

坐拥长沙优质资产，兼具成长和高分红

华泰研究

2024年12月17日 | 中国内地

首次覆盖

环保及水务

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

23.19

研究员 王玮嘉
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

研究员 黄波
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

研究员 李雅琳
SAC No. S0570523050003 liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420 +(86) 10 6321 1166

研究员 胡知
SAC No. S0570523120002 huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖军信股份并给予“买入”评级，目标价 23.19 元。公司核心资产为长沙一期和二期垃圾焚烧项目，毛利率和吨上网电量等指标均为行业第一，2035 年长沙焚烧增量空间 7900 吨/日，相对 2023 年增幅 101%，湖南省内 1800 吨/日产能在建，海外已签约吉尔吉斯项目，公司自由现金流强劲，22-23 年分红比例均高于 70%，业绩成长和持续高分红有望带来价值重估。

资产优质，运营效率和盈利能力均为行业第一

2023 年公司垃圾焚烧运营毛利率达 66.8%，居行业第一，主要原因如下：1) 2019-2023 年产能利用率均高于 110%，吨发电量居行业第一；2) 垃圾处理费较高，设计产能范围以内 109.9 元/吨，超出部分 65.94 元/吨，基础电价居全国前列；3) 成本端控制优秀。

省内扩张/出海/产业链整合驱动成长，稳定高分红+强劲现金流

2035 年长沙规划增量 7900 吨/日，相对 2023 年增幅 101%，2030 年省内规划增幅 63%。公司已于 7 月 24 日签约吉尔吉斯项目，初期建设规模 1000 吨/日，项目模式后续或可推广至其他海外市场，有望打开成长空间。公司收购仁和环境（2023 年毛利率/净利率达 69.7/48.4%），测算收购后 2023 年军信 EPS 增加 2.66%。2023 年公司自由现金流达 3.00 亿元。22-23 年公司分红比例高于 70%，考虑产能投运驱动经营现金流增加，存量资产资本开支高峰期已过，自由现金流有望持续扩张，为股东回报奠定坚实基础。

我们与市场观点不同之处：被低估的资产质量和成长空间

市场将军信股份视为传统垃圾焚烧发电公司，且由于其产能规模未进入第一梯队，未引起充分重视。我们认为，军信股份资产质量和成长空间明显优于大部分同行，未来有望获得价值重估。毛利率、吨上网电量、垃圾处理费、基准电价、提油率均居行业前列，长沙、湖南省内、海外市场、产业链整合带来明确成长空间。

2025 年目标 PE 13.1x，目标价 23.19 元

我们预计公司 24-26 年归母净利润 5.47、7.27、7.76 亿元。Wind 一致预期下，可比公司 2025 年 PE 均值 10.1x。考虑军信股份多项运营指标行业居前；24-25 年归母净利润 CAGR 高于可比公司均值；分红比例和股息率领先，2023 年军信分红比例 71.8%vs 可比公司均值 35.4%，24-25 年军信股息率 5.5/7.3%vs 可比公司均值 3.0/3.3%（假设 24-25 年分红比例持平），给予公司 2025 年 PE 13.1x，对应目标总市值 95.21 亿元，目标价 23.19 元。

风险提示：获取和建设新项目存在不确定性，收购仁和环境存在不确定性，电价补贴下降或取消，回款低于预期。

经营预测指标与估值

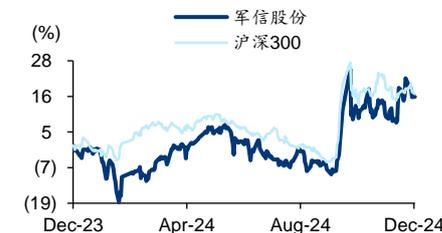
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	1,571	1,857	2,496	3,451	3,608
+/-%	(23.56)	18.26	34.37	38.26	4.55
归属母公司净利润 (人民币百万)	466.20	513.85	546.66	726.80	775.78
+/-%	6.13	10.22	6.39	32.95	6.74
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.14	1.25	1.33	1.77	1.89
ROE (%)	12.70	10.14	10.44	13.24	13.41
PE (倍)	15.43	14.00	13.16	9.90	9.28
PB (倍)	1.44	1.40	1.35	1.27	1.22
EV EBITDA (倍)	7.55	7.84	7.39	6.22	5.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	23.19
收盘价 (人民币 截至 12 月 16 日)	17.55
市值 (人民币百万)	9,049
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	44.16
52 周价格范围 (人民币)	13.01-18.93
BVPS (人民币)	12.65

股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,510	2,813	2,546	3,543	3,584
现金	1,038	870.28	584.98	1,104	784.51
应收账款	562.88	766.48	900.48	1,484	1,961
其他应收账款	3.49	2.12	5.42	5.01	5.89
预付账款	5.85	14.10	12.70	24.35	14.38
存货	19.07	28.05	47.89	48.31	51.80
其他流动资产	1,881	1,132	994.48	877.00	766.31
非流动资产	6,266	6,842	7,207	9,555	9,373
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	13.63	16.93	88.06	503.35	494.48
无形资产	5,714	5,811	5,819	7,437	7,352
其他非流动资产	538.74	1,013	1,299	1,615	1,526
资产总计	9,777	9,654	9,753	13,098	12,957
流动负债	909.45	938.32	773.43	1,227	1,175
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	403.95	291.11	326.39	509.40	447.74
其他流动负债	505.50	647.21	447.04	717.66	727.68
非流动负债	3,328	2,987	2,917	5,222	4,613
长期借款	2,564	2,155	2,085	4,390	3,781
其他非流动负债	763.95	831.61	831.61	831.61	831.61
负债合计	4,237	3,925	3,690	6,449	5,788
少数股东权益	546.32	583.61	739.23	992.21	1,257
股本	410.01	410.01	410.01	410.01	410.01
资本公积	2,547	2,554	2,554	2,554	2,554
留存公积	2,036	2,181	2,379	2,655	2,949
归属母公司股东权益	4,993	5,146	5,323	5,657	5,911
负债和股东权益	9,777	9,654	9,753	13,098	12,957

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	790.23	868.73	993.39	1,208	1,275
净利润	587.44	652.80	702.28	979.77	1,041
折旧摊销	284.20	291.61	307.20	461.23	534.18
财务费用	147.69	121.03	121.41	254.62	257.94
投资损失	(5.85)	(25.16)	(37.74)	(37.74)	(37.74)
营运资金变动	(222.32)	(169.27)	(78.44)	(425.59)	(495.33)
其他经营现金	(0.92)	(2.28)	(21.32)	(24.19)	(24.66)
投资活动现金	(2,278)	(160.21)	(458.04)	(2,628)	(195.95)
资本支出	(396.76)	(568.96)	(671.53)	(2,809)	(350.65)
长期投资	(1,900)	359.70	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	18.52	49.05	213.49	180.84	154.70
筹资活动现金	1,751	(878.17)	(820.66)	1,939	(1,399)
短期借款	(71.93)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(237.41)	(408.36)	(70.07)	2,305	(608.73)
普通股增加	205.01	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,072	7.39	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(216.93)	(477.20)	(750.59)	(365.38)	(790.45)
现金净增加额	263.04	(170.21)	(285.31)	519.50	(319.97)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,571	1,857	2,496	3,451	3,608
营业成本	682.24	896.51	1,445	1,830	1,905
营业税金及附加	32.62	33.64	30.23	41.79	43.69
营业费用	0.00	0.00	4.99	10.35	10.82
管理费用	113.95	142.10	151.01	212.23	225.48
财务费用	147.69	121.03	121.41	254.62	257.94
资产减值损失	(0.68)	(1.31)	(1.76)	(2.43)	(2.54)
公允价值变动收益	37.79	26.96	13.48	13.48	13.48
投资净收益	5.85	25.16	37.74	37.74	37.74
营业利润	618.80	700.56	788.07	1,123	1,193
营业外收入	5.76	2.55	5.10	5.10	5.10
营业外支出	0.65	0.43	0.43	0.43	0.43
利润总额	623.92	702.68	792.74	1,128	1,198
所得税	36.48	49.89	90.46	147.73	157.35
净利润	587.44	652.80	702.28	979.77	1,041
少数股东损益	121.24	138.94	155.62	252.97	264.98
归属母公司净利润	466.20	513.85	546.66	726.80	775.78
EBITDA	1,056	1,115	1,221	1,842	1,989
EPS (人民币, 基本)	1.24	1.25	1.33	1.77	1.89

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(23.56)	18.26	34.37	38.26	4.55
营业利润	10.63	13.21	12.49	42.48	6.29
归属母公司净利润	6.13	10.22	6.39	32.95	6.74
获利能力 (%)					
毛利率	56.56	51.73	42.11	46.96	47.21
净利率	37.40	35.14	28.14	28.39	28.85
ROE	12.70	10.14	10.44	13.24	13.41
ROIC	13.90	12.67	12.78	13.54	14.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.34	40.66	37.84	49.23	44.67
净负债比率 (%)	34.48	31.02	28.57	57.13	48.82
流动比率	3.86	3.00	3.29	2.89	3.05
速动比率	3.64	2.65	2.85	2.60	2.75
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.19	0.26	0.30	0.28
应收账款周转率	3.66	2.79	2.99	2.89	2.09
应付账款周转率	1.24	2.58	4.68	4.38	3.98
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.25	1.33	1.77	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	2.12	2.42	2.95	3.11
每股净资产(最新摊薄)	12.18	12.55	12.98	13.80	14.42
估值比率					
PE (倍)	15.43	14.00	13.16	9.90	9.28
PB (倍)	1.44	1.40	1.35	1.27	1.22
EV EBITDA (倍)	7.55	7.84	7.39	6.22	5.80

正文目录

投资要点	4
运营效率和盈利能力均为行业第一.....	4
省内扩张/出海/产业链整合驱动成长.....	4
坚持稳定高分红，自由现金流强劲.....	4
我们与市场观点不同之处：被低估的资产质量和成长空间.....	4
聚焦固废处理领域，湖南垃圾焚烧发电龙头	5
垃圾处置一体化综合业务，市场拓展不断突破.....	5
产能扩张驱动运营收入和利润增长，运营毛利率维持 60% 以上.....	7
保持高质量发展，未来具备增量空间	9
坐拥优质资产，运营效率和盈利能力均为行业第一.....	9
长沙财政支付能力较强，规划产能空间明显.....	10
“长沙模式”出海，突破中亚市场.....	13
收购仁和环境，产业链整合规模扩张.....	15
高分红高股息，长期投资价值高	19
1 年以内账龄占比 94%，净现比维持 130% 以上.....	19
坚持稳定高分红，自由现金流有望持续扩张.....	20
盈利预测分析	22
关键假设.....	22
估值方法.....	24
风险提示.....	24

投资要点

军信股份核心资产为长沙一期和二期垃圾焚烧项目，在长沙垃圾焚烧市场处于垄断地位，存量项目盈利能力居行业第一；公司收购仁和环境，收购完成后将打通固废处理上下游全产业链；出海方面，公司已签约比什凯克项目，后续可推广至其他海外市场，打开成长空间。公司上市以来坚持稳定高分红，湖南省内和海外市场仍有成长空间，自由现金流强劲，为公司持续发展和股东回报奠定了良好基础。

运营效率和盈利能力均为行业第一

2023 年公司垃圾焚烧运营毛利率达 66.8%，远超行业平均毛利率，为同期可比公司全国第一，主要原因如下：1) 2019-2023 年产能利用率均高于 110%，吨发电量为行业第一，2023 年公司吨上网电量达 452 度；2) 垃圾处理费较高，设计产能范围以内 109.9 元/吨，超出部分 65.94 元/吨，基础电价居全国前列；3) 成本端控制优秀。

省内扩张/出海/产业链整合驱动成长

1) 2023 年末长沙市常住人口达 1051.31 万人，根据规划，到 2035 年，全市常住人口/服务人口规模 1550/1900 万人左右，实现城镇开发边界 2100 平方公里，垃圾焚烧产能 1.57 万吨，超出现有产能约 7900 吨。长沙三期已启动招标流程，项目总投资达到 28.52 亿元，垃圾处理能力达 4000 吨/日。2) 公司已签约吉尔吉斯项目，初期建设规模 1000 吨/日，年处理量为 36.5 万吨，投资约 9500 万美元，协议有效期 35 年（包括建设期和运营期），垃圾处理服务费 17 美元/吨，上网电价 0.07 美元/度。该项目模式后续可推广至其他海外市场，打开成长空间。3) 公司收购仁和环境，整合固废产业链，仁和环境具备垃圾中转处理能力 8000 吨/日，厨余垃圾处理能力 2000 吨/日，餐厨垃圾处理能力 800 吨/日，2023 年餐厨垃圾项目提油率达到 7%，2023 年毛利率/净利率达 69.7/48.4%，实现归母净利润 4.97 亿。仁和环境盈利能力较强，在新发股份摊薄、新增无形资产摊销等影响下，基于 2023 年数据测算收购后 2023 年军信 EPS 增加 2.66%。

坚持稳定高分红，自由现金流强劲

2023 年公司有息负债率 27.4%，自由现金流达 3.00 亿元。2022-2023 年股利支付率均高于 70%，派息比例以及股息率领跑全行业，2023 年军信分红比例 71.8%（可比公司均值 35.4%），2024-2025 年军信股息率 5.5%、7.3%（可比公司均值 3.0%、3.3%），考虑产能投运驱动经营现金流增加，资本开支高峰期已过，公司未来自由现金流有望持续扩张，为股东回报奠定坚实基础。

我们与市场观点不同之处：被低估的资产质量和成长空间

市场将军信股份视为传统垃圾焚烧发电公司，且由于其产能规模未进入第一梯队，未引起充分重视。我们认为，军信股份资产质量和成长空间明显优于大部分同行，未来有望获得价值重估。1) 运营指标居行业前列：2023 年公司垃圾焚烧运营毛利率 66.8%，吨上网电量 452 度，垃圾处理费 109.9 元/吨，基准电价 0.45 元/度，仁和环境毛利率 69.7%，提油率 7%；2) 成长空间明显：2035 年长沙规划服务人口 1900 万人，规划垃圾焚烧产能增量空间 7900 吨/日，湖南省内平江、浏阳项目在建，海外市场已签约比什凯克项目，收购仁和环境实现产业链整合。

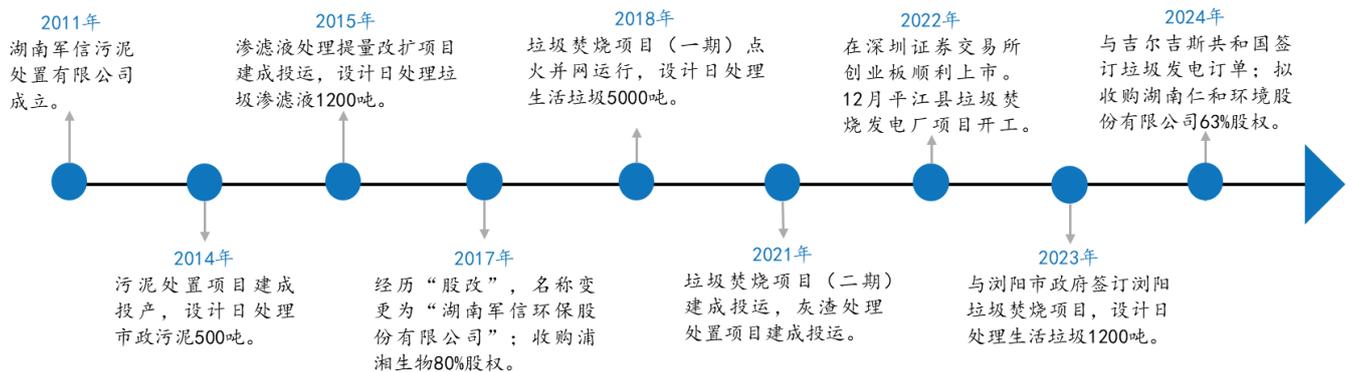
聚焦固废处理领域，湖南垃圾焚烧发电龙头

固废行业高成长性企业，业务版图不断扩大。自成立以来军信股份专注于固废处理业务，致力于绿色能源业务的投资建设、技术研发和运营管理。公司主营业务涵盖垃圾焚烧发电、市政污泥处置、垃圾渗滤液（污水）处理、垃圾填埋以及飞灰处理。近年来公司业绩稳步增长，2023 年营业收入/归母净利润达 18.57/5.14 亿元，在手垃圾焚烧处理能力达 10600 吨/日，其中长沙市生活垃圾焚烧发电项目一期、二期处理合计能力达 7800 吨/日，覆盖长沙市垃圾焚烧市场。公司积极推进收并购和海外市场扩张，收购仁和环整合长沙固废产业链，成功进入吉尔吉斯共和国垃圾焚烧市场，已签订比什凯克市特许经营协议、奥什市城市垃圾处理备忘录。

垃圾处置一体化综合业务，市场拓展不断突破

垃圾填埋厂起家，近年新增订单瞩目。公司成立于 2011 年，原名“湖南军信污泥处置有限公司”，由军信集团与长沙排水公司共同出资设立。2017 年 4 月公司经历“股改”，更名为“湖南军信环保股份有限公司”，同年收购军信集团下属的垃圾填埋及渗沥液（污水）处理业务，获得浦湘生物 80% 股权。2018 年长沙垃圾焚烧项目（一期）投运，设计日处理生活垃圾 5000 吨，2021 年长沙垃圾焚烧项目（二期）建成投运，设计日处理生活垃圾 2800 吨、市政污泥 500 吨，长沙实现城市生活垃圾“全量焚烧”，同年灰渣处理处置项目建成投运，设计日填埋飞灰 410 吨。2022 年 4 月，公司于在深交所上市。此外，军信股份收购湖南仁和环环境股份有限公司 63% 股权，截至 11 月 28 日，已完成资产过户。

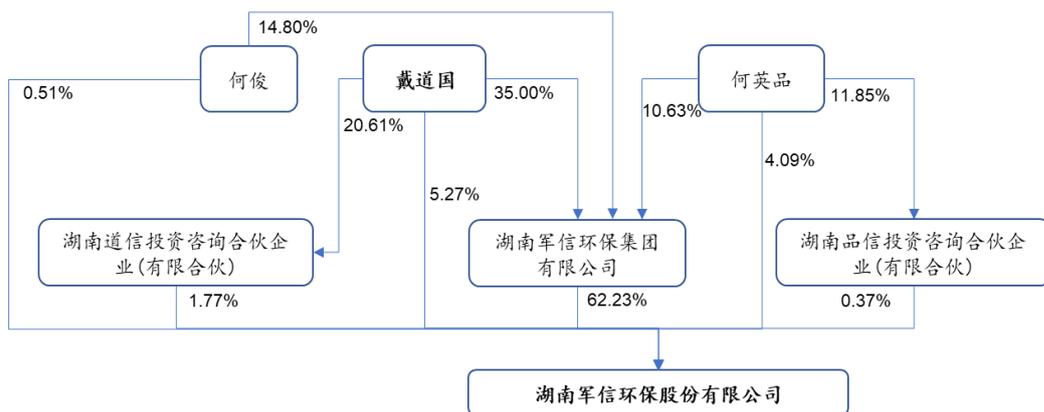
图表 1：军信股份发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

董事长戴道国和副董事长何英品为核心股东。截至 2024 年 6 月 22 日，公司第一大股东湖南军信环保集团有限公司持股 62.23%，戴道国为实际控制人。董事长戴道国直接持股军信股份 5.27%，并通过湖南军信环保集团有限公司以及湖南道信投资咨询合伙企业间接持股 22.15%，合计持股 27.42%。副董事长何英品直接持股 4.09%，间接持股 6.66%，合计持股 10.75%。

图表2：军信股份股权结构图



注：截至 2024 年 9 月 30 日
资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

核心高管清一色军旅背景，纪律严明务实高效。军信股份的三位核心创始人董事长戴道国、副董事长何英品以及董事冷朝强都具备军队服役经历。戴道国拥有少校军衔，曾于 1985 年 7 月至 1985 年 12 月赴老山前线对越作战，任陆军第一三八师炮兵团见习排长，战后与何英品同任湖南省地方税务局副处级干部。2002 年 2 月至 2009 年 10 月戴道国任军信路桥董事长，何英品同期担任副董事长，而后二人于 2017 年 4 月分任军信股份董事长、副董事长。公司管理层结合了军队的严明纪律和企业管理的灵活创新，具备丰富的跨行业经验和强大的领导执行力，为企业的发展提供了坚实的保障。

图表3：军信股份核心管理层履历

姓名	性别	职务	简历	现任职务
戴道国	男	董事长	陆军参谋学院军事理论专业，本科学历。1981 年 10 月至 1983 年 8 月任陆军第二十集团军六十师炮兵团战士。1983 年 8 月至 1999 年 7 月历任中国人民解放军长沙炮兵学院学员、练习营排长、政治指导员、训练部干事、参谋，学员大队政治教导员、副大队长（副团职，少校军衔）。期间于 1985 年 7 月至 1985 年 12 月赴老山前线对越作战，任陆军第一三八师炮兵团见习排长。1999 年 8 月至 2002 年 1 月任湖南省地方税务局副处级干部。2002 年 2 月至 2009 年 10 月任军信路桥董事长。2017 年 4 月至今任军信股份董事长。	军信集团执行董事兼总经理，军信股份董事长，军信地产执行董事，滕王阁执行董事，浦湘生物董事长，浏阳军信董事长，湖南道信执行事务合伙人，军信环保（吉尔吉斯）投资有限公司总经理
何英品	男	副董事长	中国人民解放军军事教育学院战术专业，本科学历，炮兵战术讲师。1979 年 9 月至 1981 年 12 月任中国人民解放军第三地面炮兵学校学员。1981 年 12 月至 1999 年 8 月历任中国人民解放军长沙炮兵学院副连职、正连职、副营职、正营职、副团职教员（中校军衔）。1999 年 8 月至 2002 年 1 月任湖南省地方税务局副处级干部。2002 年 2 月至 2009 年 10 月任军信路桥副董事长、常务副总经理	军信集团副总经理，军信股份副董事长，浦湘生物副董事长，浦湘环保副董事长，湖南品信执行事务合伙人
冷朝强	男	董事	中共中央党校函授学院经济管理专业，本科学历。1982 年 10 月至 1984 年 8 月任中国人民解放军沈阳军区守备十二师炮团九连战士。1984 年 9 月至 2004 年 3 月历任中国人民解放军长沙炮兵学院（1999 年更名为国防科技大学炮兵学院）学员、练习营排长、副连长、政治部干事、干部科科长（副团职，中校军衔）。期间于 1986 年 7 月至 1986 年 12 月赴老山前线对越作战，任陆军二十一军六十一师炮兵团见习排长。2004 年 3 月至 2011 年 3 月历任军信路桥办公室副主任、项目副经理、项目经理。	军信股份董事兼总经理，浦湘生物董事，浏阳军信董事，偶得（湖南）文化产业有限公司监事

资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

产能扩张驱动运营收入和利润增长，运营毛利率维持 60%以上

2016-2023 年归母净利润复合增速 77.6%。公司营收和归母净利润总体增长稳健，2017 年营收同比大幅增长 440.99%，其原因是 2015-2016 年公司业务仅涉及污泥处置，2017 年及之后渗沥液（污水）处理以及垃圾填埋项目投运带来额外收入。2021 年公司营收增长 86.6%，其主因是长沙垃圾焚烧发电项目二期正式投运带来的收入增长，以及建设期服务收入达 7.5 亿元。9M24 公司营收同比+27.74%，主要原因是建设期服务收入增加。2020 年公司归母净利同比+30.33%，主要原因是长沙一期项目于当年一次性确认国补收入 8,917.43 万元。

图表4：2015-9M24 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

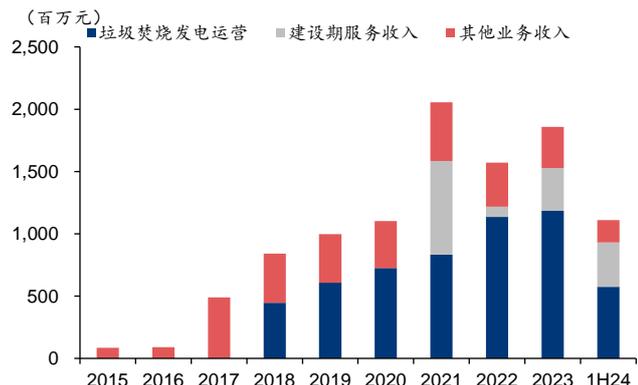
图表5：2015-9M24 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

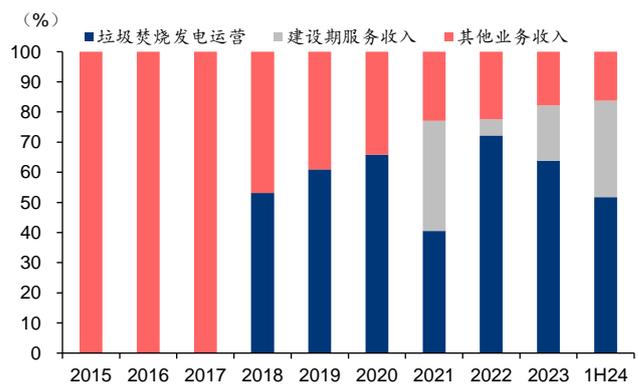
2022-1H24 垃圾焚烧发电运营营收占比超 50%。2018 年长沙垃圾焚烧项目（一期）投产，垃圾焚烧发电运营营收占比达到 53.1%，2021 年长沙垃圾焚烧项目（二期）投产，2022-1H24 其营收占比均超过 50%，为公司核心业务。2021 年起公司开始确认建设期服务收入，主要受在建工程体量影响，2021 年达 7.50 亿元，2022-2023 年相对较小，1H24 为 3.56 亿元。2018-1H24 其他业务收入占比逐年下降，1H24 降至 16.2%。

图表6：2015-1H24 公司营业收入（分业务）



资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

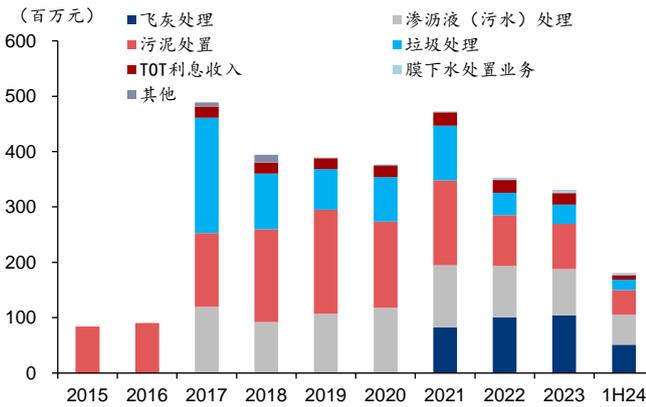
图表7：2015-1H24 公司营业收入占比（分业务）



资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

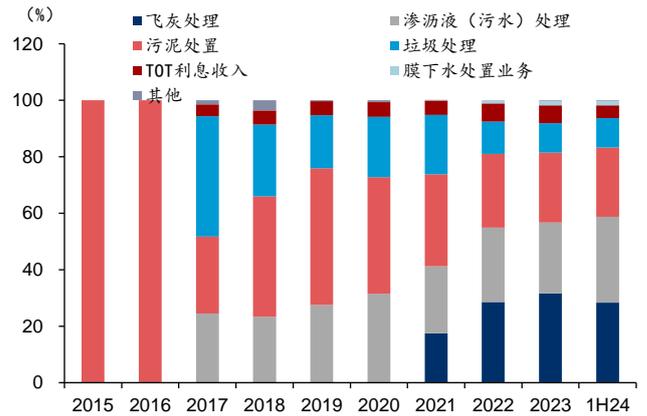
其他业务中，飞灰处理、渗沥液（污水）处理、污泥处置 1H24 合计收入占比 83.3%。其他业务主要包含以下内容：2015-2016 年前污泥处置为公司唯一业务构成，2017 年新增渗沥液（污水）处理、垃圾处理和 TOT 利息，2021 年纳入飞灰处理和膜下水处置业务。截至 1H24，飞灰处理、渗沥液（污水）处理、污泥处置为其他收入的主要构成，合计占比 83.3%。

图表8：2015-1H24 公司其他业务收入构成



资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

图表9：2015-1H24 公司其他业务收入构成占比



资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

1H24 垃圾焚烧发电运营毛利占比达 79.2%。2018-2023 年公司毛利复合增长率为 14.4%，其中垃圾焚烧发电运营毛利复合增长率达 23.7%，为公司毛利增长主要来源。2020-1H24，公司分别有 69.2%、66.4%、80.0%、82.4%、79.2%的毛利来源于垃圾焚烧发电运营，该业务毛利占比整体上升趋势。

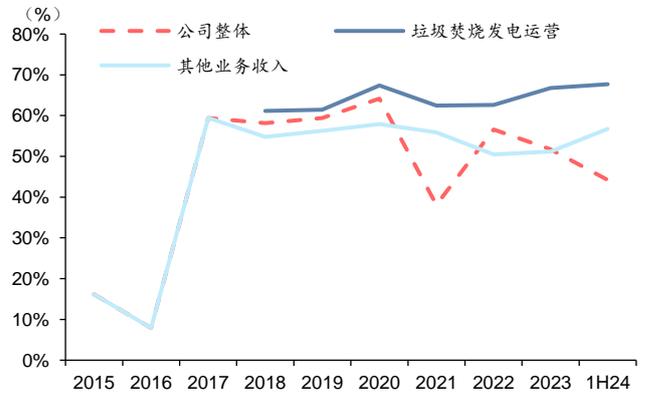
垃圾焚烧毛利率维持 60%以上，建设期收入影响整体毛利率。公司整体毛利率有明显波动，主要受建设期收入（不确认利润，毛利率为 0）波动影响，2021 年、1H24 建设期收入达 7.50、3.56 亿元，致公司整体毛利率较低。2018-1H24 公司垃圾焚烧毛利率均不低于 60%，其中 1H24 达到 67.70%，为公司核心盈利业务。其他业务板块，包括污泥处置、渗沥液（污水）处理等，2017-1H24 毛利率相对稳定，维持在 50%以上。

图表10：2015-1H24 公司毛利构成（分业务）



资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

图表11：2015-1H24 公司毛利率（分业务）



资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

保持高质量发展，未来具备增量空间

坐拥优质资产，运营效率和盈利能力均为行业第一

2023 年生活垃圾焚烧在手产能 10600 吨/日，其中投运产能 7800 吨/日。公司目前投运产能包括长沙市垃圾焚烧发电项目（一期）设计产能 5000 吨/日，以及二期产能 2800 吨/日，覆盖长沙市每天生活垃圾总产生量；在建及筹建项目 3 个，其中，浏阳项目和平江项目预计 2024 年投产，产能 1200 吨/日和 600 吨/日，比什凯克项目于 2024 年 7 月 24 日签订特许经营协议，初期规模 1000 吨/日。

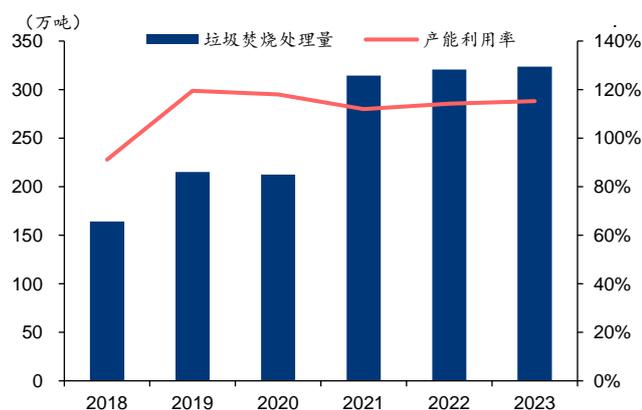
图表 12：2023 公司项目列表

序号	项目名称	地区	业务类型	投产日期	垃圾焚烧设计产能 (吨/日)	价格
投产项目						7800
1	长沙垃圾焚烧发电项目（一期）	长沙市	垃圾焚烧发电	2018 年 4 月	5000	年处理量不超过 180 万吨的部分垃圾处理费结算单价为 109.90 元/吨、超过 180 万吨的部分结算单价为 65.94 元/吨
2	长沙垃圾焚烧发电项目（二期）	长沙市	垃圾焚烧发电	2021 年 7 月	2800	设计处理量范围以内垃圾处理费为 109.90 元/吨、以外为 65.94 元/吨
3	长沙污泥处置项目	长沙市	市政污泥处理	2006 年 6 月		
4	长沙渗沥液（污水）处理项目	长沙市	污水处理	2006 年 6 月		
5	长沙垃圾填埋项目	长沙市	垃圾填埋	2006 年 6 月		
6	平江垃圾填埋项目	平江县	垃圾填埋	2012 年 6 月		
7	长沙灰渣处理处置项目	长沙市	飞灰处理	2021 年 1 月		
在建及筹建项目						2800
1	浏阳垃圾焚烧项目	浏阳市	垃圾焚烧发电	2024E	1200	垃圾处理费 70.98 元/吨
2	平江垃圾焚烧项目	平江县	垃圾焚烧发电	2024E	600	
3	比什凯克垃圾焚烧项目	吉尔吉斯共和国	垃圾焚烧发电	2026E	1000	垃圾处理费 17 美元/吨，电价 0.070 美元/度
产能合计						10600

资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

垃圾处理量和上网电量稳步增长，2019-2023 年产能利用率均高于 110%。长沙一期项目于 2018 年投运，2019-2020 年垃圾焚烧处理量为 210 万吨左右，2021 年开始长沙二期项目投运，2021-2023 年公司处理量达到 320 万吨左右，且每年小幅增长；产能利用率维持高位，2023 年为 115%。2018-2023 年上网电量同步增长，2023 年达到 14.61 亿度。

图表 13：2018-2023 年军信股份垃圾焚烧处理量



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 14：2018-2023 年军信股份垃圾焚烧发电上网电量

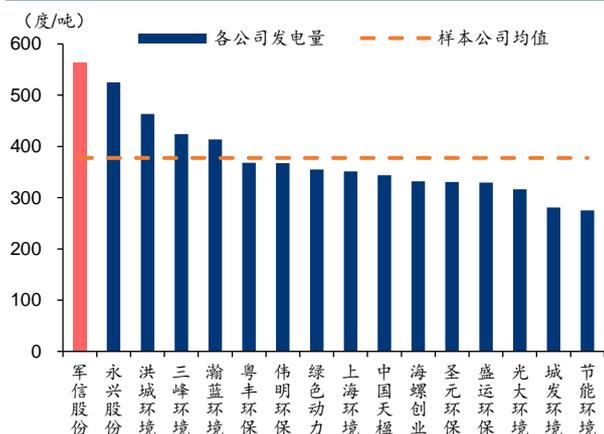


资料来源：公司公告，华泰研究

高效运营，2023 年吨发电量居行业第一。据我们测算，2023 年公司吨发电量达 564 度/日，远高于同行业平均水平，为全国第一，高于可比公司均值 44%。我们认为主要原因包括：1) 单个项目体量大，规模效应明显；2) 长沙市餐饮、旅游等经济活跃，垃圾热值较高；3) 公司不断进行技术改进以及设备更新。

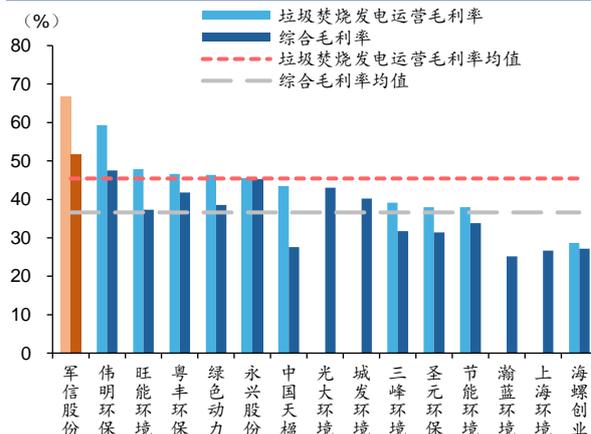
公司垃圾焚烧发电项目运营毛利率居行业第一。公司 2023 年垃圾焚烧发电项目运营毛利率达 66.8%，远超行业平均毛利率，为同期可比公司全国第一。主要原因如下：1) 吨发电量为行业内全国第一；2) 垃圾处理费较高，设计产能范围以内 109.9 元/吨，超出部分 65.94 元/吨；3) 湖南省基础电价居全国前列，发电收入贡献高；4) 拥有较长的焚烧发电时间，检修频次只需年均一次，相比其他公司年均多 1-2 周焚烧发电时间；5) 公司成本端控制优秀，2023 年公司垃圾焚烧发电相关项目营业成本同比下降 7.2%，主要是由于技改和设备改造节约了维修维护成本。

图 15: 2023 年主要垃圾焚烧发电公司入厂吨发电量



注：军信股份吨发电量根据上网比例 80%测算
资料来源：各公司公告，华泰研究

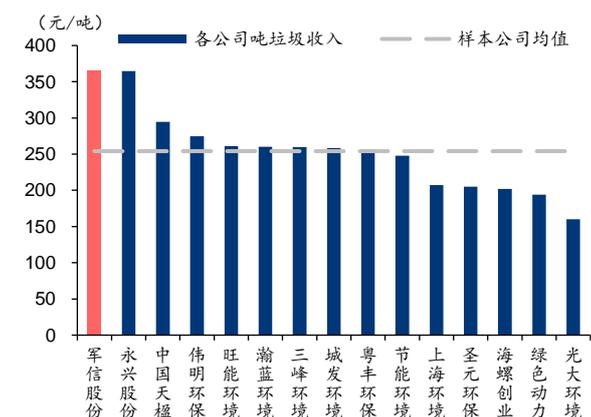
图 16: 2023 年主要公司垃圾焚烧发电项目运营毛利率



资料来源：公司年报，招股说明书，华泰研究

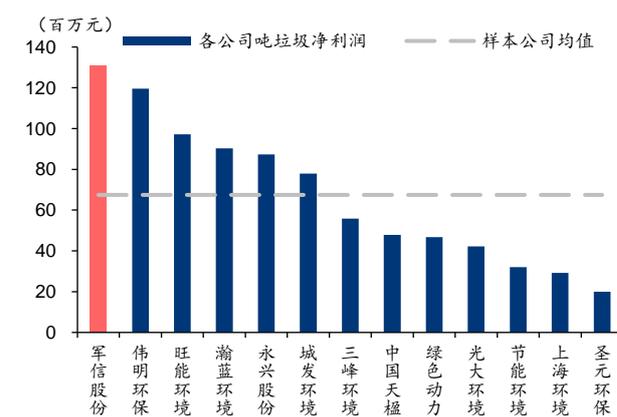
尽管二期项目尚未确认国补收入，公司吨收入已居行业第一。2023 年，公司吨垃圾收入、净利润 366、131 元/吨，均位居行业第一。长沙二期项目产能达 2800 吨/日（目前公司总投运产能 7800 吨/日），在投运产能中占比 36%，投运时间为 2021 年 6 月，目前尚未确认国补收入，我们认为未来公司吨收入、净利润仍有提升空间。

图 17: 2023 年主要垃圾焚烧发电公司吨垃圾收入



注：吨垃圾收入=垃圾焚烧发电业务收入/垃圾入厂量
资料来源：各公司公告，华泰研究

图 18: 2023 年主要垃圾焚烧发电公司吨垃圾净利润

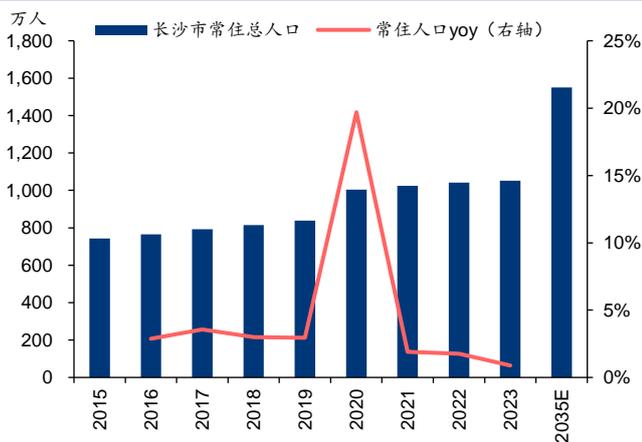


注：吨垃圾净利润=垃圾焚烧发电业务毛利/总毛利*归母净利润
资料来源：各公司公告，华泰研究

长沙财政支付能力较强，规划产能空间明显

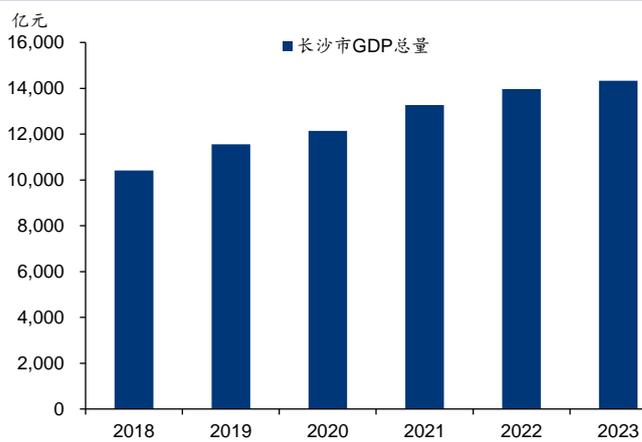
城市边界扩大，人口红利贡献垃圾量增长。截至 2023 年末长沙市常住人口达 1051.31 万人，同比增长 0.9%。根据长沙市国土空间总体规划（2021-2035 年），到 2035 年，预测全市常住人口/服务人口规模 1550/1900 万人左右。2023 年长沙市 GDP 总量达 14331.98 亿元，2019-2023 年复合增速达 6.6%。同时，为解决长沙城市规模与人口量级不匹配等问题，计划到 2026 年建成区面积突破 1000 平方公里，到 2035 年实现城镇开发边界 2100 平方公里。人口增长贡献潜在垃圾焚烧量增长，城镇边界开发利于公司进一步扩展业务版图。

图表19: 2015-2023 年长沙市常住人口



资料来源: 长沙市统计局, 长沙市自然资源和规划局, 华泰研究

图表20: 2018-2023 年长沙市 GDP 总量



资料来源: 长沙市统计局, 华泰研究

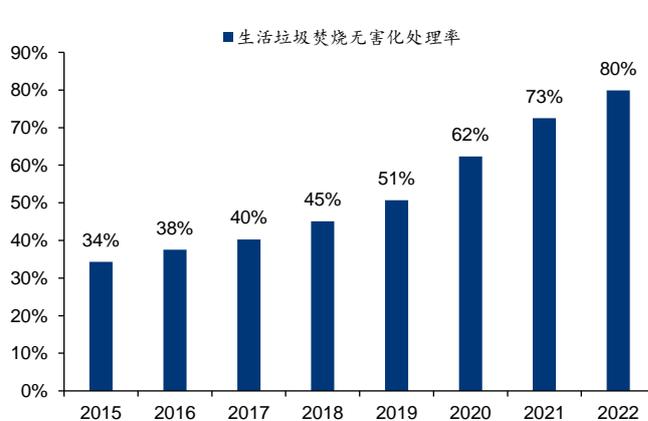
2035 年长沙市规划垃圾焚烧产能 1.57 万吨, 当前增量空间 0.79 万吨。长沙市行政区域范围内(“六区一县”)的生活垃圾均在长沙市城市固废处理场两期焚烧项目内处理, 目前, 全市生活垃圾平均进场量 9500 吨/日, 已接近两期焚烧项目的最大处理能力。根据长沙市国土空间总体规划人口规模预测, 2035 年垃圾产生量将达到约 15684.84 吨/日, 超出现有设施设计处理规模约 7884.84 吨/日, 新建垃圾焚烧项目势在必行且迫在眉睫。长沙市河西生活垃圾焚烧发电厂工程(第二次)招标公告已于 2024 年 10 月 18 日发布, 总投资达到 28.52 亿元, 垃圾处理能力达 4000 吨/日。

图表21: 2015-2022 年湖南省垃圾焚烧发电总产能



资料来源: 国家统计局, 华泰研究

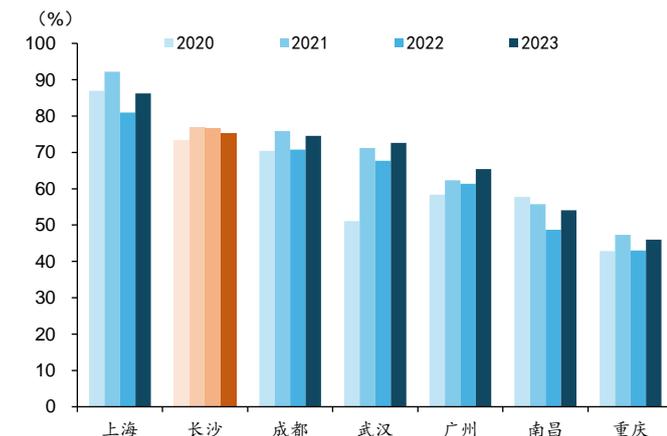
图表22: 2015-2022 年全国生活垃圾焚烧无害化处理率



注: 垃圾焚烧无害化处理率=垃圾焚烧无害化处理量/垃圾无害化处理量
资料来源: 华泰研究

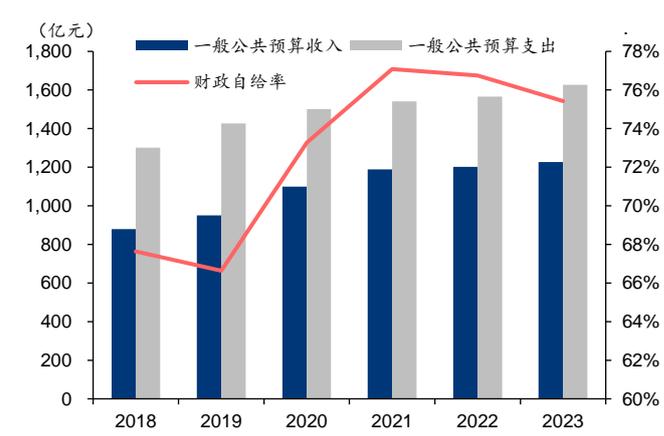
2021-2023 年长沙市财政自给率均不低于 75%, 财政支付能力较强。2023 年长沙市财政自给率 75.4%, 在样本城市中处于领先地位, 仅次于上海, 具备较强的财政自主能力和经济独立性, 有利于支撑公共服务和基础设施建设, 对外部资金或转移支付的依赖程度较低。2023 年长沙市一般公共预算收入达 1227 亿元, 同比增长 2.1%, 财政收入稳定增长。

图表23: 2020-2023 年部分城市财政自给率



注: 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出
资料来源: 国家统计局, 华泰研究

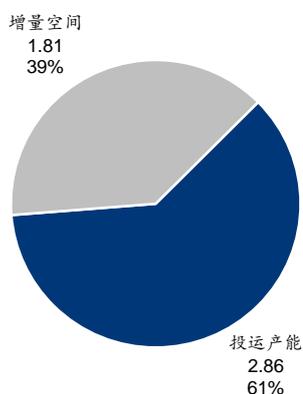
图表24: 2018-2023 年长沙市一般公共预算收入与支出



注: 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出
资料来源: 湖南省统计局, 长沙市统计局, 华泰研究

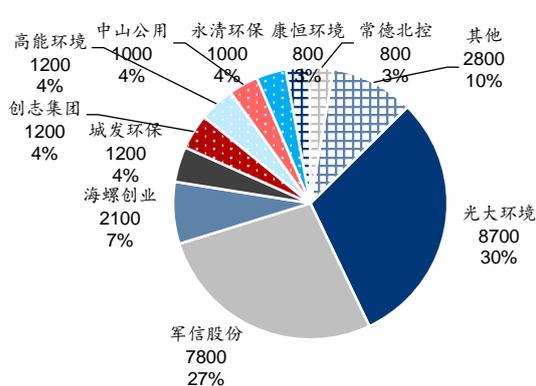
2030 年湖南省规划垃圾焚烧产能 4.67 万吨, 当前增量空间 1.81 万吨。2015-2023 年湖南省垃圾焚烧产能稳定上升, 年复合增速达 45.1%。据我们统计, 2023 年湖南省垃圾焚烧产能达 2.86 万吨/日, 其中光大环境、军信股份占比达到 30%、27%, 其他企业占比均低于 10%。根据湖南省发改委文件《湖南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030 年)》, 2030 年湖南省垃圾焚烧产能将达 4.67 万吨/日, 较当前产能有 1.81 万吨的增量空间, 增幅 63%, 军信股份省内业务扩张仍有空间。

图表25: 湖南省垃圾焚烧产能规划



注: 投运产能截至 2023 年, 增量空间截至 2030 年
资料来源: 生态环境部生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据公开平台, 《湖南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030 年)》, 华泰研究

图表26: 湖南省垃圾焚烧产能格局



注: 数据截至 2023 年
资料来源: 生态环境部生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据公开平台, 《湖南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030 年)》, 华泰研究

湖南标杆电价居全国第二, 贡献较高电费收入。湖南省脱硫燃煤标杆电价为 0.45 元/度, 为全国第二, 高于全国各省平均脱硫燃煤标杆电价 0.0761 元/度。享受国补的项目吨上网电量 280 度以内的电量电价为 0.65 元/吨, 280 度以外电价为标杆电价, 其他项目电价包括标杆电价和省补, 因此较高的标杆电价有利于公司提升单位发电收入。

图表27：全国各省份脱硫燃煤标杆电价



资料来源：电力企业联合会，华泰研究

“长沙模式”出海，突破中亚市场

签约比什凯克项目，树立中亚垃圾焚烧标杆。国内垃圾焚烧市场渐趋成熟，军信积极拓展海外市场。2024年7月24日，军信与吉尔吉斯共和国比什凯克市签订垃圾焚烧特许经营协议，项目垃圾处理规模规划3000吨/日，初期建设规模1000吨/日，年处理量为36.5万吨，投资约9500万美元，协议有效期35年（包括建设期和运营期），垃圾处理服务费17美元/吨，上网电价0.07美元/度。2023年5月18日，公司与吉尔吉斯共和国第二大城市奥什市政府签订了城市垃圾处理备忘录，拟采取BOT模式，特许经营期限为35年。

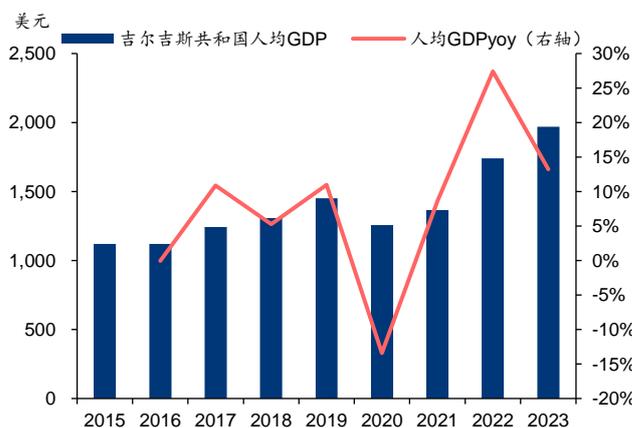
2023年吉尔吉斯人均GDP为1970美元，同比+13.2%。2023年吉尔吉斯共和国人口710万，同比+1.8%，人均GDP为1970美元，同比+13.2%，近年来人口以及人均GDP整体增长，具备垃圾焚烧增量空间。公司财务状况稳定，海外业务方向聚焦比什凯克项目，以打造高质量标杆项目为目标，后续可推广至其他海外市场。

图表28：2015-2023 吉尔吉斯共和国人口



资料来源：世界银行，iFinD，华泰研究

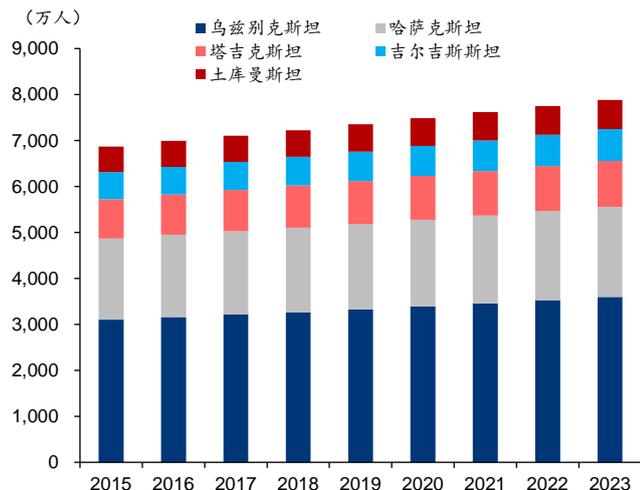
图表29：2015-2023 吉尔吉斯共和国人均GDP



资料来源：世界银行，iFinD，华泰研究

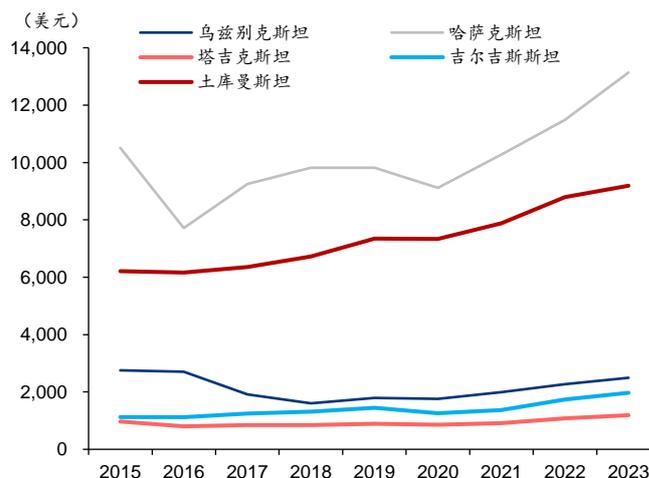
中亚五国政治经济稳定，2023年总人口接近8000万。中亚五国总人口从2015年6871万人增长到2023年7883万人，复合增速1.7%，其中乌兹别克斯坦和哈萨克斯坦人口数量较多，2023年哈萨克斯坦人均GDP达1.31万美元。总体而言中亚五国人口基数较大，政治经济形势相对稳定，具备较好的垃圾焚烧发电市场空间。

图表30: 2015-2023 年中亚五国人口统计



资料来源: 世界银行, iFinD, 华泰研究

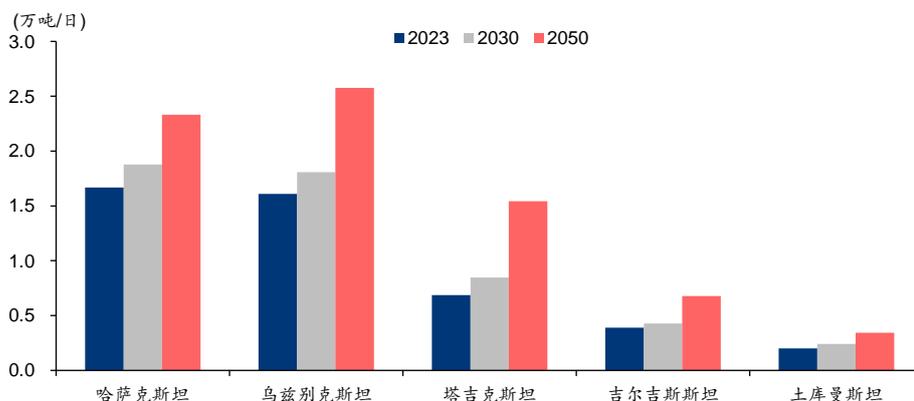
图表31: 2015-2023 年中亚五国人均 GDP



资料来源: 世界银行, iFinD, 华泰研究

2023 年哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦垃圾产量均超 1.6 万吨/日。根据世界银行报告 *What a Waste 2.0: A Global Snapshot of Solid Waste Management to 2050* 和我们测算, 中亚五国中, 哈萨克斯坦和乌兹别克斯坦垃圾产量较高, 2023 年分别约为 1.67、1.61 万吨/日。世界银行预测, 随着人口和经济发展, 各国 2030、2050 年垃圾产量将有明显增长。

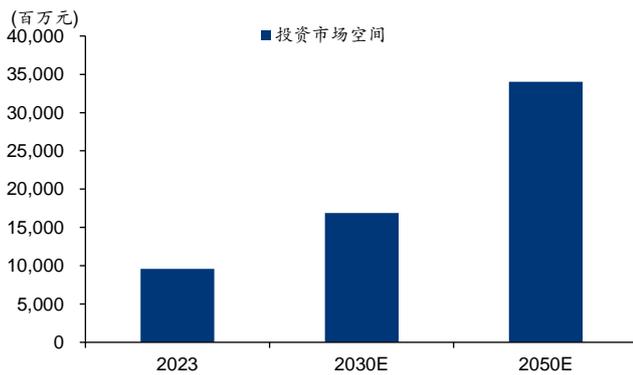
图表32: 中亚各国垃圾产量



资料来源: 世界银行, *What a Waste 2.0: A Global Snapshot of Solid Waste Management to 2050(2018)*, iFinD, 华泰研究预测

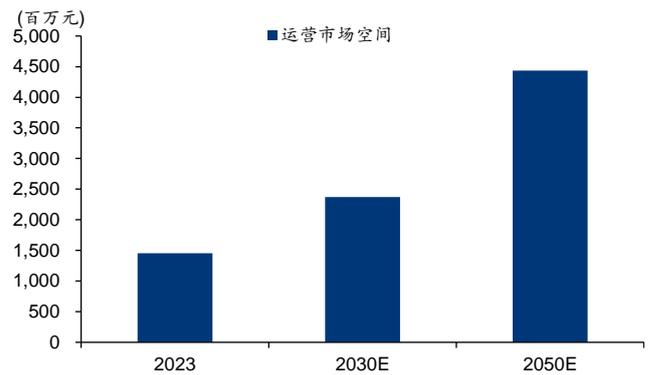
测算 2030 年中亚垃圾焚烧投资、运营市场规模达 169、24 亿元。关键假设如下: 1) 当前中亚尚无投运的垃圾焚烧项目, 参考中国十四五目标 (焚烧比例 65%), 假设 2023、2030、2050 年东南亚焚烧比例达到 35%、50%、65%; 2) 假设 2023、2030、2050 年焚烧项目单吨投资额 60、65、70 万元; 3) 吨垃圾收入 250 元。测算得到 2023、2030、2050 年投资市场规模累计达 96、169、340 亿元, 运营市场规模为每年 15、24、44 亿元。

图表33: 中亚垃圾焚烧投资市场空间



资料来源: 世界银行, *What a Waste 2.0: A Global Snapshot of Solid Waste Management to 2050(2018)*, iFinD, 华泰研究预测

图表34: 中亚垃圾焚烧运营市场空间



资料来源: 世界银行, *What a Waste 2.0: A Global Snapshot of Solid Waste Management to 2050(2018)*, iFinD, 华泰研究预测

收购仁和环境, 产业链整合规模扩张

收购仁和环境, 交易作价 21.97 亿元。军信股份拟通过发行股份及支付现金的方式向湖南仁联等 19 名交易对方购买其持有的仁和环境 63% 股权, 同时向不超过 35 名符合条件的特定对象发行股份募集配套资金。购买股权交易作价 21.97 亿元, 其中发行 1.06 亿股对价 15.38 亿元、现金对价 6.59 亿元; 募集配套资金 7.68 亿元, 其中 6.59 亿元用于支付现金对价, 1.09 亿元用于补充流动资金。根据 11 月 28 日公告, 仁 and 环境的过户事宜已办理完毕, 仁和环境成为军信股份的控股子公司, 后续尚需办理股份登记和上市、募集配套资金、支付现金交易对价等事项。

图表35: 军信股份收购仁和环境交易方案

购买仁和股权比例		63%
购买股权交易作价	亿元	21.97
发行股份对价	亿元	15.38
发行股份数量	亿股	1.06
发行价	元/股	14.56
现金对价	亿元	6.59
募集配套资金	亿元	7.68
支付现金对价	亿元	6.59
补充流动资金	亿元	1.09

资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

仁和环境主要业务为垃圾中转/厨余垃圾/餐厨垃圾处理。仁和环境成立于 2011 年 11 月, 主营业务覆盖长沙全市垃圾中转业务以及餐厨垃圾处理业务, 垃圾中转处理能力 8000 吨/日, 厨余垃圾处理能力 2000 吨/日, 餐厨垃圾处理能力 800 吨/日, 中转业务特许经营权剩余 6 年, 餐厨垃圾处理项目特许经营权剩余 13 年。根据 7 月 22 日交易报告书(草案)(注册稿), 由于餐厨垃圾产量日益增长, 公司已取得长沙市生态环境局批复, 在升级技改完成前, 可增加工作时长, 按照 1200 吨/日处理餐厨垃圾。

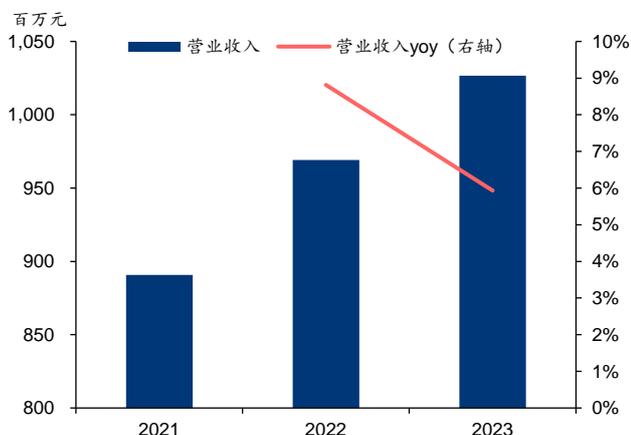
图表36: 截至 2023 年底仁和环境在手项目特许经营权情况

项目名称	项目类型	项目状态	合同对方	合同名称	特许经营权期限	剩余期限
长沙市第一垃圾中转处理场特许经营权	其他垃圾处理和厨余垃圾处理项目	运营	长沙市政府	《长沙市第一垃圾中转处理场特许经营合同》	2005/5/1-2030/4/30	6 年
	配套污水处理项目	运营	长沙市政府	《<长沙市第一垃圾中转处理场特许经营合同>之配套污水处理项目补充协议》	2015/3/20-2030/4/30	6 年
长沙市餐厨垃圾处理项目特许经营权	长沙市餐厨垃圾处理项目	运营	长沙市政府	《长沙市餐厨垃圾处理特许经营合同书》	2012/6/28-2037/6/27	13 年
长沙市望城区生活垃圾转运站特许经营权	长沙市望城区生活垃圾转运站项目	筹建	望城区政府	《长沙市望城区生活垃圾转运站特许经营项目特许经营协议》	30 年(含建设期 1.5 年)	30 年

资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

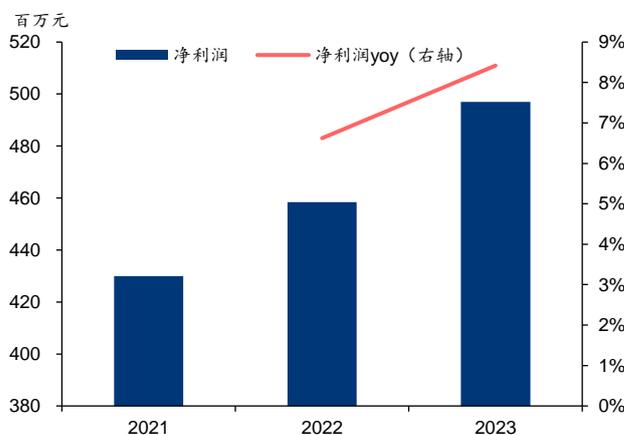
仁和環境近三年营收稳健增长，2023 年实现归母净利润 4.97 亿。2023 年仁和環境营业收入达 10.27 亿，同比增长 5.9%，归母净利润达 4.97 亿，同比增长 8.4%。2023 年生活垃圾中转处理营收占比达 62.5%，餐厨垃圾无害化处理营收占比为 36.9%。

图表37: 2021-2023 仁和環境营业收入及同比增速



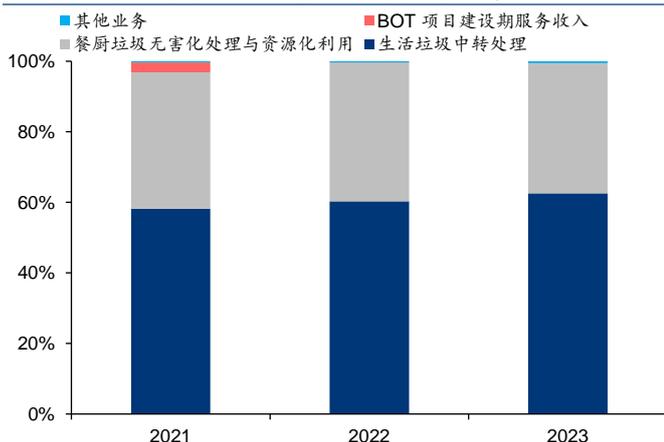
资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

图表38: 2021-2023 仁和環境归母净利润及同比增速



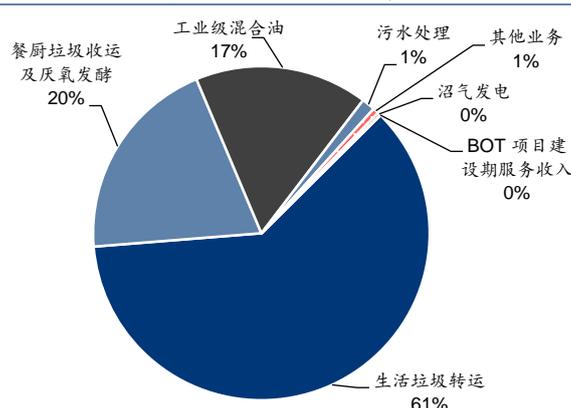
资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

图表39: 2021-2023 仁和環境营业收入占比(分业务)



资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

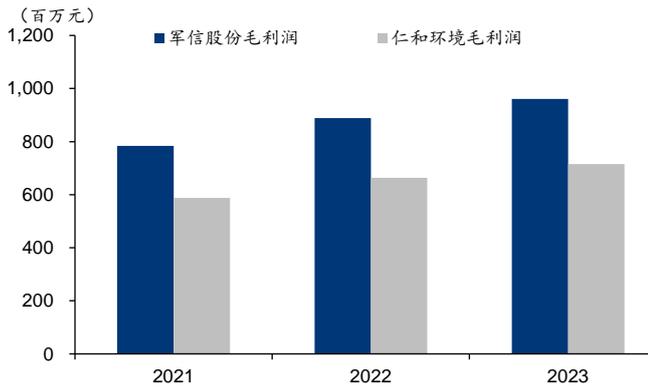
图表40: 2023 仁和環境营业收入占比(细分业务)



资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

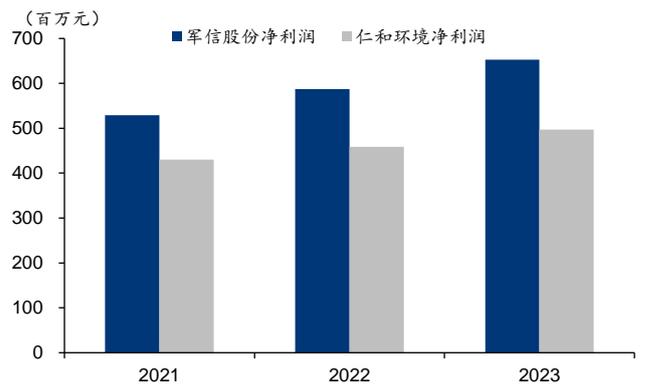
2023 年仁和毛利率/净利率达 69.7/48.4%，生活垃圾转运贡献 69%毛利润。仁和環境资产优良、利润体量大，2023 年销售毛利润达 7.15 亿元，净利润达 4.97 亿，高于对赌业绩(对赌 4.12 亿元)，同期军信股份净利润为 6.53 亿。2023 年仁和環境毛利率/净利率达 69.7/48.4%，生活垃圾转运贡献 69%毛利润。2021-2023 年仁和餐厨垃圾项目提油率达到 6.08/6.25/7.04%，在工业级混合油价格下降的背景下仁和依旧保持较高的利润，若后期工业级混合油价格回升，餐厨垃圾业务毛利率或将进一步提升。

图表41: 2021-2023 军信股份与仁和环境毛利润对比



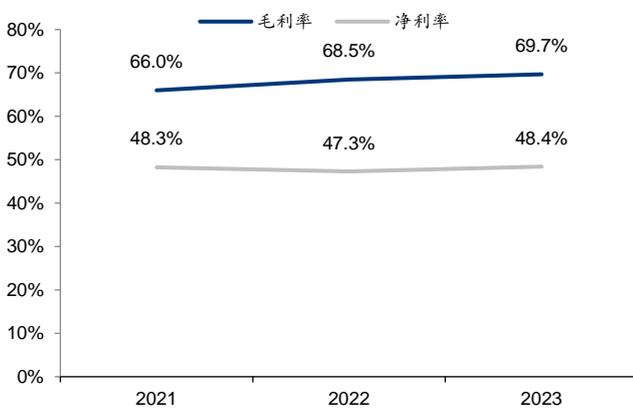
资料来源: 公司公告, 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

图表42: 2021-2023 军信股份与仁和环境净利润对比



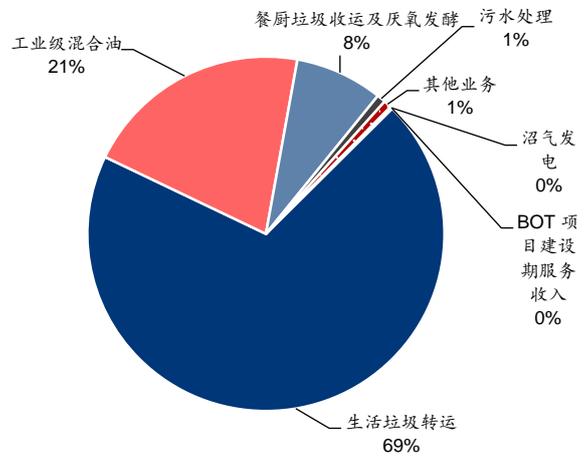
资料来源: 公司公告, 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

图表43: 2022-2023 仁和环境毛利率和净利率



资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

图表44: 2023 仁和环境毛利润占比



资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), 华泰研究

收购方案对应 2023 年 PE/PB 为 7.02/2.45x。仁和环境 2023 年净利润 4.97 亿元, 根据 7 月 22 日交易报告书(草案)(注册稿), 业绩补偿义务人(洪也凡、湖南仁联、湖南仁景、胡世梯、易志刚、祖柱、湖南仁怡)承诺 2024-2027 年仁和环境净利润不低于 4.16/4.36/4.58/4.75 亿元, 对应 2023-2024 年 PE 为 7.02/8.38x。仁和环境 2023 年净资产 14.21 亿元, 对应 PB 为 2.45x, 高于主要可比公司, 主要原因系仁和环境从事生活垃圾中转和餐厨垃圾转运、无害化处理和资源化利用业务, 运营历史较长, 长期资产已计提较多折旧或摊销, 资产相对较轻, 盈利能力较强。

图表45: 仁和环境和可比公司估值

股票代码	公司名称	市值(百万元)	PE (x)				PB (x)
			2024/12/13	2023	2024E	2025E	
600323 CH	瀚蓝环境	18,141	9.8	10.7	9.9	9.1	1.2
000803 CH	山高环能	2,887	228.1	289.2	34.8	23.5	1.9
002034 CH	旺能环境	6,674	9.4	9.8	8.7	8.1	1.0
603568 CH	伟明环保	36,326	13.8	13.2	10.4	8.5	2.6
301109 CH	军信股份	7,192	12.0	13.6	11.8	11.0	1.3
	仁和环境		7.0	8.4	8.0	7.6	2.5

注: 可比公司预测数据来自 Wind 一致预期, 仁和环境数据来自交易报告书(草案)(注册稿)

资料来源: 交易报告书(草案)(注册稿), Wind, 华泰研究

测算收购后 2023 年军信 EPS 增加 2.66%。根据 7 月 22 日交易报告书（草案）（注册稿）测算，以 2023 年数据为基数，收购完成后预计营收/归母净利增幅 55.27/29.11%至 28.84/6.63 亿元，EPS 增加 2.66%至 1.2867 元，仁和环境盈利能力较强，在新发股份摊薄、新增无形资产摊销等影响下，EPS 仍有小幅增加。

