

垃圾焚烧设备领跑者，全产业链服务成就高成长

——三峰环境 (601827.SH) 投资价值分析报告

公司深度

◆**垃圾焚烧设备龙头，全产业链拓展业绩稳步增长。**重庆三峰环境集团股份有限公司是重庆市战略新兴产业重点企业，专注于垃圾焚烧发电领域，主要业务为垃圾焚烧发电项目投资与运营、EPC 建造和垃圾焚烧发电核心设备研发制造，已实现全产业链覆盖。公司 2019 年营业收入同比+28%至 43.64 亿元，归母净利润同比+7.81%至 5.54 亿元；2020Q1，在疫情影响下公司仍实现了稳健的增长，营业收入同比+9.14%至 9.42 亿元，归母净利润同比+25.26%至 1.21 亿元。

◆**核心技术优势加持，设备销售市占率领先，运营规模仍有进一步提升空间。**在引进德国马丁 SITY2000 垃圾焚烧全套技术的基础上，通过消化吸收再研发，公司实现了焚烧炉等核心设备的国产化，技术层面具有行业领先的核心优势，**2019 年设备销售处理规模市占率近 15%**；在设备技术领先和 EPC 项目建设能力的双重加持下，公司在手订单规模稳健增长，**2019 年国内新签项目处理规模市占率约为 6.4%**，同时 IPO 后在手现金充裕、叠加现金流表现出色可保障在建/筹建项目的持续落地。

◆**国补政策逐步落实，看好“十四五”期间国家对垃圾焚烧行业的支持力度。**垃圾焚烧行业政策的核心仍为**促进行业健康发展**，对增量项目“以收定支，做到新增不拖欠”，对存量项目“实行清单管理，进入清单项目即确权”。我们对 2020 年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观，同时预计我国垃圾焚烧产能在 2025 年有望达到 93.50 万吨/日（相比 2020 年增长 34 万吨/日），**每年的新增垃圾焚烧项目建设市场空间为 344 亿元（2025 年运营市场空间达 931 亿元）**，龙头公司仍有相对可观的市场拓展和业绩提升空间。

◆**给予“买入”评级：**我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 52.91/60.57/65.90 亿元，归母净利润分别为 7.12/8.98/10.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.54/0.61 元。参考可比公司估值和绝对估值结论，以及综合考虑公司的**流动性优势、设备龙头、以及收入确认原则审慎（未来业绩弹性更大）**等三方面原因，我们认为公司可享受一定的估值溢价，给予公司**20 年 30 倍 PE**，对应目标价**12.72 元**，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**项目建设及产业政策不及预期、地方支付能力受限等风险；市场竞争激烈致业务开拓不及预期；融资风险；次新股调整风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,433	4,364	5,291	6,057	6,590
营业收入增长率	15.58%	27.13%	21.24%	14.48%	8.80%
净利润（百万元）	513	554	712	898	1,019
净利润增长率	13.53%	7.81%	28.58%	26.18%	13.50%
EPS（元）	0.31	0.33	0.42	0.54	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.90%	12.17%	9.07%	10.27%	10.44%
P/E	32	30	23	18	16
P/B	3.2	2.8	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 15 日

买入（首次）

当前价/目标价：9.89/12.72 元

分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）
010-58452063
yinzs@ebsec.com

郝骞（执业证书编号：S0930520050001）
021-52523827
haopian@ebsec.com

市场数据

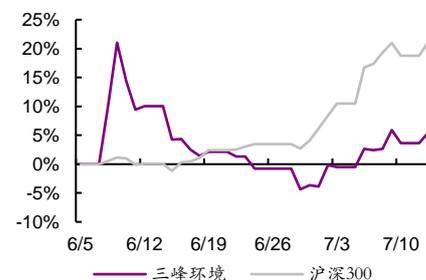
总股本(亿股)：16.78

总市值(亿元)：165.98

一年最低/最高(元)：8.21/11.99

近 3 月换手率：70.88%

股价表现(上市以来)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-23.66	/	/
绝对	-3.70	/	/

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

(1) 根据公司披露信息，假设公司已投运的 18 个项目中，于 2019 年以前投运的 15 个项目在 20-22 年均保持 2019 年的产能利用率、吨垃圾上网电量、上网电价等指标不变；2019 年新投运的百果园一期、梅州一期、库尔勒一期等 3 个项目在 2020 年产能利用率达到 100%、吨垃圾上网电量维持 2019 年数据不变、上网电价保持不变。

(2) 需要注意的是，公司对于营业收入的计量是较为审慎的，对于没有纳入可再生能源 1-7 批补助目录的白银、涪陵一期、百果园、梅州一期、库尔勒一期等 5 个项目均按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入，因此出于审慎原则，我们将假设未来公司新投运的项目均将按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入，因此，一旦新投运的项目纳入可再生能源补贴清单并按 0.65 元/度确认收入，将会显著提升公司的收入和业绩水平。

(3) 假设公司的汕尾二期、洛碛、赤峰一期、东营一期、永川一期等 5 项目于 2020 年投运，浦江、鞍山、阿克苏一期、大理二期、六安二期、营山、诸暨等 7 项目于 2021 年投运，碁江、黔江一期、秀山、赤峰二期、西昌二期、武隆、会东等 7 项目于 2022 年投运，垃圾处理费暂按 65 元/吨测算，吨上网电量按 330 度/吨（即 2019 年公司平均吨上网电量）测算。

我们的创新之处

(1) 对公司设备销售和运营项目的市占率进行了测算，并通过对公司在手项目的详细拆分对未来公司各项业务收入进行了预测。

(2) 对行业“十四五”发展趋势分情况进行了讨论，并对不同情况下的垃圾焚烧投资市场空间进行了测算。

股价上涨的催化因素

(1) 公司新建项目纳入可再生能源清单后业绩显著提升：出于审慎原则，我们将假设未来公司新投运的项目均将按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入，因此一旦新投运的项目纳入可再生能源补贴清单并按 0.65 元/度确认收入，将会显著提升公司的收入和业绩水平。

(2) 公司在建项目投产进度及新签项目情况超预期：2020 年一季度在疫情的影响下公司业绩仍实现了稳健增长，下半年随着公司加快在建项目建设，同时利用公司技术优势获取更多订单，未来收入和业绩有望超预期增长。

估值与目标价

我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 52.91/60.57/65.90 亿元，归母净利润分别为 7.12/8.98/10.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.54/0.61 元。参考可比公司估值和绝对估值结论，以及综合考虑公司的流动性优势、设备龙头、以及收入确认原则审慎（未来业绩弹性更大）等三方面原因，我们认为公司可享受一定的估值溢价，给予公司 20 年 30 倍 PE，对应目标价 12.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、 三峰环境：垃圾焚烧发电第一梯队公司	4
1.1、 技术领先，垃圾焚烧全产业链覆盖	4
1.2、 财务稳健，在手现金充裕保障产能落地.....	5
2、 核心技术优势加持，各项业务均实现突破	8
2.1、 设备技术是公司发展的基础	8
2.2、 EPC 建设和项目运营齐头并进，公司业绩稳步提升.....	9
2.3、 设备销售市占率领先，投资运营仍有提升空间.....	11
3、 国补政策逐步落实，行业步入健康发展轨道	13
4、 盈利预测	17
4.1、 关键假设	17
4.2、 盈利预测	18
5、 估值水平与投资评级	19
5.1、 相对估值	19
5.2、 绝对估值	20
5.3、 估值结论与投资评级	22
5.4、 股价驱动因素	22
6、 风险分析	22

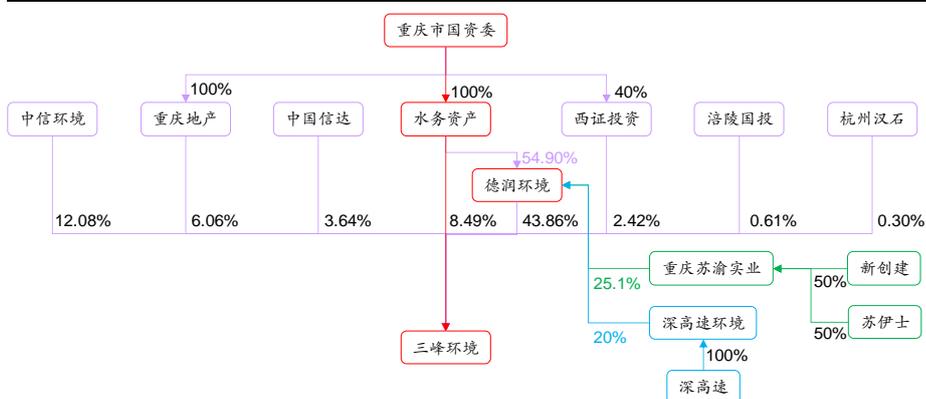
1、三峰环境：垃圾焚烧发电第一梯队公司

1.1、技术领先，垃圾焚烧全产业链覆盖

重庆三峰环境集团股份有限公司是重庆市战略新兴产业重点企业，专注于垃圾焚烧发电领域。公司最早成立于2009年12月4日，随后于2018年6月27日完成变更登记，公司名称变更为重庆三峰环境集团股份有限公司；2020年6月公司在上交所上市。公司从事的主要业务为垃圾焚烧发电项目投资与运营、EPC建造和垃圾焚烧发电核心设备研发制造。

重庆市国资委为公司实际控制人，持有60.83%股权。上市后，德润环境仍为公司直接控股股东，直接持有公司43.86%的股份；重庆市国资委通过水务资产、重庆地产、西证投资间接控制公司60.83%的股权，能够对公司经营管理和决策施加重大影响，为公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构

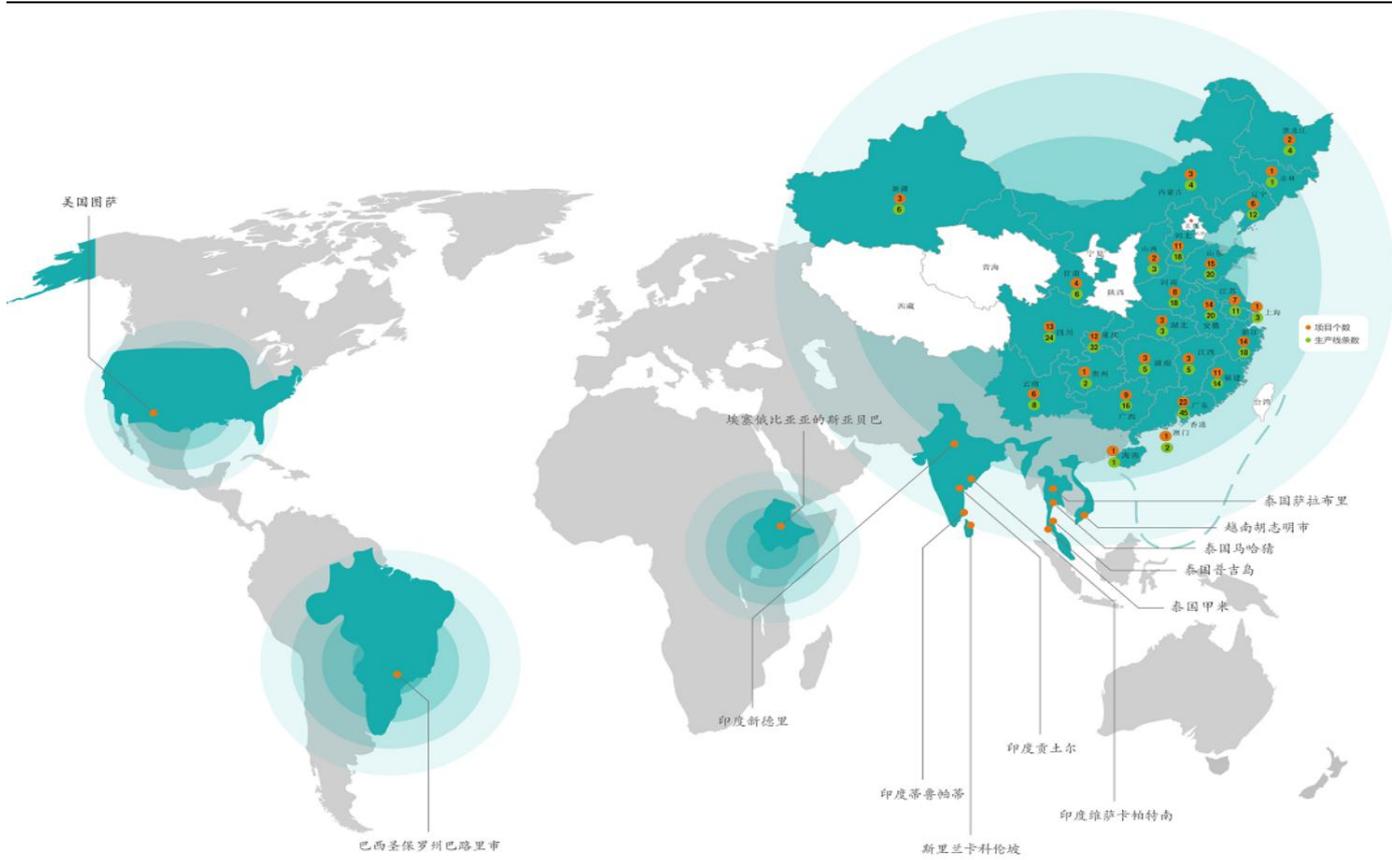


资料来源：Wind，截至2020年6月

公司拥有一支以“生活垃圾焚烧技术国家地方联合工程研究中心”和“国家环境保护垃圾焚烧处理与资源化工程技术中心”为载体的垃圾焚烧发电科研技术队伍。经过多年快速发展，公司已具备从成套设备技术研发、设计、制造到项目投资、建设和运营管理于一体的垃圾焚烧发电全产业链服务能力。

截至2020年3月底，公司已在全国14个省、自治区、直辖市投资43个BOT/BOO/PPP垃圾焚烧发电项目（含二期项目）（处理规模4.90万吨），在全球191个垃圾焚烧项目共有321条焚烧线的核心设备及部件和技术应用业绩（含已签约项目），业务覆盖国内25个省、自治区、直辖市和境外欧洲、拉美及“一带一路”沿线等8个国家。

图 2：三峰环境全球业绩概览（截至 2020 年 3 月底）

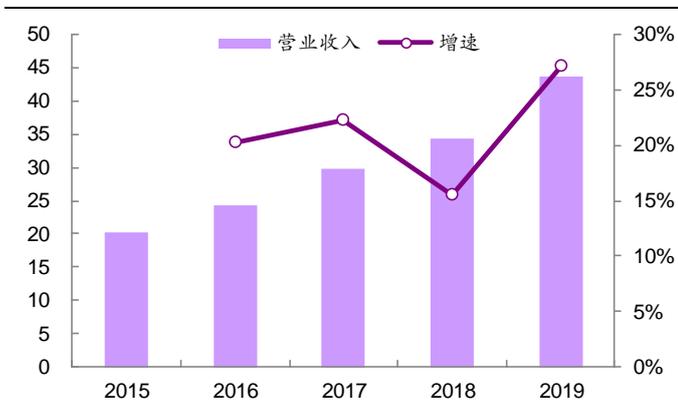


资料来源：公司官网

1.2、财务稳健，在手现金充裕保障产能落地

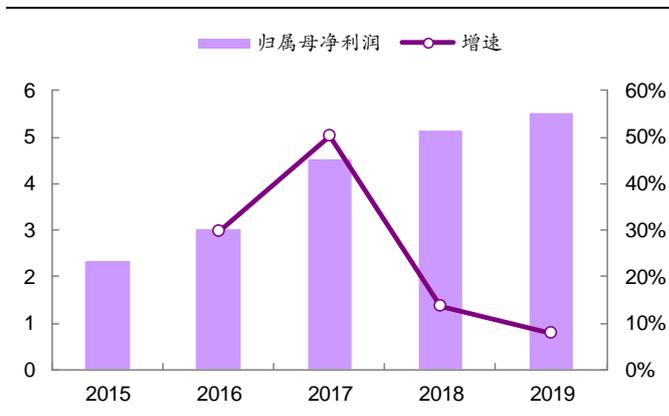
公司主营业务表现优异，在垃圾焚烧发电领域处于行业前列，营业收入和净利润保持持续增长态势；2019 年公司实现营业收入 43.64 亿元，同比增长 28%；归母净利润 5.54 亿元，同比增长 7.81%。2020Q1，在疫情影响下公司仍实现了稳健的增长，营业收入同比+9.14%至 9.42 亿元，归母净利润同比+25.26%至 1.21 亿元。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

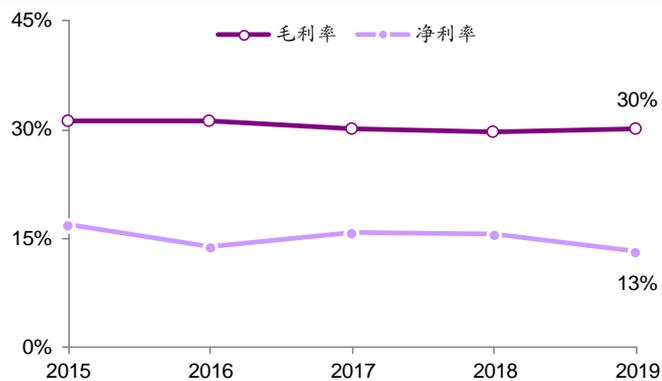
图 4：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

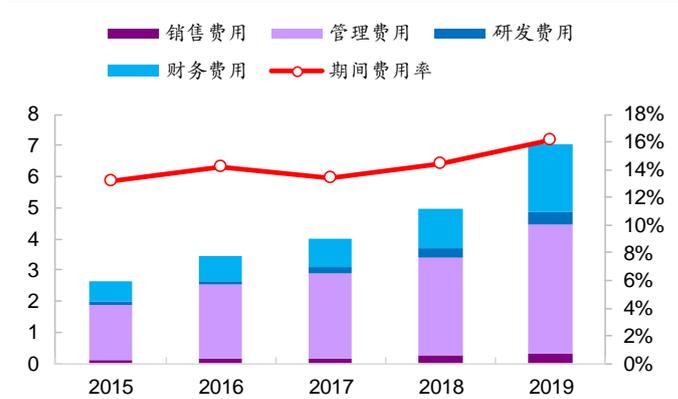
公司整体毛利率维持稳定,15~19年在30%上下浮动;公司净利率则在2019年有小幅下滑,主要系规模扩张后带来的财务费用和管理费用的上升。公司始终保持着一定程度的研发投入以确保焚烧设备核心技术的领先优势,2019年研发费用达4200万元。

图 5: 公司毛利率&净利率情况



资料来源: Wind

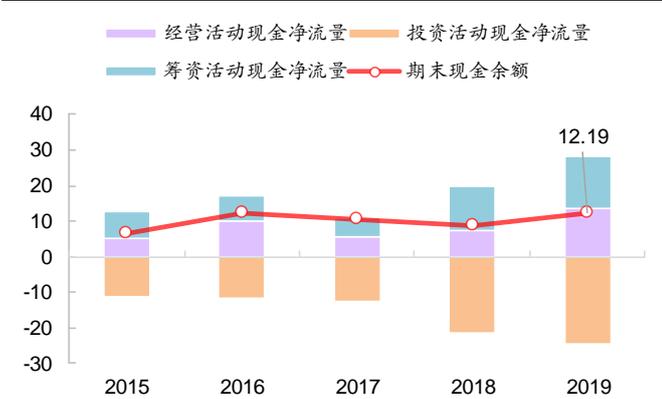
图 6: 公司期间费用情况



资料来源: Wind, 左轴: 亿元

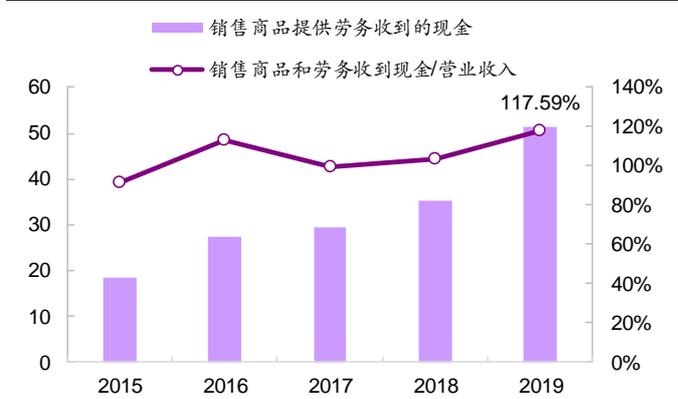
公司有着出色的现金流表现,收现比近五年维持在100%左右,2019年进一步提升至117.59%;在出色的收现比保障下,公司2019年期末在手现金12.19亿元,较为充裕的资金可以保障垃圾焚烧项目的持续投资和落地。

图 7: 公司现金流情况



资料来源: Wind, 单位: 亿元

图 8: 公司收现比情况

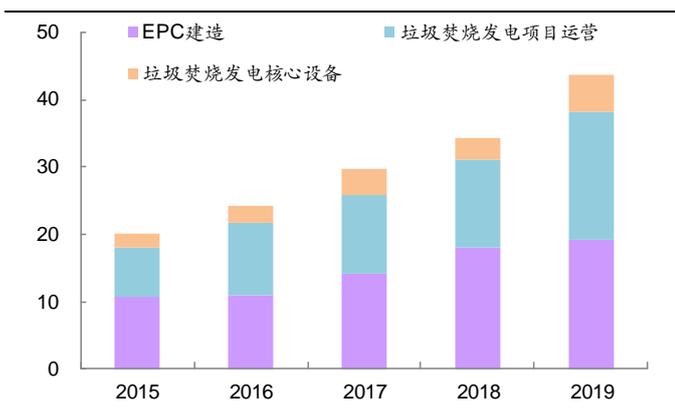


资料来源: Wind, 左轴: 亿元

分业务来看,公司主业涵盖垃圾焚烧处理全过程,即垃圾焚烧发电核心设备研发制造、EPC建造和垃圾焚烧发电项目投资与运营。公司近年来主营业务均实现稳健增长,2019年垃圾焚烧发电项目运营实现收入18.99亿元(占比44%),同比增长45%;EPC建造收入为19.09亿元(占比44%),同比增长5%;垃圾焚烧发电核心设备实现收入5.50亿元(占比13%),同比增长76%。

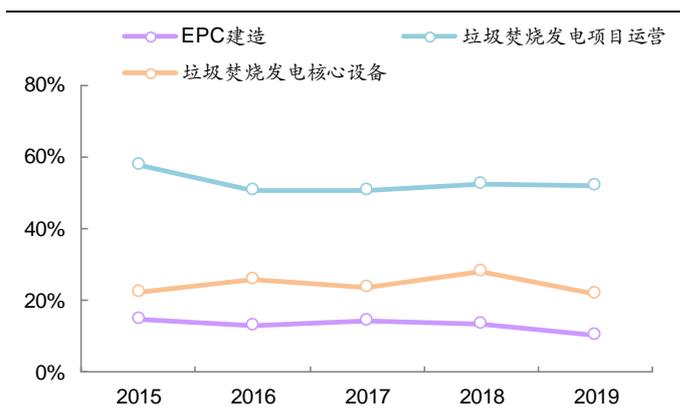
2019年，公司运营、EPC建造、设备销售的毛利率分别为52.1%、10.6%和21.9%。公司垃圾焚烧发电项目运营毛利率水平保持相对稳定，EPC建造毛利率稍有降低，主要是受到福建仙游EPC项目、东营二期EPC项目等主要项目毛利率降低的影响；垃圾焚烧核心设备毛利率同样稍有降低，主要原因系郑州设备供应项目和印度设备供应项目为焚烧炉和锅炉集成供货，公司对外采购锅炉集成供货拉低了设备销售综合毛利率水平。

图9：公司分项业务营业收入



资料来源：Wind，单位：亿元

图10：公司分项业务毛利率



资料来源：Wind

2、核心技术优势加持，各项业务均实现突破

2.1、设备技术是公司发展的基础

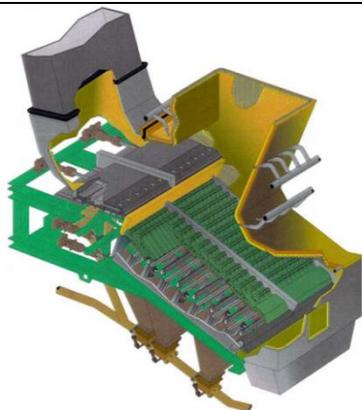
公司专注于垃圾焚烧发电行业，经过多年发展沉淀，“三峰环境”品牌已在市场上具有较高的知名度和美誉度。公司先后获得“中国固废行业影响力企业”，“2018 中国环境企业 50 强”以及“2019 生活垃圾焚烧发电十强企业”等荣誉。截至 2020 年 3 月 31 日，公司投资的垃圾焚烧处理项目已累计处理生活垃圾约 4,100 余万吨、提供绿色电力超过 135 亿千瓦时。

设备制造是公司的核心能力。三峰环境在引进德国马丁 SITY2000 垃圾焚烧全套技术的基础上，通过消化吸收再研发，实现了焚烧炉等核心设备的国产化，可定制化生产不同日处理规模（120 至 1,050 吨/日）的焚烧炉系列设备，开发了具有自主知识产权的垃圾气化燃烧及燃气资源化利用技术，拥有全资、专业化的垃圾焚烧发电工程总承包公司，在垃圾焚烧发电设备制造及项目 EPC 建造方面具有突出优势。截至 2020 年 3 月 31 日，公司已申请获得 24 项发明专利、42 项实用新型专利，荣获重庆市科技进步一等奖 1 项、二等奖 2 项等技术奖项，承担了国家及省部级科技项目 6 项，拥有各类资质和资格 21 项，公司整体技术及研发实力位居国内同行业前列。

垃圾焚烧炉：公司是国内主要的垃圾焚烧炉研发制造商之一。公司焚烧炉技术源自于德国马丁 SITY2000 垃圾焚烧全套技术，并在此基础上根据中国及发展中国家城市生活垃圾水分高、热值低等特点进行研发改进，实现了相关设备的国产化。公司生产的逆推式机械炉排炉采取逆流倾斜式炉型，具有炉排机械负荷小、垃圾扰动充分、燃烧效果好、炉渣热灼减率低、自动控制程度高、运行可靠稳定等特点，已应用于国内外多个垃圾焚烧处理项目。

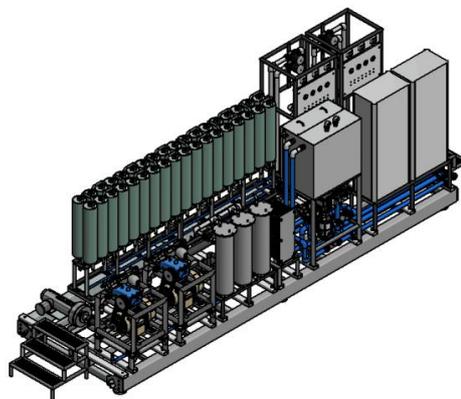
垃圾渗滤液膜处理系统：公司引进德国 STRO 膜（网管式反渗透膜），并结合国内垃圾渗滤液及其他高浓度有机废水特点进行研发设计，具备较强的垃圾渗滤液处理系统设计和制造能力。公司生产的垃圾渗滤液膜处理系统对进水水质要求低，具有较强的抗污堵能力以及较高的产水率、集成化程度和自动化程度。

图 11：垃圾焚烧炉设备结构图



资料来源：公司公告

图 12：垃圾渗滤液膜处理系统结构图



资料来源：公司公告

2.2、EPC 建设和项目运营齐头并进，公司业绩稳步提升

在设备技术优势的基础上，公司已成为国内垃圾焚烧发电行业的领军企业之一，截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有并投运 18 个垃圾焚烧项目，处理规模超过 2 万吨/日，先后获得“中国固废行业影响力企业”，“2018 中国环境企业 50 强”以及“2019 生活垃圾焚烧发电十强企业”等荣誉。根据中国产业发展促进会生物质能产业分会发布的《中国生物质发电产业排名报告 2019》，截至 2018 年底全国垃圾焚烧发电企业共有 152 家。其中，三峰环境 2018 年发电装机容量、处理垃圾量排名第四；发电量、上网电量分别排名第三、第二。

表 1：2019 年主要垃圾焚烧发电公司情况

公司名称	涉及业务	投运规模	在手规模	营业收入	净利润	毛利率	分部收入	分部业务毛利率
伟明环保	项目运营	2.56	3.09	20.38	9.72	61.99%	12.45	66.34%
	设备销售						6.90	57.24%
绿色动力	项目运营	1.96	3.65	17.52	4.71	53.01%		
瀚蓝环境	项目运营	1.54	3.18	26.50	9.04	31.51%		
上海环境	项目运营	1.4	2.93	36.47	7.15	35.23%		
光大国际	项目建造+ 项目运营	6.48	13.07	192.93	46.61	30.51%		
三峰环境	项目运营	2.10	3.74	43.64	5.54	30.14%	18.99	52.10%
	设备销售						5.49	21.93%
	项目建造						19.09	10.58%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理；规模单位为万吨/日；收入及利润单位为亿元

公司采用工程承包业务（EPC）方式为客户提供垃圾焚烧发电项目及渗滤液处理项目的设计、采购、施工等全流程服务；三峰卡万塔和三峰科技作为公司 EPC 建造业务实施主体，主要通过招投标方式从项目业主方承接 EPC 建造业务；公司以自有项目的 EPC 工程为主（遵循国内 BOT 会计准则），同时也作为其他投资方分包商承接项目。整体来看，公司自有 EPC 项目的毛利率要略高于非关联第三方项目（2019 年 10.01% vs 6.65%）。

表 2：公司主要 EPC 项目毛利率情况

项目类别	名称	合同金额（万元）	毛利率			
			累计毛利率	2017	2018	2019
自有项目	百果园 EPC 项目	158,000.00	17.68%	17.71%	17.60%	
	梅州 EPC 项目	34,986.59	11.59%	11.48%	11.72%	11.59%
	泰兴二期 EPC 项目	21,725.88	10.63%	9.46%	10.85%	13.27%
	涪陵 EPC 项目	40,900.00	4.44%	2.30%	4.57%	
	洛碛 EPC 项目	143,298.00	11.75%		10.42%	12.03%
	东营二期 EPC 项目	22,426.00	3.54%		2.00%	3.74%
	汕尾二期 EPC 项目	30,803.55	12.63%		10.73%	13.27%
	大理二期 EPC 项目	22,698.00	1.75%			1.75%
	永川 EPC 项目	27,330.05	6.19%			6.19%
	浦江小黄坛 EPC 项目	35,914.19	4.79%			4.79%
	鞍山 EPC 项目	59,584.30	15.47%			15.47%

	六安二期 EPC 项目	30,515.25	12.64%			12.64%
	营山 EPC 项目	44,326.44	16.98%			16.98%
	内部项目平均毛利率			10.01%	10.24%	9.70%
外部非关联第三方项目	汕头雷打石 EPC 项目	30,752.35	0.23%	0.20%	0.92%	14.81%
	颍上 EPC 项目	41,868.00	0.23%	0.25%	0.22%	0.23%
	南平 EPC 项目	21,126.00	6.00%		6.00%	6.00%
	福州三期 EPC 项目	24,780.00	21.89%	21.27%	21.99%	21.89%
	仙游 EPC 项目	26,898.30	4.90%		4.90%	4.90%
	外部非关联第三方项目平均毛利率			6.65%	7.24%	9.57%
外部关联项目	绍兴项目	34,695.25	30.15%	28.97%		30.15%

资料来源：公司公告

注：汕头雷打石 EPC 项目于 2019 年与业主方完成结算，扣除了未施工项目及部分费用，相应调整收入、成本，导致 2019 年毛利率相对较高

公司亦具有丰富的运营经验。经过多年发展及国际化合资合作，公司积累了先进的垃圾焚烧发电运营管理经验，已逐步建立起一套科学的系统化技术标准和运作模式，形成了运营体系化、管理标准化、团队专业化、资源集约化的运营管理能力，位居行业前列。2014 年，公司专业的项目运营管理技术和经验输出到了泰国普吉垃圾焚烧发电项目。目前，公司运营项目 2.095 万吨/日、在手项目 3.735 万吨/日；整体上看，公司在垃圾焚烧发电项目投资运营项目，垃圾处理费大多在 55-75 元/吨范围内。

表 3：公司垃圾焚烧投资运营项目清单（截至 2020 年 3 月底）

序号	项目	投资总额 (亿元)	设计规模(吨 /日)	处理单价 (元/吨)	项目状态	投产时间 (运营) 开工时间 (在建) 中标时间 (筹建)
1	同兴生活垃圾焚烧发电项目	3.15	1200	62.15	运营	2006.01
2	泰兴生活垃圾焚烧发电项目一期		350	59.52		2011.07
3	九江生活垃圾焚烧发电项目	8	1800	39.56		2011.10
4	丰盛生活垃圾焚烧发电项目	10.5	2400	61.62		2012.05
5	昆明生活垃圾焚烧发电项目		1000	79.94		2013.01
6	大理生活垃圾焚烧发电项目一期	4.2	600	58.08		2013.07
7	东营生活垃圾焚烧发电项目一期	2.3	600	130.33		2014.01
8	六安生活垃圾焚烧发电项目一期	2.5	600	51.53		2015.07
9	西昌生活垃圾焚烧发电项目一期	2	600	49.55		2015.07
10	汕尾生活垃圾焚烧发电项目一期	6.27	700	87.31		2016.02
11	万州生活垃圾焚烧发电项目	3.6	800	71.4		2016.05
12	南宁生活垃圾焚烧发电项目	10	2000	59.41		2016.12
13	白银生活垃圾焚烧发电项目	2.4	600	68.68		2017.07
14	泰兴生活垃圾焚烧发电项目二期		450			2018.05
15	涪陵生活垃圾焚烧发电项目一期	7.02	1000	65.87		2018.09
16	百果园生活垃圾焚烧发电项目		4500	69.88		2019.01
17	梅州生活垃圾焚烧发电项目一期		1000	72.61		2019.03
18	库尔勒生活垃圾焚烧发电项目一期	3.15	750	88.05		2019.08
19	黔江生活垃圾焚烧发电项目一期	4.3	350			在建
20	东营生活垃圾焚烧发电项目二期	2.40	600			

21	汕尾生活垃圾焚烧发电项目二期	5.60	1400		
22	洛碛生活垃圾焚烧发电项目	20.08	3000		2018.04
23	赤峰生活垃圾焚烧发电项目一期	4.11	800		2018.04
24	浦江生活垃圾焚烧发电项目	4.67	800		2018.12
25	鞍山生活垃圾焚烧发电项目	6.23	1500		2019.07
26	阿克苏生活垃圾焚烧发电项目一期	3.91	700		2019.05
27	大理生活垃圾焚烧发电项目二期	2.57	600		
28	六安生活垃圾焚烧发电项目二期	3.73	1200		
29	永川生活垃圾焚烧发电项目一期	6.33	600		2019.04
30	营山生活垃圾焚烧发电项目	5.72	900		2019.07
31	诸暨生活垃圾焚烧发电项目	2.79	350		2019.09
32	綦江生活垃圾焚烧发电项目		1000		
33	秀山生活垃圾焚烧发电项目	2.64	400	99	2018.12
34	赤峰生活垃圾焚烧发电项目二期	1.48	400	64.6	2016.10
35	西昌生活垃圾焚烧发电项目二期	2	600		2017.06
36	武隆生活垃圾焚烧发电项目	3.7	600	79.99	2019.10
37	会东生活垃圾焚烧发电项目	3.68	600	69	2019.10
38	抚顺城生活垃圾焚烧项目	5.75	1200	67	2020.01
39	南充营山县蓬仪三县城镇废弃物集中处置项目	5.8	900	55.2	2020.04
40	安阳生活垃圾焚烧发电项目	12.8	2250	55.8	2020.05
41	诸暨湮浦垃圾无害化处理中心项目	2.02	350	105	2020.06

