



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025年05月28日

基础数据

05月27日收盘价（港元）	8.34
总市值（亿港元）	149.46
总股本（亿股）	17.92

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外原材料】海螺创业：增加中期特别分红，持续回购回馈股东-2024.08.28

分析师：韩亦佳

S0190517080003
BOT963
hanyij@xyzq.com.cn

分析师：史一粟

S0190523110001
请注意：史一粟并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
shiyisu@xyzq.com.cn

分析师：蔡屹

S0190518030002
请注意：蔡屹并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：马睿晴

S0190524070010
请注意：马睿晴并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
maruiqing@xyzq.com.cn

海螺创业(00586.HK)

联营公司业绩见底叠加主业现金流改善，公司派息有望持续增长

投资要点：

- **海螺创业：海螺系员工持股平台，垃圾发电与水泥股权双轮驱动。**海螺创业成立之初为海螺系员工持股平台，核心资产为海螺集团49%股权（穿透后持有17.84%海螺水泥股权），后逐步拓展节能环保业务，形成垃圾发电主业与水泥股权投资双轮驱动。2024年公司实现净利润21.19亿元，其中应占联营公司损益13.16亿元，是公司净利润的主要来源。
- **受行业环境变化及分红下滑等因素影响，公司间接持有的海螺水泥股权长期未被市场合理定价。**我们复盘发现自2023年1月起海螺创业间接持有的海螺水泥股权对应市值作价已超过海螺创业自身市值，此部分股权长期未被市场合理定价。我们认为海螺水泥盈利及分红下滑以及海螺水泥分红并未全部再分配给海螺创业股东是核心原因：
 - 受地产周期影响，海螺水泥归母净利润及分红金额连续下滑。我国水泥产量由2020年的23.77亿吨下滑到2024年的18.25亿吨，同期中国水泥价格指数由2021年10月的高点213.81下滑至2024年年底的130.08。受此影响，海螺水泥归母净利润由2021年的332.67亿元下降至2024年的76.96亿元，分红金额从126.12亿元下降至37.47亿元；
 - 海螺水泥的分红穿透后并未全部分配给海螺创业股东。主要体现在：（1）海螺集团近年降低了分红比例：我们测算海螺集团分红金额/海螺水泥向海螺集团分红金额由2020、2021年的约70%下降至2022、2023年的53.54%和43.72%；（2）海螺创业因自身垃圾发电资本开支需求截留了部分分红金额，我们测算海螺创业当年分红金额/当年收到海螺集团的分红金额由2019-2021年的70%以上下降至2022、2023年的42.26%和43.66%。
- **伴随水泥行业的回暖和公司自身资本开支高峰告一段落，公司有望进入长期高股息时代。**一方面，2024年起伴随国家政策强力引导及行业自律性约束行为，水泥行业景气度小幅回升，同时在自身成本及规模优势加成下海螺水泥业绩有望见底回暖；另一方面，公司环保主业资本开支高峰已过，投资性净现金流或可得到节约，同时在运项目持续贡献稳定经营性净现金流。我们测算公司2025-2027年每年可供分配的现金总额分别为15.72亿/23.65亿/25.00亿元（对比2024年为-3.76亿元）；若假设公司将联营公司股息全额分派、主业自由现金流分派30%则对应5月27日收盘价股息率为5.15%/7.42%/7.96%，股息率具备可观吸引力。
- **盈利预测及投资建议：**维持“买入”评级。预测公司2025-2027年分别实现营收65.43亿/69.68亿/70.26亿元，分别同比+4.3%/+6.5%/+0.8%；分别实现归母净利润25.64亿/27.87亿/30.17亿元，分别同比+27.0%/+8.7%/+8.2%；分别对应2025年5月27日收盘价的PE估值为5.2x/4.7x/4.4x。其中，预测公司2025-2027年环保主业归母净利润分别为8.02亿/8.37亿/9.13亿元，分别同比+14.0%/+4.3%/+9.2%。
- **风险提示：**项目建设不达预期风险，应收账款回款风险，联营公司业绩波动风险，宏观环境变化风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6,271	6,543	6,968	7,026
同比增长	-21.8%	4.3%	6.5%	0.8%
归母净利润（百万元）	2,020	2,564	2,787	3,017
同比增长	-18.0%	27.0%	8.7%	8.2%
毛利率	34.7%	37.6%	37.6%	39.7%
ROE	4.2%	5.2%	5.5%	5.7%
每股收益（元）	1.17	1.48	1.61	1.75
市盈率	6.5	5.2	4.7	4.4

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 海螺创业：海螺系员工持股平台，垃圾发电与水泥股权双轮驱动	4
（一） 发展历程及股权结构：海螺系员工持股平台，逐步形成垃圾发电主业与水泥股权投资双轮驱动	4
（二） 财务：主业毛利贡献稳步提升，应占联营公司损益有望见底	5
二、 核心看点：水泥行业见底回暖叠加环保主业将持续贡献稳定现金流，公司有望开启长期高分红时代	10
（一） 市场表现回顾：受行业环境变化及分红下滑影响，公司间接持有的海螺水泥股权长期未被市场定价	10
（二） 股权投资：行业供给侧优化叠加自身优势，海螺水泥盈利有望实现底部反转	13
（三） 环保主业：投资高峰已过，未来有望持续贡献稳定现金流	17
（四） 水泥分红提升叠加环保主业资本开支下降，公司分红潜力显著提升	19
三、 盈利预测与估值	20
四、 风险提示	22

图目录

图 1、 海螺创业发展历程	4
图 2、 截至 2024 年 4 月海螺创业股权结构图	5
图 3、 2019-2024 年公司营业收入及增速	5
图 4、 2019-2024 年公司归母净利润及增速	5
图 5、 2021-2024 年公司年内持续经营利润与归母持续经营净利润变化（亿元）	6
图 6、 2021-2024 年海螺水泥（600585.SH）归母净利润变化及增速	6
图 7、 2020-2024 年公司年内持续经营利润组成变化（亿元）	6
图 8、 2020-2024 年公司年内持续经营利润来源占比变化	6
图 9、 公司主营业务收入分拆（亿元）	7
图 10、 公司主营业务收入占比	7
图 11、 公司主营业务毛利分拆（亿元）	7
图 12、 公司主营业务毛利占比分拆	7
图 13、 公司主营业务毛利率情况	7
图 14、 公司主营业务归母净利润分拆	7
图 15、 公司 2021 年起排炉垃圾发电项目进入投产高峰期	8
图 16、 2020-2024 年公司投资性净现金流及同比变化	8
图 17、 2020-2024 年公司三费及对应费用率变化情况	8
图 18、 2020-2024 年公司资产负债率变化	9
图 19、 2020-2024 年公司有息负债规模及有息负债率变化	9
图 20、 2020-2024 年公司经营性净现金流及同比增速	9
图 21、 2020-2024 年公司净现比变化	9
图 22、 2019-2024 年度公司每股股利及增长率	10
图 23、 2019-2024 年度公司年度分红总额及派息比例	10
图 24、 海螺创业及其间接持有的海螺水泥股权对应市值对比	11
图 25、 我国水泥产量自 2021 年起连续下滑	11

图 26、	中国水泥价格指数 2021 年后下滑明显	11
图 27、	2018-2024 年海螺水泥归母净利润及增速	12
图 28、	2018-2024 年海螺水泥分红金额及分红率	12
图 29、	2020-2024 年中国熟料库容比变化	15
图 30、	2020-2024 年中国月度熟料库容比与月度水泥均价对比	15
图 31、	重点水泥企业水泥熟料吨成本对比（元）	15
图 32、	重点水泥企业水泥熟料吨毛利对比（元）	15
图 33、	海螺水泥骨料及机制砂业务营收及增速	16
图 34、	海螺水泥分地区营收拆分	16
图 35、	海螺水泥营业收入及增速预测	16
图 36、	海螺水泥归母净利润及增速预测	16
图 37、	海螺水泥现金分红总额及派息率预测	17
图 38、	当前我国已超额完成“十四五”规划的生活垃圾焚烧处理能力目标	17
图 39、	公司炉排炉垃圾发电项目在手产能（吨/日）	18
图 40、	公司炉排炉垃圾发电项目在手产能构成	18
图 41、	2024 年公司投资性净现金流已大幅改善	19
图 42、	预测公司自由现金流将转正	19
图 43、	预测 2025-2027 年公司现金分红金额将逐步提升，具备可观吸引力	20
图 44、	海螺创业 PE-Band	22
图 45、	海螺创业 PB-Band	22

表目录

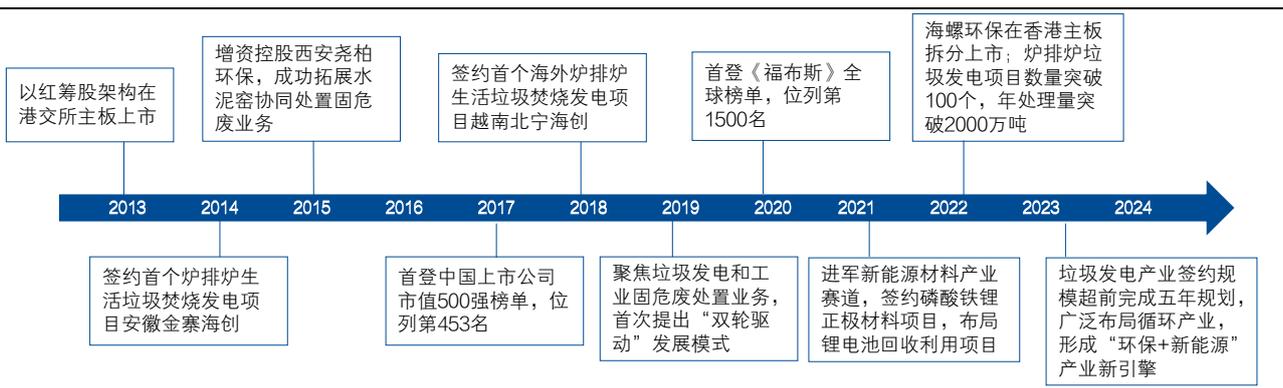
表 1、	2019-2023 年海螺集团分红比例测算	12
表 2、	2019-2024 年海螺创业当年度分红/收到的集团分红变化	12
表 3、	2024 年以来水泥行业重点政策梳理	13
表 4、	2024 年全国分省市熟料线错峰生产天数	14
表 5、	截至 2024 年公司炉排炉垃圾发电项目在建、报批待建及储备项目情况	18
表 6、	测算公司 2025-2027 年每年可供分配的现金总额将持续提升	19
表 7、	敏感性测算：针对公司主业自由现金流的不同分派比例对应的股息率	20
表 8、	生活垃圾焚烧行业主要公司 2024 年度派息比率比较	20
表 9、	海螺创业盈利预测结果	21

一、海螺创业：海螺系员工持股平台，垃圾发电与水泥股权双轮驱动

（一）发展历程及股权结构：海螺系员工持股平台，逐步形成垃圾发电主业与水泥股权投资双轮驱动

海螺创业成立之初为海螺系员工持股平台，后逐步拓展节能环保业务，形成垃圾发电主业与水泥股权投资双轮驱动。海螺创业诞生于 2003 年海螺水泥改制过程中，最初作为海螺系员工持股平台成立，主要资产为海螺集团 49%的股权和穿透后间接持有的海螺水泥 17.84%股权。2013 年公司以红筹股架构在港交所主板上市，2014 年签约首个炉排炉生活垃圾焚烧项目进军节能环保行业，之后发展了水泥窑协同处置危废、港口物流、新能源材料、新型建材等业务。2022 年，公司将旗下水泥窑协同处置危废业务以实物分派形式在港交所主板分拆上市(海螺环保，00587.HK)，至此形成以垃圾发电和水泥股权投资双轮驱动的商业布局。

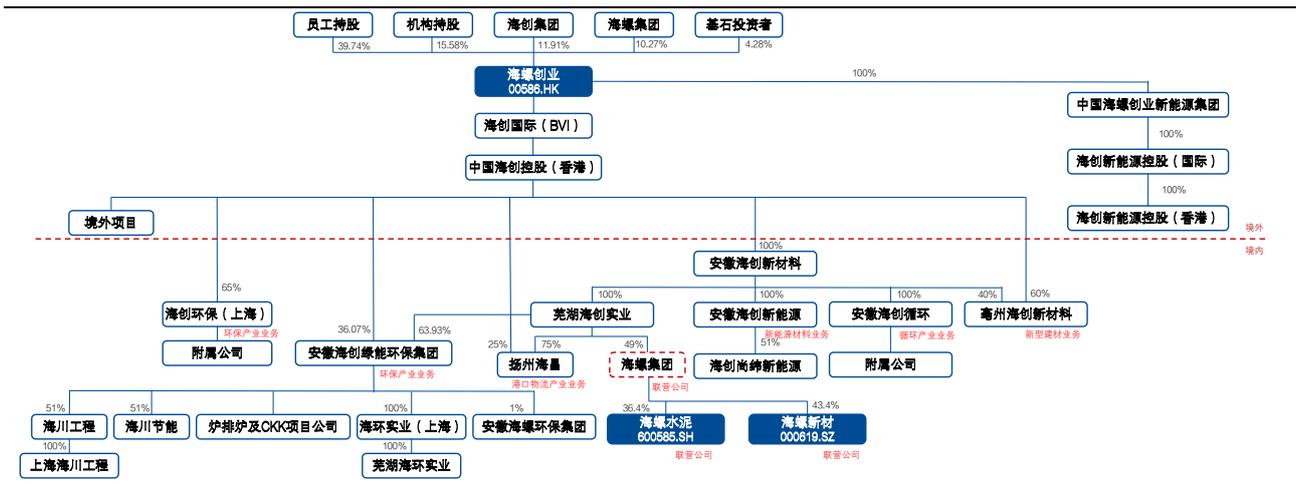
图1、海螺创业发展历程



数据来源：海螺创业业绩展示材料，兴业证券经济与金融研究院整理

海螺创业无实际控制人，截至 2024 年 4 月 39.74%的股份由海螺系员工持有，通过员工持股方式深度绑定员工利益。根据公司上市时披露的《网上预览资料集》，公司重组上市前由工会和管理层持有公司全部股份，重组上市及多年股权调整后，截至 2024 年 4 月公司由员工持股 39.74%，机构持股 15.58%，基石投资者持股 4.28%，处于无实际控制人状态。海螺系公司将海螺创业作为员工持股平台，使集团利益与员工利益深度绑定。海螺创业通过全资持有的海创绿能、海创新材料和扬州海昌分别开展环保产业业务、新能源材料业务和港口物流产业业务，并通过持股 49%的联营公司海螺集团持有海螺水泥(600585.SH)和海螺新材(000619.SH)股份获取投资收益。

图2、截至 2024 年 4 月海螺创业股权结构图

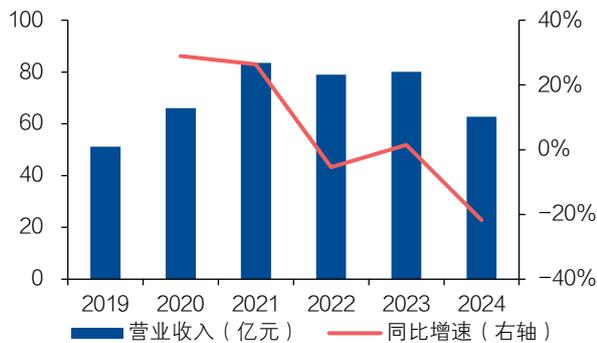


数据来源：海螺创业评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 财务：主业毛利贡献稳步提升，应占联营公司损益有望见底

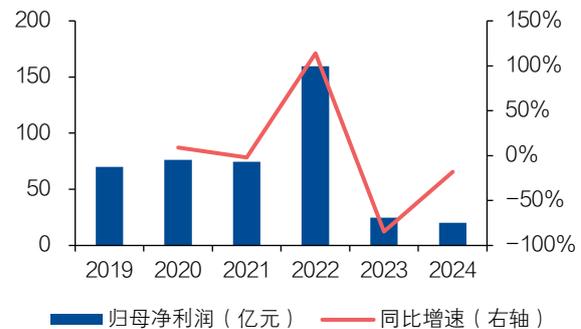
回溯公司历史报表可发现 2021 年-2023 年公司归母净利润出现较大波动，主要因剥离危废板块形成实物分派收益。2021-2023 年公司报表归母净利润分别为 74.58 亿/159.59 亿/24.64 亿元，2022 年同比增加 113.98% 主要因公司将旗下水泥窑协同处置危废业务以实物分派形式分拆上市，形成实物分派之净收益 120.49 亿元。故若仅从归母净利润视角考量公司业绩变化将存在一定程度的失真。

图3、2019-2024 年公司营业收入及增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

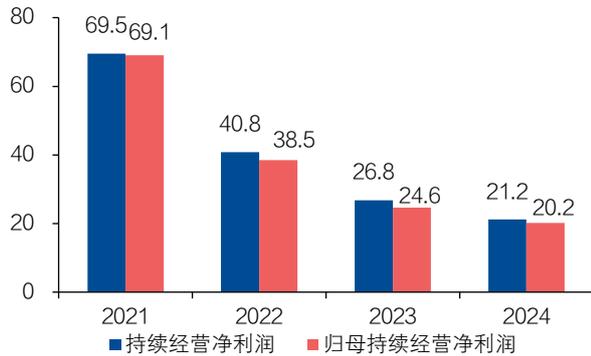
图4、2019-2024 年公司归母净利润及增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

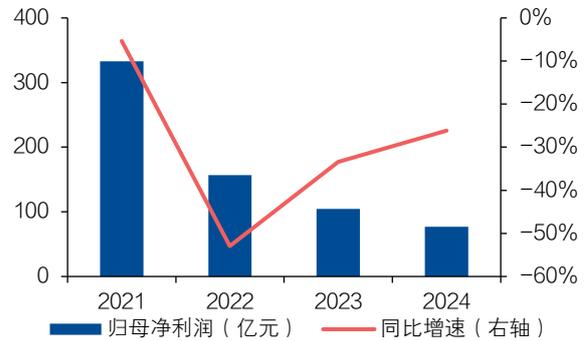
2021-2024 年公司持续经营利润逐年下滑主要受应占联营公司损益波动影响，自身主业经营基本保持稳定。公司年内持续经营利润可分为应占联营公司损益和主营业务利润，且 2020-2024 年应占联营公司损益均占公司年内持续经营利润的 60% 以上。公司应占联营公司损益主要来自海螺集团持有的海螺水泥权益贡献，故海螺水泥经营变化或水泥行业整体经营环境变化是对公司持续经营净利润影响的主要来源。2021-2024 年，公司年内持续经营利润分别为 69.53 亿/40.84 亿/26.83 亿/21.19 亿元，其中应占联营公司损益分别为 61.58 亿/29.37 亿/16.62 亿/13.16 亿元，造成持续经营利润的持续下滑。

图5、2021-2024 年公司年内持续经营利润与归母持续经营净利润变化（亿元）



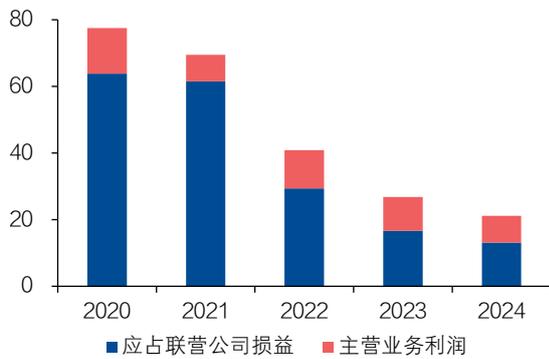
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2024 年海螺水泥（600585.SH）归母净利润变化及增速



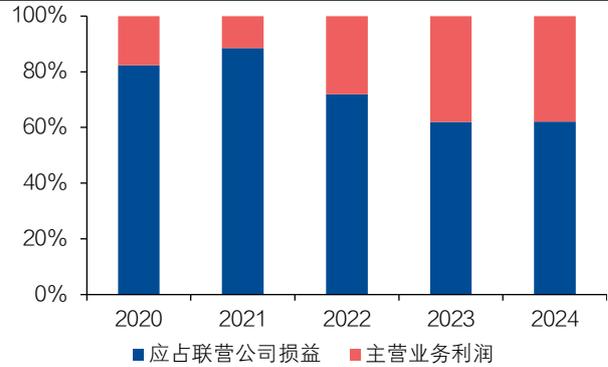
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2020-2024 年公司年内持续经营利润组成变化（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

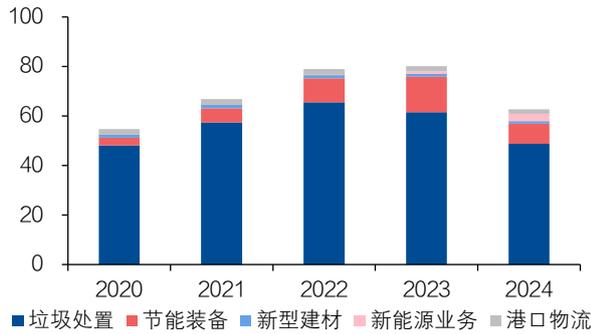
图8、2020-2024 年公司年内持续经营利润来源占比变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

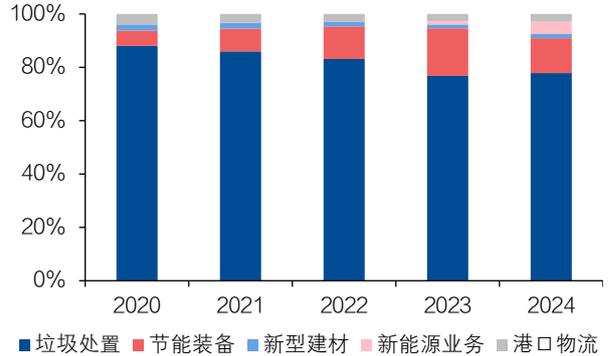
主业利润贡献伴随在运规模提升逐级上台阶，待全面转入运营后将持续贡献稳定利润及现金流。剔除危废业务后，公司主营业务收入规模从2020年的54.67亿元上升至2023年的80.15亿元，伴随垃圾发电等核心主业在运规模保持稳定增长。2024年主营业务收入降至62.71亿元，主要因垃圾处置建设收入下降12.77亿元所致。从结构来看，2024年垃圾处置贡献了77.80%的主营业务收入和84.39%的毛利润，是公司主营业务的核心利润来源。继续将垃圾处置细分为建设收入和运营收入可发现，运营收入由2020年的5.60亿元逐年增长至2024年的39.04亿元，而建设收入从2020年的40.90亿元逐年下降至2024年的9.75亿元。在垃圾发电特许经营权（BOT）模式中，公司在项目集中建设期将确认建设收入并以此拉动收入规模增长。待项目集中投建期逐步结束、运营期逐步到来后，一方面低毛利率的建设收入将逐步被高毛利率的运营收入所取代，另一方面公司依靠项目运营即可贡献稳定的利润及现金流，同时因在建项目减少带来资本开支下降，商业模式整体向稳健运营的现金流资产转化。

图9、公司主营业务收入分拆（亿元）



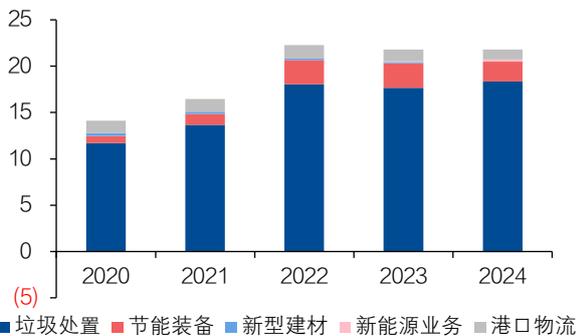
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：已剔除终止经营业务，图 9-13 同

图10、公司主营业务收入占比



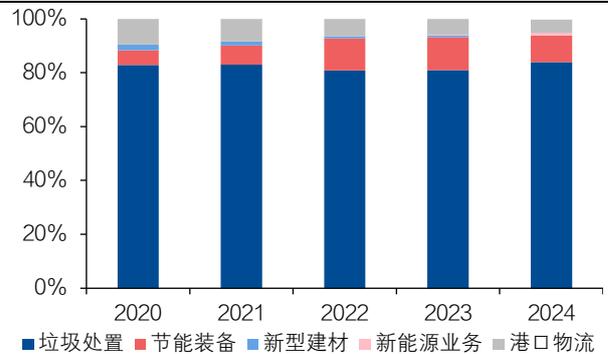
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、公司主营业务毛利分拆（亿元）



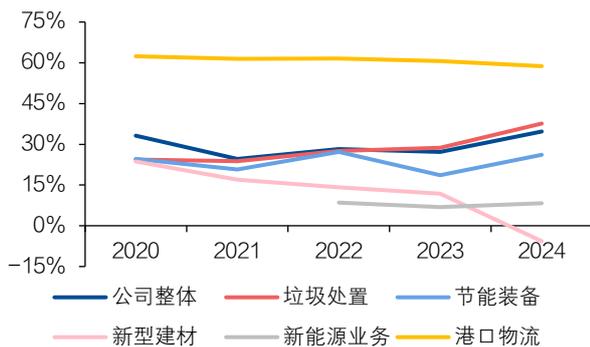
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司主营业务毛利占比分拆



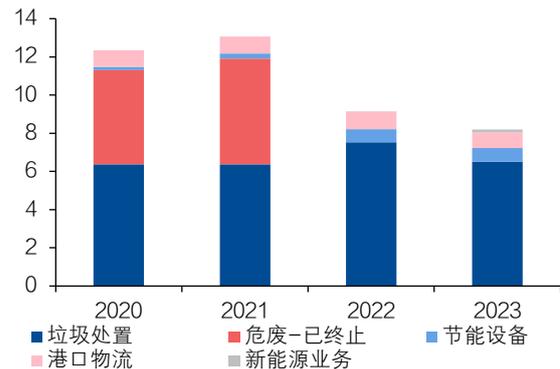
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、公司主营业务毛利率情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司主营业务归母净利润分拆

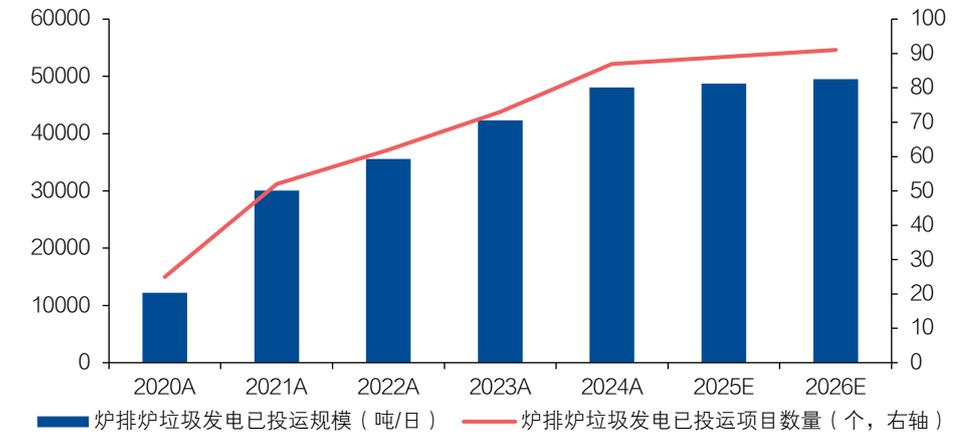


数据来源：公司业绩展示材料，兴业证券经济与金融研究院整理

伴随 2021 年公司垃圾发电项目进入投产高峰期，公司资本开支和负债规模快速上升，同时管理费用和财务费用持续增长。2021 年公司炉排炉垃圾发电项目进入投建高峰期，当年新增在运项目 27 个（合计新增规模 17850 吨/日）。受此带动公司 2021 年投资性净现金流大幅增长 124.3%至 -70.1 亿元，同时有息负债规模开始扩张，带动公司资产负债率增长至 2024 年的 40.27%（剔除于联营公司的权益后，资产负债率为 75.78%）。截至 2024 年年报，公司在运炉排炉垃圾发电项目数量达

87 个（合计规模 48100 吨/日）；在建项目仅余 4 个（合计规模 1450 吨/日），投建高峰期已过，在手项目逐步进入运营期，预计公司资本开支及负债规模将进入下行周期。

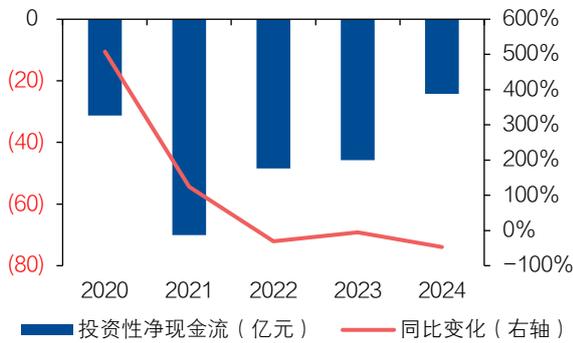
图15、公司 2021 年起排炉垃圾发电项目进入投产高峰期



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

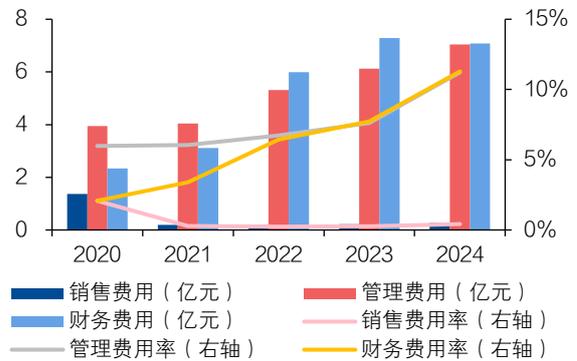
注：2025-2026 年预测数据来自公司年报披露在建项目及预计投产时间表

图16、2020-2024 年公司投资性净现金流及同比变化



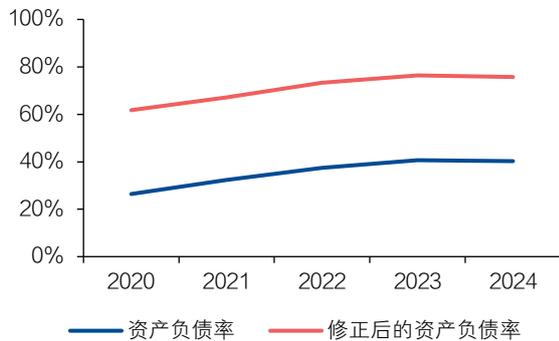
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、2020-2024 年公司三费及对应费用率变化情况



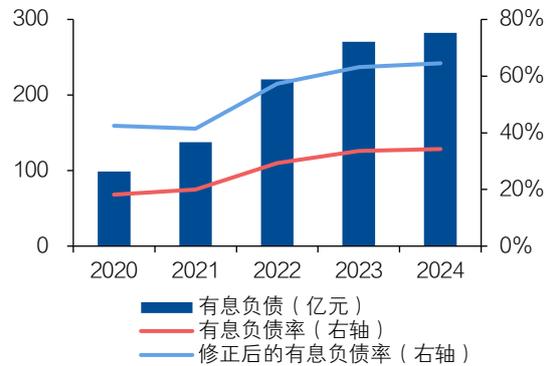
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、2020-2024 年公司资产负债率变化



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 修正后的资产负债率=总负债/(总资产-于联营公司的权益)

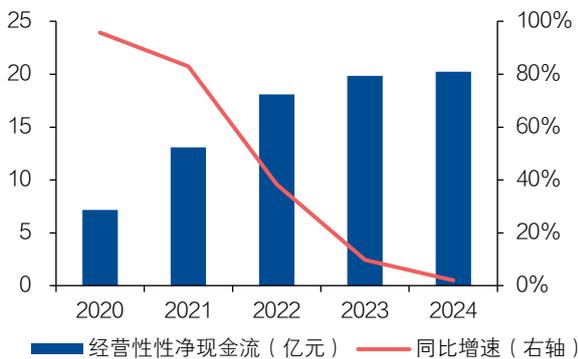
图19、2020-2024 年公司有息负债规模及有息负债率变化



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 修正后的有息负债率=有息负债/(总资产-于联营公司的权益)

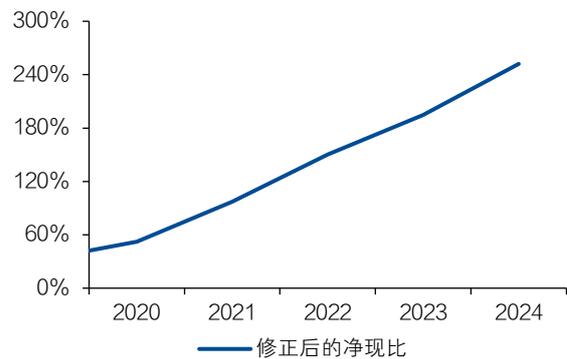
垃圾发电项目的陆续投产也为公司带来了稳定优质的经营性净现金流。由于垃圾发电项目采用 BOT 特许经营权模式, 天然具备长时间稳定运营 (特许经营权一般 25-30 年) 和经营期内持续产生稳定现金流的特点。伴随公司垃圾发电项目逐步投运, 公司经营性净现金流从 2020 年的 7.145 亿元上升至 2024 年的 20.24 亿元, CAGR 为 29.71%。同时垃圾发电项目在建设期需进行大额投资, 故进入运营期后折旧摊销等非付现成本为主要营业成本。以 2024 年为例, 公司折旧摊销总额达 10.87 亿元, 而扣除应占联营公司损益后的净利润为 8.03 亿元。2023 年-2024 年公司修正后的净现比 (经营性净现金流/(扣除应占联营公司损益的净利润)) 分别高达 1.95/2.52, 即 2024 年公司 1 单位主营业务净利润实际可创造超过 2 单位的经营性净现金流, 充分展示垃圾发电项目的“现金奶牛”属性。

图20、2020-2024 年公司经营性净现金流及同比增速



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2020-2024 年公司净现比变化

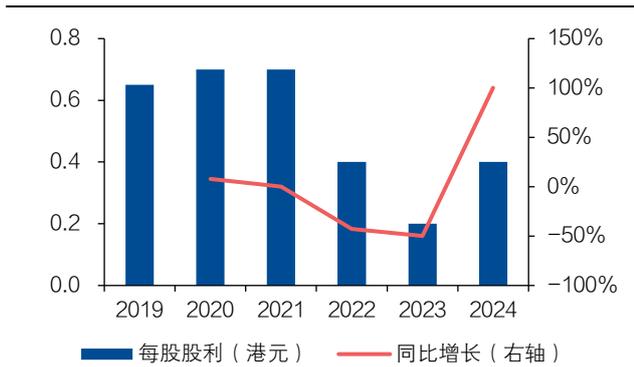


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 修正后的净现比=(经营性净现金流/扣除应占联营公司损益的净利润), 其中 2022 年已扣除实物分派之净收益

公司上市以来派息融资比达 195.82%, 期待未来派息比例进一步提升。公司上市至今累计现金分红金额达 96.72 亿港元, 累计分红金额是累计股权融资的

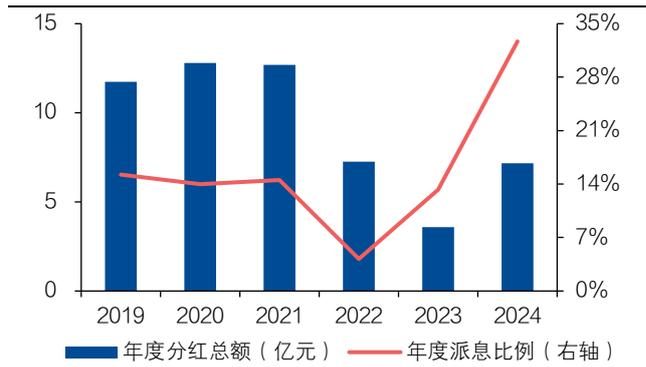
195.82%，充分彰显公司对于投资者回报的重视。2024 年度公司宣告每股分派股息 0.40 元港币，同比+100%，对应派息率 32.54%为上市以来最高。我们认为公司在主业垃圾发电投资见顶及应占联营公司损益有望改善的预期下，公司每股股利及派息比例有望持续增长。

图22、2019-2024 年度公司每股股利及增长率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、2019-2024 年度公司年度分红总额及派息比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、核心看点：水泥行业见底回暖叠加环保主业将持续贡献稳定现金流，公司有望开启长期高分红时代

（一）市场表现回顾：受行业环境变化及分红下滑影响，公司间接持有的海螺水泥股权长期未被市场定价

海螺创业间接持有海螺水泥 17.84%股权，复盘发现市场长期未给予此部分股权合理的估值定价。海螺创业持股联营公司海螺集团 49%股权，海螺集团持有海螺水泥 36.40%股权，故海螺创业间接持有海螺水泥 17.84%股权。我们复盘两家公司市值，发现市场已经长期未给予海螺创业持有的海螺水泥股权以合理的估值定价：截至 2025 年 5 月 23 日收盘，海螺创业市值 145.33 亿港元，海螺水泥市值 1308.13 亿港元，海螺创业持有的海螺水泥 17.84%股权对应 233.32 亿港元，已超越海螺水泥自身市值。继续回溯发现自 2023 年 1 月起海螺创业间接持有的海螺水泥股权对应市值作价已超过海螺创业自身市值。

图24、海螺创业及其间接持有的海螺水泥股权对应市值对比



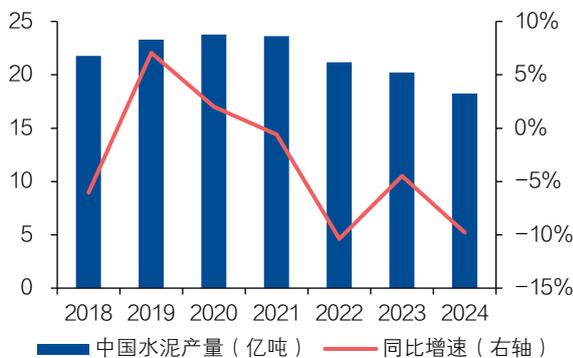
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：海螺水泥选用 00914.HK 总市值 1 口径

我们认为市场未给予海螺创业间接持有海螺水泥 17.84%股权合理定价的核心原因，在于（1）海螺水泥盈利及分红下滑，及（2）海螺水泥分红并未全部再分配给海螺创业股东两个方面：

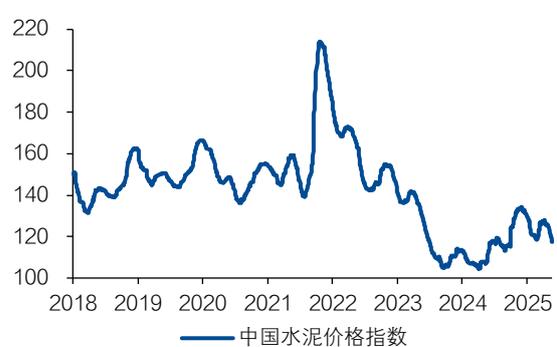
- （1）受地产周期影响，海螺水泥归母净利润及分红金额连续下滑。我国水泥产量由 2020 年的 23.77 亿吨下滑到 2024 年的 18.25 亿吨，同期中国水泥价格指数由 2021 年 10 月的高点 213.81 下滑至 2024 年年底的 130.08。受此影响，海螺水泥 2021-2024 年分别实现归母净利润 332.67 亿/156.61 亿/104.30 亿/76.96 亿元，分别同比-5.38%/-52.92%/-33.40%/-26.19%。利润下滑导致分红金额下滑，2021-2024 年度海螺水泥分别分红 126.12 亿/78.43 亿/50.66 亿/37.47 亿元。

图25、我国水泥产量自 2021 年起连续下滑



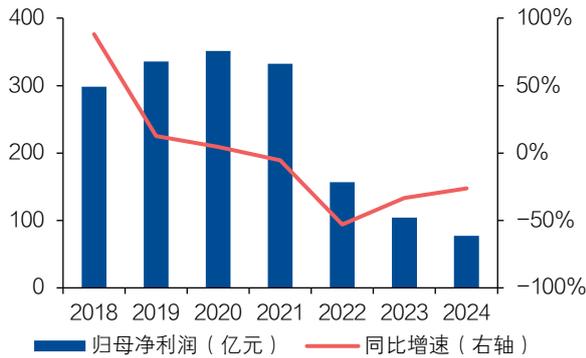
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、中国水泥价格指数 2021 年后下滑明显



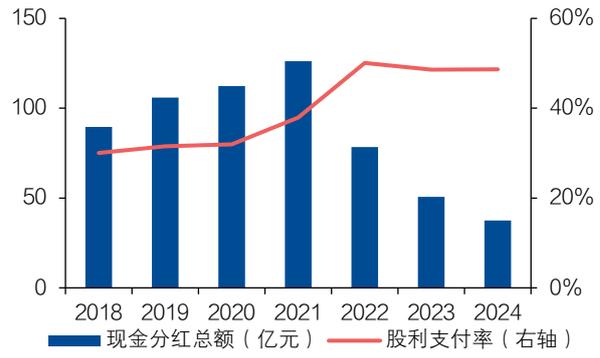
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、2018-2024年海螺水泥归母净利润及增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2018-2024年海螺水泥分红金额及分红率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 海螺水泥的分红穿透后并未全部分配给海螺创业股东。主要体现在：(1) 海螺集团近年降低了分红比例：我们测算海螺集团分红金额/海螺水泥向海螺集团分红金额由2020、2021年的约70%下降至2022、2023年的53.54%和43.72%；(2) 海螺创业因自身垃圾发电资本开支需求截留了部分分红金额，我们测算海螺创业当年分红金额/当年收到海螺集团的分红金额由2019-2021年的70%以上下降至2022、2023年的42.26%和43.66%。

表1、2019-2023年海螺集团分红比例测算

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
海螺水泥归母净利润 (亿元)	335.93	351.3	332.67	156.61	104.30
海螺水泥派息比率	31.55%	31.98%	37.91%	50.08%	48.57%
海螺水泥分红金额 (亿元)	105.99	112.35	126.12	78.43	50.66
海螺集团占海螺水泥权益比例	36.40%	36.40%	36.40%	36.40%	36.40%
海螺集团应占海螺水泥分红金额 (亿元)	38.58	40.89	45.91	28.55	18.44
海螺集团向海螺创业分红金额 (亿元)	12.05	14.17	15.83	7.49	3.95
海螺创业占海螺集团权益比例	49%	49%	49%	49%	49%
海螺集团当年分红总额 (亿元)	24.59	28.92	32.31	15.29	8.06
海螺集团分红/海螺水泥向海螺集团分红	63.74%	70.72%	70.37%	53.54%	43.72%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此测算表中的时间为“年度”概念，即第N年度的分红往往在第N+1年宣告和实施分派

表2、2019-2024年海螺创业当年度分红/收到的集团分红变化

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
海螺创业当年从海螺集团收到的分红 (亿元)	10.56	12.05	14.17	15.83	7.49	3.95
海螺创业当年度现金分红总额 (亿元)	10.64	10.64	10.84	6.69	3.27	6.59
海螺创业当年度股利支付率	15.21%	13.97%	14.54%	4.19%	13.28%	32.62%
海螺创业当年度分红/收到的集团分红	100.76%	88.30%	76.50%	42.26%	43.66%	166.84%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

立足当下，我们判断伴随水泥行业的回暖和公司自身垃圾发电资本开支高峰期告一段落，海螺水泥的分红金额及公司自身分红意愿均能获得有效改善，从而修复市场对于公司间接持有海螺水泥权益的估值定价。我们将在下文中着重探讨。

（二）股权投资：行业供给侧优化叠加自身优势，海螺水泥盈利有望实现底部反转

2024 年以来多份国家层面政策出台，全面引导和约束水泥行业进行高质量发展。2024 年 1 月《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》出台，明确水泥熟料产能超低排放改造时间表；5 月《水泥行业节能降碳专项行动计划》提出到 2025 年底全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右、能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，《2024-2025 年节能降碳行动方案》强调加强水泥产能产量调控、推动水泥错峰生产常态化；10 月《水泥玻璃行业产能置换实施办法》加严水泥置换要求并严格控制新增产能；2025 年 4 月，《关于做好 2025 年全国碳排放权交易市场有关工作的通知》明确水泥行业为重点监管行业。一系列国家层级政策的出台意在引导水泥行业高效去产能和高质量发展。

表3、2024 年以来水泥行业重点政策梳理

政策名称	发布时间	发布机关	核心内容
《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	2024.01	生态环境部，国家发改委，工信部，财政部，交通运输部	到 2025 年底，重点区域力争 50%水泥熟料产能完成超低排放改造，区域内大型国企集团基本完成有组织、无组织超低排放改造；到 2028 年底，重点区域水泥熟料企业基本完成改造，全国力争 80%水泥熟料产能完成改造
《水泥行业节能降碳专项行动计划》	2024.05	国家发改委，工信部，生态环境部，市场监管总局，国家能源局	到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%。2024—2025 年，通过实施水泥行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约 500 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1300 万吨。
《2024-2025 年节能降碳行动方案》	2024.05	国务院	1.加强建材行业产能产量调控。严格落实水泥产能置换。加强建材行业产量监测预警，推动水泥错峰生产常态化。到 2025 年底，全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右。 2.严格新增建材项目准入。新建和改扩建水泥项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平。到 2025 年底，水泥行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，建材行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。 3.推进建材行业节能降碳改造。加快水泥原料替代，提升工业固体废弃物资源化利用水平。到 2025 年底，大气污染防治重点区域 50%左右水泥熟料产能完成超低排放改造。
《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	2024.10	工信部	加严水泥置换要求，明确低效运行产能不能用于置换，取消以水泥回转窑窑径核定产能的规定，推动备案产能与实际产能统一；实施地区差异管理，严格控制新增产能。
《关于做好 2025 年全国碳排放权交易市场有关工作的通知》	2025.04	生态环境部	对发电、钢铁、水泥、铝冶炼行业年度直接排放量达到 2.6 万吨二氧化碳当量的单位，应当列入重点排放单位名录

数据来源：政府公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年下半年以来行业景气度小幅回暖，水泥错峰生产成效显著。2024 年水泥行业错峰停窑天数较 2023 年明显增加，且执行更好。据卓创资讯，2024 年水泥需求进一步下降，为缓解供应压力、提升价格区间，水泥企业积极开展自律停窑

寻求自救，大部分省、自治区熟料线错峰停窑天数较 2023 年增加 20 天以上。错峰停窑的执行带来了相对合理的整体熟料库位，2024 年 1-11 月全国水泥熟料库容比均值在 65.27%，比 2023 年下降 3.56 个百分点，并由此主导了水泥 2024 年四季度的价格回升，使得行业景气度小幅回暖。卓创资讯预计 2025 年水泥需求在积极的房地产政策和货币政策的带动下有限向好，全年水泥产量 18.7 亿吨以上（增长 2.45%以上），并将执行更严格的错峰生产来保持合理的库存水平。

表4、2024 年全国分省市熟料线错峰生产天数

大区	省份	合计天数	较 2023 年增减
华北地区	北京市	-	-
	天津市	-	-
	河北省	195	35
	山西省	200	20
	内蒙古自治区	225	45
东北地区	辽宁省	235	55
	吉林省	225	40
	黑龙江	219	32
华东地区	上海市	-	-
	江苏省	129	39
	浙江省	129	34
	安徽省	124	34
	福建省	168	46
	江西省	141	44
	山东省	205	25
华中地区	河南省	210	15
	湖北省	100	40
	湖南省	200	30
华南地区	广东省	95	15
	广西壮族自治区	150	10
	海南省	0	0
西南地区	重庆市	220	60
	四川省	185	25
	贵州省	255	10
	云南省	240	25
	西藏自治区	200	35
西北地区	陕西省	175	45
	甘肃省	180	50
	青海省	194	44
	宁夏回族自治区	220	60
	新疆维吾尔自治区	210	0

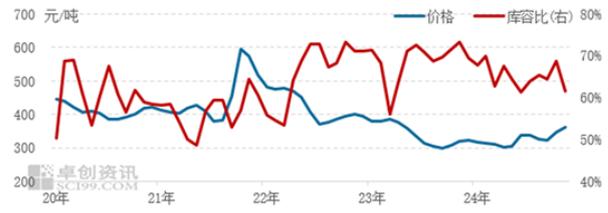
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2020-2024年中国熟料库容比变化



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

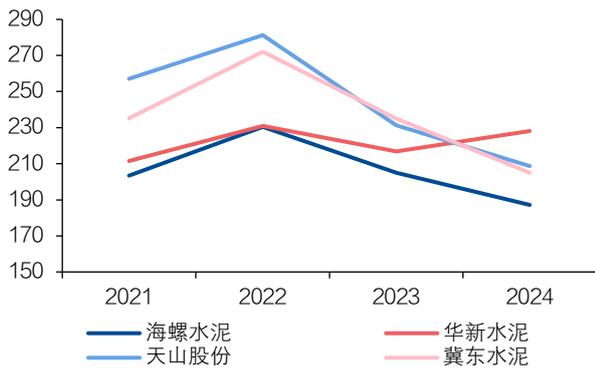
图30、2020-2024年中国月度熟料库容比与月度水泥均价对比



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

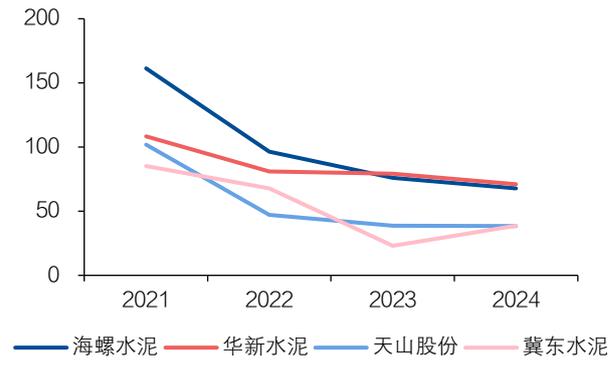
海螺水泥凭借自身优秀的成本控制能力使得水泥熟料吨成本及吨毛利领先同行，行业景气度若回暖具备一定弹性。据海螺水泥 2024 年年报，公司自产水泥熟料 2.68 亿吨，披露吨综合成本 187.25 元，在行业内持续保持领先；测算吨毛利 67.78 元/吨处于第一梯队。海螺水泥依托自身 T 型战略、规模化优势及领先于同行的原材料成本和燃料成本实现超额利润，若行业景气度回暖利润将具备一定弹性。

图31、重点水泥企业水泥熟料吨成本对比（元）



数据来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

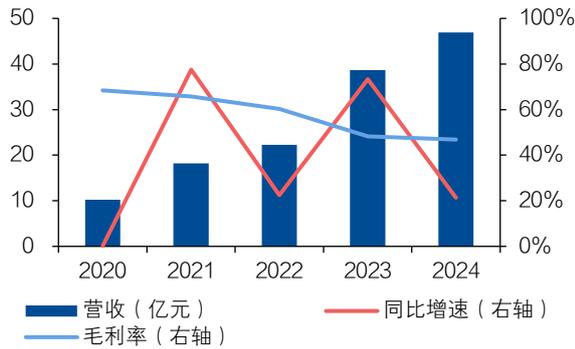
图32、重点水泥企业水泥熟料吨毛利对比（元）



数据来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

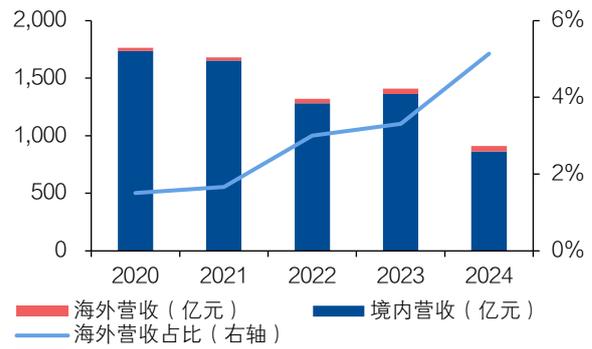
为对冲境内水泥主业经营压力，海螺水泥同时积极拓展骨料及海外水泥等业务。据公司 2024 年年报，海螺水泥在持续做强水泥主业的同时国内国外双向发力，实现上下游产业链融合发展。截至 2024 年年末公司拥有骨料产能 1.63 亿吨（2024 年新增 1450 万吨），2024 年海外熟料产能新增 230 万吨。2024 年公司骨料及机制砂实现营收 46.91 亿元，同比+21.40%，在主业水泥熟料经营压力下贡献可观增速。

图33、海螺水泥骨料及机制砂业务营收及增速



数据来源：海螺水泥年报，兴业证券经济与金融研究院整理

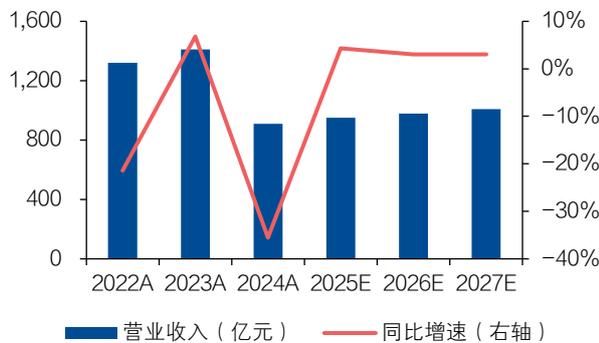
图34、海螺水泥分地区营收拆分



数据来源：海螺水泥年报，兴业证券经济与金融研究院整理

外部经营环境有望改善叠加公司自身优势，海螺水泥业绩有望实现底部反转，同时带动分红金额提升。截至2025年5月20日，Wind一致预期预测海螺水泥2025-2027年分别实现归母净利润98.43亿/108.98亿/117.51亿元，分别同比+27.90%/+10.71%/+7.83%，海螺水泥业绩有望开启底部反转。同时海螺水泥已公告《未来三年股东分红回报规划（2025-2027年度）》，提出2025-2027年度公司每年现金分红与股份回购金额（若有）不低于归母净利润的50%，据此测算海螺水泥分红金额也将逐年提升。

图35、海螺水泥营业收入及增速预测



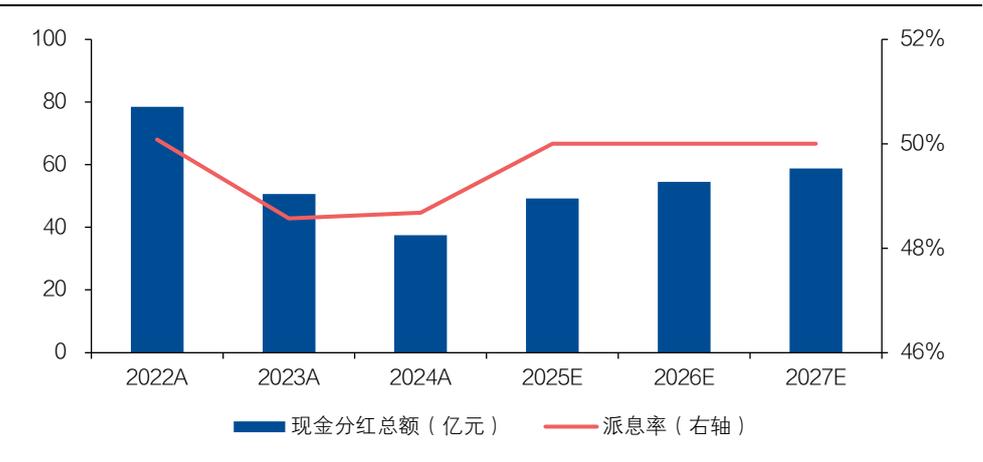
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：预测数据来自wind一致预期，图37同

图36、海螺水泥归母净利润及增速预测



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、海螺水泥现金分红总额及派息率预测

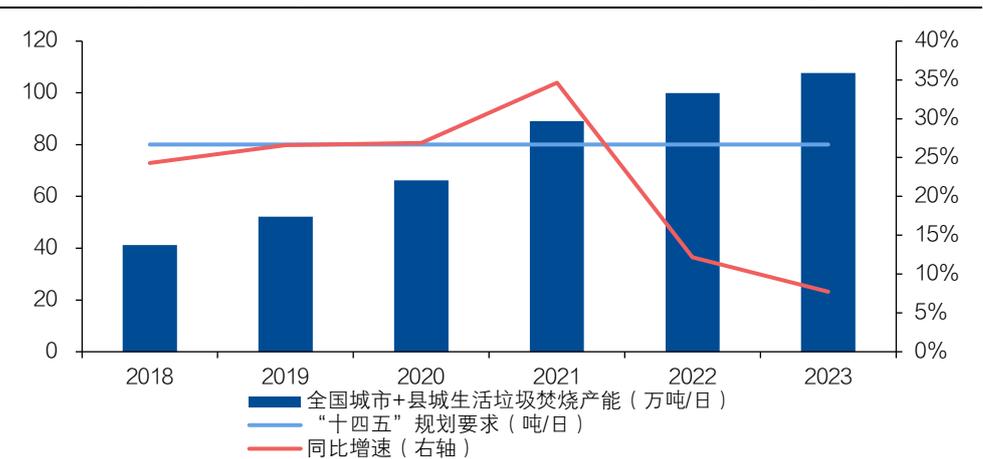


数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）环保主业：投资高峰已过，未来有望持续贡献稳定现金流

截至 2021 年底我国在运生活垃圾焚烧产能已超“十四五”规划，行业投资高峰已过。《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》中提出到 2025 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日。2021 年底，我国城市+县城生活垃圾焚烧处理能力达 89.12 万吨/日，已超“十四五”规划目标；截至 2023 年底我国城市+县城生活垃圾焚烧处理能力已达 107.68 万吨/日。从增速来看，全国生活垃圾焚烧处理能力的同比增速已由 2018-2021 年的 20% 以上回落至 2023 年的 7.73%，行业投建高峰已过，正逐步迈入成熟运营阶段。

