



公司研究 | 深度报告 | 永兴股份 (601033.SH)

# 深耕广州, 垃圾焚烧资产质量优异+高比例分 红

## 报告要点

永兴股份是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体，截至 2024 年底在运营垃圾焚烧发电项目产能 32,090 吨/日，目前公司已经没有在建垃圾焚烧项目。公司项目所在区位优势，国补比例较低+热值较高+单体项目大，现金流表现优异。项目所有权形式主要是政府采购服务，类永续经营。广环投股东保证垃圾收运充裕，原生垃圾+陈腐垃圾拓渠道保障垃圾处理量仍有一定增长。

## 分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001

SFC: BUV415



任楠

SAC: S0490518070001

SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

永兴股份 (601033.SH)

2025-06-10

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

## 深耕广州，垃圾焚烧资产质量优异+高比例分红

### 永兴股份——广州市政府唯一垃圾焚烧平台企业

永兴股份成立于 2009 年，是广州市政府控股的广州环投集团投资的环保企业，也是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体，长期聚焦于垃圾焚烧发电业务。截至 2024 年底，公司共运营 14 个控股垃圾焚烧发电项目和 4 个全资生物质处理项目（餐厨及厨余垃圾处理），在运营垃圾焚烧发电项目产能 32,090 吨/日，在运营生物质处理项目产能 2,590 吨/日，固废运营规模处于行业前列。目前公司已经没有在建垃圾焚烧项目，2023 年建造收入已大幅下滑至 0.15 亿元，2024 年已经没有建造收入贡献，公司收入利润质量较高。

### 多项优势有别于同业公司，值得更高估值

- 优势一：项目所在区位优势，国补比例较低+热值较高+单体项目大，现金流表现优异。** 公司 2024 年收现比 100%、净现比 232%，现金流表现优异，主要原因包括：1) 广东省火电标杆电价为 0.453 元/kWh，高于全国其他省份，意味着电费中国补不到 0.1 元/kWh；2) 公司项目全部位于广州，垃圾热值本身较高，带动吨垃圾上网电量等经营指标领先；3) 公司项目单体规模较大，项目运营效率较高。
- 优势二：项目所有权形式主要是政府采购服务，类永续经营。** 公司主要通过政府采购服务和特许经营（BOT）两种模式开展相关业务，公司各个垃圾焚烧项目中，仅有广州市外的雷州项目及邵东项目为特许经营运营模式（BOT），合计产能 2,050 吨/日，其余广州市垃圾焚烧项目运营模式均为政府采购服务，产能 30,040 吨/日，占比 93.6%。政府采购服务的模式相当于永续经营，比传统的 BOT 模式来看 DCF 估值应溢价 37.73% 左右。
- 优势三：广环投股东保证垃圾收运充裕。** 永兴股份控股股东光环投集团拥有的智慧环卫业务与公司垃圾焚烧发电业务具备良好的协同效应，广环投集团 2023 签署广州市生活垃圾收运处置一体化改革工作方案协议，较大提升了广州市垃圾收运量，提高了公司垃圾焚烧项目运营效率。
- 优势四：原生垃圾+陈腐垃圾拓渠道保障垃圾处理量仍有一定增长。** 垃圾焚烧行业进入稳定运营期，但永兴股份垃圾处理量仍有相对较高增速：1) 广州座位华南中心城市，目前人口仍在持续流入，2024 年末常住人口 1,897.8 万人，同比增长 0.80%，带动原生垃圾仍有提升空间；2) 公司已经开始积极通过拓宽存量垃圾、工业固废来源，逐步提高公司垃圾焚烧发电项目产能利用率，预计也将带动公司收入、利润提升。

### 盈利预测与估值

**核心假设：**1) 兴丰应急填埋场项目陈腐垃圾掺烧加速，2025-2027 年垃圾处理量分别为 1021 万吨、1117 万吨和 1214 万吨，同比增速分别为 10.01%、9.31%、8.72%；2) 陈腐垃圾热值相对较低，假设 2025-2027 年吨垃圾发电量从 2024 年的 503 度下降至 495 度、490 度和 490 度；3) 各项业务毛利率维持稳定。2025-2027 年公司实现归母净利润分别为 9.0、10.3、11.0 亿元，目前市值对应 PE 分别为 16.0x、14.1x 和 13.2x，考虑到公司类永续经营属性、区位优势保证 EPS 仍有一定增长等原因，给予“买入”评级。

### 风险提示

1、盈利性不及预期风险；2、陈腐垃圾开挖进度不及预期风险；3、国补退坡风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

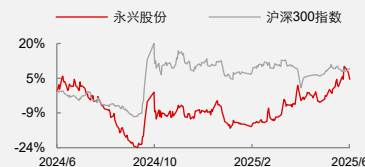
请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元)       | 16.02       |
| 总股本(万股)       | 90,000      |
| 流通A股/B股(万股)   | 24,000/0    |
| 每股净资产(元)      | 11.88       |
| 近12月最高/最低价(元) | 17.17/12.00 |

注：股价为 2025 年 6 月 6 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 永兴股份——广州市政府唯一垃圾焚烧平台企业                  | 6  |
| 产能建设期结束，稳定运营资产                         | 7  |
| 固废处理工艺成熟，商业模式清晰                        | 8  |
| 垃圾焚烧行业进入稳定运营期，广州市仍有一定增长                | 10 |
| 多项优势有别于同业公司，值得更高估值                     | 12 |
| 优势一：项目所在区位优势，国补比例较低+热值较高+单体项目大，现金流表现优异 | 12 |
| 优势二：项目所有权形式主要是政府采购服务，类永续经营             | 15 |
| 优势三：广环投股东保证垃圾收运充裕                      | 17 |
| 优势四：原生垃圾+陈腐垃圾仍有一定增长                    | 18 |
| 未来盈利预测与估值                              | 21 |
| 隐含未确认国补                                | 22 |
| 收入假设                                   | 22 |
| 风险提示                                   | 25 |

## 图表目录

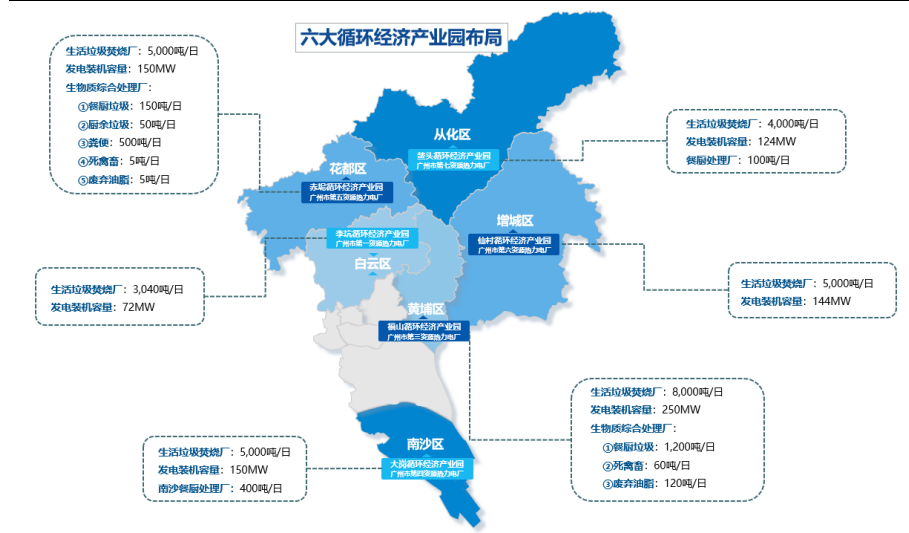
|  |    |
|--|----|
| 图 1：永兴股份公司在广州市内的已运营项目的布局               | 6  |
| 图 2：永兴股份股权结构图                          | 7  |
| 图 3：永兴股份收入及其增速情况（单位：亿元）                | 7  |
| 图 4：永兴股份归母净利润及其增速情况（单位：亿元）             | 7  |
| 图 5：永兴股份期间费用率情况                        | 8  |
| 图 6：永兴股份毛利率及 ROE 情况                    | 8  |
| 图 7：永兴股份收现比及净现比情况（单位：亿元）               | 8  |
| 图 8：永兴股份净资产及资产负债率情况（单位：亿元）             | 8  |
| 图 9：垃圾焚烧发电工艺流程图                        | 9  |
| 图 10：生物质处理工艺流程图                        | 9  |
| 图 11：生活垃圾焚烧项目的商业模式                     | 10 |
| 图 12：全国城乡生活垃圾焚烧、填埋及其他工艺产能（单位：万吨/日）     | 10 |
| 图 13：全国城市及县城生活垃圾焚烧渗透率情况（单位：万吨/日）       | 10 |
| 图 14：广州市常住人口数量仍有一定增长（单位：万人）            | 11 |
| 图 15：广州市 2020~2025 年 4 月原生垃圾处理量（单位：万吨） | 12 |
| 图 16：各省份燃煤标杆电价情况（单位：元/kWh）             | 13 |
| 图 17：永兴股份及行业间企业收现比数据对比                 | 14 |
| 图 18：垃圾焚烧上市公司吨垃圾上网电量数据（单位：kWh/吨）       | 15 |
| 图 19：广环投集团核心五大业务板块                     | 18 |
| 图 20：永兴股份生活垃圾焚烧产能利用率变化情况               | 19 |
| 图 21：绿证相关重点政策主要内容                      | 20 |
| 图 22：2024 年垃圾焚烧企业股利支付率情况               | 22 |

|  |    |
|--|----|
| 表 1：垃圾焚烧、卫生填埋和生化处理三种方式的技术原理及主要特点.....                  | 10 |
| 表 2：广州市 2016~2023 年生活垃圾及餐厨垃圾处理情况及产能情况 .....            | 11 |
| 表 3：公司垃圾焚烧及生物质项目所在运营城市市占率情况.....                       | 13 |
| 表 4：永兴股份垃圾焚烧项目情况（单位吨/日） .....                          | 15 |
| 表 5：特许经营模式与政府采购服务模式的工程内容、业务流程、结算特点和盈利结构情况 .....        | 16 |
| 表 6：20 年剩余特许经营年限+委托运营项目现金流贴现情况（单位：亿元） .....            | 17 |
| 表 7：20 年剩余特许经营年限+BOO 永续项目现金流贴现情况（单位：亿元） .....          | 17 |
| 表 8：不用假设下项目 NPV 值情况（单位：亿元） .....                       | 17 |
| 表 9：2024 年十大人口增长最多的城市.....                             | 18 |
| 表 10：广州可以用于满足公司未来焚烧产能的陈腐垃圾库存量情况（单位：万吨） .....           | 19 |
| 表 11：2023 年 GDP 靠前城市中垃圾焚烧产能情况及上市公司布局（单位：亿元，万吨/日） ..... | 21 |
| 表 12：永兴股份垃圾焚烧经营情况预测 .....                              | 22 |
| 表 13：永兴股份生物质处理经营情况预测.....                              | 23 |
| 表 14：永兴股份收入及毛利率假设（单位：亿元） .....                         | 23 |

## 永兴股份——广州市政府唯一垃圾焚烧平台企业

永兴股份成立于 2009 年，是广州市政府控股的广州环投集团投资的环保企业，也是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体，长期聚焦于垃圾焚烧发电业务。2021 年以来，随着南沙餐厨项目和从化餐厨项目的陆续投产，公司主营业务范围拓展至生物质处理。截至 2024 年底，公司共运营 14 个控股垃圾焚烧发电项目和 4 个全资生物质处理项目（餐厨及厨余垃圾处理），在运营垃圾焚烧发电项目产能 32,090 吨/日（另外参股运营垃圾焚烧发电项目 2 个，产能 4,100 吨/日），在运营生物质处理项目产能 2,590 吨/日，固废运营规模处于行业前列。（注：2025 年 1 月公司公告以现金 3.30 亿元收购忻州洁晋公司 41% 股权，持股比例由 49% 提升至 90%。）

图 1：永兴股份公司在广州市内的已运营项目的布局

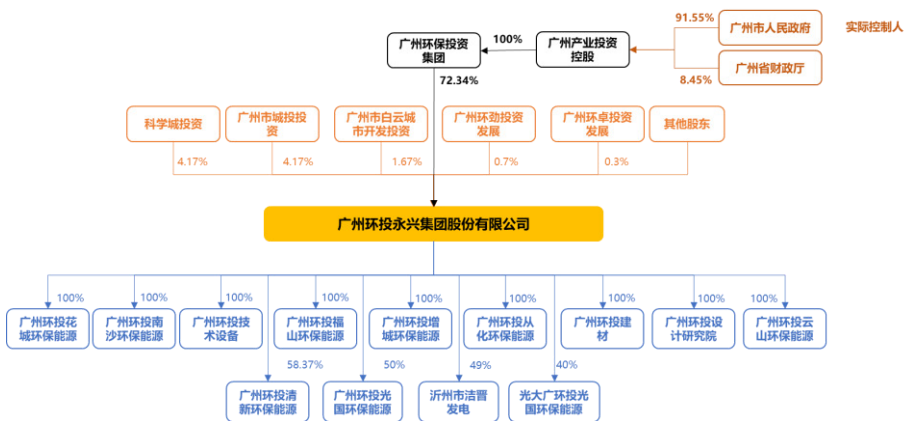


资料来源：公司招股书，长江证券研究所

截至 2024 年 12 月底，广州环保投资集团持有永兴股份 72.34% 的股权，广州环保投资集团有限公司是广州市政府直属的全资国有企业，总资产超 300 亿元，下属各级企业超 50 家。构建了以清洁能源生产、固废资源再生、智慧环卫服务、环保装备制造、环境治理服务为核心的五大业务板块。

2021 年 12 月，公司实施混改，引入城投投资公司、科学城投资集团和白云城投集团 3 家国有全资战略投资者，目前分别持有公司 4.17%、4.17% 和 1.67% 的股权，2021 年 12 月公司同时也实施了员工股权激励，目前员工持股平台环劲合伙、环卓合伙分别持有公司 0.7%、0.3% 股权。

图 2：永兴股份股权结构图



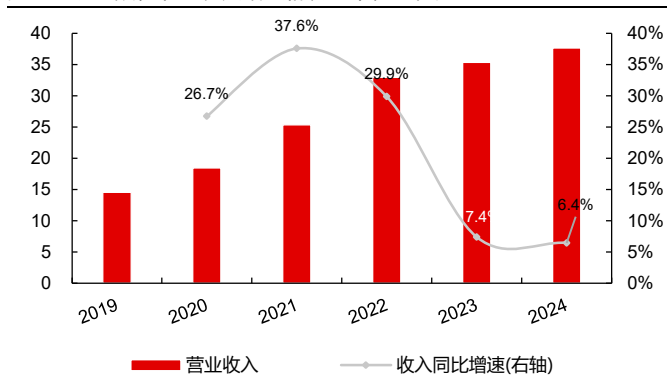
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：时间截止 2024 年底，注：2025 年 1 月公司公告以现金 3.30 亿元收购忻州洁晋公司 41% 股权，持股比例由 49% 提升至 90%。）

### 产能建设期结束，稳定运营资产

随着永兴股份新增项目于过去几年投运带来垃圾处理量快速提升，公司 2019-2022 年三年营业收入复合增速达 31.3%，其后进入稳定增长期，2023 年实现营业收入 35.36 亿元，同比增长 7.4%，归母净利润 7.35 亿元，同比增长 2.7%。目前公司已经没有在建垃圾焚烧项目，2023 年建造收入已大幅下滑至 0.15 亿元，2024 年已经没有建造收入贡献，公司收入利润质量较高。

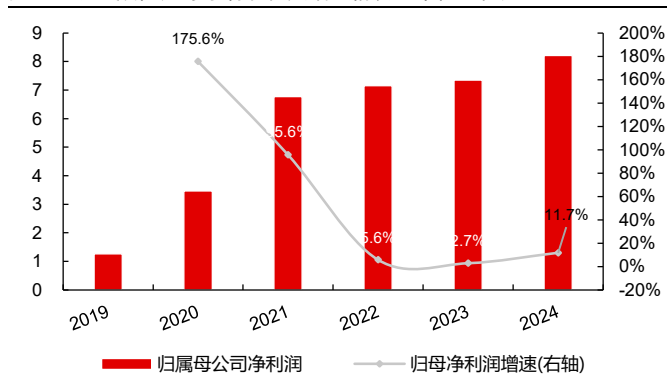
2024 年营业收入 37.65 亿元，同比增长 6.4%，归母净利润 8.21 亿元，同比增长 11.7%，其中 2023 年下半年公司福山项目二期转固，导致公司折旧有所提升所致，2024 年上半年业绩承压，下半年已明显好转，预计未来随着产能逐步爬坡，利润将持续稳定增长。

图 3：永兴股份收入及其增速情况（单位：亿元）



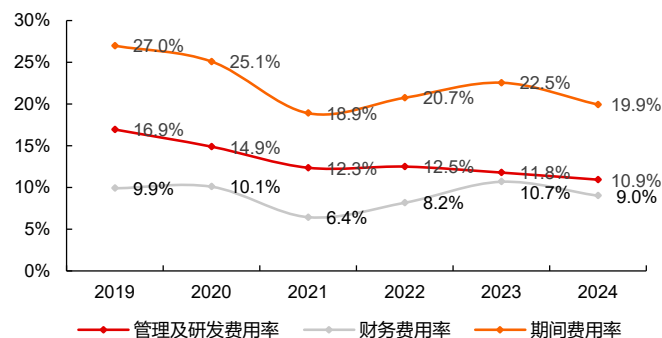
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：永兴股份归母净利润及其增速情况（单位：亿元）



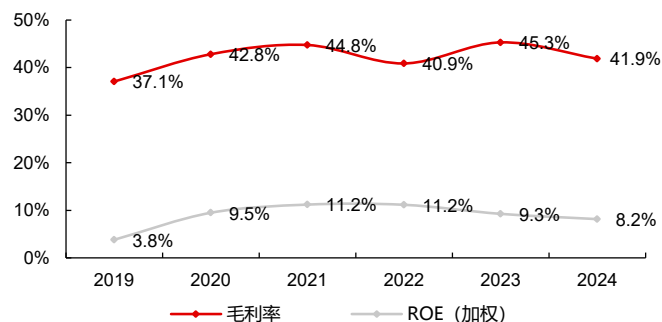
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：永兴股份期间费用率情况



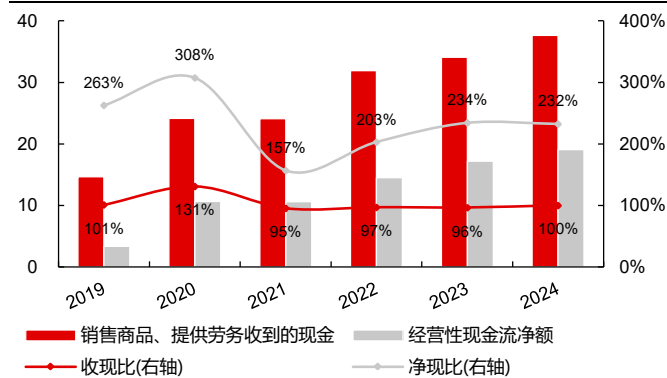
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：永兴股份毛利率及 ROE 情况



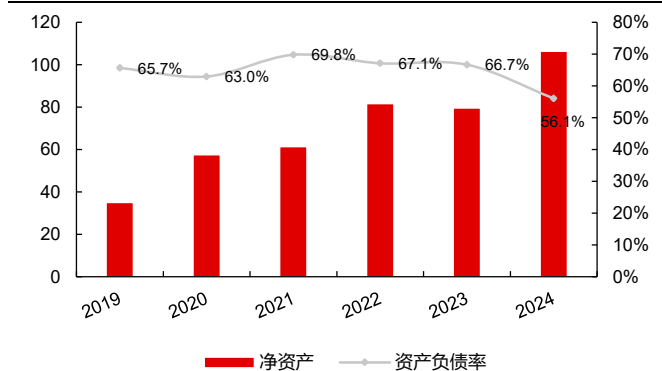
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2024H1 为年化数据）

图 7：永兴股份收现比及净现比情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：永兴股份净资产及资产负债率情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

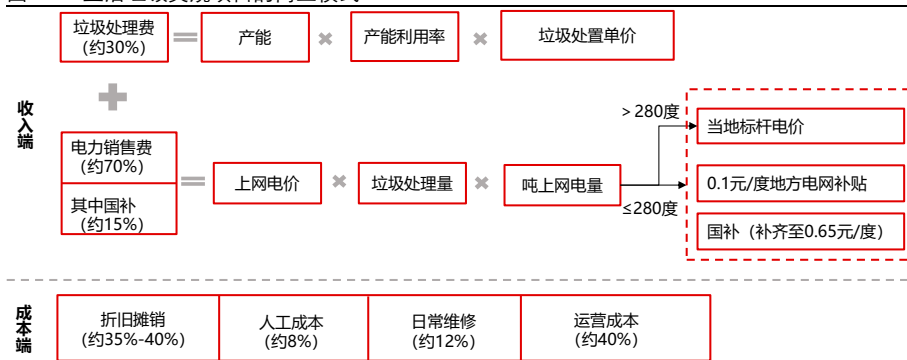
## 固废处理工艺成熟，商业模式清晰

尽管公司进入固废行业较晚，但本身垃圾焚烧及生物质餐厨处理工艺较为成熟，商业模式经过多年探索也较为清晰。

**垃圾焚烧：**公司接收垃圾后，对垃圾进行发酵、脱水等预处理。经预处理的垃圾通过垃圾吊抓斗投入焚烧炉内进行无害化焚烧，垃圾焚烧产生的热能经余热锅炉转化为过热蒸汽，推动汽轮机并带动发电机发电，实现由热能转化为电能的过程。在上述预处理及焚烧的过程中，产生的污水将在垃圾焚烧发电厂内配套污水处理设施进行处理，水质达标后进行循环利用，浓缩液在厂内全部消耗；产生的飞灰经螯合固化、检测合格后运输至填埋场进行填埋；产生的炉渣进行处理后销售。



图 11: 生活垃圾焚烧项目的商业模式

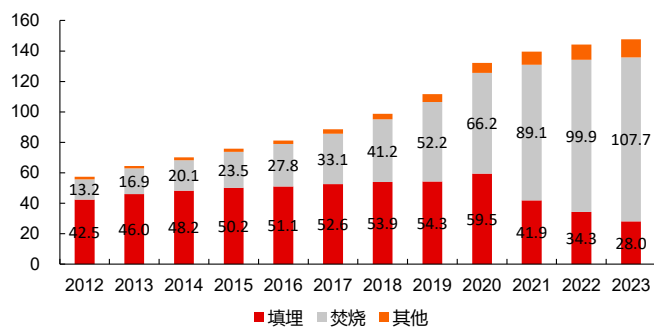


资料来源：国家发改委，长江证券研究所

## 垃圾焚烧行业进入稳定运营期，广州市仍有一定增长

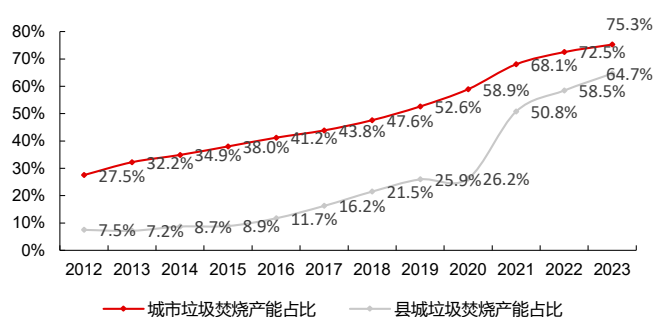
经历过近 10 年产能扩张，垃圾焚烧行业进入稳定增长长期。2023 年底全国垃圾处理产能合计 147.7 万吨/日，其中垃圾焚烧产能 107.7 万吨/日（占比 72.9%）、填埋产能 28.0 万吨/日（占比 19.0%）、其他工艺产能 12 万吨/日（占比 8.1%）。2016 年~2023 年焚烧产能复合增速 21.3%，2023 年产能增速为 7.7%，2023 年城市及县城垃圾焚烧产能渗透率分别达 75.3%、64.7%，相对较高。

图 12: 全国城乡生活垃圾焚烧、填埋及其他工艺产能 (单位: 万吨/日)



资料来源：住建部，Wind，长江证券研究所

图 13: 全国城市及县城生活垃圾焚烧渗透率情况 (单位: 万吨/日)



资料来源：住建部，Wind，长江证券研究所

长期来看，垃圾焚烧的产能空间取决于人口数量及人均垃圾产量，判断未来长期人均垃圾产量仍有一定增长，但人口提升空间有限。预计未来焚烧产能扩张增速弱化，行业进入稳定运营期。

表 1: 垃圾焚烧、卫生填埋和生化处理三种方式的技术原理及主要特点

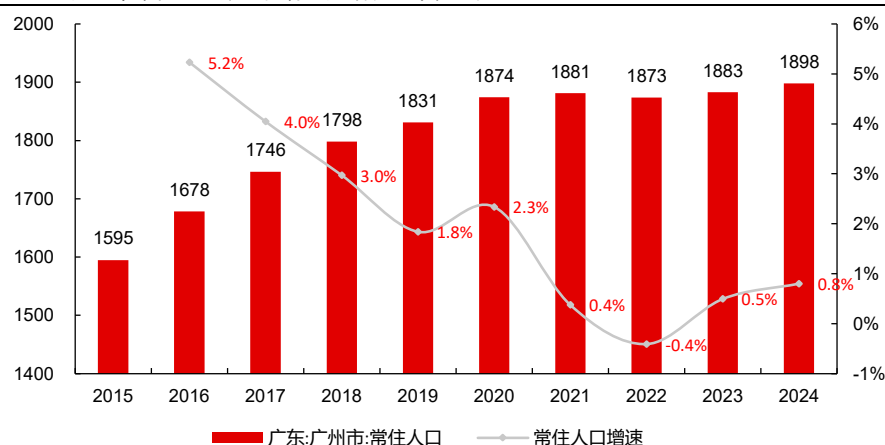
| 项目   | 焚烧                         | 卫生填埋                                    | 生化处理 (堆肥)                |
|------|----------------------------|---|--------------------------|
| 技术原理 | 利用高温氧化作用，将垃圾中的可燃物氧化为水和二氧化碳 | 将垃圾埋入预备好的填埋场，通过物理、化学和生物变化分解垃圾           | 利用微生物分解垃圾中的有机成分，从而实现垃圾降解 |
| 占地面积 | 较小                         | 较大                                      | 适中                       |
| 选址难易 | 相对容易，可靠近市区建设，运输距离较近        | 困难，需要考虑地形与地质条件，防止地表水和地下水污染，一般远离市区，运输距离远 | 中等，仅需避开居民密集区，运输距离适中      |

|      |           |                              |           |
|------|-----------|------------------------------|-----------|
| 资源利用 | 产生电能、热能   | 可回收沼气发电                      | 产生有机肥料    |
| 投资成本 | 建设和运行成本较高 | 不考虑土地成本和后期维护的前提下，建设和运行成本相对较低 | 建设和运行成本适中 |
| 环境污染 | 较小        | 较大                           | 适中        |

资料来源：公司招股书，长江证券研究所

### 广州市 2024 年常住人口 1897.80 万人，同比增长 0.8%，仍有一定增长。

图 14：广州市常住人口数量仍有一定增长（单位：万人）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

广州市 2023 年生活垃圾清运量 793.77 万吨，同比增长 4.3%，2016~2023 年垃圾清运量复合增速 2.06%，2024 年原生垃圾处理量合计 809.25 万吨，同比增长 1.95%，2025 年 1-4 月原生垃圾处理量 255.53 万吨，同比下滑 1.32%，总体来看原生垃圾处理量相对稳定。

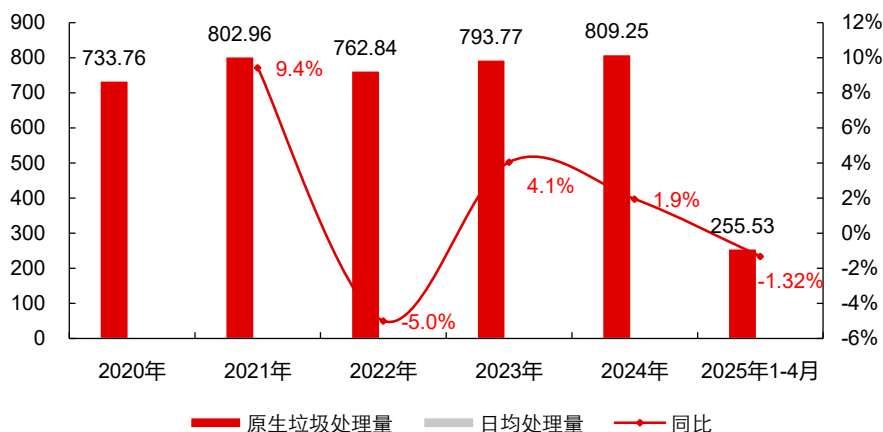
表 2：广州市 2016~2023 年生活垃圾及餐厨垃圾处理情况及产能情况

| 分类       | 项目             | 单位      | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|----------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 生活垃圾     | 生活垃圾清运         | 万吨      | 688.35 | 737.66 | 745.30 | 808.78 | 733.76 | 800.76 | 760.75 | 793.77 |
|          | 同比增长 (%)       |         |        | 7.2%   | 1.0%   | 8.5%   | -9.3%  | 9.1%   | -5.0%  | 4.3%   |
|          | 其中：城镇生活垃圾清运处理量 | 万吨      | 504.35 | 507.69 | 557.56 | 668.04 |        |        | 604.89 |        |
|          | 农村生活垃圾清运量      | 万吨      |        |        | 187.74 | 140.74 |        |        | 155.86 |        |
|          | 收运处置量          | 万吨      |        |        | 745.30 | 808.78 | 733.76 |        |        |        |
|          | 无害化处置率         | %       |        |        | 100.0% | 100.0% | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   |
|          | 焚烧处理量          | 万吨      | 101.19 | 91.11  | 287.38 | 444.00 | 493.26 | 528.84 | 662.96 | 669.42 |
|          | 填埋处理量          | 万吨      | 383.48 | 416.58 | 456.80 | 347.94 | 194.43 | 187.76 | 0.00   | 0.00   |
|          | 生化处理量          | 万吨      |        |        | 1.13   | 16.84  | 46.07  | 84.15  | 97.79  | 122.19 |
|          | 餐厨垃圾           | 餐厨垃圾处置量 | 万吨     | 16.44  | 31.09  | 32.94  | 82.46  | 65.53  | 107.78 | 106.26 |
| 生活垃圾处理设施 | 焚烧设施数量         | 座       | 2      | 2      | 2      | 7      | 7      | 12     | 12     | 12     |
|          | 处理能力           | 万吨/日    | 0.304  | 0.304  | 0.304  | 1.554  | 1.554  | 3.3    | 3.3    | 3.3    |
|          | 填埋处理设施数量       | 座       | 6      | 6      | 7      | 5      | 5      | 4      | 4      | 4      |

|           |      |       |      |      |        |        |       |       |       |
|-----------|------|-------|------|------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 日均处理生活垃圾  | 万吨/日 | 0.385 | 1.35 | 1.35 | 0.8778 | 0.8778 | 0     | 0     | 0     |
| 生物质处理设施数量 | 座    | 1     | 1    | 1    | 3      | 4      | 8     | 8     | 8     |
| 处理能力      | 吨/日  | 0.02  | 0.02 | 0.02 | 0.32   | 0.364  | 0.611 | 0.611 | 0.611 |

资料来源：广州市生态环境局，长江证券研究所

图 15：广州市 2020~2025 年 4 月原生垃圾处理量（单位：万吨）



资料来源：广州市城市管理和综合执法局，长江证券研究所

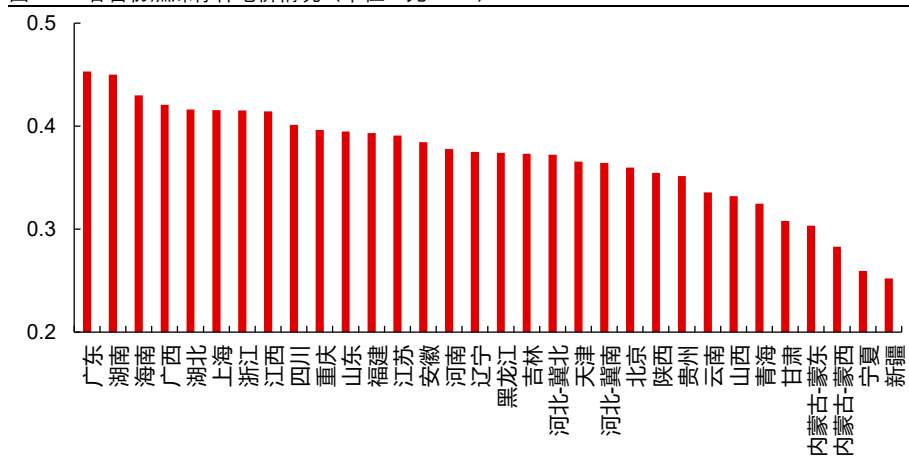
## 多项优势有别于同行业公司，值得更高估值

### 优势一：项目所在区位优势，国补比例较低+热值较高+单体项目大，现金流表现优异

#### 国补占比低，现金流表现优异

垃圾焚烧项目现金流构成主要分为四部分：垃圾处理费、垃圾焚烧火电标杆电价、省补、国补，非竞价项目中：均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税，下同）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。垃圾焚烧发电上网电价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。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本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。也就是俗称的省补 0.1 元/kWh，国补补齐至 0.65 元/kWh，具体国补金额取决于每个省份火电标杆电价，相对来说由北至南标杆电价依次提升，即国补金额依次下降。

图 16: 各省份燃煤标杆电价情况 (单位: 元/kWh)



资料来源: 垃圾发电学院, 各省发改委, 长江证券研究所

**公司与主要客户的结算模式及信用政策:** 公司的主要客户为地方城管局及供电局, 处置费及电费结算相对较为及时。

### 1) 公司与地方城管局的垃圾处理服务费的结算模式

- 一般由项目公司于月初向地方城管局发出上月的垃圾处理服务结算单, 地方城管局核对无误后, 通常在 1-3 个月内支付垃圾处理服务费。
- 除广州市增城区城管局于 2021 年第四季度变更为按季度结算以外, 公司与地方城管局的结算模式及信用政策未发生变化。垃圾处理服务费结算方式一般在垃圾处理服务协议或特许经营权协议中约定。

### 2) 公司与供电局的结算模式

- 基础电费部分: 公司每月初与供电局就上月的上网电量进行核对, 核对无误后, 一般 1 个月内支付基础电费;
- 补贴款部分: 垃圾焚烧发电项目补贴款包括省补和国补。对于省补, 由供电局与基础电费部分一并结算, 其结算周期为 1 个月; 对于国补, 需相关项目公司向有关部门进行申请, 进入国补目录后, 待供电局收到财政部拨付的中央财政补贴资金后按照各项目补贴需求等比例进行转付。由于国补的实际财政拨付需要一定周期, 应收电费补贴款账期普遍较长。

2024 年底公司垃圾焚烧产能 32,090 吨/日中 30,040 吨/日位于广州 (占广州 100%), 广东省火电标杆电价为 0.453 元/kWh, 高于全国其他省份, 意味着电费中国补不到 0.1 元/kWh。支付主体来看, 垃圾处理费由地方政府支付, 标杆电价及省补由电网公司支付, 国补由中央支付, 由于国补账期较长, 所以国补越低的项目现金流相对较好。

表 3: 公司垃圾焚烧及生物质项目所在运营城市市占率情况

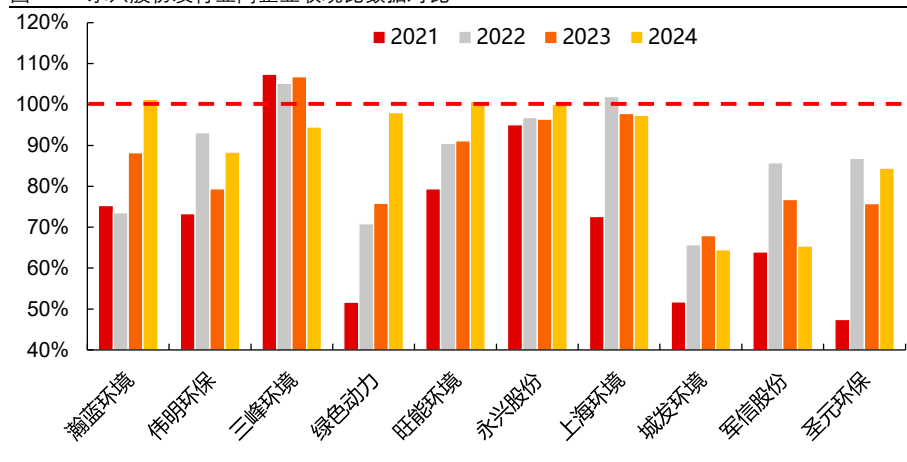
| 类别     | 项目           | 产能情况 (吨/日) |
|--------|--------------|------------|
| 广州垃圾焚烧 | 合计垃圾处理产能     | 30,040     |
|        | 永兴股份合计垃圾处理产能 | 30,040     |

|         |               |                |
|---------|---------------|----------------|
|         | <b>产能占比</b>   | <b>100.00%</b> |
| 雷州垃圾焚烧  | 合计垃圾处理产能      | 1,000          |
|         | 永兴股份合计垃圾处理产能  | 1,000          |
|         | <b>产能占比</b>   | <b>100.00%</b> |
| 邵东垃圾焚烧  | 合计垃圾处理产能      | 1,050          |
|         | 永兴股份合计垃圾处理产能  | 1,050          |
|         | <b>产能占比</b>   | <b>100.00%</b> |
| 广州生物质处理 | 合计生物质处理产能     | 6,110          |
|         | 永兴股份现有生物质处理产能 | 2,590          |
|         | <b>产能占比</b>   | <b>42.39%</b>  |

资料来源：公司招股书，长江证券研究所

**现金流优异，指标均处于行业前列水平。**公司 2024 年收入 37.65 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金 37.66 亿元，收现比 100%。归母净利润 8.21 亿元，经营活动现金流净额 19.08 亿元，净现比 232%。

图 17：永兴股份及行业间企业收现比数据对比

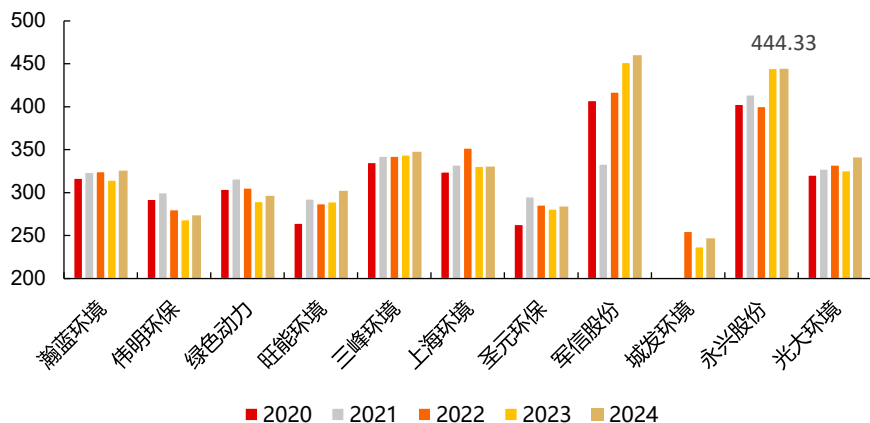


资料来源：iFinD，长江证券研究所

### 垃圾焚烧项目热值较高

永兴股份 2024 年吨垃圾上网电量 444.33kWh，与 2023 年基本持平，显著领先于行业竞争对手。主要原因在于：1) 广州市经济位列全国前列，公司项目全部位于广州，垃圾热值本身较高，带动吨垃圾上网电量等经营指标领先；2) 永兴股份项目项目投运时间相对较晚，垃圾焚烧工艺领先，除了李坑项目投运时间较早外，其余项目均为 2017 年之后投运项目，二期项目 2021 年年底才并网投运；3) 公司项目单体规模较大：全国垃圾焚烧项目平均单体规模约 1000 吨/日，而永兴股份平均单体项目规模接近 2,300 吨/日，如果一二期合并计算，单体项目规模超 4,000 吨，单体项目较大使得项目运营效率较高。

图 18: 垃圾焚烧上市公司吨垃圾上网电量数据 (单位: kWh/吨)



资料来源: 各公司年报, 长江证券研究所

表 4: 永兴股份垃圾焚烧项目情况 (单位吨/日)

| 项目名称   | 省市   | 设计垃圾处理能力 | 纳入补贴目录时间  | 运营年限 | 服务期                         | 运营模式   |
|--------|------|----------|-----------|------|-----------------------------|--------|
| 李坑一厂   | 广东广州 | 1,040    | 固定电价, 无补贴 | 15 年 | 2017/1/1-2031/12/31         | 政府采购服务 |
| 李坑二厂   | 广东广州 | 2,000    | 2014-08   | 25 年 | 2014/4/25-2039/4/24         | 政府采购服务 |
| 福山电厂一期 | 广东广州 | 4,000    | 2020-10   | 3 年  | 2022/2/3-2025/2/2           | 政府采购服务 |
| 南沙电厂一期 | 广东广州 | 2,000    | 2021-10   | 25 年 | 2017/11/20-2042/11/19       | 政府采购服务 |
| 花城电厂一期 | 广东广州 | 2,000    | 2021-10   | 25 年 | 2018/5/21-2043/5/20         | 政府采购服务 |
| 增城电厂一期 | 广东广州 | 2,000    | 2020-10   | 26 年 | 2017/12/21-2043/12/20       | 政府采购服务 |
| 从化电厂一期 | 广东广州 | 1,000    | 2021-10   | 28 年 | 2017/12/22-2045/12/21       | 政府采购服务 |
| 雷州电厂   | 广东雷州 | 1,000    | 竞争配置      | 28 年 | 2019/6/3-2048/5/18          | 特许经营权  |
| 南沙电厂二期 | 广东广州 | 3,000    |           | 3 年  | 2021/10/29, 服务期共 3 年        | 政府采购服务 |
| 花城电厂二期 | 广东广州 | 3,000    |           | 3 年  | 2021/10/29, 服务期共 3 年        | 政府采购服务 |
| 增城电厂二期 | 广东广州 | 3,000    |           | 3 年  | 2021/10/29, 服务期共 3 年        | 政府采购服务 |
| 从化电厂二期 | 广东广州 | 3,000    |           | 3 年  | 2021/10/29, 服务期共 3 年        | 政府采购服务 |
| 福山电厂二期 | 广东广州 | 4,000    |           | 3 年  | 2021/10/29, 服务期共 3 年        | 政府采购服务 |
| 邵东电厂   | 湖南邵东 | 1,050    |           | 28 年 | 合同签署 2020 年 12 月, 服务期共 30 年 | 特许经营权  |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (注: 产能情况截至 2024 年底)

## 优势二: 项目所有权形式主要是政府采购服务, 类永续经营

公司主要通过政府采购服务和特许经营 (BOT) 两种模式开展相关业务, 如上表所示, 公司各个垃圾焚烧项目中, 仅有广州市外的雷州项目及邵东项目为特许经营运营模式

(BOT), 合计产能 2,050 吨/日, 其余广州市垃圾焚烧项目运营模式均为政府采购服务, 产能 30,040 吨/日, 占比 93.6%。

- ✓ 1) 政府采购服务模式 政府采购服务是指发行人与当地政府相关部门签订采购垃圾处理服务协议, 由公司负责为项目筹集资金, 建设及运营垃圾焚烧发电项目。
- ✓ 2) 特许经营 (BOT) 模式 BOT 模式即“建设—运营—移交”模式, 指政府部门或原企业通过特许经营权协议授权签约企业进行基础设施的融资、设计、建造、运营以及维护工作。签约企业在特许经营期内可向用户、服务对象收取费用来抵消其投资、运营及维护成本并**取得合理的回报。在特许经营权期满后, 签约企业将相关设施交回政府部门或原企业的一种经营方式。**

表 5: 特许经营模式与政府采购服务模式的工程内容、业务流程、结算特点和盈利结构情况

| 对比维度 | 特许经营模式   | 政府采购服务模式  |
|------|--|---|
| 工程内容 | 以融资、设计、建设、运营、债务偿还、资产管理和维护垃圾焚烧发电项目, 提供垃圾焚烧发电处理服务, 并在特许经营期满后项目无偿、完好移交给政府指定的机构, 并保证正常运行   | 1、对于仅需提供垃圾处理服务的项目: 被委托方负责项目的运营和维护管理工作, 接收处理生活垃圾; 2、对于需要先行建设并在建设后提供垃圾处理服务的项目: 被委托方负责项目的投资建设和运营管理, 并通过发电收入、供热收入、资源回收利用收入和垃圾处理收费获得回报   |
| 业务流程 | 由项目公司投资、建设并负责运营, 政府主管部门根据适用法律和合同对项目公司进行监管、核定并支付垃圾焚烧处理服务费   | 1、对于仅需提供垃圾处理服务的项目: 委托方负责提供生活垃圾, 运送并卸至垃圾交付点, 按规定的垃圾处理价格和实际垃圾供应数量, 对垃圾处理服务费金额进行审核并按时向被委托方支付; 2、对于需要先行建设并在建设后提供垃圾处理服务的项目: 项目建设期中, 被委托方负责项目投资建设, 项目完工后报验收, 验收通过后可进入运营期。项目运营期中, 委托方负责提供生活垃圾, 运送并卸至垃圾交付点, 按规定的垃圾处理价格和实际垃圾供应数量, 对垃圾处理服务费金额进行审核并按时向被委托方支付 |
| 结算特点 | 1、垃圾实际焚烧处理量, 是政府主管部门向项目公司提供的并经双方共同在垃圾焚烧发电厂地磅站计量进入电厂的垃圾量; 2、项目公司应在每个运营/季度结束后 5 个工作日内, 向政府主管部门提出付款申请以及提交所有相应的证明记录和资料, 包括垃圾焚烧处理量和一体化项目运输量/报表及其它资料。政府主管部门应在收到付款通知账单后 10 日内完成审核, 并出具书面的审核意见。项目公司在收到书面审核意见后 5 个工作日内开具 (增值税) 发票交政府主管部门; 3、政府主管部门在收到发票后 15 日内, 按照审核意见向项目公司支付 | 1、垃圾交付点为垃圾处理设施的垃圾储存坑或经被委托方申请、委托方认可的其他地点。垃圾经进厂地磅称重并按指示卸下垃圾即视为垃圾交付完成; 2、被委托方应在每个/结束后 10 个工作日内计算上/垃圾处理费并以结算清单方式报甲方审批; 3、委托方在收到结算清单后 15 个工作日内完成审核, 并于审核同意后 30 个工作日内支付给被委托方  |
| 盈利结构 | 1、项目公司根据合同及其附件的规定, 向政府主管部门提供生活垃圾综合服务, 并向政府主管部门收取垃圾综合处理相关服务费; 2、项目公司同时向电力公司销售垃圾焚烧余热发电富余的电量并收取电费, 以及运营过程中产生的其他收益; 3、项目公司在合作期内自行承担费用、责任和风险, 负责项目设施的建设、运营与维护   | 1、被委托方享有在项目运营服务期限内独家利用项目提供垃圾焚烧处理服务并获取垃圾处理费的权利; 2、被委托方拥有利用项目向电网公司销售垃圾焚烧余热发电净输出的上网电量并收取电费以及获取其他经营收入的权利; 3、部分项目垃圾处理配套服务工程由被委托方投资建设, 委托方应当按合同的约定向被委托方支付垃圾处理配套服务费; 4、被委托方负责项目的运营和维护管理, 自行承担运营期内的费用和风险  |

资料来源: 公司招股书, 长江证券研究所

由于永兴股份在广州的唯一性, 且产能已经适度超前建设了, 预计未来大概率不会有其他垃圾焚烧企业进入广州市场扩张产能, 公司实质上形成了区域垄断地位, 且政府采购服务的模式相当于永续经营, **比传统的 BOT 模式来看 DCF 估值应溢价 37.73%左右:**

假设一个每年实现 1 亿元净利润的垃圾焚烧发电项目, 净现比 130%, 即每年贡献 1.3 亿元以上的经营活动现金流净流入。**贴现率按照 7.94%计算, 其中无风险收益率取 2.45%, 行业β取 0.99, 市场平均收益率取要求回报率 IRR8%~10%的下限 8%, 单个项**

**目如果不考虑再投资**，实际上考虑到市场上垃圾焚烧项目基本都已经在 2021 年之前投运，未来增量较少，立足于当下，项目剩余经营年限在 20-25 年（特许经营权前两年为建设期，无运营业务经营现金流），按照 BOT 剩余年限 20 年计算，则项目 NPV 为 12.82 亿元（假设项目 100% 持股，无少数股东权益）。**但 BOO 项目到期后收费不变或者政府采购类项目永续经营，现金流假设不变，NPV 为 17.65 亿元，相比剩余 20 年的特许经营 BOT 项目溢价 37.73%。**

表 6：20 年剩余特许经营年限+委托运营项目现金流贴现情况（单位：亿元）

| 项目年限   | 1     | 2    | 3    | 4    | 5    | ~   | 9    | 10   | 11   | 12   | ~   | 17   | 18   | 19   | 20   | 永续 TV |
|--------|-------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|-------|
| 每年现金流  | 1.3   | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 1.3  | ... | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 1.3  | ... | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 4.0   |
| 现金流贴现值 | 1.20  | 1.12 | 1.03 | 0.96 | 0.89 | ... | 0.65 | 0.61 | 0.56 | 0.52 | ... | 0.35 | 0.33 | 0.30 | 0.28 | 0.87  |
| NPV    | 13.68 |      |      |      |      |     |      |      |      |      |     |      |      |      |      |       |

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 7：20 年剩余特许经营年限+BOO 永续项目现金流贴现情况（单位：亿元）

| 项目年限   | 1     | 2    | 3    | 4    | 5    | ~   | 9    | 10   | 11   | 12   | ~   | 17   | 18   | 19   | 20   | 永续 TV |
|--------|-------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|-------|
| 每年现金流  | 1.3   | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 1.3  | ... | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 1.3  | ... | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 1.3  | 22.3  |
| 现金流贴现值 | 1.20  | 1.12 | 1.03 | 0.96 | 0.89 | ... | 0.65 | 0.61 | 0.56 | 0.52 | ... | 0.35 | 0.33 | 0.30 | 0.28 | 4.84  |
| NPV    | 17.65 |      |      |      |      |     |      |      |      |      |     |      |      |      |      |       |

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：不用假设下项目 NPV 值情况（单位：亿元）

| 项目模式           | NPV   | 相较剩余 20 年 BOT 提升 |
|----------------|-------|------------------|
| 剩余 20 年 BOT    | 12.82 | 0.0%             |
| 30 年 BOT       | 14.71 | 14.8%            |
| 剩余 20 年 BOT+OM | 13.68 | 6.8%             |
| BOO            | 17.65 | 37.7%            |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 优势三：广环投股东保证垃圾收运充裕

发行人的控股股东为广州环投集团，实际控制人为广州市政府。广州环投集团致力于城市固体废弃物处理设施的投资、建设、运营维护等公共性、环保性业务，以及城市固体废弃物处理技术的研发、专业设备制造和销售，目前承担广州市区及下属各区县垃圾焚烧发电项目的投资建设和运营管理工作，是广州市最大的垃圾处理服务运营主体。**永兴股份控股股东光环投集团拥有的智慧环卫业务与公司垃圾焚烧发电业务具备良好的协同效应。**2023 年广州市生活垃圾收运处置一体化改革取得突破，垃圾分类收运全面落地，广州环投集团已按照《广州市生活垃圾收运处置一体化改革工作方案》要求，承接越秀、天河、海珠、白云、荔湾、南沙共 6 区一体化业务并签订改革协议，同时承接中心 7 区餐厨垃圾和全市 11 区动物尸骸收运业务并签订改革协议，上述收运一体化业

务较大提升了广州市垃圾收运量，提高了公司垃圾焚烧项目运营效率。公司在广州市固废处理领域拥有领先优势，获得广州市政府和股东在政策、资产注入和资金补贴等方面的有力支持。

图 19：广环投集团核心五大业务板块



资料来源：广环投集团官网，长江证券研究所

## 优势四：原生垃圾+陈腐垃圾仍有一定增长

### 人口净流入，垃圾焚烧未来有持续增长空间

根据《广州市生活垃圾收运处理系统战略规划（2018-2035）》，广州市 2025 年生活垃圾量为 26,779 吨/日，以焚烧的垃圾预测情况为 22,086 吨/日，2030 年、2035 年广州市环卫垃圾清运处理量（不含餐饮垃圾）分别为 31,728 吨/天、34,396 吨/天，预测 2025~2030 年生活垃圾处理量复合增速 7.5%。广州座位华南中心城市，目前人口仍在持续流入，2024 年末常住人口 1,897.8 万人，同比增长 0.80%，带动原生垃圾仍有提升空间。

表 9：2024 年十大人口增长最多的城市

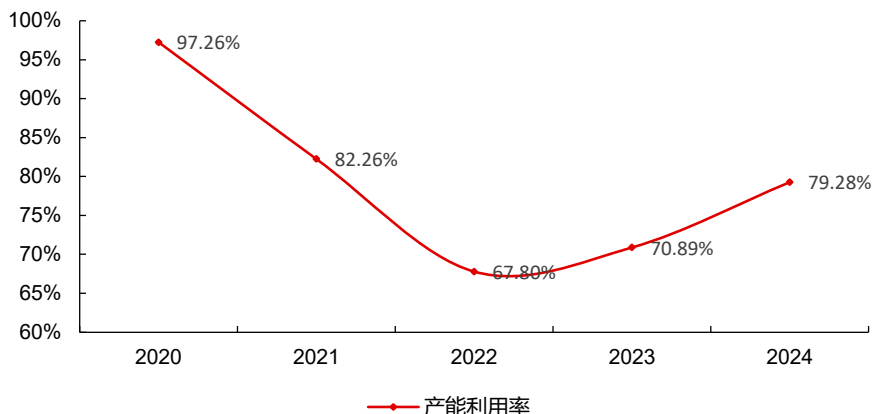
| 排名 | 城市 | 2024 年末常住人口 (万人) | 增量 (万人) | 增速    | 特点                     |
|----|----|------------------|---------|-------|------------------------|
| 1  | 贵阳 | 660.25           | 19.96   | 3.12% | 连续 4 年净增超 10 万，强省会战略显著 |
| 2  | 深圳 | 1798.95          | 19.94   | 1.12% | 东部沿海经济核心，产业升级吸引人口      |
| 3  | 广州 | 1897.8           | 15.1    | 0.80% | 华南中心城市，人口持续流入          |
| 4  | 合肥 | 1000.2           | 14.9    | 1.51% | 新晋千万人口城市，新能源产业爆发       |
| 5  | 长沙 | 1061.65          | 10.34   | 0.98% | 中西部强省会，产业与宜居双优势        |
| 6  | 南昌 | 667.04           | 10.22   | 1.56% | 江西“强省会”战略成效显著          |
| 7  | 杭州 | 1262.4           | 10.2    | 0.81% | 数字经济引领，民营经济活跃          |
| 8  | 温州 | 985.2            | 9.1     | 0.93% | 浙江民营经济重镇，区域均衡发展        |
| 9  | 西安 | 1316.76          | 8.94    | 0.68% | 西北中心城市，新质生产力崛起         |
| 10 | 东莞 | 1057.08          | 8.55    | 0.82% | 广东制造业强市，人口持续回流         |

资料来源：第一财经，长江证券研究所

## 陈腐垃圾及工业垃圾带动产能利用率提升

目前，由于公司产能适度超前建设，原生垃圾每日产量尚不完全满足公司生产所需，公司整体产能利用率仍在爬坡阶段，但公司已经开始积极通过拓宽存量垃圾、工业固废来源，逐步提高公司垃圾焚烧发电项目产能利用率，预计也将带动公司收入、利润提升。2024 年公司合计处理生活垃圾 928.56 万吨，同比增长 11.8%，其中原生生活垃圾约 859 万吨，陈腐垃圾 70 万吨，2024 年产能利用率 79.28%，同比提升 8.38pct。

图 20：永兴股份生活垃圾焚烧产能利用率变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

《广州市生活垃圾收运处理系统战略规划（2018-2035 年）》提到“富余焚烧能力处理陈腐垃圾，腾出部分填埋场空间”，《广州市城市管理和综合执法“十四五”规划》（穗府办〔2021〕5 号）提出要“探索老旧填埋场治理新路子，利用资源热力电厂富余焚烧能力逐步消化陈腐垃圾”的要求。广州市可以用于满足公司未来焚烧产能利用率持续提升的陈腐垃圾库存量 7,884 万吨，按照产能缺口 1 万吨/日估算，在不考虑新增原生垃圾的基础上，存量垃圾可以供项目满产焚烧 21.6 年。

表 10：广州可以用于满足公司未来焚烧产能的陈腐垃圾库存量情况（单位：万吨）

| 填埋场                       | 库存量   | 文件会议支持                                   |
|---------------------------|-------|--|
| 兴丰应急垃圾填埋场                 | 350   | 广州市政府常务会议（穗府 16 届 21 次〔2022〕39 号）        |
| 增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场 | 1,856 | 《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案征求意见稿          |
| 兴丰生活垃圾卫生填埋场               | 4,848 | -  |
| 花都区生活垃圾填埋场                | 780   | 花都区域管局《关于花都区生活垃圾卫生填埋场存量垃圾筛分和掺烧试验相关事项的复函》 |
| 从化潭口填埋场                   | 50    | 从化区域管局《关于从化潭口填埋场存量垃圾继续开挖和掺烧试验相关事项的复函》    |
| 合计                        | 7,884 |  |

资料来源：公司上市招股说明书，长江证券研究所（注：政府 2023 年 4 月已同意花城公司开展开挖掺烧实验，规模 2000 吨/日，2023 年 4 月同意从化公司在前期 20 万吨开挖规模的基础上继续开展从化潭口填埋场存量垃圾焚烧试验工作，继续开挖规模为 50 万吨）

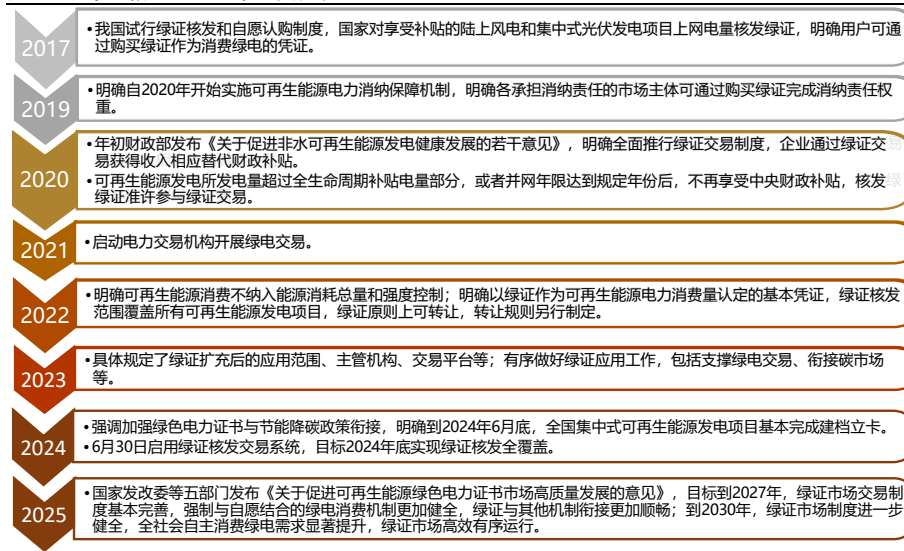
**2025 年预计兴丰应急填埋场开挖加速。**2025 年 2 月公告公司下属各子公司拟与广州环投环境服务有限公司、广州环净环保工程有限公司以及广州环投环境集团有限公司签订《广州市兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目合作协议》，根据各方业务特点和资质能力，在广州市兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目开展合作，为广州市城市管理和综合执法局提供项目的开挖(含稳定化处理)、运输、掺烧处理等服务。**兴丰项目的服务期限为 3 年，预估需处理的存量垃圾数量 237 万吨，广州市城市管理和综合执法局支付的存量垃圾综合处理单价为 291.52 元/吨（包含开挖、运输、处理等）。其中公司下属子公司均为兴丰项目的掺烧处理方，负责对运至子公司的存量垃圾进行资源化和无害化处理，所获得的收入单价为 160.05 元/吨。兴丰项目开挖加速，将带动公司业绩提升。**

注：目前没有其他陈腐垃圾项目承诺地方政府承担开挖和运输成本，且也没有承诺支付垃圾处理费。

## IDC 等工业企业客户带动企业现金流改善、估值修复

2025 年 3 月 18 日，国家发改委等五部门发布《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》，重点强调“加快提升钢铁、有色、建材、石化、化工等行业企业和数据中心，以及其他重点用能单位和行业的绿色电力消费比例，到 2030 年原则上不低于全国可再生能源电力总量消纳责任权重平均水平；国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在 80%基础上进一步提升；鼓励有条件地区的工厂、园区实现 100%绿色电力消费”。

图 21：绿证相关重点政策主要内容



资料来源：生态环境部，国家发改委，国家能源局等，长江证券研究所

随我国能耗双控向碳排放双控的持续推进，未来工业企业的可再生能源需求将持续上升，垃圾焚烧企业有可能在此过程中获得需求端突破，从过往的上网售电转向向工业企业售电，利于企业现金流改善，有望获得估值修复。近期钢铁、水泥、铝冶炼三个行业纳入碳市场，碳市场覆盖全国二氧化碳排放总量占比从约 40%增至 60%以上，碳市场持续完善利于垃圾焚烧绿证的需求上行，预计未来垃圾焚烧的绿电绿能供应范围有望持续扩大，对垃圾焚烧公司现金流实现进一步利好。

假设经济发展较为领先的城市未来本地化部署算力需求更强，永兴股份在广州布局优势明显，一线城市未来算力需求更旺盛，且由于公司产能分布较为集中，未来现金流改善幅度或更为明显。

表 11：2023 年 GDP 靠前城市中垃圾焚烧产能情况及上市公司布局（单位：亿元，万吨/日）

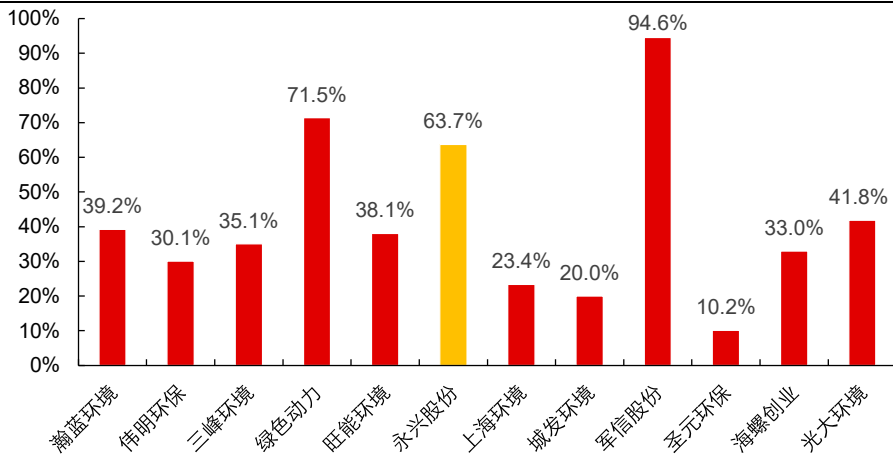
| 序号 | 城市 | 2023 年地区生产总值 | 同比增速(%) | 垃圾焚烧产能 | 主要涉及上市公司的日产能规模                                  |
|----|----|--------------|---------|--------|---|
| 1  | 上海 | 47219        | 5.75    | 2.91   | 上海环境 1.85 万吨                                    |
| 2  | 北京 | 43761        | 5.17    | 1.86   | 绿色动力 2850 吨                                     |
| 3  | 深圳 | 34606        | 6.85    | 1.91   | 中国天楹 2100 吨                                     |
| 4  | 广州 | 30356        | 5.26    | 3.49   | 永兴股份 3.49 万吨                                    |
| 5  | 重庆 | 30146        | 3.49    | 2.03   | 三峰环境 1.86 万吨                                    |
| 6  | 成都 | 22075        | 6.04    | 1.58   | 兴蓉环境 6900 吨，节能环境 2600 吨，粤丰环保 1500 吨             |
| 7  | 杭州 | 20059        | 6.96    | 1.62   | 光大环境 4800 吨，伟明环保 500 吨                          |
| 8  | 武汉 | 20012        | 6.07    | 1.21   | 绿色动力 2250 吨                                     |
| 9  | 南京 | 17421        | 3.03    | 0.95   | 光大环境 4510 吨，上海环境 2000 吨                         |
| 10 | 天津 | 16737        | 2.61    | 1.84   | 光大环境 5250 吨，节能环境 2400 吨，绿色动力 1550 吨，高能环境 1000 吨 |
| 11 | 宁波 | 16453        | 4.77    | 1.23   | 中科环保 4200 吨，光大环境 2500 吨，上海环境 1200 吨             |
| 12 | 青岛 | 15760        | 5.62    | 0.89   | 节能环境 1800 吨，上海环境 1500 吨，光大环境 900 吨              |
| 13 | 长沙 | 14332        | 2.62    | 0.81   | 军信股份 8100 吨                                     |
| 14 | 郑州 | 13618        | 5.28    | 1.14   | 城发环境 1200 吨，光大环境 1000 吨，绿色动力 800 吨              |
| 15 | 福州 | 12928        | 5.04    | 1.06   | 节能环境 1500 吨，中国天楹 1000 吨，瀚蓝环境 900 吨              |
| 16 | 济南 | 12757        | 6.07    | 0.82   | 光大环境 3350 吨，绿色动力 2800 吨，启迪环境 1500 吨             |
| 17 | 合肥 | 12674        | 5.5     | 0.98   | 节能环境 4000 吨，海螺创业 1500 吨                         |
| 18 | 西安 | 12011        | 4.57    | 1.28   | 光大环境 2250 吨，节能环境 2250 吨                         |
| 19 | 大连 | 8753         | 3.82    | 0.60   | 瀚蓝环境 1000 吨                                     |
| 20 | 沈阳 | 8122         | 5.54    | 0.75   | 光大环境 3000 吨                                     |

资料来源：生态环境部，长江证券研究所（注：数据来自生态环境部在线监测平台，公布的数据可能与公司公告数据略有不同，产能数据为 2024 年底情况）

## 未来盈利预测与估值

分红情况：公司项目建设所带来的大额资本开支已经结束，且承诺 2023-2025 年度单一年度利润分配总额不少于当年实现的可分配利润的 60%。实际来看公司 2023-2024 年股利支付率分别为 63.69%、65.81%，在垃圾焚烧企业内排名靠前。

图 22：2024 年垃圾焚烧企业股利支付率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 隐含未确认国补

由于公司采用谨慎的会计准则，针对暂未纳入国补清单的垃圾焚烧项目不确认相应国补收入，目前来看，公司所有的二期项目合计产能 1.6 万吨仍未纳入补贴目录（南沙二期 3000 吨/日、花城二期 3000 吨/日、增城二期 3000 吨/日、从化二期 3000 吨/日、福山二期 4000 吨/日），占公司总产能 50%。2024 年公司总上网电量 41.25 亿度，假设二期及其他项目产能利用率一致，则二期项目上网电量约 20.6 亿度电，按照 0.1 元/kWh 的度电国补金额来算，可能每年因会计准则少确认收入 2 亿元，但各类成本已经全额确认，故影响税前利润约 2 亿元，未来待项目纳入国补清单后，公司将一次性确认项目投运以来累计未确认国补收入，由于纳入国补清单的时间具备一定不确定性，以下收入预测未包含此因素影响。

## 收入假设

**核心假设：**1) 兴丰应急填埋场项目陈腐垃圾掺烧加速，2025-2027 年垃圾处理量分别为 1021 万吨、1117 万吨和 1214 万吨，同比增速分别为 10.01%、9.31%、8.72%；2) 陈腐垃圾热值相对较低，假设 2025-2027 年吨垃圾发电量从 2024 年的 503 度下降至 495 度、490 度和 490 度；3) 生物质产能逐渐爬坡，2025-2027 年产能利用率从 2024 年的 77.82% 提升至 85%、90%、93%；4) 建造收入为 0；5) 各项业务毛利率维持稳定。

表 12：永兴股份垃圾焚烧经营情况预测

| 项目              | 2020   | 2021   | 2022   | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 垃圾发电投运规模 (吨/日)  | 14040  | 18826  | 31040  | 32090 | 32090 | 32090 | 32090 | 32090 |
| 产能 YOY          |        | 34%    | 65%    | 3%    |       |       |       |       |
| 设计垃圾处理产能 (万吨/年) | 512    | 687    | 1133   | 1171  | 1171  | 1171  | 1171  | 1171  |
| 实际处理量 (万吨/年)    | 498.44 | 565.23 | 768.14 | 830   | 929   | 1021  | 1117  | 1214  |

|                          |             |             |              |              |              |              |              |              |
|--------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 其中：原生垃圾处理量               | 498.44      | 565.23      | 768.14       | 766          | 859          | 901          | 947          | 994          |
| 其中：陈腐垃圾处理量               | 0           | 0           | 0            | 64           | 70           | 120          | 170          | 220          |
| 实际处理量 YOY                |             | 13.4%       | 35.9%        | 8.1%         | 11.8%        | 10.01%       | 9.31%        | 8.72%        |
| 其中：原生垃圾处理量 YOY           |             | 13%         | 36%          | 0%           | 12%          | 5%           | 5%           | 5%           |
| 其中：陈腐垃圾处理量 YOY           |             |             |              |              | 9%           | 71.43%       | 41.67%       | 29.41%       |
| 产能利用率                    | 97.26%      | 82.26%      | 67.80%       | 70.89%       | 79.28%       | 87.21%       | 95.33%       | 103.64%      |
| 垃圾平均处理费（元/吨，不含税）         | 146.00      | 140.00      | 147.00       | 135.67       | 143.30       | 144.83       | 146.11       | 140.13       |
| 其中：原生垃圾处理费               | 146.00      | 140.00      | 147.00       | 147.00       | 147.00       | 147.00       | 147.00       | 147.00       |
| 其中：陈腐垃圾处理费               | 0.00        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 97.94        | 128.55       | 141.15       | 109.07       |
| <b>垃圾焚烧处理费收入（亿元，不含税）</b> | <b>7.28</b> | <b>7.91</b> | <b>11.29</b> | <b>11.27</b> | <b>13.31</b> | <b>14.79</b> | <b>16.31</b> | <b>17.01</b> |
| 实际发电量（亿千瓦时）              | 23.40       | 27.18       | 36.73        | 43.57        | 46.71        | 50.56        | 54.71        | 59.48        |
| 吨发数据（度/吨）                | 469.6       | 480.8       | 478.2        | 524.7        | 503.0        | 495.0        | 490.0        | 490.0        |
| 上网电量（亿千瓦时）               | 20.08       | 23.40       | 30.74        | 36.91        | 41.25        | 44.65        | 48.32        | 52.53        |
| 吨上网电量（度/吨）               | 402.9       | 414.0       | 400.2        | 444.5        | 444.2        |              |              |              |
| 自用比例                     | 14.2%       | 13.9%       | 16.3%        | 15.3%        | 11.7%        | 11.7%        | 11.7%        | 11.7%        |
| 垃圾发电上网平均电价_扣税后（元/kWh）    | 0.51        | 0.56        | 0.48         | 0.48         | 0.48         | 0.48         | 0.48         | 0.48         |
| <b>垃圾焚烧电费收入（亿元，不含税）</b>  | <b>10.2</b> | <b>13.1</b> | <b>14.8</b>  | <b>17.7</b>  | <b>19.8</b>  | <b>21.4</b>  | <b>23.2</b>  | <b>25.2</b>  |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 13：永兴股份生物质处理经营情况预测

| 项目              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 生物质处理项目产能（吨/日）  | 2,590  | 2,590  | 2,590  | 2,590  | 2,590  | 2,590  | 2,590  |
| 设计处理产能（万吨/年）    | 18.25  | 94.54  | 94.54  | 94.54  | 94.54  | 94.54  | 94.54  |
| 实际处理量（万吨/年）     | 1.22   | 32.11  | 61.95  | 73.57  | 80.36  | 85.09  | 87.92  |
| 产能利用率           | 40.26% | 39.18% | 65.53% | 77.82% | 85.00% | 90.00% | 93.00% |
| 生物质项目平均处理费（元/吨） | 244.69 | 236.11 | 236.11 | 236.11 | 236.11 | 236.11 | 236.11 |
| 生物质项目处理收入（亿元）   | 0.030  | 0.76   | 1.46   | 1.74   | 1.90   | 2.01   | 2.08   |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 14：永兴股份收入及毛利率假设（单位：亿元）

| 项目           | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b> | <b>37.65</b> | <b>40.93</b> | <b>44.32</b> | <b>47.10</b> |
| <b>同比增速</b>  | <b>6.4%</b>  | <b>8.7%</b>  | <b>8.3%</b>  | <b>6.3%</b>  |
| 项目运营         | 37.11        | 40.39        | 43.78        | 46.56        |
| 其中：发电上网      | 21.43        | 23.19        | 25.21        |              |
| 垃圾处理服务       | 16.69        | 18.32        | 19.09        |              |
| 其他运营收入       | 2.26         | 2.26         | 2.26         |              |

|                |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 建造项目           | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他业务           | 0.54         | 0.54         | 0.54         | 0.54         |
| <b>毛利率 (%)</b> | <b>41.9%</b> | <b>41.8%</b> | <b>41.8%</b> | <b>41.9%</b> |
| 项目运营           | 41.7%        | 41.7%        | 41.7%        | 41.7%        |
| 建造项目           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| 其他业务           | 54.1%        | 54.1%        | 54.1%        | 54.1%        |

资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利预测与估值：2025-2027 年公司实现归母净利润分别为 9.0、10.3、11.0 亿元，目前市值对应 PE 分别为 16.0x、14.1x 和 13.2x，考虑到公司类永续经营属性、区位优势保证 EPS 仍有一定增长等原因，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、盈利性不及预期风险：垃圾焚烧项目特许经营周期较长，垃圾处理费单价能否长期维持与成本变化同样涨幅存在一定的不确定性。
- 2、陈腐垃圾开挖进度不及预期风险：目前公司针对陈腐垃圾跟地方政府签订了相应协议，但开挖进度并没有严格确认，若开挖掺烧进度不及预期，则对业绩有一定影响。
- 3、国补退坡风险：垃圾焚烧上网电价中部分收入来自于国家可再生能源基金补贴，在“央地共担”的政策推动下，国家补贴逐渐退出，若地方政府没有及时调整垃圾处置费，则项目收益率会有下行风险。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险：前面假设陈腐垃圾及原生垃圾开挖加速，如果 2025-2027 年陈腐垃圾处理量比预期值降低至 80 万吨、90 万吨、100 万吨，同时原生垃圾增速预期降低至 2%，则 2025-2027 年归母净利润比盈利预期分别降低 5.6%、10.1%、14.0%至 8.51 亿元、9.22 亿元、9.43 亿元。



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个/内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个/内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。