

环保行业深度报告

垃圾焚烧的红利价值：资本开支下降叠加国补加速经营性现金流改善双轮驱动

增持（维持）

2025 年 12 月 30 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书：S0600522030002

renyx@dwzq.com.cn

研究助理 田源

执业证书：S0600125040008

tiany@dwzq.com.cn

投资要点

■ **报告亮点——重视国补加速的背后逻辑，垃圾焚烧板块的红利价值源于资本开支下降叠加经营性现金流改善双轮驱动。**2023 年以来垃圾焚烧板块自由现金流改善及分红能力提升主要系资本开支下降所驱动，我们于 2025 年 6 月发布《垃圾焚烧板块的提分红逻辑验证：从自由现金流增厚看资产质量的改善》从资本开支下降的角度量化测算板块分红潜力，**当板块资本开支降至维护性水平时（占总资产 1.0%/1.5%/2%），对应 24 年分红潜力 125%、114%、102%。**2025Q3 国补回收显著加速。当前更重要的是我们测算可再生能源补贴基金或于 2025 年迎来收支平衡拐点，其后随着绿电补贴到期，收大于支，在保障当年国补兑付的同时可逐步清缴存量欠款。因此国补回款或将迎来常态化改善，支撑板块经营性现金流净额提升，强化现金流价值。**本篇报告在资本开支下降基础上（假设降至总资产 1.5%），叠加考虑国补回款率从 40%提至 100%，进一步测算得板块的分红潜力将从 114%提至 141%。**

■ **垃圾焚烧企业国补平均账期平稳，25Q3 国补回款显著加速。**1) 国补欠款现状：欠款增幅放缓，账期维持 2 年左右。以全国性覆盖的垃圾焚烧企业绿色动力、瀚蓝环境为例，24 年国补欠款增速减缓，理论测算下国补账期维持在 2 年左右。2) 国补边际变化：25Q3 回款显著加速，改善现金流&信用减值冲回。光大环境 25 年 7-8 月生物质国补回款 20.64 亿元人民币，已超 24 年水平，25Q1-3 瀚蓝国补回款 2.45 亿元，军信国补回款 0.81 亿元，三峰、旺能、绿动等国补回款均显著加速。25Q3 垃圾焚烧板块单季度经营性现金流净额 6.33 亿元，同比+59%，环比+52%。25Q3 垃圾焚烧板块单季度信用减值损失计提 0.41 亿元，同比-44%，较 25Q1 的同比+41%和 25Q2 的同比+16%趋势显著逆转。其中，三峰、圣元、绿动 25Q3 存信用减值损失冲回。3) 国补回款率：国补回款率中枢显著上行。我们测算 25Q1-3 企业当期国补回款率约 40~199%，均值约 89%，较 24 年均值 39%显著上行。

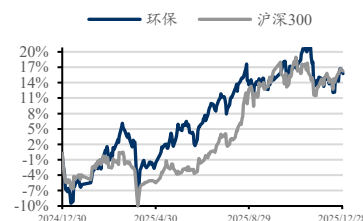
■ **可再生能源补贴基金或迎收支平衡，存量欠款有望逐步清缴。**可再生能源发展基金收入逐年提升，支出已达上限。1) 收入端来看，2016 年后用户侧可再生能源电价附加保持 0.019 元/千瓦时不变，随着全社会用电量稳步提升，基金收入规模增长。2) 支出端来看，新能源加速装机，标杆电价逐年下降至 2021 年实现全面平价，基金年支出规模已达上限。我们预计 2025 年左右，可再生能源发展基金当年收支实现平衡，预计 2025 年当年历史欠款累计达到最高值 4355 亿元。随着绿电项目补贴到期逐步退出，支出压力逐年减少，收入会超过支出，逐步清缴存量国补欠款。考虑基金盈余对于存量补贴欠款的支付，我们预计到 2036 年左右历史国补欠款也将得到自然解决。

■ **分红潜力测算——基于资本开支下降+国补回收加速驱动。**在前期稳态资本开支下分红潜力测算的基础上，考虑国补当期回款率的加速，测算板块分红潜力的上行空间。我们假设 1) 垃圾焚烧板块稳态运营时资本价值降至维护性水平（中性假设维护性资本开支占比总资产 1.5%），2) 考虑垃圾焚烧国补回款率从 40%提升至 100%。则垃圾焚烧板块分红潜力将从 114%提至 141%，红利价值得到进一步强化。

■ **投资建议：国补回收加速带来的经营性现金流的改善将进一步强化板块的现金流价值。**可再生能源补贴基金或于 2025 年左右迎收支平衡，此后存量欠款有望逐步清缴，国补回款将是常态化的改善。垃圾焚烧板块提分红+提 ROE 逻辑持续兑现，国补回款加速强化现金流价值+出海新成长可期。重点推荐 1) 红利价值：【瀚蓝环境】【绿色动力 H+A】【海螺创业】【永兴股份】【光大环境】【军信股份】【上海实业控股】，2) 出海成长：【伟明环保】【三峰环境】【光大环境】【军信股份】等。

■ **风险提示：**国补拖欠/到期风险，处理费回款不及预期，资本开支上行等。

行业走势



相关研究

《可再生能源电解水制氢 CCER 方法学发布，重塑绿氢经济性》

2025-12-29

《【伟明环保】印尼镍配额有望收紧+固废量大价高，【龙净环保】受益大气治理需求》

2025-12-22

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

内容目录

- 1. 垃圾焚烧企业国补账期平稳，25Q3 国补回款显著加速4
 - 1.1. 垃圾焚烧国补欠款现状：平均账期约 2~3 年，欠款余额增速放缓4
 - 1.2. 垃圾焚烧国补边际变化：25Q3 回款显著加速，改善现金流&信用减值冲回5
 - 1.3. 垃圾焚烧国补回款率测算：25Q1-3 国补回款率中枢较 24 年显著上行6
- 2. 可再生能源补贴基金或迎收支平衡，存量欠款有望逐步清缴9
- 3. 垃圾焚烧板块国补回收加速对分红潜力的影响13
- 4. 投资建议14
- 5. 风险提示17

图表目录

图 1:	2021-2025H1 绿色动力国补欠款及理论账期测算	5
图 2:	2021-2025H1 瀚蓝环境国补欠款及理论账期测算	5
图 3:	垃圾焚烧板块单季度经营性现金流净额	6
图 4:	垃圾焚烧板块单季度信用减值损失	6
图 5:	光大环境 2024 年自由现金流转正并增厚	7
图 6:	光大环境当期国补回款及期末国补欠款	7
图 7:	垃圾焚烧企业国补当期回款率测算	8
图 8:	可再生能源发展基金收入支出平衡测算（亿元）	10
图 9:	全国财政预决算数据：可再生能源电价附加收入+可再生能源电价附加收入安排的支出	11
图 10:	国补回款对分红潜力增厚测算	14
图 11:	垃圾焚烧企业估值表（估值日期：2025/12/26）	16
表 1:	垃圾焚烧企业 2025 年国补回款进展	6
表 2:	2023-2025 年国家电网可再生能源电价附加补助资金转付情况	12

1. 垃圾焚烧企业国补账期平稳，25Q3 国补回款显著加速

1.1. 垃圾焚烧国补欠款现状：平均账期约 2~3 年，欠款余额增速放缓

国补当期理论收入测算：1) 对于非竞价项目，单吨垃圾上网电量 280 度以内的部分上网电价为 0.65 元/度（含税），其中国补=0.65 元/度-省补（0.10 元/度）-当地燃煤标杆电价（各省有差异，全国平均 0.40 元/度），单吨垃圾上网电量超出 280 度的部分按当地燃煤标杆电价上网。2) 对于竞价项目，吨上网 280 度以内的部分上网电价低于 0.65 元/度，故度电国补更低。2020 年底前开工且 2021 年底前投运的项目为非竞价项目，2021/1/1 及之后当年新开工项目为竞价项目。根据住建部城乡统计年鉴，2024 年底城市和县城垃圾焚烧已投运规模达 116 万吨/日，2021 年底已投运规模 89 万吨/日（非竞价项目），截至 24 年底全国层面非竞价项目产能占比 77%。

对于全国性覆盖的垃圾焚烧企业，我们统一假设“**国补当期理论收入=当期垃圾处理量*吨发电量*度电国补**”，其中①**吨发**：若公司平均吨上网超出 280 度/吨，则按上限 280 度/吨测算，若公司平均吨上网低于 280 度/吨，则按实际值测算；②**度电国补**：考虑非竞价项目占比较低，统一按 0.15 元/度进行测算。该口径下的国补理论收入或有高估：

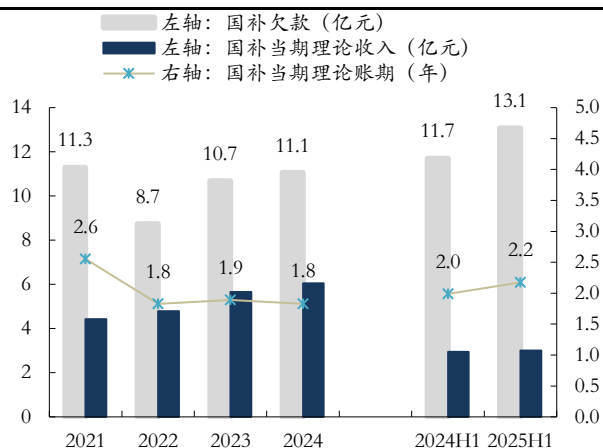
①垃圾处理量来源包含竞价项目，电价或低于 0.65 元/度，则度电国补低于 0.15 元/度；②尚未纳入国补清单的竞价项目暂未确认国补收入；③国补周期按 15 年或 82500 小时孰先达到即退出，部分早期项目国补已到期。

以全国性覆盖的垃圾焚烧企业绿色动力、瀚蓝环境为例，我们观察到垃圾焚烧企业国补欠款增速减缓，理论测算下账期相对平稳，维持在 2 年左右。

（1）绿色动力：公司国补欠款被列入资产负债表“应收账款-应收国家可再生能源补助电费”和“合同资产-销售电力合同产生的合同资产”两个科目中，其中销售电力产生的合同资产为在资产负债表日公司下属项目公司与电网客户的供电合同中未纳入可再生能源补贴项目清单的可再生能源补助电费收入，在项目经过审核纳入可再生能源补贴项目清单后，项目公司取得无条件收取对价的权利时，合同资产将转为应收账款。2024 年末绿色动力国补欠款 11.1 亿元，较 2023 年增长 3.5%，增速同比下降 18.5pct。我们测算 2024 年国补当期理论收入 6.0 亿元，以“当年末国补欠款/当年国补理论收入”测算得 2024 年公司国补账期约为 1.8 年。2022 年起绿色动力国补账期维持在 1.8-2.2 年。

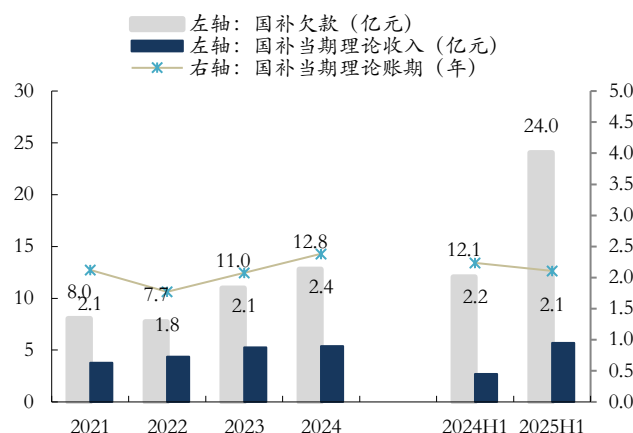
（2）瀚蓝环境：公司国补欠款被列入资产负债表“应收账款-可再生能源补贴组合”和“合同资产-销售电力产生的合同资产”两个科目中。2024 年末瀚蓝环境国补欠款约 12.8 亿元，较 2023 年增长 16.7%，增速同比下降 25.2pct。我们用同样的方法测算得到 2024 年国补当期理论收入 5.4 亿元，国补账期约 2.4 年。2021-2024 年瀚蓝环境国补理论账期稳定在 1.8-2.4 年的范围区间，2025 年 6 月粤丰并表导致 25H1 末国补欠款增至 24.0 亿元，我们用（25H1 瀚蓝内生垃圾焚烧量+25M6 粤丰垃圾焚烧量*6）*280 度/吨*0.15 元/度测算 25H1 的国补理论收入并做年化处理，测算得到 25H1 国补账期约 2.1 年。

图1：2021-2025H1 绿色动力国补欠款及理论账期测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2021-2025H1 瀚蓝环境国补欠款及理论账期测算



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 垃圾焚烧国补边际变化：25Q3 回款显著加速，改善现金流&信用减值冲回

垃圾焚烧企业 25Q3 国补回款普遍加快，改善现金流&带来信用减值冲回。根据垃圾焚烧公司三季报及投资者调研纪要披露，2025 年 7-9 月垃圾焚烧企业国补回款显著加速。一方面对经营性现金流带来积极影响，2025Q3 垃圾焚烧板块单季度经营性现金流净额 6.33 亿元，同比+59%，环比+52%。另一方面，可冲回计提的坏账准备，增厚利润，2025Q3 垃圾焚烧板块单季度信用减值损失计提 0.41 亿元，同比-44%，较 2025Q1 的同比+41%和 2025Q2 的同比+16%趋势显著逆转。其中，三峰环境、圣元环保、绿色动力 2025Q3 信用减值损失冲回较为明显。

1) **三峰环境**：2025Q3 单季度信用减值损失冲回 0.39 亿元（2024Q3 为-0.04 亿元），公司披露“截至 25 年 10 月底已收到应收可再生能源补贴约 3.6 亿元，前三季度计提坏账准备带来的信用减值损失同比明显下降”。

2) **圣元环保**：2025Q3 单季度信用减值冲回 0.17 亿元（2024Q3 为-0.16 亿元），公司披露已有陆续收到多笔国补收入，可相应冲回前期计提的坏账准备从而带来公司利润增加，在三季报已经得到体现和反映。

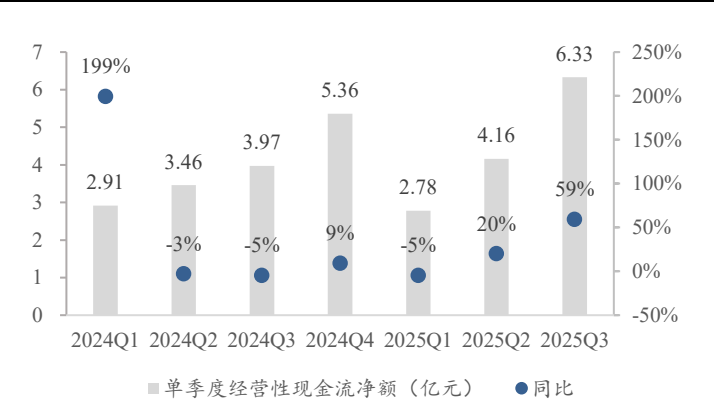
3) **绿色动力**：2025Q3 单季度信用减值冲回 0.13 亿元（2024Q3 为-0.05 亿元），主要系 2025 年三季度国补结算比较理想。

