

# 垃圾发电进入投产高峰

华泰研究

2022年4月10日 | 中国内地

更新报告

废物管理

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

14.05

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+86-21-28972079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+86-755-82493570
联系人	李雅琳
SAC No. S0570121040031	liyalin018092@htsc.com
联系人	胡知
SAC No. S0570121120004	huzhi019072@htsc.com

## 归母净利润高增, 维持“买入”

公司2021年实现营收/归母净利56.31/9.63亿元, 同比增长66/57%, 归母净利润略高于华泰预期(华泰预期: 9.50亿元)。根据公司的项目建设和运营情况, 我们上调垃圾处理量和吨垃圾发电量, 垃圾焚烧运营收入相应上调, 进而上调22年归母净利润预测至11.09亿元(前值: 9.95亿元), 引入23/24年归母净利润预测11.97/12.30亿元, 对应22-24年EPS为1.73/1.86/1.92元。我们预测22年归母净利中垃圾焚烧发电/道路通行5.83/5.26亿元, 参考垃圾焚烧发电/道路通行可比公司22年Wind一致预期PE均值10.1x/8.2x, 考虑到河南省垃圾焚烧市场趋于饱和, 省外和海外项目拓展存在一定不确定性, 给予公司垃圾焚烧发电/道路通行22年PE 8.1x/8.2x, 对应目标价14.05元(前值17.40元), 对应22年PE 8.1x, 维持“买入”。

## 道路通行业绩修复, 垃圾发电提质增效

受新冠疫情影响, 公司2020年道路通行业务收入基数较低, 2021年道路通行业务稳步修复, 实现收入13.75亿元, 同比增长14.5%, 毛利率同比提升5.2个百分点至58.0%。在运营管理方面, 垃圾发电项目综合厂用电率降低2%, 济源项目综合厂用电率为11.96%, 处于行业领先水平, 吨垃圾发电量提升20kW·h。随着垃圾发电运营产能快速增加和运营业务持续提质增效, 我们预计2022年环保业务收入达到17.10亿元(2021年: 7.77亿元)。

## 垃圾发电投产高峰, 股权收购持续推进

公司2021年环保工程承包及设备业务收入同比大幅增加97%至28.96亿元, 占总营业收入比例提升8.2个百分点至51.4%。收入结构变化影响综合毛利率同比下滑4.0个百分点至34.1%, 费用率同比下降1.0个百分点至10.9%, 从而促进归母净利率同比下滑0.9个百分点至17.7%。公司在建垃圾发电项目进入建设和投产高峰, 全年实现17个垃圾发电项目顺利运营, 超前实现3个项目投产。公司2021年通过股权收购方式获得8个垃圾发电、5个医危废项目, 外部并购取得突破性进展, 同时换股吸收合并启迪环境事项仍在持续推进中。

## 多渠道融资, 现金流强劲

资本运作方面, 公司获得国开行60亿项目贷, 为县级垃圾发电项目融资提供整体解决方案。6亿元超短融顺利续发, 利率创同评级同期限最低。21年经营现金流由9.51亿元增长至12.73亿元, 随着道路通行业务持续修复、垃圾发电产能释放, 我们预计公司经营现金流仍将保持强劲增长。

风险提示: 垃圾发电电价下调风险、项目进度不及预期、项目运营风险等。

## 经营预测指标与估值

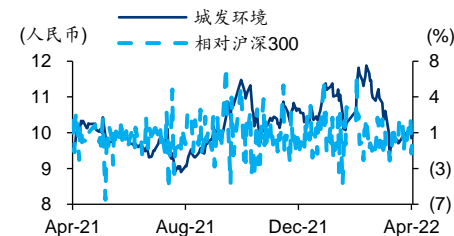
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	3,393	5,631	5,209	4,874	5,004
+/-%	49.93	65.98	(7.50)	(6.42)	2.67
归属母公司净利润(人民币百万)	614.16	962.79	1,109	1,197	1,230
+/-%	(1.60)	56.77	15.15	8.00	2.72
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.96	1.50	1.73	1.86	1.92
ROE(%)	11.98	15.74	15.55	14.54	13.12
PE(倍)	10.38	6.62	5.75	5.32	5.18
PB(倍)	1.36	1.14	0.96	0.83	0.72
EV EBITDA(倍)	6.81	8.17	7.35	6.76	6.31

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	14.05
收盘价(人民币 截至4月8日)	9.93
市值(人民币百万)	6,376
6个月平均日成交额(人民币百万)	72.36
52周价格范围(人民币)	8.90-11.88
BVPS(人民币)	8.73

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 盈利预测

公司营业收入主要来源为环保业务、环保工程承包及设备业务、道路通行业务、基础设施业务、服务区经营及广告业务和其他业务。

### 环保板块业务：运营收入将伴随产能释放快速增长，工程收入将同比下降

**垃圾焚烧发电产能快速增长。**公司垃圾焚烧发电项目建设如火如荼，2021 年和 2022 年为投产高峰。据公司 2021 年年报，全年实现 17 个垃圾发电项目顺利运营，超前实现 3 个项目投产。截至 2021 年年底，西平县生活垃圾焚烧发电项目（一期）（600 吨/日）、安阳市城市管理局安阳市生活垃圾焚烧发电项目（2250 吨/日）和民权县垃圾焚烧发电项目（600 吨/日）等项目建成投产，一批垃圾焚烧发电项目已在建设过程中，包括邓州市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目（一期）（1000 吨/日）、辉县市（新乡）生活垃圾焚烧发电项目（700 吨/日）和周口市商水静脉产业园生活垃圾焚烧发电项目（一期）（1200 吨/日）等。

公司在外部并购方面取得突破性进展，通过股权收购方式获得 8 个垃圾发电、5 个医危废项目。2021 年通过股权收购成功获得启迪环境科技发展股份有限公司持有的郑州启迪零碳科技有限公司（郑州启迪）100%股权，2021 年 7 月郑州启迪 100%股权及其持有的 7 家公司股权已完成股权交割；2022 年 2 月 17 日，魏县德尚环保有限公司股权完成相应工商变更手续并取得魏县行政审批局换发的《营业执照》，魏县德尚环保有限公司 100%股权已登记至郑州启迪名下。2021 年 11 月 25 日，公司子公司城发环保能源（鹤壁）有限公司与鹤壁投资集团有限公司签订股权转让协议，以 5580.32 万元收购获得鹤壁市蔡庄垃圾处理有限责任公司 100%股权，2022 年 1 月 28 日，完成股东工商变更手续并取得鹤壁市市场监督管理局淇滨分局换发的《营业执照》。

根据以上垃圾焚烧发电项目建设和外部并购情况，我们预计 2022 年底公司投运产能有望达到 2.60 万吨/日。

**垃圾焚烧发电运营收入将伴随产能释放快速增长。**1) 垃圾焚烧发电收入：公司实行覆盖所有项目的经营分析制度，各类业务指标对标历史最好指标、对标行业最高指标，探索实现高效运营模式，运营项目中济源项目综合厂用电率为 11.96%，处于行业领先水平。我们预计垃圾热值和吨垃圾发电量处于行业平均偏高水平，叠加公司背靠河南投资集团及河南发改委，股东实力雄厚，上网电价预计略高于平均水平。我们假设 2022-2024 年吨垃圾发电量为 300 千瓦时/吨，平均上网电价（含税）为 0.65 元/千瓦时，则垃圾焚烧发电业务 2022-2024 年发电收入预计为 9.9/12.6/13.6 亿元。2) 垃圾处置收入：根据公司投运产能规模和进度，我们预计 2022-2024 年垃圾处理量为 719/910/986 万吨。根据公司公告中标情况，我们计算出加权平均吨垃圾处置费（含税）为 66.4 元/吨，则 2022-2024 年垃圾处理费收入预计为 4.2/5.3/5.8 亿元。因此 2022-2024 年垃圾焚烧发电运营收入为 14.2/17.9/19.4 亿元。

公司通过全资子公司城发新环卫开展环卫业务，根据公司公告，2021 年城发新环卫中标漯河市城乡一体化示范区城市环卫清扫保洁一体化市场运作项目和商水县住建局商水县村镇清扫保洁项目，出资设立项目子公司上街新环卫公司、长垣新环卫公司和浚县新环卫公司，公司环卫服务业务有序推进，根据在手环卫项目情况，我们预测 2022-2024 年环卫收入为 2.9/3.9/3.9 亿元。

综合垃圾焚烧发电运营收入与环卫收入，我们预计 2022-2024 年环保业务收入为 17.1/21.8/23.3 亿元。

毛利率方面，公司通过持续提质增效和经营整改，2021年垃圾发电项目综合厂用电率降低2%，济源项目综合厂用电率为11.96%，处于行业领先水平，吨垃圾发电量提升20kW·h，垃圾焚烧发电运营业务毛利率提升6.5个百分点至40.1%，考虑公司运营水平持续提升，节能降本增强盈利水平，我们预计2022-2024年垃圾焚烧发电运营毛利率逐步上升至41.1%/42.1%/43.1%。参考环卫行业平均水平，我们预计2022-2024年公司环卫业务毛利率均为40.0%。因此得出2022-2024年环保业务毛利率为40.9%/41.7%/42.6%。

#### 垃圾焚烧发电工程收入将同比下降

公司2020/2021年环保工程承包及设备业务实现收入14.7/29.0亿元。根据我们的测算，2021年公司在手垃圾焚烧发电项目投资约40.9亿元，工程收入确认比例为71%，假设2022-2024年工程收入确认比例维持在71%，我们预计工程收入为12.8/2.5/1.3亿元。毛利率方面，2020/2021年环保工程承包及设备业务毛利率为24.7%/18.6%。我们预测2022-2024年毛利率维持18.6%不变。

#### 道路通行业务：收入和毛利率仍将继续回升

公司目前已运营高速公路255公里，其中许平南高速/安林高速/林长高速运营里程分别为163/52/40公里。受新冠疫情影响，公司道路通行业务收入2020年下滑27.3%至12.0亿元，2021年同比增长14.5%至13.7亿元，尚未恢复2019年新冠疫情前收入水平（2019年：16.5亿元），考虑到新冠疫情对社会经济影响逐渐减退，我们预计日均车流量继续回升，假设高速路收费费率保持不变，得到2022-2024年道路通行业务收入预测值为15.8/17.4/17.8亿元。

道路通行业务成本主要来自折旧及摊销、公路维护成本、人工成本和其他业务成本。由于日均车流量增长会在一定程度上增加道路通行业务成本，我们预测道路通行业务成本增速为收入增速的50%，进而得出2022-2024年道路通行业务成本6.2/6.5/6.6亿元，对应毛利润为9.6/11.9/11.2亿元，毛利率为60.7%/62.5%/63.0%。

#### 其他业务板块：基础设施/服务区经营及广告业务收入占比较小

**基础设施板块**，公司以“打造河南环保科技集团”为目标，除统筹推进静脉产业园建设外，还积极通过全资子公司城发水务开展水务业务，2021年1月通过股权转让获得获嘉水务公司89.50%股权，2021年6月出资设立项目子公司内乡水务公司，我们预计2022-2024年营收为2.0/2.4/2.9亿元；参考2021年基础设施板块毛利率同比增长9.4个百分点至32.2%，恢复至行业平均水平，我们预计2022-2024年毛利率维持32.2%不变。**服务区经营及广告业务板块**，我们预计2022-2024年营收小幅增长至0.40/0.41/0.41亿元，毛利率维持2021年水平44.9%不变。

图表1：分部收入预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,263	3,393	5,631	5,209	4,874	5,004
yoy		49.9%	66.0%	-7.5%	-6.4%	2.7%
环保业务	66	198	777	1,710	2,182	2,331
yoy		201.4%	291.7%	120.1%	27.6%	6.8%
环保工程承包及设备业务	-	1,467	2,896	1,281	254	126
yoy			97.4%	-55.8%	-80.1%	-50.6%
道路通行业务	1,651	1,200	1,375	1,581	1,739	1,779
yoy		-27.3%	14.5%	15.0%	10.0%	2.3%
基础设施	201	158	170	204	245	293
yoy		-21.1%	7.3%	20.0%	20.0%	20.0%
服务区经营及广告业务	45	41	39	40	41	41
yoy		-8.6%	-6.2%	3.0%	3.0%	0.0%
其他业务	300	327	375	394	414	434
yoy		9.0%	14.6%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：分部毛利润预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总毛利	1,311	1,293	1,920	2,192	2,363	2,480
环保业务	7	67	311	700	911	993
环保工程承包及设备业务	-	362	539	238	47	23
道路通行业务	1,111	634	797	960	1,087	1,120
基础设施	28	36	55	66	79	95
服务区经营及广告业务	24	21	17	18	18	18
其他业务	140	174	200	210	220	231
总毛利率	57.9%	38.1%	34.1%	42.1%	48.5%	49.6%
环保业务	11.1%	33.6%	40.1%	40.9%	41.7%	42.6%
环保工程承包及设备业务	-	24.7%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
道路通行业务	67.3%	52.8%	58.0%	60.7%	62.5%	63.0%
基础设施	13.9%	22.8%	32.2%	32.2%	32.2%	32.2%
服务区经营及广告业务	53.1%	51.2%	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
其他业务	46.7%	53.1%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**费用率假设：**销售费用和管理费用方面，2021 年公司销售费用/管理费用同比增加 24.0%/36.0%，销售费用率/管理费用率同比下降 0.1/1.2 个百分点，主要是由于工程收入大幅增加导致销售费用率/管理费用率下降，考虑 2022-2024 年工程收入将大幅下降，我们认为销售费用率/管理费用率将同比增长，预计 2022-2024 年销售费用率为 0.5%/0.7%/0.8%，管理费用率为 7%/8%/9%，对应销售费用同比增加 16.8%/31.0%/17.3%，管理费用同比增加 18.1%/6.9%/5.5%。财务费用方面，2021 年公司财务费用同比增加 75.9%，考虑到公司未来资本支出减少，长期借款相应减少，我们预计 2022-2024 年财务费用为 2.8/2.9/2.9 亿元。

**净利润预测：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别增长 15.2%/8.0%/2.7% 至 11.1/12.0/12.3 亿元，净利率分别为 22.1%/25.5%/25.5%，对应 EPS 分别为 0.71/0.84/0.97 元，当前价对应 2022-2024 年 PE 为 5.8x/5.3x/5.2x。

图表3：费用及净利润预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
期间费用	394.52	402.96	627.09	683.48	733.39	801.98
销售费用	10.53	17.98	22.30	26.04	34.12	40.03
yoy		70.8%	24.0%	16.8%	31.0%	17.3%
管理费用	217.89	227.00	308.64	364.63	389.96	450.39
yoy		4.2%	36.0%	18.1%	6.9%	15.5%
研发费用	0.00	0.97	10.70	13.02	14.62	17.52
yoy		-	1001.6%	21.8%	12.3%	19.8%
财务费用	166.11	156.25	274.83	279.23	294.19	293.51
yoy		-5.9%	75.9%	1.6%	5.4%	-0.2%
期间费用率	17.4%	11.9%	10.9%	13.1%	15.0%	16.0%
销售费用率	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%
管理费用率	9.6%	6.7%	5.5%	7.0%	8.0%	9.0%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
财务费用率	7.3%	4.6%	4.9%	5.4%	6.0%	5.9%
净利率	27.8%	18.6%	17.7%	22.1%	25.5%	25.5%
归母净利润	624	614	963	1109	1197	1230
yoy		-1.6%	56.8%	15.2%	8.0%	2.7%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

### 估值方法

根据公司的项目建设和运营情况，我们上调垃圾焚烧运营收入预测，进而上调 22 年归母净利润预测至 11.09 亿元(前值:9.95 亿元)，引入 23/24 年归母净利润预测 11.97/12.30 亿元，对应 22-24 年 EPS 为 1.73/1.86/1.92 元。

**垃圾焚烧发电业务：给予目标市值 47.1 亿元，对应目标价 7.34 元。**我们预计公司垃圾焚烧发电业务 2022 年可实现归母净利润 5.83 亿元，考虑到公司主要市场河南省的垃圾焚烧发电项目趋于饱和，省外和海外项目拓展存在一定不确定性，给予公司垃圾焚烧发电业务 8.1x 2022 年目标 PE（相对可比公司平均值 10.1x 20%折价），对应目标市值为 47.1 亿元，对应目标价 7.34 元。

**道路通行业务：给予目标市值 43.1 亿元，对应目标价 6.72 元。**我们预计公司道路通行业务 2022 年可实现归母净利润 5.26 亿元，参考道路通行行业可比公司 2022 年 8.2x 的 Wind 一致预期 PE 平均值，给予公司垃圾焚烧发电业务 8.2x 2022 年目标 PE，对应目标市值为 43.1 亿元，对应目标价 6.72 元。

**采用分部估值法，目标价 14.05 元，维持“买入”评级。**综合考虑，预计 2022 年公司目标市值为 90.2 亿元，对应目标价 14.05 元（前值 17.40 元，对应 2021 年垃圾焚烧发电/道路通行 PE 10x/16x），对应 2022 年整体目标 PE 为 8.1x，维持“买入”评级。

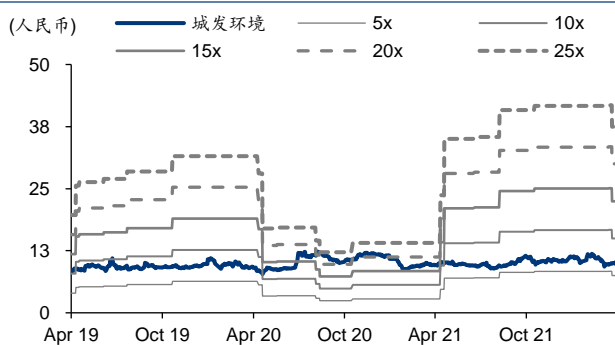
图表4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价(元/股)		市值(百万元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
		2022/4/8	2022/4/8	2022/4/8	2022/4/8	22E	23E	22E	23E	22E	23E
垃圾焚烧发电											
002034 CH	旺能环境	19.00	8,160	9.7	8.0	1.3	1.1	13.4	14.1		
600323 CH	瀚蓝环境	18.65	15,206	10.4	8.7	1.4	1.2	13.3	13.9		
601827 CH	三峰环境	7.90	13,258	10.2	8.6	1.3	1.2	13.1	13.5		
<b>平均值</b>				<b>10.1</b>	<b>8.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>13.3</b>	<b>13.8</b>		
道路通行											
600548 CH	深高速	10.03	19,384	7.8	7.4	0.9	0.8	10.7	10.7		
600350 CH	山东高速	5.65	27,183	7.8	7.2	0.7	0.7	9.6	9.0		
001965 CH	招商公路	7.91	48,870	8.9	8.3	0.8	0.8	8.9	9.0		
<b>平均值</b>				<b>8.2</b>	<b>7.6</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>9.8</b>	<b>9.6</b>		

注：可比公司预测数据来自 Wind 一致预期

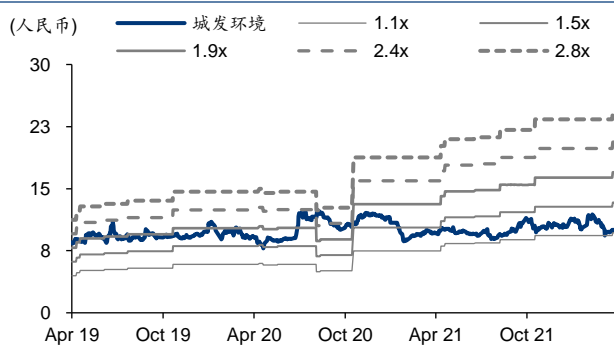
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表5：城发环境 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表6：城发环境 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2,667	4,114	4,565	4,915	4,911
现金	1,853	1,271	1,219	1,362	1,215
应收账款	206.53	910.97	1,259	1,412	1,448
其他应收账款	112.29	33.03	71.15	91.33	131.08
预付账款	9.27	22.97	29.12	31.81	34.91
存货	12.24	35.79	84.90	82.55	85.74
其他流动资产	473.73	1,840	1,901	1,936	1,997
<b>非流动资产</b>	10,632	17,634	18,266	18,119	18,402
长期投资	35.83	135.16	172.71	217.16	267.53
固定投资	5,793	5,456	4,359	3,446	3,455
无形资产	1,331	11,068	12,774	13,510	13,758
其他非流动资产	3,472	974.78	960.04	946.22	920.83
<b>资产总计</b>	13,299	21,748	22,831	23,034	23,313
<b>流动负债</b>	3,516	5,066	5,423	5,511	5,756
短期借款	151.76	1,123	1,123	1,123	1,123
应付账款	1,907	2,272	2,370	2,461	2,639
其他流动负债	1,457	1,670	1,931	1,927	1,995
<b>非流动负债</b>	4,525	10,336	10,007	8,976	7,830
长期借款	3,993	9,249	8,571	7,540	6,693
其他非流动负债	532.05	1,086	1,436	1,436	1,136
<b>负债合计</b>	8,040	15,401	15,430	14,487	13,586
少数股东权益	559.66	744.45	786.40	831.70	878.24
股本	642.08	642.08	642.08	642.08	642.08
资本公积	1,061	1,060	1,060	1,060	1,060
留存公积	2,993	3,897	5,048	6,291	7,567
归属母公司股东权益	4,699	5,602	6,615	7,716	8,849
<b>负债和股东权益</b>	13,299	21,748	22,831	23,034	23,313

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	950.93	1,273	1,679	1,924	2,145
净利润	630.15	999.21	1,151	1,243	1,276
折旧摊销	421.19	468.25	612.98	649.48	557.29
财务费用	156.25	274.83	279.23	294.19	293.51
投资损失	(11.18)	(59.02)	(59.02)	(59.02)	(59.02)
营运资金变动	(355.30)	(622.79)	(340.62)	(110.61)	91.49
其他经营现金	109.81	212.50	35.94	(92.71)	(15.18)
<b>投资活动现金</b>	(2,468)	(6,152)	(1,223)	(351.41)	(766.22)
资本支出	(2,567)	(4,275)	(1,244)	(365.99)	(774.87)
长期投资	64.52	(1,172)	(37.56)	(44.45)	(50.37)
其他投资现金	34.40	(704.02)	59.02	59.02	59.02
<b>筹资活动现金</b>	2,600	4,257	(508.24)	(1,430)	(1,525)
短期借款	(139.76)	970.87	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,431	5,257	(678.43)	(1,031)	(846.33)
普通股增加	145.70	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,006	(0.57)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	157.46	(1,970)	170.18	(399.25)	(679.02)
现金净增加额	1,083	(621.22)	(51.79)	142.23	(147.05)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3,393	5,631	5,209	4,874	5,004
营业成本	2,099	3,712	3,017	2,512	2,524
营业税金及附加	28.40	43.78	59.90	65.80	72.56
营业费用	17.98	22.30	26.04	34.12	40.03
管理费用	227.00	308.64	364.63	389.96	450.39
财务费用	156.25	274.83	279.23	294.19	293.51
资产减值损失	0.00	(1.56)	(1.44)	(1.35)	(1.39)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.18	59.02	59.02	59.02	59.02
<b>营业利润</b>	882.58	1,327	1,526	1,647	1,691
营业外收入	1.16	6.32	6.95	7.65	8.41
营业外支出	29.09	12.16	12.16	12.16	12.16
<b>利润总额</b>	854.65	1,321	1,521	1,643	1,687
所得税	224.50	321.70	370.45	400.08	410.95
<b>净利润</b>	630.15	999.21	1,151	1,243	1,276
少数股东损益	16.00	36.43	41.95	45.30	46.53
归属母公司净利润	614.16	962.79	1,109	1,197	1,230
EBITDA	1,479	2,209	2,450	2,494	2,524
EPS (人民币, 基本)	0.96	1.50	1.73	1.86	1.92

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	49.93	65.98	(7.50)	(6.42)	2.67
营业利润	(1.46)	50.33	15.04	7.93	2.66
归属母公司净利润	(1.60)	56.77	15.15	8.00	2.72
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	38.12	34.09	42.07	48.47	49.56
净利率	18.57	17.74	22.09	25.49	25.51
ROE	11.98	15.74	15.55	14.54	13.12
ROIC	15.28	7.50	8.02	8.69	8.84
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	60.46	70.82	67.58	62.89	58.27
净负债比率 (%)	59.61	172.14	146.52	113.04	89.17
流动比率	0.76	0.81	0.84	0.89	0.85
速动比率	0.62	0.45	0.50	0.55	0.53
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.30	0.32	0.23	0.21	0.22
应收账款周转率	18.78	10.08	4.80	3.65	3.50
应付账款周转率	1.35	1.78	1.30	1.04	0.99
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.50	1.73	1.86	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.98	2.62	3.00	3.34
每股净资产(最新摊薄)	7.32	8.73	10.30	12.02	13.78
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	10.38	6.62	5.75	5.32	5.18
PB (倍)	1.36	1.14	0.96	0.83	0.72
EV EBITDA (倍)	6.81	8.17	7.35	6.76	6.31

## 免责声明

### 分析师声明

本人,王玮嘉、黄波,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 瀚蓝环境（600323 CH）、深高速（600548 CH）、山东高速（600350 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 招商公路（001965 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 瀚蓝环境（600323 CH）、深高速（600548 CH）、山东高速（600350 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

#### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司