

【广发环保&建材&海外】海螺创业 (00586.HK)

底部反转“双重奏”，高股息的未来时

核心观点：

- “海螺水泥”影子股的蜕变——固废与水泥的底部“双重奏”。公司作为海螺系员工持股平台，工会及员工个人持有主要股份，当前主要资产/项目包括“海螺水泥”18%间接股权和5.9万吨/日固废项目。受制于“海螺水泥”盈利/分红下滑、固废持续高投入，21~23年持续业务归母净利润69.1/38.5/24.6亿元，自由现金流（FCF）-56.0/-40.2/-33.7亿元，分红10.8/6.7/3.3亿元。但海螺水泥盈利见底，固废投资结束并贡献稳定现金流，双重底部反转下，预期公司24~26年FCF+收到联营公司股息合计5.1/25.1/30.0亿元，而当前市值仅113亿港元。
- 固废：错位竞争小型项目，由“吸血”转为“造血”。公司依靠与全球小型炉排设备龙头川崎重工的合作，错位布局300~600吨/日垃圾焚烧项目，截止2023年底在运4.54万吨/日，在建0.64万吨/日（计划24年建成），筹建0.7万吨/日（无启动时间表）。在手项目投运下，公司将从依赖“海螺水泥”不稳定联营股息（21~23年14.2/15.8/7.5亿元）转为主业就可提供超20亿/年的现金流，分红能力/稳定性将大幅提高。
- “海螺水泥”盈利见底，权益估值正待重估。公司持有18%“海螺水泥”股权理论市值236亿港元，而公司当前市值仅113亿港元。参考6月1日广发建材团队的深度报告，预计“海螺水泥”利润、分红有望触底见稳。叠加主业不再“吸血”，水泥分红兑现股东回报，该权益资产有望迎来价值重估。参考广发建材盈利预测及23年分红比例，预计24~26年贡献联营利润15.2/16.6/18.0亿元，联营股息6.8/7.5/8.1亿元。
- 盈利预测与投资建议：预计公司24~26年归母净利润24.4/26.7/28.7亿元，对应PE估值4.3/3.9/3.6倍。现金流大幅改善下，分部PE估值下合理价值9.76元/股（10.60港元/股），首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。固废盈利、回款不及预期；联营公司盈利、股息不及预期等。

盈利预测：若无特殊说明，本篇报告采用数据的货币单位为人民币

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,896	8,015	8,006	6,640	6,659
增长率（%）	18%	2%	0%	-17%	0%
EBITDA（百万元）	5,608	4,414	4,434	4,740	4,929
归母净利润（百万元）	15,959	2,464	2,436	2,665	2,861
增长率（%）	114%	-85%	-1%	9%	7%
EPS（元/股）	8.75	1.36	1.36	1.49	1.60
市盈率（x）	1.78	4.38	4.28	3.91	3.64
ROE（%）	35.57%	5.32%	5.05%	5.31%	5.48%
EV/EBITDA（x）	8.20	7.87	7.85	7.03	6.40

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：货币单位 CNY

识别风险，发现价值

公司评级

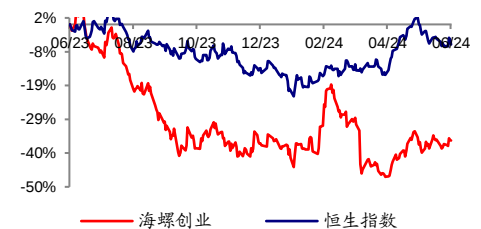
当前价格	6.32 港元
合理价值	10.60 港元
报告日期	2024-06-23

买入

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1792/1792
总市值/流通市值（亿港元）	113/113
一年内最高/最低（港元）	10.58/5.22
30日均成交量/成交额（百万）	7.0/43.7
近3个月/6个月涨跌幅（%）	-4.53/3.10

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

陈龙



SAC 执证号：S0260523030004

021-38003623



shchenlong@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意，陈龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、水泥盈利、固废投资见底，现金流转正在即	6
（一）海螺系员工持股平台，形成固废主业、水泥股权双驱动	6
（二）水泥投资收益下滑有望见底，固废运营利润稳步提高	9
（三）经营性现金流稳中有升，投资收缩下自由现金流有望转正	12
（四）应收账款回款风险可控，“高现金+低利率”筑造经营保障	14
二、小型焚烧项目龙头：盈利稳定、造血出色	19
（一）错位竞争造就行业龙头，盈利稳定、ROE 水平被低估	19
（二）投资收缩、存量时代到来，由“吸血”转为“造血”	23
（三）依托集团资源提前布局新方向，电池循环产业静待风起	26
三、水泥权益有望估值修复，公司长期股息可期	29
（一）“海螺水泥”影子股的历史之殇：盈利下滑、分红截留	29
（二）海螺水泥盈利有望见底，权益资产估值正待修复	32
（三）水泥盈利反转、固废投资结束，公司分红/股息潜力突出	34
四、盈利预测和投资建议	36
五、风险提示	39

图表索引

图 1: 海螺创业发展历程图	6
图 2: 公司主营业务收入占比	7
图 3: 公司主营业务毛利占比	7
图 4: 海螺创业股权穿透图 (截至 2023 年底)	8
图 5: 公司 2018 至 2023 年营业收入及同比增速	9
图 6: 公司 2018 至 2023 年归母净利润及同比增速	9
图 7: 公司 2018 年至 2023 年归母净利润结构	10
图 8: 公司 2018 至 2023 年税前利润结构	10
图 9: 2018 至 2023 年公司主营业务收入情况 (单位: 百万元)	10
图 10: 建设高峰期已过, 运营收入占比提升	11
图 11: 运营收入占比 23 年已超过建造收入占比	11
图 12: 2018 至 2023 年公司毛利润拆分情况 (单位: 百万元)	11
图 13: 公司主营业务毛利率情况	11
图 14: 2018 至 2023 年公司归母净利润拆分情况 (单位: 亿元)	12
图 15: 2018 至 2023 年公司三费情况	12
图 16: 2018 至 2023 年公司各项费用率情况	12
图 17: 经营现金流 18-23 年 CAGR 达 37.97%	13
图 18: 22 至 23 年经营业务平均净现比可达 1.85	13
图 19: 公司投资性现金流净额情况	13
图 20: 公司过去数年投资性现金支出大额提高	13
图 21: 投资需求下降, 筹资现金流流入快速下降	14
图 22: 融资缺口自 21 年起逐渐收窄	14
图 23: 应收账款整体可控	15
图 24: 应收账款账龄以一年以内为主	15
图 25: 2021-2023 年公司合约资产中流动部分的构成	16
图 26: 2018-2023 年公司有息负债 CAGR 约为 41.9%	17
图 27: 2018-2023 年公司财务费用水平	17
图 28: 公司有息负债率情况	17
图 29: 公司资产负债率情况	17
图 30: 2023 年末, 公司资产负债率水平位于行业低位	17
图 31: 测算的公司整体有息负债利率水平	18
图 32: 2023 年公司有息负债利率与同行业公司比较	18
图 33: 截止 2023 年末, 国内上市固废企业在运、在建筹建产能对比	19
图 34: 公司与光大环境在手项目对比	20
图 35: 已投运产能按区域划分	20
图 36: 公司历史产能及产能利用率情况	21
图 37: 2023 年行业产能利用率比较	21
图 38: 公司吨发电量与吨上网电量情况	21
图 39: 2023 年行业吨发电量水平比较	21

图 40: 公司垃圾焚烧项目吨投资额与同业比较	22
图 41: 公司垃圾焚烧项目垃圾处理费与同业比较	22
图 42: 23 年公司 ROE 和同行业公司比较	22
图 43: 公司三年平均净现比与同行业公司比较	23
图 44: 公司吨资产创造现金能力与行业对比	23
图 45: 22 年全国焚烧产能规模 100 万吨/日, 超额完成“十四五”要求	23
图 46: 公司历年新签垃圾焚烧项目数量	24
图 47: 公司在运、在建、筹建产能情况 (日/吨)	24
图 48: 在运产能占比快速提升, 23 年已达 76%	24
图 49: 预测公司未来经营性和投资性现金流情况	26
图 50: 预测公司未来自由现金流情况	26
图 51: 公司港口物流业务收入与毛利情况	26
图 52: 公司港口物流归母净利润及占公司总利润比	26
图 53: 公司港口物流产业经营实况	27
图 54: 公司节能设备业务收入与毛利情况	27
图 55: 公司节能设备归母净利润及占公司总利润比	27
图 56: 截止 2021 年底, 海螺川崎在余热发电领域的典型项目情况	28
图 57: 公司新能源业务收入与毛利情况	29
图 58: 公司新能源归母净利润及占公司总利润比	29
图 59: 公司持有海螺集团的穿透关系 (截止 2024Q1)	30
图 60: “海螺水泥”归母净利润和同比增速	31
图 61: “海螺水泥”历史分红金额情况	31
图 62: 海螺创业联营公司损益对利润影响显著	31
图 63: 海螺创业收到联营公司股息有所下滑	31
图 64: 海螺水泥: 营业收入历史及预测	33
图 65: 海螺水泥: 归母净利润历史及预测	33
图 66: 2023 年水泥行业盈利曲线——全口径吨归母净利 (元/吨)	33
图 67: 2023 年水泥公司“非水泥”毛利占比和增速	34
图 68: 海螺水泥毛利结构	34
图 69: 预测公司未来经营性现金流净额情况	34
图 70: 预测公司未来垃圾焚烧运营产能情况	34
图 71: 公司资本性开支预测	35
图 72: 预测海螺水泥利润及公司的联营公司损益	35
图 73: 预测公司未来收到的联营公司分红	35

表 1: 2023 年主要高管背景及激励薪酬情况: 管理层与董事会普遍出身于海螺系	8
表 2: 公司主要资产结构	14
表 3: 公司主要负债结构	16
表 4: 公司计息借贷以及相关利率情况	18

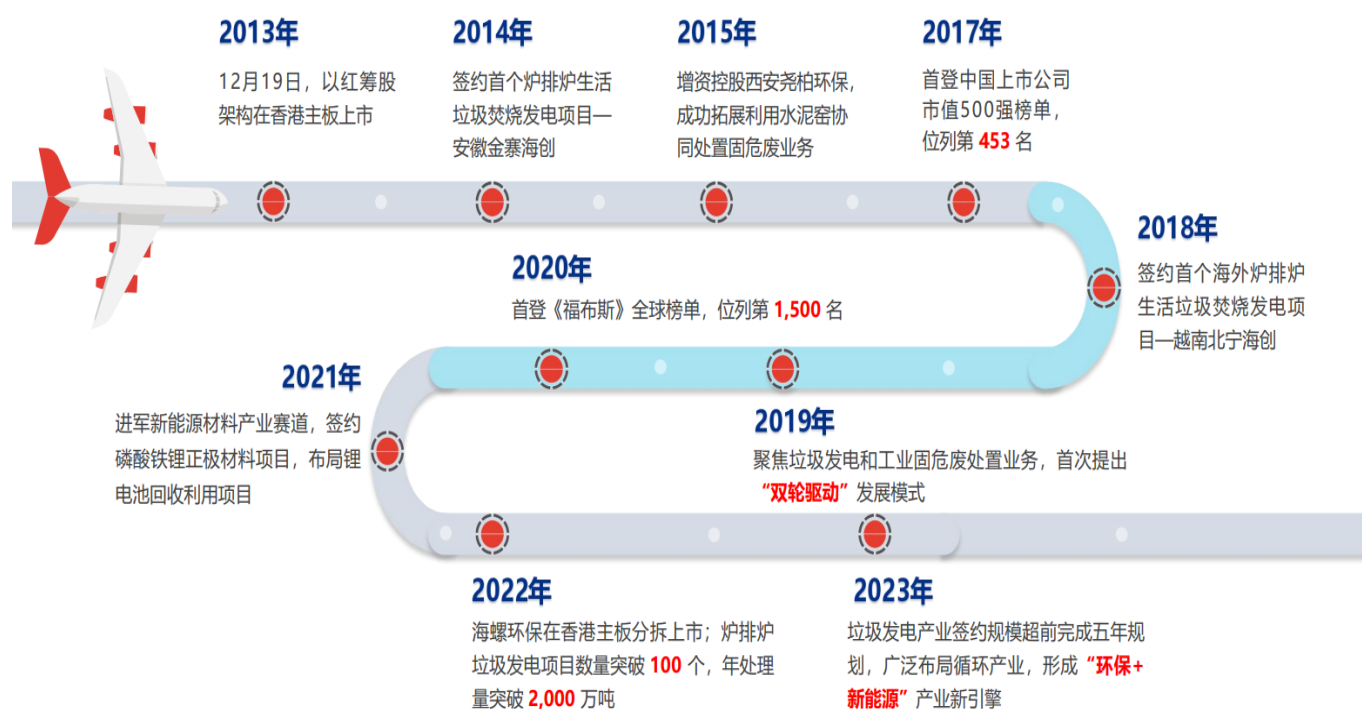
表 5: 2023 年公司金融负债相关的未贴线现金流与账面价值	19
表 6: 公司在建项目都将于 24 年投产, 筹建项目短期无启动计划	24
表 7: 公司锂电池回收综合利用项目情况	29
表 8: 2022 年海螺水泥对于海螺集团的影响情况分析	30
表 9: 海螺水泥估值和海螺创业比较 (收盘价: 2024/6/21)	31
表 10: 海螺水泥→海螺集团→海螺创业的分红金额传导关系	32
表 11: 广发环保团队对于公司未来自由现金流预测	36
表 12: 公司收入拆分预测 (2024 至 2030 年)	37
表 13: 分部估值测算过程	38
表 14: 同样可比公司盈利预测及估值 (收盘价: 2023/6/21)	39

一、水泥盈利、固废投资见底，现金流转正在即

（一）海螺系员工持股平台，形成固废主业、水泥股权双驱动

海螺集团员工持股平台，坐拥18%海螺水泥股权，聚焦布局垃圾焚烧运营业务。2003年，海螺创业在海螺水泥改制过程中作为海螺系员工的持股平台成立，集团工会及员工个人持有主要股份，其核心资产为持有的49%海螺集团股权（穿透间接持有18%海螺水泥股权）。除股权资产外，公司积极依托海螺集团的资源优势，先后布局了水泥窑危废协同处置、垃圾焚烧、港口物流、电池拆解等新能源业务。2022年，水泥窑协同处置危废业务板块以实物分派方式在港股分拆上市（海螺环保 00587.HK），自此公司不再持有任何危废处置资产。目前除持有的海螺水泥股权外，公司形成了垃圾焚烧业务为主，港口物流、节能装备、新能源业务为辅的业务布局。

图 1：海螺创业发展历程图



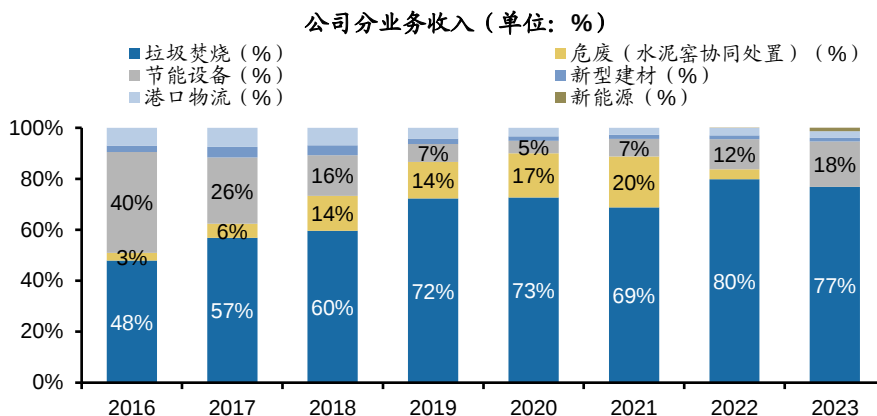
数据来源：业绩推介材料，广发证券发展研究中心

垃圾焚烧发电为当前绝对主营业务，收入毛利占比约八成。不考虑海螺水泥贡献的投资收益，公司主营业务经历了两大阶段。（1）2014-2021年：焚烧发电与水泥窑协同处置危废业务齐头并进。但由于危废行业尚处于高景气度时期，因此在这一时期危废业务的毛利率普遍偏高，危废业务毛利占比因此增长显著。（2）2021年-至今：由于危废业务分拆上市，垃圾焚烧发电业务成为了绝对意义上的主营业务板块，22-23年收入、毛利占比超八成。此外公司还拥有节能装备（依靠川崎设备优势对外出售炉排、余热锅炉）、港口物流、新能源等布局，当前阶段以保持稳定运营为主。

根据公司官网披露的《2023年业绩推介材料》，2023年公司实现归母净利润24.64亿

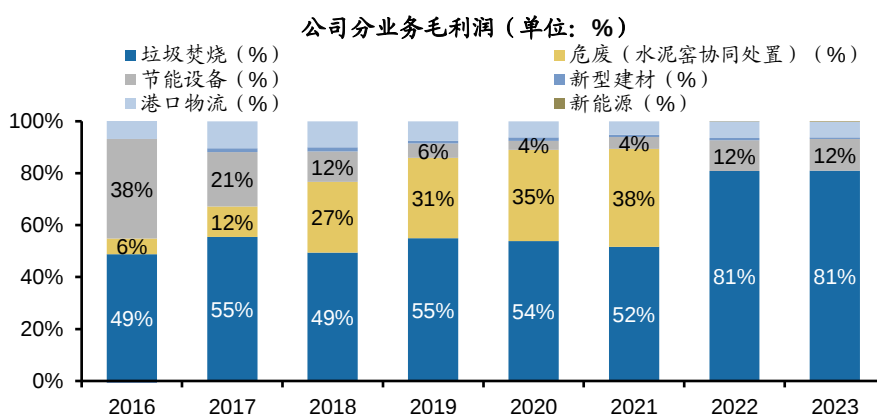
元：垃圾处置8.00亿元（占归母净利润32.5%，下同）、股权及其他14.95亿元（主要来自“海螺水泥”，60.7%）、节能装备0.73亿元（3.0%）、港口物流0.82亿元（3.3%）、新能源业务0.14亿元（0.6%）。

图 2：公司主营业务收入占比



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 3：公司主营业务毛利占比



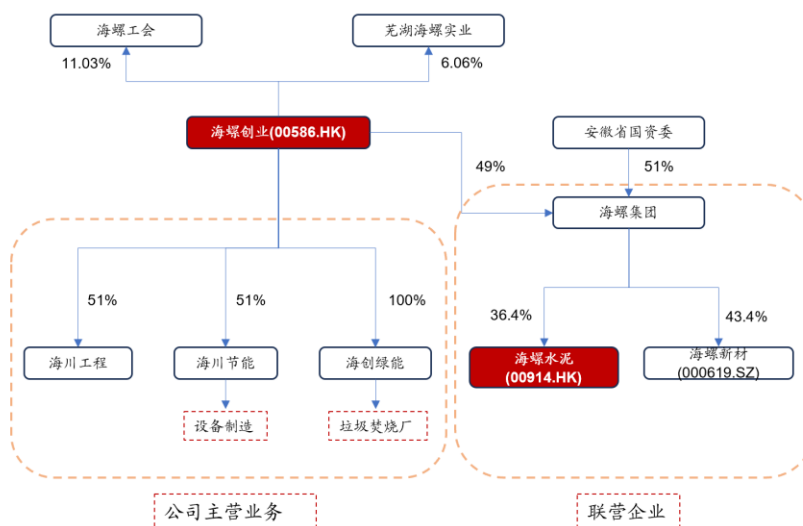
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

无实控人状态的员工持股平台，高激励、高持股绑定员工利益。根据2013年《网上预览资料集》披露，公司作为海螺系员工持股平台而创立，上市重组前集团工会和管理层持有公司股份100%。上市后于2015年，若干股东（包括控股股东）把它们所持有的公司股份分配给信托受益人，因此自15年6月起近三年时间公司无超过5%股份的大股东。通过数年股权的调整，截止2023年底，海螺工会、海螺事业分别持有公司11.03%和6.06%股权，叠加未披露的大量员工个人持股，海螺系员工持股为主、无实控人的股权状态不变。从治理结构来看，通过高激励（管理团队年度薪酬普遍高于200万元）、高持股（海螺系各平台领导、员工均持有公司股份）实现员工与公司利益的深度绑定。

主营业务中，海创绿能（垃圾焚烧）为重要全资子公司；联营企业中，海螺水泥（间接持有17.84%）贡献较大的投资收益。从重要性上来说，海创绿能（垃圾焚烧发电

全资子公司) 23年贡献了超过2/3的主营业务利润, 是公司在垃圾焚烧业务板块的重要组成部分。海螺水泥作为公司重要的联营企业, 长期对公司的净利润以及现金流起到重要影响。

图 4: 海螺创业股权穿透图 (截至2023年底)



数据来源: Wind, 定期报告, 广发证券发展研究中心

表 1: 2023 年主要高管背景及激励薪酬情况: 管理层与董事会普遍出身于海螺系

姓名	曾任职务	目前职务	是否出身于海螺系	年度薪酬 (万元)	持股比例 (%)	股份数量 (千股)
郭景彬	海螺集团有限责任公司董事、副总经理 海螺水泥股份有限公司董事、副总经理 海螺创业投资有限责任公司董事长	董事会主席	是	259.4	2.63%	47680
纪勤应	海螺集团有限责任公司董事、常务副总经理 海螺水泥股份有限公司董事、总经理 海螺创业投资有限责任公司董事长	董事会副主席 行政总裁	是	257.3	1.93%	35033
汪学森	海螺集团有限责任公司出口处处长/副部长	常务副总经理	是	—	0.13%	2408
疏茂	海螺集团董事会办公室主任助理 海螺创投有限责任公司总经理办公室副主任 海螺环保控股有限公司董事、总经理及董事会秘书	副总经理	是	231.8	0.01%	143
汪俊贤	海螺水泥职能部门、附属公司担任高级管理职务 安徽海创绿能环保集团股份有限公司董事、副总经理	副总经理	是	—	—	—
陈兴强	海螺水泥股份有限公司信息披露主管, 龙陵海螺财务处处长助理、副处长	财务总监 董事会秘书	是	—	0.01%	4

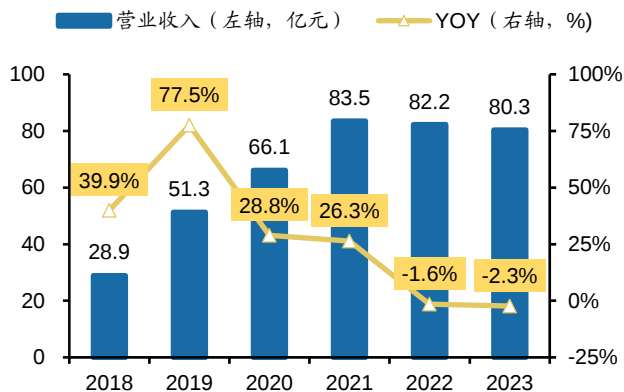
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

（二）水泥投资收益下滑有望见底，固废运营利润稳步提高

21至23年公司归母净利润大幅波动，但主业利润保持稳定增长。根据公司财报，2021年至2023年实现营业收入83.5、82.2和80.2亿元，整体维持在80亿量级，但归母净利润为74.6、159.6和24.6亿元，波动较大且下滑明显。具体分析，影响的因素如下：

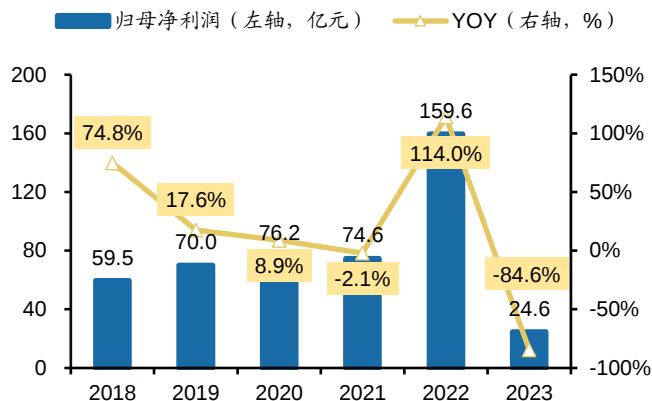
1. **危废业务剥离，拉高22年表观利润。**2022年公司以实物分派方式分拆上市水泥窑协同处置危废的有关业务至海螺环保（00587.HK），至此公司不再持有任何危废处置相关的资产和业务。由于危废业务的剥离造成了22年当年接近120亿的实物分派收益，导致当年高净利润的假象。但从持续业务归母净利润来看，2021至2023年达69.05/38.52/24.64亿元，呈现趋势下滑，主要系下述原因二所致。
2. **宏观环境影响，海螺水泥贡献的权益利润下滑。**公司历史利润大头来自于“海螺水泥”贡献的权益利润，21至23年公司“应占联营公司”损益61.6/29.4/16.6亿元，占EBIT的89%/72%/62%。宏观背景影响下海螺水泥利润大幅下滑，导致贡献的权益利润明显收缩，是公司21至23年持续业务归母净利润下降的核心原因。
3. **垃圾焚烧等主业盈利保持稳定，23年略下滑系费用影响。**21至23年公司实现除税前溢利（扣除联营损益后）11.0/14.4/12.1亿元。其中23年有所下滑主要系财务费用同比增长1.29亿（举债赎回了40亿可转债，利息费用有所增长）、管理费用同比增长0.8亿所致，毛利润依旧保持稳中有升。

图 5：公司2018至2023年营业收入及同比增速



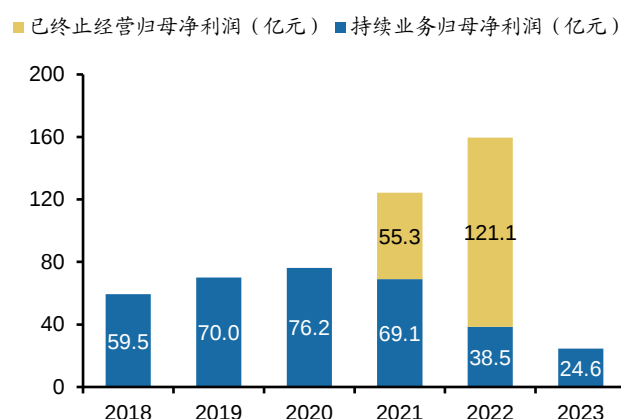
数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：公司2018至2023年归母净利润及同比增速



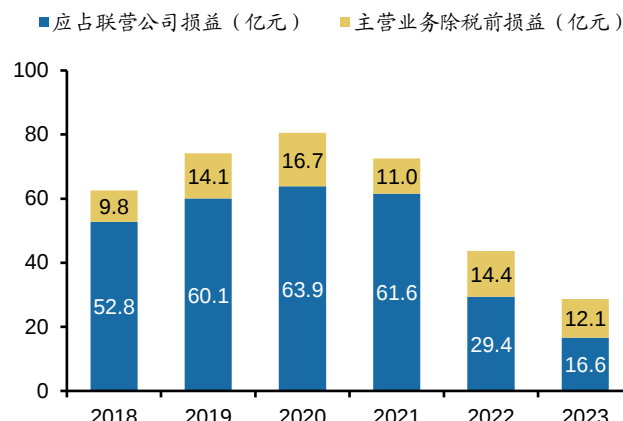
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：公司 2018 年至 2023 年归母净利润结构



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：公司 2018 至 2023 年税前利润结构



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

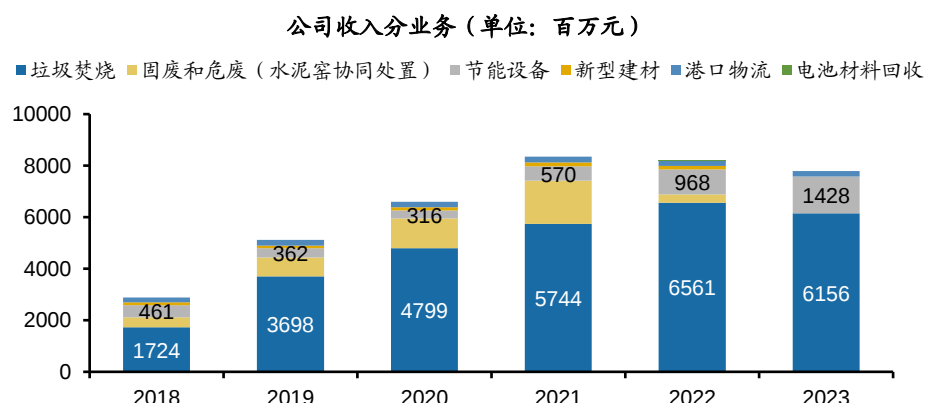
备注：应占联营公司损益主要为来自海螺集团的投资收益，与主营业务税前利润相加为公司税前利润

从具体的营收、毛利润、归母净利润结构来看：伴随危废出清、水泥盈利见底，后续盈利稳定性将显著提升：

从收入结构来看，过去数年垃圾焚烧等核心主业保持着相对稳定的增长趋势，扣除危废业务后 20 至 23 年营业收入可达 54.5/66.8/79.0/80.2 亿元。增长主要依靠垃圾焚烧业务的扩张，20 至 23 年“垃圾处置”收入 48.1/57.4/65.6/61.6 亿元（23 年下滑系处置收入中工程收入大幅下滑所致）。

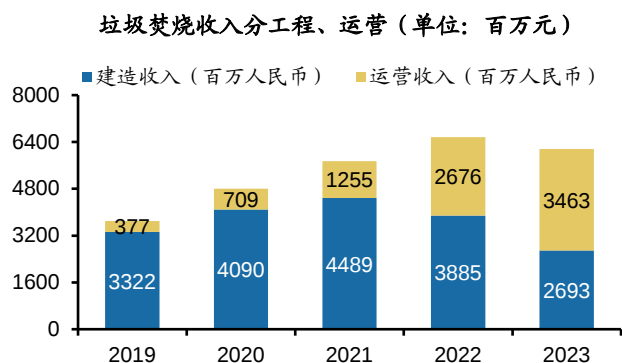
因此将“垃圾处置”收入结构进一步拆分，伴随着项目逐步建成投运，其工程营收连续两年收缩的同时，运营收入正稳步提高。2021 至 2023 年“垃圾处置-运营收入”达 12.6/26.8/34.6 亿元，同比增长 77.0%/113.2%/29.4%，收入结构持续优化。

图 9：2018 至 2023 年公司主营业务收入情况（单位：百万元）



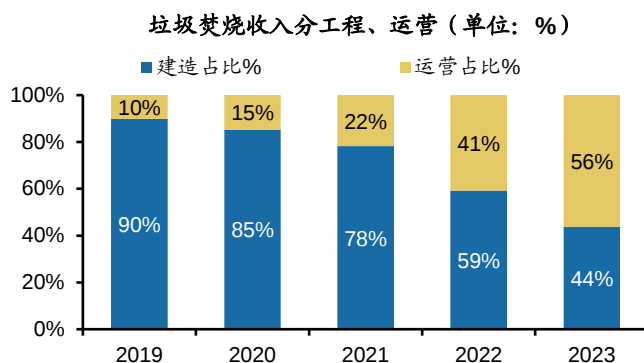
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 10：建设高峰期已过，运营收入占比提升



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

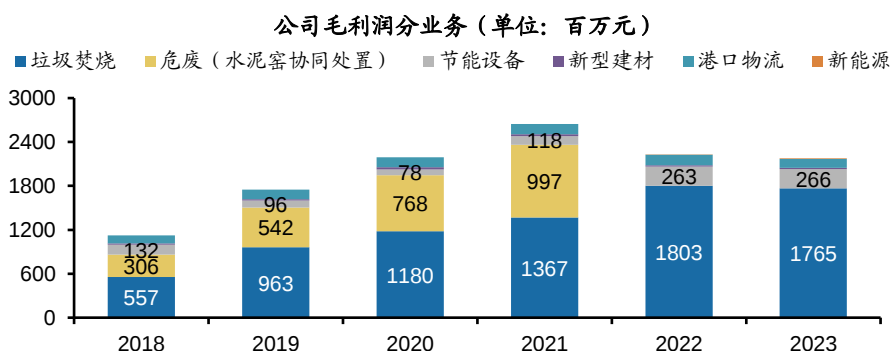
图 11：运营收入占比23年已超过建造收入占比



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

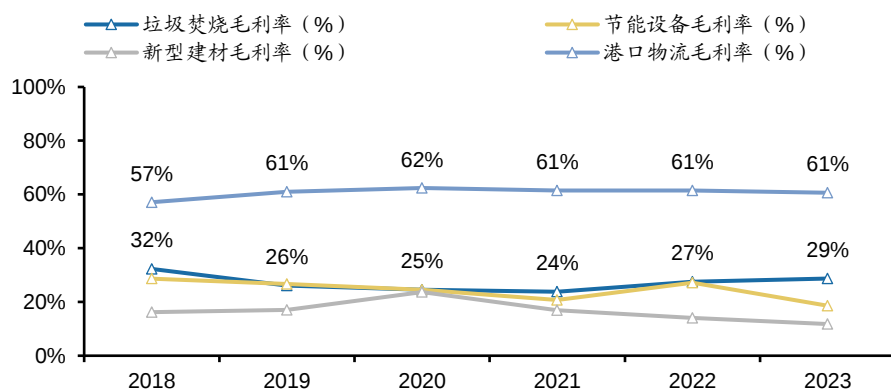
从毛利润结构来看，垃圾焚烧主业保持稳中有升的趋势，**21至23年“垃圾处置”实现毛利润13.7/18.0/17.7亿元**，占总毛利比重51.7%/80.9%/81.0%。而其余业务整体贡献相对较少，其中节能装备和港口物流21至23年分别贡献毛利润1.2/2.6/2.7亿元和1.4/1.4/1.3亿元，并且运营占比提高亦拉高了公司固废及整体毛利率水平。

图 12：2018至2023年公司毛利润拆分情况（单位：百万元）



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 13：公司主营业务毛利率情况

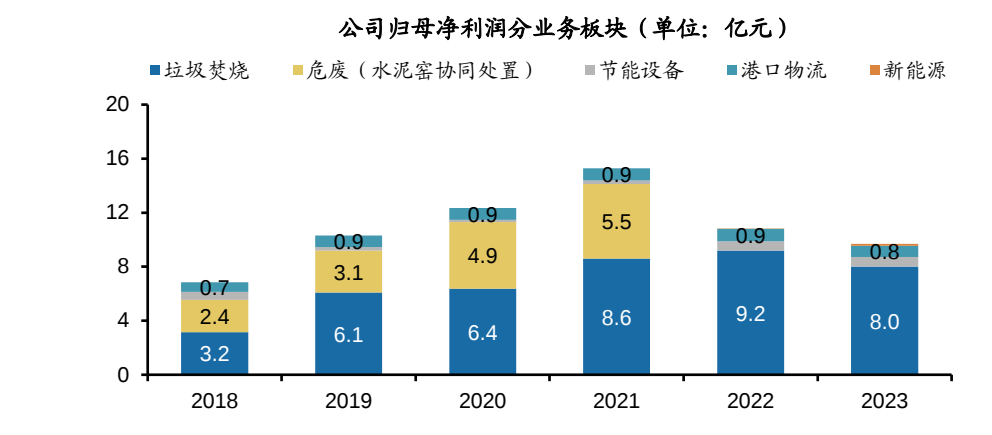


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

从归母利润结构来看，**21至23年垃圾处置利润8.6/9.2/8.0亿元**，有所波动主要系工

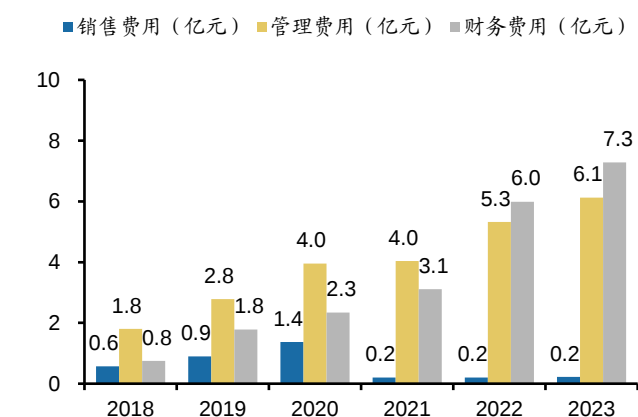
程利润下滑、一次性国补利润扰动、财务、管理费用提升等因素影响，实际经营保持稳定。此外联营企业等其他损益21至23年归母净利润59.3/27.5/14.9亿元，但考虑到水泥业务盈利逐步触底，后续进一步下滑的空间有限，期待盈利企稳及反转。

图 14：2018至2023年公司归母净利润拆分情况（单位：亿元）



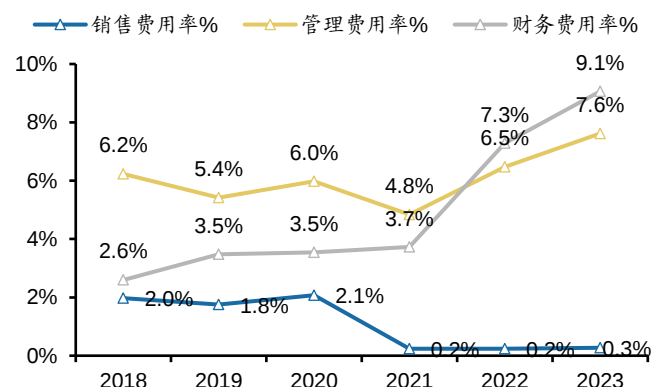
数据来源：公司官网，业绩演示材料，广发证券发展研究中心

图 15：2018至2023年公司三费情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 16：2018至2023年公司各项费用率情况



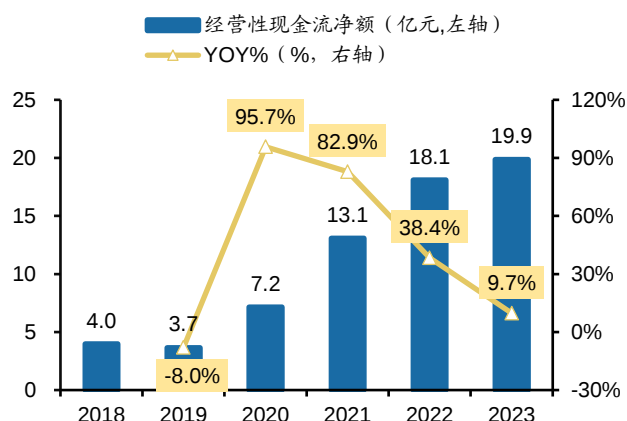
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）经营性现金流稳中有升，投资收缩下自由现金流有望转正

垃圾焚烧项目陆续投产，经营性现金流净额稳定提升。自16年正式进军垃圾焚烧项目开始，公司在16-22年通过招投标和收并购形式扩张，大量垃圾焚烧项目陆续投入运营。而垃圾焚烧项目拥有30年稳定运营、收费能力，具体体现在经营性现金流净额从18年的4.0亿元快速提升至23年的19.9亿元，五年CAGR达37.97%。

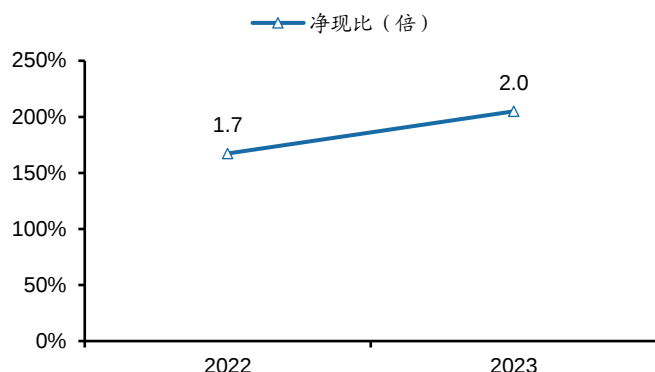
22至23年平均净现比可达1.85，充分展现垃圾焚烧的造血能力。公司22至23年扣除联营企业损益的归母净利润达10.8/9.7亿元，净现比（经营性现金流净额/扣除联营企业损益的归母净利润）可达1.7/2.0。公司成本以折旧摊销等刚性且非现金成本为主（2023年公司折旧摊销成本共计8.9亿元，而经营业务归母净利润9.7亿元规模相近），因此1单位的利润可创造近2单位的经营性现金流净额，造血能力突出。

图 17: 经营现金流18-23年CAGR达37.97%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 22至23年经营业务平均净现比可达1.85

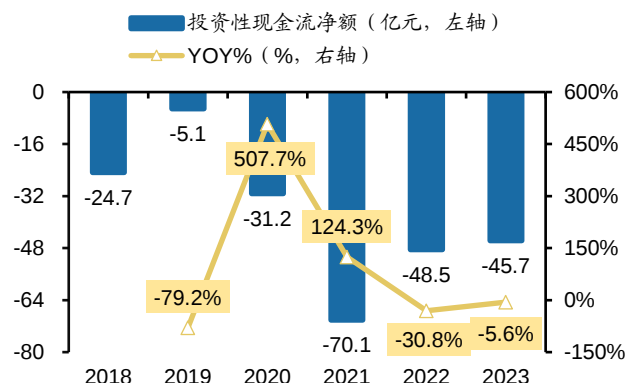


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

成长阶段匹配高资本开支，在手项目逐步转运、投资持续收缩。由于固废行业重投资、重资产的商业模式，在扩张高峰期往往匹配高额的焚烧厂期初投资，因此自2018年起公司出现了持续且大额的投资性现金净流出。但伴随着在手项目逐步建成转运，21年至今CAPEX收缩趋势明显，21至23年公司投资性现金流净额-70.1/-48.5/-45.7亿元。结合公司仅剩0.64万吨/日在建项目，投资性现金支出未来仍将保持下滑趋势。

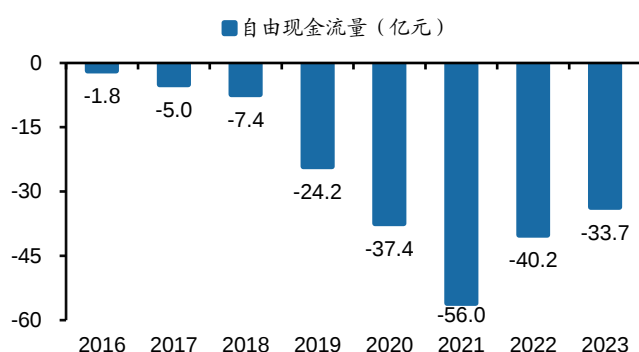
自由现金流加速转正，垃圾焚烧有望由“吸血”转为“造血”。经营性现金流稳中有升的同时，投资性现金流出却在明显收缩，因此公司自由现金流（经营性现金流净额-资本性开支）持续改善，21至23年分别为-56.0/-40.2/-33.7亿元。而伴随着未来投资的进一步收缩，可期待公司自由现金流逐步转正，实现由每年“吸血”大几十亿资金到“造血”20亿+现金流的转变（后文有详细测算）。

图 19: 公司投资性现金流净额情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 公司过去数年投资性现金支出大额提高

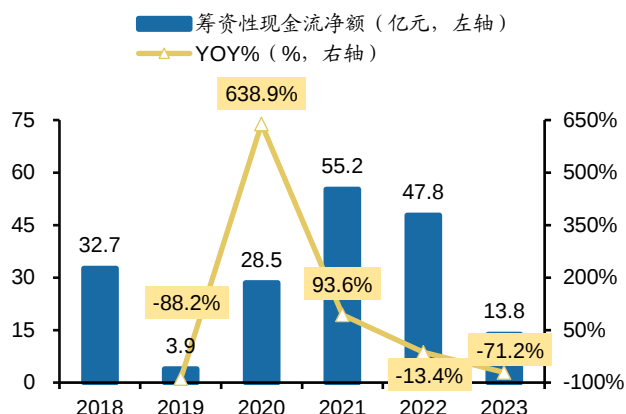


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

自由现金流量（FCF）是指企业经营活动产生的现金流量 OCF 扣除资本性支出（Capital Expenditures, CE）的差额。自由现金流是一种财务方法，用来衡量企业实际持有的能够回报股东的现金。指在不危及公司生存与发展的前提下可供分配给股东（和债权人）的最大现金额。全文自由现金流均为上述口径。

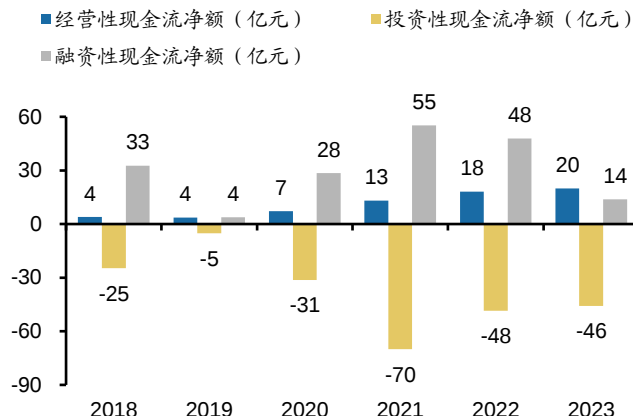
融资需求逐步下降，期待后续债务结构优化。历史上为匹配垃圾焚烧厂的建设需要，公司不断融资及提高杠杆率水平（债务及资产结构后文分析），20至22年公司筹资性现金流净额为28.5/55.2/47.8亿元。而伴随着在建项目的减少，公司整体融资需求快速下降。而伴随公司自由现金流转正后，期待后续公司在债务优化上有所突破。

图 21：投资需求下降，筹资现金流流入快速下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 22：融资缺口自21年起逐渐收窄



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）应收账款回款风险可控，“高现金+低利率”筑造经营保障

资产分析：截止2023年底，公司总资产规模达804.6亿元，其中于联营公司的权益376.9亿元、无形资产196.7亿元、合约资产（非流动）41.6亿元、货币资金30.9亿元、贸易及其他应收款项32.0亿元、合约资产（流动）8.4亿元是重点资产分析科目。

- 1. 于联营公司的权益：**主要为公司持有的49%海螺集团股权对应的权益资产。截止2023年底达376.9亿元，占总资产比重的47%。
- 2. 无形资产与合约资产（非流动）：**主要为公司投资垃圾焚烧项目所形成的特许经营权资产（BOT项目无所有权，无法确认在固定资产中），具备保底收入的部分确认为金融资产（港股在合约资产-非流动中体现），其余部分确认为无形资产。
- 3. “应收账款及其他应收款”与合约资产（流动）：**主要包括公司经营产生的应收款，其中国补部分较为特殊，已纳入国补目录清单的国补应收款计入应收款项中，而未纳入国补目录清单的国补应收款记在合约资产-流动科目中。

表 2：公司主要资产结构

科目	2023		2022	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
固定资产-物业,厂房及设备	69.33	8.6%	40.78	5.4%
无形资产	196.65	24.4%	166.89	22.1%
于联营公司之权益	376.88	46.8%	368.96	48.9%
应收账款及其他应收款-非流动资产	16.48	2.0%	15.13	2.0%
合约资产-非流动资产	41.56	5.2%	48.06	6.4%
其他-非流动资产	22.49	2.8%	20.34	2.7%

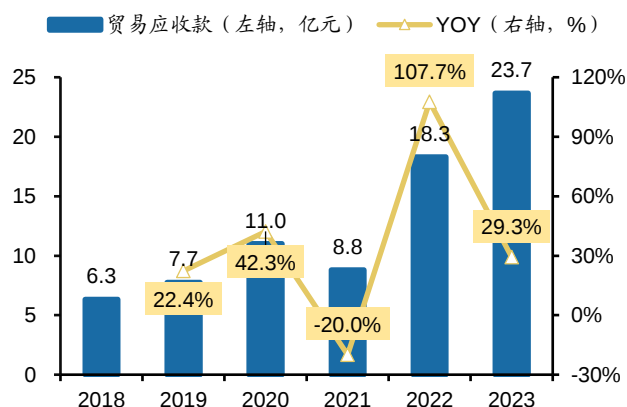
非流动资产合计	723.38	89.9%	660.16	87.6%
货币资金	30.95	3.8%	43.62	5.8%
应收账款及其他应收款项-流动资产	32.01	4.0%	28.46	3.8%
合约资产-流动资产	8.36	1.0%	5.26	0.7%
定期存款	3.80	0.5%	7.10	0.9%
其他-流动资产	6.10	0.8%	9.20	1.2%
流动资产合计	81.22	10.1%	93.64	12.4%
总资产合计	804.60	100.0%	753.80	100.0%

数据来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

应收账款回款健康，结构上以一年以内账款为主。公司22及23年应收账款分别达18.3和22.7亿元，占营业收入的23%和28%，周转天数为62天和92天，整体规模可控。从账龄结构来看，不超过一年应收账款金额达20.15亿元，占应收账款比例的89%。且账龄超过一年以上的应收账款总体以国补为主，整体回款健康，风险可控。

此外公司合约资产（流动资产）大头为未确权的垃圾焚烧补贴，22、23年末入库政府上网电价补贴金额可达3.8和6.0亿元，快速增长主要系众多项目投产，确权了较高的国补收入。但公司过去两年近20亿/年的经营性现金净流入已包含了国补拖欠的影响，国补拖欠背景下公司经营现金流已经足够好。预期后续国补回款加速，对于公司来说，更多为锦上添花。

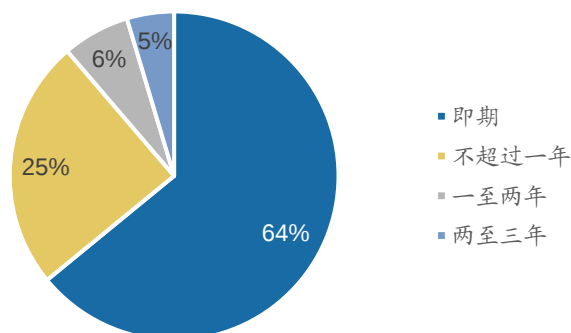
图 23：应收账款整体可控



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

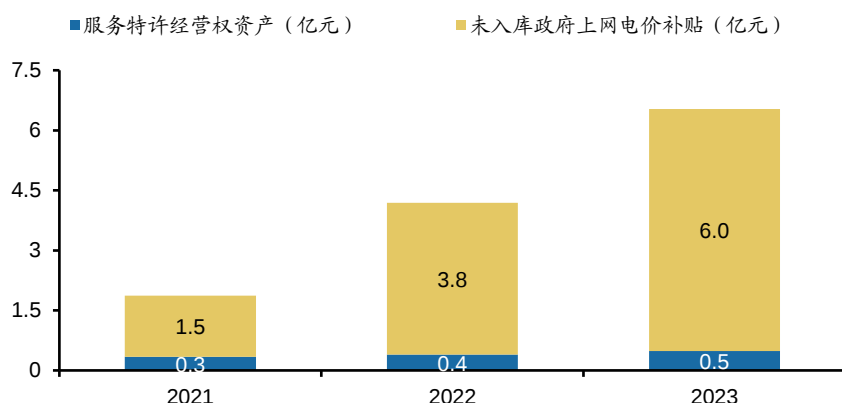
备注：应收账款代指年报原文中“贸易应收款项及应收票据”

图 24：应收账款账龄以一年以内为主



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

图 25：2021-2023年公司合约资产中流动部分的构成



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

负债分析：截止2023年底，公司总负债规模327.1亿元，其中长期借款230.5亿元、无抵押票据27.0亿元、短期借款12.7亿元、应付账款49.6亿元是重点分析科目。并且结合资产情况、需重点分析负债率水平、偿债能力、融资成本等因素。

表 3：公司主要负债结构

科目	2023		2022	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
短期借款	12.68	3.9%	6.91	2.4%
应付账款及其它应付款项	49.57	15.2%	55.30	19.6%
非可换股债券-流动负债	-	-	38.80	13.8%
其他-流动负债	2.23	0.7%	2.53	0.9%
流动负债合计	64.48	19.7%	103.54	36.7%
长期借款	230.54	70.5%	174.96	62.0%
无抵押票据-非流动负债	27.00	8.3%	-	-
其他-非流动负债	5.06	1.5%	3.58	1.3%
非流动负债合计	262.60	80.3%	178.54	63.3%
总负债合计	327.08	100.0%	282.07	100.0%

数据来源：Wind，公司官网，广发证券发展研究中心

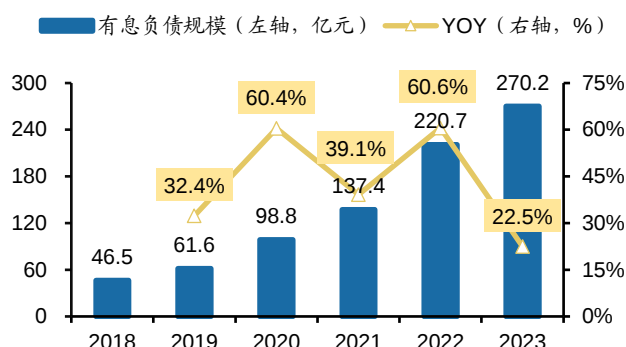
历史上债务规模快速扩张阶段有望结束，进入还款及债务优化阶段。18年之后，在垃圾焚烧发电、新能源的大规模投入下，公司有息负债规模迅速提升。有息负债规模从18年的47亿元增长至23年的270亿元，财务费用从18年的0.8亿增长至23年的7.3亿。具体分析过去两年有息负债剧增133亿元的原因：

(1) 22、23年“购入物业,厂房及设备,在建工程 and 无形资产”合计106.43亿元的配套投资，主要用于垃圾焚烧及新能源项目投资；

(2) 发行中期票据共计27亿元，用于偿还到期的近40亿可转债本金。

展望后续，一方面公司投资基本结束，绝大部分项目将在2024年内投运，投资资金需求明显下降。另一方面已投运项目将开始提供稳定现金流，因此我们预期公司整体负债规模将得到有效控制，有望由“举债”向“还债”转变，进而优化公司报表。

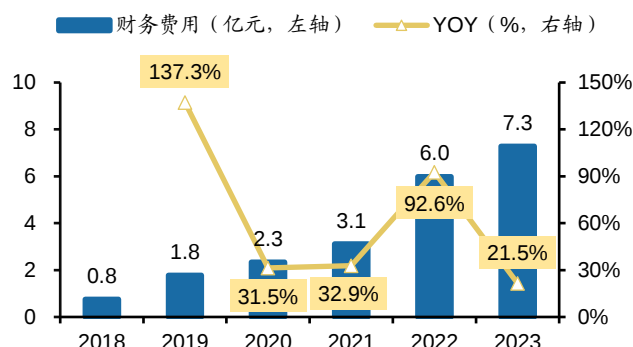
图 26: 2018-2023年公司有息负债CAGR约为41.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 有息负债规模=短期借款+长期借款+票据

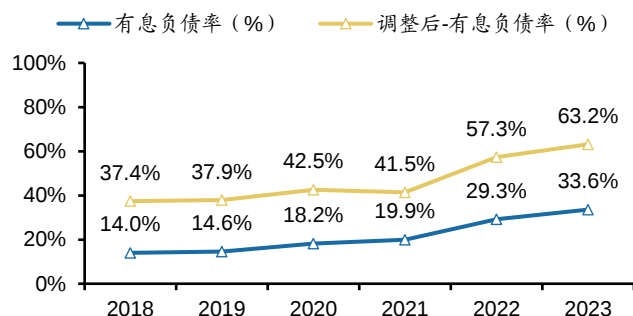
图 27: 2018-2023年公司财务费用水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

整体负债率水平依旧可控, 资产负债率位于行业低位。从负债率水平来看, 公司2023年资产负债率(总负债/总资产)和有息负债率(有息负债/总资产)分别达40.7%和33.6%, 处于行业较低水平。而就算极端情况, 不考虑“海螺水泥”权益资产的贡献下, 调整后-资产负债率和有息负债率分别达76.5%和63.2%, 仍处于合理范围。

图 28: 公司有息负债率情况

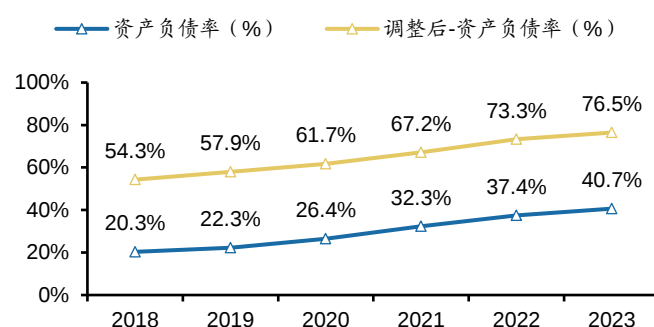


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 有息负债率=有息负债/总资产

调整后-有息负债率=有息负债/(总资产-于联营企业之权益)

图 29: 公司资产负债率情况

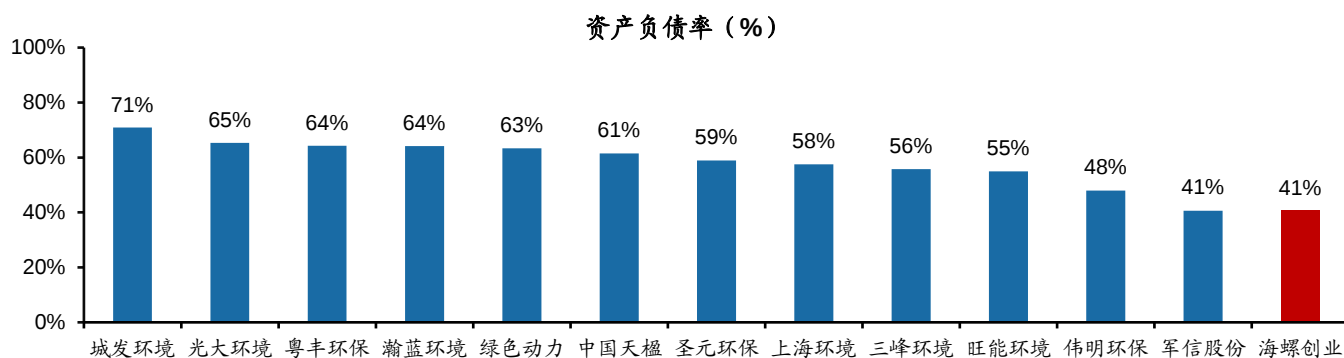


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 资产负债率=总负债/总资产

调整后-资产负债率=总负债/(总资产-于联营企业之权益)

图 30: 2023年末, 公司资产负债率水平位于行业低位

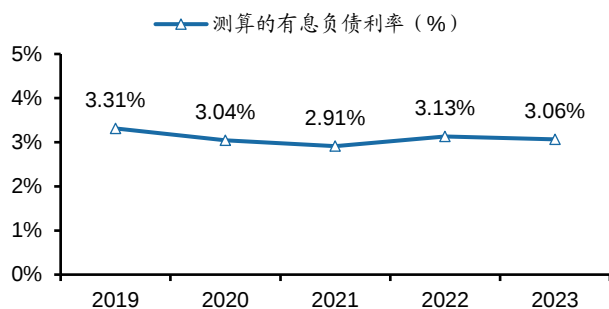


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

低融资成本优势尽显，债务偿还+利率下行下报表仍有优化空间。我们根据“（财务费用+当年资本化利息开支）/有息负债”测算公司的融资利率，对应2021年至2023年融资利率2.9%/3.1%/3.1%，低于同期五年期LPR1.8/1.3/1.1个百分点，整体融资成本亦处于行业较低水平，彰显公司优异信用评级。

具体来看，公司2023年银行贷款的浮动利率仅为2.00%~3.70%，且最新发行的中票利率固定利率仅为2.99%~3.10%。结合公司271亿有息贷款中，**浮动利率贷款占比234亿元（比例高达86%）**，利率下降将对公司报表改善显著。根据公司年报披露，利率总体每下降25个基点会增加公司税后利润大约0.45亿元。

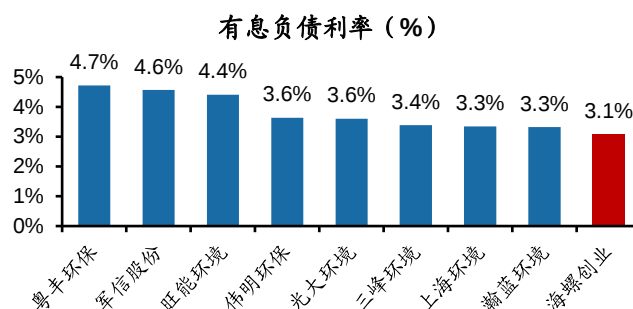
图 31：测算的公司整体有息负债利率水平



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

备注：有息负债利率=（财务费用+当年资本化利息开支）/有息负债

图 32：2023年公司有息负债利率与同行业公司比较



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

表 4：公司计息借贷以及相关利率情况

计息借贷以及相关利率情况			
	2023 年		2022 年
	利率 (%)	人民币 (亿元)	利率 (%) 人民币 (亿元)
固定利率:			
银行贷款	3.00%~3.55%	9.01	2.49%~4.05% 7.01
可换股债券 (零息)	—		0.00% 38.80
未担保中期票据	2.99%~3.10%	27.00	— —
租赁负债	4.30%~4.65%	0.37	4.30% 0.28
有息负债合计:		36.39	7.29
浮动利率:			
银行贷款	2.00%~3.70%	234.19	1.45%~6.22% 174.85
有息负债合计:		234.19	174.85

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

表 5：2023 年公司金融负债相关的未贴现现金流与账面价值

2023 年金融负债相关的未贴现现金流						
单位:亿元	一年内到期	一至两年到期	两年至五年到期	五年后到期	现金流总计	账面价值总计
银行贷款	20.1	38.8	73.5	160.7	0.0	243.2
占比%	28.2%	97.9%	72.9%	99.9%	0.7%	76.0%
贸易及其他应付账款	49.6	/	/	/	0.0	49.6
占比%	69.7%	/	/	/	0.1%	15.5%
无担保中期票据	1.4	0.8	27.3	/	0.0	27.0
占比%	2.0%	2.1%	27.0%	/	0.1%	8.4%
租赁负债	0.1	/	0.0	0.2	0.4	0.4
占比%	0.2%	/	0.0%	0.1%	99.2%	0.1%
年度总计	71.2	39.6	100.8	160.9	0.4	320.2

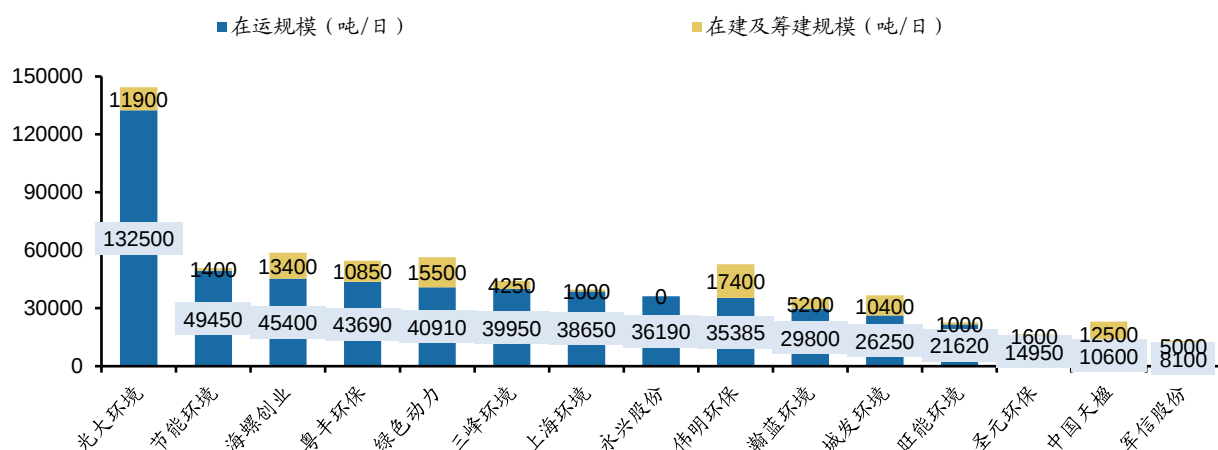
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

二、小型焚烧项目龙头：盈利稳定、造血出色

（一）错位竞争造就行业龙头，盈利稳定、ROE 水平被低估

截止2023年底，公司在手固废产能5.90万吨/日，其中在运4.54万吨/日（垃圾焚烧产能4.24万吨/日，含0.09万吨/日的厨余垃圾处理产能和0.22万/日吨的水泥窑处置垃圾产能）、在建0.64万吨/日、报批拟建0.21万吨/日、储备项目0.49万吨/日。从行业比较来看，公司4.54万吨/日的在运规模，位于除“光大环境”外的第二梯队，亦是国内主流固废企业之一。

图 33：截止2023年末，国内上市固废企业在运、在建筹建产能对比



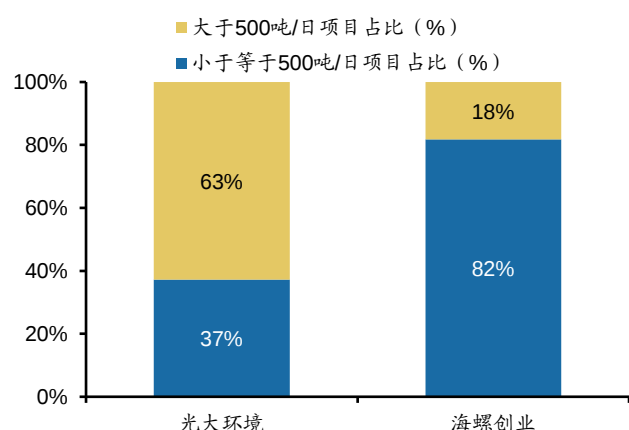
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

错位竞争造就行业龙头，聚焦小型、二线城市项目。回溯公司发展历史，公司能够实现当前体量的固废布局，其自身优势：（1）依托水泥资源，通过水泥窑协同处置生活垃圾进入此市场；（2）更重要的是，依托海螺集团与川崎重工（全球小型化焚烧炉排设备龙头）的深度合作，与同业公司相比更加聚焦于小型化焚烧项目。

项目规模小型化：从具体项目规模来看，公司0~500吨/日（含500吨/日）和500吨/日以上的垃圾焚烧项目占比分别为82%和18%，而这一指标放在光大环境中，其比例仅为37%和63%。

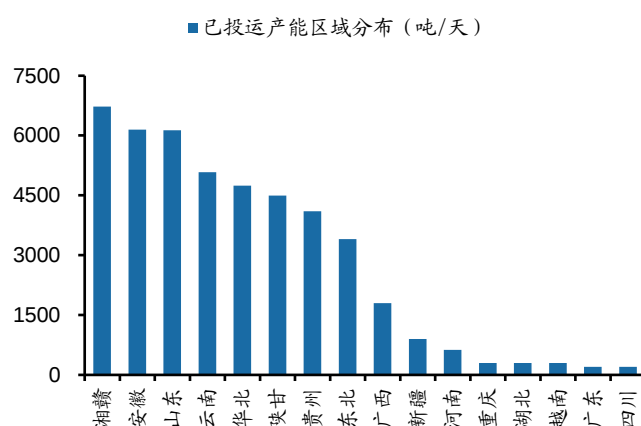
地区分布二线城市：而小型焚烧项目的需求主要来自于人口数量偏少的二线城市，根据公司23年业绩推介材料披露，截止2023年底，在运产能中湘赣、安徽、山东、云南、华北、陕甘、贵州、东北是公司主要的分布地区，对应产能分别为6725、6145、6130、5080、4740、4495、4100和3400吨/日，占运营产能的比例分别为15.9%、14.5%、14.5%、12.0%、11.2%、10.6%、9.7%和8.0%。

图 34：公司与光大环境在手项目对比



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 35：已投运产能按区域划分

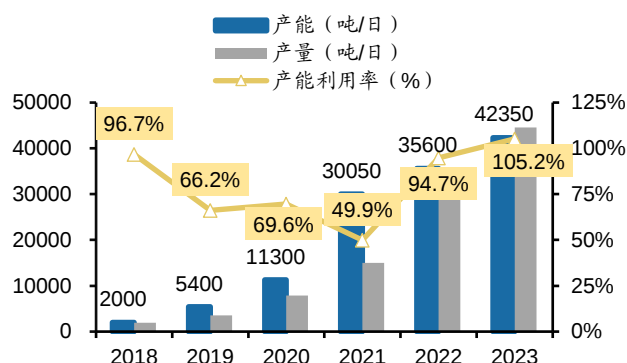


数据来源：业绩推介材料，广发证券发展研究中心

由于公司项目分布地区及规模体量问题，部分投资者亦会关心公司的实际盈利情况。但从产能利用率、吨上网电量水平、ROE等各项指标来看，仍处于行业合理状态，公司盈利情况被低估：

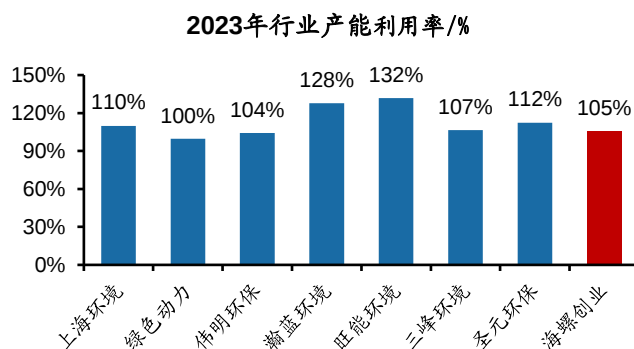
持续超产能利用率运行，2023年吨发电量可达333度/吨。公司2021至2023年垃圾入场量可达540、1214和1604万吨，对应运营产能3.01、3.56和4.24万吨/年，产能利用率可达49.9%、94.7%和105.2%，产能利用率持续提升且超产运行同时，利用率水平亦处于行业中上游。并且从吨发电量水平来看，吨发电量从2018年283度/吨提升至2023年333度/吨，提升趋势明显且位于行业中游（近年吨发电量水平有所下滑系公司部分项目由发电转为了出售蒸汽）。

图 36：公司历史产能及产能利用率情况



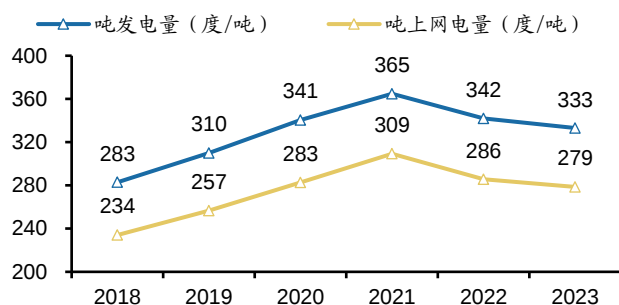
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 37：2023年行业产能利用率比较



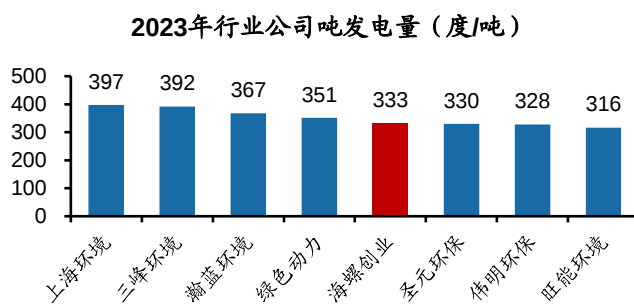
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 38：公司吨发电量与吨上网电量情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

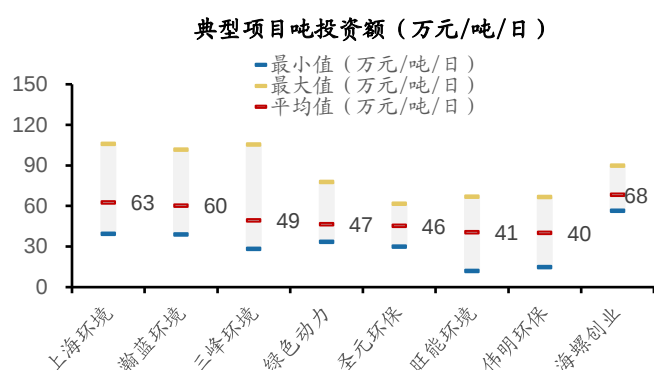
图 39：2023年行业吨发电量水平比较



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

ROE较低系“海螺水泥”权益资产影响，2023年调整后ROE可达9.6%。公司21至23年ROE（摊薄）仅为10.1%/5.4%/3.3%，主要系近377亿的“于联营公司之权益”资产影响所致。而我们用调整后的利润和净资产测算ROE——主业归母净利润/（净资产-于联营公司之权益），调整后ROE为14.0%/10.5%/9.6%。尽管由于规模小、区位以二三线为主，导致公司吨投资相对较高，处理费均价相对较低，但从实际ROE回报率来看，依旧位于合理范围。

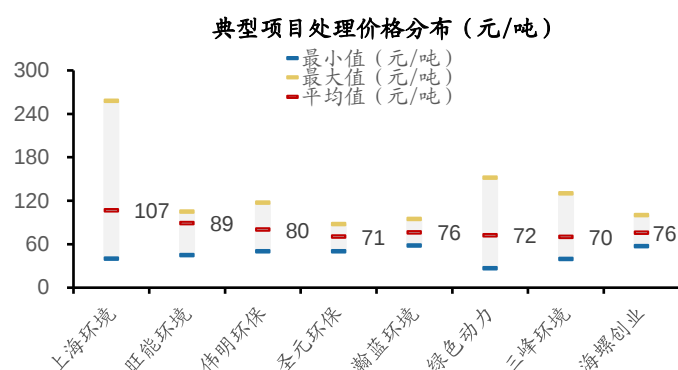
图 40: 公司垃圾焚烧项目吨投资额与同业比较



数据来源: 各公司公告整理, 广发证券发展研究中心

备注: 公司公告整理包括各公司重大合同签约公告, 各地政府采购网公告等公开信息来源

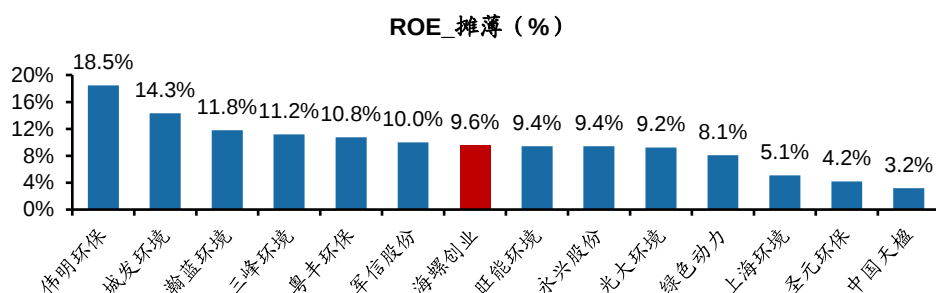
图 41: 公司垃圾焚烧项目垃圾处理费与同业比较



数据来源: 各公司公告整理, 广发证券发展研究中心

备注: 公司公告整理包括各公司重大合同签约公告, 各地政府采购网公告等公开信息来源

图 42: 23年公司ROE和同业公司比较

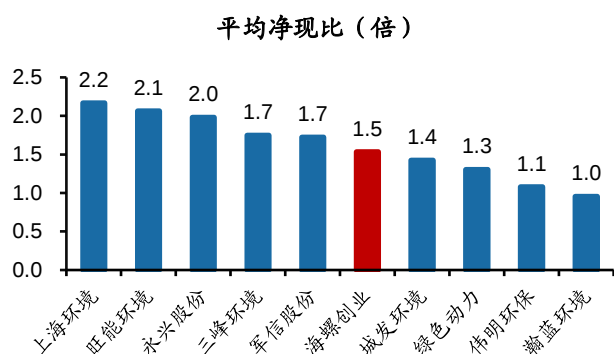


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 公司的 ROE 指标为调整后口径

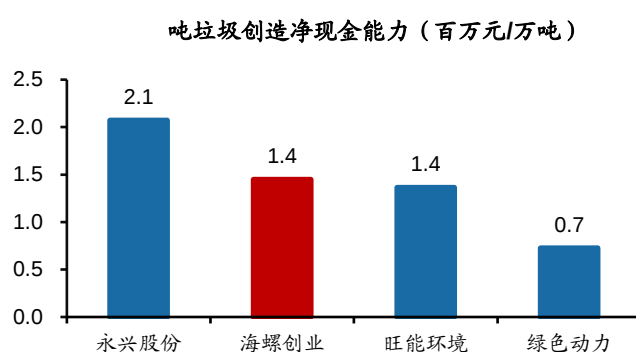
从创造现金角度来看, 公司21至23年调整后平均净现比可达1.5, 位于行业中上游, 意味着单位利润创造现金能力突出。并且从单位垃圾创造净现金角度来看 (经营性现金流净额/垃圾入场量), 公司垃圾业务2023年可创造140元/吨的净现金, 与同业中业务结构相对纯粹的公司对比, 旺能环境、绿色动力、永兴股份分别为140元/吨、70元/吨、210元/吨。结合经营指标、盈利指标和现金流指标来看, 公司垃圾焚烧项目质量仍处于行业合理范围内, 资产价值被低估。

图 43: 公司三年平均净现比与同行业比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 44: 公司吨资产创造现金能力与行业对比

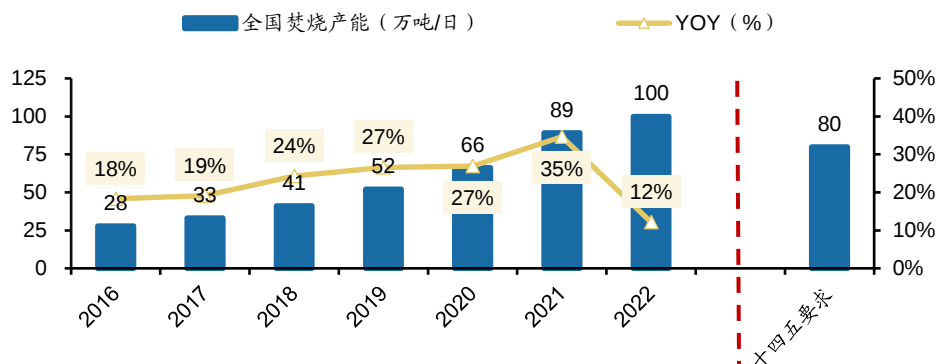


数据来源: Wind, 定期报告, 广发证券发展研究中心

(二) 投资收缩、存量时代到来, 由“吸血”转为“造血”

行业投资高峰期已过, 新签订单收缩、存量时代到来。根据住建部统计的全国焚烧产能数据, 我国垃圾焚烧产能由2016年28万吨/日增长至2022年100万吨/日, 复合增速达23.76%。但另一方面我们看到, 2022年产能同比增速已回落至12%, 且焚烧比例已达75%, 已超额完成“十四五”80万吨/日、焚烧比例65%的政策目标。历史高速增长来自于渗透率提高, 而目前行业趋于饱和, 正式迈入成熟阶段。

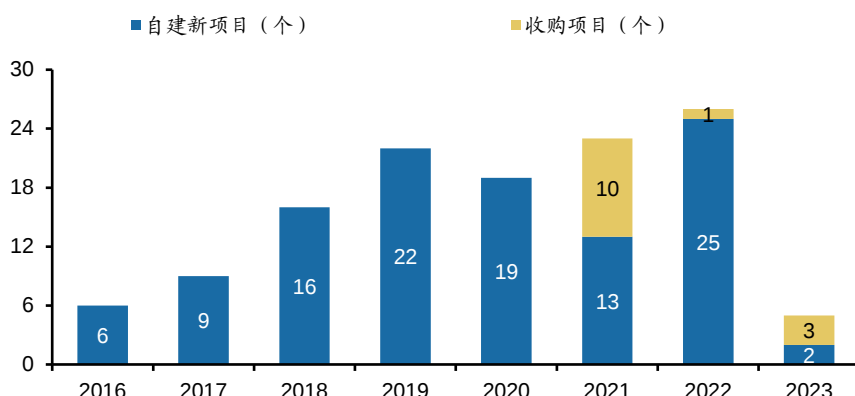
图 45: 22年全国焚烧产能规模100万吨/日, 超额完成“十四五”要求



数据来源: 住建部《城乡建设统计年鉴》、《十四五城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》, 广发证券发展研究中心

公司层面: 新签项目订单持续下滑, 正式迈入存量阶段。从新签订单口径来看, 过去数年, 公司新签订单数量及产能规模快速收缩, 2020至2023年新签订单数量分别为19/23/26/5个, 与上述行业情况匹配。

图 46: 公司历年新签垃圾焚烧项目数量

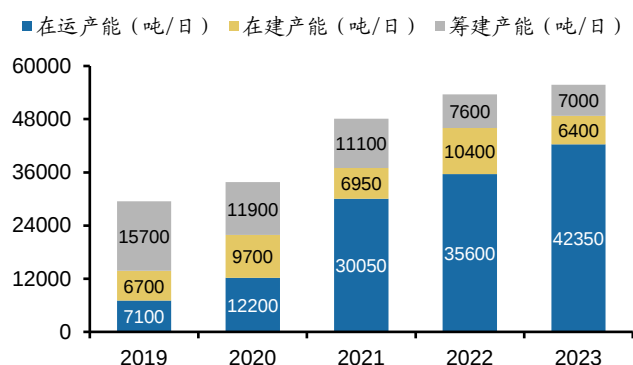


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

因此过去数年公司在运产能的快速增长主要来自于存量订单的不断建成投运——总产能增长有限的情况下，在运产能不断增长、在建/筹建规模持续减少。截止2023年末，公司在运产能4.54万吨/日（含0.09万吨的厨余垃圾处理产能和0.22万吨的水泥窑处置垃圾产能）、在建产能0.64万吨/日、筹建产能0.70万吨/日。

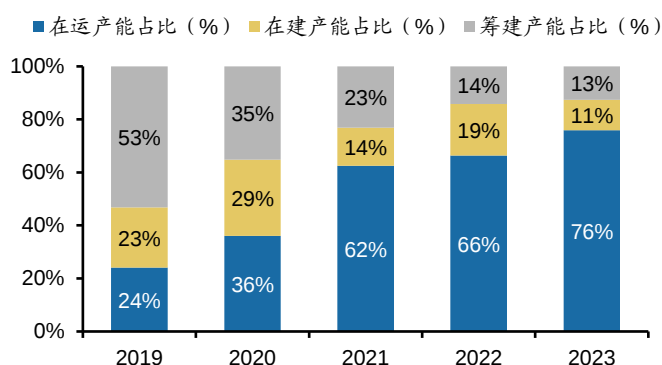
公司在运产能占比已达76%，且根据公司年报披露，0.64万吨/日在建产能将于2024年内建成投运，而0.7万吨/日筹建项目短期亦无开工计划。意味着公司垃圾焚烧项目主体项目将在24年内基本建设完毕，资本开支将快速收缩、现金流将大幅提高。

图 47: 公司在运、在建、筹建产能情况（日/吨）



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 48: 在运产能占比快速提升，23年已达76%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

表 6: 公司在建项目都将于 24 年投产，筹建项目短期无启动计划

项目名称	项目省份	项目产能 (吨/日)	项目状态	预计建成时间
在建项目:				
梁平	重庆	400	在建	2024/1
清镇	贵州	500	在建	2024/1
平果 (二期)	广西	400	在建	2024/1
祁阳	湖南	500	在建	2024/1
东至	安徽	400	在建	2024/2
华阴	陕西	400	在建	2024/3

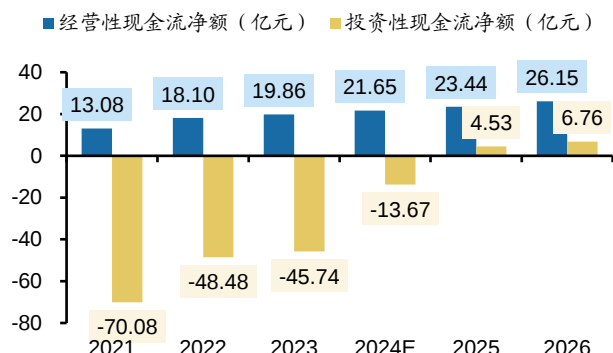
耿马	云南	300	在建	2024/5
巫山	重庆	350	在建	2024/5
庄浪	甘肃	400	在建	2024/6
海东	青海	500	在建	2024/7
建水	云南	500	在建	2024/7
台安	辽宁	300	在建	2024/8
永德	云南	500	在建	2024/8
禄丰	云南	300	在建	2024/9
元阳	云南	300	在建	2024/10
京山	湖北	350	在建	2024/12
在建产能合计:		6400（吨/日）		
筹建项目:				
宿松	安徽	400	报批待建	/
浑源	山西	500	报批待建	/
尤溪一期	福建	400	报批待建	/
云县	云南	500	报批待建	/
南丹	广西	300	报批待建	/
砚山二期	云南	300	储备项目	/
枞阳（二期）	安徽	400	储备项目	/
习水（二期）	贵州	400	储备项目	/
大关	云南	400	储备项目	/
镇雄（二期）	云南	500	储备项目	/
沙河（二期）	河北	1,000	储备项目	/
越南太原项目	海外	500	储备项目	/
越南春山项目	海外	1,000	储备项目	/
尤溪二期	福建	400	储备项目	/
筹建产能合计:		7000（吨/日）		
运营产能合计:		42350（吨/日）		
总产能合计:		55750（吨/日）		

数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

伴随着主业盈利、现金流的反转, 公司分红及估值逻辑也将发生重大转变:

1. 从依赖“海螺水泥”的不稳定分红转为依靠主业就能够保障分红提高及稳定性;
2. 历史上“海螺水泥”给予公司的分红多数用于了固废投资, 导致市场并不对“海螺水泥”的权益市值进行定价(公司间接持有“海螺水泥”18%的股权对应的权益市值可227亿港元, 而公司当前总市值仅为111亿港元);
3. 历史更多从成长股进行定价, 而“海螺水泥”贡献利润下滑、垃圾焚烧成长增速放缓将对公司整体PE估值造成压制。而伴随存量时代到来, 公司可以贡献稳定自由现金流时, 公司估值中枢有望提升。

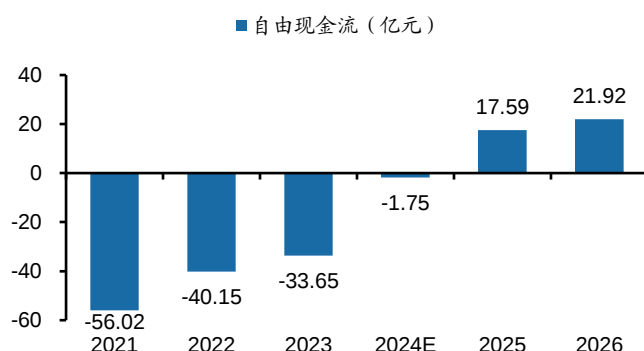
图 49：预测公司未来经营性和投资性现金流情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：上述的预测值来自广发证券，第四章有详细介绍

图 50：预测公司未来自由现金流情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

（三）依托集团资源提前布局新方向，电池循环产业静待风起

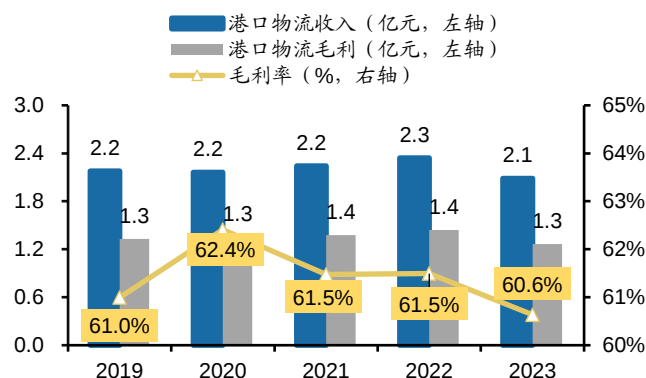
除垃圾焚烧之外（占公司毛利润的81%，下同），公司亦有港口物流（6%）、节能装备（12%）和新能源（0.3%）几大方向的业务布局：

港口物流：长江流域最大的专业煤炭码头之一，盈利稳定、持续造血。根据公司官网披露，作为一家专业煤炭中转码头，主要为社会各类企业提供煤炭装卸中转、仓储服务，为长江中上游电厂、钢厂、建材厂等大型企业提供物流中转通道，在地方经济发展中发挥重要作用。目前已成为长江流域最大的专业煤炭码头之一。

公司共建设3个7万吨级深水泊位和4个5千吨内港池泊位，拥有深水岸线1200m，后方陆域建设34平方米堆场，堆存能力达100万吨；生产类设备主要有7台门机、3台桥吊、3台斗轮机、3台装船机、10台装载机、22条皮带机、2台叉车等50台设备。

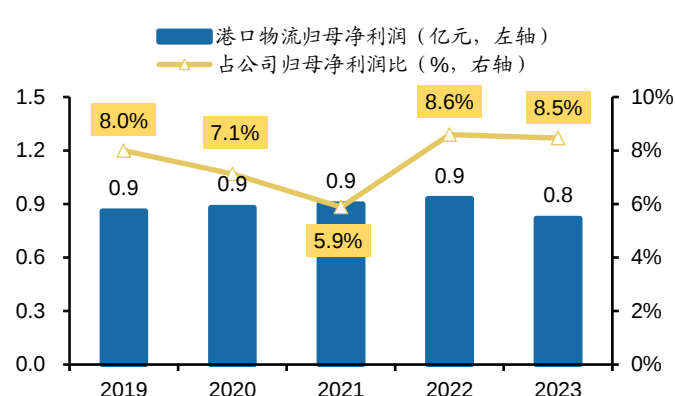
从盈利情况来看，公司港口物流业务2021至2023年实现营业收入2.2/2.3/2.1亿元，毛利润1.4/1.4/1.3亿元，对应归母净利润0.9/0.9/0.8亿元，对于公司主业归母净利润的贡献达5.9%/8.6%/8.5%，是公司除垃圾焚烧之外的稳定盈利资产。

图 51：公司港口物流业务收入与毛利情况



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

图 52：公司港口物流归母净利润及占公司总利润比



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

图 53：公司港口物流产业经营实况



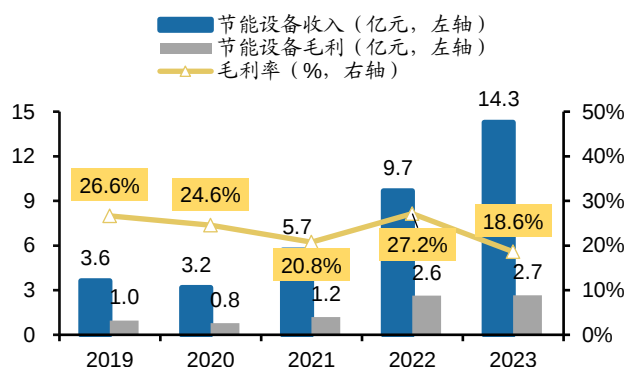
数据来源：海螺创业官网，广发证券发展研究中心

节能装备：依托川崎集团的设备优势，差异化出售小型焚烧装备。2006年公司与日本川崎重工业株式会社共同合资成立的中日合资公司“安徽海螺川崎工程有限公司”，依托川崎重工设备优势布局垃圾焚烧运营项目同时，亦向外出售相关装备。并于2016年开始布局海外节能环保装备业务。

截止2023年末，公司在全国23个省（市、自治区）及海外越南签约生活垃圾焚烧发电项目94套，水泥窑协同处置生活垃圾项目12套，餐厨垃圾及污泥处置项目3套、发电协同餐厨项目17套，年处理规模2688.04万吨；已建成投运项目100套，年处理能力1657.47万吨。并且在余热发电、固废危废等领域同样有出色成果。

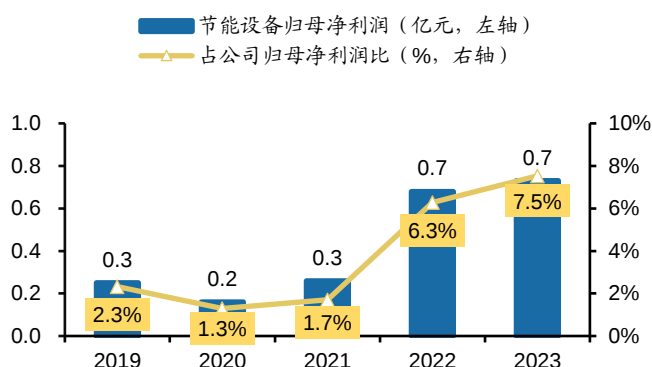
从盈利情况来看，公司节能装备业务2021至2023年实现营业收入5.7/9.7/14.3亿元，毛利润1.2/2.6/2.7亿元，对应归母净利润0.3/0.7/0.7亿元，对于公司主业归母净利润的贡献达1.7%/6.3%/7.5%。

图 54：公司节能设备业务收入与毛利情况



数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

图 55：公司节能设备归母净利润及占公司总利润比

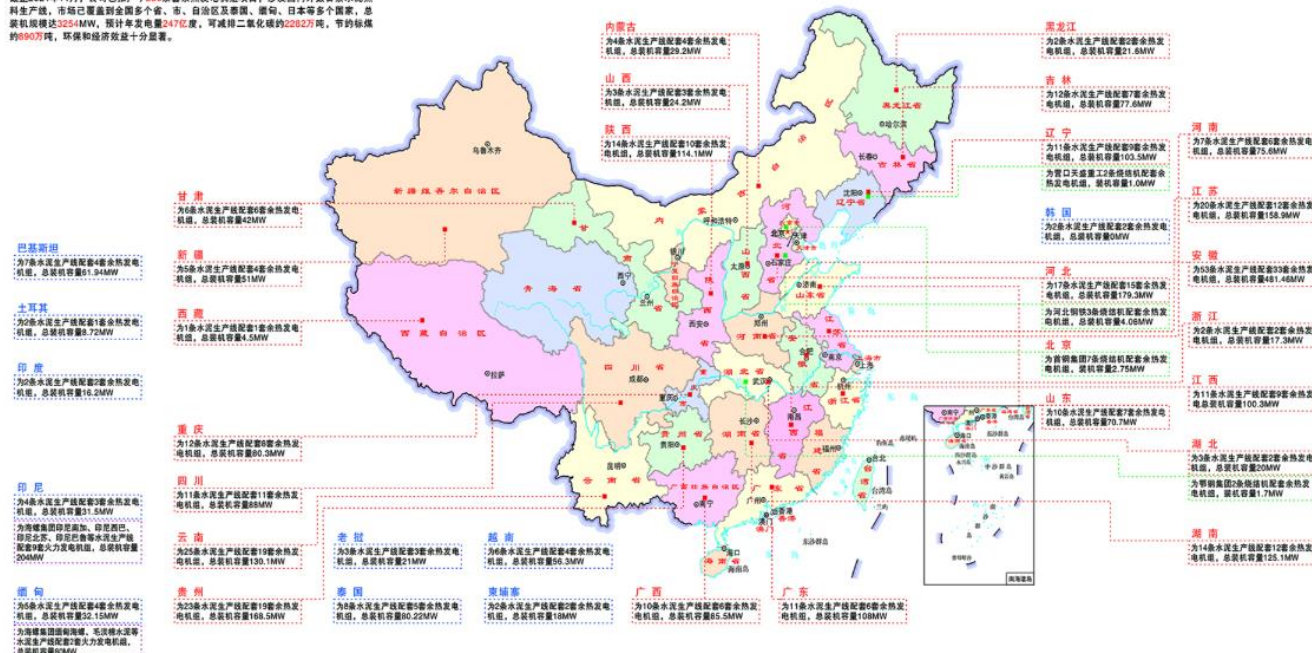


数据来源：Wind，定期报告，广发证券发展研究中心

图 56：截止2021年底，海螺川崎在余热发电领域的典型项目情况

余热发电项目分布图

截止2021年11月，公司已推广了280余套余热发电机组项目，涉及国内外数百条水泥熟料生产线，市场已覆盖到全国多个省、市、自治区及泰国、缅甸、日本等多个国家，总装机容量达3254MW，预计年发电量247亿度，可减少二氧化碳约220万吨，节约标准煤约690万吨，环保和经济效益十分显著。



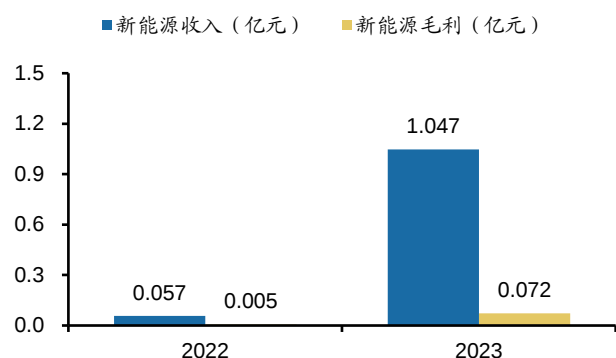
数据来源：海螺川崎官网，广发证券发展研究中心

新能源业务：实现电池回收、正极、负极产业链一体化，静待回收产业风起。公司依托“海螺水泥”资源，通过水泥窑高温释放余电进行废弃电池包的破碎、分离，在动力电池回收领域具有**成本竞争优势**。因此考虑到未来动力电池回收的广阔需求前景，2021年起公司启动了以动力电池回收为基础，并由再生料端向下游延伸布局了正极和负极材料，实现了一体化产业布局。

截止2023年底，公司新能源业务规模：（1）**动力电池回收领域**，1.5万吨/年芜湖项目将于24年3月投产，剩余拥有18.5万吨筹建项目（**短期并不会启动**）；（2）**正极领域**，22年投产5万吨磷酸铁锂正极材料项目；（3）在建1.5万吨/年负极材料项目，预期24年内投产。

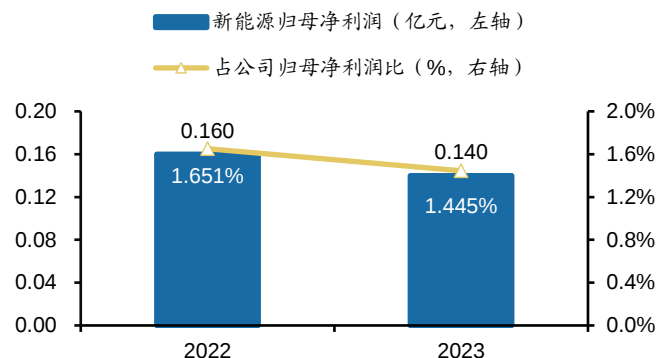
受到行业冲击，过去数年新能源业务整体盈利并未达预期，22至23年实现营业收入0.057/1.047亿元，对应归母净利润0.16/0.14亿元，**仅保持微盈利**。公司在继续整合优化存量投运项目同时，主动收缩投资规划，**对于公司当前资金、盈利影响较小**。

图 57：公司新能源业务收入与毛利情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 58：公司新能源归母净利润及占公司总利润比



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

表 7：公司锂电池回收综合利用项目情况

序号	建设情况	项目情况	处理能力	建成时间
1	运营	包装容器循环项目	43 万只/年	收购
2	运营	正极材料	5 万吨/年	2022 年 9 月
小计:			5 万吨/年正极材料与 43 万只/年包装桶循环利用	
3	在建	安徽芜湖	1.5 万吨/年	2024 年 3 月
4	在建	负极材料	1.5 万吨/年	2024 年
小计:			1.5 万吨/年	
4	报批待建	安徽淮北	1.5 万吨/年	/
5		河北石家庄	3 万吨/年	/
6		河南登封	1.5 万吨/年	/
7		陕西铜川（一期）	1.5 万吨/年	/
8		湖北荆门（一期）	1.5 万吨/年	/
小计:			9 万吨/年	
9	储备项目	山东枣庄	3 万吨/年	/
10		湖南株洲	1.5 万吨/年	/
11		陕西铜川（二期）	1.5 万吨/年	/
12		湖北荆门（二期）	3.5 万吨/年	/
小计:			9.5 万吨/年	
总计:			20 万吨/年	

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

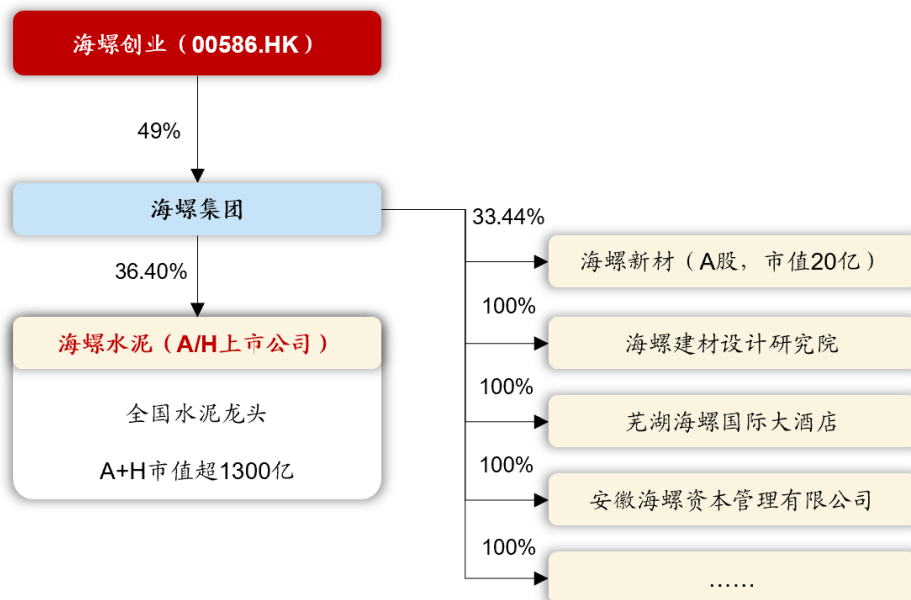
三、水泥权益有望估值修复，公司长期股息可期

（一）“海螺水泥”影子股的历史之殇：盈利下滑、分红截留

公司间接持有海螺水泥18%股权，而并未体现在公司市值上。结合上文所述，对公司利润/现金贡献最为重要的是其持有的49%“海螺集团”股权。而将海螺集团细拆，

其持有“海螺水泥（00914.HK/600585.SH）”36.40%、“海螺新材（000619.SZ）”33.44%等资产，但从资产、利润结构来看，“海螺水泥”是“海螺集团”最为重要的资产——22年“海螺水泥”总资产规模2440亿元（占海螺集团81%，下同）、净资产规模1960亿元（94%）、营业收入1320亿元（59%）、净利润161亿元（98%）。因此公司持有49%海螺集团的核心是间接持有18%“海螺水泥”股权。

图 59：公司持有海螺集团的穿透关系（截止2024Q1）



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

表 8：2022 年海螺水泥对于海螺集团的影响情况分析

2022 年各项目指标（亿元）	海螺水泥	海螺集团	占比（%）	备注
营业收入	1320.2	2219.2	59%	-
净利润	161.4	164.0	98%	-
归母净利润	156.6	58.5	97%	按照 33.40%股权比例测算贡献度
总资产	2439.8	3016.3	81%	-
总负债	479.8	921.1	52%	-
净资产	1959.9	2095.2	94%	-

数据来源：海螺水泥与海螺集团 2022 年年报，Wind，广发证券发展研究中心

而历史上资本市场对于公司间接持有的18%“海螺水泥”股权并不给予估值——截止2024年6月21日收盘，海螺水泥市值1321亿港币，18%股权对应236亿港币权益市值，而海螺创业市值仅113亿港币。不给估值的原因，我们认为水泥盈利持续下滑、水泥分红并未再分配给海创股东是最主要的两个原因。

表 9：海螺水泥估值和海螺创业比较（收盘价：2024/6/21）

指标	海螺水泥（00914.HK）		海螺创业（00586.HK）
	100%股权	18%股权	100%股权（包含 18%股权水泥）
市值（亿港元）	1321	236	113
PE-TTM	9.4		4.2
PB-MRQ	0.48		0.22
股息率 TTM	5.61%		6.40%

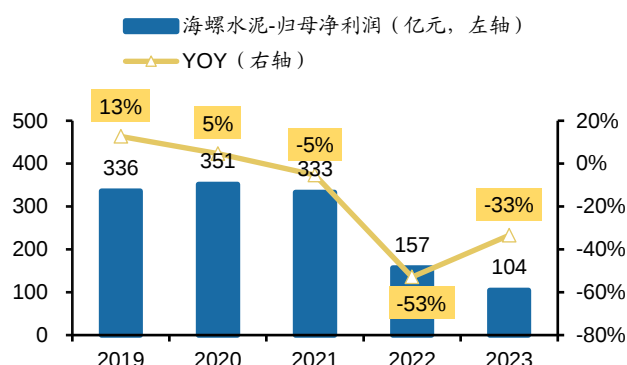
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：海螺水泥市值采用 Wind 市值 1 口径

原因1：受地产周期等影响，过去两年“海螺水泥”利润/分红大幅下滑。“海螺水泥”21年至23年实现归母净利润333/157/104亿元，同比增速-5.4%/-52.9%/-33.4%。利润下滑对应“海螺水泥”分红亦持续下滑，21至23年分红比例38%/50%/49%，对应分红金额126/78/51亿元，同比增速12.3%/-37.8%/-35.4%。

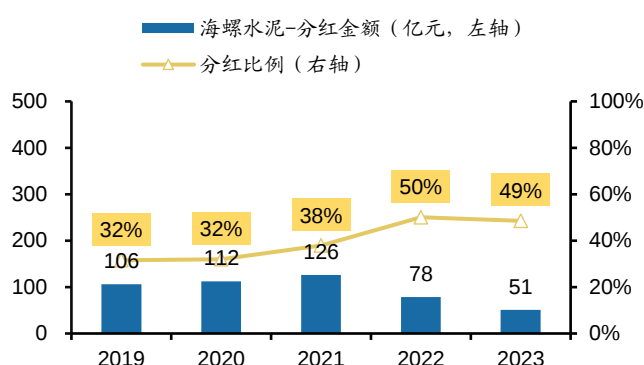
“海螺水泥”下滑亦对公司盈利、现金流造成冲击。结合上文介绍，“海螺水泥”权益资产是公司资产的重要组成部分，盈利、分红下滑也将直接影响公司经营情况。公司21至23年“应占联营公司损益”达61.6/29.4/16.6亿元，对公司利润贡献显著且下滑明显。此外公司21至23年收到联营公司股息14.17/15.83/7.49亿元，23年同样下滑。

图 60：“海螺水泥”归母净利润和同比增速



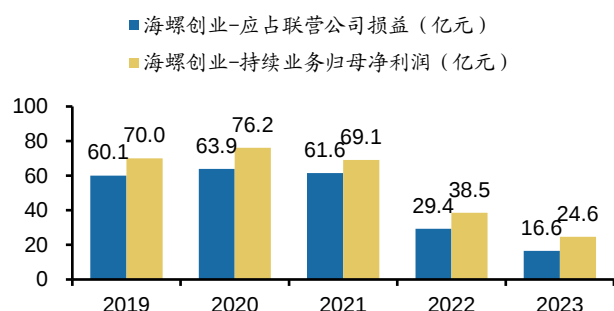
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 61：“海螺水泥”历史分红金额情况



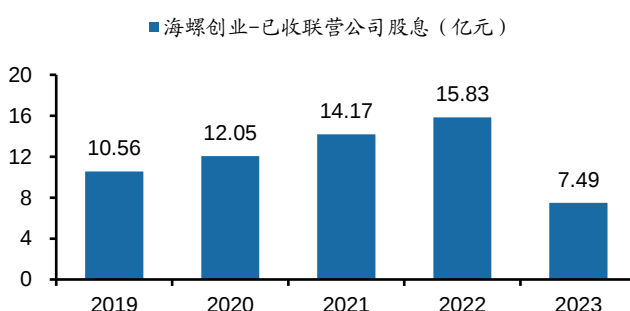
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 62：海螺创业联营公司损益对利润影响显著



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 63：海螺创业收到联营公司股息有所下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

原因2：“海螺水泥”分红金额用于投资，并未体现在当期股东回报上。除了利润贡献和分红金额下滑外，更重要的原因还是来自于公司收到的联营公司股息并未全额分红给股东，而是更多用于了固废等项目投资上。

从下表数据我们可以看到，海螺集团22/23年将其收到的“水泥”分红已经高比例的再分配给了公司，彰显海螺集团层面的分红意愿。而公司收到分红金额后，由于21~23年仍有极大的固废投资需求，再分红比例77%/42%/44%持续下降。但预期伴随着垃圾焚烧项目投资结束，自由现金流转正，上述情况有望得到根本性扭转。

表 10：海螺水泥→海螺集团→海螺创业的分红金额传导关系

主体	行为	2019	2020	2021	2022	2023
海螺水泥	“水泥”分红金额（亿元）	106.0	112.3	126.1	78.4	50.7
	持有“水泥”股权（%）			36.40%		
海螺集团	收到“水泥”股息（亿元）	38.6	40.9	45.9	28.5	18.4
	“集团”分红 / 收到“水泥”股息（%）	56%	60%	63%	113%	83%
	“集团”分红金额（亿元）	21.6	24.6	28.9	32.3	15.3
	持有“集团”股权（%）			49.00%		
海螺创业	收到“集团”股息（亿元）	10.6	12.0	14.2	15.8	7.5
	“海创”分红 / 收到“集团”股息（%）	101%	88%	77%	42%	44%
	“海创”分红金额（亿元）	10.6	10.6	10.8	6.7	3.3

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：海螺集团的分红金额根据海螺创业收到的联营公司股息按照股权比例倒推估算得出

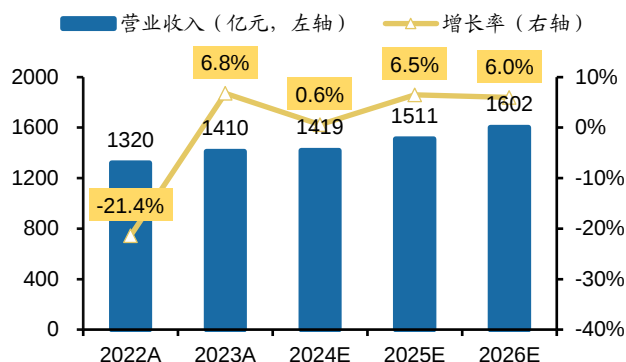
（二）海螺水泥盈利有望见底，权益资产估值正待修复

结合上文分析，我们认为压制公司所持有“海螺水泥”权益估值的核心原因在于水泥盈利大幅下滑和分红截留用于投资，而这两大原因均有望在未来得到扭转。

“分红截留用于投资”扭转分析在第二章节中已有说明：伴随这垃圾焚烧项目在手项目逐步转运，投资资金需求将大幅下降，并有望实现自由现金流转正、盈余。从“吸血”转为“造血”，不仅不需要截留分红，还可大幅提高公司分红能力。

而针对“水泥盈利大幅下滑”，参考广发建材团队24年6月1日发布《海螺水泥深度报告：行业底部，保持领先》，公司盈利已经处于底部位置，反转趋势明确。

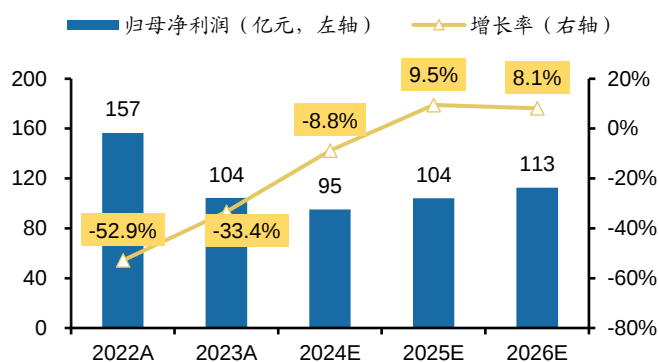
图 64：海螺水泥：营业收入历史及预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自广发建材团队

图 65：海螺水泥：归母净利润历史及预测

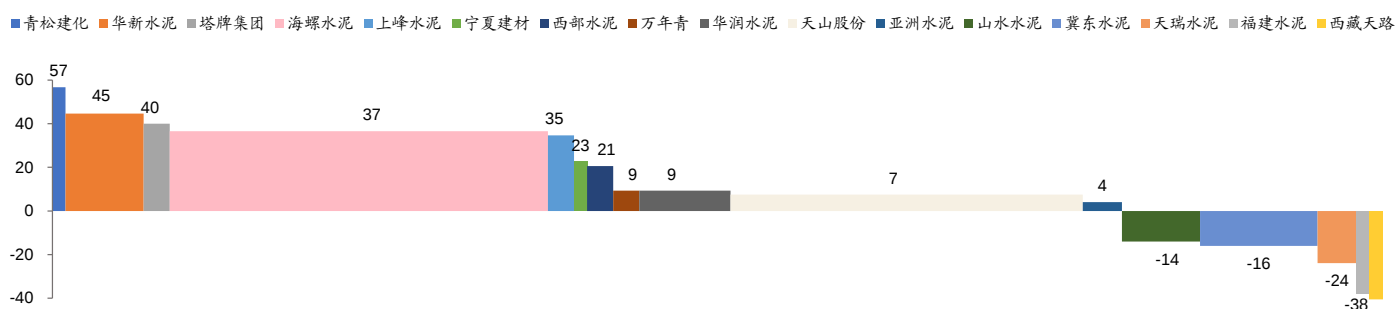


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自广发建材团队

国内水泥业务盈利超额优势持续，底部仍有丰厚利润，具备一定弹性。对比各上市水泥公司全口径吨净利，海螺水泥历年领先优势分别为：2012年5-30元、2016年10-30元、2020年15-80元、2023年15-50元；2024年Q1大部分企业亏损，海螺水泥盈利优势进一步扩大，测算Q1公司全口径吨净利约27元/吨，在行业底部至少有30元/吨的盈利超额。公司核心竞争力，首先体现为成本持续领先，2023年吨成本相较于行业有25-35元优势，优势未明显收窄，背后来自T型战略、生产线技术水平优势、原材料成本和煤炭长协优势、产能利用率高于行业；其次，公司在费用端也显著低于同行，主要来自高效的经营管理、优秀的选址布局、高产能利用率，低负债率和充沛的账上现金。

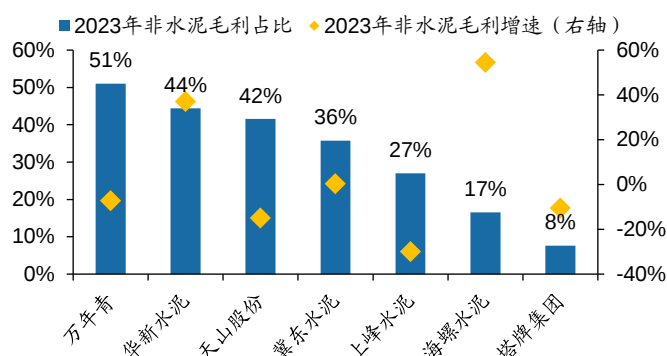
图 66：2023年水泥行业盈利曲线——全口径吨归母净利（元/吨）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

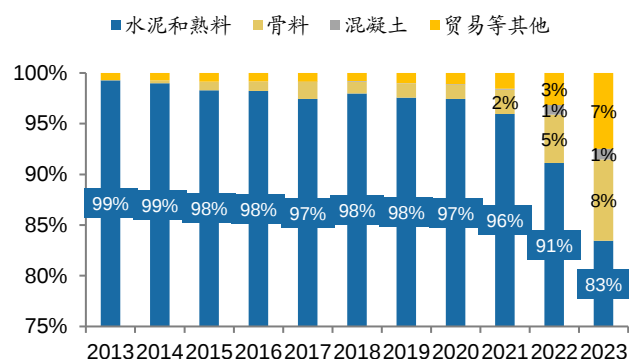
骨料和海外水泥等业务贡献增量。为对冲国内水泥主业经营压力，一方面，公司沿着产业链一体化拓展骨料和混凝土等“非水泥”业务，其中骨料业务利润率高、协同性强，近几年公司加速扩张，截至2023年底，公司骨料产能1.5亿吨/年，2023年公司骨料毛利占比8.0%、毛利率48%；另一方面，稳步拓展海外水泥市场，2023年海螺水泥海外收入51亿元（占比3.6%），毛利17.8亿元（占比7.6%）。

图 67：2023年水泥公司“非水泥”毛利占比和增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 68：海螺水泥毛利结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

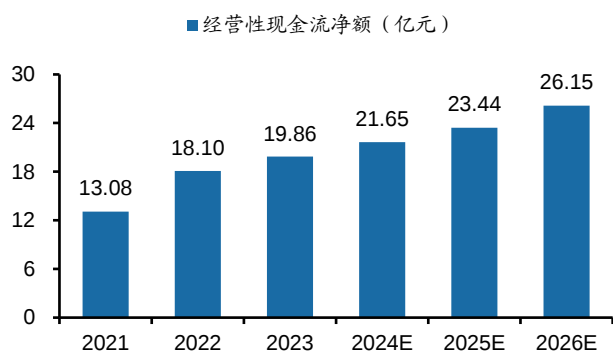
“海螺水泥”公司分析内容详见：《海螺水泥深度报告：行业底部，保持领先》。

（三）水泥盈利反转、固废投资结束，公司分红/股息潜力突出

结合第四章公司盈利预测，我们从主业经营创造现金、主业投资所需资金、联营公司贡献分红这三个维度来分析公司24~26年整体现金流及分红潜力情况。

1. 伴随着垃圾焚烧项目投运，我们预期公司2024至2026年可实现经营性现金流净额21.7/23.4/26.2亿元，对应垃圾焚烧运营产能4.88、4.96和5.06万吨/日。

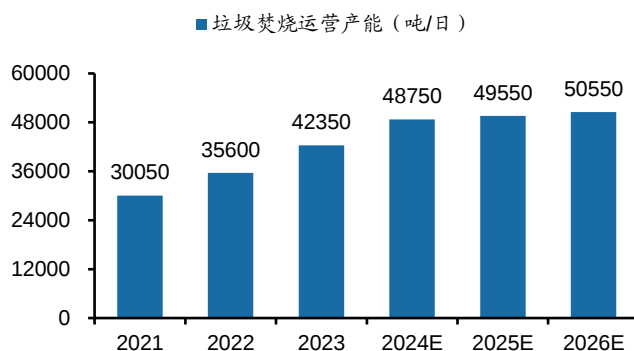
图 69：预测公司未来经营性现金流净额情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：上述的预测值来自广发证券，第四章有详细介绍

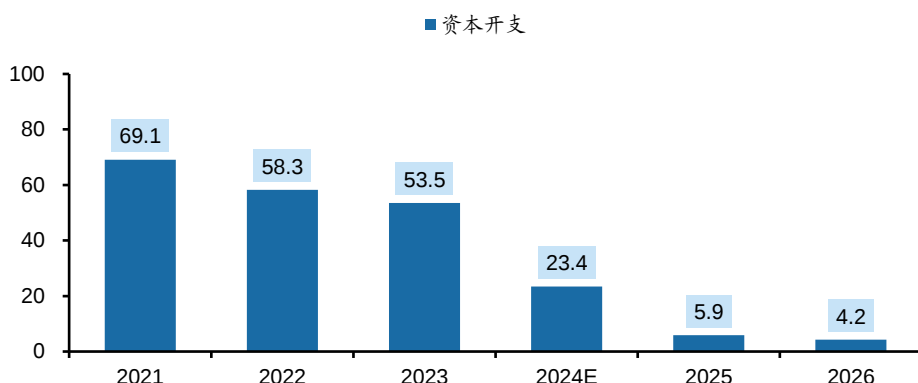
图 70：预测公司未来垃圾焚烧运营产能情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

2. 而主业资本性开支将快速下滑，我们结合第四章对于公司未来项目资本开支测算，预期公司2024至2026年公司资本性开支23.4/5.9/4.2亿元，收缩趋势明显。

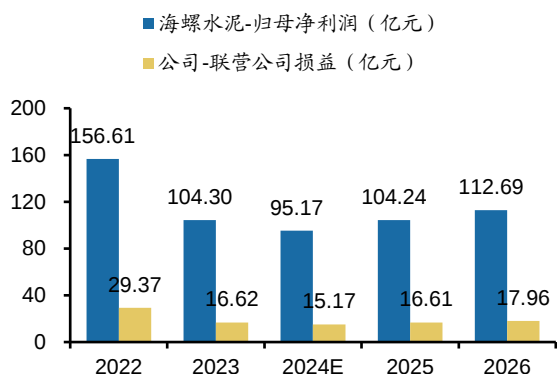
图 71：公司资本性开支预测



数据来源：公司定期报告，广发证券发展研究中心

3. 结合广发建材团队对于公司盈利预测，结合2023年的分红比例，我们预期公司2024至2026年间将收到联营公司分红金额6.83、7.49和8.09亿元。

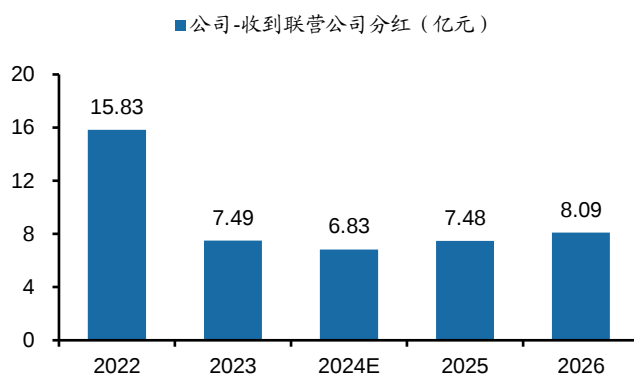
图 72：预测海螺水泥利润及公司的联营公司损益



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：海螺水泥的盈利预测来自广发建材团队，而海螺水泥对公司的联营损益=当年海螺水泥利润*（23年公司联营公司损益/23年海螺水泥利润）

图 73：预测公司未来收到的联营公司分红



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

我们用“自由现金流FCF+联营公司贡献分红”来估算公司的未来实际可用于股权和债务支配的现金流情况，我们预期公司2024年至2026年自由现金流+联营公司分红可达5.1、25.1和30.0亿元，提高趋势明显。预期2026年公司将坐拥30亿自由现金流（考虑了联营公司分红）可供公司分配，用于分红及债务优化。对应当前111亿港币市值，公司后续分红、股息潜力突出。

表 11：广发环保团队对于公司未来自由现金流预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营性现金流净额（亿元）①	13.1	18.1	19.9	21.7	23.4	26.1
运营产能（万吨/日）	3.01	3.56	4.24	4.88	4.96	5.06
当年新增运营产能（万吨/日）	0.97	0.56	0.68	0.64	0.08	0.10
资本性开支（亿元）②	69.1	58.3	53.5	23.4	5.9	4.2
自由现金流=①-②	-56.0	-40.2	-33.7	-1.7	17.6	21.9
联营公司贡献股息（亿元）③	14.2	15.8	7.5	6.8	7.5	8.1
自由现金流+联营公司贡献股息=①-②+③	-41.8	-24.3	-26.2	5.1	25.1	30.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：上述所有盈利及未来测算均来自于广发证券盈利预测模型，在第四章中有着详细说明

四、盈利预测和投资建议

汇率假设：以下所有的历史数据及未来收入预测全部基于人民币计量。由于公司约八成收入毛利来源于垃圾焚烧发电业务板块，拆分及预测重点将放在垃圾发电板块（含建造部分与运营部分）。并且为了最终实现DCF估值定价，所有盈利预测年限为10年。

（1）垃圾焚烧发电运营收入：

考虑到公司在于在建项目共计6400吨/日产能都将于2024年投产，5个待批筹建项目共计2100吨/日预计将于25~27年间陆续投产，因此我们预计公司在24、25、26、27年运营产能将分别为4.88万、4.96万、5.06、5.09万吨/日，而后保持稳定之道项目到期；

因公司在于运营项目基本都已度过爬坡期，进入稳定运营阶段，我们假设产能利用率将稳定提升，在24、25、26达到100%、108%、110%，而后保持稳定；

垃圾处理费参考公司部分项目的平均值，取65元/吨的处理费为平均水平进行测算；

2022-2023年公司上网电率约为83.6%、83.7%，吨发电量约为341.9、332.9千瓦时/吨，由于项目运营能力优化存在上限，预计公司未来上网电率及吨垃圾发电量将稳定在84%和320千瓦时。

我们测算2024-2026年垃圾运营收入将达到38.06/41.96/43.77亿元，2027至2030年稳定在44.03亿元，参考历史情况，预期运营业务毛利率保持45%的稳定水平。

（2）垃圾焚烧发电建造收入：

根据垃圾焚烧行业不完全统计的中标项目平均投资额，我们假定公司单位产能投资额为65万元/（吨/日）；

垃圾焚烧发电项目建造周期一般为2年左右，因此我们假设第N年投运的产能需要有N-1年承担50%、N年承担50%的投资额。结合2024至2027年间我们预期的新投产产能6400吨/日、800吨/日、1000吨/日和300吨/日。

因此我们估算2024至2027年公司垃圾处置建造收入23.40、5.85、4.23和0.98亿元，而后不考虑远期项目开工，公司建造收入将降至0。参考历史情况，预期工程业务毛利率保持8%的稳定水平。

(3) 我们预计其他业务（节能设备、新型建材、新能源）2024-2026年整体盈利保持不变，节能设备、港口物流、新型建材、动力电池回收对应营业收入在24-26年将分别为14.28/2.09/1.18/1.05亿元，毛利率水平分别保持在20%、60%、13%和5%。

表 12：公司收入拆分预测（2024 至 2030 年）

	合计								
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入（百万元）	7896	8015	8006	6640	6659	6360	6263	6263	6263
营收增速（%）	-	1.51%	-0.12%	-17.06%	0.29%	-4.49%	-1.53%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	5668	5836	5674	4274	4224	3940	3850	3850	3850
毛利润（百万元）	2229	2179	2331	2366	2435	2421	2413	2413	2413
毛利率（%）	28.23%	27.18%	29.12%	35.64%	36.57%	38.06%	38.53%	38.53%	38.53%
其中：垃圾焚烧发电业务									
营业收入（百万元）	6561	6156	6146	4781	4800	4501	4403	4403	4403
营收增速（%）	-	-6.17%	-0.16%	-22.22%	0.41%	-6.23%	-2.17%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	4758	4390	4246	2846	2796	2512	2422	2422	2422
毛利润（百万元）	1803	1765	1900	1935	2004	1989	1982	1982	1982
毛利率（%）	27.49%	28.68%	30.91%	40.47%	41.74%	44.20%	45.00%	45.00%	45.00%
其中：节能设备									
营业收入（百万元）	968	1428	1428	1428	1428	1428	1428	1428	1428
营收增速（%）	-	47.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	705	1162	1142	1142	1142	1142	1142	1142	1142
毛利润（百万元）	263	266	286	286	286	286	286	286	286
毛利率（%）	27.16%	18.61%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其中：新型建材									
营业收入（百万元）	234	209	209	209	209	209	209	209	209
营收增速（%）	-	-10.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	90	82	83	83	83	83	83	83	83
毛利润（百万元）	144	127	125	125	125	125	125	125	125
毛利率（%）	61.49%	60.64%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
其中：港口物流									
营业收入（百万元）	234	209	209	209	209	209	209	209	209
营收增速（%）	-	-10.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	90	82	83	83	83	83	83	83	83
毛利润（百万元）	144	127	125	125	125	125	125	125	125
毛利率（%）	61.49%	60.64%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
其中：电池材料回收									
营业收入（百万元）	6	105	105	105	105	105	105	105	105
营收增速（%）			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本（百万元）	5	97	99	99	99	99	99	99	99

毛利润（百万元）	0	7	5	5	5	5	5	5	5
毛利率（%）	8.51%	6.89%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自广发证券发展研究中心

我们对于公司的主业利润和海螺水泥的权益资产进行分部PE估值：

“海螺水泥”权益资产估值：参考广发建材的盈利预测，预期海螺水泥24~26年实现归母净利润95.17、104.24、112.69亿元，参考公司股权比例，对应贡献公司权益投资收益15.17、16.61、17.96亿元。考虑税率后，“海螺水泥”贡献归母净利润为14.33、15.70、16.97亿元。参考海螺水泥对应2024年10倍的PE估值，结合海螺集团的穿透关系给予0.8的折价系数，**对应2024年“海螺水泥”权益资产估值115亿元。**

“垃圾焚烧”等主业估值：结合上述测算，考虑税率后，测算得出公司主业2024至2026年归母净利润10.03、10.95和11.63亿元，参考港股同业公司光大环境和粤海投资的平均PE估值，**给予主业2024年6倍的PE估值，对应60亿元。**

盈利预测与投资建议：预计公司24~26年归母净利润24.4/26.7/28.7亿元，对应PE估值4.3/3.9/3.6倍。现金流大幅改善下，分部PE估值下合理价值9.76元/股（**10.60港元/股**），首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：分部估值测算过程

项目	2023	2024E	备注
分部估值一：海螺水泥权益资产			
海螺水泥-归母净利润（亿元）	104.30	95.17	海螺水泥盈利参考“广发建材”预测
权益收益（亿元）	16.62	15.17	2024 年权益收益=16.62/104.30*95.17=15.17
权益收益-归母口径（亿元）	15.53	14.33	2024 年权益收益-归母口径=15.17*（1-5.5%）=14.33
PE 估值	-	10	参考海螺水泥港股估值
折算系数	-	0.8	考虑到海螺集团的穿透关系
分部价值 1（亿元）	-	115	2024 分部价值 1=14.33*10*0.8=115
分部估值一：主业			
主业-归母净利润	9.11	10.03	主业归母净利润+权益资产归母净利润=归母净利润总额
PE 估值	-	6	参考同业公司光大环境和粤丰环保
分部价值 2（亿元）	-	60	2024 分部价值 2=10.03*6=60
公司总估值			
公司价值（亿元）	-	175	公司价值=分部价值 1+分部价值 2
总股本（亿股）	-	18	-
每股价值（元/股）	-	9.76	-
每股价值（港元/股）	-	10.60	按照 0.92 的汇率系数换算

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 14：同样可比公司盈利预测及估值（收盘价：2023/6/21）

代码	公司	市值 (亿港元)	收盘价 (港元/股)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
00257.HK	光大环境	227.90	3.71	46.02	44.29	44.36	45.55	4.66	3.52	5.14	5.00
00270.HK	粤海投资	295.51	4.52	47.64	31.22	36.92	37.37	10.97	11.89	8.00	7.91
00914.HK	海螺水泥	1,320.62	18.80	158.61	106.89	95.54	107.15	9.12	8.94	10.43	9.30

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 Wind 一致预期

五、风险提示

固废盈利、回款不及预期：伴随公司快速发展，应收账款体量维持高位，其中大部分为国家可再生能源补贴款，若国家可再生能源补贴电费政策落实不到位，垃圾焚烧等可再生能源发电项目补贴电费回收滞后，可能会影响公司回款以及盈利能力，进一步影响公司自由现金流水平。

联营公司盈利、股息不及预期：公司归母净利润中常年有超过一半的利润来自于联营企业贡献的投资收益。因此如联营企业盈利水平出现大幅下滑，会对公司利润表现产生较大影响。公司主要联营企业为海螺集团49%股权（海螺集团主要资产为海螺水泥（股票代码：00914.HK）33%的股权），联营企业所处的建材行业与房地产行业深度相关，因此可能会由于房地产周期下行导致利润和相应的股息贡献不及预期。

动力电池回收、新能源业务亏损：由于公司新能源业务所涉及到的正极材料、负极材料行业竞争十分激烈，业务自身有一定亏损风险。如被认定亏损程度严重，可能会导致相应的资产计提减值等非经营性损益风险。

分红金额不及预期：以上风险事件发生均可导致公司分红金额不及预期；此外，如公司有偿债需要或其余新项目的投资需求，都有可能导致分红金额不及预期。

资产负债表	单位：百万元，CNY				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,364	8,122	7,369	7,135	7,521
现金	4,362	3,095	2,387	2,858	3,170
应收账款及票据	1,822	2,271	2,224	1,844	1,850
存货	444	324	315	237	235
其他	2,736	2,433	2,443	2,195	2,266
非流动资产	66,016	72,338	74,533	74,983	75,326
固定资产	4,078	6,933	6,586	6,239	5,893
无形资产	16,850	19,885	21,594	21,477	21,180
其他	45,088	45,520	46,354	47,267	48,254
资产总计	75,380	80,460	81,902	82,117	82,847
流动负债	10,354	6,448	6,027	4,733	4,243
短期借款	4,571	1,268	1,218	918	418
应付账款及票据	3,614	3,439	3,152	2,374	2,347
其他	2,169	1,741	1,657	1,441	1,478
非流动负债	17,854	26,260	26,060	25,360	24,360
长期债务	17,496	25,754	25,554	24,854	23,854
其他	358	506	506	506	506
负债合计	28,207	32,708	32,087	30,093	28,603
普通股股本	14	14	14	14	14
储备	44,935	46,563	48,442	50,451	52,455
归属母公司股东权益	44,862	46,316	48,195	50,204	52,208
少数股东权益	2,310	1,437	1,621	1,821	2,037
股东权益合计	47,172	47,753	49,815	52,025	54,244
负债和股东权益	75,380	80,460	81,902	82,117	82,847

利润表	单位：百万元，CNY				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,896	8,015	8,006	6,640	6,659
其他收入	2	18	18	18	18
营业成本	5,668	5,836	5,674	4,274	4,224
销售费用	20	22	20	17	17
管理费用	532	612	608	568	599
研发费用	61	58	56	46	47
财务费用	508	621	684	658	608
除税前溢利	4,372	2,872	2,772	3,033	3,255
所得税	289	189	152	167	179
净利润	4,084	2,683	2,619	2,866	3,076
少数股东损益	231	219	183	201	215
归属母公司净利润	15,959	2,464	2,436	2,665	2,861
EBIT	4,880	3,493	3,456	3,691	3,863
EBITDA	5,608	4,414	4,434	4,740	4,929
EPS（元）	8.75	1.36	1.36	1.49	1.60

现金流量表			单位：百万元，CNY			
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,810	1,986	2,165	2,344	2,615	
净利润	15,959	2,464	2,436	2,665	2,861	
少数股东权益	231	219	183	201	215	
折旧摊销	727	921	978	1,048	1,066	
营运资金变动及其他	-15,107	-1,618	-1,432	-1,570	-1,528	
投资活动现金流	-4,848	-4,574	-1,367	453	676	
资本支出	-5,826	-5,351	-2,340	-585	-423	
其他投资	977	776	973	1,038	1,099	
筹资活动现金流	4,780	1,378	-1,449	-2,270	-2,922	
借款增加	5,596	8,016	-250	-1,000	-1,500	
普通股增加	-236	-17	0	0	0	
已付股利	-1,090	-670	-1,199	-1,270	-1,422	
其他	510	-5,950	0	0	0	
现金净增加额	1,205	-1,267	-707	470	312	

主要财务比例		单位：百万元，CNY				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力						
营业收入增长	18.20%	1.51%	-0.12%	-17.06%	0.29%	
归属母公司净利润增	113.98%	-84.56%	-1.13%	9.42%	7.33%	
获利能力						
毛利率	28.23%	27.18%	29.12%	35.64%	36.57%	
净利率	202.11%	30.74%	30.43%	40.14%	42.96%	
ROE	35.57%	5.32%	5.05%	5.31%	5.48%	
ROIC	6.58%	4.36%	4.26%	4.48%	4.65%	
偿债能力						
资产负债率	37.42%	40.65%	39.18%	36.65%	34.52%	
净负债比率	37.53%	50.11%	48.95%	44.04%	38.90%	
流动比率	0.90	1.26	1.22	1.51	1.77	
速动比率	0.80	1.07	1.01	1.27	1.50	
营运能力						
总资产周转率	0.10	0.10	0.10	0.08	0.08	
应收账款周转率	3.86	3.92	3.56	3.26	3.61	
应付账款周转率	1.61	1.66	1.72	1.55	1.79	
每股指标（元）						
每股收益	8.75	1.36	1.36	1.49	1.60	
每股经营现金流	1.00	1.10	1.21	1.31	1.46	
每股净资产	24.74	25.55	26.89	28.01	29.13	
估值比率						
P/E	1.78	4.38	4.28	3.91	3.64	
P/B	0.63	0.23	0.22	0.21	0.20	
EV/EBITDA	8.20	7.87	7.85	7.03	6.40	

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：高级分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：高级分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：高级分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。