

## 业务结构持续优化，海外市场值得期待

2024 年 04 月 30 日

► **事件：**4 月 29 日，公司发布 2024 年一季报，实现营业收入 15.52 亿元，同比增长 0.42%；归母净利润 3.90 亿元，同比增长 11.46%；扣非归母净利润 3.86 亿元，同比增长 10.88%。

► **业务结构持续优化，资本开支有所降低：**1Q24，公司实现归母净利润同比增长 11.46%；毛利率 37.22%，同比增长 3.58pct，或由于公司项目运营及设备销售收入占比提升，业务结构进一步优化，整体毛利率取得进一步改善；实现经营活动产生的现金流量净额 7.28 亿元，同比增长 148.97%，主要是三峰卡万塔业务结构变化导致设备现金流入增加，EPC 分包现金流出减少所致；购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 2.20 亿元，同比下降 37.85%；投资活动产生的现金流量净额-2.40 亿元，相较于 2023 年同期，净流出减少 1.79 亿元。资本开支有所降低，公司的高分红潜力进一步增强。

► **固废运营稳步推进，开启国内、国际“双轮驱动”：**截至 2023 年底，公司在手垃圾焚烧发电产能合计 61250 吨/日，全资及控股项目设计产能 44200 吨/日中有 4250 吨/日尚处于在建/筹建/未建阶段，随着相关产能逐步投运叠加产能爬坡，预计公司项目运营收入占比有望进一步提升，资产结构将持续优化。乘“一带一路”东风，2023 年子公司三峰卡万塔签署供货合同 14 项，设计处理能力合计约 1.2 万吨/日，公司海外市场业绩加速提升，开启国内、国际“双轮驱动”的新阶段。

► **投资建议：**公司回款持续优化，现金流充沛；焚烧产能有序投运，运营收入占比进一步提升；海外市场取得突破，开启国内、国际“双轮驱动”。根据业务经营状况，维持对公司的盈利预测，预计公司 24/25/26 年 EPS 分别为 0.78/0.85/0.90 元/股，对应 2024 年 4 月 29 日收盘价 PE 分别为 10/9/9 倍，维持公司 2024 年 12 倍 PE，目标价 9.36 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：

7.83 元

目标价：

9.36 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

分析师 尚硕

执业证书：S0100524030002

邮箱：shangshuo@mszq.com

## 相关研究

1.三峰环境 (601827.SH) 2023 年年报点评：现金流充沛，海外市场、水处理业务值得关注-2024/03/29

2.三峰环境 (601827.SH) 2023 年三季报点评：固废项目高质量运营，“回购+增持”看好长期发展-2023/10/28

3.三峰环境 (601827.SH) 2023 年中报点评：固废运营高效协同，储能业务添新动力-2023/08/18

4.三峰环境 (601827.SH) 2022 年年报点评：运营效率提升，海外市场、“小型化”值得关注-2023/03/31

5.三峰环境 (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

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,027	6,291	6,453	6,587
增长率 (%)	0.1	4.4	2.6	2.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,166	1,308	1,433	1,518
增长率 (%)	2.3	12.2	9.6	6.0
每股收益 (元)	0.69	0.78	0.85	0.90
PE	11	10	9	9
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,027	6,291	6,453	6,587
营业成本	4,113	4,190	4,200	4,183
营业税金及附加	72	94	97	99
销售费用	22	25	26	26
管理费用	310	327	336	343
研发费用	98	101	97	99
EBIT	1,533	1,701	1,849	1,985
财务费用	305	324	332	338
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
投资收益	135	138	142	132
营业利润	1,359	1,512	1,656	1,775
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	1,361	1,514	1,658	1,777
所得税	144	151	166	195
净利润	1,216	1,362	1,493	1,582
归属于母公司净利润	1,166	1,308	1,433	1,518
EBITDA	2,316	2,509	2,718	2,921

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,289	2,995	3,102	3,252
应收账款及票据	2,126	2,027	2,079	2,116
预付款项	63	63	63	63
存货	1,056	1,087	1,090	1,086
其他流动资产	905	946	952	958
流动资产合计	6,439	7,118	7,286	7,474
长期股权投资	1,218	1,357	1,498	1,630
固定资产	570	782	987	1,271
无形资产	16,676	17,160	17,611	18,060
非流动资产合计	18,843	19,761	20,642	21,506
资产合计	25,283	26,879	27,929	28,980
短期借款	110	110	110	110
应付账款及票据	2,129	2,181	2,186	2,178
其他流动负债	3,640	3,664	3,670	3,665
流动负债合计	5,879	5,955	5,966	5,952
长期借款	7,125	7,725	7,925	8,125
其他长期负债	1,108	1,136	1,136	1,136
非流动负债合计	8,234	8,861	9,061	9,261
负债合计	14,112	14,816	15,027	15,213
股本	1,678	1,678	1,678	1,678
少数股东权益	719	773	833	896
股东权益合计	11,170	12,063	12,902	13,767
负债和股东权益合计	25,283	26,879	27,929	28,980

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	0.06	4.38	2.58	2.08
EBIT 增长率	1.96	10.93	8.74	7.33
净利润增长率	2.33	12.18	9.56	5.96
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	31.76	33.39	34.92	36.49
净利润率	19.34	20.79	22.20	23.05
总资产收益率 ROA	4.61	4.87	5.13	5.24
净资产收益率 ROE	11.15	11.58	11.87	11.80
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.10	1.20	1.22	1.26
速动比率	0.77	0.86	0.89	0.92
现金比率	0.39	0.50	0.52	0.55
资产负债率 (%)	55.82	55.12	53.81	52.50
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	128.53	120.00	120.00	120.00
存货周转天数	93.74	95.00	95.00	95.00
总资产周转率	0.25	0.24	0.24	0.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.69	0.78	0.85	0.90
每股净资产	6.23	6.73	7.19	7.67
每股经营现金流	1.41	1.46	1.48	1.58
每股股利	0.24	0.25	0.43	0.45
<b>估值分析</b>				
PE	11	10	9	9
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.41	7.76	7.17	6.67
股息收益率 (%)	3.00	3.19	5.45	5.78

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,216	1,362	1,493	1,582
折旧和摊销	783	808	869	937
营运资金变动	177	77	-96	-104
经营活动现金流	2,372	2,446	2,485	2,659
资本开支	-1,800	-1,579	-1,604	-1,665
投资	-97	0	0	0
投资活动现金流	-1,772	-1,576	-1,604	-1,665
股权募资	74	-13	0	0
债务募资	594	581	200	200
筹资活动现金流	-4	-164	-774	-844
现金净流量	598	706	107	150

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