

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：29.08

分析师：汪磊

执业证书编号：S0740521070002

电话：021-20315185

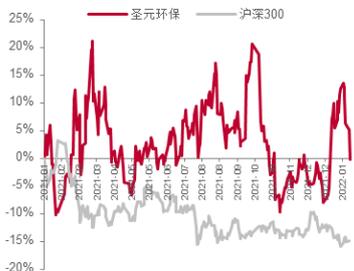
Email: wanglei01@r.qlzq.com.cn

联系人：郑汉林

Email: zhenghl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	272
流通股本(百万股)	155
市价(元)	29.08
市值(百万元)	7,902
流通市值(百万元)	4,496

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	888	1,034	2,091	2,305	2,515
增长率 yoy%	22%	16%	102.30%	10.21%	9.13%
净利润(百万元)	217	304	501	626	765
增长率 yoy%	3%	40%	65.06%	24.88%	22.28%
每股收益(元)	0.80	1.12	1.84	2.30	2.82
每股现金流量	1.63	1.78	3.83	4.55	5.48
净资产收益率	18%	11%	16%	17%	17%
P/E	36.3	26.0	15.8	12.6	10.3
PEG	0.67	0.38	0.47	0.30	0.29
P/B	6.6	2.9	2.5	2.1	1.8

备注：股价取自 2022 年 1 月 25 日数据。

报告摘要

- 公司概况：国内领先的固液废处理运营商。**公司主营业务为生活垃圾焚烧发电和生活污水处理，垃圾焚烧发电业务为公司主要的收入来源。截至 2021 年，公司累计生活垃圾日处理能力达 13950 吨/日。随着公司生活垃圾焚烧发电项目和生活污水处理项目投运，公司业绩快速增长。2017-2020 年期间，公司垃圾焚烧发电业务、污水处理业务收入年复合增长率分别为 31.30%、39.30%。
- 垃圾焚烧发电业务：稳健增长，打造公司业绩基本盘。**垃圾焚烧发电行业经过过去十年快速发展后，逐步进入发展成熟期。2020-2025 年期间城镇生活垃圾焚烧处理能力复合增长率为 6.64%，仍呈稳健增长态势。此外，由于主要垃圾焚烧发电企业的多数项目在 2020 年完成并网或在 2021 年前开始建设，仍可申请可再生能源补贴，且竞价上网的项目数量也较少，因而国补退坡和竞价上网对垃圾焚烧企业影响较为有限。随着在手垃圾焚烧项目订单逐步投运以及技术改造升级，公司垃圾焚烧发电业务有望稳健发展，为公司新能源业务发展提供现金流支撑。同时值得注意的是，CCER 重启有望增厚公司垃圾焚烧发电项目的收益，为公司带来增量利润。
- 海上风电行业景气度向好。**“双碳”目标政策推进背景下，风光清洁能源迎来发展机遇。“十四五”期间，海上风电开发建设将快速增长。据 GWEC 预测，未来十年国内海上风电装机规模年复合增长率将达到 23.55%。此外，未来海上风电机组大型化趋势推进、“抢装潮”后施工费用下降以及海上风电风机价格下降，这将会有助于推动海上风电运营企业降低成本的同时实现发电效率提升，增厚海上风电运营商效益，从成本端利好海上风电运营商。
- 海上风电布局推进，开启第二成长曲线。**福建省海风资源较为优质，福建沿海地区年平均有效风能时数达 7837.3h，年平均风速多在 7.5m/以上。受非水可再生能源消纳责任加紧落地政策催化，预计未来福建省将加快海上风电资源开发。公司在福建当地深耕多年，具有较强的项目资源优势。依托自身的项目资源优势，公司与三峡启航签订合作协议，共同开发福建省海上风电项目。三峡启航是三峡集团下属的私募股权基金，未来公司在开发海上风电项目的过程中有望获得三峡集团在项目开发、建设及运营等方面技术支持。公司有望依靠三峡集团支持，更好地发挥自身的资源优势，有效实现全面培育新能源产业目标落地，同时带来新的业绩增长来源，实现业绩进一步增长。
- 投资建议：**公司垃圾焚烧发电业务和生活污水处理发展稳健，构筑公司业绩的基本盘。同时，公司布局海上风电业务，发挥自身资源优势与三峡启航合作共同在福建省开发海上风电项目，公司将依托三峡集团的海上风电开发、建设及运营的经验，实现海上风电项目有效落地。预计 2021-2023 年公司收入分别 20.91、23.05、25.15 亿元，分别同比增长 102.30%、10.21%、9.13%；归母净利润分别为 5.01、6.26、7.65 亿元，分别同比增长 60.77%、24.88%、22.28%，对应 EPS 分别为 1.84、2.30、2.82，PE 分别为 15.76、12.62、10.32 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**海上风电项目开发不及预期，政策执行不及预期，垃圾焚烧发电项目投产不及预期，市场竞争加剧，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

1.公司概况：国内领先的固液废处理项目运营商	- 5 -
1.1.深耕固液废处理多年，产能规模持续提升	- 5 -
1.2.业绩快速增长，盈利能力稳步增强	- 7 -
2.垃圾焚烧发电业务：稳健增长，打造公司业绩基本盘	- 10 -
2.1.垃圾焚烧处理行业趋于成熟，国补退坡及竞价上网影响较为有限	- 10 -
2.2.垃圾焚烧产能投运保障业绩增长，提标改造及 CCER 增厚收益	- 12 -
3.海上风电布局推进，开启第二成长曲线	- 15 -
3.1.海上风电装机规模高增，行业景气度向好	- 15 -
3.2.携手三峡布局海上风电业务，开拓增长新空间	- 19 -
4.投资建议：给予公司“买入”评级	- 21 -
风险提示	- 23 -

图表目录

图表 1: 公司业务收入结构	- 5 -
图表 2: 公司股权结构.....	- 5 -
图表 3: 公司已投产生活垃圾焚烧发电产能.....	- 6 -
图表 4: 公司已投产生活污水处理产能.....	- 6 -
图表 5: 2016-2021Q3 公司营业收入情况.....	- 7 -
图表 6: 2016-2021Q3 公司归母净利润情况	- 7 -
图表 7: 2017-2020 公司垃圾焚烧发电业务收入情况.....	- 7 -
图表 8: 2017-2020 公司污水处理业务收入情况	- 7 -
图表 9: 2016-2021Q3 公司毛利率、净利率情况.....	- 8 -
图表 10: 2016-2021Q3 公司盈利能力指标情况.....	- 8 -
图表 11: 2016-2021H1 公司主要业务的毛利率情况.....	- 8 -
图表 12: 2016-2021Q3 公司期间费用率情况	- 9 -
图表 13: 2016-2021Q3 公司资产负债率情况	- 9 -
图表 14: 2016-2021Q3 公司现金流情况 (亿元)	- 9 -
图表 15: 十四五期间生活垃圾处理发展规划.....	- 10 -
图表 16: 中国垃圾焚烧处理能力情况 (万吨/日)	- 10 -
图表 17: 各省城市垃圾焚烧处理产能 (万吨/日)	- 11 -
图表 18: 各省城市垃圾焚烧处理占垃圾无害化处理比例	- 11 -
图表 19: 垃圾焚烧发电电价及国补主要政策梳理	- 12 -
图表 20: 国内不同地区垃圾焚烧发电项目中央支持比例.....	- 12 -
图表 21: 2016 年以来公司垃圾焚烧发电累计投运产能及增长率.....	- 13 -
图表 22: 公司在建项目及筹建项目情况梳理.....	- 13 -
图表 23: 不同蒸汽参数下垃圾焚烧发电项目的发电量情况.....	- 14 -
图表 24: 2017-2021 年 H1 公司吨垃圾发电量情况 (千瓦时)	- 14 -
图表 25: 2021 年以来北京绿交所 CCER 成交价格走势.....	- 15 -
图表 26: 2015 年以来国内海上风电新增装机规模 (GW)	- 16 -
图表 27: 全球海上风电新增装机规模预测 (GW)	- 16 -
图表 28: 国内海上风电新增装机规模预测 (GW)	- 16 -
图表 29: 2010-2020 年国内海上风电机组平均单机容量 (MW)	- 17 -
图表 30: 全球海上风电机组发展趋势.....	- 17 -
图表 31: 2010 与 2020 年海上风电建设成本比较 (美元/KW)	- 18 -
图表 32: 2020 年海上风电项目投资组成占比.....	- 18 -
图表 33: 沿海部分省份十四五期间海上风电装机规划.....	- 18 -

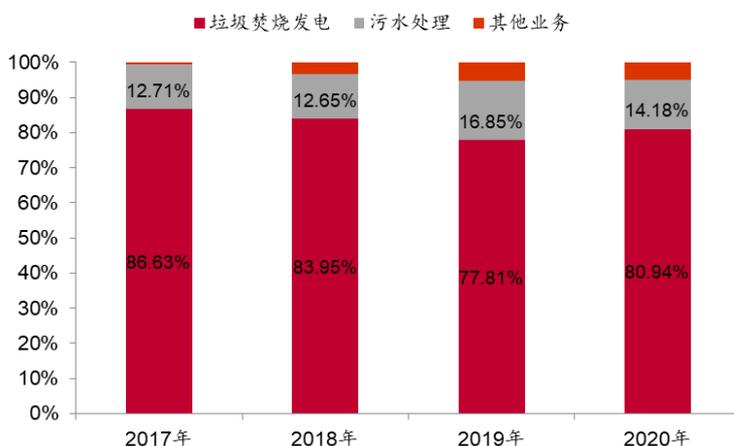
图表 34: 福建省年平均风速 (m/s)	- 19 -
图表 35: 2020 年福建省各电源装机容量占比.....	- 20 -
图表 36: 2020 年福建省各电源发电量占比	- 20 -
图表 37: 三峡启航私募基金股权结构.....	- 21 -
图表 38: 圣元环保收入预测 (亿元)	- 22 -
图表 39: 可比公司基本情况	- 22 -
图表 40: 圣元环保财务报表预测.....	- 24 -

1.公司概况：国内领先的固废处理项目运营商

1.1.深耕固废处理多年，产能规模持续提升

- 圣元环保创立之初主要从事贸易业务，此后，公司于 2004 年开始转型发展，将业务拓展至生活污水处理领域，并于 2006 年开始发展生活垃圾焚烧发电业务，逐渐形成生活垃圾焚烧发电和生活污水处理的城镇固废专业化处理经营格局。
- 公司收入主要来源于生活垃圾焚烧发电和污水处理。公司主营业务为经营城镇固废专业化处理，主要包括生活垃圾焚烧发电和生活污水处理等。公司主要通过取得特许经营权的方式负责生活垃圾焚烧发电厂和生活污水处理厂的投资建设、运营管理及维护。2020 年，公司垃圾焚烧发电、污水处理业务分别实现营业收入 8.37、1.47 亿元，在总营业收入中的占比分别为 80.94%、14.18%。

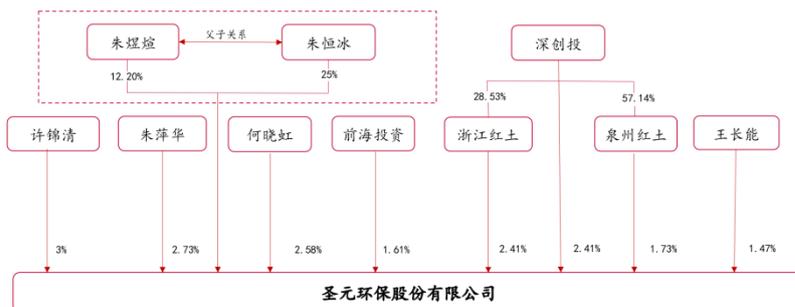
图表 1：公司业务收入结构



来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

- 公司实际控制人为朱煜煊、朱恒冰父子，合计持有公司 37.20% 股权。其中，朱煜煊、朱恒冰先生分别直接持有公司 12.20%、25.00% 股权。公司股权结构较为集中，有助于公司战略决策执行推进和稳健发展。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所 注：截至 2021 年三季报。

- **垃圾焚烧产能稳步增长。**根据公司公告，2021 年以来，新增日处理垃圾规模为 4950 吨/日。随着公司新项目投产，截至 2021 年 9 月，公司累计生活垃圾焚烧发电产能达到 13950 吨/日。随着 2021 年公司垃圾焚烧发电项目密集投产，将显著驱动公司业绩进一步增长。

图表 3: 公司已投产生活垃圾焚烧发电产能

项目		处理能力 (吨/日)
莆田圣元	一期项目	700
	二期项目	350
	三期项目	1800
南安圣元	一期项目	30
	二期项目	300
	三期项目	700
漳州圣元	一期项目	400
	二期项目	525
江苏圣元	一期项目	400
	二期项目	525
郓城圣元	一期项目	1200
	二期项目	600
曹县圣元	一期项目	600
	二期项目	600
庆阳圣元	一期项目	600
梁山圣元	一期项目	750
甄城圣	一期项目	600
汶上圣元	一期项目	750
安徽圣元	一期项目	750
泉州圣元提级改造项目		1500
合计		13950

来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

- **生活污水处理产能趋于稳健。**截至 2021 年 6 月，公司生活污水处理能力达 28.15 万吨/日。由于公司业务重心转至生活垃圾焚烧发电，生活污水处理业务发展逐步趋稳，为公司贡献稳定现金流。

图表 4: 公司已投产生活污水处理产能

项目		处理能力 (万吨/日)
安溪安晟	安溪安晟一期项目	6.00
	安溪安晟二期项目	
龙海水务	龙海水务一期	2.50
泉州圣泽	宝洲一期项目	15.00
	宝洲二期项目	
	北峰项目	4.50
漳州圣元	漳浦旧镇一期项目	0.15
合计		28.15

来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

1.2. 业绩快速增长，盈利能力稳步增强

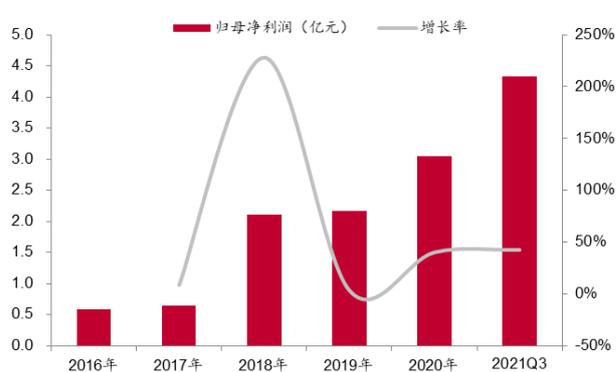
- 垃圾焚烧和生活污水处理产能投产驱动公司业绩高增。**随着公司生活垃圾焚烧产能和生活污水处理产能逐步投运，公司收入和业绩快速增长。2017-2020 年期间，公司垃圾焚烧发电业务、污水处理业务收入的年复合增长率分别为 31.30%、39.30%，呈快速增长态势。2021 年以来，随着公司垃圾焚烧产能规模增加和部分项目纳入可再生能源补贴项目清单，公司收入和业绩快速增长。2021 年前三季度，公司实现营业收入 17.95 亿元，同比增长 133.47%，实现归母净利润 4.33 亿元，同比增长 42.43%。

图表 5：2016-2021Q3 公司营业收入情况



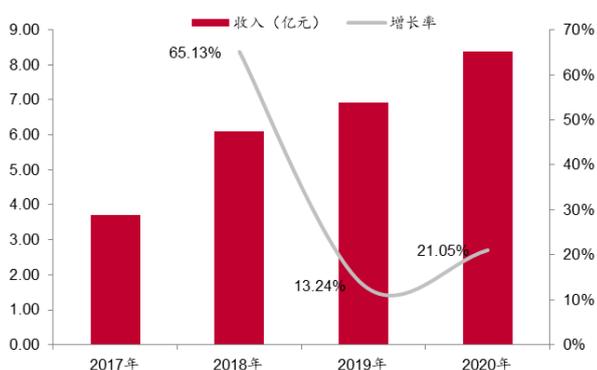
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：2016-2021Q3 公司归母净利润情况



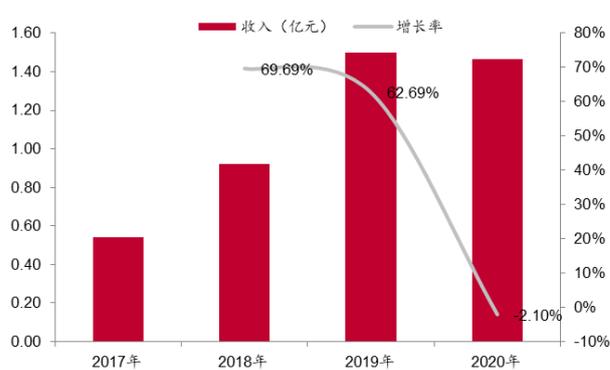
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：2017-2020 公司垃圾焚烧发电业务收入情况



来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

图表 8：2017-2020 公司污水处理业务收入情况



来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

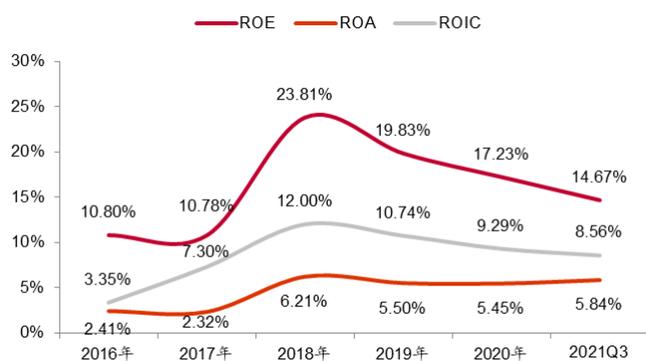
- 盈利能力较强，未来有望进一步提升。**2016-2020 年期间，公司毛利率保持在 45%以上水平。2021 年以来，由于低毛利的 PPP 项目建设服务收入增加，导致公司整体毛利率水平有所下降，但未来随着公司新投产的垃圾焚烧发电项目产能爬坡完成以及纳入可再生能源补贴项目清单后，预计公司毛利率水平将会回升。盈利能力指标方面，2018 年公司 ROE 等盈利能力指标显著增长，主要原因在于 2017 年公司生活垃圾焚烧发电项目投运量大幅增长，2018 年逐步完成产能爬坡，产能利用率水平提高，业绩实现显著增长，费用率水平有所下降，使得盈利能力增强。

预计随着未来公司垃圾焚烧产能投运，项目完成产能爬坡叠加技术改造持续推进，公司净利率、ROE 水平或有望回升。

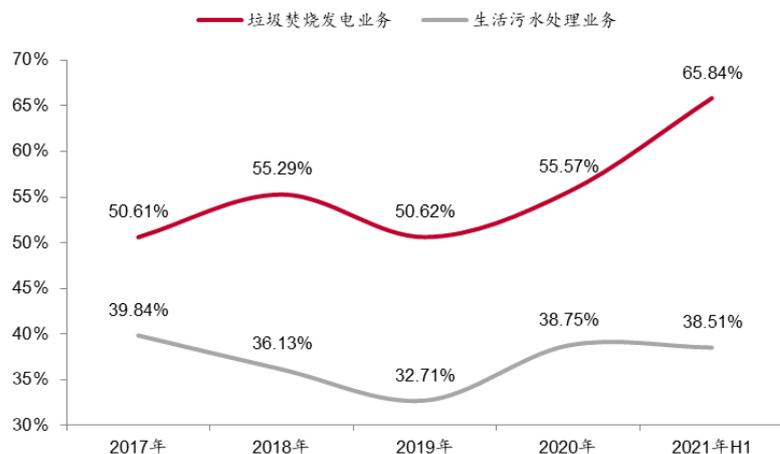
- 生活垃圾焚烧发电业务毛利率呈增长趋势，生活污水处理业务毛利率较为稳定。** 由于垃圾焚烧发电项目产能利用率提升及技术改造升级推进，公司垃圾焚烧发电业务毛利率呈增长趋势，由 2017 年的 50.61% 增至 2021 年 H1 的 65.84%。生活污水处理项目由于污水处理价格较为稳定，且短期未进行提标改造，因而毛利率水平较为稳定。

图表 9：2016-2021Q3 公司毛利率、净利率情况


来源：Wind，中泰证券研究所

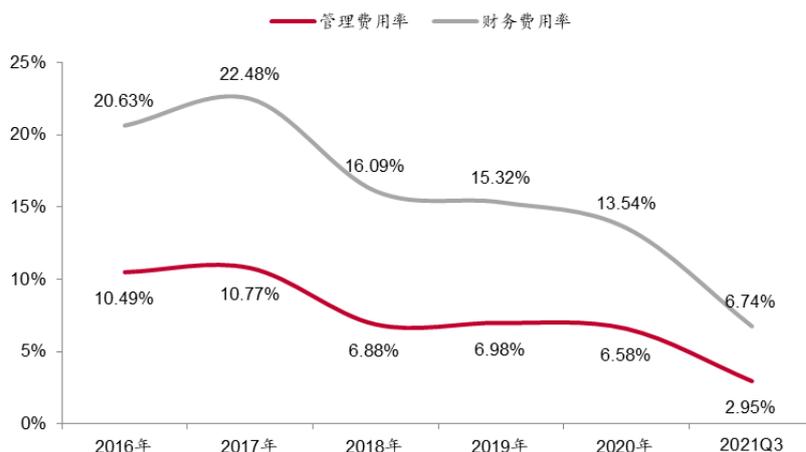
图表 10：2016-2021Q3 公司盈利能力指标情况


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：2016-2021H1 公司主要业务的毛利率情况


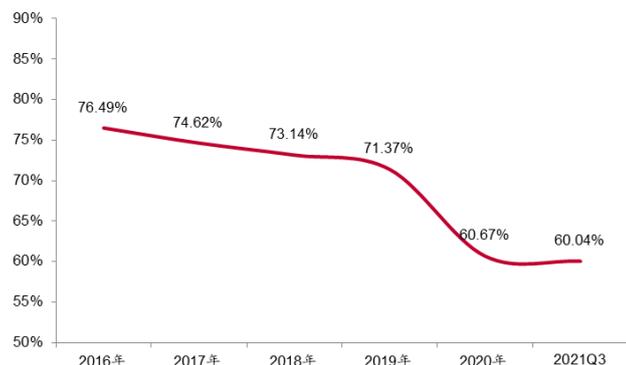
来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

- 期间费用率呈下降趋势。** 公司管理费用较为稳定，而财务费用随着项目产能规模扩张而有所增长，由于公司收入快速增长，因而公司管理率费用率和财务费用率呈下降趋势。2021 年前三季度，公司期间费用率为 9.69%，较 2020 年的 20.12% 下降 10.42pct，反映出公司较强的成本管控能力。

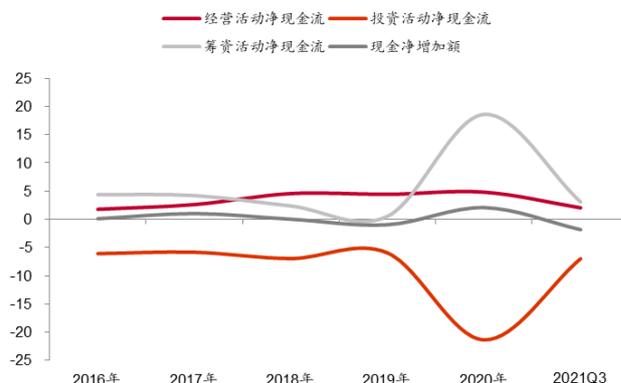
图表 12: 2016-2021Q3 公司期间费用率情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 资产负债率呈下降趋势。**公司资产负债率由2016年的76.49%降至2021年Q3的60.04%，下降了16.45pct。尽管当前公司资产负债率仍处于较高水平，但近年呈现下降趋势，反映出公司偿债能力有所增强。然而，由于公司规划布局海上风电相关业务，预计未来债务规模可能会有所增加，因而预计未来公司资产负债率降幅或较为有限。
- 经营活动净现金流稳步增长，现金流水平呈向好趋势。**随着公司垃圾焚烧发电项目和生活污水处理项目投运，公司经营活动净现金流呈增长态势，由2016年的1.79亿元增至2020年的4.83亿元。2020年，由于公司完成创业板上市，筹资活动净现金流显著增加，但同年投资活动净现金流亦显著增加，整体上现金净增加额出现大幅增长。预计未来随着公司2021年新投运的生活垃圾焚烧发电项目产能爬坡完成后，公司经营性净现金流有望进一步增加。

图表 13: 2016-2021Q3 公司资产负债率情况


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2016-2021Q3 公司现金流情况 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

2.垃圾焚烧发电业务：稳健增长，打造公司业绩基本盘

2.1.垃圾焚烧处理行业趋于成熟，国补退坡及竞价上网影响较为有限

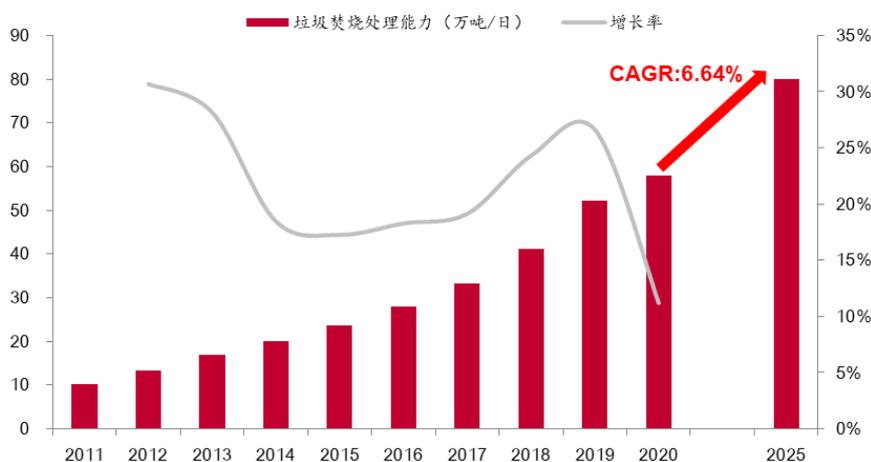
- **垃圾焚烧处理能力持续提升。**根据国家发改委数据，截至 2020 年，我国城镇生活垃圾焚烧处理能力达 58 万吨/日，2011-2020 年期间城镇生活垃圾焚烧处理能力复合增长率达 21.42%，呈快速增长态势，2011 至 2020 年可称为垃圾焚烧处理产业快速发展的“黄金十年”。
- **持续推进生活垃圾分类和处理能力提升。**2021 年 5 月 6 日，国家发改委发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，提出“十四五”期间将持续推进生活垃圾分类和处理设施建设，提升全社会生活垃圾分类和处理水平，并对垃圾资源化利用率、垃圾分类收运能力、垃圾焚烧处理能力做出具体目标规定，引领生活垃圾处理产业发展。
- **垃圾焚烧处理行业逐步趋于成熟，处理能力持续增长。**根据《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，到 2025 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达 80 万吨/日。因而，2020-2025 年期间城镇生活垃圾焚烧处理能力复合增长率为 6.64%，仍保持增长态势。

图表 15：十四五期间生活垃圾处理发展规划

目标方向	具体内容
垃圾资源化利用率	到 2025 年底，全国城市生活垃圾资源化利用率达到 60% 左右。
垃圾分类收运能力	到 2025 年底，全国生活垃圾分类收运能力达到 70 万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求；鼓励有条件的县城推进生活垃圾分类和处理设施建设。
垃圾焚烧处理能力	到 2025 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比 65% 左右。

来源：国家发改委，中泰证券研究所

图表 16：中国垃圾焚烧处理能力情况（万吨/日）



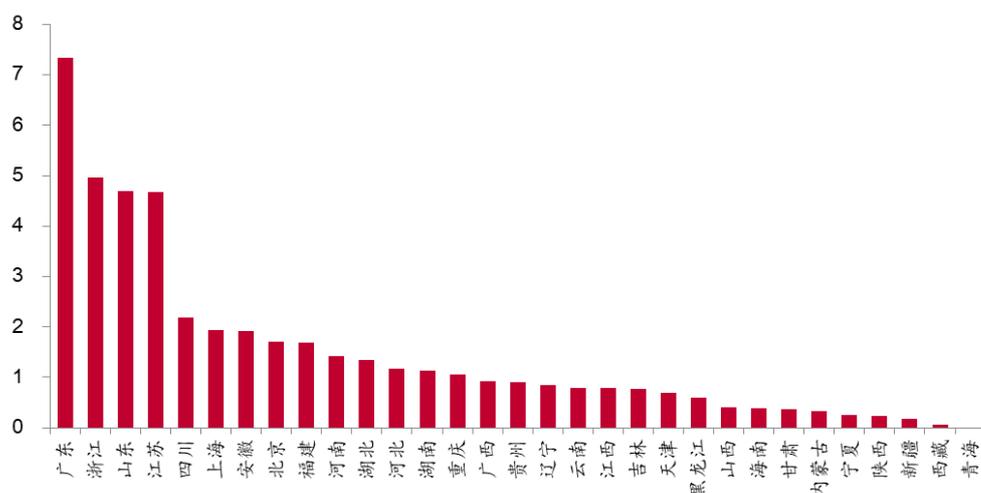
来源：城乡建设统计年鉴，国家发改委，中泰证券研究所

- 我们认为，未来垃圾焚烧发电新增项目产能将呈现两大特征：一是地区

分布来看，未来新增项目产能可能多来自中西部省份地区。当前，城市垃圾焚烧处理产能多分布于东部沿海省份，且东部沿海省份垃圾焚烧处理占垃圾无害化处理的比例较高，反映出东部省份增长空间相对有限，而中西部地区产能及垃圾焚烧处理占垃圾无害化处理的比例相对较低，未来仍有一定提升空间。二是垃圾焚烧发电项目新增来源由城市下沉至县城、乡镇。因而，可以预计的是，未来新增垃圾焚烧发电项目数量可能趋于平稳。

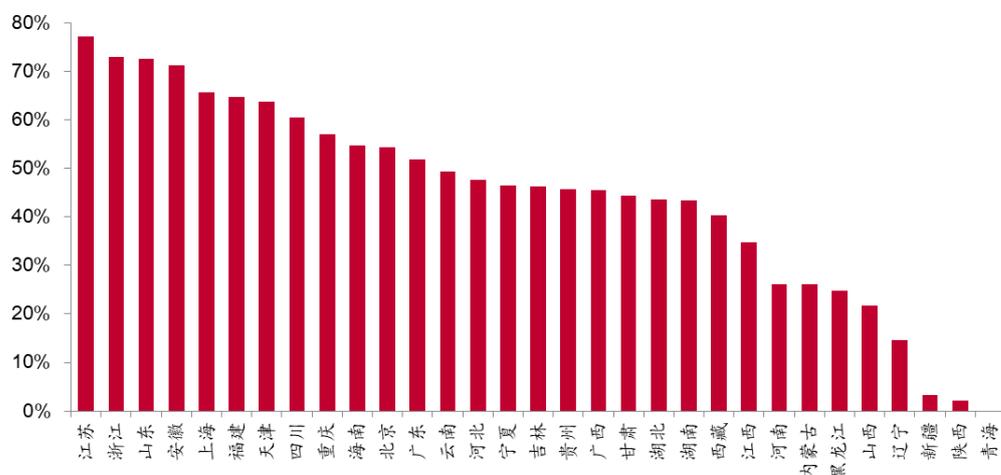
- 增量项目有限情形下，垃圾焚烧发电企业一方面可推动发电机组转型热电联产和积极参与碳市场交易拓展收入来源，降低垃圾焚烧发电项目对补贴的依赖；另一方面，垃圾焚烧发电企业可对存量项目进行技术方面的提标改造，提高存量垃圾焚烧发电项目的发电效率，进而促进项目收益率提升。

图表 17: 各省城市垃圾焚烧处理产能 (万吨/日)



来源：城乡建设统计年鉴，中泰证券研究所 注：截至 2019 年。

图表 18: 各省城市垃圾焚烧处理占垃圾无害化处理比例



来源：城乡建设统计年鉴，中泰证券研究所 注：截至 2019 年。

- 国补退坡及通过竞配确定上网电价，将降低新增垃圾焚烧发电项目的收益率。然而，当前主要垃圾焚烧发电企业的多数项目在 2020 年完成并网或在 2021 年前开始建设，仍可申请可再生能源补贴，且竞价上网的项目数量也较少。此外，垃圾焚烧发电竞争上网驱动垃圾处理费征收变化，未来垃圾处理费调增将有助于对冲竞价上网对垃圾焚烧发电项目收益率的影响。

图表 19：垃圾焚烧发电电价及国补主要政策梳理

时间	政策	主要内容
2012 年 3 月	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税，下同）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。
2020 年 9 月	《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》	2020 年生物质发电新增中央补贴资金总额度为 15 亿元，未纳入当年补贴规模的已并网项目将结转至次年依序纳入。自 2021 年 1 月 1 日起，规划内已核准未开工、新核准的生物质发电项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价；新纳入补贴范围的项目补贴资金由中央和地方共同承担，分地区合理确定分担比例，中央分担部分逐年调整并有序退出。
2020 年 9 月	关于《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知	生物质发电项目，包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目，全生命周期合理利用小时数为 82500 小时；所发电量超过全生命周期补贴电量部分，不再享受中央财政补贴资金；生物质发电项目自并网之日起满 15 年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金
2021 年 8 月	《2021 年生物质发电项目建设工作方案》	申报 2021 年中央补贴的生物质发电项目分为非竞争配置项目和竞争配置项目。2020 年 1 月 20 日（含）以后当年全部机组建成并网但未纳入 2020 年补贴范围的项目及 2020 年底前开工且 2021 年底全部机组建成并网的项目，为非竞争配置项目；2021 年 1 月 1 日（含）以后当年新开工项目为竞争配置项目。2021 年生物质发电中央补贴资金总额为 25 亿元，其中：用于安排非竞争配置项目的中央补贴资金 20 亿元；用于安排竞争配置项目的中央补贴资金 5 亿元（其中：安排垃圾焚烧发电竞争配置项目补贴资金 2 亿元）。

来源：国家发改委，中泰证券研究所

图表 20：国内不同地区垃圾焚烧发电项目中央支持比例

区域	省份	垃圾焚烧发电项目
西部和东北地区	内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省、广西壮族自治区、海南省、重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区及新疆生产建设兵团	60%
中部地区	河北省、山西省、安徽省、江西省、河南省、湖北省、湖南省	40%
东部地区	北京市、天津市、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省	20%

来源：《2021 年生物质发电项目建设工作方案》，中泰证券研究所

2.2. 垃圾焚烧产能投运保障业绩增长，提标改造及 CCER 增厚收益

- 产能大幅增长，保障未来业绩稳健增长。根据公司公告，2021 年以来，公司新投运的垃圾焚烧发电项目产能合计达 4950 吨/日，较 2020 年底的 9000 吨/日增长 55.00%。随着上述项目产能逐步完成爬坡，预计将对公司业绩产生较大贡献。此外，目前公司已投运的项目均不需按照竞

价方式上网，且可获得可再生能源补贴。因而，竞价上网及国补退坡对公司业绩的影响较为有限。

图表 21：2016 年以来公司垃圾焚烧发电累计投运产能及增长率



来源：公司公告，招股说明书，中泰证券研究所

- 垃圾焚烧发电在建及筹建项目有望逐步落地，公司垃圾焚烧发电业务有望稳健增长。**根据公司公告，公司现有在建项目 3 个，合计处理能力达 1200 吨/日；现有筹建项目 4 个，合计处理能力达 2500 吨/日。未来随着上述在建、筹建项目逐步投产，预计将在一定程度上推动公司垃圾焚烧发电业务收入增长。但同时应注意的是，上述在建、筹建项目电价将采用竞价上网模式，且国补可能会逐步减少，因而项目的盈利可能会有所下降。

图表 22：公司在建项目及筹建项目情况梳理

在建项目		
项目	处理能力 (吨/日)	处理费用(元/吨)
巨野圣元一期	400	55
庆阳圣元二期	600	68
泉州圣元餐厨项目	200	330.20
合计	1200	
筹建项目		
巨野圣元二期	400	55
汶上圣元二期	750	-
安徽圣元二期	750	-
莆田餐厨项目	600	-
合计	2500	

来源：公司公告，招股说明书，中泰证券研究所

- 技改持续推进，促进垃圾发电效率提升。**近年来，中温次高压垃圾发电技术在国内逐步应用推广。中温次高压垃圾发电技术的发电蒸汽参数高于中温中压垃圾发电技术，使用该技术可提升垃圾焚烧发电效率，促进

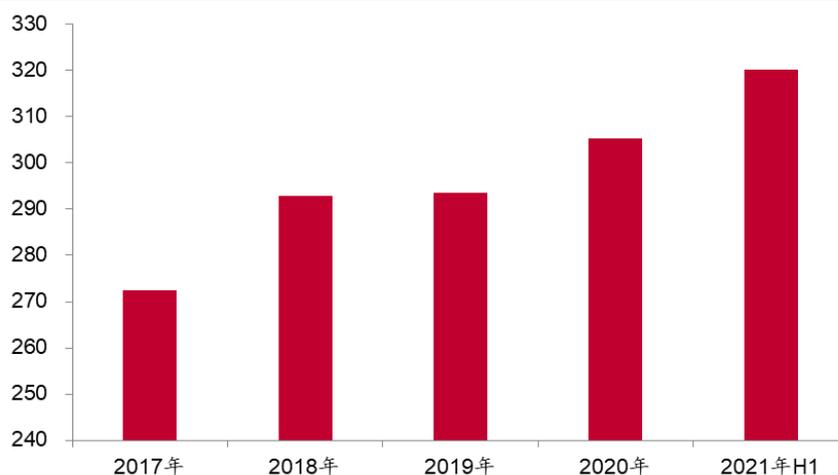
发电量增长。根据《生活垃圾焚烧厂吨垃圾发电量的研究分析》，中温次高压参数（460℃、6.1MPa）下的发电量较中温中压参数（400℃、4.0MPa）高 19.44%。公司自 2019 年开始以来，在新建项目中采用中温次高压垃圾发电技术，并对存量项目进行技改升级。据我们测算，2020 年以来公司吨垃圾发电量显著提升，反映出技改有效推动公司吨垃圾发电量提升，促进公司垃圾焚烧发电项目盈利增长。

图表 23：不同蒸汽参数下垃圾焚烧发电项目的发电量情况

蒸汽条件	发电效率	吨垃圾发电量/kwh	吨垃圾上网电量/kwh
400℃、4.0MPa	21.20%	360	270
460℃、6.1MPa	24.70%	430	320

来源：《生活垃圾焚烧厂吨垃圾发电量的研究分析》，中泰证券研究所 注：图表中数据基于处理规模为 1000t/d 垃圾焚烧厂、垃圾热值为 6280KJ/kg 的假设进行测算。

图表 24：2017-2021 年 H1 公司吨垃圾发电量情况（千瓦时）



来源：公司公告，招股说明书，中泰证券研究所 注：测算公式为吨垃圾发电量=实际发电量/累计接收垃圾进厂量。

- **CCER 有望重启，贡献增量收益。**CCER 备案申请于 2017 年 3 月暂缓，2022 年 1 月，上海环境能源交易所领导在接受媒体采访时表示，目前国家正在积极筹备重新启动 CCER 项目的备案和减排量的签发，全国 CCER 市场有望在 2022 年重启。目前，公司正积极参与中国温室气体自愿减排项目开发设计，据公司预计，未来年申请核证自愿减排量（CCER）200 多万吨，参考北京绿色交易所 2021 年 CCER 成交均价（约 35.80 元/吨），则未来 CCER 交易重启有望为公司贡献增量收益超 7000 万元，占公司 2020 年净利润的 23.03%。此外，长期来看，若未来随着更多行业纳入全国碳交易市场以及碳排放配额供给进一步收缩，导致碳配额指标供不应求，则碳价有望进一步上涨，CCER 交易将会为公司贡献更多的收益。

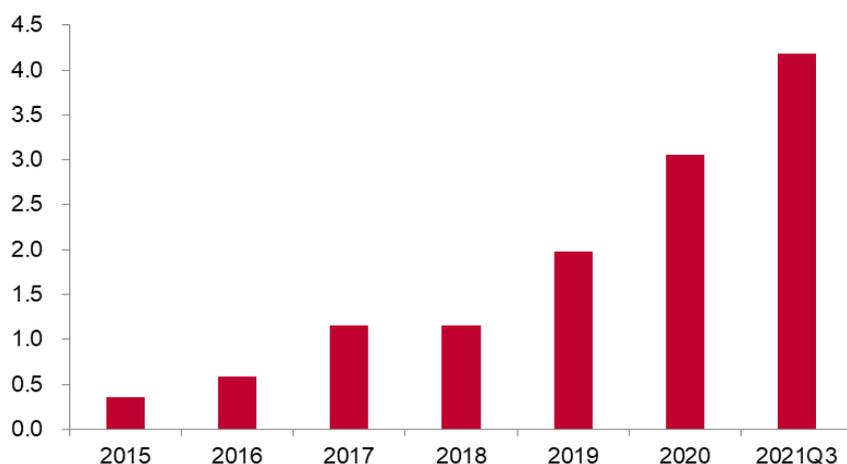
图表 25: 2021 年以来北京绿交所 CCER 成交价格走势


来源: 北京绿色交易所, 中泰证券研究所 注: 截至 2021 年 12 月 27 日。

3. 海上风电布局推进, 开启第二成长曲线

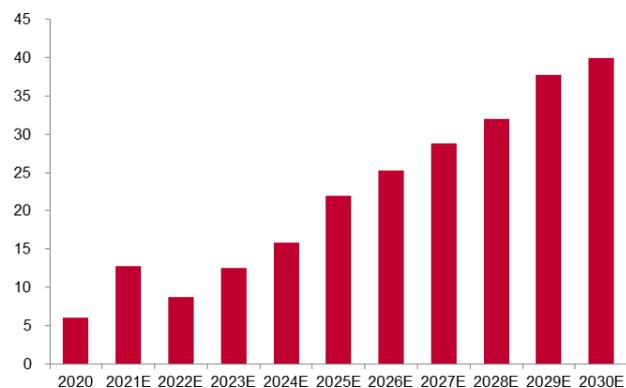
3.1. 海上风电装机规模高增, 行业景气度向好

- “双碳”目标政策推进背景下, 可再生能源迎来发展机遇期。2020 年 9 月, 国家领导人在第七十五届联合国大会一般性辩论上宣布, 中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和, 明确中国碳达峰及碳中和的时间表。能源结构低碳化转型是实现碳中和的重要路径, 随着“双碳”目标政策推进, 可再生能源装机规模有望快速增长。根据国家领导人在气候雄心峰会上明确的自主贡献目标, 到 2030 年, 风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。
- 海上风电优势突出, 装机规模快速增长。与陆上风电相比, 海上风电具有风阻和风切变小、平均风速高、单机装机容量大、距负荷中心近以及不占用土地资源等优势。2021 年以来, 随着“双碳”目标政策推进和海风抢装潮推进, 国内海上风电装机规模大幅增长。国内能源局数据显示, 2021 年前三季度, 国内新增海上风电装机规模 4.19GW, 较 2020 年底的 9GW 增长 46.56%。此外, 据彭博新能源财经预测, 2021 年国内新增海上风电装机规模 10.8GW, 占全球新增海上风电装机容量的 80%。

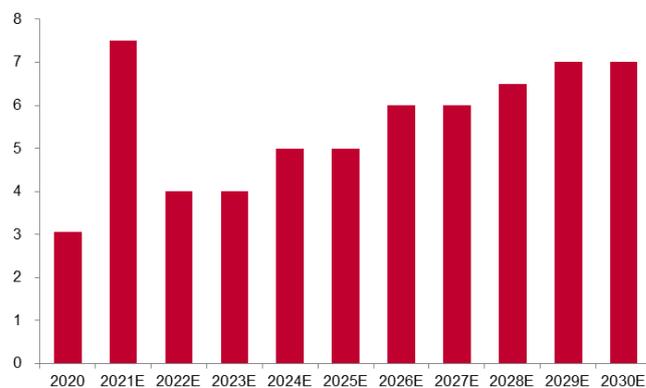
图表 26: 2015 年以来国内海上风电新增装机规模 (GW)


来源: 国家能源局, 中泰证券研究所

- 未来海上风电将保持快速增长态势。**随着全球各国加快推进清洁能源发展, 海上风电装机规模有望持续快速增长。据 GWEC 发布的《全球海上风电报告》预测, 2021-2030 年期间全球海上风电新增装机容量为 235.5GW, 年复合增长率达 21.00%; 国内在 2021-2030 期间海上风电新增装机容量为 58GW, 年复合增长率达 23.55%。

图表 27: 全球海上风电新增装机规模预测 (GW)


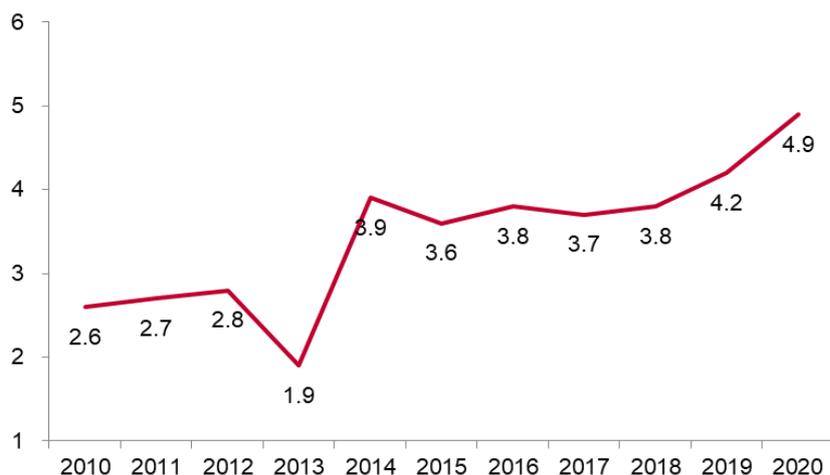
来源: GWEC, 中泰证券研究所

图表 28: 国内海上风电新增装机规模预测 (GW)


来源: GWEC, 中泰证券研究所

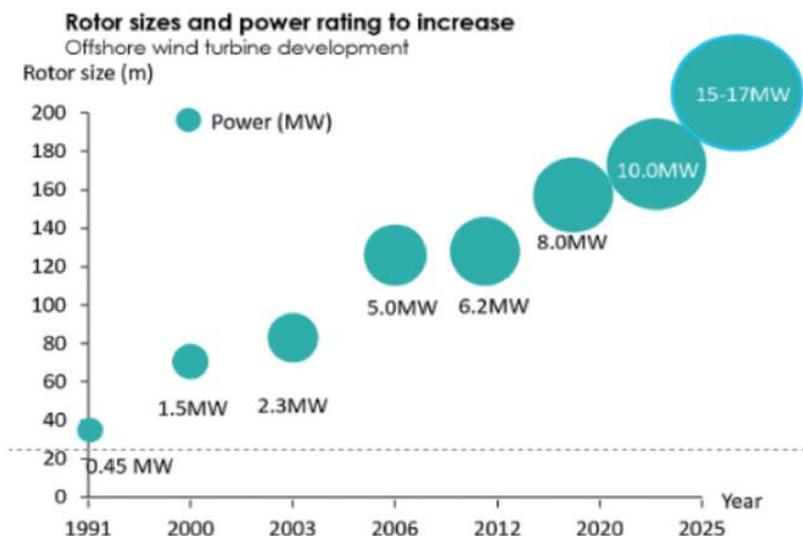
- 海上风电大型化发展趋势推进, 助力海上风电运营商降本增效。**根据 CWEA 数据, 2010 年以来, 我国海上风电机组平均单机容量呈增长趋势, 到 2020 年, 达到 4.9MW, 反映出海上风电机组大型化发展趋势。而根据 GWEC 预测, 未来海上风电机组的装机容量和叶轮直径将进一步增长, 到 2025 年, 海上风电机组装机容量可达到 14MW 以上, 叶轮直径将达到 180-200 米。海上风电机组大型化趋势推进, 促进海上风电运营商发电效率提升的同时, 亦会显著降低海上风电运营商的成本。根据 Rystad Energy 研究项目测算, 对于 1GW 的海上风电项目, 采用 14MW 的风机将比采用 10MW 的风机节省 1 亿美元投资, 运维费用也会显著下降。

图表 29: 2010-2020 年国内海上风电机组平均单机容量 (MW)



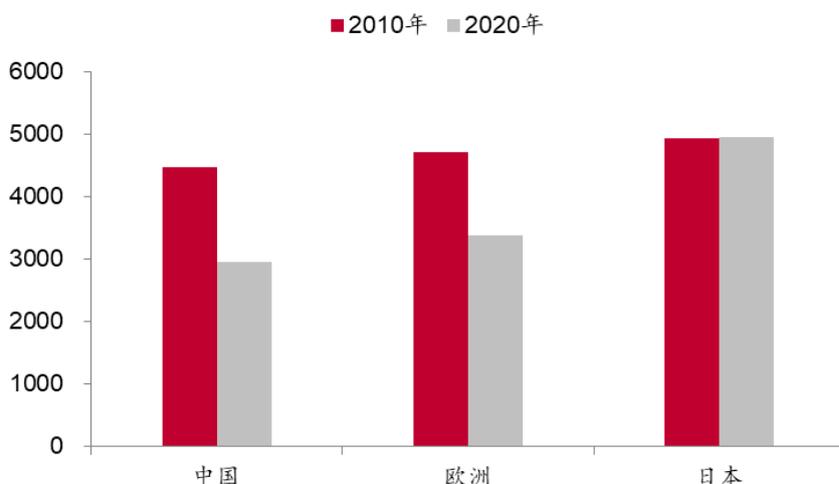
来源: CWEA, 中泰证券研究所

图表 30: 全球海上风电机组发展趋势

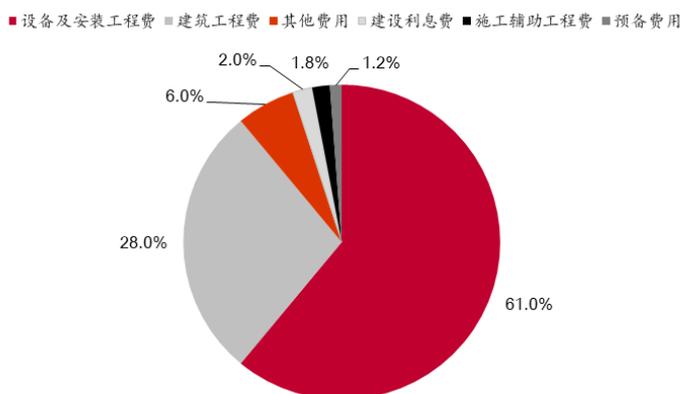


来源: GWEC, 中泰证券研究所

- 海上风电建设运营成本呈下降趋势，未来有望进一步下降。**随着技术进步和工程建设、运营成熟发展，国内海上风电项目成本总体呈下降趋势。根据 IRENA 数据，2020 年国内海上风电项目平均造价水平约为 2968 美元/KW，较 2010 年的 4476 美元/KW 下降 33.69%，且国内海上风电项目的平均造价显著低于欧洲、日本海上风电项目的造价水平。2021 年，由于“抢装潮”存在，施工的建筑工程费用较高，导致 2021 年海上风电造价降幅有限。然而，未来随着“抢装潮”结束，海上风电施工的建筑工程费用有望下降，叠加风电机组价格下降和海上风电机组大型化趋势，预计海上风电项目的建设成本有望进一步下降，海上风电平价上网有望尽快实现。

图表 31: 2010 与 2020 年海上风电建设成本比较 (美元/KW)


来源: IRENA, 中泰证券研究所

图表 32: 2020 年海上风电项目投资组成占比


来源: 《中国可再生能源发展报告 2020》, 中泰证券研究所

- 十四五期间海上风电装机规模有望迎来爆发式增长。**从目前部分沿海省份公布的十四五期间海上风电装机规划来看,国内十四五期间海上风电新增装机规模接近 35GW,年均新增近 7GW。随着未来海上风电成本持续下降,海上风电有望逐步实现平价,海风运营商随着装机规模增长,业绩有望显著增长。

图表 33: 沿海部分省份十四五期间海上风电装机规划

地区	政策文件	内容	十四五海风规划 (GW)
江苏	《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》	规划场址共 28 个,规模 909 万 kW。	9.09
浙江	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划的通知》	“十四五”期间,全省海上风电力争新增装机容量 450 万千瓦以上,累计装机容量达到 500 万千瓦以上。	4.50

山东	《关于促进全省可再生能源高质量发展发展的意见》征求意见稿	加快开发建设海上风电基地,2021年建成投运两个海上风电试点项目,实现山东省海上风电“零突破”。“十四五”期间,山东省海上风电争取启动1000万千瓦。	-
广西	第六届全球海上风电大会	力争“十四五”期间,海上风电能够核准800万千瓦,投产300万千瓦。	3.00
广东	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展实施方案》	到2021年底,广东全省海上风电累计建成投产装机容量达到400万千瓦;到2025年底,力争达到1800万千瓦。争取在“十四五”期间,粤东千万千瓦级海上风电基地开工建设1200万千瓦,其中建成投产600万千瓦;粤西千万千瓦级海上风电基地开工建设1000万千瓦,其中建成投产500万千瓦。	16.99
福建	《国家能源局发布关于福建省海上风电规划的复函》	到2030年底要达到300万千瓦以上。	1.15
合计			34.73

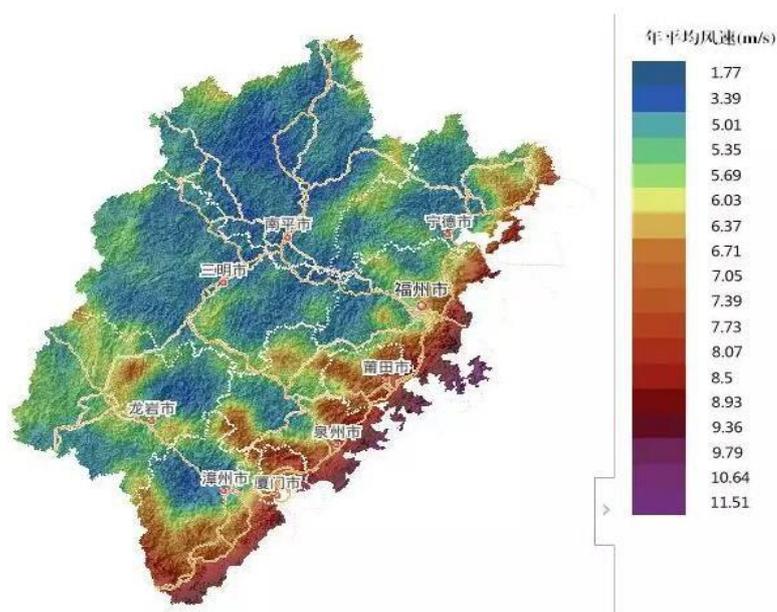
来源: 各省政府官网, 中泰证券研究所

3.2.携手三峡布局海上风电业务, 开拓增长新空间

- 福建省海上风能资源禀赋居于全国前列。**根据福建省气候中心发布的《福建沿海70米高度风能资源分布特点及评估》,福州中南部至泉州南部沿海一带风能资源最为丰富,年有效风功率密度介于 $516.7-930.4W/m^2$ 之间。同时,位于福建南部的漳浦县赤湖镇一带的风能资源也非常丰富,年有效风功率密度超过 $509.9W/m^2$ 。福建沿海地区年平均有效风能时数及其百分率分别为7837.3h、82.9%。此外,从风速来看,福建沿海地区年平均风速在7.5-10m/s范围内,莆田、泉州所在的局部地区由于“狭管”效应存在,风速可达到10m/s以上。

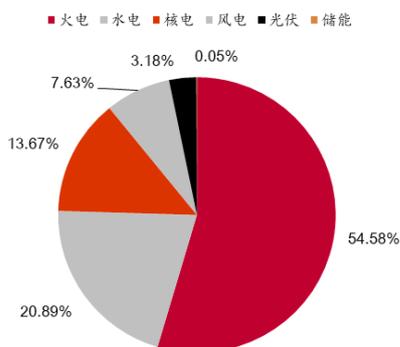
图表 34: 福建省年平均风速 (m/s)

福建省-年平均风速

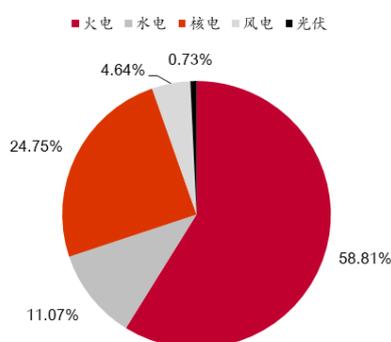


来源: 北极星电力网, 中泰证券研究所

- 可再生能源消纳责任加紧落地，2030 年福建省非水电消纳权重要求达 20.2%。**国家能源局在 2021 年 2 月发布《关于征求 2021 年可再生能源电力消纳责任权重和 2022-2030 年预期目标建议的函》，提出从 2021 年起消纳权重将从紧安排。其中，福建省 2021 年可再生能源消纳权重为 18%，非水电消纳权重为 7%，2030 年可再生能源电力总量消纳权重为 40%，非水电消纳总权重为 20.2%。据福能股份公司公告，2020 年，福建省风电、光伏装机容量占比合计为 10.81%，风电、光伏发电量占比合计仅为 5.37%。为完成国家能源局规定的非水可再生能源消纳比例，福建省亟需加快风电可再生能源开发建设，预计未来福建省会加快海上风电资源开发，“十四五”期间福建省海上风电装机规模有望大幅增长。

图表 35：2020 年福建省各电源装机容量占比


来源：福能股份公司公告，中泰证券研究所

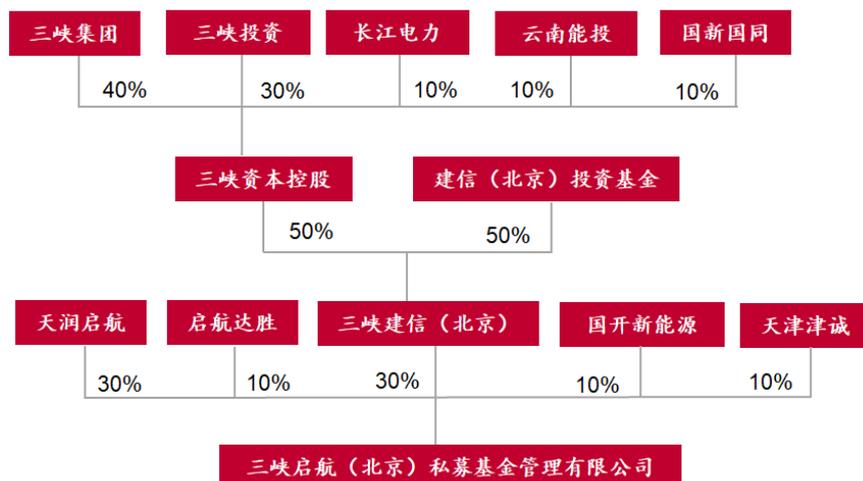
图表 36：2020 年福建省各电源发电量占比


来源：福能股份公司公告，中泰证券研究所

- 携手三峡共同在福建省开发海上风电项目。**2022 年 1 月 4 日，公司发布公告，与三峡启航签订合作协议，共同开发福建省海上风电项目。合作协议规定：1) 三峡启航指定三峡集团相关的投资主体与圣元环保公司共同发起设立一家合资公司，其中三峡集团相关的投资主体与圣元环保分别认缴出资 50%，实缴出资根据后续项目开发进度和协议约定来进行确定。2) 拟开发项目由合资公司出资设立全资子公司进行，双方在任一项目开发过程中，必须以与该拟开发项目所对应的项目公司作为具体项目申报和开发建设的唯一主体。在任一项目开发成功后，三峡集团相关的投资主体和圣元环保公司应按 1:1 同比例分批通过合资公司该项目出资。3) 三峡启航应配合项目公司办理各类项目申报和审批手续，促进项目早日具备投资建设条件。4) 圣元环保公司承担合资公司、项目公司自注册成立至三峡集团相关的投资主体获得投资决策并出资前所发生的全部费用，承担项目前期开发过程中所有事项(包括但不限于获取项目开工所需的所有文件、办理相关所有手续)所涉及的全部费用以及项目后续投建过程中所需的协调服务费及管理费，并负责具体办理合资公司、项目公司的注册成立事项。
- 圣元环保在福建的莆田、泉州等地市深耕生物质发电产业多年，具备较强的资源优势；而三峡启航是三峡集团下属的私募股权基金，三峡集团是国内海上风电运营的龙头企业，项目开发建设、运营经验丰富。此次合作协议签署，将发挥各自的比较优势，共同在福建省开发海上风电项**

目。公司有望依靠三峡集团支持，更好地发挥自身的资源优势，有效实现全面培育新能源产业目标落地。预计未来随着公司海上风电项目逐步落地投运，公司将开启第二成长曲线，业绩有望实现进一步增长。

图表 37：三峡启航私募基金股权结构



来源：Wind，企查查，中泰证券研究所

4.投资建议：给予公司“买入”评级

- **核心假设：**基于公司垃圾焚烧发电业务产能投运节奏和公司申请可再生能源补贴的进展预期，以及参考公司过往垃圾焚烧发电和公司污水处理业务的关键指标，我们对公司生活垃圾焚烧发电业务和污水处理业务的收入及毛利率做出如下假设：
- **垃圾焚烧发电业务：**根据公司现有运营项目产能以及公司在建、筹建项目产能投放节奏，并考虑公司垃圾入场量、入炉量以及上网电价、处理费用等因素，我们假设公司垃圾焚烧发电业务 2021-2023 年收入增长率分别为 43.41%、42.12%、17.92%。尽管未来公司垃圾焚烧发电业务毛利率受无形资产摊销下降和发电效率提升影响会有所上升，但此处我们参考过往公司垃圾焚烧发电业务毛利率水平，保守假设公司垃圾焚烧发电业务毛利率稳定为 56.00%。
- **生活污水处理业务：**公司污水处理业务整体趋于稳健，同时考虑到公司 2021 年污水处理业务受市政管网排查维护的影响，我们假设公司污水处理业务 2021-2023 年收入增长率分别为 -8.96%、4.95%、1.74%；由于短期内污水处理价格变化较小，因而公司生活污水处理业务盈利能力较为稳定，参考公司过往生活污水处理业务毛利率水平，假设公司生活污水处理业务毛利率稳定为 38.50%。
- **PPP 项目建设服务：**根据财政部于 2021 年 2 月发布的《企业会计准则解释第 14 号》，社会资本方根据 PPP 项目合同约定，提供多项服务（如既提供 PPP 项目资产建造服务又提供建成后的运营服务、维护服务）的，应当按照《企业会计准则第 14 号——收入》的规定，识别合同中的单项履约义务，将交易价格按照各项履约义务的单独售价的相对比例分摊至各项履约义务。根据以上准则解释，公司作为 PPP 项目合同的主要责

任人，应按收入准则规定确认建造服务相关的收入和成本。因而，2021年以来，公司收入结构中新增 PPP 项目建设服务。参考公司垃圾焚烧项目推进进展，我们假设 2021-2023 年公司 PPP 项目建设服务收入分别为 7.00、3.00、2.00 亿元，毛利率稳定为 1.00%。

图表 38: 圣元环保收入预测 (亿元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
垃圾焚烧发电收入	6.10	6.91	8.37	12.00	17.05	20.11
增长率 yoy	65.13%	13.24%	21.05%	43.41%	42.12%	17.92%
毛利率	55.29%	50.62%	55.57%	56.00%	56.00%	56.00%
生活污水处理收入	0.92	1.50	1.47	1.40	1.47	1.51
增长率 yoy	69.69%	62.69%	-2.10%	-4.58%	4.99%	2.63%
毛利率	36.13%	32.71%	38.75%	38.50%	38.50%	38.50%
PPP 项目建设服务				7.00	4.00	3.00
增长率 yoy					-42.86%	-25.00%
毛利率				1.00%	1.00%	1.00%
其他业务	0.25	0.47	0.50	0.51	0.52	0.54
增长率 yoy	766.94%	91.98%	6.33%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	28.66%	23.03%	22.52%	23.00%	23.00%	23.00%
总营业收入	7.27	8.88	10.34	20.91	23.05	25.15
增长率 yoy	70.39%	22.17%	16.37%	99.50%	11.76%	9.13%
毛利率	51.96%	46.13%	51.57%	35.32%	44.59%	47.69%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 选择同样从传统垃圾焚烧发电业务转型发展新能源相关业务的伟明环保、旺能环境、高能环境作为可比公司。可比公司 2021-2023 年期间平均 PE 分别为 19.85、15.58、12.62 倍。公司估值低于可比公司，随着未来公司海上风电业务逐步落地，有望为公司带来增量业绩，未来公司业绩增速将有所加快，预计未来公司估值或将回升。

图表 39: 可比公司基本情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603568.SH	伟明环保	31.65	0.96	1.26	1.57	1.95	32.81	25.10	20.10	16.23
002034.SZ	旺能环境	17.78	1.22	1.55	1.92	2.27	14.62	11.49	9.26	7.84
603588.SH	高能环境	16.34	0.52	0.71	0.94	1.18	31.61	22.96	17.37	13.79
	平均						26.35	19.85	15.58	12.62
300867.SZ	圣元环保	29.08	1.12	1.84	2.30	2.82	26.02	15.76	12.62	10.32

来源: Wind, 中泰证券研究所 注: 股价取自 2022 年 1 月 25 日数据。

- 公司垃圾焚烧发电业务和生活污水处理发展稳健，构筑公司业务的基本盘。同时，公司转型发展，布局海上风电业务，发挥自身的资源优势与三峡启航合作共同在福建省开发海上风电项目，公司将依托三峡集团的海上风电开发、建设及运营的经验，实现海上风电项目有效落地。我们

看好公司转型发展海上风电业务为公司带来增量业绩来源，推动公司业绩持续增长。预计 2021-2023 年公司收入分别 20.91、23.05、25.15 亿元，分别同比增长 102.30%、10.21%、9.13%；归母净利润分别为 5.01、6.26、7.65 亿元，分别同比增长 60.77%、24.88%、22.28%，对应 EPS 分别为 1.84、2.30、2.82，PE 分别为 15.76、12.62、10.32 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

- **海上风电项目开发不及预期:**海上风电业务是公司转型发展的重要方向，亦是公司未来业绩增长的重要来源。考虑到公司海上风电项目建设周期较长，短期未能贡献业绩，因而短期内若公司海上风电项目装机指标低于预期或开发建设进度不及预期，将会抑制公司估值提升，进而对公司市场表现带来负向影响。长期来看，若未来公司海上风电项目并网节奏不及预期，则会导致公司业绩增长有限。
- **垃圾焚烧发电项目投产不及预期:**垃圾焚烧发电项目是公司业绩增长的重要驱动力，若未来公司垃圾焚烧发电项目投产不及预期，则将会导致公司业绩增长有限，影响公司股价的市场表现。
- **政策执行不及预期:**“双碳”目标政策是推动风光清洁能源发展的重要驱动力，推动海上风电开发的相关政策是“双碳”目标政策的重要组成部分，而若未来促进海上风电开发相关政策在执行过程中，未按照预期的时间点或预期的力度来执行或推进相关政策，则会使得海上风电装机规模增长不及预期，导致行业内的相关企业装机规模增长较为有限。
- **市场竞争加剧:**福建省海上风电资源优质，海上风电项目的收益率较高，随着各大央企、地方性国企发力新能源发电业务，海上风电市场竞争较为激烈，这可能会导致公司可以拿到的项目数量较为有限，同时也有可能降低公司海上风电项目的收益率，对公司业绩增长和盈利能力带来负向影响。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险:**报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 40: 圣元环保财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	257	421	1,377	2,803	营业收入	1,034	2,091	2,305	2,515
应收票据	3	0	0	0	营业成本	501	1,347	1,277	1,316
应收账款	442	877	807	755	税金及附加	13	33	34	36
预付账款	4	11	11	11	销售费用	0	0	0	0
存货	26	49	47	50	管理费用	68	63	161	176
合同资产	0	0	0	0	研发费用	14	21	35	38
其他流动资产	877	1,054	1,086	1,121	财务费用	140	110	140	135
流动资产合计	1,608	2,411	3,327	4,739	信用减值损失	-11	-10	-10	-10
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	27	27	27	27	公允价值变动收益	2	1	1	1
固定资产	507	476	448	424	投资收益	5	5	5	5
在建工程	1,735	35	135	135	其他收益	52	52	52	52
无形资产	2,843	5,354	5,397	5,337	营业利润	347	566	706	862
其他非流动资产	214	227	235	243	营业外收入	0	-1	-1	0
非流动资产合计	5,326	6,118	6,242	6,166	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	6,934	8,530	9,569	10,904	利润总额	345	563	703	860
短期借款	0	0	0	0	所得税	41	62	77	95
应付票据	0	5	1	2	净利润	304	501	626	765
应付账款	754	1,584	1,563	1,713	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	304	501	626	765
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	427	600	751	886
其他应付款	31	11	11	11	EPS (按最新股本摊薄)	1	1.84	2.30	2.82
一年内到期的非流动负债	386	254	254	254					
其他流动负债	52	58	93	99					
流动负债合计	1,222	1,912	1,923	2,079					
长期借款	2,685	3,123	3,566	4,020					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	299	299	299	299					
非流动负债合计	2,984	3,422	3,865	4,319					
负债合计	4,207	5,334	5,788	6,399					
归属母公司所有者权益	2,727	3,196	3,781	4,506					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,727	3,196	3,781	4,506					
负债和股东权益	6,934	8,530	9,569	10,904					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	483	1,040	1,236	1,490
现金收益	604	869	1,190	1,326
存货影响	-8	-23	2	-3
经营性应收影响	-179	-439	71	52
经营性应付影响	308	814	-24	151
其他影响	-242	-180	-2	-36
投资活动现金流	-2,135	-1,043	-541	-343
资本支出	-1,736	-1,037	-539	-341
股权投资	-5	0	0	0
其他长期资产变化	-394	-6	-2	-2
融资活动现金流	1,861	167	261	279
借款增加	899	307	442	455
股利及利息支付	-147	-196	-227	-254
股东融资	1,254	0	0	0
其他影响	-145	56	46	78

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	16.4%	102.30%	10.21%	9.13%
EBIT增长率	29.3%	39.1%	25.2%	18.0%
归母公司净利润增长率	39.7%	65.06%	24.88%	22.28%
获利能力				
毛利率	51.6%	35.6%	44.6%	47.7%
净利率	29.4%	24.0%	27.2%	30.4%
ROE	11.1%	15.7%	16.6%	17.0%
ROIC	9.3%	11.2%	12.0%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	60.7%	62.5%	60.5%	58.7%
债务权益比	123.6%	115.1%	108.9%	101.5%
流动比率	1.3	1.3	1.7	2.3
速动比率	1.3	1.2	1.7	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	123	113	131	112
应付账款周转天数	441	313	444	448
存货周转天数	15	10	13	13
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.84	2.30	2.82
每股经营现金流	1.78	3.83	4.55	5.48
每股净资产	10.04	11.76	13.91	16.58
估值比率				
P/E	26	16	13	10
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	19.5	13.5	9.9	8.9

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。