

运营效率提升，海外市场、“小型化”值得关注

2023 年 03 月 31 日

➤ **事件概述：**3 月 30 日，公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 60.23 亿元，同比增长 2.54%；归母净利润 11.39 亿元，同比下降 8.00%；扣非归母净利润 11.16 亿元，同比下降 8.74%。剔除一次性确认的归属于以前年度补贴因素影响后，2022 年归母净利润同比增长 18.89%，扣非归母净利润同比增长 18.28%。

➤ **产能有序投运，运营效率持续提升：**截至 2022 年底，公司在手垃圾焚烧发电项目 54 个，产能合计 59550 吨/日，其中，已投运项目 43 个，产能合计 50700 吨/日（含参股），其中 2022 年新增投运产能 6450 吨/日。截至 2022 年底，公司在建及筹建产能 8850 吨/日（含参股）。2022 年，全资、控股项目处理生活垃圾 1241.91 万吨，同比增长 15.59%，综合产能利用率达 90%以上，实现总发电量约 50.24 亿度，吨入厂垃圾发电量 404.54KWh/t（如不考虑供热项目，约 422KWh/t），吨入厂垃圾上网电量 354.70KWh/t，分别同比增长 3.62%、3.56%，平均厂用电率为 12.4%，保持业内领先水平。公司整体项目运营稳定，降本增效成果显著。

➤ **海外市场取得突破，小型焚烧技术值得期待：**2022 年，在 EPC 工程建设领域，三峰卡万塔签署越南塞拉芬项目（3×615 吨/日）；在设备销售领域，签署多个印度项目，提供焚烧线产品 14 条，处理能力合计 9750 吨/日；三峰科技签署污水处理系统及餐厨（厨余）设备供货合同 25 项，污水总处理能力约 43000 吨/日。整体上，公司进一步实现市场突破，海外业务持续放量值得期待。在县域农村等较偏远地区，小型焚烧设备具有广阔的市场应用空间。作为垃圾焚烧发电设备龙头，公司积极推进县域小型垃圾焚烧资源化技术和装备的研发，探索小型化项目持续稳定的商业模式，后续有望贡献新的利润增长点。

➤ **投资建议：**剔除补贴影响，全年盈利同比增长，回款保持良好态势；焚烧产能有序投运，运营效率提升明显；海外市场有所突破，小型焚烧装备在研，有望贡献业绩增量。结合公司经营情况，调整对公司的盈利预测，预计公司 23/24 年 EPS 分别为 0.78/0.85 元/股（前值 0.71/0.74 元/股），新增 25 年 EPS 预测值 0.93 元/股，对应 2023 年 03 月 30 日收盘价 PE 分别为 8.7/8.0/7.3 倍，考虑公司项目整体运营稳定，给予公司 2023 年 11.0 倍 PE，目标价 8.58 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目建设与投运进度不及预期；行业增速放缓风险；纳入国补目录速度放缓风险；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：

6.80 元

目标价：

8.58 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1.三峰环境 (601827.SH) 2022 年三季报点评：剔除补贴影响，单季盈利同比增长-2022/10/28

2.三峰环境 (601827.SH) 2022 年中报点评：运营能力持续增强，焚烧产能逐步释放-2022/08/20

3.三峰环境(601827.SH)2021 年年报点评：焚烧产能持续释放，国补加速增厚盈利-2022/03/31

4.三峰环境(601827.SH)首次覆盖报告：全产业链布局的垃圾焚烧头部运营商-2022/03/15

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,023	6,398	6,880	7,404
增长率 (%)	2.5	6.2	7.5	7.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,139	1,311	1,425	1,554
增长率 (%)	-8.0	15.1	8.7	9.1
每股收益 (元)	0.68	0.78	0.85	0.93
PE	10.0	8.7	8.0	7.3
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,023	6,398	6,880	7,404
营业成本	4,144	4,355	4,674	5,023
营业税金及附加	64	58	62	67
销售费用	21	32	34	37
管理费用	264	256	275	296
研发费用	72	64	69	74
EBIT	1,504	1,634	1,766	1,908
财务费用	317	321	339	357
资产减值损失	10	-5	-5	-5
投资收益	128	128	138	148
营业利润	1,326	1,521	1,653	1,795
营业外收支	6	4	4	4
利润总额	1,332	1,525	1,657	1,799
所得税	135	153	166	180
净利润	1,197	1,373	1,492	1,619
归属于母公司净利润	1,139	1,311	1,425	1,554
EBITDA	2,199	2,519	2,747	1,973

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,781	3,605	5,313	6,538
应收账款及票据	1,818	1,753	1,885	2,029
预付款项	109	87	93	100
存货	1,088	954	1,024	1,101
其他流动资产	991	993	1,018	1,044
流动资产合计	5,788	7,392	9,334	10,812
长期股权投资	843	1,043	1,243	1,443
固定资产	534	537	539	542
无形资产	16,037	15,656	15,179	15,617
非流动资产合计	17,825	17,653	17,385	18,032
资产合计	23,613	25,045	26,719	28,844
短期借款	0	100	200	400
应付账款及票据	2,139	2,251	2,415	2,596
其他流动负债	2,601	2,385	2,268	2,379
流动负债合计	4,741	4,735	4,883	5,375
长期借款	6,846	7,346	7,846	8,346
其他长期负债	1,755	1,755	1,755	1,755
非流动负债合计	8,601	9,101	9,601	10,101
负债合计	13,342	13,836	14,484	15,476
股本	1,678	1,678	1,678	1,678
少数股东权益	630	692	759	824
股东权益合计	10,271	11,209	12,234	13,369
负债和股东权益合计	23,613	25,045	26,719	28,844

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.54	6.22	7.54	7.62
EBIT 增长率	-0.02	8.65	8.12	8.00
净利润增长率	-8.00	15.06	8.67	9.12
盈利能力 (%)				
毛利率	31.19	31.93	32.07	32.16
净利率	19.87	21.45	21.68	21.87
总资产收益率 ROA	4.82	5.23	5.33	5.39
净资产收益率 ROE	11.82	12.46	12.41	12.39
偿债能力				
流动比率	1.22	1.56	1.91	2.01
速动比率	0.94	1.31	1.65	1.75
现金比率	0.38	0.76	1.09	1.22
资产负债率 (%)	56.50	55.25	54.21	53.65
经营效率				
应收账款周转天数	110.15	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	95.86	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	0.26	0.26	0.26	0.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.78	0.85	0.93
每股净资产	5.74	6.27	6.84	7.47
每股经营现金流	1.16	1.54	1.50	1.17
每股股利	0.22	0.27	0.29	0.30
估值分析				
PE	10.0	8.7	8.0	7.3
PB	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.21	6.68	5.72	7.70
股息收益率 (%)	3.26	3.94	4.21	4.38

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,197	1,373	1,492	1,619
折旧和摊销	695	886	981	66
营运资金变动	-142	113	-185	37
经营活动现金流	1,949	2,585	2,515	1,965
资本开支	-1,681	-509	-509	-509
投资	-240	-200	-200	-200
投资活动现金流	-1,739	-581	-571	-561
股权募资	20	0	0	0
债务募资	496	600	600	700
筹资活动现金流	-185	-181	-236	-180
现金净流量	34	1,824	1,708	1,225

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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026