


2024 年 04 月 24 日
军信股份 (301109.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

环保及水务

投资评级

买入-A**维持评级**

6 个月目标价

19.95 元

股价 (2024-04-23)

16.10 元

交易数据

总市值(百万元) 6,601.16

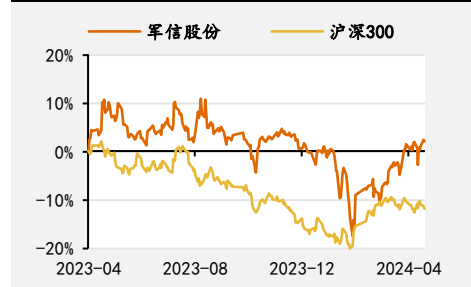
流通市值(百万元) 1,588.28

总股本(百万股) 410.01

流通股本(百万股) 98.65

12 个月价格区间 13.01/18.39 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.3	4.4	10.8
绝对收益	5.2	12.9	-2.2

周喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

业绩增速符合预期, 盈利能力持续向好	2023-08-29
聚焦固废主业稳健发展, 2022 年股息率具备吸引力	2023-08-18

技改推动毛利率提升, 持续高分红

事件:

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 18.57 亿元, 同比增长 18.26%; 实现归母净利润 5.14 亿元; 2024Q1 公司实现营业收入 4.97 亿元, 同比增长 38.05%; 实现归母净利润 1.24 亿元, 同比增长 11.37%, 公司业绩实现稳健增长。

长沙区域优质垃圾焚烧龙头, 盈利能力持续向好:

公司拥有长沙市唯一的城市固废综合协同处理厂, 目前公司利润主要由长沙垃圾焚烧项目(一期、二期)贡献, 项目处理规模分别为 5000 吨/日和 2800 吨/日。公司项目位于湖南省会城市长沙, 区位优势显著, 从垃圾处理量方面来看, 长沙市人口集中, 垃圾产生量大, 2023 年公司垃圾焚烧处理量为 323.54 万吨, 同比增长 2.01%, 处理单价方面, 长沙市经济实力强, 公司单吨垃圾处理费高于全国平均, 同时, 公司在运垃圾焚烧项目体量较大, 存在规模效应, 2023 年在公司持续推进降本增效的背景下垃圾焚烧业务板块毛利率进一步提升, 2023 年公司一期垃圾焚烧发电业务毛利率为 64.81%, 同比增长 4.43 个百分点, 二期项目毛利率达到 69.15%, 同比增长 3.85 个百分点。

新增项目投产有望贡献业绩增量:

公司已获得浏阳市和平江县全部生活垃圾焚烧发电的市场份额, 浏阳市垃圾焚烧发电项目规划处理能力为 1200 吨/日; 平江县项目投产后新增生活垃圾焚烧处理能力 600 吨/日、餐厨垃圾处理能力 50 吨/日、市政污泥处理能力 60 吨/日, 两个在建项目均预计于 2024 年投产, 投产后公司将进一步扩大省内业务规模和影响力, 支撑业绩实现进一步增长。同时, 2023 年 11 月公司与吉尔吉斯共和国签订垃圾焚烧发电项目框架协议, 垃圾处理规模规划 3000 吨/日, 进行分期建设, 初期建设规模 1000 吨/日, 年处理量 36.5 万吨, 带来海外市场增长空间。

维持高分红比例, 保障投资收益:

公司作为垃圾焚烧运营企业经营性现金流表现优异, 2023 年公司经营活动现金流净额达到 8.69 亿元, 同比增长 10%, 净现比达到 1.33, 截至 2024Q1 公司货币资金与交易性金融资产金额合计达到 18.56 亿元。现金充沛背景下公司维持高分红比例, 2023 年拟现金分红总额 3.69 亿元, 分红比例达到 71.8%, 按 2024 年 4 月 22 日收盘市值计算股息率达到 5.6%。

投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 19.24 亿元、19.23 亿元、20.29 亿元，增速分别为 3.6%、-0.1%、5.6%；净利润分别为 5.47 亿元、6.19 亿元、6.66 亿元，增速分别为 6.2%、13.2%、7.6%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，给予 2024 年 15xPE，6 个月目标价为 19.95 元。

风险提示：环保政策变动风险、补贴下行风险、特许经营权项目提前终止或减值风险、项目收购失败风险、项目建设进度不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,570.6	1,857.4	1,923.5	1,921.7	2,029.1
净利润	466.2	513.9	547.0	619.1	665.7
每股收益(元)	1.14	1.25	1.33	1.51	1.62
每股净资产(元)	12.18	12.55	12.95	13.40	13.89

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	14.2	12.9	12.1	10.7	9.9
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
净利润率	29.7%	27.7%	28.4%	32.2%	32.8%
净资产收益率	9.3%	10.0%	10.3%	11.3%	11.7%
股息收益率	5.6%	5.6%	5.8%	6.5%	7.0%
ROIC	14.8%	14.6%	13.1%	17.6%	14.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,570.6	1,857.4	1,923.5	1,921.7	2,029.1	成长性					
减:营业成本	682.2	896.5	922.8	857.7	896.3	营业收入增长率	-23.6%	18.3%	3.6%	-0.1%	5.6%
营业税费	32.6	33.6	34.8	34.8	36.8	营业利润增长率	10.6%	13.2%	6.2%	13.2%	7.6%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	6.1%	10.2%	6.4%	13.2%	7.5%
管理费用	114.0	142.1	138.5	136.4	142.0	EBITDA 增长率	23.5%	5.2%	5.7%	10.7%	7.0%
研发费用	51.0	57.0	57.7	57.7	58.8	EBIT 增长率	23.4%	6.3%	1.8%	8.2%	7.0%
财务费用	147.7	121.0	51.7	18.9	15.2	NOPLAT 增长率	14.8%	5.8%	-3.0%	8.2%	7.0%
资产减值损失	-0.7	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	投资资本增长率	7.2%	8.6%	-19.4%	29.8%	-20.6%
加:公允价值变动收益	37.8	27.0	-	-	-	净资产增长率	99.5%	3.4%	5.4%	5.8%	5.9%
投资和汇兑收益	5.9	25.2	25.0	25.0	25.1	利润率					
营业利润	618.8	700.6	744.2	842.6	906.3	毛利率	56.6%	51.7%	52.0%	55.4%	55.8%
加:营业外净收支	5.1	2.1	2.2	2.2	2.2	营业利润率	39.4%	37.7%	38.7%	43.8%	44.7%
利润总额	623.9	702.7	746.4	844.8	908.4	净利润率	29.7%	27.7%	28.4%	32.2%	32.8%
减:所得税	36.5	49.9	52.2	59.1	63.6	EBITDA/营业收入	64.8%	57.6%	58.8%	65.2%	66.0%
净利润	466.2	513.9	547.0	619.1	665.7	EBIT/营业收入	46.8%	42.1%	41.4%	44.8%	45.4%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	3	3	9	20	19
货币资金	1,037.8	870.3	424.3	153.7	891.5	流动营业资本周转天数	-11	84	12	30	45
交易性金融资产	1,672.7	814.1	814.1	814.1	814.1	流动资产周转天数	550	613	421	365	398
应收帐款	566.4	768.6	196.8	937.0	287.6	应收帐款周转天数	99	129	90	106	109
应收票据	9.3	10.9	10.0	11.9	10.4	存货周转天数	4	5	3	4	4
预付帐款	5.8	14.1	6.5	8.1	7.8	总资产周转天数	1,976	1,883	1,671	1,596	1,573
存货	19.1	28.0	9.2	32.0	10.1	投资资本周转天数	1,155	1,054	957	983	943
其他流动资产	199.4	306.9	229.5	245.3	260.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.3%	10.0%	10.3%	11.3%	11.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.0%	6.8%	8.5%	8.9%	9.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	14.8%	14.6%	13.1%	17.6%	14.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	13.6	16.9	78.5	131.8	83.8	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	19.9	32.1	16.1	8.0	4.0	管理费用率	7.3%	7.7%	7.2%	7.1%	7.0%
无形资产	5,713.9	5,811.2	5,809.7	5,793.4	5,762.3	研发费用率	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	2.9%
其他非流动资产	518.8	981.3	607.3	699.8	760.7	财务费用率	9.4%	6.5%	2.7%	1.0%	0.8%
资产总额	9,776.7	9,654.4	8,201.8	8,835.1	8,892.8	四费/营业收入	19.9%	17.2%	12.9%	11.1%	10.7%
短期债务	-	-	-	429.3	-	偿债能力					
应付帐款	455.7	352.3	852.5	290.9	766.7	资产负债率	43.3%	40.7%	26.4%	27.6%	23.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	76.5%	68.5%	35.8%	38.2%	31.3%
其他流动负债	453.7	586.0	477.4	505.7	523.0	流动比率	3.86	3.00	1.27	1.80	1.77
长期借款	2,563.7	2,155.4	-	385.0	-	速动比率	3.84	2.97	1.26	1.77	1.76
其他非流动负债	764.0	831.6	831.6	831.6	831.6	利息保障倍数	4.98	6.46	15.39	45.69	60.46
负债总额	4,237.1	3,925.3	2,161.5	2,442.4	2,121.4	分红指标					
少数股东权益	546.3	583.6	730.8	897.3	1,076.4	DPS(元)	0.90	0.90	0.93	1.06	1.14
股本	410.0	410.0	410.0	410.0	410.0	分红比率	79.2%	71.8%	70.0%	70.0%	70.0%
留存收益	4,583.2	4,735.5	4,899.6	5,085.3	5,285.0	股息收益率	5.6%	5.6%	5.8%	6.5%	7.0%
股东权益	5,539.6	5,729.1	6,040.4	6,392.6	6,771.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.14	1.25	1.33	1.51	1.62
净利润	587.4	652.8	547.0	619.1	665.7	BVPS(元)	12.18	12.55	12.95	13.40	13.89
加:折旧和摊销	283.8	290.7	336.0	391.1	418.1	PE(X)	14.2	12.9	12.1	10.7	9.9
资产减值准备	12.0	13.1	-	-	-	PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
公允价值变动损失	-37.8	-27.0	-	-	-	P/FCF	-46.2	-27.9	-11.1	69.1	6.1
财务费用	166.0	135.7	51.7	18.9	15.2	P/S	4.2	3.6	3.4	3.4	3.3
投资收益	-5.9	-25.2	-25.0	-25.0	-25.1	EV/EBITDA	6.6	6.5	5.2	5.6	4.2
少数股东损益	121.2	138.9	147.2	166.6	179.1	CAGR(%)	10.2%	9.0%	9.5%	10.2%	9.0%
营运资金的变动	-277.2	-645.5	1,518.9	-1,423.9	1,075.0	PEG	1.4	1.4	1.3	1.1	1.1
经营活动产生现金流量	790.2	868.7	2,575.8	-253.4	2,328.2	ROIC/WACC	1.5	1.4	1.3	1.7	1.4
投资活动产生现金流量	-2,278.2	-160.2	-343.5	-402.1	-309.0	REP	0.9	0.9	1.0	0.7	0.8
融资活动产生现金流量	1,751.0	-878.2	-2,678.3	385.0	-1,281.4						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034