

公用事业行业点评报告

国债收益率持续下行，红利资产配置正当时！

增持（维持）

2024年12月23日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书：S0600522030002  
renyx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006  
chenzw@dwzq.com.cn

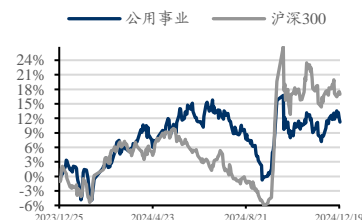
证券分析师 谷玥

执业证书：S0600524090002  
guy@dwzq.com.cn

投资要点

- 十年期国债收益率下行，红利标杆长江电力空间打开！2024年以来十年期国债收益率平均值为2.23%，12月中央经济工作会议将货币政策基调从“稳健”调整为“适度宽松”，截至2024/12/20，十年期国债收益率已加速下降至1.70%。我们观察红利标杆资产长江电力预期股息率与十年期国债收益率平均息差，2016-2023年平均息差为0.96%，截至2024/12/20，长江电力预期股息率可达3.35%，息差达到1.65%，考虑息差由1.65%回归至0.96%，长江电力市值空间提升26%，股息率回归至2.66%。红利标杆引领，环保公用红利资产迎配置良机。
- 水务固废：运营资产模式稳定，现金流预期可持续，化债+市场化改革解决付费痛点。1) 固废：成熟期资本开支快速下降，叠加化债改善G端付费痛点，现金流价值凸显。重点推荐【瀚蓝环境】24年化债规模预计22-27亿元超预期，形成“地方化债-促进重组-国企成长”闭环。暂不考虑整合增厚，对应2024年PE 11，承诺24-26年每股派息增速不低于10%，预计24-26年股息率2.3%/2.6%/2.8%。【光大环境】固废龙头24年自由现金流转正，运营主导业绩稳定，当前PB为0.5，假设24-26年分红比例维持24H1水平35%，对应股息率6.2%/6.4%/6.6%。【三峰环境】设备技术龙头角逐海外市场，运营能力领先，对应2024年PE 12，自由现金流最快转正，23年分红比例34%，假设后续逐步提升24-26年分红比例35%/36%/37%，对应股息率3.0%/3.4%/3.9%。建议关注【绿色动力环保】运营稳健增长，承诺24-26年分红不低于40%/45%/50%，对应股息率5.6%/6.7%/7.9%。【永兴股份】广州垃圾焚烧龙头，资本开支结束，垃圾量提升中，ROE现金流均上行，PB1.3倍，公司章程约定23-25年分红比例不低于60%，假设26年维持，预计24-26年股息率3.7%/4.2%/4.8%。【军信股份】掌握长沙垃圾焚烧优质资产，22-23年分红比例均超70%，假设24-26年分红比例70%，对应股息率4.2%/4.8%/5.1%。2) 水务：量价刚性，化债改善现金流，期待市场化改革模式理顺。建议关注【粤海投资】核心东江水资产优质，水务主业稳健增长，现金流充沛支撑高分红，23-24H1分红比例维持65%。假设24-26年现金分红比例65%，对应股息率6.0%/6.4%/6.7%，拟剥离粤海置地消除减值风险，25-26年盈利修复抬升预期股息率。重点推荐【兴蓉环境】掌握成都优质水务固废资产，产能扩张+污水提价兑现，待26年建设高峰期结束后自由现金流增厚空间大。我们预计2024-2026年业绩复增9%，对应24年PE 10倍，假设24-26年分红比例28%/29%/30%，对应股息率2.7%/3.1%/3.5%。【洪城环境】高分红兼具稳定增长，承诺21-26年分红不低于50%，我们预计2024-2026年业绩复增5%，对应24年PE 11倍，按承诺底线，预计24-26年股息率4.7%/4.9%/5.2%。建议关注【北控水务集团】水务高股息龙头，派息稳定，当前PB为0.77，假设24-26年派息金额维持15.8亿港元，对应股息率6.6%。
- 燃气：美国大选落地预计供给宽松，燃气公司成本压力进一步下行；价格机制继续理顺、需求放量；海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。建议关注【新奥能源】全国城燃龙头，居民价改推进、价差修复，海外资源价格预期下行成本优化。24-26年归母净利润CAGR7%，对应PE8.3/7.5/6.8；公司2023年分红比例45%，逐年提升，假设24-26年分红比例43%/46%/50%，对应股息率5.2%/6.1%/7.3%。重点推荐【昆仑能源】全国城燃龙头，背靠中石油，价稳量增。24-26年归母净利润CAGR8%，对应PE10.5/9.8/9.1；公司承诺25年分红从23年42%提升至45%，假设24-26年分红比例44%/45%/46%，对应股息率4.2%/4.6%/5.1%。【九丰能源】清洁能源稳健，能服特气驱动成长，公司承诺24-26年绝对分红金额7.5/8.5/10亿元，且当年归母增速超18%启动特别现金分红，下限0.2亿元。按照分红金额承诺，24-26年股息率4.2%/4.8%/5.6%。【蓝天燃气】河南城燃龙

行业走势



相关研究

《中央经济工作会议举行，国企改革深化提升&加紧全面绿色转型》

2024-12-16

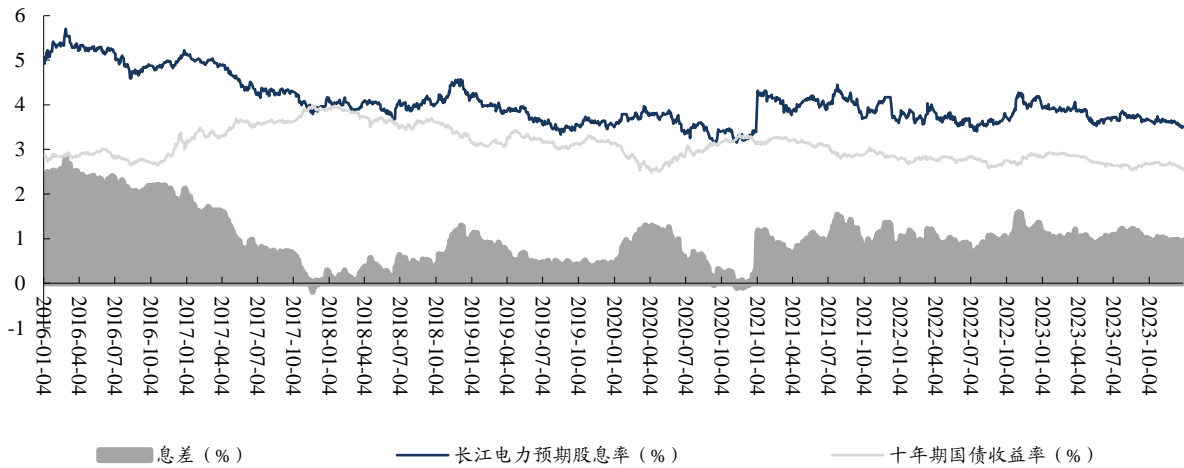
《东吴证券公用事业行业2025年年度策略：电动化、尖峰化、市场化，寻找稀缺电力容量&显著边际变化》

2024-12-10

头，保持高分红属性。24-26 三年归母净利润 CAGR1%，对应 PE13.7/13.2/12.9，23 年分红金额 5.9 亿元，预计 24-26 年维持分红 5.9 亿元人民币，对应股息率 7.3%。【中国燃气】全国城燃龙头，居民价改推进、价差修复。24-26 三年归母净利润 CAGR15%，对应 PE8.9/8.0/7.3；公司 2023 年分红 0.5 港元/股，预计 24-26 年维持分红 0.5 港元/股，对应股息率 7.7%。

- **电力：水电引领，重视火电高股息与核电成长确定性。**
  - 1) 水电：折旧占成本 70% 现金流优异，成本最低优质电源长久期运营。**重点推荐【长江电力】红利资产标杆，21-25 年承诺分红不低于 70%（21/22/23 年分红比例 71%/94%/74%），假设 24-26 年分红率 70%，股息率 3.4%/3.5%/3.7%。
  - 2) 火电高股息：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。**建议关注【申能股份】上海电力龙头稳定高股息，2021-2023 三年平均分红率 63%，假设 24-26 年分红比例 60%，股息率 5.4%/5.7%/6.1%。重点推荐【皖能电力】安徽用电需求旺盛，机组加速投产增量明显，21-23 年三年平均分红率 20%，假设 24-26 年分红比例 30%，股息率 3.2%/3.8%/4.1%。
  - 3) 核电：红利兼具成长，资本开支见顶 ROE 与分红率迎双升。**建议关注【中广核电力】21-23 年三年平均分红率 44%，公司承诺分红比例适度增长，假设 24-26 年分红比例 44%，股息率 4.0%/4.3%/4.6%。
- **风险提示：**政策进展不及预期，行业竞争加剧，宏观经济增速放缓等

图1: 2016年以来十年期国债收益率、长江电力预期股息率以及息差梳理



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 东吴环保公用红利高股息核心公司基本面/估值梳理 (截至 2024/12/20)

东吴环保公用·红利高股息核心标的推荐																												
子版块	代码	公司简介	企业类型	分红率/分红金额 (亿元/亿港元)			股息率	PB	PE	盈利预测 (亿元/亿港元)			归母净利润增速			股息收益率			投资总收益			总市值						
				2021	2022	2023				21-23平均	2024E	2025E	2026E	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025		2026					
垃圾焚烧	600325.SH	瀚蓝环境	地方国有企业	15%	16%	27%	19%	4.30	4.73	5.20	2024-2026年承诺每股股息增速不低于10%	2.1%	1.4	11	16.8	17.4	18.8	4%	4%	8%	2.3%	2.6%	2.8%	20.2%	6.2%	11.2%	185	
	0257.HK	光大环境	中央国有企业	31%	32%	31%	31%	35%	35%	35%	东吴根据现金流情况假设	5.7%	0.5	6	41.8	43.0	44.8	4%	3%	4%	6.2%	6.4%	6.6%	6.2%	9.4%	11.4%	237	
	601827.SH	三峰环境	地方国有企业	30%	33%	34%	32%	35%	36%	37%	东吴根据现金流情况假设	2.8%	1.3	12	12.2	13.6	15.0	3%	11%	10%	3.0%	3.4%	3.9%	3.1%	15.0%	14.5%	142	
水务	1330.HK	H绿色动力环保	地方国有企业	20%	23%	33%	25%	40%	45%	50%	2024-2026年承诺分红比例不低于40%、45%、50%	8.2%	0.5	7	6.6	7.0	7.4	5%	6%	6%	5.6%	6.7%	7.9%	0.6%	13.3%	13.9%	47	
	601033.SH	永兴股份	地方国有企业	0%	0%	64%	21%	60%	60%	60%	2023-2025年承诺分红比例不低于60%	3.5%	1.3	18	8.1	9.3	10.6	10%	15%	14%	3.7%	4.2%	4.8%	4.8%	14.1%	20.0%	19.7%	132
	301109.SZ	军信股份	民营企业	24%	79%	72%	58%	70%	70%	70%	东吴根据现金流情况假设	4.1%	1.7	17	5.3	6.1	6.5	3%	15%	7%	4.2%	4.8%	5.1%	7.4%	20.4%	12.9%	89	
天然气	0270.HK	H粤海投资	地方国有企业	85%	84%	65%	78%	65%	65%	65%	东吴根据现金流情况假设	5.7%	1.0	14	38.5	41.2	42.9	23%	7%	4%	6.0%	6.4%	6.7%	30.6%	14.0%	10.9%	416	
	000598.SZ	兴蓉环境	地方国有企业	20%	21%	28%	23%	28%	29%	30%	东吴根据现金流情况假设	2.3%	1.2	11	20.8	22.8	24.9	13%	10%	9%	2.7%	3.1%	3.3%	15.8%	13.0%	12.9%	216	
	600461.SH	洪城环境	地方国有企业	63%	50%	50%	55%	50%	50%	50%	2024-2026年承诺分红比例不低于50%	4.4%	1.4	11	11.6	12.2	12.9	7%	5%	5%	4.7%	4.9%	5.2%	12.4%	10.5%	10.7%	124	
天然气	0371.HK	H北控水务集团	地方国有企业	38%	115%	76%	76%	15.80	15.80	15.80	东吴根据现金流情况假设	6.6%	0.8	14	21.4	23.5	25.8	2%	10%	10%	6.6%	6.6%	6.6%	9.9%	17.0%	16.8%	239	
	2688.HK	H新奥能源	民营企业	33%	51%	45%	43%	43%	46%	50%	东吴根据现金流情况假设	5.4%	1.3	9	74.2	81.6	89.7	1%	10%	10%	5.2%	5.2%	7.3%	3.8%	16.7%	17.8%	617	
	0135.HK	H昆仑能源	中央国有企业	8%	43%	42%	31%	44%	45%	46%	2025年承诺分红比例提升至45%	6.0%	1.0	11	61.1	65.6	70.6	7%	7%	8%	4.2%	4.6%	5.1%	12.0%	13.4%	13.1%	696	
天然气	605090.SH	九丰能源	民营企业	31%	17%	33%	27%	7.50	8.50	10.00	2024-2027年承诺分红金额承诺	2.8%	2.0	10	17.1	17.4	20.4	31%	2%	3%	4.2%	4.8%	5.6%	36.3%	7.0%	23.3%	178	
	605368.SH	蓝天燃气	民营企业	55%	84%	97%	79%	5.90	5.90	5.90	公司承诺分红比例不低于70%。东吴假设分红金额与2023年保持一致	11.3%	2.3	14	5.86	6.09	6.20	3%	4%	2%	7.3%	7.3%	7.3%	3.7%	11.5%	9.3%	80	
	0384.HK	H中国燃气	民营企业	29%	39%	63%	44%	27.20	27.20	27.20	东吴根据现金流情况假设	7.7%	0.6	11	39.6	44.4	48.7	24%	12%	10%	7.7%	7.3%	7.7%	33.7%	20.8%	18.1%	353	
水电	600900.SH	长江电力	中央国有企业	71%	94%	74%	80%	70%	70%	70%	2021-2025年承诺分红比例不低于70%	2.8%	3.4	21	343.5	361.4	376.6	26%	5%	4%	3.4%	3.7%	3.7%	30.4%	8.9%	8.1%	7,145	
	600642.SH	中能股份	地方国有企业	60%	73%	57%	63%	60%	60%	60%	东吴根据现金流情况假设	4.4%	1.3	10	39.9	42.4	45.3	15%	6%	7%	5.4%	5.7%	6.1%	21.6%	12.4%	13.3%	444	
	000543.SZ	皖能电力	地方国有企业	0%	26%	35%	20%	30%	30%	30%	东吴根据现金流情况假设	2.8%	1.2	11	19.2	23.2	25.0	3%	21%	8%	3.3%	3.8%	4.1%	38.6%	25.4%	12.5%	181	
核电	1816.HK	H中广核电力	中央国有企业	43%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	2021-2025年承诺分红比例将在2020年(42.25%)基础上持续提升	3.7%	1.1	12	126.3	138.5	146.6	7%	10%	6%	4.0%	4.3%	4.6%	11.0%	14.4%	10.7%	1,404	

注: 光大环境、绿色动力环保、粤海投资、北控水务集团、新奥能源、中国燃气、中广核电力货币单位为“港元”, 瀚蓝环境、三峰环境、永兴股份、军信股份、兴蓉环境、洪城环境、九丰能源、蓝天燃气、长江电力、中能股份、皖能电力货币单位均为“元”

注: 昆仑能源盈利预测/分红金额货币单位为“元”, 总市值货币单位为“港元”, 计算昆仑能源股息收益时按照港元兑人民币汇率 0.92 计算

注: 盈利预测假设中, 瀚蓝环境、光大环境、三峰环境、兴蓉环境、洪城环境、昆仑能源、九丰能源、蓝天燃气、中国燃气、长江电力来自东吴证券研究所最新外发报告, 其余公司盈利预测来自 WIND 一致预期 (截至 2024/12/20)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>