

2025 年 06 月 06 日

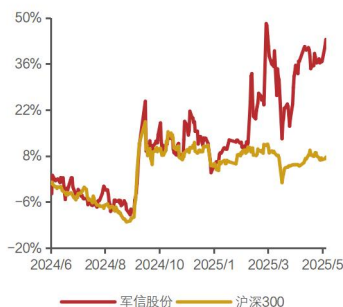
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 06 月 04 日
收盘价（元）	21.79
一年内最高/最低（元）	24.00/13.62
总市值（百万元）	12,281.79
流通市值（百万元）	2,149.60
总股本（百万股）	563.64
资产负债率（%）	33.76
每股净资产（元/股）	13.79

资料来源：聚源数据

军信股份(301109.SZ)

——手握长沙核心固废资产 有望成为 IDC 协同发展先行者

投资要点：

- **手握长沙核心固废资产，盈利稳健现金流改善，承诺在满足预定条件时长期分红率不低于 50%。**公司成立于 2011 年，成立以来公司深耕湖南市场，持续拓展固废上下游产业链。公司当前拥有 9600 万吨/日的垃圾焚烧发电项目，主要分布在湖南长沙、浏阳、平江地区，同时布局灰渣处理、垃圾填埋、渗滤液处理、污泥处理等固废产业链业务，2024 年底公司完成仁和环境收购，将业务拓展至垃圾中转、餐厨垃圾处理等。近几年公司盈利稳健，上市以来自由现金流持续好转，近三年每股分红维持在 0.9 元/股，并在今年年初承诺在公司当年盈利、累计未分配利润为正且保证公司持续长期发展前提下，若无重大支出安排，公司每年分红比例 50%以上。按照 0.9 元/股测算，公司当前股息率 4.1%。
- **长沙项目质地优秀，吨发/吨收/吨毛利均为行业第一。**公司核心资产为长沙地区 7800 吨/日垃圾焚烧项目，其中长沙一期项目 5000 吨/日于 2018 年投产，长沙二期项目 2800 吨/日于 2021 年投产，项目投产以来经营效率行业领先，**2024 年单吨收入 451 元/吨，单吨毛利 248 元/吨，均位于行业第一**，当前毛利率水平维持在 60%-70%，位于行业前列。从现金流表现来看，公司近年来收现比维持在 1 左右，应收账款账龄低于行业内其他公司，坏账风险更低。
- **仁和环境盈利稳健，未来三年业绩承诺分别为 4.4、4.6、4.8 亿元。**2024 年 11 月底仁和环境成为公司控股子公司（持股比例 63%），其拥有长沙市垃圾中转产能 1 万吨/日（其中厨余垃圾 2000 吨/日，其余垃圾 8000 吨/日）和餐厨垃圾处理产能 800 吨/日，与公司现有垃圾焚烧项目协同效应显著，助力 2025Q1 公司经营效率进一步提升，毛利率同比增加 3.34 个百分点。仁和环境盈利较为稳健，毛利率约 70%，同时本次收购设置业绩承诺，仁和环境承诺 23-27 年每年实现扣非归母净利润分别不低于 4.12、4.16、4.36、4.58、4.75 亿元，为仁和环境未来三年盈利提供保障。2024 年仁和环境实际实现扣非净利润 5.4 亿元，业绩表现亮眼。
- **国内市场增量有限，公司积极拓展海外市场迎来新发展，除对外收购外，公司积极向海外拓展获得项目，现有在手储备项目 7000 吨/日（含在建）。**海外项目盈利水平较高，以比什凯克垃圾科技处置发电项目一期项目（1000 吨/日）为例，该项目垃圾处理服务费单价为 17 美元/吨，垃圾发电上网电价为 0.070 美元/千瓦时，**预计该项目将在 2025 年投产，年均贡献收入 1 亿元，盈利能力较高**，剩余产能有望在未来几年陆续开工、投产，为公司提供持续增长。
- **积极推进算电协同，率先在海外落地算电一体化项目，期待后续项目复制。**垃圾焚烧发电项目与 IDC 协同供电供冷逐渐成为产业趋势，公司率先在海外签订算电一体化项目，包括吉尔吉斯共和国奥什市垃圾科技处置项目和伊塞克湖州项目，项目总规模 4000 吨/日，均涵盖供电中心和算力中心，项目率先落地预计将给公司积累相关经验。此外，湖南地区算力需求快速增长，政策规划到 2030 年全省智算规模达 12EFlops，同时对 PUE 要求 1.3 以内，在此绿色智算产业发展规划下，公司迎来全

新发展机遇。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 32.2、33.1、35.9 亿元，同比增长率分别为 32.34%、2.88%、8.45%，归母净利润分别为 7.52、8.02、8.44 亿元，同比增长率分别为 40.3%、6.62%、5.25%。当前股价对应的 PE 分别为 16、15、15 倍，我们选取绿色动力、中科环保、永兴股份作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 17 倍，公司当前估值水平低于行业平均，考虑到公司资产质地优秀，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**项目投产进度低于预期，垃圾处理量存在波动风险，政策存在不确定性

盈利预测与估值（人民币）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,857	2,431	3,217	3,309	3,589
同比增长率（%）	18.26%	30.86%	32.34%	2.88%	8.45%
归母净利润（百万元）	514	536	752	802	844
同比增长率（%）	10.22%	4.36%	40.30%	6.62%	5.25%
每股收益（元/股）	0.91	0.95	1.33	1.42	1.50
ROE（%）	9.99%	7.82%	9.59%	9.87%	10.02%
市盈率（P/E）	23.90	22.90	16.32	15.31	14.55

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 32.2、33.1、35.9 亿元，同比增长率分别为 32.34%、2.88%、8.45%，归母净利润分别为 7.52、8.02、8.44 亿元，同比增长率分别为 40.3%、6.62%、5.25%。当前股价对应的 PE 分别为 16、15、15 倍，我们选取绿色动力、中科环保、永兴股份作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 17 倍，公司当前估值水平低于行业平均，考虑到公司资产质地优秀，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 2025-2027 年平江、浏阳项目产能利用率分别为 80%、95%、105%，吨垃圾上网电量均为 400kwh/吨；

2) 2025-2027 年比什凯克分别新增投产规模 0、1000、1000 吨/日，2026-2027 年的产能利用率分别为 100%、105%，电价为 0.07 美元/千瓦时，垃圾处理费为 17 美元/吨；

3) 2025-2027 年垃圾中转场产能利用率分别为 83%、84%、85%，餐厨垃圾项目产能利用率均为 144%，提油率均为 7.2%，工业级混合油销售单价均为 6000 元/吨。

投资逻辑要点

公司为行业内少有的专注于优势区域（湖南长沙）拓展固废产业链的企业。公司存量资产极为优质，吨上网电量、吨收入、吨毛利均位于行业首位，项目盈利能力行业内领先，同时公司应收账款坏账风险低于同行，现金流表现优异，受此影响，上市以来公司每年分红 0.9 元/股，2025 年初更是承诺满足预定条件下长期分红比例不低于 50%，稳定高股息价值凸显，**按照 0.9 元/股测算，公司当前股息率 4.1%。**

与此同时公司积极拓展增量，2024 年收购仁和环境拓展上游垃圾中转和下游餐厨垃圾处理业务，该公司盈利稳健，当前年均利润 5 亿元（贡献归母净利润 3 亿元左右）；同年公司积极向海外拓展项目，获取 7000 吨/日的固废业务，项目陆续投产预计将为公司贡献持续增长；

另一方面，公司积极开展垃圾焚烧协同 IDC 供电供冷业务，率先在海外签订算力一体化项目，成为上市公司中率先公告的项目，预计将给公司积累相关经验。此外湖南地区算力需求快速增长，政策规划到 2030 年全省智算规模达 12EFlops，同时对 PUE 要求 1.3 以内，在此绿色智算产业发展规划下，公司迎来全新发展机遇。

核心风险提示

项目投产进度低于预期，垃圾处理量存在波动风险，政策存在不确定性

内容目录

1. 手握长沙核心固废资产 收购仁和拓展上下游	6
2. 资产质地优秀 积极拓展海外市场	9
2.1. 长沙项目质地优秀 吨发/吨收/吨毛利均为行业第一	9
2.2. 仁和环境盈利稳步提升 积极拓展海外市场迎来新发展	12
3. 积极推进算电协同 有望成为行业先行者	15
3.1. 算力的尽头是电力 垃圾焚烧发电协同 IDC 供电供冷渐成趋势	15
3.2. 积极推进算电协同 项目进展行业领先	17
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

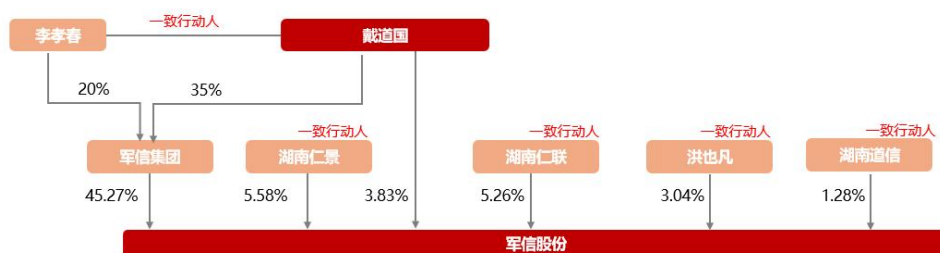
图表 1： 公司股权结构（截至 2025 年 1 月 17 日）	6
图表 2： 公司所拥有的固废产业链梳理	7
图表 3： 公司当前在手项目梳理	7
图表 4： 2018-2024 年公司收入构成（单位：亿元）	8
图表 5： 2018-2024 年公司毛利构成（单位：亿元）	8
图表 6： 2020-2024 年公司现金流表现（单位：亿元）	9
图表 7： 2021-2024 年每股分红和股利支付率	9
图表 8： 2018-2024 年公司吨上网电量变化（kwh/吨）	10
图表 9： 2024 年主要固废企业吨上网电量比较（kwh/吨）	10
图表 10： 2024 年主要固废公司单吨收入对比（元/吨）	10
图表 11： 2024 年主要固废公司单吨毛利对比（元/吨）	10
图表 12： 当前各省燃煤标杆电价（元/千瓦时）	11
图表 13： 2020-2024 年主要固废公司毛利率对比	11
图表 14： 2018-2024 年公司收现比（剔除建造收入）情况	12
图表 15： 2024 年主要固废公司应收账款账龄比较	12
图表 16： 仁和环环主要资产	12
图表 17： 2021-2023 年仁和环环主要业务收入（亿元）	13
图表 18： 2021-2023 年仁和环环毛利率	13
图表 19： 仁和环环主要经营数据	13
图表 20： 公司新增获取/在建海外垃圾焚烧项目列表	14
图表 21： 国家算力枢纽节点与数据中心集群位置图示	15
图表 22： 黎明智算中心能源供给示意图	16
图表 23： 公司核心假设	17
图表 24： 可比公司估值表	18

1. 手握长沙核心固废资产 收购仁和拓展上下游

区域固废处理龙头，立足长沙辐射湖南。军信股份成立于 2011 年，成立以来主营固废处理业务，2017 年公司转为股份有限公司，2022 年在深交所上市，**发展至今公司已形成固废处理全产业链服务能力**。公司当前核心资产为 9600 万吨/日的垃圾焚烧发电项目，主要分布在湖南长沙、浏阳、平江地区，并布局灰渣处理、垃圾填埋、渗滤液处理、污泥处理等固废产业链业务，2024 年完成仁和环境收购，将业务拓展至垃圾中转、餐厨垃圾处理等。公司当前为深耕湖南的固废处理区域龙头，上下游产业链协同发展。

董事长戴道国军人退役背景，拥有公司 65.35%的表决权，为公司实际控制人。公司第一大股东为军信集团，持有公司 45.27%的股权（戴道国及其一致行动人李孝春持有军信集团 55%的股权），湖南仁联、湖南仁景、洪也凡、湖南仁怡与公司实际控制人戴道国签署了《表决权委托协议》及补充协议，将合计持有的 0.82 亿股表决权委托给戴道国（对应持股比例 14.54%），在此架构下，戴道国及其一致行动人持有公司股权比例为 65.35%，戴道国成为公司实际控制人。

图表 1：公司股权结构（截至 2025 年 1 月 17 日）



资料来源：公司公告，wind，华源证券研究所

注：还有部分股东为戴道国亲属及一致行动人，因篇幅限制未列上

公司当前业务涵盖垃圾中转，垃圾焚烧/垃圾填埋，飞灰、渗滤液处理、污泥处置，占据长沙市六区一县全部生活垃圾、大部分市政污泥以及平江县全部生活垃圾、浏阳市生活垃圾焚烧发电的市场份额，具体来看：

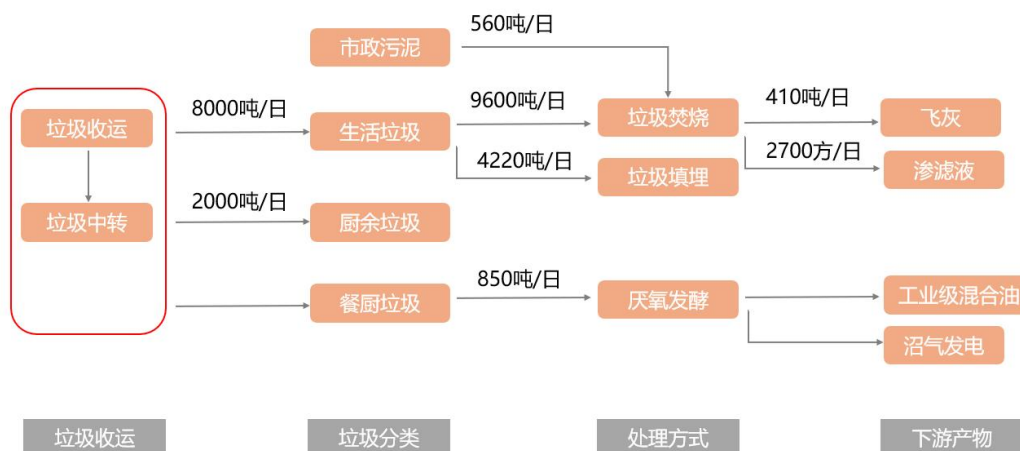
1) 垃圾中转/转运：总产能 1 万吨/日，其中厨余垃圾 2000 吨/日，其他垃圾 8000 吨/日；另有 1600 吨/日垃圾转运项目属于筹建状态；

2) 垃圾焚烧发电（当前贡献主要盈利）：总产能 9600 吨/日，其中 7800 吨/日位于长沙，1200 吨/日位于浏阳，600 吨/日位于平江；

3) 污泥处置、渗滤液处理、灰渣处理：拥有污泥处置产能 1000 吨/日，污泥协同垃圾焚烧发电处理产能 560 吨/日，渗滤液处理产能 2700 方/日，灰渣处理产能 410 吨/日；

4) **餐厨垃圾处理**：总产能 850 吨/日，其中 800 吨/日位于长沙，50 吨/日位于平江。

图表 2：公司所拥有的固废产业链梳理



资料来源：公司公告，华源证券研究所绘制

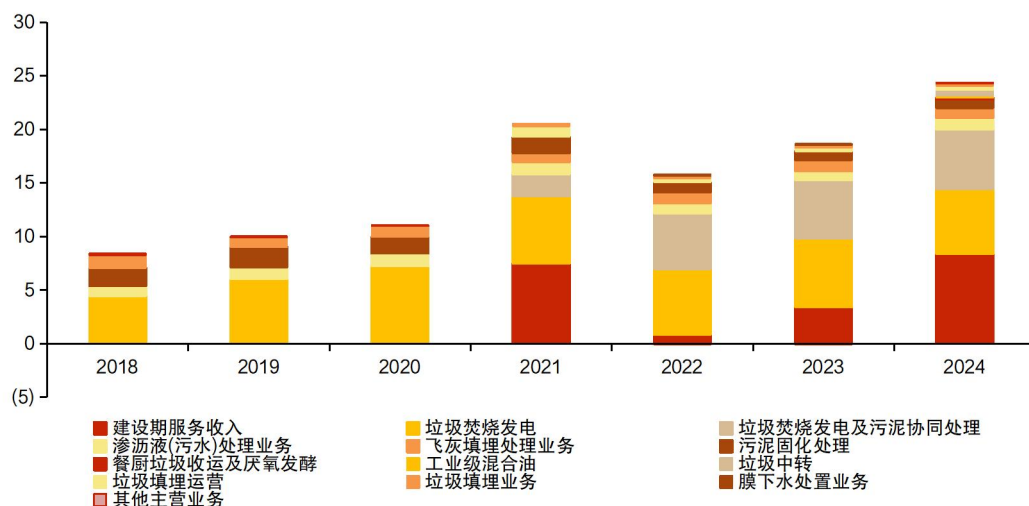
图表 3：公司当前在手项目梳理

类别	项目	运营主体	项目状态	运营模式	特许经营权期限	运营时间	产能
垃圾中转	长沙市第一垃圾中转处理场	仁和环保	运营	BOOT			其他垃圾 8,000 吨/天；厨余垃圾 2,000 吨/天
			运营	BOT			配套污水处理项目，未约定处理量；
垃圾转运	长沙市望城区生活垃圾转运站特许经营权	仁和环保	筹建				长沙市望城区生活垃圾转运 1,600 吨/天
垃圾焚烧发电	垃圾焚烧项目（一期）	浦湘生物	在运	BOT	2014-2042	2018 年 4 月 1 日	5000 吨/天
	垃圾焚烧项目（二期）	浦湘环保	在运	BOT	2019-2048	2021 年 7 月 5 日、2021 年 9 月 26 日	生活垃圾 2800 吨/日，污泥 500 吨/日
	浏阳市生活垃圾焚烧发电项目	浏阳军信	在运	BOT	2023-2053	2024 年底、2025 年初	生活垃圾 1200 吨/日
	平江县市政污泥与生活垃圾（餐厨）垃圾焚烧发电厂工程	平江军信	在运	BOT		2024 年底	生活垃圾 600 吨/日，污泥 60 吨/日，餐厨 50 吨/日
垃圾填埋业务	平江项目		在运	TOT	2012-2037	2012 年 6 月 1 日	生活垃圾 220 吨/天
	填埋项目		在运	TOT	2006-2031	2006 年 6 月 20 日	生活垃圾 4000 吨/天
污泥处置业务	污泥处置项目		在运	BOT	2006-2031	2006 年 6 月 20 日，升级改造部分于 2015 年 11 月 24 日正式运行	污泥 1000 吨/天
渗沥液处理业务	渗沥液（污水）处理项目		在运	BOT	2006-2031	2006 年 6 月 20 日；升级改造部分于 2011 年 11 月 6 日正式运行	渗滤液 2700 方/天
灰渣处理处置业务	灰渣处理处置项目		在运	BOT	2019-2049	2021 年 1 月 2 日	灰渣 410 吨/天
餐厨垃圾处理利用	长沙市餐厨垃圾处理项目特许经营权	仁和环	运营	BOO			长沙市餐厨垃圾 800 吨/天

资料来源：公司公告，军信股份公众号，华源证券研究所

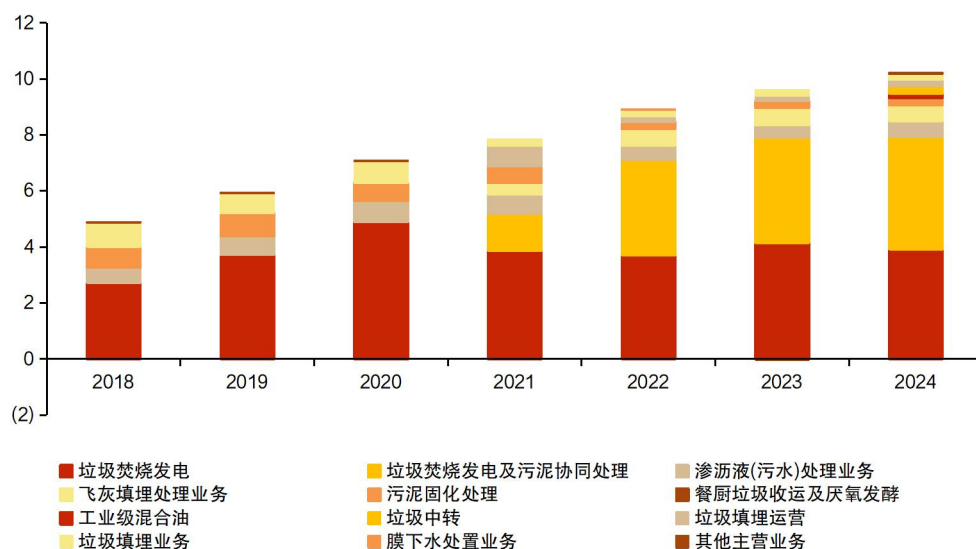
公司运营资产盈利稳健，建造业务不确认毛利，盈利与现金流更为匹配。公司当前收入主要由建造收入、垃圾焚烧发电收入和其余业务（渗滤液、飞灰、污泥处置等）构成，其中：1）建造收入波动较大，但公司建造业务不确认毛利，使得公司盈利与现金流更为匹配；2）2023-2024 年垃圾焚烧发电业务营收在 11-12 亿元附近，毛利在 7-8 亿元（占公司总毛利的比例约为 70%），盈利较为稳健；3）其余业务盈利同样较为稳健，2021-2024 年营收在 3-4 亿元，毛利在 2 亿元左右。

图表 4：2018-2024 年公司收入构成（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：2018-2024 年公司毛利构成（单位：亿元）



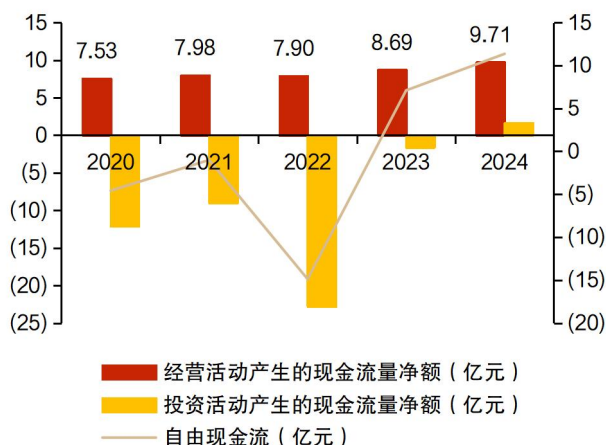
资料来源：wind，华源证券研究所

上市以来自由现金流持续好转，近三年每股分红维持在 0.9 元/股。当前行业资本开支持续减少，2020-2024 年公司经营现金流净额从 7.5 亿元持续提高至 9.7 亿元，投资现金流净额维持在较低水平，受此影响，2022-2024 年公司自由现金流持续改善，即使在 2024 年收

购仁和环境（投资支付的现金达到 51.6 亿元）的背景下，公司仍实现自由现金流 11.4 亿元。受此影响，公司近三年每股分红维持在 0.9 元/股，2024 年股利支付率达到 94.6%。按照 0.9 元/股测算，公司当前股息率 4.1%。

公司承诺在达到预定条件后长期分红比例不低于 50%。2025 年 4 月，公司发布《长期分红回报规划》，明确在公司当年盈利、累计未分配利润为正且保证公司持续长期发展前提下，若无重大投资计划或重大现金支出安排（公司募集资金投资项目除外），公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司股东净利润的 50%，充分展现了公司重视股东回报，与股东分享利益的决心。

图表 6：2020-2024 年公司现金流表现（单位：亿元）

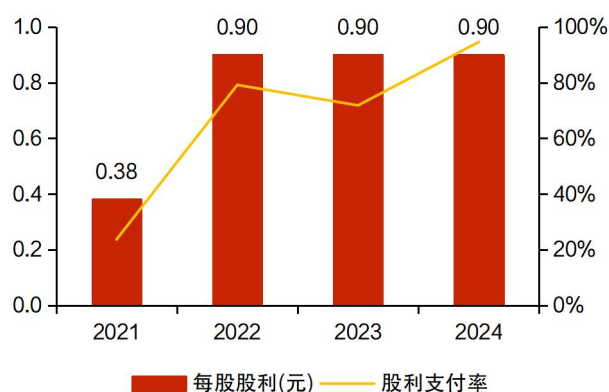


资料来源：wind，华源证券研究所

注 1：自由现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

注 2：左轴为经营活动现金流和投资活动现金流，右轴为自由现金流

图表 7：2021-2024 年每股分红和股利支付率



资料来源：wind，华源证券研究所

注：左轴为每股分红，右轴为股利支付率

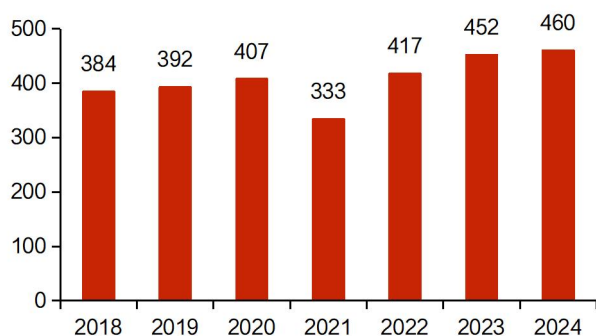
2. 资产质地优秀 积极拓展海外市场

2.1. 长沙项目质地优秀 吨发/吨收/吨毛利均为行业第一

公司当前核心资产为长沙地区 7800 吨/日垃圾焚烧项目，其中长沙一期项目 5000 吨/日于 2018 年投产，长沙二期项目 2800 吨/日于 2021 年投产，项目投产以来经营效率行业领先，2024 年吨上网电量、吨收入、吨毛利均为行业第一（注：由于浏阳项目、平江项目 2024 年底、2025 年初才陆续投产，公司经营数据主要代表长沙项目情况）。

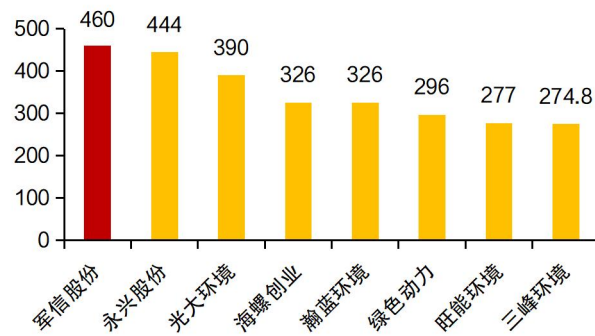
1) 吨上网电量：自 2021 年长沙二期项目投产后，公司吨上网电量持续提升，2024 年公司实现吨上网电量 460kwh/吨，位于行业第一，我们认为主要与地区垃圾热值、地区经济和人口情况、公司经营效率持续改善相关；

图表 8：2018-2024 年公司吨上网电量变化 (kwh/吨)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：2024 年主要固废企业吨上网电量比较 (kwh/吨)

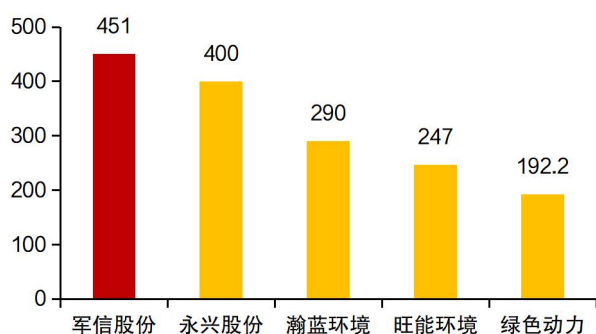


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

2) 单吨收入：2024 年公司实现单吨收入 451 元/吨，位于行业第一，我们分析主因：一是经营效率较高，单吨上网电量位于行业第一；二是垃圾处理费较高，根据公司公告，公司长沙项目（一期、二期）基础垃圾处理费为 109.90 元/吨（每年处理量≤282.2 万吨），超出部分垃圾处理费为 65.94 元/吨（注：公司年均垃圾处理量 320 万吨左右）；三是基础电费较高，湖南地区燃煤标杆电价 0.45 元/kwh，仅次于广东、西藏；

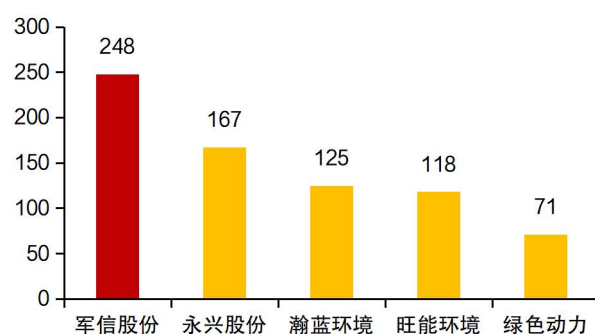
3) 单吨毛利：2024 年公司实现单吨毛利 248 元/吨，位于行业第一，我们认为主因公司单个项目规模较大，规模效应明显，同时成本控制得当，毛利率水平维持在 60%-70%，高于行业内其他公司。

图表 10：2024 年主要固废公司单吨收入对比 (元/吨)



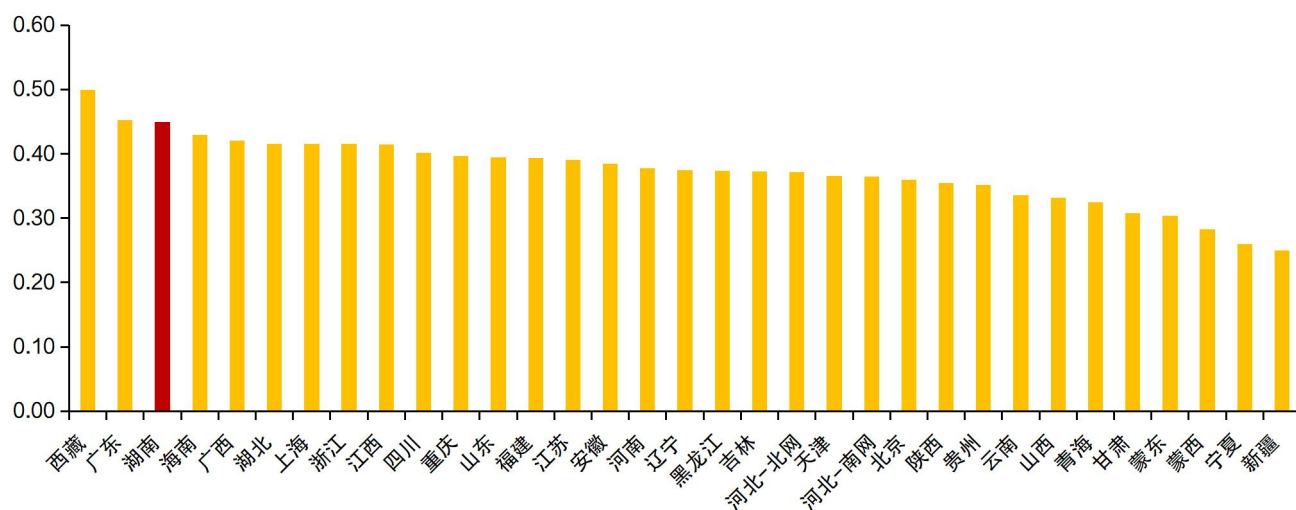
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 11：2024 年主要固废公司单吨毛利对比 (元/吨)



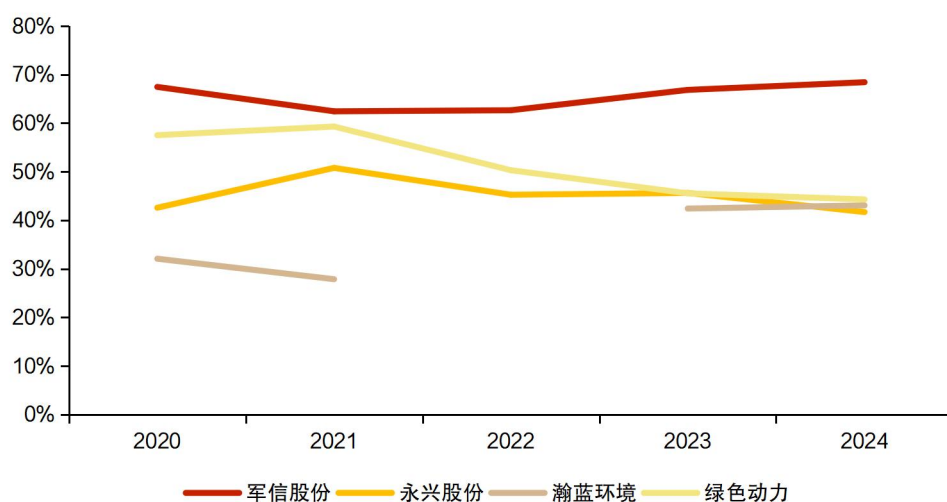
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 12：当前各省燃煤标杆电价（元/千瓦时）



资料来源：北极星电力交易学社公众号，华源证券研究所

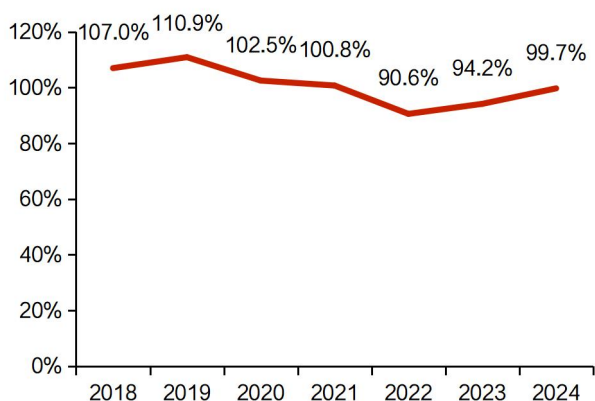
图表 13：2020-2024 年主要固废公司毛利率对比



资料来源：各公司公告，wind，华源证券研究所

公司收现比维持在 1 左右，应收账款账龄低于行业内其他公司，坏账风险更低。2018 年以来公司收现比维持在 1 左右，2019-2022 年受地方财政压力增大回款减缓影响，收现比有所下滑，但 2023-2024 年稳步回升。从主要垃圾焚烧企业的应收账款结构对比来看，军信股份 1 年以内的应收占比占据主导，2024 年占比约 92%，远高于同行业其他公司，意味着公司回款情况较好；且由于大部分企业应收账款按照账龄计提减值，军信股份平均账期较短，意味着其计提坏账风险更低。

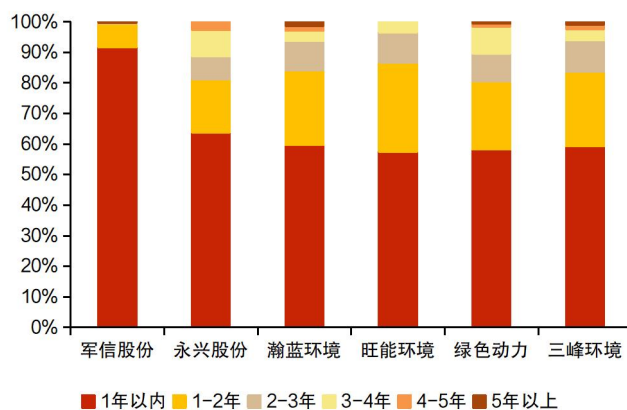
图表 14：2018-2024 年公司收现比（剔除建造收入）情况



资料来源：wind，华源证券研究所

注：收现比（剔除建造收入）=收入（剔除建造收入）/销售商品、提供劳务支付的现金

图表 15：2024 年主要固废公司应收账款账龄比较



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

2.2. 仁和环境盈利稳步提升 积极拓展海外市场迎来新发展

2024 年公司通过发行股份及支付现金的方式收购仁和环 63% 的股权，该交易已于 2024 年底完成。本次收购对价 21.97 亿元，其中发行股份支付对价 15.38 亿元，发行股份数 1.06 亿股，发行价格为 14.56 元/股，支付现金对价 6.59 亿元，上述股份上市日期为 2024 年 12 月 18 日，限售期为 12 个月或 24 个月（交易对手方存在锁定期差异）。此外，公司在收购资产的同时配套发行股份募集资金，发行股份数量 0.48 亿股，发行价格 16 元/股，募集资金总额 7.68 亿元，股份上市日期为 2025 年 1 月 24 日，限售期 6 个月。

仁和环境主营长沙垃圾中转业务和餐厨垃圾处理，在运垃圾中转产能 1 万吨/日，长沙市餐厨垃圾处理产能 800 吨/日，资产盈利稳健，毛利率约 70%。1）生活垃圾中转业务：2021-2023 年公司年均实现生活垃圾中转量 286 万吨/日，产能利用率平均为 80%，年均实现生活垃圾中转收入 5.7 亿元；2）餐厨垃圾处理业务：收入主要由餐厨垃圾收运及厌氧发酵和工业级混合油销售收入构成，前者由政府决定收入标准，后者销售单价及盈利受市场影响，2021-2023 年公司年均实现餐厨垃圾处理量 40 万吨，提油率 6.5%，年均实现餐厨垃圾收运收入 1.9 亿元，实现工业级混合油销售收入 1.7 亿元。

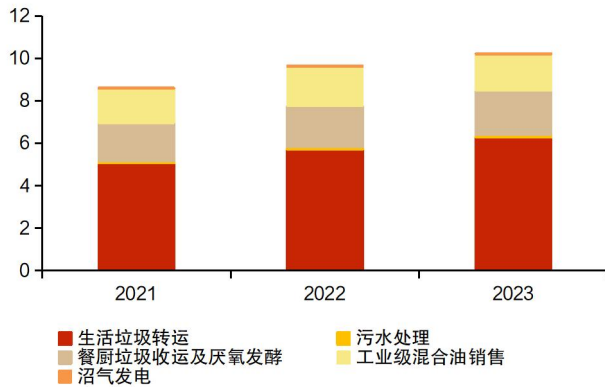
图表 16：仁和环境主要资产

特许经营权	业务	区域	状态	模式	运营主体	日处理能力
长沙市第一垃圾中转处理场	垃圾中转	长沙市	运营	BOOT	仁和环保	其他垃圾 8,000 吨/天；厨余垃圾 2,000 吨/天
			运营	BOT		配套污水处理项目，未约定处理量；

长沙市望城区生活垃圾转运站 特许经营权	垃圾转运		筹建		仁和环保	长沙市望城区生活 垃圾转运 1,600 吨/ 天
长沙市餐厨垃圾处理项目特 许经营权	餐厨垃圾处 理利用	长沙市、宁乡 市	运营	BOO	仁和环 境	长沙市餐厨垃圾 800 吨/天

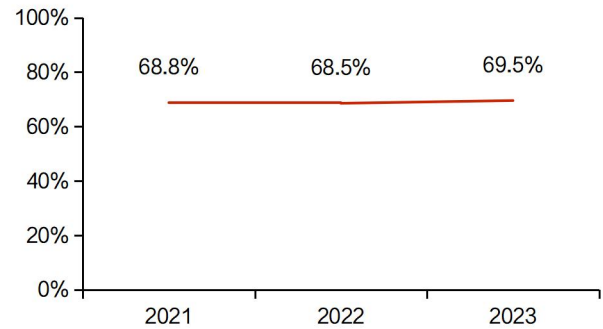
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 17：2021-2023 年仁和环主要业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：2021-2023 年仁和环毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：仁和环主要经营数据

	2021	2022	2023
垃圾中转设计处理能源（万吨/年）	335.8	365	365
处理量（万吨）	278.79	284.15	294.79
产能利用率	83.0%	77.8%	80.8%
生活垃圾转运收入（亿元）	5.07	5.71	6.29
污水处理量（万吨）	14.05	16.51	16.82
污水处理量/生活垃圾转运量	4.18%	4.52%	4.61%
污水处理收入（亿元）	0.11	0.13	0.13
餐厨垃圾收运设计处理能力（万吨/年）	29.2	29.2	29.2
处理量（万吨）	39.94	38.74	42.02
产能利用率	136.8%	132.7%	143.9%
餐厨垃圾收运及厌氧发酵收入（亿元）	1.77	1.9	2.05
工业级混合油产量（万吨）	2.43	2.42	2.96
提油率	6.1%	6.2%	7.0%
工业级混合油销售收入（亿元）	1.61	1.86	1.71
沼气发电上网电量（亿千瓦时）	0.15	0.16	0.08
吨上网电量（kwh/吨）	37.6	41.3	19.0
沼气发电收入（亿元）	0.06	0.063	0.03

资料来源：公司公告，华源证券研究所

同时在本次收购中，仁和环境设置业绩承诺，承诺 23-27 年每年实现扣非归母净利润分别不低于 4.12、4.16、4.36、4.58、4.75 亿元，为仁和环境未来三年盈利提供保障。2024 年仁和环境实际实现扣非净利润 5.4 亿元。

收购之后成果斐然，业务协同融合良好，2025Q1 经营表现亮眼。仁和环境所拥有的垃圾中转业务与军信股东所拥有的垃圾处理业务（长沙项目）协同效应显著，从 2025 年 Q1 经营情况来看，2025 年 1-3 月，公司垃圾焚烧处理量为 89.38 万吨，同比增长 15.81%；上网电量 4.46 亿度，同比增长 33.52%；垃圾焚烧平均吨上网电量 498.88 度，同比增长 15.29%，2025Q1 公司实现毛利率 49.6%，同比增加 3.34 个百分点，公司经营效率显著得到提高。

除对外收购外，公司积极向海外拓展获得项目，现有在手储备项目 7000 吨/日（含在建）。2024-2025 年公司相继获取吉尔吉斯共和国比什凯克项目、奥什市项目和伊塞克湖州项目，合计垃圾处理产能 7000 吨/日，项目盈利水平较高。以比什凯克垃圾科技处置发电项目为例，该项目特许经营期为 35 年，投资约 9500 万美元，该项目垃圾处理服务费单价为 17 美元/吨，垃圾发电上网电价为 0.070 美元/千瓦时，当前一期 1000 吨/日已经开建，预计该项目年均收入约 1 亿元，剩余产能有望在未来几年陆续开工、投产，为公司提供持续增长。

图表 20：公司新增获取/在建海外垃圾焚烧项目列表

项目	区域	规模（吨/日）	项目介绍
比什凯克垃圾科技处置发电项目	吉尔吉斯共和国首都比什凯克	3000 吨/日，一期 1000 吨/日在建	特许经营期为 35 年（含建设期），项目规划垃圾处理规模为 3000 吨/日，根据当地政府要求分期分批建设。初期建设规模为 1000 吨/日，投资约 9500 万美元。该项目垃圾处理服务费单价为 17 美元/吨，垃圾发电上网电价为 0.070 美元/千瓦时。
奥什市垃圾科技处置项目	吉尔吉斯共和国奥什市	2000 吨/日	主要内容包括绿电中心（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），垃圾处理规模预计为日处理 2000 吨
吉尔吉斯共和国伊塞克湖州项目	吉尔吉斯共和国伊塞克湖州卡拉科尔市和巴雷克奇市	2000 吨/日	特许经营权 35 年，主要内容包括绿色供电中心（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）和绿色算力中心（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）

资料来源：公司公告，公司官方公众号，北极星环保网公众号，华源证券研究所

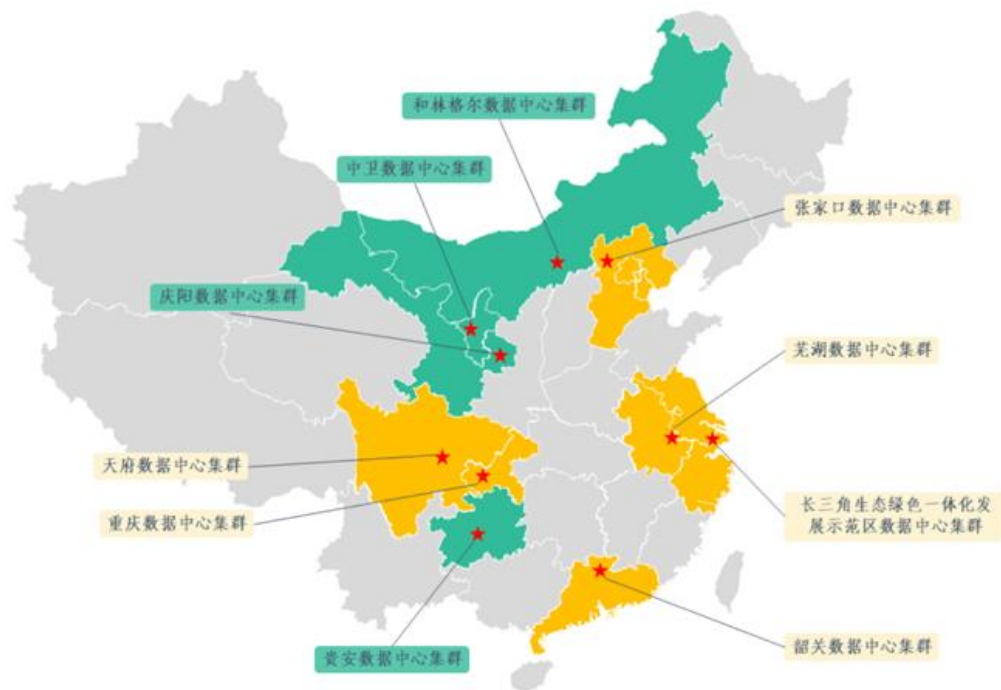
3. 积极推进算电协同 有望成为行业先行者

3.1. 算力的尽头是电力 垃圾焚烧发电协同 IDC 供电供冷渐成趋势

数据中心降低 PUE 和提高绿电比例的诉求强烈。2024 年 7 月国家发改委发布《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，提出降低 PUE 要求和强制使用绿电要求：1) 在降低 PUE 方面，文件提出到 2025 年底，全国数据中心的平均电能利用效率（PUE）降至 1.5 以下，新建及改扩建大型和超大型数据中心电能利用效率（PUE）降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率不得高于 1.2；2) 在使用绿电方面，文件要求逐年提升新建数据中心项目可再生能源利用率，引导新建数据中心与可再生能源发电等协同布局，到 2025 年底，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。

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

图表 21：国家算力枢纽节点与数据中心集群位置图示



资料来源：清华大学互联网产业研究院，华源证券研究所

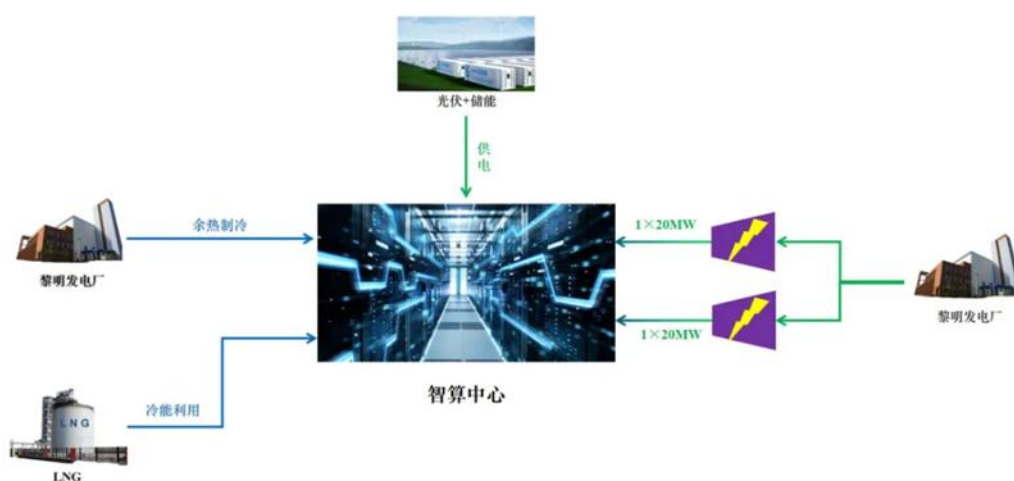
注：本图仅为示意图，不代表完整的中国地图

垃圾焚烧协同 IDC 满足绿色电力、降低 PUE、供电稳定等多重优势。以浦东黎明智算中心项目为例，该项目于 2023 年 5 月 15 日获得上海市经信委能耗指标批复，于 2024 年 7 月开工建设，计划于 2025 年 10 月具备商运条件，该项目特点包括：1) 绿电直供：垃圾焚烧发电厂拥有 2000 吨/日垃圾焚烧项目，直供智算中心，而且同产权规避隔墙售电限制；2) 余热资源供冷：利用蒸汽、热水等余热资源，并配套溴化锂机组，未来还将引入 LNG 相变余

冷，大幅度降低 PUE；3）**区域靠近负荷端**：该项目位于浦东新区，紧邻算力需求区域，有助于减少时延；4）**供电稳定**：垃圾焚烧发电供电稳定；5）**电费节省**：IDC 项目从电网购电成本约 0.67-0.72 元/千瓦时+40 元/千瓦·月（容量电价），而从垃圾焚烧项目购电仅需 0.65 元/千瓦时（按垃圾焚烧上网电价计算）。

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

图表 22：黎明智算中心能源供给示意图



资料来源：浦东发布公众号，华源证券研究所

我们分析垃圾焚烧发电与 IDC 协同模式对各方影响：1）对数据中心而言：降低 PUE 助力项目审批、降低电价提高经济性（大工业电价通常为 0.8 以上）；2）对垃圾焚烧发电企业而言：提高电价增厚项目盈利性，改善现金流；3）对政府而言：招商引资，减轻财政支出压力（垃圾处理费提高的压力）。黎明项目有望成为行业标杆，后续更多地区垃圾焚烧厂有望参与，从区域分析来看，垃圾焚烧发电协同 IDC 或更适合长三角、珠三角等区域（与国家算力枢纽节点匹配）。按照东数西算的规划布局，8 个国家算力枢纽节点中，成渝枢纽、贵州枢纽水电资源丰富，内蒙古枢纽、甘肃枢纽、宁夏枢纽风光资源丰富，京津冀枢纽、长三角枢纽、粤港澳大湾区枢纽风光水资源相对稀缺，或将选择生物质发电（含垃圾焚烧发电）满足绿电供电需求。

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

3.2. 积极推进算电协同 项目进展行业领先

率先在海外签订算电一体化项目，项目进展快于同行。2025 年 3 月公司新签奥什市垃圾科技处置项目，该项目设计规模 2000 吨/日，主要内容包括绿电中心（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），该项目成为上市公司中率先签订的算力+电力协同项目之一，若加快落地预计将给公司积累相关经验。

随后 2025 年 5 月，公司再次公告签订《伊塞克湖州垃圾科技处置项目框架协议（卡拉科尔市和巴雷克奇市）》，计划在卡拉科尔市和巴雷克奇市建设现代化垃圾焚烧厂，该项目包括绿色供电中心（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）和**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），意味着公司海外项目进展不断推进，期待更多项目复制。

湖南地区算力需求快速增长，政策规划到 2030 年全省智算规模达 12EFlops，同时对 PUE 要求 1.3 以内。湖南省工信厅 2024 年发布《湖南省人工智能产业发展三年行动计划》，提出到 2026 年全省智能算力达到 3600PFlops、人工智能产业规模突破 1000 亿元等目标，并部署了加强基础支撑、突破关键技术、发展智能产品、纵深推进“智赋万企”行动四个方面共 14 项重点任务，其中多项任务落地长沙。

2025 年 2 月湖南省人民政府办公厅发布《湖南省绿色智能计算产业高质量发展规划（2025—2030 年）》，明确到 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 12EFlops，打造 80 个左右特色化行业大模型，全省智算中心平均 PUE 控制在 1.3 以内。在湖南省的绿色智算产业发展规划下，公司迎来全新发展机遇。

4. 盈利预测与估值

考虑当前公司在建、拟建项目，我们对公司的核心假设如下：

1) 2025-2027 年平江、浏阳项目产能利用率分别为 80%、95%、105%，吨垃圾上网电量均为 400kwh/吨；

2) 2025-2027 年比什凯克分别新增投产规模 0、1000、1000 吨/日，2026-2027 年的产能利用率分别为 100%、105%，电价为 0.07 美元/千瓦时，垃圾处理费为 17 美元/吨；

3) 2025-2027 年垃圾中转产能利用率分别为 83%、84%、85%，餐厨垃圾项目产能利用率均为 144%，提油率均为 7.2%，工业级混合油销售单价均为 6000 元/吨。

图表 23：公司核心假设

项目	2025E	2026E	2027E
----	-------	-------	-------

平江、浏阳项目产能利用率	80%	95%	105%
吨上网电量 (kwh/吨)	400	400	400
比什凯克项目新增投产产能 (万吨)	0	1000	1000
比什凯克项目产能利用率		100%	105%
比什凯克项目电价 (美元/千瓦时)		0.07	0.07
比什凯克项目垃圾处理费 (美元/吨)		17	17
垃圾中转场产能利用率	83%	84%	85%
餐厨垃圾项目产能利用率	144%	144%	144%
提油率	7.20%	7.20%	7.20%
工业级混合油销售单价 (元/吨)	6000	6000	6000

资料来源：华源证券研究所

在上述假设下，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 32.2、33.1、35.9 亿元，同比增长率分别为 32.34%、2.88%、8.45%，归母净利润分别为 7.52、8.02、8.44 亿元，同比增长率分别为 40.3%、6.62%、5.25%。当前股价对应的 PE 分别为 16、15、15 倍，我们选取绿色动力、中科环保、永兴股份作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 17 倍，公司当前估值水平低于行业平均，考虑到公司资产质地优秀，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

公司简称	市值	归母净利润（亿元）				PE			PB（If）
	2025/6/4	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
绿色动力	103.1	6.83	7.30	7.73	15.1	14.1	13.3	1.3	
中科环保	76.1	3.94	4.80	5.64	19.3	15.9	13.5	2.2	
永兴股份	148.5	9.17	10.2	11.3	16.2	14.6	13.1	1.5	
平均值					16.9	14.8	13.3	1.6	
军信股份	122.8	7.52	8.02	8.44	16.3	15.3	14.6	1.6	

资料来源：wind，华源证券研究所

注：绿色动力、中科环保盈利预测为 wind 一致预期，其余公司盈利预测来源于华源证券研究

5. 风险提示

1) 项目投产进度低于预期，公司在建、筹备项目较多，项目投产进度受多方因素影响，尤其是海外项目投产进度不确定性更大；

2) 垃圾处理量存在波动风险，地区垃圾处理量与经济发展、人口数量等相关，公司每年垃圾处理量和产能利用率存在波动风险；

3) 政策存在不确定性，尤其是公司当前在建项目多为海外项目，海外政策不确定性较大

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,457	2,670	3,268	3,780
应收票据及账款	1,829	2,203	2,357	2,557
预付账款	15	20	21	22
其他应收款	8	11	11	12
存货	36	41	42	46
其他流动资产	861	962	974	1,010
流动资产总计	4,207	5,908	6,673	7,427
长期股权投资	2	2	2	1
固定资产	588	618	653	634
在建工程	106	58	5	5
无形资产	8,039	7,943	8,095	8,294
长期待摊费用	97	90	82	75
其他非流动资产	1,003	1,270	1,270	1,336
非流动资产合计	9,835	9,981	10,107	10,344
资产总计	14,043	15,889	16,780	17,772
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	430	487	497	550
其他流动负债	1,375	1,565	1,597	1,768
流动负债合计	1,805	2,052	2,094	2,318
长期借款	2,411	2,662	2,887	2,997
其他非流动负债	1,226	1,226	1,226	1,226
非流动负债合计	3,637	3,889	4,113	4,223
负债合计	5,442	5,941	6,207	6,541
股本	516	564	564	564
资本公积	3,990	4,710	4,710	4,710
留存收益	2,349	2,575	2,855	3,151
归属母公司权益	6,855	7,849	8,129	8,425
少数股东权益	1,746	2,100	2,444	2,806
股东权益合计	8,601	9,949	10,573	11,230
负债和股东权益合计	14,043	15,889	16,780	17,772

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	686	1,030	1,070	1,130
折旧与摊销	323	400	420	442
财务费用	99	84	89	94
投资损失	-32	-32	-32	-32
营运资金变动	-89	-240	-127	-18
其他经营现金流	-17	90	90	90
经营性现金净流量	971	1,332	1,511	1,706
投资性现金净流量	164	-527	-527	-661
筹资性现金净流量	-552	409	-386	-533
现金流量净额	583	1,213	597	512

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,431	3,217	3,309	3,589
营业成本	1,410	1,598	1,629	1,806
税金及附加	37	48	50	54
销售费用	0	0	0	0
管理费用	147	177	182	197
研发费用	64	84	87	94
财务费用	99	84	89	94
资产减值损失	2	3	3	4
信用减值损失	-12	-16	-17	-18
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	32	32	32	32
公允价值变动损益	8	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	56	56	56	56
营业利润	761	1,300	1,347	1,417
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	763	1,302	1,348	1,419
所得税	76	195	202	213
净利润	686	1,106	1,146	1,206
少数股东损益	150	354	344	362
归属母公司股东净利润	536	752	802	844
EPS(元)	0.95	1.33	1.42	1.50

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	30.86%	32.34%	2.88%	8.45%
营业利润增长率	8.62%	70.86%	3.58%	5.26%
归母净利润增长率	4.36%	40.30%	6.62%	5.25%
经营现金流增长率	11.78%	37.15%	13.44%	12.91%
盈利能力				
毛利率	41.98%	50.33%	50.77%	49.69%
净利率	28.23%	34.40%	34.63%	33.61%
ROE	7.82%	9.59%	9.87%	10.02%
ROA	3.82%	4.74%	4.78%	4.75%
估值倍数				
P/E	22.90	16.32	15.31	14.55
P/S	5.05	3.82	3.71	3.42
P/B	1.79	1.56	1.51	1.46
股息率	0.00%	4.29%	4.25%	4.47%
EV/EBITDA	9	8	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

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

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。