

提质效果显现，分红大幅提升

华泰研究

2025 年 5 月 06 日 | 中国香港

更新报告

水泥

海螺创业 2024 年实现收入 62.7 亿元，同比-21.8%，系垃圾处置业务建设收入减少；实现归母净利 20.2 亿元，同比-18.0%，低于我们预期 (25.4 亿)。若扣除应占联营公司海螺集团收益的影响，垃圾发电主业核心净利润 6.7 亿元，同比+7.2%。公司积极推进主业提质增效，减少低毛利建设业务和新增投资，我们看好公司运营性收入占比提升对盈利质量的改善，以及水泥投资收益的稳定提升。公司有望延续压降资本开支、提升分红率，维持“买入”。

发电运营收入优异，盈利能力稳步提升

公司 2024 年垃圾处置主业实现收入 48.8 亿元，同比-20.8%；其中建设收入 9.8 亿元，同比-63.8%；运营收入 39.0 亿元，同比+12.7%，炉排炉垃圾发电收入 38.6 亿元，同比+13.4%。随着低毛利建设业务下降，公司 2024 年垃圾处置毛利率同比+9.0pct 至 37.6%。公司 24 年末在运炉排炉垃圾发电项目 48100 吨/日，同比+13.6%；上网电量约 51.2 亿度，同比+14.6%。公司 24 年末在建和报批待建项目合计 2750 吨/日，较 23 年末的 8500 吨/日明显减少，公司短期重心仍是积极推进运营项目管理赋能。

水泥行业积极复价叠加供给优化，应占联营公司收益有望回升

公司 2024 年应占联营公司收益 13.2 亿元，同比-20.8%；其中 1H24/2H24 分别为 7.0/6.1 亿元，同比-44.8%/+56.4%，降幅收窄系水泥行业 2H24 以来积极推进复价，海螺水泥盈利逐季改善。我们认为 25 年经济大省挑大梁将有望释放海螺水泥核心区域经营弹性，并随着水泥行业竞合共识的进一步明确，行业错峰生产、超产产能治理等供给侧变革有望加速落地，公司应占海螺集团等联营公司收益有望边际企稳回升。

投资节奏大幅放缓，积极提升分红派息

公司 2024 年投资活动所用现金净额 24.3 亿元，较 2023/2022 年的 45.7/48.5 亿元分别减少 46.8%/49.9%，系公司主动减少资本性支出。公司 24 年度股息拟每股派发 0.3 港元，加上 24 年 9 月派发的特别股息 0.1 港元，股利支付率合计为 32%，较 2023 年度的 13% (0.2 港元) 明显提升。我们认为未来随着资本开支减少和运营业务占比提升，公司分红派息有望更为积极。

盈利预测和估值

考虑公司压降新能源材料等新业务投资节奏，我们下调公司收入增速预测。调整后预计公司 25-26 年归母净利 24.8/27.6 亿元 (较前值 27.5/30.0 亿元分别下调 10%/8%)，27 年净利 30.3 亿元。基于分部估值法，我们微调目标价 1%至 10.39 港元 (前值：10.5 港元，基于环保 7.9xPE、海螺 8.0xPE)。

风险提示：垃圾发电补贴到位晚于预期，锂电需求增长弱于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	8,015	6,271	6,750	7,342	8,041
+/-%	1.51	(21.76)	7.65	8.77	9.51
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,464	2,020	2,484	2,755	3,034
+/-%	(36.04)	(18.03)	23.02	10.90	10.13
EPS (人民币，最新摊薄)	1.36	1.13	1.39	1.54	1.69
ROE (%)	5.40	4.30	5.10	5.43	5.73
PE (倍)	5.35	6.46	5.25	4.48	0.00
PB (倍)	0.28	0.27	0.26	0.24	0.00
EV EBITDA (倍)	8.75	10.20	8.80	8.00	7.29

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

10.39

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2288

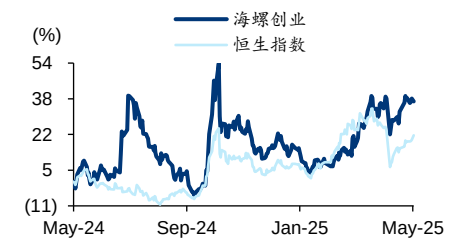
研究员 王玺杰
SAC No. S0570524110002 wangxijie@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员 樊星辰
SAC No. S0570525040003 fanxingchen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价 (港币)	10.39
收盘价 (港币 截至 5 月 2 日)	7.91
市值 (港币百万)	14,175
6 个月平均日成交额 (港币百万)	47.47
52 周价格范围 (港币)	5.46-9.05
BVPS (人民币)	26.63

股价走势图



资料来源：S&P

图表1：海螺创业分部估值（截至 2025/5/2 收盘）

持续经营业务估值		应占联营公司估值	
垃圾处置等持续经营业务		海螺水泥股权投资	
核心净利润 2025E	767	海螺水泥 2025E 净利润	9,945
目标 PE	8.0x	权益占比(%)	17.8
		海螺水泥目标 PE	8.0x
持续经营业务股权估值(RMBmn)	6,137	应占联营公司股权估值（百万元）	14,190
加总			
持续经营业务股权价值(RMBmn)	6,137	股本数	1,792
应占联营公司股权价值(RMBmn)	14,190	HKD/CNY	0.93
多元化经营折扣(%)	15.0		
海螺创业股权估值（百万元）	17,279		
海螺创业股权估值（百万港币）	18,617	目标价隐含 2025E PE	7.0x
目标价格（HKD）	10.39		

资料来源：华泰研究预测

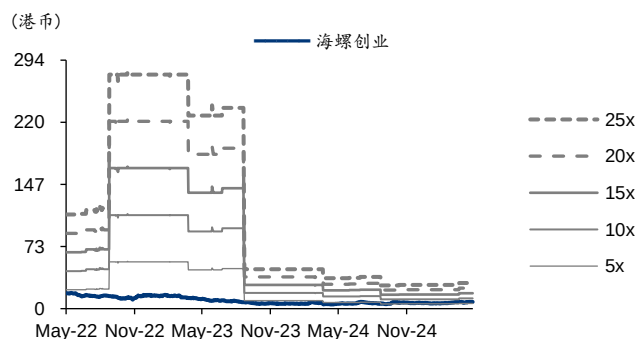
图表2：主要垃圾发电上市公司估值一览（截至 2025/5/2 收盘）

股票名称	股票代码(彭博)	市值(2025 年 5 月 2 日) 百万元/百万港元	2025E 平均净利润 百万元/百万港元	2025E P/E
伟明环保	603568 CH	33,207	3,270	10.2
光大环境	257 HK	21,746	3,738	5.8
三峰环境	601827 CH	13,710	1,279	10.7
绿色动力环保	1330 HK	6,006	720	8.3
平均				8.8

注：光大环境/绿色动力环保的市值/净利润单位为百万港元，其余为百万元。2025E 盈利预测参考万得一致预期。

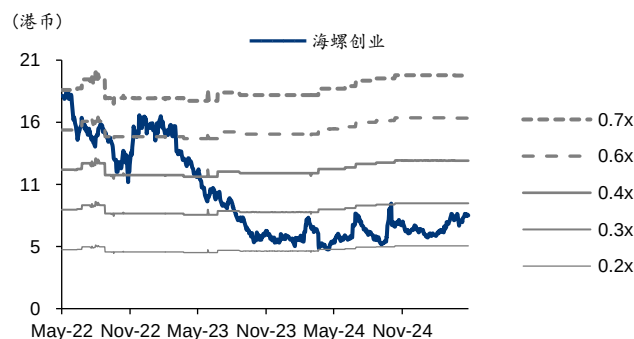
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：海螺创业 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表4：海螺创业 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,015	6,271	6,750	7,342	8,041
销售成本	5,837	4,095	4,372	4,782	5,292
毛利润	2,179	2,175	2,378	2,560	2,749
销售及分销成本	22.33	26.94	29.00	31.54	34.54
管理费用	612.18	703.59	757.39	823.82	902.18
其他收入/支出	300.15	154.65	135.00	146.85	160.81
财务成本净额	(634.71)	(665.92)	(680.34)	(701.85)	(704.75)
应占联营公司利润及亏损	1,662	1,316	1,717	1,914	2,106
税前利润	2,872	2,250	2,764	3,063	3,374
税费开支	189.39	130.57	156.99	172.45	190.18
少数股东损益	(219.01)	(99.54)	(122.45)	(135.80)	(149.55)
归母净利润	2,464	2,020	2,484	2,755	3,034
折旧和摊销	(921.36)	(1,082)	(1,155)	(1,217)	(1,279)
EBITDA	4,428	3,998	4,600	4,982	5,357
EPS (人民币, 基本)	1.36	1.13	1.39	1.54	1.69

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	323.81	273.34	233.03	251.94	277.26
应收账款和票据	3,201	3,602	3,255	3,523	3,846
现金及现金等价物	3,095	2,270	2,206	2,168	2,089
其他流动资产	286.56	112.41	112.41	112.41	112.41
总流动资产	8,122	7,816	7,471	7,824	8,198
固定资产	6,933	7,961	8,267	8,522	8,727
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	2,045	1,995	1,995	1,995	1,995
总长期资产	72,338	74,511	75,839	77,249	78,735
总资产	80,460	82,326	83,309	85,073	86,933
应付账款	4,957	4,243	3,618	3,911	4,304
短期借款	1,268	1,798	1,798	1,798	1,798
其他负债	223.76	209.68	209.68	209.68	209.68
总流动负债	6,449	6,251	5,626	5,919	6,312
长期债务	25,754	26,417	25,917	25,117	24,117
其他长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总长期负债	26,260	26,898	26,398	25,598	24,598
股本	14.41	14.22	14.22	14.22	14.22
储备/其他项目	46,300	47,699	49,685	51,819	54,137
股东权益	46,315	47,713	49,700	51,834	54,151
少数股东权益	1,437	1,464	1,586	1,722	1,871
总权益	47,752	49,177	51,286	53,555	56,023

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	5.35	6.46	5.25	4.48	0.00
PB	0.28	0.27	0.26	0.24	0.00
EV EBITDA	8.75	10.20	8.80	8.00	7.29
股息率 (%)	2.46	3.78	4.72	5.44	6.23
自由现金流收益率 (%)	(11.73)	4.46	27.58	32.63	36.05

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	4,428	3,998	4,600	4,982	5,357
融资成本	634.71	665.92	680.34	701.85	704.75
营运资本变动	(464.48)	(446.62)	(141.65)	156.62	249.99
税费	189.39	130.57	156.99	172.45	190.18
其他	(2,802)	(2,323)	(2,712)	(2,960)	(3,191)
经营活动现金流	1,986	2,025	2,584	3,053	3,311
CAPEX	(5,276)	(2,795)	(634.43)	(634.43)	(634.43)
其他投资活动	593.60	305.60	(334.43)	(334.43)	(334.43)
投资活动现金流	(4,574)	(2,427)	(1,649)	(1,671)	(1,674)
债务增加量	5,326	1,146	(500.00)	(800.00)	(1,000)
权益增加量	168.65	2.98	0.00	0.00	0.00
派发股息	(670.27)	(495.50)	(497.83)	(621.09)	(716.32)
其他融资活动现金流	(3,338)	(1,010)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	1,378	(423.24)	(997.83)	(1,421)	(1,716)
现金变动	(1,210)	(825.77)	(63.29)	(38.74)	(78.92)
年初现金	4,362	3,095	2,270	2,206	2,168
汇率波动影响	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
年末现金	3,095	2,270	2,206	2,168	2,089

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	1.51	(21.76)	7.65	8.77	9.51
毛利润	(2.25)	(0.15)	9.33	7.64	7.36
营业利润	(3.77)	(13.27)	7.97	7.21	6.54
净利润	(36.04)	(18.03)	23.02	10.90	10.13
EPS	(36.31)	(17.06)	22.97	10.91	10.13
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.18	34.69	35.23	34.87	34.18
EBITDA	55.25	63.76	68.14	67.86	66.63
净利润率	30.74	32.21	36.80	37.52	37.73
ROE	5.40	4.30	5.10	5.43	5.73
ROA	3.16	2.48	3.00	3.27	3.53
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	51.66	54.38	51.33	47.74	44.00
流动比率	1.26	1.25	1.33	1.32	1.30
速动比率	1.21	1.21	1.29	1.28	1.25

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.10	0.08	0.08	0.09	0.09
应收账款周转天数	135.79	195.27	182.84	166.18	164.96
应付账款周转天数	(323.44)	(404.40)	(323.65)	(283.37)	(279.42)
存货周转天数	(23.69)	(26.25)	(20.85)	(18.25)	(18.00)
现金转换周期	435.54	573.42	485.65	431.30	426.39

每股指标 (人民币)

EPS	1.36	1.13	1.39	1.54	1.69
每股净资产	25.55	26.63	27.73	28.92	30.22

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、王玺杰、樊星辰，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。
- 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

- 分析师方晏荷、黄颖、王玺杰、樊星辰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。
- 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，了解来自或所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，德国市场基准为 DAX 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2025年华泰证券股份有限公司