



2021 年 03 月 30 日

全年业绩符合预期，未来稳定增长可期

三峰环境(601827)

评级:	增持	股票代码:	601827
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	11.99/6.83
目标价格:		总市值(亿)	143.66
最新收盘价:	8.56	自由流通市值(亿)	32.38
		自由流通股数(百万)	378.27

事件概述

公司发布 2020 年年度报告：全年公司实现营业收入 49.29 亿元，较上年同期增加 12.95%；归属于上市公司股东的净利润 7.21 亿元，同比上期增长 30.24%，基本每股收益 0.47 元。

分析判断：

► 业绩符合预期，在建项目充沛保障后续业绩增长。

2020 年，公司实现营业收入 49.29 亿元，较上年同期增加 12.95%；归属于上市公司股东的净利润 7.21 亿元，同比上期增长 30.24%，业绩符合之前预期。公司收入主要来源于 EPC 建造和项目运营两块主业。2020 年公司 EPC 业务实现收入 23.89 亿元，占总营收的 48.47%，同比增长 25.14%。主要系公司多个子公司 EPC 项目进入实施高峰，订单收入逐步确认。2020 年公司实现项目运营收入 22.22 亿元，占总营收的 45.08%，同比增长 17.02%。运营收入增长主要源于公司多个项目建成投产，全年完成完成垃圾处理量 850.65 万吨（其中重庆市内 379.35 万吨，市外 471.30 万吨），同比增长 11.12%；实现发电量 32.38 亿度，同比增长 11.92%，上网电量 28.50 亿度，同比增长 12.31%；平均自用电率约 11.98%，同比下降 0.31 个百分点。截至 2021 年 1 季度末，公司共投运 27 个（含参股项目），处理规模合计 3.39 万吨/日，较 2020 年 1 季度新增 9 个项目，新增约 1.3 万吨/日。在市场开辟方面，2020 年公司成功中标合川项目、吕梁项目、垫江项目 3 个控股项目及渭南项目、焦作项目 2 个参股项目，新增处理规模 5150 吨/日。2021 年 2 月，公司还成功中标了荣昌项目，处理规模 600 吨/日。此外，公司在建及筹建项目 22 个，合计处理规模 2.08 万吨/日。未来随着公司投运项目产能逐步爬坡完成，在建及筹建项目有序建设投产，公司运营收入有望持续高增，进而增厚公司整体业绩。

► 上市募集资金充沛现金流，优化财务结构助力业务扩张。

2020 年 5 月，公司通过首次公开发行人民币普通股股票的方式，共募集资金净额 25 亿元，主要用于项目建设及投产、置换之前自筹资金和补充公司流动资金。截至公司年报披露期，公司在建及筹建项目 22 个，垃圾焚烧行业属于重资产行业，项目建设前期投入比较大，公司在建项目众多，资金需求旺盛，募集资金缓解了公司在建项目资金周转压力，推动项目有序建设，为日后建成稳定运营奠定基础。同时，公司使用部分募集资金补充流动资金，进一步优化自身财务结构，缓解公司负债压力。2020 年底，公司资产负债率为 56.57%，较 2019 年底的 66.77%下降 10.10 个百分点，同时公司流动比率和速动比率分别为 1.24 和 1.09，较 2019 年底分别上升 0.4 和 0.39，完成首次公开发行以后，公司流动性和资本结构都有了大幅改善，经营效率也逐步提升，2020 年公司实现经营性现金流 10.81 亿元，稳定在较好水平，未来公司项目逐步落地，公司经营现金流情况将进一步强化。

► 项目陆续进补贴，行业政策规范日趋严格。

垃圾焚烧行业经过几年高速发展，正逐步趋于成熟，政府明确按照“以收定支”的原则合理确定新增补贴项目规模，通过竞争性方式配置新增项目，并以全生命周期合理利用小时数为 82500 小时作为项目补

贴额度的测算标准。在“十四五”政策要求下，企业项目投产速度被限制，公司作为已投产运营规模较大的国有企业，行业竞争力较强，且通过 IPO 募集资金大幅改善自身财务情况。结合“十四五”严格要求企业项目投产速度的背景下，避免短期大量项目投产造成超额的财务压力，公司有望凭借投运的规模优势获得可持续发展。同时，公司存量及新增项目陆续纳入补贴清单，其中 2021 年 2 月 1 日，公司公告，公司江津项目、涪陵项目已纳入可再生能源发电补贴项目清单。江津项目于 2021 年 1 月一次性确认自并网发电以来的可再生能源补贴收入共计约 2.5 亿元(具体以国家电网结算和审计数据为准)，涪陵项目于 2021 年 1 月一次性确认自并网发电以来的可再生能源补贴收入共计约 6500 万元(具体以国家电网结算和审计数据为准)。电价补贴收入，进一步缓解公司投建支出压力，利于公司有序推进在建及筹建项目，保障未来的可持续发展。

投资建议

公司作为行业领军企业，快速发展垃圾焚烧处置规模，巩固国内技术领先地位，同时将高新技术设备拓展到国外，进一步增加自身实力，提升市场份额。随着公司上市，资金面得到大幅改善，项目推进速度加快，公司整体运营规模将再次得到提升。基于公司 2020 年投产规模增加较大，我们上调公司 2021 和 2022 年盈利预测，新增 2023 年预测，预计 2021-2022 年的收入分别从 62.03 亿元、74.52 亿元，上调至 62.13 亿元、74.92 亿元，2023 年营收为 90.34 亿元，同比增速分别为 26.0%、20.6%、20.6%；2021 年和 2022 年归母净利分别从 8.35 亿元、9.98 亿元，上调至 8.77 亿元、10.65 亿元，2023 年归母净利润为 12.92 亿元，同比增速分别为 21.7%和 21.5%、21.2%；EPS 分别为 0.52、0.63、0.77 元，对应 PE 为 16/13/11 倍。维持“增持”评级。

风险提示

- 1) 垃圾焚烧补贴退坡，公司资金流陷入困境；
- 2) 公司项目进展不及预期，投产项目产能利用率不及预期。
- 3) 公司新中标项目不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,364	4,929	6,213	7,492	9,034
YoY (%)	27.1%	13.0%	26.0%	20.6%	20.6%
归母净利润(百万元)	554	721	877	1,065	1,292
YoY (%)	7.8%	30.2%	21.7%	21.5%	21.2%
毛利率 (%)	30.1%	31.2%	30.5%	29.9%	30.0%
每股收益 (元)	0.33	0.43	0.52	0.63	0.77
ROE	12.2%	9.3%	8.9%	8.7%	8.5%
市盈率	25.95	19.93	16.38	13.48	11.12

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouzhi1@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,929	6,213	7,492	9,034	净利润	738	903	1,095	1,327
YoY (%)	13.0%	26.0%	20.6%	20.6%	折旧和摊销	427	420	422	416
营业成本	3,391	4,320	5,253	6,326	营运资金变动	-293	-35	222	223
营业税金及附加	44	60	71	86	经营活动现金流	1,081	1,611	2,042	2,265
销售费用	28	32	50	61	资本开支	-2,600	-3,935	-3,115	-3,292
管理费用	456	503	607	813	投资	-131	0	0	0
财务费用	230	290	290	266	投资活动现金流	-2,641	-3,899	-3,064	-3,230
资产减值损失	-8	-7	-7	-7	股权募资	2,658	0	0	0
投资收益	45	37	51	62	债务募资	2,605	3,624	2,500	2,800
营业利润	855	1,046	1,272	1,540	筹资活动现金流	2,652	3,266	2,148	2,441
营业外收支	3	0	0	0	现金净流量	1,086	979	1,126	1,476
利润总额	857	1,046	1,272	1,540	主要财务指标				
所得税	119	143	176	213	成长能力				
净利润	738	903	1,095	1,327	营业收入增长率	13.0%	26.0%	20.6%	20.6%
归属于母公司净利润	721	877	1,065	1,292	净利润增长率	30.2%	21.7%	21.5%	21.2%
YoY (%)	30.2%	21.7%	21.5%	21.2%	盈利能力				
每股收益	0.43	0.52	0.63	0.77	毛利率	31.2%	30.5%	29.9%	30.0%
资产负债表 (百万元)					净利率率	15.0%	14.5%	14.6%	14.7%
货币资金	2,427	3,406	4,532	6,007	总资产收益率 ROA	3.8%	3.5%	3.5%	3.4%
预付款项	40	66	78	91	净资产收益率 ROE	9.3%	8.9%	8.7%	8.5%
存货	603	809	977	1,171	偿债能力				
其他流动资产	1,885	2,266	2,561	2,951	流动比率	1.24	1.64	1.74	1.86
流动资产合计	4,955	6,546	8,148	10,220	速动比率	1.04	1.40	1.49	1.60
长期股权投资	615	615	615	615	现金比率	0.61	0.85	0.97	1.09
固定资产	477	3,094	5,243	7,667	资产负债率	56.6%	59.2%	58.6%	57.9%
无形资产	8,047	8,828	9,609	10,390	经营效率				
非流动资产合计	13,884	18,572	22,672	27,226	总资产周转率	0.26	0.25	0.24	0.24
资产合计	18,839	25,118	30,820	37,446	每股指标 (元)				
短期借款	576	0	0	0	每股收益	0.43	0.52	0.63	0.77
应付账款及票据	1,751	2,153	2,618	3,172	每股净资产	4.63	5.85	7.32	9.09
其他流动负债	1,658	1,834	2,065	2,332	每股经营现金流	0.64	0.96	1.22	1.35
流动负债合计	3,985	3,986	4,684	5,504	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	6,271	10,471	12,971	15,771	估值分析				
其他长期负债	401	401	401	401	PE	19.93	16.38	13.48	11.12
非流动负债合计	6,672	10,872	13,372	16,172	PB	1.79	1.46	1.17	0.94
负债合计	10,657	14,858	18,055	21,675					
股本	1,678	1,678	1,678	1,678					
少数股东权益	419	444	474	510					
股东权益合计	8,182	10,260	12,764	15,771					
负债和股东权益合计	18,839	25,118	30,820	37,446					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。