

军信股份（301109）

龙出湘江——长沙固废一体化龙头，先发布局垃圾焚烧+IDC

买入（首次）

2025 年 05 月 30 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,857	2,431	3,302	3,715	3,616
同比（%）	18.26	30.86	35.84	12.51	(2.66)
归母净利润（百万元）	513.85	536.28	749.81	796.89	841.52
同比（%）	10.21	4.36	39.82	6.28	5.60
EPS-最新摊薄（元/股）	0.91	0.95	1.33	1.41	1.49
P/E（现价&最新摊薄）	22.84	21.88	15.65	14.73	13.95

投资要点

- **湖南省垃圾焚烧发电龙头，业绩稳定增长。**公司是湖南省固废处理龙头，聚焦垃圾焚烧发电。2019-2024 年营收/归母净利润复合增速达 19.5%/11.0%，业绩稳定增长。2025Q1 业绩持续强劲增长，公司实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 54.2%；归母净利润达 1.73 亿元，同比增长 39.4%，主要系收购仁和和环境叠加新项目投产贡献增量。
- **垃圾焚烧+IDC 协同，长沙项目合作潜力大&海外项目复制推广。**2025 年湖南省发布绿色智算系列政策，要求到 2030 年全省智算中心平均 PUE 控制在 1.3 以内，并明确多重补贴推动产业发展。公司业务深耕湖南，单项目规模 1000 吨/日及以上产能占比达 95%，且核心城市长沙产能占比 85%，长沙一/二期项目的少数股东浦发环保已有落地案例黎明智算中心，未来在推进垃圾焚烧+IDC 合作中将具备显著优势。2025 年公司先后签订吉尔吉斯斯坦、伊塞克湖州垃圾科技处置项目，构建“垃圾焚烧发电+蒸汽供热+算力服务”的一体化业务模式，在海外市场积极推进垃圾焚烧+IDC 协同。
- **掌握长沙优质固废资产，并购实现产业链协同。**国内产能：截至 2025Q1，公司垃圾焚烧发电处理能力达 1.18 万吨/日（入厂），2022-2024 产能利用率维持 86.9%/88.6%/87.7%。2023 年公司在湖南省垃圾焚烧市场占有率 46.31%，排名第一。随着平江、浏阳项目建成投产，省内优势将进一步扩大。海外产能：公司积极拓展海外市场，海外在建+筹建产能合计 7000 吨/日，比什凯克一期在建 1000 吨/日，预计 2025 年底投产。并购：2024 年底公司收购仁和和环境 63%股权，标的公司主要从事生活垃圾中转处理、餐厨垃圾收运等，年日均可处理其他垃圾 8000 吨/厨余垃圾 2800 吨，实现产业链上下游协同互补。
- **受益于高吨上网&高电价，盈利能力显著领先。吨上网稳居第一：**2024 年吨上网高达 460 度/吨，较 10 家同业公司均值高出 33%。标杆电价全国第二：公司主要项目地处长沙，湖南省燃煤标杆电价以 0.45 元/度居全国第二，显著高于全国平均水平 0.37 元/度。盈利能力领先同业：2024 年公司单吨毛利 246 元/吨，垃圾焚烧运营毛利率 68.45%，均为行业最高。2024 年实现加权 ROE 12.25%（同比+0.05pct），高出同业均值 1.22pct。
- **现金流持续优化支持高分红。**2019-2024 年经营性现金流净额稳健增长，CAGR 为 7.5%，2024 年经营性现金流净额达到 9.71 亿元。公司自由现金流于 2022 年实现转正，2024 年实现自由现金流 0.51 亿元，较 2023 年 3.00 亿元有所下滑，主要系新项目建设所需的资本开支增加。2022-2024 年分红比例分别为 79.2%/71.8%/94.6%，累计分红总额超 12 亿元。2025 年 4 月，公司长期分红规划明确现金分红比例不低于 50%，长期分红有保障。
- **盈利预测与投资评级：**湖南省垃圾焚烧发电龙头，积极推进垃圾焚烧+IDC 合作，收购仁和和环境&国内外新项目投产贡献业绩增量，我们预计 25-27 年公司归母净利润为 7.50/7.97/8.41 亿元，同比增长 39.8%/6.3%/5.6%，对应 25-27 年 PE 为 15.7/14.7/13.9 倍。考虑公司受益于湖南长沙区位优势，具备优质固废资产，现金流长期有保障+高分红，对标可比公司应存估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；应收风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.75
一年最低/最高价	13.62/24.00
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	2,047.00
总市值(百万元)	11,695.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.79
资产负债率(%，LF)	33.76
总股本(百万股)	563.64
流通 A 股(百万股)	98.65

相关研究

内容目录

1. 湖南省垃圾焚烧发电龙头，现金流持续优化支持高分红	4
1.1. 湖南省固废处理龙头，聚焦垃圾焚烧发电	4
1.2. 垃圾焚烧运营提效毛利率提升，业绩稳定增长	5
1.3. 现金流持续优化，支撑高比例分红	6
2. 掌握长沙优质固废资产，出海&并购扩大版图	8
2.1. 国内垃圾焚烧投运产能达 1.18 万吨/日，海外取得突破性进展	8
2.2. 长沙区位优势明显，垃圾焚烧盈利能力领先	10
2.3. 外延收购仁和环境，实现产业链协同互补	12
3. 垃圾焚烧+IDC 协同，长沙项目合作潜力大&海外复制推广	15
3.1. 垃圾焚烧+IDC 协同优势：清洁高效、稳定、经济性、分布	15
3.2. 政策推进 IDC 绿色低碳发展，明确 2030 年绿色智能计算成为支柱产业	19
3.3. 公司积极拓展垃圾焚烧+IDC，长沙项目合作潜力大&海外复制推广	21
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

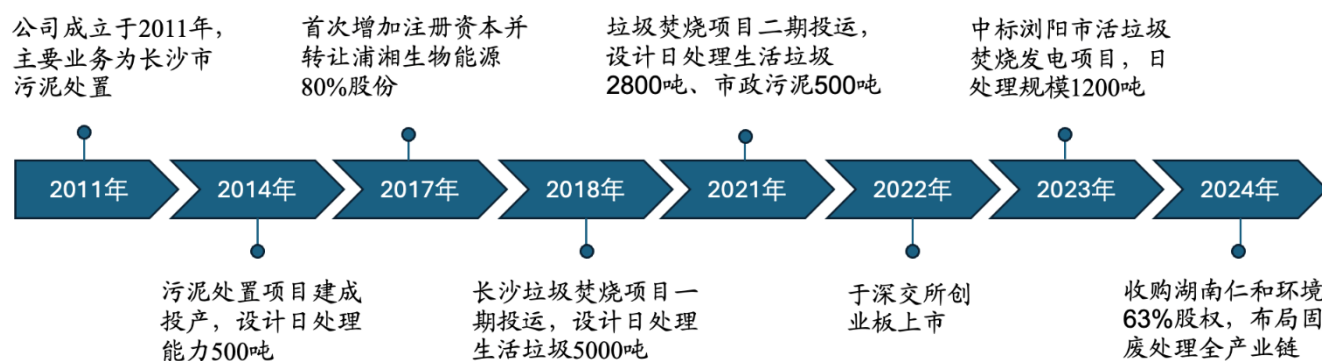
图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 股权结构 (2025Q1)	5
图 3: 2019-2024 公司营收、归母净利润及增速	6
图 4: 2019-2024 主要业务毛利率	6
图 5: 2019-2024 营收结构 (亿元)	6
图 6: 2019-2024 分业务毛利结构 (亿元)	6
图 7: 2019-2025Q1 公司经营/筹资/投资现金流	7
图 8: 2019-2025Q1 公司自由现金流	7
图 9: 2021-2024 公司分红总额和分红占比	7
图 10: 公司国内垃圾焚烧产能梳理.....	8
图 11: 2022-2023 年公司在湖南省的生活垃圾焚烧发电市场占有率	8
图 12: 公司海外垃圾焚烧产能梳理.....	9
图 13: 2019-2024 年公司垃圾焚烧产能、实际处理量及产能利用率	9
图 14: 垃圾焚烧收入结构拆分.....	10
图 15: 2015-2024 同业公司吨上网量对比 (度/吨)	11
图 16: 2024 年全国各省份燃煤标杆电价 (元/度)	11
图 17: 2024 年同业单吨收入/单吨成本/单吨毛利比较	11
图 18: 2024 年同业公司垃圾焚烧运营毛利率对比.....	11
图 19: 2024 年同业公司加权 ROE (%)	12
图 20: 标的公司仁和环境的特许经营权项目梳理 (截至 24 年底)	13
图 21: 2021-2027 年仁和环境扣非归母净利润及业绩承诺 (亿元)	14
图 22: 数据中心耗电量需求与制冷节电测算.....	15
图 23: 不同电源年利用小时数对比 (单位: 小时)	16
图 24: 不同电源单位度电营业成本对比 (单位: 元/度)	16
图 25: 光伏风电配储后度电成本 (单位: 元/度)	16
图 26: 天然气发电度电成本敏感性测算 (气价)	17
图 27: 分布式光伏发电成本敏感性测算 (储能配置比例)	17
图 28: 风电成本敏感性测算 (储能配置比例)	18
图 29: “东数西算” 8 个国家算力枢纽节点+10 个国家数据中心集群	18
图 30: 2019-2023 年我国在算力中心 PUE.....	19
图 31: 2023 年全国各区域 PUE 情况.....	19
图 32: 湖南省绿色智能计算产业发展主要目标.....	20
图 33: 截至 24 年底垃圾焚烧发电企业关键区域及核心城市产能占比.....	21
图 34: 吉尔吉斯共和国与中国历年贸易金额.....	22
图 35: 吉尔吉斯共和国历年 GDP.....	22
图 36: 公司在吉尔吉斯共和国布局的垃圾焚烧+IDC 项目	23
图 37: 盈利预测.....	24
图 38: 可比公司估值 (估值和股息率对应股价日期: 2025/5/28)	24
表 1: 湖南省数据中心 PUE 相关政策.....	20

