

环保

2025 年 05 月 16 日

海螺创业 (00586)

——利润及现金流迎来拐点，分红提升可期

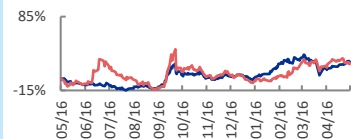
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2025 年 05 月 15 日

收盘价 (港币)	7.65
恒生中国企业指数	8509.67
52 周最高/最低 (港币)	9.05/5.46
H 股市值 (亿港元)	137.09
流通 H 股 (百万股)	1,792.04
汇率 (人民币/港币)	1.0845

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com
郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

联系人

莫龙庭
(8621)23297818x
molt@swsresearch.com

- 海螺员工持股平台，核心资产为海螺水泥及垃圾焚烧。**公司为海螺集团员工持股平台，截止 2024 年底，安徽海创（海螺集团工会控股）、海螺集团（不含海螺水泥部分）、海螺水泥分别持有公司 10.98%、5.39%、4.99% 股权，形成了以海螺系员工个人持股为主、无实控人状态的股权架构。公司核心资产包括海螺水泥 18% 权益及垃圾焚烧资产。2024 年公司归母净利润为 20.2 亿元，其中海螺水泥的投资收益为 13.16 亿元，占比 65%，垃圾焚烧经营利润为 6.6 亿元，占比 33%，余下节能装备、新能源及港口物流等合计利润贡献约 2%。
- 垃圾焚烧：产能规模行业领先，经营指标稳健。**公司聚焦中小城市+并购，实现规模领先，截止 2024 年底，公司在运垃圾焚烧产能 4.81 万吨/日、在建 0.145 万吨/日、报批拟建 0.13 万吨/日。公司经营稳健，2024 年公司产能利用率达 105%，吨发 279 度，主业 ROE 7.71%，位居行业中等水平。此外，公司另有竞价项目尚没确认收入，对应国补约 0.73 亿元/年，若加回此部分国补利润，垃圾焚烧经营利润有望达 7.22 亿元。
- 垃圾焚烧：经营现金流稳健，Capex 大幅下降，自由现金流有望明显提升。**2024 年公司经营现金流稳步增长至 20 亿元后趋稳，若国补下发（年度产生国补超 5 亿元/年），有望进一步增厚经营现金流。同时我们预计公司 2025-27 年 capex 有望大幅下降至 -10/-5/-4 亿元，则公司主业 2025-27 年自由现金流有望提升至 10/16/16 亿元，若考虑国补下发，则有望进一步增厚现金流。
- 海螺水泥资产：利润触底，有望收到 5 亿现金分红（投资活动现金流），18% 权益资产价值重估。**公司持有海螺集团 49% 股权，穿透下来持有海螺水泥 18% 股权。行业自律+能源成本下降共振，海螺水泥利润有望企稳。保守测算，海螺创业有望收到 5 亿现金分红（80.5 亿利润*50% 分红*36% 集团持股*70% 集团分红假设*49% 海创持股=5 亿分红），权益资产有望价值重估。
- 投资分析意见：**考虑公司未来利润迎来拐点，预计 2025-27 年归母净利润分别为 20.93/21.17/21.36 亿元，叠加现金流大幅改善，预计公司 2025-27 年公司自由现金流有望达 15/21/21 亿元（若国补下发可进一步增厚现金流），分红潜力突出，我们按照分部估值法测算，公司保守的合理估值为 154 亿元，相比当前市值上涨空间为 22%，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**垃圾焚烧现金流低于预期风险；海螺水泥盈利及分红不及预期风险；新能源业务亏损风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	8,015	6,271	6,128	5,853	5,580
同比增长率 (%)	2	-22	-2%	-4%	-5%
归母净利润 (百万元)	2,464	2,020	2,093	2,117	2,136
同比增长率 (%)	-85	-18	4%	1%	1%
每股收益 (元/股)	1.36	1.17	1.17	1.18	1.19
净资产收益率 (%)	5.32	4.23	4.3%	4.3%	4.2%
市盈率	5.0	6.3	6.0	6.0	5.9
市净率	.	.	.	.	.

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司未来利润迎来拐点，预计 2025-27 年归母净利润分别为 20.93/21.17/21.36 亿元，叠加现金流大幅改善，预计公司 2025-27 年公司自由现金流有望达 15/21/21 亿元（若国补下发可进一步增厚现金流），分红潜力突出，我们按照分部估值法测算，公司保守的合理估值为 154 亿元，相比当前市值上涨空间为 22%，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

垃圾焚烧：公司垃圾焚烧项目经营稳健，尽管短期建造收入有所下滑，但伴随项目持续投产，产能利用率持续提升，叠加未来国补确权及下发加速，我们预计公司 2025-27 年收入分别为 48.36/46.61/44.88 亿元。毛利率方面，受公司建造收入下滑及运营收入提升影响，公司毛利率逐步提升，我们预计公司 2025-27 年毛利率分别为 40%、42%、44%。

投资收益方面：行业自律+能源成本下降共振，海螺水泥利润有望企稳，预计 2025-27 年应占联营公司损益维持 13.16 亿元不变。

有别于大众的认识

市场未充分认识到公司提分红的潜力。市场普遍认为公司垃圾焚烧主业资本开支大，同时垃圾焚烧受国补应收款约束，现金流表现较差，且公司没有分红承诺，认为公司没有提分红潜力。我们认为公司主业盈利稳定，伴随垃圾焚烧资本开支大幅下降，且海螺水泥未来分红有望提升，我们量化测算得出公司自由现金流有望大增，未来具备较高的提分红潜力。

股价表现的催化剂

公司自由现金流大幅提升，分红提升。

公司投资收益企稳，投资收益估值提升。

核心假设风险

垃圾焚烧现金流低于预期风险；海螺水泥盈利及分红不及预期风险；新能源业务亏损风险。

目录

1. 公司核心资产为海螺水泥权益资产及垃圾焚烧	6
1.1 海螺员工持股平台，核心资产为海螺水泥及垃圾焚烧.....	6
1.2 伴随海螺水泥利润触底，公司业绩有望触底回升.....	7
2. 垃圾焚烧：经营稳健+capex 下降，现金流明显提升	9
3. 权益资产：有望收 5 亿分红，权益价值迎重估	12
4. 其他资产：占比小，整体经营相对稳健	14
5. 投资分析意见	15
5.1 盈利预测及估值.....	15
5.2 风险提示	17

图表目录

图 1：公司股权架构.....	6
图 2：公司发展历程.....	7
图 3：公司历年营收表现（百万元，%）	7
图 4：公司历年归母净利润表现（百万元，%）	7
图 5：公司历年归母净利润构成（百万元）	8
图 6：公司 24 年经营业务利润构成（百万元，%）	8
图 7：公司历年毛利率及净利率（%）	8
图 8：公司历年期间费用率（%）	8
图 9：公司历年负债率及 ROE（%）	8
图 10：公司历年有息负债及现金资产（百万元）	8
图 11：公司历年现金流情况（百万元）	10
图 12：公司历年应收账款（百万元）	10
图 13：公司历年分红金额及分红率（百万元，%）	12
图 14：公司历年分红（元/股）	12
图 15：公司穿透持有海螺水泥 18%股权	12
表 1：公司 2024 年分业务经营成果（百万元）	6
表 2：公司垃圾焚烧经营指标.....	9
表 3：公司主业 ROE 测算（百万元，%）	9
表 4：公司应收账款账龄构成.....	10
表 5：公司垃圾焚烧按国补状态产能划分	11
表 6：公司垃圾焚烧国补测算.....	11
表 7：海螺水泥分季度净利润（百万元，%）	13
表 8：公司从海螺水泥获得的现金分红（百万元，%）	13
表 9：公司自由现金流测算（百万元）	14
表 10：公司锂电回收机正负极材料布局.....	14
表 11：公司主营构成预测（百万元，%）	16
表 12：公司利润预测及其构成（百万元）	16
表：可比公司估值表（百万元，%）	

表 14：海螺创业估值（百万元）	17
------------------------	----

1. 公司核心资产为海螺水泥权益资产及垃圾焚烧

公司核心资产为海螺水泥权益资产及垃圾焚烧。根据公司公告，公司分部税前利润及分部净资产整体均以垃圾处理和海螺水泥股权为主。

表 1：公司 2024 年分业务经营成果（百万元）

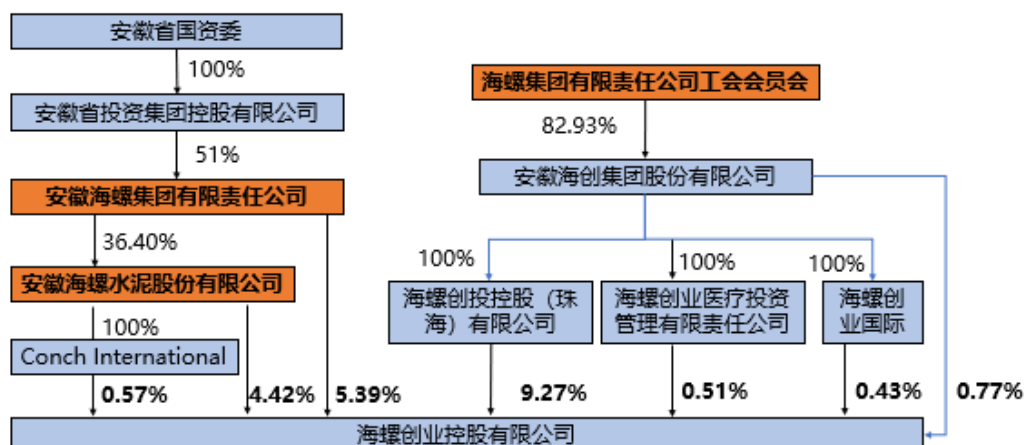
项目	垃圾处理	港口物流	新型建材	新能源	投资	其他	抵销	总计
分部收入	5,697	182	104	290				6,271
分部税前利润	972	86	-30	-27	1,316	-67		2,250
利息收入	26	0	1	1		13		41
利息支出	599			9		99		708
折旧及摊销	996	37	17	31		7		1,087
减值损失及拨备	10			1				12
存货拨备			7					7
分部资产	35,695	395	950	3,284	38,584	5,736	-2,317	82,326
分部负债	24,212	26	1,573	2,304		7,352	-2,317	33,150
分部净资产	11,483	368	-624	980	38,584	-1,616		49,177

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.1 海螺员工持股平台，核心资产为海螺水泥及垃圾焚烧

海螺集团员工持股平台，持有 18%海螺水泥股权。根据公司公告，2003 年公司在海螺水泥改制过程中作为海螺系员工的持股平台成立，集团工会及员工个人持有主要股份，其核心资产为持有的 49%海螺集团股权（穿透间接持有 18%海螺水泥股权）。截止 2024 年底，安徽海创（海螺集团工会控股）、海螺集团（不含海螺水泥部分）、海螺水泥分别持有公司 10.98%、5.39%、4.99%股权。此外，公司还有大量员工个人持股，形成了公司以员工持股为主、海螺集团、海螺水泥、海螺集团工会持股为辅的股权架构，目前公司为无实控人状态。

图 1：公司股权架构



资料来源：Wind，申万宏源研究。注：截止 年 月 日。

依托海螺集团资源，垃圾焚烧业务快速发展。根据公司官网，2013 年 12 月公司在香港联合交易所主板上市，2014 及 2015 年公司分别签约首个垃圾焚烧及水泥窑协同处置项目。2022 年 3 月 30 日，公司将水泥窑协同处置危废业务以实物分派方式在港股分拆上市（海螺环保）。目前除持有的海螺水泥股权外，公司形成了垃圾焚烧业务为主，港口物流、节能装备、新能源业务为辅的业务布局。

图 2：公司发展历程

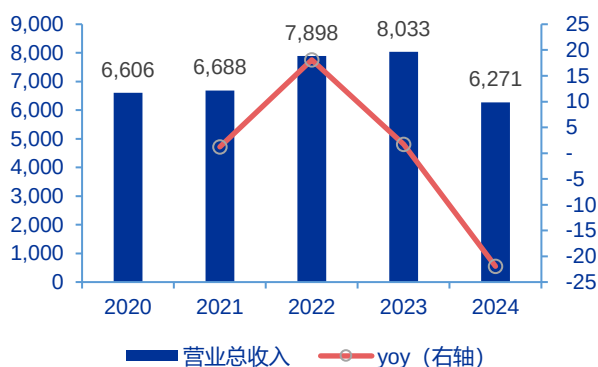


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 伴随海螺水泥利润触底，公司业绩有望触底回升

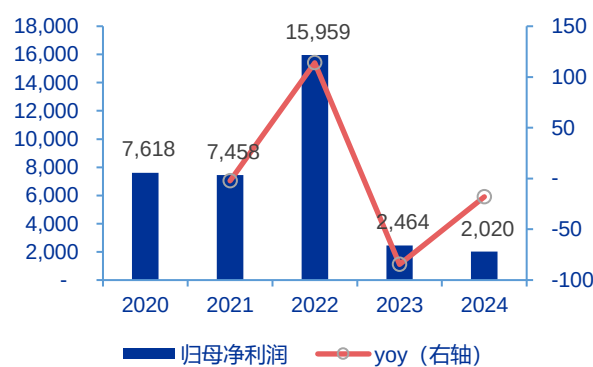
公司近年业绩整体呈下滑趋势，未来有望触底回升。纵观公司近 5 年业绩，除 2022 年因为分派海螺环保导致利润大增之外（公司将海螺环保的全部股份通过实物分派形式分配给海螺创业股东，实现介绍上市，根据 2022 年 3 月 30 日分拆上市收盘价计算的海螺环保公允价值扣减海螺环保此前账面价值而录得实物分派净收益），公司整体业绩呈显著下滑趋势，主要受海螺水泥量价齐跌导致投资收益下降影响。此外，2023 年公司垃圾焚烧建造利润下滑，叠加财务费用增长，也构成一定影响。

图 3：公司历年营收表现（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司历年归母净利润表现（百万元，%）

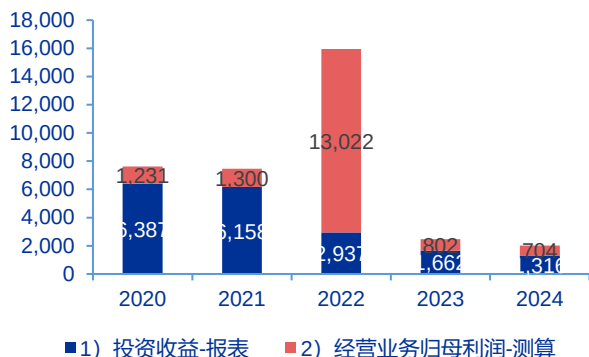


资料来源：Wind，申万宏源研究

2024 年海螺水泥投资收益及垃圾焚烧经营收益分别贡献 65%、33%净利润。根据公司公告，2024 年公司归母净利润为 20.2 亿元，其中海螺水泥的投资收益为 13.16 亿元，

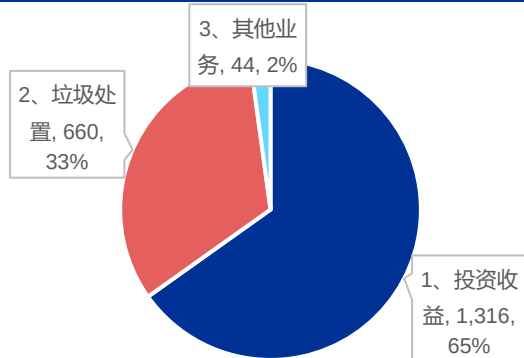
占比 65%，垃圾焚烧经营利润为 6.6 亿元，占比 33%，余下节能装备、新能源及港口物流等合计利润贡献约 2%。

图 5：公司历年归母净利润构成（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

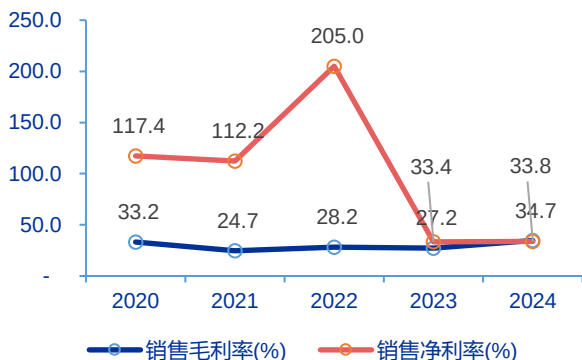
图 6：公司 24 年经营业务利润构成（百万元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

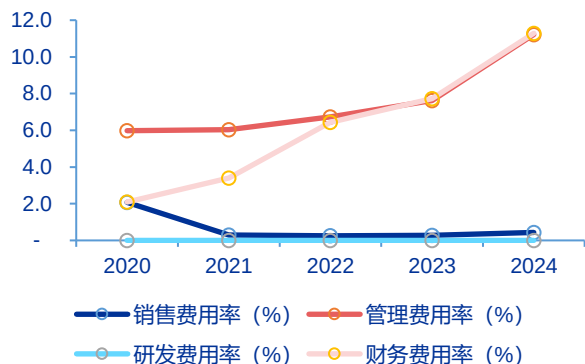
公司近一年毛利率及净利率逐步提升，主要受益于建造收入减少，ROE 较低主要受海螺水泥资产回报率下降影响。

图 7：公司历年毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

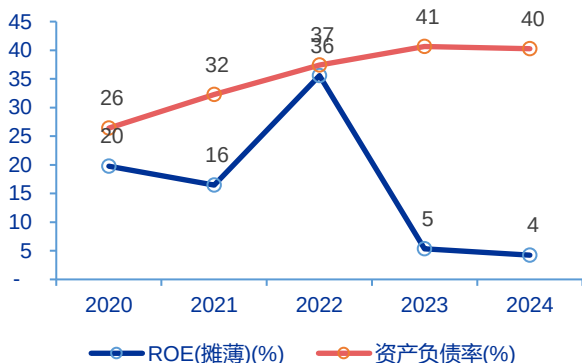
图 8：公司历年期间费用率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

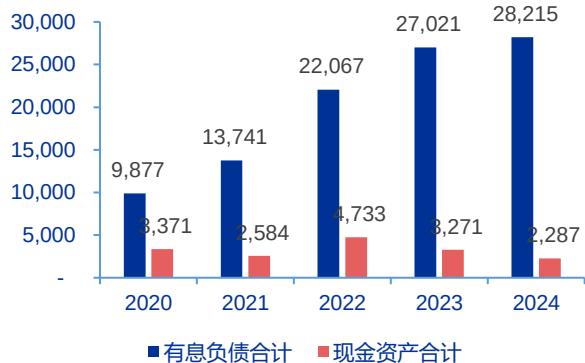
公司融资成本优势突出，未来财务费用有望进一步下降。伴随垃圾焚烧快速扩张，公司近年有息负债快速提升，到 2024 年增长明显放缓。我们按照（财务费用+资本化利息支出）/期初期末平均有息负债测算（其中财务费用已剔除利息收入），2024 年公司资金成本约 3.17%，融资成本优势明显。

图 9：公司历年负债率及 ROE（%）



请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

图 10：公司历年有息负债及现金资产（百万元）



第8页 共22页

简单金融 成就梦想

资料来源：Wind, 申万宏源研究

资料来源：Wind, 申万宏源研究

2. 垃圾焚烧：经营稳健+capex 下降，现金流明显提升

2023 年 11 月公司收购垃圾焚烧公司少数股权，垃圾焚烧资产价值约 90.5 亿元。根据公司公告，2023 年 11 月 3 日，公司公告拟收购海创绿能少数股权 10.37%，总代价约为人民币 9.39 亿元，收购完成后，海创绿能将成为公司的间接全资附属公司（此前公司计划分拆至 A 股上市）。以海创绿能 2023 年 6 月 30 日净资产 95.10 亿元（扣除非控股权益）为基准，协议估值 90.50 亿元，折让约 4.8%。

聚焦中小城市+并购，实现规模领先，截止 2024 年底，公司在运垃圾焚烧产能 4.81 万吨/日、在建 0.145 万吨/日、报批拟建 0.13 万吨/日。根据公司公告，公司 2014 年签约首个垃圾焚烧项目，垃圾焚烧业务起步较晚，但根据公司公告，截止 2024 年底，公司投运产能达 4.81 万吨（对应 87 个项目，平均产能 553 吨/日），公司产能实现后来者居上，位列行业领先。这主要得益于公司依托海螺集团与川崎重工（专注全球小型化焚烧炉排设备）的深度合作，聚焦中小城市快速拓展，此外，公司陆续并购了雅居乐、锦江等部分公司项目，进一步提升了产能。

表 2：公司垃圾焚烧经营指标

指标	2020	2021	2022	2023	2024
产能（吨/日）	12,200	30,050	35,600	42,350	48,100
垃圾入场量（万吨）	283	540	1,214	1,640	1,836
yoy	0%	91%	125%	35%	12%
产能利用率（%）	64%	49%	93%	106%	105%
上网电量（万度）	80,000	167,000	347,000	447,000	512,000
吨上网电量（度/吨）	283	309	286	273	279
蒸汽销量（万吨/年）	0	0	0	5.7	37.7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司经营稳健，2024 年公司产能利用率达 105%，吨上网电量 279 度，主业 ROE 7.71%，位居行业中等水平。尽管公司项目整体位于中小城市（主要位于湖南、江西、山东、陕西、甘肃、安徽、江苏、云南、贵州等省份），但公司产能利用率及吨上网电量仍位居行业中等水平。从 ROE 来看，公司整体 ROE 较低主要受海螺水泥投资收益降低影响，若用主业归母净利润/（净资产-于联营公司之权益）进行测算，调整后 2024 年公司主业 ROE 为 7.71%。

表 3：公司主业 ROE 测算（百万元，%）

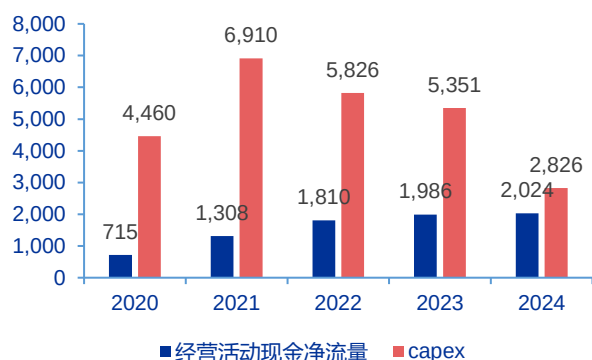
	2020	2021	2022	2023	2024
净资产（整体）	38,565	45,270	44,862	46,316	47,713
于联营公司之权益	,	,	,	,	,

净资产（扣除联营公司资产）	7,480	9,501	7,966	8,628	9,129
净利润（整体）	7,618	7,458	15,959	2,464	2,020
净利润（主业）	1,231	1,300	13,022	802	704
ROE（主业）	16.45%	13.68%	163.48%	9.29%	7.71%

资料来源：Wind，申万宏源研究

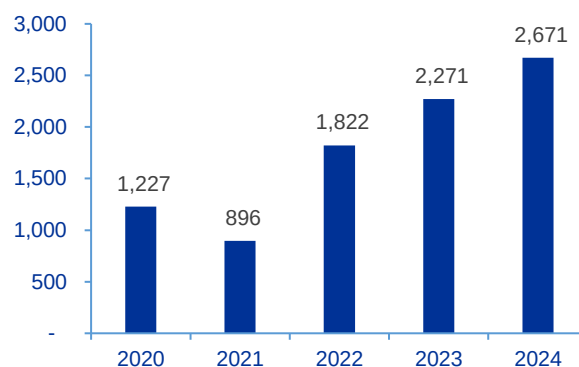
2024 年公司经营现金流稳步增长至 20 亿元后趋稳，同时公司主业 2025-27 年 capex 有望大幅下降至-10/-5/-4 亿元，则公司 2025-27 年主业 FCF 有望提升至 10/16/16 亿元，若考虑国补下发，有望增厚现金流。根据公司公告，伴随公司垃圾焚烧投运规模逐步提升，2024 年公司经营现金流稳步增长至 20 亿元（相比公司主业经营利润 7 亿元，公司净现比达 2.88.），同时公司 capex 从 2023 年的-53.51 亿元大幅下降至 2024 年的-28.26 亿元。截止 2024 年底，公司在建垃圾焚烧产能仅 1450 吨/日，按照行业吨投资 60 万测算，公司垃圾焚烧 capex 仅需 8.7 亿元，叠加其他业务少量 capex，我们预计公司 2025 年 capex 仅约 10 亿元，2026 及 2027 年 capex 则有望进一步降低至-5/-4 亿元。综上，公司主业自由现金流（经营现金流-capex）有望从 2024 年的-8 亿大幅提升至 10/16/16 亿元，若考虑国补下发（年度产生国补超 5 亿元/年），有望增厚现金流（参见表 6、表 9 测算）。

图 11：公司历年现金流情况（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：公司历年应收账款（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司一年内账龄应收账款占比为 83%，整体回款健康。根据公司公告，截止 2024 年底，公司应收账款账面价值为 26.71 亿元（与公司年报数据略有差异，主要是 Wind 将按摊余成本计量的应收票据等计入），整体略有增长，其中不超过一年应收账款占比为 83%。

表 4：公司应收账款账龄构成

	2024		2023	
时间分类	百万元	占比	百万元	占比
即期	1545	60%	1424	55%
不超过一年	596	23%	560	22%
一至两年	332	13%	151	6%
逾期两年以上	117	5%	105	4%
总计		%		%

资料来源：公司公告，申万宏源研究。注：上述为年报数据，与 Wind 数据略有差异，主要是 Wind 将按摊余成本计量的应收票据等计入。

一年以上应收款以国补为主，若国补下发（年度产生国补超 5 亿元/年），公司经营现金流有望进一步增厚。公司账龄一年以上的应收账款总体以国补为主。我们测算年度确权国补约 3.53 亿元/年，没确权的国补约 1.53 亿元/年，合计超 5 亿元/年。截至 2024 年底，公司累积没确权的国补约 8.54 亿元（体现为流动资产-合约资产）。未来若国补确权及并及时下发，公司现金流有望进一步增厚。

公司另有竞价项目尚没确认收入，对应国补约 0.73 亿元/年，若加回此部分国补，垃圾焚烧经营利润有望达 7.22 亿元。根据公司公告，公司目前申报中的项目中有 16 个为竞价项目（2022 年以后投产项目均为竞价项目），目前因国补价格尚未公示而没确认收入，我们假设竞价后度电国补为 0.09 元，据此测算，2024 年度公司没确认收入的国补约 0.73 亿元，近两年累计没确认的约 1.37 亿元。若加回公司没确认的国补利润（ $0.73 \times 85\% = 0.62$ ），公司垃圾焚烧经营利润有望达 7.22 亿元。

表 5：公司垃圾焚烧按国补状态产能划分

国补状态	万吨/天	占比
已入库	2.215	46%
申报中（其中 16 个为竞价项目）	1.71	36%
无国补	0.885	18%
合计	4.81	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

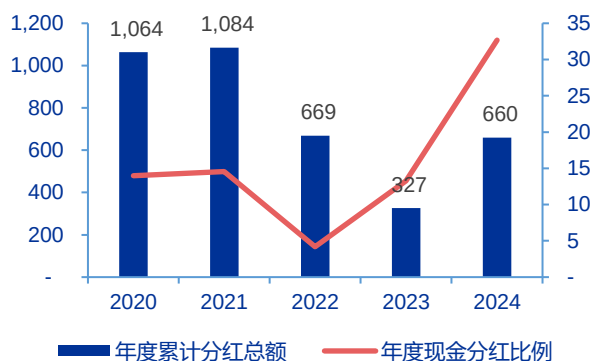
表 6：公司垃圾焚烧国补测算

公司垃圾焚烧国补测算	2020	2021	2022	2023	2024
常规度电国补假设（元/度）	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
竞价度电国补假设（元/度）	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
上网电量（万度）	80,000	167,000	347,000	447,000	512,000
入库国补测算（亿元/年）	0.55	1.15	2.39	3.08	3.53
未入库国补测算（亿元/年）	0.43	0.50	1.03	1.33	1.52
未确认收入国补测算（亿元/年）	0.11	0.24	0.49	0.64	0.73

资料来源：Wind，申万宏源研究。主：国补应收款入库则体现为应收账款；未入库为合约资产；竞价项目尚未确认收入。

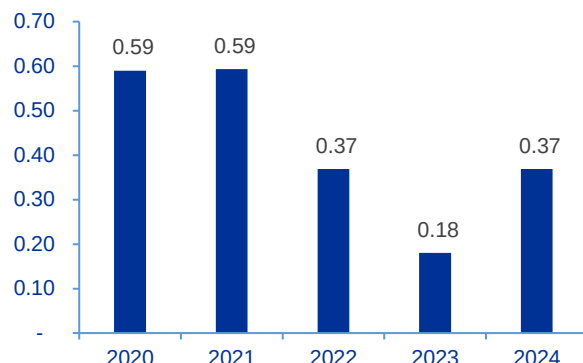
2024 年公司分红金额翻倍提升至 6.6 亿元，分红率为 33%。根据公司公告，公司 2024 年分红金额达 6.6 亿元，同比翻倍增长，对应分红率又 2023 年的 13%大幅提升至 33%，每股分红为 0.37 元/股（对应约 0.4 港元/股）。

图 13：公司历年分红金额及分红率（百万元，%）



资料来源：Wind, 申万宏源研究

图 14：公司历年分红（元/股）

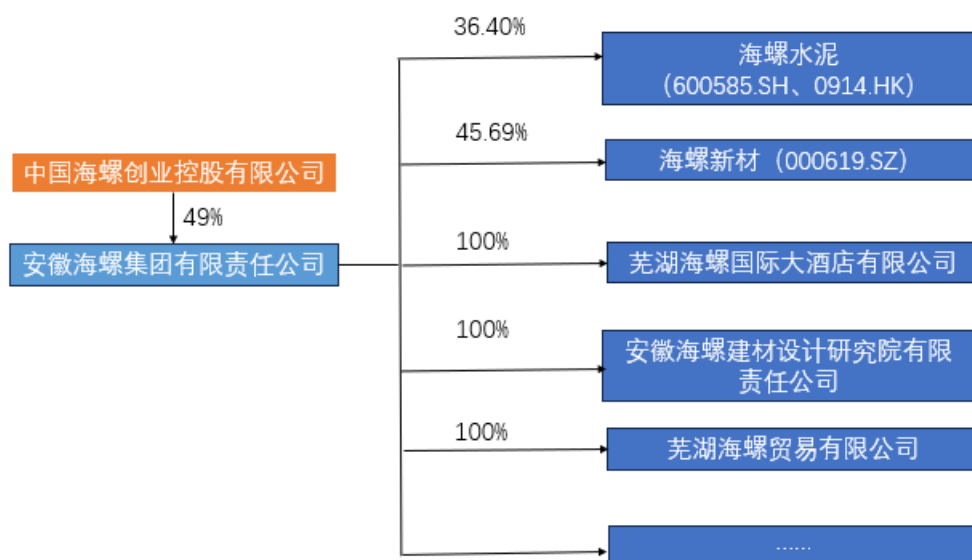


资料来源：Wind, 申万宏源研究

3. 权益资产：有望收 5 亿分红，权益价值迎重估

公司持有海螺集团 49% 股权，穿透下来持有海螺水泥 18% 股权。根据公司公告，截止 2024 年底，公司持有海螺集团 49% 股权，海螺集团则持有海螺水泥 36.40%（穿透下来持有海螺水泥 18%）、海螺新材 45.69% 等资产，其中核心利润来源为海螺水泥。

图 15：公司穿透持有海螺水泥 18% 股权



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海螺水泥为业界龙头，成本优势显著。根据海螺集团官网，海螺水泥是水泥行业首家 A+ 股上市公司，主要从事水泥、商品熟料、商砼、骨料及干混砂浆的生产和销售，产业规模、销量和盈利能力均已进入世界前列，连续三年被世界著名水泥评议机构 ICR 评为世界水泥 7 强第二名，享有“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉。得益于海螺水泥的“T 型战略”卡位资源和需求优势、产能规模优势、垂直一体化拓展骨料和商混优势以及费用管控优势，海螺水泥成本控制能力极强。截至 2024 年底，海螺水泥拥有熟料产能 2.74

亿吨，水泥产能 4.03 亿吨，骨料产能 1.63 亿吨，在运行商品混凝土产能 5,190 万立方米，在运行光储发电装机 645 兆瓦。

行业自律+能源成本下降共振，海螺水泥利润有望企稳。受房地产拖累，水泥行业 2024 年多家企业出现亏损，价格继续下行空间有限，本轮周期价格底部或已明确。分季度来看，海螺水泥 24Q4 同比/环比提升 41%/67%，这主要得益于水泥价格因行业自律和能源成本下降出现回升。行业“内卷式竞争”趋缓，价格底部已明确，2025 年行业挺价意愿增强，吨均价有望提升。

表 7：海螺水泥分季度净利润（百万元，%）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	
	2,551	4,205	1,917	2,017	
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
	1,502	1,984	1,712	2,853	1,810
环比 yoy	-26%	32%	-14%	67%	-37%
同比 yoy	-41%	-53%	-11%	41%	21%

资料来源：Wind，申万宏源研究

海螺水泥承诺未来 3 年分红率不低于 50%。根据海螺水泥发布的《未来三年股东分红回报规划（2025 - 2027 年度）》，2025-2027 年度，海螺水泥每年现金分红与股份回购金额合计不低于当年归属于上市公司股东净利润的 50%。

保守测算，海螺创业有望收到 5 亿现金分红。基于上述分析，假设 2025 年海螺水泥利润维持稳定，结合海螺水泥 50%分红承诺，同时假设海螺集团未来分红率维持 70%（参照近 5 年平均 74%水平），海螺创业未来有望收到 5 亿现金分红（80.5 亿净利润*50%分红*36%集团持股*70%集团分红假设*49%海创持股=5 亿分红现金）。

表 8：公司从海螺水泥获得的现金分红（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024
海螺水泥					
归母净利	35,164	33,301	15,861	10,689	8,052
分红率	32	38	50	49	49
分红金额	11,245	12,625	7,943	5,192	3,920
海螺集团					
持有海螺水泥股权	36%	36%	36%	36%	36%
收到海螺水泥分红额	4,093	4,596	2,891	1,890	1,427
集团分红率	60%	63%	112%	81%	56%
集团分红金额	2,459	2,892	3,230	1,528	806
海螺创业					
持有集团股权（%）	49%	49%	49%	49%	49%
收到集团分红额	1,205	1,417	1,583	749	395

资料来源：Wind，申万宏源研究。注：海螺集团分红金额根据海螺创业收到的联营公司股息倒算得出；此处假设其他参股投资企业无分红

综上分析，公司 2025-27 垃圾焚烧主业经营现金流有望达 20/21/20 亿元（若考虑国补下发，有望增厚现金流），同时公司 2025-27 年 capex 有望大幅下降至-10/-5/-4 亿元，且有望收到海螺水泥 5 亿现金流分红，则公司 2025-27 年公司自由现金流有望达 15/21/21 亿元，在此基础上，公司分红潜力有望大幅提升。

表 9：公司自由现金流测算（百万元）

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
经营现金流	1,810	1,946	2,025	2,005	2,094	2,043
Capex	-5,826	-5,351	-2,827	-1,000	-500	-400
公司主业 FCF	-4,015	-3,405	-803	1,005	1,594	1,643
已收联营公司股息-投资活动	1582.84	748.91	395	497	497	497
公司整体 FCF	-2,432	-2,656	-408	1,502	2,091	2,140

资料来源：Wind，申万宏源研究。本处 FCF 采用经营现金流-capex+已收联营公司股息简易测算

4. 其他资产：占比小，整体经营相对稳健

港口物流：长江流域最大的专业煤炭码头之一，经营稳定。根据公司官网，港口物流主要为扬州海昌港务实业公司运营，位于扬州市江都经济开发区，下距吴淞口 222km，上距南京 120km，2011 年 1 月份投入试生产。公司为一家专业煤炭中转码头，主要为社会各类企业提供煤炭装卸中转、仓储服务，为长江中上游电厂、钢厂、建材厂等大型企业提供物流中转通道。目前已成为长江流域最大的专业煤炭码头之一。公司共建设 3 个 7 万吨级深水泊位和 4 个 5 千吨内港池泊位，拥有深水岸线 1200m，后方陆域建设 34 平方米堆场，堆存能力达 100 万吨。

节能装备：依托川崎集团优势，聚焦小型焚烧装备。公司与日本川崎重工业株式会社共同合资成立中日合资公司“安徽海螺川崎工程有限公司”，依托川崎重工设备优势布局垃圾焚烧运营项目同时，亦向外出售相关装备，并积极布局海外节能环保装备业务。

新能源：全面布局锂电池回收和磷酸铁锂正负极材料。公司依托“海螺水泥”资源，首创性利用水泥窑协同工艺处理废旧锂电池的火法工艺，通过对废旧锂电池进行预热、破碎分选、焙烧、溶解、蒸发结晶等工序，以高效、节能、环保的方式实现废旧锂电池的“资源化、无害化”处理。公司以动力电池回收为基础，向下游延伸布局了正极和负极材料，实现了一体化产业布局。根据公司年报及官网，截止 2024 年底公司动力电池产能布局如下：
1) 动力电池回收：公司已签约产能 23 万吨/年，其中芜湖项目 1.5 万吨已于 2024 年底投运；
2) 正极材料：安徽芜湖规划 50 万吨，一期 5 万吨于 2022 年投产；
3) 负极材料：在四川乐山与尚纬股份成立合资公司，公司持股 51%，规划年产 20 万吨，其中一期 4 万吨。

表 10：公司锂电回收机正负极材料布局

类别	建设情况	项目地点	万吨/年	备注
----	------	------	------	----

锂电回收	已投运	安徽芜湖	1.5	2024 年 12 月投产
锂电回收	报批待建	安徽淮北	1.5	/
锂电回收	报批待建	河北石家庄	3	/
锂电回收	报批待建	河南登封	1.5	/
锂电回收	报批待建	陕西铜川（一期）	1.5	/
锂电回收	报批待建	湖北荆门（一期）	1.5	/
锂电回收	储备项目	山东枣庄	3	/
锂电回收	储备项目	湖南株洲	1.5	/
锂电回收	储备项目	陕西铜川（二期）	1.5	/
锂电回收	储备项目	湖北荆门（二期）	3.5	/
锂电回收	储备项目	浙江常山	3	/
合计			23	
正极材料	投运	安徽芜湖	5	规划 50 万吨，一期 2022 年 9 月投产
负极材料	在建	四川乐山	4	规划 20 万吨

资料来源：公司官网，申万宏源研究

包装容器循环利用：年处置 150 万只包装桶，是亚太规模最大企业。2023 年公司旗下海创循环通过股权收购控股太仓立日包装容器有限公司 89% 股权，据中国证券报报道，太仓立日此前为中日合资企业，专业从事废钢桶、废塑料桶及 IBC 吨桶的回收处置与翻新，年处置能力分别为 120/10/20 万只（合计 150 万只），是亚太规模最大的容器处置企业。

新型建材：公司在芜湖市江北集中区和亳州市亳芜现代产业园分别建设新型节能材料产业园，生产纤维水泥板等新型绿色建材，主要用于替代墙体材料。

5. 投资分析意见

5.1 盈利预测及估值

垃圾焚烧：经营稳健，竞价项目有望进一步增厚利润。公司垃圾焚烧项目经营稳健，尽管短期建造收入有所下滑，但伴随项目持续投产，产能利用率持续提升，叠加未来国补确权及下发加速，我们预计公司 2025-27 年收入分别为 48.36/46.61/44.88 亿元。毛利率方面，受公司建造收入下滑及运营收入提升影响，公司毛利率逐步提升，我们预计公司 2025-27 年毛利率分别为 40%、42%、44%。

其他业务：利润占比小，整体有望维持稳定。公司其他业务相对分散，其中港口物流及节能装备相对稳定，新能源及新型建材短期仍有所承压，参照上述业务历史业绩表现及当前行业态势，同时考虑该部分业务收入及利润体量占比极小，我们预计其他业务 2025-27 年收入及毛利率均维持稳定。

表 11：公司主营构成预测（百万元，%）

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,015	6,127	6,128	5,853	5,580
1、垃圾处置	6,156	4,880	4,836	4,661	4,488
2、节能装备	1,428	818	718	618	518
3、新能源	105	290	290	290	290
4、港口物流	209	182	182	182	182
5、新型建材	118	102	102	102	102
毛利率	27	35	37	38	40
1、垃圾处置	29	38	40	42	44
2、节能装备	19	26	26	26	26
3、新能源	7	8	8	8	8
4、港口物流	61	59	59	59	59
5、新型建材	12	-6	-6	-6	-6

资料来源：Wind，申万宏源研究

投资收益方面：行业自律+能源成本下降共振，海螺水泥利润有望企稳，我们保守预计 2025-27 年应占联营公司损益维持 13.16 亿元不变。

综上，我们预计公司 2025-27 年归母净利润为 20.93/21.17/21.36 亿元，其中垃圾焚烧等主业经营利润分别为 7.77/8.01/8.20 亿元，海螺水泥投资收益维持 13.16 亿元。

表 12：公司利润预测及其构成（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利	2464	2020	2,093	2,117	2,136
投资收益利润	1,662	1,316	1,316	1,316	1,316
经营业务利润	802	704	777	801	820

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们对公司核心的经营业务及投资权益进行分部估值：

表 13：可比公司估值表（百万元，%）

证券代码	证券简称	总市值		归母净利			PE			PBmrq	
		2025/5/15	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
0257.HK	光大环境	20,675	3,117	3,447	3,648	3,732	7	6	6	6	0.47
1330.HK	绿色动力环保	5,564	585	668	717	764	10	8	8	7	0.68
主营业务公司平均值							8	7	7	6	0.57
0914.HK	海螺水泥	103,348	8,052	9,846	10,901	11,750	13	10	9	9	0.54
0586.HK	海螺创业	12,641	2,020	2,093	2,117	2,136	6	6	6	6	0.27

资料来源：Wind，申万宏源研究。注：可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测。海螺创业为申万宏源研究预测。

垃圾焚烧等主业估值：按照可比公司 7xPE 对应估值 54.41 亿元。选取港股以垃圾焚烧为主业的光大环境及绿色动力环保为可比公司，综合对比 PE 及 PB 等估值方法，我们选择更加保守的 PE 法，参照可比公司 2025 年平均 PE 水平，给予公司垃圾焚烧等经营主业 2025 年 7x PE，结合公司 2025 年经营利润 7.77 亿元，公司经营主业估值为 54.41 亿元。

表 14：海螺创业估值（百万元）

项目	2025	项目	2025
一、垃圾焚烧等主业估值			
1.1-经营业务估值（PE 法）	5,441	1.2-经营业务估值（PB 法）	6,549
经营业务利润	777	垃圾焚烧净资产	11,483
可比公司平均 PE	7	可比公司平均 PB	0.57
二、投资收益估值			
2.1-投资收益估值（股息测算）	9,940	2.2-投资收益估值（市值法）	18,433
投资收益到手分红	497	海螺水泥市值	103,348
股息基准	5%	海螺水泥股权比例	18%
公司估值合计 1	15,381	公司估值合计 2	24,982
资料来源：Wind，申万宏源研究		统计时间 2025/5/15	

18%海螺水泥权益资产：有望带来 5 亿现金流，按照 5%股息，对应 99.4 亿估值。历史上资本市场对于公司间接持有的 18%“海螺水泥”股权基本不给予估值（公司持有 18%“海螺水泥”股权理论市值 184 亿元，而当前公司整体市值仅 126 亿元），我们认为一方面是因为过去今年海螺水泥盈利持续下滑，另一方面，海螺水泥的分红被用于海螺创业垃圾焚烧投资，而未再分配给海创股东。但站在当前节点，一方面海螺水泥利润有望企稳，另一方面，基于公司环保主业 capex 大幅下降，海螺水泥分红有望真正分配给海创股东。假设该部分现金全部分红（此处假设其他参股投资企业无分红，仅考虑海螺水泥传导的分红），按照 5%股息估值锚，公司持有的海螺水泥权益资产价值对应 99.4 亿估值。

综上，考虑公司未来利润迎来拐点，预计 2025-27 年归母净利润分别为 20.93/21.17/21.36 亿元，叠加现金流大幅改善，预计公司 2025-27 年公司自由现金流有望达 15/21/21 亿元（若国补下发可进一步增厚现金流），分红潜力突出，我们按照分部估值法测算，公司保守的合理估值为 154 亿元，相比当前市值上涨空间为 22%，首次覆盖，给予“买入”评级。

5.2 风险提示

垃圾焚烧现金流低于预期风险：公司垃圾焚烧业务整体经营稳健，但若未来垃圾处理费拖欠及国补拖欠高于预期，则公司垃圾焚烧现金流及盈利存在低于预期风险。

海螺水泥盈利及分红不及预期风险：公司归母净利润中有超过一半的利润来自于联营企业贡献的投资收益，其中核心为海螺水泥利润，海螺水泥整体仍存在受房地产周期下行风险，进而导致利润和分红贡献不及预期。

新能源业务亏损风险：尽管公司目前动力电池回收、正极材料、负极材料规模体量较小，但考虑行业竞争激烈，业务自身仍有一定亏损风险。

表：海螺创业利润表（百万元，CNY）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,015	6,271	6,128	5,853	5,580
营业成本	-5,836	-4,095	-3,881	-3,609	-3,345
毛利	2,179	2,175	2,247	2,244	2,235
其他收入-经营	415	208	208	208	208
销售费用	-22	-27	-27	-27	-27
应收贸易及其他应收账款之减值拨回/(拨备)	-21	-12	-	-	-
管理费用	-612	-704	-704	-704	-704
营业利润	1,938	1,640	1,724	1,721	1,712
财务费用	-728	-708	-678	-648	-618
应占联营公司损益	1,662	1,316	1,316	1,316	1,316
除税前溢利	2,872	2,248	2,362	2,389	2,410
所得税	-189	-131	-165	-167	-169
净利润(含少数股东权益)	2,683	2,119	2,197	2,222	2,242
净利润(不含少数股东权益)	2,464	2,020	2,093	2,117	2,136
少数股东损益	219	100	104	105	106

资料来源：Wind，申万宏源研究

表：海螺创业资产负债表(百万元,CNY)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产合计	72,338	74,511	74,463	73,905	73,297
固定资产-物业,厂房及设备	6,933	7,961	7,788	7,614	7,451
无形资产	19,665	20,299	20,424	20,040	19,595
有使用权资产-非流动资产	1,853	1,827	1,827	1,827	1,827
商誉	187	187	187	187	187
于联营公司之权益	37,688	38,584	38,584	38,584	38,584
按公允价值计入损益的金融资产-非流动资产	106	165	165	165	165
应收账款及其他应收款-非流动资产	1,648	1,540	1,540	1,540	1,540
合约资产-非流动资产	4,156	3,844	3,844	3,844	3,844
按公允价值计入其他全面收益之金融资产-非流动资产	10	10	10	10	10
递延税项资产-非流动资产	93	93	93	93	93
流动资产合计	8,122	7,816	7,765	7,955	8,346
存货	324	273	273	273	273
合约资产-流动资产	836	1,058	1,143	1,235	1,333
按公允价值计入损益的金融资产	173	12	12	12	12
应收账款及其他应收款项-流动资产	3,201	3,602	3,782	3,971	4,288
预付所得税-流动资产	-	39	-	-	-
受限制银行存款-流动资产	114	61	61	61	61
定期存款					

货币资金	3,095	2,270	1,994	1,904	1,878
流动负债合计	6,448	6,251	5,963	5,422	4,962
短期借款	1,268	1,798	2,158	2,158	2,158
应付账款及其它应付款项	4,957	4,243	3,607	3,066	2,606
合同负债-流动负债	71	46	46	46	46
租赁-流动负债	12	11	-	-	-
应交所得税-流动负债	140	152	152	152	152
非流动负债合计	26,260	26,898	26,079	25,279	24,479
长期借款	23,054	23,717	22,917	22,117	21,317
递延收益-非流动负债	221	216	216	216	216
递延税项负债-非流动	259	246	246	246	246
租赁-非流动负债	26	19	-	-	-
无抵押票据-非流动负债	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
股东权益合计(含少数股东权益)	47,753	49,177	50,186	51,160	52,203
股东权益合计(不含少数股东权益)	46,316	47,713	48,692	49,637	50,649
少数股东权益	1,437	1,464	1,494	1,523	1,554

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表: 海螺创业现金流量表(百万元,CNY)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前(亏损)/溢利	2,872	2,248	2,362	2,389	2,410
无形资产摊销	619	745	745	745	745
应收账款减值亏损计提/(拨回)	21	12	-	-	-
处置物业,厂房及设备之(收益)/亏损	0	-	-	-	-
财务费用	728	708	678	648	618
物业,厂房及设备折旧	267	303	394	394	394
物业和机器设备减值准备计提	2	2	-	-	-
拨回收入的负商誉	-0	-	-	-	-
递延收益摊销	-5	-5	-	-	-
以公允价值计量且其变化计入损益的金融资产未实现损益	-2	-52	-	-	-
物业,厂房,设备,土地使用权和其他资产的折旧和摊销	40	40	40	40	40
利息收入	-107	-41	-	-	-
应占联营公司之溢利/亏损	-1,672	-1,316	-1,316	-1,316	-1,316
营运资本变动前之现金流量	2,764	2,644	2,903	2,900	2,891
营运资本变动	-504	-452	-732	-639	-679
经营活动之现金	2,259	2,192	2,171	2,261	2,212
已付所得税	-313	-170	-165	-167	-169
经营活动产生的现金流量净额	1,946	2,025	2,005	2,094	2,043
购入物业,厂房及设备,在建工程 and 无形资产	-5,279	-2,797	-1,000	-500	-400
已收联营公司股息-投资活动	749	395	497	497	497
其他投资活动之现金流量	-44	-25	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-4,574	-2,427	-503	-3	97
银行借贷所得款	,	,		-	-

偿还借贷	-4,276	-4,666	-800	-800	-800
已付股息-筹资活动	-670	-495	-660	-733	-748
已付利息-筹资活动	-686	-876	-678	-648	-618
其他筹资活动现金流	-2,591	-198	-	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	1,378	-423	-1,778	-2,181	-2,166
现金及现金等价物净增加额	-1,250	-826	-276	-90	-25
期初现金及现金等价物余额	4,362	3,095	2,270	1,994	1,904
期末现金及现金等价物余额	3,095	2,270	1,994	1,904	1,878

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。