

境内业务维持稳健运行，印尼市场有望贡献边际增量

核心观点

作为垃圾焚烧行业的龙头企业，公司在环保装备及项目运营方面均有多年深耕经验，双轮共驱带动公司业绩持续增长。在境内业务方面，伴随我国垃圾处理需求增速的下降，公司产能增速同步放缓，我们认为后续运营业务利润增长或更多来自存量项目的盈利提升。境外市场方面，2025 年印度尼西亚 109 号总统令的发布重塑印尼垃圾焚烧市场环境，项目收益显著提升，且保障政策较多。公司积极开拓印尼垃圾焚烧项目，考虑到公司较早进行印尼产业投资且具备丰富的项目投建经验，我们认为公司有望获得较高市场份额，进一步增厚公司利润。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 28.63 亿元、35.44 亿元、37.58 亿元，对应 EPS 为 1.68、2.08 和 2.20 元/股，维持公司“买入”评级。

摘要

垃圾焚烧龙头企业，积极拓展印尼市场

公司前身临江公司成立于 2001 年，2005 年整体变更为伟明环保，传统业务主要集中在固废处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、项目建设、运行管理等领域。2015 年，公司于 A 股主板上市，在资本支持下加速产能扩张；公司依托规模优势实现规模经济，降低研发成本和管理成本，进一步提高盈利能力；2022 年以来公司布局新材料业务，主要包括设备制造及镍相关产品的生产；2025 年以来，公司积极参与印尼垃圾焚烧市场投资，有望进一步打开未来的业绩成长空间。

境内垃圾焚烧增量有限，供热拓展有望增厚利润

截至 2025 年 9 月末，伟明环保在运项目达 56 个（昆山垃圾处理项目部分投运），较去年新增 1 个项目；累计处理规模达 3.8 万吨/日，较去年增长 750 吨/日；在餐厨垃圾处理项目 20 个。2021 年，公司收购重组盛运环保及国源环保，在手垃圾处理产能显著增长。2021 年之后，公司每年新增投运项目及处理规模呈下降趋势。我们认为主要系境内垃圾焚烧总产能已增长至较高水平，垃圾处理需求增速放缓。因此，在不发生并购重组的情况下，公司境内垃圾处理规模增长空间有限，经营业绩的主要增长空间为存量项目增利以及海外增量市场开拓。公司供热规模占比较低，未来仍存在较大的提升潜力。假设吨垃圾可生产工业蒸汽 2 吨，外售价格为 220 元/吨（含增值税），则吨垃圾供热收入约为 389 元/吨（蒸汽只用于供热）。垃圾焚烧发电上网方面，以公司平均水平计算，吨垃圾发电收入约为 140 元/吨，生活垃圾供热较发电上网仍可增厚收入约 249 元/吨。目前，公司年生活垃圾处理量约 1345 万吨，假设供热比例增长至 1%、3%、5%、10%、20%，则公司吨垃

伟明环保 (603568. SH)

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn
021-68821600
SAC 编号:S1440519060004

侯启明

houqiming@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525070011

发布日期：2026 年 02 月 15 日

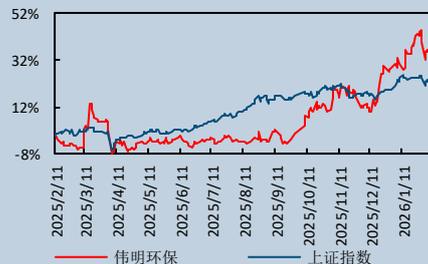
当前股价：27.46 元
目标价格 6 个月：32 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.35/7.07	16.90/14.08	34.61/10.23
12 月最高/最低价 (元)			28.47/18.59
总股本 (万股)			171,012.81
流通 A 股 (万股)			170,704.41
总市值 (亿元)			469.60
流通市值 (亿元)			468.75
近 3 月日均成交量 (万)			662.07
主要股东			
伟明集团有限公司			40.72%

股价表现



圾收入将从 254.5 元/吨，增长至 256.8、261.6、266.3、278.2 和 301.9 元/吨，增幅约为 0.9%、2.8%、4.7%、9.3% 和 18.6%。在利润方面，由于对外供热新增成本较少（每吨蒸汽新增成本约 15 元/吨），供热业务对于利润的增厚更为明显，在其他条件维持不变的情况下，吨垃圾供热可增厚利润 234 元/吨。假设供热比例增长至 1%、3%、5%、10%、20%，则公司吨垃圾毛利润将从 152.7 元/吨，增长至 154.9、159.4、163.8、174.9 和 197.2 元/吨，增幅约为 1.5%、4.4%、7.3%、14.6% 和 29.2%。整体来看，供热对垃圾焚烧业务盈利能力的提升较为明显。

印尼新政重塑市场环境，公司项目中标数量可期

在印尼垃圾产量持续增长，60%的垃圾未合理处置的背景下，印尼发布 109 号总统令，重塑印尼垃圾处理系统。2025 年 10 月，印尼政府发布 109 号总统令，全面替代原有的垃圾发电发展政策。参考 109 号总统令和印尼垃圾焚烧招标内容，我们对印尼垃圾焚烧项目盈利情况进行了测算。假设项目日垃圾处理量为 1000 吨，低位热值为 7749~9471 千焦/千克，对应吨垃圾上网电量为 512~626 千瓦时，上网电价为 0.2 美元/千瓦时（约合 1.41 元/千瓦时），增值税率为 12%，则项目年收入为 2.36~2.88 亿元，吨垃圾收入为 646~789 元。考虑贷款利息（70%比例贷款）和所得税支出（按照印尼 22% 所得税率计算，未考虑税收优惠政策）后净利润为 1.13~1.54 亿元，对应吨净利润贡献为 310~422 元，对应净利率约为 48%~53%。假设中方项目持股 70%，则归母净利润贡献为 0.79~1.08 亿元。公司在印尼市场布局较早，且对当地生活垃圾焚烧市场存在一定了解，有望在印尼招标项目中获得一定比例项目。综合考虑印尼垃圾焚烧本轮建设规划以及伟明环保的先发优势，我们预计 26-29 年，伟明环保年中标项目有望达 3 个，以单个项目 1000 吨/日的下限计算，年新增生活垃圾处理量 109.5 万吨。假设项目建设周期为 2 年，则首批项目将于 28 年投运，26-27 年公司将依赖装备及建设业务获取收益。在上述假设的情况下，2026-2027 年，公司装备业务预计可贡献归母净利润约 4.3 亿元/年；2028-2031 年，伴随在建项目的陆续投运，运营及装备业务的归母净利润贡献可达 7.1、9.9、8.4、11.2 亿元，持续增厚公司经营业绩。

境内稳健叠加境外拓展，经营业绩有望持续增长，维持公司“买入”评级。

作为全国布局的垃圾焚烧龙头企业，伟明环保兼备环保装备和项目运营能力。综合来看，公司境内垃圾焚烧业务将维持稳健发展态势，境外市场开拓有望带来业绩增量空间，叠加新材料业务的投资收益贡献，我们预计公司经营业绩有望持续增长。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 28.63 亿元、35.44 亿元、37.58 亿元，对应 EPS 为 1.68、2.08 和 2.20 元/股，维持公司“买入”评级。

风险提示

垃圾处理价格下降的风险；税收优惠政策变化的风险；印尼项目利润贡献不及预期的风险。

目录

垃圾焚烧龙头企业，积极拓展印尼市场	1
深耕环保二十余载，运营+装备双轮驱动	1
项目投运带动业绩提升，装备业务增厚公司利润	2
境内垃圾焚烧增量有限，供热拓展有望增厚利润	5
城市化已达较高水平，垃圾处理需求增速放缓	5
境内产能增长空间有限，供热拓展或将增厚利润	6
装备业务拓展新领域，近年来贡献主要增量	9
印尼新政重塑市场环境，公司项目中标数量可期	10
垃圾产量快速增长，109 号令重塑印尼市场	10
较早布局印尼市场，项目中标数量可期	14
风险分析	20

图目录

图 1：公司发展大事记	1
图 2：公司股份结构图	1
图 3：公司上市以来的现金分红情况（左：亿元，右：%）	2
图 4：公司营业收入及同比变化情况（亿元）	2
图 5：公司分业务营收情况（亿元）	2
图 6：分业务毛利率计算情况（单位：%）	3
图 7：公司归母净利润及变化情况（单位：亿元）	3
图 8：公司期间费用率情况（%）	3
图 9：公司资产负债及有息负债率情况（%）	4
图 10：公司加权 ROE（%）	4
图 11：公司现金流情况（单位：亿元）	4
图 12：公司净现比情况（%）	4
图 13：我国城市生活垃圾清运量、城镇化率和无害化处理率	5
图 14：分类型生活垃圾无害化处理能力统计（万吨/日）	6
图 15：2024 年我国垃圾无害化处理量分类型占比	6
图 16：公司投运项目数量及产能（左：个数，右：万吨/日）	6
图 17：公司生活垃圾处理量（单位：万吨）	7
图 18：公司售电量及吨垃圾售电量（左：亿千瓦时，右：千瓦时/吨）	7
图 19：公司上网结算电价（单位：元/千瓦时，含增值税）	7
图 20：公司吨垃圾非电收入（左：亿元，右：元/吨）	7
图 21：公司吨垃圾毛利润（单位：元/吨）	8
图 22：公司垃圾发电焚烧业务毛利情况（左：亿元）	8
图 23：伟明装备集团装备制造产业基地	9
图 24：公司设备及技术服务营收情况（左：亿元）	9
图 25：公司新签订单及营收规模（单位：亿元）	9

图 26: 印尼人口及 GDP 规模（左：亿人，右：亿美元）	10
图 27: 2023 年印度尼西亚垃圾处理情况	10
图 28: 印尼部分省份生活垃圾年产量（左：万吨，右：人/平方公里）	11
图 29: 印尼 109 号总统令	11
图 30: 印尼 PLN 统计不同用户的用电成本（单位：印尼盾/千瓦时）	12
图 31: 印尼生活垃圾构成	13
图 32: 广州市生活垃圾构成	13
图 33: 中国垃圾焚烧项目盈利收入拆分（元/吨）	14
图 34: 印度尼西亚垃圾焚烧项目盈利收入拆分（元/吨）	14
图 35: 公司印尼嘉曼项目情况	15
图 36: LME 镍现货结算价格（美元/吨）	16

表目录

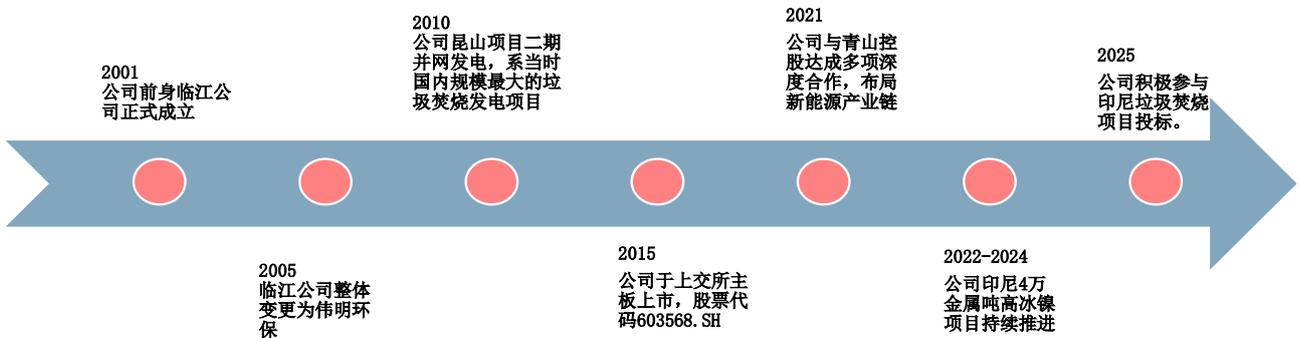
表 1: 供热业务拓展的增收潜力测算	8
表 2: 印度尼西亚垃圾焚烧政策新旧对比	12
表 3: 印度尼西亚垃圾焚烧项目盈利测算	13
表 4: 印尼垃圾焚烧项目中标的利润贡献	15
表 5: 不同产能利用率下高冰镍项目的利润贡献	16
表 6: 公司营收及成本构成预测表（单位：亿元）	17
表 7: 伟明环保盈利预测（单位：百万元，元/股）	18
表 8: 资产负债表（单位：百万元）	18
表 9: 现金流量表（单位：百万元）	19

垃圾焚烧龙头企业，积极拓展印尼市场

深耕环保二十余载，运营+装备双轮驱动

公司前身临江公司成立于 2001 年，2005 年整体变更为伟明环保，传统业务主要集中在固废处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、项目建设、运行管理等领域。2015 年，公司于 A 股主板上市，在资本支持下加速产能扩张；公司依托规模优势实现规模经济，降低研发成本和管理成本，进一步提高盈利能力；2022 年以来公司布局新材料业务，主要包括设备制造及镍相关产品的生产；2025 年以来，公司积极参与印尼垃圾焚烧市场投资，有望进一步打开未来的业绩成长空间。

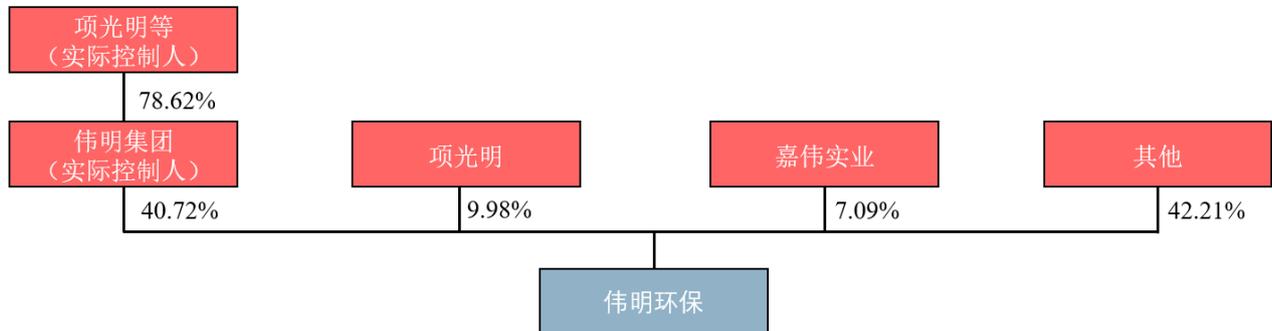
图 1：公司发展大事记



数据来源：公司公告，中信建投

公司控股股东为伟明集团有限公司，直接持有公司 40.72% 股份，通过温州市嘉伟实业间接持有公司 7.09% 股权，合计持有公司 47.81% 股份。公司实际控制人为项光明及其一致行动人，股权结构较为集中且稳定。

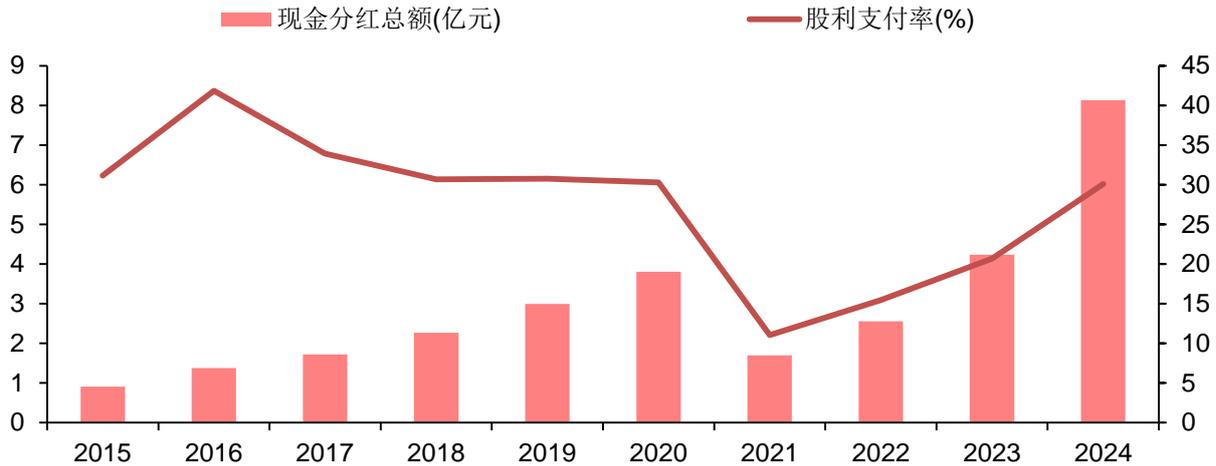
图 2：公司股份结构图



数据来源：公司公告，中信建投

在分红派息方面，2024 年公司每股派发现金红利 0.48 元（含税），合计分红总额 8.13 亿元，对应股利支付率 30.07%。2015 年上市以来，公司持续进行现金分红，累计派息规模达 29.69 亿元，约占归母净利润的 20.94%。目前，境内垃圾焚烧项目投建高峰期已过，公司运营类项目收益有望平稳增长，我们认为公司分红派息比例将维持相对稳定，可提供一定的股息收益保障。

图 3：公司上市以来的现金分红情况（左：亿元，右：%）

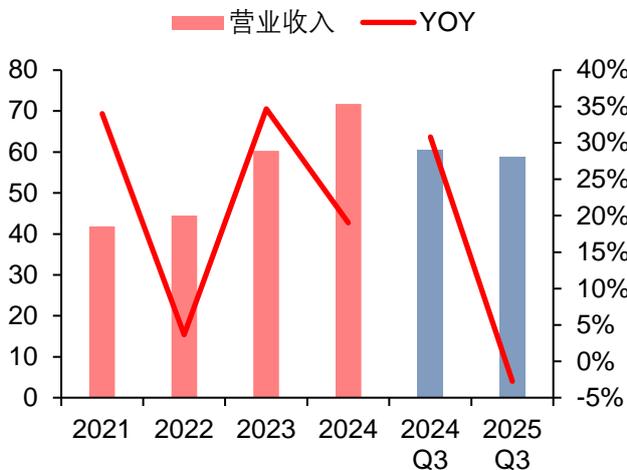


数据来源：公司公告，中信建投证券

项目投运带动业绩提升，装备业务增厚公司利润

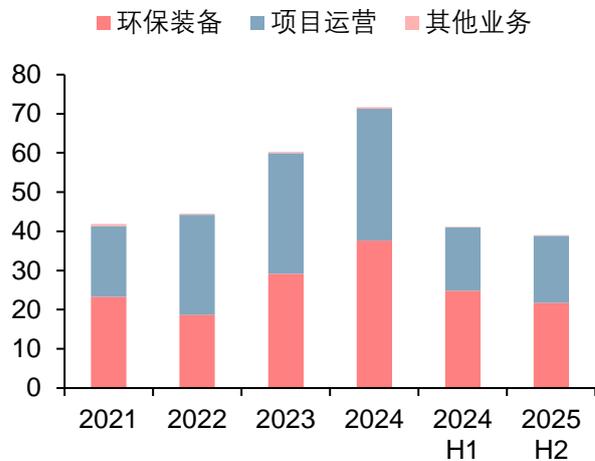
2025 年前三季度，公司实现营业收入 58.8 亿元，同比微降 2.7%，我们认为主要系装备业务营收下降的影响。整体来看，2021 年以来公司营收规模呈增长趋势，主要得益于公司在手垃圾处理项目的陆续投运以及环保装备营收规模的增长。2025 年上半年，公司运营类业务和装备类业务分别实现营业收入 17.1 和 21.8 亿元，同比变化+ 6.2%和-12.5%。公司装备业务多元化发展，在垃圾焚烧设备基础上拓展至新能源材料装备领域，包括湿法及火法镍冶炼设备；运营类主要包括垃圾焚烧发电及厨余垃圾处理项目。

图 4：公司营业收入及同比变化情况（亿元）



数据来源：wind，中信建投

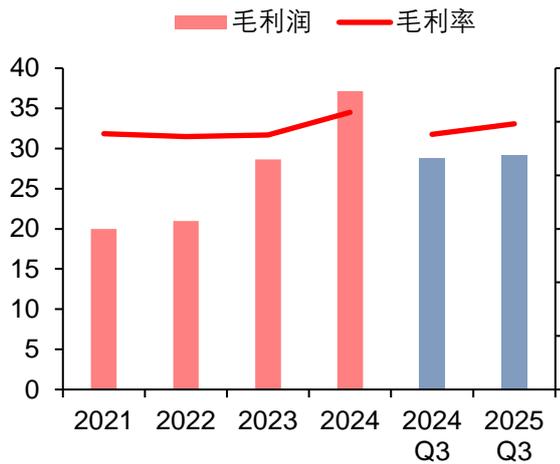
图 5：公司分业务营收情况（亿元）



数据来源：wind，中信建投

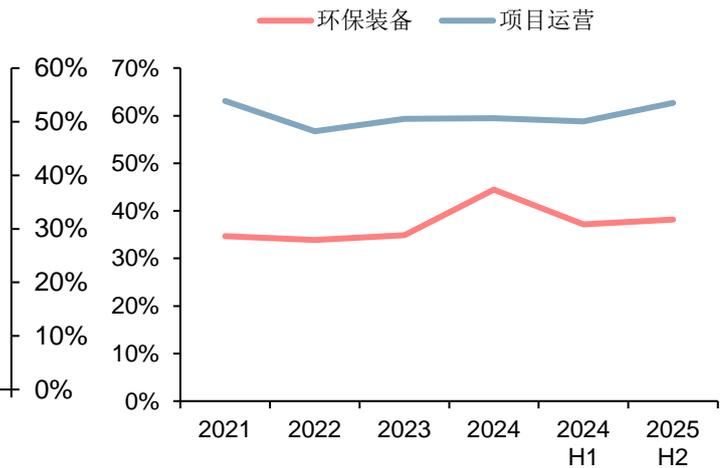
2025 年前三季度，公司实现毛利润 29.1 亿元，同比增长 1.2%；实现毛利率 49.6%，同比增长 1.9 个百分点。我们认为公司毛利润同比增长主要系毛利率较高的项目运营类收入占比同比提升的影响。2025 年上半年，公司项目运营和装备类业务分别实现毛利润 10.7 和 8.3 亿元，同比变化+ 13.3%和-10.1%；实现毛利率 62.7%和 38.2%，同比增长 3.9 和 1 个百分点。整体来看，公司装备类业务毛利率略有波动，我们认为主要系产品类型的影响，运营类业务毛利率相对较高。

图 6：公司毛利润及毛利率情况（亿元）



数据来源：wind，中信建投

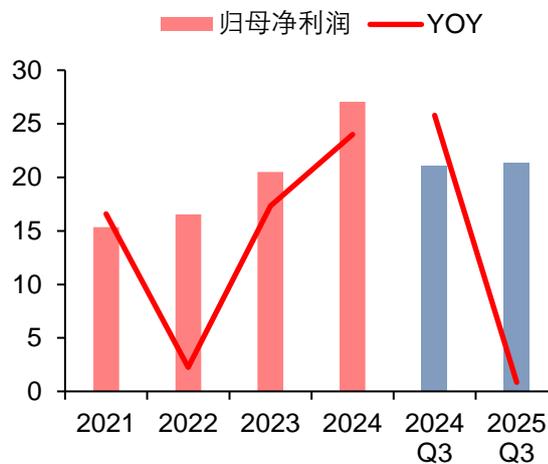
图 7：分业务毛利率计算情况（单位：%）



数据来源：wind，中信建投

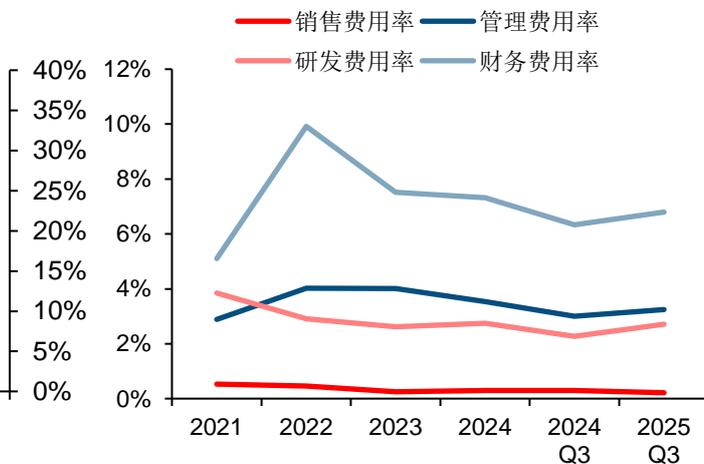
2025 年前三季度，公司实现归母净利润 21.3 亿元，同比增长 1.1%。伴随公司营收规模的提升，公司归母净利润呈增长趋势。同时，公司新材料业务以投资收益形式贡献归母净利润，不纳入营业收入范围内。2025 年前三季度，公司实现投资收益 0.63 亿元，同比增加 0.61 亿元，主要系印尼新材料项目开始盈利，增厚公司归母净利润。在期间费用率方面，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.2%、3.2%、2.7%和 6.8%，同比变化-0.1、+0.3、+0.5 和+0.5 个百分点。整体来看，公司财务费用率水平呈下降趋势，我们认为主要受贷款利率水平以及带息债务比例下降的影响。

图 8：公司归母净利润及变化情况（单位：亿元）



数据来源：wind，中信建投

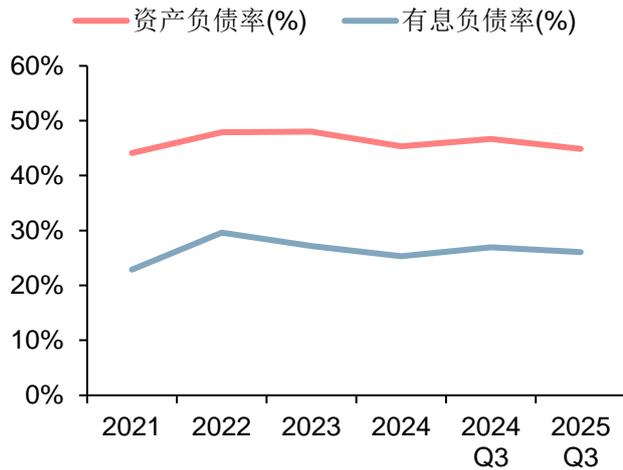
图 9：公司期间费用率情况（%）



数据来源：wind，中信建投

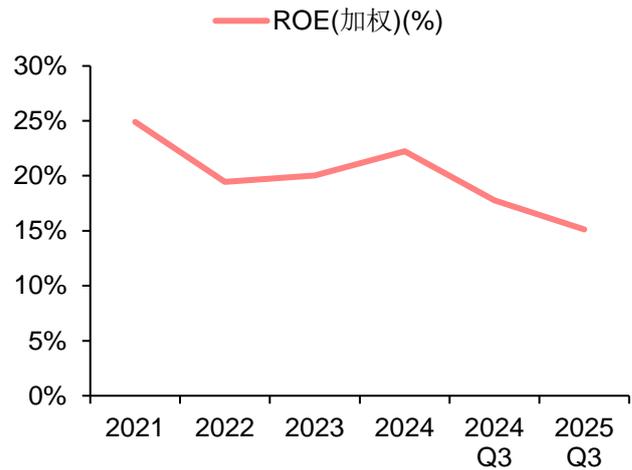
在债务结构方面，2025 年前三季度，公司资产负债率为 44.9%，同比下降 1.8 个百分点；有息负债率为 26.1%，同比下降 0.9 个百分点，处于近 5 年较低水平。公司资产负债率保持相对平稳，受国内项目投建规模下降的影响，有息负债率有所下降。截至 2025 年三季度末，公司加权 ROE 为 15.1%，同比下降 2.6 个百分点，主要系资产负债率及资产周转率下降的影响。

图 10：公司资产负债及有息负债率情况（%）



数据来源：wind，中信建投

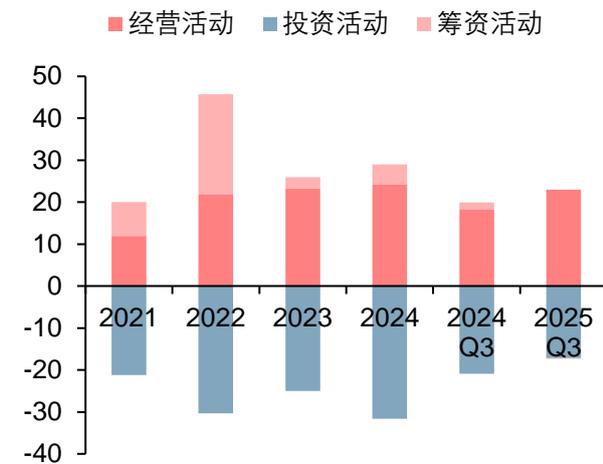
图 11：公司加权 ROE（%）



数据来源：wind，中信建投

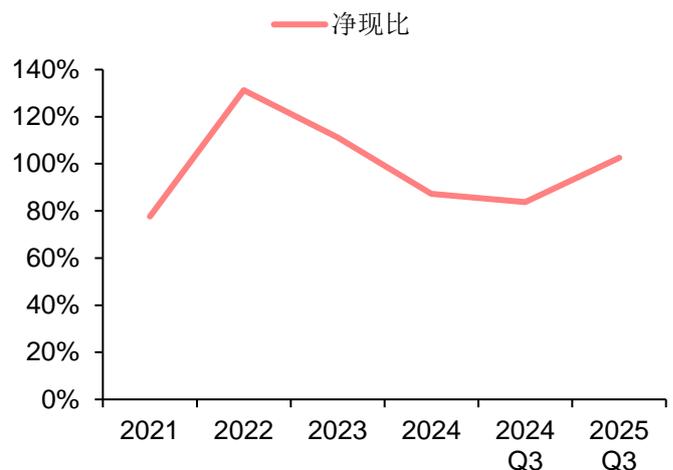
伴随垃圾焚烧项目的逐步投运，公司经营性现金流持续增长。2025 年前三季度，公司经营活动净现金流为 23.0 亿元，同比增长 26.1%；投资活动净现金流为-17.2 亿元，同比增加 3.8 亿元；筹资活动净现金流为-0.2 亿元，同比减少 1.9 亿元。整体来看，项目投建的高峰期过后，公司筹资与投资现金流规模趋向收缩，经营性现金流规模持续增长。得益于公司项目质量整体较好，公司净现比维持较高水平，2025 年前三季度，公司净现比水平为 102.6%，同比增加 18.9 个百分点。

图 12：公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：wind，中信建投

图 13：公司净现比情况（%）



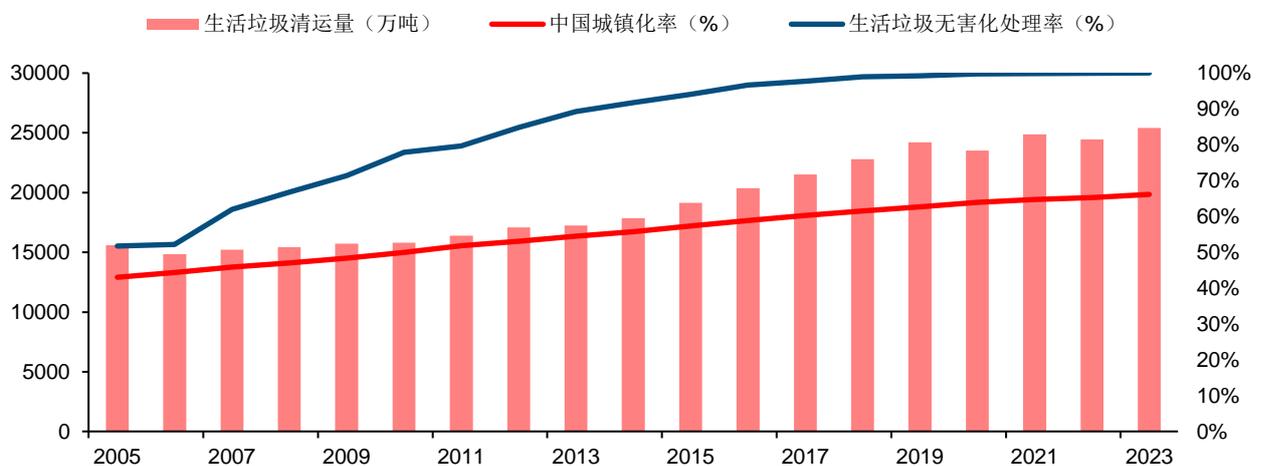
数据来源：wind，中信建投

境内垃圾焚烧增量有限，供热拓展有望增厚利润

城市化已达较高水平，垃圾处理需求增速放缓

城镇化水平提升带动垃圾产量增长，进而带动垃圾处理需求攀升。根据国家统计局数据，2005~2024 年，我国城镇人口比例从 43.0% 增长至 67.0%，年垃圾清运数量也从 1.56 亿吨增长至 2.60 亿吨，垃圾清运量与城镇化比例整体呈正相关关系。随着我国环保政策的收紧与相关产业的发展，生活垃圾无害化处理比例持续提升，截至 2024 年，我国生活垃圾无害化处理比例已达 99.99%。目前，我国城镇化程度已提升至较高水平，城镇化提升速度逐渐放缓，垃圾处理需求预计也将进入缓速增长阶段。

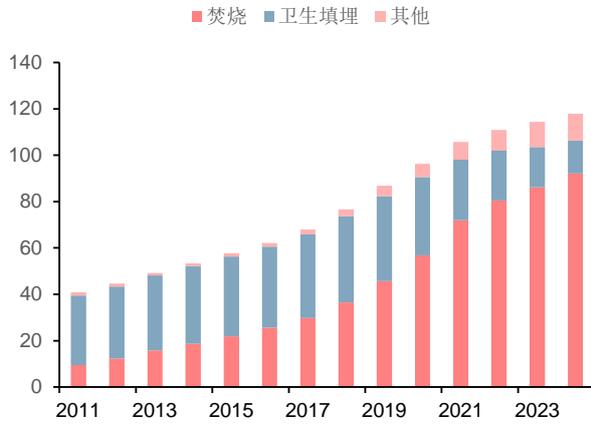
图 14：我国城市生活垃圾清运量、城镇化率和无害化处理率



资料来源：国家统计局，中信建投

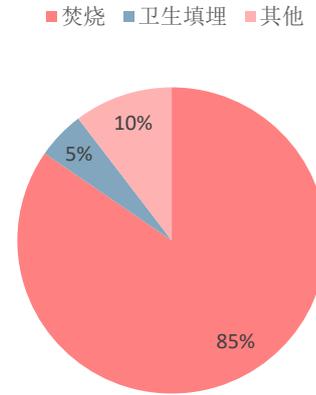
目前我国主要的生活垃圾无害化处理方式包括**焚烧、卫生填埋及其他（生化处理等）**，其中焚烧处理逐渐成为无害化处理中的主流方式。与其他处理方式相比，焚烧处理具有占地面积小、环境污染低、资源利用效率高优势，符合我国垃圾处理“减量化、无害化、资源化”的原则。根据国家统计局数据，2024 年，我国生活垃圾无害化处理能力为 117.93 万吨/日，其中焚烧、卫生填埋和其他方式处理能力分别为 92.10、14.31 和 11.52 万吨/日，分别占比 78.1%、12.1% 和 9.8%。2024 年，我国生活垃圾无害化处理总量为 2.60 亿吨，其中焚烧、卫生填埋和其他方式的处理数量分别为 2.20、0.13 和 0.27 亿吨，分别占比 84.6%、5.0% 和 10.3%，焚烧处理已经占据主要市场份额。此前，国家发改委发布《“十四五”新型城镇化实施方案》，提出到 2025 年城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右的目标。我国早在 2022 年末已达“十四五”计划目标水平，叠加城镇化速度的放缓，我们预期垃圾焚烧产能增速将有所放缓。

图 15：分类型生活垃圾无害化处理能力统计（万吨/日）



资料来源：国家统计局，中信建投

图 16：2024 年我国垃圾无害化处理量分类型占比

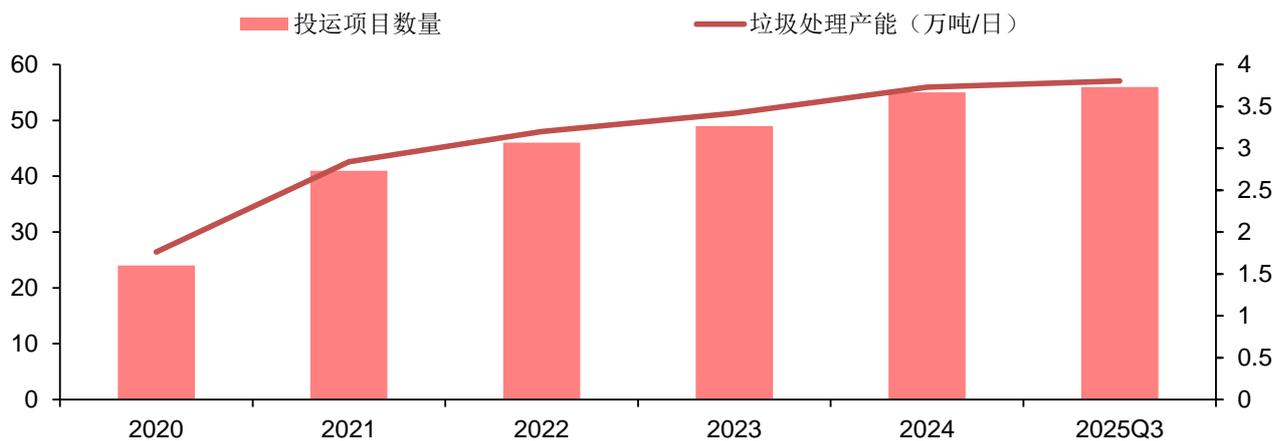


资料来源：国家统计局，中信建投

境内产能增长空间有限，供热拓展或将增厚利润

截至 2025 年 9 月末，伟明环保在运项目达 56 个（昆山垃圾处理项目部分投运），较 2024 年新增 1 个项目；累计处理规模达 3.8 万吨/日，较去年增长 750 吨/日；在运餐厨垃圾处理项目 20 个。2021 年，公司收购重组盛运环保及国源环保，在手垃圾处理产能显著增长。2021 年之后，公司每年新增投运项目及处理规模呈下降趋势。如前文所述，我们认为主要系境内垃圾焚烧总产能已增长至较高水平，垃圾处理需求增速放缓。因此，在不发生并购重组的情况下，公司境内垃圾处理规模增长空间有限，经营业绩的主要增长空间为存量项目增利以及海外增量市场开拓。

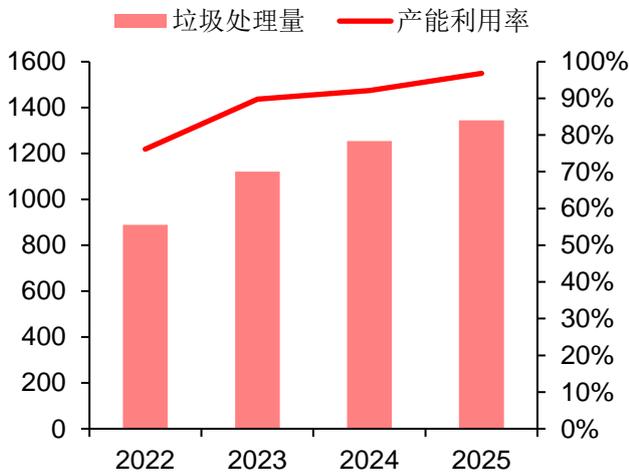
图 17：公司投运项目数量及产能（左：个数，右：万吨/日）



数据来源：公司公告，中信建投证券

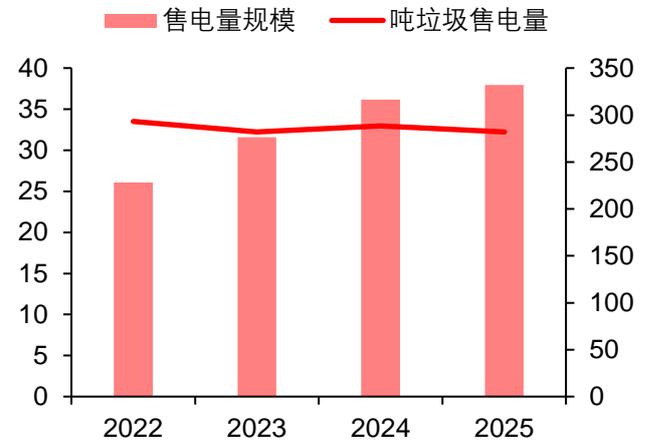
在项目运行情况方面，2025 年，公司生活垃圾处理量达 1345 万吨，同比增长 7.2%；垃圾焚烧项目产能利用率达 96.8%，同比增加 4.7 个百分点，我们认为主要系 24 年试运行项目转正式运行的贡献。整体来看，2022 年以来，公司在运项目产能利用率呈增长趋势，且维持较高水平。我们认为主要系公司存量项目质地较好，入炉垃圾较为充足的影响。在上网电量方面，2025 年上网电量规模达 37.9 亿千瓦时，同比增长 4.9%；对应吨垃圾上网电量为 282.2 千瓦时/吨，同比下降 2.2%。

图 18：公司生活垃圾处理量（单位：万吨）



数据来源：公司公告，中信建投证券

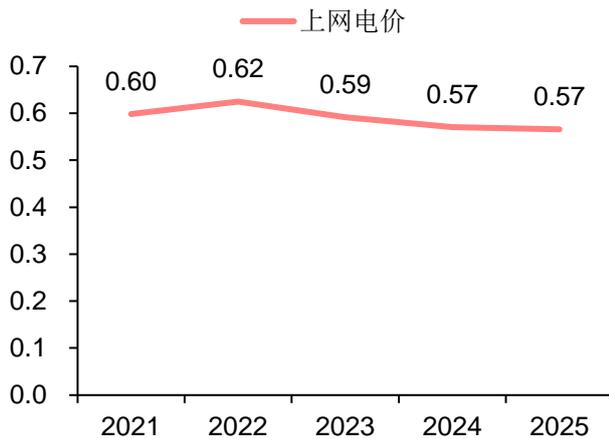
图 19：公司售电量及吨垃圾售电量（左：亿千瓦时，右：千瓦时/吨）



数据来源：公司公告，中信建投证券

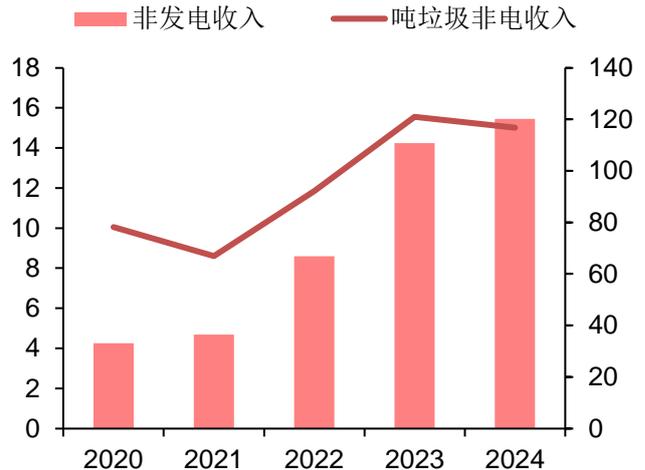
在收入端，公司垃圾焚烧业务收入占主导，主要包括垃圾处理费及上网电价收益。2025 年，公司全年项目平均结算电价为 0.566 元/千瓦时（含税），较 2024 年同比微降 0.004 元/千瓦时，测算发电收入约为 19.0 亿元，同比增长 4.1%。2021-2025 年，公司项目平均上网电价存在一定波动，我们认为主要系不同项目上网电价存在差异所导致。非发电收入方面（包括垃圾处理费用、垃圾清运收入等），我们测算公司 2024 年，非发电收入实现 15.4 亿元，同比增长 8.5%；折算吨垃圾非电收入约为 116.8 元/吨（以全部垃圾处理量折算），同比下降 3.5%。目前，垃圾焚烧发电收入仍是公司垃圾焚烧业务的主要收入来源。受国补退坡的影响，未来平均上网电价存在下行压力，与此同时，我们认为垃圾处理费核准增长及供热业务拓展有望带动非电收入提升，部分对冲电价下行压力。

图 20：公司上网结算电价（单位：元/千瓦时，含增值税）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 21：公司吨垃圾非电收入（左：亿元，右：元/吨）



数据来源：公司公告，中信建投证券

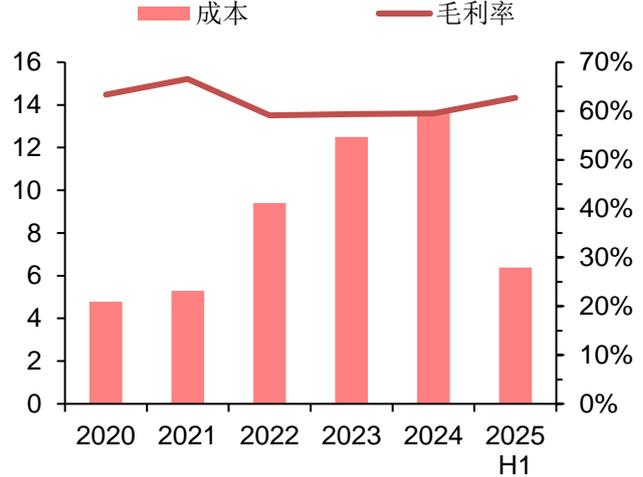
在成本端，受公司垃圾处理规模增长的影响，公司项目营业的经营成本持续提升，毛利率维持相对稳定。2025年上半年，公司运营类成本为 6.4 亿元，同比下降 3.9%；实现毛利率 62.72%，同比提升 3.96 个百分点。以入炉垃圾折算，公司吨垃圾毛利润为 155.7 元/吨，较上年同期增长 6.3 元/吨。整体来看，公司运营类业务成本控制较好，毛利率维持较高水平。

图 22：公司吨垃圾毛利润（单位：元/吨）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 23：公司垃圾发电焚烧业务毛利情况（左：亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

供热业务方面，2024 年，公司外供蒸汽约 7.08 万吨，同比增长 29.2%。对比公司年生活垃圾处理规模，公司供热规模占比较低，未来仍存在较大的提升潜力。假设吨垃圾可生产工业蒸汽 2 吨，外售价格为 220 元/吨（含增值税），则吨垃圾供热收入约为 389 元/吨（蒸汽只用于供热）。垃圾焚烧发电上网方面，以公司平均水平计算，吨垃圾发电收入约为 140 元/吨，生活垃圾供热较发电上网仍可增厚收入约 249 元/吨。目前，公司年生活垃圾处理量约 1345 万吨，假设供热比例增长至 1%、3%、5%、10%、20%，则公司吨垃圾收入将从 254.5 元/吨，增长至 256.8、261.6、266.3、278.2 和 301.9 元/吨，增幅约为 0.9%、2.8%、4.7%、9.3% 和 18.6%。

在利润方面，由于对外供热新增成本较少（每吨蒸汽新增成本约 15 元/吨），供热业务对于利润的增厚更为明显，在其他条件维持不变的情况下，吨垃圾供热可增厚利润 234 元/吨。假设供热比例增长至 1%、3%、5%、10%、20%，则公司吨垃圾毛利润将从 152.7 元/吨，增长至 154.9、159.4、163.8、174.9 和 197.2 元/吨，增幅约为 1.5%、4.4%、7.3%、14.6% 和 29.2%。整体来看，供热对垃圾焚烧业务盈利能力的提升较为明显。

表 1：供热业务拓展的增收潜力测算

	基准水平	情况 1	情况 2	情况 3	情况 4	情况 5
供热比例	0.3%	1%	3%	5%	10%	20%
供热垃圾数量（万吨）	3.5	13.5	40.4	67.3	134.5	269.0
吨垃圾收入（元/吨）	254.5	256.8	261.6	266.3	278.2	301.9
对应营业收入（亿元）	36.0	36.3	37.0	37.6	39.3	42.7
吨垃圾利润	152.7	154.9	159.4	163.8	174.9	197.2
对应毛利率	60.0%	60.3%	60.9%	61.5%	62.9%	65.3%

资料来源：公司公告，中信建投证券

装备业务拓展新领域，近年来贡献主要增量

公司装备制造业务通过自主研发制造垃圾处理成套设备及镍金属冶炼等新材料装备，向公司各项目运营公司以及外部客户进行销售，并提供相关的技术服务。2022 年以来，公司积极拓展镍火法与湿法冶金设备以及新材料生产装备业务，2022 年公司青美邦新能源材料有限公司镍资源项目二期实施提供红土镍矿湿法冶金设备的设计与制造、智能化系统集成和设备与工程安装；2023 年公司新材料设备销售合同总金额达 30.67 亿元，占当年全部订单的 86.5%，主要为氢氧化镍车间设备、电解镍车间配套设备、侧吹炉等。

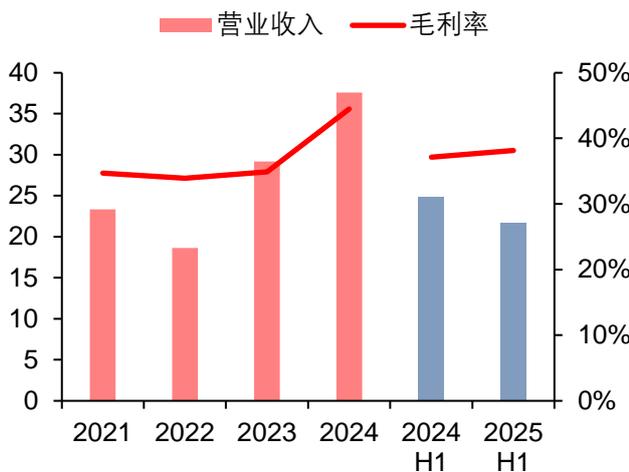
图 24：伟明装备集团装备制造产业基地



数据来源：公司公告，中信建投证券

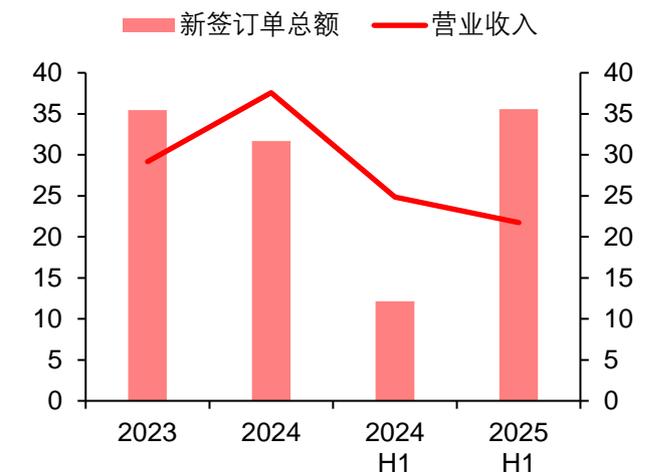
2025 年上半年，公司设备销售及技术服务实现营业收入 21.75 亿元，同比减少 12.5%；实现毛利率 38.2%，同比增加 1 个百分点。在新签订单方面，2025 年上半年公司新增设备订单总额约 35.59 亿元，较去年同期增长 193%。公司设备销售业务为订单式生产，营收贡献与公司新签订单规模维持一定相关性。伴随公司对新材料生产设备业务的拓展，垃圾焚烧项目的中标对公司设备业务的营收影响有所下降。

图 25：公司设备及技术服务营收情况（左：亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 26：公司新签订单及营收规模（单位：亿元）



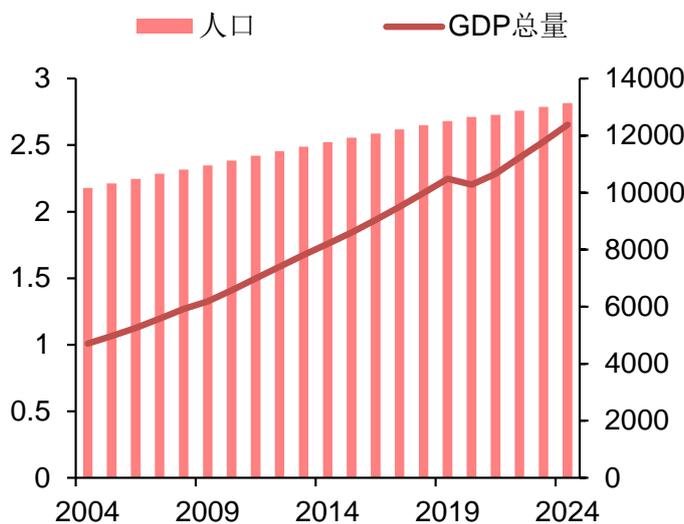
数据来源：公司公告，中信建投证券

印尼新政重塑市场环境，公司项目中标数量可期

垃圾产量快速增长，109 号令重塑印尼市场

全球第四人口大国，垃圾处理能力有限。印度尼西亚是全球第四人口大国，根据印尼央行及世界银行数据，2024 年全国人口约为 2.82 亿人，同比增长 291 万人；GDP（不变价）约为 12382.36 亿美元，同比增长 5.0%。据此计算，2024 年印尼人均 GDP 约为 4397 美元，与中国 2007 年人均 GDP 水平近似。2023 年，印度尼西亚生活垃圾年产量约为 5660 万吨，人均垃圾产量约为 203 公斤/年，但处理能力相对有限。目前，印尼约 61% 的生活垃圾被不当处理（公开焚烧、倾倒等），正规处理则依赖填埋。根据印尼环境部长预测，维持现状情况下，2030 年印尼垃圾填埋场将达到或超过其饱和容量。综合来看，在经济和人口双增长的背景下，我们预期印尼垃圾处理压力或将持续提高，垃圾焚烧处理需求有望持续增长。

图 27: 印尼人口及 GDP 规模（左：亿人，右：亿美元）



数据来源：印尼央行，世界银行，中信建投证券

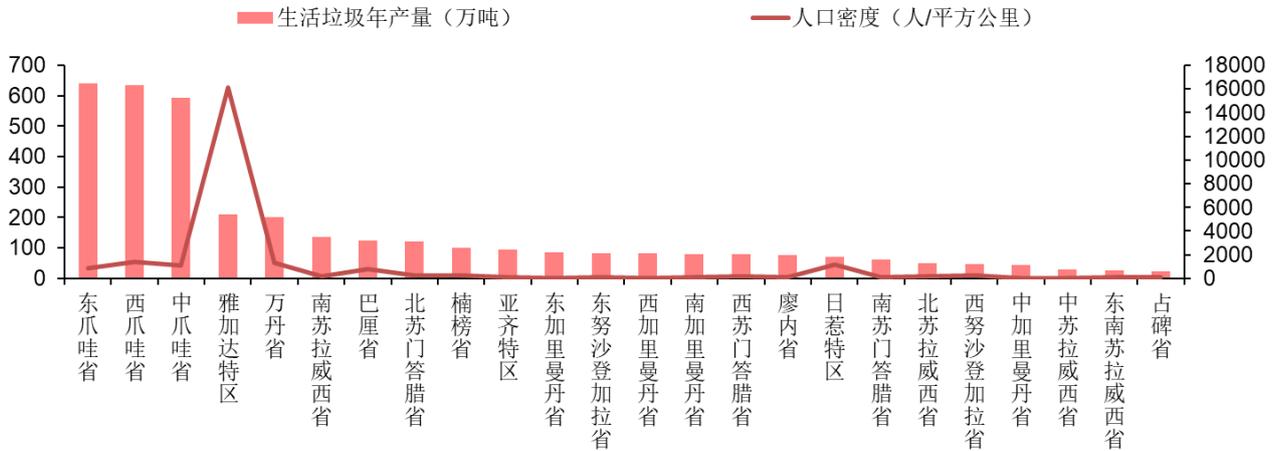
图 28: 2023 年印度尼西亚垃圾处理情况



数据来源：IndependentObserver，中信建投证券

根据 SIPSAN（印尼国家废弃物管理系统）统计数据，2024 年，印尼纳入统计的 343 个区市（未覆盖全部区域）生活垃圾产量为 3817 万吨，其中，东西中爪哇省、雅加达特区（印尼首都）和万丹省生活垃圾产量最高，分别为 639、635、592、209 和 201 万吨/年。在人口密度方面，根据印度尼西亚统计局数据，首都雅加达特区人口密度高达 16155 人/平方公里，人口高度集中（约为上海人口密度的 4 倍）。此外，西爪哇省、中爪哇省以及万丹省人口密度也较高，分别为 1370、1113 和 1341 人/平方公里。受经济和社会发展情况的影响，印尼存在人口分布不均匀的情况（尤其是首都区域内），部分高人口密度区域垃圾可提供充足生活垃圾。

图 29：印尼部分省份生活垃圾年产量（左：万吨，右：人/平方公里）



数据来源：SIPSN，中信建投证券

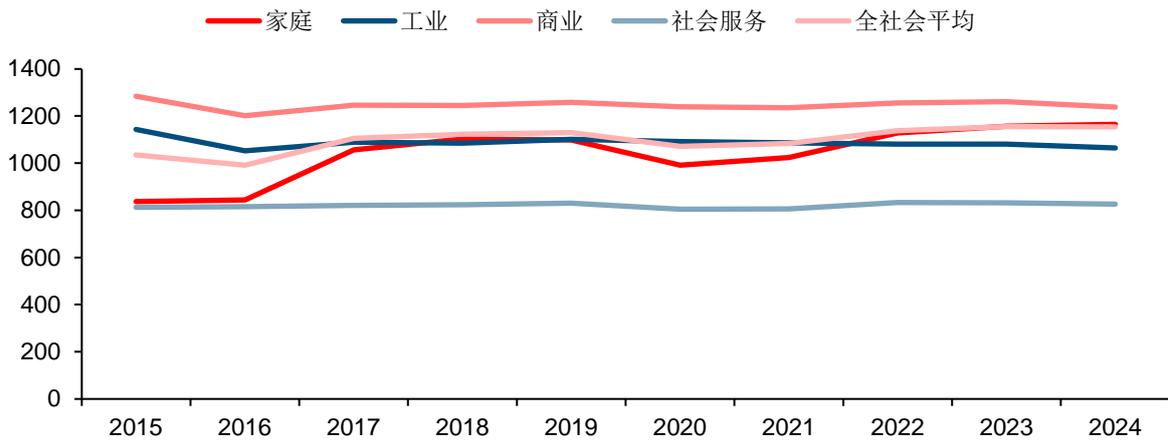
在印尼垃圾生产持续增长，60%的垃圾未合理处置的背景下，印尼发布 109 号总统令，重塑印尼垃圾处理系统。2025 年 10 月，印尼政府发布 109 号总统令，全面替代原有的垃圾发电发展政策。开发主体方面，109 号令将项目开发者的选择权收归中央政府。印尼主权财富基金（Danantara）或者其他国有企业负责选择项目开发商。我们认为此举有助于加快项目审核和推进速度，避免地方政府对中央政策的滞后执行。同时，主权财富基金将在项目中持有一定股权比例，分享垃圾焚烧项目收益。我们认为印尼国家资本的加入有助于分摊项目建设和后续运营的风险。

图 30：印尼 109 号总统令



数据来源：印尼政府官网，中信建投证券

在**项目收益方面**，109 号令取消了旧政策中由地方政府支付的垃圾处理费用，将电费作为唯一收入来源，由印尼的国家电力公司（PLN）签订 30 年 PPA 收购。同时，109 号令明确购电价格为 0.2 美元/千瓦时（约合 1.41 元/千瓦时，含增值税 12%），不可进行调整。同时，垃圾焚烧项目所生产的电量具有优先上网的权利，确保项目的消纳情况。**我们认为单一收入来源可优化项目现金流情况，而 30 年长协合同为项目中长期收益提供充分保障。**考虑到本次电价规定较高（2024 年 PLN 平均售电价格约为 1153.38 印尼盾/千瓦时，约合 0.477 元/千瓦时），可能导致 PLN 经营成本增加，109 号令提出其成本增加可依法获得补偿。

图 31：印尼 PLN 统计不同用户的用电成本（单位：印尼盾/千瓦时）


数据来源：PLN 年报，中信建投证券

在**项目开展区域方面**，109 号令明确满足资格的地方政府可以申请建设垃圾焚烧项目，包括每天可为垃圾焚烧厂提供 1000 吨垃圾、具备垃圾处理的相关预算和土地资源、承诺制定相关环保法规。**我们认为新政拓宽了垃圾焚烧项目的覆盖范围，同时自下而上的申请制度有助于筛选有意愿且有能力进行生活垃圾处理的地方政府。**此外，新政还表明将为项目开发商提供关税、本地增值税减免等税收优惠政策（如果该项目优先使用印尼本地技术）。目前，印尼政府拟在 10 个重点区域(包含雅加达、巴厘岛、大茂物等区域)，建设 33 个垃圾焚烧项目，单个项目投资在 1.2-1.9 亿美元，全部项目投资规模约 55 亿美元。同时，印尼主权财富基金 Danantara 将持有项目公司股权比例（不低于 30%）。2025 年 11 月，首批招标已正式启动，目前共 24 家公司入围，其中，中国企业 20 家，日本及法国企业 4 家。入围中国企业中多数为 A/H 上市公司，包括中科环保、伟明环保、浙能锦江、光大环境等。本轮招标项目主要位于雅加达、茂物和登巴萨等 7 个城市，中标公司需要与当地企业合作建设项目，项目预计将于 2026 年初开工，建设工期在 2 年左右。

表 2：印度尼西亚垃圾焚烧政策新旧对比

	2018 年第 35 号总统条例	2025 年第 109 号总统条例
项目开发商选择	地方政府选定开发商。	Danantara（印尼主权财富基金）及其他国有企业选定
开发商收益	PLN 通过购电协议(PPA)支付电费； 地方政府预算支付倾倒费；	仅 PLN 支付电费，倾倒费用取消
购电价格	不同规模项目上网电价存在差异	所有项目规模统一固定为 0.20 美元/千瓦时
PPA 期限	未明确规定 PPA 的期限	30 年 PPA 期限。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

项目开展区域	明确规定 12 个区域	不含固定区域，满足资格的地方政府可申请
激励措施	未明确规定	采用本土技术开发商可申请增值税豁免。

资料来源：印尼政府公告，中信建投证券

印尼生活垃圾厨余垃圾（低热值）较国内偏少，生活垃圾低位热值较高。依据《印尼城市生活垃圾理化特性及热转化特性的实验研究》中对印尼当地生活垃圾的采样分析结论，厨余类、纸类、木竹类、橡塑类、纺织类和混合类在印尼生活垃圾中的平均比例分别为 27.5%、14.5%、9.3%、19.3%、4.9% 和 20.4%，厨余类占比较我国典型城市（北京、广州、深圳）较少。在低位热值方面，根据上述研究计算，印度尼西亚生活垃圾的平均低位热值为 8610 千焦/千克，略高于我国深圳的 6462 千焦/千克。

图 32：印尼生活垃圾构成

■厨余类 ■纸类 ■木竹类 ■橡塑类 ■纺织类 ■混合类 ■其他

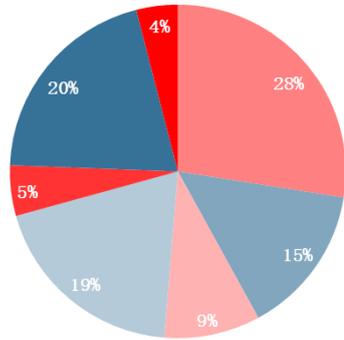
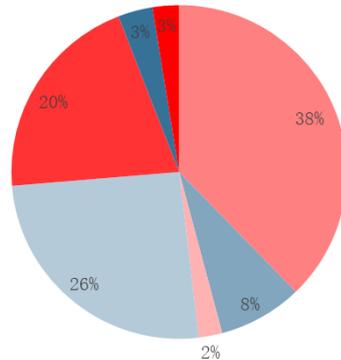


图 33：广州市生活垃圾构成

■厨余类 ■纸类 ■木竹类 ■橡塑类 ■纺织类 ■混合类 ■其他



资料来源：《印尼城市生活垃圾理化特性及热转化特性的实验研究》，中信建投

资料来源：《印尼城市生活垃圾理化特性及热转化特性的实验研究》，中信建投

参考 109 号总统令和印尼垃圾焚烧招标内容，我们对印尼垃圾焚烧项目盈利情况进行了测算。假设项目日垃圾处理量为 1000 吨，低位热值为 7749~9471 千焦/千克，对应吨垃圾上网电量为 512~626 千瓦时，上网电价为 0.2 美元/千瓦时（约合 1.41 元/千瓦时），增值税率为 12%，则项目年收入为 2.36~2.88 亿元，吨垃圾收入为 646~789 元。同时，参考 Danantara 提供的项目投资规模假设和常规垃圾焚烧项目运行成本，则项目营业成本约为 0.72 亿元，对应毛利率为 69%~75%。考虑贷款利息（70%比例贷款）和所得税支出（按照印尼 22% 所得税率计算，未考虑税收优惠政策）后净利润为 1.13~1.54 亿元，对应吨净利润贡献为 310~422 元，对应净利率约为 48%~53%。假设中方项目持股 70%，则归母净利润贡献为 0.79~1.08 亿元。

表 3：印度尼西亚垃圾焚烧项目盈利测算

	情况 1	情况 2	情况 3
垃圾处理规模（吨/日）	1000	1000	1000
垃圾低位热值（千焦/千克）	7749	8610	9471
吨垃圾上网电量（吨/千瓦时）	512	569	626
上网电价（元/千瓦时）	1.41	1.41	1.41
营业收入（亿元）	2.36	2.62	2.88

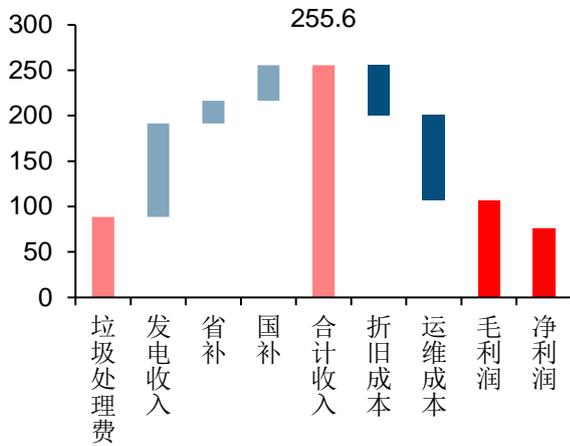
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

毛利润（亿元）	1.63	1.90	2.16
净利润（亿元）	1.13	1.34	1.54
归母净利润（亿元）	0.79	0.94	1.08

资料来源：《印尼城市生活垃圾理化特性及热转化特性的实验研究》，中信建投证券

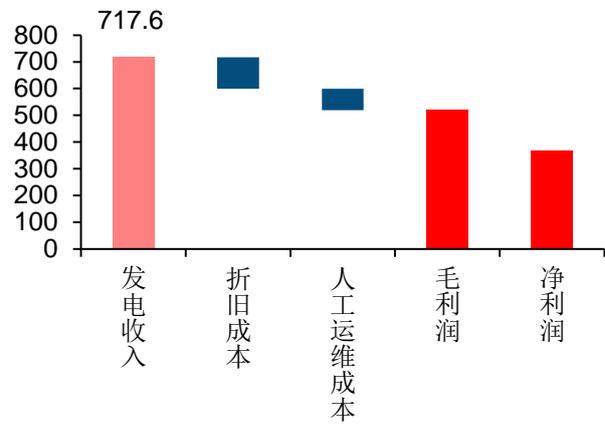
对比中国及印度尼西亚的垃圾焚烧项目，印尼新规下垃圾焚烧收入来源单一，仅通过发电获取收入，且电价水平较高，使得单吨垃圾处理收入显著高于国内垃圾焚烧项目。同时，较为单一的收入来源有助于改善项目现金流情况。在成本构成方面，印尼项目整体投资成本较高，主要系产业配套和进口产品等成本的影响，使得项目折旧及利息成本较高。假设总投资成本 12 亿元，折旧年限 25 年，残值率 10%，项目吨垃圾折旧摊销成本为 118.4 元/吨。得益于单吨收入较高，印尼垃圾焚烧项目盈利能力较强，我们测算单吨毛利 519.2 元，测算单吨净利润 366.0 元。

图 34：中国垃圾焚烧项目盈利收入拆分（元/吨）



资料来源：公司公告，中信建投

图 35：印度尼西亚垃圾焚烧项目盈利收入拆分（元/吨）



资料来源：公司公告，中信建投

较早布局印尼市场，项目中标数量可期

公司较早参与印尼市场投资，2022 年公司第一个 4 万吨印尼高冰镍项目已正式开工。该项目位于印度尼西亚哈马黑拉岛 Weda Bay 工业园（IWIP）内，运营主体为公司下属嘉曼公司；2024 年，该项目首条年产 1 万金吨富氧侧吹炉生产线投入试生产；2025 年上半年，公司下属嘉曼公司年产 2 万金吨富氧侧吹炉生产线已投入试生产，2025H1 生产 2306 含镍金属吨的产品。除此项目外，2023 年公司与上海鼎信投资公司完成《印尼经贸合作区青山园区开发有限公司生活垃圾焚烧站生活垃圾焚烧处理设备采购合同》签署，包含一套生活垃圾焚烧处理设备，合同含税总价约人民币 3680 万元；与格林美新材料有限公司完成热电联产项目设备及安装总承包合同签署，负责印尼中苏拉威西省莫罗瓦利县一座热电联产项目的设计、设备成套供应及安装，合同含税总价约人民币 2.38 亿元。整体来看，公司在印尼市场布局较早，且对当地生活垃圾焚烧市场存在一定了解，有望在印尼招标项目中获得一定比例项目。

图 36：公司印尼嘉曼项目情况

印尼嘉曼项目

嘉曼项目首批产品发运

数据来源：公司公告，中信建投证券

如前文所述，本次印尼垃圾焚烧建设计划，具备建设规模大、推进速度快、建设条件优厚等优点。作为环保设备生产与运营一体化的综合性环保企业，如中标印尼垃圾焚烧项目有望从装备销售、项目建设以及后续运营等多方面受益。其中，装备方面有望提供短期较高的利润贡献，运营业务的利润贡献则偏长期。装备方面，印尼 1000 吨/日垃圾焚烧项目预计总体建设成本在 12 亿元左右（Danantara 给出单个项目投资规模预测为 1.54-1.97 亿美元），以国内项目推断，其中 60% 约为装备建造成本，对应公司装备业务营收约 7.2 亿元，对应净利润贡献约为 1.44 亿元。运营业务方面，如上文所述，印尼垃圾焚烧项目盈利能力较强，在基准情况下，单个项目年归母净利润贡献约为 0.94 亿元。

综合考虑印尼垃圾焚烧本轮建设规划以及伟明环保的先发优势，我们预计 26-29 年，伟明环保年中标项目有望达 3 个，以单个项目 1000 吨/日的下限计算，年新增生活垃圾处理量 109.5 万吨。假设项目建设周期为 2 年，则首批项目将于 28 年投运，26-27 年公司将依赖装备及建设业务获取收益。在上述假设的情况下，2026-2027 年，公司装备业务预计可贡献归母净利润约 4.3 亿元/年；2028-2031 年，伴随在建项目的陆续投运，运营及装备业务的归母净利润贡献可达 7.1、9.9、8.4、11.2 亿元，持续增厚公司经营业绩。

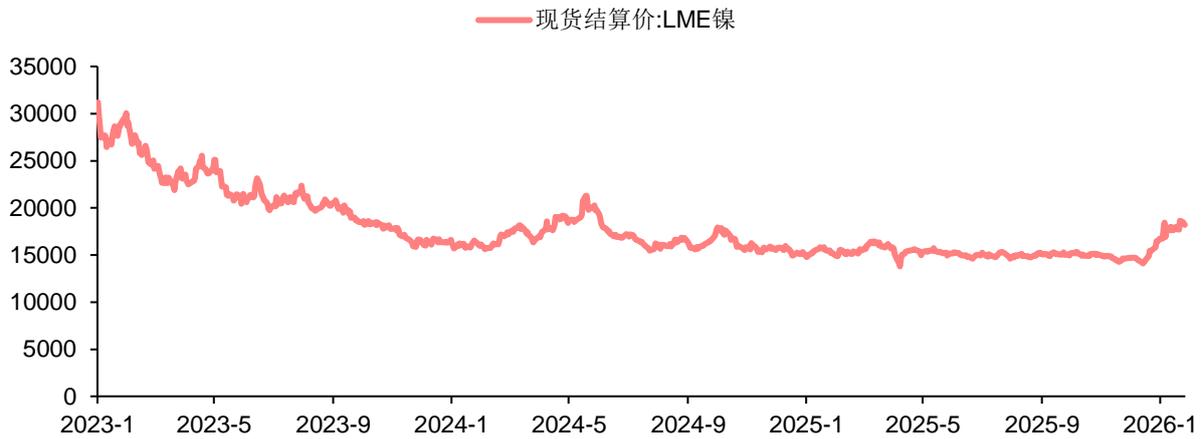
表 4：印尼垃圾焚烧项目中标的利润贡献

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中标项目数量	3	3	3	3	0	0
垃圾处理规模（吨/日）	3000	3000	3000	3000	0	0
单个项目建设成本（亿元）	12	12	12	12	13	14
全部项目建设成本（亿元）	36	36	36	36	0	0
装备成本占比	60%	60%	60%	60%	160%	260%
装备业务营收贡献（亿元）	21.6	21.6	21.6	21.6	0.0	0.0
装备业务归母净利润贡献（亿元）	4.3	4.3	4.3	4.3	0.0	0.0
单个运营项目收入（亿元）			2.6	2.6	2.6	2.6
全部运营项目收入贡献（亿元）			7.9	15.7	23.6	31.4
运营业务归母净利润贡献（亿元）			2.8	5.6	8.4	11.2
合计归母净利润贡献（亿元）	4.3	4.3	7.1	9.9	8.4	11.2

资料来源：公司公告，中信建投证券

印尼拟调整镍矿产量，镍价迎来快速反弹。据印尼镍矿商协会（APNI）消息，拟将 2026 年镍矿石产量目标定为 2.5 亿吨，较 2025 年 3.64 亿吨水平大幅下调，目前，印尼镍产量约占全球 60%，因此，印尼开采政策的收紧或将导致镍生产供需格局转变。受供给收缩预期的影响，LME 镍价从低位水平（14000 美元/吨左右）迅速攀升。截至 2026 年 1 月 28 日，LME 现货结算价格已增长至 18200 美元/吨。

图 37：LME 镍现货结算价格（美元/吨）



数据来源：Wind，中信建投证券

对伟明环保来说，受镍价上涨的影响，公司成本端的镍矿价格以及收入端的高冰镍售价均将提升。在 LME 镍价上涨至 1.8 万美元/吨的情况下，我们假设镍矿价格上涨将相应增长至 55 美元/吨（对应完全生产成本约为 1.25 万美元/吨），高冰镍售价上涨至 1.64 万美元/吨，则单吨净利润约为 0.39 万美元/吨，假设人民币/美元汇率为 7，对应单吨净利润贡献 2.7 万元人民币。假设公司产能利用率为 25%、50%、75% 和 100%，对应高冰镍产量约为 1.3、2.7、4.0 和 5.3 万吨，在上述假设情况下，高冰镍项目预计可贡献净利润 3.6、7.2、10.7 和 14.4 亿元，对应归母净利润 2.5 亿元、5.1 亿元、7.6 亿元和 10.1 亿元。

表 5：不同产能利用率下高冰镍项目的利润贡献

	情况 1	情况 2	情况 3	情况 4
产能利用率	25%	50%	75%	100%
高冰镍产量（万吨）	1.3	2.7	4.0	5.3
吨净利润贡献（万元）	2.7	2.7	2.7	2.7
净利润贡献（亿元）	3.6	7.2	10.8	14.4
归母净利润贡献（亿元）	2.5	5.1	7.6	10.1

资料来源：中信建投证券

盈利预测和投资建议

伟明环保 2025-2027 年盈利预测核心假设如下：

1. 公司境内垃圾焚烧项目产能维持有序增长，预计 2025-2027 年公司产能规模分别为 38050、39550 和 40550 吨/日，综合利用率分别为 97%、98% 和 99%，对应生活垃圾处理量为 1344.6、1414.7 和 1465.3 万吨，对应项目运营收入为 36.0、35.8 和 36.7 亿元。
2. 在装备业务方面，考虑印尼垃圾焚烧项目中标的贡献，装备业务营收贡献为 33.8、51.6 和 48.6 亿元，假设毛利率维持 40%，对应毛利润贡献为 13.5、20.6 和 19.4 亿元。

根据上述核心假设公司营业收入和成本构成如下：

表 6：公司营收及成本构成预测表（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入合计	60.3	71.7	70.2	87.8	85.8
项目运营	30.8	33.7	36.0	35.8	36.7
装备业务	29.2	37.6	33.8	51.6	48.6
其他业务	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
成本合计	31.6	34.6	34.7	45.3	43.9
项目运营	12.5	13.7	14.4	14.3	14.7
装备业务	19.0	20.9	20.3	31.0	29.2
其他业务	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利合计	28.6	37.1	35.5	42.5	41.8
项目运营	18.3	20.0	21.6	21.5	22.0
装备业务	10.2	16.7	13.5	20.6	19.4
其他业务	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4

数据来源：公司公告，中信建投

作为全国布局的垃圾焚烧龙头企业，伟明环保兼备环保装备和项目运营能力。近年来，公司积极拓展海外垃圾焚烧市场及新材料业务，我们认为公司经营业绩有望持续增长。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 28.63 亿元、35.44 亿元、37.58 亿元，对应 EPS 为 1.68、2.08 和 2.20 元/股，维持公司“买入”评级。

表 7：伟明环保盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6024.6	7171.1	7021.2	8782.8	8575.7
营业成本	3161.0	3459.5	3474.3	4534.3	4391.5
营业税金及附加	52.5	66.5	65.1	175.7	171.5
销售费用	14.9	21.2	20.7	25.9	25.3
管理费用	241.5	254.0	268.1	333.7	343.0
研发费用	237.7	253.4	241.9	263.5	257.3
减值损失	-17.0	-20.4	-20.0	-20.0	-20.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	8.9	27.4	124.4	450.4	725.2
其他收益	2.9	20.8	0.0	0.0	0.0
营业利润	2286.8	3096.3	3265.3	4089.9	4302.2
营业外收入	9.6	24.7	20.0	20.0	20.0
营业外支出	11.9	8.9	8.9	8.9	8.9
利润总额	2284.5	3112.1	3276.5	4101.0	4313.3
所得税	198.3	327.6	331.8	456.3	448.5
净利润	2086.2	2784.5	2944.6	3644.7	3864.8
少数股东损益	37.7	80.6	81.6	101.0	107.1
归属母公司净利润	2048.5	2703.9	2863.0	3543.7	3757.7
EPS	1.20	1.59	1.68	2.08	2.20

数据来源：公司公告，中信建投

表 8：资产负债表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2374.55	2575.36	2250.13	5741.91	8563.98
应收票据及账款	1246.36	2892.92	4017.44	3091.05	3866.59
预付账款	54.41	115.48	58.14	92.47	115.67
其他应收款	65.35	37.38	38.93	61.63	77.09
存货	159.99	228.21	312.13	267.06	348.54
其他流动资产	807.8	770.3	793.08	986.78	1230.35
流动资产总计	4708.46	6619.65	7469.86	10240.9	14202.21
长期股权投资	387.67	579.08	670.65	679.88	689.11
固定资产	1683.74	2061.38	2019.09	1946.55	1812
在建工程	374.21	848.43	2374.61	1978.84	1583.07
无形资产	12465.06	13250.42	14209.93	16187.65	16165.36
长期待摊费用	37.83	43.65	48.98	24.49	0
其他非流动资产	566.79	697.96	687.06	700.1	700.1
非流动资产合计	15515.31	17480.93	20010.32	21517.51	20949.65
资产总计	20223.78	24100.58	27480.18	31758.41	35151.86
短期借款	496.17	354.88	100.06	0	0
应付票据及账款	1335.35	1880.04	1959.59	2003.78	2615.13
其他流动负债	703.71	1558.91	1229.91	1336.22	1734.6

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

流动负债合计	2535.23	3793.83	3289.57	3340	4349.73
长期借款	5206.34	5616.8	6445.63	8563.42	8474.89
其他非流动负债	1938.24	2155.2	2721.68	2721.68	2721.68
非流动负债合计	7144.59	7772	9167.3	11285.1	11196.56
负债合计	9679.81	11565.84	12456.87	14625.1	15546.29
股本	1694.21	1704.64	1704.65	1704.65	1704.65
资本公积	1120.93	1221.74	1270.05	1270.05	1270.05
留存收益	6474.26	8175.58	10330.82	12389.01	14800.57
归属母公司权益	9289.4	11101.96	13305.52	15363.71	17775.27
少数股东权益	1254.56	1432.78	1717.79	1769.6	1830.3
股东权益合计	10543.97	12534.75	15023.31	17133.31	19605.57
负债和股东权益合计	20223.78	24100.58	27480.18	31758.41	35151.86

资料来源：公司公告，中信建投证券

表 9:现金流量表（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1671.03	2086.23	2784.48	2538.13	3000.47	2971.56
折旧与摊销	498.91	575.41	620.73	3515.09	3577.09	3614.6
财务费用	232.85	237.74	253.39	279.41	351.77	333.65
投资损失	-12.52	-8.87	-27.36	-16.25	-16.25	-16.25
营运资金变动	-69.5	-634.8	-1334.41	871.23	-129.51	0.04
其他经营现金流	-119.25	73.47	141.14	155.99	169.03	169.03
经营性现金净流量	2201.52	2329.17	2437.98	7343.6	6952.59	7072.64
资本支出	1583.64	2052.14	2486.56	2000	1500	1250
长期投资	-777.47	-234.57	-113.32	0	0	0
其他投资现金流	-673.66	-212.96	-564.86	-7.21	-7.21	-7.21
投资性现金净流量	-3034.77	-2499.67	-3164.74	-2007.21	-1507.21	-1257.21
短期借款	-4.42	-141.29	-254.81	-100.06	0	0
长期借款	2591.22	410.46	828.82	-882.2	-1588.54	-1733.12
普通股增加	390.97	10.43	0	0	0	0
资本公积增加	-394.7	100.81	48.31	0	0	0
其他筹资现金流	-200.69	-107.05	-153.58	-862.34	-1034.78	-1010.41
筹资性现金净流量	2382.38	273.37	468.75	-1844.61	-2623.32	-2743.53
现金流量净额	1548.79	101.42	-254.29	3491.78	2822.07	3071.9

资料来源：公司公告，中信建投证券

风险分析

垃圾处理价格下降的风险：公司垃圾处理项目的价格需要定期核定，如果由于政府财政或政策导向问题导致垃圾处理单价下降，则公司利润增长或将不及预期。假设公司 2025 非电力收益较基准下降 1%、5% 和 10%，公司 2025 年归母净利润或将下降至 28.6、28.3 和 27.9 亿元，降幅分别为 0.3%、1.3% 和 2.7%。

税收优惠政策变化的风险：目前公司在增值税、公司所得税等方面享有优惠政策，如果后续优惠政策到期或有所改变，公司税收支出增长，经营业绩增长或将不及预期。

印尼项目利润贡献不及预期的风险：目前公司积极拓展印尼项目，如果印尼项目中标数量或利润贡献不及预期，公司业绩增长空间或将收窄。

分析师介绍

高兴

华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017年开始从事卖方研究工作。2018年加入中信建投证券，2021年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取2021-2022年新财富电力公用事业入围、2022年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

侯启明

公用环保组分析师，山东大学学士，复旦大学硕士，2023年加入中信建投公用环保团队。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk