

公司研究

增量补贴带来业绩弹性，审慎处理原则红利释放

——三峰环境（601827.SH）2021年一季度业绩预告点评

要点

事件：公司发布2021年第一季度业绩预告，预计2021年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润为51,273万元至56,670万元，同比将增加39,208万元至44,605万元，增长325%至370%。

点评：

业绩预增主要受增量补贴驱动。公司下属江津第三垃圾焚烧发电厂项目、涪陵-长寿生活垃圾焚烧发电厂一期项目以及库尔勒市城市生活垃圾焚烧发电厂项目于2021年第一季度纳入可再生能源发电补贴项目清单。根据公司会计政策，公司于2021年第一季度一次性确认上述项目自并网发电以来的可再生能源补贴收入共计约38486万元。

存量项目仍有望纳入补贴清单。此前，共有白银、涪陵一期、百果园、梅州一期、库尔勒一期等5个项目未纳入可再生能源1-7批补贴。此次纳入3个后，我们预计剩余两个项目白银、梅州一期于2022年纳入补贴清单，并将其自并网以来的可再生能源补贴（约1.2亿元）计入收入。

审慎处理原则下，带来新的业绩增量。公司对于营业收入的计量是较为审慎的，此前，对于没有纳入可再生能源1-7批补助目录的项目均按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入。因此出于审慎原则，我们假设未来公司新投运的项目均将按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入，因此，一旦新投运的项目纳入可再生能源补贴清单并按补贴后电价确认收入，将会显著提升公司的收入和业绩水平。

盈利预测、估值与评级：公司采用审慎的补贴处理原则，未来或由于项目纳入补贴清单而带来新增补贴，从而提升业绩弹性。在此次计入历史补贴（江津、涪陵一期、库尔勒项目）38486万元后，我们假设2022年计入历史补贴1.2亿元（白银、梅州一期项目），上调公司21-23年归母净利润至12.7/12.4/13.2亿元（较我们原先的预测分别提升31%/10%/2%），当前股价对应21-23年PE为11/11/10倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目建设及产业政策不及预期、地方支付能力受限等风险；市场竞争激烈致业务开拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,364	4,929	6,649	7,510	8,307
营业收入增长率	27.13%	12.95%	34.89%	12.95%	10.61%
净利润（百万元）	554	721	1,273	1,242	1,316
净利润增长率	7.81%	30.24%	76.65%	-2.47%	5.94%
EPS（元）	0.33	0.43	0.76	0.74	0.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.17%	9.29%	14.50%	12.96%	12.57%
P/E	25	19	11	11	10
P/B	2.3	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-15

买入（维持）

当前价：8.09元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452071
yinzs@ebsecn.com

分析师：郝睿

执业证书编号：S0930520050001
021-52523827
haoqian@ebsecn.com

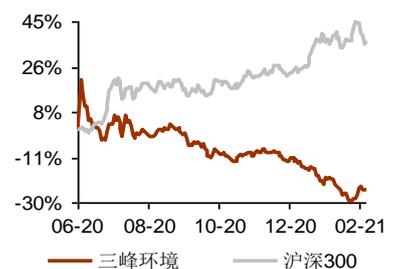
分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005
0755-23915357
huangshuaibin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.78
总市值(亿元)	135.77
一年最低/最高(元)	6.83/11.99
近3月换手率	35.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.46	12.25	-48.19
绝对	-2.18	2.93	-17.87

资料来源：Wind

相关研报

运营项目加速落地，推出上市后首份股权激励——三峰环境（601827.SH）跟踪报告（2021-04-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,364	4,929	6,649	7,510	8,307
营业成本	3,049	3,391	4,397	5,164	5,780
折旧和摊销	352	402	410	502	584
税金及附加	44	44	66	75	83
销售费用	29	28	38	43	47
管理费用	417	456	612	691	764
研发费用	42	49	67	75	83
财务费用	218	230	127	203	252
投资收益	21	45	67	94	132
营业利润	643	855	1,508	1,477	1,569
利润总额	667	857	1,509	1,478	1,570
所得税	96	119	211	207	220
净利润	571	738	1,297	1,271	1,350
少数股东损益	18	17	24	29	35
归属母公司净利润	554	721	1,273	1,242	1,316
EPS(按最新股本计)	0.33	0.43	0.76	0.74	0.78

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,369	1,081	1,561	1,926	2,071
净利润	554	721	1,273	1,242	1,316
折旧摊销	352	402	410	502	584
净营运资金增加	356	-237	356	200	210
其他	107	195	-479	-18	-39
投资活动产生现金流	-2,470	-2,641	-3,134	-3,227	-2,354
净资本支出	-2,453	-2,600	-3,201	-3,321	-2,486
长期投资变化	458	615	0	0	0
其他资产变化	-476	-656	67	94	132
融资活动现金流	1,435	2,652	1,140	1,559	522
股本变化	0	378	0	0	0
债务净变化	1,779	335	1,518	2,203	1,206
无息负债变化	396	647	721	562	477
净现金流	334	1,086	-432	258	239

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	30.1%	31.2%	33.9%	31.2%	30.4%
EBITDA 率	28.5%	30.2%	30.2%	28.1%	27.6%
EBIT 率	20.1%	21.5%	24.0%	21.4%	20.6%
税前净利润率	15.3%	17.4%	22.7%	19.7%	18.9%
归母净利润率	12.7%	14.6%	19.2%	16.5%	15.8%
ROA	3.9%	3.9%	5.9%	4.9%	4.8%
ROE (摊薄)	12.2%	9.3%	14.5%	13.0%	12.6%
经营性 ROIC	6.4%	6.4%	7.9%	6.7%	6.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	67%	57%	58%	61%	61%
流动比率	0.84	1.24	0.97	0.87	0.87
速动比率	0.70	1.09	0.83	0.74	0.74
归母权益/有息债务	0.64	1.04	0.98	0.86	0.84
有形资产/有息债务	1.00	1.43	1.39	1.32	1.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	14,491	18,839	22,124	25,718	28,320
货币资金	1,334	2,427	1,995	2,253	2,492
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,018	994	1,354	1,529	1,691
应收票据	0	8	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	53	72	81	90
存货	605	603	792	930	1,040
其他流动资产	523	680	1,024	1,196	1,355
流动资产合计	3,580	4,955	5,438	6,200	6,887
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	458	615	615	615	615
固定资产	501	477	1,008	1,547	2,075
在建工程	2,584	4,586	5,403	6,397	6,928
无形资产	7,266	8,047	9,489	10,775	11,618
商誉	9	9	9	9	9
其他非流动资产	35	78	78	78	78
非流动资产合计	10,911	13,884	16,686	19,519	21,433
总负债	9,676	10,657	12,896	15,661	17,344
短期借款	1,319	576	1,026	1,979	2,235
应付账款	1,412	1,751	2,271	2,666	2,985
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	476	0	0	0	0
其他流动负债	143	169	246	285	321
流动负债合计	4,254	3,985	5,578	7,143	7,927
长期借款	5,129	6,271	7,271	8,471	9,371
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	43	40	40	40	40
非流动负债合计	5,422	6,672	7,318	8,518	9,418
股东权益	4,815	8,182	9,228	10,058	10,976
股本	1,300	1,678	1,678	1,678	1,678
公积金	1,892	4,049	4,176	4,300	4,432
未分配利润	1,355	2,037	2,931	3,608	4,360
归属母公司权益	4,548	7,764	8,785	9,586	10,470
少数股东权益	267	419	443	472	506

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.67%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%
管理费用率	9.55%	9.26%	9.20%	9.20%	9.20%
财务费用率	4.99%	4.66%	1.90%	2.71%	3.04%
研发费用率	0.97%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.15	0.26	0.26	0.27
每股经营现金流	1.05	0.64	0.93	1.15	1.23
每股净资产	3.50	4.63	5.23	5.71	6.24
每股销售收入	3.36	2.94	3.96	4.47	4.95

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	25	19	11	11	10
PB	2.3	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.4	13.9	11.4	11.9	11.5
股息率	0.0%	1.9%	3.2%	3.2%	3.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE