

三峰环境 (601827.SH)

产能进入投产高峰期, 绿电细分龙头成长性显著

核心观点:

- **产能放量叠加补贴收入确认增厚业绩, 单三季度业绩增长 17%~43%。** 公司发布 2021 年前三季度业绩预告, 预计 2021 前三季度实现归母净利润 10.80~11.51 亿元 (同比增长 76.02~87.52%), 其中单三季度实现归母净利润 3.22~3.92 亿元 (同比增长 17.03~42.69%)。业绩增长一方面系江津及涪陵等项目纳入国补清单, 确认补贴收入 3.85 亿元; 另一方面新增项目已逐步投产并释放业绩下, 公司长期成长性突出。
- **在手项目总规模 (含参股) 及发电效率均位列 A 股业内首位, 有望深度受益垃圾焚烧绿电属性。** 公司上半年投产 6850 吨/日并中标 1700 吨/日新项目, 截至 2021H1 在运控股产能 2.98 万吨/日, 在建/筹建控股产能 1.17 万吨/日, 并拥有 1.44 万吨/日参股产能, 规模位列 A 股业内首位。全国绿电市场已经启动, 首批交易光伏、风电绿电实现溢价 3-5 分/kwh。而垃圾焚烧同属可再生能源, 根据政策规划后续有望纳入绿电体系, 公司作为 A 股垃圾焚烧产能最大龙头企业有望深度受益。
- **高端焚烧设备龙头, 全产业链布局优势显著, 职业经理人制度添活力。** 公司作为高端焚烧设备国产化引领者, 上半年新签设备合同金额 5.83 亿元, 其中包括北京市规模最大的 5100 吨/日安定项目, 为当地首单高端国产化设备订单, 彰显公司设备竞争力。此外公司已完成职业经理人制度改革, 股权激励预案已经发布, 管理机制持续优化。
- **盈利预测与投资建议: 焚烧全产业链龙头, 投产加速开启景气周期, 维持“买入”评级。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.02/12.17/14.45 亿元, 按最新收盘价对应最新 PE 分别为 12.07/11.91/10.04 倍。职业经理人模式优化治理结构, 在建产能加速释放, 垃圾焚烧绿电属性突出。参考可比公司估值, 给予公司 2021 年 18 倍 PE 估值, 对应 12.89 元/股合理价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 项目投产进度低于预期; EPC 和设备订单获取不及预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,364	4,929	6,241	6,924	7,942
增长率 (%)	27.1	13.0	26.6	10.9	14.7
EBITDA (百万元)	1,147	1,387	2,053	2,131	2,454
归母净利润 (百万元)	554	721	1,202	1,217	1,445
增长率 (%)	7.8	30.2	66.7	1.3	18.7
EPS (元/股)	0.43	0.43	0.72	0.73	0.86
市盈率 (P/E)	-	19.28	12.07	11.91	10.04
ROE (%)	12.2	9.3	13.4	12.0	12.4
EV/EBITDA	5.07	13.66	10.11	9.57	7.95

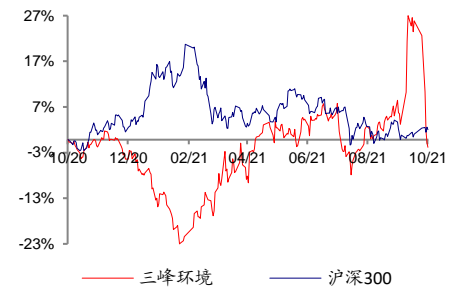
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	8.64 元
合理价值	12.89 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-14

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

三峰环境 (601827.SH): 产能 2021-08-16

提升+补贴确认增厚业绩, 焚烧全产业链协同增长

三峰环境 (601827.SH): 焚烧 2021-04-19

炉国产化先行者, 国企改革注入新活力

联系人: 陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,580	4,955	4,390	5,263	6,676
货币资金	1,334	2,427	1,418	1,919	2,882
应收及预付	1,078	1,041	1,247	1,386	1,589
存货	605	603	658	764	874
其他流动资产	563	884	1,066	1,195	1,331
非流动资产	10,911	13,884	16,387	17,461	18,166
长期股权投资	458	615	715	815	915
固定资产	501	477	462	447	432
在建工程	2,584	4,586	4,886	5,086	5,186
无形资产	7,266	8,047	10,156	10,935	11,444
其他长期资产	101	160	169	179	190
资产总计	14,491	18,839	20,777	22,724	24,842
流动负债	4,254	3,985	4,491	5,040	5,625
短期借款	1,319	576	560	572	584
应付及预收	1,888	1,751	2,085	2,418	2,766
其他流动负债	1,047	1,658	1,846	2,049	2,275
非流动负债	5,422	6,672	6,872	7,022	7,072
长期借款	5,129	6,271	6,471	6,621	6,671
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	292	401	401	401	401
负债合计	9,676	10,657	11,362	12,061	12,697
股本	1,300	1,678	1,678	1,678	1,678
资本公积	1,824	3,946	3,946	3,946	3,946
留存收益	1,423	2,139	3,341	4,558	6,003
归属母公司股东权益	4,548	7,764	8,965	10,182	11,627
少数股东权益	267	419	450	481	518
负债和股东权益	14,491	18,839	20,777	22,724	24,842

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,369	1,081	2,056	2,281	2,535
净利润	571	738	1,232	1,248	1,482
折旧摊销	364	427	516	646	716
营运资金变动	189	-293	77	165	124
其它	244	209	230	222	213
投资活动现金流	-2,470	-2,641	-2,940	-1,625	-1,312
资本支出	-2,453	-2,600	-2,884	-1,584	-1,280
投资变动	-151	-131	-100	-100	-100
其他	133	89	44	59	68
筹资活动现金流	1,435	2,652	-126	-155	-260
银行借款	3,131	2,605	184	162	62
股权融资	62	2,658	0	0	0
其他	-1,758	-2,612	-309	-317	-322
现金净增加额	334	1,086	-1,009	502	963
期初现金余额	885	1,219	2,427	1,418	1,919
期末现金余额	1,219	2,306	1,418	1,919	2,882

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	27.1%	13.0%	26.6%	10.9%	14.7%
营业利润增长	16.3%	33.0%	64.5%	1.3%	18.7%
归母净利润增长	7.8%	30.2%	66.7%	1.3%	18.7%
获利能力					
毛利率	30.1%	31.2%	35.8%	32.9%	33.1%
净利率	13.1%	15.0%	19.7%	18.0%	18.7%
ROE	12.2%	9.3%	13.4%	12.0%	12.4%
ROIC	5.6%	5.3%	7.7%	6.9%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	66.8%	56.6%	54.7%	53.1%	51.1%
净负债比率	200.9%	130.2%	120.7%	113.1%	104.5%
流动比率	0.84	1.24	0.98	1.04	1.19
速动比率	0.69	1.04	0.77	0.83	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.26	0.30	0.30	0.32
应收账款周转率	4.29	4.96	5.21	5.21	5.21
存货周转率	7.22	8.17	9.48	9.07	9.09
每股指标 (元)					
每股收益	0.43	0.43	0.72	0.73	0.86
每股经营现金流	1.05	0.64	1.23	1.36	1.51
每股净资产	3.50	4.63	5.34	6.07	6.93
估值比率					
P/E	-	19.28	12.07	11.91	10.04
P/B	-	1.79	1.62	1.42	1.25
EV/EBITDA	-	13.66	10.11	9.57	7.95

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,364	4,929	6,241	6,924	7,942
营业成本	3,049	3,391	4,005	4,645	5,314
营业税金及附加	44	44	56	62	71
销售费用	29	28	31	38	40
管理费用	417	456	549	623	699
研发费用	42	49	62	69	79
财务费用	218	230	293	303	301
资产减值损失	0	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	45	53	69	79
营业利润	643	855	1,406	1,424	1,691
营业外收支	24	3	26	26	30
利润总额	667	857	1,432	1,450	1,721
所得税	96	119	199	202	240
净利润	571	738	1,232	1,248	1,482
少数股东损益	18	17	31	31	37
归属母公司净利润	554	721	1,202	1,217	1,445
EBITDA	1,147	1,387	2,053	2,131	2,454
EPS (元)	0.43	0.43	0.72	0.73	0.86

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。