图38、当前我国已超额完成“十四五”规划的生活垃圾焚烧处理能力目标

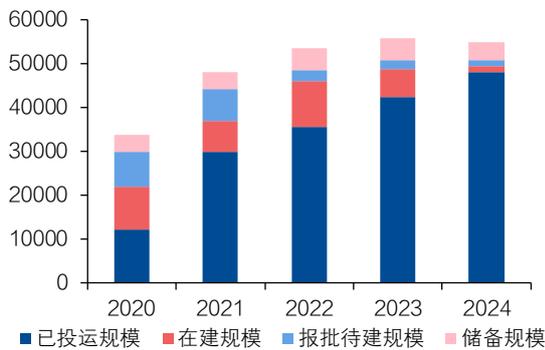


数据来源：住建部，国家发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

伴随存量项目陆续投产运营，截至 2024 年末海螺创业在建及储备产能仅余 6850 吨/日。2020 年-2024 年公司炉排炉库垃圾发电业务实现高速扩张，合计在手规模从 33800 吨/日上升至 54950 吨/日，在运项目数量从 25 个（12200 吨/日）上升至 87 个（48100 吨/日）。伴随存量项目陆续投产运营，截至 2024 年年末公司在建项目数量仅余 4 个（1450 吨/日），为近五年最低值，且剩余在建项目将分别在 2025 年-2026 年完成投产。除在建项目外，截至 2024 年年末公司仍有报批待建

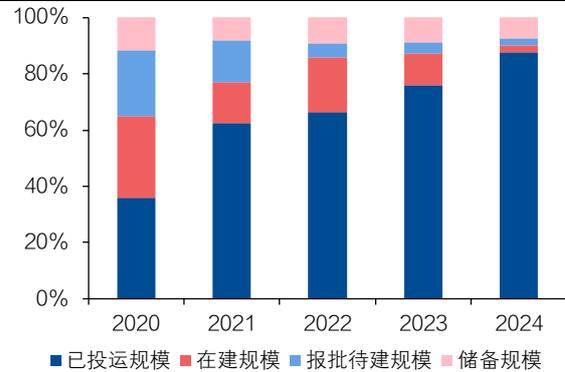
项目 3 个（1300 吨/日）和储备项目 7 个（4100 吨/日），短期内均无开工安排。

图39、公司炉排炉垃圾发电项目在手产能(吨/日)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、公司炉排炉垃圾发电项目在手产能构成



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

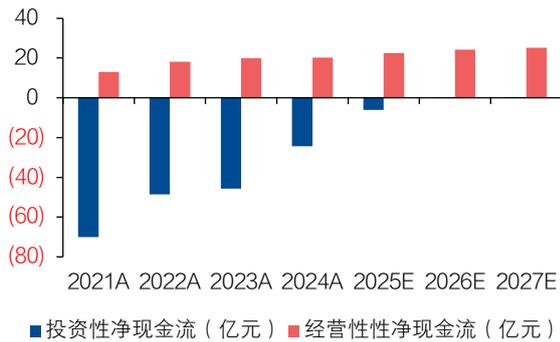
表5、截至 2024 年公司炉排炉垃圾发电项目在建、报批待建及储备项目情况

序号	建设情况	项目地点	处理能力	预计建成时间
1	在建项目	湖北京山	350 吨/日	2025.04
2		云南元阳	300 吨/日	2025.07
3		广西南丹	300 吨/日	2026.02
4		云南云县	500 吨/日	2026.02
小计			1450 吨/日	
5	报批待建项目	安徽宿松	400 吨/日	
6		山西浑源	500 吨/日	
7		云南大关	400 吨/日	
小计			1300 吨/日	
8	储备项目	云南砚山（二期）	300 吨/日	
910		云南镇雄（二期）	500 吨/日	
11		贵州习水（二期）	400 吨/日	
12		安徽枞阳（二期）	400 吨/日	
13		河北沙河（二期）	2*500 吨/日	
14		越南太原	500 吨/日	
15		越南春山	2*500 吨/日	
小计			4100 吨/日	
总计			6850 吨/日	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

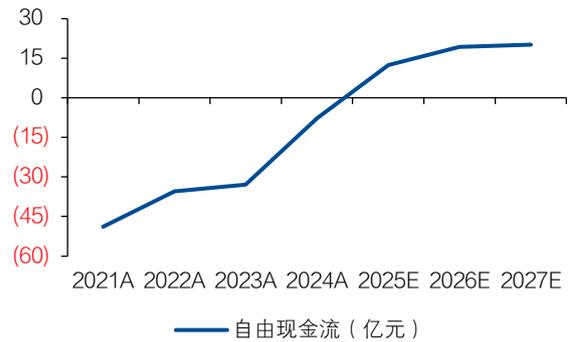
垃圾发电投资高峰已过为公司带来现金流情况改善，2024 年度公司投资性净现金流已大幅改善。由于垃圾发电项目采用 BOT 特许经营权模式，天然具备长时间稳定运营（特许经营权一般 25-30 年）和经营期内持续产生稳定现金流的特点，同时叠加公司在建项目减少，使得一方面公司经营性净现金流逐年增加并展望稳定，另一方面投资性净现金流逐年减少，且由于剩余在建项目仅剩 4 个，未来将进一步下降。若假设公司垃圾发电项目单位投资额为 80 万元/吨每日，项目工期为两年，则结合公司在建项目预计建成时间可测算得出公司 2025 年/2026 年分别需进行垃圾发电资本开支 5.8 亿元/3.2 亿元。

图41、2024年公司投资性净现金流已大幅改善



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2025-2027 年预测数据来自兴业证券公司盈利预测与估值模型，图 42 同

图42、预测公司自由现金流将转正



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(四) 水泥分红提升叠加环保主业资本开支下降，公司分红潜力显著提升

公司可分配现金来源可拆解为环保主业经营性净现金流+当年收到的联营公司股息-自身资本性支出。结合前文内容，我们可预测 2025-2027 年度公司每年可供分配的现金总额将持续提升：

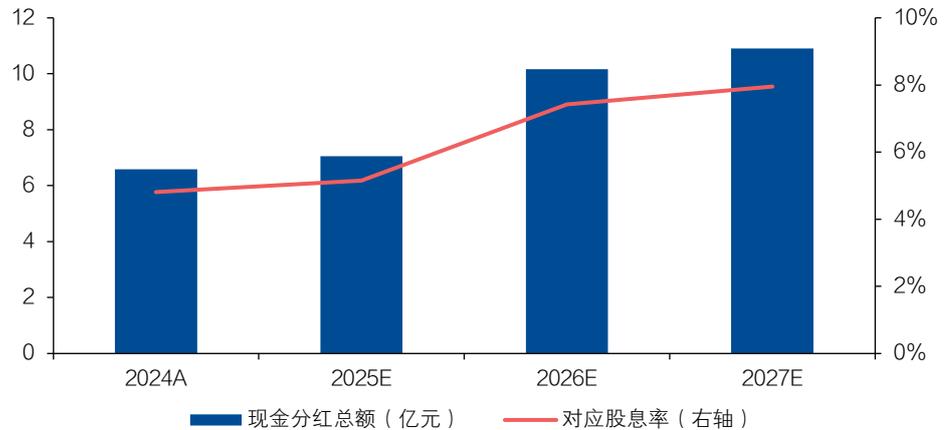
表6、测算公司 2025-2027 年每年可供分配的现金总额将持续提升

	2024A	2025E	2026E	2027E
海螺水泥归母净利润 (亿元)	76.96	98.43	108.97	117.51
海螺水泥分红比率	48.68%	50.00%	50.00%	50.00%
海螺水泥现金分红总额 (亿元)	37.46	49.22	54.49	58.75
海螺集团占海螺水泥权益比率	36.40%	36.40%	36.40%	36.40%
海螺集团分红比率	50%	50%	50%	50%
海螺创业占海螺集团权益比率	49%	49%	49%	49%
海螺集团向海螺创业派发的现金分红 (亿元)	3.95	3.34	4.39	4.86
海螺创业已收联营公司股息 (亿元)	3.95	3.34	4.39	4.86
经营性净现金流 (亿元)	20.24	22.38	24.26	25.14
资本性支出 (亿元)	-27.95	-10.00	-5.00	-5.00
公司自由现金流 (亿元)	-7.71	12.38	19.26	20.14
已收联营公司股息+公司自由现金流 (亿元)	-3.76	15.72	23.65	25.00

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

考虑到偿还贷款等现金使用事项，我们假设海螺创业的分红政策为：(1) 对于当年度已收联营公司股息，在当年度进行全额分派；(2) 对于公司主业自由现金流，在当年度按照 30%比率分派。则根据我们的假设，可测算出公司 2025-2027 年度现金分红总额分别为 7.06 亿/10.17 亿/10.90 亿元，分别对应 2025 年 5 月 27 日收盘价的股息率为 5.15%/7.42%/7.96%，股息率具备可观吸引力。

图43、预测 2025-2027 年公司现金分红金额将逐步提升，具备可观吸引力



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：股息率数据截至 2025 年 5 月 27 日收盘

表7、敏感性测算：针对公司主业自由现金流的不同分派比例对应的股息率

主业自由现金流分派比率	2024A	2025E	2026E	2027E
10%	4.81%	3.34%	4.61%	5.02%
20%	4.81%	4.25%	6.02%	6.49%
30%	4.81%	5.15%	7.42%	7.96%
40%	4.81%	6.05%	8.83%	9.43%
50%	4.81%	6.96%	10.23%	10.90%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：假设公司将来自海螺水泥的股息全额分派，自身主业自由现金流按照第一列比率分派；股息率对应 2025 年 5 月 27 日收盘数据

表8、生活垃圾焚烧行业主要公司 2024 年度派息比率比较

公司名称	2024 年度派息比率
伟明环保	30.07%
瀚蓝环境	39.20%
旺能环境	38.09%
绿色动力	71.45%
三峰环境	35.07%
圣元环保	10.15%
军信股份	94.59%
永兴股份	65.81%
光大环境	41.84%
海螺创业	32.55%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、盈利预测与估值

我们在对公司盈利预测过程中做出如下核心假设：

- (1) 炉排炉垃圾发电项目运营: 根据公司 2024 年年报披露, 2025/2026 年公司分别将有 650 吨/日、800 吨/日新增投产规模, 我们假设公司 2027 年新增投产 800 吨/日。同时考虑到公司在运项目进入成熟运营阶段, 产能利用率将逐步爬坡。此外, 预计公司吨上网电量随经营效率提高由 2024 年的 326 千瓦时/吨逐步提升至 2025-2027 年的 330/335/340 千瓦时每吨;
- (2) 炉排炉垃圾发电项目建造: 按照公司在建项目投产进度, 假设吨投资金额为 80 万元/吨每日, 同时假设毛利率保持稳定;
- (3) 其他业务板块: 假设港口物流、新型建材、新能源材料、节能装备等板块经营稳定;
- (4) 应占联营公司损益: 参照 wind 一致预期对于海螺水泥 2025-2027 年度的归母净利润预测及公司穿透后持有海螺水泥 18% 股权进行计算。

则我们预测公司 2025-2027 年分别实现营收 65.43 亿/69.68 亿/70.26 亿元, 分别同比+4.3%/+6.5%/+0.8%; 分别实现归母净利润 25.64 亿/27.87 亿/30.17 亿元, 分别同比+27.0%/+8.7%/+8.2%; 分别对应 2025 年 5 月 27 日收盘价的 PE 估值为 5.2x/4.7x/4.4x。其中, 预测公司 2025-2027 年环保主业归母净利润分别为 8.02 亿/8.37 亿/9.13 亿元, 分别同比+14.0%/+4.3%/+9.2%。

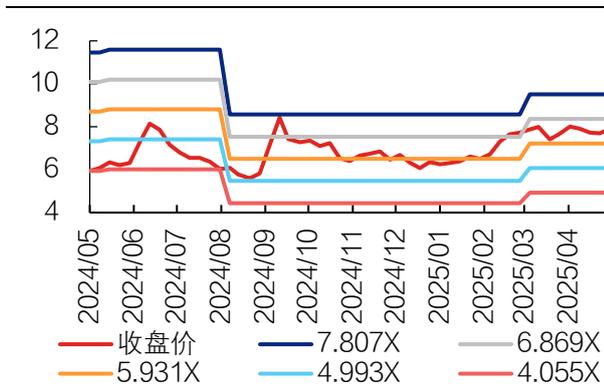
表9、海螺创业盈利预测结果

	2024A	2025E	2026E	2027E
垃圾处置				
营业收入 (百万元)	4879	4931	5347	5395
<i>同比增速</i>	<i>-20.7%</i>	<i>1.1%</i>	<i>8.4%</i>	<i>0.9%</i>
毛利润 (百万元)	1836	2072	2224	2393
<i>同比增速</i>	<i>4.0%</i>	<i>12.9%</i>	<i>7.3%</i>	<i>7.6%</i>
毛利率	37.6%	42.0%	41.6%	44.4%
节能装备				
营业收入 (百万元)	818	818	818	818
<i>同比增速</i>	<i>-42.7%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
毛利润 (百万元)	214	214	214	214
<i>同比增速</i>	<i>-19.4%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
毛利率	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
港口物流				
营业收入 (百万元)	182	191	201	211
<i>同比增速</i>	<i>-12.6%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>
毛利润 (百万元)	107	112	118	124
<i>同比增速</i>	<i>-15.4%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>
毛利率	58.7%	58.7%	58.7%	58.7%
新型建材				

营业收入（百万元）	102	102	102	102
同比增速	-13.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润（百万元）	-6	1	1	1
同比增速	-141.6%	-117.6%	0.0%	0.0%
毛利率	-5.7%	1.0%	1.0%	1.0%
新能源材料				
营业收入（百万元）	290	500	500	500
同比增速	176.7%	72.6%	0.0%	0.0%
毛利润（百万元）	24	60	60	60
同比增速	234.8%	148.4%	0.0%	0.0%
毛利率	8.3%	12.0%	12.0%	12.0%
合计				
营收总计（百万元）	6271	6543	6968	7026
同比增速	-21.8%	4.3%	6.5%	0.8%
毛利润总计（百万元）	2175	2460	2617	2792
同比增速	-0.2%	13.1%	6.4%	6.7%
归母净利润（百万元）	2020	2564	2787	3017
同比增速	-18.0%	27.0%	8.7%	8.2%
环保主业归母净利润（百万元）	704	802	837	913
同比增速	-12.2%	14.0%	4.3%	9.2%

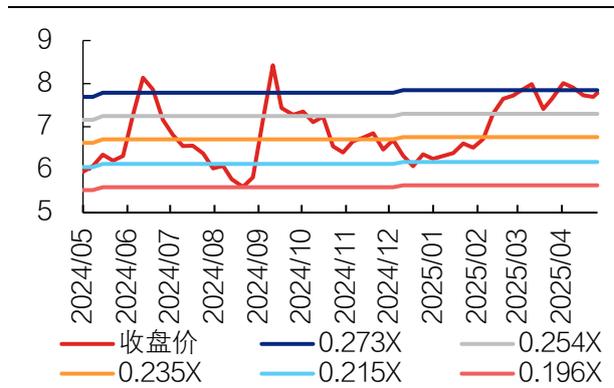
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、海螺创业 PE-Band



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、海螺创业 PB-Band



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、风险提示

项目建设不达预期风险：如公司在建炉排炉垃圾发电项目或其他业务板块在建项目建设进度不达预期，将可能影响公司盈利预测结果，对公司营收及归母净利润产生影响；

应收账款回款风险：公司垃圾发电项目因国补等政府补助产生应收账款，若此部分应收账款回款不达预期，将影响公司现金流水平，进而对公司经营产生影响；

联营公司业绩波动风险：公司利润表中应占联营公司损益占比较大，若公司联营公司海螺集团或海螺集团主要持股对象海螺水泥经营发生波动，将可能影响公司应占联营公司损益，进而影响公司业绩水平；

宏观环境变化风险：公司主业垃圾发电及联营公司主业水泥行业均受宏观经济环境影响较大，若宏观环境发生变化，将可能影响公司经营及业绩水平。

附表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,816	7,461	8,035	8,353
存货	273	448	668	808
贸易及其他应收款	3,602	3,427	3,650	3,680
现金及现金等价物	2,270	1,915	2,047	2,194
其他	1,671	1,671	1,671	1,671
非流动资产	74,511	75,749	76,740	77,746
固定资产	7,961	8,158	8,104	8,051
使用权资产	1,827	1,827	1,827	1,827
无形资产	20,299	20,022	19,483	18,935
联营公司权益	38,584	39,996	41,506	43,121
其他应收款项	1,540	1,465	1,561	1,574
特许经营权	3,844	3,827	3,805	3,783
资产总计	82,326	83,210	84,776	86,098
流动负债	6,251	5,740	5,985	5,878
短期借款	1,798	1,798	1,798	1,798
应付账款	4,243	3,732	3,977	3,870
其他	210	210	210	210
非流动负债	26,898	26,424	25,959	25,503
长期借款	23,717	23,242	22,778	22,322
可转债	2,700	2,700	2,700	2,700
负债合计	33,150	32,164	31,944	31,381
股本	14	14	14	14
储备	47,699	49,455	51,122	52,878
归母权益	47,713	49,469	51,136	52,892
少数股东权益	1,464	1,577	1,695	1,825
总权益	49,177	51,047	52,832	54,717
负债及权益合计	82,326	83,210	84,776	86,098

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,271	6,543	6,968	7,026
营业成本	-4,095	-4,083	-4,351	-4,234
毛利	2,175	2,460	2,617	2,792
其他收益	208	133	132	126
其他亏损	-27	-28	-30	-30
行政费用	-704	-785	-906	-984
经营盈利	1,641	1,768	1,801	1,892
财务费用	-708	-703	-691	-680
应占联营公司损益	1,316	1,762	1,951	2,103
税前利润	2,250	2,826	3,061	3,315
所得税	-131	-149	-155	-169
净利润	2,119	2,678	2,906	3,146
少数股东损益	100	114	118	129
归属母公司净利润	2,020	2,564	2,787	3,017
环保主业归母净利	704	802	837	913
EPS(元)	1.17	1.48	1.61	1.75

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	2,250	2,826	3,061	3,315
折旧和摊销	1,048	1,080	1,093	1,101
经营活动产生现金流量	2,024	2,238	2,426	2,514
购置固定及无形资产	-2,797	-1,000	-500	-500
投资活动产生现金流量	-2,427	-608	-18	29
融资活动产生现金流量	-423	-1,985	-2,277	-2,396
现金净变动	-826	-355	132	147
现金的期初余额	3,095	2,270	1,915	2,047
现金的期末余额	2,270	1,915	2,047	2,194

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-21.8%	4.3%	6.5%	0.8%
营业利润增长率	-0.2%	13.1%	6.4%	6.7%
归母净利润增长率	-18.0%	27.0%	8.7%	8.2%
环保主业归母净利润	-12.2%	14.0%	4.3%	9.2%
盈利能力				
毛利率	34.7%	37.6%	37.6%	39.7%
经营利润率	26.2%	27.0%	25.9%	26.9%
净利率	33.8%	40.9%	41.7%	44.8%
环保主业 ROE	7.7%	8.5%	8.7%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	36.4%	34.8%	33.9%	32.8%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力(天)				
存货周转天数	16	25	35	42
应收账款周转天数	273	273	273	273
每股资料(元)				
每股收益	1.17	1.48	1.61	1.75
每股经营现金	1.17	1.29	1.40	1.45
每股净资产	27.6	28.6	29.6	30.6
估值比率(倍)				
PE	6.5	5.2	4.7	4.4
PB	0.28	0.27	0.26	0.25

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维尔京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、青岛蓝谷国际有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都天府大港集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理（香港）有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、泰州港城投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、江门高新技术工业园有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天门市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原资产管理（香港）有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、江苏银行、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、无锡

市交通产业集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、青岛军民融合发展集团有限公司、山东高速集团、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Qingdao Oceanic Valley Investment Development Group Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SDG Finance Limited、China Great Wall International Holdings VI Limited、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、China Cinda 2020 I Management Ltd、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、Coastal Emerald Limited、Shanghai Investment Co., Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk