

军信股份 20260825

海外项目满产超预期，UCO 量价齐升支撑高分红

摘要

- 比什凯克项目运营超预期，日处理量超 1,000 吨，毛利率较国内同规模项目高约 10pct，主因当地垃圾热值高且含水率低，吨上网电量表现更佳。
- 海外业务加速布局，剩余 8,000 吨/日项目预计 2027-2029 年分批投产；汇兑风险拟通过增加人民币持有量及同币种偿债方式规避。
- 2026H1 环保税补缴为一次性影响，下半年起通过向第三方收取炉渣处理费，预计新增收入可覆盖环保税负面影响。
- 人和环境 2026H1 贡献归母净利 1.42 亿元，全年预期近 2.9 亿元；UCO（工业混合油）单价升至 7,400 元/吨，利润贡献占比达 25%。
- 公司维持 70%高分红策略，支撑力源于 30 亿元现金储备、低负债率及海外项目分期投入压力较小，且承诺每年分红不低于 50%。
- 港股上市已获证监会备案并通聆讯，计划发行比例 10%-20%，倾向按底线发行，旨在实现资本国际化并开辟后续融资通道。
- 二期项目国补回收预期向好，若获批将一次性确认历史年度 0.1 元/度电补贴；近期已收到长沙政府 2.5 亿元服务费，回款环境改善。

Q&A

2026 年第二季度业绩出现下滑，主要原因是什么？相关的税费影响金额有多大，以及下半年是否会持续产生影响？

第二季度业绩下滑主要是由于一次性补缴了以前年度的社会保险、公积金以及环境保护税，合计金额约为 2,500 万至 2,600 万元。该款项为一次性缴纳，因此预计第三季度及下半年不会再有此类增量税费的发生。

请介绍一下吉尔吉斯斯坦比什凯克项目的经营情况，例如产能利用率、毛利率水平以及上半年的业绩表现如何？

比什凯克项目自投产半年以来，整体产能利用率已达标，日处理量基本达到或超过 1,000 吨的设计产能，处于满产或超产状态。与国内同等规模的项目相比，该项目的毛利率表现更优，高出约 10 个百分点。这主要得益于当地垃圾含水量较低，热值相对更高，使得吨垃圾上网电量表现更佳。尽管上半年财务费用对业绩产生了一定影响，但项目整体的业绩表现符合公司预期。

海外项目在定价与结算方面是如何操作的？产生汇兑问题的原因是什么，以及公司计划如何规避相关风险？

比什凯克项目的计价与结算是以当地货币索姆进行，再折算成美元向母公司支付，结算周期按月进行。汇兑问题的产生源于记账本位币（索姆）、计价货币（美元）与贷款货币（人民币）之间的不一致。具体而言，以美元计价的收入在换算为记账本位币索姆时，会产生非实质性的汇兑损益。同时，资产负债表中的人民币短期借款作为货币性项目，在折算为索姆时也会产生非实质性的汇兑影响。为规避此风险，公司计划在收到索姆后，分批、多次地将其兑换为币值相对稳定的人民币。通过增加人民币持有量，并用同币种的人民币偿还人民币贷款，可以有效收缩非实质性汇兑损益对报表的影响，从而更真实地反映项目的实际业绩情况。

比什凯克一期项目预计全年能贡献多少利润？其盈利能力相较于国内项目有何优势？

预计比什凯克项目的全年收益将优于国内同等规模的项目。其优势体现在两个方面：首先，当地垃圾热值较高、含水率较低，使得吨垃圾发电量高于国内水平，发电效益更好。其次，该项目作为吉尔吉斯斯坦的国家级投资项目，在税费等方面获得了当地政府的大力支持，政策优惠力度较国内更大。基于上半年良好的运营情况，预计全年将有较好的业绩表现，但具体数字需待全年结束后才能确定。

公司海外剩余 8,000 吨/日项目的建设计划与投运节奏是怎样的？

剩余的 8,000 吨/日海外项目预计将在 2027 年至 2029 年这三年间分批建成投产。大致规划为每年投产 2,000 至 3,000 吨/日的规模，计划到 2029 年全部完成建设并投入运营。

目前公司在港股上市的进展如何？

关于港股上市，公司已于 2026 年 8 月 3 日取得中国证监会的备案，并于 8 月 13 日发布了通过聆讯的相关公告。目前正在准备发行工作，后续进展可查阅联交所发布的公司公告。

垃圾处理业务的建设和运营收入增速低于垃圾处理量和上网电量的增速，是否由于 2025 年同期确认了建设期收入所致？

是的，2025 年同期包含了建设期收入，该部分收入与垃圾处理量的增长并无直接关联，因此导致了收入增速的差异。

关于 2026 年上半年环保税对利润表的负面影响，其具体的征收政策、后续处理方式以及对未来业绩的持续影响是怎样的？

环保税的征收是针对炉渣中未进行资源综合利用的部分。目前，公司炉渣的资源综合利用率在 80%至 85%之间，因此环保税是按剩余 15%至 20%未被利用的炉渣量来缴纳的。这是行业内的普遍情况。2026 年第二季度缴纳的环保税包含了对过往年度的一次性补缴，导致金额较大。展望未来，首先，在 2026 年第三、四季度及以后，常规缴纳的环保税金额会显著减小。其次，公司已从 2026 年下半年开始，向下游接收炉渣的第三方单位收取相关费用。预计这项新增收入将对利润产生正向贡献，其积极影响可能会超过环保税带来的负面影响。

2026 年上半年，人和环境贡献的净利润具体是多少？其中，中转业务和餐厨业务的贡献占比分别是多少？

2026 年上半年，人和环境整体贡献的归母净利润为 1.42 亿元，较 2025 年同期有所增长。从业务构成来看，中转项目贡献了接近 60%的利润，餐厨项目贡献了接近 40%。在餐厨项目中，餐厨垃圾处理费和工业混合油销售是主要收入来源，其中工业混合油因单价提升，其利润贡献占比已接近 25%。

2026 年上半年工业混合油销量同比减少的原因是什么？以及公司对未来销量的展望如何？

上半年的销量波动被视为短期现象，不影响长期的稳定增长态势。从历史数据看，工业混合油年产量稳定在 3 万吨左右。公司对未来增长保持信心，主要基于以下几点：第一，人和环境的餐厨垃圾收运范围覆盖长沙市、宁乡、浏阳等人口持续增长的地区，目前长沙市人口已接近 1,100 万。第二，长沙作为旅游消费城市，餐饮业发达，为餐厨垃圾的稳定来源提供了保障，同时公司的含油率和提油率在行业内处于领先水平。第三，公司正将收运网络向周边乡镇延伸。随着人和环境餐厨项目的提质扩容改造，未来的增长预期具有较强的确定性。

2026 年上半年 UCO 的平均销售价格是多少？与去年同期相比是否有增长？

目前 UCO 的销售价格呈现增长态势，接近每吨 7,400 元。由于 UCO 是下游生物柴油上市公司的原料，市场需求旺盛，销售情况良好。



基于上半年的业绩，人和环境 2026 年全年的业绩预期以及为上市公司贡献的净利润预计是多少？

2026 年上半年人和环境贡献的归母净利润为 1.42 亿元，以此为基础测算，全年贡献的净利润预计接近 2.9 亿元，这将是合理的预期。相较于 2025 年并表贡献的约 2.2 亿元净利润，增幅显著。增长的确性主要来源于几个方面：首先是处理费的调价机制，中转垃圾和餐厨垃圾处理费每年有 5%至 6%的上调；其次是中转垃圾处理量的稳步增长，在长沙地区增速约为 6%至 7%；最后是工业混合油销售单价的稳定提升。

公司二期项目国补退补的预期回收进展如何？

公司二期项目于 2021 年 6 月投产试运行，根据国家能源局和国家电网关于可再生能源补贴的政策，项目正在排队等候审批。根据观察，近期公布的补贴名单中已包含 2020 年底投产的项目。按照投产时间的排序，预计公司二期项目的补贴审批会比较快，但具体时间需等待官方清单的正式下达。

2026 年上半年缴纳的环保税中，归属于当期（2026 年上半年）的金额大约是多少？

2026 年上半年实际缴纳的环保税中，属于当期（即 2026 年上半年）的部分大约为一两百万元。

公司对下半年 UCO 价格走势的展望如何？

公司对 UCO 未来的价格走势充满信心。首先，从政策层面看，2026 年政府工作报告首次写入“绿色燃料”，预示着国内在航空、港口、航运等领域的应用市场空间巨大，国家对 UCO 和氢能等领域高度重视。其次，从国际需求看，欧盟对碳减排政策的持续推进，特别是对生物柴油的强制添加要求，为市场提供了稳定需求，而中国的生物柴油在欧洲市场具有性价比优势。最后，从国际宏观形势看，地缘政治等不确定性因素可能导致传统燃油价格波动，这将对 UCO 价格形成反向支撑。

在 UCO 和生物柴油领域，公司未来的战略规划是怎样的，是否会考虑收购其他地区的餐厨项目或向下游产业链延伸？

UCO 及生物柴油业务是公司的战略发展方向。公司的核心战略是聚焦环保绿色能源主业，并围绕主业进行产业链的横向与纵向拓展。因此，公司将持续拓展工业级混合油（餐厨垃圾处理）业务。在市场拓展方面，公司将立足湖南，并逐步辐射全国。

公司在餐厨垃圾处理业务上的战略定位、拓展方式以及未来发展规划是怎样的，特别是对于自行生产生物柴油有何考虑？

公司在餐厨垃圾处理业务上主要立足湖南省进行发展。这一战略基于两点：首先，湖南与四川、重庆等地相似，饮食习惯导致提油率较高，为业务提供了保障；其次，公司在长沙已建立了一套规范完整的餐厨垃圾收运和管理体系，该模式可在湖南省内进行有效的复制和拓展。在市场拓展方式上，公司持开放态度，不排斥任何能够扩大市场的方式，包括自建项目或进行收并购。自 2022 年 A 股上市以来，公司已开展了包括重大资产重组和港股上市在内的多项资本运作，并购将是未来市场拓展中考虑的主要方式之一。关于自行生产生物柴油的规划，公司目前认为直接销售工业级混合油的风险更小，且现有规模优势尚不明显。尽管长沙餐厨垃圾处理厂 3 万吨的单体规模在国内已属前列，但公司计划在未来工业级混合油产量显著提升后，再考虑自行生产生物柴油。具体的实施时间将依据市场拓展计划的预期成果来决定。目前，长沙餐厨垃圾日处理规模从 1,200 吨提升至 1,560 吨的扩能计划已获得发改委和环评的相关手续。

比什凯克项目 1,000 万吨的年度吨净利水平大概是多少？

上市公司的合并报表中未披露单个项目的具体经营情况。但从整体经营效益来看，国外同等规模（1,000 吨）项目的毛利、发电量以及吨上网电量均优于国内项目。

考虑到公司未来三年有较大规模的资本性支出，现金流能否支撑其维持 70% 的分红比例？

公司有能力维持持续稳定的高水平分红策略，主要基于以下几点：第一，海外项目的资本性开支将分批、分期、分项目在未来三年左右投入，不会集中在某一年内形成巨大的资本开支压力。第二，公司目前拥有接近 30 亿元的现金储备，在生产经营稳定的情况下，足以支撑高水平分红。第三，所有环保能源项目均采用 30% 的资本金与 70% 的社会性融资（如发股或商业银行贷款）相结合的投入模式，这大大降低了对公司自有资金的占用比例。第四，公司财务状况非常健康，负债率在同行业中处于极低水平，未来的举债空间较大。第五，根据公司 2025 年出台的长期分红回报规划，承诺每年分红不低于 50%，而过去三年实际执行的分红比例均不低于 70%。公司将继续坚持持续、稳定、高水平的分红策略，以积极响应市值管理的相关要求。

2026 年上半年餐厨垃圾处理量 19 万吨与 2025 年上半年收运量 39 万吨的数据是否存在口径差异？同口径下数据是增长还是减少？

这两个数据不存在口径差异。

公司 2026 年至 2028 年的资本开支规划是怎样的？

2026 年至 2028 年的资本开支规划将与海外项目的建设进度相匹配。目前公司在海外有四个项目，分别是正在建设中的奥什项目和伊塞克湖项目，以及尚未正式进入建设阶段的阿拉木图项目和比什凯克二期项目。未来的资本开支将根据这四个项目的具体建设进度进行规划和安排。

截至目前，公司 2026 年的处理费和国补回款情况如何？

2026 年至今的整体回款情况不错，预计全年将好于 2025 年。近期已收到长沙市政府支付的服务费 2.5 亿元。此外，根据近期国务院常务会议精神以及从省市相关职能部门了解到的信息，预计将有针对性政府化债的新政策措施出台，特别是对于保障民生、稳定和就业的重大基础环保民生项目，政策预期向好，因此对全年的应收账款回收情况抱有信心。

2026 年上半年，垃圾焚烧主业的收入增速低于处理量和上网电量的增速，这是否因为处理量中包含了海外项目的贡献？海外项目贡献了多少处理量？

2026 年上半年，海外项目贡献的垃圾处理量约为 18 万吨。

从发电效率来看，公司各项目的排序是怎样的？海外项目的垃圾质量是否具有普遍性？

海外项目的发电效率最高，超过 500 度/吨，优于长沙地区，长沙地区又优于浏阳和平江。海外项目发电效率高的主要原因是其地理纬度与新疆相近，垃圾成分较干、含水率低，因此燃烧热值更高。预计未来其他海外项目的垃圾质量将与比什凯克一期项目的情况相近。

公司在港股发行的预期数量和定价方面有何考量？

目前公司仍在与基石投资者及其他投资者进行对接，最终定价将综合考虑投资者反馈、当前市场和行业状况，并参考同类型 A+H 股公司的情况。在发行规模方面，计划发行比例在 10%至 20%的区间内，并倾向于按底线发行。此次港股上市的主要目标是在推动产业国际化的同时实现资本国际化，考虑到港股市场便捷的后续融资通道，因此初始发行规模不必过大。

公司的环保税是按照环境保护法规定的每当量吨 25 元的标准征收吗？

是的，公司是按照该标准缴纳环保税。

公司未来的主要增长点有哪些？

公司对未来发展充满信心，增长点主要体现在以下几个方面：第一，海外项目，目前在中亚布局的四个项目计划在未来三到五年内陆续建成投产，将为公司业绩带来新的提升。第二，国补收入，二期项目（日处理 2,800 吨垃圾加 500 吨污泥）的国补一旦获批，将一次性确认过去历史年度每度电 0.1 元的补贴，这部分在扣税后将成为纯利润。第三，处理量增长，2026 年上半年垃圾处理量整体呈增长趋势，量的增长将直接带动收入增长，同时公司毛利率保持稳定，证明了良好的经营效益。第四，技术创新，公司通过持续的技术创新，吨垃圾发电量仍在不断提升。这些因素共同构成了公司未来高质量发展的亮点和增长点。