



公司研究 | 深度报告 | 军信股份 (301109.SZ)

军信股份深度：湖南固废处置龙头，纵横一体化 持续深入+稳健分红

报告要点

公司为湖南固废处置龙头，截至 2024 年底已投运垃圾焚烧产能 10,600 吨/日（入场口径），在建产能 2,200 吨/日。公司亮点：1) 立足长沙：长沙市垃圾焚烧项目效率居于行业前列；2) 辐射湖南：平江及浏阳项目预计 2025 年贡献收入，测算产能利用率可维持较高水平；3) 海外业务稳步拓展，吉尔吉斯首都比什凯克项目在建垃圾焚烧产能 1,000 吨/日；4) 完成收购仁和环境，完善前端清运&餐厨垃圾处理布局；5) 2022/2023 年公司分红比例达 79.2%/71.8%，结合公司现金流和未来资本开支，测算可用于分红的资金充裕，有望维持高分红。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001

SFC: BUV415



任楠

SAC: S0490518070001

SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

军信股份 (301109.SZ)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

军信股份深度：湖南固废处置龙头，纵横一体化持续深入+稳健分红

区域固废处理龙头，立足长沙辐射湖南

军信股份主营垃圾焚烧、污泥处置、渗滤液（污水）处理、垃圾填埋和灰渣处理处置等，2024年11月公司完成仁和环境并购，完善产业链前端清运&餐厨垃圾处理布局。截至2024年底公司已运营生活垃圾焚烧产能为10,600吨/日（入场量口径），在建产能2,200吨/日，剩余产能将逐步释放；产能利用率维持较高水平，2023年产能利用率达88.6%。董事长戴道国为公司实控人，实控人及一致行动人持股比例达65.35%。长沙经济稳健增长，常住人口增加及旅游消费恢复保障项目处理量。

长沙垃圾焚烧资产运营效率行业领先，省内扩张及出海贡献成长动能

- 优势 1：长沙市垃圾焚烧项目经营稳定，效率居于行业前列。**公司长沙市在运垃圾焚烧产能10,000吨/日（入场量），2023年产能利用率达88.6%，吨垃圾上网电量452度，效率居于行业前列。长沙垃圾焚烧项目公司2023年实现净利润5.68亿元，净利率达46.6%。
- 优势 2：省内扩张的平江及浏阳项目（垃圾焚烧产能合计1,800吨/日）逐步落地，测算产能利用率可维持较高水平。**平江项目2024年12月正式点火并网，截至2025年1月15日浏阳项目已在建设收尾阶段，投产后支撑公司2025年业绩实现进一步增长。测算两地垃圾焚烧项目投产后2025年产能利用率能维持在较高水平，分别为96.0%/92.3%。
- 优势 3：海外业务稳步拓展，吉尔吉斯首都比什凯克项目在建垃圾焚烧产能1,000吨/日。**比什凯克市垃圾清运量超1,010吨/日，预计公司项目投运后能保持较高的产能利用率。

仁和环境：收购完成，实现外延拓展

公司以21.97亿元收购仁和环境63%的股份，并募集配套资金7.68亿元用于支付现金对价和补充流动资金，2024年11月仁和环境完成资产过户交割，2025年1月完成配套募集资金的股份发行。仁和环境拥有长沙市内垃圾转运及餐厨垃圾处理产能，产能利用率高，与上市公司主营业务有较强的互补性和协同性；且利润具有一定的稳定性，承诺2024-2027年扣非归母净利润不低于4.16/4.36/4.58/4.75亿元。

财务及分红：业绩稳步增长，有望维持高分红

2022/2023年公司分红金额为3.69亿元、分红比例达79.2%/71.8%。公司经营性现金流稳定，测算中期（2-3年）拟投运项目所需资本金为1.92-2.88亿元，公司和仁和环境2023年经营性现金流净额分别为8.7亿元、4.3亿元，可用于分红资金充裕，有望维持高分红。参考2025年预测归母净利润，假设分红比例40%-75%，对应股息率2.9%-5.4%（2025/03/03）。

盈利预测及估值

2025年平江和浏阳项目贡献收入，仁和环境全年归母净利润并表，有望增厚利润。预计2024-2026年公司实现归母净利润5.43、7.37、7.75亿元，同比增速分别为5.7%、35.7%、5.2%，对应PE估值分别为17.2、13.9、13.2x。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、特许经营权到期无法续约的风险；2、调价机制执行不及时的风险；3、盈利预测假设不成立或不及预期风险；4、项目进度低于预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	18.12
总股本(万股)	56,364
流通A股/B股(万股)	9,865/0
每股净资产(元)	12.65
近12月最高/最低价(元)	21.15/13.62

注：股价为2025年3月3日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

区域固废处理龙头，立足长沙辐射湖南	6
概况：完成外延收并购，实现固废全产业链协同发展	6
管理：实控人及一致行动人持股比例高，经营效率不断提升	9
地域优势：长沙市的经济和人口稳健增长，2024 年接待旅客人数创新高	10
长沙垃圾焚烧资产运营效率行业领先，省内扩张及出海贡献成长动能	10
长沙市项目：经营稳定，效率居于行业前列	11
浏阳及平江项目：逐步落地，测算产能利用率可维持较高水平	13
海外项目：在建 1000 吨/日，海外业务稳步拓展	15
其他固废：垃圾填埋、垃圾渗滤液、污泥及灰渣处置	16
仁和环境：收购完成，实现外延拓展	18
财务及分红：业绩稳步增长，有望维持高分红	22
盈利及成长能力：业绩稳步增长，净利率持续上升	22
资产负债：拓展主营业务，资产负债率保持稳健	23
现金流量：回款良好，有望维持高分红	24
盈利预测与估值	26
风险提示	29

图表目录

图 1：军信股份发展历史	6
图 2：公司产业链布局	7
图 3：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）	7
图 4：公司毛利及毛利率（单位：亿元，%）	7
图 5：军信股份主营业务收入构成（单位：亿元）	8
图 6：军信股份主营业务毛利率（单位：%）	8
图 7：军信股份股权结构（截至 2025 年 1 月 17 日）	9
图 8：长沙市常住人口（万人）及 YOY	10
图 9：2012 年-2024 年长沙市接待旅客人数（万人）及 YOY	10
图 10：公司垃圾焚烧项目（一期、二期）净利润	11
图 11：公司垃圾焚烧项目（一期、二期）净利率	11
图 12：公司垃圾焚烧产能、处理量及产能利用率（单位：万吨，%）	12
图 13：公司垃圾焚烧发电量、上网电量及用电率（单位：亿度，%）	12
图 14：公司垃圾焚烧项目吨上网电量及吨发电量（单位：度/吨）	12
图 15：2018 年-2023 年固废行业各上市公司的吨垃圾上网电量（度/吨）	13
图 16：浏阳市常住人口及增速（单位：万人）	14
图 17：平江县常住人口及增速（单位：万人）	14
图 18：浏阳市和平江县的 GDP 及增速（亿元，%）	14
图 19：浏阳市和平江县的负债率及债务率（%）	14

图 20: 浏阳市生活垃圾日清运量预测	15
图 21: 奥什洲、比什凯克市、奥什市人口数量 (万人)	16
图 22: 奥什洲、比什凯克市、奥什市人口增速 (单位: %)	16
图 23: 公司灰渣业务收入及毛利率 (单位: 万元, %)	17
图 24: 公司灰渣业务处理量及产能利用率 (单位: 万吨, %)	17
图 25: 公司垃圾填埋收入、增速及毛利率 (单位: 万元, %)	18
图 26: 公司垃圾渗滤液业务收入、增速及毛利率 (单位: 万元, %)	18
图 27: 公司污泥处置的营收及毛利率情况 (单位: 万元, %)	18
图 28: 公司污泥处理量、增速及产能利用率 (单位: 万吨, %)	18
图 29: 公司募集资金及股份购买情况	19
图 30: 仁和环境业绩承诺情况	19
图 31: 交易前后上市公司最近两年的主要财务数据和指标对比情况	20
图 32: 2021 -2023 年仁和环境的主营收入构成 (亿元)	21
图 33: 2021 -2023 年仁和环境各主营业务的毛利率 (%)	21
图 34: 仁和环境各项业务产能利用率 (单位: %)	22
图 35: 仁和环境餐厨垃圾收运及厌氧项目单价 (单位: 元/吨)	22
图 36: 仁和环保垃圾中转处理服务费单价及增长率 (单位: 元/吨)	22
图 37: 公司营业收入及增速	23
图 38: 公司归母净利润及增速	23
图 39: 公司毛利率、净利率及 ROE	23
图 40: 公司期间费用率	23
图 41: 公司在建工程、无形资产及固定资产 (单位: 亿元)	24
图 42: 公司资产负债率、有息资产负债率及现金流利息保障倍数	24
图 43: 公司应收票据和账款情况 (单位: 亿元)	24
图 44: 公司货币资金及交易性金融资产情况 (单位: 亿元)	24
图 45: 收现比及净现比情况	25
图 46: 公司现金流情况 (单位: 亿元)	25
图 47: 2021-2023 年公司分红情况	25
图 48: 军信股份 PE-Band (截至 2025/02/24)	28
图 49: 军信股份 PB-Band (截至 2025/02/24)	28
表 1: 董事长及两位高管的军队经历	9
表 2: 军信股份垃圾焚烧项目 (一期、二期) 信息	11
表 3: 军信股份平江县和浏阳市垃圾焚烧项目信息	13
表 4: 平江县生活垃圾日清运量预测表	15
表 5: 军信股份海外垃圾焚烧项目信息	16
表 6: 军信股份已运营的灰渣处理处置、填埋、渗滤液和污泥处置项目概况	16
表 7: 仁和环境已运营或筹建的项目	21
表 8: 军信股份拟投运项目资本开支 (单位: 亿元, 截至 2024 年底)	25
表 9: 军信股份业务拆分 (单位: 亿元, %)	26
表 10: 军信股份核心财务指标 (2025-03-03)	27

区域固废处理龙头，立足长沙辐射湖南

概况：完成外延收并购，实现固废全产业链协同发展

军信股份成立于 2011 年，2022 年 4 月在创业板上市，上市时主业包括垃圾焚烧、污泥处置、渗滤液（污水）处理、垃圾填埋和灰渣处理处置等；2024 年 11 月公司完成对仁和环境的收并购，进一步新增产业链前端清运&餐厨垃圾处理业务，实现固废全产业链协同发展。

- **传统主业：**截至 2024 年末公司已运营生活垃圾焚烧项目处理能力 10,600 吨/日（入场量口径），在建产能 2,200 吨/日，剩余产能将逐步释放；产能利用率维持较高水平，2023 年产能利用率达 88.6%。除垃圾焚烧外，截至 2024 年底，公司已投运生活垃圾填埋项目 4,220 吨/日，污泥 1,560 吨/日，渗滤液 2,700 立方米/天，灰渣 410 吨/日、餐厨垃圾处理 50 吨/日，协同优势突出。公司业务立足湖南省，占据长沙市六区一县全部生活垃圾、大部分市政污泥和平江县全部生活垃圾终端处理的市场份额，区域竞争优势明显。
- **外延并购：**2024 年 11 月公司完成仁和环境的 63% 的股权过户，实现对产业链前端清运&餐厨垃圾处理布局，截至 2024 年 7 月仁和环境的已投运 10,000 吨/日生活垃圾转运和 1,200 吨/日餐厨垃圾收运处理产能，筹建 360 吨/日餐厨垃圾收运处理产能。

图 1：军信股份发展历史



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 2：公司产业链布局

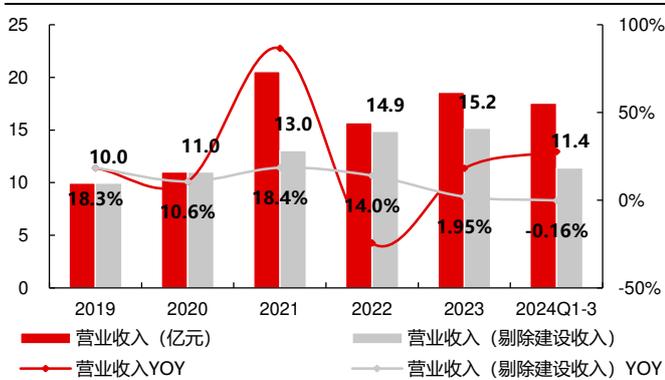


资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：白色方框内为已投运业务，蓝色方框内为传统主业在建拟建项目，黄色方框内为公司收购标的资产仁和环境的业务布局）

公司以运营业务为主，近三年营收及综合毛利率（均剔除 BOT 建设收入）持续稳健提升。

- 公司收入主要来自垃圾、污泥处理费及垃圾焚烧发电收入，随着长沙市生活垃圾和市政污泥处理需求持续增长，2019-2023 年营收及毛利（剔除 BOT 建设收入）复合增速为 12.5%、14.4%。2024Q1-3 公司营收及毛利（剔除 BOT 建设收入）同比分别微降 0.16%、增长 3.44%，维持相对稳定。
- 2020 年、2023 年、2024Q1-3 为公司毛利率高点。1) 2020 年毛利率较高一方面因增值税下调增厚毛利，2019 年 4 月 1 日起公司各项业务适用的增值税税率由 16%调整为 13%；2020 年 5 月 1 日起，垃圾焚烧、污泥处置、渗滤液（污水）处理和垃圾填埋适用的增值税税率由 13%调整为 6%；另一方面 2020 年确认垃圾焚烧项目（一期）国补一次性收入 0.89 亿元增厚毛利。2) 2023 年及 2024Q1-3 毛利率大幅提升，主因技改完成成本减少、运营效率提升，垃圾焚烧发电量、锅炉稳定运行时长、焚烧厂自用电率、渗滤液水质调配、膜元件稳定运行年限等关键指标均处于行业领先水平。

图 3：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司毛利及毛利率（单位：亿元，%）

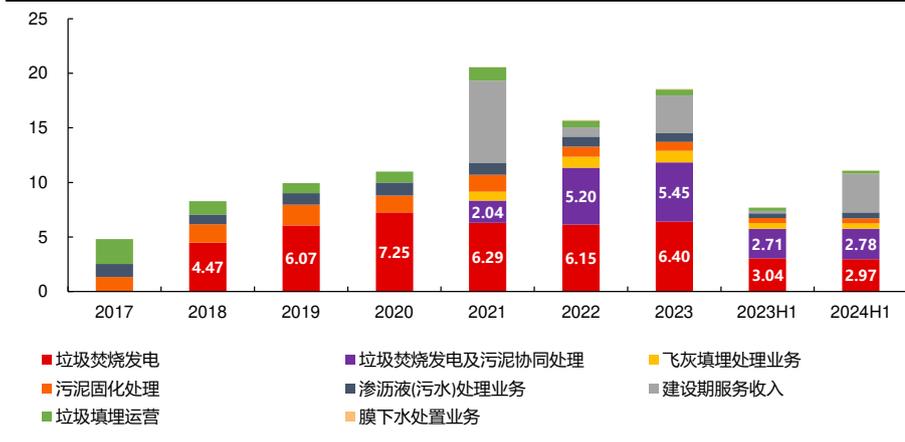


资料来源：Wind，长江证券研究所

分业务来看，垃圾焚烧发电业务贡献公司主要营收和毛利。2023 年公司垃圾焚烧发电（即垃圾焚烧项目（一期））、垃圾焚烧发电及污泥协同处理（即垃圾焚烧项目（二期））收入分别为 6.40、5.45 亿元，营收合计占比 78.2%（剔除 BOT 建设收入，下同）；毛利分别为 4.15、3.77 亿元，毛利合计占比 82.4%。

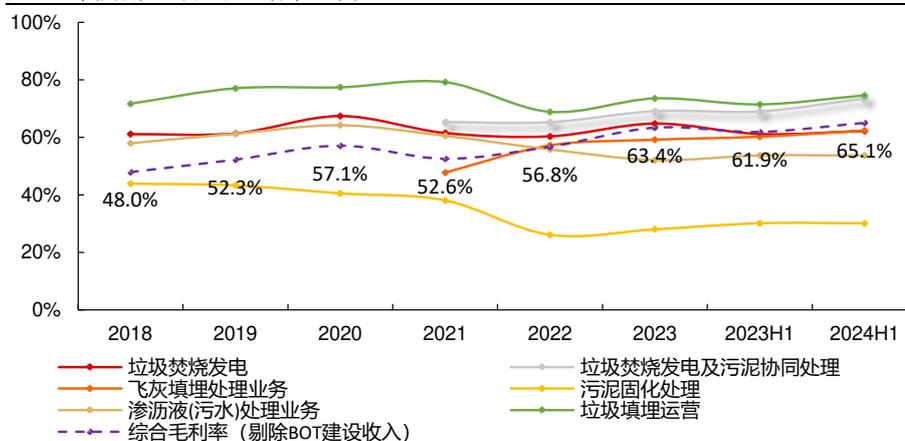
- **公司垃圾焚烧二期采用污泥与生活垃圾清洁焚烧协同处置模式**，利用垃圾焚烧余热对污泥进行干化处理后再与垃圾协同焚烧，毛利率水平显著高于**垃圾焚烧项目（一期）**，2023 年垃圾焚烧一期、二期项目毛利率分别为 64.8%、69.2%。
- **其他：1) 垃圾填埋、渗滤液**：受垃圾填埋量下降等影响，2021-2023 年营收和毛利规模均下降。**2) 污泥**：2021 年 6 月长沙垃圾焚烧发电及污泥协同处理二期项目掺烧污泥 500t/日，报表中该部分污泥收入并入垃圾焚烧二期项目，致 2022 年污泥固化处理表观收入下滑。2023 年因分流处理量略有减少，未来污泥处理量和污泥处理收入有望保持稳定。**3) 飞灰**：2021H2 垃圾焚烧项目（二期）运营后飞灰产生总量上升，2021-2023 年飞灰填埋处理营收和毛利规模有所提升。

图 5：军信股份主营业务收入构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：军信股份主营业务毛利率（单位：%）



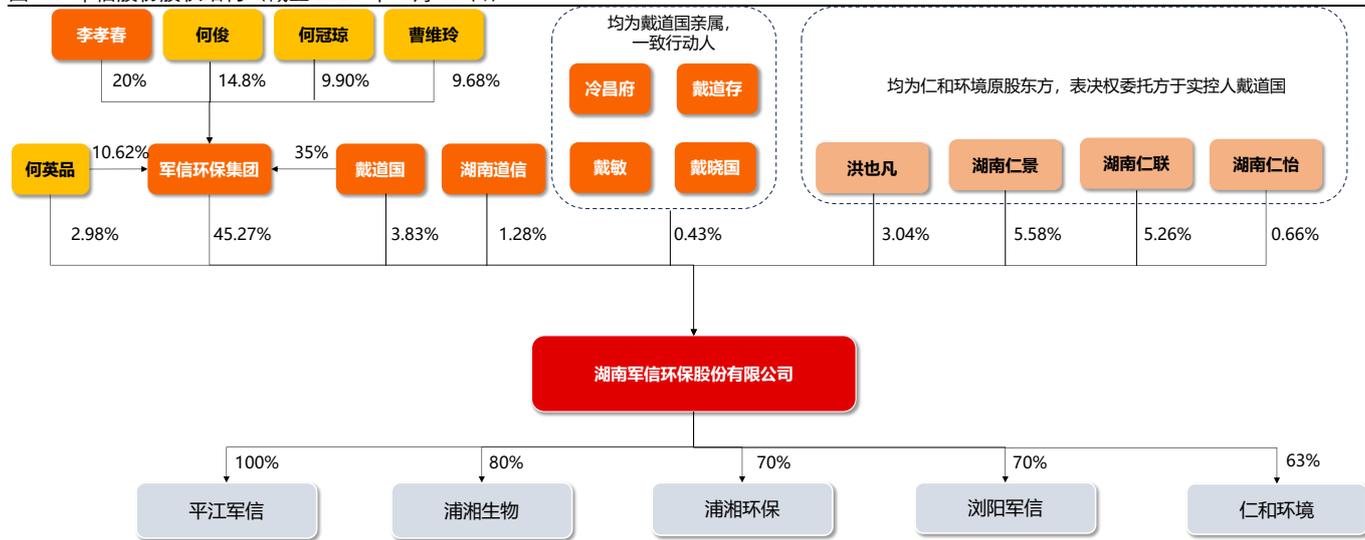
资料来源：Wind，长江证券研究所

管理：实控人及一致行动人持股比例高，经营效率不断提升

董事长戴道国为公司实控人，实控人及一致行动人持股比例高。截至 2025 年 1 月 17 日，戴道国及其一致行动人军信环保集团、湖南道信、戴敏、戴道存、戴晓国、冷昌府、洪也凡、湖南仁联、湖南仁景、湖南仁怡合计持股 65.35%。公司股本变动情况如下：

- 2024 年 12 月公司向仁和环境股东发行 1.06 亿股作为收购仁和环境 63% 股权的股份支付对价，仁和环境原股东湖南仁联、湖南仁景、洪也凡、湖南仁怡合计委托 8,195 万股表决权于戴道国。
- 2025 年 1 月公司向特定对象发行 4,802 万股，募集资金 7.68 亿元，用于支付现金对价和补充流动资金。
- 经过上述两次权益变动后，戴道国及其一致行动人持有上市公司股份比例由 71.43% 稀释至 65.35%，但仍维持较高比例。

图 7：军信股份股权结构（截至 2025 年 1 月 17 日）



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司董事长及两位高管均为军人出身，管理上高标准、严要求。公司董事长戴道国毕业于陆军参谋学院，于 1981 年加入陆军，并在 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，期间曾于 1985 年 7 月-12 月赴老山前线对越作战。副董事长何英品和董事、总经理冷朝强均有军队经历。核心管理层多年军旅经历塑造了公司团队艰苦奋斗、百折不挠的优良传统和作风，让公司在经营效率上不断提升，追求卓越。

表 1：董事长及两位高管的军队经历

姓名	职务	出生年份	军队经历
戴道国	董事长	1963	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，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)； 1985 年 7 月至 1985 年 12 月曾赴老山前线对越作战，任陆军第一三八师炮兵团见习排长。

何英品	副董事长	1963	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，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)。
冷朝强	董事、总经理	1965	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，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1986年7月至1986年12月曾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。

资料来源：公司招股说明书，Wind，长江证券研究所

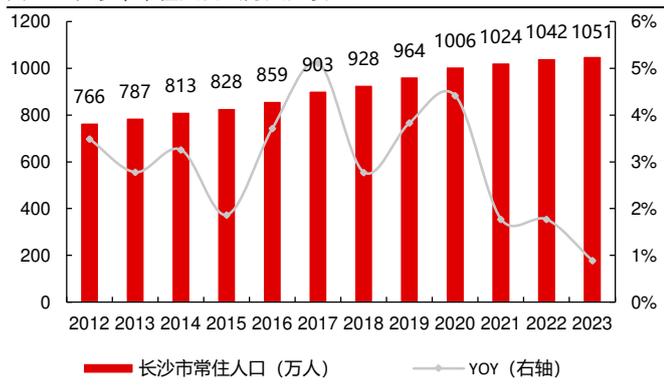
地域优势：长沙市的经济和人口稳健增长，2024年接待旅客人数创新高

长沙市经济保持较快发展。2022-2024年，长沙市分别实现地区生产总值1.40万亿元、1.43万亿元和1.53万亿元，同比增速分别为4.5%、4.8%和5.0%（注：增加值绝对值按现价计算，增长速度按不变价计算），经济持续增长。

长沙市常住人口增加及旅游消费的恢复保障项目垃圾处理量。

- **常住人口**：2023年长沙市常住人口1051万人，同比增0.9%，近3年复合增速1.5%，近10年的复合增速为2.9%。参考2022年4月长沙市人民政府发布的《长沙市“十四五”人口发展规划》：力争到2025年/2035年，老长沙市常住人口总量达到1200万/1500万，对应2024-2025年常住人口CAGR为6.8%，2024-2035年常住人口CAGR为3.0%。
- **长沙市旅游消费的复苏有望助力长沙市垃圾处理量增长**。2024年长沙市接待旅客人数为2.15亿人，同比增速10.5%，近3年复合增速5.7%，近10年的复合增速为7.3%。

图 8：长沙市常住人口（万人）及 YOY



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2012年-2024年长沙市接待旅客人数（万人）及 YOY



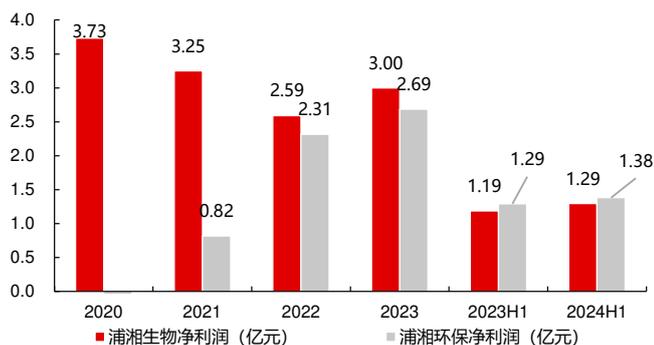
资料来源：湖南省文化与旅游厅，长江证券研究所

长沙垃圾焚烧资产运营效率行业领先，省内扩张及出海贡献成长动能

长沙市项目：经营稳定，效率居于行业前列

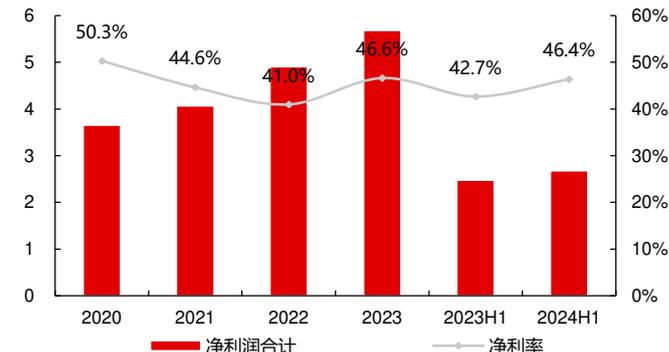
公司长沙垃圾焚烧项目公司维持较高利润率水平。公司垃圾焚烧项目（一期、二期）分别由子公司浦湘生物和浦湘环保运营，2023 年在公司持续技改、推进降本增效的背景下净利率由 2022 年的 41.0%提升至 46.6%，实现净利润 5.68 亿元。

图 10：公司垃圾焚烧项目（一期、二期）净利润



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：公司垃圾焚烧项目（一期、二期）净利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司长沙市在运垃圾焚烧产能 7,800 吨/日（按入炉量计算，入场量为 10,000 吨/日）经营效率稳步提升，其中长沙市垃圾焚烧一期（5000 吨/日）、二期项目（2800 吨/日）分别于 2018 年 4 月、2021 年 6 月投运。

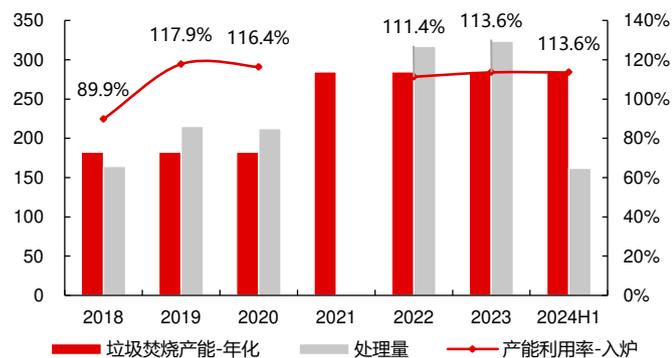
- **垃圾处理量、吨上网电量稳步提升。**2023 年公司垃圾焚烧处理量为 323.54 万吨，同比+2.01%；按入炉产能计算，产能利用率达 113.6%，按入场产能计算，产能利用率达 88.6%；上网电量 14.61 亿度，同比+5.41%。长沙作为湖南省的省会城市，人口密度大，且城市中高热值垃圾（如塑料、纸类、纺织物、包装物等）比例更高，2023 年公司吨垃圾上网电量 452 度，同比+3.3%。

表 2：军信股份垃圾焚烧项目（一期、二期）信息

项目名称	模式	总投资额 (亿元)	特许经营期限	投产日期	服务范围	产能	价格 (处理量 Q, 价格 P)
垃圾焚烧项目 (一期)	BOT	-	2014/11/15-2042/11/14 (含建设期 3 年)	2018 年 4 月 1 日正式运行	长沙市区、长沙县	生活垃圾：5000 吨/日	处理服务费： Q ≤ 180 万吨部分，P=109.90 元/吨 Q > 180 万吨部分，P=65.94 元/吨 电价：上网售电：含税单价按 0.65 元/度进行测算，增加部分扣除，不足部分补足。
垃圾焚烧项目 (二期)	BOT	19.90	2019/1/1-2048/12/31 (含建设期)	2021 年 6 月并网发电，9 月实现满负荷运行	长沙市区、长沙县	生活垃圾：2800/日 污泥：500 吨/日	Q ≤ 102.2 万吨，P=109.90 元/吨 Q > 102.2 万吨，P=65.94 元/吨 污泥处理服务费：每年处理量 ≤ 18.25 万吨，单价为 676.00 元/吨；≥ 18.25 万吨的部分单价为 405.60 元/吨。

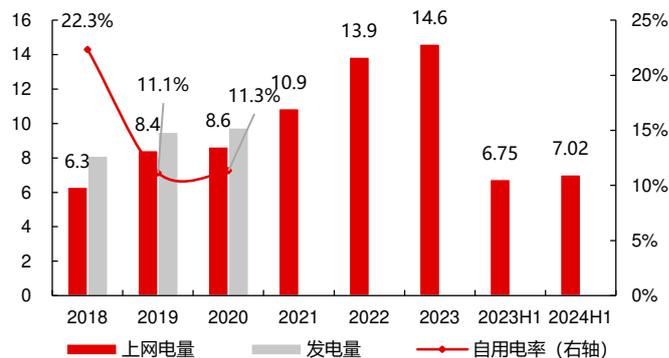
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：公司垃圾焚烧产能、处理量及产能利用率（单位：万吨，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2021 年处理量数据未披露）

图 13：公司垃圾焚烧发电量、上网电量及用电率（单位：亿度，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2021-2023 年发电量数据未披露）

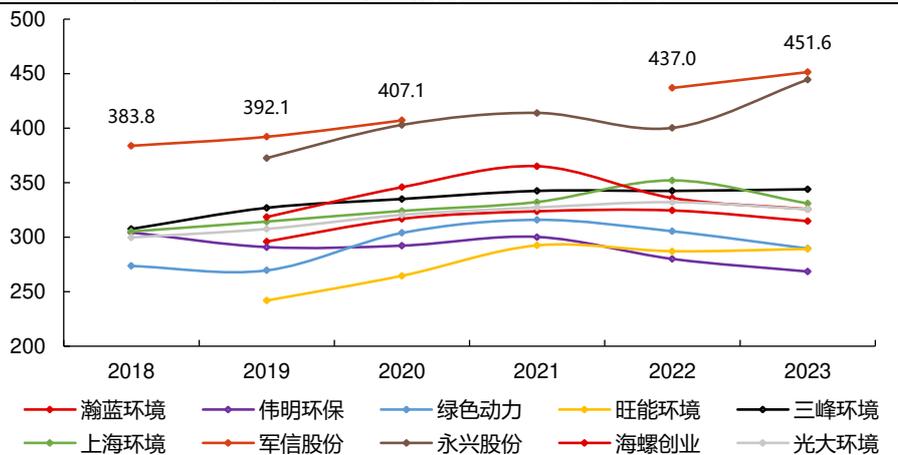
图 14：公司垃圾焚烧项目吨上网电量及吨发电量（单位：度/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：公司未披露 2021 年-2024H1 吨发电量数据，未披露 2023H1 吨上网电量数据）

公司运营效率位于行业前列。公司吨上网电量行业领先的原因包括：1) 垃圾焚烧一期、二期项目均位于长沙市，长沙市总体生活水平较高，垃圾热值较高。2) 公司垃圾焚烧技术先进：以垃圾焚烧项目（一期）为例，项目配置 6 台中温中压卧式自然循环锅炉，该种锅炉容量较高，减少了能量损耗。通过引进自动燃烧控制系统，实时跟踪燃烧工况、精准反馈垃圾变化、合理调整独立送风量，保证垃圾高效燃烧，控制热灼减率小于 3%，从而提高发电效率和吨垃圾上网电量。

图 15：2018 年-2023 年固废行业各上市公司的吨垃圾上网电量（度/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

浏阳及平江项目：逐步落地，测算产能利用率可维持较高水平

浏阳及平江项目逐步落地，支撑业绩实现进一步增长。1) 产能：公司已获得浏阳市和平江县全部生活垃圾焚烧发电的市场份额，浏阳市垃圾焚烧发电项目规划处理能力为 1200 吨/日；平江县项目投产后新增生活垃圾焚烧处理能力 600 吨/日、餐厨垃圾处理能力 50 吨/日、市政污泥处理能力 60 吨/日。2) 投产预期：平江项目 2024 年 12 月 16 日正式点火并网，截至 2025 年 1 月 15 日浏阳垃圾焚烧发电项目已在建设收尾阶段¹，上述项目投产后公司将进一步扩大省内业务规模和影响力，支撑 2025 年业绩实现进一步增长。

表 3：军信股份平江县和浏阳市垃圾焚烧项目信息

项目名称	项目状态	模式	总投资额	服务范围	产能	价格
平江县垃圾焚烧项目	在建	BOT	4.48 亿元	BOT	生活垃圾：600 吨/日 餐厨垃圾：50 吨/日 污泥处理：60 吨/日	生活垃圾：71.8 元/吨 餐厨垃圾：73.5 元/吨 市政污泥处理费：215 元/吨
浏阳市垃圾焚烧发电项目	在建	BOT	9.01 亿元	BOT	生活垃圾：1200 吨/日	垃圾处理服务费 70.98 元/吨（含税）

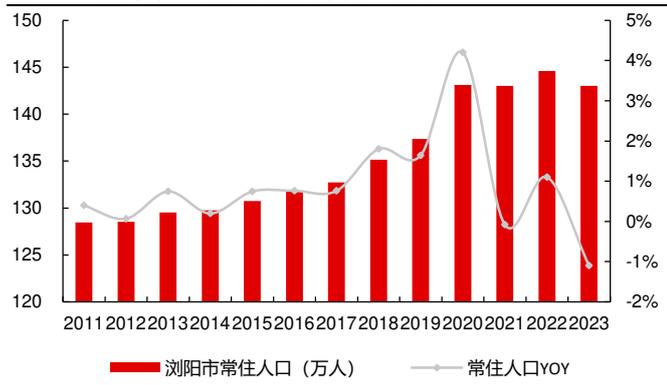
资料来源：公司公告，长江证券研究所

浏阳市常住人口仍处于提升通道，平江县常住人口相对稳定，测算两地垃圾焚烧项目投产后产能利用率能维持在较高水平。

- 人口：浏阳市和平江县常住人口相对稳定。2023 年浏阳市常住人口 143.0 万人，同比降 1.09%，2020-2023 年常住人口维持在 140 万以上；平江县人口 93.4 万人，同比降 0.6%。随着长赣铁路的建成，浏阳将迎来高铁时代，人口仍有望实现增长。

¹ 交易所互动平台信息：2025 年 1 月 15 日公司答复“浏阳垃圾焚烧发电项目已在建设收尾阶段，将尽快并网发电。”

图 16: 浏阳市常住人口及增速 (单位: 万人)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 17: 平江县常住人口及增速 (单位: 万人)

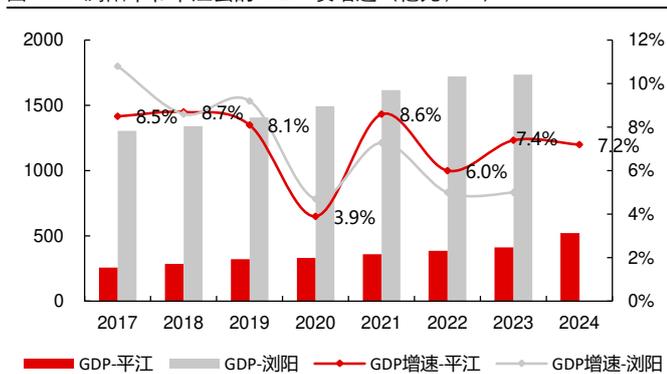


资料来源: Wind, 长江证券研究所

- **经济及财政: 平江县及浏阳市经济保持稳健增长, 两地政府付费能力虽然较长沙市弱, 账期可能拖长, 但垃圾焚烧等固废项目属于财政预算内的项目, 回款风险低。** 1) **GDP:** 平江县 2024 年 GDP 增速为 7.2%, 浏阳市 2023 年 GDP 增速为 5.0%, 仍保持较快增长。2) **债务率:** 从债务率来看, 浏阳市的债务率较低, 2023 年为 103.2%; 平江县的债务率较高, 2023 年达 199.2%。(债务率的计算口径为: 地方债务余额 (一般债+专项债) / 地方政府综合财力, 其中地方政府综合财力=一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营收入)

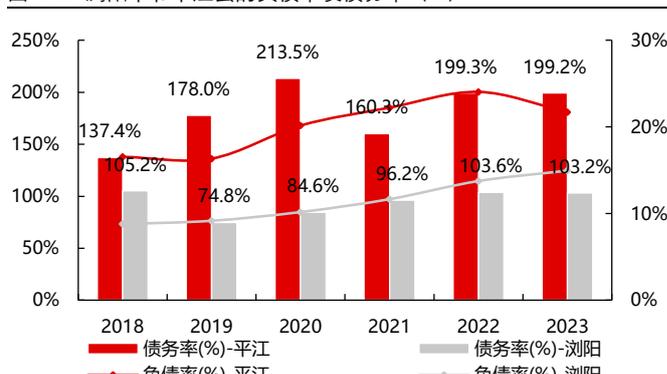
注: 财政部根据债务率数据, 将债务风险分为红 (债务率 \geq 300%)、橙 (200 \leq 债务率 $<$ 300%)、黄 (120 \leq 债务率 $<$ 200%)、绿 (债务率 $<$ 120%) 4 个等级, 风险依次由高到低。

图 18: 浏阳市和平江县的 GDP 及增速 (亿元, %)



资料来源: 企业预警通, 长江证券研究所 (注: 浏阳市 2024 年 GDP 暂未披露)

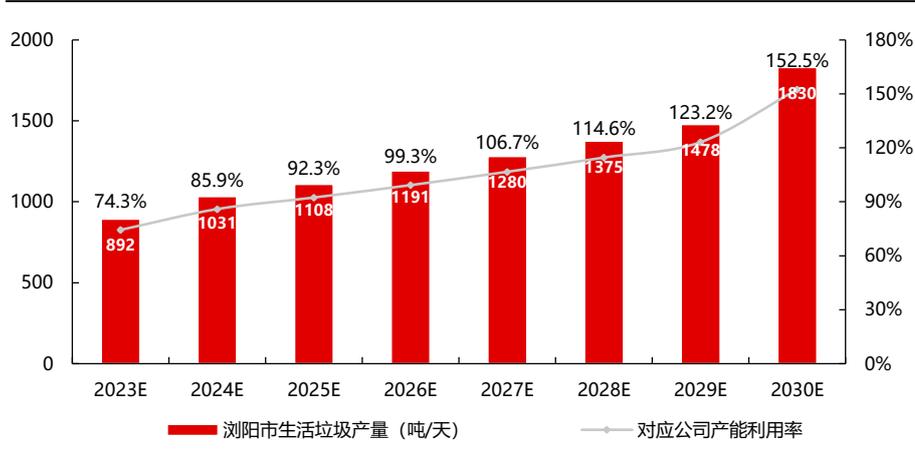
图 19: 浏阳市和平江县的负债率及债务率 (%)



资料来源: 企业预警通, 长江证券研究所

- **浏阳市垃圾焚烧项目产能利用率有保障:** 根据项目环评报告书, 参考浏阳市城市总体规划, 预计 2025 年浏阳市总人口为 163 万人, 预计 2025/2030 年浏阳市垃圾日清运量达到 1108/ 1830 吨/日, 对应公司产能利用率分别为 92.3% / 152.5%, 产能利用率维持在较高水平。

图 20: 浏阳市生活垃圾日清运量预测



资料来源: 项目环评报告书, 长江证券研究所

- **平江县垃圾焚烧项目产能利用率有保障。**根据项目环评报告书, 预测未来平江县城镇/农村常住人口及人均垃圾量, 预计 2025/2030/2035 年平江县垃圾日清运量达到 576/641/672 吨/日, 对应公司产能利用率分别为 96.0%/106.8%/112.0%, 产能利用率维持在较高水平。

表 4: 平江县生活垃圾日清运量预测表

年份		2022E				2025E			
地区	指标	人口 万	人均指标 kg/d	清运率 %	清运量 t/d	人口 万	人均指标 kg/d	清运率 %	清运量 t/d
平江县	城镇	46.51	0.65	100	302	50.84	0.70	100	356
	农村	48.67	0.50	80	195	44.45	0.55	90	220
	小计	95.18	0.57	91	497	95.29	0.63	96	576
年份		2030E				2035E			
地区	指标	人口 万	人均指标 kg/d	清运率 %	清运量 t/d	人口 万	人均指标 kg/d	清运率 %	清运量 t/d
平江县	城镇	58.08	0.73	100	424	65.35	0.75	100	490
	农村	37.38	0.58	100	217	30.30	0.60	100	182
	小计	95.46	0.67	100	641	95.65	0.70	100	672

资料来源: 项目环评报告书, 长江证券研究所

海外项目: 在建 1000 吨/日, 海外业务稳步拓展

凭借着较高的项目经营效率, 领先的技术, 公司稳步拓张海外市场。

- ✚ 2021 年 4 月, 公司响应国家“一带一路”政策, 积极参与沿线国家生活垃圾处理项目建设, 顺利通过印度尼西亚东雅加达生活垃圾处理项目 (1,700 吨/日) 和南雅加达生活垃圾处理项目 (1,500 吨/日) 的资格预审。
- ✚ 2023 年 5 月 18 日, 公司与吉尔吉斯共和国奥什市政府签订《谅解备忘录》, 奥什市政府希望引入公司在中国湖南长沙城市垃圾处理项目成功的投资、建设和运营

经验，开发奥什城市垃圾处置项目。经奥什市政府书面确认，垃圾焚烧发电项目处理规模为 1,000 吨/日。

- 2023 年 11 月 14 日，公司与吉尔吉斯共和国首都比什凯克市政府签署了《垃圾焚烧发电项目框架协议》，项目规模为 3000 吨/日；初期产能 1000 吨/日，投资约 9500 万美元。

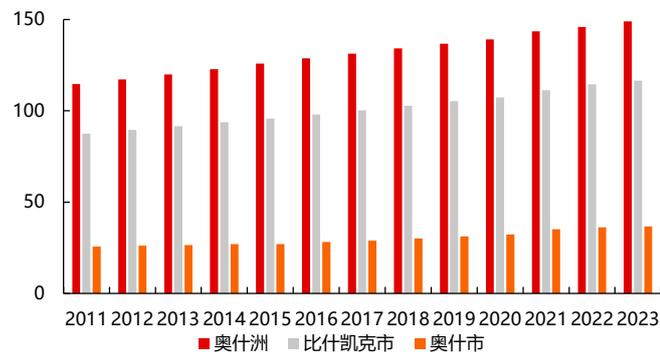
表 5：军信股份海外垃圾焚烧项目信息

项目名称	状态	模式	总投资额	产能	价格
吉尔吉斯比什凯克项目（一期）	在建	BOO	9500 万美元	生活垃圾：1000 吨/日	垃圾处理服务费单价为 17 美元/吨，垃圾发电上网电价为 0.070 美元/千瓦时
吉尔吉斯比什凯克项目二期	筹建	-	参考比什凯克项目单位投资金额测算，预计投资金额约 6.9 亿元（按照吨投资约 69 万元计算）	生活垃圾：2000 吨/日	-
吉尔吉斯共和国奥什市垃圾焚烧发电项目	筹建	-	预计投资约 13.8 亿元人民币（按照吨投资约 69 万元计算）	生活垃圾：1000 吨/日	-

资料来源：公司公告，长江证券研究所

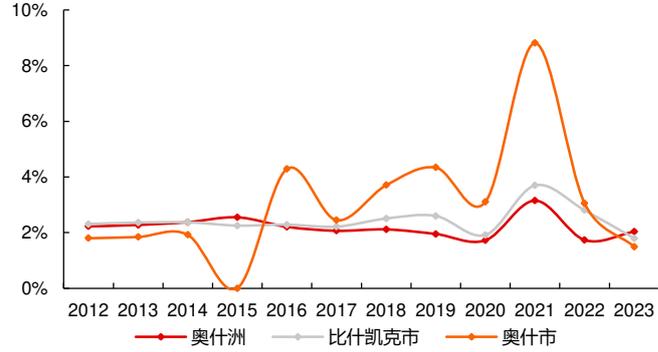
产能利用率：比什凯克市每天垃圾清运量超 1010 吨²，预计公司一期项目投运后能保持较高的产能利用率。

图 21：奥什洲、比什凯克市、奥什市人口数量（万人）



资料来源：吉尔吉斯斯坦统计局，长江证券研究所

图 22：奥什洲、比什凯克市、奥什市人口增速（单位：%）



资料来源：吉尔吉斯斯坦统计局，长江证券研究所

其他固废：垃圾填埋、垃圾渗滤液、污泥及灰渣处置

其他固废概况：截至 2024 年末，公司已投运生活垃圾填埋项目 4,220 吨/日，污泥 1,560 吨/日，渗滤液 2,700 立方米/天，灰渣 410 吨/日、餐厨垃圾处理 50 吨/日，协同优势突出。四项业务 2023 年合计收入 3.25 亿元，占比 21.4%（剔除 BOT 建设收入）；合计毛利 1.69 亿元，占比 17.6%。

表 6：军信股份已运营的灰渣处理处置、填埋、渗滤液和污泥处置项目概况

业务类型	项目名称	特许经营权期限	运营模式	授予方	开始运行时间	设计处理能力	发电装机容量
灰渣处理处置	灰渣处理处置项目	2019 年 2 月 1 日至 2049 年 1 月 31 日	BOT	长沙市政府	2021 年 1 月 2 日	灰渣 410 吨/日	/

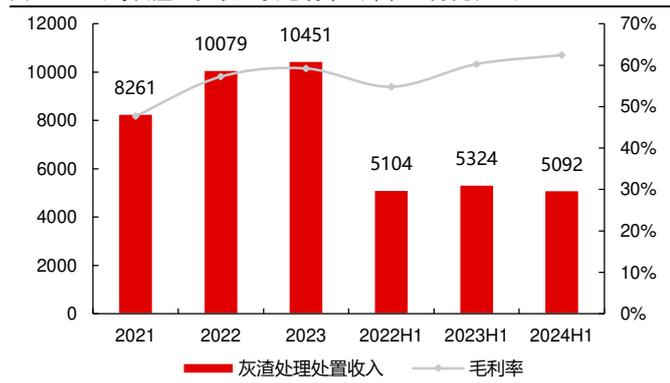
² Venera Edilbek Kyzy «Environmental pollution size of the Bishkek Solid Waste Landfill and treatment of generated leachate wastewater»

填埋	填埋项目	2006年6月20日至 2031年6月19日	TOT	长沙市政府	2006年6月20日	生活垃圾 4000 吨/ 日	/
	平江项目	2012年6月1日至2037 年5月31日	TOT	平江县政府	2012年6月1日	生活垃圾 220 吨/ 日	/
渗滤液	渗滤液（污水） 处理项目	2006年6月20日至 2031年6月19日	BOT	长沙市政府	2006年6月20日，升 级改建部分于2011年 11月6日正式运行	渗滤液 2700 立方 米/天	/
污泥处置	污泥处置项目	2006年6月20日至 2031年6月19日	BOT	长沙市政府	2006年6月20日，升 级改建部分于2015年 11月24日正式运行	市政污泥 1000 吨/ 日	2台 600kW 燃气 发电机

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：垃圾焚烧项目（二期）污泥产能和垃圾焚烧收入一起核算，平江县市政污泥与生活（餐厨）垃圾焚烧发电项目中的污泥和餐厨产能和垃圾焚烧收入一起核算，故不在此处列示）

灰渣处理处置业务产能利用率仍有爬坡空间。公司灰渣处理处置业务 2021 年投产，伴随公司长沙垃圾焚烧厂二期建设运营及处理量提升，2022/2023 年公司灰渣处理量同比增 28.6%、11.1%；处置收入同比增 22.0%、3.7%，2023 年产能利用率为 78.1%，仍有爬坡空间。

图 23：公司灰渣业务收入及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：公司灰渣业务处理量及产能利用率（单位：万吨，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

填埋业务和渗滤液收入预计呈下降趋势。1) 公司垃圾填埋业务包括长沙市垃圾填埋项目（4000 吨/日）和平江垃圾填埋项目（220 吨/日），收入包括处理服务费收入、TOT 利息收入等。2) 2022、2023 年及 2024H1 公司垃圾填埋收入分别下滑 48.6%、12.2%和 10%，主因 2021 年 6 月焚烧二期项目（垃圾焚烧发电及污泥协同处理）运营以后，长沙市基本实现垃圾零填埋垃圾填埋量下降、收入下滑。3) 同时渗滤液处理量伴随垃圾填埋量减少相应减少（推测 2024H1 垃圾渗滤液收入上升与降雨量增加有关）。

图 25：公司垃圾填埋收入、增速及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

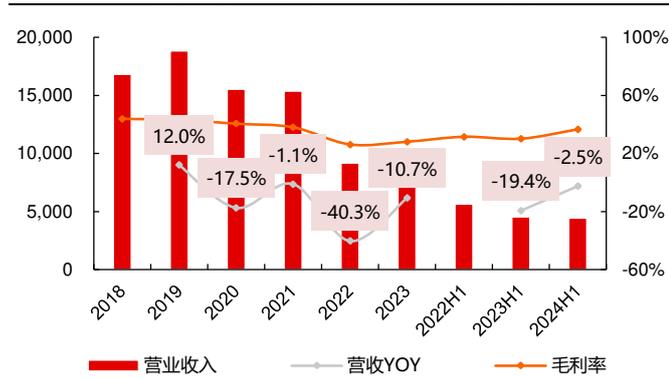
图 26：公司垃圾渗滤液业务收入、增速及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

预计污泥处理处置未来收入保持稳定。2021年6月长沙垃圾焚烧发电及污泥协同处理二期项目掺烧污泥500t/日，报表中该部分污泥收入并入垃圾焚烧二期项目，导致2023年污泥处置口径的营收下滑。公司污泥量处理较为稳定，2023年因分流处理量略有减少，未来污泥处理量有望保持稳定。

图 27：公司污泥处置的营收及毛利率情况（单位：万元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：公司污泥处理量、增速及产能利用率（单位：万吨，%）



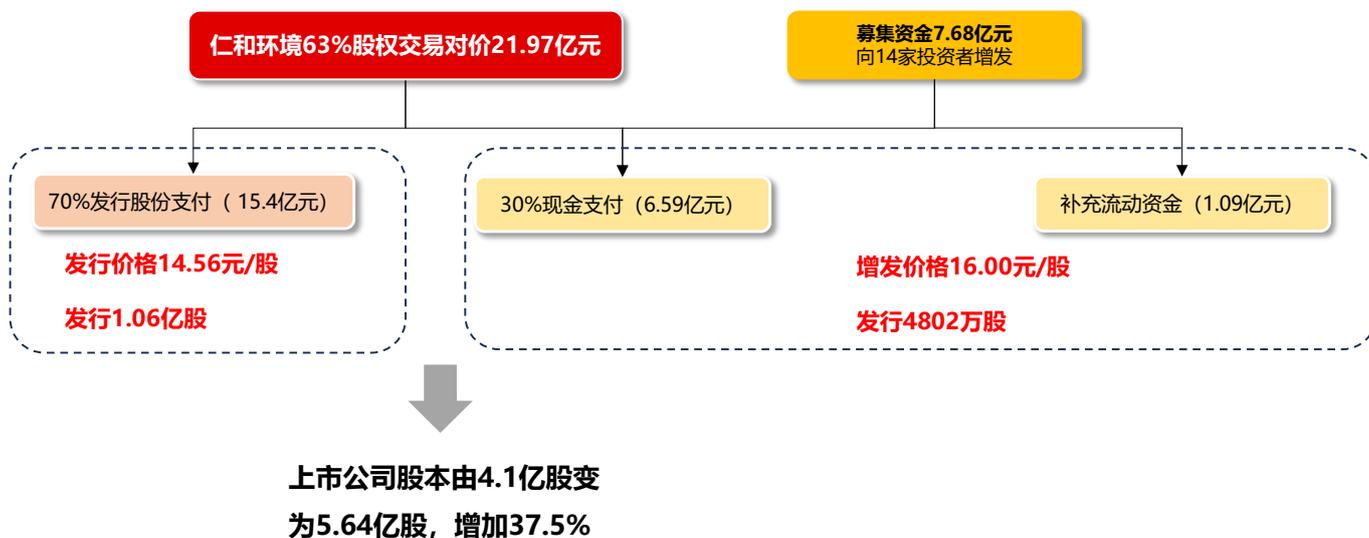
资料来源：公司公告，长江证券研究所

仁和环境：收购完成，实现外延拓展

公司以 21.97 亿元收购仁和环境 63% 的股份，完善产业链前端清运&餐厨垃圾处理布局，并募集配套资金 7.68 亿元用于支付现金对价和补充流动资金，2024 年 11 月仁和环境完成资产过户交割，2025 年 1 月完成配套募集资金的股份发行。

- **支付方式：**交易对价的 70% 采用发行股份支付（共 15.4 亿元，发行价格 14.56 元/股）、30% 通过现金支付（6.59 亿元）。此外公司向 14 家投资者发行 4801.8 万股募集 7.68 亿元（发行价格 16 元/股），其中 6.59 亿元用于支付仁和环境现金对价，剩余资金 1.09 亿元用于补充流动资金。发行完成后，上市公司股本由 4.10 亿股增加至 5.64 亿股，增幅 37.5%。

图 29：公司募集资金及股份购买情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

- **业绩承诺：仁和环承诺 2023-2027 年**可实现的净利润不低于 21.98 亿元，其中 2023 年不低于 4.12 亿元 (2023 年实际值 4.96 亿元，完成业绩承诺)，2024-2027 年分别不低于 4.16、4.36、4.58、4.75 亿元。此外，业绩承诺方的股份解锁与业绩承诺实现情况挂钩，累计业绩承诺完成比例高于 57.54%、78.39%、100%时，可解锁股份比例为 30%、60%、100%。(注：承诺净利润数为仁和环扣非归母净利润，且剔除股权激励、业绩奖励、新增项目效益对净利润的影响。)

图 30：仁和环业绩承诺情况



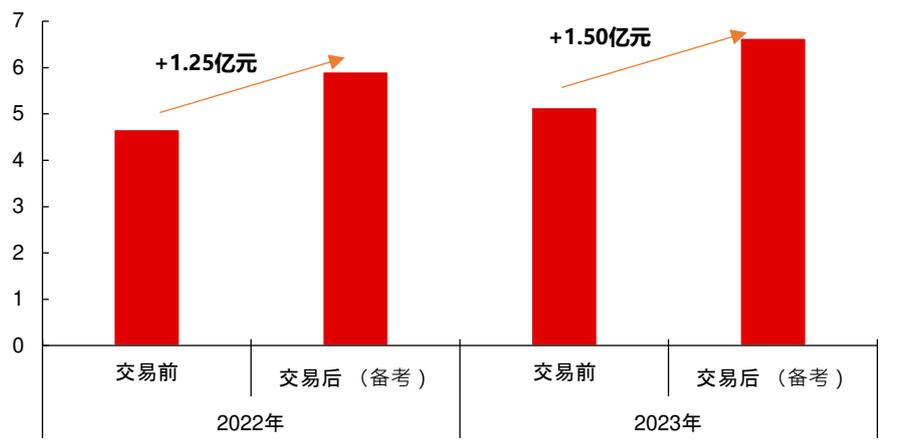
资料来源：公司公告，长江证券研究所

- **核心管理团队稳定性：**为确保标的公司的稳定运营，核心管理团队核心成员（如易志刚、胡世梯、祖柱、谢松、孙玲）在标的公司的服务期限均不少于 5 年，并且在任职期内及离职后 3 年内承担竞业禁止义务。

- **剩余股权收购安排：**在业绩承诺期内，如果标的公司实际完成的累计利润不低于相应承诺总利润的 80%，上市公司可在 7 年内启动对标的公司剩余 37% 股权的收购。
- **收购估值水平：**截至 2023 年标的公司仁和环境对应市净率为 2.45 倍，处于较高水平，主要由于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，主要长期资产已计提较多折旧或摊销，资产较轻。按照 2023 年仁和环境交易后增厚的归母净利润测算，仁和环境市盈率为 14.7x。从 EPS 角度来看，以 2023 年 12 月 31 日数据为计算依据，收购完成后预计归母净利润从 5.14 亿元增加至 6.63 亿元，EPS 将从 1.25 元/股下降至 1.18 元/股，则 EPS 摊薄比例为 6.1%。

注：公司合并报表归母净利润的增加受到新增无形资产摊销影响。标的公司无形资产增值 17.2 亿元，其中特许经营权增值 17.0 亿元，土地使用权增值 489.60 万元，专利技术、软件等增值 1,674.08 万元，对应交易后（备考）2022 年、2023 年新增摊销分别为 1.99 亿元、1.99 亿元，进而影响交易后（备考）归属于母公司所有者的净利润、每股收益。

图 31：交易前后上市公司最近两年的主要财务数据和指标对比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

仁和环境拥有长沙市内垃圾转运及餐厨垃圾处理产能，利润具有一定的稳定性，且与上市公司主营业务有较强的互补性和协同性。

- **生活垃圾中转处理：**已投运规模为 10,000 吨/日（其中其他垃圾 8,000 吨/日，厨余垃圾 2,000 吨/日）。
- **餐厨垃圾处理：**已投运餐厨垃圾处理规模 1200 吨/日，在建待建产能为 360 吨/日，产能弹性达 30%。
- **互补性和协同性：**仁和环境所从事的生活垃圾中转处理业务是上市公司垃圾焚烧发电业务的前道工序，此外仁和环境的餐厨垃圾处理业务也补齐了上市公司在城市生活垃圾处理方面的业务拼图。

注：长沙市餐厨垃圾处理项目原设计产能为 800 吨/日，处于超负荷状态，原有预处理生产线通过增加工作时长，设计处理能力变更为 1,200 吨/日。

表 7: 仁和环已运营或筹建的项目

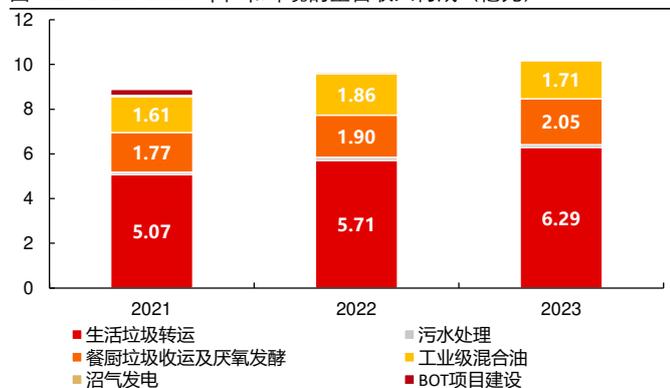
序号	特许经营权	具体项目	运营主体	状态	日处理能力	运营模式	期限
垃圾中转	长沙市第一垃圾中转处理场项目特许经营权	其他垃圾处理项目和厨余垃圾处理项目	仁和环保	运营	1万吨/日, 其中其他垃圾 8,000 吨/日; 厨余垃圾 2,000 吨/日	BOOT, 25 年	2005 年 5 月至 2030 年 4 月
		配套污水处理项目	仁和环保	运营	负责长沙市第一垃圾中转处理场项目产生的污水, 未约定具体的处理量		
餐厨垃圾无害化处理与资源化利用	长沙市餐厨垃圾处理项目特许经营权	长沙市餐厨垃圾处理项目、餐厨垃圾残渣废水厌氧发酵	仁和环	运营+筹建	已投运 1200 吨/日, 筹建 360 吨/日	BOT, 25 年	2012 年 6 月至 2037 年 6 月

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (注: 长沙市餐厨垃圾处理项目原设计产能为 800 吨/日, 处于超负荷状态, 原有预处理生产线通过增加工作时长, 设计处理能力变更为 1,200 吨/日)

仁和环境的主要营收和毛利来自生活垃圾中转处理费、餐厨垃圾无害化处理费用及其资源化利用产品收入, 项目稳定运行, 产能利用率高。

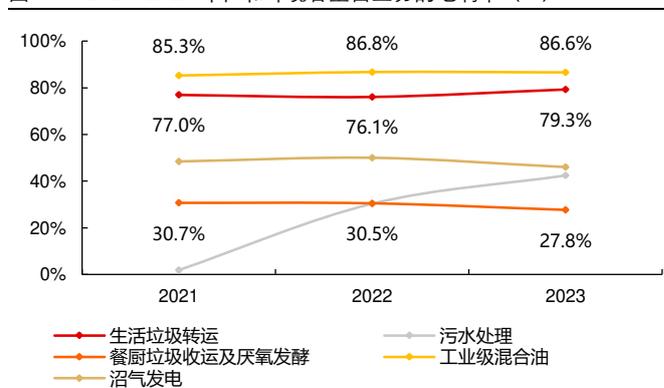
- **收入及毛利分析:** 2023 年公司实现生活垃圾转运收入 6.29 亿元、餐厨垃圾收运及厌氧发酵 2.05 亿元、工业级混合油销售 1.71 亿元。2021-2023 年公司生活垃圾转运毛利率超过 75%, 主因转运业务资产较轻并已进入折旧末期。2021-2023 年工业级混合油毛利率超过 85%, 毛利率水平较高主因工业级混合油原材料全部为垃圾处理过程中产生的废弃油脂, 不需要外购原材料并支付额外的材料采购成本, 此外根据工艺流程, 工业级混合油无需承担前序餐厨垃圾收运的相关成本。

图 32: 2021-2023 年仁和环境的主营收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

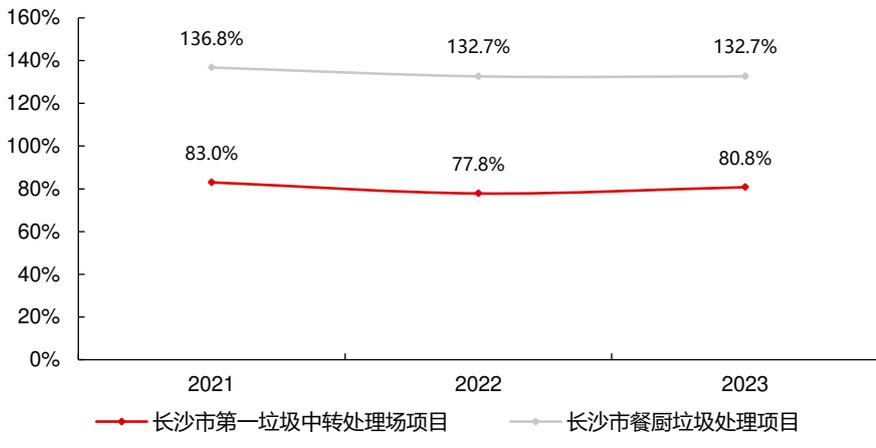
图 33: 2021-2023 年仁和环境各主营业务的毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

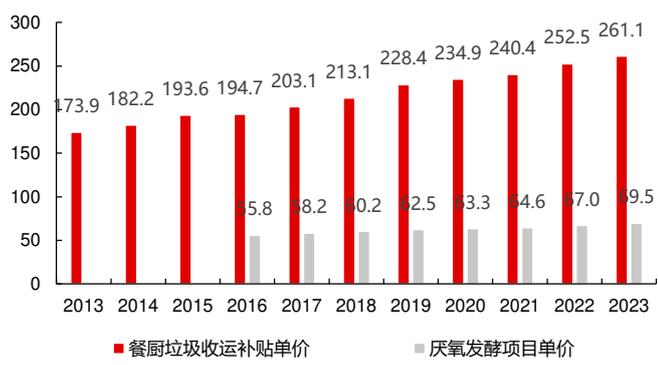
- **仁和环境的项目运行稳定, 产能利用率维持较高水平, 且调价及时。1) 产能利用率:** 长沙市第一垃圾中转处理场项目的产能利用率接近 80%, 餐厨垃圾处理项目设计产能为日均 800 吨/日, 2021-2023 年一直保持超负荷运行, 目前已通过增加工作时长的方式将设计处理能力变更为 1,200 吨/日。**2) 调价及时、盈利能力有保障:** 仁和环项目每年单价均按特许经营权协议约定的调价方式进行调整, 餐厨垃圾收运历史年度各年 (2013-2023 年) 补贴单价调价幅度平均为 4.16%, 厌氧发酵项目历史年度各年 (2016-2023 年) 单价调价幅度平均为 3.19%, 垃圾中转处理服务费历史年度各年 (2006-2023 年) 单价调价幅度平均为 6.99%。

图 34：仁和环环境各项业务产能利用率（单位：%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：仁和环环境餐厨垃圾收运及厌氧项目单价（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：仁和环环保垃圾中转处理服务费单价及增长率（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务及分红：业绩稳步增长，有望维持高分红

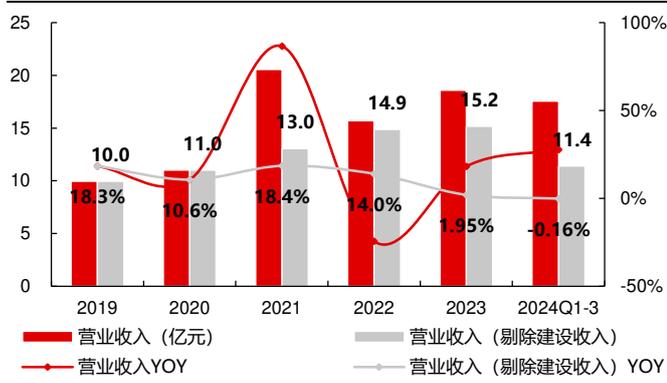
盈利及成长能力：业绩稳步增长，净利率持续上升

盈利及成长能力：公司以运营业务为主，业绩持续稳健增长；毛利率、净利率、期间费用率总体稳定；近三年 ROE 稳定维持在 10% 以上。

- **营收及归母净利润稳健增长：**公司收入主要来自垃圾、污泥处理费及垃圾焚烧发电收入，随着长沙市生活垃圾和市政污泥处理需求持续增长，2019-2023 年营收（剔除建设收入）、归母净利润复合增速为 12.5%、14.0%。2024Q1-3 公司实现营收 11.40 亿元（剔除建设收入），同比微降 0.16%；实现归母净利润 4.07 亿元，同比增 0.97%，基本稳定。
- **费用率分析：**1) 2021 年期间费用率小幅增长，主因 2021 年公司开展股权激励；此外垃圾焚烧项目（二期）2021 年投产后银行贷款利息停止资本化，银行贷款利息费用化提升财务费用率。2) 2023 年因贷款利率降低及贷款本金减少，公司财务

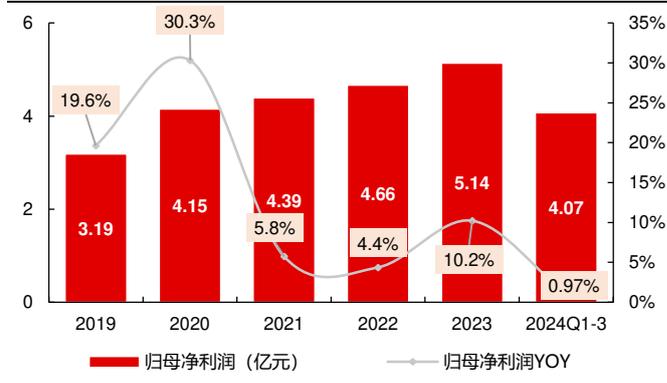
费用率同比降低 1.9pct 至 8.0%，但发生业务拓展奖励及资产重组中介费用，管理费用率同比提升 1.7pct 至 9.4%，期间费用率同比基本持平。**3）2024Q1-3 公司期间费用率同比降 1.2pct，主要是研发和财务费用率下降。**（注：费用率均为剔除建设收入口径）

图 37：公司营业收入及增速



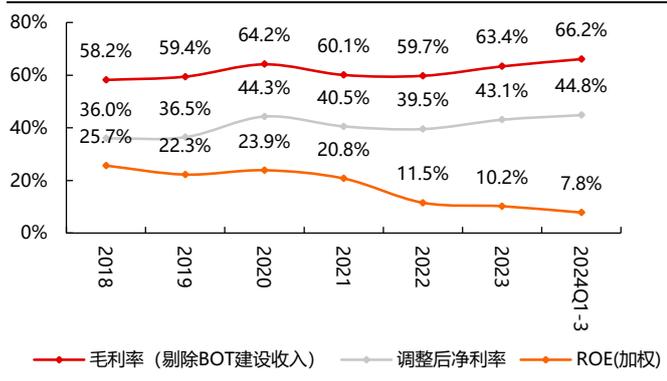
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：公司归母净利润及增速



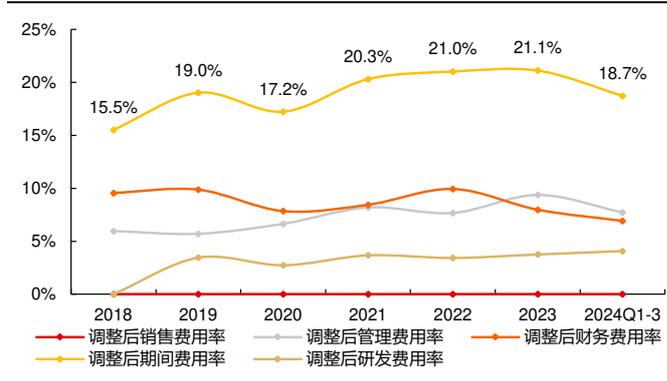
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：公司毛利率、净利率及 ROE



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：以上毛利率及净利率为剔除 BOT 建设期服务收入及成本）

图 40：公司期间费用率



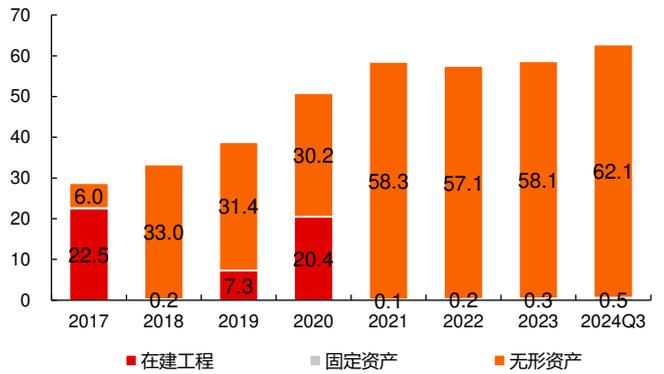
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：以上费用率为剔除 BOT 建设期服务收入及成本）

资产负债：拓展主营业务，资产负债率保持稳健

截至 2024Q3 公司资产负债率为 41.9%、有息负债率为 28.2%，均保持较低水平。

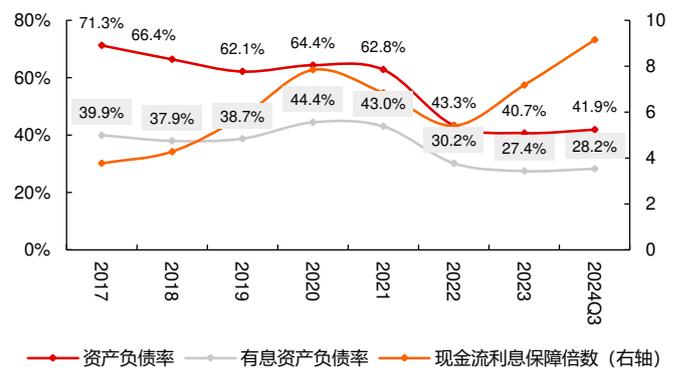
- **资产负债率：**2022 年公司首次公开发行股票的募集资金净额 22.65 亿元后，资产负债率显著降低。
- **有息负债：**公司 2024Q3 末，短期借款 0 亿元，长期借款 24.2 亿元，应付债券 0 亿元、一年内到期的非流动负债 4.44 亿元，有息负债合计达 28.7 亿元；2023 年经营性现金流量对利息的保障倍数达 7.2 倍，无偿债风险。

图 41：公司在建工程、无形资产及固定资产（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 42：公司资产负债率、有息资产负债率及现金流利息保障倍数

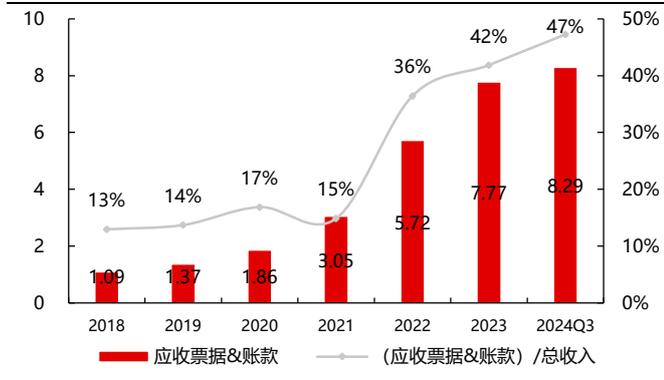


资料来源：Wind，长江证券研究所

资金量测算：不考虑收并购影响，若负债率提升至 65%，则公司可增加负债 23.5 亿元，加上 2024Q3 末公司货币资金与交易性金融资产合计 18.2 亿元，可形成 41.6 亿元的资金支撑业务发展。

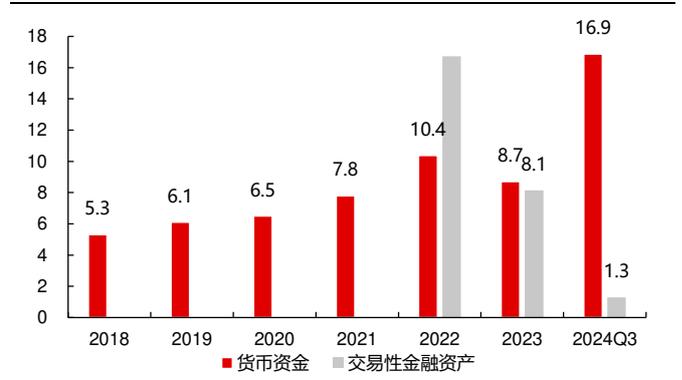
应收账款及票据：截至 2024Q3，公司应收账款及票据为 8.29 亿元，总量随业务规模上行，主要系地方政府财政仍有压力，政府付费进度有所滞后；但应收账款账龄主要在 1 年以内，垃圾焚烧政府付费部分由财政预算之内付费，形成坏账风险较小。

图 43：公司应收票据和账款情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 44：公司货币资金及交易性金融资产情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

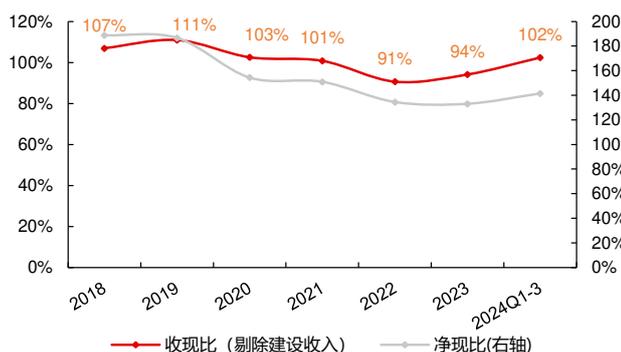
现金流量：回款良好，有望维持高分红

公司经营性现金流稳定，主营垃圾焚烧、垃圾填埋、渗滤液处理等项目的运营，收费模式相对成熟。

- 2020 年-2023 年公司收现比（剔除建设收入）/净现比较 2020 年有下滑，但仍维持较高水平，下滑主因地方政府近几年财政支付压力增大，回款速度有所放缓。公司经营活动现金流净额稳定，收益质量优。
- 投资活动现金流持续呈净流出状态，主因平江及浏阳项目等项目建设推进而不断增加；中短期内，公司仍存在一定的项目建设需求，预计投资活动现金流将呈持续净流出状态。

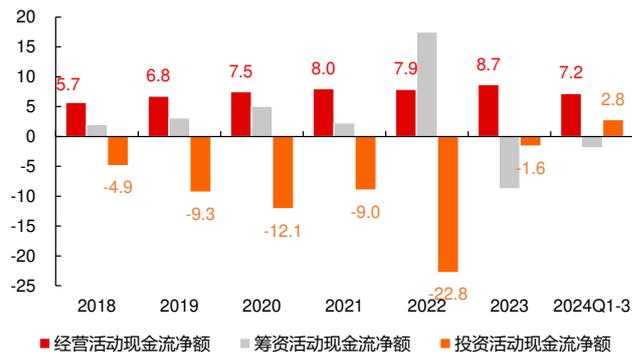
- **有望维持高分红。**2022/2023 年公司分红比例高达 79.2%/71.8%，两年分红金额均维持在 3.69 亿元。测算公司中期（2-3 年）拟投运项目尚需投入资本开支合计 9.61 亿元，若假设 20%-30%资本金，对应资本金总需求为 1.92-2.88 亿元，公司和仁和环境 2023 年经营性现金流净额分别为 8.7 亿元、4.3 亿元，可用于分红的资金充裕，有望维持高分红。参考 2025 年预测归母净利润，假设分红比例 40%-75%，对应股息率 2.9%-5.4%（2025/03/03）。

图 45：收现比及净现比情况



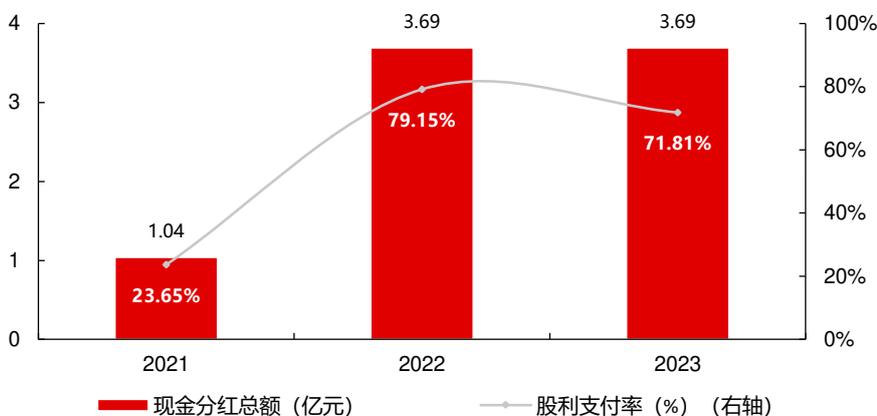
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 46：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 47：2021-2023 年公司分红情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 8：军信股份拟投运项目资本开支（单位：亿元，截至 2024 年底）

时间	项目	总投资	已投资	尚需投入	预计投产时间	备注
中期	吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾焚烧发电项目 (1,000 吨/日)	6.9	0	6.9	-	总投资 9500 万美元
	长沙市餐厨垃圾无害化处理升级技改项目	2.71	0	2.71	-	
远期	吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾焚烧发电项目 (2,000 吨/日)	13.8	0	13.8	-	参考比什凯克一期，按照吨投资约 69 万元计算
	吉尔吉斯共和国奥什市垃圾焚烧发电项目 (1,000 吨/日)	6.9	0	6.9	-	

合计	30.3	0.0	30.3	亿元
----	------	-----	------	----

资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利预测与估值

核心盈利预测假设：

- **垃圾焚烧项目**（该分部收入测算以垃圾焚烧项目核算，若垃圾焚烧项目包括污泥、餐厨等处理产能，对应收入也计算在内）：平江县垃圾焚烧项目、浏阳市生活垃圾焚烧发电项目于 2025Q1 均贡献收入，谨慎假设吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾焚烧发电项目 2026 年之前未投运。
- **污泥处理处置**：2023 年污泥处理产能利用率为 108.6%，假设 2024-2026 年产能利用率分别为 105%、100%、100%，处理均价维持稳定。
- **渗滤液（污水）处理**：2021 年 6 月垃圾焚烧二期项目运营以后，长沙市基本实现垃圾零填埋，填埋渗滤液也同步下降，公司 2021-2023 年处理收入持续下降。假设 2024-2026 年污水处理量和浓缩液外运量分别下滑 9%、8%、7%，处理均价和外运均价维持稳定。
- **垃圾填埋**：2021 年 6 月垃圾焚烧二期项目运营以后，长沙市基本实现垃圾零填埋，2021-2023 年垃圾填埋收入呈现下滑趋势，预计仍将持续。假设 2024-2026 年，长沙市城市固体废弃物处理场特许经营权项目产能利用率为 10%，平江县固体废弃物处理特许经营权项目产能利用率分别为 100%、10%、10%，主因 2025 年平江县垃圾焚烧项目建成投运后，填埋量减少；假设填埋平均价格保持稳定。
- **飞灰填埋**：2021 年 6 月垃圾焚烧二期项目运营飞灰产生总量上升，因此灰渣填埋量上升，2021-2023 年飞灰填埋处理收入呈上升趋势。截至 2023 年底，公司飞灰填埋处理产能利用率为 78.1%，仍有爬坡空间，预计 2024-2026 年产能利用率分别为 85%、90%、95%，平均处理价格维持稳定。
- **项目建设费**：参考平江县垃圾焚烧项目、浏阳市生活垃圾焚烧发电项目及吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾焚烧发电项目建设进度，预计 2024-2026 年项目建设费分别为 11.65 亿元、2.76 亿元、2.76 亿元。
- **仁和环境**：2024 年 11 月 27 日军信股份完成仁和环境股权的资产过户交割，预计仁和环境 2024-2026 年并表收入分别为 0.93、11.74、12.34 亿元（2024 年仅并表 12 月的收入和利润）。

预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 5.43、7.37、7.75 亿元，同比增速分别为 5.7%、35.7%、5.2%，对应 PE 估值分别为 17.2、13.9、13.2x。首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：军信股份业务拆分（单位：亿元，%）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20.5	15.7	18.6	28.0	31.7	33.0
垃圾焚烧发电	6.29	6.15	6.40	12.4	14.3	14.9
垃圾焚烧发电及污泥协同处理	2.04	5.20	5.45			
污泥处理处置	1.54	0.92	0.82	0.79	0.75	0.75

渗滤液 (污水)处理	1.12	0.93	0.83	0.76	0.70	0.65
垃圾填埋	1.23	0.63	0.56	0.30	0.23	0.23
飞灰填埋	0.83	1.01	1.05	1.14	1.20	1.27
项目建设费	7.50	0.84	3.42	11.7	2.76	2.76
其他	0.00	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06
仁和环境并表				0.93	11.74	12.34
毛利率	38.1%	56.6%	51.7%	36.6%	53.6%	53.7%
垃圾焚烧发电	61.5%	60.4%	64.8%	66.7%	66.1%	66.0%
垃圾焚烧发电及污泥协同处理	65.3%	65.3%	69.2%			
污泥处理处置	38.1%	26.1%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
渗滤液 (污水)处理	60.6%	55.8%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
垃圾填埋	59.5%	68.9%	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%
飞灰填埋	47.8%	57.2%	59.2%	59.2%	59.2%	59.2%
项目建设费	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
仁和环境并表				51.4%	52.0%	51.7%
毛利润	7.84	8.88	9.61	10.24	16.98	17.70
垃圾焚烧发电	3.87	3.71	4.15	8.25	9.42	9.85
垃圾焚烧发电及污泥协同处理	1.33	3.39	3.77			
污泥处理处置	0.59	0.24	0.23	0.22	0.21	0.21
渗滤液 (污水)处理	0.68	0.52	0.43	0.39	0.36	0.34
垃圾填埋	0.73	0.44	0.41	0.22	0.17	0.17
飞灰填埋	0.39	0.58	0.62	0.67	0.71	0.75
项目建设费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
仁和环境并表				0.48	6.10	6.38

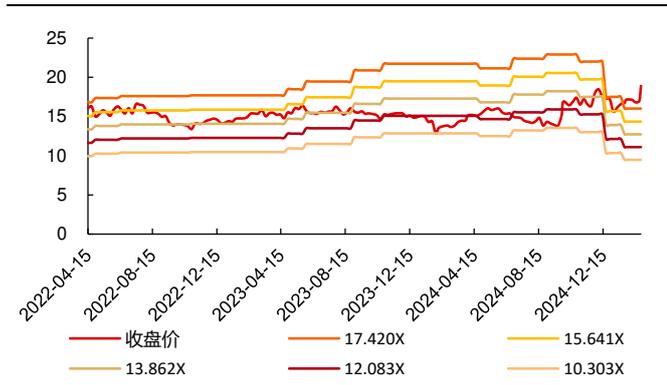
资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 10: 军信股份核心财务指标 (2025-03-03)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万)	2,079	1,571	1,857	2,800	3,170	3,299
YOY	88.8%	-24.4%	18.3%	50.7%	13.2%	4.1%
归母净利润 (百万)	447	466	514	543	737	775
YOY	7.5%	31.2%	12.6%	5.7%	35.7%	5.2%
ROE	19.0%	9.3%	10.0%	7.9%	9.3%	9.4%
净利率	21.5%	29.7%	27.7%	19.4%	23.2%	23.5%
资产负债率	62.7%	43.3%	40.7%	34.8%	32.3%	30.7%
市盈率 (PE)	-	12.8	12.6	17.2	13.9	13.2
市净率 (PB)	-	1.30	1.26	1.49	1.29	1.24

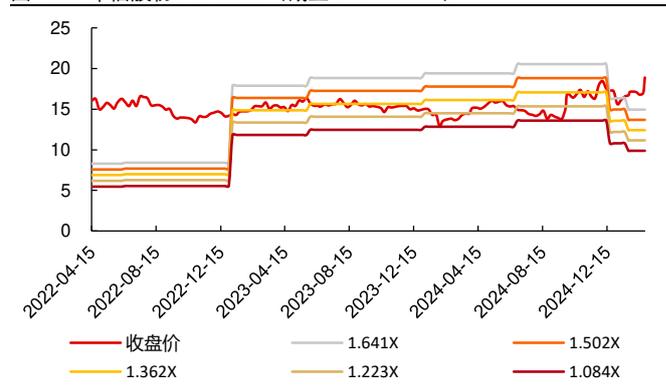
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 48: 军信股份 PE-Band (截至 2025/02/24)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 49: 军信股份 PB-Band (截至 2025/02/24)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

1、特许经营权到期无法续约的风险：截至 2023 年 12 月 31 日，长沙市第一垃圾中转处理场项目特许经营权、长沙市餐厨垃圾处理项目特许经营权剩余期限分别约为 6.3 年、13.5 年。根据特许经营权合同及其补充协议，在特许经营期满后，政府重新授予时，仁和环境及其子公司在同等条件下享有优先权，但若拥有雄厚资金实力、深厚技术积累、丰富运营经验的全国性环保行业龙头企业参与竞标，仁和环境及其子公司存在无法续约的可能性。

2、调价机制执行不及时的风险：在固废处理（包括垃圾焚烧、污泥处置、渗滤液（污水）处理、垃圾填埋、灰渣处理）项目特许经营期内，公司向政府有关部门/单位提供固废处理服务，并按相关协议约定的处理单价和实际的处理量计算收取处理服务费，并在特许经营期限内定期参考主要材料、人工费等成本的变化进行调价。固废处理单价一般由政府有关部门/单位根据项目投资规模、环保标准、垃圾特性、边界条件等因素并考虑特许经营者一定的收益水平后核准确定。如果公司特许经营权项目后续调价机制执行不及时，则可能给公司盈利能力造成不利影响。

3、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于项目建设进度和产能爬坡进行系列假设，基于上述假设，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 28.0、31.7、33.0 亿元；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.43、7.37、7.75 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若 2025 年新建垃圾焚烧项目产能利用率爬坡&仁和环境盈利不及预期，则 2025、2026 年公司收入同比分别降低至 31.4、32.8 亿元；对应测算归母净利润分别为 7.03、7.39 亿元。

4、项目进度低于预期风险：项目前期需要完成土地选址、环评等一系列手续，每个项目总建设周期可能差别较大，项目投运节奏低预期将使得公司确认收入较慢。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1857	2800	3170	3299	货币资金	870	1226	866	1798
营业成本	897	1776	1472	1529	交易性金融资产	814	814	814	814
毛利	961	1024	1698	1770	应收账款	766	1009	1844	2100
%营业收入	52%	37%	54%	54%	存货	28	25	41	42
营业税金及附加	34	30	52	55	预付账款	14	18	22	23
%营业收入	2%	1%	2%	2%	其他流动资产	320	431	456	459
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	2813	3522	4043	5236
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	142	125	231	239	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	8%	4%	7%	7%	固定资产合计	17	1087	1488	1598
研发费用	57	62	119	121	无形资产	5811	5999	6785	6242
%营业收入	3%	2%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	121	74	71	76	递延所得税资产	73	83	83	83
%营业收入	7%	3%	2%	2%	其他非流动资产	940	926	940	954
加: 资产减值损失	-1	0	0	0	资产总计	9654	11617	13338	14112
信用减值损失	-12	-2	-3	-3	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	27	0	0	0	应付款项	291	296	474	493
投资收益	25	21	42	44	预收账款	0	0	0	0
营业利润	701	800	1322	1391	应付职工薪酬	47	53	88	92
%营业收入	38%	29%	42%	42%	应交税费	39	42	63	66
营业外收支	2	0	0	0	其他流动负债	561	523	555	559
利润总额	703	800	1322	1391	流动负债合计	938	914	1181	1209
%营业收入	38%	29%	42%	42%	长期借款	2155	2255	2256	2257
所得税费用	50	104	172	181	应付债券	0	0	0	0
净利润	653	696	1150	1210	递延所得税负债	53	55	55	55
归属于母公司所有者的净利润	514	543	736	774	其他非流动负债	779	795	795	795
少数股东损益	139	153	414	436	负债合计	3925	4020	4288	4317
EPS (元)	1.25	1.05	1.31	1.37	归属于母公司所有者权益	5146	6861	7899	8209
					少数股东权益	584	737	1151	1586
现金流量表 (百万元)					股东权益	5729	7597	9050	9795
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	9654	11617	13338	14112
经营活动现金流净额	869	955	1276	1731					
取得投资收益收回现金	49	21	42	44	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-569	-1695	-1893	-290	每股收益	1.25	1.05	1.31	1.37
其他	360	-78	0	0	每股经营现金流	2.12	1.69	2.26	3.07
投资活动现金流净额	-160	-1752	-1851	-247	市盈率	12.61	17.20	13.88	13.19
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.26	1.49	1.29	1.24
股权融资	0	1541	744	0	EV/EBITDA	7.78	9.02	5.78	5.11
银行贷款增加(减少)	80	100	1	1	总资产收益率	5.3%	4.7%	5.5%	5.5%
筹资成本	-577	-456	-531	-554	净资产收益率	10.0%	7.9%	9.3%	9.4%
其他	-381	-32	0	0	净利率	27.7%	19.4%	23.2%	23.5%
筹资活动现金流净额	-878	1153	215	-553	资产负债率	40.7%	34.6%	32.1%	30.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-170	356	-360	932	总资产周转率	0.19	0.26	0.25	0.24

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。