

焚烧产能持续释放，国补加速增厚盈利

2022 年 03 月 31 日

➤ **事件概述：**公司发布 2021 年度报告，报告期内实现营业收入 58.74 亿元，同比增长 19.2%；归属于上市公司股东的净利润 12.38 亿元，同比增长 71.8%；归属于上市公司股东的扣非净利润 12.23 亿元，同比增长 76.4%。公司拟向全体股东每股派发现金股利 0.222 元。

➤ **规模、效率行业领先，国补确认增厚业绩：**2021 年，公司新增投运产能 10450 吨/日，已投运垃圾焚烧发电项目共计 34 个（含参股项目），设计处理规模合计 41500 吨/日。2021 年度控股项目合计完成垃圾处理量 1074.39 万吨，实现上网电量 36.8 亿度，分别同比增长 26.3%与 29.1%。单位垃圾上网电量达 343 千瓦时，厂自用电率约 12.3%，精细化管理提升运营效率。报告期内，公司多个项目纳入可再生能源发电补贴项目清单并一次性确认补贴收入 3.99 亿元，增厚全年业绩。

➤ **项目储备丰富，国产替代打开焚烧炉设备成长空间：**2021 年公司新增中标 3 个垃圾焚烧发电 BOT 项目，新增处理能力 1700 吨/日，在建及筹建垃圾焚烧发电项目共 17 个（含参股），设计处理规模合计 14500 吨/日，项目储备丰富保障后续业绩持续增长。2021 年 3 月，公司签约北京安定 5100（6×850）吨/日焚烧炉及辅助设备项目，该超大型项目用国产焚烧炉替代进口产品，此举具有重要的行业示范效果，未来国产替代趋势下，公司焚烧炉业务凭借行业领先地位，或将获得更大市场份额。

➤ **可再生能源发电补贴落地有望加速：**国家财政部印发《2021 年中央府性基金支出预算表》，提出“其他政府性基金支出”中“中央本级支出”从 2021 年的 928 亿元增加至 4528 亿元，政策发力或将加速可再生能源发电补贴落地，改善垃圾焚烧发电行业现金流，保障行业高质量可持续发展。

➤ **投资建议：**根据年报披露，公司控股的募江、秀山、西昌二期、武隆、合川项目以及参股的安阳、抚顺项目均已进入试运行阶段，预计随着项目投产+国补申报审批加速，公司业绩将持续增长。我们维持此前对公司的盈利预测，预计公司 22/23 年 EPS 分别为 0.75/0.85 元，新增 24 年 EPS 预测值 0.89 元，对应 2022 年 3 月 30 日收盘价 PE 分别为 10.3/9.1/8.7 倍，给予公司 2022 年 12 倍 PE，对应目标价 9.00 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 项目建设与投运进度不及预期；2) 行业增速放缓风险；3) 纳入国补目录速度放缓风险；4) 大固废业务发展不及预期风险。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

7.77 元

目标价：

9.00 元



分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1.三峰环境(601827.SH)首次覆盖报告：全产业链布局的垃圾焚烧头部运营商

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,874	6,829	7,511	8,089
增长率（%）	19.2	16.3	10.0	7.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,238	1,262	1,427	1,497
增长率（%）	71.8	1.9	13.1	4.9
每股收益（元）	0.74	0.75	0.85	0.89
PE	10.5	10.3	9.1	8.7
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,874	6,829	7,511	8,089
营业成本	4,011	4,417	4,838	5,270
营业税金及附加	55	61	68	73
销售费用	27	34	38	40
管理费用	236	615	676	728
研发费用	76	55	60	65
EBIT	1,504	1,647	1,832	1,913
财务费用	285	288	311	332
资产减值损失	-7	-5	-5	-5
投资收益	209	68	75	81
营业利润	1,421	1,514	1,693	1,768
营业外收支	7	4	4	4
利润总额	1,428	1,518	1,697	1,772
所得税	119	197	204	213
净利润	1,309	1,321	1,494	1,559
归属于母公司净利润	1,238	1,262	1,427	1,497
EBITDA	2,065	2,558	2,838	2,808

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,716	1,956	2,932	4,478
应收账款及票据	1,516	1,508	1,658	1,786
预付款项	54	66	73	79
存货	853	847	928	1,011
其他流动资产	986	1,089	1,129	1,163
流动资产合计	5,126	5,467	6,720	8,517
长期股权投资	837	1,037	1,237	1,437
固定资产	467	444	422	399
无形资产	14,753	15,873	16,396	16,530
非流动资产合计	16,340	17,642	18,349	18,667
资产合计	21,465	23,109	25,069	27,184
短期借款	192	292	392	592
应付账款及票据	2,002	2,283	2,500	2,724
其他流动负债	2,092	1,969	2,084	2,201
流动负债合计	4,286	4,543	4,976	5,517
长期借款	6,183	6,683	7,183	7,683
其他长期负债	1,616	1,616	1,616	1,616
非流动负债合计	7,799	8,299	8,799	9,299
负债合计	12,086	12,843	13,775	14,816
股本	1,678	1,678	1,678	1,678
少数股东权益	571	631	698	760
股东权益合计	9,380	10,266	11,294	12,368
负债和股东权益合计	21,465	23,109	25,069	27,184

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.16	16.27	9.98	7.70
EBIT 增长率	44.16	9.52	11.21	4.43
净利润增长率	71.78	1.88	13.07	4.93
盈利能力 (%)				
毛利率	31.71	35.32	35.59	34.85
净利润率	22.29	19.34	19.89	19.28
总资产收益率 ROA	5.77	5.46	5.69	5.51
净资产收益率 ROE	14.06	13.09	13.46	12.90
偿债能力				
流动比率	1.20	1.20	1.35	1.54
速动比率	0.95	0.96	1.10	1.30
现金比率	0.40	0.43	0.59	0.81
资产负债率 (%)	56.30	55.58	54.95	54.50
经营效率				
应收账款周转天数	94.21	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	77.66	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.27	0.30	0.30	0.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.75	0.85	0.89
每股净资产	5.59	6.12	6.73	7.37
每股经营现金流	1.10	1.51	1.68	1.68
每股股利	0.22	0.27	0.29	0.30
估值分析				
PE	11	10	9	9
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.32	7.67	6.78	6.55
股息收益率 (%)	2.86	3.45	3.69	3.83

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,309	1,321	1,494	1,559
折旧和摊销	561	911	1,006	895
营运资金变动	-132	56	55	90
经营活动现金流	1,848	2,527	2,813	2,824
资本开支	-2,696	-2,009	-1,509	-1,009
投资	-96	-200	-200	-200
投资活动现金流	-2,496	-2,141	-1,634	-1,128
股权募资	72	0	0	0
债务募资	437	600	600	700
筹资活动现金流	-27	-147	-203	-149
现金净流量	-678	240	976	1,546

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001