

## 圣元环保

300867

审慎增持 (首次)

行稳致远的垃圾焚烧运营商，携手三峡勾勒海风增长曲线

2022年01月22日

## 市场数据

市场数据日期	2022/1/21
收盘价(元)	30.89
总股本(百万股)	272
流通股本(百万股)	155
总市值(百万元)	8,394
流通市值(百万元)	4,776
净资产(百万元)	3,153
总资产(百万元)	7,889
每股净资产	11.60

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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1034	2045	1676	1831
同比增长(%)	16.4%	97.8%	-18.0%	9.2%
归母净利润(百万元)	304	502	604	699
同比增长(%)	39.7%	65.4%	20.3%	15.6%
毛利率(%)	51.6%	38.5%	52.3%	54.4%
净利润率(%)	29.4%	24.6%	36.0%	38.2%
净资产收益率(%)	11.1%	15.7%	16.0%	15.8%
每股收益(元)	1.12	1.85	2.22	2.57
每股经营现金流(元)	1.78	2.54	3.01	3.66

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **公司概况: 圣元环保为福建省民营垃圾焚烧发电企业, 实控人为朱煜焯、朱恒冰父子, 转型拓展新能源发电赛道。**公司于垃圾焚烧领域深耕细作, 自 2006 年涉足以来, 公司项目稳健运营, 经济效益稳定, 已实现福建省外项目的大规模布局运营, 持续项目扩张驱动业绩增长。2022 年 1 月 4 日, 公司公告与三峡启航签订《福建省海上风电及光伏发电项目合作协议》, 指定三峡集团相关投资主体与圣元环保成立合资公司, 双方各自充分发挥资本及资源优势, 联合开发福建省海上风电及光伏发电项目。同时, 公司于 1 月 13 日发布员工持股计划, 同时董事长朱煜焯先生为本次计划权益分派承担本金兜底保证及年化 6% (单利) 收益保障, 彰显管理层对于公司未来发展的信心。1 月 21 日, 公司发布 2021 年业绩预告, 公司归母净利润预计为 4.45-5.35 亿元, 同比增长 46.53%-76.16%。
- **垃圾焚烧发电业务经营稳健:** 公司 2006 年切入垃圾焚烧发电领域, 于 2020 年 8 月登陆创业板上市, IPO 募资用于多个生活垃圾焚烧发电项目并补充流动资金等用途。公司垃圾焚烧项目总体运营稳健, 叠加新项目投产带来产能扩张, 其为公司业绩持续增长的主要驱动力, 2016-2020 年该业务毛利润 CAGR 为 +36.9%, 驱动同期公司归母净利润 CAGR 达到 +50.8%。此外, 公司主要产能集中释放期已过, 截至 2021H1 末, 公司垃圾焚烧运行装机容量增长至 299MW, 较 2020 年底增长 120MW, 新增项目均将以 0.65 元/度的国补电价执行上网, 经历产能爬坡期后, 公司业绩有望进入收获期。
- **海上风电业务勾勒第二增长曲线:** 公司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, 整合双方资本及资源优势, 为公司拓展第二增长曲线。其中, 福建省作为国内近海风能资源禀赋最为优良的地区, 该地区近海全年平均风速维持在 7.5-10 米/秒, 2020 年风电利用小时数领先全国, 依据中闽能源公告, 公司 2020 年海上风电场平均利用小时为 4530 小时。海上风电进入平价开发阶段, 经历 2021 年“抢装潮”过后, 产业链供需矛盾环节叠加风机大型化等技术进步, 风机与海装价格预计将进入下行通道, 叠加风电利用效率提升, 基于合理假设, 平价上网的状态下, 我们测算福建省在 4500h 的利用小时数之下, 当装机成本降至 18000、16000、14000 元/千瓦, 当地海风项目资本金 IRR 将分别达到 7.7%、11.2%、15.6%, 项目年均每 GW 盈利分别为 3.96、4.89、5.82 亿元, 考虑到成本的持续下行, 盈利空间有望进一步拓宽。
- **投资建议:** 综上, 我们认为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, 公司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, 勾勒第二增长曲线。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.02、6.04、6.99 亿元, 分别同比 +65.4%、+20.3%、+15.6%, 对应 2022 年 1 月 21 日收盘价的 PE 估值分别为 16.7x、13.9x、12.0x, 首次覆盖给予“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、电价波动风险。

分析师:

蔡屹

caiyi@xyzq.com.cn

S0190518030002



## 目 录

1、圣元环保：福建优质垃圾焚烧企业，规模扩张驱动业绩快速增长.....	3 -
1.1、公司概况：福建民营垃圾焚烧发电企业，实控人为朱氏父子.....	3 -
1.2、业务结构：垃圾焚烧产能扩张驱动业绩持续增长，运营类资产稳健经营平抑毛利率波动.....	3 -
1.3、财务分析：行稳致远，产能集中释放，公司有望迈入业绩收获季.....	5 -
2、第二增长曲线：携手三峡集团，布局海风、光伏运营赛道.....	6 -
3、盈利预测与估值.....	9 -
4、风险提示.....	10 -

## 图 目 录

图 1、公司股权结构：截至 2021Q3 末，实控人为朱煜煊、朱恒冰父子，合计持股比例为 37.20%.....	3 -
图 2、公司营业总收入（亿元）.....	4 -
图 3、公司营业收入结构分拆（亿元）.....	4 -
图 4、公司毛利润结构分拆（亿元）.....	4 -
图 5、公司各业务毛利率变化.....	4 -
图 6、公司总装机量变化（MW）.....	5 -
图 7、公司日处理垃圾产能（吨/日）.....	5 -
图 8、公司上网电量变化（亿度）.....	5 -
图 9、公司垃圾接收量变化（万吨）.....	5 -
图 10、公司归母净利润情况（亿元）.....	5 -
图 11、公司净资产收益率情况.....	5 -
图 12、公司现金流情况（亿元）.....	6 -
图 13、公司收现比情况（亿元）.....	6 -
图 14、公司应收账款及变化情况（亿元）.....	6 -
图 15、公司在建工程情况（亿元）.....	6 -
图 16、福建省海上风能资源禀赋较强.....	7 -
图 17、沿海各省风速情况对比（米/秒）.....	7 -
图 18、2020 年全国各省风电利用小时数对比（h）.....	7 -
图 19、福建省海上风电成本分拆.....	8 -
图 20、沿海各省海上风电装机成本对比（元/千瓦）.....	8 -
图 21、福建海上风电项目资本金 IRR 敏感性测算——利用小时、装机成本（横轴：小时，纵轴：元/千瓦）.....	8 -
图 22、福建海上风电项目单 GW 盈利敏感性测算——利用小时、装机成本（表中：亿元，横轴：小时，纵轴：元/千瓦）.....	9 -

## 表 目 录

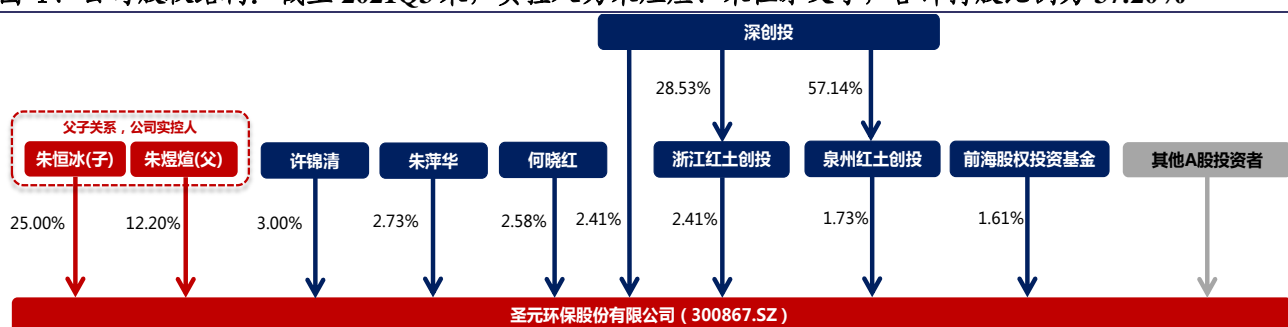
表 1、截至 2021H1 末，公司运营、在建垃圾焚烧发电机组规模（MW）.....	3 -
表 2、垃圾焚烧行业重点公司盈利预测及估值（数据截至 2022 年 1 月 21 日）... 10 -	10 -
附表.....	11 -

## 1、圣元环保：福建优质垃圾焚烧企业，规模扩张驱动业绩快速增长

### 1.1、公司概况：福建民营垃圾焚烧发电企业，实控人为朱氏父子

圣元环保（300867.SZ）为福建省民营环保项目运营商，主营垃圾焚烧发电与生活污水处理，实控人为朱煜煊、朱恒冰父子。公司成立于1997年，最初从事贸易业务，2004年转入环保行业，涉足生活污水处理业务，2006年切入垃圾焚烧发电赛道。公司于2020年8月登陆创业板上市，公开募股用于建设多个生活垃圾焚烧发电项目并补充流动资金等用途。公司实控人为朱煜煊、朱恒冰父子，合计持股比例为37.20%，股权结构清晰且稳定，上市后并未发生实控人变更。此外，公司在稳定福建本土垃圾焚烧项目运营的同时，已实现异地扩张，主要于经济基础较好的山东、安徽、江苏等地建设运营垃圾焚烧项目。

图 1、公司股权结构：截至 2021Q3 末，实控人为朱煜煊、朱恒冰父子，合计持股比例为 37.20%



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
备注：数据截至 2021Q3 末。

表 1、截至 2021H1 末，公司运营、在建垃圾焚烧发电机组规模（MW）

地区	运行装机量	占总量比重	在建装机量	占在建比重
福建	139	46.5%	0	0.0%
山东	113	37.8%	33	73.3%
安徽	20	6.7%	0	0.0%
江苏	15	5.0%	0	0.0%
甘肃	12	4.0%	12	26.7%
合计	299	-	45	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

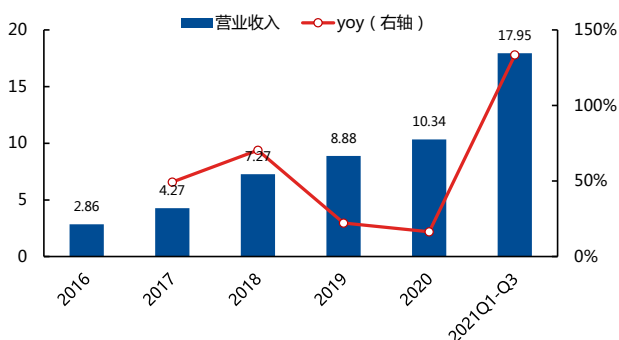
### 1.2、业务结构：垃圾焚烧产能扩张驱动业绩持续增长，运营类资产稳健经营平抑毛利率波动

公司过往营业规模增长主要驱动力来自新增垃圾焚烧项目投产。2016-2020年，公司营业总收入由2.86亿元增长至10.34亿元，期间CAGR为+37.9%，其中，同期垃圾焚烧业务（由发电收入与垃圾处理费两部分构成）收入总量由2.31亿元增

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

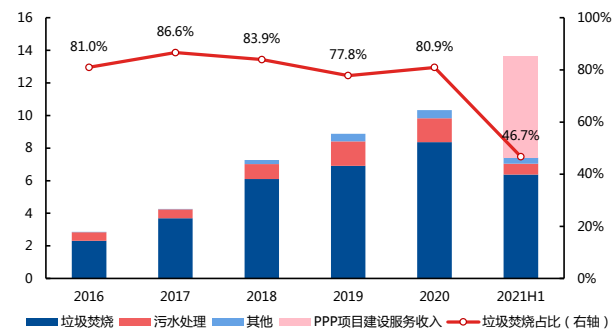
长至8.37亿元,2016、2020年该业务收入占公司总收入比重分别为81.0%、80.9%,总体保持稳定,而2021年上半年因公司此前PPP项目核算确认建造服务收入,摊薄垃圾焚烧业务收入占比至46.7%。因2021H1公司多个在建项目陆续投产释放业绩及PPP项目确认收入,预计2021年内营收规模将出现较大幅度增长,2021Q1-Q3公司营业总收入17.95亿元,同比+133.5%。

图 2、公司营业总收入 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

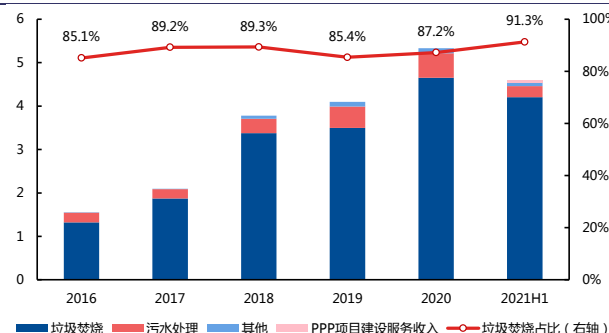
图 3、公司营业收入结构分析 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

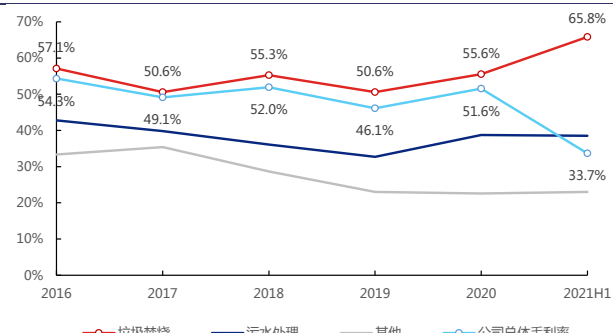
垃圾焚烧发电业务经营稳定,毛利率总体稳定,2021H1因PPP项目确认收入摊薄公司毛利率。2016-2020年公司总毛利润由1.55亿元增长至5.33亿元,期间CAGR为+36.1%,其中,毛利润增长主要驱动因素为毛利率较高的垃圾焚烧项目项目持续释放产能,其均为国补项目,该业务同期毛利润占比由85.1%小幅增长至87.2%,经营情况总体保持稳定,垃圾焚烧2016-2020年毛利率波动区间为50.6%-57.1%。基于此,同期公司总体毛利率波动区间为46.1%-54.3%。2021H1公司延续稳定的经营表现,因部分新增垃圾焚烧项目纳入国补清单并一次性确认投产以来累计国补收入,公司垃圾焚烧业务毛利率提高至65.8%,毛利润占比提升至91.3%,但因同期确认低毛利PPP项目收入(毛利率为1.0%),公司2021年上半年总体毛利率被摊薄至33.7%。

图 4、公司毛利润结构分析 (亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司各业务毛利率变化

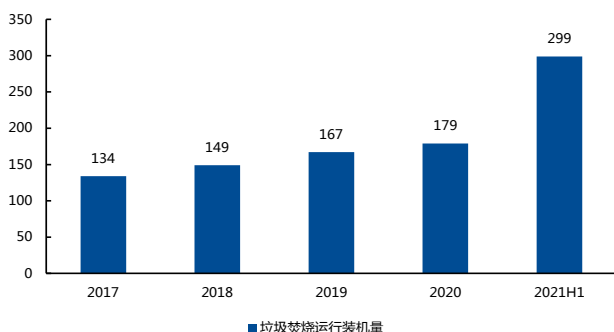


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司垃圾焚烧发电装机量保持快速增长态势,成为公司业绩增长的主要动力,截至2021H1末公司垃圾焚烧累计并网装机量达到299MW。2021年上半年因郟城圣元一期、梁山圣元一期等多个垃圾焚烧项目相继投产,公司总装机量大幅增长,

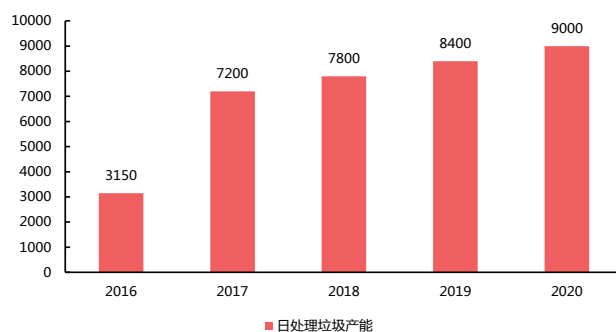
截至 2021H1 末，公司累计运行装机量为 299MW，在建装机规模 45MW，新增垃圾焚烧发电机组以 0.65 元/度的国补电价执行上网，2021 年内已为公司贡献利润。

图 6、公司总装机量变化 (MW)



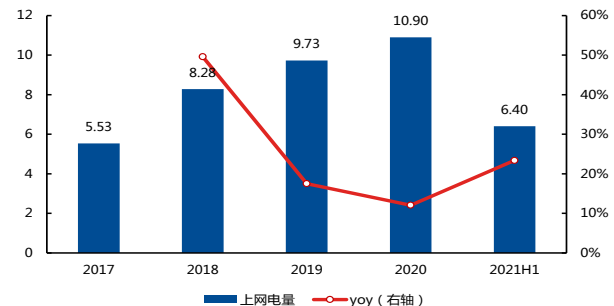
数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司日处理垃圾产能 (吨/日)



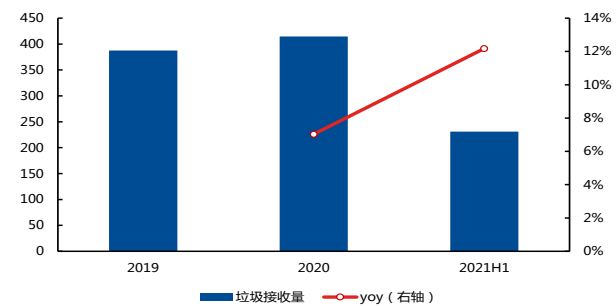
数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司上网电量变化 (亿度)



数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司垃圾接收量变化 (万吨)

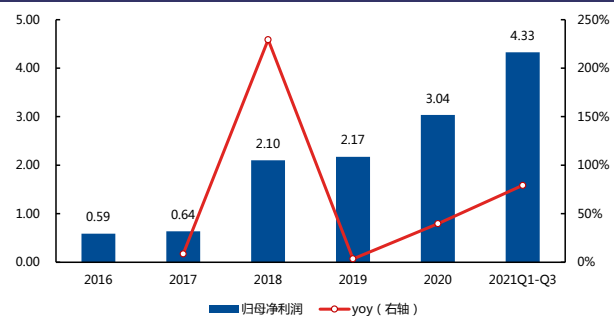


数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、财务分析: 行稳致远, 产能集中释放, 公司有望迈入业绩收获季

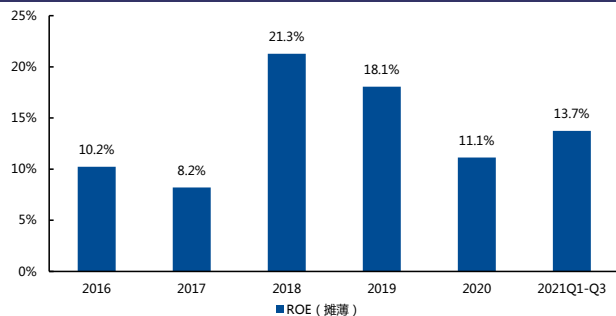
**业绩复盘:** 公司业绩持续稳定增长, 垃圾焚烧发电经营情况良好。产能扩张势头带动公司业绩持续保持增长, 归母净利润由 2016 年的 0.59 亿元增长至 3.04 亿元, 期间 CAGR 为 +50.8%。2020 年公司上市之后净资产收益率(摊薄)为 11.1%, 2021 年前三季度为 13.7%, 总体保持较高运营水平。

图 10、公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

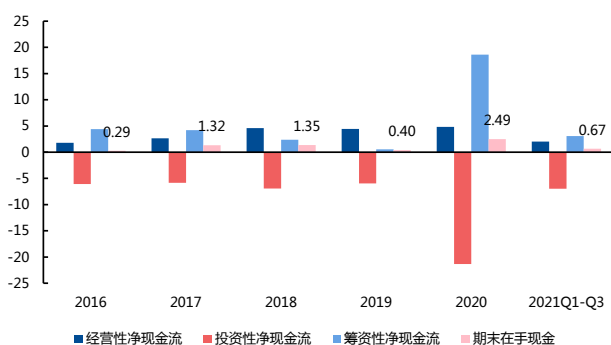
图 11、公司净资产收益率情况



数据来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

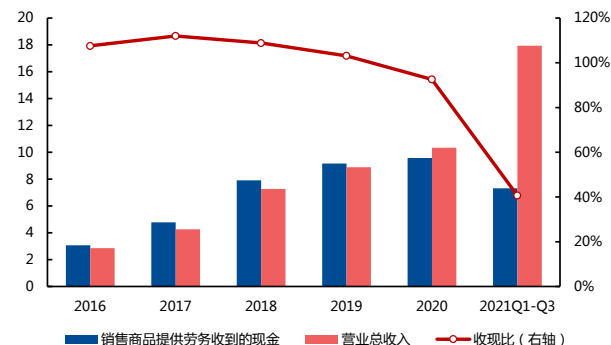
**现金流量与经营质量：**前期垃圾焚烧项目集中投产增大现金流压力，产能集中释放期已过，有望迈入业绩收获期。垃圾焚烧发电项目属重资产投入项目，前期资本开支金额较高，叠加项目均参与国补，收现比出现下滑态势，2021年前三季度因确认PPP项目收入无实际现金流入，公司收现比大幅下滑。公司短期资本开支高峰已过，至2021H1公司在建垃圾焚烧发电机组规模为45MW，相较于2020H1的在建规模120MW出现大幅缩减，叠加过往公司发电量、垃圾处理量稳健增长态势，预计新投产项目进入产能爬坡期，垃圾焚烧部分业绩进入稳健增长区间。

图 12、公司现金流情况 (亿元)



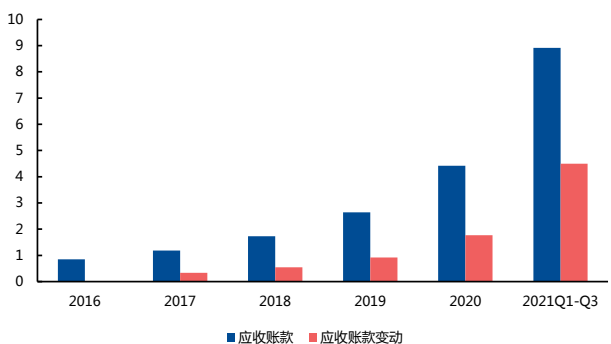
数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司收现比情况 (亿元)



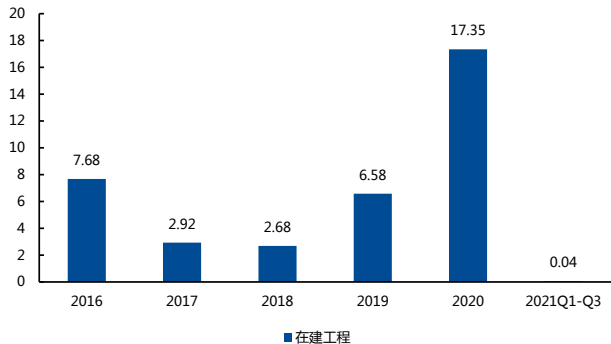
数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司应收账款及变化情况 (亿元)



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、公司在建工程情况 (亿元)



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、第二增长曲线：携手三峡集团，布局海风、光伏运营赛道

圣元环保携手三峡集团，拓展福建省海上风电与光伏发电项目。2022年1月4日，公司与三峡启航签订《福建省海上风电及光伏发电项目合作协议》，双方各自充分发挥资本及资源优势，联合开发福建省海上风电及光伏发电项目，具体合作模式为三峡启航指定三峡集团相关投资主体与圣元环保成立合资公司，双方各出资50%，针对单独项目，合资公司出资设立全资项目子公司，双方应按1:1同比例分批通过合资公司为该项目出资。

公司借助区域资源禀赋，乘风新能源，打开第二增长曲线。台湾海峡为中国近海风能资源禀赋最为优良地区之一，因其海峡内的“狭管效应”，该地区90米水深近海全年平均风速维持在7.5-10米/秒，其中，福建地区2020年全年风电利用小时数达到2880小时，为全国最高。依据中闽能源公告，公司2020年全年福建省陆上风电场平均利用小时数为3206小时，海上风电场平均利用小时数为4530小时。

图 16、福建省海上风能资源禀赋较强

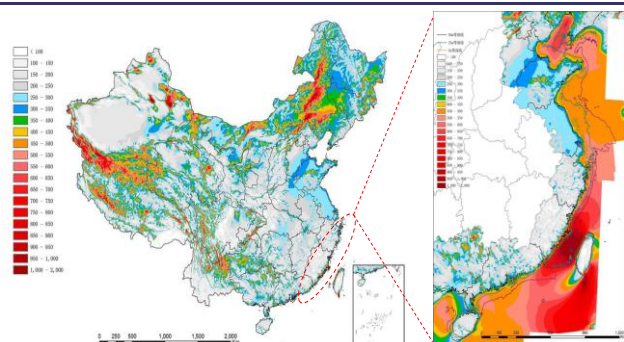
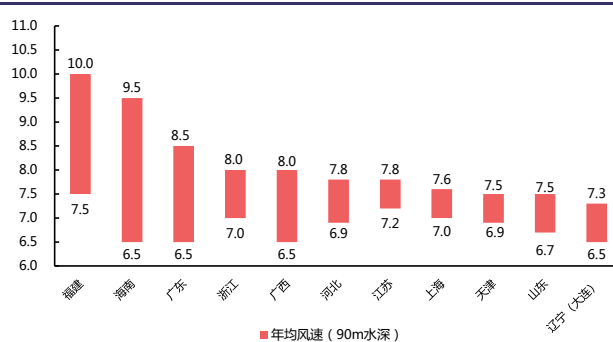


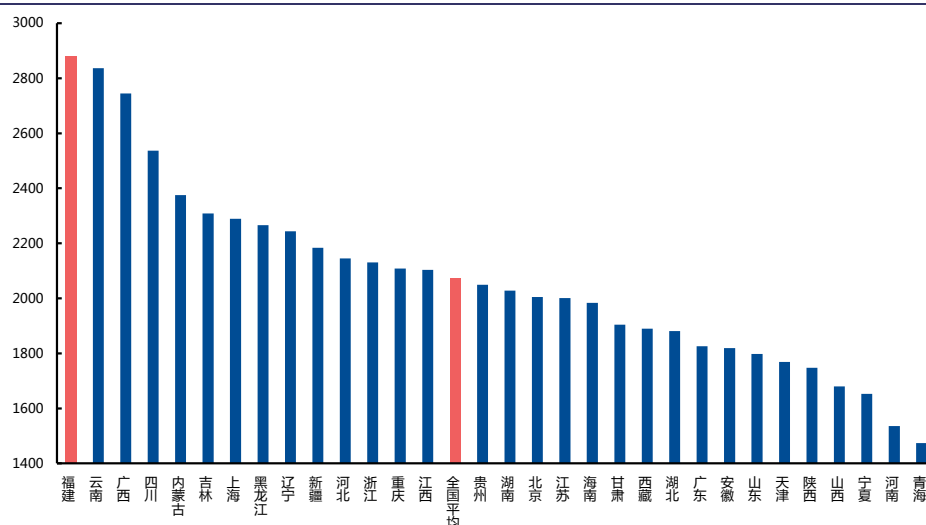
图 17、沿海各省风速情况对比（米/秒）



资料来源：中国风电发展路线图 2050，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：风能产业，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2020 年全国各省风电利用小时数对比（h）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**海上风电装机成本大幅高于陆上风电，“抢装潮”过后装机成本进入下行通道。**1) **风机方面：**因产业链供需矛盾缓解以及风机大型化等因素驱动，风机价格当前处于持续下行区间，其中分别于近期执行招标华润苍南1#、中广核象山涂茨、三峡昌邑莱州湾项目风机（含塔筒）每千瓦招标均价分别为4563元、4443元、4507元。2) **海装方面：**同时海上风电较传统陆上风电而言施工难度更大，体现于海装成本，各沿海各省海装成本因自身产业化装配能力、海床施工难度、海域施工条件等因素存在较大差异。预计在2021年的海上风电“抢装潮”过后，国内海上风电装配环节供需矛盾将同步出现缓解，海装费用有望出现快速下行。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 19、福建省海上风电成本分拆

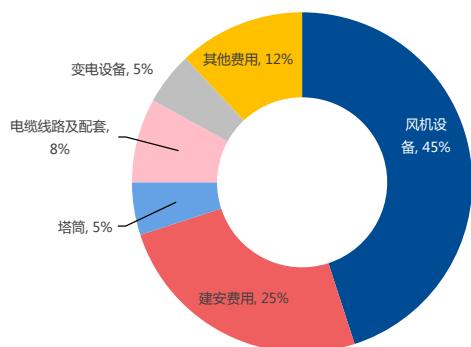
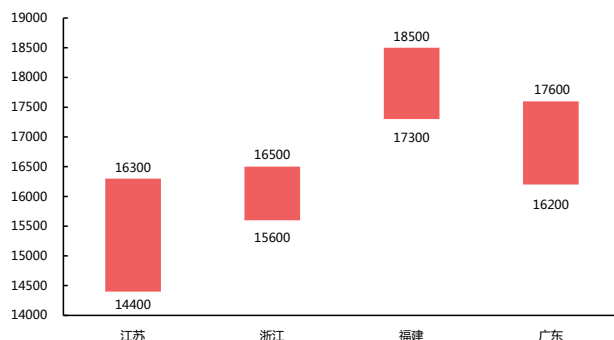


图 20、沿海各省海上风电装机成本对比 (元/千瓦)



资料来源：北极星风力发电网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：北极星风力发电网，兴业证券经济与金融研究院整理

基于此，我们对于平价后的福建省海上风电项目进行了经济性测算，具体假设为：

- **资金结构与融资成本：**项目 30% 资本金，贷款利率为 4%，还款年限 15 年；
- **上网电价：**假设平价海上风电项目以当地燃煤基准价进行上网，福建燃煤基准价为 0.393 元/千瓦时（含增值税）；
- **税率：**增值税率 13%（即征即退 50%）、所得税率 25%（“三免三减半”：国家重点公共设施项目取得经营收入的第一年至第三年可免交企业所得税，第四年至第六年减半征收）；
- **运营年限：**20 年；
- **折旧年限：**20 年，项目残值比例为 5%；
- **运维费用：**50 元/（千瓦/年）；

图 21、福建海上风电项目资本金 IRR 敏感性测算——利用小时、装机成本 (横轴：小时，纵轴：元/千瓦)

	3900	4000	4100	4200	4300	4400	4500	4600	4700	4800	4900	5000	5100
10000	23.3%	24.5%	25.7%	26.9%	28.2%	29.4%	30.6%	31.9%	33.1%	34.3%	35.6%	36.8%	38.1%
11000	19.2%	20.3%	21.4%	22.5%	23.6%	24.7%	25.8%	26.9%	28.0%	29.1%	30.2%	31.3%	32.5%
12000	15.9%	16.8%	17.8%	18.8%	19.8%	20.8%	21.8%	22.8%	23.8%	24.8%	25.8%	26.8%	27.8%
13000	13.1%	14.0%	14.8%	15.7%	16.6%	17.5%	18.4%	19.4%	20.3%	21.2%	22.1%	23.0%	24.0%
14000	10.7%	11.5%	12.3%	13.2%	14.0%	14.8%	15.6%	16.5%	17.3%	18.1%	19.0%	19.8%	20.7%
15000	8.7%	9.4%	10.2%	10.9%	11.7%	12.5%	13.2%	14.0%	14.8%	15.5%	16.3%	17.1%	17.9%
16000	6.9%	7.6%	8.3%	9.0%	9.7%	10.4%	11.2%	11.9%	12.6%	13.3%	14.0%	14.7%	15.5%
17000	5.4%	6.0%	6.7%	7.4%	8.0%	8.7%	9.3%	10.0%	10.7%	11.3%	12.0%	12.7%	13.4%
18000	4.0%	4.6%	5.3%	5.9%	6.5%	7.1%	7.7%	8.4%	9.0%	9.6%	10.2%	10.9%	11.5%
19000	2.8%	3.4%	4.0%	4.6%	5.1%	5.7%	6.3%	6.9%	7.5%	8.1%	8.7%	9.3%	9.9%
20000	1.7%	2.3%	2.8%	3.4%	3.9%	4.5%	5.0%	5.6%	6.2%	6.7%	7.3%	7.8%	8.4%

资料来源：Wind，中闽能源公告，北极星风电网，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：1、以资本金 IRR 7.0% 为尺度进行考量；2、上网电价为 0.393 元/千瓦时（含增值税）。



图 22、福建海上风电项目单 GW 盈利敏感性测算——利用小时、装机成本（表中：亿元，横轴：小时，纵轴：元/千瓦）

	3900	4000	4100	4200	4300	4400	4500	4600	4700	4800	4900	5000	5100
10000	5.98	6.27	6.55	6.83	7.12	7.40	7.69	7.97	8.26	8.54	8.82	9.11	9.39
11000	5.52	5.80	6.09	6.37	6.65	6.94	7.22	7.50	7.79	8.07	8.35	8.64	8.92
12000	5.05	5.34	5.62	5.90	6.19	6.47	6.75	7.04	7.32	7.60	7.89	8.17	8.45
13000	4.59	4.87	5.15	5.44	5.72	6.00	6.29	6.57	6.85	7.14	7.42	7.70	7.99
14000	4.12	4.40	4.69	4.97	5.25	5.54	5.82	6.10	6.39	6.67	6.95	7.24	7.52
15000	3.65	3.94	4.22	4.50	4.79	5.07	5.35	5.64	5.92	6.20	6.49	6.77	7.05
16000	3.19	3.47	3.75	4.04	4.32	4.60	4.89	5.17	5.45	5.74	6.02	6.30	6.59
17000	2.72	3.00	3.29	3.57	3.85	4.14	4.42	4.70	4.99	5.27	5.55	5.84	6.12
18000	2.26	2.54	2.82	3.11	3.39	3.67	3.96	4.24	4.52	4.81	5.09	5.37	5.66
19000	1.79	2.07	2.36	2.64	2.92	3.21	3.49	3.77	4.06	4.34	4.62	4.91	5.19
20000	1.32	1.61	1.89	2.17	2.46	2.74	3.02	3.31	3.59	3.87	4.16	4.44	4.72

资料来源：Wind，中闽能源公告，北极星风电网，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：1、单 GW 盈利为单个项目全生命周期净利润算术平均；2、上网电价为 0.393 元/千瓦时（含增值税）。

总体而言，基于我们的假设与测算，福建省有望凭借风速优势在海上风电平价开发竞速中占据先机。在 4500 小时的利用小时数之下，当装机成本降至 18000 元/千瓦时，福建海风项目将达到 7.7% 的项目资本金 IRR。同样在 4500 小时的利用小时数之下，当装机成本降至 18000、16000、14000 元/千瓦的情况下，该项目年均每 GW 盈利预计将分别达到 3.96、4.89、5.82 亿元。

### 3、盈利预测与估值

截至 2021H1，公司鄞城圣元一期、梁山圣元一期、汶上圣元一期垃圾焚烧发电项目均正式投产发电，同时安徽圣元一期等三个项目已投入试运行，以上项目共新增垃圾处理规模为 4950 吨/日，新增垃圾焚烧发电装机量 135MW。基于此，公司垃圾焚烧发电业务整体规模显著提升，考虑产能爬坡周期，预计 2021-2022 年公司垃圾焚烧发电业务业绩将总体出现上台阶式上升。此外，新能源业务方面，考虑新能源项目审批至投产所需时间周期较长，预计公司海上风电项目投产时间将大概率为 2023-2024 年，因此假设公司海上风电、光伏发电项目均将于 2023 年内投产发电，2024 年释放业绩。

综上，我们认为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，垃圾焚烧发电产能投放高峰阶段已过，经过产能爬坡期后，短期内公司或将进入业绩收获期。除此之外，公司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，勾勒第二增长曲线，福建地区海上风电有望加速进入平价开发阶段，若海上风电项目如期完成，公司“十四五”内业绩将获得大幅增厚。预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.02、6.04、6.99 亿元，分别同比+65.4%、+20.3%、+15.6%，对应 2022 年 1 月 21 日收盘价的 PE 估值分别为 16.7x、13.9x、12.0x，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

表 2、垃圾焚烧行业重点公司盈利预测及估值（数据截至 2022 年 1 月 21 日）

公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE 估值			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
圣元环保	83.94	3.04	5.02	6.04	6.99	27.6	16.7	13.9	12.0
伟明环保	419.25	12.57	16.81	20.71	24.78	33.3	24.9	20.2	16.9
瀚蓝环境	170.90	10.58	13.48	16.43	19.10	16.2	12.7	10.4	8.9
旺能环境	81.26	5.22	6.88	8.38	9.88	15.6	11.8	9.7	8.2

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、风险提示

- 公司后续新能源项目获取不及预期；
- 海上风电装机成本降幅不及预期；
- 融资成本上行；
- 风电光伏利用小时数降低；
- 电价波动风险；

## 附表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1608	2054	1802	1935
货币资金	257	420	290	351
交易性金融资产	704	704	704	704
应收账款	442	721	618	683
其他应收款	7	17	13	14
存货	26	54	36	38
<b>非流动资产</b>	5326	5519	6180	7292
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	27	27	27	27
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	507	481	456	3585
在建工程	1735	1735	2235	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2843	3049	3241	3458
<b>资产总计</b>	6934	7573	7982	9227
<b>流动负债</b>	1222	1403	1240	1816
短期借款	0	0	0	573
应付票据	0	0	0	0
应付账款	754	1006	826	825
其他	468	397	414	417
<b>非流动负债</b>	2984	2973	2969	2977
长期借款	2685	2685	2685	2685
其他	299	288	284	292
<b>负债合计</b>	4207	4376	4209	4793
股本	272	272	272	272
资本公积	1402	1402	1402	1402
未分配利润	1042	1511	2087	2747
少数股东权益	-0	-0	-0	-1
<b>股东权益合计</b>	2727	3196	3773	4434
<b>负债及权益合计</b>	6934	7573	7982	9227

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
归母净利润	304	502	604	699
折旧和摊销	161	156	159	240
资产减值准备	11	15	-6	4
无形资产摊销	141	130	134	134
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	142	115	114	124
投资损失	-5	-6	-5	-5
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
营运资金的变动	-122	-78	-53	-65
<b>经营活动产生现金流量</b>	483	691	819	993
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2135	-331	-821	-1346
<b>融资活动产生现金流量</b>	1861	-196	-128	413
现金净变动	209	164	-130	60
现金的期初余额	40	257	420	290
现金的期末余额	249	420	290	351

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1034	2045	1676	1831
营业成本	501	1258	799	835
营业税金及附加	13	26	21	23
销售费用	0	0	0	0
管理费用	68	77	55	57
财务费用	140	115	114	124
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	2	0	0	0
投资收益	5	6	5	5
<b>营业利润</b>	347	562	678	784
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	345	560	676	783
所得税	41	58	72	84
净利润	304	502	604	698
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	304	502	604	699
<b>EPS (元)</b>	1.12	1.85	2.22	2.57

## 主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	16.4%	97.8%	-18.0%	9.2%
营业利润增长率	44.8%	62.0%	20.6%	15.7%
净利润增长率	39.7%	65.4%	20.3%	15.6%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	51.6%	38.5%	52.3%	54.4%
净利率	29.4%	24.6%	36.0%	38.2%
ROE	11.1%	15.7%	16.0%	15.8%

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>偿债能力 (%)</b>				
资产负债率	60.7%	57.8%	52.7%	51.9%
流动比率	1.31	1.46	1.45	1.07
速动比率	1.29	1.42	1.43	1.04

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营运能力 (次)</b>				
资产周转率	18.6%	28.2%	21.6%	21.3%
应收帐款周转率	277.0%	332.8%	237.1%	266.5

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	1.12	1.85	2.22	2.57
每股经营现金	1.78	2.54	3.01	3.66
每股净资产	10.04	11.76	13.89	16.32

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	27.6	16.7	13.9	12.0
PB	3.1	2.6	2.2	1.9

## 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.xyq.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。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：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	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：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn