

固废处理稳中向好，资源再生潜力初显

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现营收 33.5 亿元(调整后), 同比增长 11.6%; 实现归母净利润 7.2 亿元(调整后), 同比增长 7.8%。
- **营收、归母净利润增长趋稳, 业务领域进一步扩张。** 2022 年公司实现营业收入 33.5 亿元(调整后), 同比增长 11.6%; 实现归母净利润 7.2 亿元(调整后), 同比增加 7.8%; 2022Q4 实现营收 10.2 亿元, 同比增加 101%, 环比增加 18.2%; 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比增加 10.6%, 环比减少 11.6%。2022 年营收增长主要系新的生活垃圾焚烧发电项目和餐厨垃圾处置项目正式投入运营, 以及收购的新能源锂电池循环再利用业务和再生橡胶业务贡献新业务营收。
- **项目建设成果显著, 市场开拓步履不停。** 2022 年监利二期与铜仁旺能合计 1200 吨项目实现并网发电。截至 2022 年底, 公司投资、建设生活垃圾焚烧发电项目合计 23320 吨, 其中已建成运营项目共 20870 吨, 试运营项目 750 吨, 在建及筹建项目共 1700 吨。2022 年荣阳餐厨 140 吨项目正式投产运营。截止 2022 年底, 公司投资、建设餐厨垃圾项目合计 2820 吨, 其中已建成投产餐厨项目共 1860 吨, 试运营餐厨项目 800 吨, 在建餐厨项目 160 吨。同时公司大力拓展规模以下且收运范围合理的 BOT 以外区域存量市场, 今年生活垃圾处置板块完成 7 个区域的存量市场拓展, 生活垃圾接收量新增 1300 吨/日。
- **多项收购推动业务多元化, 资源再生有望成利润新增长点。** 公司于 2022 年 1 月收购立鑫新材料 60% 股权, 立鑫新材料的一期动力电池提钴镍锂项目于 4 月正式投产运营, 公司正式布局新能源锂电材料循环利用产业; 2022 年 7 月, 公司收购南通回力 77% 的股权, 又于 2023 年 1 月继续收购南通回力 13% 的股权。南通回力一期 3 万吨丁基再生橡胶生产线已正式运营, 二期含丁基再生橡胶、轮胎再生橡胶及硫化橡胶粉生产线合计 7 万吨在建。随着项目逐步投产运营, 新业务将稳定促进公司业绩增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.5 亿元、9.9 亿元、10.9 亿元, 3 年复合增速为 14.8%, 对应 EPS 分别为 1.97、2.31、2.54 元。公司动力电池回收技术可能成为未来新业绩增长点, 给予公司 2023 年 11 倍 PE, 目标价 21.67 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新项目投产或不及预期、行业竞争加剧以及行业政策风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3349.91	4156.12	5328.21	6025.03
增长率	12.87%	24.07%	28.20%	13.08%
归属母公司净利润(百万元)	721.80	846.54	991.73	1091.25
增长率	11.39%	17.28%	17.15%	10.04%
每股收益 EPS(元)	1.68	1.97	2.31	2.54
净资产收益率 ROE	11.59%	12.18%	12.76%	12.60%
PE	10.0	8.5	7.3	6.6
PB	1.15	1.04	0.93	0.83

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.29
流通 A 股(亿股)	4.27
52 周内股价区间(元)	16.72-25.51
总市值(亿元)	72.24
总资产(亿元)	131.30
每股净资产(元)	12.55

相关研究

1. 旺能环境(002034): 固废处理稳中有升, 电池回收再启成长 (2022-08-18)

盈利预测

关键假设：

假设 1：对于垃圾焚烧业务，公司 2023-2025 年将陆续建成存量的 1450 吨/日项目；每年通过中标新项目等新增产能 1000 吨/日；年焚烧发电量与垃圾回收量成正比；上网电价维持 0.55-0.60 元/度。

假设 2：对于餐厨垃圾回收业务，2023-2025 年存量的 960 吨在建工程陆续投产；每年新增 700 吨/日的产能；泔水油价格稳定在 8000-9000 元/吨；2023-2025 年餐厨垃圾回收服务费价格持平。

假设 3：对于 BOT 建设业务，BOT 业务每年保持 6%-10% 增长，按照《企业会计准则解释第 14 号》，BOT 业务带来的收入不贡献毛利，计入营业成本。

假设 4：对于锂电池循环再利用业务，2023 年实现 100% 投产，镍钴锰提纯量达到 3000 金吨/年，碳酸锂提纯量 1000 吨/年；假设 23-25 年产能利用率分别达到 50%/70%/90%。

假设 5：对于再生胶业务，南通回力一期 3 万吨丁基再生橡胶生产线已正式运营，二期含丁基再生橡胶、轮胎再生橡胶及硫化橡胶粉生产线合计 7 万吨在建，预计在 23-25 年陆续投产。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
生活垃圾项目运行	收入	2106	2350	2550	2650
	增速	3.2%	11.6%	8.5%	3.9%
	毛利率	48.5%	48.0%	45.0%	44.0%
餐厨垃圾项目运行	收入	325	480	700	750
	增速	25.4%	47.5%	45.8%	7.1%
	毛利率	34.4%	35.0%	34.0%	33.0%
锂电池循环再利用	收入	248	450	800	1100
	增速	-	81.5%	77.8%	37.5%
	毛利率	16.7%	20.0%	22.0%	25.0%
BOT 项目建设	收入	496	526	568	625
	增速	-14.2%	6.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
再生胶收入	收入	17.0	150	450	550
	增速	-	781.8%	200.0%	22.2%
	毛利率	-	20.0%	23.0%	25.0%
其他	收入	157	200	260	350
	增速	30.2%	27.2%	30.0%	34.6%
	毛利率	16.6%	20.0%	23.0%	25.0%
合计	收入	3350	4156	5328	6025

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	11.6%	24.1%	28.2%	13.1%
	毛利率	36.4%	35.0%	32.4%	31.8%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取三家传统固废垃圾处理公司及三家锂电池循环再利用公司，2023 年三家传统固废公司平均 PE 为 14 倍，2023 年三家动力电池回收公司平均 PE 为 14 倍。考虑到公司开始进军目前较为火热的锂电池循环再利用市场，未来三年业绩复合增长率有望达到 14.8%，我们给予公司 2023 年 11 倍 PE，对应目标价 21.67 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
600323.SH	瀚蓝环境	20.05	1.41	1.74	2.02	2.24	13.13	11.49	9.94	8.94
601200.SH	上海环境	9.45	0.46	0.53	0.61	0.71	19.28	17.88	15.53	13.36
601330.SH	绿色动力	7.84	0.53	0.61	0.69	0.76	12.67	12.89	11.31	10.26
平均值							15.03	14.09	12.26	10.85
002709.SZ	天赐材料	42.00	2.97	2.57	3.36	3.99	14.79	16.37	12.51	10.52
002340.SZ	格林美	6.92	0.30	0.47	0.68	-	23.38	14.67	10.15	-
002009.SZ	天奇股份	12.08	0.52	0.99	1.42	1.76	27.16	12.20	8.52	6.85
平均值							21.78	14.42	10.39	8.68

数据来源：Wind, 西南证券整理

风险提示

新项目投产或不及预期、行业竞争加剧以及行业政策风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3349.91	4156.12	5328.21	6025.03	净利润	727.34	849.17	994.63	1095.06
营业成本	2131.35	2700.12	3603.41	4111.53	折旧与摊销	588.90	533.31	533.31	533.31
营业税金及附加	54.52	67.97	85.28	97.41	财务费用	273.45	260.88	297.17	330.56
销售费用	0.70	0.43	0.65	0.78	资产减值损失	-31.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	172.54	225.62	284.34	321.51	经营营运资本变动	-246.76	830.81	196.17	192.88
财务费用	273.45	260.88	297.17	330.56	其他	195.19	11.67	22.18	12.25
资产减值损失	-31.73	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1506.39	2485.83	2043.47	2164.06
投资收益	1.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2566.89	-1493.79	-1485.65	-1458.54
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	684.90	2.69	-0.90	0.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1881.99	-1491.10	-1486.55	-1458.24
营业利润	753.32	901.11	1057.36	1163.24	短期借款	130.15	-160.19	0.00	0.00
其他非经营损益	29.94	8.73	10.13	11.37	长期借款	519.78	150.00	200.00	300.00
利润总额	783.26	909.83	1067.48	1174.61	股权融资	68.67	0.00	0.00	0.00
所得税	55.92	60.66	72.86	79.55	支付股利	-128.60	-144.36	-169.31	-198.35
净利润	727.34	849.17	994.63	1095.06	其他	-360.17	-197.65	-148.14	-193.70
少数股东损益	5.54	2.63	2.90	3.80	筹资活动现金流净额	229.84	-352.20	-117.45	-92.04
归属母公司股东净利润	721.80	846.54	991.73	1091.25	现金流量净额	-146.45	642.53	439.47	613.77
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	874.13	1516.66	1956.13	2569.90	成长能力				
应收和预付款项	968.17	1178.96	1524.63	1723.23	销售收入增长率	12.87%	24.07%	28.20%	13.08%
存货	169.05	125.86	165.14	204.74	营业利润增长率	9.41%	19.62%	17.34%	10.01%
其他流动资产	388.95	119.02	138.92	173.45	净利润增长率	12.41%	16.75%	17.13%	10.10%
长期股权投资	37.41	37.41	37.41	37.41	EBITDA 增长率	10.66%	4.93%	11.36%	7.38%
投资性房地产	37.62	38.26	38.05	38.12	获利能力				
固定资产和在建工程	5656.20	6845.91	8027.48	9181.94	毛利率	36.38%	35.03%	32.37%	31.76%
无形资产和开发支出	6125.83	5896.74	5667.66	5438.57	三费率	13.33%	11.72%	10.93%	10.84%
其他非流动资产	235.52	235.38	235.23	235.08	净利率	21.71%	20.43%	18.67%	18.18%
资产总计	14492.88	15994.20	17790.64	19602.44	ROE	11.59%	12.18%	12.76%	12.60%
短期借款	160.19	0.00	0.00	0.00	ROA	5.02%	5.31%	5.59%	5.59%
应付和预收款项	1616.78	2301.12	2885.86	3328.58	ROIC	9.05%	9.42%	10.55%	10.97%
长期借款	4039.25	4189.25	4389.25	4689.25	EBITDA/销售收入	48.23%	40.79%	35.43%	33.64%
其他负债	2401.94	2532.42	2718.79	2891.17	营运能力				
负债合计	8218.16	9022.80	9993.91	10909.00	总资产周转率	0.25	0.27	0.32	0.32
股本	429.50	429.50	429.50	429.50	固定资产周转率	0.76	0.88	1.21	1.47
资本公积	2778.81	2778.81	2778.81	2778.81	应收账款周转率	3.91	4.15	4.23	3.97
留存收益	2710.36	3412.54	4234.96	5127.87	存货周转率	21.69	17.38	23.49	21.32
归属母公司股东权益	6076.78	6770.84	7593.26	8486.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.51%	—	—	—
少数股东权益	197.93	200.56	203.46	207.26	资本结构				
股东权益合计	6274.72	6971.41	7796.73	8693.44	资产负债率	56.70%	56.41%	56.18%	55.65%
负债和股东权益合计	14492.88	15994.20	17790.64	19602.44	带息债务/总负债	65.72%	59.75%	55.94%	54.00%
					流动比率	1.01	1.01	1.07	1.16
					速动比率	0.94	0.97	1.02	1.11
					股利支付率	17.82%	17.05%	17.07%	18.18%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1615.68	1695.29	1887.85	2027.11	每股收益	1.68	1.97	2.31	2.54
PE	10.01	8.53	7.28	6.62	每股净资产	14.61	16.23	18.15	20.24
PB	1.15	1.04	0.93	0.83	每股经营现金	3.51	5.79	4.76	5.04
PS	2.16	1.74	1.36	1.20	每股股利	0.30	0.34	0.39	0.46
EV/EBITDA	7.35	6.58	5.79	5.24					
股息率	1.78%	2.00%	2.34%	2.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn