

自建+收购焚烧规模快速扩大，运营资产价值被低估

城发环境 (000885.SZ)

核心观点

公司为河南省财政厅旗下上市公司，已形成高速环保双主业。公司高速区位优势明显，盈利能力较为稳定，有望为公司持续发展提供长期动力。环保业务方面，公司立足河南，通过自建与收并购等途径扩大焚烧发电经营规模。截至 2023 年 2 月，公司已投运垃圾焚烧发电项目 28 个，总处理规模达到 26350 吨/日；公司在建垃圾焚烧发电项目 4 个，潜在处理规模 2600 吨/日。截至 2022H，公司已完成收购郑州启迪零碳公司 9 个垃圾焚烧项目，合计产能 7900 吨/日，项目遍布山东、河北、安徽、重庆等省市。此外，公司拥有启迪环境 8 个焚烧项目合计 6400 吨/日的优先转让权，未来垃圾发电业务规模有望依靠收并购进一步扩张。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 11.68 亿元、12.91 亿元和 14.4 亿元，给予“买入”评级。

摘要

高速环保双主业，公司盈利稳步提升

公司实控人为河南省财政厅，其全资子公司河南投资集团为公司第一大股东，持股比例达 56.47%。河南投资集团投资范围涵盖七个领域，公司作为上市平台，主要运营高速公路资产和垃圾焚烧发电资产。公司从 2019 年置入环保业务，现阶段已形成高速、环保双主业。公司主营业务均为运营类业务，盈利能力较为稳定，利润随项目规模稳步增长。2021 年公司实现归母净利润 9.63 亿元，同比增长 55.99%；2022Q3 公司实现归母净利润 8.31 亿元，同比增长 13.84%，公司盈利稳步提升。

高速业务盈利稳定，为公司持续发展提供动力

公司高速区位优势明显，主要分布于河南省中部与北部，许平南公司运营的三条高速合计运营里程达 225 公里。其中核心许平南高速是河南省规划的“米”字型高速公路网重要的一“撇”，在起点直接与京珠国道主干线相接，起到接通中原地区和中部省份的重要作用。2020 年及 2021 年受疫情影响，公司高速业务收入及利润阶段性降低，但我们判断随着疫情防控手段逐步优化，公司高速业务经营情况有望回暖。公司高速业务贡献的稳定利润及现金流，有望为公司持续发展提供长期动力。

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440519060004

发布日期：2023 年 03 月 29 日

当前股价：10.61 元

目标价格 6 个月：13 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 |
|----------------|------------|------------|
| -3.10/-2.62 | 12.04/5.98 | 9.04/7.83 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 12.68/8.41 |
| 总股本 (万股) | | 64,207.83 |
| 流通 A 股 (万股) | | 64,207.83 |
| 总市值 (亿元) | | 68.12 |
| 流通市值 (亿元) | | 68.12 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 544.90 |
| 主要股东 | | |
| 河南投资集团有限公司 | | 56.47% |

股价表现



相关研究报告

垃圾焚烧自建+收购两手并举，业务规模快速扩张

公司立足河南，紧抓外购，垃圾焚烧业务快速发展。公司紧抓河南省静脉产业园政策机遇，快速扩大自身焚烧项目规模。截至 2023 年 2 月，公司在运垃圾焚烧发电项目 28 个，总处理规模达到 26350 吨/日；公司在建垃圾焚烧发电项目 4 个，潜在处理规模 2600 吨/日。同时公司通过收购切入全国市场，截至 2022H，公司已完成收购郑州启迪零碳公司 9 个垃圾焚烧项目，合计产能 7900 吨/日，项目遍布山东、河北、安徽、重庆等省市。此外，公司拥有启迪环境 8 个焚烧项目合计 6400 吨/日的优先转让权，未来垃圾发电业务规模有望依靠收并购进一步扩张。

盈利预测

公司当前在手垃圾焚烧产能充足，后续有望通过焚烧自建项目投产以及收并购持续扩大焚烧经营规模，运营业务将持续贡献利润，保持利润高速增长。公司高速公路业务业绩及现金流稳定，为公司在固废领域的持续拓展提供有力支持。预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 11.68 亿元、12.91 亿元和 14.4 亿元，EPS 分别为 1.82 元/股、2.01 元/股、2.24 元/股，给予“买入”评级。

风险提示

公司获取新业务订单不及预期的风险；政策推进力度及落实程度不及预期的风险；环保治理财政资金拨付下滑的风险；高速公路车流量波动的风险

目录

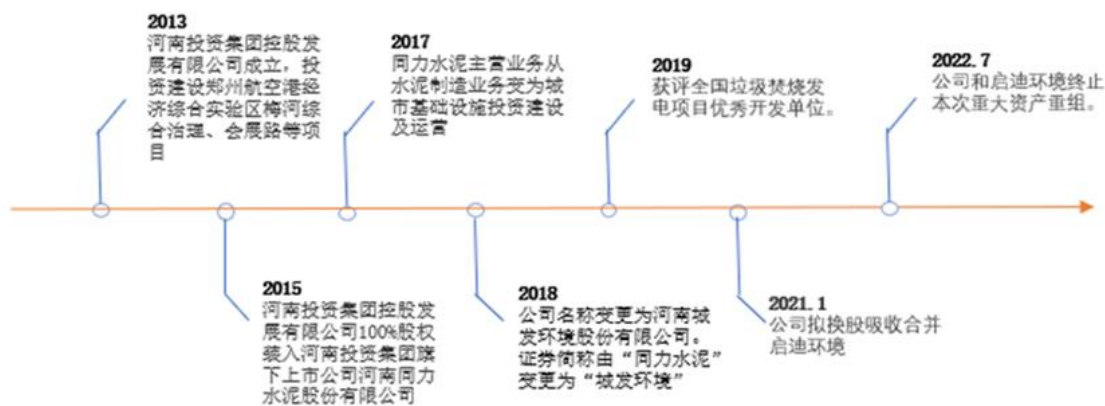
| | |
|------------------------------|----|
| 高速+垃圾焚烧双主业，河南区域龙头 | 1 |
| 立足高速业务，河南焚烧新星 | 1 |
| 主营业务稳中向好，盈利能力较为突出 | 2 |
| 高速业务盈利稳定，为公司持续发展提供动力 | 5 |
| 三条高速区位优势明显，许平南为黄金通道..... | 5 |
| 垃圾焚烧自建+收购扩张，业务规模快速增长 | 8 |
| 全国垃圾焚烧规模稳健增长，未来仍有较大发展空间..... | 8 |
| 自建+并购双手发力，焚烧污水处理规模快速提升 | 9 |
| 区位优势显著，垃圾焚烧业务盈利能力较好..... | 12 |
| 盈利预测 | 15 |
| 风险分析 | 16 |

高速+垃圾焚烧双主业，河南区域龙头

立足高速业务，河南焚烧新星

城发环境前身为同力水泥，2009 年通过借壳春都股份上市。2019 年，公司通过收购滑县城发 50% 股份获得首个垃圾焚烧发电项目，此后，公司垃圾焚烧业务开始快速拓展。2021 年，公司实现 17 个垃圾发电项目顺利运营，超前实现 3 个项目投产；截至 2023 年 2 月，公司在运垃圾焚烧发电项目 28 个，总处理规模达到 26350 吨/日。2021 年，公司拟换股吸收合并启迪环境；2022 年，公司和启迪环境终止本次重大资产重组。

图 1：城发环境历史沿革

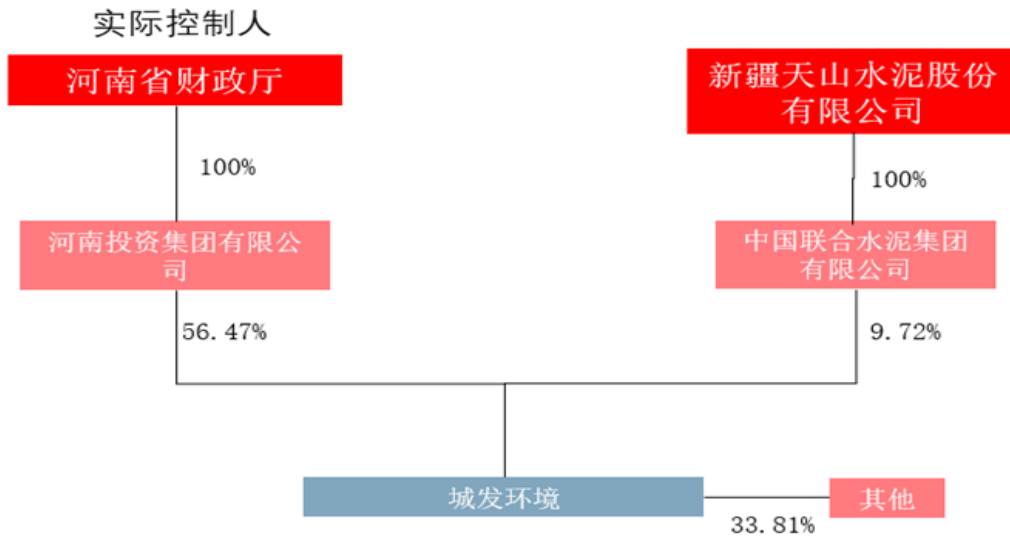


资料来源：公司公告，中信建投

截止 2022 年 7 月，公司实控人为河南省财政厅。其全资子公司河南投资集团为公司第一大股东，持股比例达 56.47%。河南投资集团是河南省政府的投融资主体，参控股中原证券、中原银行、豫能控股、城发环境、安彩高科、中航光电、郑州银行等 7 家上市公司，形成了“产业投资+基金培育+上市公司平台+资产管理平台”的资本运营架构。河南投资集团投资范围涵盖七个领域，公司作为上市平台，主要运营高速公路资产和垃圾焚烧发电资产。

近年来，公司持续提升市场开发能力。2021 年，公司在省内外多点开花，与南阳合资成立零碳能源公司，整合全市环卫、绿化管养、污水等项目；与漯河市签订碳达峰碳中和战略合作协议，推动漯河绿色低碳高质量发展。在碳交易领域，公司作为上海环境能源交易所在河南区域唯一合作伙伴，设立河南环境能源交易服务中心，推进河南省碳交易市场建设，并辐射周边省份。此外，公司持续提升运营管理能力，通过建立覆盖所有项目的经营分析制度，各类业务指标对标历史最好指标、对标行业最高指标，通过对标整改，公司垃圾发电项目综合厂用电率降低 2%，济源项目综合厂用电率为 11.96%，处于行业领先水平，吨垃圾发电量提升 20 千瓦时。污水项目吨水电耗同比下降 4%，供水项目吨水电耗同比下降 9%。此外，公司持续提升工程建设能力，坚持“一厂一景一生态”的“去工业化”理念，对标国际先进工业设计风格，发挥自主设计核心优势，同步打造 20 余个外观优美、技术领先的精品标杆工程。2021 年公司实现 17 个垃圾发电项目顺利运营，超前实现 3 个项目投产，完成同类规模工期最短、标准最高、造价最低的目标。公司通过“上市公司+基金”“直投+并购”多措并举进一步提升投资能力，通过股权收购方式完成 8 个垃圾发电、5 个医危废项目，外部并购取得突破性进展。

图 2：城发环境股权结构图

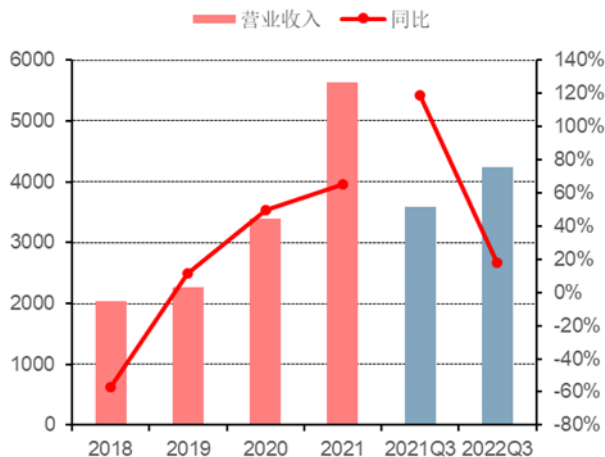


资料来源：公司公告，中信建投

主营业务稳中向好，盈利能力较为突出

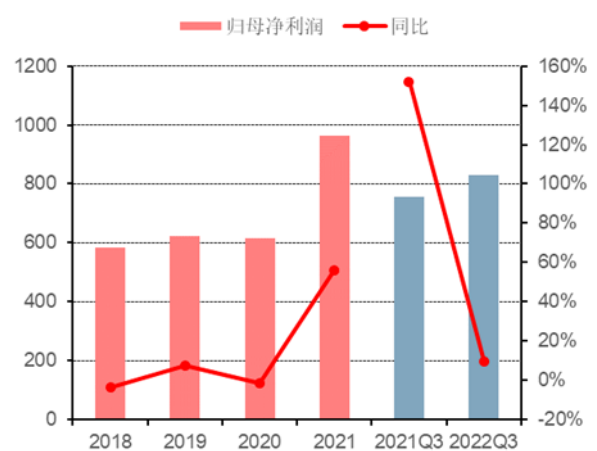
公司 2019 年前以高速公路与水泥业务为主，2019 年置入环保业务，2020 年起环保业务成为公司的主要营收来源，2021 年实现营业收入 56.31 亿元，同比增 65.46%；22Q3 营业收入为 42.33 亿元，同比增长 18.12%；2021 年公司实现归母净利润 9.63 亿元，同比增长 55.99%，较 2020 年增速提升 57.59 个百分点。受益于环保业务快速增长与高速公路业务的稳定经营的特点，公司盈利及现金流情况稳中向好。

图 3：营业收入及同比（百万元）



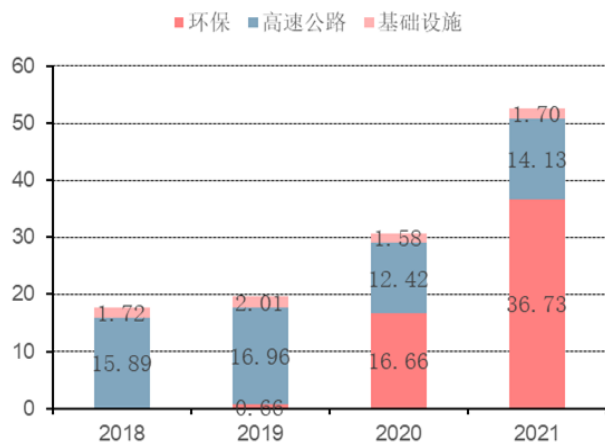
资料来源：公司公告，中信建投

图 4：归母净利润及同比（百万元）

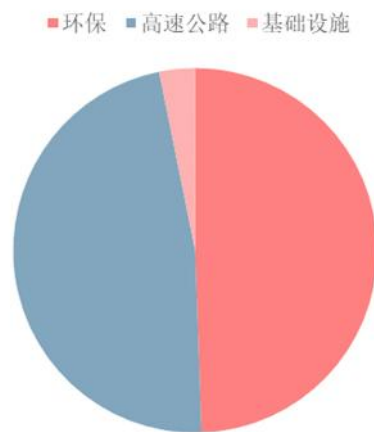


资料来源：公司公告，中信建投

目前，环保、高速公路、基础设施业务为公司三大主营业务，2021 年分别实现营收 36.73 亿元、14.13 亿元、和 1.70 亿元，分别占总营收 65.23%、25.09% 及 3.02%。2019 年，公司切入环保领域，近三年来，公司已取得河南省内 20 余个垃圾焚烧发电项目的特许经营权，且近年收益明显增长，2021 年营收同比增长 120%。高速业务受疫情影响，2020 年的营收有所下滑，2021 年则呈恢复趋势。2021 年，环保与高速公路业务分别实现毛利润 8.51 亿元、8.15 亿元，同比分别增长 98% 和 24%，贡献公司主要毛利润；基础设施业务实现毛利润 0.55 亿元，同比增长 53%。

图 5：各业务营业收入（亿元）


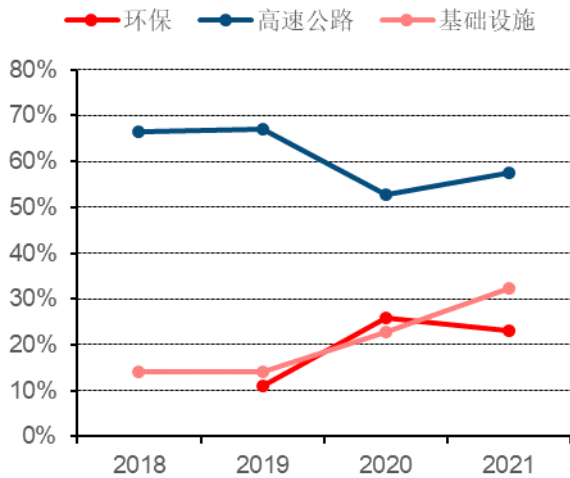
资料来源：公司公告，中信建投

图 6：2021 年公司毛利润结构（%）


资料来源：公司公告，中信建投

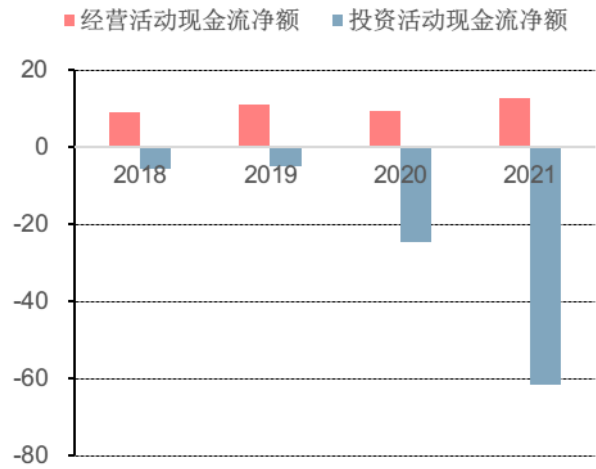
2021 年，公司高速公路业务毛利率为 57.65%，较去年同期提升 4.9 个百分点；环保业务毛利率为 23.16%，较去年同期下降 2.57 个百分点；基础设施业务毛利率为 32.24%，较去年同期提升 9.46 个百分点。2021 年公司经营活动现金流净额为 12.73 亿元，同比增长 33.9%，主要系公司业务规模持续扩大所致。公司主营的环保业务与高速业务，持续为公司提供经营现金流，为公司开展其他投资活动提供了坚实的基础。2020 年、2021 年和 2022Q3 公司投资活动产生的现金流净额分别为 -24.69 亿元、-61.52 亿元、-15.39 亿元；其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 25.67 亿元、42.76 亿元、16.56 亿元，考虑到 2021 年为公司投产高峰，目前公司在建项目数量显著降低，后续投资性现金支出有望降低。

图 7：公司主营业务分行业毛利率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，中信建投

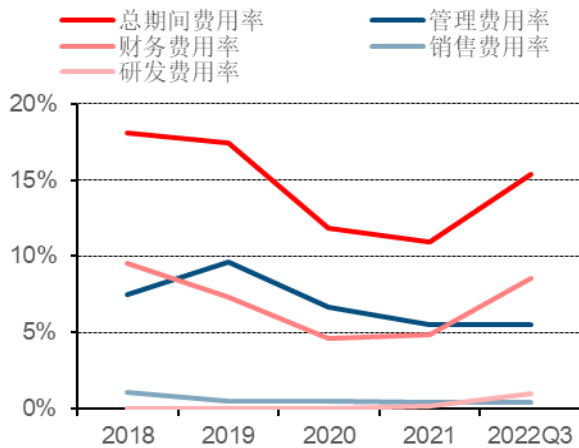
图 8：公司持续开展投资活动（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

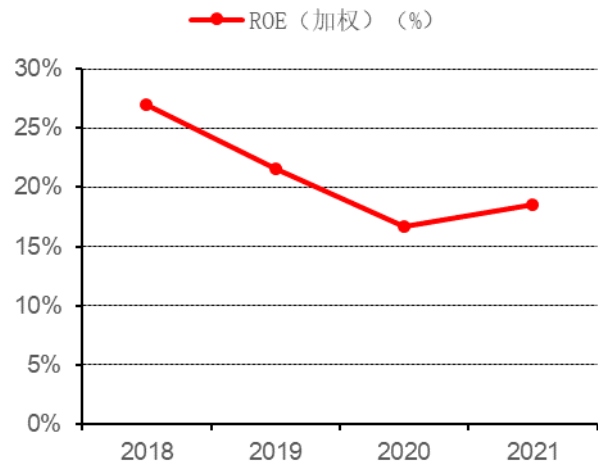
2021 年，公司销售费率为 0.4%，较去年同期减少 0.13 个百分点，主要系公司战略聚焦运营资产后，销售费用保持低增长；管理费率为 5.67%，较去年同期减少 1.07 个百分点；财务费率为 4.88%，较去年同期减少 0.27 个百分点。2021 年公司加权 ROE 为 18.56%，较去年上升 1.85 个百分点，主要系 2021 年公司财务杠杆同比上升所致。

图 9：销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源：公司公告，中信建投

图 10：公司加权 ROE (%)



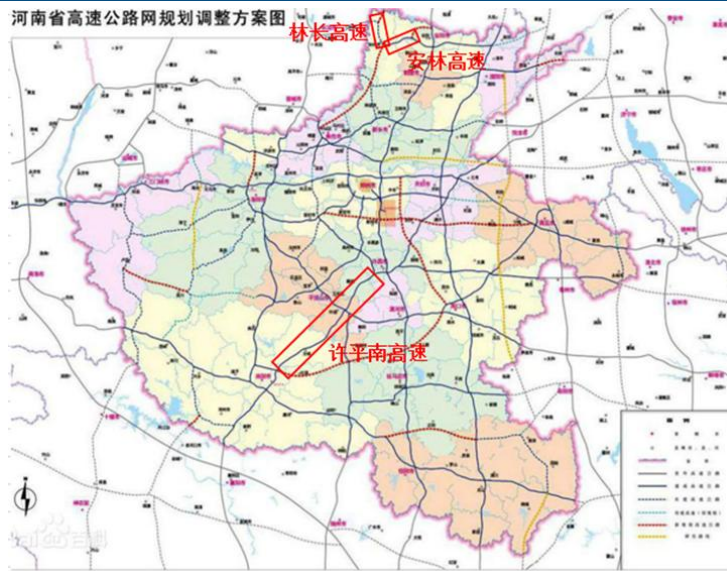
资料来源：公司公告，中信建投

高速业务盈利稳定，为公司持续发展提供动力

三条高速区位优势明显，许平南为黄金通道

公司高速区位优势明显，主要分布于河南省中部与北部，许平南公司运营的三条高速合计运营里程达 225 公里。许平南高速为许昌至平顶山至南阳高速公路，全长 163.74 公里。许平南高速是河南省规划的“米”字型高速公路网重要的一“撇”，在起点直接与京珠国道主干线相接。该路向东可延申至苏、沪、航等发达地区，向南可辐射鄂、渝、湘、贵、川等地，向西北可联通陕甘宁等地，是中原地区通往大西南的一条黄金通道。

图 11：公司三条高位区位优势分布图



资料来源：公司公告，中信建投

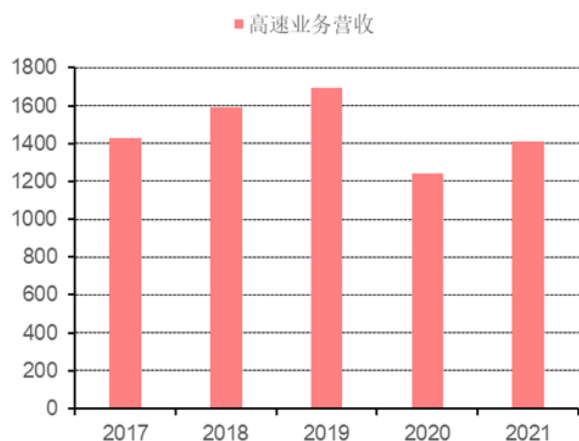
公司高速业务收费标准由河南省政府部门制定，因此整体较为稳定，大幅波动的可能性相对较小。

表1：许平南高速公路收费标准（元/车公里）

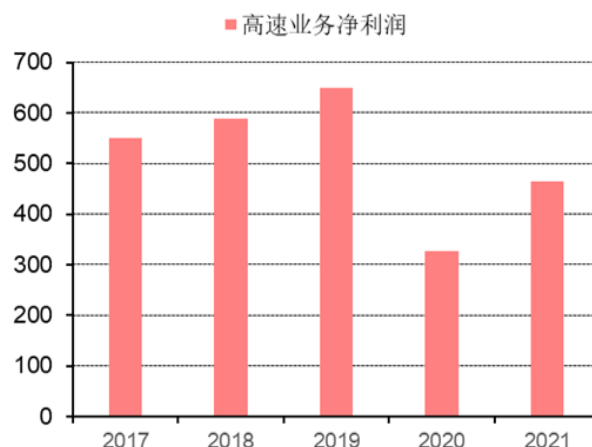
| 货车车型分类 | 收费标准（许平南/安林/林长） | 客车车型分类 | 收费标准（许平南/安林/林长） |
|--------------------------|-----------------|---------|-----------------|
| ≤2t | 0.45/0.45/0.50 | ≤7 座 | 0.45/0.45/0.50 |
| 2t~5t（含 5t） | 0.70/0.65/0.80 | 8-19 座 | 0.65/0.65/0.50 |
| 5t~10t（含 10t） | 1.30/1.0/1.50 | 20-39 座 | 0.85/0.85/1.0 |
| 10t~15t（含 15t） 20 英尺集装箱车 | 1.70/1.50/1.70 | ≥40 座 | 1.0/1.0/1.2 |
| >15t 40 英尺集装箱车 | 2.7/2.0/2.3 | - | - |

资料来源：河南省交通运输厅，中信建投

2017 年置入上市公司后，高速业务即成为公司重要的营收及利润来源。许平南公司 2017-2019 高速营收稳健提升，2020 年下降主要系受疫情以及高速公路疫情期间免费影响，受益于疫情防控措施不断优化，2021 年高速业务营收增长 11.82%。净利润变化情况与营收类似，2021 年公司高速业务净利润达到 4.65 亿元，同比增长 42.51%。

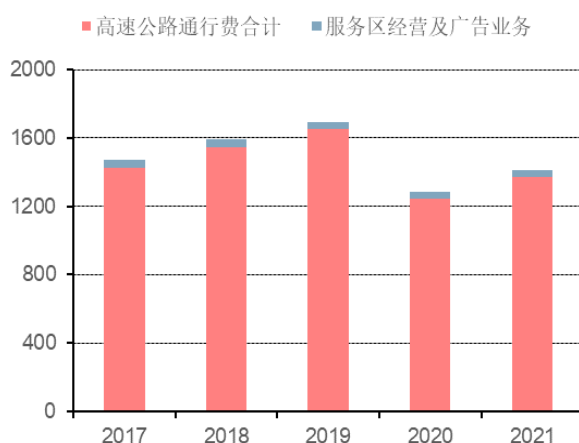
图 12：高速业务营收（百万元）


资料来源：公司公告，中信建投

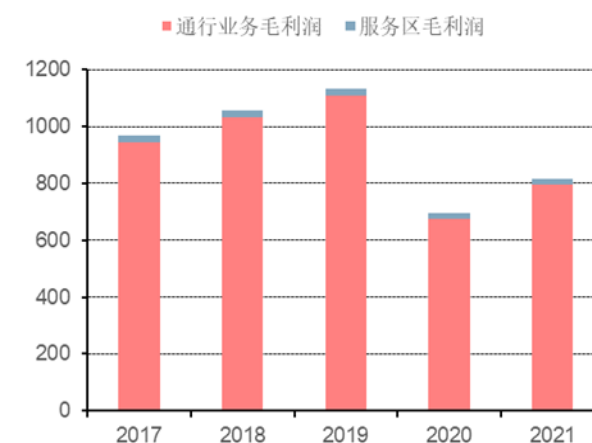
图 13：高速业务净利润（百万元）


资料来源：公司公告，中信建投

公司高速业务包括通行费业务和服务区经营及广告业务，其中以通行费业务为主。公司 2021 年高速公路通行费为 13.75 亿元，同比增长 10.71%，占高速业务营收的 97.27%；服务区经营及广告业务收入 3862 万元，同比降低 6.22%，占当期收入的 2.73%。2021 年公司通行业务实现毛利润 7.97 亿元，同比增长 18.12%，占高速业务毛利润的 97.87%；服务区经营及广告业务实现毛利润 1734 万元，同比减少 17.82%，占当期毛利润的 2.13%。

图 14：各高速营收构成（百万元）


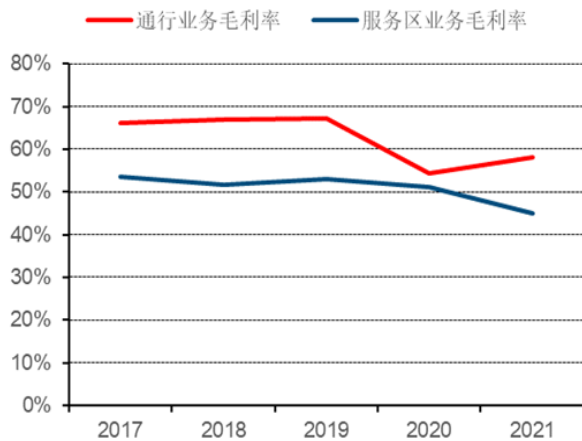
资料来源：公司公告，中信建投

图 15：高速业务毛利润构成（百万元）


资料来源：公司公告，中信建投

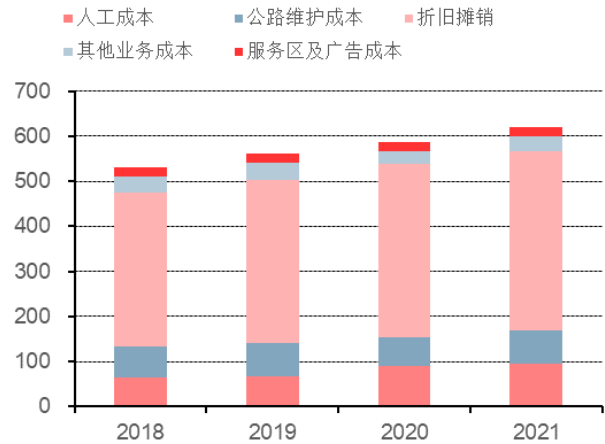
公司 2021 年通行业务毛利率为 58.01%，较 2020 年增 3.65 个百分点，主要系疫情管控措施不断优化后业务迎来修复；服务区毛利率为 44.90%，同比减少 6.34 个百分点。2021 年公司高速业务主要成本为折旧摊销，达 3.97 亿元，占当期成本的 64.1%。其余主要成本包括人工成本、公路维护成本和其他业务成本，分别为 0.96 亿元、0.73 亿元和 0.32 亿元，分别占当期成本的 15.5%、11.8%和 5.2%。

图 16：高速分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，中信建投

图 17：高速公路分业务成本拆分（百万元）

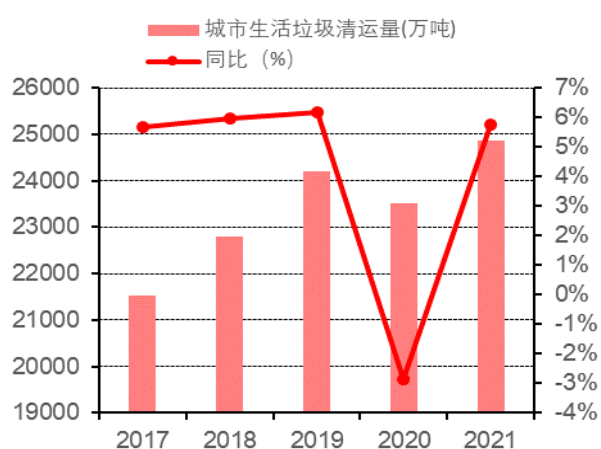


资料来源：公司公告，中信建投

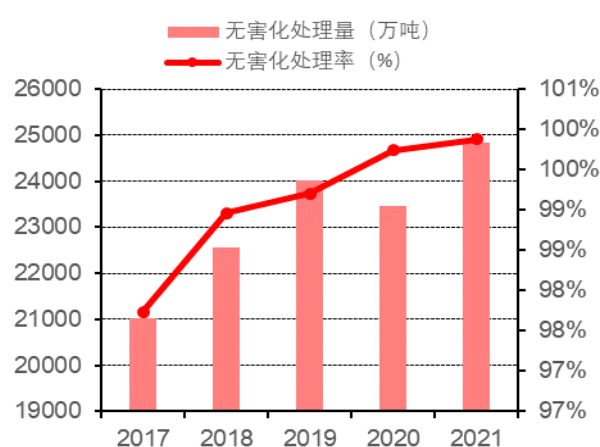
垃圾焚烧自建+收购扩张，业务规模快速增长

全国垃圾焚烧规模稳健增长，未来仍有较大发展空间

我国城市生活垃圾清运量整体呈上升趋势。受疫情与垃圾分类政策等因素的影响，2021 年垃圾清运总量为 24869 万吨，同比上升 5.8%。我国生活垃圾无害化处理现处于较高水平，近年来，垃圾无害化处理率稳定保持在 99%左右，整体处于较高水平。

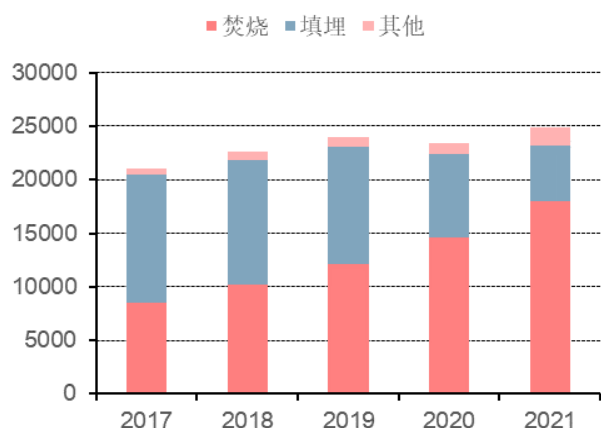
图 18：城市生活垃圾清运量（万吨，%）


资料来源：Wind，中信建投

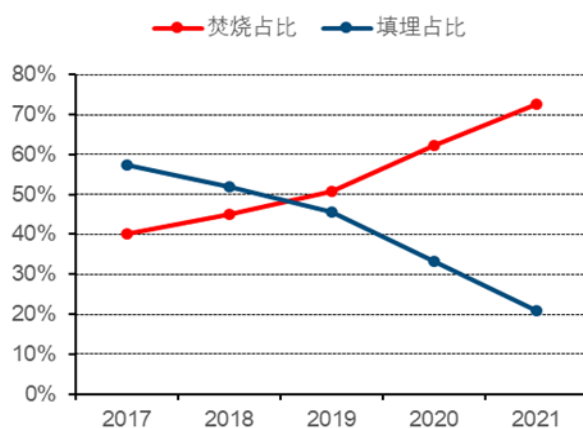
图 19：城市生活垃圾无害化处理量（万吨）


资料来源：Wind，中信建投

无害化处理方式中，2021 年垃圾焚烧量为 18020 万吨，较 2016 年增长 97.98%，年化复合增速为 18.62%。垃圾焚烧占无害化处理量比重从 2016 年的 38% 提升至 2021 年的 73%。考虑到后续新增的生活垃圾将主要以焚烧发电的形式进行无害化处理，未来垃圾焚烧发电有望继续保持较高的增长速度。

图 20：垃圾无害化处理方式及占比（万吨）


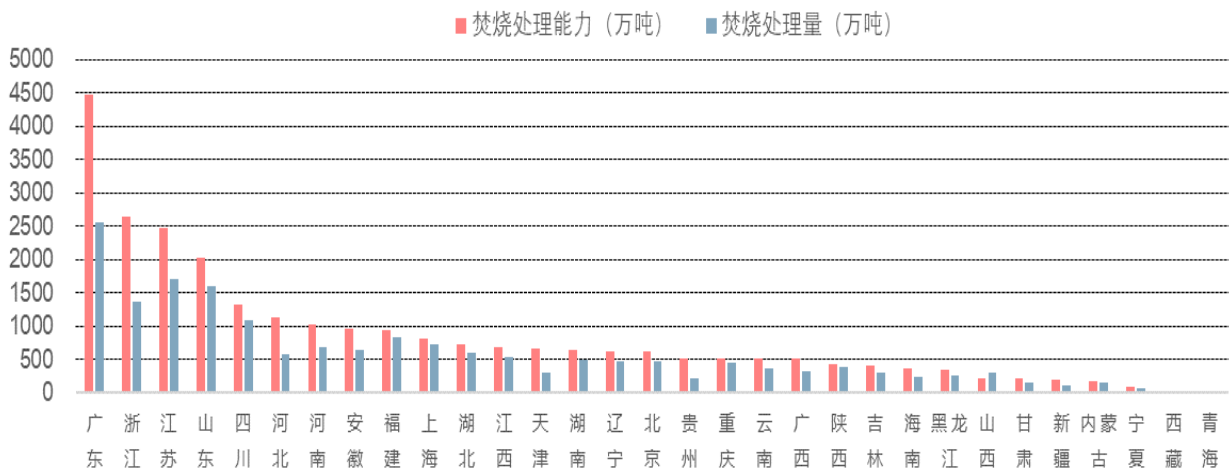
资料来源：Wind，中信建投

图 21：城市生活垃圾填埋及焚烧占比（%）


资料来源：Wind，中信建投

2021 年，我国垃圾焚烧处理能力排名前十省份为广东、浙江、江苏、山东、四川、河北、河南、安徽、福建、上海，总焚烧处理能力 17797 万吨每年，占全国焚烧处理能力的 67.76%。从垃圾处理量的口径来看，排名前十的省份分别为广东、江苏、山东、浙江、四川、福建、上海、河南、安徽、湖北，总垃圾处理量为 11819 万吨，约占全国处理量的 66%。2021 年，河南省垃圾焚烧处理能力显著提升，但由于其作为人口大省，随着垃圾填埋场逐步封场，垃圾焚烧处理能力仍有较大提升空间。

图 22：国内各省焚烧能力及焚烧处理量



资料来源：公司公告，中信建投

自建+并购双手发力，焚烧污水处理规模快速提升

早在 2019 年，公司在夯实高速公路和基础设施主营业务的同时，紧抓河南省静脉产业园政策机遇，逐步把业务拓展至垃圾焚烧发电及污水处理业务。公司立足河南，紧抓外购，垃圾焚烧业务快速发展。截至 2023 年 2 月，公司在运垃圾焚烧发电项目 28 个，总处理规模达到 26350 吨/日。公司目前处理规模最大的垃圾焚烧发电项目为安阳项目，安阳项目#1 机组于 2021 年 11 月成功并网发电，该项目占地 200 亩，配置 3 条 750 吨/天垃圾焚烧线，2 条 25MW 凝气式汽轮发电机组，日处理生活垃圾 2250 吨。2023 年 2 月，公司焦作市静脉产业园东、西部两个垃圾焚烧发电项目提前建成并点火投运，标志公司在运处理规模突破 2.6 万吨/日。

表2：公司在运垃圾焚烧项目

| 项目名称 | 所在地 | 签订时间 | 竣工时间 | 垃圾处理费 (元/吨) | 总处理规模 (吨/日) |
|-----------|-------|------------|-------------|----------------|-------------|
| 济源项目 | 河南济源 | 2015 年 5 月 | 2019 年 10 月 | 60 | 600 |
| 滑县项目 | 河南安阳 | 2019 年 1 月 | 2020 年 10 月 | 75 | 1000 |
| 汝南项目 (一期) | 河南驻马店 | 2019 年 1 月 | 2020 年 12 月 | 71 | 600 |
| 鹤壁项目 (一期) | 河南鹤壁 | 2019 年 6 月 | 2021 年 1 月 | 65 | 1000 |
| 民权县项目 | 河南商丘 | —— | 2021 年 11 月 | —— | 600 |
| 漯河项目 (一期) | 河南漯河 | 2019 年 9 月 | 2021 年 11 月 | 56.8 | 1500 |
| 安阳市项目 | 河南安阳 | —— | 2021 年 11 月 | 55.8 | 2250 |

| | | | | | |
|---------------|-------|----------|----------|-------|-------|
| 伊川项目 | 河南洛阳 | 2019年7月 | 2021年12月 | 69.6 | 1000 |
| 商水项目 | 河南周口 | 2019年12月 | 2021年12月 | 65 | 1200 |
| 宜阳项目（一期） | 河南洛阳 | 2019年1月 | 2021年12月 | 74 | 600 |
| 新安项目（一期） | 河南洛阳 | 2019年8月 | 2021年12月 | 73 | 800 |
| 西平项目（一期） | 河南驻马店 | 2019年4月 | 2021年12月 | 68 | 600 |
| 邓州项目（一期） | 河南南阳 | 2019年2月 | 2021年12月 | 61.2 | 1000 |
| 淮阳项目（一期） | 河南周口 | 2020年6月 | 2022年12月 | 65 | 800 |
| 息县项目 | 河南信阳 | 2019年9月 | 2023年1月 | 69.8 | 600 |
| 焦作市西部园区项目（一期） | 河南焦作 | 2020年12月 | 2023年2月 | 105.8 | 1000 |
| 焦作市东部园区项目 | 河南焦作 | 2020年11月 | 2023年2月 | 89.8 | 2000 |
| 濮阳项目（一期） | 河南濮阳 | 2020年5月 | 投运 | 67.5 | 600 |
| 辉县项目（一期） | 河南新乡 | 2019年8月 | 投运 | 79 | 700 |
| 淄博市临朐县* | 山东淄博 | | 投运 | | 600 |
| 开县* | 重庆开县 | | 投运 | | 600 |
| 邢台市巨鹿县* | 河北邢台 | | 投运 | | 2000 |
| 楚雄市* | 云南楚雄 | | 投运 | | 600 |
| 哈尔滨市双城区* | 哈尔滨双城 | | 投运 | | 500 |
| 临沂市兰陵县* | 山东临沂 | | 投运 | | 800 |
| 潍坊市青州市* | 山东潍坊 | | 投运 | | 800 |
| 魏县* | 河北魏县 | | 投运 | | 800 |
| 安徽亳州* | 安徽亳州 | | 投运 | | 1200 |
| | 合计 | | | | 26350 |

注：*标项目为收购项目

资料来源：公司公告，中信建投

根据公司 2022 年 7 月披露信息显示，公司在建垃圾焚烧发电项目 4 个，潜在处理规模 2600 吨/日。其中喀什项目和罗田项目分别预计在 2023 年 5 月和 8 月投入运营。喀什项目总投资约 4.8 亿，一期建设规模为 800 吨/日，配置 2 台 400 吨/日焚烧炉；罗田项目建设总规模为日处理垃圾 600 吨，配置 1×600 吨/日机械炉排炉和 1×15MW 凝气式汽轮发电机组。

表3：公司在建垃圾焚烧项目

| 项目名称 | 所在地 | 签订时间 | 预计竣工时间 | 垃圾处理费 (元/吨) | 总处理规模（吨/日） |
|-------|------|----------|---------|----------------|------------|
| 喀什市项目 | 新疆喀什 | —— | 2023年5月 | 65 | 800 |
| 罗田项目 | 湖北黄冈 | 2021年7月 | 2023年8月 | 76 | 600 |
| 昌吉项目 | 新疆昌吉 | 2021年11月 | —— | 69 | 600 |
| 内黄项目 | 河南安阳 | 2020年5月 | —— | 75 | 600 |

资料来源：公司公告，中信建投

公司已投运的 28 个垃圾焚烧发电项目中,有 9 个收购自启迪环境的子公司郑州启迪零碳公司。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司已完成收购郑州启迪零碳公司 9 个垃圾焚烧项目, 合计产能 7900 吨/日。经过并购注入, 公司不仅提升自身垃圾焚烧发电规模, 还进一步扩大垃圾焚烧发电业务在全国的布局, 切入至山东、河北、哈尔滨、安徽、重庆等省市。

表4: 公司收购自启迪零碳的项目

| 项目名称 | 公司名称 | 总处理规模 (吨/日) |
|---------|------|-------------|
| 淄博市临朐县 | 临朐邑清 | 600 |
| 开县 | 重庆绿能 | 600 |
| 邢台市巨鹿县 | 巨鹿聚力 | 2000 |
| 楚雄市 | 楚雄东方 | 600 |
| 哈尔滨市双城区 | 双城格瑞 | 500 |
| 临沂市兰陵县 | 兰陵兰清 | 800 |
| 潍坊市青州市 | 青州益源 | 800 |
| 魏县 | 魏县德尚 | 800 |
| 安徽亳州 | 亳州洁能 | 1200 |

资料来源: 公司公告, 中信建投

截至 2022 年 6 月 30 日, 城发投资 (河南投资集团控股子公司) 收购启迪环境 8 个垃圾焚烧项目, 合计产能 6400 吨/日, 将择机优先转让给城发环境, 公司未来垃圾发电业务规模有望依靠收并购进一步扩张。

表5: 城发投资收购自启迪环境垃圾焚烧项目

| 项目名称 | 所公司名称 | 投运状态 | 总处理规模 (吨/日) |
|----------|-------|------|-------------|
| 唐山市迁安市 | 迁安德清 | 投运 | 600 |
| 荆州市洪湖市 | 洪湖林清 | 投运 | 800 |
| 怀化市溆浦县 | 溆浦鹏城 | 投运 | 1200 |
| 尉氏县 | 开封豫清 | 投运 | 1200 |
| 阿克苏静脉园东区 | 库车景胜 | 投运 | 600 |
| 白城市洮北区 | 白城东嘉 | 在建 | 700 |
| 通辽市 | 通辽华通 | 试运行 | 800 |
| 兴平市 | 兴平金源 | 投运 | 500 |

资料来源: 公司公告, 中信建投

2022 年, 公司在水处理业务上积极进行市场开发, 连续中标内乡湍西二污提标扩容项目、鄢陵污水项目、松江二污 EPC 项目、兰考固阳镇委托运营项目, 中标规模合计 18.38 万吨/日。同时, 公司强化运营管理, 通过自建分布式光伏等方式, 电费成本同比下降超 10%, 各类生产经营指标持续优化; 公司推动技术创新和模式创新, 积极推广兰考县镇区污水处理模式, 开展村镇供排水一体化项目, 挖掘水务市场新蓝海。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司共签订污水项目 7 个, 处理规模 56 万吨/日。其中漯河市马沟污水处理工程 (二期) 于 2021 年 12 月 31 日起转入运营期, 二期设计污水处理能力为 5 万吨/日, 总规模达到 10 万吨/日。而驻马店项目含有三期规划, 一期 (2020 年) 处理规模 3 万吨/日, 二期 (2030 年) 处理规模 5 万吨/日, 三期 (2030 年后) 7 万吨/

日。公司未来污水处理业务规模将稳健增长。

表6: 公司已签订污水处理项目

| 项目名称 | 所在地 | 签订时间 | 总处理规模 (万立方米/日) | 污水处理价格 (元/吨) |
|-------|-------|----------|-------------------|-----------------|
| 驻马店项目 | 河南驻马店 | 2020年1月 | 15 | 2.38 |
| 内黄项目 | 河南安阳 | 2020年3月 | 5 | 1.52 |
| 上街项目 | 河南郑州 | 2020年6月 | 6 | 2.97 |
| 漯河项目 | 河南漯河 | 2020年8月 | 10 | 1.5 |
| 周口项目 | 河南周口 | 2021年12月 | 12 | |
| 鄢陵项目 | 河南许昌 | 2022年2月 | 7 | 1.92 |
| 内乡项目 | 河南南阳 | 2022年3月 | 1 | 2.14 |
| | 合计 | | 56 | |

资料来源: 公司公告, 中信建投

2023年3月公司发布可转债发行预案, 拟向不特定对象募资23亿, 募集资金主要用于垃圾焚烧发电项目、危废综合处置项目、污水处理项目已经偿还银行贷款。公司坚持环保转型战略, 立足垃圾焚烧业务, 向固废上下游不断拓展, 打造危固废处理全产业链; 同时切入优质水处理资产, 增强不同环保支线协同作用, 持续增厚运营业务收入利润规模。

表7: 公司募投项目清单

| 项目名称 | 项目总投资(万元) | 拟利用募资金额(万元) |
|---------------------------|------------------|---------------|
| 垃圾焚烧发电项目 | | |
| 罗田县英山县联合生活垃圾焚烧发电项目 | 36387.08 | 5900 |
| 昌吉市生活垃圾焚烧发电项目 | 33732 | 6200 |
| 大庆市2X15MW生活垃圾焚烧发电项目 | 79981.32 | 50000 |
| 危废综合处置项目 | | |
| 辽宁(锦州)再生资源产业园危废项目 | 49209.3 | 29300 |
| 内蒙古东部地区危险废物集中处置中心环保升级改造项目 | 18305.51 | 9100 |
| 张掖危废(固废)综合处置及资源化利用中心 | 50750.05 | 36300 |
| 污水处理项目 | | |
| 鄢陵县第三污水处理工程 | 12789.9 | 11900 |
| 郑州市上街区第三污水处理厂工程 | 23026.91 | 21100 |
| 偿还银行贷款 | | |
| | 60200 | 60200 |
| 合计 | 364382.07 | 230000 |

资料来源: 公司公告, 中信建投

区位优势显著, 垃圾焚烧业务盈利能力较好

据公司2022年半年报披露信息显示, 2022H公司累计完成生活垃圾入库量400.3万吨, 同比增长569.29%, 完成上网电量104522万千瓦时, 同比增长592.48%, 据此估计, 公司当期吨上网电量为261千瓦时/吨。我们认

为公司吨上网电量主要受到以下三个因素影响 1) 2021 年底为公司项目投产高峰期，我们整理数据发现安阳项目、漯河项目等 9 个项目均在 2021 年 11 月~12 月投产，估计新投产产能约 6700 吨/日。考虑到垃圾焚烧项目新投产后仍有产能爬坡期，新投项目或对 2022 上半年整体吨发电量形成拖累，后续有望随产能爬坡完成逐步修复；2) 公司项目主要分布在河南，截至 2023 年 2 月河南项目数量为 19 个，占比 67.8%；河南产能为 18450 吨/日，占比 70.02%。公司其他项目主要分布在山东、河北等地，整体来看项目分布较为集中，但公司积极实行全国化战略，未来项目有望向更多省市拓展；3) 公司项目单体规模偏小，800 吨及以下的中小型项目数量为 17 个，占比 60.7%。

我们对公司典型项目测算结果显示，尽管河南省吨垃圾处理费较沿海地区项目相对偏低，但考虑到河南人口密度较大，我们预期项目产能利用率处于较高水平，推动其全投资收益率达到 9.94%，补贴结束前吨垃圾净利润 70.86 元，整体资产盈利能力较好。

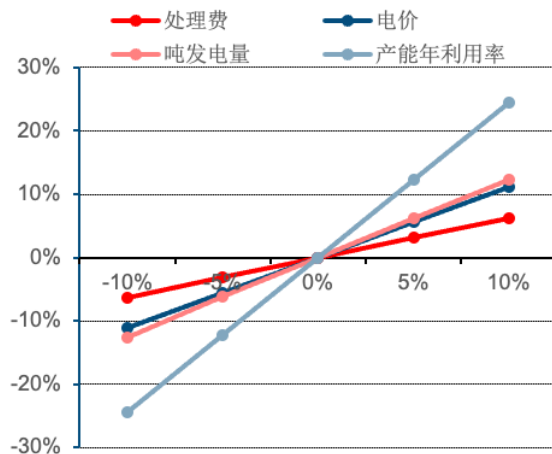
表8：公司垃圾焚烧项目边界条件假设

| 收入侧 | | | 成本侧 | | |
|-----------|-------|-------|----------|------|------|
| 名称 | 单位 | 数量 | 名称 | 单位 | 数量 |
| 产能 | 吨/日 | 1000 | 单位处理量吨投资 | 万元/吨 | 45 |
| 产能利用率 | % | 90% | 建设期 | 年 | 2 |
| 年度垃圾处理量 | 万吨 | 36.5 | 运营期 | 年 | 28 |
| 处理费 | 元/吨 | 67 | 原材料成本 | 万元/年 | 600 |
| 吨垃圾发电量 | 千瓦时 | 360 | 人工成本 | 万元/年 | 800 |
| 厂用电率 | % | 13% | 修理成本 | 万元/年 | 550 |
| 全额补贴电量 | 千瓦时 | 280 | 飞灰处理成本 | 万元/年 | 600 |
| 垃圾焚烧标杆电价 | 元/千瓦时 | 0.65 | 资金成本 | % | 5.5% |
| 当地燃煤标杆电价 | 元/千瓦时 | 0.378 | 资本金占比 | % | 20 |
| 省级电网补贴 | 元/千瓦时 | 0.203 | | | |
| 国家可再生能源补贴 | 元/千瓦时 | 0.069 | | | |
| 增值税税率 | % | 13% | | | |

资料来源：公司公告，中信建投

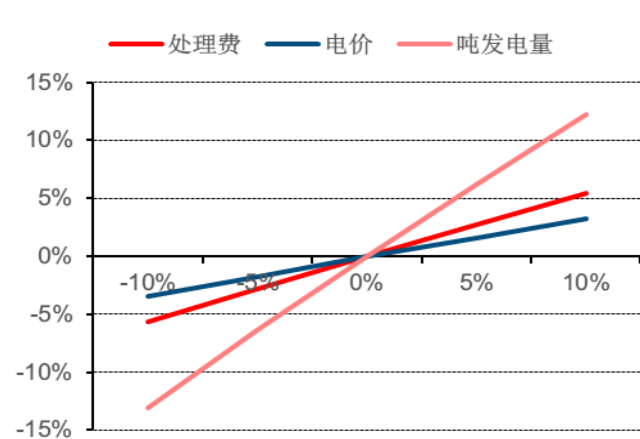
我们选取单吨处理费、含补贴电价、吨发电量和产能利用率四个因素对垃圾焚烧项目的盈利情况做敏感性分析。从盈利敏感性来看，产能利用率波动对净利润及 IRR 影响最大，各指标如果同比增长 5%，产能利用率、上网电价、吨发电量和处理费对净利润的敏感性分别为 12.25%、5.54%、6.15%和 3.14%。从公司项目的实际运营情况来看，由于河南省人口密度较高叠加公司拥有区位优势，项目的产能利用率处于相对较高水平，足以对冲处理费较低的不利影响，确保公司垃圾焚烧业务的盈利能力保持较优水平。

图 23：项目各因素对净利润敏感性（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投

图 24：项目各因素对 IRR 敏感性（单位：%）



资料来源：Wind，中信建投

资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测

公司当前在手垃圾焚烧产能充足，后续有望通过焚烧自建项目投产以及收并购持续扩大焚烧经营规模，运营业务将持续贡献利润，保持利润高速增长。公司高速公路业务业绩及现金流稳定，为公司在固废领域的持续拓展提供有力支持。我们预计 2022~2024 年公司高速公路通行费收入分别为 14.6 亿元、16.1 亿元、16.9 亿元；垃圾焚烧业务营收 13.8 亿元、18.1 亿元、21.5 亿元。我们预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 11.68 亿元、12.91 亿元和 14.4 亿元，EPS 分别为 1.82 元/股、2.01 元/股、2.24 元/股，给予“买入”评级。

表 9：城发环境盈利预测（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 3392.8 | 5631.4 | 5941.5 | 5029.4 | 5468.4 |
| 营业成本 | 2099.4 | 3711.8 | 3717.4 | 2741.7 | 2926.8 |
| 营业税金及附加 | 28.4 | 43.8 | 46.2 | 39.1 | 42.5 |
| 销售费用 | 18.0 | 22.3 | 23.5 | 19.9 | 21.7 |
| 管理费用 | 227.0 | 308.6 | 325.6 | 275.6 | 299.7 |
| 财务费用 | 156.3 | 274.8 | 290.0 | 245.5 | 266.9 |
| 资产减值损失 | 0.0 | -1.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 11.2 | 59.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 营业利润 | 11.2 | 10.2 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 营业外收入 | 1.2 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| 营业外支出 | 29.1 | 12.2 | 12.2 | 12.2 | 12.2 |
| 利润总额 | 854.7 | 1320.9 | 1602.9 | 1771.7 | 1975.0 |
| 所得税 | 224.5 | 321.7 | 390.4 | 431.5 | 481.0 |
| 净利润 | 630.2 | 999.2 | 1212.5 | 1340.2 | 1494.0 |
| 少数股东损益 | 16.0 | 36.4 | 44.2 | 48.9 | 54.5 |
| 归属母公司净利润 | 614.2 | 962.8 | 1168.3 | 1291.4 | 1439.5 |
| EPS（摊薄） | 0.96 | 1.50 | 1.82 | 2.01 | 2.24 |

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

公司获取新业务订单不及预期的风险：公司未来获取垃圾焚烧项目订单情况仍具有不确定性，这可能会对公司未来业绩增长情况产生影响。我们预计 2023~2024 年累计新增垃圾焚烧项目产能 6000 吨/日。如果垃圾焚烧项目投产不及预期，2023~2024 年累计新增垃圾焚烧项目产能 2000 吨/日，较预期新增产能减少 4000 吨/日，则 2024 年垃圾焚烧业务营收较预期值下降 14%，总营收较预期值下降 6%。整体来看，公司存量焚烧规模较大，营收受新增项目产能数量影响相对可控。

表 10：公司焚烧项目投产情况对营收的敏感性分析

| 2023、2024 年垃圾焚烧合计新投产产能（吨/日） | 2000 | 4000 | 6000 | 8000 | 10000 |
|-----------------------------|-------|-------|------|-------|-------|
| 较预计值偏离（吨/日） | -4000 | -2000 | 0 | 2000 | 2000 |
| 垃圾焚烧营收（亿元） | 18.47 | 19.98 | 21.5 | 23 | 24.52 |
| 2024 年焚烧业务营收变动（%） | -14% | -7% | 0% | 7% | 14% |
| 2024 年总营收（亿元） | 51.66 | 53.17 | 54.7 | 56.19 | 57.71 |
| 2024 年总营收变动（%） | -6% | -3% | 0% | 3% | 6% |

资料来源：公司公告，中信建投

政策推进力度及落实程度不及预期的风险：公司业务发展受政策指引、驱动属性较为明显，如果相关环保政策发布、推进或落实程度不及预期，则存在企业发展条件不及预期的风险。

环保治理财政资金拨付下滑的风险：环保企业多为针对政府的商业模式，若环境治理的财政资金下滑则企业订单增长或产品销售存在相应下滑的风险，对公司发展产生不利影。

高速公路车流量波动的风险：公司高速车流量受到地域经济、人口数量、社会车辆数量、管控政策等因素的影响，存在车流量或不及预期的风险。

分析师介绍

高兴

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。

研究助理

罗焱曦

luoyanxi@csc.com.cn

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/或其附属机构（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
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
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 2106 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