

三峰环境 (601827)

垃圾焚烧技术 Alpha: 运营领先&出海加速, 现金流成长双赢

买入 (首次)

2024年08月05日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6023	6027	6448	7294	8174
同比 (%)	2.54	0.06	7.00	13.12	12.06
归母净利润 (百万元)	1139	1166	1321	1495	1681
同比 (%)	(8.00)	2.33	13.28	13.21	12.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.68	0.69	0.79	0.89	1.00
P/E (现价&最新摊薄)	13.43	13.13	11.59	10.24	9.10

投资要点

- **固废运营&设备一体化布局, 立足重庆辐射全国, 开启出海新篇章。**经 20 多年发展, 公司成长为集项目投资、EPC 总承包、核心设备研发制造以及运营管理服务等为一体的全产业链服务商, 立足重庆, 辐射全国十六个省/直辖市。公司实控人为重庆市国资委, 截至 2024Q1 苏伊士间接持股 11%。2024 年公司与苏伊士合作, 打开设备及 EPC 出海新篇章。
- **设备技术 Alpha 带动现金流快速好转, 2023 年分红比例 34% 存提升空间。**2015-2023 年公司营收复增 15%, 归母净利润复增 22%, 2023 年净现比提至 1.95, 较固废板块均值高 17%。公司自由现金流于 2022 年率先转正, 2024Q1 达 5.08 亿元, 接近 2023 年全年水平, 主要系设备技术 Alpha 的带动: 1) 设备销售 to B 现金流好; 2) 技术能力带来运营优势, 公司吨上网居全国性固废公司首位, 2023 年公司垃圾焚烧运营收入中电网 B 端支付占比 53%, 高于同业均值 48%。2024 年公司计划投资建设重庆璧山、甘肃白银 (二期) 项目, 总投资约 10 亿元且分期建设, 资本开支将进一步下降。公司内生分红能力提升, 2023 年分红比例 34%。
- **垃圾焚烧吨上网位列全国性公司首位, 国补保守确认收益低估。**1) **规模:**截至 2023 年底, 公司垃圾焚烧在手规模 6.13 万吨/日, ①**全资及控股项目:**已投运 4.00 万吨/日, 在筹建/已建为 11%; ②**参股项目:**已投运 1.51 万吨/日, 在筹建/已建为 13%。2) **效率领先:**设备优势带来运营优越性, 2023 年公司全资及控股项目吨发 392 度/吨, 吨上网 344 度/吨, 在全国性布局的固废公司中位列首位。2023 年公司平均厂用电率 12.18%, 较行业均值低 2.81pct。2023 年公司全资及控股项目供热量同比+28%至 79 万吨, 发电改供热增厚收益&改善现金流。3) **国补弹性:**截至 2023 年底公司全资及控股项目中有 13 个 (规模 8800 吨/日) 尚未纳入国补清单, 未确认相应国补收入, 我们测算其中 11 个项目对应国补年化收入约 1 亿元, 相较于 2023 年带来净利增量约 6.43%。
- **垃圾焚烧装备技术龙头, 携手苏伊士出海加速。**公司 2000 年率先引进德国马丁技术, 并实现国产化替代, 截至 2023 年公司焚烧炉在国内市占率超 30%, 获得粤丰、旺能、圣元等同业认可, 2023 年设备收入同增 116%至 9.57 亿元。公司积极布局海外, 2023 年海外新增合同额超 6 亿元, 截至 2023 年底公司技术及装备已应用到美国、德国、印度、埃塞俄比亚、泰国、越南等地。我们测算仅东盟 10 国及印度 2023 年垃圾焚烧炉成套设备潜在市场 516 亿元, 其他海外市场空间广阔。2024 年三峰携手苏伊士, 作为其大陆固废领域唯一合作伙伴, 出海有望加速。
- **盈利预测与投资评级:**公司固废“运营+设备”一体化布局, 运营经验和技术水平领先。1) **盈利:**固废运营效率高&供热增厚收益, 国补保守确认盈利被低估, 合作苏伊士设备出海提速。2) **现金流:**技术 Alpha 带动现金流快速好转, 随在建规模下降及设备收入提升, 现金流持续增厚, 分红潜力大。我们预计 24-26 年归母净利润 13.21/14.95/16.81 亿元, 同比+13%/13%/12%, 对应 12/10/9 倍 PE。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**资本开支上行, 应收账款风险, 项目入清单节奏不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.12
一年最低/最高价	6.69/9.22
市净率(倍)	1.41
流通 A 股市值(百万元)	15,305.80
总市值(百万元)	15,305.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.46
资产负债率(% ,LF)	55.04
总股本(百万股)	1,678.27
流通 A 股(百万股)	1,678.27

相关研究

内容目录

1. 固废“运营+设备”一体化布局的全产业链领导者	5
1.1. 固废“运营+设备”一体化布局，立足重庆辐射全国	5
1.2. 背靠国资股东资源，苏伊士间接持股 11%	6
1.3. 剔除一次性补贴影响业绩稳健增长，自由现金流率先转正	6
2. 固废规模稳健增长&经营效率领先，国补保守确认收益低估	11
2.1. 固废运营收入稳健增长，国补保守确认收益被低估	11
2.2. 吨上网位列全国性固废公司首位，积极拓展供热增厚收益	14
3. 垃圾焚烧装备技术龙头，携手苏伊士出海加速	17
3.1. 率先引入德国马丁技术实现设备国产化，产品实力受广泛认可	17
3.2. 从引进来到走出去，携手苏伊士出海加速	18
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 三峰环境发展历程.....	5
图 2: 公司致力打造全产业链服务商.....	5
图 3: 公司有望受益于和苏伊士集团的战略合作.....	5
图 4: 截止 2024Q1 公司股权结构及重要子公司.....	6
图 5: 2015-2023 年公司营业收入复增 15%.....	7
图 6: 2015-2023 年公司归母净利润复增 22%.....	7
图 7: 2015-2023 年公司分业务收入 (单位: 亿元)	7
图 8: 2015-2023 年公司分业务收入占比	7
图 9: 2015-2023 年公司销售毛利率和净利率保持上行	8
图 10: 2015-2023 年公司分业务毛利率情况	8
图 11: 2015-2023 年公司费用率情况	8
图 12: 2015-2023 年公司资产负债率和 ROE (加权)	9
图 13: 2023 年公司净现比提至 1.95.....	10
图 14: 2019-2024Q1 A 股垃圾焚烧板块净现比.....	10
图 15: 2023 年三峰环境垃圾焚烧运营收入中电网企业支付占比高于同业均值.....	10
图 16: 2021-2023 年公司分红比例呈上升趋势	11
图 17: 2022 年公司自由现金流转正.....	11
图 18: 2015-2023 年垃圾焚烧项目运营收入	11
图 19: 2015-2023 年垃圾焚烧项目毛利	11
图 20: 2015-2023 年垃圾焚烧项目运营毛利率	12
图 21: 截至 2023 年公司垃圾焚烧在手规模 (含参股)	12
图 22: 截至 2023 年固废主要上市公司在手项目规模.....	12
图 23: 2015-2023 年公司全资及控股项目投运规模复增 21%.....	13
图 24: 2023 年底公司已投运全资及控股项目区域分布.....	13
图 25: 2017-2023 年公司全资及控股项目产能利用率情况	13
图 26: 2017-2023 年公司全资控股项目吨上网复增 2.21%.....	15
图 27: 2015-2023 年 9 家固废企业吨发&吨上网均值	15
图 28: 2015-2023 年 9 家固废上市公司入厂吨发电量	15
图 29: 2015-2023 年 10 家固废上市企业吨上网电量	15
图 30: 公司对外供蒸汽量.....	16
图 31: 2023 年固废企业发电供热比.....	16
图 32: 公司 2023 年设备销售收入高增.....	17
图 33: 2020 年以来设备销售毛利率维持稳定.....	17
图 34: 2017-2019 年三峰环境设备销售份额	18
图 35: 2017-2019 年公司吨处理规模设备销售均价	18
图 36: 公司积极探索海外市场.....	20

表 1: 截至 2023 年底公司未纳入国补清单项目年化国补收入测算.....	14
表 2: 垃圾焚烧发电改供热增收测算.....	16
表 3: 三峰环境签订海外项目供货设备.....	19
表 4: 东盟 10 国及印度固废处理需求测算.....	20
表 5: 业务拆分与盈利预测 (货币单位: 亿元)	22
表 6: 可比公司估值 (估值日期: 2024/8/2)	23

1. 固废“运营+设备”一体化布局的全产业链领导者

1.1. 固废“运营+设备”一体化布局，立足重庆辐射全国

垃圾焚烧运营与装备制造协同发展，廿五余年成就全产业链服务商。公司前身为1998年成立的三峰环卫，2016-2018年经过“混改”与“股改”后整体变更为重庆三峰环境集团股份有限公司。2000年，公司引进德国马丁公司的SITY2000垃圾焚烧发电全套技术设备并持续合作，开启其国产化设备研发之路。2007年，公司通过与美国垃圾焚烧处理巨头卡万塔公司合资成立三峰卡万塔，建立市场化机制，开展EPC建设业务，并从事参与具体的项目投资运营。经过二十多年的发展，公司已成长为集垃圾焚烧（发电）项目投资、EPC总承包、核心设备研发制造以及运营管理服务等为一体的全产业链服务商。2024年5月，公司与亚洲环保行业标杆企业法国苏伊士集团签署《全面战略合作框架协议》，有望打开发出海新篇章。

图1：三峰环境发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：公司致力打造全产业链服务商



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图3：公司有望受益于和苏伊士集团的战略合作



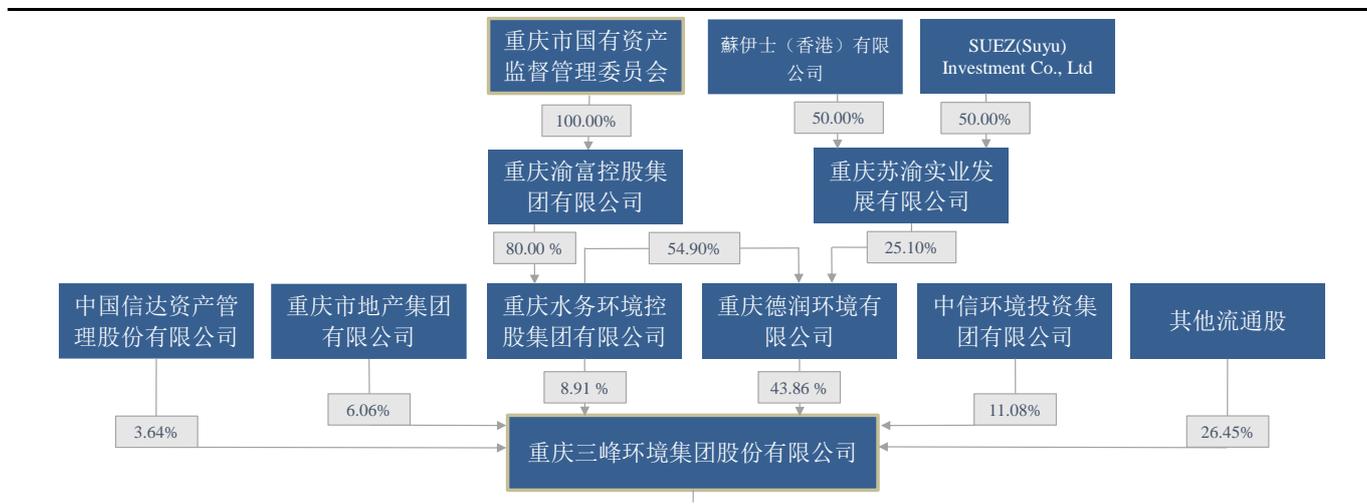
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

立足重庆，向外发展辐射全国。截至 2023 年底，公司已累计在国内投资垃圾焚烧（发电）项目 56 个（含参股），生活垃圾处理规模超 6 万吨/日。公司垃圾焚烧业务立足重庆，2023 年重庆市内营收占公司营收的 38%。近年来公司全国化布局加速，目前项目覆盖华中、华南、长三角、珠三角、西南、东北等全国十六个省区市。截至 2023 年底，公司共参与国内外 253 个垃圾焚烧发电项目、共计 411 条焚烧线，日处理生活垃圾超 22 万吨，公司产业规模持续增长，市场占有率持续领跑。

1.2. 背靠国资股东资源，苏伊士间接持股 11%

重庆国资委控股赋予本土优势，协同业务合作有望深化，截至 2024Q1 苏伊士间接持股 11%。截至 2024Q1 公司控股股东重庆德润环境有限公司持股占比为 43.86%。德润环境第一大股东为重庆水务环境控股有限公司，实际控制人为重庆市国资委；第二大股东重庆苏渝实业为苏伊士 100%控股，因此苏伊士间接持股三峰环境 11%。公司直接及间接控股股东水务环境控股积极布局 4+N 产业体系，该集团旗下拥有重庆水务、三峰环境、德润环境等环保产业公司，同时还布局供排水、固废处理、危废处置以及环境治理等业务，公司有望背靠国资股东资源，进一步探索固废、危废等业务协同处置，以垃圾焚烧发电项目为核心，打造固废处置产业协同体系。

图4：截止 2024Q1 公司股权结构及重要子公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 剔除一次性补贴影响业绩稳健增长，自由现金流率先转正

剔除一次性补贴影响，公司收入和利润保持稳健增长。2023 年公司实现营业收入 60.27 亿元，同比增长 0.06%，归母净利润 11.66 亿元，同比增长 2.33%，2015-2023 年公司营业收入复合增速 15%，归母净利润复合增速 22%。2021-2023 年公司营业收入和归母净利润增速波动较大，主要系垃圾焚烧项目纳入可再生能源补贴清单后一次性确认

归属于以前年度补贴收入所致。2021、2022 年公司确认一次性国补收入分别为 3.85、1.51 亿元，2023 年无一次性国补确认，剔除一次性确认的归属于以前年度补贴因素影响后，2022、2023 年营业收入增速分别为 6.99%、2.63%。2024Q1 公司实现营业收入 15.52 亿元，同比增长 0.42%，实现归母净利润 3.90 亿元，同比增长 11.46%，保持稳健增长态势。

图5：2015-2023 年公司营业收入复增 15%

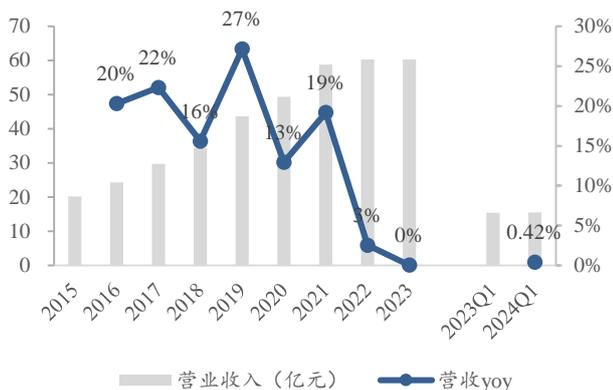


图6：2015-2023 年公司归母净利润复增 22%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

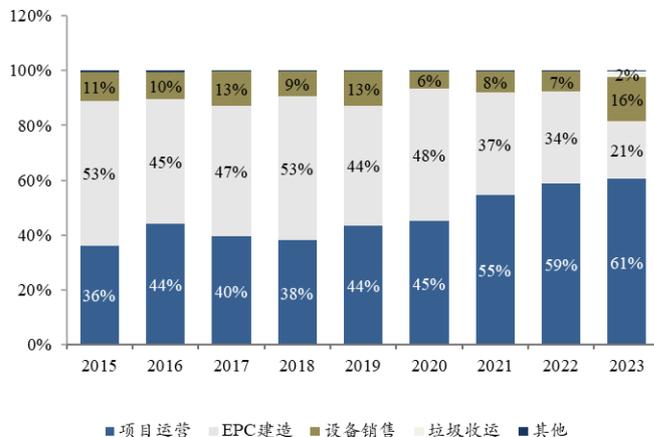
固废项目运营收入占比提升，2023 年设备销售收入高增占比提至 16%。公司固废项目运营收入占比从 2015 年的 36%提至 2023 年的 61%，为业绩奠定稳健基础。自 2021 年以来行业逐渐步入成熟期，在建规模下降，EPC 建造收入呈下行趋势，2023 年 EPC 建造收入同比下降 37.57%至 12.71 亿元，占总收入的比例降至 21%。公司在海外固废市场拓展成效开始显现，2023 年设备销售收入强势上行，同比提升 115.62%至 9.57 亿元，占总收入的比例增至 16%。

图7：2015-2023 年公司分业务收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

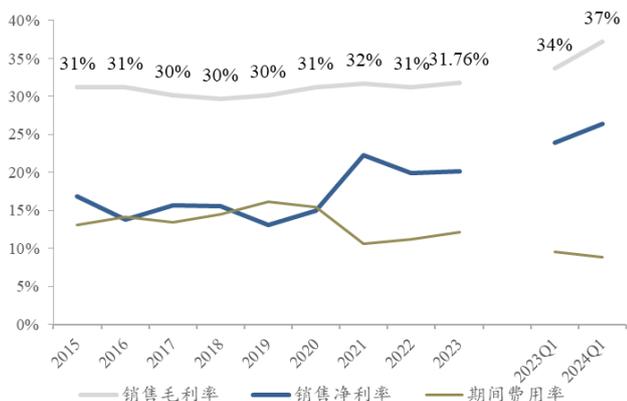
图8：2015-2023 年公司分业务收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

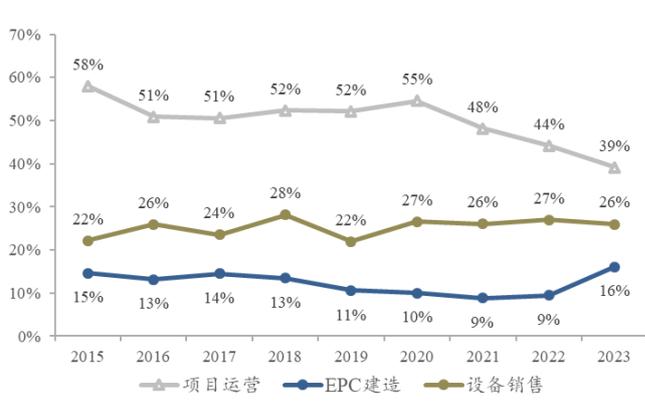
公司销售净利率整体呈上升趋势，运营提效期间费用率下行。2015-2023 年公司销售毛利率维持在 30%左右，销售净利率呈上行趋势，受一次性国补确认影响略有波动。2023 年销售毛利率达 31.76%，同比提升 0.57pct，销售费用率 12.20%，同比提升 1.02pct，销售净利率 20.18%，同比提升 0.30pct。分业务毛利率来看，1) 项目运营业务毛利率领先，2021 年运营毛利率下行主要系 2021 年会计政策调整，将固定资产修理费用从原来计入“管理费用”变为计入“营业成本”核算，导致营业成本上升，2021 年项目运营毛利率同比-6.37pct，公司整体管理费用率同比-5.23pct，2) 2020-2023 年设备销售业务毛利率维持 25%+，3) 2020-2022 年 EPC 建造毛利率维持 10%左右，2023 年 EPC 建造毛利率提升主要是因为 EPC 建造项目减少，新投入成本降低。随着运营和设备销售收入占比的提升，将带动公司综合毛利率进一步向上。从各项费用率看，2023 年管理费用率因翘尾因素而较上年上升 0.77pct，研发费用率因公司加大县域小型化等研发投入强度而走高，2024Q1 各项费用率同比都呈下行趋势。

图9：2015-2023 年公司销售毛利率和净利率保持上行



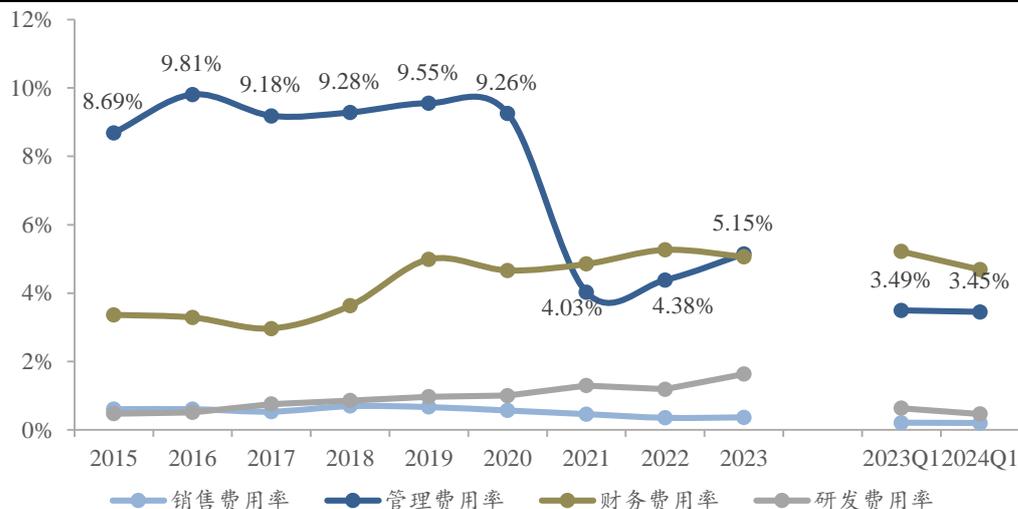
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2015-2023 年公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2015-2023 年公司费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资产负债率企稳，加权平均 ROE 维持 10%+。随着公司业务扩张，资产负债率持续走高，2019 年达高点 66.77%。2020 年公司 IPO 上市后，资产负债率较 2019 年下降 10.20pct 至 56.57%，后续基本保持稳定。2015-2023 年公司加权平均 ROE 维持 10%以上，受国补一次性收入确认的影响，2021-2023 年公司加权平均 ROE 下行，2024Q1 加权平均 ROE 同比+0.10pct 至 3.66%。

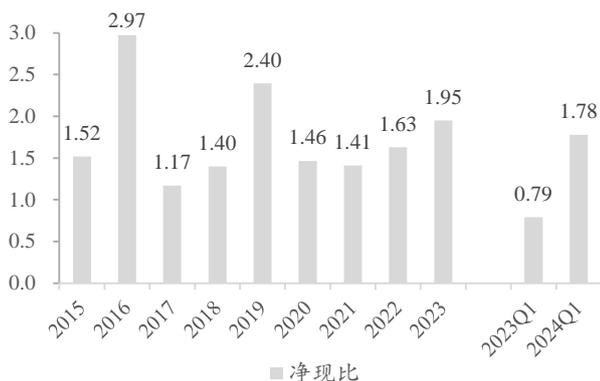
图12：2015-2023 年公司资产负债率和 ROE（加权）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

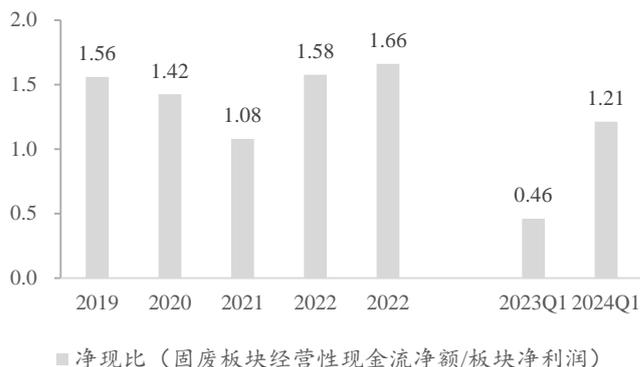
设备技术 Alpha 带动现金流快速好转，公司自由现金流 2022 年率先转正，2024Q1 已接近 2023 年全年水平。公司表观净现比自 2021 年起持续上升。近 4 年的净现比保持在 1.40 以上，2023 年提至 1.95，较固废板块均值高 17%。以“经营活动现金流净额-构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”近似衡量自由现金流情况，在固废板块公司普遍 2023 年实现自由现金流转正的情况下，公司自由现金流 2022 年率先转正，2023 年进一步增厚至 5.72 亿元，同比上升 121.05%，2024Q1 公司自由现金流已达 5.08 亿元。公司设备技术上的 Alpha 带动现金流快速好转，一方面，设备销售 to B 现金流好，设备销售收入高增增厚经营性现金流，另一方面，设备技术能力带来运营优势，公司项目平均吨上网水平居全国性固废公司首位，发电收入占比高，现金流好，我们测算 2023 年三峰环境垃圾焚烧运营收入中由电网企业 B 端支付比例为 53%，高于 A 股同业均值 48%。

图13：2023年公司净现比提至1.95



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

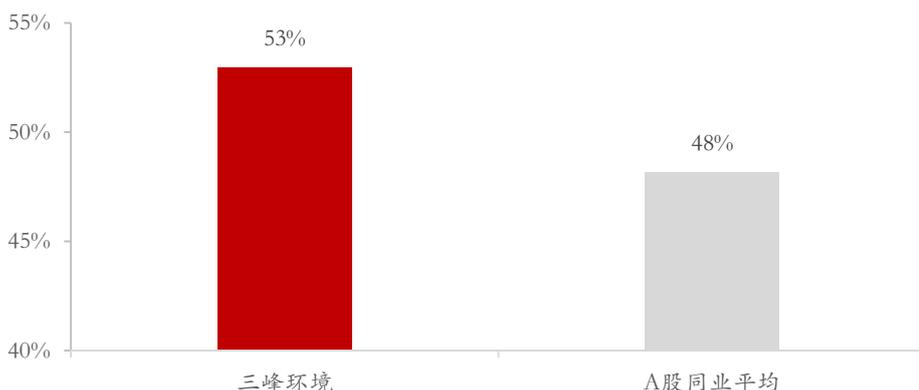
图14：2019-2024Q1 A股垃圾焚烧板块净现比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：A股垃圾焚烧板块成分股选取瀚蓝环境、三峰环境、伟明环保、绿色动力、旺能环境、上海环境、圣元环保、军信股份和永兴股份。

图15：2023年三峰环境垃圾焚烧运营收入中电网企业支付占比高于同业均值



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注1：燃煤标杆电价部分由当地电网企业支付（按0.4元/度测算），测算公式为：电网B端支付比例=（上网电量*0.4）/垃圾焚烧运营收入

注2：因伟明环保、上海环境未单独披露垃圾焚烧运营收入，故A股同业选择瀚蓝环境、绿色动力、旺能环境、圣元环保、军信股份、永兴股份作为对比。

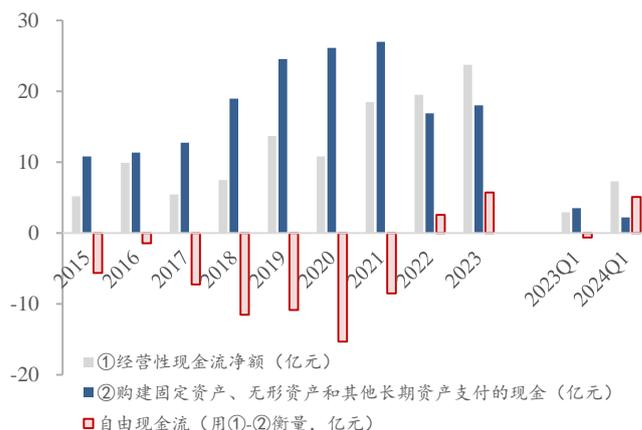
公司建设性资本开支下降，分红存提升潜力。根据公司债券评级报告披露，公司计划于2024年投资建设的主要是重庆璧山、甘肃白银（二期）垃圾焚烧发电项目，计划总投资约10亿元，且分期建设。随着资本开支进一步下降，公司自由现金流将持续增厚，意味着内生分红能力提升。2020-2023年公司每股派息总体呈增长态势，2023年分红比例增至33.79%，同比提升1.09pct。

图16: 2021-2023 年公司分红比例呈上升趋势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 2022 年公司自由现金流转正



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 固废规模稳健增长&经营效率领先, 国补保守确认收益低估

2.1. 固废运营收入稳健增长, 国补保守确认收益被低估

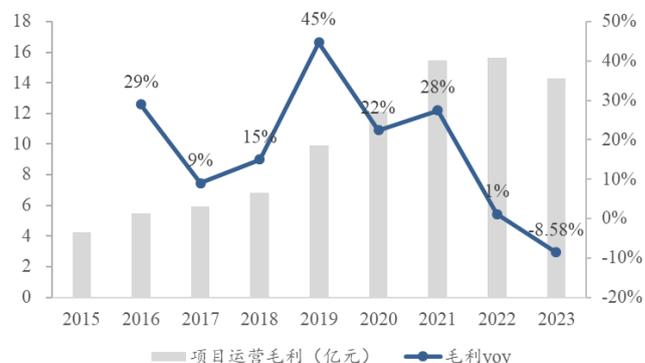
2015-2023 年项目运营收入复增 22%，剔除一次性国补影响后 2021-2023 年项目运营毛利率稳定在 40% 左右。2023 年公司固废项目运营收入达 36.47 亿元，同比增长 3.21%，2015-2023 年项目运营收入复合增速 22%；2023 年项目运营毛利为 14.28 亿元，同比下降 8.58%，毛利率为 39.14%，同比下降 5.05pct。2015-2023 年项目运营毛利复合增速 16%，2021 年受会计记账规则变化、项目集中投产处于产能爬坡期、新项目纳入补贴清单节奏等因素的影响，毛利率同比下降 6.37pct 至 48.14%，2021-2023 年毛利率持续下降主要系一次性国补收入确认的扰动，剔除一次性补贴影响后，2021-2023 年毛利率分别为 41.07%、41.70%、39.14%，保持相对稳定。随着新项目爬坡及纳入补贴清单常态化确认国补收入后，项目运营毛利率将进一步增厚。

图18: 2015-2023 年垃圾焚烧项目运营收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 2015-2023 年垃圾焚烧项目毛利



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

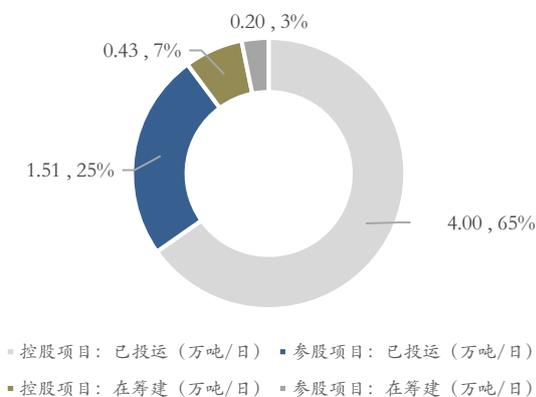
图20：2015-2023 年垃圾焚烧项目运营毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

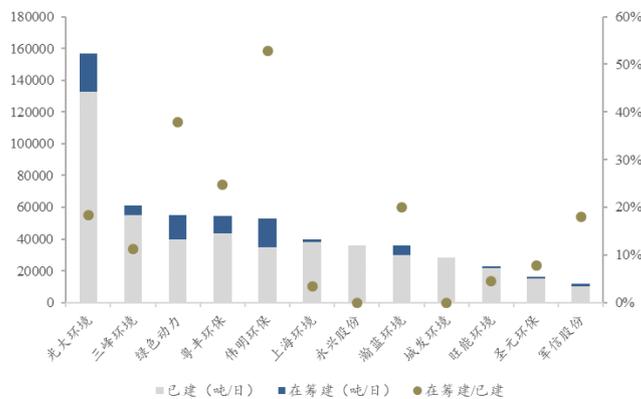
截至 2023 年底公司垃圾焚烧控股及参股项目投运规模 5.51 万吨/日，在筹建/已建比例为 11%。截至 2023 年底，公司在国内投资垃圾焚烧（发电）项目 56 个（含参股），设计垃圾处理规模 6.13 万吨/日，在固废主要上市公司中位列第二，其中已投运 5.51 万吨/日，在建及筹建 6200 吨/日，在筹建/已建比例为 11%。1) 全资及控股：截至 2023 年底，在手项目 46 个，设计规模 4.42 万吨/日，其中已投运项目 40 个，处置规模 4.00 万吨/日，在建及筹建项目 6 个，设计规模 4250 吨/日；2) 参股：截至 2023 年底，在手项目 10 个，设计规模 17,050 吨/日，其中已投运 15100 吨/日，在建及筹建 1950 吨/日。

图21：截至 2023 年公司垃圾焚烧在手规模（含参股）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：截至 2023 年固废主要上市公司在手项目规模



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

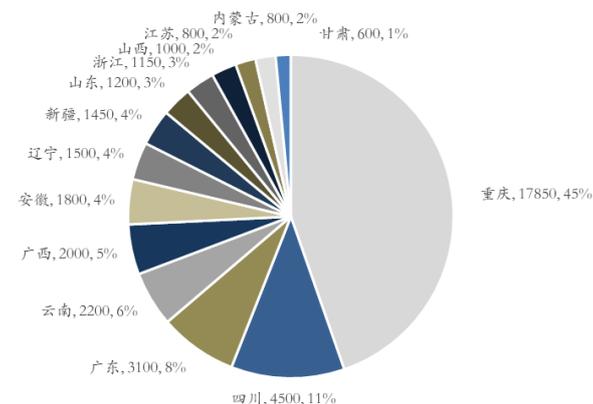
2015-2023 年公司全资及控股项目投运规模复增 21%，截至 2023 年底重庆区域产能占比 45%。公司全资及控股项目已投运规模从 2015 年的 0.88 万吨/日积累至 2023 年的 4.00 万吨/日，2015-2023 年复合增速 21%，投运产能增速与项目运营收入增速趋势匹配，项目主要分布在重庆、四川、广东、云南、广西等地，其中截至 2023 年底重庆区域项目产能占比 45%。2017-2020 年项目产能利用率维持 90%以上，2021 年为投产高峰，当年新增投运规模达 1.05 万吨/日，新项目产能爬坡需要一定时间，2021 年产能利用率下行，至 2023 年产能利用率企稳，同比提升 1.08pct 至 82.23%。

图23：2015-2023 年公司全资及控股项目投运规模复增 21%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：2023 年底公司已投运全资及控股项目区域分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：2017-2023 年公司全资及控股项目产能利用率情况



数据来源：债券评级报告，东吴证券研究所

国补确认保守项目收益低估，我们测算截至 2023 年底 11 个未进清单项目对应国补年化收入约 1 亿元，带来净利增量约 6.43%。我们根据项目明细统计，截至 2023 年末，公司已投入运营的 40 个项目中，有 13 个项目未纳入可再生能源电价补贴名录，合计处理能力 8800 吨/天，其中有 8 个项目为非竞争配置项目，处理能力合计 5850 吨/日，有 5 个项目为竞价项目，其中 3 个已于 2024 年 4 月纳入 2024 年第四批补贴清单，竞价结

果介于 0.549~0.559 元/度。纳入国家可再生能源补贴名单后可一次性确认以前年度可再生能源补贴收入，后续常态化确认当年补贴。我们测算，

1) 8 个非竞价项目：年化国补收入合计约 0.93 亿元，若 2024 年全部纳入国补清单，假设 2021 年投产的项目追溯确认 2022-2024 年 3 年间的国补，2022 年投产的项目追溯确认 2023-2024 年 2 年间的国补，累计待确认国补收入约 2.28 亿元。

2) 3 个已竞价项目：年化国补收入 0.07 亿元，黔江一期和垫江一期项目 2022 年 11 月并网，荣昌项目 2022 年 12 月并网，预计 2023-2024 年 2 年间待确认国补收入合计 0.15 亿元。

以上 11 个项目国补年化收入合计约 1.00 亿元，按 25% 所得税率，带来净利润增量约 0.75 亿元，较 2023 年归母净利润增量 6.43%；若 11 个项目 2024 年均能纳入可再生能源补贴清单，有望一次性追溯确认国补收入 2.43 亿元，按 25% 所得税率，带来净利润增量 1.82 亿元，较 2023 年归母净利润增量 15.61%。

表1：截至 2023 年底公司未纳入国补清单项目年化国补收入测算

项目名称	省份	投运年份	产能 (吨/日)	上网电价 (元/度)	燃煤标杆电价 (元/度)	年化国补测算 (亿元)	是否竞价
六安项目二期	安徽	2021 年	1200	0.65	0.3844	0.18	非竞价
阿克苏项目一期	新疆	2021 年	700	0.65	0.2500	0.19	非竞价
诸暨项目	浙江	2021 年	350	0.65	0.4153	0.04	非竞价
綦江项目	重庆	2022 年	1000	0.65	0.3964	0.14	非竞价
秀山项目	重庆	2022 年	400	0.65	0.3964	0.06	非竞价
西昌项目二期	四川	2022 年	600	0.65	0.4012	0.08	非竞价
合川项目	重庆	2022 年	1000	0.65	0.3964	0.14	非竞价
武隆项目一期	重庆	2022 年	600	0.65	0.3964	0.09	非竞价
黔江项目一期	重庆	2023 年	350	0.549	0.3964	0.02	竞价
垫江项目一期	重庆	2023 年	400	0.555	0.3964	0.02	竞价
荣昌项目	重庆	2023 年	600	0.559	0.3964	0.03	竞价
会东项目	四川	2022 年	600	需竞价	0.4012		竞价
吕梁项目	山西	2023 年	1000	需竞价	0.3320		竞价
合计						1.00	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

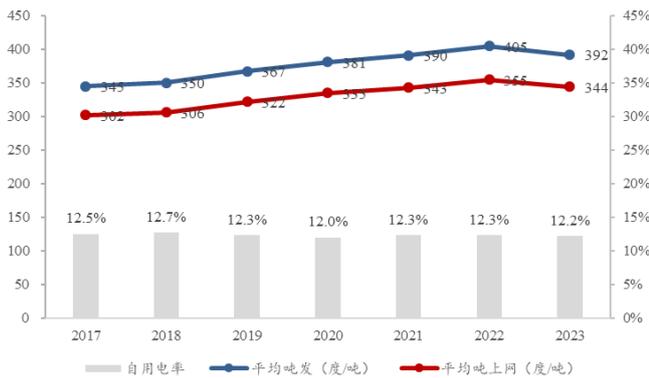
注：按一年有效利用天数 330 天计算。

2.2. 吨上网位列全国性固废公司首位，积极拓展供热增厚收益

设备优势带来运营优越性，吨上网位列全国性固废公司第一。设备技术龙头运营优势明显，1) 横向来看：2023 年公司全资及控股项目吨垃圾发电量 392 度/吨，吨垃圾上网电量 344 度/吨，位列 10 家固废上市公司前 3，其中军信股份和永兴股份均为区域性

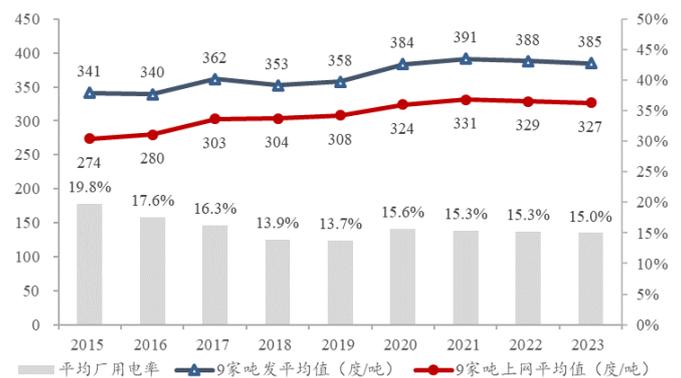
企业，三峰环境吨上网水平位列全国性布局的固废公司中首位。2023 年公司平均厂用电率 12.18%，较行业均值 14.99%低 2.81pct。2) 纵向来看：公司发电效率持续提升，2017-2023 年公司全资及控股项目吨发、吨上网复合增速分别为 2.15%、2.21%，2023 年吨发和吨上网同比略降主要系发电转供热气量及新项目爬坡的影响。剔除供热项目后，2023 年公司平均入厂吨垃圾发电量 424 度/吨，同比提升 0.47%。公司内部降本增效，自用电率从 2018 年高点 12.69%逐步下行至 2023 年的 12.18%。

图26：2017-2023 年公司全资控股项目吨上网复增 2.21%



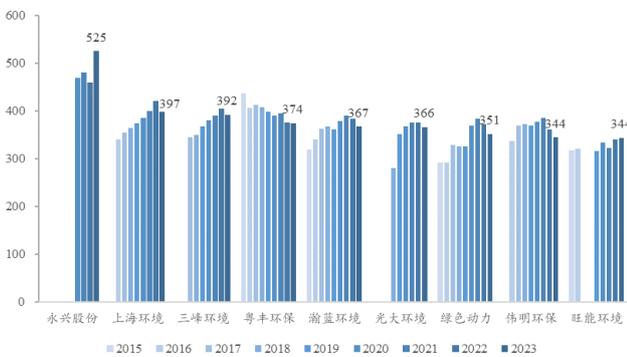
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：2015-2023 年 9 家固废企业吨发&吨上网均值



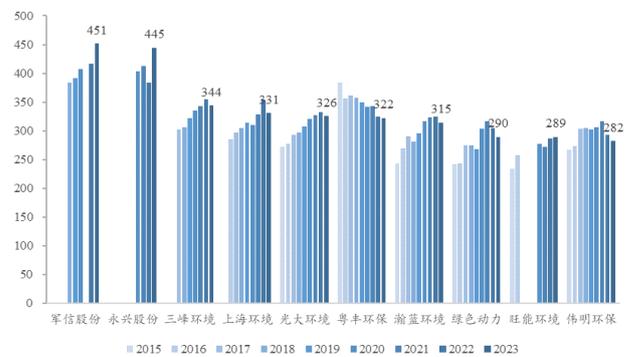
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：2015-2023 年 9 家固废上市公司入厂吨发电量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：2015-2023 年 10 家固废上市企业吨上网电量

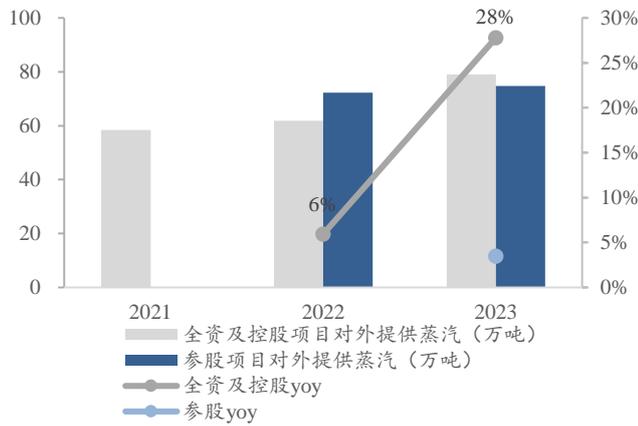


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 年公司全资及控股项目供热量同比提升 28%，发电改供热增厚收益&改善现金流。在可再生能源电价补贴逐步退出、部分地区财政压力增大的背景下，2023 年公司新设重庆三峰新动力能源有限公司，将存量垃圾焚烧发电项目改造，增加供热能力。公司 2023 年对外提供蒸汽共 153.79 万吨。其中全投资、控股项目总供气量为 79.05 万吨，同比增长 27.80%；参股项目总供气量为 74.74 万吨，同比增长 3.46%。按 1 吨蒸汽发 200 度电换算计算固废企业发电供热比，三峰环境为 3.27%，位于行业上游，仍有较大

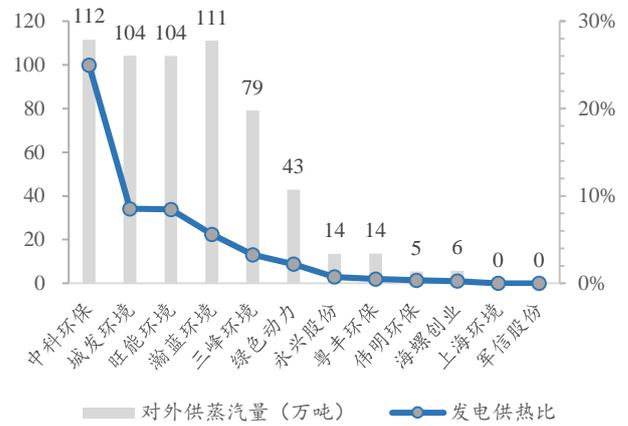
提升空间。发电改供热有助于提高项目收益率，且市场化交易现金流好。我们测算，当蒸汽价格为 150 元/吨时，单吨垃圾供热收入介于 240~375 元，较发电收入高 42~105 元，较基准模型（单吨垃圾净利约 63 元）利润弹性约 50%~125%。

图30：公司对外供蒸汽量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：2023 年固废企业发电供热比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：垃圾焚烧发电改供热增收测算

蒸汽售价 (元/吨)	150			200		
单吨垃圾产生蒸汽量 (吨)	1.6	2	2.5	1.6	2	2.5
单吨蒸汽发电量 (度/吨)	200	200	200	200	200	200
单吨垃圾发电量 (度/吨)	320	400	500	320	400	500
单吨垃圾上网发电收入 (元/吨)	198	230	270	198	230	270
单吨垃圾出售蒸汽收入 (元/吨)	240	300	375	320	400	500
供热增收 (元/吨)	42	70	105	122	170	230

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

公司围绕固废主业延伸拓展，大力推进协同处置业务。公司围绕固废产业链实施主业延伸，开拓餐厨（厨余）、污泥等协同处置业务。截至 2023 年末，公司共投资运营餐厨（厨余）垃圾处理项目 6 个，随垫江县餐厨项目投运，当期共处理餐厨（厨余）垃圾约 12 万吨，同比增长 172.83%；公司投运污泥协同处理项目 14 个，2023 年共处理污泥约 11.7 万吨；公司 2023 年还合规处理医疗废弃物约 2.9 万吨、一般工业固废约 15.3 万吨。公司凭借完善的全产业链综合服务能力以及技术积累，持续拓展业务边界，不断扩大经营规模。

3. 垃圾焚烧装备技术龙头，携手苏伊士出海加速

3.1. 率先引入德国马丁技术实现设备国产化，产品实力受广泛认可

2023 年设备销售收入同比翻倍，海外市场突破提供增长动力。公司旗下三峰卡万塔负责焚烧炉系统研发制造。公司设备销售收入为纯外销收入，2020-2022 年公司设备销售收入介于 3~5 亿元左右，2023 年公司设备销售收入达 9.57 亿元，同比增长 115.62%，设备销售收入占比 15.89%，同比上升 8.52pct。2020-2023 年设备销售毛利率相对稳定，维持在 26%~27%之间。随着海外市场需求释放，设备销售迎成长新动能。

图32：公司 2023 年设备销售收入高增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：2020 年以来设备销售毛利率维持稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

率先引进德国马丁技术实现国产化替代，技术研发实力+规模化生产能力+品牌口碑多重优势助力市场开拓。三峰环境于 2000 年率先引进了德国马丁 SITY2000 全套技术，包括焚烧炉、余热锅炉、烟气净化系统和相应的控制系统。经过不断消化、吸收和创新，实现垃圾焚烧发电技术和核心装备的全面国产化替代。截至 2023 年底，公司拥有全球领先的垃圾焚烧炉总装基地，年产量可达 60 台/套，可生产 INC300、INC600 和 INC750 焚烧炉产品，单台处理规模从 100 到 1050 吨/天不等。经过多年发展，公司垃圾焚烧产业链上下游业务体系完善，可为客户提供制造、安装调试、保修维护等各项服务，可有效降低投资和采购成本。截至 2023 年底，公司的焚烧炉技术和装备已在多个国家和地区累计取得了 253 个项目、411 条焚烧线的市场应用业绩，设计处理能力合计超过 22 万吨/日。垃圾焚烧发电行业属于资金密集和技术密集型行业，产业壁垒高，对设备稳定性要求高，优秀案例和行业知名度有助于吸引新客户同时增强老客户黏性。

三峰环境垃圾焚烧炉在国内市占率超 30%，友商认可彰显产品实力。根据环卫科技网披露，截至 2023 年，三峰环境垃圾焚烧炉成套技术和设备在国内垃圾焚烧发电市场占有率超过 30%，保持领先地位。我们根据公司历史销售数据进行测算，2017-2019 年

公司设备销售市占率介于 15%~28%。根据公司招股说明书披露，2017-2019 年公司外销设备对应日处理规模分别为 1.41、1.03、1.58 万吨/日，吨处理规模的销售均价分别为 2.51、2.74、3.15 万元，2017-2019 年公司控股项目新增投运规模 0.06、0.15、0.63 万吨/日，行业新增投运规模 5.32、8.06、10.96 万吨/日，2017-2019 年公司设备销售（含外销和内供）份额合计 27.6%、14.5%、20.1%。考虑到部分固废企业具备设备自供能力，如光大环境、伟明环保、绿色动力、中国天楹、康恒环境等，三峰在外销市场中的份额更高。粤丰环保、旺能环境、圣元环保、兴蓉环境等企业均采购过三峰环境设备，友商认可验证其产品实力。

图34：2017-2019 年三峰环境设备销售份额



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图35：2017-2019 年公司吨处理规模设备销售均价



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 从引进来到走出去，携手苏伊士出海加速

全球固废处理需求刚性增长，东南亚、南亚及其他发展中国家具备潜力。随着国内垃圾焚烧处理市场增长进入平稳期，海外市场需求、产业链上下游领域的市场需求正在被持续发掘。据 Mordor 预测，全球固废处理市场规模将在 2024-2029 年间保持 CAGR 为 5% 的增速，北美市场规模最大，亚太地区市场增速最快，其中东南亚市场集中度低且将拥有大约 7% 的 CAGR。随着东南亚地区和其他发展中国家城市化、人口增长和生活方式改变，城市固废产量也在日益剧增，目前东南亚、南亚等国家生活垃圾无害化率较低，对垃圾焚烧技术和装备有实际需求。

公司积极把握海外市场新增长点，2023 年海外设备新签订单总额超 6 亿元。中国垃圾焚烧发电行业经历早期探索（1988-2005），高速成长发展（2006-2020），至 2021 年起已进入稳定发展期，行业已相对成熟，新增项目空间收窄。公司自 2010 年起开始向海外市场进行焚烧炉及成套设备的供货，截至 2023 年底其技术及装备已应用到美国、德国、印度、埃塞俄比亚、泰国、越南等国家的多个项目，市场占有率持续领跑行业。据我们不完全统计，2010-2023 年期间公司外销的垃圾焚烧炉设备对应处理规模超 2.3

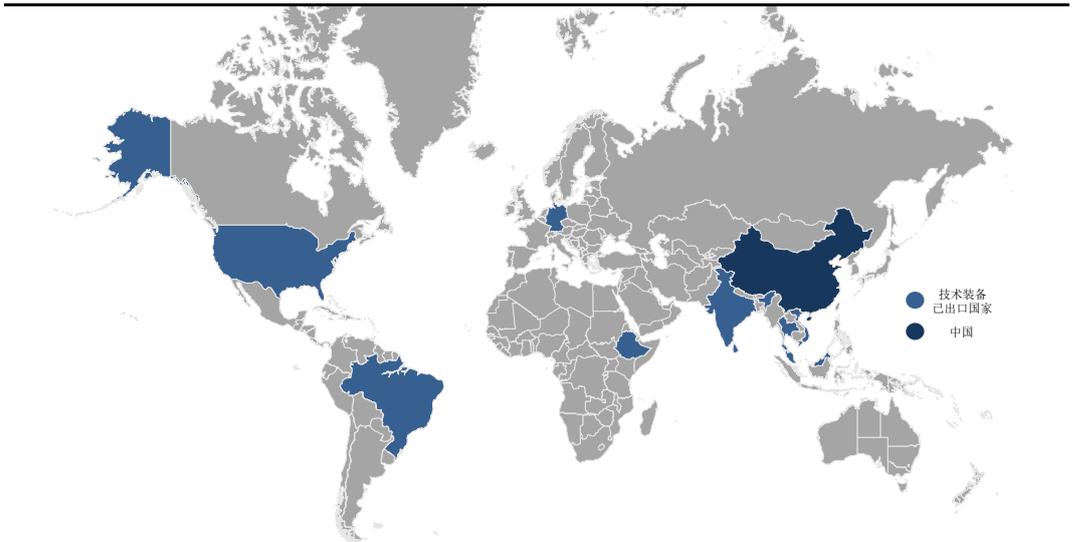
万吨/日。2023 年三峰环境设备出海显著提速，子公司三峰卡万塔共签署焚烧炉及成套设备供货合同 14 项，涉及焚烧线 18 条，设计处理能力合计约 1.2 万吨/日，特别是在“一带一路”沿线成功签署泰国萨拉布里五期、泰国佛统府、越南胡志明、马来西亚雪兰莪州等设计及焚烧炉成套设备供货合同，涉及焚烧线产品 10 条，合同 6 项，处理能力合计 7200 吨/日，合同总金额超过 6 亿元人民币。海外市场强劲需求有望提供设备销售收入增长新动力。

表3：三峰环境签订海外项目供货设备

年份	国家/城市	设备名称/合同内容	焚烧炉规模 (吨/日)
2010 年	美国/图萨	焚烧炉气化设备 (1*340 吨/天)	340
2011 年	印度/新德里	生活垃圾焚烧炉 (2*600 吨/天)	1200
2012 年	德国/慕尼黑 (返销马丁公司)	炉排炉核心部件	/
2013 年	印度/海德拉巴	生活垃圾焚烧炉 (4*600 吨/天)	2400
2014 年	埃塞俄比亚/亚德斯亚贝巴	生活垃圾焚烧炉 (2*600 吨/天)	1200
2016 年	泰国/萨拉布里	生活垃圾焚烧炉 (2*750 吨/天)	1500
	印度/贡土尔	生活垃圾焚烧炉 (2*600 吨/天)	1200
	印度/蒂鲁帕蒂	生活垃圾焚烧炉 (1*450 吨/天)	450
2017 年	印度/维萨卡帕特南	生活垃圾焚烧炉 (2*600 吨/天)	1200
	斯里兰卡/科伦坡	生活垃圾焚烧炉 (1*550 吨/天)	550
	德国 (返销罗肯公司)	集装箱式渗滤液膜处理系统 (2*380 吨/天)	/
2018 年	越南/胡志明市	生活垃圾焚烧炉 (3*750 吨/天)	2250
	巴西/圣保罗州八路里市	生活垃圾焚烧炉 (1*870 吨/天)	870
2021 年	泰国/呵叻府	垃圾焚烧炉 (2×350 吨/日) 设备供货	700
	越南/河内塞拉芬项目	垃圾发电项目 (3×615 吨/日) 设计供货、建安调试及运营管理服务	1845
2022 年	印度/艾哈	焚烧炉及成套设备供货	/
	印度/斋普尔	焚烧炉及成套设备供货	/
	泰国/萨拉布里五期		
2023 年	泰国/佛统府	设计及焚烧炉成套设备	7200
	越南/胡志明		
	马来/西亚雪兰莪州		

数据来源：公司年报，中国固废网，东吴证券研究所

图36：公司积极探索海外市场



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

我们测算仅东盟 10 国及印度市场垃圾焚烧占比 50%情形下，2023 年焚烧炉核心设备空间达 516 亿元，其他海外区域空间广阔。我们对东盟 10 国及印度固废处理需求进行测算，2023 年印度及东盟 10 国人口合计 21.14 亿人，按各国人均生活垃圾日产量进行加权，生活垃圾日处理需求达 124 万吨/日。参照 2023 年公司新增海外订单金额超 6 亿元人民币，对应处理能力合计 7200 吨/日，单吨处理规模的销售均价约 8.33 万元。假设东盟 10 国和印度市场垃圾焚烧渗透率 50%，单吨处理规模对应焚烧炉设备价值量 8.33 万元，则东盟 10 国及印度市场垃圾焚烧炉设备空间约 516 亿元。三峰环境在东盟及印度市场已具备多个优质项目经验，有望受益其垃圾焚烧市场空间的释放。

表4：东盟 10 国及印度固废处理需求测算

	2023 年人口 (亿人)	人均生活垃圾日产量 (kg/日)	垃圾日产量测算 (万吨/日)
印度	14.29	0.57	81.43
印度尼西亚	2.78	0.68	18.87
泰国	0.72	1.07	7.68
菲律宾	1.17	0.39	4.58
马来西亚	0.34	1.18	4.05
越南	0.99	0.30	2.97
新加坡	0.06	3.76	2.23
缅甸	0.55	0.28	1.53
柬埔寨	0.17	0.20	0.34
老挝	0.08	0.14	0.11
文莱	0.005	1.40	0.06
合计	21.14	/	123.84

数据来源：世界银行，《Solving the Waste Management Problem in ASEAN》，东吴证券研究所

携手环保行业标杆苏伊士，海外拓展有望提速。2024年5月6日，三峰环境集团与环保行业标杆企业法国苏伊士集团签署《全面战略合作框架协议》，将推动技术、产品和服务的优势互补，以实现互利共赢。法国苏伊士集团提供各种水务和固废循环解决方案。2023年，苏伊士集团为全球5700万人生产饮用水，为3600多万人提供环卫服务；通过污水和固废处理转化生产7.7太瓦时的能源。2023年苏伊士集团的营收为89亿欧元。苏伊士约70年前进入亚洲市场，在中国投资已有47年，是最早进入中国市场的全球环保企业之一，在中国被认为是引领亚洲环保行业的标杆。目前苏伊士与各地市政和工业客户的合作项目遍布中国30多个主要城市和地区，在上海运营亚洲最大的危废焚烧设施之一，在三峰环保所在的重庆投资逾40亿元人民币。2022年9月，苏伊士集团发布2027年战略规划，提出公司将保持4%-5%的营收增长，分业务营收占比上，废物处理从45%占比提升至55%；分地区营收占比上，全球营收从25%占比提升至40%。公司有望顺应苏伊士集团全球战略，增进合作，加速出海进程。

4. 盈利预测与投资建议

通过以上分析，我们认为：

- 1) **项目运营：**截至2023年底，公司全资及控股项目已投运4.00万吨/日，在建和筹建0.43万吨/日有望于2024-2026年逐步投运，带来11%的产能增量；参股项目已投运1.51万吨/日，在建和筹建0.20万吨/日，在筹建/已建比例为13%。考虑项目逐步进入补贴清单后国补常态化确认，随着在建项目投运、存量运营项目产能利用率提升及降本增效拓展下，我们预计2024-2026年固废项目运营收入增速分别为10.41%、8.59%、8.00%，毛利率分别为39.14%、39.50%、40.00%。
- 2) **设备销售：**国内垃圾焚烧市场逐步成熟，设备销售空间收窄，公司瞄准国际市场，合作苏伊士设备出海有望加速。我们预计2024年设备销售收入延续2023年高增态势，2024-2026年设备销售收入增速分别为70%、40%、25%，毛利率维持26.00%。
- 3) **EPC建造：**公司EPC建造包含内部及外部项目，内部占比较大，2022年公司EPC建造收入20.35亿元，其中合并口径内部EPC收入15.67亿元，占EPC建造收入的比例为77%。随着公司在建项目规模的下降及国内增量建设需求收窄，2023年公司EPC建造收入同比下降37.57%至12.71亿元，我们预计2024-2026年EPC建造收入增速分别为-50%、-25%、-10%，毛利率水平维持10.00%。
- 4) **垃圾收运：**公司向产业链前端延伸，2023年子公司三峰城服新签署垃圾分类、收转运及环卫一体化业务外部市场合同23项，合同总金额近2.6亿元，带动2023年实现垃圾收运业务收入1.45亿元，随着固废产业链的持续拓展，我们保守预计2024-2026年垃圾收入增速维持5.00%，毛利率维持20.73%。

表5：业务拆分与盈利预测（货币单位：亿元）

项目运营	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	32.08	35.34	36.47	40.27	43.73	47.23
yoy	44.38%	10.15%	3.21%	10.41%	8.59%	8.00%
毛利	15.44	15.62	14.28	15.88	17.27	18.89
毛利率	48.14%	44.19%	39.14%	39.14%	39.50%	40.00%
设备销售						
收入	4.63	4.44	9.57	16.28	22.79	28.48
yoy	48.59%	-4.04%	115.62%	70.00%	40.00%	25.00%
毛利	1.21	1.20	2.49	4.23	5.92	7.41
毛利率	26.08%	27.01%	25.97%	26.00%	26.00%	26.00%
EPC 建造						
收入	21.98	20.35	12.71	6.35	4.77	4.29
yoy	-8.01%	-7.39%	-37.57%	-50.00%	-25.00%	-10.00%
毛利	1.93	1.92	2.04	0.64	0.48	0.43
毛利率	8.80%	9.42%	16.06%	10.00%	10.00%	10.00%
垃圾收运						
收入			1.45	1.52	1.60	1.68
yoy			44.88%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利			0.30	0.32	0.33	0.35
毛利率			20.73%	20.73%	20.73%	20.73%
其他业务						
收入	0.05	0.10	0.06	0.06	0.06	0.06
yoy	-23.83%	99.80%	-36.23%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	0.04	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
毛利率	82.88%	54.83%	55.92%	55.92%	55.92%	55.92%
合计						
收入	58.74	60.23	60.27	64.48	72.94	81.74
yoy	19.16%	2.54%	0.06%	7.00%	13.12%	12.06%
毛利	18.63	18.79	19.14	21.09	24.04	27.11
毛利率	31.71%	31.19%	31.76%	32.71%	32.96%	33.16%
归母净利润	12.38	11.39	11.66	13.21	14.95	16.81
yoy	71.78%	-8.00%	2.33%	13.28%	13.21%	12.45%
归母净利率	21.08%	18.91%	19.34%	20.48%	20.50%	20.57%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

三峰环境作为集 EPC 建造、设备销售及项目运营一体化的垃圾焚烧发电企业，运营经验和技术水平处于行业领先地位。

从盈利角度看，1) 项目运营稳健&效率领先，国补谨慎确认潜在弹性大：垃圾焚烧发电业务规模持续增长&效率领先，主业盈利稳健，国补收入确认保守，固废业务盈利

被低估，随着项目纳入国补清单，有望带来一次性补贴确认弹性，后续国补常态化确认持续增厚盈利，此外，餐厨、垃圾收运等固废产业链纵横延伸及供热拓展带来增量；2) **合作苏伊士，设备出海有望加速**：国内垃圾焚烧市场增量空间收窄，公司积极开拓海外市场，与苏伊士签订合作协议，三峰环境是苏伊士在大陆固废领域唯一合作伙伴，携手掘金全球市场，设备出海有待加速。

从现金流角度看，技术 Alpha 带动现金流快速好转。公司经营性现金净额随着运营项目规模积累和设备销售业务扩张同步向上，在建项目整体投资续期逐年向下，2022 年在行业中率先实现自由现金流转正并持续增厚，2024Q1 自由现金流 5.08 亿元，接近 2023 年全年水平（5.72 亿元）。2023 年公司分红比例 33.79%，具备提升空间。

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.21、14.95、16.81 亿元，同比+13%、13%、12%，对应 11.59、10.24、9.10 倍 PE。我们选取以垃圾焚烧运营为主业的 A 股上市企业瀚蓝环境、永兴股份、军信股份、上海环境、伟明环保、绿色动力、旺能环境作为可比公司，2024-2026 年可比公司平均 PE 为 12.28/10.88/9.83 倍，三峰环境估值低于可比公司平均估值水平。三峰环境“运营+设备”一体化布局，设备技术 Alpha 带来运营效率及现金流优势，国补谨慎确认潜在弹性大，合作苏伊士设备出海有望加速，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值（估值日期：2024/8/2）

公司代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600323.SH	瀚蓝环境	21.66	176.60	15.71	17.14	18.62	11.24	10.30	9.48
601033.SH	永兴股份	15.23	137.07	9.01	10.735	12.79	15.21	12.77	10.72
301109.SZ	军信股份	14.18	58.14	5.46	6.17	6.56	10.65	9.43	8.87
601200.SH	上海环境	7.50	100.97	5.77	6.11	6.44	17.49	16.53	15.67
603568.SH	伟明环保	18.39	313.48	27.74	36.12	45.14	11.30	8.68	6.94
601330.SH	绿色动力	5.87	81.80	6.67	7.16	7.68	12.26	11.43	10.65
002034.SZ	旺能环境	13.11	56.31	7.18	8.02	8.67	7.84	7.02	6.49
均值							12.28	10.88	9.83
601827.SH	三峰环境	9.12	153.06	13.21	14.95	16.81	11.59	10.24	9.10

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：瀚蓝环境、伟明环保、绿色动力 2024-2026 年归母净利润为东吴证券研究所预测，其余均为 wind 一致预期。

5. 风险提示

- 1) **资本开支超预期上行**：公司自由现金流转正主要系资本开支快速下降，若公司开展存量市场整合、拓展新业务方向等，可能面临资本开支上行的风险。
- 2) **应收账款风险**：垃圾焚烧企业自由现金流持续改善逻辑的兑现，除了资本开支

保持下行之外,还有赖于垃圾处理费和电费的及时回收。若地方财政压力加大,垃圾处理费回款放缓,或国补拖欠延长,将影响公司经营性净现金流水平。

- 3) **项目入清单进展不及预期:** 公司仍有固废运营项目未进入国补清单,若进入国补清单时间节点延后,项目盈利水平将持续承压。

三峰环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,439	7,544	9,890	12,635	营业总收入	6,027	6,448	7,294	8,174
货币资金及交易性金融资产	2,289	3,329	5,351	7,779	营业成本(含金融类)	4,113	4,339	4,890	5,463
经营性应收款项	2,234	2,229	2,385	2,528	税金及附加	72	77	95	114
存货	1,056	1,114	1,256	1,403	销售费用	22	23	26	29
合同资产	141	151	171	191	管理费用	310	332	375	421
其他流动资产	718	721	727	733	研发费用	98	104	120	136
非流动资产	18,843	19,239	19,227	19,012	财务费用	305	299	297	287
长期股权投资	1,218	1,518	1,718	1,818	加:其他收益	161	166	168	169
固定资产及使用权资产	587	625	655	680	投资净收益	135	143	142	141
在建工程	35	23	15	9	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	16,676	16,742	16,507	16,173	减值损失	(42)	(40)	(40)	(40)
商誉	11	11	11	11	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	1,359	1,542	1,761	1,994
其他非流动资产	310	314	314	314	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	25,283	26,783	29,117	31,647	利润总额	1,361	1,543	1,762	1,995
流动负债	5,879	6,183	6,797	7,423	减:所得税	144	165	203	241
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,683	1,744	1,814	1,874	净利润	1,216	1,378	1,560	1,754
经营性应付款项	2,129	2,246	2,531	2,828	减:少数股东损益	50	57	65	73
合同负债	1,486	1,590	1,798	2,015	归属母公司净利润	1,166	1,321	1,495	1,681
其他流动负债	581	603	653	706	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.79	0.89	1.00
非流动负债	8,234	8,441	8,601	8,751	EBIT	1,533	1,841	2,060	2,282
长期借款	7,125	7,305	7,465	7,615	EBITDA	2,316	2,621	2,843	3,069
应付债券	200	200	200	200	毛利率(%)	31.76	32.71	32.96	33.16
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	19.34	20.48	20.50	20.57
其他非流动负债	899	927	927	927	收入增长率(%)	0.06	7.00	13.12	12.06
负债合计	14,112	14,624	15,398	16,174	归母净利润增长率(%)	2.33	13.28	13.21	12.45
归属母公司股东权益	10,452	11,384	12,879	14,560					
少数股东权益	719	776	840	913					
所有者权益合计	11,170	12,159	13,719	15,473					
负债和股东权益	25,283	26,783	29,117	31,647					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,372	2,501	2,745	2,976	每股净资产(元)	6.23	6.78	7.67	8.68
投资活动现金流	(1,772)	(1,024)	(628)	(429)	最新发行在外股份(百万股)	1,678	1,678	1,678	1,678
筹资活动现金流	(4)	(437)	(94)	(120)	ROIC(%)	7.05	7.90	8.17	8.29
现金净增加额	598	1,040	2,022	2,427	ROE-摊薄(%)	11.15	11.60	11.61	11.55
折旧和摊销	783	780	783	787	资产负债率(%)	55.82	54.60	52.88	51.11
资本开支	(1,800)	(871)	(571)	(471)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.13	11.59	10.24	9.10
营运资本变动	177	138	181	208	P/B(现价)	1.46	1.34	1.19	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;
- 增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;
- 中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;
- 中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;
- 减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>