

惠城环保(300779)

单季度营收再创新高，看好公司长期成长

行业：环保/环境治理
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：46.28元
 目标价格：84.00元

事件：

10月23日晚，公司发布三季报，2023年公司实现营业收入7.8亿元，同比增长224%；实现归母净利润1.4亿元，同比增长1629%；实现扣非后归母净利润1.3亿元，同比增长864%。

单季度看，2023年三季度，公司实现营业收入2.8亿元，同比增长184%，环比增长5%；实现归母净利润0.50亿元，同比增长1108%，环比增长0.6%；实现扣非后归母净利润0.48亿元，同比增长690%，环比下降4%。

单季度营收再创历史新高，但业绩略低于我们预期

公司前三季度业绩大幅提升，主要是公司石油焦制氢灰渣综合利用项目效益持续兑现所致。单看三季度，公司营业收入环比进一步提升，我们认为主要是灰渣综合利用项目的蒸汽产品收入继续提升所致。

但三季度净利润环比基本持平，我们认为公司石油焦制氢灰渣综合利用项目效益提升稳健，主要是公司催化剂业务折旧压力提升蚕食了利润增量。公司4万吨/年FCC催化新材料项目（一阶段）和3万吨/年FCC催化装置固体废弃物再生及利用项目分别于2月和4月份投产，固定资产迅速提升，22年末、23年3月末和6月末的固定资产分别为4.9/15.4/18.6亿元，但催化剂业务景气不振，折旧压力明显。不过FCC催化剂业务亏损整体可控，随着海外客户的拓展，传统催化剂业务有望实现减亏甚至盈利。

“碳关税”打开再生产品盈利空间，环保科技龙头持续成长

10月1日，欧盟“碳关税”正式进入过渡期，国内“CCER”认定也有望重启，再生塑料产品的需求和竞争力有望趋势性提升。目前公司混合废塑料深度催化裂解产业化项目正在推进，若项目进展顺利将是全球首台套混合废塑料高效化学回收装置。石油焦制氢灰渣综合利用项目，也有望进一步利用POX灰渣处置后的废盐资源，从中提取钒、镍等金属资源，进一步扩大项目效益。

盈利预测、估值与评级

我们维持公司2023-25年收入分别为12/15/34亿元，对应增速分别为232%/23%/130%，归母净利润分别为1.9/3.6/6.0亿元，EPS分别为1.36/2.65/4.37元，3年CAGR为523%，鉴于公司多项技术解决了相关行业痛点，且混合废塑料项目或为全球首台套、空间较大，我们维持公司24年目标价84元，维持“买入”评级。

风险提示：产业化项目推进不及预期，FCC催化剂业务景气持续下行

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	136.61/96.60
流通A股市值(百万元)	4,470.80
每股净资产(元)	9.31
资产负债率(%)	59.37
一年内最高/最低(元)	60.98/14.63

股价相对走势



作者

分析师：柴沁虎
 执业证书编号：S0590522020004
 邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	285	363	1207	1482	3414
增长率(%)	-12.04%	27.51%	232.25%	22.82%	130.33%
EBITDA(百万元)	57	45	417	759	1207
归母净利润(百万元)	12	2	186	362	597
增长率(%)	-56.49%	-78.96%	7,400.90%	95.28%	64.85%
EPS(元/股)	0.09	0.02	1.36	2.65	4.37
市盈率(P/E)	537.9	2556.0	34.1	17.5	10.6
市净率(P/B)	9.5	8.9	7.3	5.6	4.0
EV/EBITDA	36.0	99.6	19.5	11.8	7.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年10月23日收盘价

相关报告

1、《惠城环保(300779)：废塑料项目引入战投，科技型环保龙头加速成长》2023.08.30
 2、《惠城环保(300779)：定增落地在即，半年报业绩符合我们预期》2023.07.11

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	224	136	121	148	341	营业收入	285	363	1207	1482	3414
应收账款+票据	102	212	489	601	1384	营业成本	204	285	751	785	2136
预付账款	3	7	17	21	48	营业税金及附加	4	5	18	22	52
存货	85	107	264	276	752	营业费用	12	13	34	40	102
其他	82	105	217	267	612	管理费用	53	61	127	126	307
流动资产合计	497	567	1109	1313	3138	财务费用	3	0	67	101	126
长期股权投资	30	28	28	28	27	资产减值损失	0	0	-2	-3	-7
固定资产	318	494	1122	2035	3283	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
在建工程	505	1259	1506	1553	1400	投资净收益	3	0	1	1	1
无形资产	112	111	92	74	55	其他	3	1	-5	-9	-31
其他非流动资产	149	100	107	103	99	营业利润	14	2	204	397	654
非流动资产合计	1114	1992	2855	3793	4865	营业外净收益	0	0	-1	-1	-1
资产总计	1611	2560	3964	5106	8002	利润总额	14	2	203	396	653
短期借款	55	158	875	1683	2094	所得税	2	-1	12	24	39
应付账款+票据	145	171	444	464	1263	净利润	12	3	191	372	614
其他	139	467	705	739	1995	少数股东损益	0	0	5	10	16
流动负债合计	339	796	2023	2887	5351	归属于母公司净利润	12	2	186	362	597
长期带息负债	502	918	937	940	916	财务比率					
长期应付款	10	51	51	51	51		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	33	30	30	30	30	成长能力					
非流动负债合计	545	999	1018	1021	998	营业收入	-12.04%	27.51%	232.25%	22.82%	130.33%
负债合计	884	1795	3042	3907	6349	EBIT	-52.02%	-88.34%	13,712.69%	84.10%	56.87%
少数股东权益	0	2	7	17	34	EBITDA	-22.56%	-21.42%	828.32%	82.14%	59.00%
股本	100	102	137	137	137	归属于母公司净利润	-56.49%	-78.96%	7,400.90%	95.28%	64.85%
资本公积	400	442	424	424	424	获利能力					
留存收益	227	218	354	620	1059	毛利率	28.31%	21.55%	37.80%	47.03%	37.45%
股东权益合计	727	764	922	1198	1654	净利率	4.13%	0.74%	15.80%	25.12%	17.98%
负债和股东权益总计	1611	2560	3964	5106	8002	ROE	1.62%	0.32%	20.28%	30.67%	36.87%
						ROIC	2.53%	-0.01%	14.65%	17.14%	19.21%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	54.86%	70.14%	76.74%	76.53%	79.33%
净利润	12	3	191	372	614	流动比率	1.5	0.7	0.5	0.5	0.6
折旧摊销	40	43	147	262	427	速动比率	1.1	0.5	0.3	0.3	0.4
财务费用	3	0	67	101	126	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-24	-22	-157	-12	-475	应收账款周转率	2.8	2.1	2.7	2.7	2.7
营运资金变动	-182	-140	-46	-122	423	存货周转率	2.4	2.7	2.8	2.8	2.8
其它	26	30	147	12	475	总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4
经营活动现金流	-125	-86	348	612	1589	每股指标(元)					
资本支出	-355	-640	-1000	-1200	-1500	每股收益	0.1	0.0	1.4	2.7	4.4
长期投资	-15	0	0	0	0	每股经营现金流	-0.9	-0.6	2.5	4.5	11.6
其他	-1	-9	1	1	1	每股净资产	4.9	5.2	6.3	8.3	11.5
投资活动现金流	-371	-649	-999	-1199	-1499	估值比率					
债权融资	557	519	752	811	388	市盈率	537.9	2556.0	34.1	17.5	10.6
股权融资	0	2	34	0	0	市净率	9.5	8.9	7.3	5.6	4.0
其他	5	121	-150	-197	-285	EV/EBITDA	36.0	99.6	19.5	11.8	7.8
筹资活动现金流	562	642	636	614	103	EV/EBIT	122.7	2288.0	30.2	18.0	12.0
现金净增加额	66	-92	-15	28	193						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年10月23日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

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

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