

寻找下一个“水务”：探寻垃圾焚烧发电分红潜力

2024年01月16日

结合垃圾焚烧发电企业运营稳定、现金流充沛、资本开支下降等特点，本文将深入探寻行业潜在的高分红、高股息机遇。

► **垃圾焚烧：专业化、双密集、垄断性：**垃圾焚烧发电主要采用特许经营模式，垃圾焚烧发电项目收入主要来自发电收入（占比约 65-75%）和垃圾处置费（占比约 25-35%）。对于 A 股上市公司，一般要求项目的内部收益率需达到 8% 及以上。由于行业的自然属性，为实现规模经济，单个区域的垃圾处理主要由一家垃圾焚烧发电项目负责，具有区域垄断性，已投运项目整体运营稳定。

► **投产高峰已过，“运营为王”开启：**截至 2022 年底，我国城市、县城生活垃圾焚烧处理能力分别达到 80.47 万吨/日、19.48 万吨/日，焚烧处理率分别为 79.8%、55.2%，满足我国垃圾无害化、资源化处理需求。垃圾焚烧发电行业已由增量阶段步入存量阶段，具备提高分红的潜力。提质、降本、增效，将是垃圾焚烧发电行业实现内生增长、保持盈利能力的核心要素。绿证交易在一定程度上有望弥补“国补退坡”带来的缺口，保障项目盈利能力。

► **垃圾焚烧发电助力“双碳”经济：**与纯供电相比，热电联产项目既节约燃料，又提高资源转化率，大大提升垃圾焚烧发电项目的经济性，单个项目的热能利用效率可由 25% 提高至 45%-60%。静脉产业园模式与“无废城市”相契合，有望打造资源节约集约型“无废城市”样板，进而促进垃圾焚烧发电行业内生增长。

► **探寻垃圾焚烧发电分红潜力：**垃圾焚烧发电上市企业投产产能占比均已超 80%，全面进入存量运营阶段。步入存量运营阶段，相关企业盈利稳定、现金流有所好转、资本开支明显减少。项目运营方面，厂自用电率逐年下降，吨垃圾发电量有所提升，叠加热电联产项目的逐步推行，项目运营能力持续提升，盈利能力持续增强，安全垫增厚。同时，考虑到 CCER 重启和“一揽子化债方案”的制定实施，焚烧发电项目的盈利及回款能力有望进一步转好。部分垃圾焚烧发电企业具备提高分红的潜力。

► **投资建议：**垃圾焚烧发电行业已全面进入存量阶段，在“双碳”背景下，热电联产、静脉产业园模式有望带来内生增长；垃圾焚烧发电企业整体具备运营稳定、现金流充沛、资本开支下降等特点，有望提高分红比例。谨慎推荐三峰环境、旺能环境、瀚蓝环境；建议关注光大环境、军信股份、粤丰环保、城发环境。

► **风险提示：**政策推进不及预期；新业务开展不及预期；地方财政压力。

推荐

维持评级



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 尚硕

执业证书：S0100122030008

邮箱：shangshuo@mszq.com

相关研究

- 公用事业行业周报（2024 年第 2 周）：构建资源节约集约型社会，政策完善碳市场体系-2024/01/14
- 《全面推进美丽中国建设的意见》点评：完善碳市场交易体系，构建资源节约集约型社会-2024/01/12
- 环保行业专题报告：水务行业全景图-2024/01/08
- 公用事业行业周报（2024 年第 1 周）：数字化赋能新能源，垃圾焚烧发电具备高分红潜力-2024/01/07
- 公用事业行业周报（2023 年第 51 周）：核电确认常态化核准，再生水利用颇具前景-2023/12/31

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 简称 | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|-----------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | |
| 601827.SH | 三峰环境 | 7.77 | 0.68 | 0.78 | 0.85 | 11 | 10 | 9 | 谨慎推荐 |
| 002034.SZ | 旺能环境 | 15.82 | 1.68 | 1.75 | 1.86 | 9 | 9 | 8 | 谨慎推荐 |
| 600323.SH | 瀚蓝环境 | 16.17 | 1.41 | 1.85 | 2.02 | 12 | 9 | 8 | 谨慎推荐 |
| 301109.SZ | 军信股份 | 15.63 | 1.14 | 1.28 | 1.35 | 14 | 12 | 12 | - |
| 000885.SZ | 城发环境 | 11.37 | 1.65 | 1.84 | 2.04 | 7 | 6 | 6 | - |
| 0257.HK | 光大环境 | 2.680 | 0.75 | 0.74 | 0.79 | 4 | 4 | 3 | - |
| 1381.HK | 粤丰环保 | 3.880 | 0.55 | 0.51 | 0.57 | 7 | 8 | 7 | - |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 1 月 16 日收盘价，光大环境/粤丰环保股价、总市值货币单位均为港元；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

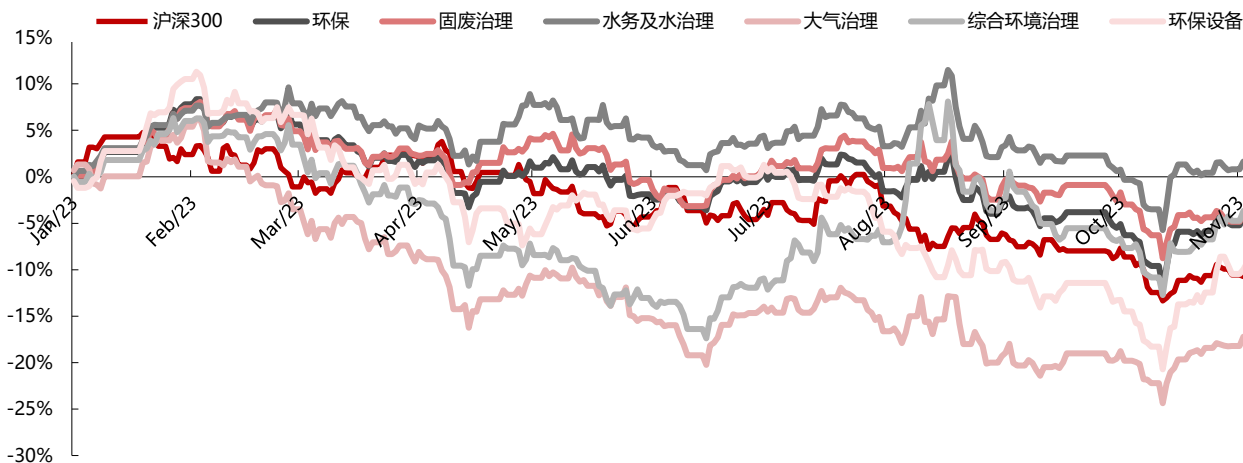
目录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 引言 | 3 |
| 1 垃圾焚烧：专业化、双密集、垄断性 | 4 |
| 2 投产高峰已过，“运营为王”开启 | 7 |
| 2.1 行业步入成熟期，关注项目运营能力 | 7 |
| 2.2 增量项目竞价上网，绿证交易有望保障盈利 | 10 |
| 3 垃圾焚烧发电助力“双碳”经济 | 12 |
| 3.1 热电联产具有经济和生态效益 | 12 |
| 3.2 打造资源节约集约型“无废城市”样板 | 13 |
| 4 探寻垃圾焚烧发电分红潜力 | 17 |
| 4.1 存量阶段：盈利稳定、现金流好转、资本开支减少 | 17 |
| 4.2 多因素叠加，垃圾焚烧有望成为下一个“水务” | 20 |
| 5 投资建议 | 23 |
| 6 风险提示 | 24 |
| 插图目录 | 25 |
| 表格目录 | 26 |

引言

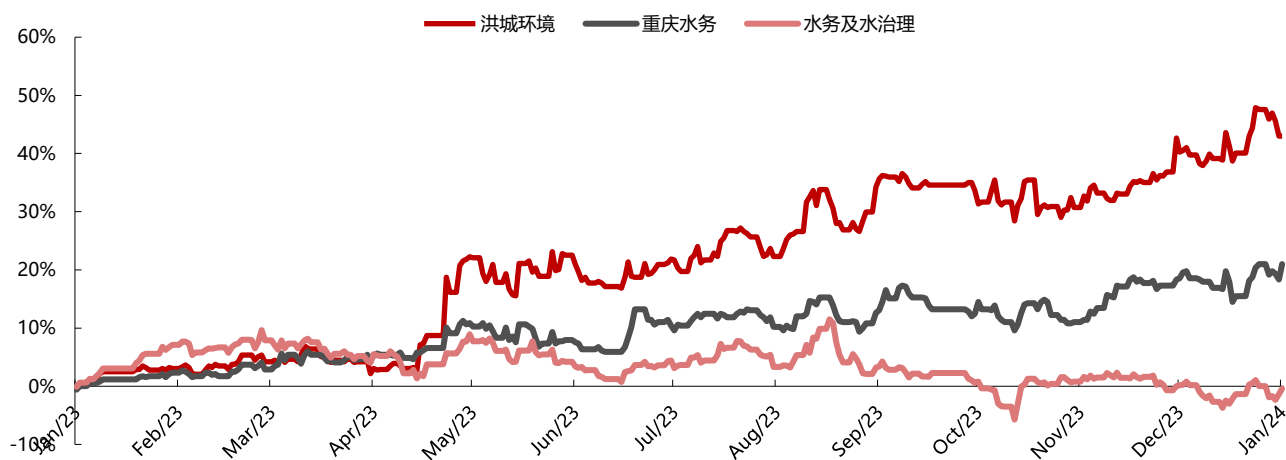
近一年来，水务及水治理（申万）指数表现明显优于大盘。截至 2024 年 1 月 12 日，水务及水治理（申万）指数跑赢沪深 300 指数 17.7pct，跑赢环保（申万）指数 7.9pct，市场表现位居环保行业首位。其中，水务及水治理高分红、高股息标的洪城环境、重庆水务市场表现较为突出，分别跑赢水务及水治理指数 43.4pct、21.4pct，分别跑赢沪深 300 指数 61.1pct、39.5pct。鉴于此，我们将深入探讨环保行业潜在的高分红、高股息机遇，垃圾焚烧发电行业和水务行业具有相似性，同样具备项目运营稳定、现金流充沛、资本开支下降等特点，值得市场关注。

图1：2023 年 1 月 13 日-2024 年 1 月 12 日，水务及水治理指数跑赢沪深 300 指数 17.7pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年 1 月 13 日-2024 年 1 月 12 日，洪城环境和重庆水务分别跑赢水务及水治理指数 43.4pct、21.4pct



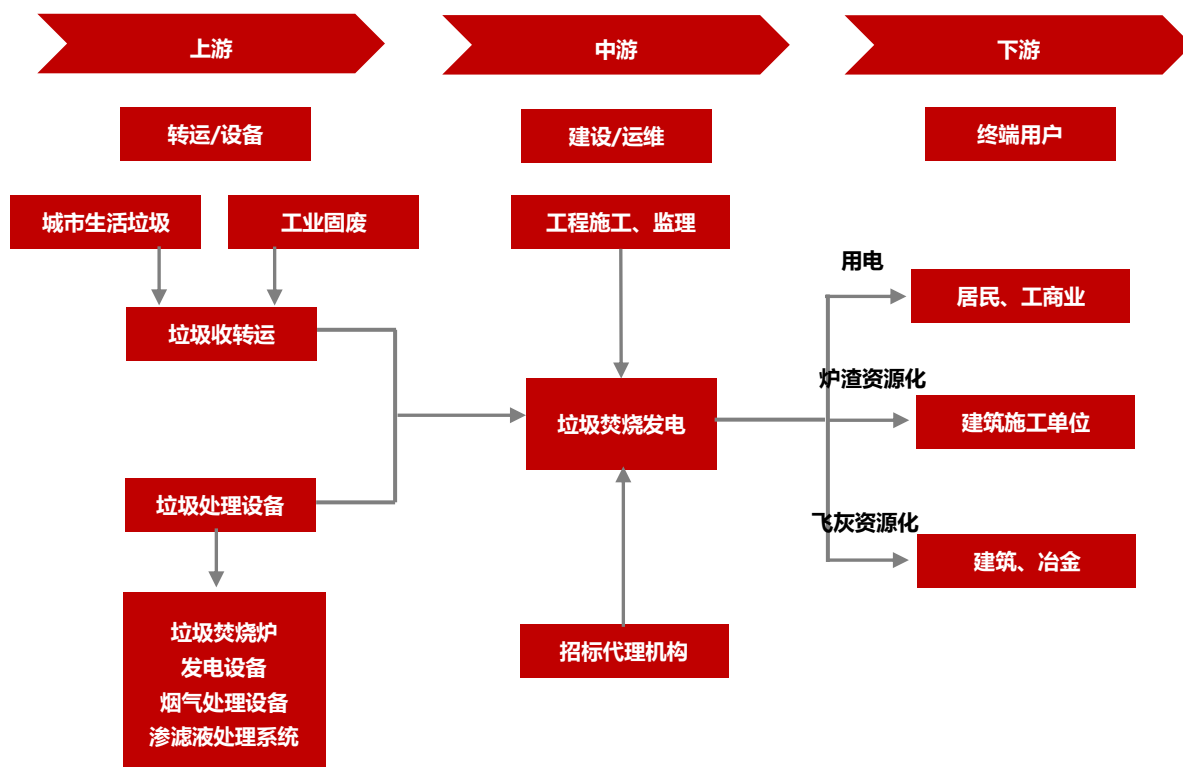
资料来源：wind，民生证券研究院

1 垃圾焚烧：专业化、双密集、垄断性

垃圾焚烧发电企业上游主要包括环卫服务（收转运）、垃圾处理设备；中游包括以垃圾焚烧发电厂为核心的相关招标代理、建设、监理等机构；下游既包括用电单位（居民、工商业等），也包括再生资源化产品用户（建筑业、冶炼行业等）。

垃圾焚烧发电行业能够有效的解决垃圾处置问题，将污染物“变废为宝”并向下游用户供电，进而实现垃圾的减量化、无害化及资源化，是当前最主要的垃圾处理方式。其中，垃圾焚烧产生的炉渣、飞灰主要采用卫生填埋的处置方式，由于近几年填埋场负荷较高，炉渣、飞灰等资源化利用受到重视，可用于建筑施工、金属冶炼等行业。

图3：垃圾焚烧发电产业链分析



资料来源：民生证券研究院整理

注：目前，炉渣、飞灰以填埋为主，此处考虑资源化利用途径

垃圾焚烧发电项目主要以 BOT 和 PPP 模式为主，在此基础上延伸出 DBO、EPC+O 等模式，其中 BOT 特许经营模式最为常见。地方政府指派环保平台与社会资本方组建 SPV 公司，共同投资垃圾焚烧发电项目，其中自有资金量占比约为 30%，剩余 70% 则通过银行贷款的方式，一般银行贷款利率为基准利率上浮 10% 左右。由于垃圾焚烧发电项目投资额较高，项目前期占用资金量较大，对社会资本方的资金实力要求较高。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/677035052153006031>