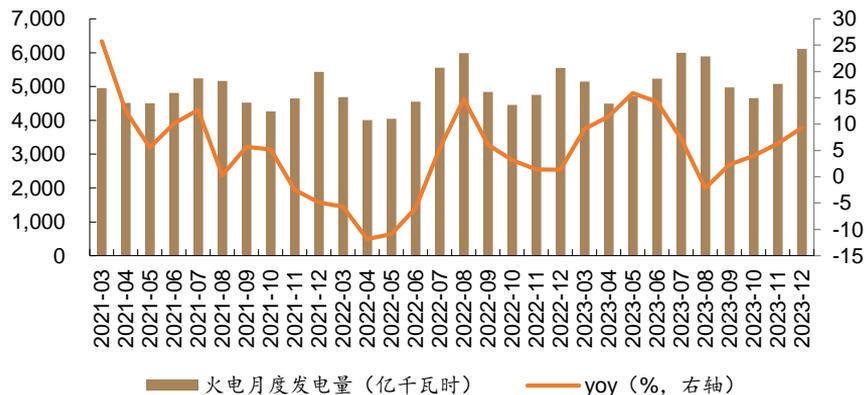
省级电网	容量电价 (元/千瓦·年, 含税)	省级电网	容量电价 (元/千瓦·年, 含税)
北京	100	河南	165
天津	100	湖北	100
冀北	100	湖南	165
河北	100	重庆	165
山西	100	四川	165
山东	100	陕西	100
蒙西	100	新疆	100
蒙东	100	青海	165
辽宁	100	宁夏	100
吉林	100	甘肃	100
黑龙江	100	深圳	100
上海	100	广东	100
江苏	100	云南	165
浙江	100	海南	100
安徽	100	贵州	100
福建	100	广西	165
江西	100		

注：2026年起，云南、四川等煤电转型较快的地方通过容量电价回收煤电固定成本的比例原则上提升至不低于70%，其他地方提升至不低于50%。

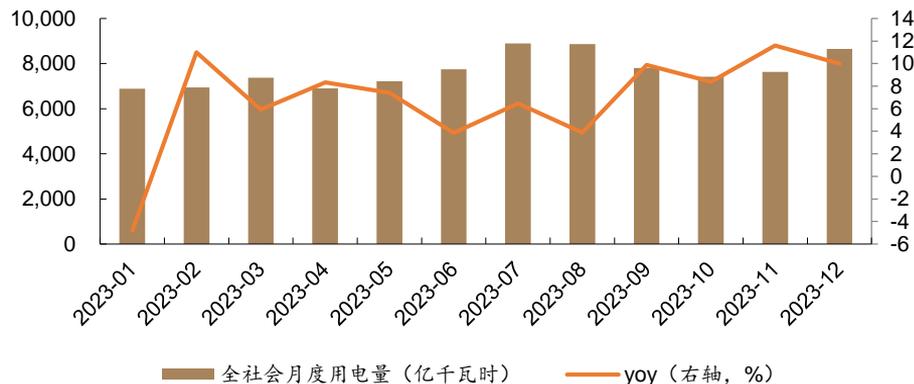
全社会用电量持续增长，火电压舱石重要性凸显

- **2023年全社会用电量增速迅猛**：2023年全社会用电量92241亿千瓦时，同比增长6.7%，其中自9月以来，连续四月用电量同比增速超9%，反映我国经济复苏良好态势，我们认为2024年用电量或将进一步增长；
- 根据国家能源局发布的12月全社会用电量数据：2023年12月，我国规模以上工业火电增速加快，水电、风电、太阳能发电增速回落，核电降幅扩大。其中，火电增长9.3%，增速比11月份加快3.0个百分点，火电压舱石作用依旧显著。

2021-2023.11火电月度发电量及增速



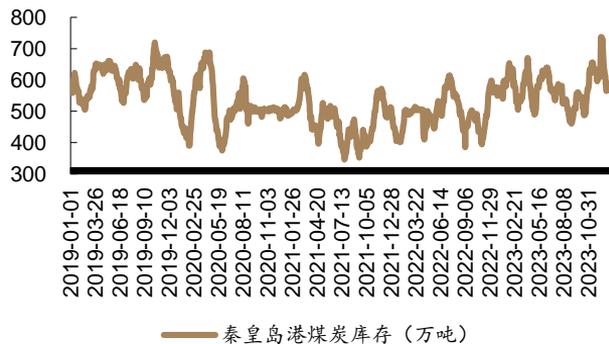
2023年分月全社会用电量及增速



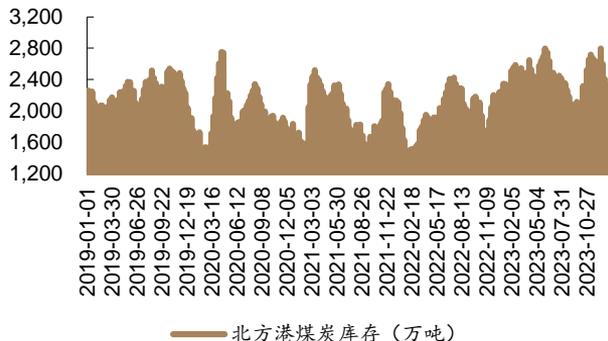
动力煤库存高位，煤价窄幅波动

- ▶ **煤炭库存方面：**截至2024年1月18日，秦皇岛港煤炭库存约540万吨，北方港煤炭库存2240万吨，均较2023年底略有下滑，较2022年同期分别增长32.4%、25.8%，煤炭库存依然处于近年来相对高位。
- ▶ 2023年进入11月后，动力煤价格整体在窄幅区间内波动运行，港口的高库存或将继续对煤价形成压制，叠加2024年来自印尼和澳大利亚等国进口煤将继续维持0关税，综合来看，我们预计后续动力煤价格或继续维持窄幅震荡态势。

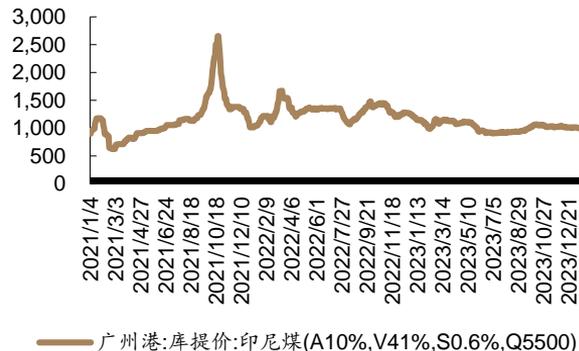
秦皇岛港煤炭库存水平



北方港煤炭库存水平



广州港印尼煤库提价 (元/吨)



盈利弹性较大，各公司分红规划具有差异化

- ✓ 我们梳理了火电相关公司近五年平均分红比例，其中（1）华电国际、江苏国信近五年平均分红比例较高，分别为428%、117%，但由于火电行业盈利的波动性，两家企业近五年分红比例波动较大，其中江苏国信2018-2019/2021年并未实施分红；（2）内蒙华电、广州发展、华能国际、中能股份和京能电力近五年平均分红比例超50%。分红规划方面看，单一年份分红承诺达50%的有华能国际、大唐发电；京能热力对2023-2025年年均现金分红金额为不低于70%。

火电主要公司分红比例（%）情况

	2018	2019	2020	2021	2022	五年均值	分红政策
华电国际	38.4	42.3	59.0	-49.7	2049.4	427.9	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在不影响公司正常经营的基础上，在公司当年实现的净利润为正数、当年末公司累计未分配利润为正数且公司经营活动现金流量为正的情况下，公司应当进行现金分红，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%。 ✓ 根据公司具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策；
江苏国信	0.0	0.0	33.2	0.0	554.2	117.5	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在公司累计未分配利润为正、报告期净利润为正，以及满足公司正常生产经营的资金需求且足额预留法定公积金、任意公积金的情况下，如无重大投资计划或重大现金支出等项发生，公司应当采取现金方式分配股利，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10%，且公司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%； ✓ 根据公司具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策；
内蒙华电	71.2	66.3	96.4	144.3	60.7	87.8	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2021年4月提出未来三年股东回报计划：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）。 ✓ 在满足公司章程规定的现金分红条件的前提下，公司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可供分配平均利润的40%；
华能国际	109.1	125.7	61.9	0.0	0.0	59.3	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司在当年盈利且累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利，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供分配利润的50%
中能股份	49.9	47.3	56.9	59.8	72.6	57.3	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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%
京能电力	60.5	59.2	57.4	0.0	100.0	55.4	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2023年4月提出未来三年股东回报计划：2023-2025年，除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，在满足《公司章程》利润分配政策的同时，年均现金分红金额不低于当年实现可供分配利润的70%。
国电电力	57.4	52.6	27.1	0.0	63.1	40.0	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 满足现金分配的条件下，每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的可供分配利润的30%，且任意三个连续年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于三年实现的年均可分配利润的30%

大唐发电	149.9	112.9	55.4	0.0	-130.8	37.5	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 满足现金分红条件下，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%。且在现金分红时有差异化的分红政策，根据公司具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的分红比例；
宝新能源	47.0	49.3	35.9	13.2	35.6	36.2	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 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10%，且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%； ✓ 根据公司具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策；
浙能电力	60.8	63.5	50.3	0.0	0.0	34.9	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 在满足现金分红条件下，每年以现金方式分配的利润应不少于当年实现的可分配利润的10%（按合并报表口径）；且公司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%（按合并报表口径）； ✓ 根据公司具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策；
建投能源	41.5	33.6	32.9	0.0	52.2	32.0	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司提出2021-2023三年股东回报计划：除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，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30%；根据公司具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策；
粤电力A	66.4	54.9	36.1	0.0	0.0	31.5	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司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10%，且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%。公司进行利润分配时，现金分红在每次利润分配中所占比例最低应达到20%
上海电力	31.2	35.4	32.4	0.0	30.7	25.9	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2021年公司提出2021-2023年股东回报计划：除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采取现金方式分配股利的，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的30%； ✓ 根据公司章程，除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采取现金方式分配股利的，公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的30%。具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分

火电行业股息率情况

主要火电公司近年来股息率(%)情况

证券代码	证券简称	分类	股息率(%)					五年平均股息率(%)
			2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	
600863.SH	内蒙华电	火力发电	4.16	4.58	4.90	2.54	4.70	4.18
600027.SH	华电国际	火力发电	1.39	3.98	7.35	4.67	3.40	4.16
600642.SH	申能股份	火力发电	4.10	3.79	5.36	2.71	2.91	3.78
600023.SH	浙能电力	火力发电	3.81	5.05	6.20	0.00	0.00	3.01
600578.SH	京能电力	火力发电	2.73	3.85	3.97	0.00	3.69	2.85
200539.SZ	粤电力B	火力发电	2.51	5.58	6.12	0.00	0.00	2.84
000531.SZ	穗恒运A	火力发电	4.15	1.46	2.60	1.93	1.13	2.25
601991.SH	大唐发电	火力发电	3.17	2.65	3.81	0.00	1.04	2.13
000690.SZ	宝新能源	火力发电	1.49	3.54	4.11	0.84	0.46	2.09
000027.SZ	深圳能源	火力发电	0.95	0.81	4.27	2.16	2.20	2.08
600098.SH	广州发展	火力发电	1.77	0.76	2.61	1.24	3.60	2.00
000600.SZ	建投能源	火力发电	1.99	2.45	3.03	0.00	0.57	1.61
600795.SH	国电电力	火力发电	1.56	2.14	1.78	0.00	2.34	1.56
600011.SH	华能国际	火力发电	1.36	2.42	4.02	0.00	0.00	1.56
600021.SH	上海电力	火力发电	4.07	1.61	1.54	0.00	0.35	1.52
000539.SZ	粤电力A	火力发电	1.30	2.93	3.09	0.00	0.00	1.46
000966.SZ	长源电力	火力发电	1.71	3.44	1.24	0.00	0.30	1.34
000543.SZ	皖能电力	火力发电	0.92	2.56	1.82	0.00	1.07	1.27
000899.SZ	赣能股份	火力发电	2.74	2.05	1.41	0.00	0.00	1.24

资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

注: 各年股息率基于当年末收盘价计算

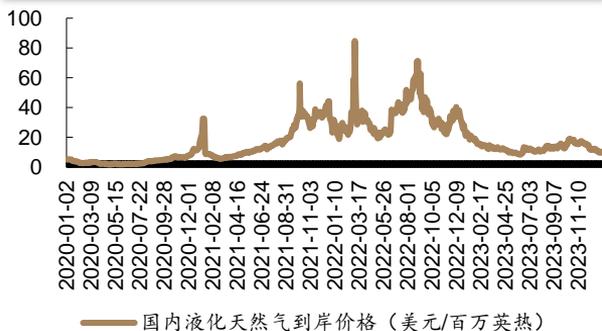
04

燃气：城燃价差修复，顺价改革持续推进

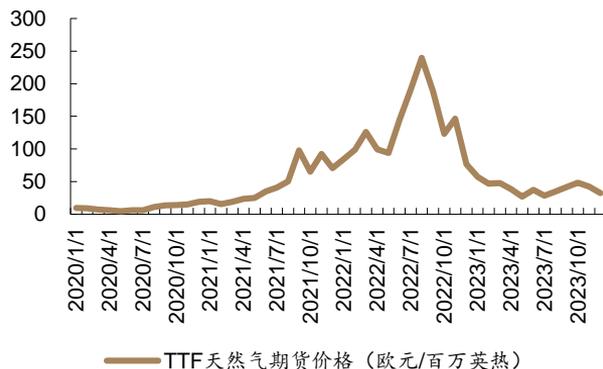
国际气价高位回落，国内天然气表观消费量稳步增长

- 国际气价大幅回落，LNG进口成本降低，促使城燃公司在成本端逐渐下滑。2020年至2023年国内LNG到岸价格波动震荡，整体自2022年上半年达到峰值后高位下滑，2023年以来上游气源供给增加，气价出现大幅回落，在历史相对低位窄幅震荡，城燃公司进口端采购成本降低；
- 荷兰TTF天然气期货价格大幅下降，国内厂商的长协定价有望降低。近年来荷兰TTF天然气价格波动震荡，整体自2022年下半年达到峰值后高位下滑，2023年呈现不断下降的趋势，历史价格处于相对低位，国内城燃公司长协定价有望下行，降低综合购气成本；
- 国内天然气消费量恢复增长，城燃售气量增速有望回升。2023年国内天然气表观消费量较上年同期持续回升，月均同比增长在10%左右，远期看，天然气在双碳目标达成之前作为重要的低碳过渡能源，消费量有望持续增长。

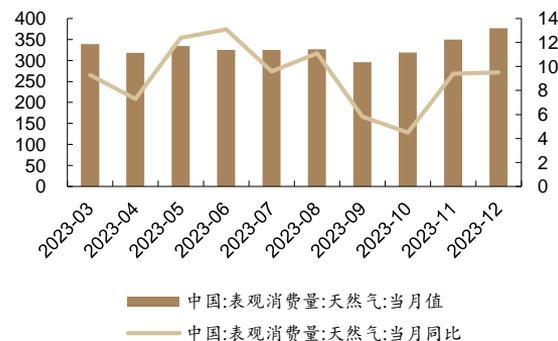
国内LNG到岸价



荷兰TTF天然气期货价格



国内天然气表观消费量 (2023)



城燃顺价改革持续推进

- 我国现行的天然气定价机制为政府管制+市场化定价双轨制。目前我国由政府指导定价向市场定价机制过渡。随着《关于全面深化改革若干重大问题的决定》、《关于推进价格机制改革的若干意见》、《天然气基础设施建设与运营管理办法》等一系列政策的发布，我国天然气定价机制改革逐渐形成了“管住中间、放开两头”的总体思路。
- 我国天然气顺价机制仍需完善，天然气市场化改革任重道远。当前我国天然气上下游价格联动机制仍然不完善，天然气价格高企状况下，工业用户和城燃企业均需承担较大压力。我国天然气定价仍以政府指导为主。鉴于2021年以来高位震荡的天然气价格现状，近期多省市出台了相关价格调节政策，上调居民端和非居民端用气价格，天然气顺价改革进程持续推进。

近期各省市天然气调价文件

地区	文件名	发布时间	主要内容
江苏无锡	《关于调整居民用管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023.8	居民用户第一、二、三档销售价格分别调整为3.02、3.62、4.23元/立方米；执行居民用管道天然气销售价格的非居民用户，管道天然气销售价格调整为3.32元/立方米。
天津市	《关于调整我市城市燃气管网居民天然气销售价格的通知》	2023.8	居民生活一档用气价格由每立方米（下同）2.50元调整至2.79元，二档用气价格由3.00元调整至3.29元，三档用气价格由3.75元调整至4.04元。居民独立采暖用气。一档用气价格由2.40元调整至2.69元，二档用气价格由3.00元调整至3.29元，三档用气价格由3.75元调整至4.04元。执行居民气价的非居民用户用气价格由2.53元调整至2.82元。
山东济南	《关于调整居民用管道天然气销售价格的通知》	2023.7	启动居民用天然气价格上下游联动机制，调整居民用管道天然气销售价格。每立方米上调0.2元，新规9月1日起执行
江苏南京	《关于调整居民用管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023.6	自2023年7月1日起，调整居民用管道天然气销售价格。居民用气第一、二、三档销售价格分别调整为3.03元/立方米、3.64元/立方米、4.24元/立方米，分别上调0.30元/立方米、0.36元/立方米、0.42元/立方米；执行居民用管道天然气销售价格的学校等非居民用户，销售价格按第一、二档气价平均水平执行，销售价格调整为3.34元/立方米，上调0.33元/立方米。
内蒙古	《内蒙古自治区发展和改革委员会关于调整居民和非居民用管道天然气销售价格的通知》（内发改价费字[2023]435号）	2023.3	根据中石油天然气销售内蒙古分公司《调整方案》规定，2023年4月1日-2024年3月31日我区居民用天然气门站在基准门站价格的基础上上浮15%，即天然气经营企业购气价格增加0.192元/立方米。为及时疏导天然气价格矛盾，根据居民用天然气价格动态调整机制，居民用天然气终端销售价格也应上调0.192元/立方米。
广东化州	《关于调整化州中燃城市燃气发展有限公司管道天然气销售价格有关问题的通知》	2023.3	居民用气销售价格暂不作调整；决定对非居民管道天然气销售价格进行调整，学校、社会福利机构等非居民用户用气价格执行居民用气第一、第二档价格的平均价4.69元/立方米。居民以外其他用户（工业、商业、公建等）管道天然气计量价格由现行价格5.97元/立方米上调为6.31元/立方米。
山东省	《关于完善城镇配气价格监管的实施意见（征求意见稿）》	2023.2	配气价格按照“准许成本+合理收益”的原则核定，即通过核定城镇燃气企业的准许成本，监管准许收益，考虑税收等因素确定年度准许总收入，核定配气价格。年度准许总收入由准许成本、准许收益以及税费之和扣减其他业务收支净额确定，即： 准许总收入=准许成本+准许收益+税费之和-其他业务收支净额。
天津	《天津市“十四五”扩大内需战略实施方案》	2023.2	完善绿色电力交易机制，推动跨省（区）绿电交易。健全要素市场化交易平台，完善电力市场化交易机制；深化天然气市场化改革，推动设立石油天然气交易中心。

燃气行业分红情况梳理

- ▶ **行业高分红特征显著。**从近年分红比例均值来看，东方环宇、蓝天燃气、佛燃能源、陕天然气均超65%；
- ▶ 新奥股份2023年8月发布新分红方案：未来三年分配现金红利每年增加额不低于0.15元/股，此外，23年12月公司公告将出售煤炭资产取得的投资收益进行特别派息，2023年-2025年每股现金分红0.25元、0.22元、0.18元（均含税）。
- ▶ 蓝天燃气2023年提出：将2023-2025年分红比例底线从30%提升至70%。

燃气主要公司分红比例（%）情况及分红政策

		2018	2019	2020	2021	2022	均值	分红政策
603706.SH	东方环宇	59.65	63.58	108.70	97.24	96.70	85.17	根据公司后续发展实际情况分别分红底线为20%/40%/80%
605368.SH	蓝天燃气	0.00	0.00	69.51	54.97	83.55	69.34	2023.11月公告：2023-2025年分红比例底线提升至70%
002911.SZ	佛燃能源	66.03	67.56	71.11	71.52	65.56	68.36	2022年提出，如无重大投资计划或重大现金支出发生，公司每年以现金方式分配的利润不少于当年度实现的可分配利润的30%。
002267.SZ	陕天然气	27.84	49.76	62.38	79.20	108.26	65.49	2023年提出：每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的10%，任意三个连续会计年度内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%
605169.SH	洪通燃气	0.00	0.00	77.60	51.98	35.21	54.93	2023年提出：单一年度以现金方式分配的利润不少于当年度实现的可分配利润的10%
603053.SH	成都燃气	0.00	48.17	53.13	54.56	54.25	52.53	2023年提出：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百分之二十
601139.SH	深圳燃气	41.86	48.95	45.72	34.00	30.60	40.22	2022年提出三年分红规划：2023-2025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25%
603393.SH	新天然气	47.82	42.42	52.25	22.60	27.46	38.51	公司每年至少进行一次利润分配，每连续三年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%
600803.SH	新奥股份	19.25	21.11	25.65	21.29	26.99	22.86	2023年8月提出差异化分红方案：2023-2025年每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的10%，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%；分配现金红利每年增加额不低于0.15元/股（含税）；公司公告将出售煤炭资产取得的投资收益进行特别派息，2023年-2025年每股现金分红0.25元、0.22元、0.18元（均含税）。

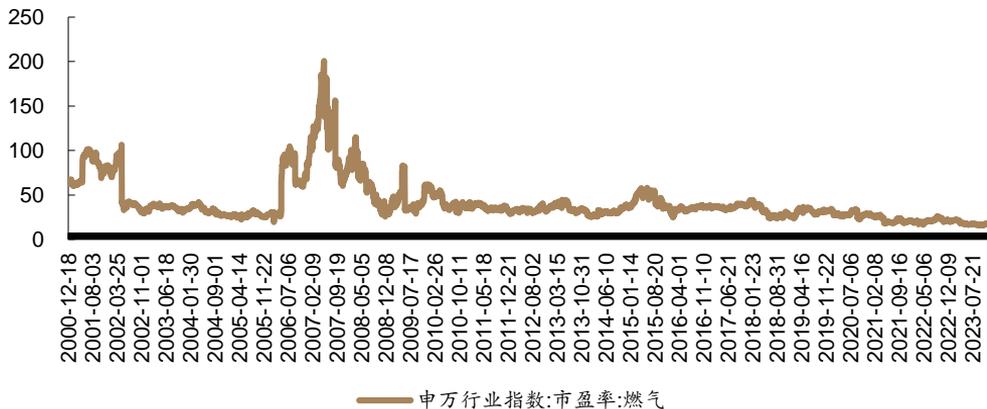
资料来源：wind，各公司公告，各公司章程，德邦研究所

注：蓝天燃气&洪通燃气均值计算基于2020-2022年数据；成都燃气基于2019-2022年数据

燃气行业市盈率

- **燃气行业市盈率位于历史较低水平：**燃气板块市盈率自2006-2007年上升达到峰值后高位下滑，2023年平均值仅为18X，较2007年115X的均值出现大幅回落，处于2007年后历史较低水平。
- **分个股看：**截止2023.12.31，新奥股份/蓝天燃气/陕天然气市盈率LYR分别为8.92X/12.6X/13.23X。

申万燃气板块2000年至今市盈率变化



燃气行业股息率情况

主要燃气公司近年来股息率(%)情况

证券代码	证券简称	分类	股息率(%)					五年平均股息率(%)
			2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	
600681.SH	百川能源	燃气	4.22	6.25	6.51	7.78	7.03	6.36
834014.BJ	特瑞斯	燃气	1.51	7.61	22.44	1.06	1.47	6.82
831010.BJ	凯添燃气	燃气	12.00	6.00	6.96	0.00	5.29	6.05
002911.SZ	佛燃能源	燃气	2.55	3.24	3.32	4.02	3.75	3.38
002267.SZ	陕天然气	燃气	1.35	2.79	3.09	4.07	8.32	3.93
603706.SH	东方环宇	燃气	1.30	2.25	3.68	5.41	5.08	3.54
605368.SH	蓝天燃气	燃气	0.00	0.00	0.00	3.46	8.10	3.85
601139.SH	深圳燃气	燃气	2.79	2.30	2.90	1.81	1.99	2.36
603393.SH	新天然气	燃气	3.28	2.88	2.54	2.23	2.76	2.74
605169.SH	洪通燃气	燃气	0.00	0.00	2.38	2.97	1.81	2.38
603689.SH	皖天然气	燃气	1.51	1.88	1.53	1.81	2.54	1.86
603053.SH	成都燃气	燃气	0.00	1.26	1.98	2.89	3.28	2.35
600635.SH	大众公用	燃气	1.28	1.22	1.33	1.32	1.01	1.23
600917.SH	重庆燃气	燃气	1.12	1.17	1.24	1.76	1.62	1.38
600803.SH	新奥股份	燃气	2.11	1.97	1.40	1.67	3.17	2.07
603080.SH	新疆火炬	燃气	0.00	0.37	1.62	2.10	1.51	1.40

资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

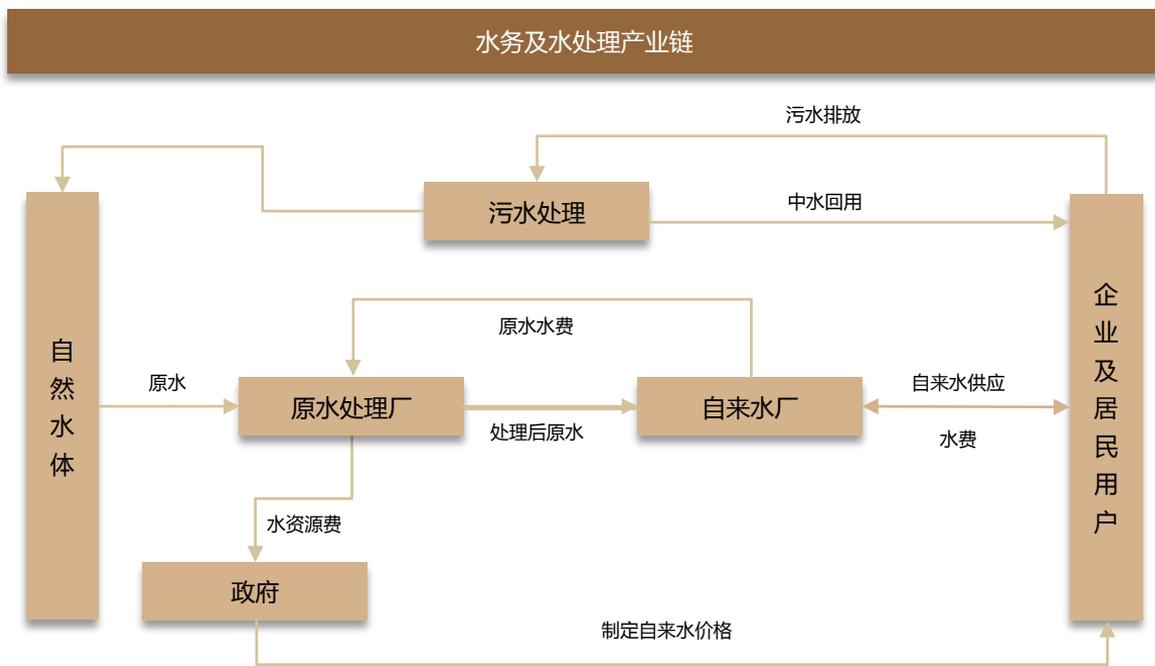
注：各年股息率基于当年末收盘价计算，蓝天燃气、洪通燃气、成都燃气、新疆火炬股息率计算基于上市以来数值

05

水务：水价具备上调空间，关注分红提升潜力

水务行业全景

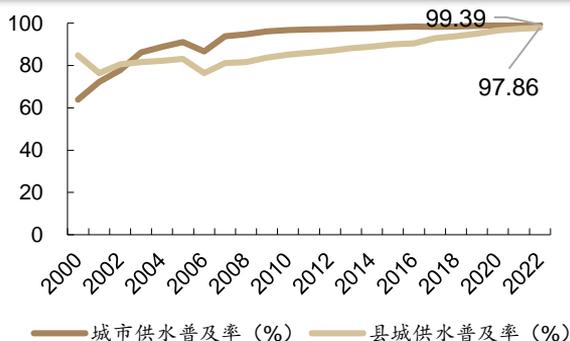
- 根据水的流转路径，水务产业链可以分为：原水生产和供应、自来水生产和供应、自来水销售、污水处理（排水）、再生水（中水）生产和销售；
- 水务行业主要特征：（1）区域经营垄断性强；（2）市场化程度较低；（3）资本开支高峰期后长期发展相对稳定。



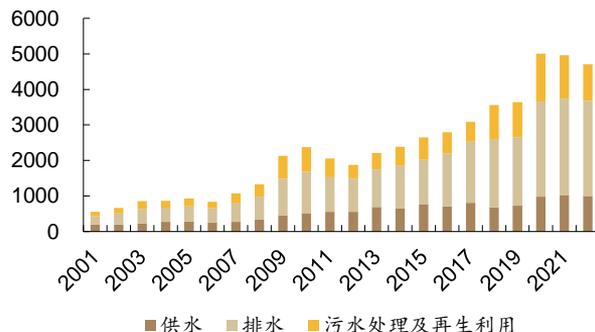
水务行业基础设施基本完善，供水普及率接近100%

- ▶ 水务基础设施基本完善，2022年我国水务固定资产投资规模达4707亿元，其中供水投资1003亿元，占比21%；排水投资2677亿元，占比57%；污水及再生处理投资1028亿元，占比22%。
- ▶ 供水普及率接近100%，2022年，我国城市供水普及率为99.39%，县城供水普及率为97.86%，供水行业已进入成熟期。

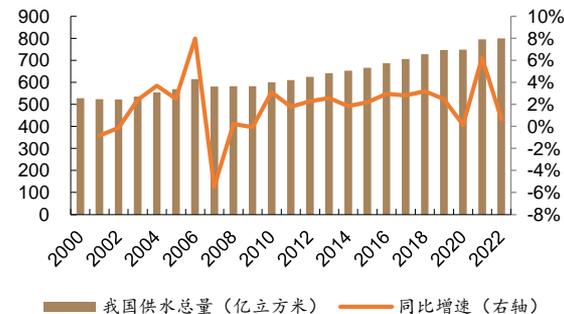
我国城市&县城供水普及率接近100%



全国水务行业投资额 (亿元)



全国供水总量



水务行业定价

➤ 根据水利部发展研究中心官网，我国水务行业定价由：城镇居民生活阶梯水价主要由自来水单价、污水处理费、水资源费(税)、附加费/基金等构成。

- ① **自来水单价**：主要考虑自来水管厂的供水成本、运行管理费、利润和税金等；
- ② **污水处理费**：是城市污水集中处理设施按照规定向排污者提供污水处理的有偿服务而收取的费用，以保证污水集中处理设施的正常运行；
- ③ **水资源费(税)**：是对授予申请取水户水资源的使用权，依据水资源有偿使用的相关法规规定向取水户收取的费(税)，目前全国除河北、北京、天津、山西、内蒙古、山东、河南、四川、陕西、宁夏等10个试点省份征收水资源税外，其余各地均征收水资源费；
- ④ **附加费/基金**：主要包括生活垃圾处理费、水厂建设费、地方专项费等，根据各地项目构成不同，收费也不同，主要用于地方重点水利建设投资、城市公共事务等。

我国36个重点城市水价现状

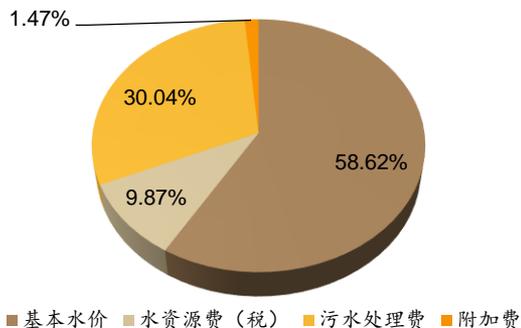
序号	城市	基本水价		水资源费(税)		污水处理费		附加费/基金	
		单价/ 元·m ⁻³	占比/%						
1	北京	2.07	41.40	1.57	31.40	1.36	27.20	-	-
2	天津	2.61	53.27	1.39	28.17	0.90	18.37	-	-
3	石家庄	3.88	74.19	0.40	7.65	0.95	18.16	-	-
4	长春	3.40	74.73	0.20	4.40	0.95	20.88	-	-
5	郑州	3.10	70.45	0.35	7.95	0.95	21.59	-	-
6	济南	2.80	66.67	0.40	9.52	1.00	23.81	-	-
7	西安	2.45	64.47	0.40	10.53	0.95	25.00	-	-
8	重庆	2.40	68.57	0.10	2.86	1.00	28.57	-	-
9	昆明	3.05	72.62	0.15	3.57	1.00	23.81	-	-
10	上海	2.17	53.06	0.10	2.44	1.82	44.50	-	-
11	呼和浩特	2.35	69.12	0.10	2.94	0.95	27.94	-	-
12	银川	2.40	72.51	0.15	4.53	0.76	22.96	-	-
13	哈尔滨	2.40	65.67	0.20	5.97	0.95	28.36	-	-
14	沈阳	2.15	65.15	0.20	6.06	0.95	28.79	-	-
15	福州	2.30	68.66	0.10	2.99	0.95	28.36	-	-
16	南京	1.69	55.59	0.20	6.58	1.15	37.83	-	-
17	成都	1.28	42.24	0.80	26.40	0.95	31.15	-	-
18	南昌	1.23	41.28	0.80	26.85	0.95	31.88	-	-
19	广州	1.78	60.75	0.20	6.83	0.95	32.42	-	-
20	杭州	1.70	58.62	0.20	6.90	1.00	34.48	-	-
21	合肥	1.30	41.27	0.60	19.05	0.95	30.16	0.3	9.52
22	贵阳	1.22	43.26	0.60	21.28	1.00	35.46	-	-
23	太原	1.30	46.43	1.00	35.71	0.50	17.86	-	-
24	兰州	1.55	57.41	0.20	7.41	0.95	35.19	-	-
25	南宁	1.49	55.39	0.06	2.23	1.14	42.38	-	-
26	长沙	1.53	53.13	0.10	3.47	0.95	32.99	0.30	10.42
27	海口	2.05	65.71	0.10	3.20	0.95	30.45	0.02	0.64
28	武汉	1.27	51.42	0.10	4.05	1.10	44.53	-	-
29	拉萨	1.04	44.44	0.50	21.37	0.80	34.19	-	-
30	乌鲁木齐	1.10	34.38	0.60	18.75	0.95	29.69	0.55	17.19
31	名字	1.60	56.74	0.12	4.25	1.10	39.01	-	-
32	保额	1.94	55.75	0.20	5.75	0.81	23.28	0.53	15.23
33	青岛	2.10	60.00	0.40	11.43	1.00	28.57	-	-
34	宁波	2.20	64.71	0.20	5.88	1.00	29.41	-	-
35	大连	2.10	64.62	0.20	6.15	0.95	29.23	-	-
36	厦门	2.10	65.63	0.10	3.13	1.00	31.25	-	-

注：现状数据截止2021年底

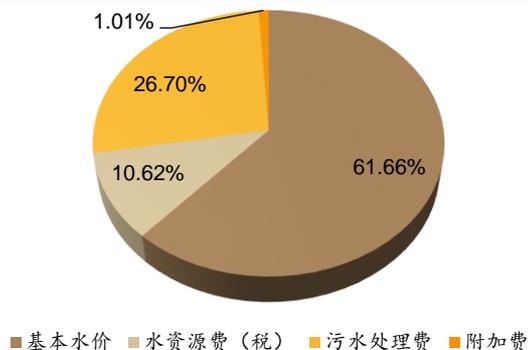
我国水价具有上调空间

- ▶ 根据水利部发展研究中心官网，我国基本水价占第一阶梯终端水价的比例介于34.38%~74.74%，平均占比58.62%。水资源费(税)占第一阶梯终端水价的比例介于2.23%~35.71%，平均占比9.87%，其中占比低于10%的城市有25个，约占统计城市数的2/3。
- ▶ 按照我国城镇居民生活第一阶梯水价标准，2020年我国36个重点城市水费支出占可支配收入比例介于0.21%~0.67%之间。《水利建设项目经济评价规范》(SL72—2013)规定，**城市居民人均水费支出占可支配收入比例在1.5%~3%以内时，为用水户可接受范围**。当前，我国36个重点城市水费支出占比均远低于1.5%，表明当前水价水平远低于用水户承受范围下限，水价具有一定的上调空间。
- ▶ 2021年，国家发展改革委、住房城乡建设部颁布施行《城镇供水价格管理办法》《城镇供水定价成本监审办法》，以“准许成本+合理收益”为核心思路，进一步完善城镇供水价格形成机制。

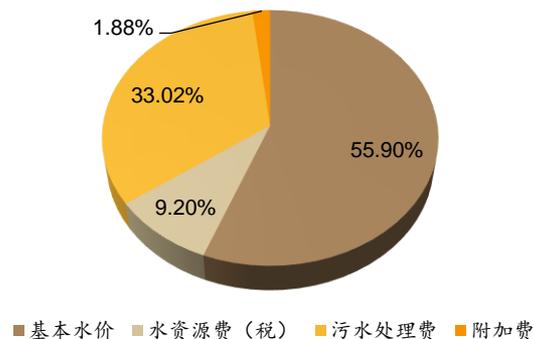
36个重点城市2021年第一阶梯终端水价构成情况（平均）



36个重点城市2021年第一阶梯终端水价构成情况（北方）



36个重点城市2021年第一阶梯终端水价构成情况（南方）

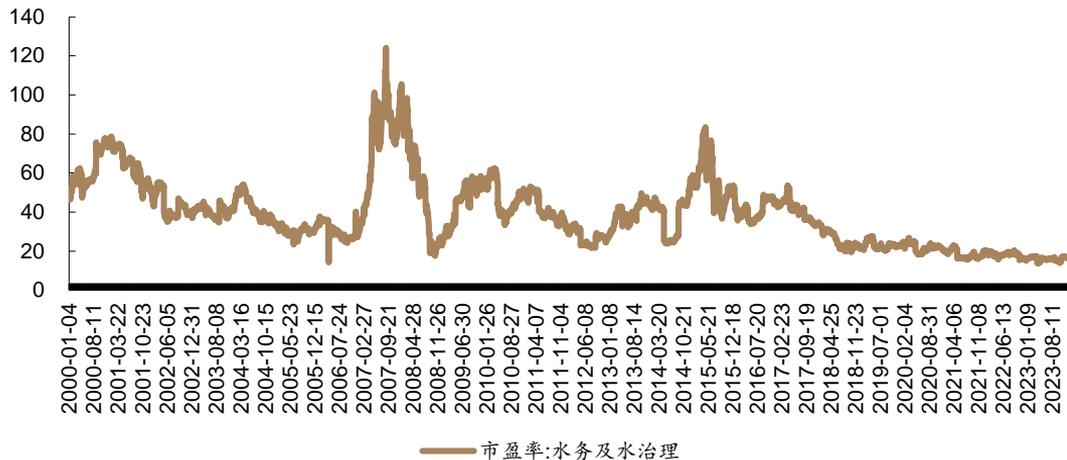


水务估值分析

➤ 水务行业市盈率位于历史最低值：水务及水治理板块市盈率自2014-2015年上升期后持续下滑，2023年平均值仅为16X，较2015年57X均值大幅回落，估值为2015年以来最低。

➤ **分个股看**：截至2023.12.31，重庆水务/兴蓉环境/洪城环境/中原环保市盈率LYR分别为14.3X/10.5X/10.6X/15.8X。

申万水务及水治理板块2000年至今市盈率变化



水务主要公司分红情况

- ▶ 行业进入成熟期，具备低估值+高分红特征。从近五年分红比例均值看，重庆水务、洪城环境均超过50%；股息率方面，重庆水务/洪城环境五年平均股息率达4.46%/3.9%；
- ▶ 重庆水务2023年提出未来三年分红规划：每年以现金形式分配的股利不少于当年可分配利润总额的60%；
- ▶ 我们认为，随着水务行业进入成熟运营期，资本开支趋于平稳+现金流稳定，具备良好投资价值。

水务主要公司分红比例（%）情况及分红政策

	2018	2019	2020	2021	2022	五年均值	分红政策
重庆水务	94.55	74.09	69.01	59.38	67.89	72.98	✓ 公司2023年7月提出未来三年分红规划：在符合公司利润分配原则的前提下，公司每年以现金方式分配的股利应当不少于当年实现的可供股东分配利润额的 60% 。分配股票股利时，每10股股票分得的股票股利不少于1股。 ✓ 公司章程：在公司当年盈利且合并报表和母公司累计未分配利润均为正数的前提下，公司应每年度至少分红一次。根据公司的当期盈利规模、现金流状况、公司资金需求状况等实际情况，公司董事会可以提议公司进行中期利润分配。在符合公司利润分配原则的前提下，公司每年以现金方式分配的股利应当不少于当年实现的可供股东分配利润额的 60% 。
洪城环境	39.95	50.43	60.12	63.37	50.18	52.81	✓ 公司提出2021-2023 股东回报规划：公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司股东净利润的 50% ； ✓ 公司章程规定：公司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% ，并根据具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策。
中原环保	58.81	52.45	49.12	47.90	34.11	48.48	✓ 公司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% 。并根据具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策。
首创环保	63.22	47.46	34.95	32.09	30.26	41.60	✓ 公司每年以现金方式分配的利润不少于当年可供股东分配利润的 30% 。
江南水务	33.60	31.86	30.66	30.45	30.02	31.32	✓ 公司提出2022-2024 年股东回报规划：公司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% ； ✓ 公司章程：除特殊情况外，公司每年以现金方式分配的利润不得少于公司当年实现的母公司可供分配利润的 10% 。
中山公用	29.87	35.24	30.04	30.19	30.12	31.09	✓ 公司每年的分红比例不低于当年可分配利润的 30% ，公司每年现金分红比例不低于每年可分配利润的 20% ；公司经营活动现金流量连续两年为负数时，不得进行高比例分红。
兴蓉环境	19.93	24.71	22.86	20.38	20.67	21.71	✓ 如无重大投资计划或重大现金支出事项（募集资金投资项目除外）发生，公司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% 。并根据具体发展阶段和资本开支计划，分别设定了20%/40%/80%的差异化分红政策

水务行业股息率梳理

主要水务公司近年来股息率(%)情况

证券代码	证券简称	分类	股息率(%)					平均股息率(%)
			2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	
600461.SH	洪城环境	水务及水治理	3.09	4.36	6.23	6.13	6.24	5.21
601158.SH	重庆水务	水务及水治理	5.04	4.59	4.98	4.01	5.26	4.78
000544.SZ	中原环保	水务及水治理	4.93	3.99	3.57	3.91	2.37	3.75
000685.SZ	中山公用	水务及水治理	1.99	3.03	3.37	3.39	3.13	2.98
600008.SH	首创环保	水务及水治理	2.33	2.43	2.47	2.93	4.59	2.95
688096.SH	京源环保	水务及水治理	0.00	0.00	2.11	2.77	1.24	2.04
000598.SZ	兴蓉环境	水务及水治理	1.64	1.94	2.08	1.61	2.29	1.91
600874.SH	创业环保	水务及水治理	1.28	1.49	1.77	2.07	2.36	1.80
601199.SH	江南水务	水务及水治理	1.97	2.11	2.05	1.41	1.34	1.78
002573.SZ	清新环境	水务及水治理	1.39	2.33	1.86	1.37	1.80	1.75
300388.SZ	节能国祯	水务及水治理	1.33	1.14	1.34	1.53	2.91	1.65
601368.SH	绿城水务	水务及水治理	1.97	1.54	1.70	1.90	1.06	1.63
603797.SH	联泰环保	水务及水治理	0.86	1.47	0.00	5.73	0.00	1.61
605081.SH	太和水	水务及水治理	0.00	0.00	0.00	2.90	0.00	1.45
600168.SH	武汉控股	水务及水治理	2.07	1.58	1.57	2.47	0.00	1.35
300664.SZ	鹏鹞环保	水务及水治理	0.29	0.50	0.87	0.96	3.00	1.12
603903.SH	中持股份	水务及水治理	0.45	0.55	0.64	1.71	2.10	1.09

资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

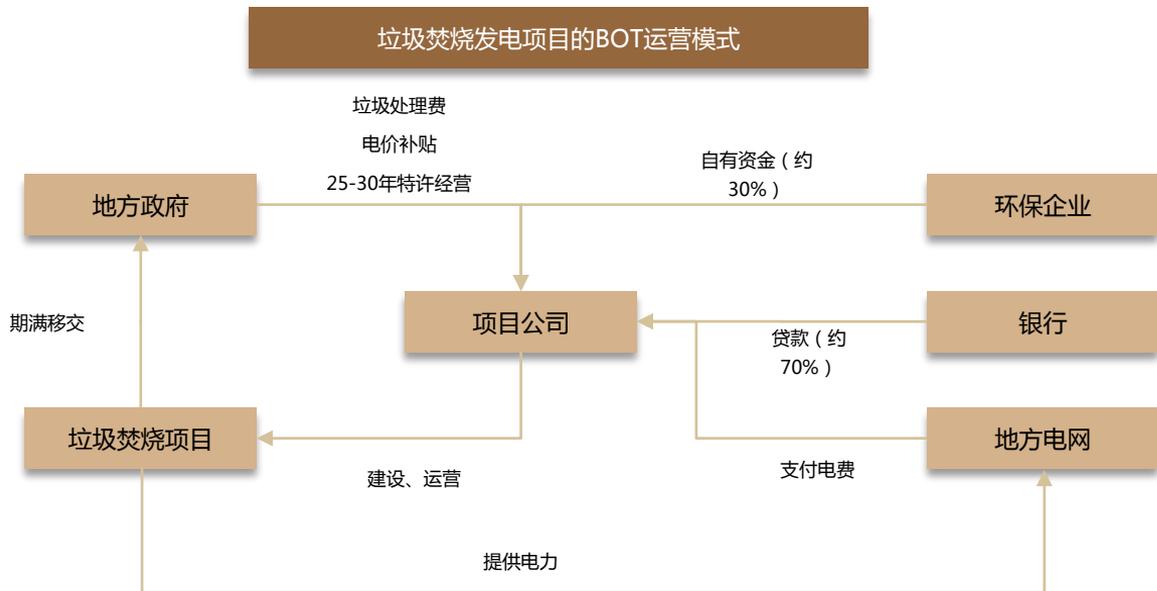
注: 各年股息率基于当年末收盘价计算, 太和水/京源环保/德林海/复洁环保/三达膜上市时间于2018年以后, 平均股息率计算基于上市后数据

06

固废：资本开支高峰已过，龙头具备提升分红潜质

垃圾焚烧产业链

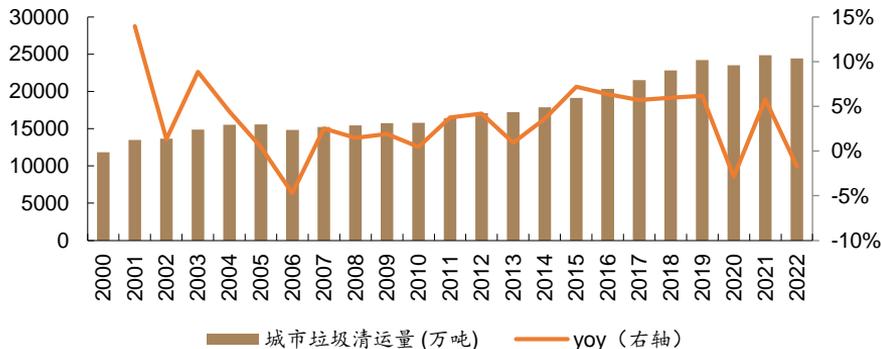
► **从产业链来看：**我国垃圾焚烧发电行业的上游行业主要包括垃圾清运、垃圾发电项目设计建造、垃圾焚烧设备制造等；下游行业主要包括电网公司。垃圾焚烧发电企业向地方政府提供垃圾焚烧处理服务，并收取垃圾处置费；在垃圾焚烧处理过程中利用余热进行发电，向电网公司提供电力，并获得发电收入。



城市垃圾处理行业进入稳定期

- ▶ **城市垃圾清运量增速放缓。**2019-2022年，我国城市垃圾清运量约为2.4亿吨，增速较“十二五”和“十三五”初期明显放缓。
- ▶ **垃圾焚烧能力提前完成十四五目标。**根据住建部《2022年中国城市建设状况公报》，2022年，全国城市生活垃圾无害化处理率99.90%，比上年增加0.02个pct；生活垃圾无害化处理能力110.94万吨/日，同比增长4.95%，其中，焚烧处理能力占比为72.53%，为80.46万吨，已提前完成《“十四五”新型城镇化实施方案》中提出的到2025年城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨的目标。
- ▶ 总体看，我国垃圾焚烧产能投入高峰已过，后续资本开支缩减有望带来现金流持续改善，具备较强装备制造能力和广泛项目布局的龙头企业有望依托自身优势横向拓展，提升公司整体固废处理能力，进一步优化资产结构、获得长久稳定收益，垃圾焚烧龙头或将迎来分红率提升。

我国城市垃圾清运量近年来保持稳定



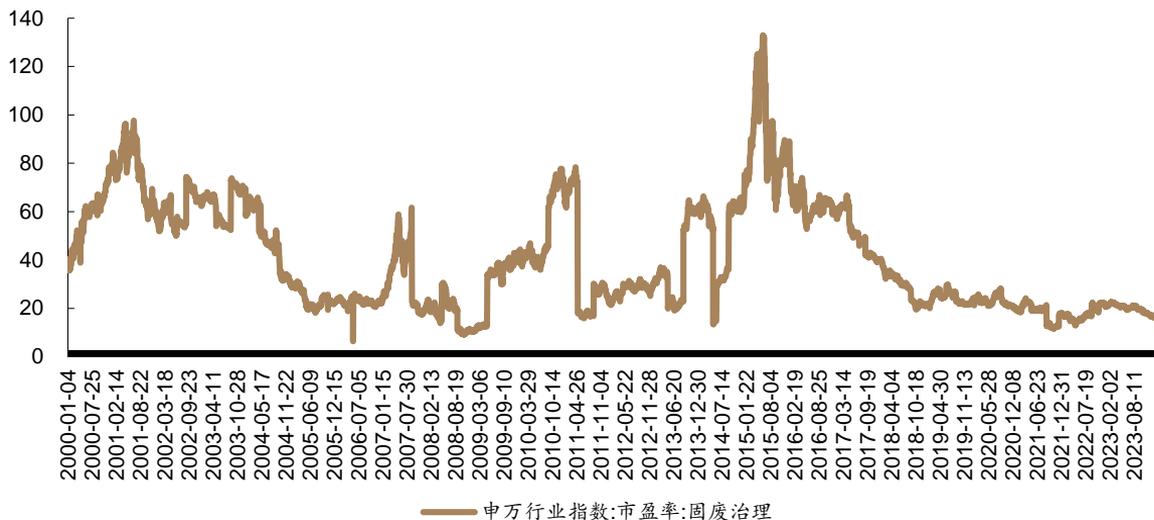
全国城市生活垃圾无害化处理能力（万吨/日）及同比（右轴）



固废治理板块市盈率

- **固废板块：**市盈率自2014-2016年上升达到峰值后高位下滑，2023年平均值仅为20X，较2015年时90X的均值大幅回落，处于2015年后历史低位。
- **分个股看：**截止2023.12.31，城发环境/旺能环境/绿色动力/军信股份市盈率LYR分别为6.9X/9.1X/12.4X/13.9X。

固废治理板块市盈率



固废治理行业分红政策梳理

固废治理主要公司分红比例（%）情况及分红政策

- ✓ 我们梳理了固废治理相关公司近年平均分红比例，其中（1）军信股份上市以来平均分红比例较高，2022年达79.15%，两年均值为51.4%；（2）绿色动力、三峰环境平均分红比例超32%。
- ✓ 分红规划方面看，大部分公司按照“现金分红比例不低于10%，累计三年不低于30%”规划分红。东江环保、浙富控股为每年不低于20%，三年累计不低于30%。
- ✓ 瀚蓝环境2024年1月发布公告称，控股股东南控集团提议：以实施2023年度分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每股派发现金红利金额（含税）比2022年度提升不低于100%，即每股派发现金红利不低于0.44元（含税）。

		2018	2019	2020	2021	2022	均值	分红政策
301109.SZ	军信股份	0.00	0.00	0.00	23.65	79.15	51.40	每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的10%，且最近3年以现金方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%。
601330.SH	绿色动力	42.57	27.91	55.36	19.97	22.45	33.65	每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的10%，且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%。
601827.SH	三峰环境	0.00	0.00	34.92	30.09	32.70	32.57	原则上公司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百分之三十。
002672.SZ	东江环保	30.18	31.11	31.90	30.08	0.00	24.66	公司发布2024年-2026年股东回报规划：每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的20%，且任何三个连续年度内，公司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%。
603568.SH	伟明环保	30.67	30.75	30.28	11.03	15.47	23.64	公司每年以现金方式分配的利润不少于当年度实现的可供分配利润的10%。公司在实施上述现金分红的同时，可以派发股票股利。
002034.SZ	旺能环境	13.60	10.23	40.35	19.88	29.75	22.76	公司发布未来三年（2024年-2026年）股东回报规划：在符合利润分配原则、保证公司正常经营和长远发展的前提下，在满足现金分红条件时，公司连续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%。
300815.SZ	玉禾田	0.00	10.04	24.56	15.00	38.30	21.98	公司发布未来三年（2024年-2026年）股东回报规划：以现金方式分配的利润在满足利润分配的前提下，不少于当年实现的可分配利润的10%。
600323.SH	瀚蓝环境	17.50	18.47	16.96	15.42	15.65	16.80	2023年利润分配预案：以实施2023年度分配方案时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每股派发现金红利金额（含税）比2022年度提升不低于100%，即每股派发现金红利不低于0.44元（含税）。原则上，公司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%。
002266.SZ	浙富控股	18.01	0.00	19.69	18.50	21.35	15.51	每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的20%，且任何三个连续年度内，公司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%。
000885.SZ	城发环境	19.60	10.02	10.04	10.00	10.03	11.94	每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的10%。
603588.SH	高能环境	10.33	12.71	10.34	10.27	11.01	10.93	公司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10%；现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。

固废治理行业股息率

主要固废公司近年来股息率(%)情况

证券代码	证券简称	分类	股息率(%)					平均股息率(%)
			2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	
688370.SH	丛麟科技	固废治理	0.00	0.00	0.00	0.00	7.93	7.93
301109.SZ	军信股份	固废治理	0.00	0.00	0.00	0.00	5.69	2.84
601827.SH	三峰环境	固废治理	0.00	0.00	1.81	2.49	3.45	2.58
002034.SZ	旺能环境	固废治理	0.91	0.68	3.14	1.74	2.77	1.85
300815.SZ	玉禾田	固废治理	0.00	0.00	1.21	0.84	3.74	1.45
601330.SH	绿色动力	固废治理	0.80	0.94	2.32	0.96	1.77	1.36
603126.SH	中材节能	固废治理	1.36	1.43	1.31	1.02	1.31	1.29
600323.SH	瀚蓝环境	固废治理	1.43	1.25	0.89	1.05	1.19	1.16
603568.SH	伟明环保	固废治理	1.44	1.35	1.61	0.36	0.81	1.11
002672.SZ	东江环保	固废治理	1.22	1.67	1.25	0.75	0.00	0.98
601200.SH	上海环境	固废治理	0.64	0.77	0.78	0.79	1.12	0.82
002266.SZ	浙富控股	固废治理	0.25	0.00	1.11	1.12	1.53	0.80
831370.BJ	新安洁	固废治理	0.00	0.96	1.22	0.71	0.00	0.72
688679.SH	通源环境	固废治理	0.00	0.00	1.38	0.94	0.96	0.65
603588.SH	高能环境	固废治理	0.64	0.74	0.50	0.40	0.51	0.56

资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

注: 各年股息率基于当年末收盘价计算, 丛麟科技/军信股份/玉禾田/三峰环境/新安洁/通源环境上市时间于2018年以后, 平均股息率计算基于上市后数据

07

投资建议

长江电力-竞争要素稳健，类债属性凸显

- **全球水电龙头，类债属性凸显。** 公司是全球水电行业领导者，通过电站收购实现营收与净利润的阶梯式增长，2016年公司完成溪、向电站收购，当年业绩即出现大幅上涨，从盈利能力来看，公司毛利率常年保持在60%左右，ROE基本稳定在16%，在同行业中保持领先地位。从现金流来看，公司历年净利润显著低于经营活动现金净额，充分彰显了公司“现金奶牛”属性。此外，根据《中国长江电力股份有限公司未来三年（2022年-2024年）股东分红回报规划》，对2021年至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，超高的分红比例彰显了公司类债资产的价值。
- **乌白电站注入添动力，高质量发展再迈新台阶。** 2022年6月，公司审议并通过《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，拟并购云川公司持有的乌东德、白鹤滩水电站资产，资产重组后，公司国内水电装机规模将由4549.5万千瓦跃升至7169.5万千瓦，同比增长57.59%。同时，在梯级调度方面由“四库联调”变为“六库联调”，预计年发电量可增加60-70亿千瓦时。我们测算乌东德、白鹤滩全面投产后，整体利润增量为97.51亿元，EPS水平由1.39元/股提升至1.68元/股，将增厚21.41%。
- **蓄水圆满任务完成，增发电量值得期待。** 2023年8月1日，乌东德、白鹤滩水库蓄水工作启动；9月10日，三峡水库蓄水启动，起蓄水位为158.97米。10月20日，公司所属长江干流六座梯级水库已完成2023年度蓄水任务，总可用水量达410亿立方米（同比增加超160亿立方米），蓄能338亿千瓦时（同比增加超90亿千瓦时），随着公司各水库蓄水任务圆满完成，24年六库增发效益有望更加显著。抽蓄建设方面，公司已启动张掖抽蓄电站建设，该项目总装机140万千瓦，拟安装4台单机容量35万千瓦的可逆式水泵水轮机组。
- **盈利预测：** 我们预计2024年来水如期修复，同时叠加六库联调，看好公司24年业绩高增。预计公司2023-2025年营业收入分别为780.6亿元、878.8亿元、895.6亿元，增速分别为49.9%（调整前）、12.5%、1.9%，归母净利润分别为273.9亿元、345.5亿元、364.5亿元，增速分别为28.5%（调整前）、26.2%、5.5%。

华能国际-火电修复迎业绩拐点，绿电转型供长期动力

- **华能旗下电力龙头，深耕火电转型新能源。**公司隶属“五大发电集团”中的华能集团，是国内最大的上市发电公司之一。2022年公司拥有可控发电装机容量127.23GW，其中煤电装机94.06GW，清洁能源装机容量33.17GW，占比达26.07%，同比提升3.68pct。近年来公司营收平稳增长，但利润受煤价扰动，2021、2022年煤价高位运行，公司分别亏损102.6/73.9亿元；2023Q1-Q3，公司共实现营收1913.2亿元，同比+4.0%，归母净利润125.6亿元，同比+418.7%，其中Q3实现归母净利润62.6亿元，环比+54.1%，创历史新高。
- **煤价下移+容量电价出台，火电龙头业绩望迎兑现。**2021-2022年煤炭价格大幅上涨，煤电企业亏损严重，在电力保供的大背景下国家出台了一系列政策增加煤炭供应，支持煤电企业缓解成本压力。2023年以来，受国内煤炭增产、澳煤进口放开、需求相对疲软的影响，国内动力煤价格持续下跌，我们测算在1000/1100/1200/1300元/吨煤价情况下的公司2023年归母净利润水平分别为164.09/100.00/35.91/-28.19亿元，预计23年公司火电盈利将大幅修复。此外，参考煤电容量电价机制，我们预计24年公司有望获取超100亿的煤电容量电价补贴，盈利确定性增强。
- **灵活性改造+组件降价加速绿电转型，助力长期高成长。**公司积极响应华能集团号召，大力发展新能源，2018-2022年，公司风电装机量由5.14GW增至13.63GW，CAGR达27.6%，光伏装机由0.96GW增至6.28GW，CAGR达59.9%，新能源装机占比由5.8%增至15.6%。相比其他传统绿电运营商，公司具备丰富的火电资源，充沛的现金流保障绿电项目建设，并可通过积极参与火电灵活性改造获取风光建设指标，成本优势明显。截至2022年底公司在建风光项目超500亿，发展势头强劲，预计2023年硅料及组件价格的降低将提高公司新建项目盈利水平，加快建设投产进度。
- **盈利预测：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为2534.1亿元、2581.8亿元、2672.8亿元，增速分别为2.7%、1.9%、3.5%，归母净利润分别为152.3亿元、168.7亿元、193.1亿元，增速分别为306.2%、10.7%、14.5%。

穗恒运A-23年业绩稳步修复，新能源多点开花

- **背靠国企平台积极转型新能源，长期发展动力足。**穗恒运A是广州市国资旗下的重点电力上市公司，公司主营业务包括电力、热力生产及销售，经过系列布局延伸，在光伏、储能、氢能等多领域进行布局，加速构建绿色能源生态圈。公司背靠广州高新区现代能源集团，在项目获取、融资、投资运营等方面具备较大竞争优势。
- **多维度布局新能源，平台资金优势出众。**1) 光伏方面：公司位于江门的500MWp渔光互补一体化项目已投产，位于潮南陇田、潮阳和平总设计容量550MWp的渔光互补光伏发电项目已在建设中。公司未来将立足于广州开发区、广东省，积极寻找全国范围内的业务拓展机会。2) 氢能方面：一是携手现代汽车、开发区交投推动成立氢能合资公司，是公司在氢能与燃料电池产业链的重要布局，助力黄埔区建设国际领先的氢能产业创新集聚区。二是与现代汽车、文远知行合作，开展氢能多应用场景业务，推动自动驾驶氢能环卫车示范。3) 储能方面：公司已经设立了专门的储能子公司，积极实施“智能制造+储能产业”的业务计划，加强与储能龙头企业的合作，打造制造和投资一体的储能综合平台。
- **燃煤价格下降，23年经营效益同比上升。**根据公司2023年10月9日投资者关系活动记录表，2023年煤价已经显著下降，公司煤电业务盈利情况整体回归稳定。此外，公司下属子公司广州恒运东区天然气热电有限公司第一套机组的#1、#2发电机组和相关接入系统设备（装置）于2023年6月22日完成满负荷试运行，具备并网运行条件；第二套机组的#3、#4发电机组和相关接入系统设备（装置）于2023年9月26日完成连续试运行，具备并网运行条件；目前，东区2×460MW级“气代煤”热电冷联产项目已完成全容量并网运行。
- **盈利预测：**预计2023-2025年，公司收入分别为46.30亿元、53.04亿元、58.81亿元，增速分别为17.8%、14.5%、10.9%，净利润分别为3.63亿元、4.61亿元、5.38亿元，增速分别为733%、27.2%、16.7%。

中原环保-高分红区域水务龙头，规模扩充增长可期

- **河南地区水环境综合治理服务商，业绩快速增长：**公司成立于2007年，深耕郑州辐射河南，业务涵盖供水、污水污泥处理、中水利用、集中供热及水环境综合治理等领域。近年来公司营收快速增长，净利润保持稳定，营业收入由2018年的10.27亿元增长至2022年的62.17亿元，年复合增长率达56.86%；归母净利润由2018年的4.14亿元增长至2022年的4.29亿元，年复合增长率达0.89%。
- **水处理行业领军者，多因素推动公司持续成长：**截至2022年底，公司共运营污水处理厂21家，污水日处理能力达210.5万吨，2023年3月公司成功收购大股东旗下的净化公司100%股权，预计在郑州地区污水处理能力将提升至278万吨/日，并有望在2024年将处理能力扩充为323万吨/日。郑州市水资源匮乏，人口、GDP增长速度快，将持续带动污水处理需求。
- **发力污水资源化，开展水环境综合治理：**我国水资源短缺且污染严重，废水资源化利用意义重大，据住房和城乡建设部统计，2020年我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资额已超千亿；公司积极开展再生水利用业务，后续或将加快开发力度。同时，公司持续发力水治理工程项目，累计投资额超百亿，有望充分受益于千亿级河南水治理市场。
- **高分红凸显长期价值：**2018-2022年公司年度现金分红比例维持在34%以上，其中2018-2021年公司现金分红总额累计达为9.75亿元，2021年公司股息率达3.91%；2022年公司现金分红金额有所下降，为1.46亿元，股息率达2.37%。我们认为主要是因为公司收购净化公司导致现金流暂时紧张，后续随着处理规模+处理单价提升双重利好逐渐落地，公司有望维持稳定的高分红政策。
- **盈利预测：**我们预计公司2023年-2025年营收分别为81.50亿元、83.37亿元、85.34亿元，营收增速分别达到31.1%、2.3%、2.4%；归母净利润分别为9.52亿元、11.46亿元、12.45亿元，增速分别达到122.2%、20.4%、8.7%。

旺能环境-垃圾焚烧处置业务稳定运行，股息潜力值得重视

- **垃圾焚烧处置业务稳定运行，现金流持续向好：**截至2023H1，公司垃圾焚烧中江陵旺能750吨项目正式投产运营；在浙江、湖北、四川、河南、安徽、广东等9个省份投资、建设生活垃圾焚烧发电项目合计 2.33万吨，其中已建成正在运营的有 20 座电厂 32期项目共2.16万吨，试运营项目1个700吨，在建项目1个1000吨。23Q1-Q3，公司主营业务垃圾焚烧处置业务收入和利润稳步增长，其中生活垃圾处置收入17.26亿，同比增长6.95%；餐厨垃圾处置收入2.97亿，同比降低0.64%。经营活动产生现金流量净额为 8.19 亿元，同比增长 27.07%。
- **积极开拓国内外垃圾市场，立足垃圾焚烧不断延伸产业链条：**公司积极开拓国内外垃圾市场，截至23H1，跟踪海内外12个新项目和5个并购项目（其中包含 1 个塑料造粒项目），同时积极跟进陕西、云南、四川等地的相关小型垃圾焚烧项目4个。此外，公司立足现有垃圾焚烧发电项目，延伸产业链条，拓展炉渣、飞灰、塑料资源化等协同处置项目，增加协同收益。
- **积极分红有望价值重估，充分体现公司责任。**根据公司关于 2023 年前三季度利润分配预案的公告，董事会提议2023 年前三季度利润分配预案为每10 股派发现金股利2 元（含税），共派发现金总额8590 万元。本次利润分配后，公司连续三年累计现金分红占母公司报表中年均可分配利润的比例为 67.15%，超过公司制定的股东回报规划中的要求。此次分红可以更好地回报股东，同时我们认为随着公司在建项目逐步投产，运营资产稳步增长，公司有望获得价值重估。
- **盈利预测：**预计2023年-2025年的收入分别为34.04亿元、39.57亿元、45.37亿元，增速分别为1.6%、16.2%、14.7%，归母净利润分别为7.21亿元、8.35亿元、9.06亿元，增速分别为-0.1%、15.7%、8.6%。

08

风险提示

风险提示

- 政策推进不及预期风险
- 市场竞争加剧风险
- 投资并购整合风险
- 原料上涨风险
- 下游需求不及预期风险
- 应收账款回收不及预期风险

团队简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

卢璇，研究助理，香港大学经济学硕士，2022年5月加入德邦证券，研究方向为碳中和、清洁能源、科学仪器。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

特别声明

适当性说明：《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，通过本微信订阅号/本账号发布的观点和信息仅供德邦证券的专业投资者参考，完整的投资观点应以德邦证券研究所发布的完整报告为准。若您并非德邦证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本订阅号/本账号中的任何信息。本订阅号/本账号难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。市场有风险，投资需谨慎。

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此证明。

免责声明：

德邦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。本报告中的信息均来源于合规渠道，德邦证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本资料不是德邦证券研究报告的发布平台，所载内容均来自于德邦证券已正式发布的研究报告，或对研究报告进行的整理与解读，因此在任何情况下，本订阅号中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880

400-8888-128