图表46： 测算收购后军信 EPS 增加 2.66%（单位：万元）

项目	交易前	交易后（备考）	增幅
资产合计	965,444.12	1,353,515.85	40.20%
负债合计	392,531.96	515,051.77	31.21%
归属于母公司所有者权益合计	514,550.87	683,427.00	32.82%
营业收入	185,744.91	288,410.02	55.27%
归属于母公司所有者的净利润	51,385.21	66,343.34	29.11%
资产负债率	40.66%	38.05%	减少 12.61 个百分点
基本每股收益（元/股）	1.2533	1.2867	2.66%
每股净资产（元/股）	13.97	16.26	16.39%

资料来源：交易报告书（草案）（注册稿），华泰研究

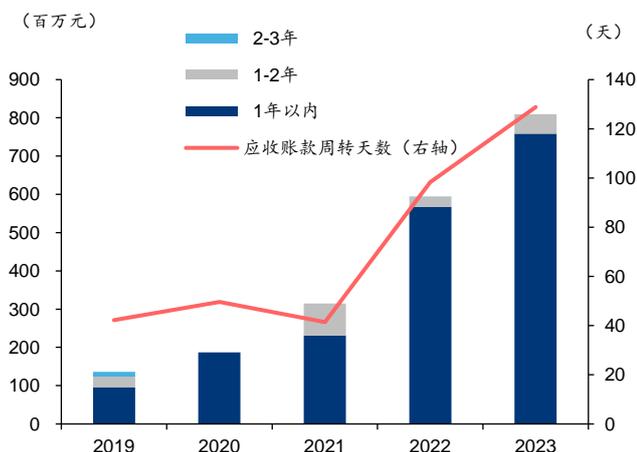
纵向延伸垃圾中转+横向扩展厨余/餐厨垃圾，服务长沙固废全产业链。收购完成后，军信股份业务纵向将向固废产业链的上游“垃圾中转”延伸，横向将扩充餐厨垃圾处理业务。1) 运营方面，合并后实现管理协同，人员管理成本得到优化，且两家公司集中采购可有效降低原料成本。2) 技术方面，合并后实现技术协同以及专利共享，仁和环境的餐厨垃圾可以为军信股份渗沥液处理提供碳源。3) 产业链方面，合并后实现全产业链模式，为政府一次性解决污泥问题、生活垃圾问题、餐厨垃圾问题，且内部成本得到优化。我们认为收购有利于提升公司资产质量、构建新的盈利增长点、扩大产业布局和增强行业竞争优势，进一步提升公司市场拓展能力。

高分红高股息，长期投资价值高

1 年以内账龄占比 94%，净现比维持 130%以上

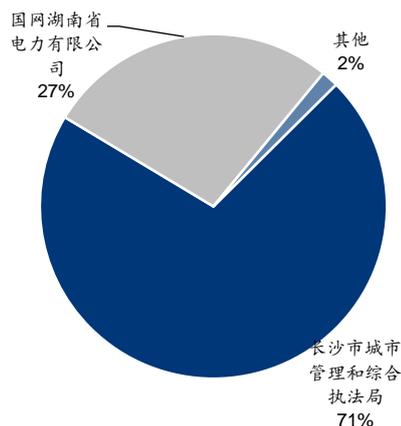
应收账款和周转天数有所增加，1 年以内账龄占比 94%。公司应收账款主要来源为垃圾处理费和电费收入，2023 年来自长沙市城管局、国网湖南省公司的应收账款占比分别为 71、27%。2022-2023 年公司应收账款金额增加较多，主要系长沙二期项目投运所致，2023 年周转天数上升至 129 天，但 1 年以内账龄占比 94%，减值风险较小。

图表 47：2019-2023 年公司应收账款账龄结构及平均账龄



资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

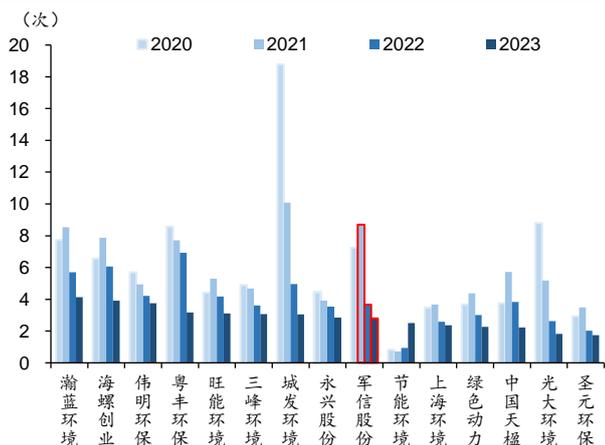
图表 48：2023 年公司应收账款主要欠款方



资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

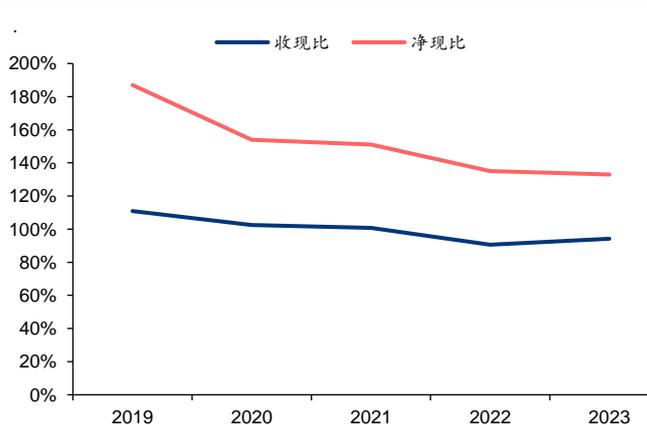
行业整体回款承压，军信净现比维持 130%以上。受政府付费和国补回款影响，2020-2023 年主要垃圾焚烧发电公司应收账款周转率整体下行，2023 年军信应收账款周转率 2.79，处于行业中等水平。公司经营性现金流主要来自垃圾处理费和电费收入，剔除非现金的建设期收入影响后，2019-2023 年公司收现比维持 90%以上，净现比维持 130%以上，获现能力良好。

图表 49：2020-2023 年主要垃圾焚烧发电公司应收账款周转率



资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

图表 50：2019-2023 年公司收现比和净现比



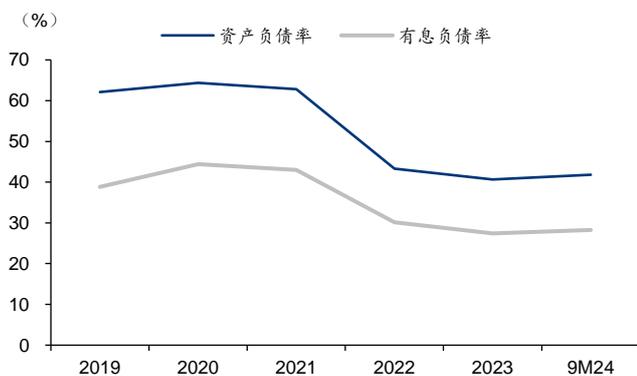
注：收现比=销售商品提供劳务收到的现金/营收（不含建设期营收）；净现比=经营性现金净流量/净利润

资料来源：公司公告，iFinD，Wind，华泰研究

坚持稳定高分红，自由现金流有望持续扩张

2023 年公司有息负债率 27.4%，自由现金流达 3.00 亿元。2019-2021 年公司资产负债率/有息负债率维持在 60/38%以上，2022 年公司上市后，资产负债率/有息负债率大幅下降至 43/30%，2023-9M24 相对稳定。公司经营现金流净额总体呈上涨趋势，2023 年达到 8.69 亿元，2023 年自由现金流达 3.00 亿元。考虑产能投运驱动经营现金流增加，资本开支高峰期已过，公司未来自由现金流有望持续扩张。

图表51：2019-9M24 公司资产负债率及有息负债率



资料来源：公司公告、华泰研究

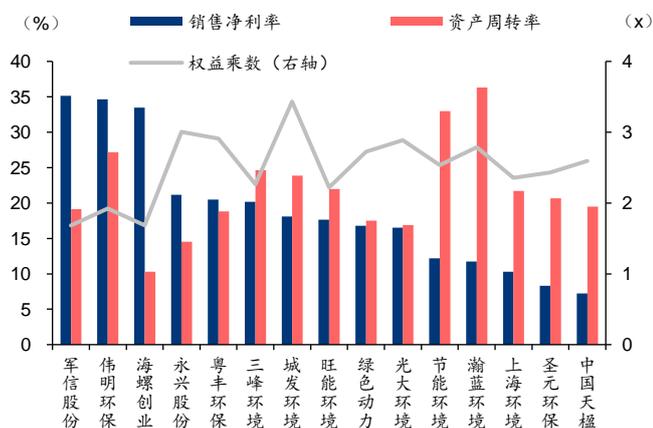
图表52：2015-9M24 公司自由现金流情况



资料来源：公司公告、华泰研究

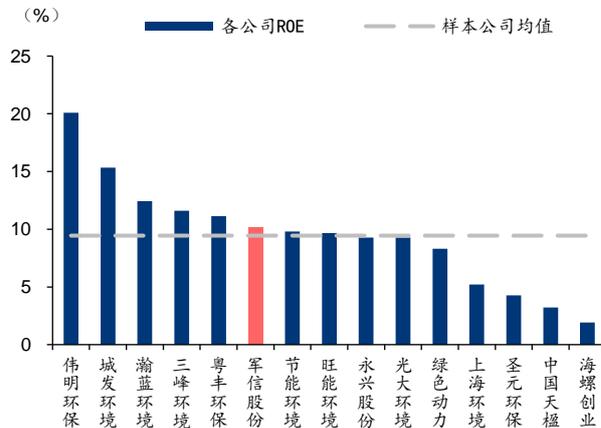
净利率居样本公司第一，ROE 超可比公司均值。公司 2023 年 ROE 为 10.14%，略高于行业平均水平，根据杜邦分析：2023 年净利率达到 35.14%，位居样本公司第一，资产质量领先；资产周转率 19.12%，处于中等水平；权益乘数 1.69，低于平均水平，公司财务杠杆以及经营风险较低，经营稳健。

图表53：2023 年主要垃圾焚烧发电公司杜邦分析



资料来源：各公司公告、华泰研究

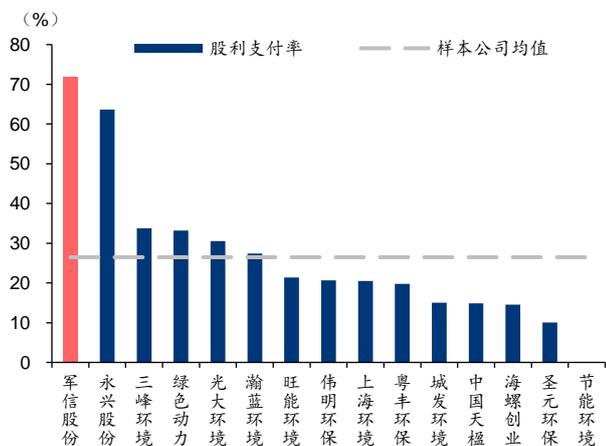
图表54：2023 年主要垃圾焚烧发电公司 ROE



资料来源：各公司公告、华泰研究

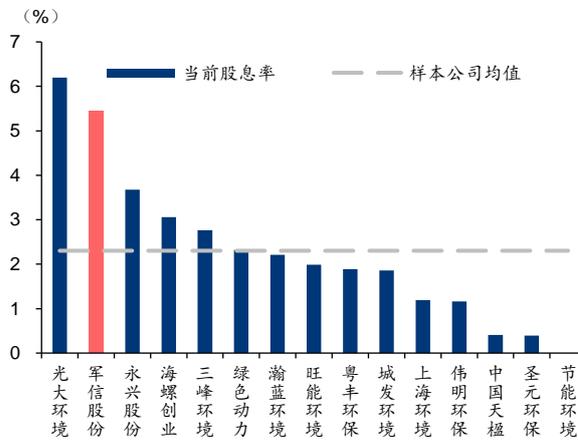
2022-2023 年股利支付率均高于 70%。公司派息比例以及股息率领跑全行业，2022-2023 年连续 2 年现金分红 3.69 亿元，股利支付率均高于 70%。公司当前股息率达 5.4%，同期可比公司均值仅为 2.3%。我们认为，公司自由现金流有望持续扩张，可为股东回报奠定坚实基础。

图表55：2023 年主要垃圾焚烧发电公司股利支付率



资料来源：各公司公告、华泰研究

图表56：2023 年主要垃圾焚烧发电公司股息率



资料来源：各公司公告、iFinD、华泰研究

盈利预测分析

公司主营业务为固废处理，其中以生活垃圾焚烧发电为主，我们将公司收入分为 3 大板块：垃圾焚烧运营、建设期服务收入和其他收入。

关键假设

量：1) 垃圾焚烧处理量：根据项目建设进度，我们预计浏阳、平江项目于 2025 年投运，比什凯克项目于 2026 年投运，24-26 年垃圾焚烧产能为 7800、9600、10600 吨/日，对应垃圾焚烧处理量 326、379、405 万吨。长沙二期业务包含协同处理污泥，处理量增长逻辑和垃圾焚烧类似，主要来自人口增长和经济发展，假设其增速与垃圾焚烧处理量增速一致。2) 上网电量：公司持续投入设备改造，提升运营效率，长沙一期、二期项目吨上网电量有望提升，但长沙市外项目垃圾热值相对较低，2025 年期新项目投产或拉低公司吨上网电量，我们预计 24-26 年公司吨上网电量 456、452、452 度/吨，上网电量为 14.88、17.15、18.28 亿度。3) 仁和环境：假设 24-26 年生活垃圾转运产能持平，产能利用率为 115、116、117%，餐厨垃圾处理量小幅增长至 42.3、42.9、43.4 万吨，提油率持平。

价：1) 垃圾处理费价格：相关处理费有明确定价机制，在成本没有发生大幅度变化的假设下，我们预测同一项目垃圾吨处理费单价维持稳定，预计长沙一期、长沙二期、浏阳、平江、比什凯克项目分别为 104、94、67、67、119 元/吨，浏阳、平江项目于 2025 年投运，比什凯克项目于 2026 年投运，综合得到 2024-2026 年公司平均垃圾处理费 100、95、96 元。2) 电价：电费包括基准电价、省补和国补，在中央和地方政策没有变化的情况下，我们假设 24-26 年与 2023 年保持一致，维持 0.50 元/度。3) 仁和环境：假设 24-26 年生活垃圾转运价格每年增长 4%，餐厨垃圾价格每年增长 3%，工业级混合油价格持平。

图表57：垃圾焚烧运营量价假设

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
垃圾焚烧运营收入	百万元	833	1,135	1,185	1,201	1,348	1,443
垃圾处理费收入	百万元	251	318	323	458	494	523
发电收入	百万元	582	817	862	743	853	919
量							
垃圾焚烧处理产能	吨/日	7,800	7,800	7,800	7,800	9,600	10,600
垃圾焚烧处理量	万吨	252	316	324	326	379	405
吨上网电量(入厂)	度/吨	431	439	452	456	452	452
上网电量	万度	108,600	138,600	146,100	148,801	171,543	182,785
价							
垃圾处理费单价	元/吨	100	101	100	100	95	96
平均价格	元/度	0.51	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表58：仁和环境量价假设

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
仁和环境收入		969	1,027	1,065	1,107	1,150
量						
生活垃圾转运处理量	万吨	324	333	336	339	342
生活垃圾转运能力	吨/日	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
生活垃圾转运产能利用率		111%	114%	115%	116%	117%
餐厨垃圾处理量	万吨	39	42	42.3	42.9	43.4
餐厨垃圾处理能力	吨/日	800	800	800	1,200	1,200
餐厨垃圾产能利用率		133%	144%	145%	98%	99%
工业级混合油提油率		6.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
价						
生活垃圾转运平均价格	元/吨	176	189	196	204	212
餐厨垃圾平均价格	元/吨	327	336	345	354	363
工业级混合油平均价格	元/吨	7,723	5,770	5,770	5,770	5,770

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

营业成本：公司营业成本相对稳定，主要包括特许经营权摊销、直接材料、维修维护和人工。考虑长沙一期、二期项目之前可进行垃圾量调配，我们假设 2024-2026 年一期毛利率维持 63.8%、二期毛利率维持 73.6%，同时考虑长沙市外项目毛利率相对较低，结合新项目投运进度，我们预计 2024-2026 年公司垃圾焚烧运营毛利率 68.3%、66.4%、65.9%。考虑公司溢价收购仁和环，并表后折旧摊销相应增加，预计 2024-2026 年毛利率 69.7%、49.1%、49.1%。

建设期服务收入：2024-2026 年公司在建项目包括浏阳、平江、比什凯克项目，根据各项目投资额及建设进度，我们预计建设期服务收入为 8.76、6.37、6.44 亿元。建设期服务收入毛利率为 0，因此不贡献利润。

其他业务：其他业务体量较小，包括飞灰处理、污泥处置、渗沥液处理、垃圾填埋等。飞灰处理和污泥处置业务主要与垃圾焚烧体量相关，假设其收入增速与垃圾焚烧处理量相同，2024-2026 年为 0.9、16.2、6.7%。随着垃圾焚烧比例逐步提升，垃圾填埋、渗沥液处理量或将下降，假设 2024-2026 年垃圾填埋、渗沥液处理收入每年下降 2%。

图表59：分业务成本预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	百万元					
垃圾焚烧运营	833	1,135	1,185	1,201	1,348	1,443
仁和环				89	1107	1150
建设期服务收入	750	84	342	876	637	644
其他收入	472	352	331	330	358	371
毛利润	百万元					
垃圾焚烧运营	520	711	792	820	894	951
仁和环				62	544	564
建设期服务收入						
其他收入	264	178	169	169	182	188
毛利率						
垃圾焚烧运营	62.5%	62.6%	66.8%	68.3%	66.4%	65.9%
仁和环				69.7%	49.1%	49.1%
建设期服务收入						
其他收入	55.9%	50.4%	51.2%	51.2%	50.8%	50.7%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

公司资产以长沙一期、二期项目为主，生产经营稳定，考虑 2024-2026 年建设期服务收入波动、仁和环合并报表，假设管理费用率为 6.1%、6.2%、6.3%，管理费用为 1.51、2.12、2.25 亿元。公司业务模式为重资产运营，研发投入相对稳定，假设 2024-2026 年研发费用率均为 2.1%。投运项目可产生稳定的经营现金流，预计 2024 年财务费用相对稳定，2025-2026 年负债增加，预计财务费用率为 7.4%、7.2%。

图表60：期间费用预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
期间费用	百万元					
营业费用				5	10	11
管理费用	107	114	142	151	212	225
研发费用	48	51	57	52	71	75
财务费用	110	148	121	121	255	258
期间费用率						
营业费用率				0.2%	0.3%	0.3%
管理费用率	5.2%	7.3%	7.7%	6.1%	6.2%	6.3%
研发费用率	2.3%	3.2%	3.1%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用率	5.4%	9.4%	6.5%	4.9%	7.4%	7.2%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

估值方法

永兴股份、瀚蓝环境、旺能环境、城发环境主营业务均为垃圾焚烧发电和餐厨垃圾处理等固废业务，拥有广州、佛山、浙江、河南等地优质特许经营权资产；永兴股份承诺 2023-2025 单一年度利润分配不少于当年实现的可分配利润的 60%，其中 2023 年分红比例达 64%，具备高分红高股息优势，其他几家公司亦具备分红比例提升的潜力。选取以上公司作为可比公司。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利 5.47、7.27、7.76 亿元。Wind 一致预期下，可比公司 2025 年 PE 均值为 10.1x。考虑军信股份多项运营指标行业居前；2024-2025 年归母净利 CAGR 高于可比公司均值；分红比例和股息率领先，2023 年军信分红比例 71.8%（可比公司均值 35.4%），2024-2025 年军信股息率 5.5%、7.3%（可比公司均值 3.0%、3.3%），给予公司 2025 年 PE 13.1x，对应目标总市值 95.21 亿元，目标价 23.19 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 61：可比公司估值表

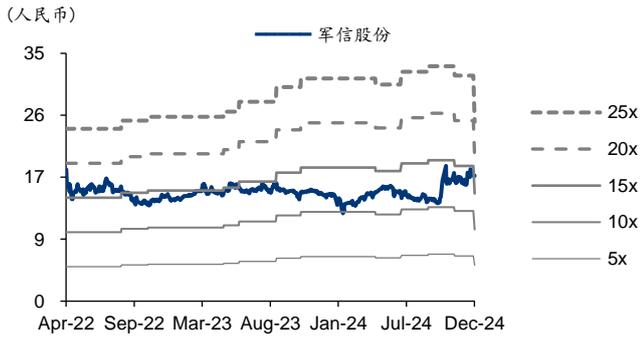
股票代码	公司名称	股价 (元/股)	市值 (百万元)		PE (x)		PB (x)		ROE (%)		分红比例 (%)			股息率 (%)		归母净利 CAGR
		2024/12/16	2024/12/16		24E	25E	24E	25E	24E	25E	2023	24E	25E	2023	24E	
601033 CH	永兴股份	14.49	13,041		16.1	14.1	1.2	1.2	8.8	9.2	63.7	4.0	4.5	7.9%		
600323 CH	瀚蓝环境	22.25	18,517		10.7	9.9	1.4	1.2	12.6	12.3	27.4	2.5	2.8	8.7%		
002034 CH	旺能环境	15.66	6,704		9.8	8.7	1.0	0.9	10.1	10.5	35.6	3.6	4.1	8.4%		
000885 CH	城发环境	13.77	8,841		8.2	7.7	1.0	0.9	12.6	12.0	15.1	1.8	1.9	2.1%		
平均值					11.2	10.1	1.2	1.1	11.0	11.0	35.4	3.0	3.3	6.8%		
301109 CH	军信股份	17.55	7,196		13.2	9.9	1.4	1.3	10.4	13.2	71.8	5.5	7.3	12.3%		

注：可比公司预测数据来自 Wind 一致预期；假设 2024-2025 年分红比例均同比持平，股息率根据 Wind 一致预期和假设的分红比例计算
资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

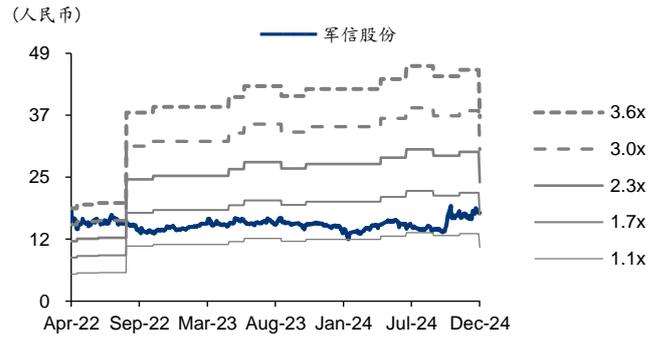
- 1) 获取和建设新项目存在不确定性：长沙市河西生活垃圾焚烧发电厂工程招标尚未完成，中标结果存在不确定性；比什凯克项目地处吉尔吉斯共和国，项目条件和国内有所区别，建设进度和运营期盈利能力存在不确定性。
- 2) 收购仁和环境存在不确定性：根据公司 11 月 28 日公告，仁和环境的过户事宜已办理完毕，仁和环境成为军信股份的控股子公司，后续还需办理股份登记和上市、募集配套资金、支付现金交易对价等事项，交易尚未实施完毕，存在不确定性，可能影响公司发展预期。
- 3) 电价补贴下降或取消：根据发改委等国家部委颁布的《2021 年生物质发电项目建设工作方案》（发改能源〔2021〕1190 号）等文件规定，新开工垃圾焚烧发电项目需参加竞争配置，补贴退出、竞价上网使得垃圾焚烧发电项目预期收益面临挑战。如国家可再生能源电价下降或取消，将显著影响公司盈利能力。
- 4) 回款低于预期：项目运营业务收入主要由垃圾处理费和发电收入组成。根据特许经营协议，政府部门定期支付垃圾处理费，财政预算和支付能力可能影响垃圾处理费回款进度。发电收入来自项目所在地省级电网公司和国家可再生能源发展基金，公司的省补和国补回款可能受全国和各省份整体支付进度影响。

图表62: 军信股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表63: 军信股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 瀚蓝环境（600323 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 瀚蓝环境（600323 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司