筹建

资料来源：公司公告

2.3、设备销售市占率领先，投资运营仍有提升空间

(1) 设备销售端，公司的收入主要来自于焚烧炉销售收入，公司在焚烧炉设备完成生产制造后，交由客户经收货验收及确认后，公司确认设备销售收入。公司 2017-2019 年实现焚烧炉设备销售收入分别为 3.53 亿元、2.80 亿元和 4.97 亿元；

公司是国内焚烧炉的核心领军供应商，但非垃圾焚烧发电的全设备供应商，垃圾焚烧发电的设备组成包括垃圾仓、炉排结构、二燃室烟道、通风系统、排灰系统、烟气处理设备，而公司主要以技术先进的焚烧炉切入垃圾焚烧设备市场抢占份额，并有少量的垃圾渗滤系统销售。

根据经验数据，垃圾焚烧的全设备投资占到工程投资建设的 40% 左右，但由于垃圾焚烧炉的投资占比缺乏相关数据（基于垃圾焚烧炉的成本及销售价格因工程规模、工艺参数、性能要求等不同而存在差异，因而其价格一般不具有可比性）。为了估算公司在垃圾焚烧设备市场中的市占率，我们参考 17-19 年行业的历史数据，在不考虑垃圾渗滤液系统的销售下，采用以下测算方法：

公司设备端市占率 = 年度交货设备规模 / 行业年度新增垃圾焚烧发电处理量

表 4：公司焚烧率销售及订单签署情况

项目类别	项目指标	2017	2018	2019E
交货设备	客户数量 (家)	8	13	10
	设备数量 (台)	26	22	27
	设备规模 (吨/日)	14,075	10,250	15,800
已销售设备吨处理规模平均销售价格 (万元)		2.51	2.74	3.15
新增签约	客户数量 (家)	14	17	22
	设备数量 (台)	35	50	53
	设备规模 (吨/日)	21,300	28,670	31,750
已销售设备吨处理规模平均销售价格 (万元)		3.53	2.84	2.54
焚烧炉设备销售收入 (亿元)		3.5	2.8	4.9
行业年度新增垃圾焚烧发电处理量 (吨/日)		53240	80572	11,0000
市占率		26.44%	12.72%	14.36%

资料来源：公司公告，城乡建设统计年鉴，光大证券研究所测算

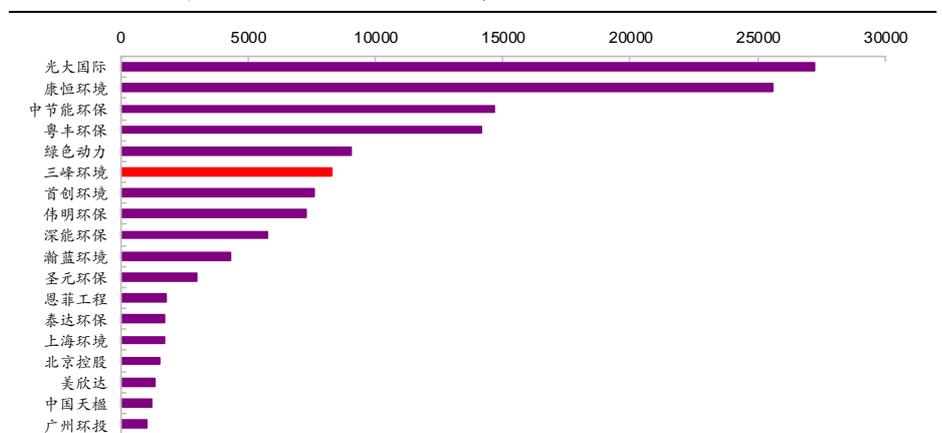
注：因公司交货设备规模包含国外设备，故公司在国内垃圾焚烧设备市占率将高于我们的测算；

此外，受同一实际控制人控制的客户合并计算；公司 2017 年新增签约设备吨处理规模的平均价格较高，主要因为 17 年郑州及印度项目中公司提供系统集成供货，合同金额高；且设备主要于 19 年发货验收，导致公司 19 年已销售设备吨处理规模平均销售价格偏高。

测算得出，公司在 17-19 年的市占率约为 12%-26%。鉴于公司 17-19 年新增签约设备规模量持续增长，随着“十四五”期间的项目建设投产落地，公司将持续完成炉排炉设备的交货确认，焚烧炉设备销售收入有望维持较高的年均复合增长率水平，有望巩固和提升公司在垃圾焚烧设备市场的市占率。

(2) 运营端，我们从两个维度进行市占率的测算：存量项目方面，根据《城乡建设统计年鉴》，2017-18 年，我国城市（含县城）生活垃圾焚烧处理量为 9321.50 万吨、11226.24 万吨，公司同期焚烧垃圾接收量为 515.70 万吨、577.18 万吨，占比分别为 5.53%、5.14%；新签项目方面，从公司 2019 年 1-10 月新增项目中标情况看，公司为 8300 吨/日，对应全行业数据为 13 万吨/日，据此估算公司新签项目的 2019 年市占率为 6.4%。

图 13：2019 年 1-10 月垃圾焚烧公司中标情况



资料来源：E20，单位：吨/日

3、国补政策逐步落实，行业步入健康发展轨道

(1) 国补政策对不在前七批目录中的存量项目现金流支持略超预期

近日财政部明确了 2020 年可再生能源电价附加补助资金拨付的原则和办法：根据规则，应优先足额拨付 50kW 及以下装机规模的自然人分布式项目；优先足额拨付 2019 年采取竞价方式确定的光伏项目、**2020 年采取“以收定支”原则确定的新增项目**；对于国家确定的光伏“领跑者”项目，优先保障拨付至项目应付补贴资金的 50%；对于其他发电项目，按照各项目应付补贴资金，采取等比例方式拨付。

之前政策一直未明确，对于纳入 1~7 批可再生能源补贴目录的存量项目，和未被纳入补贴目录的存量项目如何进行补贴拨付；市场之前的普遍预期是保障 1~7 批存量项目正常拨付，而对新纳入清单管理的项目的补贴支持预期悲观。但是本次资金拨付原则办法则是将所有非优先足额拨付的存量项目一视同仁进行补贴资金拨付，而根据风能专委会秘书长秦海岩的测算，单一项目的补贴资金拨付比例约为 24.7%。**本次拨付办法将会明显改善 2016 年 3 月后投产的垃圾焚烧项目的现金流情况，但是则会在一定程度上影响已纳入 1~7 批可再生能源补贴目录的现金流表现。**

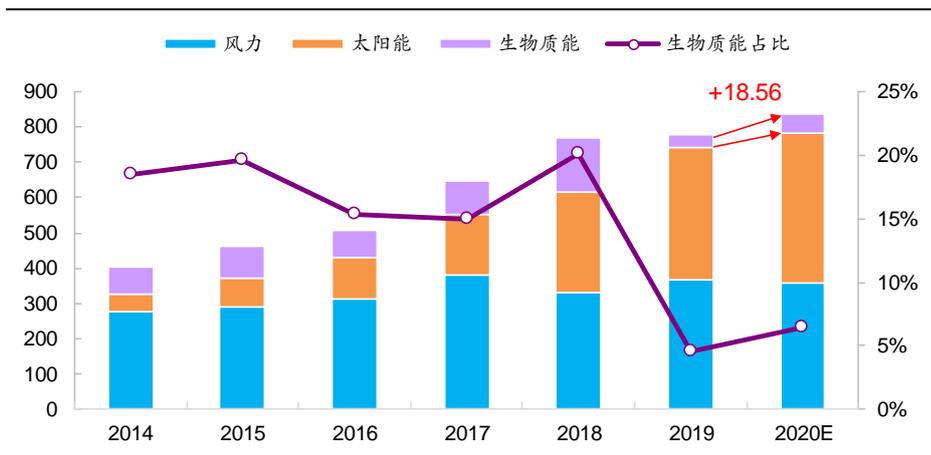
(2) 对国补政策对增量项目的支持力度保持乐观

国家自 2020 年初先后印发多文明确了垃圾焚烧项目推进的大方向：**核心仍为促进行业健康发展，对增量项目“以收定支，做到新增不拖欠”，对存量项目“实行清单管理，进入清单项目即确权”**（具体解读请参见我们之前的报告《垃圾焚烧发电：慎将待确定的补贴政策当成看空的理由》），但是目前仍未明确 2020 年总补贴额度的 50 亿中，有多少会用于垃圾焚烧项目。

根据我们对 2020 年新增并网规模的判断，截至 2019 年累计并网垃圾焚烧发电项目为 49 万吨/日，2019 年新增约 13 万吨/日，假设 2020 年将有 **10 万吨/日垃圾焚烧项目新增并网（即可完成“十三五”规划中 59.14 万吨/日垃圾焚烧产能的要求）**，按 300 天运行时间，国补 0.15 元/度测算，**需要的补贴规模约为 12.6 亿元**；如果按照过去可再生能源基金的实际执行情况中用于生物质能的补贴占比来看，2018 年用于生物质能的补贴金额占比约 20%，在乐观判断下假设 2020 年无新建农林废弃物项目并网，**则垃圾焚烧项目新增项目的补贴规模约为 10 亿，已经可以确保绝大部分垃圾焚烧项目顺利落地。**此外，今年作为基建托底的大年，从国家日前对光伏消纳的支持力度上也可以看出，国家今年对发电侧的基建支持力度还是有保障的，**所以我们对今年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观，这也将是非常重要的，将直接影响行业下半年情绪面的决定性因素。**

而从日前财政部发布的 2020 年中央本级政府性基金支出预算表中可以看出，**2020 年生物质能支出的预算相较 2019 年执行数高出 18.56 亿元**；虽然这其中用于垃圾焚烧的补贴金额仍未最终确定，但是可以看出国家在 2020 年对生物质能的支持力度相较去年已有所回升。

图 14：历年可再生能源基金补贴执行情况



资料来源：政府性基金支出决算表，左轴：亿元

注：2014-19 年为执行数，2020 年为预算数

(3) “十四五”规划对垃圾焚烧行业的支持力度

投资空间

假设在国家支持和各企业的努力下，“十三五”规划能够顺利完成，则 2020 年底我国的生活垃圾处理将形成以下格局：**垃圾焚烧处理产能达 59.14 万吨/日，处理产能占比达到 54%**，垃圾填埋处理产能为 50.37 万吨/日，处理产能占比为 46%。“十四五”规划目前仍处于编制过程中，考虑到垃圾焚烧发电项目落地受诸多因素影响，可能存在建设进度不及预期等风险；而近年填埋量已基本趋于稳定，我们基于以下核心假设估算“十四五”期间垃圾焚烧发电新建项目的投资市场空间：

- (1) “十四五”期间垃圾填埋处理产能稳定在 50.37 万吨/日的规模水平，不再增长。
- (2) 我们按照保守/适中/理想化三种情况进行测算，即到 2025 年底垃圾焚烧发电处理产能占比分别提升至 60%/65%/70%。
- (3) 假设每年的处理能力增量相同。

在以上假设的基础上，我们以垃圾填埋处理产能及其占比，估算“十四五”期间的垃圾处理产能总量和垃圾焚烧产能占比，进而判断新增的垃圾焚烧发电市场空间。根据我们的测算，**在适中情况下（65%垃圾焚烧产能占比）我国垃圾焚烧产能在 2025 年有望达到 93.50 万吨/日（相比 2020 年增长 34 万吨/日），每年的新增垃圾焚烧项目建设市场空间为 344 亿元，高于 2018 年、低于 2019 和 2020 年的新增市场规模。**

表 5：“十四五”期间垃圾焚烧项目情况测算

测算科目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
保守情况：2025 年焚烧产能占比为 60%									
累计处理产能（万吨/日）	33	39	50	59.14	62.41	65.68	68.95	72.22	75.5
新增处理产能（万吨/日）		6	11	9.14	3.27	3.27	3.27	3.27	3.27
项目吨投资额（万元）		50	50	50	50	50	50	50	50
年新增建设市场测算（亿元）		300	550	457	164	164	164	164	164
累计处理产能复合增速							5.00%		
适中情况：2025 年焚烧产能占比为 65%									
累计处理产能（万吨/日）	33	39	50	59.14	66.01	72.88	79.75	86.62	93.5
新增处理产能（万吨/日）		6	11	9.14	6.87	6.87	6.87	6.87	6.87
项目吨投资额（万元）		50	50	50	50	50	50	50	50
年新增建设市场测算（亿元）		300	550	457	344	344	344	344	344
累计处理产能复合增速							9.60%		
理想化情况：2025 年焚烧产能占比为 70%									
累计处理产能（万吨/日）	33	39	50	59.14	67.84	77.83	89.28	102.43	117.5
新增处理产能（万吨/日）		6	11	9.14	11.67	11.67	11.67	11.67	11.67
项目吨投资额（万元）		50	50	50	50	50	50	50	50
年新增建设市场测算（亿元）		300	550	457	584	584	584	584	584
累计处理产能复合增速							14.70%		

资料来源：城乡建设统计年鉴，光大证券研究所测算

运营空间

垃圾焚烧发电项目的主要运营收入来自垃圾处理费及上网电费收入，我们将进一步基于以下核心假设估算“十四五”期间垃圾焚烧发电行业的运营市场空间：

(1) 取上文投资空间测算中的适中情况，即假设 2025 年垃圾焚烧处理规模占比达到 65%，处理能力每年增量相同。

(2) 根据 E20 的统计，自 2017 年开始垃圾焚烧项目平均处理单价稳步提升，2019 年提高至 73 元/吨；业内普遍认为垃圾焚烧项目处理费用的合理区间为 60-80 元/吨，我们假设“十四五”期间处理单价稳定在 75 元/吨。

(3) 根据《2019 中国生物质发电产业排名报告》，2018 年垃圾处理量 100 万吨及以上企业合计年上网电量/年垃圾处理量得到的吨垃圾上网电量为 291 千瓦时/吨，我们假设技术进步带来吨发电量逐年提升，2020 年的吨垃圾上网电量提高至 295 千瓦时/吨；我们同时假设被纳入“十四五”规划的垃圾焚烧项目仍将享受可再生能源补贴，即上网电价保持在 0.65 元/千瓦时，同时吨垃圾上网电量实现每年 5 千瓦时/吨的提升水平。

根据我们上述假设，我们测算得出 2025 年垃圾焚烧发电项目的运营市场空间将达 931 亿元，其中约 256 亿元来自地方政府的垃圾处理费（占比约 27%），675 亿元则来自垃圾焚烧上网发电带来的售电收入（占比约 73%，其中国补资金需求 143 亿元，占比约 15%）。

表 6：垃圾焚烧发电运营市场空间测算

测算科目	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
垃圾焚烧发电处理量	万吨/日	33.00	39.00	50.00	59.14	66.01	72.88	79.75	86.62	93.50
年处理量	亿吨/年	1.2	1.42	1.83	2.16	2.41	2.66	2.91	3.16	3.41
处理费单价	元/吨	65	70	73	75	75	75	75	75	75
处理费收入	亿元	78.00	99.40	133.59	162.00	180.75	199.50	218.25	237.00	255.75
吨垃圾上网电量	千瓦时/吨	290	290	290	295	300	305	310	315	320
上网电价	元/千瓦时	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65
售电收入	亿元	223.20	264.12	340.38	406.08	457.90	510.72	564.54	619.36	675.18
其中国补需求	亿元	50.4	59.64	76.86	90.72	101.22	111.72	122.22	132.72	143.22
运营市场规模	亿元	301.20	363.52	473.97	568.08	638.65	710.22	782.79	856.36	930.93

资料来源：城乡建设统计年鉴，光大证券研究所测算

综上所述，虽然疫情在一定程度上影响了各垃圾焚烧上市公司上半年在建项目的进度，但是我们相信：（1）随着全面复工复产后上市公司抢工提速，叠加地方政府在“十三五”终考年对在建项目的支持力度提升，各上市公司大概率完成各自制定的产能落地目标，从而为业绩增长提供有力支撑；（2）对于国补的不确定性扰动，我们对今年增量国补中用于垃圾焚烧的规模相对乐观（10亿的增量国补即可基本保障“十三五”规划的顺利完成）；（3）《固废法》修订通过即将于9月1日起施行，垃圾分类工作开展如火如荼，叠加2020年作为“无废城市”建设试点攻坚年，下半年各地有望加快推进落实“无废城市”建设，固废行业热度不减，龙头公司仍有相对可观的市场拓张和业绩提升空间。

4、盈利预测

4.1、关键假设

设备销售

(1) 公司设备销售主要来自外销，由于 20-22 年是垃圾焚烧项目的产能落地高峰，假设公司 20-22 年每年交付的焚烧炉设备规模维持在 2 万吨/年，平均单价受到 17-19 年签订订单时招标单价的下滑影响（17-19 年签订订单的平均单价分别为 3.53/2.84/2.54 万元/吨），20-22 年交付确认收入的平均单价亦将有所下滑，分别为 2.8/2.7/2.6 万元/吨。

(2) 公司其他设备销售业务保持高速增长，假设 20-22 年其他设备销售营业收入增速维持在 50%。

(3) 假设设备制造毛利率 20-22 年维持在 22%。

EPC 建造

(1) 公司 EPC 建造收入主要来自自身投资建设项目，也有部分来自外部项目订单；根据公司招股书披露的在手 EPC 项目数据，假设自身投资建设的项目中，梅州、泰兴二期、涪陵已投运，剩余未确认收入将在 2020 年确认；洛碛、东营二期、汕尾二期、永川项目将于 2020 年投运，剩余未确认收入的 80% 将在 2020 年确认，剩余部分于 2021 年确认；大理二期、浦江小黄坛、鞍山、六安二期、营山项目将于 2021 年投运，20-22 年剩余未确认收入的确认比例分别为 40%/50%/10%。

(2) 公司在手的外部 EPC 订单全部将于 2020 年投运，因此剩余的未确认收入部分将于 2020 年全部确认。

(3) 公司在手的筹建项目中，假设綦江、黔江一期、秀山、赤峰二期、西场二期、武隆、会东项目全部自行建设并计划于 2022 年投运，2020-2022 年确认收入比例分别为 20%/40%/40%；抚顺、营山县、安阳、诸暨项目全部自行建设并计划于 2023 年投运，2020-2022 年确认收入比例分别为 0%/20%/40%。

(4) 假设公司在 20-22 年仍将持续签订自身建设的项目以及外部项目订单，假设自身建设项目 EPC 订单签订 20-22 年分别为 12/8/8 亿，外部项目 EPC 订单签订 20-22 年分别为 5/3.25/3.25 亿，当年签订的项目均于第二年开始确认收入，比例为 20%/40%/40%。

(5) 假设 EPC 建造毛利率 20-22 年维持在 12%。

项目运营

(1) 根据公司披露信息，假设公司已投运的 18 个项目中，于 2019 年以前投运的 15 个项目在 20-22 年均保持 2019 年的产能利用率、吨垃圾上网电量、上网电价等指标不变；2019 年新投运的百果园一期、梅州一期、库尔勒一期等 3 个项目在 2020 年产能利用率达到 100%、吨垃圾上网电量维持 2019 年数据不变、上网电价保持不变。

(2) 需要注意的是，公司对于营业收入的计量是较为审慎的，对于没有纳入可再生能源 1-7 批补助目录的白银、涪陵一期、百果园、梅州一期、库尔勒一期等 5 个项目均按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入，因此出于审慎原则，我们将假设未来公司新投运的项目均将按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入，因此，一旦新投运的项目纳入可再生能源补贴清单并按 0.65 元/度确认收入，将会显著提升公司的收入和业绩水平。

(3) 假设公司的汕尾二期、洛碛、赤峰一期、东营一期、永川一期等 5 项目于 2020 年投运，浦江、鞍山、阿克苏一期、大理二期、六安二期、营山、诸暨等 7 项目于 2021 年投运，碁江、黔江一期、秀山、赤峰二期、西昌二期、武隆、会东等 7 项目于 2022 年投运，垃圾处理费暂按 65 元/吨测算，吨上网电量按 330 度/吨（即 2019 年公司平均吨上网电量）测算。

(4) 公司泰兴一期、二期项目的垃圾处理用于蒸汽，假设未来两项目的垃圾处理量维持 25.93 万吨/年保持不变，单价每年增加 10 元/吨（来自于技术进步，单吨垃圾可以产生更多的蒸汽）。

(5) 假设公司炉渣销售、其他运营保持稳健增长态势，20-22 年营业收入增速均维持在 10%。

(6) 假设项目运营毛利率 20-22 年维持在 52%。

其他业务

假设公司其他业务（技术咨询与服务收入等）营业收入增速 20-22 年维持在 30%，毛利率维持在 60%；其他主营业务营业收入增速 20-22 年维持在 5%，毛利率维持在 30%。

4.2、盈利预测

根据上述关键假设，我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 52.91/60.57/65.90 亿元，归母净利润分别为 7.12/8.98/10.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.54/0.61 元。

表 7：公司分部业务盈利预测情况

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3432.77	4363.99	5290.78	6056.74	6589.77
YOY	15.58%	27.13%	21.24%	14.48%	8.80%
设备销售	313.02	549.50	638.00	657.00	683.80
焚烧炉	280.53	497.50	560.00	540.00	520.00
其他设备销售	32.49	52.00	78.00	117.00	163.80
EPC 建造	1,810.16	1,909.23	2,536.44	2,839.05	2,991.49
垃圾焚烧发电项目 EPC 建造	1,611.30	1,735.17			
渗滤液处理项目 EPC 建造	198.86	174.06			
项目运营	1,305.59	1,898.83	2,108.12	2,550.16	2,900.93
垃圾发电	889.20	1,197.03	1,314.64	1,576.72	1,790.69
垃圾处置	333.62	517.71	595.26	759.92	880.16
蒸汽	52.77	68.70	71.30	73.89	76.48

	炉渣销售	7.46	20.27	22.30	24.53	26.98
	其他运营	22.54	95.12	104.63	115.10	126.61
	其他业务	3.48	5.88	7.65	9.94	12.92
	其他主营业务	0.53	0.54	0.57	0.60	0.63
	营业成本	2,414.60	3,048.59	3,745.06	4,239.29	4,563.93
	设备销售	225.07	428.97	497.64	512.46	533.36
	EPC 建造	1,567.26	1,707.24	2,232.07	2,498.37	2,632.51
	项目运营	621.94	909.51	1,011.90	1,224.08	1,392.45
	其他业务	0.18	2.49	3.06	3.98	5.17
	其他主营业务	0.15	0.40	0.40	0.42	0.44
	毛利率	29.66%	30.14%	29.22%	30.01%	30.74%
	设备销售	28.10%	21.93%	22.00%	22.00%	22.00%
	EPC 建造	13.42%	10.58%	12.00%	12.00%	12.00%
	项目运营	52.36%	52.10%	52.00%	52.00%	52.00%
	其他业务	94.98%	57.69%	60.00%	60.00%	60.00%
	其他主营业务	71.70%	26.07%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算；单位：百万元

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

公司于2020年6月上市，故没有历史估值可比，我们采用相对估值法。考虑到公司的主营业务为垃圾焚烧设备销售及运营，故我们选取伟明环保、瀚蓝环境、上海环境、绿色动力等垃圾焚烧运营公司作为可比公司。可比公司2020年的平均PE为20倍。

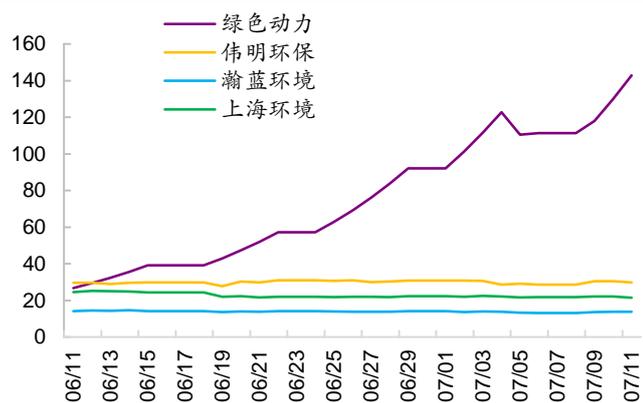
表 8：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				CAGR -3/2019	PEG -20	市值 亿元
	2020/7/15	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E			
伟明环保	23.92	1.02	0.99	1.25	1.53	23	24	19	16	14.47%	1.67	300.57
上海环境	12.88	0.67	0.73	0.94	1.10	19	18	14	12	17.97%	0.98	117.66
瀚蓝环境	24.87	1.19	1.38	1.68	1.94	21	18	15	13	17.69%	1.02	190.57
绿色动力	10.11	0.36	0.47	0.61	0.73	28	22	17	14	26.57%	0.81	87.61
平均值						23	20	16	14	19.18%	1.12	
三峰环境	9.89	0.33	0.42	0.54	0.61	30	23	18	16	22.57%	1.03	165.98

资料来源：三峰环境数据为光大证券研究所预测，其余为 Wind 及 Wind 一致预期数据

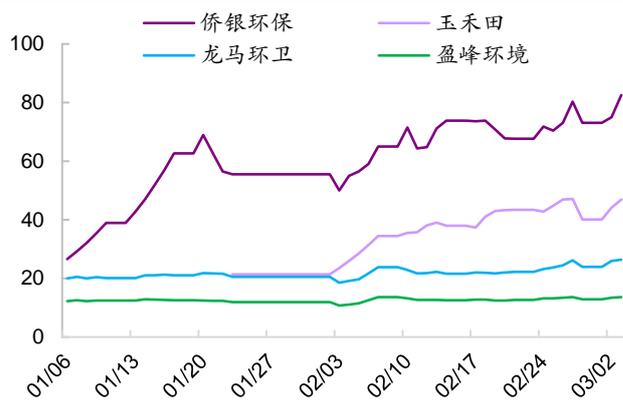
与可比公司相比，（1）公司于2020年6月初上市，流动性因素会带来一定的估值溢价（参照绿色动力、侨银环保、玉禾田等固废次新股的估值表现，其在初上市一个月内均有超出可比公司的估值表现）；（2）公司拥有垃圾焚烧发电设备核心技术优势，在环保标准逐步趋严、要求持续提升的背景下，在未来获取订单和成本控制方面会进一步扩大优势；（3）公司目前对于运营项目电价的确认相较其他可比公司更加审慎（未纳入补贴清单的均按当地燃煤标杆电价确认收入），未来当新投运项目纳入补贴清单并按照0.65元/度确认收入将带来更大的业绩弹性。

