

圣元环保 (300867.SZ) / 环保

证券研究报告/公司点评

2022年4月20日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 24.53

分析师: 汪磊

执业证书编号: S0740521070002

电话: 021-20315185

Email: wanglei01@r.qizq.com.cn

联系人: 郑汉林

Email: zhenghl@r.qizq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,034	2,296	2,305	2,515	2,635
增长率 YoY	16%	122%	0.39%	9.13%	4.75%
净利润 (百万元)	304	472	626	765	877
增长率 YoY	40%	55%	32.69%	22.28%	14.66%
每股收益 (元)	1.12	1.74	2.30	2.82	3.23
每股现金流量	1.78	1.41	6.41	5.19	5.10
净资产收益率	11%	15%	16%	17%	16%
P/E	21.9	14.1	10.65	8.71	7.60
P/B	2.4	2.1	1.7	1.5	1.2

备注: 股价取自 2022 年 4 月 19 日。

**投资要点**

- 事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年公司营收 22.96 亿元, 同比增长 122.08%; 归母净利润 4.72 亿元, 同比增长 55.27%; 扣非归母净利润 4.13 亿元, 同比增长 37.33%。
- 点评:**
- 垃圾焚烧发电项目投产显著增长, 业绩实现大幅提升。** 2021 年, 公司共有 6 个垃圾焚烧发电项目投产, 新增垃圾处理规模 4950 吨/日。上述项目投产后, 公司电厂机组规模显著增长。据公司公告, 截至 2021 年, 公司运行电厂机组规模达 309MW, 较 2020 年的 179MW 增长 72.63%。随着电厂机组规模增长, 公司进厂垃圾量、发电量、上网电量及垃圾焚烧收入亦显著增长。2021 年, 公司已运营垃圾焚烧发电厂全年累计接收垃圾进厂量 484.58 万吨, 同比增长 16.81%; 全年累计发电量 16.61 亿 kwh, 同比增长 31.06%; 上网电量 14.31 亿 kwh, 同比增长 31.29%; 垃圾焚烧收入 11.63 亿元, 同比增长 38.99%。此外, 2021 年公司投资收益为 0.88 亿元, 同比增长 282.61%, 亦在一定程度上推动公司业绩实现增长。
- 持续深耕垃圾焚烧发电产业, 拓展“焚烧+”发展新路径。** 垃圾焚烧发电仍是未来公司持续发力的方向, 公司将通过拓展新项目及收购存量项目, 进一步扩大生活垃圾焚烧发电产能规模; 同时推进垃圾区域统筹处理, 拓展垃圾来源, 保障垃圾供应, 促进经营水平和盈利能力的整体提升。此外, 公司亦将充分利用已建成垃圾发电项目的协同效应, 兼顾发展一般工业固废、餐厨垃圾、厨余垃圾和污泥等协同处理领域新业务, 推进纵横一体化大固废战略。目前, 公司已有储备一定的垃圾焚烧发电项目。据公司公告, 截至 2021 年, 公司在建垃圾焚烧发电项目处理规模为 2000 吨/日, 在建项目计划装机容量为 30MW, 核准项目的计划装机容量为 160MW。未来随着在建、核准项目逐步投产, 以及公司潜在并购项目带来的增量, 预计公司垃圾焚烧发电业务将保持稳健发展态势, 贡献公司业绩基本盘。
- 新能源开拓力度持续加大, 打造第二成长曲线。** 2021 年, 公司新能源项目加速布局, 光伏、风电、氢能等多领域同步发展。展望未来, 公司将依托在福建区域积累的客户资源、项目运营资源等优势, 积极推动福建省海上风电及光伏发电项目落地。光伏发电方面, 截至 2021 年, 公司在建及运营 6 个分布式光伏项目, 装机容量共计 4594.60KW, 按照年均日照时数 1300 小时计算, 年可总发电量约 597.30 万千瓦时, 可有效降低厂用电率和运营成本。2022 年, 公司将继续有序推动 7 个分布式光伏项目投资建设。海上风电方面, 2022 年, 公司将积极争取福建海上风电首

**基本状况**

总股本(百万股)	272
流通股本(百万股)	155
市价(元)	24.53
市值(百万元)	6,666
流通市值(百万元)	3,793

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1《垃圾焚烧发电稳健增长, 布局海风拓展新增量》

个项目落地实施。此外，公司还将在氢能领域发力，重点开展绿氢制备、氢气提纯、固态储氢材料技术迭代、氢气运输等技术研发和装备制造，逐步形成自身技术优势。

- **维持“买入”评级：**公司垃圾焚烧发电业务有望稳健发展，同时加快新能源领域布局，开展光伏、海上风电等项目建设，并积极拓展氢能技术和设备发展，助力公司业绩持续增长。由于公司海上风电项目尚存一定的不确定性，暂不考虑未来海上风电项目投产带来的影响，预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 23.05、25.15、26.35 亿元，分别同比增长 0.39%、9.13%、4.75%；归母净利润分别为 6.26、7.65、8.77 亿元，分别同比增长 32.69%、22.28%、14.66%；EPS 分别为 2.30、2.82、3.23，对应 PE 分别为 10.65、8.71、7.60 倍。
- **风险提示：**生活垃圾供应量及热值不稳定的风险，上网电价补贴政策风险，市场竞争加剧的风险，市场需求不及预期风险，新增产能投放不及预期风险。

**图表 1: 圣元环保财务预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	100	691	823	2,101	营业收入	2,296	2,305	2,515	2,635
应收票据	3	0	0	0	营业成本	1,580	1,278	1,316	1,315
应收账款	872	835	897	940	税金及附加	17	29	30	29
预付账款	7	19	20	20	销售费用	0	0	0	0
存货	46	44	408	137	管理费用	86	120	113	132
合同资产	4	1	2	2	研发费用	14	14	15	16
其他流动资产	492	288	290	292	财务费用	158	185	180	171
流动资产合计	1,521	1,877	2,438	3,490	信用减值损失	-35	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	28	28	28	28	公允价值变动收益	88	28	18	15
固定资产	506	518	544	579	投资收益	5	5	5	5
在建工程	8	13	23	23	其他收益	67	50	41	65
无形资产	5,272	5,409	5,438	5,366	营业利润	566	746	909	1,040
其他非流动资产	475	484	494	501	营业外收入	-1	0	0	0
非流动资产合计	6,289	6,452	6,527	6,498	营业外支出	14	14	14	14
<b>资产合计</b>	<b>7,810</b>	<b>8,329</b>	<b>8,965</b>	<b>9,988</b>	<b>利润总额</b>	<b>551</b>	<b>732</b>	<b>895</b>	<b>1,026</b>
短期借款	26	248	226	335	所得税	80	106	130	149
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>471</b>	<b>626</b>	<b>765</b>	<b>877</b>
应付账款	760	383	399	402	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>471</b>	<b>626</b>	<b>765</b>	<b>877</b>
合同负债	0	41	45	47	NOPLAT	607	784	918	1,023
其他应付款	8	8	8	8	EPS (按最新股本摊薄)	1.74	2.30	2.82	3.23
一年内到期的非流动负债	441	441	441	441					
其他流动负债	55	65	63	69					
流动负债合计	1,289	1,186	1,182	1,303	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	3,131	3,181	3,111	3,191	<b>会计年度</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	170	170	170	170	营业收入增长率	122.1%	0.4%	9.1%	4.8%
非流动负债合计	3,302	3,352	3,282	3,362	EBIT增长率	46.5%	29.2%	17.2%	11.4%
<b>负债合计</b>	<b>4,591</b>	<b>4,538</b>	<b>4,464</b>	<b>4,664</b>	归母公司净利润增长率	55.3%	32.7%	22.3%	14.7%
归属母公司所有者权益	3,219	3,791	4,501	5,324	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	0.1	-0.1	-0.3	-1	毛利率	31.2%	44.6%	47.7%	50.1%
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,219</b>	<b>3,791</b>	<b>4,501</b>	<b>5,324</b>	净利率	20.5%	27.1%	30.4%	33.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,810</b>	<b>8,329</b>	<b>8,965</b>	<b>9,988</b>	ROE	14.6%	16.5%	17.0%	16.5%
					ROIC	11.5%	13.0%	14.0%	13.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	58.8%	54.5%	49.8%	46.7%
					债务权益比	117.0%	106.6%	87.7%	77.7%
					流动比率	1.2	1.6	2.1	2.7
					速动比率	1.1	1.5	1.7	2.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	103	133	124	126
					应付账款周转天数	172	161	107	110
					存货周转天数	8	13	62	74
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.74	2.30	2.82	3.23
					每股经营现金流	1.41	3.65	3.03	5.83
					每股净资产	11.85	13.95	16.56	19.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14	11	9	8
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	21	16	14	13

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。