

携手三峡集团，海上风电打开成长空间

圣元环保 (300867)

公司主营业务为城镇固废专业化处理，主要包括生活垃圾焚烧发电、生活污水处理产业，以及其上下游的垃圾运输、厨余垃圾、餐厨垃圾、渗滤液处理等，2020年垃圾焚烧收入占比80.94%，污水处理收入占比14.18%。同时，公司积极推进海上风力发电和集中式光伏等新能源项目，打开新的增长点。公司2017-2020年营业收入CAGR达到34.30%，归母净利润CAGR达到68.22%，2021年前三季度实现营业收入17.95亿元，同比增长133.47%，实现归母净利润4.33亿元，同比增长79.16%。公司近年来毛利率维持在50%左右，净利率接近30%；收现比常年大于100%，净利润现金比率常年大于1，现金流情况较好。

携手三峡集团，海上风电打开广阔成长前景。2022年1月4日，公司发布公告，与三峡启航签订了《福建省海上风电及光伏发电项目合作协议》，三峡启航是由三峡建信、天润启航和国开新能源等共同合作成立的基金管理公司，主要开展新能源产业领域项目投资。三峡启航将指定三峡集团相关的投资主体与圣元环保共同发起设立一家合资公司，各出资50%，共同开发福建省海上风电及光伏发电项目。针对各独立单一拟开发项目，经合资公司股东会审议通过后，合资公司出资设立全资子公司，双方在任一项目开发过程中，必须以与该拟开发项目所对应的项目公司作为具体项目申报和开发建设的唯一主体。福建省为我国海上风电资源最为丰富的地区，风力发电利用小时数达到4000小时以上，有望成为率先实现海上风电平价上网的地区。公司通过与国内领先的新能源开发运营商三峡集团合作，结合多年深耕生物质新能源发电形成的项目资源、工程建设与管理优势，有望在广阔的海上风电市场占据一席之地。

垃圾焚烧业务稳步扩产，短中期增长有保障。2021年前三季度，鄂城圣元一期、梁山圣元一期等六个项目已陆续正式投入生产，泉州圣元提级改造项目（2号炉）已投入试运行，以上工程项目总共新增垃圾处理规模为4950吨/日，新增装机容量135MW，相比2020年底的179MW装机量提升75.42%，公司垃圾焚烧发电业务整体规模显著提升，且公司2021年新增垃圾焚烧项目大部分在下半年投入生产，从投入生产到满负荷通常需要数月时间，收入增长将在2022年集中体现。此外，公司截至2021年三季报发布时在建项目有泉州圣元餐厨处理项目、庆阳圣元二期、巨野圣元和六个分布式光伏发电项目，未开工项目包括汶上圣元二期、安徽圣元二期以及莆田餐厨垃圾处理等项目，储备项目和在建项目充足，短中期成长有保障。

盈利预测：预计公司2021-2023年归母净利润分别达5.02、6.19和7.62亿元，给与“买入”评级。

风险提示：海上风电投资不及预期

首次评级

买入

秦基栗

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440518100011

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440519060004

发布日期：2022年01月06日

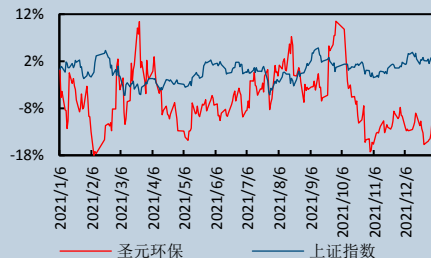
当前股价：31.48元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------------|----------|--------------|-------------|
| | 9.46/9.8 | -10.54/-11.3 | -5.08/-6.96 |
| 12月最高/最低价(元) | | | 36.82/25.88 |
| 总股本(万股) | | | 27,174.11 |
| 流通A股(万股) | | | 15,461.75 |
| 总市值(亿元) | | | 85.54 |
| 流通市值(亿元) | | | 48.67 |
| 近3月日均成交量(万股) | | | 485.17 |
| 主要股东 | | | |
| 朱恒冰 | | | 25.0% |

股价表现



相关研究报告

财务和估值数据摘要

| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 888.34 | 1,033.73 | 2,101.29 | 2,318.93 | 2,559.09 |
| 增长率(%) | 22.17 | 16.37 | 103.27 | 10.36 | 10.36 |
| 归属母公司股东净利润 | 217.40 | 303.70 | 501.60 | 619.49 | 761.87 |
| 增长率(%) | 3.49 | 39.70 | 65.16 | 23.50 | 22.98 |
| 销售毛利率 | 46.13 | 51.57 | 36.57 | 40.05 | 43.25 |
| 销售净利率 | 24.47 | 29.38 | 23.87 | 26.71 | 29.77 |
| ROE(%) | 18.03 | 11.14 | 15.69 | 16.27 | 16.71 |
| EPS(摊薄/元) | 1.07 | 1.12 | 1.85 | 2.28 | 2.80 |
| 市盈率(P/E) | 29.24 | 27.92 | 16.90 | 13.69 | 11.13 |
| 市净率(P/B) | 5.28 | 3.11 | 2.65 | 2.23 | 1.86 |

报表预测

| 利润表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 888.34 | 1033.73 | 2101.29 | 2318.93 | 2559.09 |
| 减:营业成本 | 478.56 | 500.60 | 1332.82 | 1390.21 | 1452.38 |
| 营业税金及附加 | 13.08 | 13.18 | 26.79 | 29.56 | 32.63 |
| 销售费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 62.36 | 67.53 | 79.85 | 81.16 | 89.57 |
| 研发费用 | 10.77 | 14.02 | 27.32 | 30.15 | 33.27 |
| 财务费用 | 135.65 | 139.56 | 155.62 | 155.33 | 163.37 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 2.35 | 67.78 | 5.12 | 4.76 |
| 其他收益 | 51.06 | 51.88 | 57.07 | 68.49 | 75.33 |
| 投资净收益 | 6.07 | 4.97 | 5.72 | 6.58 | 7.57 |
| 营业利润 | 239.61 | 346.95 | 579.62 | 705.75 | 867.86 |
| 营业外收入 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 0.67 | 2.29 | 11.18 | 3.70 | 4.46 |
| 利润总额 | 238.94 | 344.66 | 568.45 | 702.05 | 863.41 |
| 所得税 | 21.76 | 40.97 | 66.85 | 82.56 | 101.54 |
| 净利润 | 217.18 | 303.69 | 501.60 | 619.49 | 761.87 |
| 少数股东损益 | -0.22 | -0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 217.40 | 303.70 | 501.60 | 619.49 | 761.87 |
| 资产负债表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 433.40 | 1607.52 | 2452.70 | 2606.79 | 3253.13 |
| 现金 | 50.11 | 256.93 | 827.82 | 629.09 | 1159.84 |
| 应收票据及应收账款合计 | 264.53 | 444.25 | 874.44 | 1147.96 | 1185.05 |
| 其他应收款 | 8.48 | 6.81 | 16.53 | 16.59 | 22.78 |

| | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 预付账款 | 4.73 | 4.19 | 9.82 | 10.35 | 11.91 |
| 存货 | 17.07 | 25.51 | 41.13 | 51.55 | 52.19 |
| 其他流动资产 | 88.49 | 869.82 | 682.95 | 751.25 | 821.37 |
| 非流动资产 | 3774.28 | 5326.20 | 6210.42 | 7437.42 | 8231.41 |
| 长期投资 | 22.46 | 27.04 | 37.33 | 48.49 | 60.63 |
| 固定资产 | 450.54 | 506.67 | 542.42 | 854.59 | 1211.85 |
| 无形资产 | 2401.58 | 2843.04 | 5303.42 | 5637.87 | 5946.38 |
| 其他非流动资产 | 899.70 | 1949.46 | 327.25 | 896.48 | 1012.55 |
| 资产总计 | 4207.68 | 6933.72 | 8663.12 | 10044.21 | 11484.54 |
| 流动负债 | 828.90 | 1222.48 | 1746.45 | 2232.69 | 2639.06 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款合计 | 473.18 | 754.30 | 813.91 | 1039.70 | 1111.97 |
| 其他流动负债 | 355.72 | 468.18 | 932.54 | 1192.99 | 1527.09 |
| 非流动负债 | 2174.32 | 2984.28 | 3715.82 | 3978.21 | 4232.50 |
| 长期借款 | 1855.94 | 2685.27 | 3348.21 | 3551.16 | 3734.11 |
| 其他非流动负债 | 318.38 | 299.01 | 367.61 | 427.05 | 498.39 |
| 负债合计 | 3003.22 | 4206.76 | 5462.27 | 6210.90 | 6871.56 |
| 少数股东权益 | 0.00 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| 股本 | 203.74 | 271.74 | 271.74 | 271.74 | 271.74 |
| 资本公积 | 250.82 | 1401.63 | 1401.63 | 1401.63 | 1401.63 |
| 留存收益 | 749.90 | 1053.60 | 1501.34 | 2054.31 | 2734.38 |
| 归属母公司股东权益 | 1204.46 | 2726.97 | 3200.87 | 3833.32 | 4612.99 |
| 负债和股东权益 | 4207.68 | 6933.72 | 8663.12 | 10044.21 | 11484.54 |
| 现金流量表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营性现金净流量 | 443.80 | 483.24 | 462.87 | 1019.33 | 1319.27 |
| 投资性现金净流量 | -593.82 | -2134.91 | -886.82 | -1576.98 | -1189.24 |
| 筹资性现金净流量 | 54.98 | 1860.89 | 994.84 | 358.92 | 400.73 |
| 现金流量净额 | -95.04 | 209.23 | 570.89 | -198.74 | 530.76 |

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

秦基粟：上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，现任中小市值组首席分析师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名，2020 年“新财富”最佳分析师港股及海外市场研究第 5 名。

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，现任电力公用事业首席分析师，曾作为团队核心成员，获得 2019-2020 年新财富电力公用事业入围、2018-2020 年金牛奖电力公用最佳行业分析师、2019-2020 年 WIND 最佳电力公用分析师第一、水晶球前五等奖项。

研究助理

邓皓烛 13636339329 denghaozhu@csc.com.cn

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk