

## 圣元环保

300867

审慎增持 (维持)

## 规模扩张引领业绩增长，经营质量稳步提高

2022年04月21日

## 市场数据

市场数据日期	2022-4-20
收盘价(元)	23.93
总股本(百万股)	272
流通股本(百万股)	155
总市值(百万元)	6,503
流通市值(百万元)	3,700
净资产(百万元)	3,219
总资产(百万元)	7,810
每股净资产(元)	11.85

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2296	1798	2296	4275
同比增长	122.1%	-21.7%	27.7%	86.1%
归母净利润(百万元)	472	607	696	820
同比增长	55.3%	28.7%	14.7%	17.8%
毛利率	31.2%	54.3%	56.1%	54.6%
净利率	20.5%	33.7%	30.3%	19.2%
净资产收益率	14.6%	15.9%	16.5%	17.5%
每股收益(元)	1.74	2.23	2.56	3.02
每股经营现金流(元)	1.41	4.01	4.01	8.77

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 圣元环保发布 2021 年报, 公司全年实现营业收入 22.96 亿元, 同比+122.08%, 归母净利润 4.72 亿元, 同比+55.27%, 扣非后归母净利润为 4.13 亿元, 同比+37.33%, ROE (摊薄) 为 14.65%, 同比+3.51pct。对此, 我们点评如下:
- **规模扩张驱动业绩增长, 新增国补项目补贴确认增厚报告期业绩:**
  - **1) 主业垃圾焚烧产能集中释放, 全年新投产垃圾焚烧装机容量 13.0 万千瓦, 截至 2021 年底, 公司累计装机容量为 30.9 万千瓦, 同比+72.63%, 其主要新增装机集中于福建 (4 万千瓦)、安徽 (2 万千瓦)、山东 (7 万千瓦), 实现营业收入同比+38.99%, 毛利率为 54.25%, 同比小幅下滑 1.32pct, 主要得益于此前项目投产带来的产能提升与以往存量项目纳入补贴清单而一次性确认此前国补电价收入, 国补收入确认共计增加归母净利润 1.90 亿元。**
  - **2) 经营数据增长显著, 2022 年业绩增长可期。**公司垃圾焚烧 2021 年发电量 16.61 亿度, 同比+31.10%, 上网电量 14.31 亿度, 同比+31.28%, 垃圾进厂量同比+16.81%。边际上, 考虑 2021 年新投产项目延后确认国补电价收入, 同时因项目产能爬坡, 预计 2021 年新增投产项目将于 2022 年为公司贡献部分业绩增量。此外, 当前在建、核准容量分别为 3、16 万千瓦, 保障公司传统业务规模后续持续增长。
- **勾勒新能源第二增长曲线:** 公司立足主业之余, 加码布局新能源产业。继此前公告与三峡集团相关投资主体合作开展海上风电及光伏发电项目开发运营后, 公司计划拓展清洁能源制氢、储运等相关产业, 配合新能源发电项目。而 2022 年新能源方向的主要规划包含争取首个福建海风项目落地并开展前期工作, 并利用垃圾焚烧电厂屋顶等区域建设分布式项目。
- **投资建议:** 公司作为福建省垃圾焚烧企业, 存量资产优质、运营效率较高, 同时凭借区域资源禀赋优势, 与三峡集团开展海上风电与光伏发电项目合作, 在海上风电逐步实现平价上网的过程中, 有望为公司释放新的广阔增长空间。基于此, 我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.07、6.96、8.20 亿元, 对应增速+28.7%/+14.7%/17.8%, 对应 4 月 20 日收盘价 PE 估值分别为 10.7x/9.3x/7.9x, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示:** 1、公司后续新能源项目获取不及预期; 2、海上风电装机成本降幅不及预期; 3、融资成本上行; 4、风电光伏利用小时数降低; 5、新能源电价波动风险; 6、可再生能源补贴支付进度不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	1521	2041	1300	2056	
货币资金	100	1120	161	131	
交易性金融资产	264	0	0	0	
应收票据及应收账款	876	650	722	1387	
预付款项	7	0	0	0	
存货	46	30	31	56	
其他	229	240	386	482	
<b>非流动资产</b>	6289	6896	12085	28901	
长期股权投资	28	27	27	27	
固定资产	506	1208	5430	19361	
在建工程	8	187	1160	4047	
无形资产	5272	5272	5272	5272	
商誉	0	0	0	0	
长期待摊费用	85	85	85	85	
其他	390	117	110	109	
<b>资产总计</b>	7810	8937	13385	30957	
<b>流动负债</b>	1289	1224	4746	21332	
短期借款	26	13	3394	19272	
应付票据及应付账款	760	745	873	1581	
其他	504	466	479	479	
<b>非流动负债</b>	3302	3887	4420	4935	
长期借款	3131	3649	4195	4715	
其他	170	238	225	220	
<b>负债合计</b>	4591	5111	9167	26267	
股本	272	272	272	272	
资本公积	1414	1414	1414	1414	
未分配利润	1483	2090	2483	2955	
少数股东权益	0	-0	-0	-1	
<b>股东权益合计</b>	3219	3826	4218	4690	
<b>负债及权益合计</b>	7810	8937	13385	30957	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
归母净利润	472	607	696	820	
折旧和摊销	219	35	138	516	
资产减值准备	35	-17	14	49	
资产处置损失	0	0	0	0	
公允价值变动损失	-88	-88	-88	-88	
财务费用	159	276	442	1224	
投资损失	-5	-5	-5	-5	
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	
营运资金的变动	-416	320	-117	-134	
<b>经营活动产生现金流量</b>	384	1091	1089	2384	
<b>投资活动产生现金流量</b>	-873	-260	-5241	-17240	
<b>融资活动产生现金流量</b>	328	190	3192	14827	
现金净变动	-162	1021	-960	-30	
现金的期初余额	249	100	1120	161	
现金的期末余额	100	1120	161	131	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	2296	1798	2296	4275	
营业成本	1580	821	1009	1940	
税金及附加	17	19	22	41	
销售费用	0	0	0	0	
管理费用	86	94	114	207	
研发费用	14	14	14	14	
财务费用	158	276	442	1224	
其他收益	67	67	67	67	
投资收益	5	5	5	5	
公允价值变动收益	88	88	88	88	
信用减值损失	-35	-22	-24	-25	
资产减值损失	-0	-10	-20	-30	
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	
<b>营业利润</b>	566	703	811	954	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	14	8	9	10	
<b>利润总额</b>	551	695	801	945	
所得税	80	89	106	125	
净利润	471	607	696	819	
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	
<b>归属母公司净利润</b>	472	607	696	820	
<b>EPS(元)</b>	1.74	2.23	2.56	3.02	

主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	122.1%	-21.7%	27.7%	86.1%	
营业利润增长率	63.1%	24.3%	15.3%	17.7%	
归母净利润增长率	55.3%	28.7%	14.7%	17.8%	
<b>盈利能力</b>					
毛利率	31.2%	54.3%	56.1%	54.6%	
净利率	20.5%	33.7%	30.3%	19.2%	
ROE	14.6%	15.9%	16.5%	17.5%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.8%	57.2%	68.5%	84.9%	
流动比率	1.18	1.67	0.27	0.10	
速动比率	1.14	1.64	0.27	0.09	
<b>营运能力</b>					
资产周转率	31%	21%	21%	19%	
应收帐款周转率	328%	216%	273%	316%	
存货周转率	4405%	2131%	2959%	3625%	
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.74	2.23	2.56	3.02	
每股经营现金	1.41	4.01	4.01	8.77	
每股净资产	11.85	14.08	15.52	17.26	
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	13.8	10.7	9.3	7.9	
PB	2.0	1.7	1.5	1.4	

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn