

环保运营规模增长，高速公路提供稳定现金流

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 垃圾焚烧行业存量竞争，国有企业凭借雄厚的资金实力有较为明显的优势，垃圾焚烧行业进入存量整合阶段，2021年公司收购启迪环境相关资产，实现业务规模增长。2) 公司固废处理项目集中投资进入尾声，截至2024年6月30日，公司生活垃圾焚烧发电项目32个，合计处理能力28550吨/日(不含参股公司)，垃圾发电项目全部转入运营，未来资本开支有望下降。3) 高速运营稳健，提供稳定现金流，公司运营公路里程255公里，三条路产收费期限到期日在2032年至2042年。公司经营路产质量较好，为公司提供稳定收入。
- 我国经济社会发展已进入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段，政策促进行业发展。无害化垃圾处理主要有焚烧以及卫生填埋等方式，由于卫生填埋需要占用大量的土地，同时存在污染扩大等弊端，垃圾焚烧处理量上涨，2023年通过焚烧处理的生活垃圾为20954.5万吨，占比提高至82.5%，国家发展改革委、住房城乡建设部发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，计划到2025年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比65%左右，行业进入存量整合阶段，2021年公司收购启迪环境相关资产，实现业务规模增长。
- 公司固废处理业务以生活垃圾焚烧发电投资、建设与运营为核心，同时从事危险废物和医疗废物处置业务。截至2024年6月30日，公司生活垃圾焚烧发电项目32个，合计处理能力28550吨/日(不含参股公司)，垃圾发电项目全部转入运营，未来资本开支有望下降。当前公司生活垃圾焚烧项目中属于非竞争配置项目的共22350吨/日；22350吨/日中有9900吨/日已纳入国家可再生能源补贴清单，整体非竞争配置项目占比达到78%，相关补贴有保障。2024年上半年公司环保业务实现营收20.6亿元，占比为71.4%，贡献毛利占比65.4%为8.2亿元。
- 高速公路提供稳定收入来源。截至2024年6月30日，公司管理运营许昌至平顶山至南阳高速公路、安阳至林州高速公路、林州至长治(省界)高速公路，运营里程255公里，三条路产收费期限到期日在2032年至2042年。公司经营路产质量较好，为公司提供稳定收入，2024年上半年公司高速公路业务实现营收6.6亿元，占比为22.9%，贡献毛利占比28.9%为3.6亿元。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.6亿元(-1%)、11.6亿元(+9.2%)、12.2亿元(+4.6%)，EPS分别为1.66元、1.81元、1.89元，对应动态PE分别为8倍、7倍、7倍。我们认为公司垃圾焚烧业务后续规模稳定，高速公路整体经营稳健，分别给予公司环保业务、高速公路2025年9、9倍PE，对应市值分别为104.67亿元，对应目标价16.29元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：政策变动风险、行业竞争加剧风险、应收账款有所增加的风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6521.86	6417.80	6718.27	6849.62
增长率	2.61%	-1.60%	4.68%	1.96%
归属母公司净利润(百万元)	1075.04	1064.43	1162.75	1216.38
增长率	1.78%	-0.99%	9.24%	4.61%
每股收益EPS(元)	1.67	1.66	1.81	1.89
净资产收益率ROE	13.91%	12.32%	12.04%	11.35%
PE	7	8	7	7
PB	1.07	0.96	0.86	0.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光怿
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn
联系人: 杨蕊
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.42
流通A股(亿股)	6.42
52周内股价区间(元)	10.46-14.67
总市值(亿元)	80.52
总资产(亿元)	301.42
每股净资产(元)	12.79

相关研究

目 录

1 公司介绍：全国性综合型的环保平台.....	1
2 固废处理项目集中投资进入尾声.....	3
3 高速业务加持，ROE 高于环保行业平均.....	6
4 盈利预测与估值.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示.....	12

图 目 录

图 1: 城发环境发展历程.....	1
图 2: 主营业务收入-按行业 (亿元)	2
图 3: 主营业务毛利-按行业 (亿元)	2
图 4: 城发环境股权结构 (2024Q3)	2
图 5: 中国城市生活垃圾清运量以及无害化处理情况	4
图 6: 中国无害化处理量-按方式.....	4
图 7: 部分垃圾处理企业垃圾处理能力-2023 年 (吨/日)	4
图 8: 公司营业收入情况	7
图 9: 公司高速公路以及环保业务收入情况	7
图 10: 公司毛利润情况	7
图 11: 公司高速公路以及环保业务毛利情况	7
图 12: 公司期间费用情况 (亿元)	8
图 13: 公司净利润情况	8
图 14: 城发环境净资产收益率	8
图 15: 垃圾焚烧相关的环保业上市公司 ROE (%)	9
图 16: 公司资产负债情况	9
图 17: 公司资产明细情况 (亿元)	9
图 18: 公司现金流情况 (亿元)	10
图 19: 公司分红情况	10

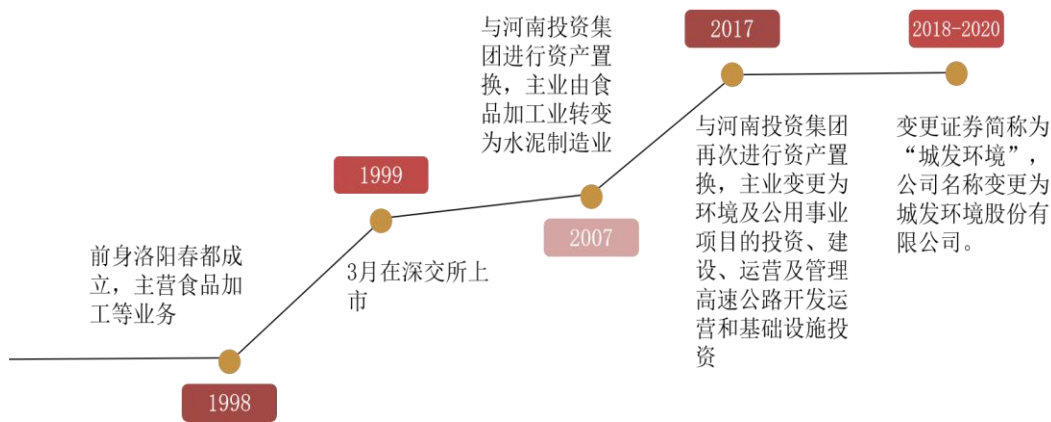
表 目 录

表 1: 城发环境主要子公司 (亿元)	2
表 2: 垃圾无害化处理相关政策	3
表 3: 公司垃圾焚烧发电业务运营情况	5
表 4: 公司固废业务运营情况	6
表 5: 公司水务业务运营情况	6
表 6: 分业务收入及毛利率	11
表 7: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	14

1 公司介绍：全国性综合型的环保平台

经过多次资产置换，城发环境目前主要从事环保领域以及高速公路运营等相关业务。公司成立于1998年12月，原名洛阳春都，主营食品加工等业务，1999年3月在深交所上市，2007年，洛阳春都与河南投资集团进行资产置换，主业由食品加工业转变为水泥制造业。2017年9月，与河南投资集团再次进行资产置换，主业由水泥制造业变更为环境及公用事业项目的投资、建设、运营及管理高速公路开发运营和基础设施投资。2018年9月17日，更名为河南城发环境股份有限公司，并变更证券简称为“城发环境”。2020年，公司名称变更为城发环境股份有限公司。

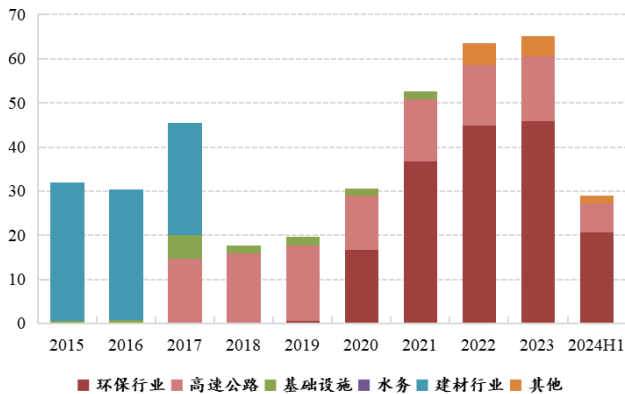
图 1：城发环境发展历程



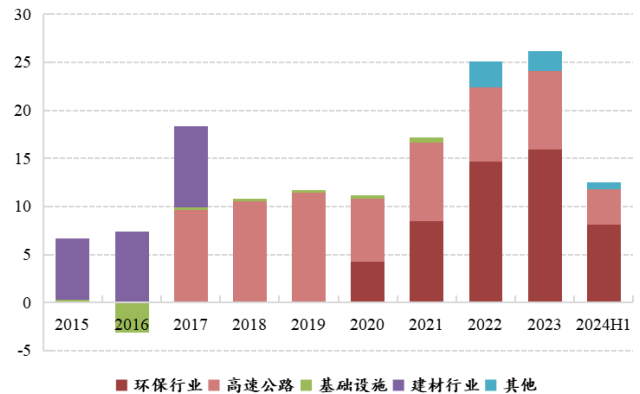
数据来源：公司公告，西南证券整理

高速公路业务稳健经营，环保业务迅速崛起。2017年重大资产重组后，公司主要运营3条高速公路，分别为许平南高速、安林高速、林长高速，高速公路业务能够为公司提供稳定的收入来源，2023年相关业务实现营收14.7亿元，占比22.5%，实现毛利8.2亿元，占比31.4%。2024年上半年公司高速公路业务实现营收6.6亿元，占比为22.9%，贡献毛利占比28.9%为3.6亿元。

2018年作为河南投资集团控股的专业环保板块公司，公司积极开展相关项目建设，2019年中标垃圾焚烧发电项目，同时将环保业务进一步扩展，2023环保相关业务实现营收45.8亿元，占比70.2%，较2019年大幅提升67.3pp，实现毛利15.9亿元，占比60.6%。2024年上半年公司环保业务实现营收20.6亿元，占比为71.4%，贡献毛利占比65.4%为8.2亿元。

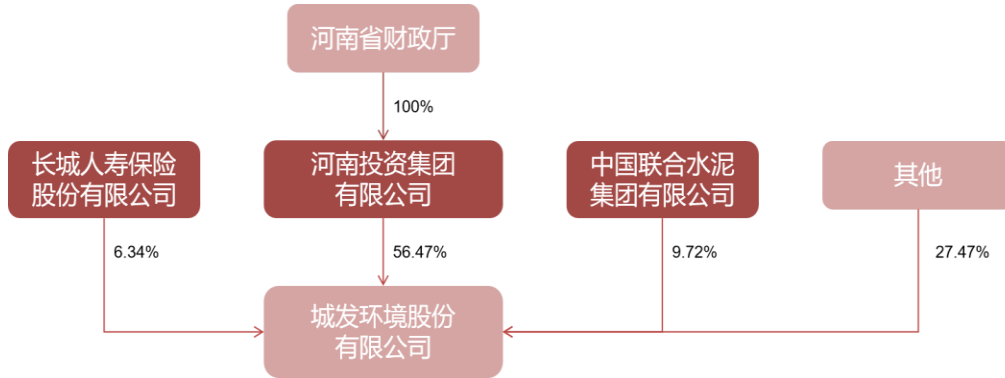
图 2：主营业务收入-按行业（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

图 3：主营业务毛利-按行业（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

上市之初公司控股股东为洛阳春都集团有限责任公司，2003 年变更为为郑州华美科技有限公司，2005 年变更为河南投资集团有限公司，截至 2024 年 6 月末，河南投资持有公司 56.47% 的股份，河南省财政厅是公司的实际控制人。2024 年 5 月 17 日公司发布公告称，长城人寿通过二级市场集中竞价交易方式增持城发环境 0.06% 股份。截至公告披露日，共持有公司 3170 万股，占总股本的 5%，后续继续增持公司股份，截止 2024 年三季度，共持有 6.34% 股权。公司业务主要通过旗下重要子公司开展。

图 4：城发环境股权结构（2024Q3）


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：城发环境主要子公司（亿元）

简称	主营业务	持股比例	2024 年 9 月末		2024 年 1-9 月	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
许平南公司	高速公路开发、运营	100%	45.79	33.06	10.47	3.71
郑州零碳	静脉产业园的投资建设运营管理	100%	45	14.03	6.07	1.15
城发水务公司	供水、污水处理及其再生利用	100%	30.3	10.78	4.26	0.85
环保能源公司	生活垃圾焚烧发电	100%	25.72	3.44	0.74	0.3
沃克曼公司	环保方案集成服务	100%	22.74	5.21	8.57	0.88
新环卫公司	生活垃圾分类试点运营	100%	7.67	3.71	3.66	0.36

数据来源：2024 年度信用评级报告，公司公告，西南证券整理

2 固废处理项目集中投资进入尾声

政策促进行业发展。2022 年以来，各部门提出了有关于垃圾处理的各项政策意见，我国对于环保产业重视程度不断提高，环保行业整体发展也相对健康，生活垃圾无害化处理已经成为趋势。

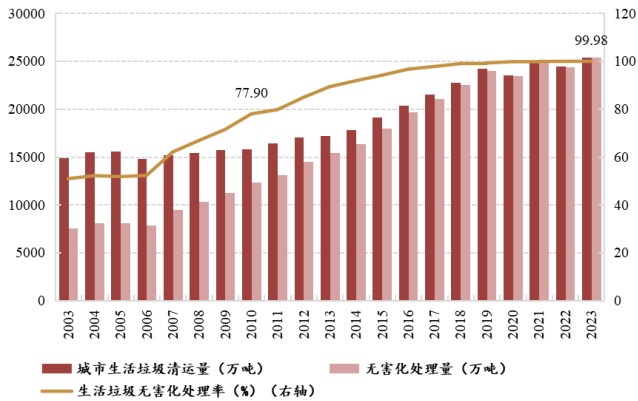
表 2：垃圾无害化处理相关政策

时间	部门	政策/意见	内容
2022.04	生态环保部	《“十四五”时期“无废城市”建设名单》	多省发布建设工作方案，“无废城市”建设全面启动。
2022.06	生态环境部等 7 部门	《减污降碳协同增效实施方案》	明确“十四五”时期工作目标和重点任务。
2022.11	国家发改委等 5 部门	《关于加强县级地区生活垃圾焚烧处理设施建设的指导意见》	要求到 2025 年，长江经济带、黄河流域、生活垃圾分类重点城市、“无废城市”建设地区以及其他地区具备条件的县级地区应建尽建生活垃圾焚烧处理设施，东部地区实现县级地区收运体系全覆盖，中部地区基本实现县级地区收运体系全覆盖，西部和东北地区有条件的县级地区实现收运体系全覆盖。
2023.05	生态环境部等 2 部委	《危险废物重大工程建设总体实施方案（2023-2025 年）》	要求加快建设危险废物“1+6+20”重大工程，提供托底保障。
2023.08	国家发展改革委等 3 部委	《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作促进可再生能源电力消费的通知》	实现对可再生能源电量绿证核发全覆盖，为生活垃圾焚烧发电项目带来潜在收益。
2024.02	国务院办公厅	《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》	对加快构建废弃物循环利用体系作了顶层设计和总体部署，分 2025 年和 2030 年两个阶段提出工作目标，提出培育壮大资源循环利用产业。

数据来源：公司公告，各政府网站，西南证券整理

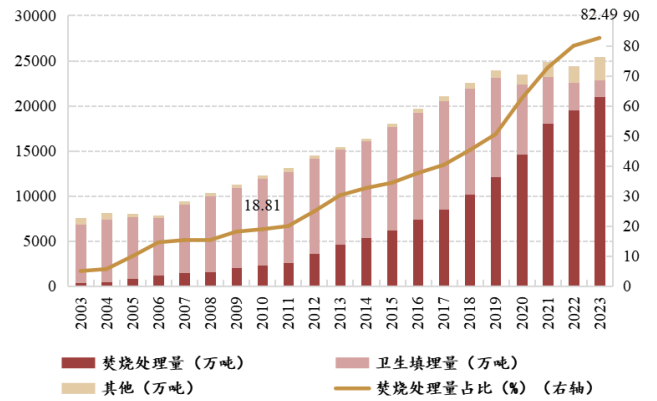
我国经济社会发展已进入加快绿色化、低碳化的高质量发展阶段。我国城镇生活垃圾无害化处理率提升，2023 年我国城市生活垃圾清运量为 25407.8 万吨，同比增长 3.9%，其中通过无害化处理的城市垃圾为 25401.7 万吨，无害化处理率为 99.98%，同比上涨 0.08pp。无害化垃圾处理主要有焚烧以及卫生填埋等方式，由于卫生填埋需要占用大量的土地，同时存在污染扩大等弊端，垃圾焚烧处理量上涨，2023 年通过焚烧处理的生活垃圾为 20954.5 万吨，占比为 82.5%，较 2019 年占比 50.5% 大幅提升 32pp，通过填埋处理垃圾量为 1892.6 万吨，占比为 7.5%，较 2019 年占比 45.6% 下降 38.1pp。国家发展改革委、住房城乡建设部发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，计划到 2025 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比 65% 左右。

图 5：中国城市生活垃圾清运量以及无害化处理情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：中国无害化处理量-按方式

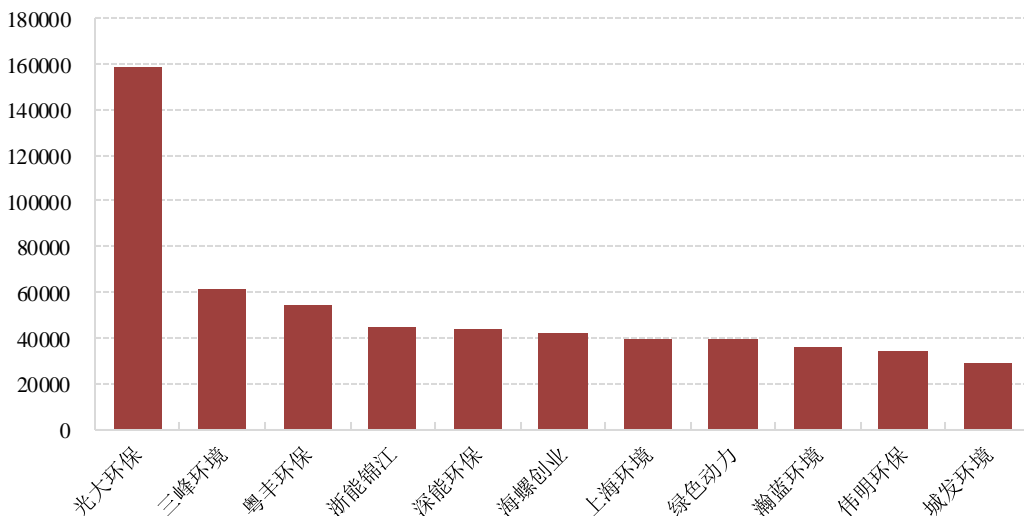


数据来源：wind，西南证券整理

垃圾焚烧处理业前期投入大，回报周期长。生活垃圾焚烧发电业务主要以 BOT 等特许经营的模式进行，垃圾焚烧发电项目在特许经营期间，项目公司通过垃圾焚烧获得垃圾处理收入和发电收入。其中垃圾处理收入主要由项目所在地环卫或城管部门支付，发电收入则受到垃圾处理量、吨垃圾上网电量和单位电价影响，具体来看单位电价又由燃煤标杆电价以及省补、国补组成。运营期间，由于国家环保政策、产业政策调整、物价指数、上网电价等变化使公司的生产成本和收入发生变化时，可按照相关协议约定相应调整垃圾处理费。项目运营产生的上网电力由电力部门全额收购，并按相关规定给予电价补贴，相关补贴到账需要一定时间。

行业发展速度放缓，并购整合结束后，市场向龙头集中。垃圾焚烧行业经过多年发展，目前已经过了高速发展时期，市场参与者按照是否有国资背景，可大体分为国有企业参与者以及民营企业参与者，国有企业凭借雄厚的资金实力在融资渠道端有较为明显的优势，获取项目能力相对较强。当前市场参与者主要有以光大环保为首的国有企业，以及康恒环境等民营企业。

图 7：部分垃圾处理企业垃圾处理能力-2023 年（吨/日）



数据来源：公司公告，中诚信国际，西南证券整理

公司固废处理业务以生活垃圾焚烧发电投资、建设与运营为核心，同时从事危险废物和医疗废物处置业务。截至 2024 年 6 月 30 日，公司生活垃圾焚烧发电项目 32 个，合计处理能力 28550 吨/日（不含参股公司），垃圾发电项目全部转入运营，未来资本开支有望下降。当前公司生活垃圾焚烧项目中属于非竞争配置项目的共 22350 吨/日；22350 吨/日中有 9900 吨/日已纳入国家可再生能源补贴清单，整体非竞争配置项目占比达到 78%，相关补贴有保障。

表 3：公司垃圾焚烧发电业务运营情况

	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
垃圾处理能力（吨/日）	12200	26250	28550	28550
垃圾处理量（万吨）	456.21	835.01	1031.39	875.98
垃圾处理产能利用率(%)	102.45	102.36	98.97	125.11
装机容量（兆瓦）	241	449	591	591
设计发电量（万度/年）	149688	301402	391156	391156
实际发电量（万度）	139332	252742.3	289693.22	256451.02
吨垃圾发电量（度/吨）	305.41	302.69	280.88	292.76

数据来源：2024 年度信用评级报告，公司公告，西南证券整理

危废处置项目与产废单位签订处置合同，办理相应环保手续进行处置，通过收取产废企业处置费用获取利润。公司危废处置项目 4 个，合计年处理规模 27.85 万吨。其中，已运营项目 3 个，合计年处理规模 17.85 万吨；在建项目 1 个，年处理规模 10 万吨。公司医废处置项目 5 个，合计年处理规模 1.937 万吨，均已投入运营。

开展环卫业务，垃圾原料有一定保证。为保障垃圾发电业务前端生活垃圾分类的实施，确保垃圾收集的数量和质量，公司于 2020 年进入新环卫业务领域，环境卫生服务业务主要通过投标方式取得，地方政府将一定区域、一定期限的环境卫生服务，通过竞争模式选择专业化的运营（投资）公司负责运营和提供服务，并通过“政府付费”等方式获得合理投资回报或支付服务费用，政府负责基础设施及公共服务的价格和质量。管理。

在重点垃圾焚烧发电项目所在地拓展前端的环卫业务，相继中标安阳市、临颍县、原阳县、郑州市二七区等清扫保洁及绿化管养项目，收购河南城发桑德新增洛阳、桐柏、汤阴 3 个环卫项目。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在环境卫生服务领域已运营项目 35 个，年化合同额约 5.29 亿元。截至 2024 年 6 月 30 日，公司运营的供水项目处理规模 30.5 万吨/日，均为已运营项目。2023 年公司固废及环卫业务实现营收 26.7 亿元。2024 年上半年实现营收 16.1 亿元，同比增加 24.7%。

固废项目大规模集中投资结束，环保方案集成服务业务下降。公司于 2020 年 3 月收购沃克曼公司 100% 股权，进入工程施工业务领域。公司环保工程承包及设备销售业务主要采用施工总承包（EPC）的模式进行，结算方式一般按工程进度结算，业务主要围绕固废处理、水污染治理、生态修复等领域，提供设计咨询、先进环保技术装备、系统集成、建设运营的全生命周期综合解决方案。依托公司承接的固废处理项目，沃克曼公司负责相关项目的建筑施工工程，故沃克曼公司的客户主要为城发环境子公司，对内部项目依赖度较高。随着公司固废项目建设进入尾声，环保方案集成服务业务下降。2023 年实现营收 17.6 亿元，同比下降 22%。2024 年上半年进一步下降 62.9% 为 3.5 亿元。

表 4：公司固废业务运营情况

	2022 年度	2023 年度	2023 年同比增长率	2024 年上半年	2024 年上半年同比增长率
生活垃圾入库量 (万吨)	835.01	1031.39	23.5%	573.2	17.9%
发电量 (万千瓦时)	252752.04	289693.22	14.6%	166008	17.3%
上网电量 (万千瓦时)	212930.6	244260.67	14.7%	140080	16.4%
对外供热量 (万吨)	-	104.15	-	66.72	29.4%
医废处理量 (吨)	9873	12126.99	-	-	-
危废处理量 (吨)	28841	24902.18	-13.7%	8339.42	-33.4%
环卫新增单年合同额 (亿元)	2.22	2.04	-8.1%	1.19	310.3%

数据来源：公司公告，西南证券整理

水务业务稳步发展。公司从事的水处理业务包括供水、污水处理业务，同步拓展村镇污水治理、小微水环境治理等细分领域。公司的自来水供应业务主要通过生产制水、并为区域内的居民和企业提供生活和生产用水，直接向用水居民和企业收取水费的方式收回投资，并获得收益。污水处理业务主要通过特许经营权范围内提供污水处理服务并向相关政府收取费用，污水处理服务费结算价格由相关政府部门根据有关协议约定核定。服务模式包括特许经营 (BOT、BOO、TOT) 及委托运营等。2023 年实现营收 3.1 亿元，2024 年上半年增长 33.2% 为 1.9 亿元。水处理业务迎来窗口期，连续中标固始、潢川、巩义污水项目，鄢陵三污进入设备安装阶段，我们预计相关业务将保持一定的增长趋势。

表 5：公司水务业务运营情况

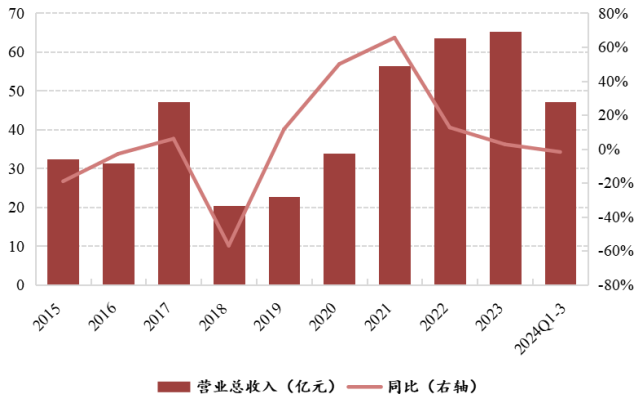
	2022 年度	2023 年度	2023 年同比增长率	2024 年上半年	2024 年上半年同比增长率
污水处理量 (万吨)	7053	9391.42	33.2%	5777.18	34.2%
供水量 (万吨)	4663	5311.91	13.9%	2748.94	13.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

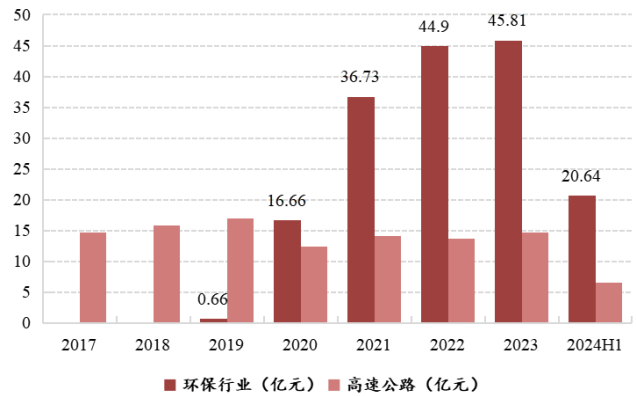
3 高速业务加持，ROE 高于环保行业平均

从主营业务来看，高速公路业务经营稳健，环保业务经过多年的发展，规模增加。主业变更后，公司以高速公路运营以及环保业务为主。公司运营的 3 条高速公路区位优势明显，为公司提供稳定的现金流，2023 年日均交通车流量为 44912 辆，同比增加 30.3%，对应通行费收入 13.9 亿元，同比增加 5.7%，高速公路业务整体收入为 14.7 亿元，同比增长 7.5%，2024 年上半年受经济放缓、极端天气等影响，高速公路业务收入下降 8.3% 为 6.6 亿元。

环保业务具体来看，2020 年通过收购沃克曼公司，拓展业务至环保方案集成服务业务，2021 年完成收购启迪环境，固废处理业务进一步增长，2023 年固废处理以及环卫业务收入为 26.7 亿元，同比增长 27.2%，环保方案集成服务业务收入 17.6 亿元，同比下降 22%，环保业务整体收入为 45.8 亿元，同比增长 2%，2024 年上半年受保方案集成服务业务下降原因，环保业务营收为 20.6 亿元，下降 10.9%

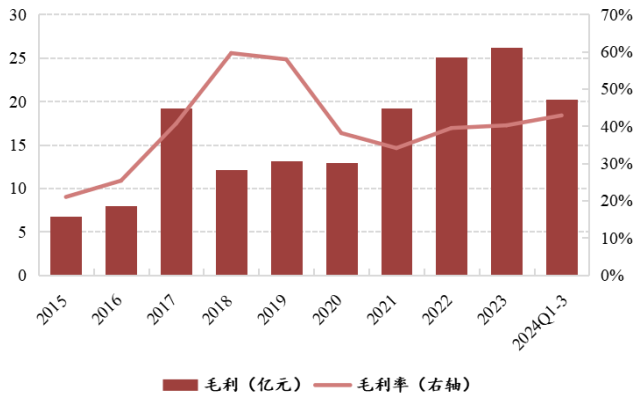
图 8：公司营业收入情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

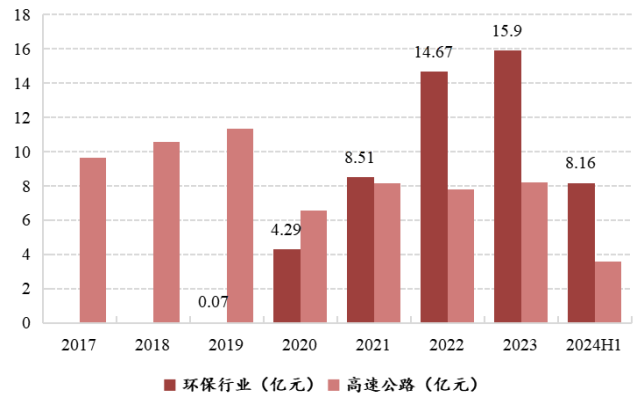
图 9：公司高速公路以及环保业务收入情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司毛利随着环保业务规模增长而增长。2023 年公司实现毛利 26.2 亿元，毛利率为 40.2%，2024 年前三季度实现毛利 20.2 亿元，毛利率进一步上升至 42.9%。从具体业务来看，高速公路业务毛利比较稳定，2023 年为 8.2 亿元，毛利率为 56.1%，2024 年上半年实现毛利 3.6 亿元，毛利率为 54.6%；环保业务规模进一步增长同时毛利率有提升，2023 年实现毛利 15.9 亿元，毛利率为 34.7%，2024 年上半年实现毛利 8.2 亿元，毛利率为 39.5%。

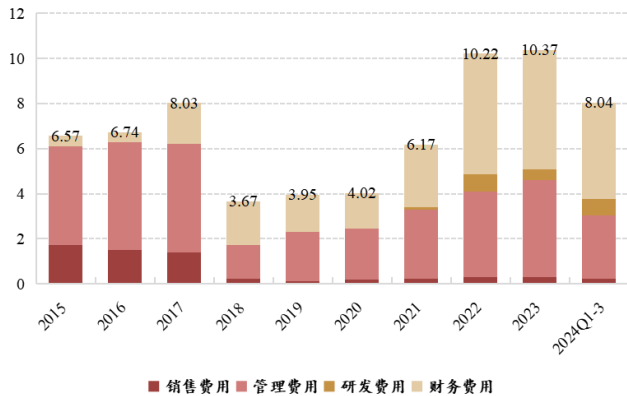
图 10：公司毛利润情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

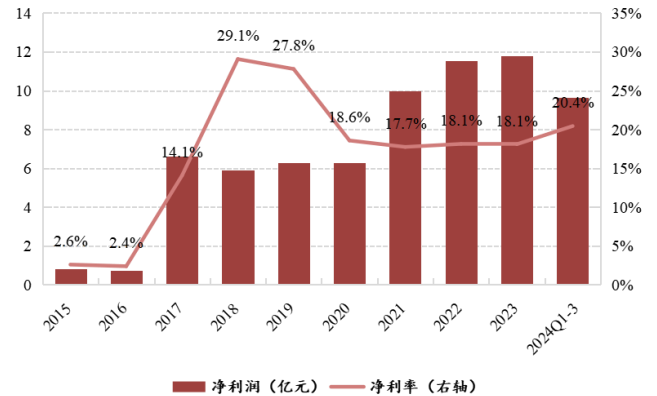
图 11：公司高速公路以及环保业务毛利情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

主要收并购完成后，期间费用相较稳定，净利润稳步增加。2023 年公司期间费用合计 10.4 亿元，同比增长 1.5%，其中管理费用为 4.3 亿元，财务费用为 5.3 亿元；2024 年前三季度管理费用、财务费用分别为 2.8、4.3 亿元，期间费用合计 8 亿元，同比增加 2.4%。2023 年公司实现净利润 11.8 亿元，净利率为 18.1%，归母净利润为 10.8 亿元，2025 年 1 月公司发布业绩预告，2024 年预计实现归母净利润 10.4-10.9 亿元，同比变动-3.3%-1.4%。

图 12：公司期间费用情况（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 13：公司净利润情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司主营环保相关业务，同时运营的高速公路资产使得公司 ROE 高于行业平均。2017 年 9 月公司完成重大资产重组，将水泥企业股权和高速公司股权进行置换，当年 ROE 大幅增长为 29.5%，而后随着垃圾焚烧发电项目的增加，以及 2021 年完成收购启迪环境，公司无形资产-特许经营权资产增加，资产周转率下降。

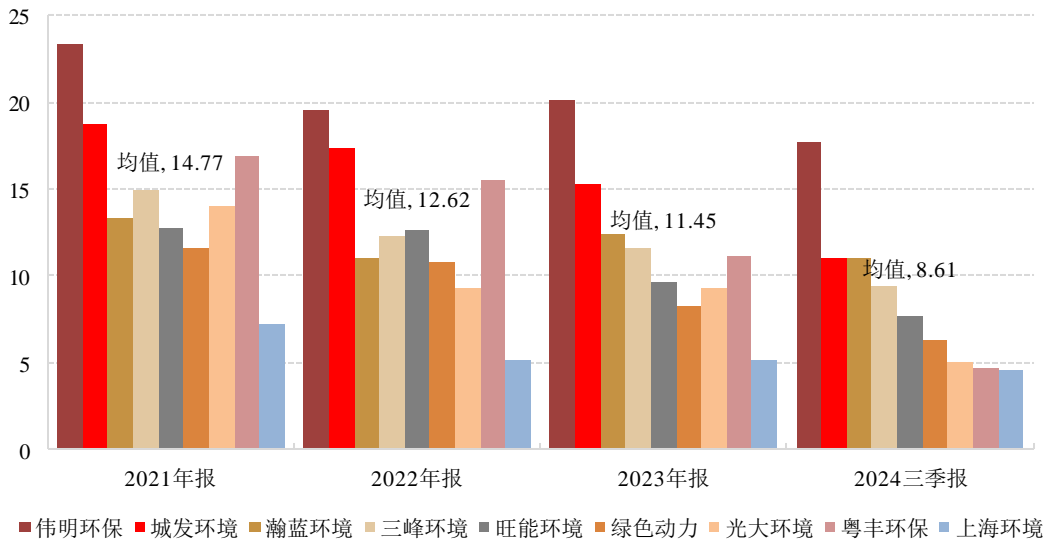
自 2018 年起，公司持续聚焦环保业务，相关资产不断增加。然而，由于环保行业整体 ROE 普遍低于高速公路运营行业，公司的 ROE 也随之出现了一定程度的下滑。2023 年，公司 ROE 为 15.3%，2024 年前三季度 ROE 为 11%。

图 14：城发环境净资产收益率


数据来源：wind, 西南证券整理

随着垃圾焚烧发电业增速放缓，行业平均 ROE 下降。我们选取 9 家垃圾焚烧相关的环保业上市公司，从 2021 年以来，ROE 下滑较为明显，2021 年整体 ROE 均值为 14.8%，2023 年整体 ROE 均值为 11.5%，我们认为尽管面临阶段性的挑战，但公司凭借在环保与高速业务领域的多元化布局，持续优化业务结构，整体运营优势也相较突出。

图 15: 垃圾焚烧相关的环保业上市公司 ROE (%)

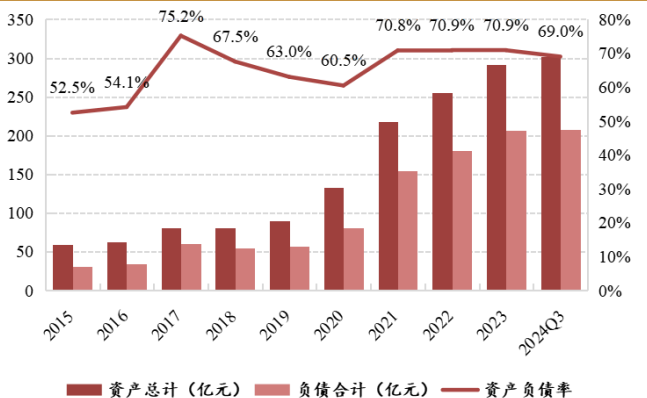


数据来源: wind, 西南证券整理。注: 光大环境以及粤丰环保为 2024 年半年报数据

高于行业平均的 ROE 吸引险资关注, 长城人寿举牌增持。新会计准则下, 为了避免权益投资带来的波动性, 险资可以通过增持股权将股票投资转换为长期股权投资, 2024 年 5 月长城人寿持股公司比例超过 5%, 后续继续增持公司股份, 截止 2024 年三季度, 共持有 6.34% 股权。我们认为长城人寿在选择持股公司时, 有关注到公司相较于行业平均的 ROE, 此外公司的资产负债情况以及现金流量在重大项目投资陆续结束后也将进一步改善。

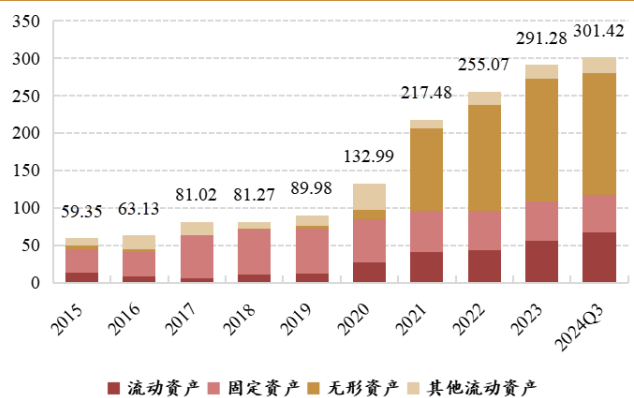
此前公司积极拓展环保业务, 特许经营权增加, 对应无形资产有所增加。公司以建设经营移交等方式参与固体废弃物处理焚烧发电及污水处理等公共基础设施建设业务。公司从政府部门获取公共基础设施项目的特许经营权, 参与项目的建设和运营, 在特许经营权期满后, 公司需要将有关基础设施移交政府部门。随着公司经营项目增加, 截止 2023 年底, 公司运营的固体废弃物处理焚烧发电及污水处理等相关特许经营权资产账面价值为 160.9 亿元, 占公司资产总额的比例为 55.3%。公司整体资产负债规模也随着项目的增加而增加, 我们认为随着当前项目建设进入尾声, 后续公司相关负债有望下降, 截止到 2024 年三季度, 公司资产负债率为 69%, 较 2023 年底小幅下降 1.9pp。

图 16: 公司资产负债情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

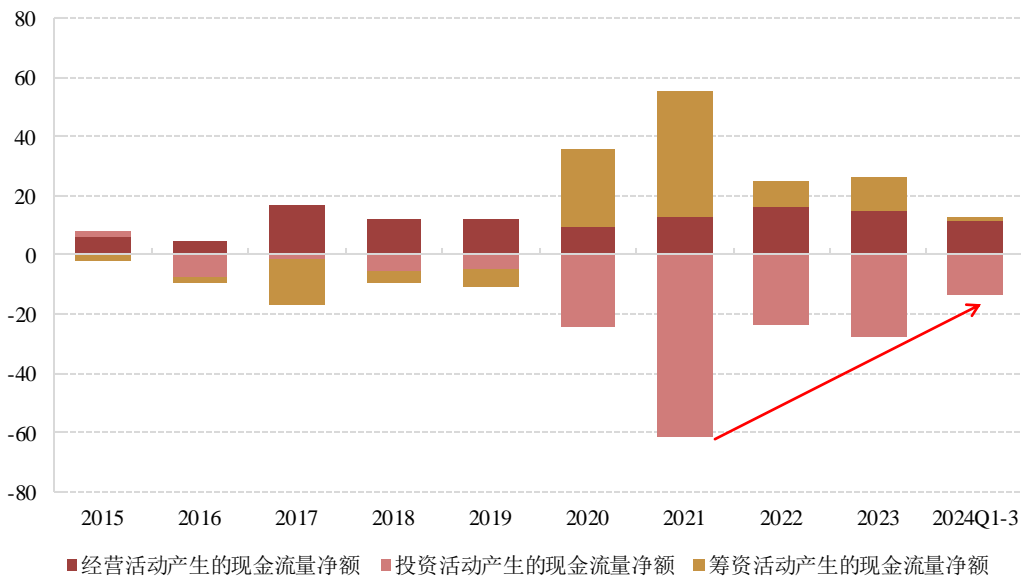
图 17: 公司资产明细情况 (亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

经营现金流入稳定,投资活动产生支出下降,未来公司现金流情况有望进一步改善。2022、2023年公司经营性现金流净额在15亿元左右,比较稳定,主要是高速公路运营能够为公司带来持续的现金流,弥补环保业务开展产生的回款周期长问题,2024年前三季度产生流入11.2亿元,同比增长12.3%。投资相关的现金流主要是因为垃圾焚烧项目的建设需要大量资金的投入,2021年公司投资活动产生的现金流净额为61.5亿元,2023年底已经进一步收缩至27.4亿元,2024年前三季度投资活动产生流出净额为13.5亿元。我们认为公司经营性现金流入稳定,投资活动产生的流出收缩,未来公司现金流整体情况有望进一步改善。

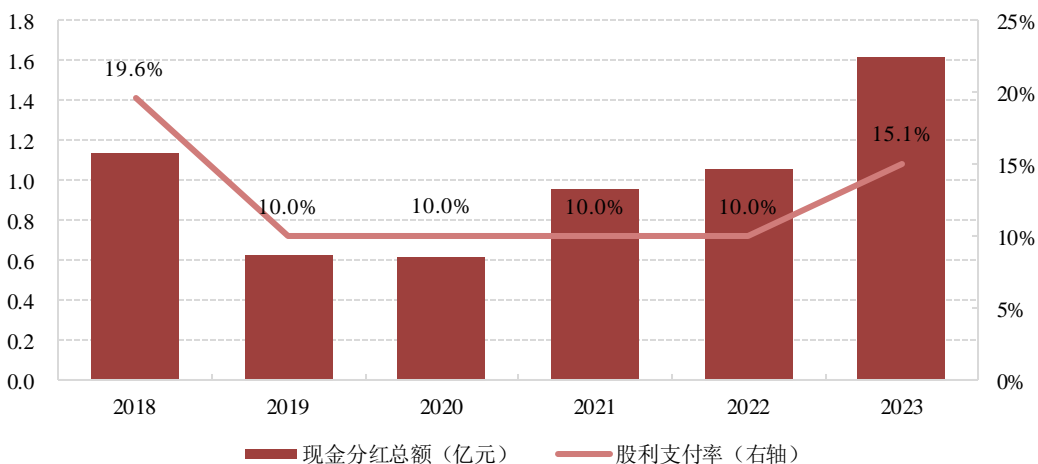
图 18: 公司现金流情况 (亿元)



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

考虑未来发展资金需求,利润分配政策稳定。2023年公司实现归母净利润10.8亿元,派发现金1.6亿元,同比增长超50%,股利支付率为15.1%,公司现金流持续改善,未来分红提高有良好现金流基础。

图 19: 公司分红情况



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 随着后续新项目建设进入尾声投入运营，公司垃圾处理能力以及垃圾处理量有一定增加，我们预计 2024-2026 年公司垃圾处理量同比增加 27.3%、5%、0%，发电上网价格变动不大，综合影响下，固体废弃物处理及环卫业务营收同比增长 27.3%、5%、0%，对应毛利率 42.5%、43%、43%。

2) 环保方案集成服务业务随着内部主要项目交付，整体营收下降，我们预计 2024-2026 年环保方案集成服务业务营收同比-45%、0%、0%，毛利率为 20%、20%、20%。

3) 高速业务稳健经营，2024 年受天气等因素影响略有下降，我们预计 2024-2026 年高速公路业务营收同比-5%、+2%、+2%，毛利率为 55%、55%、55%。

4) 随着在建污水处理项目投入运营，我们预计公司 2024-2026 污水处理规模为 40、50、60 万吨/日，供水项目规模不发生重大变化均为 30.5 万吨/日，对应水处理业务营收同比增长 32.1%、25%、20%，其他业务 2024-2026 年营收同比增长-20%、0%、0%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

业务情况 (百万元)		2023	2024E	2025E	2026E
固体废弃物处理及环卫业务	收入	2665.38	3393.17	3562.83	3562.83
	yoy	27.15%	27.31%	5.00%	0.00%
	成本	1559.51	1951.07	2030.81	2030.81
	毛利率	41.49%	42.50%	43.00%	43.00%
环保方案集成服务业务	收入	1758.79	967.34	967.34	967.34
	yoy	-21.96%	-45.00%	0.00%	0.00%
	成本	1360.43	773.87	773.87	773.87
	毛利率	22.65%	20.00%	20.00%	20.00%
道路通行业务	收入	1438.96	1367.01	1394.35	1422.24
	yoy	6.62%	-5.00%	2.00%	2.00%
	成本	633.00	615.15	627.46	640.01
	毛利率	56.01%	55.00%	55.00%	55.00%
水处理&其他业务	收入	658.72	690.29	793.75	897.22
	成本	347.13	365.85	396.88	448.61
合计	收入	6521.86	6417.80	6718.27	6849.62
	增速	2.61%	-1.60%	4.68%	1.96%
	毛利率	40.20%	42.26%	43.01%	43.16%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 64.18 亿元 (-1.6%)、67.18 亿元 (+4.68%) 和 68.5 亿元 (+1.96%)，归母净利润分别为 10.64 亿元 (-0.99%)、11.63 亿元 (+9.24%)、12.16 亿元 (+4.61%)，EPS 分别为 1.66 元、1.81 元、1.89 元，对应动态 PE 分别为 8 倍、7 倍、7 倍。

4.2 相对估值

由于公司经营业务多元，我们主要采用分部估值对公司进行估值分析，考虑公司主营业务，选取了垃圾焚烧、高速公路运营行业 4 家上市公司作为参考，分别为瀚蓝环境、旺能环境、深高速、中原高速，其中垃圾焚烧两家可比公司 25 年 PE 为 9 倍，26 年平均 PE 为 8 倍，高速公路运营可比公司 25 年 PE 为 11 倍，26 年平均 PE 为 10 倍。

参考公司 2023 年各业务毛利占比，我们假设环保业务 2025 年净利占比为 60%，高速及其他业务净利占比为 40%，对应净利分别为 6.98 亿元、4.65 亿元；我们认为公司垃圾焚烧业务后续规模稳定，高速公路整体经营稳健，分别给予公司环保业务、高速公路 2025 年 9、9 倍 PE，对应市值分别为 104.67 亿元，对应目标价 16.29 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600323.SH	瀚蓝环境	21.77	1.75	2.07	2.24	2.44	12	11	10	9
002034.SZ	旺能环境	15.10	1.4	1.58	1.76	1.89	11	9	8	8
平均值							12	10	9	8
600548.SH	深高速	11.75	1.07	0.92	1.02	1.07	11	13	12	11
600020.SH	中原高速	4.06	0.37	0.39	0.41	0.44	11	10	10	9
平均值							11	12	11	10
000885.SZ	城发环境	12.54	1.67	1.66	1.81	1.89	7	8	7	7

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2025 年 02 月 12 日收盘价

5 风险提示

政策变动风险：环保行业与国家发展战略、产业调控政策紧密联系。随着国家对环境保护的日益重视和民众环保意识的不断提高，国家政策、法律法规对环保的政策力度不断加大，而“碳达峰、碳中和”战略相关政策的实施，也为环保行业带来新的机遇和挑战。目前市政公用环保行业的市场化程度仍有待提高，相关支持政策能否有效落实并得到有效的执行仍然面临很大的不确定性，如果公司所处行业的行业政策发生较大变动，将可能对公司的生产经营发展带来不利影响，使得公司面临政策变动风险。

行业竞争加剧风险：随着国内环保投资逐年增加，环保行业在污染治理设施运行费用、环保产业、GDP 增长、就业等方面具有显著的拉动作用。在国家对市政公用环保行业大力扶持的政策驱动下，央企、地方国有企业和民间资本纷纷进军固废领域，固体废弃物处置市场竞争日益激烈，公司未来市场拓展、业务扩张的难度将持续加大。同时国内水务市场已经进入以服务为主的成熟期，可能会有大量的潜在竞争者通过项目投资、兼并收购、寻求合作

联营等途径进入此领域。若未来行业竞争进一步增强，可能使公司获取新项目的难度加大，进而对公司经营造成不利影响。

应收账款有所增加的风险：当前地方政府面临土地财政下行、化债刚性、三保刚性等问题，财政支付能力不断承压，短期难以明显改善。公司政府付费业务占比较大，公司回款任务不断加大，回款周期延长及应收账款周转率降低对公司资产的流动性和运营效率产生一定影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6521.86	6417.80	6718.27	6849.62	净利润	1180.07	1168.42	1276.34	1335.22
营业成本	3900.07	3705.95	3829.02	3893.30	折旧与摊销	1028.24	1011.86	1062.86	1105.36
营业税金及附加	75.24	74.04	77.50	79.02	财务费用	529.16	559.76	557.40	538.59
销售费用	29.52	30.16	33.59	34.25	资产减值损失	-19.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	428.78	693.12	739.01	753.46	经营营运资本变动	-654.68	321.82	-70.58	-13.33
财务费用	529.16	559.76	557.40	538.59	其他	-561.64	-68.26	-18.06	-27.76
资产减值损失	-19.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1502.12	2993.59	2807.96	2938.07
投资收益	45.57	30.00	30.00	30.00	资本支出	-3838.78	-2000.00	-1800.00	-1500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1095.24	227.83	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2743.54	-1772.17	-1770.00	-1470.00
营业利润	1494.80	1384.77	1511.75	1581.01	短期借款	38.50	-286.68	-30.00	-30.00
其他非经营损益	-10.17	-10.17	-10.17	-10.17	长期借款	1200.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	1484.63	1374.61	1501.58	1570.84	股权融资	0.07	0.00	0.00	0.00
所得税	304.56	206.19	225.24	235.63	支付股利	-105.94	-161.79	-160.20	-174.99
净利润	1180.07	1168.42	1276.34	1335.22	其他	20.34	-1245.45	-557.40	-538.59
少数股东损益	105.03	103.99	113.60	118.84	筹资活动现金流净额	1153.95	-1693.92	-747.60	-743.59
归属母公司股东净利润	1075.04	1064.43	1162.75	1216.38	现金流量净额	-87.47	-472.50	290.36	724.49
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1356.27	883.77	1174.13	1898.62	成长能力				
应收和预付款项	2706.23	2119.47	2353.51	2427.12	销售收入增长率	2.61%	-1.60%	4.68%	1.96%
存货	77.24	73.40	73.83	76.11	营业利润增长率	0.38%	-7.36%	9.17%	4.58%
其他流动资产	1489.96	956.29	1001.06	1020.63	净利润增长率	2.37%	-0.99%	9.24%	4.61%
长期股权投资	590.83	590.83	590.83	590.83	EBITDA 增长率	4.34%	-3.14%	5.94%	2.97%
投资性房地产	3.74	3.74	3.74	3.74	获利能力				
固定资产和在建工程	5971.93	5527.46	5082.99	4638.52	毛利率	40.20%	42.26%	43.01%	43.16%
无形资产和开发支出	16435.73	17881.05	19075.36	19927.17	三费率	15.14%	19.99%	19.80%	19.36%
其他非流动资产	496.25	483.54	470.84	458.14	净利率	18.09%	18.21%	19.00%	19.49%
资产总计	29128.17	28519.54	29826.30	31040.88	ROE	13.91%	12.32%	12.04%	11.35%
短期借款	816.68	530.00	500.00	470.00	ROA	4.05%	4.10%	4.28%	4.30%
应付和预收款项	3562.71	3150.50	3329.24	3391.74	ROIC	8.09%	7.69%	7.90%	7.87%
长期借款	13020.33	13020.33	13020.33	13020.33	EBITDA/销售收入	46.80%	46.07%	46.62%	47.08%
其他负债	3244.39	2334.30	2376.17	2398.04	营运能力				
负债合计	20644.11	19035.13	19225.74	19280.10	总资产周转率	0.24	0.22	0.23	0.23
股本	642.08	642.08	642.08	642.08	固定资产周转率	1.25	1.29	1.48	1.67
资本公积	1021.66	1021.66	1021.66	1021.66	应收账款周转率	2.97	2.69	3.07	2.92
留存收益	5831.73	6734.36	7736.91	8778.30	存货周转率	55.23	49.20	51.32	50.91
归属母公司股东权益	7501.74	8398.10	9400.66	10442.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.94%	—	—	—
少数股东权益	982.32	1086.31	1199.91	1318.74	资本结构				
股东权益合计	8484.06	9484.41	10600.56	11760.78	资产负债率	70.87%	66.74%	64.46%	62.11%
负债和股东权益合计	29128.17	28519.54	29826.30	31040.88	带息债务/总负债	67.03%	71.19%	70.32%	69.97%
					流动比率	0.86	0.82	0.90	1.05
					速动比率	0.85	0.80	0.88	1.03
					股利支付率	9.85%	15.20%	13.78%	14.39%
					每股指标				
					每股收益	1.67	1.66	1.81	1.89
					每股净资产	11.68	13.08	14.64	16.26
					每股经营现金	2.34	4.66	4.37	4.58
					每股股利	0.16	0.25	0.25	0.27
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	3052.19	2956.39	3132.00	3224.95					
PE	7.49	7.56	6.92	6.62					
PB	1.07	0.96	0.86	0.77					
PS	1.23	1.25	1.20	1.18					
EV/EBITDA	6.83	6.88	6.39	5.97					
股息率	1.32%	2.01%	1.99%	2.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
广深	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
