



Research and
Development Center

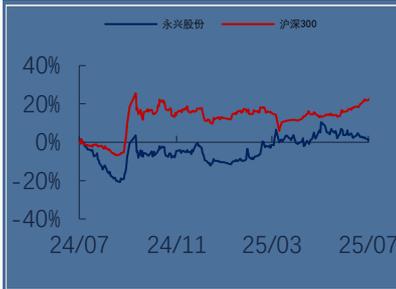
永兴股份：高分红构筑安全边际，优质资产盈利释放可期

—永兴股份（601033.SH）公司首次覆盖报告

2025年8月5日

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告

永兴股份 (601033)

 投资评级 **买入**


资料来源：聚源，信达证券研发中心

郭雪 环保公用联席首席分析师

执业编号：S1500525030002

邮箱：guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号：S1500524100001

邮箱：wuboying@cindasc.com

公司主要数据

收盘价(元)	15.37
52周内股价波动区间(元)	16.85-12.08
最近一月涨跌幅(%)	-3.29
总股本(亿股)	9.00
流通A股比例(%)	26.67
总市值(亿元)	138.33

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

永兴股份：高分红构筑安全边际，优质资产盈利释放可期

2025年8月5日

本期内容提要：

- **背靠广州市政府，资产注入支撑公司规模扩张。** 母公司广环投是广州市最大的垃圾处理服务运营主体，永兴股份作为广州环投集团下属唯一的垃圾焚烧发电及生物质处理运营平台，先后承接母公司多项垃圾焚烧资产，实现规模扩张。
- **公司在运垃圾焚烧产能 3.2 万吨/日，在广州地区处于垄断地位。** 公司垃圾焚烧经营效率高，2024 年吨垃圾收入达到 400 元/吨，领先于行业可比公司。主要得益于（1）高吨发。广东地区垃圾热值高，且公司单体项目规模达到 2300 吨/日，高于行业 511 吨/日水平，具有更好的经济效益和减排效益；（2）高上网电价。广东地区燃煤基准价 0.453 元/千瓦时，为全国最高，（3）高垃圾处理费。2023 年永兴股份平均垃圾处理费为 152.6 元/吨，高于行业 120 元/吨左右水平。
- **陈腐垃圾掺烧有望提升产能利用率，增厚公司盈利。** 公司产能利用率低于行业水平，2024 年公司产能利用率为 83%，大幅低于可比公司 107% 的平均水平，产能利用率不足一定程度上制约公司盈利水平的释放。广州市正在积极开展陈腐垃圾掺烧工作，现存填埋存量约 8000 万吨，已公布的开挖计划超 1000 万吨，支撑公司产能利用率提升。我们测算每掺烧 100 万吨陈腐垃圾，收入增厚约 1.6 亿元，每年掺烧 400 万吨垃圾有望达到行业平均产能利用率水平，对应提高收入 6 亿元，收入增幅为 16%。
- **公司进入稳健运营期，承诺分红比例 60%，25 年预测股息率 4%。** 2019-2024 年公司归母净利润复合增速达到 45.54%。公司收入和利润几乎全部来自运营业务，业绩稳定性较强。同时伴随主要项目已实现全部投运，资本支出规模收窄，2024 年自由现金流实现转正。上市之初公司发布分红承诺，2023-2025 年每年利润分配总额不少于可分配利润的 60%。2023、2024 年公司分红率分别为 63.69% 和 65.81%，均实现分红承诺。我们假设分红承诺延续，公司 2025-2027 年股息率或将达到 4%、4.5%、4.9%。
- **盈利预测及投资评级：** 公司为广州市固废处理龙头，主业盈利稳健，且伴随陈腐垃圾掺烧带动产能利用率提升，公司业绩还有向上弹性空间。同时资本开支收窄，自由现金流回正，分红稳定在 60% 以上。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入为 41.34 亿元、43.87 亿元、47.51 亿元；归母净利润为 9.32 亿元、10.6 亿元、11.83 亿元，按 8 月 4 日收盘价计算，对应 PE 为 14.85x/13.05x/11.7x。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：** 应收账款回收风险；陈腐垃圾掺烧进度不及预期；公用事业价格市场化改革进度缓慢。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,536	3,765	4,134	4,387	4,751
同比(%)	7.4%	6.4%	9.8%	6.1%	8.3%
归属母公司净利润 (百万元)	735	821	932	1,060	1,183
同比(%)	2.7%	11.7%	13.5%	13.8%	11.6%
毛利率(%)	45.3%	41.9%	42.5%	43.0%	43.0%
ROE(%)	9.4%	7.8%	8.6%	9.4%	10.1%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.91	1.04	1.18	1.31
P/E	18.82	16.86	14.85	13.05	11.70
P/B	1.77	1.32	1.27	1.23	1.18
EV/EBITDA	5.05	10.12	9.61	8.89	8.28

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 4 日收盘价

投资聚焦

稳健运营分红期，财务状况向好。公司 90%以上收入/毛利来自运营业务，2024 年自由现金流实现转正，同时伴随主要项目已实现全部投运，未来资本开支规模有限。公司承诺 2023-2025 年每年分红比例不低于 60%，假设分红承诺维持，未来三年股息率在 4% 左右。

运营效率领先行业。得益于广州垃圾热值高，且公司项目规模大，2024 年永兴股份吨垃圾发电量超过 500 度/吨，吨上网电量 444 度/吨，在行业中处于领先地位。同时享受高上网电价和高垃圾处理费，使得公司吨垃圾收入领跑行业，在产能利用未完全释放的情况下，公司毛利率位于可比公司中游。公司资产质量优秀，未来盈利释放的空间较大。

陈腐垃圾掺烧提高产能利用率，盈利释放可期。广州市正在积极开展陈腐垃圾掺烧工作，现存填埋存量约 8000 万吨，已公布的开挖计划超 1000 万吨，支撑公司产能利用率提升。我们测算每掺烧 100 万吨陈腐垃圾，收入增厚约 1.6 亿元，每年掺烧 400 万吨垃圾有望达到行业平均产能利用率水平，对应提高收入 6 亿元，收入增幅为 16%。

投资聚焦	4
一、永兴股份：深耕广州地区的固废处理龙头	7
1.1 背靠广州市政府，是广环投下属唯一垃圾焚烧发电平台	7
1.2 财务情况：进入稳健运营期，承诺分红比例 60%，25 年预测股息率 4%	7
二、聚焦环保主业，“一体两翼”助力可持续发展	10
2.1 高吨发+高上网电价+高垃圾处理费”助力公司吨垃圾运营效率领先行业	10
2.2 生物质处理项目产能利用率不断提升，作为运营业务有益补充	13
三、拓展陈腐垃圾掺烧&供热业务，多维驱动提高产能利用率	14
3.1 人口及经济增长支撑垃圾量自然增长	14
3.2 掺烧陈腐垃圾提高产能利用率，有望成为增收关键	15
3.3 积极拓展供热业务增厚收益	18
3.4 广州为国家算力枢纽节点核心城市，垃圾焚烧发电有望协同数据中心实现共赢	18
四、盈利预测	20
五、风险提示	22

表目录

表 1: 永兴股份在运垃圾焚烧项目情况梳理	10
表 2: 永兴股份在运生物质处理项目情况梳理	11
表 3: 永兴股份项目纳入国补清单情况	13
表 4: 陈腐垃圾及新鲜垃圾物理组成 (%)	15
表 5: 广州市已封场填埋场土地利用价值较高	16
表 6: 广州市存量陈腐垃圾情况梳理	16
表 7: 广州市存量陈腐垃圾处理腾退相关政策	16
表 8: 兴丰项目垃圾掺烧量及热值对收入的弹性测算	17
表 9: 垃圾掺烧量和垃圾热值对公司产能利用率弹性测算	17
表 10: 垃圾掺烧量和垃圾热值对公司收入增量的弹性测算 (亿元)	17
表 11: 推动数据中心绿色化发展相关政策	18
表 12: 广州市新型智慧城市建设核心目标	20
表 13: 永兴股份经营情况预测	21
表 14: 可比公司估值表	22

图目录

图 1: 永兴股份发展脉络图	7
图 2: 永兴股份股权结构图 (截至 2025Q1)	7
图 3: 2019-2025Q1 永兴股份营业收入及同比增速	8
图 4: 2019-2025Q1 永兴股份归母净利润及同比增速	8
图 5: 2019-2024 年永兴股份营业收入构成 (亿元)	8
图 6: 2019-2024 年永兴股份项目运营业务毛利率	8
图 7: 2019-2024 年永兴股份期间费用率情况 (%)	9
图 8: 2019-2024 年永兴股份负债率情况	9
图 9: 2019-2025Q1 永兴股份现金流情况 (亿元)	9
图 10: 2019-2025Q1 永兴股份应收账款情况	9
图 11: 公司近两年分红率超 60%	10
图 12: 2023-2027 年永兴股份股息率情况 (元; %)	10
图 13: 2024 年主要垃圾焚烧上市公司吨垃圾处理收入 (元/吨)	11
图 14: 2021 年中国主要地区垃圾热值情况	11
图 15: 可比公司吨垃圾发电量 (度/吨)	12
图 16: 可比公司吨垃圾上网电量 (度/吨)	12
图 17: 全国各地燃煤发电基准电价概览 (元/千瓦时)	12
图 18: 永兴股份垃圾处理费价格高于行业项目中标价 (元/吨)	12
图 19: 2024 年可比公司垃圾焚烧发电业务毛利率 (%)	13
图 20: 永兴股份产能利用率显著低于可比公司	13
图 21: 2021-2024 年永兴股份生物质处理业务垃圾处理量	14
图 22: 2021-2024 年永兴股份生物质处理业务产能及产能利用率	14
图 23: 2019-2024 年广州市 GDP	14
图 24: 2019-2024 年广州市城镇人口数量	14
图 25: 2019-2030 年广州市生活垃圾量 (含预测)	15

图 26: 2019-2024 年广州市生活垃圾无害化处理方式 (万吨)	15
图 27: 部分垃圾焚烧企业供热量情况 (万吨)	18
图 28: 部分垃圾焚烧企业供热比例 (供热量/垃圾处理量)	18
图 29: 2025 年 1-5 月中国企业海外落地垃圾焚烧项目规模情况 (日)	20
图 30: 2025 年 1-5 月中国企业海外垃圾焚烧项目地区分布 (吨/日)	20
图 31: 2024 年 2 月以来, 永兴股份 PE-bands 走势图	22
图 32: 2024 年 2 月以来, 永兴股份 PB-bands 走势图	22

一、永兴股份：深耕广州地区的固废处理龙头

1.1 背靠广州市政府，是广环投下属唯一垃圾焚烧发电平台

成立十余载专注固废处理和清洁能源服务，母公司资产注入助力公司规模扩张。公司 2009 年由广州环投集团出资 8000 万元成立，2022 年引入城投投资公司、科学城投资集团、白云城投集团等战略投资人，并从有限责任公司变更为股份有限公司，完成股改。公司发展离不开母公司的重组注入。2019-2020 年为实现所有权和运营权的统一、避免同业竞争，母公司先后将李坑一期、福山、南沙、花城等主要垃圾焚烧资产注入永兴股份，最终实现公司当前固废版图的基本格局。

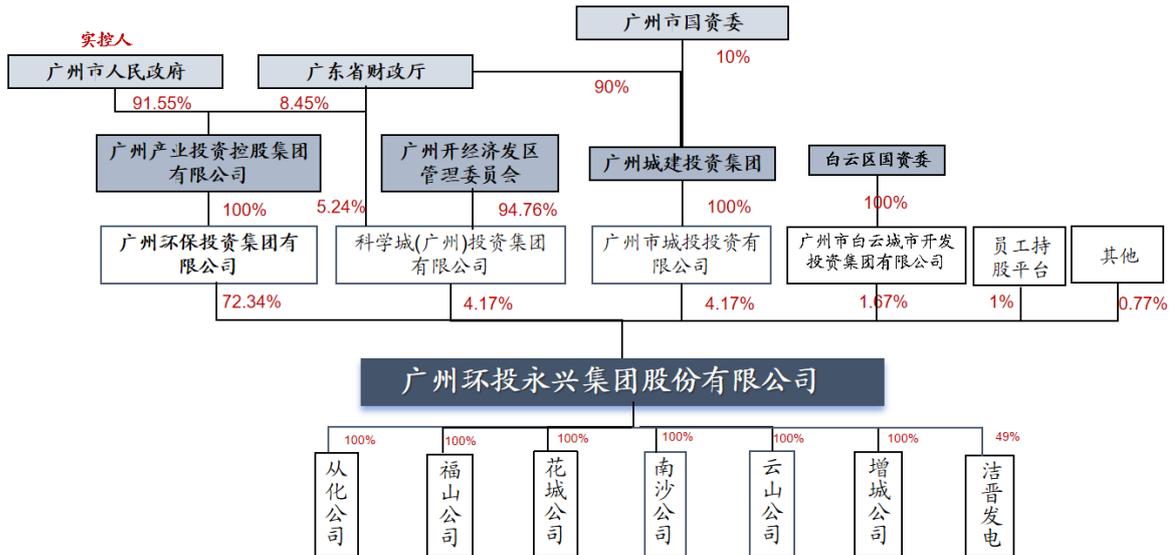
图 1：永兴股份发展脉络图



资料来源：IFinD，公司公告，信达证券研发中心

背靠广州市政府，股权结构相对集中。公司控股股东是广州环投集团，持股 72.34%，实控人是广州市政府。战略投资者广州市城投投资有限公司、科学城投资集团、白云城投集团分别持有公司 4.17%、4.17%和 1.67%股权。环劢合伙及环卓合伙为员工持股平台，合计 1%。控股股东广州环投集团负责承担广州市及下属区县垃圾焚烧发电项目的建设、运营，是广州市最大的垃圾处理服务运营主体。永兴股份作为广州环投集团下属唯一的垃圾焚烧发电及生物质处理运营平台，有望在规模拓展、资金补贴方面获得有力支持。

图 2：永兴股份股权结构图（截至 2025Q1）

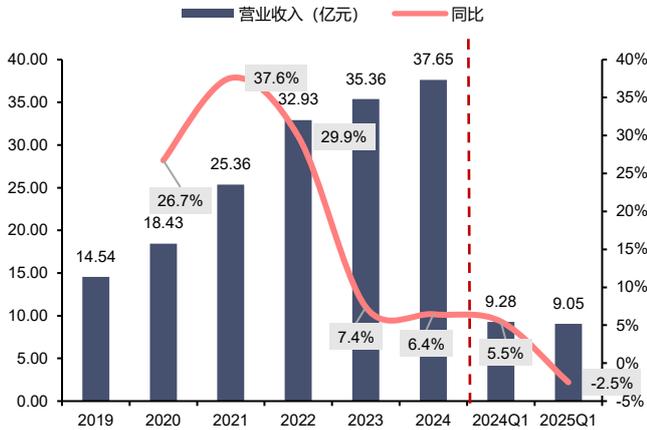


资料来源：IFinD，信达证券研发中心

1.2 财务情况：进入稳健运营期，承诺分红比例 60%，25 年预测股息率 4%

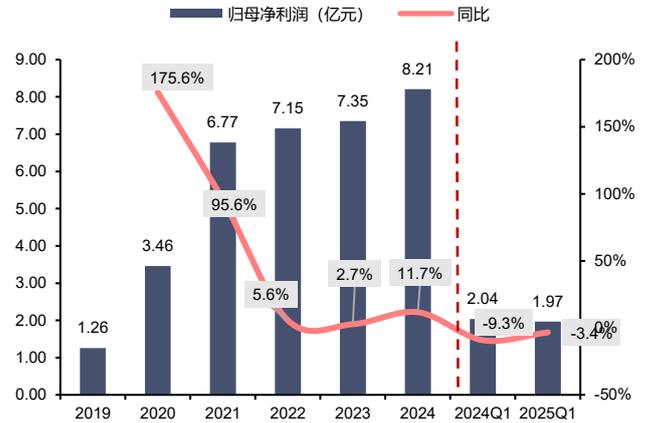
在手项目陆续投产，公司业绩实现稳步增长。2019-2024 年公司归母净利润由 1.26 亿元增长至 8.21 亿元，复合增长率达到 45.54%。2024 年公司归母净利润增速高于收入增速，主要得益于公司对坏账计提的会计估计做出变更，使得当年信用减值损失产生 2433 万元转回。2025Q1 由于设备检修同比增加，业绩产生小幅波动。我们认为随着公司主要项目完成投产运营，公司有望步入稳健运营阶段。

图 3：2019-2025Q1 永兴股份营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 4：2019-2025Q1 永兴股份归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

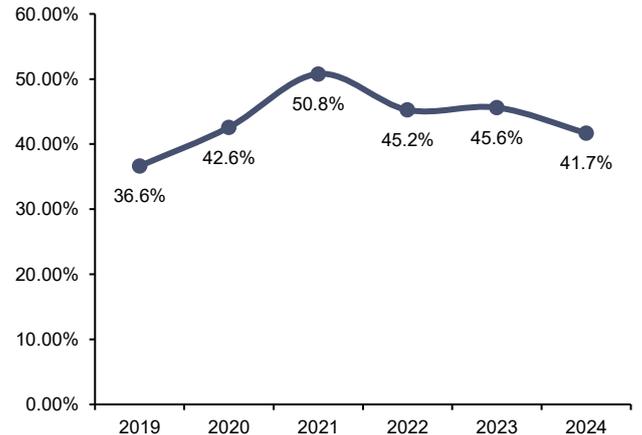
公司收入几乎全部来自运营业务，毛利率保持在 40% 之上。2024 年运营业务贡献 98.57% 收入和 98.15% 的毛利，主要包括垃圾焚烧发电运营和生物质处理业务，板块实现毛利率 41.7%，成为公司业绩的压舱石。2022 年以来投产的二期项目未确认国补收入一定程度上导致公司毛利率下降，但整体仍保持在 40% 之上。公司其他业务主要为环保设备及材料销售、技术咨询与服务收入等，2024 年贡献收入 5393 万元，占比 1.43%。

图 5：2019-2024 年永兴股份营业收入构成（亿元）



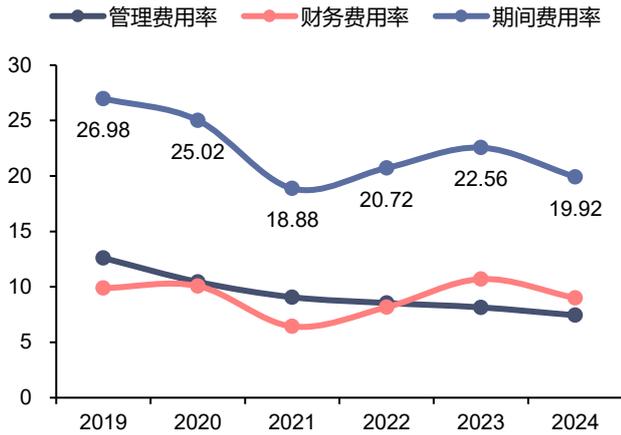
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：2019-2024 年永兴股份项目运营业务毛利率

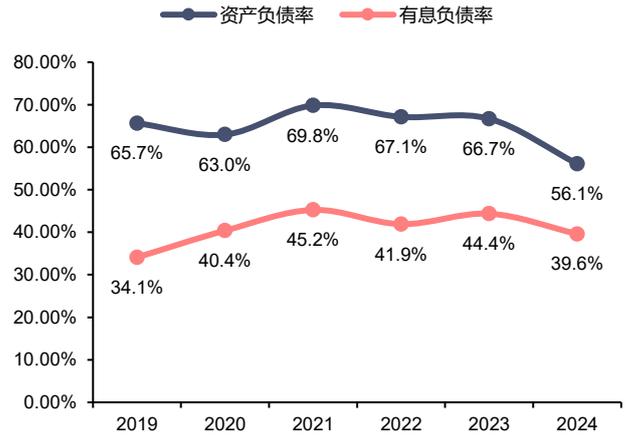


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

期间费用率波动下降，24 年资产负债率下降超 10pct。公司运营效率提升，管理费用率持续走低，由 2019 年 12.6% 下降至 2024 年 7.44%。2022-2023 年由于二期项目转固，同期借款利息费用化，导致财务费用上升，2024 年财务费用率下降带动期间费用率回归至 19.92%。2024 年资产负债率为 56.1%，同比下降 10.6pct，主要由于收到上市募集资金，公司偿还银行借款。未来债务置换也有助于公司优化融资结构，降低融资成本。

图 7：2019-2024 年永兴股份期间费用率情况（%）


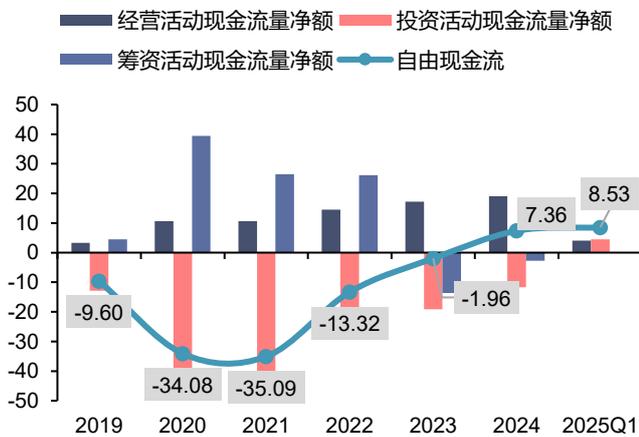
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：2019-2024 年永兴股份负债率情况


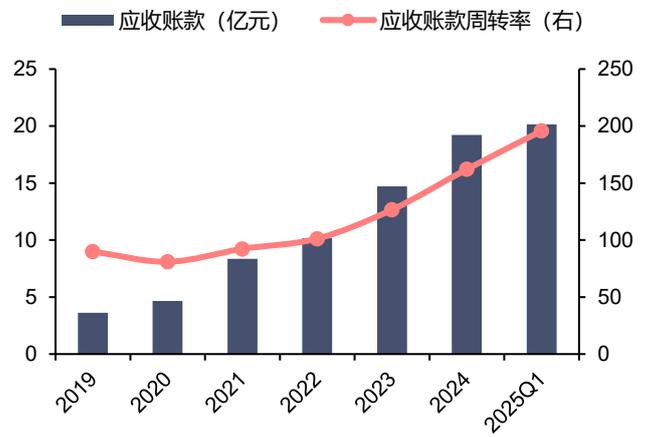
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

自由现金流状态优化，2024 年自由现金流转正。2019-2024 年公司经营活动现金流净额稳定提升，同时伴随主要项目已实现全部投运，资本开始规模收窄。2024 年自由现金流实现转正。

应收账款增速较快，应收计提会计政策调整，坏账风险整体可控。公司应收主要来自于政府客户，其中可再生能源补贴占总应收比重 24.1%，政府客户组合占比超过 60%。政府客户欠款账期延长但形成真正坏账的可能性较小，因此 2024 年 4 月起，公司进行会计变更，更改“政府客户组合”、“电网客户组合”和“可再生能源补贴组合”由原固定比例计提改为依据组合的迁徙率、以前年度相同组合的实际损失率等确定计提比例。未来公司坏账有望实现合理计提，公允显示公司坏账情况。

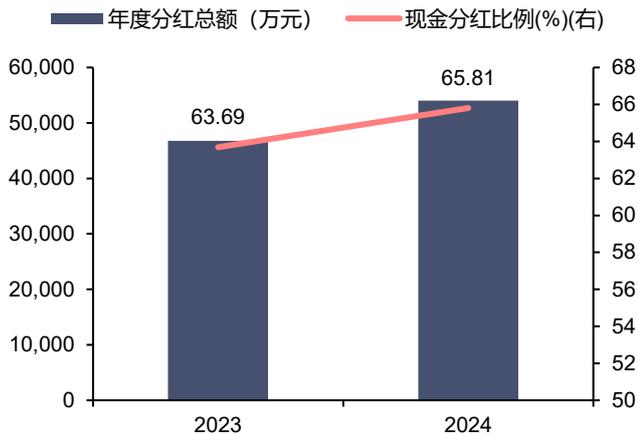
图 9：2019-2025Q1 永兴股份现金流情况（亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

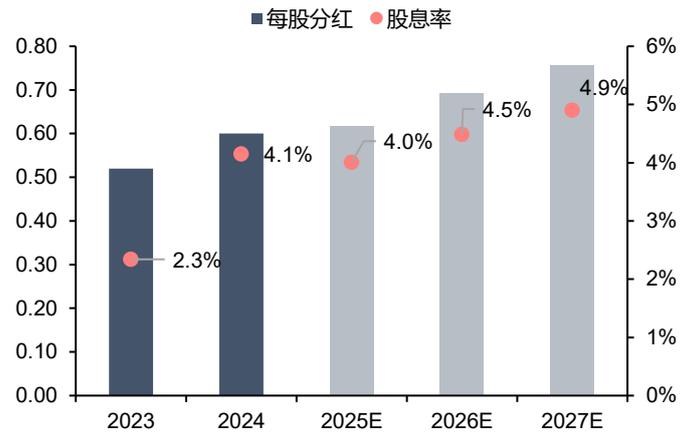
图 10：2019-2025Q1 永兴股份应收账款情况


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

分红比例超过 60%，未来三年预测股息率在 4% 以上。公司上市之初发布分红承诺，2023-2025 年每年利润分配总额不少于可分配利润的 60%。2023、2024 年公司分红率分别为 63.69% 和 65.81%，均实现分红承诺。我们假设未来三年分红承诺延续 60% 水平，根据同花顺一致盈利预测，公司 2025-2027 年股息率或将达到 4%、4.5%、4.9%。

图 11: 公司近两年分红率超 60%


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 12: 2023-2027 年永兴股份股息率情况 (元; %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 假设 2025-2027 年分红比例为 60%; 市值截止至 2025.8.4

二、聚焦环保主业, “一体两翼” 助力可持续发展

2.1 高吨发+高上网电价+高垃圾处理费” 助力公司吨垃圾运营效率领先行业

公司在运垃圾焚烧产能 3.2 万吨/日, 在广州地区处于垄断地位。公司运营类业务包括垃圾焚烧和生物质处理。截止 2024 年, 公司共控股运营 14 个垃圾焚烧发电项目, 目前已经全部投入运营, 合计处理能力 32090 吨/日, 其中广州地区运营项目规模 30040 吨/日, 占比约 94%, 在广州市具有垄断地位。公司全资运营 4 个生物质处理项目, 均位于广州市, 设计处理能力合计 2590 吨/日, 占广州市生物质处理产能 (6110 吨/日) 近 50%。

广州项目均为政府购买模式, 经营永续性强。政府购买服务模式为主, 即与当地政府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。与特许经营权模式期满后将资产交回政府不同, 政府购买模式下, 企业具有资产的所有权并确认为固定资产。在政府购买服务的模式下, 公司的项目经营永续性更强。

表 1: 永兴股份在运垃圾焚烧项目情况梳理

项目名称	持股比例	运营模式	设计垃圾处理能力 (吨/日)	发电装机 (MW)	运营/纳入国补时间
李坑一期	100%	政府采购服务	1040	1*22	2006 年前核准, 无补贴
李坑二期	100%	政府采购服务	2000	2*25	2014 年 8 月纳入国补
福山电厂一期	100%	政府采购服务	4000	4*25	2020 年 10 月纳入国补
福山电厂二期	100%	政府采购服务	4000	3*50	
南沙电厂一期	100%	政府采购服务	2000	2*25	2021 年 10 月纳入国补
南沙电厂二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	2022 年 7 月投运
花城电厂一期	100%	政府采购服务	2000	2*25	2021 年 10 月纳入国补
花城电厂二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	2022 年 8 月投运
增城电厂一期	100%	政府采购服务	2000	2*22	2020 年 10 月纳入国补
增城电厂二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	2022 年 5 月投运
从化电厂一期	100%	政府采购服务	1000	2*12	2021 年 10 月纳入国补
从化电厂二期	100%	政府采购服务	3000	2*50	2022 年 8 月投运
雷州电厂	58.37%	特许经营权	1000	1*25	2021 年 6 月投运
邵东电厂	50%	特许经营权	1050	25	2022 年 6 月纳入国补

总计
32090

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

表 2：永兴股份在运生物质处理项目情况梳理

经营主体	项目名称	持股比例	运营模式	项目规模
福山公司	福山生物质项目	100%	政府采购服务	餐饮垃圾 1,200 吨/日、死禽畜 60 吨/日、废弃食用油脂 120 吨/日
南沙公司	南沙餐厨项目	100%	政府采购服务	餐厨垃圾 400 吨/日
花城公司	花都生物质项目	100%	政府采购服务	餐饮垃圾 150 吨/日、厨余垃圾 50 吨/日、粪便 500 吨/日、死禽畜 5 吨/日、废弃油脂 5 吨/日
从化公司	从化餐厨项目	100%	政府采购服务	餐厨垃圾 100 吨/日

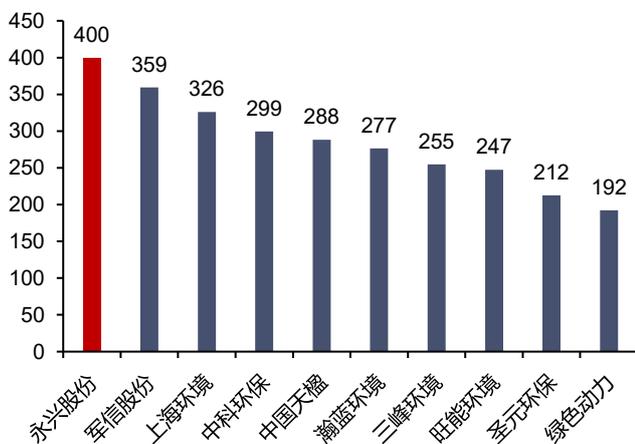
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

2024 年永兴股份吨垃圾收入达到 400 元/吨，遥遥领先于可比垃圾焚烧公司。主要得益于：

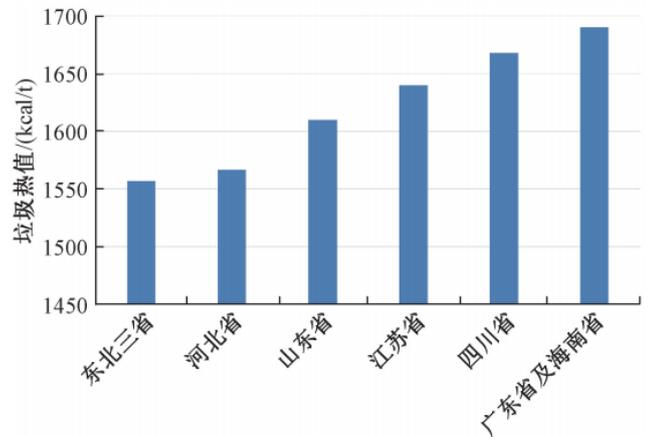
1) 高吨发电量：2024 年永兴股份吨垃圾发电量超过 500 度/吨，吨上网电量 444 度/吨，在行业中处于领先地位。

a.热值高。公司高吨发主要得益于公司所在的广东地区垃圾热值高。根据谷琳等《中国生活垃圾焚烧发电项目垃圾热值特性及其影响研究》，广东省气温高，经济发达，垃圾中食物塑料及纸质包装含量高，垃圾灰分少，热值高达 1700kcal/kg，相较之下，东北三省由于集中供暖程度低，采暖时间长，垃圾灰分较高，平均热值仅为 1557kcal/kg；公司地理位置带来垃圾焚烧热值的天然优势。

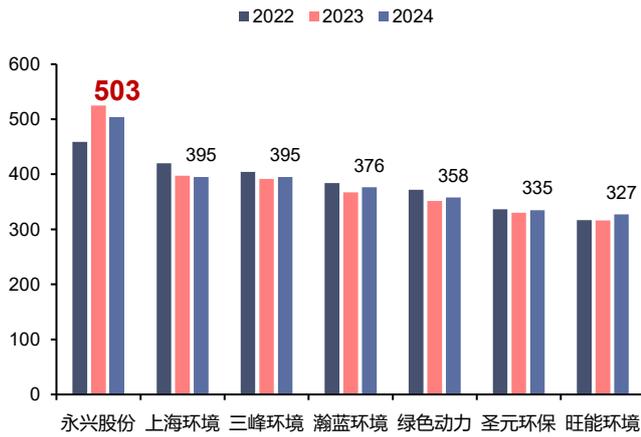
b.项目规模大。焚烧炉单炉容量越大，吨垃圾发电量越高，往往具有更好的经济效益和减排效益。公司 14 个项目单体规模均超过 1000 吨/日，平均项目规模达到 2292 吨/日。而根据生态环境部最新数据，截至 2024 年 10 月，全国焚烧企业数量为 1010 家，焚烧炉 2172 台，焚烧能力约 111 万吨/日，单项目产能 511 吨/日。公司项目规模优势突出，因此吨发领先可比公司。

图 13：2024 年主要垃圾焚烧上市公司吨垃圾处理收入（元/吨）


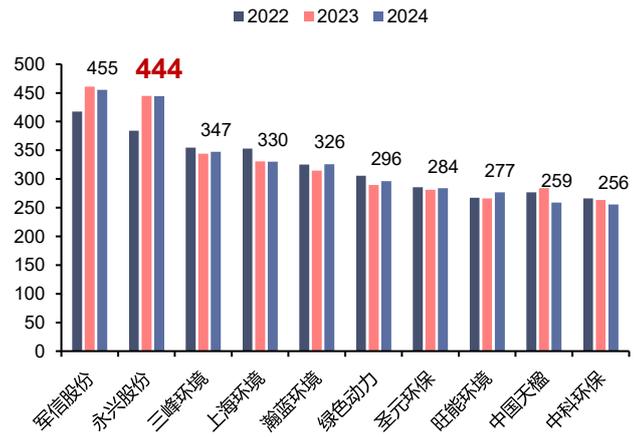
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：2021 年中国主要地区垃圾热值情况


资料来源：《中国生活垃圾焚烧发电项目垃圾热值特性及其影响研究》谷琳等，信达证券研发中心

图 15: 可比公司吨垃圾发电量 (度/吨)


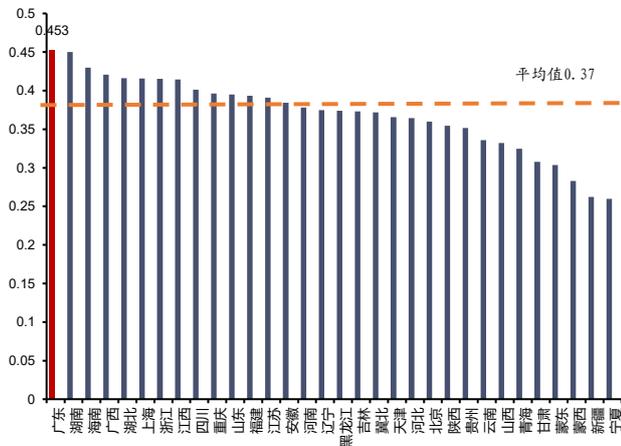
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 可比公司吨垃圾上网电量 (度/吨)


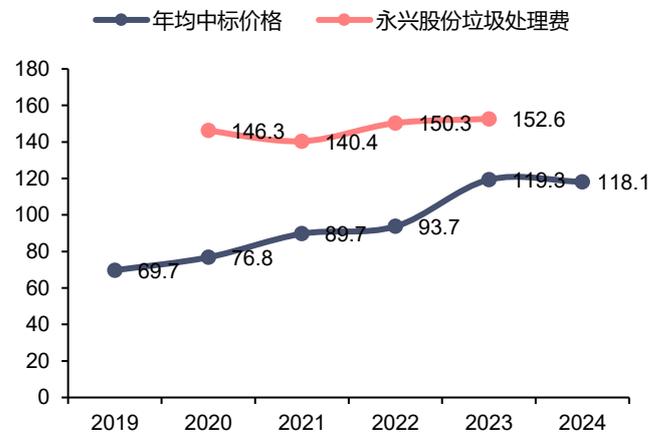
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2) 高上网电价。根据国家发改委《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，吨垃圾焚烧发电超过 280kwh 部分上网电量执行当地同类燃煤发电。广东地区燃煤基准价 0.453 元/千瓦时，为全国最高，超过全国平均价格 0.08 元/千瓦时。地区高基础电价使公司平均电价高于行业。

3) 高垃圾处理费。2023 年永兴股份平均垃圾处理费为 152.6 元/吨，高于行业水平，2024 年新中标项目平均处理费仅 118.1 元/吨。公司垃圾焚烧处理项目经营模式为政府采购，部分项目实现三年一核价，价格调整周期较短有利于公司合理疏导成本，保障稳定收益水平。

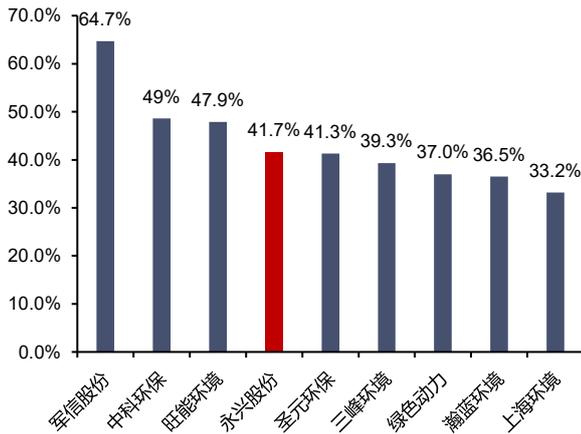
图 17: 全国各地燃煤发电基准电价概览 (元/千瓦时)


资料来源: 国家电投, 信达证券研发中心

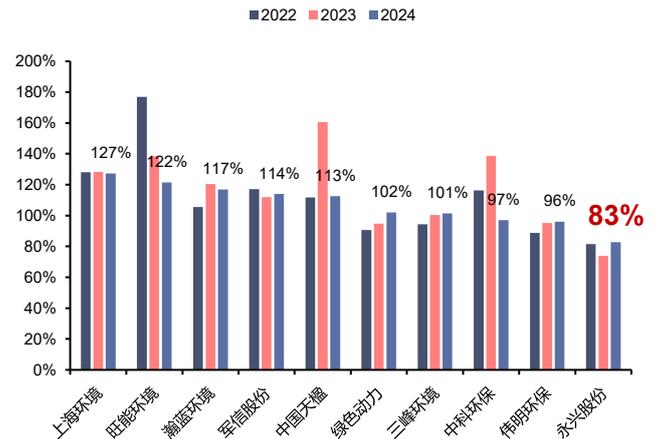
图 18: 永兴股份垃圾处理费价格高于行业项目中标价 (元/吨)


资料来源: 北极星垃圾发电网, 公司公告, 信达证券研发中心

在产能利用率显著低于行业水平情况下，公司毛利率位于可比公司中游。2021 年以来公司二期垃圾焚烧发电项目陆续投产，产能增长较快，尚处于产能爬坡阶段。2024 年公司产能利用率为 83%，大幅低于可比公司 107% 的平均水平，产能利用率不足一定程度上制约公司盈利水平的释放。但受益于公司吨垃圾发电效率高，得以实现 41.7% 的板块毛利率。我们认为伴随公司产能利用率的逐步提升，或将为公司贡献向上业绩弹性。

图 19: 2024 年可比公司垃圾焚烧发电业务毛利率 (%)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 永兴股份产能利用率显著低于可比公司


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 按一年开工 350 天进行计算

若二期项目纳入国补目录或将增厚利润 1.6 亿元。公司福山一期、南沙一期等五个项目先后在 2020 和 2021 年纳入国补清单, 为 2020 年增加一次性确认国补收入 9831.49 万元, 为 2021 年增加 1.67 亿元。2023 年广东省发改委发布《关于生物质发电上网电价有关事项的通知》, 规定“2022 年起, 新核准(备案)生物质发电项目上网电价执行我省同期燃煤发电基准价。公司二期项目核准(备案)时间早于 2022 年, 因此具备享受政策补贴条件, 但由于未全部完成“装、树、联”, 尚未纳入国补清单。根据永兴股份截至 2023 年中的已上网电量计算, 公司预计若现有具备条件项目全部纳入补贴名录, 将增厚利润 1.6 亿元。

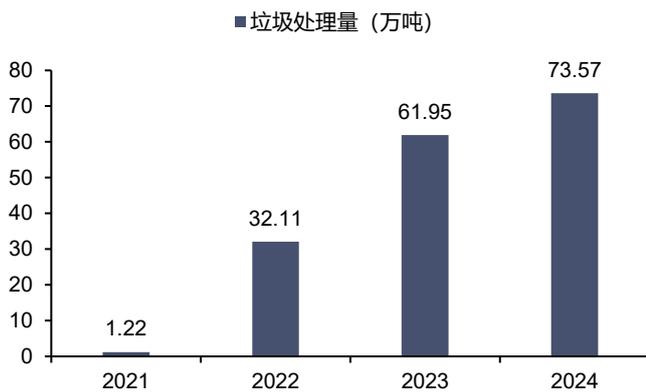
表 3: 永兴股份项目纳入国补清单情况

项目	持股比例	是否属于竞争配置项目	未纳入补贴原因	已上网电量(万度)	假设 2023 年按照非竞争性配置纳入国补目录对归母净利润的预期影响金额(万元)
雷州电厂	58.37%	否	未取得央地分摊承诺函	26,324.32	1,849.16
福山电厂二期	100%	不确定	未全部完成“装、树、联”	62,007.13	3,240.30
南沙电厂二期	100%	不确定		58,253.35	3,090.01
花城电厂二期	100%	不确定		47,411.47	2,108.85
增城电厂二期	100%	不确定		69,003.88	3,356.70
从化电厂二期	100%	不确定		46,421.28	2,332.66
合计	-	-	-	309,421.43	15,977.69

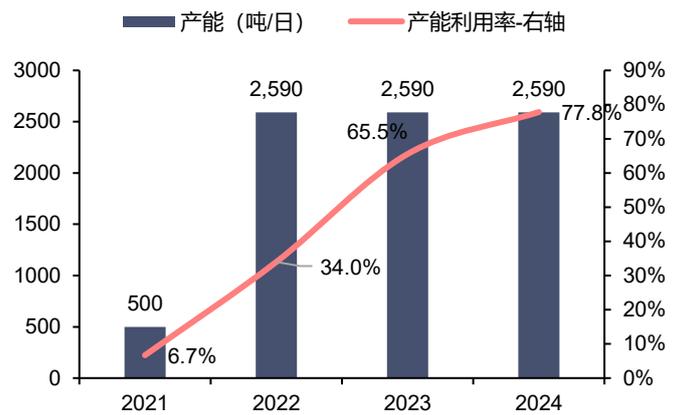
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 上网电量截止至 2023 年 6 月 30 日

2.2 生物质处理项目产能利用率不断提升, 作为运营业务有益补充

生物质在运项目 2590 吨/日产能, 产能利用率不断提升。自 2021 年起, 公司生物质处理项目陆续投产, 通过与项目所在地城市管理主管部门签订协议, 为城市提供生物质处理服务, 并按照协议价格收取生物质处理服务费。截至 2024 年, 公司全资运营 4 个生物质处理项目, 均位于广州市, 设计处理能力合计 2590 吨/日。当前仍处于产能爬坡阶段, 2024 年生物质垃圾进厂量 73.57 万吨, 同比增长 18.76%, 产能利用率达到 77.8%。

图 21：2021-2024 年永兴股份生物质处理业务垃圾处理量


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

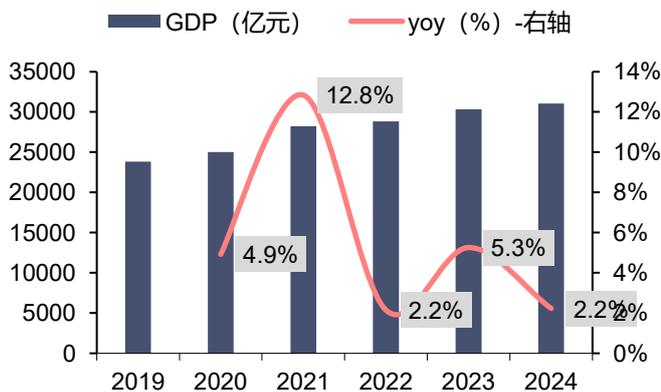
图 22：2021-2024 年永兴股份生物质处理业务产能及产能利用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

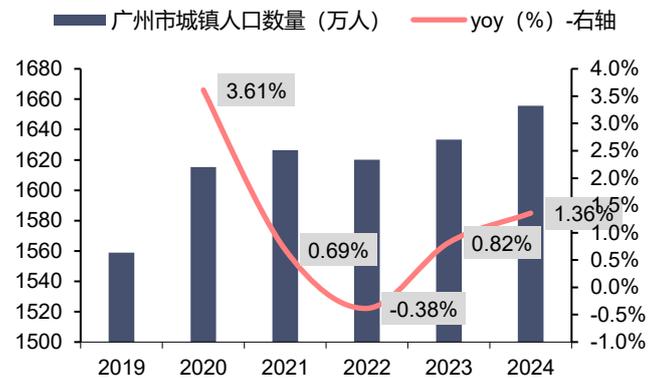
三、拓展陈腐垃圾掺烧&供热业务，多维驱动提高产能利用率

3.1 人口及经济增长支撑垃圾量自然增长

广州区域禀赋优势显著，人口增长带动垃圾处理量增加。广州市财政基础较好，2020-2024 年 GDP 复合增速达到 5.5%。同时，人口稳定增长，虹吸效应明显。2024 年广州市城镇人口数量为 1655.64 万人，较上年同比增长 1.36%；常住人口达 1897.8 万人，稳居省内人口第一大市。城镇人口增长应带动城市垃圾总量的增加。叠加政策支持，2021 年广州成为国内第一个实现原生生活垃圾“零填埋”的超大城市，已经构建起“焚烧为主、生化为辅、循环利用”的生活垃圾治理新格局，对公司垃圾处理量自然增长提供一定保障。

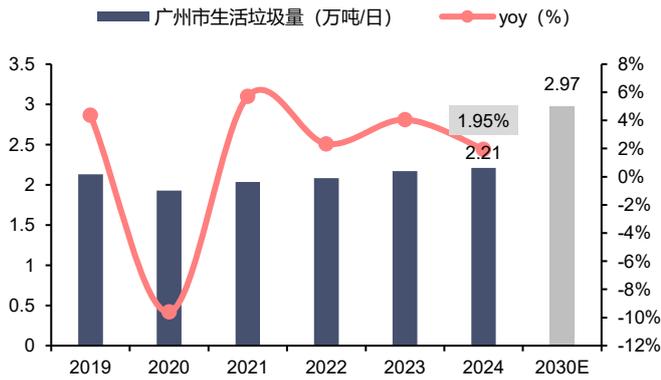
图 23：2019-2024 年广州市 GDP


资料来源：iFinD，广州市政府网，信达证券研发中心

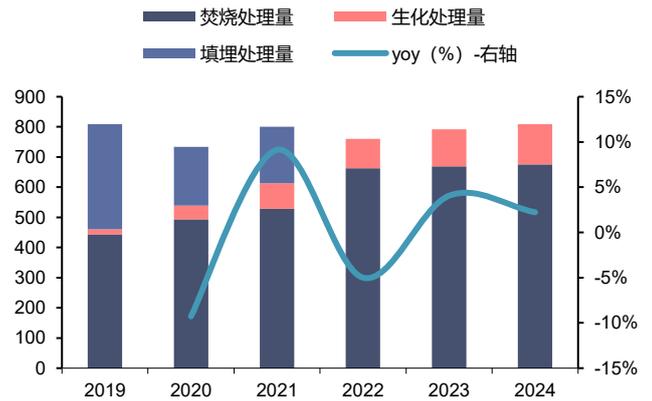
图 24：2019-2024 年广州市城镇人口数量


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

广州市生活垃圾量激增，焚烧处理成为主要无害化处理方式。广州市是除了北京、上海以外城市生活垃圾产生量最多的城市，2024 年全市生活垃圾终端处理设施无害化处理量为 809.25 万吨，无害化处理率为 100%。根据《广州市生活垃圾收运处理系统战略规划（2018-2035 年）》对未来广州市生活垃圾量的预测，2030 年广州市垃圾量或将达到 2.97 万吨/天，2025-2030 年复合增速为 2.6%。2024 年广州市生活垃圾中焚烧处理量为 675.72 万吨，占总生活垃圾无害化处理量的 83.50%。

图 25：2019-2030 年广州市生活垃圾量（含预测）


资料来源：招股说明书，广州市生态环境局，广州市城管局，信达证券研发中心

图 26：2019-2024 年广州市生活垃圾无害化处理方式（万吨）


资料来源：广州市生态环境局，广州市政府网，信达证券研发中心

广环投承接广州老六区环卫业务，母公司智慧环卫与公司垃圾焚烧业务形成协同，有助于提升垃圾处理效率。根据《广州市生活垃圾收运处置一体化改革工作方案》，广州环投集团已承接越秀、天河、海珠、白云、荔湾、南沙共 6 区一体化业务，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。一体化改革有助于提升广州市垃圾收运量，提高公司垃圾焚烧项目运营效率。

3.2 掺烧陈腐垃圾提高产能利用率，有望成为增收关键

陈腐垃圾中热值约为原生垃圾热值 70%-80%，可燃物占比近 80%，可开采利用价值高。根据黄明生等《大型垃圾填埋场陈腐垃圾成分特性及开采利用研究》，从垃圾结构看，陈腐垃圾相较于新鲜垃圾，厨余类垃圾占比大幅降低；纸类、橡胶类、纺织类等可燃烧垃圾占比提高，可燃物的占比为 77.88%，说明陈腐垃圾具有显著的综合利用价值。同时陈腐垃圾会随着填埋年限增加，有机物逐步降解，从而热值呈现逐步下降的趋势，可以通过筛分提高热值并与新鲜垃圾掺烧。以 2018 年的陈腐垃圾为例，陈腐垃圾热值在 5300kJ/kg 左右，约是原生垃圾热值的 73%，经过筛分后的陈腐垃圾热值约提升 6%，达到原生垃圾热值的 77%，可送入垃圾焚烧厂焚烧，腐殖土、金属和砖瓦石块等可回收利用。

表 4：陈腐垃圾及新鲜垃圾物理组成（%）

	厨余类	纸类	橡胶类	纺织类	木竹类	灰土类	玻璃类	金属类	其他	可燃物占比
五年陈腐垃圾	18.51	30.91	32	13.47	2.41	0	0	2.71	0	77.88
新鲜垃圾	42.11	14.29	17.86	8.08	3.76	4.5	3.76	3.76	1.88	-

资料来源：《大型垃圾填埋场陈腐垃圾成分特性及开采利用研究》黄明生等，信达证券研发中心

地方财政支付能力强&土地附加值高的垃圾填埋场，治理需求有望率先释放。填埋场治理依赖政府付费，因此政府支付能力及付费优先级制约填埋场复挖治理进度。同时，部分填埋场环境风险突出或土地附加值较高，在人口经济发展和土地供应不足的矛盾下，治理需求将加速释放。以广州为例，目前已经封场的陈家林、大田山、火烧岗填埋场均位于城市枢纽或产业聚集区，周边工业、人口密集，土地开发再利用的价值空间大，支撑政府对陈腐垃圾进行开挖处理。

表 5: 广州市已封场填埋场土地利用价值较高

填埋场名称	位置	封场时间	填埋场概况
陈家林填埋场	增城区	2018	紧邻黄埔, 内外交通畅达, 沟通广州科学城与广州东部交通枢纽和增城区中心, 衔接广州、东莞两市主城区。该场周边人口与产业集聚, 生态条件优厚, 周边自然山川、水域、森林公园等旅游资源要素突出, 具备良好的产城融合条件。
大田山填埋场	黄浦区	2002	地处粤港澳大湾区新能源产业集聚高地内, 周边工业发展成熟, 石油化工、仓储物流、汽车零部件、电气设备等产业林立, 多个产业载体环绕, 具备成片连片产业开发的良好基础, 可为黄埔打造“万亿制造”实体经济发展引擎提供较好产业用地支撑。
火烧岗填埋场	番禺区	2019	背靠长隆旅游度假区, 毗邻万博中央商务区, 是连接广州传统城市中心与南沙粤港澳全面合作示范区的重要节点。该场占地面积大, 周边被多个产业园区和居住小区所环绕, 有华南快速干线、广台高速、南沙港快速路、新光快速路等多条高快速路和轨道交通在附近经过, 交通便捷, 土地综合开发再利用条件成熟。

资料来源: 广州市城管局, 信达证券研发中心

广州市陈腐垃圾存量约 8000 万吨, 可用于满足公司垃圾焚烧需求, 政策支持下填埋场腾退有望加速。广州市人口密集且经济发展程度较高, 现存陈腐垃圾总量约 8000 万吨, 有望在政策引导下加速开挖腾退, 盘活存量土地。2023 年广州市将“深化生活垃圾分类处理, 完善设施运营管理, 开展垃圾填埋场存量垃圾开挖焚烧工作”写入政府工作报告。广州规模较大的填埋场如 1) 兴丰填埋场: 存量垃圾 4848 万吨, 计划三年处理存量垃圾 237 万吨, 兴丰填埋场存量垃圾开挖与施工已经列入广州市城管局 2025 年规划中; 2) 花都区、从化区填埋场: 合计填埋量约 1000 万吨, 政府已经同意永兴股份下属公司实施填埋场存量垃圾的筛分和掺烧试验工作; 3) 增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗: 为已封场的三座填埋场, 合计填埋存量约 1856 万吨。在 2023 年 4 月发布的《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)中, 已计划采用“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”方案对试点填埋场进行陈腐垃圾治理。

表 6: 广州市存量陈腐垃圾情况梳理

填埋场名称	填埋存量(万吨)	开挖计划(万吨)	开挖计划
兴丰生活垃圾填埋场(含旧场及应急场)	4848	237	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。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。
花都区生活垃圾填埋场	780	500	花都区填埋场已获批准存量垃圾筛分及掺烧试验工作。预计开挖存量垃圾总量约 500 万吨, 开挖规模为 2,000 吨/天, 开挖完成后退腾库容约 260 万立方米, 项目总投资为 9125 万元。
增城区棠厦生活垃圾卫生填埋场	250	160	已获批准存量垃圾开挖及资源化利用。日处理存量垃圾 900 吨, 年处理存量垃圾 324000 吨, 服务期 5 年, 共计处理存量垃圾约 250 万立方米。
从化区城市废弃物综合处理场	183	183	对从化填埋场旧场及升级改造应急抢险工程填埋的生活垃圾进行开挖, 采用“直接焚烧利用”存量垃圾治理路线, 开挖存量垃圾总量为 183 万吨。
增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗	1856	-	拟以陈家林、大田山、火烧岗等三座已封场填埋场作为试点, 实施生活垃圾填埋场陈腐垃圾治理与土地综合开发再利用。
总计	7917	1080	

资料来源: 广州市城管局, 增城区人民政府, 广州市生态环境局, 永兴股份官网, 公司公告, 信达证券研发中心

表 7: 广州市存量陈腐垃圾处理腾退相关政策

时间	政策	主要内容
2022.3	《广州市生活垃圾处理设施建设“十四五”专项规划》征求意见稿	结合“十四五”期间广州市垃圾焚烧处理能力, 充分利用垃圾终端处理设施产能, 研究利用资源热力电厂富余焚烧能力逐步掺烧陈腐垃圾, 释放土地资源, 腾退库容。
2023.2	广州市政府工作报告	深化生活垃圾分类处理, 完善设施运营管理, 开展垃圾填埋场存量垃圾开挖焚烧工作。
2023.4	《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)	计划通过“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”的方式实施陈腐垃圾治理和土地综合开发再利用, 治理试点为已实施封场的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场, 上述填埋场已填埋生活垃圾存量合计约 1856 万吨。
2025.2	广州市城市管理和综合执法局 2024 年工作总结和 2025 年工作计划	有序推进兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目全面施工, 确保生活垃圾日产日清

资料来源: 北极星固废网, 广州市政府网, 广州市城管局, 公司公告, 信达证券研发中心

我们测算，每年掺烧 30% 的兴丰陈腐垃圾，预计增厚收入约 5%。以公司目前推进的兴丰填埋场项目为例，测算陈腐垃圾掺烧量对收入（2024 年）增加的影响。兴丰项目陈腐垃圾存量为 237 万吨，垃圾处理费为 160.05 元/吨；上网电价参考广东燃煤标杆电价 0.453 元/吨，2024 年吨垃圾上网电量为 444.24 度，假设陈腐垃圾热值为原生垃圾的 50%-90%，我们对不同热值下，掺烧垃圾量对公司收入影响进行敏感性分析。结论为当陈腐垃圾热值为原生垃圾热值 70% 时，掺烧 30% 垃圾预计一年增加收入近 5%（兴丰项目计划三年开挖完毕），全部掺烧预计增加收入超 15%。

表 8：兴丰项目垃圾掺烧量及热值对收入的弹性测算

		热值				
		50%	60%	70%	80%	90%
掺烧量	20%	2.3%	2.7%	3.2%	3.6%	4.1%
	30%	3.4%	4.1%	4.8%	5.5%	6.1%
	40%	4.5%	5.5%	6.4%	7.3%	8.2%
	60%	6.8%	8.2%	9.6%	10.9%	12.3%
	80%	9.1%	10.9%	12.7%	14.6%	16.4%
	100%	11.4%	13.6%	15.9%	18.2%	20.5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心注：表中掺烧量=掺烧兴丰陈腐垃圾量/兴丰应急垃圾填埋场项目陈腐垃圾存量，热值=陈腐垃圾热值/原生生活垃圾热值

每掺烧 100 万吨陈腐垃圾，收入增厚约 1.6 亿元，每年掺烧 400 万吨垃圾有望达到行业平均产能利用率水平。广州市存量填埋场开挖计划已经超过千万吨，垃圾量的提升将直接提高产能利用率。2024 年公司产能利用率为 83%，低于行业 107% 的平均水平。而过多的垃圾量掺烧也不满足公司现有产能负荷。我们测算当陈腐垃圾热值在 70% 时，每掺烧 100 万吨陈腐垃圾，收入增厚约 1.6 亿元；掺烧量在 400 吨时，公司产能利用率接近行业平均水平。对应提高收入 6 亿元，收入增幅为 16%。

表 9：垃圾掺烧量和垃圾热值对公司产能利用率弹性测算

		热值				
		50%	60%	70%	80%	90%
掺烧量	100	87.1%	88.0%	88.9%	89.8%	90.7%
	200	91.6%	93.4%	95.1%	96.9%	98.7%
	300	96.0%	98.7%	101.4%	104.0%	106.7%
	400	100.5%	104.0%	107.6%	111.2%	114.7%
	500	104.9%	109.4%	113.8%	118.3%	122.7%
	600	109.4%	114.7%	120.1%	125.4%	130.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心注：掺烧量单位为万吨，热值=陈腐垃圾热值/原生生活垃圾热值表示

表 10：垃圾掺烧量和垃圾热值对公司收入增量的弹性测算（亿元）

		热值				
		50%	60%	70%	80%	90%
掺烧量	100	1.19	1.40	1.61	1.83	2.04
	200	2.25	2.68	3.11	3.53	3.96
	300	3.32	3.96	4.60	5.24	5.88
	400	4.39	5.24	6.09	6.94	7.80
	500	5.45	6.52	7.58	8.65	9.72
	600	6.52	7.80	9.08	10.36	11.64

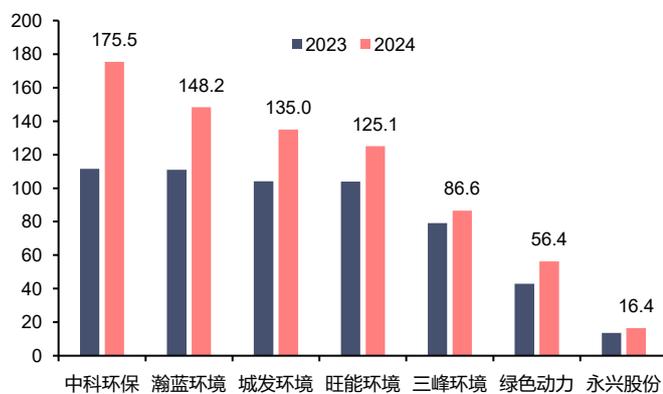
资料来源：公司公告，信达证券研发中心注：掺烧量单位为万吨，热值=陈腐垃圾热值/原生生活垃圾热值表示

3.3 积极拓展供热业务增厚收益

相较于纯发电模式，垃圾焚烧供热可以增收超 100 元。我们对垃圾焚烧供热和发电项目进行收益比较。(1) 垃圾焚烧供热项目：吨垃圾蒸汽量取决于垃圾热值，常规项目吨垃圾产生蒸汽约 1.2-2.5 吨，假设 1 吨垃圾产生 2 吨蒸汽。在蒸汽价格为 170 元/吨时（参考中科环保慈溪项目），1 吨垃圾通过供热产生的收入为 340 元。(2) 垃圾焚烧发电项目：假设 1 吨蒸汽能发电 200 度，则吨垃圾焚烧发电量在 400 度，获得的发电收入为 200 元（假设度电价格为 0.5 元），相较于纯供热机组吨垃圾收入减少超过 100 元。

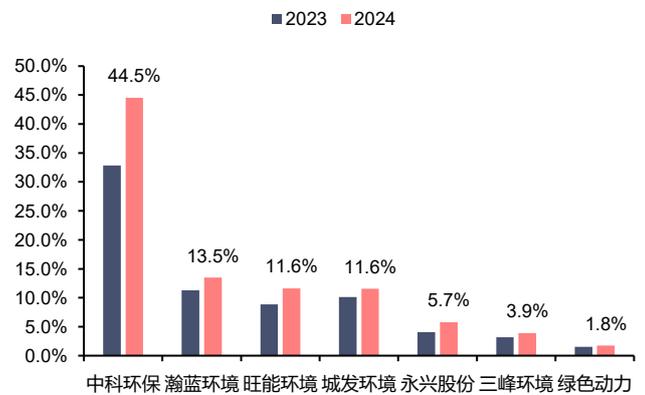
公司积极拓展供热业务，提升垃圾焚烧发电项目的经营效益。从行业来看中科环保从 2010 年开始就布局热电联产业务，吨垃圾蒸汽量处于行业领先地位。永兴股份近年来面临补贴政策调整情况，也加大供热比例来应对冲击，2024 年提供蒸汽量 16.44 万吨，同比增长 21.2%，供热比例为仍有进一步扩大空间。

图 27: 部分垃圾焚烧企业供热量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 部分垃圾焚烧企业供热比例 (供热量/垃圾处理量)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.4 广州为国家算力枢纽节点核心城市，垃圾焚烧发电有望协同数据中心实现共赢

数据中心将成为耗能大户，绿色化、低碳化发展大势所趋。随着人工智能、云计算技术的发展，数据中心已成能耗大户。根据《数据中心综合能耗及其灵活性预测报告》，到 2030 年，我国数据中心总用电量约为 5257.6 亿千瓦时，将占全社会的 4.8%。2024 年 7 月国家发改委出台《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，鼓励数据中心电源使用效率值（PUE）降低至 1.5 以下，可再生能源利用率年均增长 10%。广东省也响应国家号召出台了一系列政策推动数据中心的绿色化发展。今年 5 月，国家发改委等印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，优化电网调配机制，推动新能源发电和数据中心直接对接，为垃圾焚烧企业与 IDC 合作提供政策支持。

表 11: 推动数据中心绿色化发展相关政策

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2021/4/25	广东省能源局	《广东省能源局关于明确全省数据中心能耗保障相关要求的通知》	一是鼓励各地市借助市场手段和采取行政措施，合理控制和优化数据中心布局，促进数据中心绿色低碳发展。如果现有数据中心通过电力现货市场交易消纳海上风电，能耗双控考核时项目所在地可抵扣一定额度能耗。二是加大节能技术改造力度，以节能技术标准倒逼传统数据中心加快绿色节能技术改造（“十四五”期间 PUE 值需降至 1.3 以下），提高全省数据中心整体能效水平。
2022/7/8	广东省工业和信息化厅	《广东省数字经济发展指引 1.0》	建设智慧超算平台，引导数据中心向规模化、一体化、绿色化、智能化方向布局发展。
2023/1/6	广东省发改	《关于加强数据中心布局建	绿色节能方面，全省数据中心绿色节能水平显著提升，国家枢纽节点数据中心

	委、广东省工业和信息化厅	设的意见》	集群内数据中心平均 PUE 值（电源使用效率值）不高于 1.25 ，其他数据中心 PUE 值应符合最新能效限定值和能效等级国家标准。全省数据中心平均上架率力争达到 80%， 可再生能源利用率显著提升 。加强对数据中心布局建设的统筹规划，推动数据中心有序发展、合理布局，引导数据中心集约化、规模化、绿色化发展。
2023/5/22	广东省能源局	《广东省推进能源高质量发展实施方案》	积极推动新型储能技术创新，促进新型储能与大数据中心、5G 基站、数字电网等新型基础设施融合应用，支持各地开展源网荷储一体化、多能互补、虚拟电厂等试点、示范。
2023/5/29	中国通信工业协会数据中心委员会、中国计量科学研究院等	《粤港澳大湾区数据中心产业高质量发展指南》	数据中心产业需要具备绿色低碳、协同发展、高效集约和安全可靠的特征，以及要构建数据中心产业的生态系统，促进数字经济的发展。
2024/7/3	国家发改委	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	到 2025 年底，全国数据中心布局更加合理，整体上架率不低于 60%，平均电能利用效率低至 1.5 以下，可再生能源利用率年均增长 10%，平均单位算力能效和碳效显著提高。
2024/8/19	工信部等十一部门	《关于推动新型信息基础设施协调发展有关事项的通知》	支持数据中心集群与新能源基地协同建设，推动算力基础设施与能源、水资源协调发展。 基础电信企业要配合构建信息通信业绿色低碳发展统计指标体系和碳管理信息平台， 建设绿色数据中心，开展数据中心绿色低碳等级评估。
2025/5/21	国家发改委、国家能源局	《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》	项目整体新能源年自发用电量占总可用发电量的比例应不低于 60%，占总用电量的比例应不低于 30%，并不断提高自发自用比例，2030 年前不低于 35%。上网电量占总可用发电量的比例上限由各省省级能源主管部门结合实际确定，一般不超过 20%。各地可结合项目建设方案中自发自用、上网电量比例和源荷匹配、调节能力等信息，合理设置新能源利用率目标。

资料来源：中国政府网，国家发改委，国家能源局，工信部，广东省能源局，广东省发改委，广东省互联网信息办公室，中国通信工业协会数据中心委员会，广东省政务服务和数据管理局，信达证券研发中心

垃圾焚烧发电企业与数据中心协同实现双赢：

- ✓ 对数据中心：垃圾焚烧发电的年利用小时普遍超过 6000 小时，由于生活垃圾产生量受季节波动影响较小，焚烧发电的电力输入稳定性显著优于风、光等间歇性能源。这一特性与 IDC 对电力供应稳定性的高要求相匹配，使垃圾焚烧发电成为 IDC 电力直供的优选方案。同时，垃圾焚烧项目多分布于城市生活区边缘，与人口密集区域的距离既能降低垃圾运输成本，又便于配套建设计算中心。区域优势可有效减少算力调用时延，满足城市级实时数据处理需求，同时避免与城市扩张产生用地冲突。
- ✓ 对垃圾焚烧企业：盈利方面，垃圾焚烧企业向 IDC 供电，可通过长期协议锁定稳定收益，同时利用余热资源降低供冷成本，形成“发电+供冷”的复合收入模式。现金流方面，IDC 业务介入后企业的商业模式从 ToG 转向 ToB，相比于政府补贴，IDC 客户的付款周期更短、确定性更高有助于减少减值风险，减少对国补等政府性支付延迟的依赖，市场化的供电、供冷服务能够改善现金流结构。

公司所在广州市是国家算力枢纽节点粤港澳大湾区的核心城市之一，垃圾焚烧发电与 IDC 合作潜力较大。2023 年 8 月广州市政务服务数据管理局发布《广州市新型智慧城市规划建设（征求意见稿）》，提出积极推动数据中心布局。截至 2022 年底，广州市在用数据中心 70 个，机架规模约 20 万个，位居全国第三。目标在 2025 年数据中心机架 60 万个，2027 年 80 万个，目标增速显著。作为广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体，永兴股份面临较大市场空间。

表 12: 广州市新型智慧城市建设核心目标

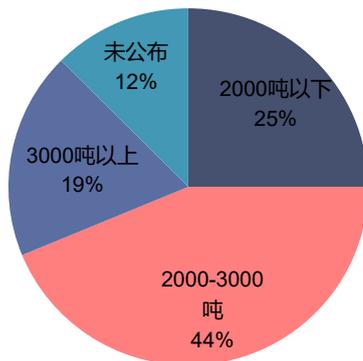
重点领域	核心指标	2022 年	2025 年	2027 年
数字基建	5G 基站数 (万座)	7.64	10	12
	10G-PON 及以上端口数 (万个)		20	40
	数据中心标准机架数 (万个)	20	60	80
	移动网络 IPv6 流量占比 (%)		70	85
	充换电设施数量 (个/万人)	27	120	160

资料来源: 广州市政务服务数据管理局, 信达证券研发中心

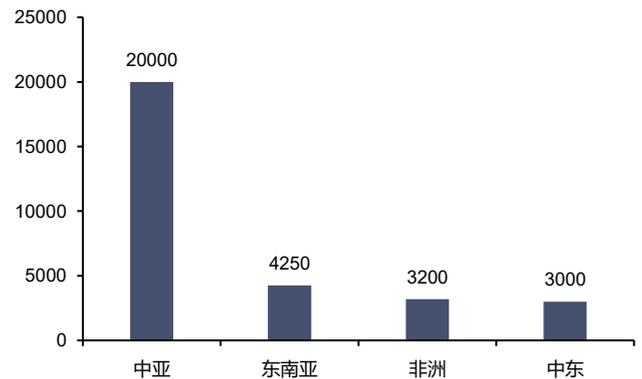
3.5 越南设立子公司, 海外业务拓展起步

出海布局空间广阔, 或成为国内企业拓展产能的新方向。根据中国固废网统计, 2025 年 1-5 月国内企业获得共取得海外垃圾焚烧项目 16 个, 已公布的 14 个项目设计规模达到 30450 吨/日。项目单体规模在千吨以上, 其中中国企业占比达到 75%。项目多布局在中亚、东南亚、非洲、中东地区。国内企业中如旺能环境、中国天楹、军信股份等, 纷纷布局海外垃圾焚烧市场。

永兴股份在越南成立子公司, 稳步推进海外业务。2024 年 12 月, 永兴股份在越南成立全资子公司, 积极探索海外项目投资发展新途径。将重点聚焦在“一带一路”沿线国家以及东南亚地区。鉴于海外市场的诸多不确定性, 公司在海外项目拓展过程中将始终坚持风险可控原则, 对项目的风险和质量进行严格评估和把控。

图 29: 2025 年 1-5 月中国企业海外落地垃圾焚烧项目规模情况 (日)


资料来源: 中国固废网, 信达证券研发中心

图 30: 2025 年 1-5 月中国企业海外垃圾焚烧项目地区分布 (吨/日)


资料来源: 中国固废网, 信达证券研发中心

四、盈利预测

公司营业收入主要包括项目运营收入 (包括垃圾焚烧运营、生物质处理收入、其他运营收入), PPP 项目建造收入和其他业务收入。2024 年 PPP 项目建造收入为 0, 考虑到未来项目新增开支规模有限, 因此并未对建造部分给予预测。

✦ 垃圾焚烧运营:

量: 由于公司垃圾焚烧在建产能已全部投产, 未来三年公司产能维持在 3.2 亿吨/日; 公司垃圾处理量增长主要来自于产能利用率提高。我们假设 25-27 年伴随产能利用率逐步提升, 垃圾处理量分别为 954.7 万吨、988.4 万吨、1044.5 万吨。假设厂用电率为 12%。25-27 年吨上网电量为 444.4 度、446.2 度、448.8 度;

价: 吨垃圾处理费参考 2023 年 152.58 元/吨的价格, 并考虑调价因素以及掺烧陈腐垃圾处

理费波动或无处理费，谨慎假设 25-27 年垃圾处理费为 150 元/吨。

2025-2027 年公司项目运营收入为 40.82 亿元、43.38 亿元、47.05 亿元，同比增长 10%、6.3%、8.5%。毛利率分别为 42.5%、43%、43%。

其他业务:

公司其他业务收入主要为环保设备及材料销售收入、技术咨询与服务收入、园区管理服务收入及其他。2024 年其他业务收入增速为-8.1%，2025-2027 年假设公司其他业务收入增速为-5%。毛利率保持在 40%。

表 13: 永兴股份经营情况预测

业绩预测					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3536.5	3764.5	4133.7	4386.7	4751.5
营业总成本 (百万元)	1934.4	2188.4	2378.1	2501.9	2709.7
毛利 (百万元)	1602.0	1576.2	1755.5	1884.8	2041.7
毛利率	45.3%	41.9%	42.5%	43.0%	43.0%
项目运营					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3462.8	3710.6	4082.4	4338.0	4705.2
yoy	18.2%	7.2%	10.0%	6.3%	8.5%
毛利 (百万元)	1579.8	1547.0	1735.0	1865.3	2023.3
yoy	19.2%	-2.1%	12.2%	7.5%	8.5%
毛利率 (%)	45.6%	41.7%	42.5%	43.0%	43.0%
垃圾焚烧处理量 (万吨)	830.4	928.6	954.7	988.4	1044.5
发电量 (亿度)	43.57	46.71	48.21	50.11	53.27
上网电量 (亿度)	36.91	41.25	42.43	44.10	46.88
吨发电量 (度)	524.72	503.04	505.00	507.00	510.00
吨上网电量 (度)	444.51	444.24	444.40	446.16	448.80
其他业务					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	58.70	53.93	51.23	48.67	46.24
yoy	27.8%	-8.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利 (百万元)	22.18	29.17	20.49	19.47	18.50
yoy	5.7%	31.5%	-29.8%	-5.0%	-5.0%
毛利率 (%)	37.8%	54.1%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

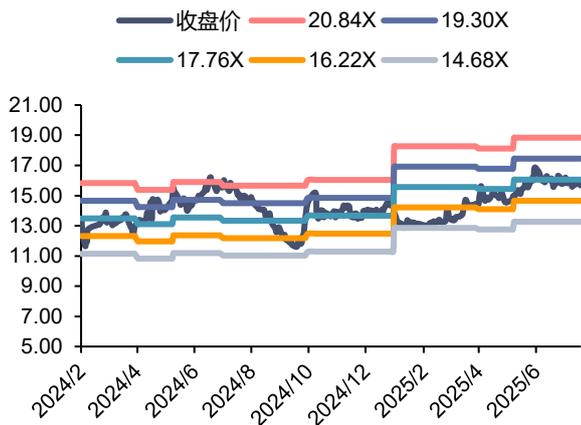
伴随公司陈腐垃圾掺烧带动产能利用率不断提升，公司收入有望呈现小幅增长。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入为 41.34 亿元、43.87 亿元、47.51 亿元；归母净利润为 9.32 亿元、10.6 亿元、11.83 亿元；

我们选取行业可比公司，分别为同样是广东地区垃圾焚烧龙头的瀚蓝环境、运营效率及毛利率同样较高的军信股份、中科环保，以及同样给出分红承诺并在 24 年实现超 70% 分红比例的绿色动力。截至 8 月 4 日，2025-2027 年行业可比公司 PE 平均值为 15.81x、14.4x、13.4x，高于永兴股份估值。公司为广州市龙头垃圾焚烧环保运营商，主业盈利稳健，自由现金流持续向好且稳定分红。我们看好公司产能利用率不断提升下的稳定盈利，首次覆盖给予公司“买入”评级。

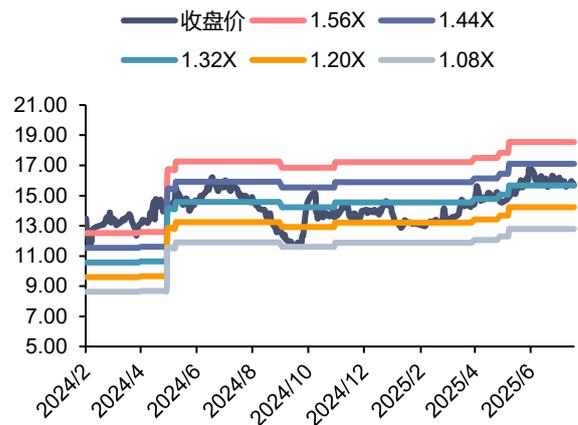
表 14: 可比公司估值表

公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (x)				PB (x)	现金分红比例 %	股息率
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E			
绿色动力	89.48	5.85	6.84	7.32	7.72	15.62	14.59	13.62	12.88	1.24	71.5	4.20
瀚蓝环境*	220.55	16.64	16.80	17.06	17.65	9.88	13.13	12.94	12.52	1.60	39.2	2.96
军信股份	112.53	5.36	7.51	8.02	8.44	16.04	15.01	14.06	13.31	1.45	94.6	6.31
中科环保	79.92	3.21	3.93	4.74	5.40	24.78	20.49	16.97	14.88	2.18	62.0	2.49
平均值						16.58	15.81	14.40	13.40	1.62		
永兴股份*	138.33	8.21	9.32	10.60	11.83	16.86	14.85	13.05	11.70	1.29	65.8	3.90

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 截止至 2025.8.4; 现金分红比例为 2024 年; *盈利预测为信达证券研发中心预测, 其他公司参考同花顺一致预期

图 31: 2024 年 2 月以来, 永兴股份 PE-bands 走势图


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 32: 2024 年 2 月以来, 永兴股份 PB-bands 走势图


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

五、风险提示

- 1、应收账款回收风险。公司应收款主要来自地方政府, 受到地方财政情况影响较为明显。存在应收账款规模扩大、账期延长或不能按期收回的风险, 对公司现金流和经营业绩造成负面影响;
- 2、陈腐垃圾掺烧进度不及预期。陈腐垃圾掺烧关系到公司产能利用率提升, 如果兴丰项目掺烧进度滞后或广州市陈腐垃圾复挖政策推进缓慢, 可能对公司业绩提升产生影响;
- 3、公用事业价格市场化改革进度缓慢。垃圾处理费向下游用户端进行成本疏导为改革趋势, 但调价的流程一般较长, 且可能存在舆论压力, 价格调整的时间及幅度存在不确定性。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	3,062	4,453	4,960	5,473	6,307	
货币资金	705	1,132	1,151	1,331	1,428	
应收票据	0	1	0	1	0	
应收账款	1,470	1,921	2,173	2,631	3,116	
预付账款	15	9	14	13	15	
存货	80	70	75	78	80	
其他	793	1,320	1,547	1,418	1,668	
非流动资产	20,808	19,773	19,871	19,869	19,654	
长期股权投资	624	684	734	784	834	
固定资产(合计)	12,906	12,218	11,876	11,520	11,152	
无形资产	6,009	5,770	5,670	5,570	5,470	
其他	1,270	1,101	1,591	1,995	2,197	
资产总计	23,870	24,227	24,831	25,342	25,961	
流动负债	5,753	4,264	4,682	4,952	5,280	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,955	2,287	2,337	2,527	2,742	
其他	2,799	1,977	2,344	2,425	2,539	
非流动负债	10,169	9,327	9,126	8,925	8,724	
长期借款	9,637	8,827	8,627	8,427	8,227	
其他	533	500	499	498	497	
负债合计	15,922	13,591	13,807	13,877	14,004	
少数股东权益	146	149	164	181	200	
归属母公司股东权益	7,802	10,488	10,860	11,284	11,757	
负债和股东权益	23,870	24,227	24,831	25,342	25,961	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,536	3,765	4,134	4,387	4,751	
同比(%)	7.4%	6.4%	9.8%	6.1%	8.3%	
归属母公司净利润	735	821	932	1,060	1,183	
同比(%)	2.7%	11.7%	13.5%	13.8%	11.6%	
毛利率(%)	45.3%	41.9%	42.5%	43.0%	43.0%	
ROE%	9.4%	7.8%	8.6%	9.4%	10.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.91	1.04	1.18	1.31	
P/E	18.82	16.86	14.85	13.05	11.70	
P/B	1.77	1.32	1.27	1.23	1.18	
EV/EBITDA	5.05	10.12	9.61	8.89	8.28	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	3,536	3,765	4,134	4,387	4,751	
营业成本	1,934	2,188	2,378	2,502	2,710	
营业税金及附加	76	81	88	94	102	
销售费用	3	0	2	1	2	
管理费用	288	280	306	316	337	
研发费用	128	131	141	145	152	
财务费用	378	339	292	285	276	
减值损失合计	0	-1	0	0	0	
投资净收益	81	95	95	106	112	
其他	-10	83	22	36	41	
营业利润	800	923	1,044	1,186	1,327	
营业外收支	14	0	4	6	3	
利润总额	814	923	1,048	1,192	1,330	
所得税	65	89	101	115	128	
净利润	749	834	947	1,077	1,202	
少数股东损益	14	13	15	17	19	
归属母公司净利润	735	821	932	1,060	1,183	
EBITDA	1,958	2,122	2,291	2,432	2,572	
EPS(当年)(元)	0.98	0.92	1.04	1.18	1.31	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,721	1,908	2,112	2,194	1,974	
净利润	749	834	947	1,077	1,202	
折旧摊销	861	955	966	972	986	
财务费用	403	368	306	299	292	
投资损失	-81	-95	-95	-106	-112	
营运资金变动	-306	-131	-48	-72	-420	
其它	95	-23	36	24	27	
投资活动现金流	-1,917	-1,171	-965	-858	-655	
资本支出	-1,251	-619	-536	-514	-517	
长期投资	-389	-500	-30	-40	-40	
其他	-277	-52	-399	-304	-98	
筹资活动现金流	-1,368	-272	-1,127	-1,156	-1,222	
吸收投资	0	2,340	0	0	0	
借款	34	-810	-200	-200	-200	
支付利息或股息	-1,414	-810	-865	-935	-1,001	
现金流净增加额	-1,564	465	20	180	97	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。