

环保

报告日期: 2024 年 07 月 09 日

自由现金流转正，垃圾焚烧行业高股息渐行渐近

——垃圾焚烧行业深度报告

投资要点

□ 垃圾焚烧行业走向成熟，资本开支周期接近尾声。

2022 年，我国的垃圾焚烧规模已增长至 80.5 万吨/日，焚烧在无害化处理能力中的占比已上升至 73%；与此同时，全国新项目的招标规模也已于 2019 年的 14 万吨/日回落至 2023 年的 3.35 万吨/日，垃圾焚烧行业逐渐走向成熟。回溯瀚蓝环境、三峰环境、旺能环境、绿色动力四家垃圾焚烧公司的历史，四家公司均在 2019-2021 年迎来了各自项目开工和建设的高峰，资本开支也在这段时期同步达峰；2022 年后，各家公司未投运项目规模减少，项目建设速度快速下行，资本开支也同步回落。

□ 2023 年为垃圾焚烧公司自由现金流的拐点之年，未来自由现金流有望持续得到改善。

垃圾焚烧行业在 2022 年后的资本开支明显回落，叠加经营性净现金流稳步增长，自由现金流持续好转。2019-2023 年，瀚蓝环境的自由现金流从-23.3 亿元提升至 4.3 亿元，三峰环境从-10.8 亿元提升至 5.7 亿元，旺能环境从-16.0 亿元提升至 2.6 亿元，绿色动力从-20.5 亿元提升至 2.6 亿元。2023 年是拐点之年，多数公司自上市以来第一次实现自由现金流转正。我们认为伴随着资本开支的进一步回落，未来各家公司的自由现金流有望持续得到改善。

□ 未来分红率提升潜力较大，股息率上限较高。

2023 年，瀚蓝环境、三峰环境、光大环境、旺能环境、绿色动力的分红率分别为 27%、34%、31%、36%、33%。以上述分红率、2024 年 7 月 9 日收盘价和 2023 年归母净利润作为基数计算，五家公司的当前股息率分别为 2.19%、2.74%、5.60%、4.03%、2.49%；若分红率提高到 70%，股息率则提升至 5.60%、5.67%、12.84%、7.92%、5.26%，有着可观的提升空间。

□ 投资建议

推荐**瀚蓝环境**（纵横一体化发展的综合运营商）。

建议关注**三峰环境**（稳健的区域型运营平台）、**光大环境**（全球最大的垃圾发电投资运营商）

□ 风险提示

投资出海，应收账款增长。

行业评级：看好(维持)

分析师：谢超波

执业证书号：S1230523120002

xiechaobo@stocke.com.cn

分析师：汪磊

执业证书号：S1230524050004

wanglei07@stocke.com.cn

相关报告

1 《2024 年上半年垃圾焚烧项目开标规模同比下滑 77%》

2024.07.07

2 《运营资产的价值重估远未结束，或是长周期的开始》

2024.07.05

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 垃圾焚烧公司资本开支见顶回落，板块估值跌至历史低位.....	4
1.1 垃圾焚烧公司项目建设高峰期已过，资本开支见顶回落	4
1.2 公司成长降速，估值水平先行回落	6
2 自由现金流转正，未来有望持续获得改善.....	6
2.1 垃圾焚烧项目利润稳定，经营性净现金流充沛.....	7
2.2 经营性净现金流持续增长+资本开支进一步回落，自由现金流有望持续得到改善	8
3 垃圾焚烧公司分红提升潜力大，股息率上限高.....	9
4 投资建议.....	10
5 风险提示.....	10

图表目录

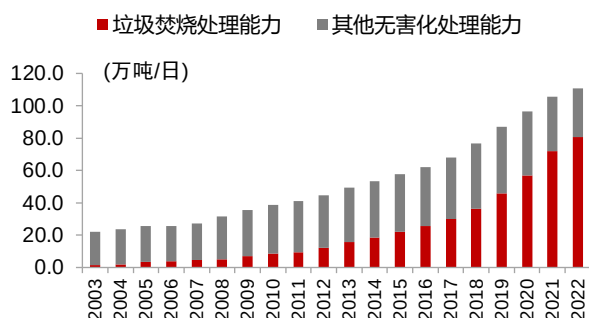
图 1: 2003-2022 年我国垃圾焚烧处理及其他无害化处理能力	4
图 2: 2017-2023 年新中标的垃圾焚烧项目规模.....	4
图 3: 2017-2023 年各公司在手项目规模（已投运+未投运）	4
图 4: 2017-2023 年各公司资本开支.....	5
图 5: 2019-2023 年瀚蓝环境已投运/未投运项目规模情况.....	5
图 6: 2019-2023 年三峰环境已投运/未投运项目规模情况.....	5
图 7: 2020-2023 年旺能环境已投运/未投运项目规模情况.....	6
图 8: 2019-2023 年绿色动力已投运/未投运项目规模情况.....	6
图 9: 2020 年至今各公司 PE(TTM)走势及每年新增投运规模对比	6
图 10: 2019-2023 年瀚蓝环境归母净利润与经营性净现金流.....	7
图 11: 2019-2023 年三峰环境归母净利润与经营性净现金流	7
图 12: 2019-2023 年旺能环境归母净利润与经营性净现金流.....	7
图 13: 2019-2023 年绿色动力归母净利润与经营性净现金流.....	7
图 14: 垃圾焚烧项目收入构成.....	8
图 15: 垃圾焚烧项目成本&费用构成	8
图 16: 2019-2023 年各公司现金净流量	8
图 17: 2019-2023 年各公司自由现金流情况.....	8
图 18: 2019-2023 年瀚蓝环境现金流情况	9
图 19: 2019-2023 年三峰环境现金流情况	9
图 20: 2019-2023 年旺能环境现金流情况	9
图 21: 2019-2023 年绿色动力现金流情况	9
图 22: 华能水电现金流及分红率情况	9
图 23: 桂冠电力现金流及分红率情况	9
图 24: 2021-2023 年垃圾焚烧公司分红率	10
 表 1: 2019-2023 年各公司每年新投运项目规模（万吨/日）	5
表 2: 垃圾焚烧公司股息率敏感性测算表.....	10

1 垃圾焚烧公司资本开支见顶回落，板块估值跌至历史低位

1.1 垃圾焚烧公司项目建设高峰期已过，资本开支见顶回落

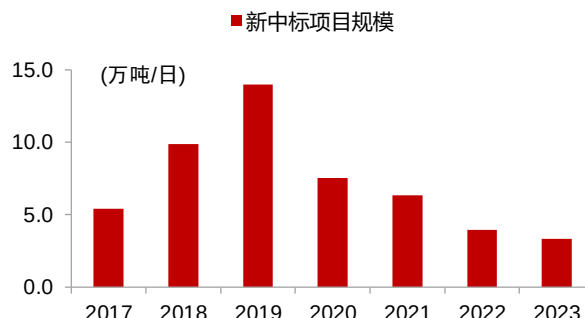
2003-2022 年，我国的垃圾焚烧规模已从 1.5 万吨/日增长至 80.5 万吨/日，无害化处理能力中焚烧占比已从 7% 上升至 73%，垃圾焚烧行业逐渐走向成熟，每年新项目的招标规模随之出现明显回落，2019 年，全国新项目的招标规模合计达到 14 万吨/日，而 2023 年仅为 3.35 万吨/日。

图1：2003-2022 年我国垃圾焚烧处理及其他无害化处理能力



资料来源：，浙商证券研究所

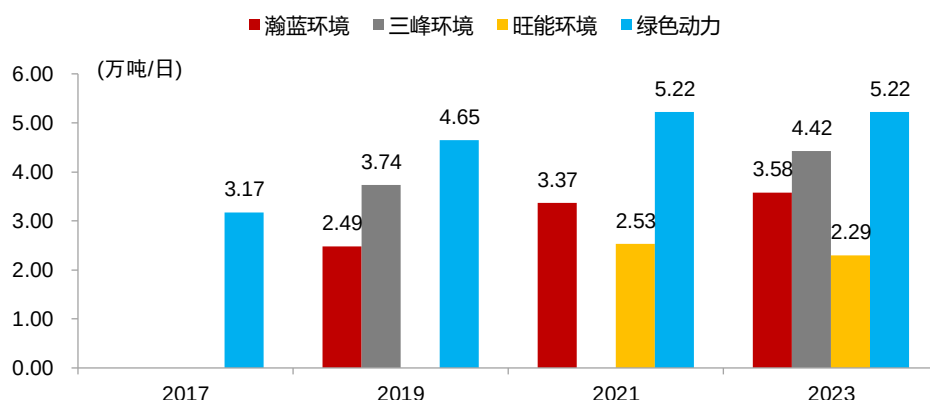
图2：2017-2023 年新中标的垃圾焚烧项目规模



资料来源：北极星固废网，中国招标网，浙商证券研究所

从 2017 年开始，全国范围内垃圾焚烧项目的招标开始进入高峰期，招标规模快速增长。受益于此，垃圾焚烧上市公司的在手项目规模（已投运产能+未投运产能）持续增加，以瀚蓝环境、三峰环境、旺能环境、绿色动力四家上市公司为例：截至 2023Q4，瀚蓝环境的在手项目规模为 3.58 万吨/日，三峰环境为 4.42 万吨/日，旺能环境为 2.29 万吨/日，绿色动力为 5.22 万吨/日。

图3：2017-2023 年各公司在手项目规模（已投运+未投运）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

注：瀚蓝环境未披露 2017 年度数据，三峰环境未披露 2017、2021 年度数据，旺能环境未披露 2017、2019 年度数据

伴随着新签项目的建设和逐步投产，各家公司的收入和利润也随之增长。由于垃圾焚烧行业属于典型的重资产模式，公司的资本开支与其项目的建设速度高度相关。2019-2021 年，

各家公司的在手项目规模快速增长,同时垃圾焚烧上网电价补贴政策调整在即(国家发改委、财政部、能源局明确 2021 年 1 月 1 日以后新开工的垃圾焚烧项目实行竞价上网),因此各家公司都在这段时期迎来了各自项目开工和建设的高峰,每年新投运的项目规模和资本开支也随之出现高点。

表1: 2019-2023 年各公司每年新投运项目规模(万吨/日)

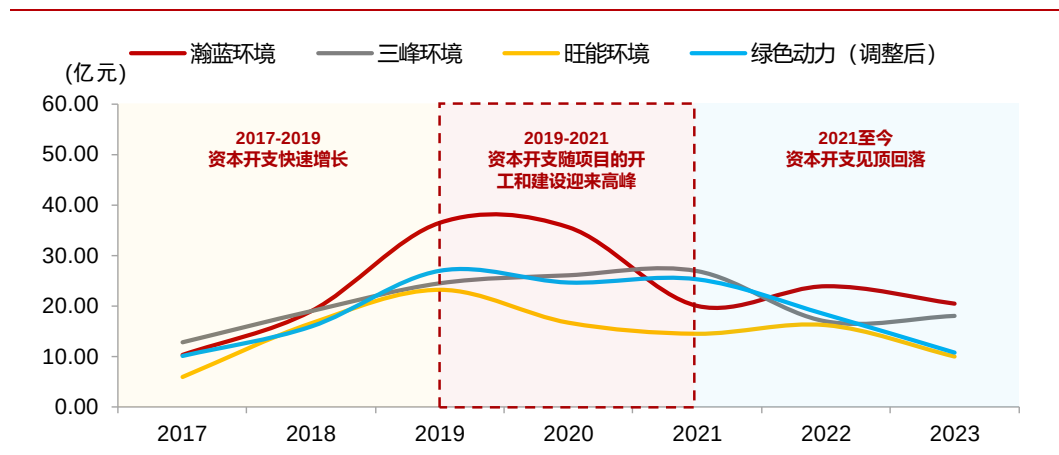
	2019	2020	2021	2022	2023
瀚蓝环境		0.55	0.83	0.25	0.18
三峰环境		0.20	1.05	0.42	0.24
旺能环境	0.37	0.22	0.33	-0.13	0.03
绿色动力	0.61	0.74	0.70	0.10	0.45

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

从 2022 年开始,受各家公司未投运项目规模减少的影响,整个行业的项目建设速度快速下行。截至 2023Q4,瀚蓝环境已投运项目规模总计 2.98 万吨/日,未投运 0.60 万吨/日;三峰环境已投运 4.00 万吨/日,未投运 0.43 万吨/日;旺能环境已投运 2.19 万吨/日,未投运 0.10 万吨/日;绿色动力已投运 3.95 万吨/日,未投运 1.27 万吨/日。

四家公司过去三年的年报也显示,资本开支在 2019-2021 年见顶后,已呈现出明显的下行趋势。

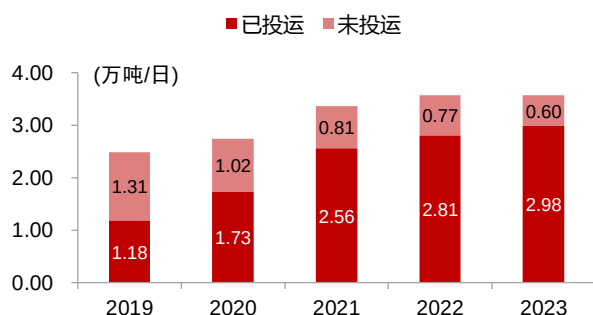
图4: 2017-2023 年各公司资本开支



资料来源: , 浙商证券研究所

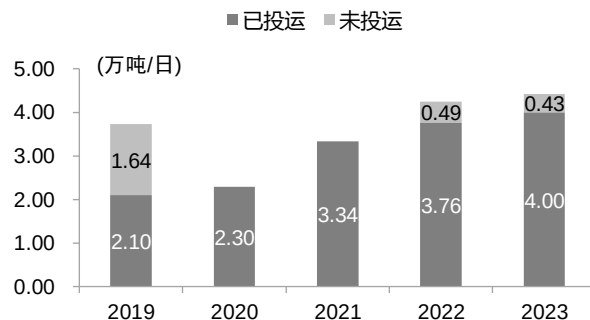
注: 绿色动力把项目建造支出形成的长期应收款本金计入经营活动现金流出所致,我们将这部分现金流出从经营性净现金流调整回投资性现金流

图5: 2019-2023 年瀚蓝环境已投运/未投运项目规模情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

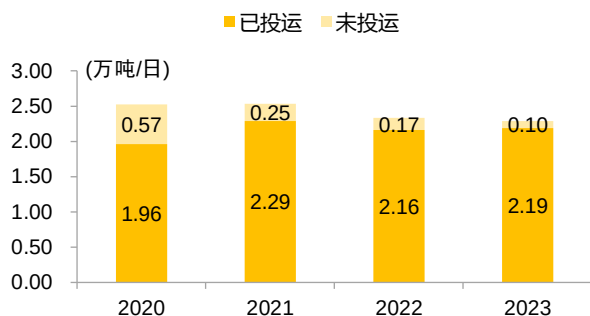
图6: 2019-2023 年三峰环境已投运/未投运项目规模情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

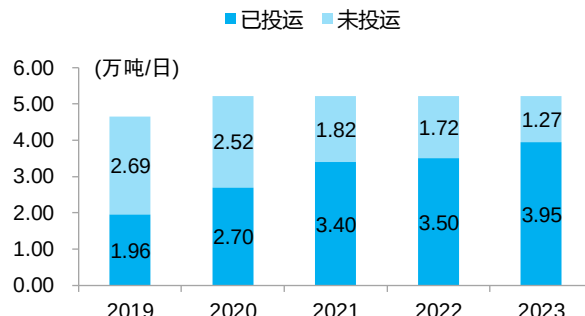
注: 2020、2021 年公司未披露未投运的全资/控股项目规模

图7：2020-2023 年旺能环境已投运/未投运项目规模情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图8：2019-2023 年绿色动力已投运/未投运项目规模情况

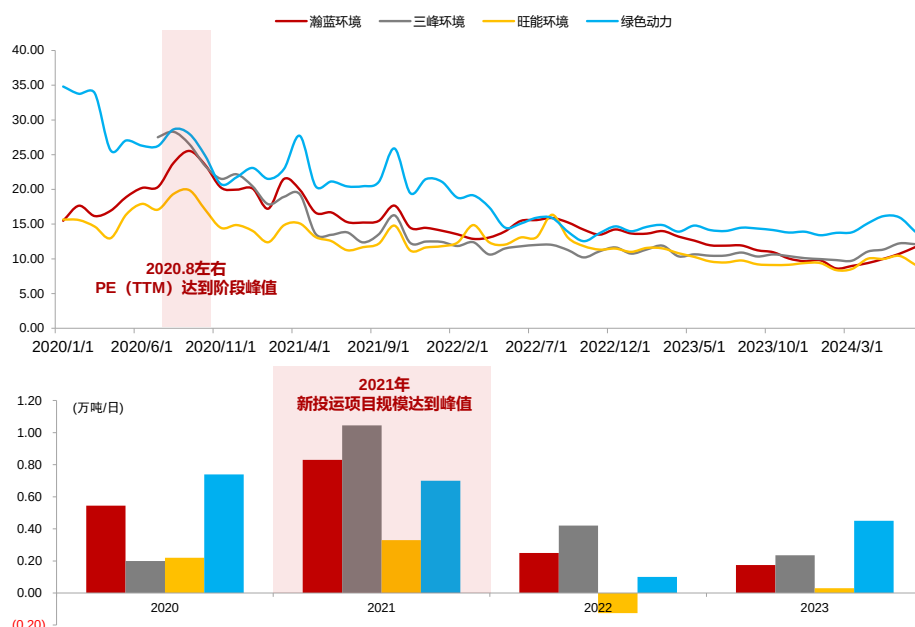


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 公司成长降速，估值水平先行回落

回溯垃圾焚烧行业主要公司的历史，在收入和利润的快速增长期，瀚蓝环境、三峰环境、旺能环境和绿色动力的 PE 高点出现在 2020 年三季度，PE 在 20-30 倍之间。2021 年各家公司在达到业绩增速高点以后，均面临着未投项目减少的局面，从 2022 年开始收入和利润增速下滑成为必然的趋势，行业进入了稳定发展期，从典型的成长型公司逐渐过渡为稳健的重资产运营类公司，PE 也随之下降，截至 2024 年 7 月 9 日收盘，瀚蓝环境、三峰环境、旺能环境、绿色动力的 PE(TTM) 分别为 12.5X/12.3X/8.8X/13.3X，PB(LF) 分别为 1.5X/1.4X/0.9X/1.1X，均处于历史低位。

图9：2020 年至今各公司 PE(TTM)走势及每年新增投运规模对比



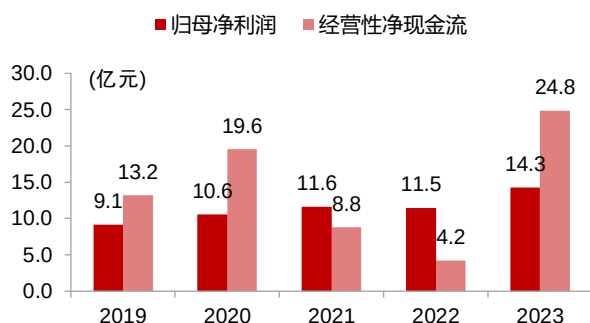
资料来源：，各公司公告，浙商证券研究所

2 自由现金流转正，未来有望持续获得改善

2.1 垃圾焚烧项目利润稳定，经营性净现金流充沛

项目的持续投运显著增厚了垃圾焚烧公司的收入和利润，由于项目重资产的投资特性，营业成本中摊销及折旧的占比较大，因此经营性净现金流远高于归母净利润。2019-2023 年，瀚蓝环境的经营性净现金流/归母净利润维持在 1.45 以上(剔除 2021、2022 年的异常情况)，三峰环境维持在 1.49 以上，旺能环境维持在 1.73 以上，绿色动力维持在 1.57 以上。

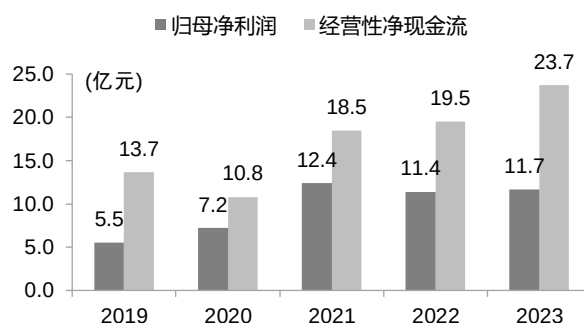
图10： 2019-2023 年瀚蓝环境归母净利润与经营性净现金流



资料来源： ，浙商证券研究所

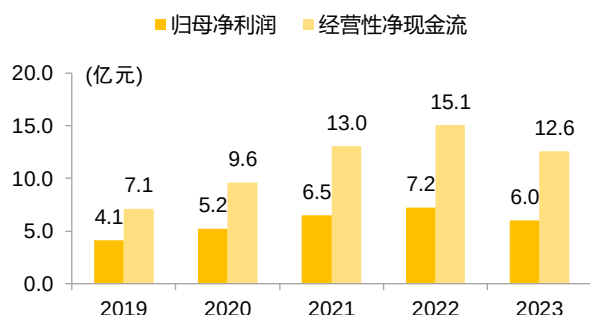
注：（1）2021 年经营性净现金流下滑系执行解释第 14 号及相关列报规定所致，若剔除影响，当年产生的经营性净现金流约 20 亿元
（2）2022 年经营性净现金流下滑系能源业务下滑及当年回款较差所致

图11： 2019-2023 年三峰环境归母净利润与经营性净现金流



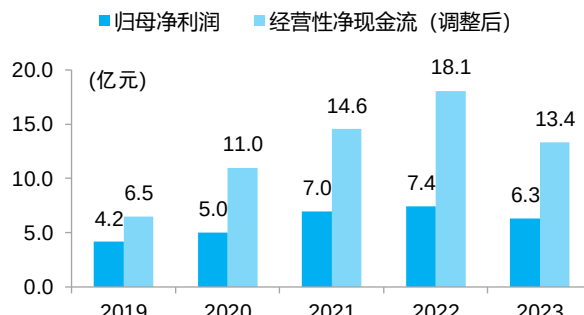
资料来源： ，浙商证券研究所

图12： 2019-2023 年旺能环境归母净利润与经营性净现金流



资料来源： ，浙商证券研究所

图13： 2019-2023 年绿色动力归母净利润与经营性净现金流

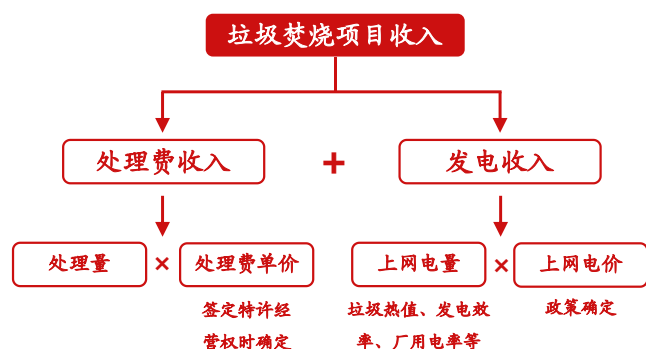


资料来源： ，浙商证券研究所

注：公司把项目建造支出形成的长期应收款本金计入经营活动现金流出所致，我们将这部分现金流出从经营性净现金流调整回投资性现金流

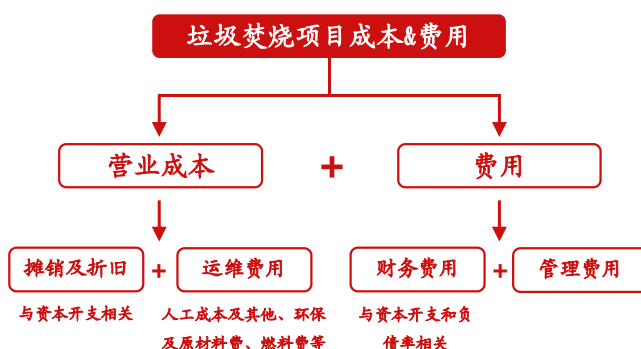
从收入端来看，单个垃圾焚烧项目的收入在特许经营期内一般不会发生明显变化，主要影响变量为垃圾处理量，如果该项目所在地辐射范围内的人口数量没有明显变化，则总体收入规模也不会有太大起伏。从成本&费用端来看，单个垃圾焚烧项目的营业成本中占比最大的是摊销及折旧（一般占 50%左右），与该项目建设期的资本开支有关；费用主要是财务费用和管理费用。因此，单个垃圾焚烧项目的利润和经营性净现金流总体是稳定的。

图14: 垃圾焚烧项目收入构成



资料来源: 伟明环保招股书, 浙商证券研究所

图15: 垃圾焚烧项目成本&费用构成

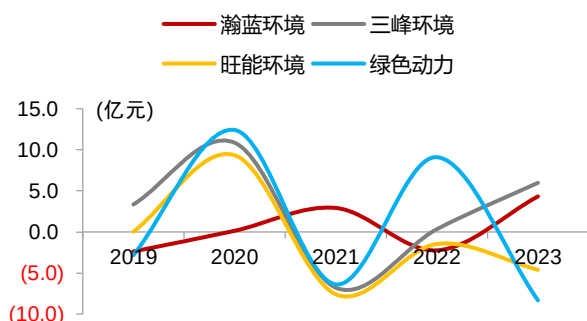


资料来源: 伟明环保招股书, 浙商证券研究所

2.2 经营性净现金流持续增长+资本开支进一步回落, 自由现金流有望持续得到改善

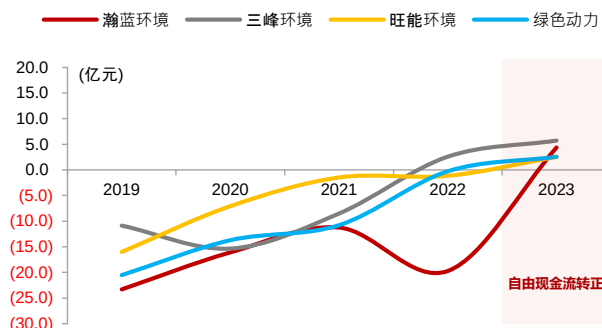
进入稳定运营期后, 垃圾焚烧行业各公司会根据自身发展的投资强度和降低负债的需求进行综合考虑, 来确定有息负债的偿还节奏, 具体情况因公司而异, 因此还款节奏也不尽相同, 从现金净流量(经营性净现金流+投资性现金流+筹资性现金流)很难直观地看出各公司的实际现金剩余状况。因此我们认为自由现金流(经营性净现金流-资本开支)比现金净流量更能反映公司满足扩张所需后的实际现金剩余情况。

