

一季度业绩大增，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)	152.22
最新收盘价:	9.07	自由流通市值(亿)	34.31
		自由流通股数(百万)	378.27

事件概述

2021年4月29日，公司披露2021年一季度报告，报告期内实现营业收入15.98亿元，同比增长69.59%；实现归母净利润5.37亿元，同比增长345.39%；实现基本每股收益0.32元。

分析判断:

► 确认国补收入，一季度业绩大增。

截至报告期末，公司实现营业收入15.98亿元，同比增长69.59%；实现归母净利润5.37亿元，同比增长345.39%。主要系本期公司涪陵、百果园和库尔勒项目纳入国家可再生能源补贴清单，一次性确认补贴收入所致。公司2021年4月16日业绩预增公告披露，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38,486万元。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。截至2021年一季度末，公司共以BOT、PPP等模式投资垃圾焚烧发电项目49个，设计垃圾处理能力54700吨/日（含参股项目），公司的技术及装备已应用于国内外212个垃圾焚烧项目、361条焚烧线，整体业绩位居行业前列。未来随着运营规模的提升，业绩有望稳定增长。

► 资本结构持续优化，经营性现金流同比大增。

公司目前在建及筹建项目20余个，资金需求旺盛。2020年，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，进一步优化自身财务结构，缓解公司负债压力。2020年一季度末，公司资产负债率为55.96%，较2020年同期的66.98%下降11.02pct，较2020年底的56.57%下降0.61pct，同时公司流动比率和速动比率分别为1.24和1.08，较2020年同期分别上升0.46和0.42，公司的流动性和资本结构都在持续改善，经营效率也逐步提升，2021年一季度公司实现经营性现金流3.01亿元，较2020年同期同比增长544.72%，主要系一季度收到洛碛EPC项目、鞍山EPC项目等工程款致公司销售商品、提供劳务收到的现金达到13.82亿元，同比增长49.86%。未来公司在建及筹建项目逐步建成投产，公司经营现金流情况将进一步强化，保障业绩可持续增长。

► 推出股权激励计划，彰显公司长期发展信心。

4月7日，公司公告拟推出上市后首份股权激励计划，拟以4.20元/股向512名董事、高管及核心骨干授予合计1678.20万股限制性股票，不超过公司总股本的1%。此次，激励计划授予的限制性股票，预计在2022-2024年的3个会计年度中，分年度进行绩效考核并解除限售，每个会计年度考核一次，以达到公司业绩考核目标作为激励对象的解除限售条件，业绩考核期间为2022-2024年：以2018年-2020年三年平均的净利润为基数，2022年至2024年净利润增长率不低于45%、55%和65%，各年度净资产收益率分别不低于9.0%、9.1%和9.2%，营业利润率分别不低于16%、17%和18%，且均不低于同行业平均水平。此次股权激励计划可以有效的调动员工积极性，进一步强化公司市值管理、促进公司经营业绩平稳快速增长。

长，确保公司长期发展目标顺利实现。

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。基于公司存量项目陆续纳入国补清单，在未来将持续贡献业绩，我们上调公司盈利预测，2021-2023 年的收入从 62.13 亿元、74.92 亿元、90.34 亿元上调 65.98 亿元、75.72 亿元、91.31 亿元，分别同比增长 33.9%、14.8%、20.6%；归母净利从 8.77 亿元、10.65 亿元、12.92 亿元上调至 10.54 亿元、12.23 亿元、13.69 亿元，同比增速分别为 46.2%、16.0%、11.9%；EPS 分别为 0.63、0.73、0.82 元，对应 PE 为 14/12/11 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	6,598	7,572	9,131
YoY (%)	27.1%	13.0%	33.9%	14.8%	20.6%
归母净利润(百万元)	554	721	1,054	1,223	1,369
YoY (%)	7.8%	30.2%	46.2%	16.0%	11.9%
毛利率 (%)	30.1%	31.2%	34.5%	30.6%	30.7%
每股收益 (元)	0.33	0.43	0.63	0.73	0.82
ROE	12.2%	9.3%	10.5%	9.7%	8.7%
市盈率	27.50	21.12	14.44	12.45	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：zhouzhl1@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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,929	6,598	7,572	9,131	净利润	738	1,085	1,257	1,406
YoY (%)	13.0%	33.9%	14.8%	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	-190	360	220
营业税金及附加	44	64	72	86	经营活动现金流	1,081	1,637	2,341	2,339
销售费用	28	34	51	61	资本开支	-2,600	-3,935	-3,115	-3,292
管理费用	456	534	613	822	投资	-131	0	0	0
财务费用	230	270	290	260	投资活动现金流	-2,641	-3,896	-3,064	-3,229
资产减值损失	-8	-7	-7	-7	股权募资	2,658	0	0	0
投资收益	45	39	51	63	债务募资	2,605	3,624	2,500	2,800
营业利润	855	1,257	1,459	1,632	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	1,006	1,426	1,551
利润总额	857	1,257	1,459	1,632	主要财务指标				
所得税	119	172	202	226	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	738	1,085	1,257	1,406	成长能力				
归属于母公司净利润	721	1,054	1,223	1,369	营业收入增长率	13.0%	33.9%	14.8%	20.6%
YoY (%)	30.2%	46.2%	16.0%	11.9%	净利润增长率	30.2%	46.2%	16.0%	11.9%
每股收益	0.43	0.63	0.73	0.82	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	31.2%	34.5%	30.6%	30.7%
货币资金	2,427	3,433	4,860	6,411	净利率率	15.0%	16.4%	16.6%	15.4%
预付款项	40	66	78	91	总资产收益率 ROA	3.8%	4.2%	3.9%	3.6%
存货	603	809	977	1,171	净资产收益率 ROE	9.3%	10.5%	9.7%	8.7%
其他流动资产	1,885	2,445	2,582	2,975	偿债能力				
流动资产合计	4,955	6,753	8,496	10,648	流动比率	1.24	1.68	1.81	1.93
长期股权投资	615	615	615	615	速动比率	1.04	1.44	1.56	1.67
固定资产	477	3,094	5,243	7,667	现金比率	0.61	0.86	1.04	1.16
无形资产	8,047	8,828	9,609	10,390	资产负债率	56.6%	58.8%	57.9%	57.2%
非流动资产合计	13,884	18,572	22,672	27,226	经营效率				
资产合计	18,839	25,325	31,168	37,874	总资产周转率	0.26	0.26	0.24	0.24
短期借款	576	0	0	0	每股指标 (元)				
应付账款及票据	1,751	2,153	2,618	3,172	每股收益	0.43	0.63	0.73	0.82
其他流动负债	1,658	1,858	2,070	2,337	每股净资产	4.63	5.95	7.52	9.34
流动负债合计	3,985	4,011	4,688	5,509	每股经营现金流	0.64	0.98	1.40	1.39
长期借款	6,271	10,471	12,971	15,771	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	401	401	401	401	估值分析				
非流动负债合计	6,672	10,872	13,372	16,172	PE	21.12	14.44	12.45	11.12
负债合计	10,657	14,882	18,060	21,680	PB	1.79	1.52	1.21	0.97
股本	1,678	1,678	1,678	1,678					
少数股东权益	419	450	484	522					
股东权益合计	8,182	10,442	13,108	16,193					
负债和股东权益合计	18,839	25,325	31,168	37,874					

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在最新状态。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。