1. 湖南省垃圾焚烧发电龙头，现金流持续优化支持高分红

1.1. 湖南省固废处理龙头，聚焦垃圾焚烧发电

公司成立于2011年，聚焦垃圾发电，产业链上游延伸。2018年长沙垃圾焚烧项目一期投运，设计日处理生活垃圾5000吨（入炉）。2021年垃圾焚烧项目二期投运，设计日处理生活垃圾2800吨、市政污泥500吨。2022年于深交所创业板上市。2024年收购湖南仁和环境63%股权，布局固废处理全产业链，提升上下游协同性。截至2025Q1，公司已投运日处理生活垃圾11800吨/日（入厂），每年提供的上网电量超14亿度（可满足110万城镇居民的用电需求），每年实现碳减排超120万吨。

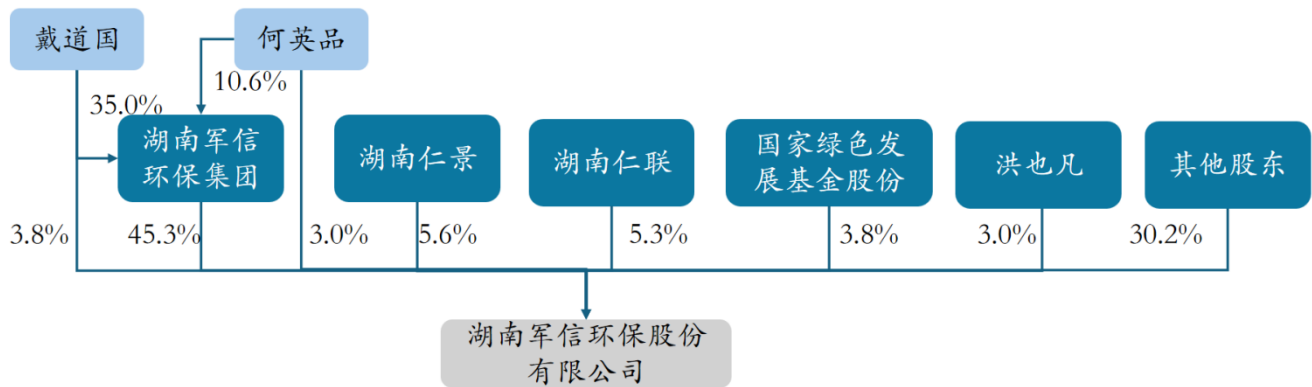
图1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定。截至2025年4月21日，湖南军信环保集团有限公司是军信股份的第一大股东，持股45.3%。董事长戴道国为公司实控人，其余主要股东包括湖南仁景（持股5.6%）、湖南仁联（持股5.3%）等。

图2：股权结构（2025Q1）



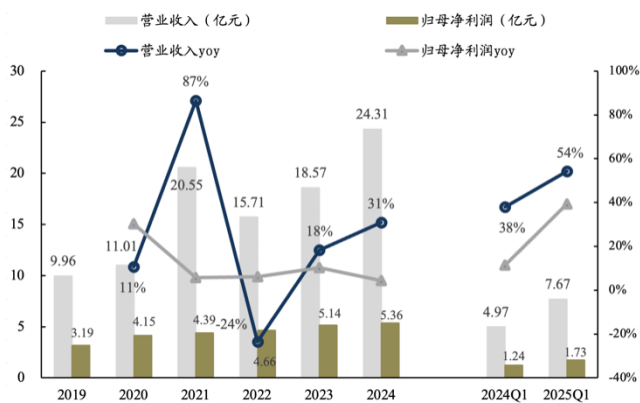
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 垃圾焚烧运营提效毛利率提升，业绩稳定增长

2019-2024 年营收/归母净利润复合增速达 19.5%/11.0%，业绩稳定增长。2019-2024 年公司营收从 9.96 亿元增长至 24.31 亿元（CAGR 为 19.5%），归母净利润从 3.19 亿元提升至 5.36 亿元（CAGR 为 11.0%）。其中 2021 年营收同比大增 86.6%，主要因为新增建设期服务收入 7.50 亿元（占比 36.5%），但该业务毛利率为 0%（不确认利润）。2023 年归母净利润明显增长，主要是公司垃圾焚烧运营提效，毛利率有所提升。2024 年，虽然并购仁和环境&新项目投运导致折旧摊销上升以及综合毛利率有所下滑，但是垃圾焚烧发电毛利率水平相对维持稳定。2025Q1 业绩持续强劲增长，公司实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 54.2%；归母净利润达 1.73 亿元，同比增长 39.4%，主要系收购仁和环境叠加新项目投产贡献增量。

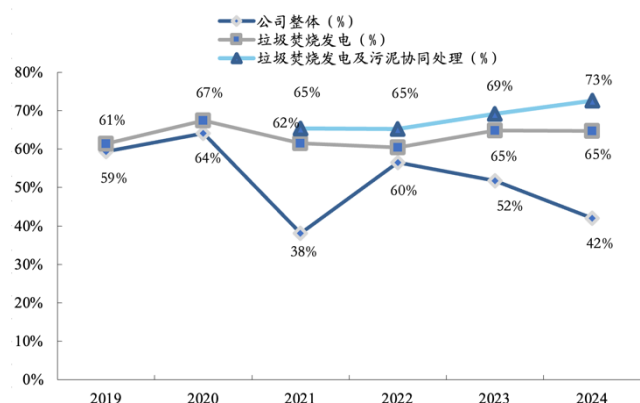
分业务来看，公司营收主要来自垃圾焚烧发电、污泥协同和建设期服务收入，2024 年营收合计占比 82.3%。毛利主要来自垃圾焚烧项目一、二期，2024 年合计占比 79.6%。其中垃圾焚烧项目二期表现亮眼，2024 年毛利率水平（72.6%）显著高于垃圾焚烧项目一期（64.7%）。

图3：2019-2024 公司营收、归母净利润及增速



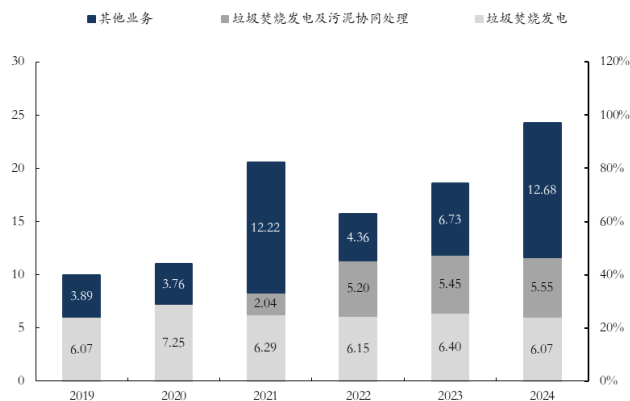
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图4：2019-2024 主要业务毛利率



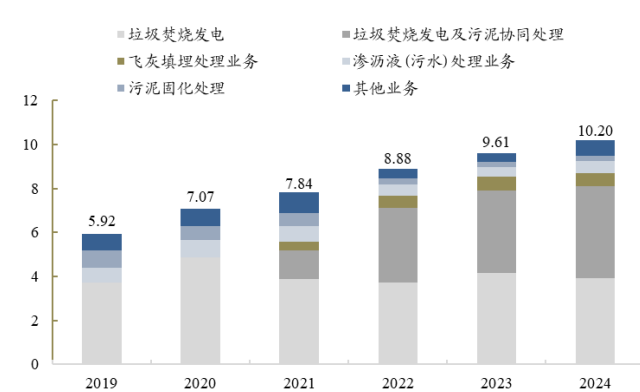
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图5：2019-2024 营收结构 (亿元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图6：2019-2024 分业务毛利结构 (亿元)

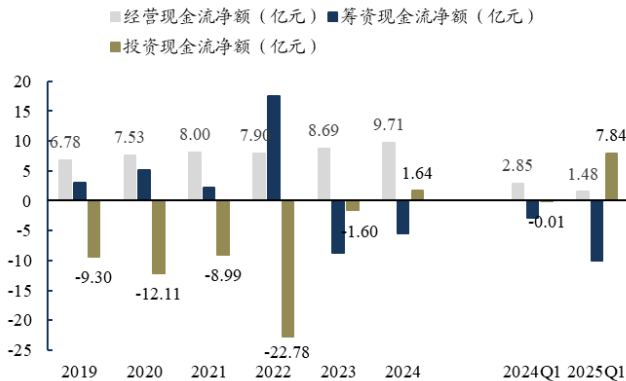


数据来源：公司财报，吴证券研究所

1.3. 现金流持续优化，支撑高比例分红

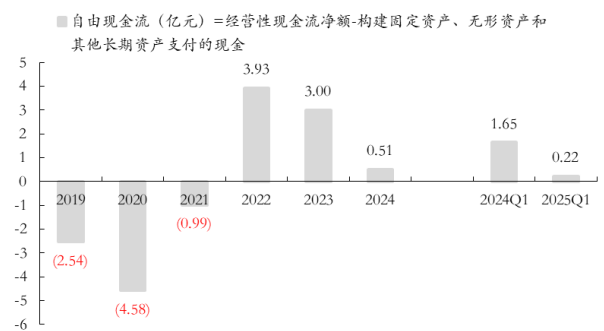
经营现金流稳健增长，自由现金流于2022年转正。2019-2024年公司经营现金流净额呈上升趋势（CAGR为7.5%），主营业务盈利能力逐步增强，2024年达到9.71亿元，同比增长11.7%。投资活动方面，受新项目建设周期影响，2019-2023年投资现金流净额维持在净流出状态。随着主要项目陆续完工投产，2024年投资现金流首次实现1.64亿元的正向流入，标志着资本开支高峰期已平稳过渡，未来整体现金流有望提升。公司自由现金流于2022年实现转正，2024年实现自由现金流0.51亿元，较2023年3.00亿元有所下滑，主要系新项目建设所需的资本开支增加。

图7：2019-2025Q1 公司经营/筹资/投资现金流



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

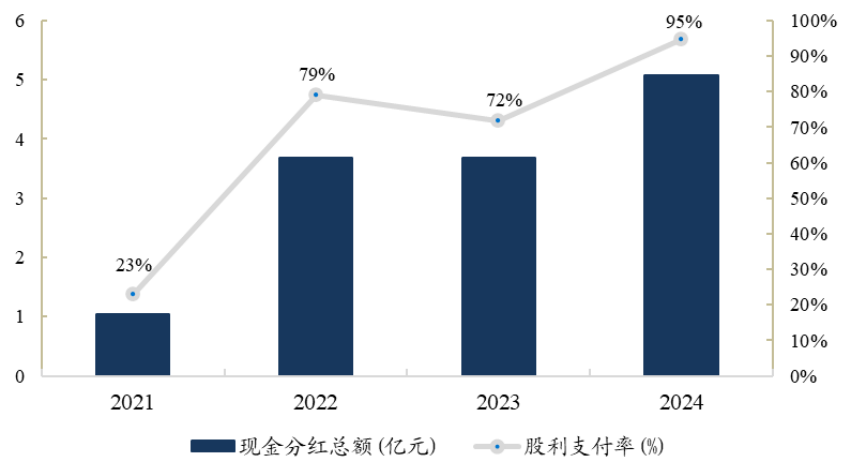
图8：2019-2025Q1 公司自由现金流



数据来源：Choice，东吴证券研究所

公司明确长期分红规划，持续高比例分红回馈股东。2025 年 4 月，公司明确长期分红规划，现金分红比例不低于 50%，长期分红有保障。2022-2024 年期间公司每股派息保持 0.90 元/股，现金分红总额分别为 3.69/3.69/5.07 亿元，分红比例分别为 79.2%/71.8%/94.6%，累计分红总额超 12 亿元。随着公司现金流状况的持续改善，可用于分红的资金充裕，有望持续为投资者创造稳定的现金回报。

图9：2021-2024 公司分红总额和分红占比



数据来源：Choice，东吴证券研究所

2. 掌握长沙优质固废资产，出海&并购扩大版图

2.1. 国内垃圾焚烧投运产能达 1.18 万吨/日，海外取得突破性进展

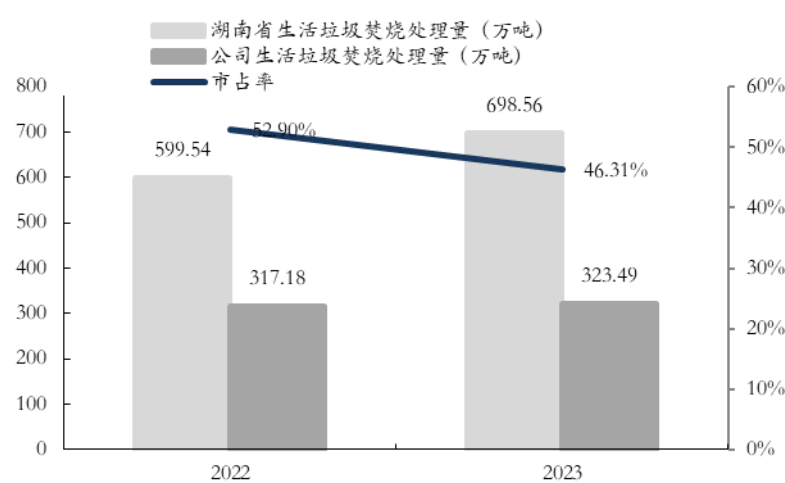
国内垃圾焚烧产能占比湖南省近一半，平江&浏阳项目陆续投产助力产能扩张。截至 2025Q1，公司已形成湖南省内 4 大垃圾焚烧项目协同运营格局，包括长沙一期（5000 吨/日入炉，6410 吨/日入厂）、二期（2800 吨/日入炉，3590 吨/日入厂）以及新投产的平江（600 吨/日入厂）、浏阳（1200 吨/日入厂）项目，合计日处理能力达 1.18 万吨（入厂口径）。从市占率来看，2023 年公司垃圾焚烧处理量 323.49 万吨，在湖南省生活垃圾焚烧发电市场占有率为 46.31%，省内排名第一，竞争优势明显。随着平江县和浏阳市垃圾焚烧发电项目的建成投产，省内优势将进一步扩大。

图10：公司国内垃圾焚烧产能梳理

项目名称	投产日期	服务范围	入厂产能(吨/日)	垃圾处理服务费（元/吨）	竞价/非竞价	国补清单
垃圾焚烧项目（一期）	2018 年 4 月	长沙市	5000（入炉） 6410（入厂）	处理量≤180 万吨部分，价格=109.90 元/吨；处理量>180 万吨部分，价格=65.94 元/吨	非竞价	纳入
垃圾焚烧项目（二期）	2021 年 7 月	长沙市	2800（入炉） 3590（入厂）	处理量≤102.2 万吨部分，价格=109.90 元/吨；处理量>102.2 万吨部分，价格=65.94 元/吨	非竞价	已提交，暂未纳入
平江垃圾焚烧项目	2024 年 12 月	平江县	600	71.8	无补贴	-
浏阳垃圾焚烧项目	2025 年 3 月	浏阳市	1200	70.98	无补贴	-
合计入厂产能（吨/日）			11800			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2022-2023 年公司在湖南省的生活垃圾焚烧发电市场占有率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外拓展有序推进，在建+筹建产能合计 7000 吨/日，公司在海外市场取得突破性进展，吉尔吉斯斯坦比什凯克、奥什、伊塞克湖州三个项目有序推进，在建+筹建产能合计 7000 吨/日，比什凯克一期在建 1000 吨/日，预计 2025 年底投产，国际化布局迈出实质性步伐。

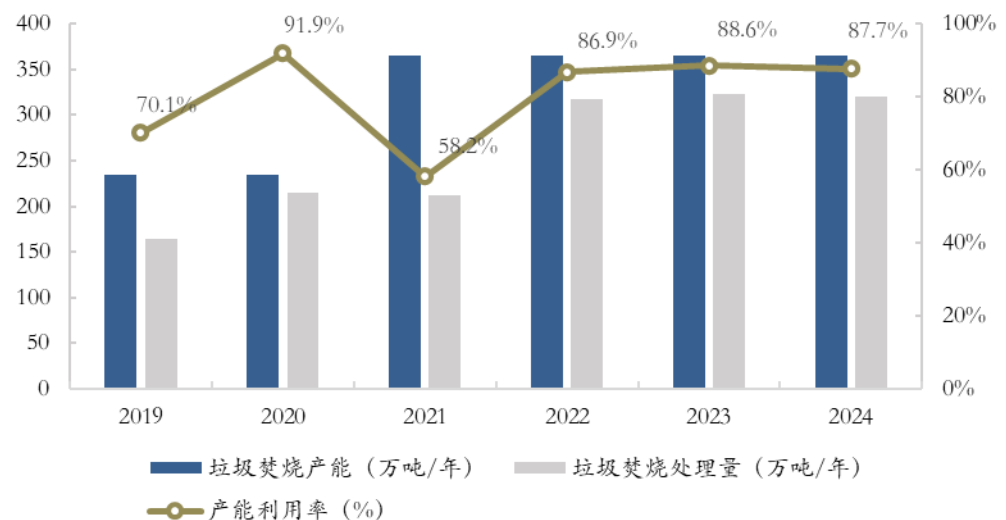
图12：公司海外垃圾焚烧产能梳理

项目名称	项目状态	服务范围	产能(吨/日)
比什凯克市垃圾科技处置发电项目	一期在建 (1000吨/日)	吉尔吉斯共和国比什凯克市	3000
奥什市垃圾科技处置项目	筹建	吉尔吉斯共和国奥什市	2000
伊塞克湖州垃圾科技处置项目	筹建	吉尔吉斯共和国伊塞克湖州	2000
合计产能 (吨/日)			7000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022-2024 年公司产能利用率维持 85%以上高位。自 2018 年长沙垃圾焚烧项目一期投运以来，2019/2020 年公司垃圾焚烧产能利用率提升至 70.1%/91.9%；随着 2021 年二期项目投产，年处理量大幅提升，2021 年产能利用率因此下滑。2022-2024 年，公司垃圾焚烧产能利用率提升至 85%以上。凭借卓越的运营效率和持续扩张的产能规模，公司垃圾处理业务有望进一步提升。

图13：2019-2024 年公司垃圾焚烧产能、实际处理量及产能利用率



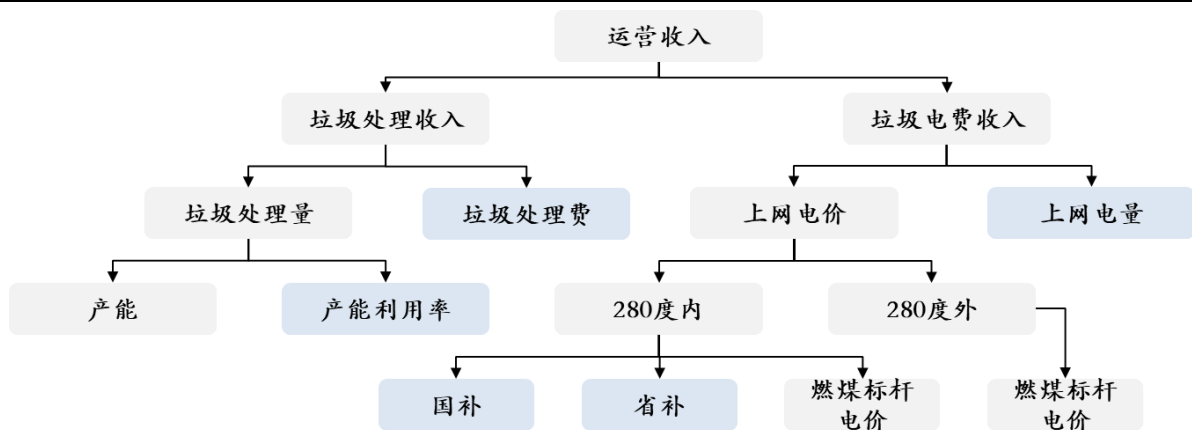
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：产能利用率=当年实际垃圾焚烧处理量/入厂口径垃圾处理产能，不考虑 2024 年 12 月平江项目投产。

2.2. 长沙区位优势明显，垃圾焚烧盈利能力领先

垃圾焚烧发电收入主要来源于垃圾处理费和上网电费。存量项目发电补贴为国补+省补两级分摊，根据国家发改委相关规定：（1）生活垃圾折算上网电量暂定为 280 Kwh/吨，并执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/Kwh（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。（2）高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊：当地省级电网负担 0.1 元/Kwh，电网企业通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。

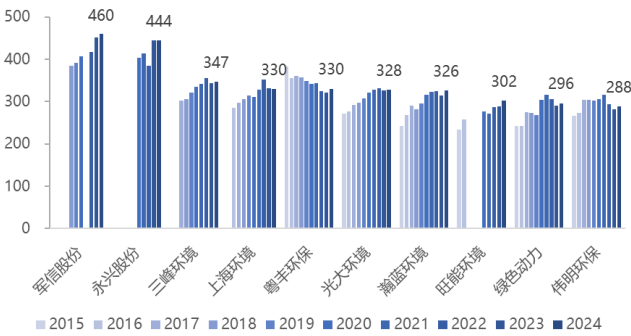
图14：垃圾焚烧收入结构拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

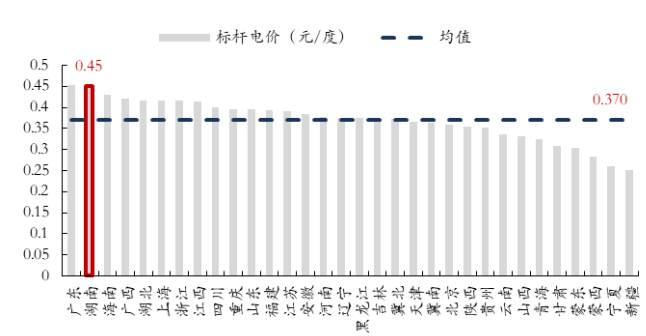
受益于高吨上网和高电价，盈利能力领先同业。从吨上网来看，经济发达的地区生活垃圾热值更高，公司单吨垃圾上网电量稳居第一，2024 年吨上网高达 460 度/吨，较 10 家垃圾焚烧上市公司均值高出 33%。从上网电价来看，进入补贴清单的项目，吨发 280 度以内的部分上网电价为 0.65 元/度，吨发超出 280 度的部分按当地燃煤标杆电价上网；未进入补贴清单的项目暂未确认补贴收入，按当地燃煤标杆电价确认电费收入。公司主要项目地处长沙，湖南省燃煤标杆电价以 0.45 元/度居全国第二，显著高于全国平均水平 0.370 元/度。受益于此，公司项目超发部分电量收入更高。从盈利能力来看，2024 年公司单吨毛利 246 元/吨，垃圾焚烧运营毛利率高达 68.45%，显著领先同业。2024 年，公司实现加权 ROE 12.25%，同比增加 0.05pct，高出同业均值 1.22pct。

图15：2015-2024 同业公司吨上网量对比（度/吨）



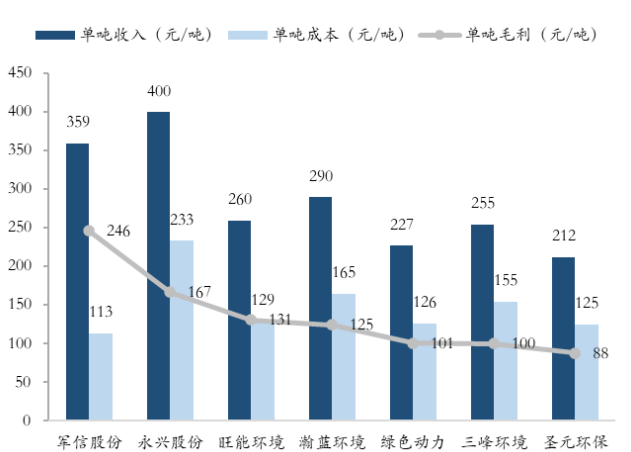
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：2024 年全国各省份燃煤标杆电价（元/度）



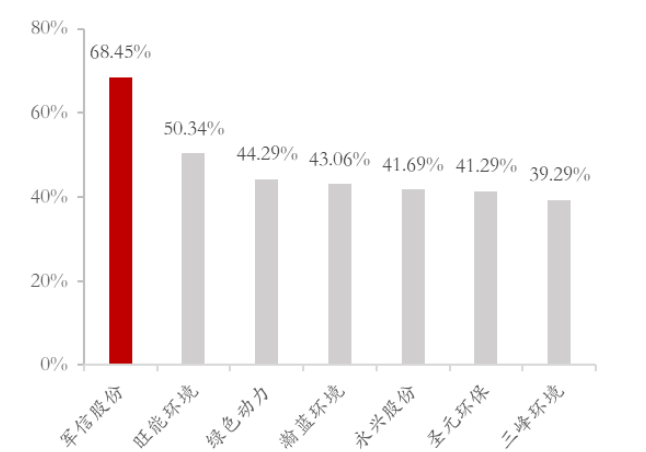
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2024 年同业单吨收入/单吨成本/单吨毛利比较



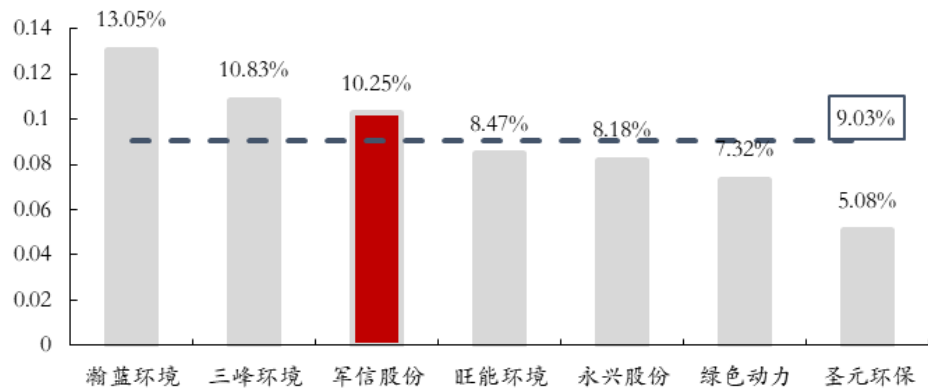
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：2024 年同业公司垃圾焚烧运营毛利率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：2024 年同业公司加权 ROE（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：瀚蓝环境、三峰环境包含部分轻资产业务

2.3. 外延收购仁和环境，实现产业链协同互补

公司正式收购仁和环境 63%股权，持续完善产业链上下游协同。2024 年 11 月 27 日，公司通过完成收购仁和环境 63%股权的过户交割，交易对价 21.97 亿元，其中 70% 股份支付，30% 现金支付。公司向 14 家发行对象共发行 0.48 亿股，募集资金 7.68 亿元，其中 6.59 亿元用于 30% 的现金支付，剩余 1.09 亿元则用作补充流动资金。标的公司仁和环境拥有长沙市第一垃圾中转处理场项目、长沙市餐厨垃圾处理项目以及长沙市望城区生活垃圾转运站项目（筹建）的特许经营权。本次收购后，公司业务纵向将向固废处理产业链的前端（垃圾中转）延伸，横向将增加餐厨垃圾业务板块，实现了产业链的“延链、强链、补链”，在长沙地区形成生活垃圾转运和焚烧发电一体化经营，并拓展餐厨垃圾处理 and 资源化再利用业务，充分发挥双方资源互补的协同作用。

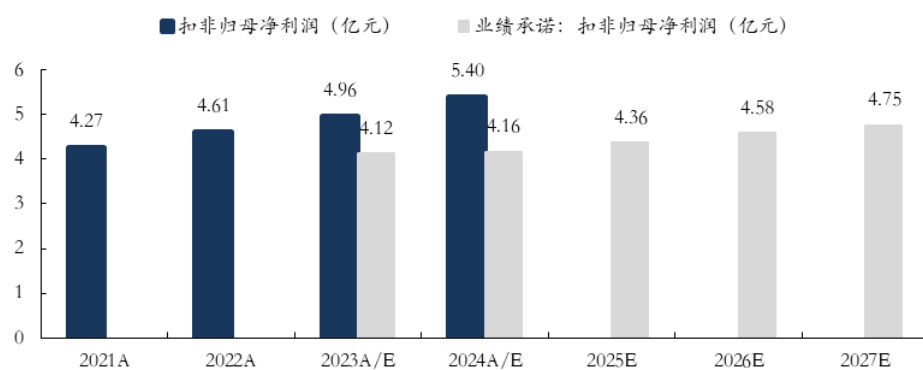
图20：标的公司仁和环境的特许经营权项目梳理（截至 24 年底）

序号	特许经营权	具体项目	运营主体	项目状态	日处理能力	特许经营期限
1	长沙市第一垃圾中转处理场项目特许经营权	其他垃圾处理项目和厨余垃圾处理项目	仁和环保	运营	其他垃圾年日均 8,000 吨；厨余垃圾年日均 2,000 吨	25 年，自启用日起算
		配套污水处理项目	仁和环保	运营	第 1 项特许经营权中配套污水处理量，根据合同及补充协议，仁和环保负责长沙市第一垃圾中转处理场项目产生的污水，未约定具体的处理量	
2	长沙市餐厨垃圾处理项目特许经营权	长沙市餐厨垃圾处理项目、餐厨垃圾残渣废水厌氧发酵	仁和环境	运营	年日均 800 吨（通过增加工作时长提升产能至 1200 吨/天）	25 年，自项目商业运营开始日起算
3	长沙市望城区生活垃圾转运站特许经营权	长沙市望城区生活垃圾转运站项目	仁和环保	筹建	日处理能力 1,600 吨	30 年，自正式签署合同、土地划拨至仁和环境产业名下、三通一平完成、施工单位正式开工之日起计算

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

仁和环境业绩稳步增长，2023-2024 年超预期完成业绩承诺。标的公司仁和环境在本次交易中做出业绩承诺，2023-2027 年扣非归母净利润分别不低于 4.12 亿元、4.16 亿元、4.36 亿元、4.58 亿元、4.75 亿元，同时 2023-2027 年净利润合计不低于 21.98 亿元。2023/2024 年仁和环境实现扣非归母净利润 4.96/5.40 亿元，均超预期完成业绩承诺。

图21：2021-2027 年仁和环扣非归母净利润及业绩承诺（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 垃圾焚烧+IDC 协同，长沙项目合作潜力大&海外复制推广

3.1. 垃圾焚烧+IDC 协同优势：清洁高效、稳定、经济性、分布

1) 清洁高效：垃圾焚烧发电属于绿电，有助于解决能耗指标问题。溴化锂机组利用垃圾焚烧厂余热制冷取代用电制冷，可有效提高能源利用效率，降低制冷系统能耗。

垃圾焚烧助力制冷节电降低 PUE——广州福山垃圾焚烧电厂案例。广州以福山垃圾焚烧电厂为样本，研究提升垃圾焚烧电厂能源利用率，经初步研究测算，通过加装溴化锂制冷设备对现有发电余热进行综合利用，电厂能源利用率可从单纯发电的 22%提升至 86%，有效降低了能源转换带来的损失，提升部分约可支撑约 1.1 万个机架规模（6kw 机架）的数据中心用冷。较同等规模、直接用电制冷的数据中心，将节省电量约 4566 万 KWH。

数据中心耗电需求测算：广州市在用数据中心平均上架率为 64.65%，我们以 1.1 万个机架规模（6kw 机架）的数据中心为例，设计总功率为 66MW。假设 PUE 为 1.3，按照平均上架率 64.65%，测算机房年总耗电量为 4.86 亿度。

节省制冷用电降低 PUE：节省的制冷用电占比总耗电量约 9.5%，PUE 可降低约 0.12 至 1.18。

图22：数据中心耗电量需求与制冷节电测算

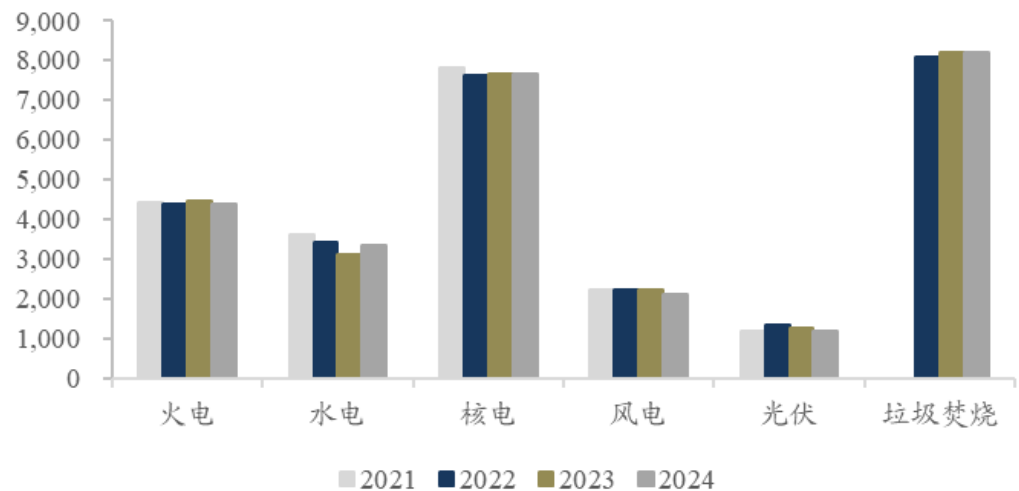
广州福山案例耗电需求测算	
设计总功率（MW）	66
假设：上架率	64.65%
机柜年耗电量（亿kWh）	3.74
假设：PUE	1.30
机房年总耗电量（亿kWh）	4.86
制冷节电测算	
提升垃圾焚烧电厂能源利用率后制冷节省电量（亿kWh）	0.46
节省电量占比总耗电量	9.5%
对应PUE降低	0.12
制冷节电后PUE	1.18
制冷节电后总耗电量（亿kWh）	4.40

数据来源：广州政协，东吴证券研究所

2) 稳定：相比其他绿电，垃圾焚烧发电稳定性突出。稳定性对比：优质项目垃圾充足，一个地区内垃圾量及组分相对稳定，夏季和冬季热值略有差异，春节及设备检修期可能有波动，典型垃圾焚烧企业 2024 年锅炉有效运行小时数超 8200h/年，可比核电，

且显著高于风电、光伏的利用小时数。同时，垃圾焚烧发电功率在日内平稳可控，更好的匹配算力的需求。

图23：不同电源年利用小时数对比（单位：小时）



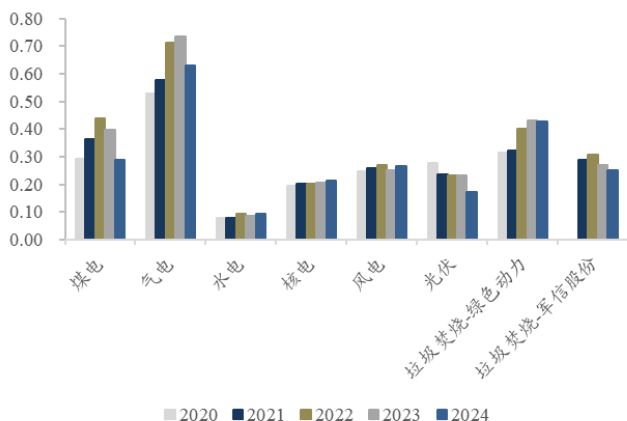
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3）经济性：综合考虑稳定性和清洁性，垃圾焚烧发电经济性具备优势。

从发电成本来看，参考全国性布局的垃圾焚烧企业，绿色动力2020-2024年垃圾焚烧度电营业成本平均约为0.38元/度，与其他绿电发电成本相比较。军信股份度电成本则显著优于同业，2021-2024年垃圾焚烧度电营业成本平均约为0.28元/度。

算力中心用电重点关注清洁性与稳定性，垃圾焚烧稳定性具备显著优势，显著优于其他清洁电源水电、风电、光伏。

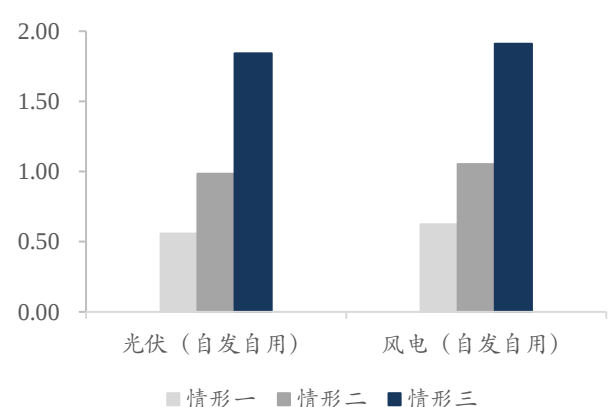
图24：不同电源单位度电营业成本对比（单位：元/度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：垃圾焚烧度电营业成本参考绿色动力/军信股份。

图25：光伏风电配储后度电成本（单位：元/度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：情形一（配储比例100%，配储时间6h）、情形二（配储比例100%，配储时间12h）、情形三（配储比例100%，配储时间24h）

清洁能源提升稳定性则需要进一步加大投入（配置储能）导致发电成本的提升。水电、风光之外，数据中心也可以选择天然气发电与核电，但燃气发电的成本大幅依赖于天然气价格，成本整体较高且波动大，核电机组作为基荷电源，机组容量大，更多服务于大电网。

图26：天然气发电电度电成本敏感性测算（气价）

项目	单位	情形一	情形二	情形三
入炉气价（不含税）	元/方	2	3	4
度电气耗	方/KWh	0.2	0.2	0.2
度电燃料成本	元/KWh	0.4	0.6	0.8
度电折旧成本	元/KWh	0.06	0.06	0.06
度电其他成本	元/KWh	0.04	0.04	0.04
度电成本	元/KWh	0.50	0.70	0.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：分布式光伏发电成本敏感性测算（储能配置比例）

项目	单位	情形一	情形二	情形三
配储比例	%	100%	100%	100%
配储时间	小时	6	12	24
生命周期更换次数	次	2	2	2
配储需求	MWh	12	24	48
光伏单位投资	元/W	2.6	2.6	2.6
储能单位投资	元/Wh	1	1	1
总投资	元/W	14.6	26.6	50.6
折旧年限	年	20	20	20
单位运维成本	元/W/年	0.05	0.05	0.05
利用小时数	小时	1400	1400	1400
度电折旧成本	元/KWh	0.52	0.95	1.81
度电运维成本	元/KWh	0.04	0.04	0.04
度电成本	元/KWh	0.56	0.99	1.84

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：风电成本敏感性测算（储能配置比例）

项目	单位	情形一	情形二	情形三
配储比例	%	100%	100%	100%
配储时间	小时	6	12	24
生命周期更换次数	次	2	2	2
配储需求	MWh	12	24	48
风电单位投资	元/W	4.5	4.5	4.5
储能单位投资	元/Wh	1	1	1
总投资	元/W	16.5	28.5	52.5
折旧年限	年	20	20	20
单位运维成本	元/W/年	0.05	0.05	0.05
利用小时数	小时	1400	1400	1400
度电折旧成本	方/KWh	0.59	1.02	1.88
度电运维成本	元/KWh	0.04	0.04	0.04
度电成本	元/KWh	0.63	1.05	1.91

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4) 分布：相比核电集中大型，垃圾焚烧发电相对分布式，与国内分布式数据中心的现状更匹配，尤其高电价华东区域，靠近数据节点关键城市的项目可重点关注。

“东数西算”工程的关键节点城市：1) 8个国家算力枢纽节点：京津冀枢纽、长三角枢纽、粤港澳大湾区枢纽、成渝枢纽、贵州枢纽、内蒙古枢纽、甘肃枢纽、宁夏枢纽。2) 10个国家数据中心集群：河北张家口集群、长三角（上海青浦、江苏吴江、浙江嘉善）、安徽芜湖集群、广东韶关集群、四川成都天府集群、重庆集群、贵州贵安集群、内蒙古和林格尔集群、甘肃庆阳集群、中卫集群。

图29：“东数西算”8个国家算力枢纽节点+10个国家数据中心集群



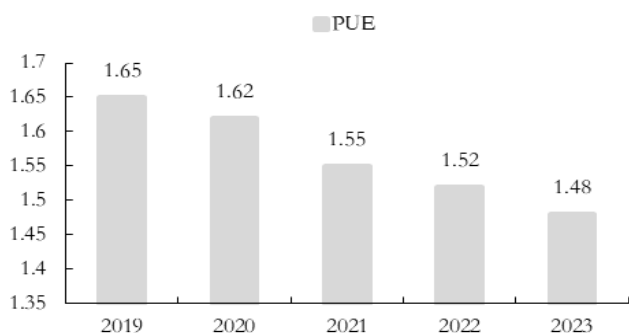
数据来源：国家发改委，格隆汇，东吴证券研究所

3.2. 政策推进 IDC 绿色低碳发展，明确 2030 年绿色智能计算成为支柱产业

现状：根据中国信通院，**2023 全国在用算力中心平均 PUE 为 1.48**，与 2022 年的 1.52 相比有所优化。其中，东北、华北等北部地区充分利用自然风冷等自然资源优势，平均 PUE 分别为 1.40 与 1.39 远低于华南、华中等南部地区平均 PUE 1.53 与 1.54。

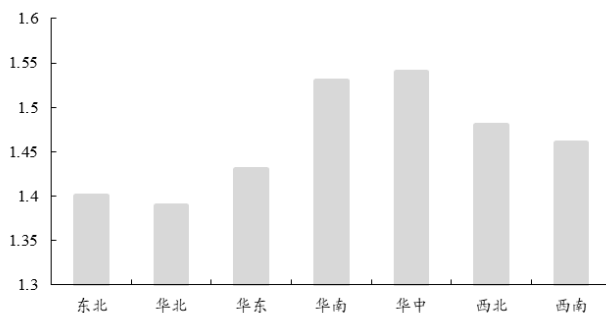
目标：2024 年 7 月，国家发改委等四部门制定了《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，**提出到 2025 年底：**1) 全国数据中心平均 PUE 降至 1.5 以下，可再生能源利用率年均增长 10%。2) **新建及改扩建大型和超大型数据中心电能利用效率降至 1.25 以内**，国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率**不得高于 1.2**。3) **国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%**。

图30：2019-2023 年我国在运算力中心 PUE



数据来源：中国信通院，国家发改委，东吴证券研究所

图31：2023 年全国各区域 PUE 情况



数据来源：中国信通院，国家发改委，东吴证券研究所

湖南省发布绿色智算系列政策，要求到 2030 年全省智算中心平均 PUE 控制在 1.3 以内。2025 年 2 月 18 日，湖南省人民政府办公厅发布《湖南省促进绿色智能计算产业高质量发展若干政策措施》。以**多重补贴推动产业发展**，对总算力达标且能效比不高于 1.3 的智算项目按建设费用 10%补助，最高 2000 万元，重大项目“一事一议”，鼓励企业建设智算及边缘计算设施，同时对绿色智能计算相关企业研发投入加以补助，推进产学研协同创新、人才培养及应用场景拓展，优化产业生态，倡导绿色低碳。2025 年 2 月 23 日，湖南省工信厅发布的《湖南省绿色智能计算产业高质量发展规划（2025—2030 年）》，明确要求**到 2030 年绿色智能计算产业成为全省支柱产业之一**，到 2030 年智能算力规模达 12000P、产业规模突破 2 万亿元，**全省智算中心平均 PUE 控制在 1.3 以内**。构建形成“核心技术自主供给、基础平台高效节能、应用场景深度融合”的绿色智能计算产业体系。

表1：湖南省数据中心 PUE 相关政策

涉及区域	政策	目标及奖励规则
湖南	湖南省促进绿色智能计算产业高质量发展若干政策措施	到 2030 年绿色智能计算产业成为全省支柱产业之一，产业规模达到 2 万亿元，全省智能算力规模达 12000P，打造 80 个左右特色化行业大模型，建成 8 个以上特色产业集群，培育形成 10 个以上特色产业园区， 全省智算中心平均 PUE 控制在 1.3 以内。
	湖南省绿色智能计算产业高质量发展规划（2025—2030 年）	夯实算力基础 ，对新建规模 1000PFlops 以上的重大智算项目采取 “一事一议” 定制化支持，对总算力 50PFlops 以上且电能利用效率（PUE）不高于 1.3 的智算基础设施项目，按设备和软件建设费用 10% 给予补助，最高达 2000 万元；同时，支持企业自建智算中心及边缘计算设施，补助上限 1000 万元，并对省算力调度平台建设给予最高 1000 万元一次性补助，实现算力资源统筹调度。 提升创新能力 ，对企业研发投入按新增研发费用加计扣除部分的 8%-12% 给予最高 1000 万元补助，对于主导制定国际、国家、行业、地方标准的企业，分别给予 150 万 - 20 万元奖励；对发明专利授权量达 50 件、100 件、150 件的企业，分别奖励 50 万 - 150 万元，全面激发技术创新活力。产业培育中，奖励营收增长企业，鼓励 发展高端产品 ，积极 培育经营主体 ，支持重点软件企业发展； 倡导绿色低碳 ，鼓励绿电合作与储能建设，最高补助 1000 万元；此外，还涉及 平台建设支持 （最高 500 万元补助创新中心）、 产业人才培养 、 开源体系建设 ， 加强资金支持 ， 优化产业生态 ， 推动产业全面发展。 ）

数据来源：湖南省人民政府，湖南省工信厅，东吴证券研究所

图32：湖南省绿色智能计算产业发展主要目标

分类目标		单位	2025 年	2027 年	2030 年	属性
产业规模	绿色智能计算产业规模	万亿元	1	1.3	2	预期性
	特色产业集群	个	3	6	8	预期性
产业基础	特色产业园区	个	4	8	10	预期性
	智能算力规模	EFlops	3	5.25	12	预期性
智能发展	行业大模型数量	个	40	50	80	预期性
	典型应用场景	个	150	200	300	预期性
绿色发展	智算中心平均利用率	%	60	70	75	预期性
	智算中心平均 PUE	/	1.4	1.35	1.3	约束性
	绿色园区	个	3	7	10	预期性

数据来源：湖南省工信厅，东吴证券研究所

3.3. 公司积极拓展垃圾焚烧+IDC，长沙项目合作潜力大&海外复制推广

公司单项目规模优势显著，长沙项目合作潜力大。公司业务深耕湖南，垃圾焚烧产业持续发展。截至 2025Q1，公司已投运垃圾焚烧产能达 11800 吨/日，随着浏阳（1200 吨/日）、平江（600 吨/日）项目全面投产，公司湖南省内产能进一步扩展，产能规模与协同效应有望再上台阶。公司单项目规模 1000 吨/日及以上产能占比达 95%，且核心城市长沙产能占比 85%，未来在推进垃圾焚烧+IDC 合作中将具备显著优势。同时，国内垃圾焚烧+IDC 唯一落地项目浦东黎明智算中心的投资建设主体——浦发环保现为公司控股子公司（浦湘生物能源股份有限公司、湖南浦湘环保能源有限公司）的少数股东，共同投资建设长沙一期/二期项目，在已有黎明项目落地的背景下，未来双方有望在长沙加速开展垃圾焚烧+IDC 协同。

图33：截至 24 年底垃圾焚烧发电企业关键区域及核心城市产能占比

截至24年底	已投运规模 (吨/日)	关键区域+核心 城市产能合计	(关键区域+核心城市 产能) /总投运产能	长三角				京津冀			粤港澳	核心城市
				上海	浙江	江苏	安徽	北京	天津	河北	广东	长沙
永兴股份	32090	31040	97%								31040	
筛选1：单项目超1000吨/日规模	32090	31040	97%								31040	
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	18000	18000	56%								18000	
军信股份	11800	10000	85%									10000
筛选1：单项目超1000吨/日规模	11200	10000	85%									10000
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	1200	0	0%									0
旺能环境	21820	12370	57%		9350		1500				1520	
筛选1：单项目超1000吨/日规模	13920	9920	45%		6900		1500				1520	
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	2750	1000	5%		1000							
伟明环保	37400	22100	59%		15950	2050	1000				3100	
筛选1：单项目超1000吨/日规模	20100	16700	45%		13650	2050					1000	
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	6450	6050	16%		4000	2050						
绿色动力	40210	21810	54%		4300	2750	1210	2850	1550		9150	
筛选1：单项目超1000吨/日规模	31010	19210	48%		4300	2050	1210	2250	1050		8350	
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	4850	1050	3%			1050						
瀚蓝环境（考虑并购粤丰环保后）	73740	40440	55%	3800		2450	1000				3300	29890
筛选1：单项目超1000吨/日规模	56740	33140	45%	3800			1000				1500	26840
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	8200	6800	9%	3800								3000
瀚蓝环境	31250	9400	30%			800	1000				1500	6100
筛选1：单项目超1000吨/日规模	21550	7000	22%				1000				1500	4500
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	4400	3000	10%									3000
粤丰环保	42490	31040	73%	3800		1650					1800	23790
筛选1：单项目超1000吨/日规模	35190	26140	62%	3800								22340
筛选2：单项目超1000吨/日规模且无国补/竞价产能	3800	3800	9%	3800								

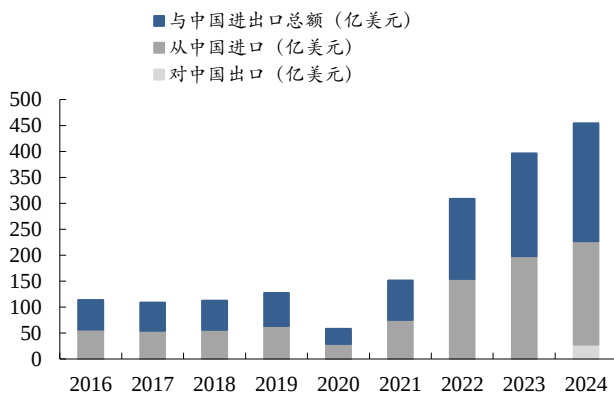
数据来源：公司公告，项目明细统计，东吴证券研究所

“一带一路”倡议以政策沟通、设施联通、贸易畅通为核心，推动中国与沿线国家在能源、基建等领域展开深度合作。目前，绿色发展与数字经济结合成为全球共识，中国与吉尔吉斯共和国于 2025 年签署《深化新时代全面战略伙伴关系联合声明》，明确提出“挖掘绿色能源与基础设施合作潜力，加强数字经济领域协同”，为公司布局吉尔吉斯垃圾焚烧+IDC 协同项目提供顶层政策支撑。

吉尔吉斯共和国是中亚地区的重要枢纽，2021-2024 年 GDP 年均复合增长率 23.1%，2024 年 GDP 达到 172.4 亿美元。从贸易数据看，中吉贸易额从 2021 年的 75.5 亿美元增长至 2024 年的 227.1 亿美元，年均复合增长率达到 44.3%，涨势强劲。能源方面，吉

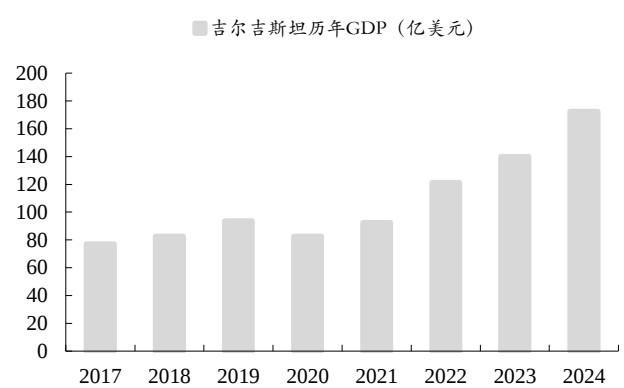
尔吉斯 90% 的电力依赖水电，缺口显著，垃圾焚烧发电兼具环保与供能属性，契合当地需求。公司布局垃圾焚烧+IDC 产业，响应吉尔吉斯“2030 能源独立计划”，同时通过“绿电+算力”协同模式，满足当地数字经济发展诉求。当前吉尔吉斯共和国经济稳步发展，市场规模不断扩大，政策环境利好，产业投资潜力显著。

图34: 吉尔吉斯共和国与中国历年贸易金额



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

图35: 吉尔吉斯共和国历年 GDP



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

公司积极布局吉尔吉斯斯坦市场，推进垃圾焚烧+IDC 业务。2025 年公司先后签订吉尔吉斯奥什市及伊塞克湖州垃圾科技处置项目框架协议，构建“垃圾焚烧发电（绿电中心）+蒸汽供热（供热中心）+算力服务（算力中心）”的一体化业务模式，**深度融合环保、能源与数字基建**。两项目分别规划日处理垃圾 2000 吨，通过垃圾焚烧发电提供绿色电力，蒸汽余热用于供热及算力设备冷却（降低能耗），实现垃圾资源化利用与低碳算力服务的协同。项目特许经营期限均为 35 年，预期长期收益稳定。公司海外固废处理及绿色能源业务版图持续扩张，有助于增强盈利能力和核心竞争力，为公司提供**新的业绩增长点**。后续实施投产将极大地改善当地人居环境，并为当地提供绿色电力、热能以及算力服务，有助于公司提升国际影响力，为后续中亚地区和共建“一带一路”国家市场拓展奠定坚实基础。

图36：公司在吉尔吉斯共和国布局的垃圾焚烧+IDC 项目

项目	奥什市垃圾科技处置项目	伊塞克湖州垃圾科技处置项目（卡拉科尔市和巴雷克奇市）
框架协议签订时间	2025年3月3日	2025年5月6日
合作范围	主要包括绿电中心（通过垃圾焚烧发电）、供热中心（利用垃圾焚烧产生的蒸汽提供热能）和 算力中心 （利用绿电为算力设备供电以及利用蒸汽制冷等技术降低算力附属设备能耗）。	伊塞克湖州垃圾科技处置项目，包括卡拉科尔市和巴雷克奇市。项目主要包括：绿色供电中心（通过燃烧垃圾发电）、绿色供热中心（利用垃圾燃烧产生的蒸汽来生产热能）、 绿色算力中心 （使用绿色电力为算力设备供电，以及蒸汽冷却技术来降低算力辅助设备的能耗）
处理能力	绿电中心垃圾处理规模预计为 日处理2000吨 ，并根据吉尔吉斯方收集和运输的垃圾数量逐步扩建，提高处理能力	垃圾处理规模 暂定2000吨/日 。计划建设两座设施，并分阶段扩建卡拉科尔市和巴雷克奇市垃圾科技处置发电项目。扩建将根据吉尔吉斯收集和运输的垃圾量进行，以提高处理能力。
特许经营期限	35年	35年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司为湖南省垃圾焚烧发电龙头，积极推进垃圾焚烧+IDC 合作，收购仁和环境&国内外新项目投产贡献业绩增量，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 7.50/7.97/8.41 亿元，同比增长 39.8%/6.3%/5.6%。我们选取 10 家垃圾焚烧公司作为可比公司，可比公司对应 2025-2027 年 PE 均值为 12.8/11.5/10.7 倍。考虑公司受益于湖南长沙区位优势，具备优质固废资产，现金流长期有保障，对标可比公司应存估值溢价，2025-2027 年 PE 为 15.7/14.7/13.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2025/5/28）

图37：盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	15.71	18.57	24.31	33.02	37.15	36.16
营业收入同比（%）	-24.5%	18.3%	30.9%	35.8%	12.5%	-2.7%
营业成本（亿元）	6.82	8.97	14.10	18.62	21.85	20.02
毛利（亿元）	8.88	9.61	10.20	14.40	15.29	16.14
毛利率（%）	56.6%	51.7%	42.0%	43.6%	41.2%	44.6%
归母净利润（亿元）	4.66	5.14	5.36	7.50	7.97	8.41
归母净利润同比（%）	4.4%	10.2%	4.4%	39.8%	6.3%	5.6%

数据来源：东吴证券研究所

图38：可比公司估值（估值和股息率对应股价日期：2025/5/28）

代码	公司	总市值 (亿元)	股息率 (TTM)	归母净利润预测（亿元）			归母净利润yoy				PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	24-27复增	2025E	2026E	2027E
0257.HK	光大环境	238	5.94%	38.67	41.05	41.97	14%	6%	2%	8%	6.1	5.8	5.7
601330.SH	绿色动力	104	4.03%	6.50	7.18	7.60	11%	10%	6%	9%	16.0	14.5	13.7
601033.SH	永兴股份	146	3.70%	9.17	10.17	10.87	12%	11%	7%	10%	15.9	14.3	13.4
600323.SH	瀚蓝环境	201	3.25%	18.60	21.17	22.14	12%	14%	5%	10%	10.8	9.5	9.1
601827.SH	三峰环境	141	2.91%	12.64	13.50	14.23	8%	7%	5%	7%	11.1	10.4	9.9
002034.SZ	旺能环境	76	2.81%	6.64	7.13	7.64	18%	7%	7%	11%	11.5	10.7	10.0
000885.SZ	城发环境	89	2.56%	12.06	12.77	13.57	6%	6%	6%	6%	7.4	7.0	6.6
301175.SZ	中科环保	77	2.57%	3.94	4.80	5.64	23%	22%	18%	21%	19.6	16.1	13.7
603568.SH	伟明环保	338	2.40%	30.03	35.74	40.29	11%	19%	13%	14%	11.3	9.5	8.4
601200.SH	上海环境	108	1.24%	6.04	6.32	6.59	5%	5%	4%	5%	17.9	17.1	16.4
可比公司均值											12.8	11.5	10.7
301109.SZ	军信股份	117	4.32%	7.50	7.97	8.42	40%	6%	6%	16%	15.7	14.7	13.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：光大环境、军信股份、永兴股份、三峰环境、绿色动力、瀚蓝环境、伟明环保盈利预测来自于东吴证券研究所，其余均来自 wind 一致预期

5. 风险提示

(1) 电价补贴政策风险: 公司未来建成投产的垃圾焚烧发电项目将面临竞价上网的局面, 如果国家或当地政府削减对垃圾焚烧发电行业的支持力度, 公司垃圾焚烧项目可能面临补贴水平退坡的风险, 则可能对公司的经营造成不利影响。

(2) 特许经营权项目到期的风险: 公司特许经营权账面价值占总资产的比例较高, 如特许经营权合同到期后无法续约, 对公司未来的经营状况及盈利能力造成不利影响。

(3) 应收账款风险: 如政府财政压力加大, 可能导致公司的应收账款增加, 对公司盈利能力造成不利影响。

军信股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,207	4,951	5,244	5,907	营业总收入	2,431	3,302	3,715	3,616
货币资金及交易性金融资产	2,005	2,747	2,821	3,563	营业成本(含金融类)	1,410	1,862	2,185	2,002
经营性应收款项	1,819	1,842	2,061	1,989	税金及附加	37	46	49	51
存货	36	40	47	47	销售费用	0	0	0	0
合同资产	26	26	30	33	管理费用	147	205	230	235
其他流动资产	322	295	286	275	研发费用	64	83	89	90
非流动资产	9,835	9,758	9,897	9,743	财务费用	99	109	101	106
长期股权投资	2	2	3	3	加:其他收益	56	50	48	46
固定资产及使用权资产	588	677	904	1,059	投资净收益	32	31	31	25
在建工程	106	203	377	338	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	8,039	7,812	7,575	7,328	减值损失	(10)	(21)	(16)	(16)
商誉	146	146	146	146	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	97	92	87	82	营业利润	761	1,057	1,123	1,187
其他非流动资产	857	826	806	786	营业外净收支	2	2	2	1
资产总计	14,043	14,709	15,141	15,650	利润总额	763	1,058	1,125	1,188
流动负债	1,805	1,146	1,196	1,306	减:所得税	76	85	90	95
短期借款及一年内到期的非流动负债	483	473	473	473	净利润	686	974	1,035	1,093
经营性应付款项	430	465	486	556	减:少数股东损益	150	224	238	251
合同负债	6	3	4	4	归属母公司净利润	536	750	797	842
其他流动负债	886	204	233	274	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.95	1.33	1.41	1.49
非流动负债	3,637	3,953	4,054	4,155	EBIT	817	1,168	1,226	1,294
长期借款	2,404	2,604	2,704	2,804	EBITDA	1,140	1,713	1,817	1,928
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.98	43.61	41.17	44.63
租赁负债	7	8	9	10	归母净利率(%)	22.06	22.71	21.45	23.27
其他非流动负债	1,226	1,341	1,341	1,341	收入增长率(%)	30.86	35.84	12.51	(2.66)
负债合计	5,442	5,099	5,250	5,461	归母净利润增长率(%)	4.36	39.82	6.28	5.60
归属母公司股东权益	6,855	7,641	7,684	7,729					
少数股东权益	1,746	1,970	2,208	2,459					
所有者权益合计	8,601	9,611	9,892	10,189					
负债和股东权益	14,043	14,709	15,141	15,650					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	971	981	1,579	2,052	每股净资产(元)	13.29	13.56	13.63	13.71
投资活动现金流	164	(484)	(748)	(505)	最新发行在外股份(百万股)	564	564	564	564
筹资活动现金流	(552)	195	(807)	(855)	ROIC(%)	7.40	8.88	8.75	8.97
现金净增加额	583	693	24	692	ROE-摊薄(%)	7.82	9.81	10.37	10.89
折旧和摊销	323	546	592	635	资产负债率(%)	38.75	34.66	34.67	34.90
资本开支	(920)	(504)	(754)	(505)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.88	15.65	14.73	13.95
营运资本变动	(84)	(669)	(186)	174	P/B(现价)	1.57	1.54	1.53	1.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>