

2025 年 04 月 08 日

永兴股份 (601033. SH)

投资评级：买入（首次）

——广州垃圾焚烧龙头，兼具红利+成长

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

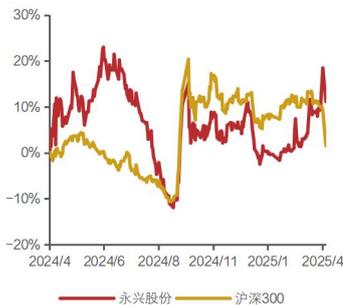
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 07 日

收盘价 (元)	15.25
一年内最高/最低 (元)	17.17/12.00
总市值 (百万元)	13,725.00
流通市值 (百万元)	3,660.00
总股本 (百万股)	900.00
资产负债率 (%)	56.10
每股净资产 (元/股)	11.65

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **广州环投集团旗下唯一垃圾焚烧发电企业，在手垃圾焚烧产能 3.2 万吨/日（其中 3 万吨/日位于广州）。**永兴股份由广州环保投资集团有限公司于 2009 年出资设立，2020 年广州环保投资集团陆续将体内的垃圾焚烧发电项目划转至公司旗下，2024 年 1 月公司完成上市。**公司当前是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体。**截至 2024 年底，公司控股运营 14 个垃圾焚烧发电项目，合计处理能力 3.21 万吨/日，其中 3 万吨/日的产能位于广州，剩余项目位于雷州和邵东等地，同时拥有 4 个生物质处理项目，合计处理能力 0.26 万吨/日，均位于广州。**公司上市之初承诺 2023-2025 年分红率不低于 60%，2024 年实际股利支付率 65.8%。**按照 65% 的分红率进行测算，公司 2025-2027 年的股息率达到 **4.3%、4.8%、5.4%**。
- **从盈利表现来看，公司垃圾焚烧发电的单吨收入和单吨毛利均位于行业前列，2023 年单吨收入 417 元/吨，位于行业首位，单吨毛利达到 190 元/吨，仅次于军信股份。单吨收入较高，主因高吨发+高垃圾处理费+高基础电价。1) 高吨发：**2023 年公司吨发（单吨垃圾处理量产生的发电量）达到 525kwh/吨，远高于其余垃圾焚烧发电企业；**2) 高垃圾处理费：**公司披露 2022 年垃圾处理费约 147 元/吨，在行业内属于较高水平，一般而言我国垃圾焚烧厂所收取的垃圾处理费在 70-80 元/吨，2024 年新增项目均价仅 118.1 元/吨；**3) 高基础电价：**广东省燃煤标杆电价 0.453 元/千瓦时，属于全国最高，而根据我国政策，对于垃圾焚烧发电项目，每吨生活垃圾折算上网电量定为 280 千瓦时执行电价 0.65 元/千瓦时，其余上网电量执行当地燃煤标杆电价，因此，较高的基础电价使得公司项目平均上网电价高于其他企业。与此同时，**高基础电价意味着国补依赖度越低，公司项目回款情况更好。**
- **掺烧提高产能利用率，测算下来每新增 100 万吨陈腐垃圾掺烧将带来 1.6 亿元的净利润增量（考虑电费补贴），对应利润弹性 17%。**公司当前在手产能相对于广州生活垃圾产量略有超前，导致公司当前产能利用率较低，广州政府积极推动陈腐垃圾复挖，公司作为广州市唯一垃圾焚烧发电企业，未来在持续推进陈腐垃圾掺烧的背景下，产能利用率有望有所提升。按照 2024 年公司实际吨发 525kwh/吨，假设陈腐垃圾吨发为公司实际吨发的 75%，陈腐垃圾单吨付现成本 120 元/吨，费用率 10%，所得税率 25%，在此假设下，新增 100 万吨的陈腐垃圾将给公司带来 1.3 亿元（电费假设无补贴）和 1.6 亿元（电费假设有补贴）的净利润增量，相较于公司 2024 年的归母净利润分别有 16%和 17%的弹性。
- **垃圾焚烧协同 IDC 或成产业趋势，公司地处广州有望率先受益。**随着 2024 年 7 月国家发改委发布《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，数据中心降低 PUE 和提高绿电占比的诉求强烈。垃圾焚烧协同 IDC 满足绿色电力、降低 PUE、供电稳定等多重优势，有望成为未来数据中心供电的重要方式之一。而垃圾焚烧项目与 IDC 合作有望推动商业模式从 ToG 到 ToB，使得企业现金流好转，为企业带来价值重估。**公司作为广州地区唯一垃圾焚烧发电企业，背靠广州市政府，有望在本轮产业趋势中率先受益。**广州 2023 年出台数据中心相关规划，明确到 2025 年数据中心机柜要达到 60 万个，2027 年达到 80 万个，若后续数据中心建设持续推进，公司有望加快

与服务商的合作，推动盈利增长。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 41.3、43.8、45.4 亿元，同比增长率分别为 9.58%、6.12%、3.7%，实现归母净利润分别为 9.2、10.2、11.3 亿元，同比增长率分别为 11.7%、11.4%、10.6%。当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 17、15、13 倍，我们选取军信股份、绿色动力、中科环保作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 16 倍，公司当前估值水平低于行业平均。此外，公司上市之初承诺 2023-2025 年分红率不低于 60%，2024 年实际股利支付率 65.8%，**若按照 65%的分红率进行测算，公司 2025-2027 年的股息率或将达到 4.3%、4.8%、5.4%。首次覆盖给予“买入”评级。**
- **风险提示。**陈腐垃圾复挖节奏低于预期、产能利用率提升不及预期、剩余项目存在未能纳入补贴目录的风险、利润弹性测算偏差的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,536	3,765	4,126	4,378	4,540
同比增长率（%）	7.38%	6.45%	9.58%	6.12%	3.70%
归母净利润（百万元）	735	821	917	1,022	1,131
同比增长率（%）	2.71%	11.67%	11.74%	11.44%	10.64%
每股收益（元/股）	0.82	0.91	1.02	1.14	1.26
ROE（%）	9.42%	7.82%	8.48%	9.15%	9.78%
市盈率（P/E）	18.68	16.73	14.97	13.43	12.14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 41.3、43.8、45.4 亿元，同比增长率分别为 9.58%、6.12%、3.7%，实现归母净利润分别为 9.2、10.2、11.3 亿元，同比增长率分别为 11.7%、11.4%、10.6%。当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 17、15、13 倍，我们选取军信股份、绿色动力、中科环保作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 16 倍，公司当前估值水平低于行业平均。此外，公司上市之初承诺 2023-2025 年分红率不低于 60%，2024 年实际股利支付率 65.8%，若按照 65% 的分红率进行测算，公司 2025-2027 年的股息率或将达到 4.3%、4.8%、5.4%。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 假设公司 2025-2027 年每年新增陈腐垃圾 95、150、200 万吨；
- 2) 新增陈腐垃圾的垃圾处理费为 160.05 元/吨（含税）；
- 3) 生物质项目产能利用率分别为 87%、89%和 92%；
- 4) 2025-2027 年单位运营成本增长率分别为 5%、2%、-2%。

投资逻辑要点

公司是广州环投集团旗下唯一垃圾焚烧发电企业，也是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体。截至 2024 年底，公司拥有在手垃圾焚烧产能 3.2 万吨/日（其中 3 万吨/日位于广州）。2024 年公司自由现金流已经转正，同时上市之初承诺 2023-2025 年分红率不低于 60%，2024 年实际股利支付率 65.8%。若按照 65% 的分红率进行测算，公司 2025-2027 年的股息率或将达到 4.3%、4.8%、5.4%。

公司垃圾焚烧项目产能利用率尚处于爬坡阶段，我们测算 2023-2024 年产能利用率分别为 70.9%和 79.3%（实际运行天数假设为 365 天），相较于行业龙头瀚蓝环境约 120%的产能利用率有较大提升空间。对此，广州市积极推进陈腐垃圾复挖，整体陈腐垃圾复挖规模超过 7600 万吨，**我们测算新增 100 万吨陈腐垃圾将带来 1.6 亿元的净利润增量（考虑电费补贴），对应利润弹性 17%**。公司当前已经获批两个项目，其中从化潭口填埋场总规模 183 万吨，兴丰应急填埋场获批规模 237 万吨，预计这两个项目率先开启复挖，剩余项目有望陆续获得政府审批，为公司持续获得垃圾增量，提高产能利用率奠定基础。

除此之外，当前垃圾焚烧项目协同 IDC 供电成为行业新发展趋势，广州地区作为南方地区重要枢纽节点，后续算力需求有望逐步释放，若公司项目能与数据中心项目进行协同，有望在提高项目盈利的同时，改善公司现金流，提升公司估值水平。

核心风险提示

陈腐垃圾复挖节奏低于预期、产能利用率提升不及预期、剩余项目存在未能纳入补贴目录的风险、利润弹性测算偏差的风险

内容目录

1. 广环投旗下唯一垃圾焚烧企业 承诺 23-25 年分红率不低于 60%	6
2. 9 成项目位于广州 区位优势奠定盈利和现金流	7
3. 掺烧提高产能利用率 测算利润弹性较高	11
4. 垃圾焚烧协同 IDC 或成产业趋势 公司地处广州有望率先受益	13
5. 盈利预测与评级	16
6. 风险提示	17

图表目录

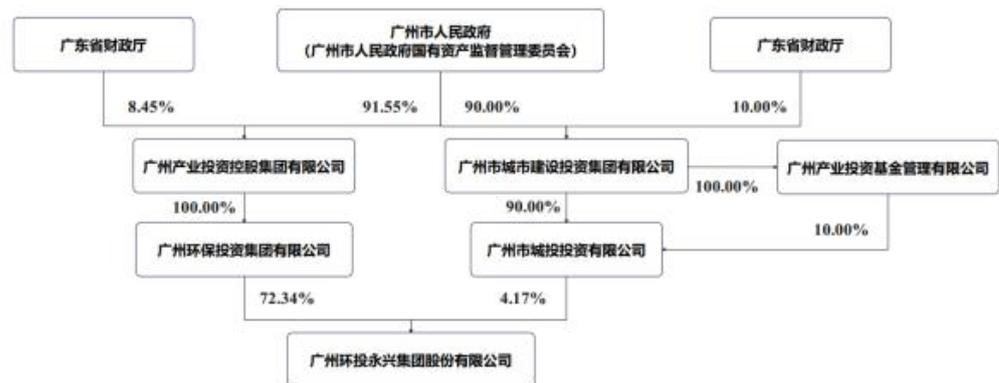
图表 1: 截至 2024 年底公司股权结构	6
图表 2: 2020-2024 年公司营业收入持续增长	7
图表 3: 2020-2024 年公司归母净利润持续增长	7
图表 4: 2020-2024 年公司现金流情况 (单位: 亿元)	7
图表 5: 公司垃圾焚烧项目列表	8
图表 6: 2023 年主要垃圾焚烧发电企业的单吨收入对比 (元/吨)	9
图表 7: 2023 年主要垃圾焚烧发电企业的单吨毛利对比 (元/吨)	9
图表 8: 2023 年主要垃圾焚烧发电企业毛利率对比	9
图表 9: 2023 年主要垃圾焚烧发电企业的吨发对比 (kwh/吨)	10
图表 10: 2021-2024 年开标项目平均垃圾处理费	10
图表 11: 2023 年主要垃圾焚烧发电企业应收账款账龄占比	10
图表 12: 主要垃圾焚烧发电企业应收账款占当前市值的比例	11
图表 13: 广州市陈腐垃圾处理规划	11
图表 14: 复挖陈腐垃圾给公司带来的利润增量测算	12
图表 15: 国家算力枢纽节点与数据中心集群位置图示	14
图表 16: 黎明智算中心能源供给示意图	15
图表 17: 广州市数据基建规划	16
图表 18: 核心假设	16
图表 19: 可比公司估值表 (单位: 亿元)	16

1. 广环投旗下唯一垃圾焚烧企业 承诺 23-25 年分红率不低于 60%

广州环投集团旗下唯一垃圾焚烧发电企业，在手垃圾焚烧产能 3.2 万吨/日。永兴股份由广州环保投资集团有限公司于 2009 年出资设立，2020 年广州环保投资集团陆续将体内的垃圾焚烧发电项目划转至公司旗下，2022 年公司整体变更为股份有限公司，2024 年 1 月公司完成上市。**公司当前是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体。**截至 2024 年底，公司控股运营 14 个垃圾焚烧发电项目，合计处理能力 3.21 万吨/日，主要位于广州、雷州和邵东等地，同时拥有 4 个生物质处理项目，合计处理能力 0.26 万吨/日，均位于广州。

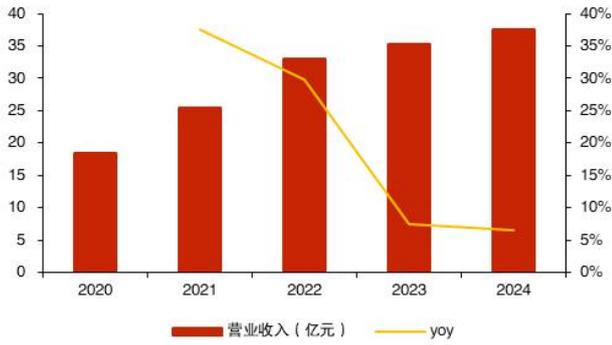
截至 2024 年年报，广州环投集团是公司第一大股东，持有公司 72.34% 的股权，广州市城投融资有限公司和科学城（广州）投资集团有限公司分别持有公司 4.17% 的股权，**公司实控人为广州市人民政府。**除此之外，环劲合伙及环卓合伙为员工持股平台，激励对象达到 230 人左右。

图表 1：截至 2024 年底公司股权结构

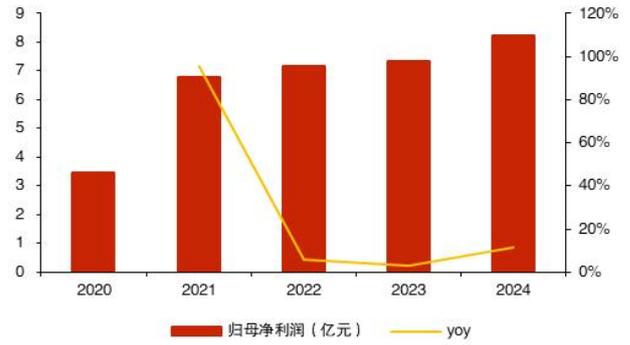


资料来源：公司公告，华源证券研究所

近几年公司垃圾焚烧处理产能陆续释放，**营收和归母净利润逐步提高。**公司在手垃圾焚烧发电项目分为集团划转和自行投建，**1) 集团划转：**2020 年广州环投集团明确将永兴有限作为垃圾焚烧发电板块拟上市主体，为了促进上市和解决同业竞争，集团将福山公司、南沙公司、花城公司、增城公司、从化公司 100% 的股权及其他公司无偿划转至永兴股份，奠定了公司当前业务的基础；**2) 自行投建：**2021-2022 年公司陆续自行投建二期项目，持续提高公司垃圾焚烧处理产能。受近几年产能陆续释放、产能利用率逐步提高的影响，**2020-2024 年公司营业收入复合增长率 20%，归母净利润复合增长率 24%。**

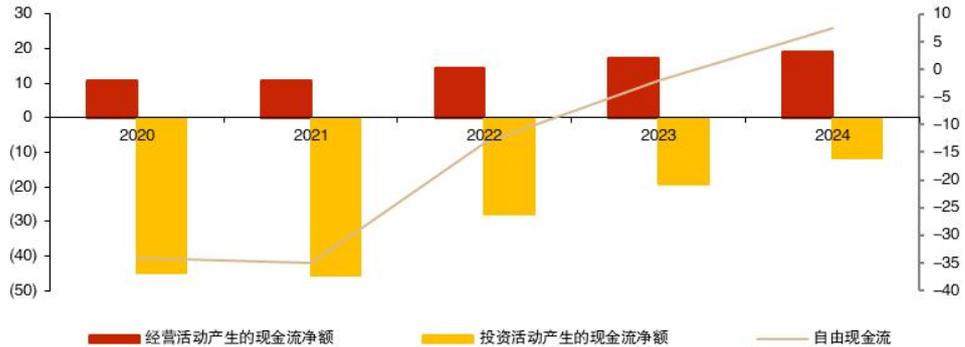
图表 2：2020-2024 年公司营业收入持续增长


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：2020-2024 年公司归母净利润持续增长


资料来源：wind，华源证券研究所

资本开支高峰已过，公司自由现金流转正。随着 2020-2022 年二期项目陆续投产，公司资本开支逐步减少，2024 年公司投资活动现金流仅有 11.7 亿元（其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金仅 6.2 亿元），当年自由现金流由负转正，达到 7.4 亿元。

图表 4：2020-2024 年公司现金流情况（单位：亿元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

承诺 2023-2025 年分红率不低于 60%，2024 年实际股利支付率 65.8%。2023 年公司发布《关于 2023-2025 年度利润分配规划的议案》，承诺 2023-2025 年度单一年度利润分配总额不少于当年实现的可分配利润的 60%，从实际表现来看，2023 年公司实际股利支付率（现金分红总额/归母净利润）达 63.7%，2024 年更是进一步提升至 65.81%，充分体现了公司对于股东回报的重视，按照 2024 年的每股股利 0.6 元/股（含税），对应公司当前股息率 3.9%。

2. 9 成项目位于广州 区位优势奠定盈利和现金流

公司控股在运垃圾焚烧产能 3.2 万吨/日，其中 3 万吨位于广州（占比 94%），剩余产能位于雷州和邵东。根据公司公告，永兴股份是广州市内唯一一家垃圾焚烧发电企业，在广州

范围内不存在其他获批开展垃圾焚烧发电业务的主体，未与公司形成竞争关系。公司垃圾焚烧项目产能利用率尚处于爬坡阶段，我们测算 2023-2024 年产能利用率分别为 70.9% 和 79.3%（假设运行天数为 365 天）。

近半项目尚未纳入国补目录，若后续纳入国补目录将一次性确认历史国补收入。根据公司会计处理规则，未纳入国补的项目不确认国补收入，待纳入国补目录后，将项目自投产以来可获得的国补收入分别一次性确认，并在纳入补贴目录后持续确认国补收入。受此影响，公司南沙电厂一期和增城电厂一期于 2020 年 10 月纳入国补目录，福山电厂一期、花城电厂一期和从化电厂一期于 2021 年 10 月纳入国补目录，由此增加 2020 年、2021 年归母净利润分别为 0.98 亿元和 1.57 亿元。截至 2024 年底，公司仍有 1.7 万吨/日的项目未纳入国家补贴（占比约 53%，主要为广州二期项目），若 2025 年纳入国补目录，预估将一次性确认过往国补收入。截至 2023 年 6 月底，上述未纳入补贴项目累计国补收入达到 1.6 亿元。

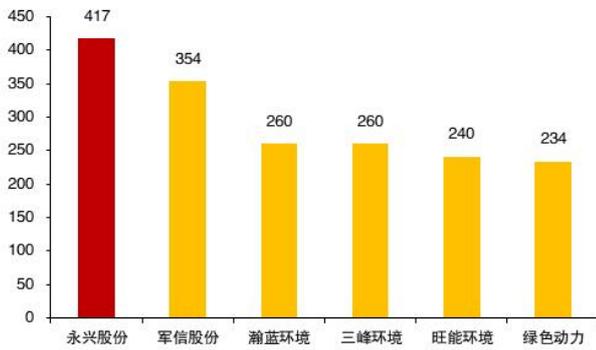
图表 5：公司垃圾焚烧项目列表

经营主体	项目名称	持股比例	运营模式	项目规模 (吨/日)	发电装机 (MW)	运营年限 (年)	投运时间	是否纳入国补
云山公司	李坑一期	100%	政府采购服务	1040	1*22	15		否，无法纳入补贴
	李坑二期	100%	政府采购服务	2000	2*25	25		是
福山公司	福山一期	100%	政府采购服务	4000	4*25	3		是，2021 年 10 月纳入
	福山二期	100%	政府采购服务	4000	3*50	3		否
南沙公司	南沙一期	100%	政府采购服务	2000	2*25	25		是，2020 年 10 月纳入
	南沙二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3	2022 年 7 月	否
花城公司	花城一期	100%	政府采购服务	2000	2*25	25		是，2021 年 10 月纳入
	花城二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3	2022 年 8 月	否
增城公司	增城一期	100%	政府采购服务	2000	2*22	26		是，2020 年 10 月纳入
	增城二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3	2022 年 5 月	否
从化公司	从化一期	100%	政府采购服务	1000	2*12	28		是，2021 年 10 月纳入
	从化二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	3	2022 年 8 月	否
清新公司	雷州项目	58.37%	特许经营权	1000	1*25	28	2021 年 6 月	否
邵东公司	邵东项目	50%	特许经营权	1050	15+10	28		是
垃圾焚烧发电处理能力				32090	940			
南沙公司	南沙餐厨处理项目	100%	政府采购服务	餐厨 400 吨/日		3		
从化公司	从化固废处理项目	100%	政府采购服务	餐厨 100 吨/日		3		
福山公司	广州东部生物质综合处理厂二期	100%	政府采购服务	餐饮 1200 吨/日、死禽畜 60 吨/日、废弃食用油脂 120 吨/日		3		
花城公司	花都生物质处理厂	100%	政府采购服务	餐饮 150 吨/日、厨余 50 吨/日、粪便 500 吨/日、死禽畜 5 吨/日、废弃油脂 5 吨/日		3		
生物质处理					2590			

资料来源：公司公告，华源证券研究所

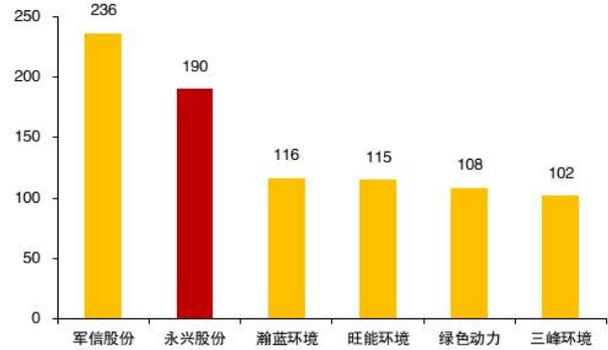
从盈利表现来看，公司垃圾焚烧发电的单吨收入和单吨毛利均位于行业前列，2023 年单吨收入 417 元/吨，位于行业首位，单吨毛利达到 190 元/吨，仅次于军信股份。实际上，受到产能爬坡影响（产能利用率未完全释放），公司毛利率在行业内属于平均水平，但是公司的单吨收入远高于其他企业，从而使其单吨毛利较高。

图表 6：2023 年主要垃圾焚烧发电企业的单吨收入对比（元/吨）



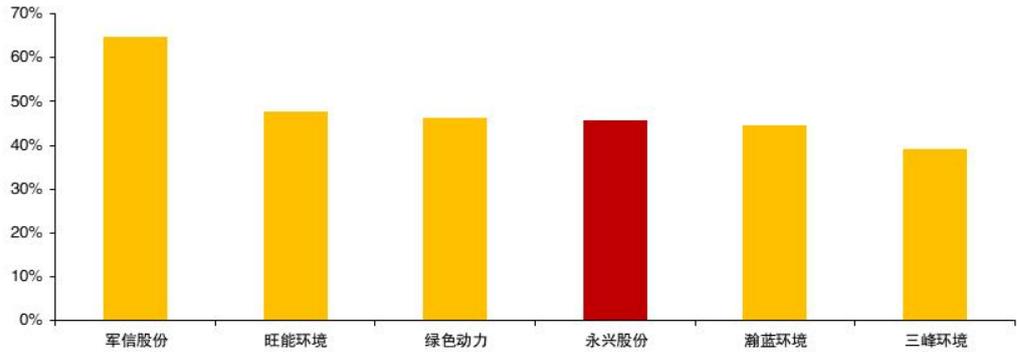
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 7：2023 年主要垃圾焚烧发电企业的单吨毛利对比（元/吨）



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

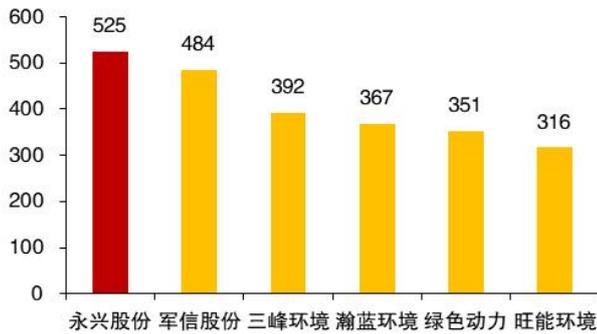
图表 8：2023 年主要垃圾焚烧发电企业毛利率对比



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

单吨收入较高，主因高吨发+高垃圾处理费+高基础电价。1) **高吨发**：2023 年公司吨发（单吨垃圾处理量产生的发电量）达到 525kwh/吨，远高于其余垃圾焚烧发电企业，我们推测这可能与当地的经济、人口密集度等关系较大；2) **高垃圾处理费**：公司披露 2022 年垃圾处理费约 147 元/吨，在行业内属于较高水平，2024 年新增项目均价仅 118.1 元/吨；3) **高基础电价**：广东省燃煤标杆电价 0.453 元/千瓦时，属于全国最高，而根据我国政策，对于垃圾焚烧发电项目，每吨生活垃圾折算上网电量定为 280 千瓦时，执行电价 0.65 元/千瓦时，其余上网电量执行当地燃煤标杆电价，因此，较高的基础电价使得公司项目平均上网电价高于其他企业。

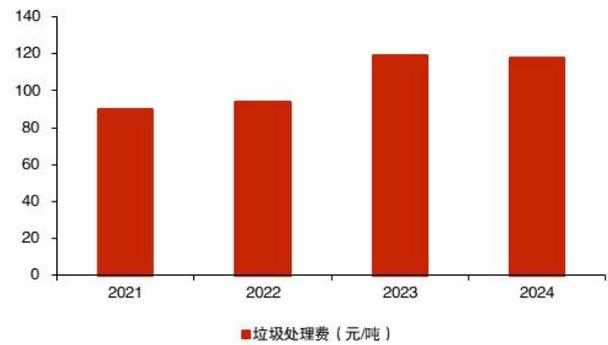
图表 9：2023 年主要垃圾焚烧发电企业的吨发对比 (kwh/吨)



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

注：吨发=发电量/垃圾处理量；军信股份未披露发电量，为使数据可比，假设军信股份厂用电率 10%

图表 10：2021-2024 年开标项目平均垃圾处理费

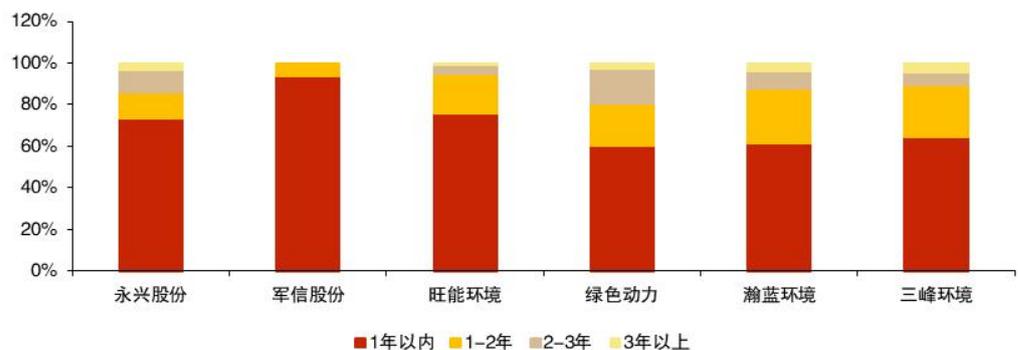


资料来源：北极星固废网，华源证券研究所

产能利用率较低导致毛利率较低，公司计划持续通过掺烧陈腐垃圾、固废垃圾等提高产能利用率。当前公司在广州拥有 3 万吨/日的垃圾焚烧处理产能，相对于广州生活垃圾产量略有超前，导致公司当前产能利用率较低，测算下来 2023-2024 年产能利用率分别为 70.9% 和 79.3%（假设运行天数为 365 天），与瀚蓝环境产能利用率接近 120% 相比，公司提升空间较大。（具体介绍见第三章）

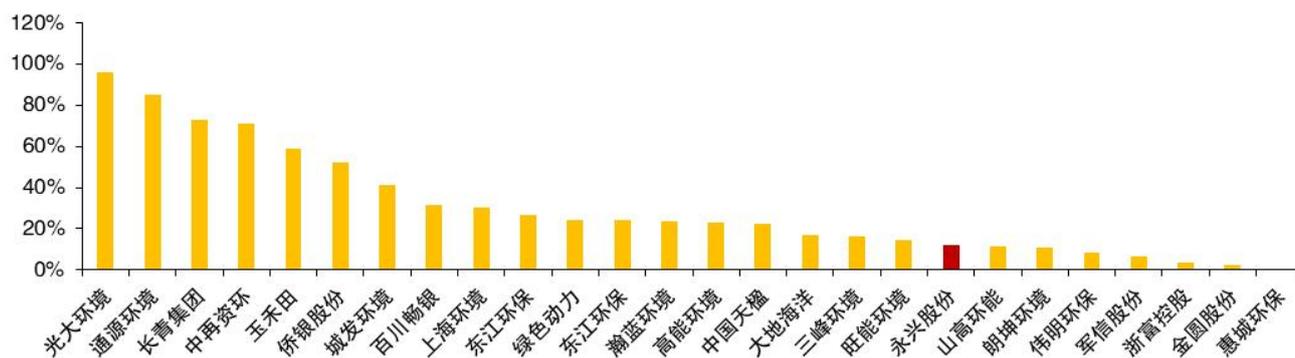
公司回款表现好于同行，现金流更为健康。一方面，高基础电价意味着国补依赖度越低，回款更好，对于垃圾焚烧项目，单吨生活垃圾折算 280 千瓦时的部分执行补贴电价 0.65 元/千瓦时，其构成为基础电价（燃煤标杆电价）+省补（0.1 元/千瓦时）+国补（剩余部分），分别来源于电网支付、地方财政和中央可再生能源补贴，超出 280 千瓦时的部分执行当地燃煤标杆电价，同样来源于电网支付。因此，基础电价越高，意味着国补依赖度越低，项目回款也就越好；另一方面，广东作为经济发达省份，地方财政压力较低，省补支付也较为顺畅，综合影响下，公司现金回款水平较好，截至 2023 年底应收账款 14.7 亿元（2024 年底 19.2 亿元），其中一年以内的应收账款占比达到 73.2%，高于行业平均水平。

图表 11：2023 年主要垃圾焚烧发电企业应收账款账龄占比



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 12：主要垃圾焚烧发电企业应收账款占当前市值的比例



资料来源：wind，华源证券研究所

注：光大环境采用 2024 年底应收账款及票据，其余公司采用截至 2024 年三季度末应收账款余额，市值采用 2025 年 4 月 3 日

3. 掺烧提高产能利用率 测算利润弹性较高

正如前述所说，公司当前在手产能相对于广州生活垃圾产量略有超前，导致公司当前产能利用率较低，广州政府积极推动陈腐垃圾复挖，公司作为广州市唯一垃圾焚烧发电企业，未来在持续推进陈腐垃圾掺烧的背景下，产能利用率有望有所提升。

从广州市规划来看，广州市拥有陈腐垃圾超 7600 万吨，政府近年来积极推动陈腐垃圾掺烧。根据公司公告，广州市规划实施存量陈腐垃圾复挖规模约 7624 万吨，其中从化潭口填埋场已经开展试验，兴丰应急垃圾填埋场已经开启复挖，其合计陈腐垃圾约 420 万吨（其中 20 万吨已经复挖），有望在短期内为公司提供增量，其他项目也处于政府规划内，后续有望逐步推动。

预计陈腐垃圾复挖有望合计带来约 120 亿元的收入增量。按照广州市陈腐垃圾总量 7624 万吨进行计算，假设其中 50% 可以复挖焚烧，垃圾处理费 160 元/吨（参考兴丰应急垃圾填埋场项目），陈腐垃圾复挖带来的垃圾处理收入约 58 亿元（7624 万吨*50%*160 元/吨/1.06/10000）；假设复挖陈腐垃圾热值为原生垃圾热值的 75%，上网电价为燃煤标杆电价，电费收入约 60 亿元（7624 万吨*50%*525kwh/吨*75%*0.453 元/千瓦时/1.13/10000），两者合计有望带来 118 亿元的收入增量。

图表 13：广州市陈腐垃圾处理规划

填埋场	存量陈腐垃圾 (万吨)	公告日期	具体计划与实施
-----	-------------	------	---------

从化潭口填埋场	183	2024/7/22	预计开挖存量垃圾总量约 183 万吨,项目总投资为 9125 万元。在前期 20 万吨开挖规模的基础上继续开展试验工作,继续开挖规模为 50 万吨,计划实施周期为 1 年。
兴丰应急垃圾填埋场	237	2025/2/14	项目服务期限 3 年,预计开挖存量垃圾数量为 237 万吨,存量垃圾综合处理单价为 291.52 元/吨。其中公司下属子公司均为兴丰项目的焚烧处理方,负责对运至子公司的存量垃圾进行资源化和无害化处理,所获得的收入单价为 160.05 元/吨。
增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗	1856	2023/4/20	2023 年广州市城市管理和综合执法局就《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案进行意见征求。根据《征求意见稿》,广州将对已实施封场的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场进行治理试点,拟采用“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”方案对试点填埋场进行陈腐垃圾治理
花都区生活垃圾卫生填埋场	500	2024/11/29	预计开挖存量垃圾总量约 500 万吨,项目总投资为 9125 万元。实施筛分及焚烧试验工作,开挖规模为 2000 吨/天。
兴丰生活垃圾卫生填埋场	4848		暂无具体计划
合计	7624		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

测算下来新增 100 万吨陈腐垃圾将带来 1.6 亿元的净利润增量（考虑电费补贴），对应利润弹性 17%。按照 2024 年公司实际吨发 525kwh/吨，假设陈腐垃圾吨发为公司实际吨发的 75%，陈腐垃圾单吨付现成本 120 元/吨，费用率 10%，所得税率 25%，在此假设下，新增 100 万吨的陈腐垃圾将给公司带来 1.3 亿元（电费假设无补贴）和 1.6 亿元（电费假设有补贴）的净利润增量，相较于公司 2024 年的归母净利润分别有 16%和 17%的弹性。

公司当前已经获批两个项目，其中从化潭口填埋场总规模 183 万吨，兴丰应急填埋场获批规模 237 万吨，预计这两个项目率先开启复挖，剩余项目也有望陆续获得政府审批，为公司未来持续获得垃圾增量，提高产能利用率奠定基础。

图表 14：复挖陈腐垃圾给公司带来的利润增量测算

项目	电费不考虑补贴	电费考虑补贴	备注
----	---------	--------	----

公司当前产能 (万吨/日)	3.2	3.2	截至 2024 年底
垃圾处理量 (万吨)	928.6	928.56	2024 年数据
陈腐垃圾增量 (万吨)	100	100	
产能利用率	88%	88%	假设运作时间 365 天
吨发 (kwh/吨)	525	525	2024 年数据
存量项目垃圾处理费 (元/吨)	146.75	146.75	
陈腐垃圾处理费 (元/吨)	160	160	
单吨付现成本 (元/吨)	120	120	人工等
假设费用率	10%	10%	
陈腐垃圾燃烧带来的收入增量 (亿元)	3.09	3.58	
——垃圾处理费	1.5	1.5	增值税率 6%
——标杆电费收入	1.6	1.6	增值税率 13%
——补贴电费收入		0.5	
2024 年的营业收入 (亿元)	37.65	37.65	
收入增量比例	8%	9%	
陈腐垃圾燃烧带来的毛利增量 (亿元)	1.89	2.38	
2024 年的毛利 (亿元)	15.76	16.76	
毛利增量比例	12.0%	14.2%	
陈腐垃圾燃烧带来的利润增量 (亿元)	1.27	1.60	假设所得税率 25%
2024 年净利润 (亿元)	8.21	9.21	
利润增量比例	16%	17%	

资料来源：华源证券研究所测算

除此之外，公司还积极拓展供热，当前对外供汽量 16 万吨。一般而言垃圾发电企业工业供热带来的收益更高，以简要模型测算，1 吨生活垃圾能够产生 2 吨蒸汽，能够发电 400kwh，蒸汽价格约 220-260 元/吨，相较于发电，供热能够带来利润增加 210-230 元（（2 吨蒸汽*260 元/吨-280kwh*0.65 元/kwh-120kwh*0.4 元/kwh）*0.75）。2023 年公司实现供汽量 13.56 万吨，2024 年进一步提升至 16.44 万吨，随着未来工业园区对蒸汽需求的持续提升，公司供热量有望持续提升，从而提升项目回报率。

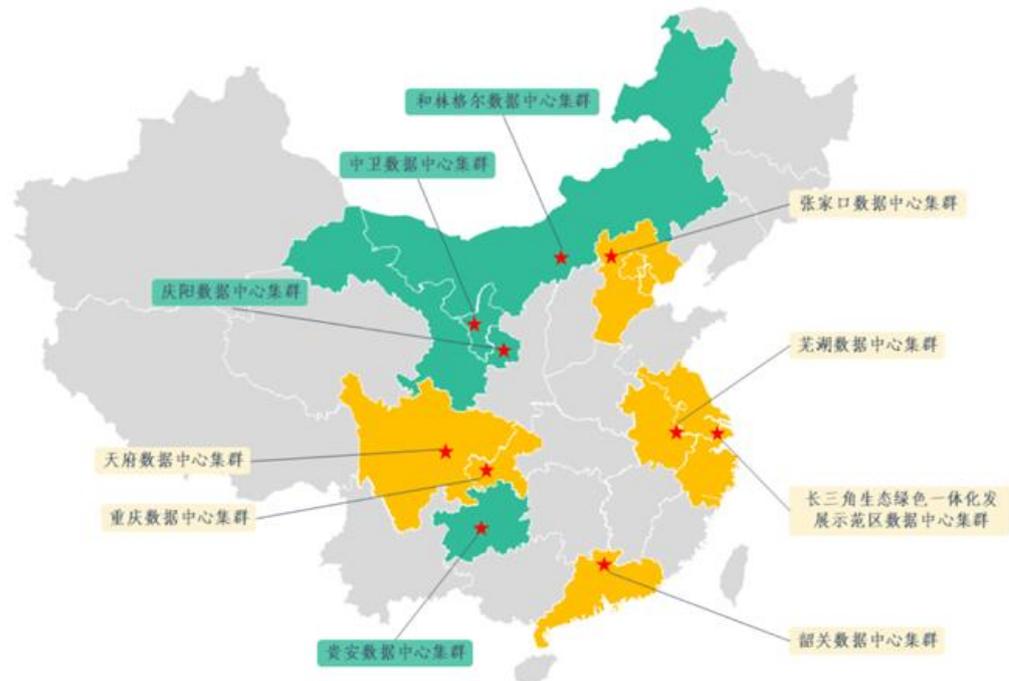
4. 垃圾焚烧协同 IDC 或成产业趋势 公司地处广州有望率先受益

数据中心降低 PUE 和提高绿电比例的诉求强烈。2024 年 7 月国家发改委发布《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，提出降低 PUE 要求和强制使用绿电要求：1)在降低 PUE 方面，文件提出到 2025 年底，全国数据中心的平均电能利用效率 (PUE) 降至 1.5 以下，新建及改扩建大型和超大型数据中心电能利用效率 (PUE) 降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据

中心项目电能利用效率不得高于 1.2；2) 在使用绿电方面，文件要求逐年提升新建数据中心项目可再生能源利用率，引导新建数据中心与可再生能源发电等协同布局，到 2025 年底，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。

受上述政策影响，数据中心项目审批难点即为能耗指标，国家枢纽节点面临压力更大。一般而言，我国数据中心能量消耗中超过 40%的比例用于散热冷却，企业冷却成本高，当前降低 PUE 的主要方式或为改进制冷系统，或优化设备、优化数据中心运维管理。

图表 15：国家算力枢纽节点与数据中心集群位置图示

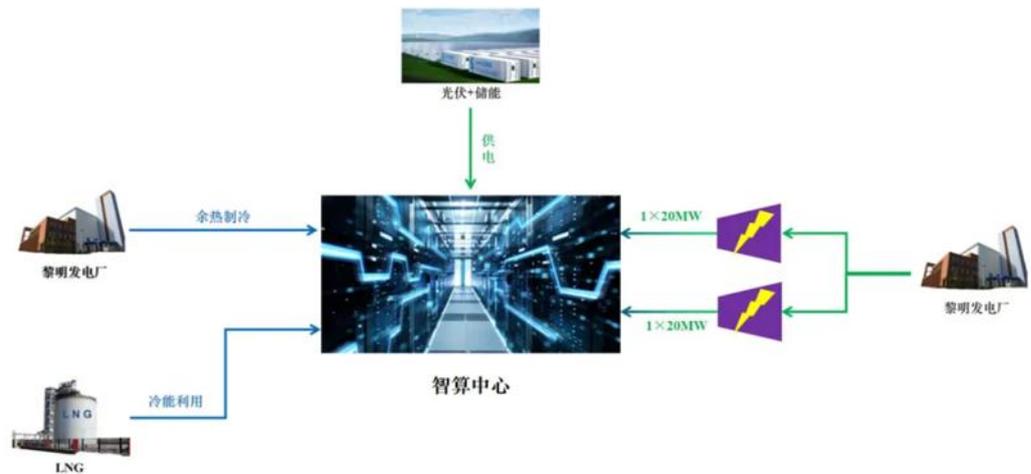


资料来源：清华大学互联网产业研究院，华源证券研究所
注：本图仅为示意图，不代表完整的中国地图

垃圾焚烧协同 IDC 满足绿色电力、降低 PUE、供电稳定等多重优势。以浦东黎明智算中心项目为例，该项目于 2023 年 5 月 15 日获得上海市经信委能耗指标批复，于 2024 年 7 月开工建设，计划于 2025 年 10 月具备商运条件，**该项目特点包括：**1) **绿电直供：**垃圾焚烧发电厂拥有 2000 吨/日垃圾焚烧项目，直供智算中心，而且同产权规避隔墙售电限制；2) **余热资源供冷：**利用蒸汽、热水等余热资源，并配套溴化锂机组，未来还将引入 LNG 相变余冷，大幅度降低 PUE；3) **区域靠近负荷端：**该项目位于浦东新区，紧邻算力需求区域，有助于减少时延；4) **供电稳定：**垃圾焚烧发电供电稳定；5) **电费节省：**IDC 项目从电网购电成本约 0.67-0.72 元/千瓦时+40 元/千瓦·月（容量电价），而从垃圾焚烧项目购电仅需 0.65 元/千瓦时（按垃圾焚烧上网电价计算）。

我们分析，溴化锂机组基于吸收式制冷原理，以溴化锂-水溶液为工质，该项目通过发电机产生的余热驱动溴化锂机组制冷，可以将电制冷机组部分的电量省去，在计算 PUE 时，将获得极大优势，这种三联供形式的余热利用，不属于直接的化学燃料燃烧能耗，在计算 PUE 中，可否从制冷部分的能耗中直接剔除是能否降低 PUE 的关键。

图表 16：黎明智算中心能源供给示意图



资料来源：浦东发布公众号，华源证券研究所

我们分析垃圾焚烧发电与 IDC 协同模式对各方影响：1) 对数据中心而言：降低 PUE 助力项目审批、降低电价提高经济性（大工业电价通常为 0.7 以上）；2) 对垃圾焚烧发电企业而言：提高电价增厚项目盈利性，改善现金流；3) 对政府而言：招商引资，减轻财政支出压力（垃圾处理费提高的压力）。黎明项目有望成为行业标杆，后续更多地区垃圾焚烧厂有望参与，从区域分析来看，垃圾焚烧发电协同 IDC 或更适合长三角、珠三角等区域（与国家算力枢纽节点匹配）。按照东数西算的规划布局，8 个国家算力枢纽节点中，成渝枢纽、贵州枢纽水电资源丰富，内蒙古枢纽、甘肃枢纽、宁夏枢纽风光资源丰富，京津冀枢纽、长三角枢纽、粤港澳大湾区枢纽风光水资源相对稀缺，或将选择生物质发电（含垃圾焚烧发电）满足绿电供电需求。

商业模式从 ToG 到 ToB，垃圾焚烧发电业务现金流有望好转，为企业带来价值重估。一直以来，应收账款拖欠是影响垃圾焚烧发电企业现金流的核心因素。垃圾焚烧发电企业应收账款主要来源于国补、省补、垃圾处理费拖欠，严重拖累公司的现金流。若垃圾焚烧发电企业为 IDC 供电+供冷，在盈利提高的同时，企业现金流有望得到好转，降低减值风险，有望为企业带来价值重估。

公司作为广州地区唯一垃圾焚烧发电企业，背靠广州市政府，有望在本轮产业趋势中率先受益。永兴股份在当地拥有 3 万吨/日的处理产能，广州此前出台数据中心规划，明确到 2025 年数据中心机柜要达到 60 万个，2027 年达到 80 万个。

若按照规划，2027 年底要达到 80 万个机柜数量进行计算，假设单机柜功耗 6kw，数据中心满负荷用电量将达到 420.5 亿千瓦时（80 万个*6kw/个*24h*365 天/10000），若上架率 50%，一年总耗电量约 210.4 亿千瓦时。若按照 2025 年-2027 年新增 20 万个机柜计算，新增耗电量需求约 105 亿千瓦时（100%上架率）和 52.6 亿千瓦时（50%上架率）。而永兴股份 2024 年总发电量 46.71 亿千瓦时，上网电量 41.25 亿千瓦时。

进一步我们计算用电成本，以 10kw 电价为例，广州地区 2025 年 4 月大工业用电代理购电价格为 0.7 元/千瓦时+36.1 元/千瓦·月（容量电价），高峰期电价甚至达到 1 元/千瓦时以上（注：35kv 电价会略低几分钱），而永兴股份当前上网电价仅为 0.48 元/千瓦时（不含税，含税约 0.54 元/千瓦时），显著低于大工业用电价。

图表 17：广州市数据基建规划

重点领域	核心指标	2022 年	2025 年	2027 年
数字基建	5G 基站数（万座）	7.64	10	12
	10G-PON 及以上端口数（万个）		20	40
	数据中心标准机架数（万个）	20	60	80
	移动网络 IPv6 流量占比（%）		7	85
	充换电设施数量（个/万人）	27	120	160

资料来源：《广州市新型智慧城市建设规划（征求意见稿）》，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

根据公司当前陈腐垃圾开挖节奏，我们对公司的核心假设如下：

- 1) 考虑到陈腐垃圾开挖节奏，我们假设公司 2025-2027 年每年新增陈腐垃圾 95、150、200 万吨；
- 2) 新增陈腐垃圾的垃圾处理费为 160.05 元/吨（含税）；
- 3) 生物质项目产能利用率分别为 87%、89%和 92%；
- 4) 2025-2027 年单位运营成本增长率分别为 5%、2%、-2%。

图表 18：核心假设

项目	2025E	2026E	2027E
陈腐垃圾增量（万吨）	95	150	200
陈腐垃圾垃圾处理费（元/吨）	160.05	160.05	160.05
生物质项目产能利用率	87%	89%	92%
单位运营成本增长率	5%	2%	-2%

资料来源：华源证券研究所

在上述假设下，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 41.3、43.8、45.4 亿元，同比增长率分别为 9.58%、6.12%、3.7%，实现归母净利润分别为 9.2、10.2、11.3 亿元，同比增长率分别为 11.7%、11.4%、10.6%。当前股价对应的 2024-2026 年的 PE 分别为 17、15、13 倍，我们选取军信股份、绿色动力、中科环保作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 16 倍，公司当前估值水平低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 19：可比公司估值表（单位：亿元）

公司简称	市值		归母净利润		PE		PB (lf)
	2025/4/7	2024A/E	2025E	2026E	2024E	2025E 2026E	

军信股份	96.9	5.3	7.49	8.04	18.3	12.9	12.1	1.3
绿色动力	95.3	5.85	6.8	7.29	16.3	14.0	13.1	1.2
中科环保	75.9	3.21	3.79	4.59	23.7	20.0	16.5	2.1
均值					19.4	15.7	13.9	
永兴股份	137.3	8.21	9.2	10.2	16.7	14.9	13.43	1.3

资料来源：wind，华源证券研究所

注：中科环保盈利预测来源于华源证券研究所，其余公司盈利预测来源于wind一致预期；中科环保、永兴股份和绿色动力2024年为实际归母净利润

6. 风险提示

1) **陈腐垃圾复挖节奏低于预期。**陈腐垃圾开挖受天气影响较大，若出现天气不佳或持续降雨，可能导致公司陈腐垃圾复挖节奏较慢。

2) **产能利用率提升不及预期。**项目产能利用率提升受垃圾生产量、机器检修等各方面因素影响。

3) **剩余项目未能纳入补贴目录的风险。**公司存在1.7万吨/日的垃圾焚烧项目尚未纳入国补目录，后续能否纳入、何时纳入受政策影响较大。

4) **利润弹性测算偏差的风险。**利润弹性测算过程中有较多假设，若与实际相差较大可能导致测算偏差。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,132	1,901	2,595	3,281
应收票据及账款	1,925	2,110	2,239	2,321
预付账款	9	10	11	11
其他应收款	357	391	415	431
存货	70	77	80	82
其他流动资产	960	1,052	1,117	1,158
流动资产总计	4,453	5,541	6,457	7,284
长期股权投资	684	744	805	865
固定资产	12,228	12,055	12,250	12,411
在建工程	21	417	414	410
无形资产	5,770	5,423	5,077	4,730
长期待摊费用	57	19	19	19
其他非流动资产	1,012	1,012	1,012	1,012
非流动资产合计	19,773	19,672	19,576	19,448
资产总计	24,227	25,213	26,034	26,732
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	2,287	2,496	2,611	2,653
其他流动负债	1,977	2,158	2,254	2,286
流动负债合计	4,264	4,653	4,864	4,939
长期借款	8,833	9,094	9,330	9,539
其他非流动负债	494	494	494	494
非流动负债合计	9,327	9,588	9,823	10,033
负债合计	13,591	14,241	14,688	14,972
股本	900	900	900	900
资本公积	8,073	8,073	8,073	8,073
留存收益	1,515	1,836	2,193	2,589
归属母公司权益	10,488	10,808	11,166	11,562
少数股东权益	149	163	180	198
股东权益合计	10,636	10,972	11,346	11,760
负债和股东权益合计	24,227	25,213	26,034	26,732

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	834	798	904	1,014
折旧与摊销	955	962	956	989
财务费用	339	308	315	320
投资损失	-95	-95	-95	-95
营运资金变动	-131	71	-11	-67
其他经营现金流	6	154	154	154
经营性现金净流量	1,908	2,197	2,223	2,315
投资性现金净流量	-1,171	-785	-785	-784
筹资性现金净流量	-272	-643	-743	-845
现金流量净额	465	769	695	686

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,765	4,126	4,378	4,540
营业成本	2,188	2,388	2,498	2,538
税金及附加	81	88	94	97
销售费用	0	0	0	0
管理费用	280	305	306	295
研发费用	131	144	152	158
财务费用	339	308	315	320
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	24	27	28	29
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	95	95	95	95
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	59	59	59	59
营业利润	923	1,071	1,194	1,313
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	923	1,071	1,193	1,313
所得税	89	139	155	164
净利润	834	932	1,038	1,149
少数股东损益	13	15	17	18
归属母公司股东净利润	821	917	1,022	1,131
EPS(元)	0.91	1.02	1.14	1.26

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	6.45%	9.60%	6.12%	3.70%
营业利润增长率	15.38%	16.05%	11.43%	10.01%
归母净利润增长率	11.67%	11.74%	11.44%	10.64%
经营现金流增长率	10.85%	15.19%	1.17%	4.12%
盈利能力				
毛利率	41.87%	42.12%	42.94%	44.09%
净利率	22.15%	22.58%	23.72%	25.30%
ROE	7.82%	8.48%	9.15%	9.78%
ROA	3.39%	3.64%	3.92%	4.23%
估值倍数				
P/E	16.73	14.97	13.43	12.14
P/S	3.65	3.33	3.13	3.02
P/B	1.31	1.27	1.23	1.19
股息率	0.00%	4.34%	4.84%	5.35%
EV/EBITDA	9	9	8	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。