表1：垃圾焚烧企业 2025 年国补回款进展

公司	2025 年国补回款进展
光大环境	光大绿色环保公告：自 2025 年 7 月 1 日至 2025 年 8 月 31 日下属 33 个公司，涉及生物质综合利用、光伏发电及风电项目，已收到国家电网公司关于附加补助资金结算通知，根据该通知，附加补助资金计算金额总计约 20.64 亿元人民币，已于截至公告日期全数收讫。
瀚蓝环境	2025 年半年报：截至 2025 年 6 月底，共收回可再生能源补贴约 1 亿元。 2025 年三季度报：2025 年 1-9 月，共收回可再生能源补贴约 2.45 亿元，同比去年有较大改善。
伟明环保	2025-10-26 投资者调研纪要：三季度公司收到约 1.68 亿元的国补电费资金，对公司现金流带来积极影响
军信股份	2025-10-30 投资者调研纪要：随着国家化债政策的落地实施以及国补发放到位（前三季度国补回款约 8100 万元），预计未来回款情况将逐步改善。
三峰环境	2025-11-03 投资者调研纪要：公司本年度应收可再生能源补贴等欠款回收情况较好，截至 10 月底已收到应收可再生能源补贴约 3.6 亿元，前三季度计提坏账准备带来的信用减值损失同比明显下降。
旺能环境	2025-09-16 投资者问答：2025 年 1-8 月，公司累计收到国补回款约人民币 1.3 亿元，同比增长 9% 2025-08-29 投资者调研纪要：今年至今国补结算集中在 7、8 月。
绿色动力	2025-10-29 投资者调研纪要：单三季度信用减值损失有冲回，主要是因为三季度国补结算比较理想，相对于二季度末，三季度末公司应收账款构成方面，国补占比降低。
圣元环保	2025-11-20 投资者调研纪要：公司目前已有陆续收到多笔国补收入，可相应冲回前期计提的坏账准备从而带来公司利润增加，其在公司三季报已经得到体现和反映。
中科环保	2025-09-17 投资者调研纪要：公司近两个月收到了两批次国补回款。根据目前情况来看，预计今年国补回款将有所改善。

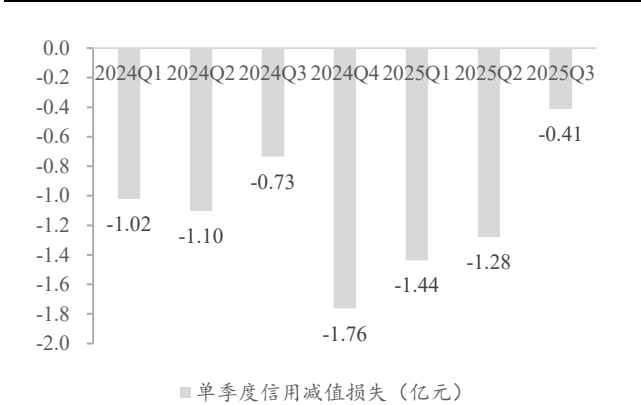
数据来源：公司公告，，东吴证券研究所

图3：垃圾焚烧板块单季度经营性现金流净额



数据来源：，东吴证券研究所

图4：垃圾焚烧板块单季度信用减值损失



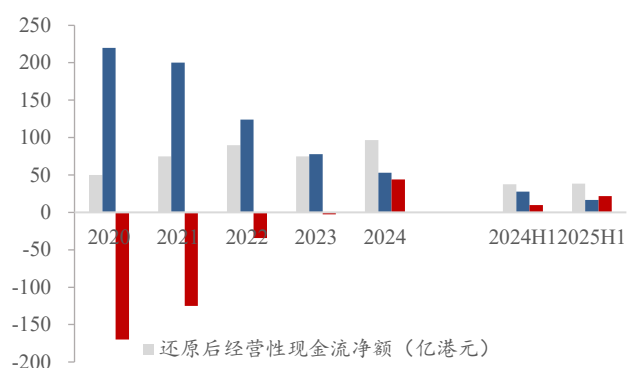
数据来源：，东吴证券研究所

1.3. 垃圾焚烧国补回款率测算：25Q1-3 国补回款率中枢较 24 年显著上行

2025 年 7-8 月生物质国补回款已超 24 年全年，2025 年国补回款率有望进一步提升。2025 年 9 月 5 日，光大环境子公司中国光大绿色环保公告，自 2025 年 7 月 1 日至 2025 年 8 月 31 日下属 33 个公司，涉及生物质综合利用、光伏发电及风电项目，已收到

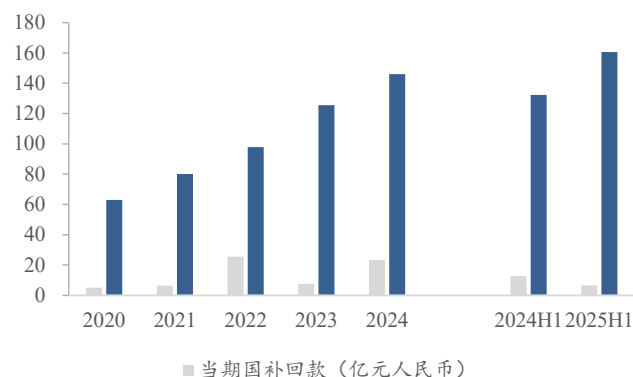
国家电网公司关于附加补助资金（即国补）结算通知，根据该通知，附加补助资金计算金额总计约 20.64 亿元人民币，已于截至公告日期全数收讫。2024 年光大环境真实的经营现金流净额 89.1 亿元，资本开支 48.7 亿元，自由现金流 40.4 亿元，首次实现转正，且同比增加超 40 亿元，其中 2024 年国补回款 23.3 亿元。2025H1 光大环境国补回款 6.6 亿元，相较 2024 年同期减少，但自由现金流仍然同比改善。考虑 2025 年 7-8 月光大绿色环保生物质等收到国补 20.64 亿元，超过 2024 年截止同期生物质集中回款额 15.34 亿元，我们预计 2025 年公司国补回款和经营活动现金流净额将超过 2024 年水平。

图5：光大环境 2024 年自由现金流转正并增厚



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

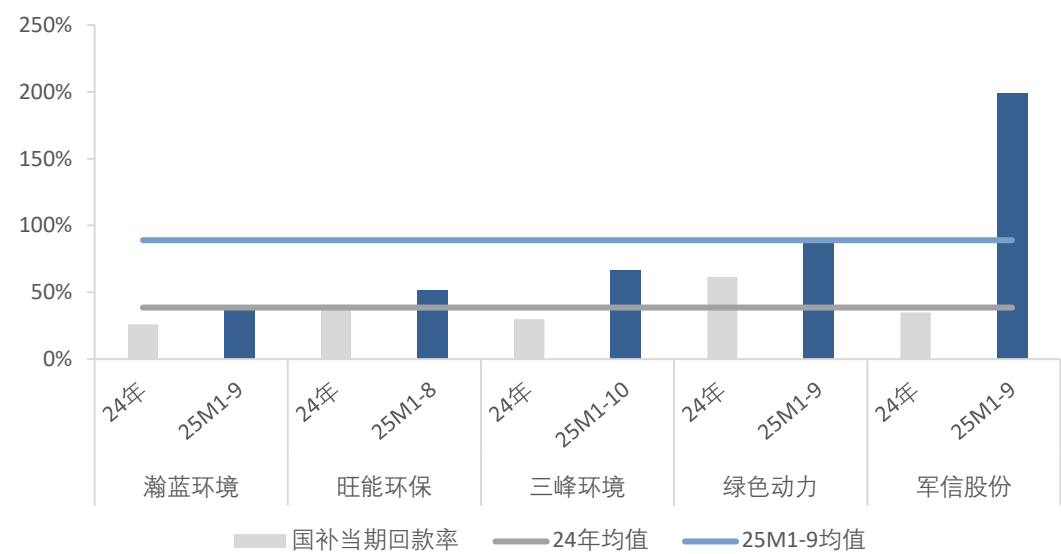
图6：光大环境当期国补回款及期末国补欠款



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

25 年前三季度垃圾焚烧国补当期回款率均值约 89%，较 24 年显著上行。我们采用“国补回款金额/当期国补理论收入”测算国补当期回款率，由于国补当期理论收入测算存高估因素，故当期回款率测算数据或被低估，足以保守反映回款率。2025 年前三季度垃圾焚烧企业国补当期回款率介于 40%~199%，均值约 89%，较 2024 年的均值 39%显著上行。

图7：垃圾焚烧企业国补当期回款率测算



数据来源：公司公告， ，东吴证券研究所测算

2. 可再生能源补贴基金或迎收支平衡，存量欠款有望逐步清缴

可再生能源发展基金收入逐年提升，支出需求已达上限。2011 年底，可再生能源发展基金设立，用于可再生能源补贴，来源包含两部分：1) 国家财政公共预算安排的专项资金，2) 可再生能源电价附加（依法向电力用户征收电价附加费，电价附加费由电网公司代收，扣税后上缴可再生能源基金）。

收入端来看，2006 年以来，国家向用户侧适征电量征收可再生能源电价附加，征收标准逐年提高，2016 年后保持 0.019 元/千瓦时不变，随着全社会用电量稳步提升，基金收入规模增长。

支出端来看，新能源加速装机，标杆电价逐年下降至 2021 年实现全面平价，基金年支出需求已达上限。

我们预计 2025 年左右迎来基金收支平衡，逐步清缴存量国补欠款。根据风能专委会综合各项因素测算，截至 2021 年底，可再生能源发电补贴拖欠累计约 4000 亿元，我们对可再生能源发展基金收入与支出进行测算，核心假设以下：

1) 收入端：2025 至 2040 年用户侧适征电量年复合增速为 3%，征收标准维持 0.019 元/千瓦时，征收率维持 75%；

2) 支出端：截至 2021 年底存量补贴项目度电补贴强度为 0.21 元/千瓦时，基金支出占基金收入比例维持 95%。

我们预计 2025 年左右，可再生能源发展基金当年收支实现平衡，预计 2025 年当年历史欠款累计达到最高值 4355 亿元。随着绿电项目补贴到期逐步退出，支出压力逐年减少，收入会超过支出，逐步清缴存量国补欠款。考虑基金盈余对于存量补贴欠款的支付，我们预计到 2036 年左右历史国补欠款也将得到自然解决。

图8：可再生能源发展基金收入支出平衡测算（亿元）



数据来源：，东吴证券研究所

从实际拨付来看，国补资金以收定支，按顺序拨付。根据《可再生能源电价附加补助资金管理办法》规定：

1) **资金来源：**可再生能源电价附加补助资金（本文称“国补”）由可再生能源电价附加收入筹集，财政部按照以收定支的原则编制补助资金年度收支预算。

2) **补助标准：**电网企业收购补助项目清单内项目的可再生能源发电量，按照上网电价（含通过招标等竞争方式确定的上网电价）给予补助的，补助标准=（电网企业收购价格-燃煤发电上网基准价）/（1+适用增值税率），按照定额补助的，补助标准=定额补助标准/（1+适用增值税率）。

3) **清单管理：**国家电网、南方电网分别负责公布各自经营范围内的补助项目清单；地方独立电网负责经营范围内的补助项目清单，报送所在地省级财政、价格、能源主管部门审核后公布。每年3月根据财政部《关于下达2020年度可再生能源电价附加补助资金预算的通知》。

4) **资金申请：**每年3月30日前，由电网企业或省级相关部门提出补助资金申请。纳入补助目录的可再生能源发电项目和光伏扶贫项目，由电网企业提出补助资金申请。其中：国家电网、南方电网向财政部提出申请；地方独立电网企业由所在地省级财政、价格、能源主管部门向财政部提出申请。纳入补助目录的公共可再生能源独立电力系统，由项目所在地省级财政、价格、能源主管部门向财政部提出申请。

5) **资金拨付：**财政部根据电网企业和省级相关部门申请以及本年度可再生能源电

价附加收入情况，按照以收定支的原则向电网企业和省级财政部门拨付补助资金。电网企业按以下办法兑付补助资金：①当年纳入国家规模管理的新增项目足额兑付补助资金。②纳入补助目录的存量项目，由电网企业依照项目类型、并网时间、技术水平和相关部门确定的原则等条件，确定目录中项目的补助资金拨付顺序并向社会公开。③光伏扶贫、自然人分布式、参与绿色电力证书交易、自愿转为平价项目等项目可优先兑付补助资金。其他存量项目由电网企业按照相同比例统一兑付。

参考 2020 年实际拨付情况：2020 年国家可再生能源电价补贴资金总预算约 924 亿元（其中通过国家电网拨付 771 亿元、南方电网 66 亿元、独立电网 87 亿元），其拨付顺序为①优先拨付项目（足额拨付），②光伏领跑者项目（拨付至项目应付补贴资金的 50%），③其他发电项目（采取等比例方式拨付，大约可满足 30%-40% 的补贴资金需求），垃圾焚烧项目属于“其他发电项目”类型。

2019-2022 年生物质发电国补支出占比总支出 4%~6%。垃圾焚烧发电属于生物质发电类别，根据财政部数据，2015-2022 年生物质能发电补助（中央本级支出）决算数在 35 亿元至 168 亿元之间波动，2015-2018 年占比介于 13%~18%，2019~2022 年占比介于 4%~6%。

图9：全国财政预决算数据：可再生能源电价附加收入+可再生能源电价附加收入安排的支出

全国政府性基金收入：可再生能源电价附加收入

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
预算数（亿元）		652.33	660.00	755.00	835.00	883.52	881.80	1012.70
决算数（亿元）	514.98	647.84	705.50	786.10	868.11	892.39	963.58	1083.72
决算数/上年决算数		126%	109%	111%	110%	103%	108%	113%
决算数/预算数		99%	107%	104%	104%	101%	109%	107%

全国政府性基金支出：可再生能源电价附加收入安排的支出

全国政府性基金支出：可再生能源电价附加收入安排的支出=（1）+（2）								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
预算数（亿元）		689.99	750.44	838.88	866.10	923.55	890.67	4594.47
决算数（亿元）	519.25	595.06	712.09	838.79	858.95	923.55	890.68	3087.44

（1）中央本级政府性基金支出：可再生能源电价附加收入安排的支出=①+②+③

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
预算数（亿元）		619.06	651.67	754.88	780.10	838.65	836.03	4528.52
决算数（亿元）	462.76	505.80	648.73	768.56	778.10	838.65	835.45	3020.13
①风力发电补助								
预算数（亿元）		371.43	358.42	358.42	366.65	356.85	310.39	344.31
决算数（亿元）	289.53	310.95	382.68	329.70	368.52	356.85	305.52	1570.47
②太阳能发电补助								
预算数（亿元）		185.72	228.08	331.29	351.05	428.39	475.30	582.71
决算数（亿元）	82.30	117.20	168.78	284.28	374.72	428.39	478.93	1282.16
③生物质能发电补助								
预算数（亿元）		61.91	65.17	65.17	62.41	53.41	50.34	83.92
决算数（亿元）	91.03	77.65	97.27	154.58	34.86	53.41	51.00	167.50
占比	18%	13%	14%	18%	4%	6%	6%	5%

（2）中央对地方政府性基金转移支付：可再生能源电价附加收入安排的支出

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
预算数（亿元）		70.93	98.77	84.00	86.00	84.90	54.64	65.95
决算数（亿元）	56.39	89.26	63.33	70.32	81.08	84.90	55.23	74.34

数据来源：财政部，东吴证券研究所（2022 年后披露口径变化，未详细拆分可再生能源电价附加收支）

2023-2025 年国网转付国补资金中生物质国补金额及占比逐年提升。根据国家电网公告，2023 年财政部向国家电网拨付可再生能源补助资金 1010 亿元，国家电网对各类项目进行及时、足额转付，其中生物质发电 36 亿元，占比 4%；2024 年财政部向国家电网拨付可再生能源补助资金 1008 亿元，其中生物质发电 46 亿元，占比 5%；**2025 年 1-10 月，财政部向国家电网拨付可再生能源补助资金 831 亿元，其中生物质发电 71 亿元，已超 2024 全年水平 53%，占比 9%。**随着风光存量项目国补到期，生物质国补拨付占比有望持续提升。

表2：2023-2025 年国家电网可再生能源电价附加补助资金转付情况

所属年度	批次	财政部下达预算时间	公告时间	总金额 (亿元)	风力发电 (亿元)	太阳能发电 (亿元)	生物质发电 (亿元)
2023	第一次	2023 年 9 月	2023 年 10 月 19 日	500	225	252	23
	第二次	2023 年 11 月	2023 年 12 月 19 日	255	122	123	10
	第三次	2023 年 12 月	2024 年 2 月 2 日	255	130	121	4
2023 合计				1,010	478	496	36
2024	第一次	2024 年 7 月	2024 年 9 月 3 日	252	121	115	16
	第二次	2024 年 8 月	2024 年 10 月 31 日	252	121	115	16
	第三次	2024 年 9 月	2024 年 10 月 31 日	168	88	72	8
	第四次	2024 年 10 月	2024 年 11 月 21 日	168	81	84	3
	第五次	2024 年 11 月	2024 年 12 月 19 日	84	40	42	2
	第六次	2024 年 12 月	2025 年 2 月 12 日	84	40	42	2
2024 合计				1,008	490	471	46
2025	第一次	2025 年 7 月	2025 年 9 月 15 日	462	207	216	39
	第二次	2025 年 8 月	2025 年 10 月 30 日	185	83	86	16
	第三次	2025 年 9 月	2025 年 11 月 3 日	92	41	43	8
	第四次	2025 年 10 月	2025 年 12 月 12 日	92	41	43	8
2025 合计				831	372	389	71

数据来源：国家电网，东吴证券研究所

注：除了下达给国家电网的补贴外，还有南方电网、地方独立电网、公共可再生能源独立电网系统的补贴。

3. 垃圾焚烧板块国补回收加速对分红潜力的影响

2023 年以来垃圾焚烧板块自由现金流转正及分红能力提升主要系资本开支下降所驱动，2025Q3 板块国补回收加速，支撑经营性现金流净额提升，进一步提升分红能力，我们在前期稳态资本开支下分红潜力测算的基础上，考虑国补当期回款率的加速，测算板块分红潜力的上行空间。

分红潜力测算——基于资本开支下降驱动：

测算方式：

- 1) 简易自由现金流=经营性现金流净额-维护性资本开支（暂不考虑营运资本变动）
- 2) 分红潜力=（简易自由现金流-财务费用）/归母净利润

维护性资本开支：根据特许经营项目的特点，30 年经营周期到期之后需维持原状交回给政府，假设 30 年经营周期内将设备全部更新，维护性资本开支即是更新全部设备的总投入，假设占总资产的 40%，年化维护性资本开支即为 1.3%，与我们项目调研的数据匹配。因此，我们考虑维护性资本开支占总资产 1%-2%进行测算。

随着垃圾焚烧行业进入成熟期，板块资本开支下行，自由现金流转正并持续增厚。参考 2024 年板块净利润与经营性现金流净额，假设维护性资本开支为总资产的 1%/2%，财务费用参考 2024 年水平，测算得 2 种稳态情景下的垃圾焚烧板块分红比例潜力可达到 125%/102%。若出现垃圾处理费回款率提升、国补发放加速、垃圾焚烧费 C 端收费理顺等积极变量，净现比将进一步提升，使得板块分红潜力加大。

分红潜力测算——基于资本开支下降+国补回收加速驱动：

我们中性假设维护性资本开支占比总资产 1.5%，考虑垃圾焚烧国补回款率从 40%逐步提升至 100%时，板块分红潜力将进一步加大。

- 1) 国补回款率=40%：板块分红比例潜力 114%；
- 2) 国补回款率=60%：板块分红比例潜力 123%；
- 3) 国补回款率=80%：板块分红比例潜力 132%；
- 4) 国补回款率=100%：板块分红比例潜力 141%。

图10：国补回款对分红潜力增厚测算

垃圾焚烧板块分红潜力测算	稳态情景1	稳态情景2	国补回款率敏感性测算			
①归母净利润（亿元）	88	88	88	88	88	88
②经营性现金流净额（亿元）	157	157	157	165	173	181
净现比=②/①	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1
垃圾焚烧国补回款	40%	40%	40%	60%	80%	100%
垃圾焚烧理论收入=24年垃圾处理量*280*0.15	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2
国补回款额	16.1	16.1	16.1	24.1	32.2	40.2
③总资产（亿元）	2039	2039	2039	2039	2039	2039
假设维护性资本开支占比总资产=X	1%	2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
④维护性资本开支（亿元）=③*X	20	41	31	31	31	31
⑤简易自由现金流（亿元）=②-④	137	116	126	134	142	151
⑥财务费用（亿元）	26	26	26	26	26	26
⑦分红潜力=⑤-⑥（亿元）	110	90	100	108	116	124
分红比例潜力=(⑤-⑥)/①	125%	102%	114%	123%	132%	141%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

4. 投资建议

垃圾焚烧板块的分红潜力的提升前期主要由资本开支下降所驱动，国补回收加速带来的经营性现金流的改善将进一步提升板块的现金流价值。我们预计 2025 年左右可再生能源发展基金当年收支实现平衡，随着绿电项目补贴到期逐步退出，可再生能源补贴基金支出压力逐年减少，收入会超过支出，逐步清缴存量国补欠款。考虑基金盈余对于存量补贴欠款的支付，我们预计到 2036 年左右历史国补欠款也将得到自然解决，因此国补回款将是常态化的改善。

持续推荐垃圾焚烧板块：提分红+提 ROE 逻辑持续兑现，国补回款加速强化现金流价值+出海新成长可期。 1) **提分红+提 ROE**：①**现金流**：资本开支下降+国补回款加速，自由现金流增厚，叠加居民付费理顺商业模式，现金流价值和红利逻辑持续深化！②**盈利能力**：进入成熟运营期，通过提吨发、改供热、炉渣提价、AIDC 合作等增收，集采、债务置换等降本，促 ROE 和估值双升。2) **出海新成长**：海外市场空间大，受益高处理费/高电价，单吨收入较国内提升明显。

推荐主线 1——红利价值：

【瀚蓝环境】连续成功整合跨越式发展大固废企业，25 年 6 月初粤丰正式并表，参照创冠整合盈利能力持续提升，协同增效可期。25Q1-3 内生+并购增长双超预期，现金流持续增厚，分红提升&估值向上弹性大。

【绿色动力 H+A】24 年分红比例 71.5%（同比+38.2pct）远超分红承诺，25Q1-3 供

热量翻倍增长+降费控本，业绩&ROE 双升，现金流持续增厚。H 股股息率（ttm）6.2%，A 股股息率（ttm）4.3%。

【海螺创业】弹性+红利属性兼具，打折的海螺水泥+去年的光大环境，周期+自由现金流拐点弹性叠加！

【永兴股份】独揽广州优质固废资产，拓展陈腐+工业垃圾，25H1 产能利用率显著提升带动业绩增长，供热空间大，IDC 合作弹性理论第一。

【光大环境】国补改善&现金流保证，分红提升空间大，当前 PB 0.59 倍，对应 25 年 PE 8.5 倍，股息率（ttm）4.9%。

【军信股份】长沙固废龙头，承诺长期分红比例 50%+，并购仁和环境产业链纵向延伸，积极拓展中东等海外市场保障持续增长。

【上海实业控股】高速水务固废优质资产显著低估，固废&消费出海启新篇，康恒有望通过 ST 中装参与资本市场，带动价值重估，股息率（ttm）6.4%。

（估值日期：2025/12/26）

推荐主线 2——出海成长：

【伟明环保】高冰镍&出海贡献有望超预期，装备订单高增保障 26 年收入，对应 26 年 PE 12.1 倍。

【三峰环境】运营稳健增长，期待设备及 EPC 业务出海加速；现金流支撑分红提升潜力大。

【光大环境】【军信股份】红利价值&出海成长兼具。

（估值日期：2025/12/26）

图11：垃圾焚烧企业估值表（估值日期：2025/12/26）

代码	公司	总市值 (亿元)	股息率 (TTM)	归母净利润预测 (亿元)					归母净利润yoy						PE					PB (LF)
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	24-27复增	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	
1330.HK	绿色动力环保	69	6.17%	6.29	5.85	6.50	7.18	7.60	-16%	-7%	11%	10%	6%	9%	10.9	11.8	10.6	9.6	9.1	0.83
0363.HK	上海实业控股	159	6.43%	34.24	28.08	25.70	28.03	30.50	48%	-18%	-8%	9%	9%	3%	4.6	5.7	6.2	5.7	5.2	0.32
0586.HK	海螺创业	162	5.01%	24.64	20.20	23.61	26.20	28.74	0%	-18%	17%	11%	10%	12%	6.6	8.0	6.9	6.2	5.6	0.34
0257.HK	光大环境	303	4.87%	44.29	33.77	35.76	38.74	40.36	-4%	-24%	6%	8%	4%	6%	6.8	9.0	8.5	7.8	7.5	0.59
港股平均															7.2	8.6	8.0	7.3	6.9	0.52
601330.SH	绿色动力	97	4.25%	6.29	5.85	6.50	7.18	7.60	-16%	-7%	11%	10%	6%	9%	15.5	16.6	15.0	13.6	12.8	1.19
301109.SZ	琴信股份	119	4.25%	5.14	5.36	7.69	8.26	8.71	10%	4%	43%	7%	5%	18%	23.2	22.2	15.5	14.4	13.7	1.56
601033.SH	永兴股份	136	3.97%	7.35	8.21	9.17	10.17	10.87	3%	12%	12%	11%	7%	10%	18.5	16.6	14.8	13.4	12.5	1.27
600323.SH	瀚蓝环境	237	3.61%	14.30	16.64	19.63	22.23	23.30	25%	16%	18%	13%	5%	12%	16.6	14.3	12.1	10.7	10.2	1.67
601827.SH	三峰环境	140	2.93%	11.66	11.68	12.64	13.50	14.23	2%	0%	8%	7%	5%	7%	12.0	12.0	11.1	10.4	9.8	1.17
002034.SZ	旺能环境	70	3.04%	6.03	5.61	6.71	7.13	7.55	-16%	-7%	20%	6%	6%	10%	11.6	12.5	10.4	9.8	9.3	1.01
603568.SH	伟明环保	433	1.88%	20.48	27.04	30.03	35.74	40.29	24%	32%	11%	19%	13%	14%	21.1	16.0	14.4	12.1	10.8	2.98
601200.SH	上海环境	109	1.24%	5.47	5.75	5.98	6.24	6.53	5%	5%	4%	4%	5%	4%	19.9	18.9	18.1	17.4	16.6	0.94
A股平均															17.3	16.1	13.9	12.7	12.0	1.47

数据来源：，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) **国补拖欠/国补到期风险:** 若国补回款不及预期, 经营性现金流回款将难以得到改善, 抑制分红能力的提升。若国补退坡或者补贴到期后, 垃圾处理费未能及时调整, 项目将面临收益率下滑的风险
- 2) **垃圾处理费回款不及预期:** 垃圾焚烧企业经营性现金流还有赖于垃圾处理费的及时回收, 若地方财政压力加大, 处理费回款放缓, 将影响公司经营性净现金流。
- 3) **新建项目收益率下降:** 当前国内新增项目多为县域下沉市场项目, 单体规模小, 项目收益率可能低于一二线城市大项目水平。部分项目可能面临超前建设, 初期垃圾量不足的情况。
- 4) **资本开支超预期上行:** 若公司出海拿项目较多, 资本开支可能会转向上行。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>