图16: 2019-2023 年各公司现金净流量



资料来源: , 浙商证券研究所

图17: 2019-2023 年各公司自由现金流情况

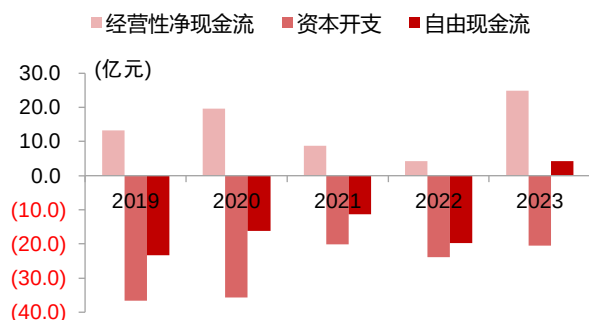


资料来源: , 浙商证券研究所

注: 瀚蓝环境 2022 年自由现金流下滑系该年度能源业务下滑及回款较差导致经营性净现金流较差所致。

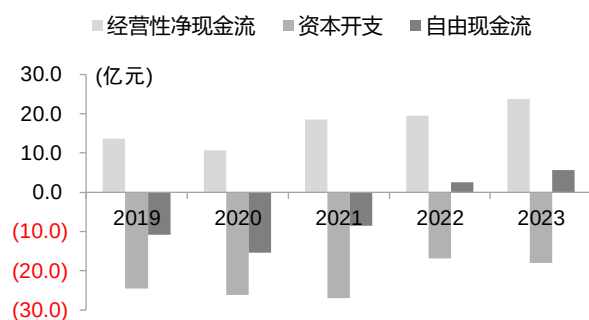
由于运营规模是持续增大的, 因此在过去这么多年, 垃圾焚烧公司的经营性净现金流基本保持着逐年增长的趋势, 资本开支受当年度投资强度的影响, 在 2022 年以前波动较大, 2022 年以后开始明显回落。2023 年是拐点之年, 多数公司上市以来第一次实现了自由现金流转正。2019-2023 年, 瀚蓝环境的自由现金流从-23.3 亿元提升至 4.3 亿元, 三峰环境从-10.8 亿元提升至 5.7 亿元, 旺能环境从-16.0 亿元提升至 2.6 亿元, 绿色动力从-20.5 亿元提升至 2.6 亿元。全国垃圾焚烧行业的资本开支周期接近尾声, 未投运项目的规模仍会逐年降低, 自由现金流在未来将持续得到改善。

图18: 2019-2023 年瀚蓝环境现金流情况



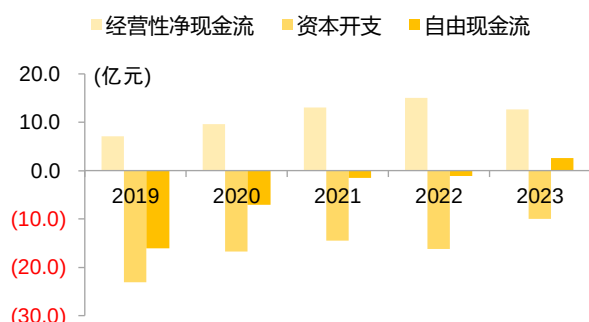
资料来源: , 浙商证券研究所

图19: 2019-2023 年三峰环境现金流情况



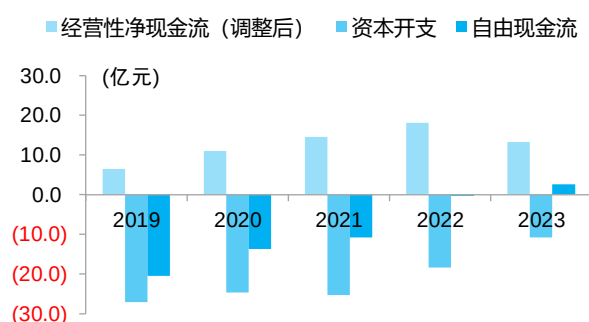
资料来源: , 浙商证券研究所

图20: 2019-2023 年旺能环境现金流情况



资料来源: , 浙商证券研究所

图21: 2019-2023 年绿色动力现金流情况



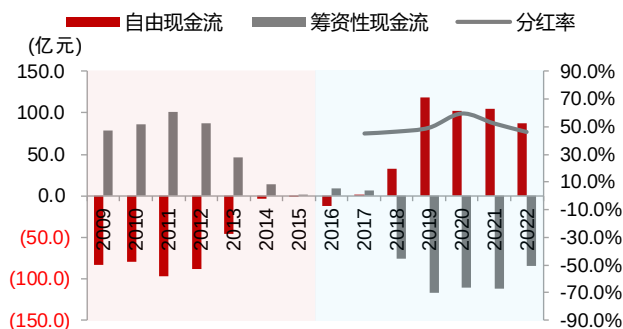
资料来源: , 浙商证券研究所

注: 公司把项目建造支出形成的长期应收款本金计入经营活动现金流出所致, 我们将这部分现金流出从经营性净现金流调整回投资性现金流

3 垃圾焚烧公司分红提升潜力大, 股息率上限高

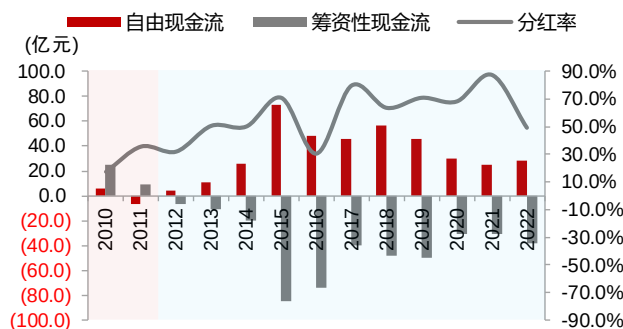
大约十年前, 水电公司迎来了自由现金流的拐点。自由现金流转正并开始增长后, 水电公司开始偿还债务, 并提高了分红比例。从桂冠电力、华能水电两家水电公司的现金流及分红率的走势, 我们可以看到两家公司都经历了自由现金流转正、增长、筹资性现金流流出、分红率提高的历史阶段。

图22: 华能水电现金流及分红率情况



资料来源: , 浙商证券研究所

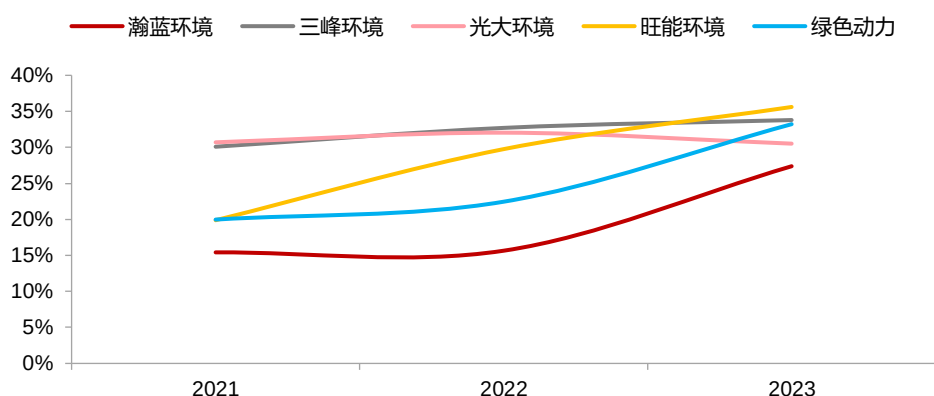
图23: 桂冠电力现金流及分红率情况



资料来源: , 浙商证券研究所

垃圾焚烧公司当前的分红率并不算高，2021-2023 年，瀚蓝环境、三峰环境、光大环境、旺能环境、绿色动力的分红率都在 40% 以下；2023 年分红率分别为 27%、34%、31%、36%、33%。我们对五家公司在不同分红水平下的股息率进行了敏感性测算。以五家公司在 2024 年 7 月 9 日收盘价、2023 年的归母净利润和分红率作为基数计算，五家公司的当前股息率分别为 2.19%、2.74%、5.60%、4.03%、2.49%；若分红率提高到 70%，股息率则提升至 5.60%、5.67%、12.84%、7.92%、5.26%。

图24： 2021-2023 年垃圾焚烧公司分红率



资料来源： ， 浙商证券研究所

2023 年瀚蓝环境率先作出了“未来三年，每股派发的现金股利较上一年度同比增长不低于 10%”的规划。参考水电公司的历史演绎，我们认为后续垃圾焚烧公司大概率也将进入自由现金流增长、筹资性现金流流出、分红率提高的阶段，在当前较低的估值水平，股息率拥有较大的提升空间。

表2： 垃圾焚烧公司股息率敏感性测算表

分红率	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
瀚蓝环境	0.80%	1.60%	2.40%	3.20%	4.00%	4.80%	5.60%
三峰环境	0.81%	1.62%	2.43%	3.24%	4.05%	4.86%	5.67%
光大环境	1.83%	3.67%	5.50%	7.34%	9.17%	11.01%	12.84%
旺能环境	1.13%	2.26%	3.39%	4.53%	5.66%	6.79%	7.92%
绿色动力	0.75%	1.50%	2.25%	3.00%	3.76%	4.51%	5.26%

资料来源： ， 浙商证券研究所

注：股息率以各家公司 2024/7/9 收盘价、2023 年度归母净利润作为基数计算。

4 投资建议

推荐**瀚蓝环境**（纵横一体化发展的综合运营商）。

建议关注**三峰环境**（稳健的区域型运营平台）、**光大环境**（全球最大的垃圾发电投资运营商）

5 风险提示

投资出海：如果垃圾焚烧公司普遍进军东南亚市场，可能会迎来新一轮的投资高峰，分红比例和股息率可能会低于预期。

应收账款增长: 如果垃圾处置费和国补发放低于预期, 则经营性净现金流可能会低于预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn