

成长与高分红兼备，固废综合处理龙头砥砺前行

2024年04月12日

► **知行合一，打造固废处置新标杆：**永兴股份聚焦固体废弃物“无害化、减量化、资源化”处理，是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体。公司在运垃圾焚烧发电项目 14 个，合计产能 32090 吨/日，生物质处理项目 4 个，合计产能 2590 吨/日。在国内，公司率先采用中温次高压、次高温超高压带炉内再热参数机组（13MPa/485°C/420°C）、“双脱酸+双脱硝”全工艺先进烟气处理技术。公司业务构成稳定，运营收入占主导，现金流量良好，项目已基本实现投运，资本开支呈下降趋势。

► **成长篇：技术引领、产能利用率提升：**技术方面，公司自主创新研发日处理量 250 吨-900 吨的多种焚烧炉炉型，同时研发了 ACC 自动焚烧控制系统，自动投入率达 95% 以上，节约人力及物料消耗，奠定降本增效的基础。公司率先采用次高温超高压机组（13MPa/485°C/420°C），进一步提升机组整体发电效率，有效降低发电机组能耗水平，树立行业标杆。在原生垃圾保持内生增长和填埋场陈腐垃圾贡献增量的加持下，我们预计 2026 年公司垃圾焚烧处理量有望达到 1100 万吨，对应产能利用率近 94%，若考虑工业固废掺烧，公司整体垃圾焚烧产能利用率有望接近或达到 100%，经济效益明显提升。热电联产项目具备经济性和生态效益，广州市工业发展根基扎实，公司可充分挖掘蒸汽下游市场需求，开展供热服务，拓宽盈利空间。

► **分红篇：投产高峰已过，高分红属性强：**垃圾焚烧发电行业已由增量阶段步入存量阶段。提质、降本、增效，不断提升项目运营能力将是垃圾焚烧发电行业实现内生增长、保持盈利能力的重要支撑。相关企业体现出以下特点：盈利能力相对稳定；资本开支减少，财务压力缓解；现金流明显好转，毛利率、净利率上扬。整体上，垃圾焚烧发电行业已具备高分红潜力。公司开辟 A 股垃圾焚烧发电行业稳定高分红先河，提出公司 2023-2025 年度单一年度利润分配总额不少于当年实现的可分配利润的 60%。

► **投资建议：**公司深耕广州地区垃圾焚烧发电市场，具备行业领先的核心设备生产及应用技术，吨垃圾发电量领先同行；在原生垃圾保持内生增长和填埋场陈腐垃圾贡献增量的双重加持下，公司产能利用率有望稳步提升，成长确定性强；垃圾焚烧发电行业已具备高分红潜力，公司率先提出稳定高分红，开辟行业先河。预计公司 24/25/26 年 EPS 分别为 1.02/1.26/1.58 元/股，对应 2024 年 4 月 11 日收盘价 PE 分别为 15/12/9 倍。给予公司 2024 年 18 倍 PE，目标价 18.32 元/股，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**政策推进不及预期；地方财政压力；原生垃圾内生增长存在不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,536	4,024	4,535	5,024
增长率 (%)	7.4	13.8	12.7	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	735	920	1,134	1,425
增长率 (%)	2.7	25.2	23.3	25.7
每股收益 (元)	0.82	1.02	1.26	1.58
PE	18	15	12	9
PB	1.7	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 11 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

14.91 元

目标价：

18.32 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

分析师 尚硕

执业证书：S0100524030002

邮箱：shangshuo@mszq.com

目录

1 知行合一，打造固废处置新标杆.....	3
1.1 背靠广州，聚焦固废综合治理.....	3
1.2 财务稳健，行稳致远.....	3
2 成长篇：技术引领、产能利用率提升.....	8
2.1 精益求精，夯实主业.....	8
2.2 内生增长+复挖焚烧，产能利用率稳步提升.....	11
2.3 热电联产：经济与生态效益兼备.....	15
3 分红篇：投产高峰已过，高分红属性强.....	18
3.1 行业步入成熟期，“运营为王”开启.....	18
3.2 运营主导，现金流良好，开辟行业高分红先河.....	20
4. 盈利预测与投资建议.....	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	24
4.2 估值分析.....	25
4.3 投资建议.....	26
5 风险提示.....	28
插图目录.....	30
表格目录.....	30

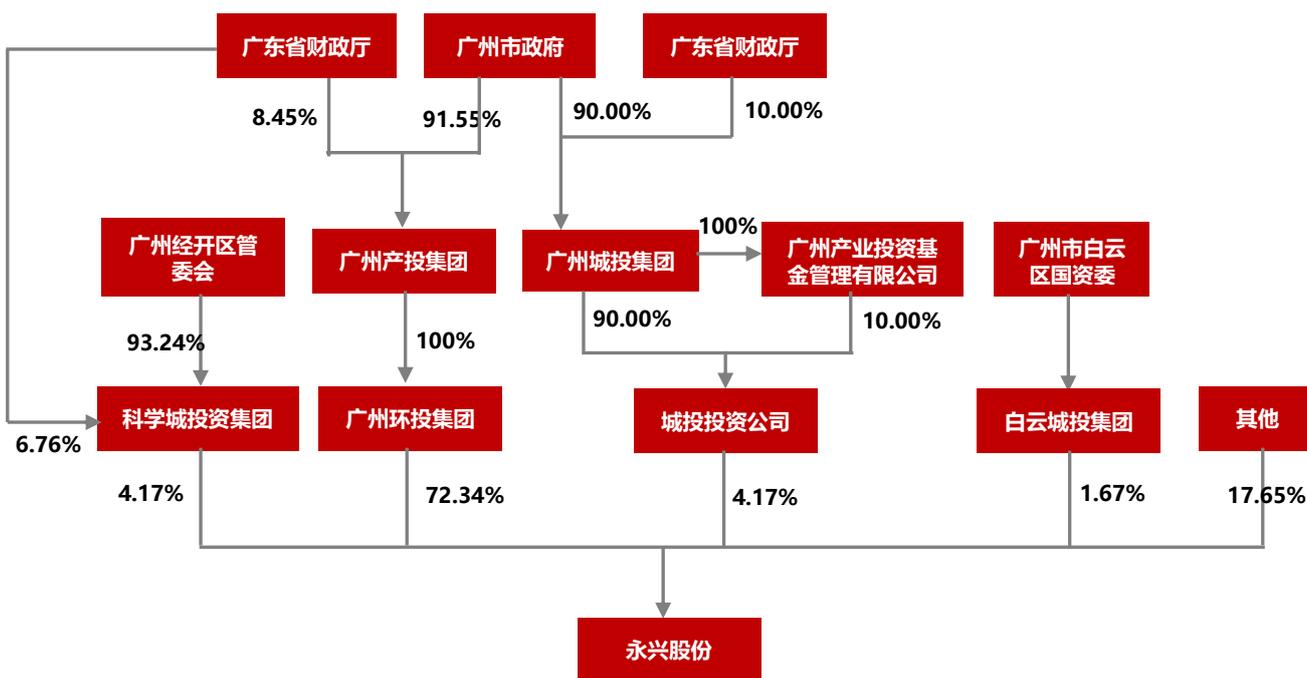
1 知行合一，打造固废处置新标杆

1.1 背靠广州，聚焦固废综合治理

广州环投永兴集团股份有限公司成立于 2009 年，聚焦固体废弃物“无害化、减量化、资源化”处理，业务涵盖生活垃圾焚烧发电、生物质/餐厨垃圾处理、一般工业垃圾处理、焚烧炉设计制造等，现已建成循环经济产业园区 6 个，是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体。在国内，公司率先采用中温次高压、次高温超高压带炉内再热参数机组（13MPa/485°C/420°C）、“双脱酸+双脱硝”全工艺先进烟气处理技术。2024 年 1 月，公司在上交所主板挂牌上市。

截至 2024 年 1 月，永兴股份实际控制人为广州市政府。广州市政府通过广州产投集团旗下广州环投集团间接控制公司 72.34% 股权，通过广州城投集团旗下城投投资公司间接控制公司 4.17% 股权。公司股权相对集中、稳定。

图1：永兴股份股权结构图（2024 年 1 月）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

1.2 财务稳健，行稳致远

垃圾焚烧发电属于资金及技术密集型行业，对项目投资方的资金实力及技术水平要求较高。截至 2023 年 12 月，公司在运垃圾焚烧发电项目 14 个，合计产能 32090 吨/日；生物质处理项目 4 个，合计产能 2590 吨/日。另外公司有两个垃圾焚烧发电参股项目肇庆公司和忻州公司，持股比例分别为 40%、49%。公司

业务范围包括广东省广州市、雷州市、肇庆市和湖南省邵东市、山西省忻州市。

图2：公司业务分布情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司主要通过政府采购服务和特许经营两种模式开展相关业务。位于广州的垃圾焚烧发电项目及生物质处理项目，均采用政府采购服务模式开展相关业务。公司负责项目资金筹集、投资建设及管理运营，项目与所在地相关部门签订服务协议，提供垃圾处理服务并收取服务费用。位于广州市外的控股垃圾焚烧发电项目采取特许经营模式（BOT），特许经营期满后，公司需将项目有关设施移交。

截至 2023 年 6 月末，公司已签署 3 份垃圾处理服务特许经营协议，13 份垃圾处理服务政府采购服务协议。政府采购服务是指公司与当地政府相关部门签订采购垃圾处理服务协议，由公司负责为项目筹集资金，建设及运营垃圾焚烧发电项目。

表1：公司各板块主要项目信息

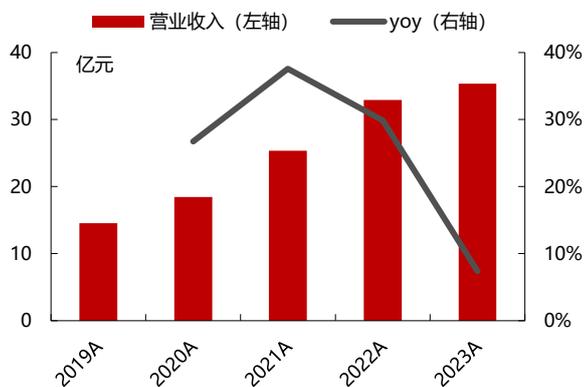
经营主体	项目简称	持股比例	运营模式	项目规模 (吨/日)	发电装机容量
云山公司	李坑一期	100.00%	政府采购服务	1040	1*22MW
	李坑二期	100.00%	政府采购服务	2000	2*25MW
福山公司	福山一期	100.00%	政府采购服务	4000	4*25MW
	福山二期	100.00%	政府采购服务	4000	3*50MW
南沙公司	南沙一期	100.00%	政府采购服务	2000	2*25MW
	南沙二期	100.00%	政府采购服务	3000	2*50MW
花城公司	花城一期	100.00%	政府采购服务	2000	2*25MW
	花城二期	100.00%	政府采购服务	3000	2*50MW
增城公司	增城一期	100.00%	政府采购服务	2000	2*22MW
	增城二期	100.00%	政府采购服务	3000	2*50MW
从化公司	从化一期	100.00%	政府采购服务	1000	2*12MW

	从化二期	100.00%	政府采购服务	3000	2*50MW
清新公司	雷州项目	58.37%	特许经营权	1000	1*25MW
邵东公司	邵东项目	50.00%	特许经营权	1050	15+10MW
垃圾焚烧发电处理能力合计				32090	940MW
南沙公司	南沙餐厨处理项目	100.00%	政府采购服务	餐厨垃圾 400 吨/日	
从化公司	从化固废处理项目	100.00%	政府采购服务	餐厨垃圾 100 吨/日	
福山公司	广州东部生物质综合处理厂二期	100.00%	政府采购服务	餐厨垃圾 1,200 吨/日; 死禽畜 60 吨/日; 废弃食用油脂 120 吨/日	
花城公司	花都生物质综合处理厂	100.00%	政府采购服务	餐厨垃圾 150 吨/日; 厨余垃圾 50 吨/日; 粪便 500 吨/日; 死禽畜 5 吨/日; 废弃油脂 5 吨/日	
生物质处理能力合计				2590	
油脂公司	广州废弃食用油脂收运处置项目	100.00%	特许经营权		

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

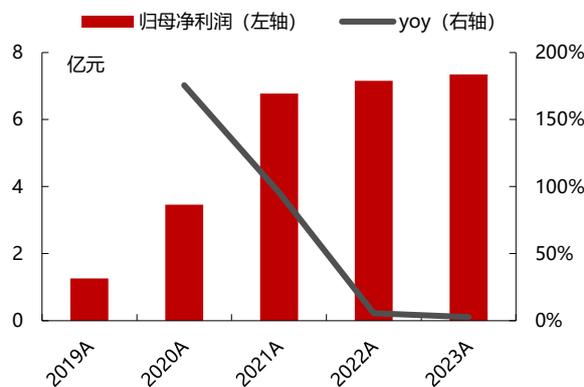
2019-2023 年, 公司营业收入和归母净利润整体保持增长趋势。2023 年公司实现营业收入 35.36 亿元, 同比增长 7.38%; 实现归母净利润 7.35 亿元, 同比增长 2.71%。截至 2023 年底, 公司在手项目已基本实现投运并陆续转固, 我们预计 2024 年之后, 新增折旧摊销对业绩影响将大幅降低。

图3: 2019-2023 年永兴股份营业收入及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 2019-2023 年永兴股份归母净利润及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

运营收入占主导, 业绩稳健。公司营业收入以项目运营为主, 其中, 运营收入可细分为垃圾处理服务收入、生物质处理服务收入、以及其他运营收入。其他运营收入主要是炉渣销售收入和生活垃圾处理一体化收入等。2023 年公司实现运营收入 34.63 亿元, 占总营业收入比重 97.9%; 实现运营毛利润 15.80 亿元, 占总毛利润比重 98.6%。其他业务收入主要为环保设备及材料销售收入、技术咨询与服务收入、园区管理服务收入及其他。

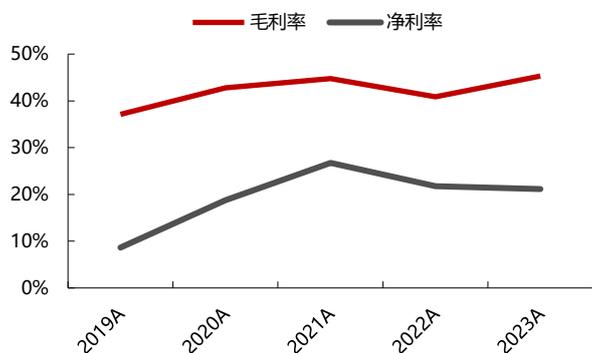
图5：2019-2023 年永兴股份主营收入构成


资料来源：Wind，民生证券研究院

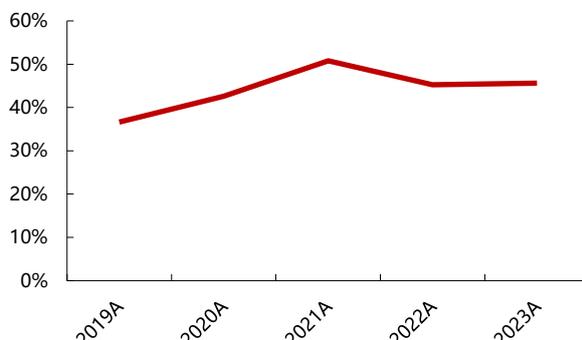
图6：2019-2023 年永兴股份毛利润构成


资料来源：Wind，民生证券研究院

自 2019 年以来，公司毛利率整体保持增长趋势，2023 年达到 45.30%，其中项目运营毛利率为 45.6%。主要由于新建垃圾焚烧发电项目逐步投产运营，垃圾处理量稳步增长，盈利能力有所增强。公司部分新投运项目尚处于产能爬坡阶段，预计毛利率有望保持上升趋势。

图7：2019-2023 年永兴股份毛利率、净利率走势


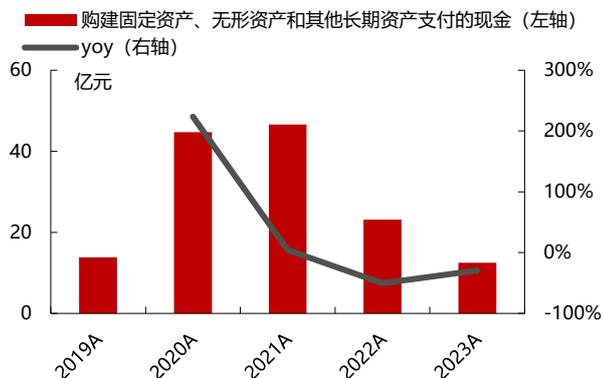
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：2019-2023 年永兴股份项目运营毛利率走势


资料来源：Wind，民生证券研究院

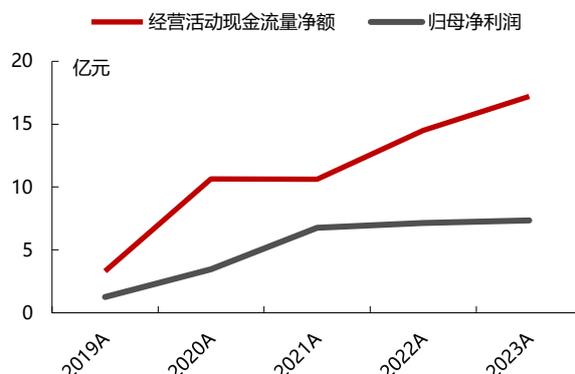
2021 年以来，随着公司项目逐步实现投运，资本开支呈下降趋势。2023 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 12.51 亿元，同比下降 45.9%。截至 2023 年底，公司在手控股项目已基本实现投运，在建工程较少，资本开支有望进一步下降。2019 年以来，公司现金流保持良好，2023 年公司实现经营活动现金流量净额 17.21 亿元，是同期归母净利润 7.35 亿元的两倍以上。

图9: 2019-2023 年永兴股份资本开支情况



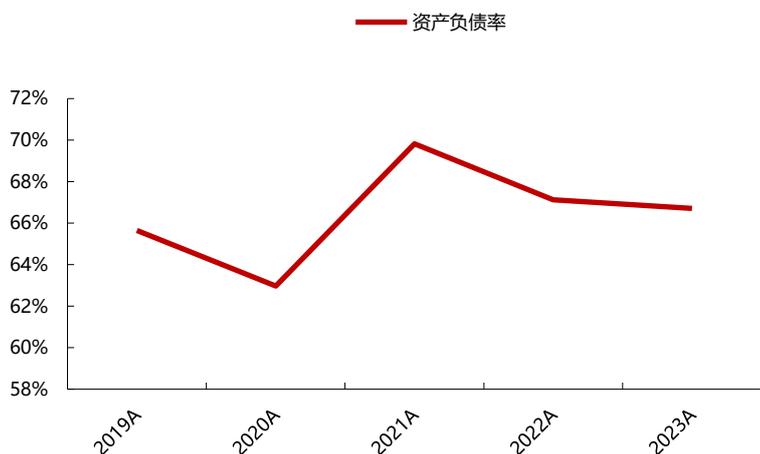
资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

图10: 2019-2023 年永兴股份现金流情况



资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

图11: 2019-2023 年公司资产负债率走势



资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

2 成长篇：技术引领、产能利用率提升

2.1 精益求精，夯实主业

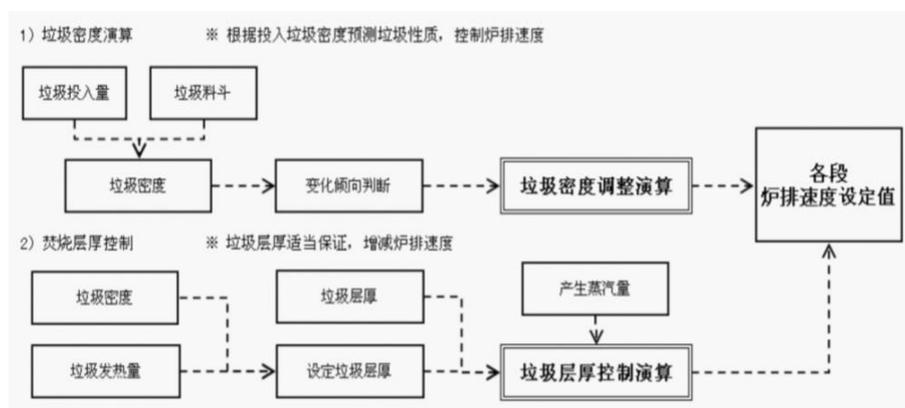
截至 2023 年年底，公司已取得 426 项专利，其中发明专利 22 项，“双脱硫、双脱硝”全工艺先进烟气处理技术相关专利至少 45 项。围绕主业，公司积极开展各项研发活动，包括锅炉垃圾焚烧提质增效项目研究、等离子飞灰熔融技术研究、垃圾焚烧电厂高参数热能利用技术与运用等，旨在提高公司运营效率、减少公司业务成本。2020-2023 年，公司研发费用分别为 8135.78 万元、8282.36 万元、12966.80 万元和 12844.89 万元，占当期营业收入的比重分别为 4.41%、3.27%、3.94%和 3.63%。

一、国产化替代，自动化程度高：

根据生态环境部数据，截至 2023 年 10 月，全国 926 家垃圾焚烧厂 2029 台焚烧炉均完成“装、树、联”，全行业实现了利用污染物自动监测数据进行非现场监管。在经历十余年的高速发展之后，垃圾焚烧发电行业由早期的粗放式规模扩张转向精细化运作阶段。目前，“垃圾围城”情况已基本解决，部分垃圾焚烧发电厂甚至出现“吃不饱”的情况，持续安全、高效、环保、经济的运营是垃圾焚烧发电项目实现降本增效，提高经济效益的必要条件。

ACC 自动燃烧控制系统可通过调节燃烧空气和炉排速度实现自动燃烧的目的。具有以下优点：1) 锅炉负荷波动率小，保障垃圾焚烧量能够达到稳定值，能够稳定控制烟气、蒸汽流量；2) 自动投入率高，有效降低人工干预频次，解决人工经验问题；3) 给料炉排自动控制、焚烧炉排自动控制、一次风量自动控制、二次风量自动控制、风温自动控制、偏料调整自动控制。

图12：ACC 自动燃烧控制系统炉排控制路径



资料来源：固废之声，民生证券研究院

图13: ACC 自动燃烧控制系统燃烧控制路径

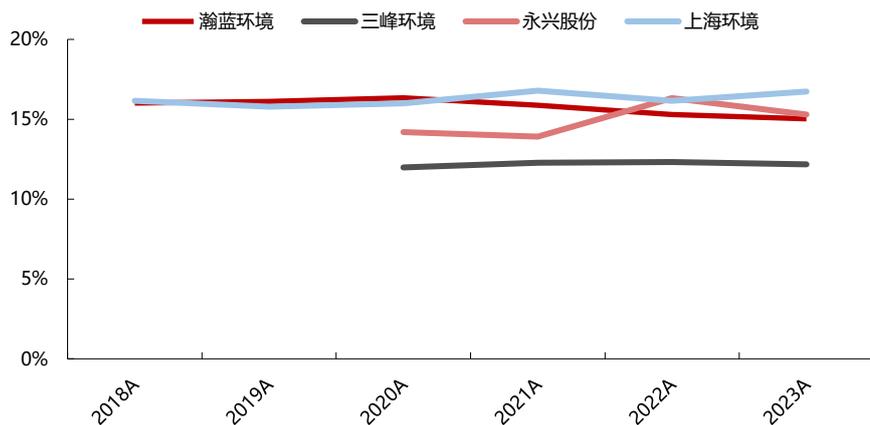


资料来源: 固废之声, 民生证券研究院

在焚烧系统研发和生产方面, 作为广州环投旗下垃圾焚烧发电主体, 公司自主创新研发日处理量 250 吨-900 吨的多种焚烧炉炉型, 已形成了具有自主知识产权的产品序列, 同时研发了 ACC 自动焚烧控制系统, 优化系统逻辑及燃烧方式, 满足不同热值垃圾的高效燃烧需求, 自动投入率达 95%以上, 提升电厂自动化水平, 节约人力及物料消耗, 实现精细化运作, 奠定降本增效的基础。

对比部分垃圾焚烧发电企业, 结合自身技术优势, 永兴股份厂自用电率仍有较大的改善空间, 其中 2021 年低至 13.9%, 受项目集中投运、产能早期爬坡因素影响, 2023 年为 15.3%。随着新投运项目产能爬坡, 叠加项目运营精细化程度提升, 预计公司厂自用电率有望持续下降。

图14: 部分垃圾焚烧发电企业厂自用电率对比



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

注: 统一按照“厂自用电率=1-上网电量/发电量”计算; 部分企业由于热电联产对外供热较多, 对厂自用电率产生影响, 仅供参考

二、高参数加持, 吨发电量“遥遥领先”:

随着新增项目的逐步减少, 垃圾焚烧发电厂为了提高经济效益, 逐渐重视高参数发电技术。目前, 我国生活垃圾焚烧发电厂的主蒸汽常用参数主要为中温中压参数 (温度 400°C, 压力 4.0MPa), 能源利用水平较低, 各环节能量转换效率和火

电厂尚有较大差距,根据康恒环境测算,垃圾焚烧发电项目能源利用效率仅为 25% 左右,远低于火电厂。主要原因包括: 1) 受限于垃圾焚烧延期成分复杂、腐蚀性强的特点,大部分垃圾焚烧发电项目采用中参数余热锅炉,限制了余热利用效率的提高; 2) 大多数垃圾焚烧发电项目为纯发电模式,烟气余热利用不充分。

图15: 垃圾焚烧发电厂和火力发电厂能量转化效率对比

能量转换	符号	垃圾焚烧发电厂效率/%	火电厂效率/%
化学能→蒸汽热能	η_a	80	91
蒸汽热能→发电电能	η_b	40	45
发电电能→供电电能	η_c	82	95
发电效率 $\eta_{发}=\eta_a \times \eta_b$	$\eta_{发}$	31	41
供电效率 $\eta_{供}=\eta_a \times \eta_b \times \eta_c$	$\eta_{供}$	25	39

资料来源: 康恒环境, 固废观察, 民生证券研究院

2006 年, 永兴股份李坑一期项目率先采用了 6.4MPa、450°C 中温次高压垃圾焚烧发电工艺。目前, 中温次高压技术与中温中压技术均是成熟技术, 在国内不存在制造和设计难题。采用中温次高压技术, 锅炉受热面面积有所增加, 由于提高了主蒸汽参数, 使热机的承压部件 (主要包括锅炉、汽轮机、给水泵等)、管道及其附件等的制造成本 (金属重量增加, 材质提高) 增加, 从而增加了锅炉设备的初投资。根据《电力设备》相关报告显示, 余热锅炉采用中温次高压参数比采用中温中压参数的造价大约高 36%, 与中参数余热锅炉效率比较, 高参数余热锅炉效率理论上可增加 6~7% 的发电量, 电量输出与中温中压工况下的电量输出之比约为 1.1~1.2 倍。

根据康恒环境测算, 针对 2250t/d(3x750t/d) 的垃圾焚烧发电项目, 以入炉垃圾低位热值 1900kcal/kg, 余热锅炉效率 82% 设计, 相较于中温中压 (温度 400°C, 压力 4.0MPa), 当参数达到中温次高压 (温度 450°C, 压力 6.4MPa) 时, 可提升发电效率 15.1%, 当参数达到次高温次高压时 (温度 485°C, 压力 6.4MPa), 可提升发电效率 16.7%。

图16: 不同蒸汽参数的垃圾焚烧方案结果对比 (3x750 t/d)

序号	项目	单位	中温中压	中温中压	中温次高压	次高温次高压
1	主蒸汽压力	MPa	4.0	4.0	6.4	6.4
2	主蒸汽温度	°C	400	450	450	485
3	汽机热耗	kJ/kWh	13238	12814	11504	11345
4	发电功率	kW	46199	47728	53160	53905
5	全厂热效率	%	22.30%	23.04%	25.66%	26.02%
6	单机发电功率	kW	23099	23864	26580	26953
7	吨垃圾发电量	kWh	492.8	509.1	567.0	575.0
8	发电效率提升	%	基准值	↑ 3.3	↑ 15.1	↑ 16.7

资料来源: 康恒环境, E20 水网固废网, 民生证券研究院

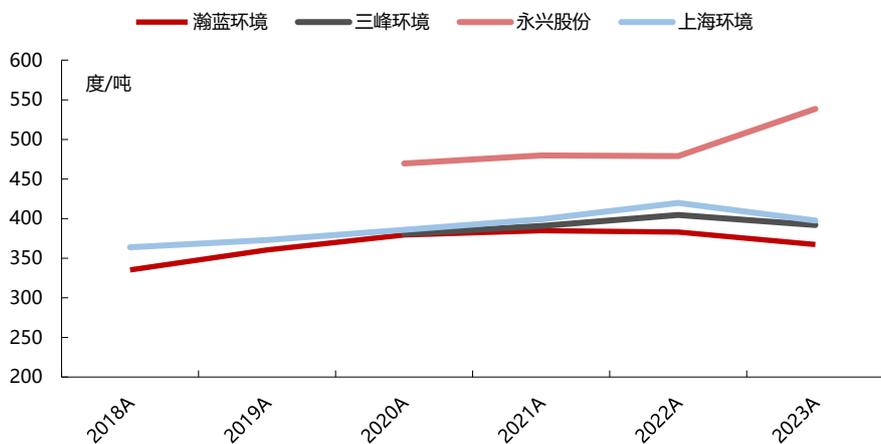
注: 各方案以入炉垃圾低位热值 1900kcal/kg, 余热锅炉效率 82% 设计

2021 年 12 月, 永兴股份下属广州市第七资源热力电厂二期项目 (从化二期)

3号汽轮发电机组首次并网成功,该机组是次高温超高压机组,即13MPa/485°C/420°C超高压带再热发电机组,也是世界垃圾焚烧领域最高参数,标志着国内垃圾焚烧发电行业首台高参数机组成功投入应用。同时,该项目配套采用集团自主设计开发的900t/d超高压带再热垃圾焚烧余热锅炉,进一步提升机组整体发电效率,有效降低发电机组能耗水平,为行业探索提高垃圾终端处理设备热能回收效率、进一步提升生活垃圾处理水平提供示范。

在领先的高参数工艺加持下,公司项目吨发电量领跑行业,2022年达到478.93度/吨,2023年达到538.45度/吨,提升明显,可能由于公司部分项目焚烧一定量的热值较高的一般工业固体废弃物所致。

图17: 部分垃圾焚烧发电企业吨发电量情况



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

注: 统一按照“吨发电量=发电量/垃圾处理量(入库量)”计算; 部分企业由于热电联产对外供热较多, 对吨发电量产生影响, 仅供参考

2.2 内生增长+复挖焚烧, 产能利用率稳步提升

2.2.1 陈腐垃圾复挖焚烧, 广州勇立潮头

根据《2022年城乡建设统计年鉴》,2022年我国现有生活垃圾填埋场444座,日处理能力215167t;生活垃圾焚烧厂648座,日处理能力804670t。与2012年统计数据相比,全国垃圾焚烧处理量占比由25%提升至近80%;填埋处理量占比由72%下降至12%。生活垃圾填埋方式逐渐被淘汰,部分地区的陈腐垃圾需进行绿色低碳治理。

2023年1月,住建部发布了《存量填埋设施治理工程项目建设标准(征求意见稿)》,对存量垃圾填埋场的类型、治理工艺、面积指标和技术经济指标等做了规定。存量填埋设施的治理工程总体上分为两种:1)原地封场治理;2)异地搬迁治理(整体搬迁到新的填埋场或者将全量垃圾开挖-筛分-送去生活垃圾焚烧厂)。封场工程项目虽然单次的资金投入较低,但需长期运维管理,其整体成本不一定低于复

挖焚烧，同时封场后的填埋场仍存在安全隐患。另外，东部及沿海经济发达地区土地资源日趋紧张，因此推动填埋场土地盘活，探索优势地块的高价值利用具有长期的环保及经济效益。

2023年4月，广州市城市管理和综合执法局在官网就《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案进行意见征求，提出将对已实施封场的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场进行治理试点，拟采用“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”方案对试点填埋场进行陈腐垃圾治理，并形成陈腐垃圾治理的广州经验，向全省乃至全国推广。2023年7月，由广东省建筑设计研究院和广州环保投资集团牵头的《生活垃圾填埋场存量（陈腐）垃圾开挖治理污染控制技术规范》团体标准正式立项，对于广州市，乃至广东省的存量（陈腐）垃圾治理具有重要的行业意义。

表2：存量垃圾治理相关政策梳理

法规名称	发文单位	发文日期	相关规定
存量填埋设施治理工程项目建设标准（征求意见稿）	住建部	2023.1	加强垃圾污染治理，实现生活垃圾处理的减量化、资源化、无害化，规范存量填埋设施治理工程项目的建设与管理，提高存量填埋设施治理工程项目的决策和建设水平，充分发挥投资效益
“十四五”时期“无废城市”建设工作方案	生态环境部等十 八部门	2021.12	提高生活垃圾焚烧能力，大幅减少生活垃圾填埋处置，规范生活垃圾填埋场管理，减少甲烷等温室气体排放
《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》	国家发改委、住 建部	2021.5	原则上地级及以上城市和具备焚烧处理能力或建设条件的县城，不再规划和新建原生垃圾填埋设施，现有生活垃圾填埋场剩余库容转为兜底保障填埋设施备用。
广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目决策草案	广州市城市管理和综合执法局	2023.4	将对已实施封场的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场进行治理试点，拟采用“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”方案对试点填埋场进行陈腐垃圾治理
广州市“无废城市”建设试点实施方案任务分解清单和重点工程项目的通知	广州市生态环境局	2022.6	市城市管理和综合执法局牵头探索利用富余焚烧能力处理陈腐垃圾新路径
广州市“无废城市”建设试点实施方案的通知	广州市人民政府 办公厅	2022.4	确保到2023年全市生活垃圾四分类体系中其他垃圾全量焚烧，实现原生垃圾零填埋，形成“焚烧为主、生化为辅、循环利用”的垃圾处理新格局。探索利用富余焚烧能力处理陈腐垃圾新路径
广东省生活垃圾处理“十四五”规划	省住建厅、省发 改委	2021.12	根据地区生活垃圾清运量，适度超前建设垃圾焚烧处理设施，提高焚烧能力占比，有条件地区实现原生生活垃圾“零填埋”

资料来源：各政府官网，民生证券研究院

除《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案中提到的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场外，广州市内已填埋生活垃圾存量较大的填埋场为兴丰生活垃圾卫生填埋场（含旧场及应急场）及花都区生活垃圾填埋场，其中兴丰生活垃圾卫生填埋场存量约4848万吨，花都区生活垃圾填埋场生活垃圾存量约780万吨，作为广州市唯一的垃圾焚烧发电运营主体，以上存量陈腐垃圾均可用于满足永兴股份未来焚烧产能利用需求。

为确保陈腐垃圾稳定可持续焚烧，公司已开展多项试验工作。2021年底，从

化公司首次开展存量垃圾中试试验工作，论证 50%及以下比例存量垃圾在中温中压垃圾焚烧发电机组掺烧的可行性；2022 年上半年，二期项目论证了 50-80%比例存量垃圾在次高温超高压和次高温次高压垃圾焚烧发电机组掺烧的可行性，各项生产指标未见异常；2023 年 6 月起，第三次推进 50 万吨存量垃圾规模掺烧试验，论证填埋 10 年以上的存量垃圾掺烧工况特性和产能情况。2023 年，公司累计掺烧陈腐垃圾 64.60 万吨。

图18：广州市第七资源热力电厂存量垃圾开挖



资料来源：环卫科技网，民生证券研究院

未来公司将积极推进兴丰应急垃圾填埋场、花都区生活垃圾填埋场以及增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗等填埋场已填埋存量垃圾焚烧业务和其他政府部门批准的存量垃圾开挖项目。其中，广州市已同意兴丰应急垃圾填埋场存量垃圾开挖方案，开挖腾退库容不超过 350 万立方米（折合约 350 万吨）。根据相关方案，**公司计划 3 年内完成兴丰填埋场 350 万立方米的陈腐垃圾处置。**

2.2.2 产能利用率有望持续提升

根据广州市生态环境局发布的《固体废物污染环境防治信息的公告》，2020-2022 年，全市生活垃圾清运量/处理量（含城镇、农村生活垃圾）分别为 733.76 万吨、800.76 万吨、760.75 万吨，其中 2022 年城镇生活垃圾量 604.89 万吨，农村生活垃圾量 155.86 万吨。根据住建部数据，2013-2019 年，广州市城市生活垃圾清运量保持增长趋势，增速保持在 4%以上，年化平均复合增长率约为 9.2%。2020 年以来，受公共卫生事件影响，清运量有所波动，随着公用卫生事件影响消除，预计 2023 年之后，广州市生活垃圾清运量/处理量有望保持良好的内生增长。

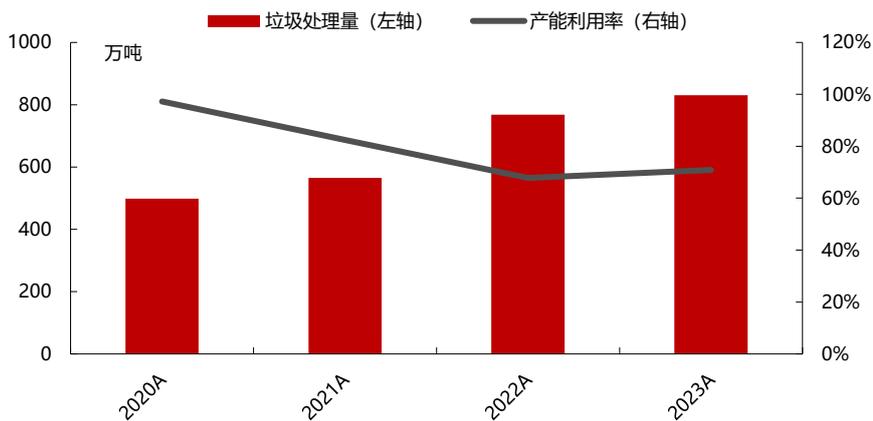
图19: 广州市城镇生活垃圾清运量走势



资料来源: 住建部, 民生证券研究院

2020年以来, 公司垃圾处理量稳步提升, 其中2023年达到830.35万吨, 对应产能利用率为70.89%, 产能利用率提升是未来公司业绩的主要增长点。

图20: 永兴股份垃圾处理量及产能利用率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

未来公司产能利用率提升主要通过两个方面:

- **扰动因素消除, 原生垃圾处理量有望稳步提升。**2023年, 公司垃圾处理量为830.35万吨。2023年以来, 随着公用卫生事件影响消除, 经济逐步复苏, 假设未来广州市生活垃圾每年保持5%的内生增长率, 考虑到永兴股份2022-2023年新投运产能较多, 整体尚处产能爬坡阶段, 随着收运体系的进一步完善, 假设2023-2026年, 公司垃圾焚烧处理量保持6%的内生增长率, 2026年公司垃圾处理量有望达到2023年的1.19倍, 约为990万吨。
- **填埋场陈腐垃圾有望持续贡献处理增量。**以兴丰应急垃圾填埋场为例, 公司计划3年内完成兴丰350万立方米(折合约350万吨)的陈腐垃圾处置, 2024-2026年, 预计公司平均每年陈腐垃圾开挖及处理量约为117万吨, 随着花都区、增城区、黄埔区、番禺区等地垃圾填埋场存量垃圾开

挖项目逐步推进，未来公司陈腐垃圾处理量有望进一步提升，产能利用率仍具上升潜力。

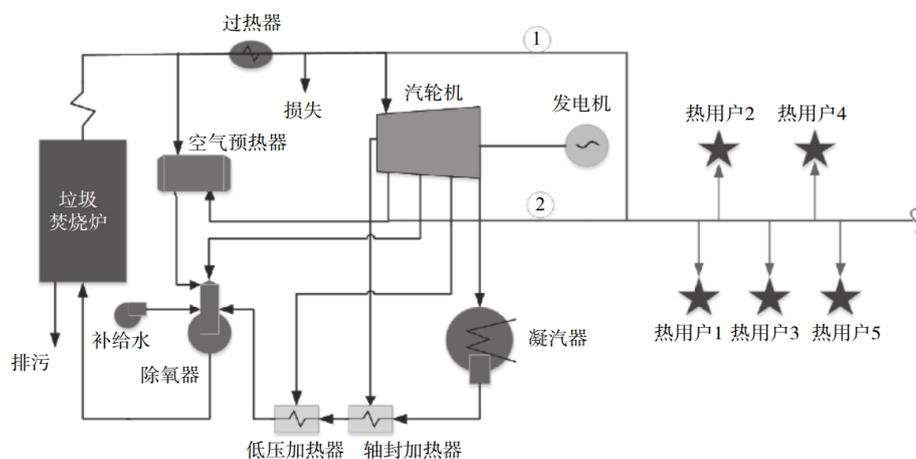
综上，以 2023 年为基期，在原生垃圾量保持内生增长和填埋场陈腐垃圾贡献增量的双重加持下，我们预计 **2026 年公司垃圾焚烧处理量有望达到 1100 万吨以上，对应产能利用率近 94%**。另外，公司广州市内项目已经取得广州市生态环境局的批复，支持公司掺烧一般工业固废，掺烧占比控制在 30%以内，公司已开拓一般工业固废掺烧业务，多举措并进提升公司垃圾焚烧项目产能利用率，**预计到 2026 年，公司整体垃圾焚烧产能利用率有望接近或达到 100%**。

2.3 热电联产：经济与生态效益兼备

2023 年 7 月，工信部、发改委等联合发布《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》，其中提到“提高热电联产比例和效率，扩大生物质能源应用。组织实施一批节能降碳技术改造项目”。热电联产是指垃圾焚烧发电厂既生产电能又利用汽轮发电机做过功的蒸汽对工业园区或居民区供热的生产方式，是一个同时生产电、热能的过程，与仅供电相比，既节约燃料，又提高资源转化率，大大提升垃圾焚烧发电项目的经济性。

以绍兴三峰项目（2250 吨/日）为例，**垃圾焚烧以纯发电的热能利用方式，其热效率大约在 25%，而采取热电联供方式可以将热能利用效率提高到 45%-60% 左右，具有良好的经济效益**。根据光大生态环境设计研究院测算，以某 2×750t/d 垃圾焚烧电厂为例，垃圾热值为 8371.7kJ/kg，供热量从 10t/h 增加到 60t/h 时，垃圾焚烧电厂热效率从 28.96% 增加到 48.50%，年经济效益从 13602.74 万元增加到 15455.66 万元，增幅 13.6%。同时，由于热电联产项目主要向工业园（to B）或居民区（to C）供热，相对于纯发电项目，热电联产项目具备明显的回款优势。热电联产项目的快速开展有望为公司带来新的利润增长点。

图21：垃圾焚烧电厂热电联产示意图



资料来源：光大生态环境设计研究院张宇飞等《垃圾焚烧电厂热电联产的经济性分析》，民生证券研究院

2023年10月20日，生态环境部、市场监管总局联合印发《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》，其中第九条、第十条删除了先前《征求意见稿》中关于“可再生能源、林业碳汇、甲烷减排、节能增效等”类别的阐述，项目需满足“有利于降碳增汇，能够避免、减少温室气体排放，或者实现温室气体的清除”，该调整为将来项目的申请提供了想象空间。根据龙吉生、阮涛发布的《生活垃圾焚烧发电厂热电联产碳减排效益分析》，生活垃圾焚烧发电厂具有显著的碳减排效益，与热电联产相结合有望更好地助力碳达峰目标，相对于垃圾填埋处置，垃圾焚烧厂无供热情况下吨垃圾碳减排量为0.15 tCO₂e，若对外供热20 t/h（蒸汽），吨垃圾的碳减排量为0.17 tCO₂e。垃圾焚烧发电项目特别是热电联产项目有望受益。

背靠广州国资，永兴股份可充分挖掘蒸汽下游市场需求，开展供热服务。广州工业发展根基扎实，拥有较为齐全的工业门类。截至2021年底，广州共有规模以上工业企业6297家，企业户数较为集中的行业有化学原料及化学制品制造业（占9.81%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（占9.1%），纺织服装、服饰业（占7.49%），电气机械及器材制造业（占7.25%），橡胶和塑料制品业（占7.11%）。

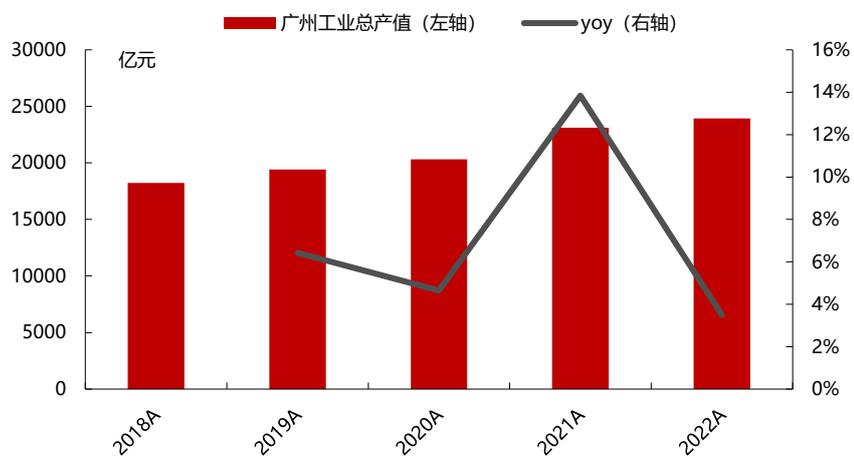
图22：广州各区重点产业全景图



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

2018-2022年，广州市工业总产值保持增长趋势，年均复合增长率为7.0%，2022年达到2.39万亿元，同比增长3.5%。随着经济逐步复苏，广州市工业总产值有望持续增长，工业端对于蒸汽量的需求量将保持提升。2023年，永兴股份研究通过移动式供热、管网供热等方式积极推进垃圾焚烧供热业务，提升垃圾焚烧项目效益，全年为垃圾焚烧发电项目周边工业企业提供蒸汽合计13.56万吨。

图23：广州工业总产值及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3 分红篇：投产高峰已过，高分红属性强

3.1 行业步入成熟期，“运营为王”开启

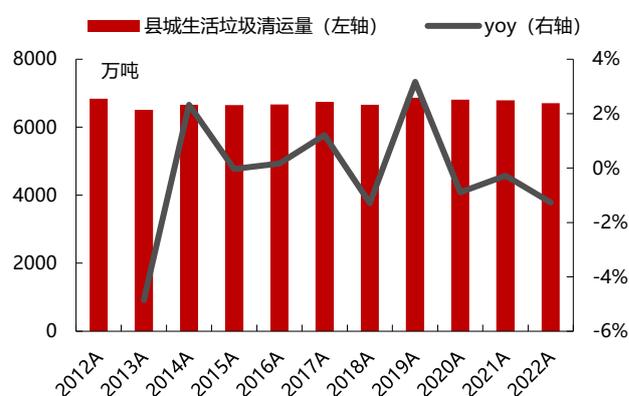
根据住建部数据，2022 年我国城市、县城生活垃圾清运量分别达到 2.44 亿吨、0.67 亿吨，自 2019 年以来，城市、县城生活垃圾清运量基本稳定。我国生活垃圾清运量与城镇化率关联性较高，总人口城镇化率由 2012 年的 53.1% 提高至 2022 年的 65.2%，2020 年以来，人口城镇化率整体呈现平缓上升的趋势。

图24：2012 年以来，全国城市生活垃圾清运量



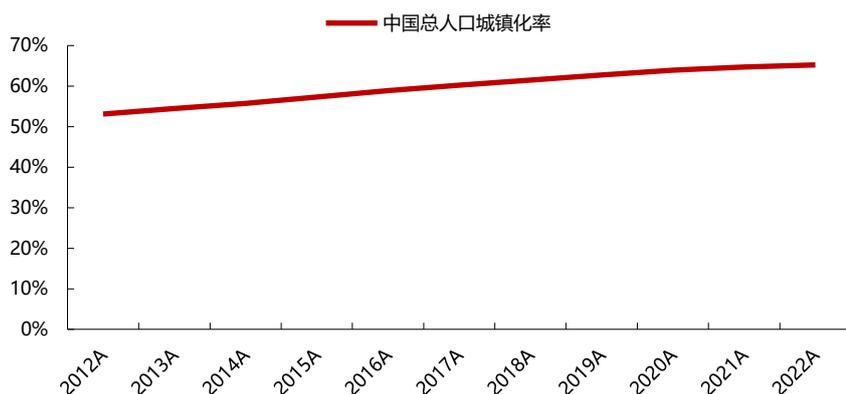
资料来源：住建部，民生证券研究院

图25：2012 年以来，全国县城生活垃圾清运量



资料来源：住建部，民生证券研究院

图26：2012 年以来，我国总人口城镇化率

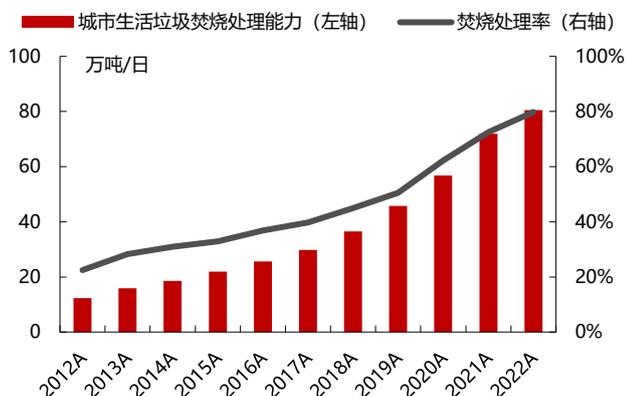


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

随着近几年垃圾焚烧发电项目加速投运，截至 2022 年底，我国城市生活垃圾焚烧处理能力已达到 80.47 万吨/日，县城生活垃圾焚烧处理能力达 19.48 万吨/日，焚烧处理率分别为 79.8%、55.2%。2022 年 7 月，国家发展改革委印发《“十四五”新型城镇化实施方案》，提出到 2025 年城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80

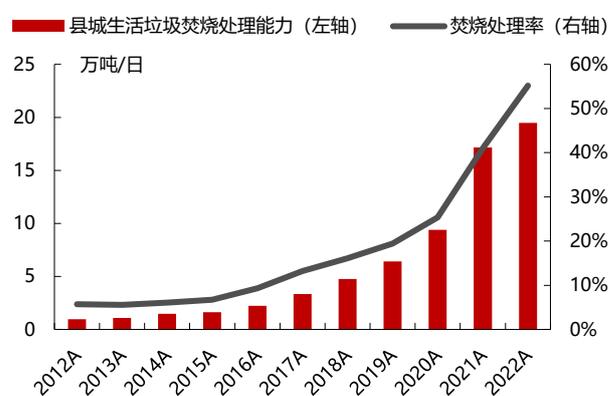
万吨/日左右。当前，垃圾焚烧处理能力已满足我国垃圾无害化、资源化处理需求，提前完成“十四五”目标。

图27：2012年以来，全国城市生活垃圾焚烧处理能力



资料来源：住建部，民生证券研究院

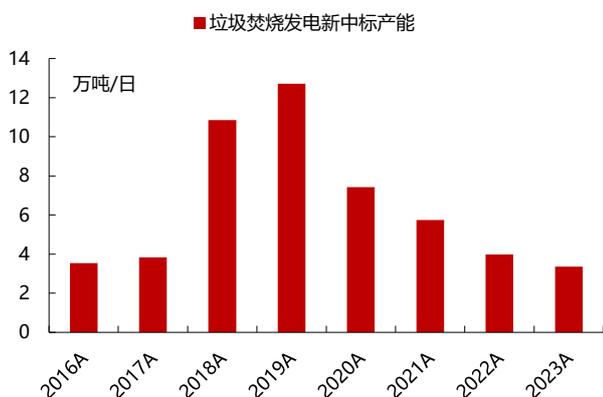
图28：2012年以来，全国县城生活垃圾焚烧处理能力



资料来源：住建部，民生证券研究院

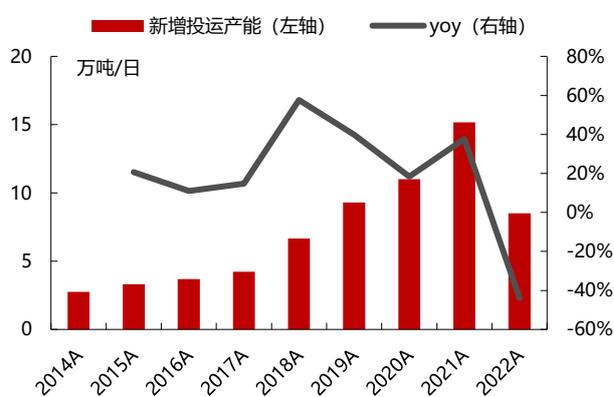
根据北极星固废网数据，2022年、2023年我国垃圾焚烧发电新中标产能规模分别为3.98万吨/日、3.35万吨/日，自2020年以来，垃圾焚烧发电新中标产能逐年减少。2014-2021年，城市垃圾焚烧发电新增投产产能保持增长，其中2021年达到15.17万吨/日，2022年出现明显下降，新增投产产能降至8.51万吨/日，随着新增中标项目的减少，预计2023年之后新增投产产能持续减少，相关企业资本开支有望进一步下降，垃圾焚烧发电行业已由增量阶段步入存量阶段。提质、降本、增效，不断提升项目运营能力将是垃圾焚烧发电行业实现内生增长、保持盈利能力的核心要素。

图29：2016年以来，垃圾焚烧发电新中标产能情况



资料来源：环保圈、北极星固废网，民生证券研究院

图30：2014年以来城市垃圾焚烧发电新增投产产能

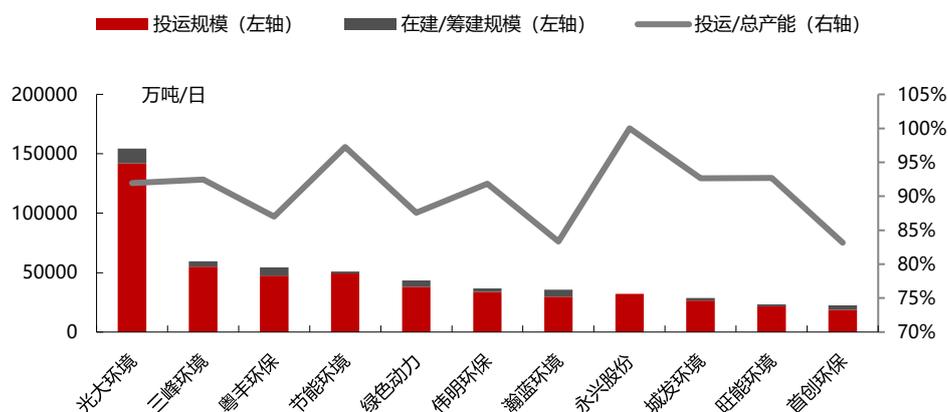


资料来源：住建部，民生证券研究院

3.2 运营主导，现金流良好，开辟行业高分红先河

根据各公司公告统计，截至 2023 年 6 月，主要垃圾焚烧发电上市企业投运产能占比均已超 80%，全面进入存量运营阶段，其中投运产能占比超过 90%以上的有光大环境、三峰环境、节能环境、伟明环保、城发环境、旺能环境等。2023 年底，永兴股份投运产能占比已达 100%，垃圾焚烧发电运营收入有望进一步提升，为企业提供充足的资金保障。

图31：截至 2023 年 6 月底，部分垃圾焚烧发电企业产能投运情况

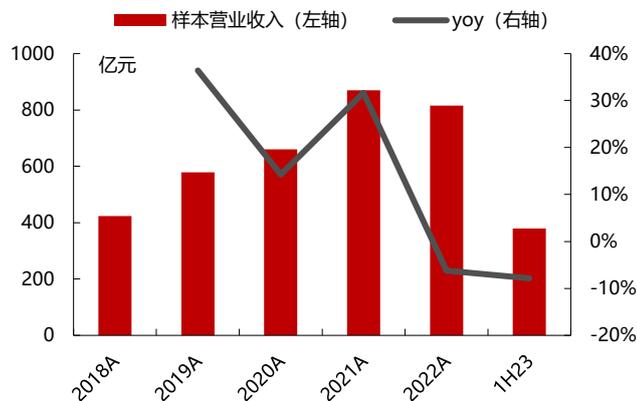


资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

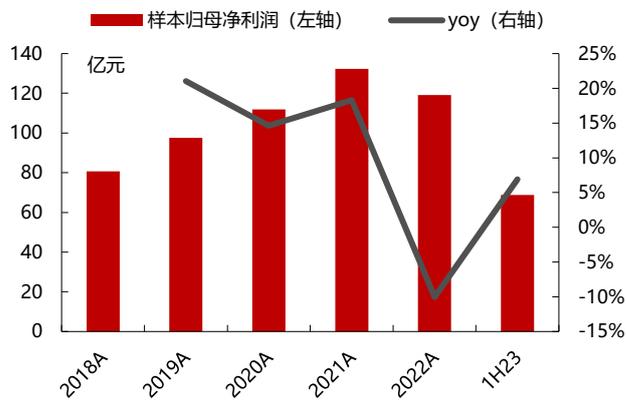
注：节能环境为 2023 年 4 月数据；永兴股份为 2023 年底数据，所有控股垃圾焚烧发电项目均已投运

我们选取上市公司中的光大环境、三峰环境、粤丰环保、绿色动力、上海环境、伟明环保、瀚蓝环境、旺能环境、中科环保、军信股份等合计十家垃圾焚烧发电标杆企业作为样本（因缺少 2018 年、2022 年上半年财务数据，永兴股份未列入），对 2018 年以来垃圾焚烧发电行业盈利能力、现金流、资本开支、利息支出、毛利率、净利率等指标重点分析。

盈利能力相对稳定。2018-2021 年，样本整体营业收入稳定增长，在 2022 年、2023 年上半年出现一定下滑，主要由于 2019-2022 年为垃圾焚烧发电项目建设高峰（参考图 26），2022 年、2023 年项目建设逐渐接近尾声，设备销售和工程建设收入大幅下降，而新增产能尚处爬坡阶段，对营业收入贡献相对较低，导致样本整体营业收入、归母净利润经历了 2022 年的短期下滑，之后受益于在运项目增多、毛利率较高且产能逐步爬坡，2023 年上半年归母净利润已同比增长 6.9%。**随着新增投运项目产能爬坡逐步完成，相关企业盈利能力将有进一步的提升。**

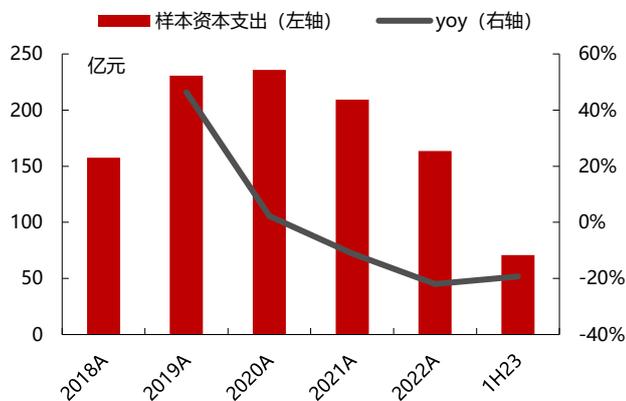
图32：2018年以来，样本企业营业收入情况


资料来源：wind，民生证券研究院

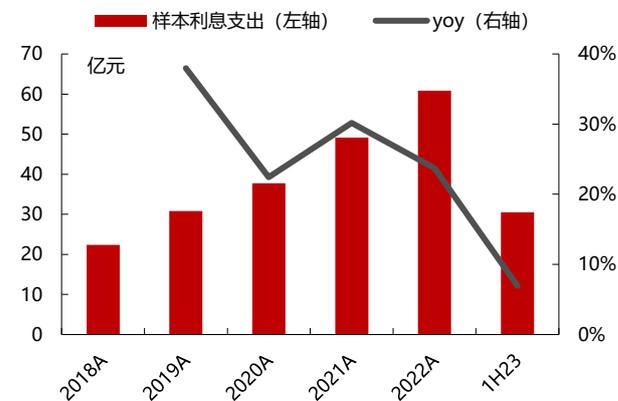
图33：2018年以来，样本企业归母净利润情况


资料来源：wind，民生证券研究院

资本开支减少，财务压力缓解。自2021年以来，样本整体资本开支呈现下降趋势，已由2020年的235.73亿元下降至2022年的163.38亿元，2023年上半年仅为70.77亿元，同比下降19.3%；样本企业利息支出虽仍有所增长，但增速已明显放缓，2023年上半年为30.46亿元，同比增长约6.9%。随着资本支出的进一步减少，利息支出增速有望进一步下降。

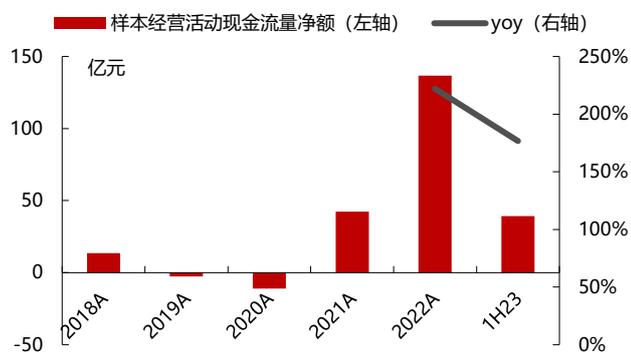
图34：2018年以来，样本企业资本支出情况


资料来源：wind，民生证券研究院

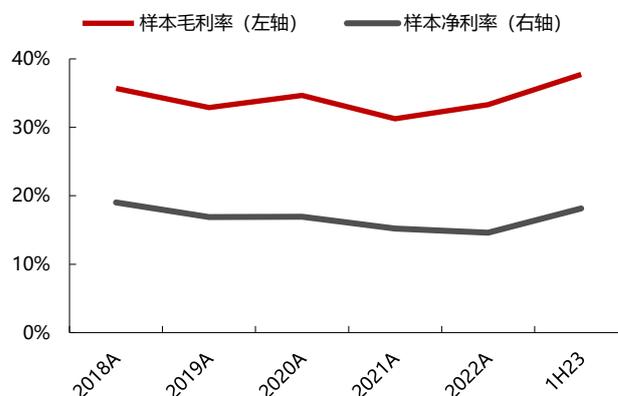
图35：2018年以来，样本企业利息支出情况


资料来源：wind，民生证券研究院

现金流明显好转，毛利率、净利率上扬。2021年以来，随着产能逐步投运，样本整体经营活动现金流量净额有明显的好转，2022年、2023年上半年分别同比增长222.0%、176.7%；2023年上半年，样本整体毛利率、净利率分别为37.7%、18.1%，呈现明显上扬趋势，主要由于运营类收入占比提升，相较于工程建设、设备销售，项目运营具有更高的毛利率。整体上盈利能力有所改善，现金流明显好转，奠定了垃圾焚烧发电企业高分红的能力。

图36：2018 年以来，样本企业经营活动现金流量净额情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图37：2018 年以来，样本企业毛利率、净利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

垃圾焚烧发电行业主要采取特许经营协议的模式，由于行业的自然属性，为实现规模经济，单个区域的垃圾处理主要由一家垃圾焚烧发电项目负责，项目周期一般为 25-30 年，具有区域垄断性且专业化程度高，具有较高的行业壁垒，满足长期稳定分红的先决条件。

2019 年-2022 年，永兴股份经营活动现金流量净额分别为 33084.38 万元、106435.99 万元、106136.16 万元和 145142.48 万元；现金分红金额分别为 4000.00 万元、33500.00 万元、0.00 万元和 93750.00 万元。2023 年 7 月，永兴股份召开 2023 年第三次临时股东大会，提出公司 2023-2025 年度单一年度利润分配总额不少于当年实现的可分配利润的 60%。2023 年，公司分红比例达 63.7%，是 A 股垃圾焚烧发电行业第一家提出稳定高分红的公司。

表3：2022 年度，部分垃圾焚烧发电上市公司分红情况（亿元人民币）

证券代码	名称	属性	分红比例	现金分红总额	年报发布日市值	股息率
0257.HK	光大环境	中央国有企业	32.04%	13.10	169.73	7.72%
301109.SZ	军信股份	民营企业	79.15%	3.69	68.14	5.42%
601827.SH	三峰环境	地方国有企业	32.70%	3.73	114.12	3.26%
002034.SZ	旺能环境	民营企业	29.75%	2.15	76.92	2.79%
1381.HK	粤丰环保	外资企业	19.95%	2.38	80.15	2.96%
601330.SH	绿色动力	地方国有企业	22.45%	1.67	79.99	2.09%
000885.SZ	城发环境	地方国有企业	10.03%	1.06	73.71	1.44%
600323.SH	瀚蓝环境	地方国有企业	15.65%	1.79	153.61	1.17%
601200.SH	上海环境	地方国有企业	21.59%	1.12	107.25	1.05%
301175.SZ	中科环保	中央国有企业	38.16%	0.81	91.55	0.88%

603568.SH	伟明环保	民营企业	15.47%	2.56	298.18	0.86%
-----------	------	------	--------	------	--------	-------

资料来源: wind, 各公司公告, 民生证券研究院

注: 股息率参考年报发布日股价

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务为垃圾焚烧发电和生物质处理项目运营。

截至 2023 年年底，公司控股项目基本已实现投运，针对 2024-2026 年，我们做如下假设：

1) 受产能爬坡、广州市垃圾内生增长、陈腐垃圾处理等因素影响，公司产能利用率稳步提升，生活垃圾处理量(不含餐厨垃圾等)分别为 943.94 万吨、1034.77 万吨、1109.69 万吨；2) 厂自用电率保持 14.80%；

3) 公司项目焚烧发电设备采取高参数，叠加一般工业固废掺烧影响，吨发电量有望维持 2023 年的高位，保持在 540 度/吨左右的水平；

4) 2023-2024 年，售电单价均值保持 2023 年上半年 0.47 元/度的水平，随着部分项目进入国补目录并确认收入，假设 2025-2026 年，售电单价均值提升至 0.48 元/度、0.49 元/度；

5) 生物质处理产能保持不变，产能利用率分别为 70%、75%、80%；

6) 其他运营收入：2024-2026 年企业业务收入保持不变，均为 6000 万元；

综上所述，结合其他业务经营情况，得到公司整体盈利预测如下：

表4：公司整体盈利预测情况

指标	单位	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
生活垃圾处理量	万吨	566.45	767.00	830.35	943.94	1034.77	1109.69
厂自用电率		13.91%	16.32%	15.29%	14.80%	14.80%	14.80%
吨发电量	度/吨	479.81	478.93	538.45	537.24	539.15	542.74
售电均价	元/度	0.56	0.48	0.47	0.47	0.48	0.49
生物质产能利用率		6.68%	33.96%	65.53%	70.00%	75.00%	80.00%
运营收入-其他	万元	7004.25	24252.93	36020.00	37821.00	39712.05	41697.65
营业收入-运营	万元	216440.27	292843.22	346251.41	396404.95	447465.12	496383.04
YOY	%	20.23%	35.30%	18.24%	14.48%	12.88%	10.93%
营业成本-运营	万元	106522.38	160338.41	188218.87	202868.64	217338.70	226168.37
YOY	万元	3.06%	50.52%	17.39%	7.78%	7.13%	4.06%
营业收入-建设	万元	30516.00	31892.18	1497.08	0.00	0.00	0.00
营业成本-建设	万元	30516.00	31892.18	1497.08	0.00	0.00	0.00
营业收入-其他	万元	6622.61	4593.29	5900.00	6000.00	6000.00	6000.00
营业成本-其他	万元	3026.23	2494.22	3700.00	3762.71	3762.71	3762.71
总营业收入	万元	253578.88	329328.69	353648.49	402404.95	453465.12	502383.04
YOY		37.58%	29.87%	7.38%	13.79%	12.69%	10.79%
总营业成本	万元	140064.61	194724.81	193415.95	206631.35	221101.41	229931.08

YOY		32.86%	39.02%	-0.67%	6.83%	7.00%	3.99%
毛利 (总体)	万元	113514.27	134603.88	160232.54	195773.60	232363.71	272451.96
毛利率 (总体)	%	44.76%	40.87%	45.31%	48.65%	51.24%	54.23%
归母净利润	万元	67723.52	71545.27	73483.43	92007.01	113399.32	142487.96
YOY	%	95.60%	5.60%	2.70%	25.21%	23.25%	25.65%
EPS	元	1.04	0.96	0.98	1.02	1.26	1.58

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

4.2.1 相对估值

从同业对比的角度, 选取从事垃圾焚烧发电运营及餐厨垃圾处理的两家固废治理相关企业。以 2024 年 4 月 11 日收盘价计算, 预计上海环境、绿色动力两家可比公司 2024、2025、2026 年 PE 均值分别为 16、15、14 倍。考虑到公司在原生垃圾量内生增长和填埋场陈腐垃圾贡献增量的双重加持下, 产能利用率有望稳步提升, 盈利能力仍有较大增长空间, 给予公司 2024 年 18 倍 PE, 对应股价 18.36 元/股。

表5: 永兴股份与 A 股可比公司估值对比

股票代码	公司简称	股价		EPS (元)			PE (倍)			
		2024/4/11	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601033.SH	永兴股份	14.91	0.98	1.02	1.26	1.58	15	15	12	9
	均值						17	16	15	14
601200.SH	上海环境	9.16	0.49	0.51	0.54	0.57	19	18	17	16
601330.SH	绿色动力	6.94	0.45	0.49	0.53	0.57	15	14	13	12

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 可比公司上海环境、绿色动力数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 4 月 11 日;

4.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值, 关键假设如下, 测算得到公司每股价值为 18.32 元, 对应 2024 年 PE 为 18.0 倍。

表6: 公司 DCF 假设参数

参数	参数值	参数	参数值
无风险利率	2.30%	风险溢价 (Rm-Rf)	5.70%
公司β系数	0.8	Ke	10.36%
Kd	3.80%	T	12.0%
E/ (D+E)	57.93%	D/ (D+E)	42.07%
WACC	7.41%	永续增长率	2.00%
公司特质性风险溢价 Rc	3.50%		

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 无风险利率参考 10 年期国债, Rm 参考沪深 300 历史 10 年市盈率中位数的倒数

表7: 公司 DCF 模型 (单位: 百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	3,536.46	4,024.05	4,534.65	5,023.83	5,337.18	5,643.47	5,822.35	6,033.41
YoY	7.38%	13.79%	12.69%	10.79%	6.24%	5.74%	3.17%	3.63%
EBIT	1,096.97	1,549.93	1,841.41	2,190.27	2,378.11	2,555.57	2,614.88	2,698.51
所得税税率	7.99%	12.00%	14.00%	14.00%	16.00%	16.00%	16.00%	18.00%
息税前利润(NOPAT)	1,009.28	1,363.94	1,583.61	1,883.63	1,997.61	2,146.67	2,196.50	2,212.78
加: 折旧与摊销	861.31	844.72	906.28	974.02	1,022.43	1,091.04	1,160.27	1,230.87
减: 营运资金的增加	1,644.88	1,243.17	1,251.77	464.81	336.88	76.21	9.22	24.78
减: 资本性投资	-1,250.79	-1,357.34	-1,340.51	-1,402.07	-1,469.81	-1,522.43	-1,591.04	-1,660.27
公司自由现金流量 FCFF	-1,025.08	-391.86	-102.38	990.77	1,213.36	1,639.07	1,756.51	1,758.60
FCFF 预测期现值	4,850.39							
FCFF 过渡期现值	0.00							
FCFF 永续价值现值	20,595.92							
企业价值	25,446.31							
加: 非核心资产负债及盈 余现金	1,776.22							
减: 付息债务	10,589.59							
减: 少数股东权益	146.34							
股权价值	16,486.59							

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

表8: 永兴股份估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
5.91%	20.60	23.26	26.52	30.61	35.91	43.03	53.11
6.41%	17.66	19.82	22.40	25.58	29.57	34.73	41.66
6.91%	15.19	16.96	19.06	21.58	24.67	28.55	33.57
7.41%	13.09	14.56	16.28	18.32	20.77	23.78	27.57
7.91%	11.27	12.51	13.94	15.62	17.60	19.99	22.93
8.41%	9.68	10.74	11.95	13.34	14.98	16.91	19.24
8.91%	8.29	9.20	10.22	11.40	12.76	14.35	16.24

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

4.3 投资建议

公司深耕广州地区垃圾焚烧发电市场, 具备行业领先的核心设备生产及应用技术, 吨垃圾发电量领先同行; 在原生垃圾保持内生增长和填埋场陈腐垃圾贡献增量的双重加持下, 公司产能利用率有望稳步提升, 成长确定性强; 垃圾焚烧发电行业已具备高分红潜力, 公司率先提出稳定高分红, 开辟行业先河。预计公司

24/25/26 年 EPS 分别为 1.02/1.26/1.58 元/股，对应 2024 年 4 月 11 日收盘价 PE 分别为 15/12/9 倍。给予公司 2024 年 18 倍 PE，目标价 18.32 元/股，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) 政策推进不及预期。行业政策风险环保行业受政策波动影响较大，具有一定的周期性。国家可再生能源补贴政策调整对公司的固废业务发展造成一定的影响，政策的延续性和后续变化有待进一步观察和确认。

2) 地方财政压力。填埋场陈腐垃圾治理需要大量资金，如果对地方财政产生较大影响，将直接影响陈腐垃圾复挖焚烧的进程。

3) 原生垃圾内生增长存在不确定性：原生垃圾内生增长受当地经济及居民消费影响较大，若居民消费意愿降低，将影响生活垃圾的产生量。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,536	4,024	4,535	5,024
营业成本	1,934	2,066	2,211	2,299
营业税金及附加	76	80	91	100
销售费用	3	4	5	5
管理费用	288	342	408	452
研发费用	128	161	181	201
EBIT	1,097	1,351	1,618	1,943
财务费用	378	365	363	352
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	81	80	91	100
营业利润	800	1,067	1,346	1,691
营业外收支	14	0	0	0
利润总额	814	1,067	1,346	1,691
所得税	65	128	188	237
净利润	749	939	1,157	1,454
归属于母公司净利润	735	920	1,134	1,425
EBITDA	1,958	2,196	2,524	2,917

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	705	1,888	818	665
应收账款及票据	1,470	1,554	1,752	1,941
预付款项	15	21	22	23
存货	80	85	91	94
其他流动资产	793	800	860	918
流动资产合计	3,062	4,348	3,542	3,641
长期股权投资	624	704	795	895
固定资产	12,906	13,162	13,522	13,877
无形资产	6,009	6,101	6,187	6,272
非流动资产合计	20,808	21,405	21,934	22,467
资产合计	23,870	25,753	25,477	26,108
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,955	1,698	606	315
其他流动负债	2,799	2,947	3,104	3,209
流动负债合计	5,753	4,645	3,709	3,524
长期借款	9,637	9,737	9,837	9,937
其他长期负债	533	532	532	532
非流动负债合计	10,169	10,269	10,369	10,469
负债合计	15,922	14,914	14,078	13,993
股本	750	900	900	900
少数股东权益	146	165	188	217
股东权益合计	7,948	10,839	11,398	12,115
负债和股东权益合计	23,870	25,753	25,477	26,108

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.38	13.79	12.69	10.79
EBIT 增长率	15.09	23.20	19.70	20.07
净利润增长率	2.71	25.21	23.25	25.65
盈利能力 (%)				
毛利率	45.30	48.65	51.24	54.23
净利润率	20.78	22.86	25.01	28.36
总资产收益率 ROA	3.08	3.57	4.45	5.46
净资产收益率 ROE	9.42	8.62	10.12	11.98
偿债能力				
流动比率	0.53	0.94	0.95	1.03
速动比率	0.44	0.82	0.81	0.88
现金比率	0.12	0.41	0.22	0.19
资产负债率 (%)	66.70	57.91	55.26	53.60
经营效率				
应收账款周转天数	151.71	150.00	150.00	150.00
存货周转天数	15.03	15.00	15.00	15.00
总资产周转率	0.15	0.16	0.18	0.19
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.02	1.26	1.58
每股净资产	8.67	11.86	12.46	13.22
每股经营现金流	1.91	0.96	1.27	2.50
每股股利	0.52	0.66	0.82	1.03
估值分析				
PE	18	15	12	9
PB	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.90	10.61	9.23	7.99
股息收益率 (%)	3.49	4.46	5.49	6.90

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	749	939	1,157	1,454
折旧和摊销	861	845	906	974
营运资金变动	-306	-1,310	-1,312	-561
经营活动现金流	1,721	861	1,145	2,247
资本开支	-1,251	-1,357	-1,341	-1,402
投资	-389	0	0	0
投资活动现金流	-1,917	-1,357	-1,341	-1,402
股权募资	0	2,430	0	0
债务募资	200	100	100	100
筹资活动现金流	-1,368	1,680	-875	-998
现金净流量	-1,564	1,183	-1,070	-153

插图目录

图 1: 永兴股份股权结构图 (2024 年 1 月)	3
图 2: 公司业务分布情况	4
图 3: 2019-2023 年永兴股份营业收入及增速	5
图 4: 2019-2023 年永兴股份归母净利润及增速	5
图 5: 2019-2023 年永兴股份主营收入构成	6
图 6: 2019-2023 年永兴股份毛利润构成	6
图 7: 2019-2023 年永兴股份毛利率、净利率走势	6
图 8: 2019-2023 年永兴股份项目运营毛利率走势	6
图 9: 2019-2023 年永兴股份资本开支情况	7
图 10: 2019-2023 年永兴股份现金流情况	7
图 11: 2019-2023 年公司资产负债率走势	7
图 12: ACC 自动燃烧控制系统炉排控制路径	8
图 13: ACC 自动燃烧控制系统燃烧控制路径	9
图 14: 部分垃圾焚烧发电企业厂自用电率对比	9
图 15: 垃圾焚烧发电厂和火力发电厂能量转化效率对比	10
图 16: 不同蒸汽参数的垃圾焚烧方案结果对比 (3x750 t/d)	10
图 17: 部分垃圾焚烧发电企业吨发电量情况	11
图 18: 广州市第七资源热力电厂存量垃圾开挖	13
图 19: 广州市城镇活垃圾清运量走势	14
图 20: 永兴股份垃圾处理量及产能利用率	14
图 21: 垃圾焚烧电厂热电联产示意图	15
图 22: 广州各区重点产业全景图	16
图 23: 广州工业总产值及增速	17
图 24: 2012 年以来, 全国城市生活垃圾清运量	18
图 25: 2012 年以来, 全国县城生活垃圾清运量	18
图 26: 2012 年以来, 我国总人口城镇化率	18
图 27: 2012 年以来, 全国城市生活垃圾焚烧处理能力	19
图 28: 2012 年以来, 全国县城生活垃圾焚烧处理能力	19
图 29: 2016 年以来, 垃圾焚烧发电新中标产能情况	19
图 30: 2014 年以来城市垃圾焚烧发电新增投产产能	19
图 31: 截至 2023 年 6 月底, 部分垃圾焚烧发电企业产能投运情况	20
图 32: 2018 年以来, 样本企业营业收入情况	21
图 33: 2018 年以来, 样本企业归母净利润情况	21
图 34: 2018 年以来, 样本企业资本支出情况	21
图 35: 2018 年以来, 样本企业利息支出情况	21
图 36: 2018 年以来, 样本企业经营活动现金流量净额情况	22
图 37: 2018 年以来, 样本企业毛利率、净利率情况	22

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司各板块主要项目信息	4
表 2: 存量垃圾治理相关政策梳理	12
表 3: 2022 年度, 部分垃圾焚烧发电上市公司分红情况 (亿元人民币)	22
表 4: 公司整体盈利预测情况	24
表 5: 永兴股份与 A 股可比公司估值对比	25
表 6: 公司 DCF 假设参数	25
表 7: 公司 DCF 模型 (单位: 百万元)	26
表 8: 永兴股份估值敏感性分析表	26
公司财务报表数据预测汇总	29

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026