图 15: 绿色动力与可比公司 PE(TTM)情况



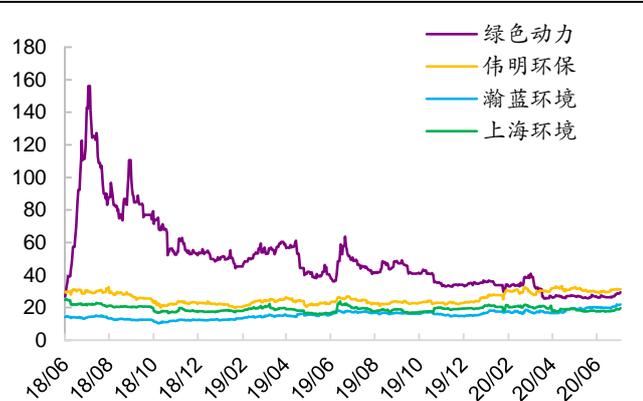
资料来源: Wind, 时间范围为 2018/6/11 至 2018/7/11

图 16: 侨银环保及玉禾田与可比公司 PE(TTM)情况



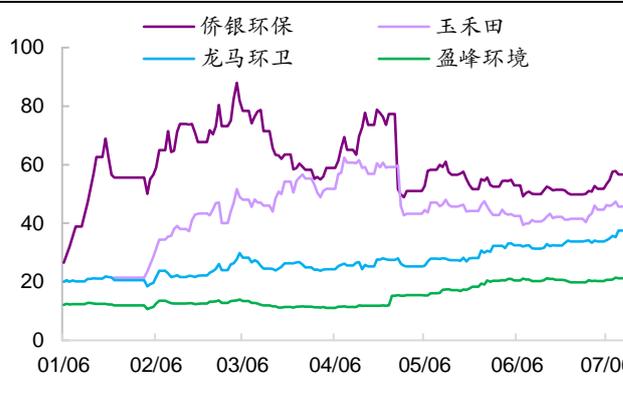
资料来源: Wind, 时间范围为 2020/1/6 至 2020/3/2

图 17: 绿色动力与可比公司 PE(TTM)情况



资料来源: Wind, 时间范围为 2018/6/11 至 2020/7/15

图 18: 侨银环保及玉禾田与可比公司 PE(TTM)情况



资料来源: Wind, 时间范围为 2020/1/6 至 2020/7/15

综合考虑,我们认为公司可以享受流动性优势、设备龙头、以及收入确认原则审慎(未来业绩弹性更大)等三方面原因带来的估值溢价,给予公司**2020年合理估值水平(PE) 30倍,对应目标价 12.72元。**

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 由于三峰环境所从事的垃圾焚烧景气度较高,故假设长期增长率为 2%;
- 2、 β 值选取: 采用申万二级行业分类-环保的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定,结合公司过去几年的实际税率,假设公司未来税率为 14%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	1.08
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.85%
税率	14.00%
Kd	5.16%
Ve	8,983.4
Vd	7,518.0
目标资本结构	45.56%
WACC	6.62%

资料来源：光大证券研究所

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-5,056.77	-19.10%
第二阶段	7,280.05	27.50%
第三阶段 (终值)	24,253.65	91.60%
企业价值 AEV	26,476.93	100.00%
加：非经营性净资产价值	1,593.89	6.02%
减：少数股东权益 (市值)	578.98	-2.19%
减：债务价值	7,517.96	-28.39%
总股本价值	19,973.88	75.44%
股本 (百万股)	1,678.27	-
每股价值 (元)	11.90	-
PE (隐含)	28.06	-
PE (动态)	23.32	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.62%	13.90	15.95	18.55	21.99	26.74
6.12%	11.32	12.87	14.81	17.27	20.53
6.62%	9.22	10.43	11.90	13.73	16.07
7.12%	7.48	8.44	9.59	10.98	12.72
7.62%	6.02	6.79	7.70	8.79	10.12

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	11.90	6.02 - 26.74	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
APV	16.54	8.37 - 41.96	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：光大证券研究所

根据绝对估值法，我们得出公司合理估值区间在 11.92~16.53 元区间内。

5.3、估值结论与投资评级

我们预测公司 2020-22 年的营业收入分别为 52.91/60.57/65.90 亿元，归母净利润分别为 7.12/8.98/10.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.42/0.54/0.61 元。参考可比公司估值和绝对估值结论，以及综合考虑公司的流动性优势、设备龙头、以及收入确认原则审慎（未来业绩弹性更大）等三方面原因，我们认为公司可享受一定的估值溢价，给予公司 2020 年 30 倍 PE，对应目标价 12.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5.4、股价驱动因素

- 1. 公司新建项目纳入可再生能源清单后业绩显著提升：**出于审慎原则，我们将假设未来公司新投运的项目均将按照当地的燃煤标杆上网电价确认收入，因此一旦新投运的项目纳入可再生能源补贴清单并按 0.65 元/度确认收入，将会显著提升公司的收入和业绩水平。
- 2. 公司在建项目投产进度及新签项目情况超预期：**2020 年一季度在疫情的影响下公司业绩仍实现了稳健增长，下半年随着公司加快在建项目建设，同时利用公司技术优势获取更多订单，未来收入和业绩有望超预期增长。

6、风险分析

- 1. 项目建设及产业政策风险：**公司在建项目可能面临进度不及预期、不能进入补贴清单的风险；未来如果政府削减对垃圾焚烧发电行业的支持力度（如国补退坡等政策出台），将可能对公司的经营状况、财务状况及盈利能力造成不利影响。
- 2. 地方财力风险：**如果未来存量项目补贴取消，地方政府的财力将直接影响公司的垃圾处理费是否能够顺利上调，从而进一步影响公司的盈利能力。
- 3. 市场竞争加剧风险：**垃圾焚烧市场竞争日趋激烈，公司新签订单在未来存在不确定性，叠加国补政策未来存在调整可能，公司盈利能力可能承压。
- 4. 融资风险：**金融周期下半场，企业融资渠道受限，为了项目拓展提升产能仍然进行外部融资，如果受制于融资环境会影响企业规模的进一步扩展。
- 5. 次新股风险：**公司于 2020 年 6 月上市，估值波动相对明显，未来存在调整风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,433	4,364	5,291	6,057	6,590
营业成本	2,415	3,049	3,745	4,239	4,564
折旧和摊销	233	352	372	439	513
税金及附加	36	44	53	61	66
销售费用	24	29	37	42	46
管理费用	319	417	476	545	593
研发费用	29	42	51	59	64
财务费用	125	218	189	177	198
投资收益	-5	21	20	20	20
营业利润	552	643	845	1,065	1,209
利润总额	605	667	845	1,065	1,209
所得税	71	96	118	149	169
净利润	534	571	727	916	1,039
少数股东损益	21	18	15	18	20
归属母公司净利润	513	554	712	898	1,019
EPS(按最新股本计)	0.31	0.33	0.42	0.54	0.61

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	746	1,369	1,113	1,539	1,779
净利润	513	554	712	898	1,019
折旧摊销	233	352	372	439	513
净营运资金增加	268	356	197	203	111
其他	-268	107	-168	-1	135
投资活动产生现金流	-2,138	-2,470	-2,361	-2,754	-4,571
净资本支出	-1,896	-2,453	-2,381	-2,774	-4,591
长期投资变化	360	458	0	0	0
其他资产变化	-601	-476	20	20	20
融资活动现金流	1,246	1,435	1,501	1,445	2,952
股本变化	33	0	378	0	0
债务净变化	1,665	1,779	-898	1,621	3,150
无息负债变化	369	396	455	413	312
净现金流	-144	334	253	230	160

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	29.7%	30.1%	29.2%	30.0%	30.7%
EBITDA 率	26.5%	28.5%	26.8%	27.8%	29.1%
EBIT 率	19.8%	20.1%	19.7%	20.5%	21.3%
税前净利润率	17.6%	15.3%	16.0%	17.6%	18.3%
归母净利润率	15.0%	12.7%	13.5%	14.8%	15.5%
ROA	4.6%	3.9%	4.2%	4.5%	4.2%
ROE(摊薄)	12.9%	12.2%	9.1%	10.3%	10.4%
经营性 ROIC	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%	5.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	64%	67%	53%	55%	59%
流动比率	0.82	0.84	1.10	1.00	0.73
速动比率	0.69	0.70	0.91	0.83	0.61
归母权益/有息债务	0.74	0.64	1.26	1.11	0.89
有形资产/有息债务	1.34	1.00	1.37	1.37	1.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	11,662	14,491	17,362	20,313	24,815
货币资金	933	1,334	1,587	1,817	1,977
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	867	1,018	1,277	1,461	1,590
应收票据	21	0	0	0	0
其他应收款(合计)	0	0	106	121	132
存货	467	605	749	848	913
其他流动资产	410	523	616	693	746
流动资产合计	2,791	3,580	4,450	5,065	5,489
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	360	458	458	458	458
固定资产	479	501	804	1,152	1,582
在建工程	3,437	2,584	2,807	4,098	6,206
无形资产	4,453	7,266	8,750	9,446	10,985
商誉	0	9	9	9	9
其他非流动资产	62	35	35	35	35
非流动资产合计	8,872	10,911	12,913	15,248	19,326
总负债	7,500	9,676	9,233	11,267	14,730
短期借款	800	1,319	417	988	3,088
应付账款	1,241	1,412	1,685	1,908	2,054
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	332	476	529	606	659
其他流动负债	143	143	143	143	143
流动负债合计	3,384	4,254	4,053	5,087	7,550
长期借款	3,908	5,129	5,129	6,129	7,129
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	44	43	43	43	43
非流动负债合计	4,116	5,422	5,180	6,180	7,180
股东权益	4,162	4,815	8,129	9,045	10,085
股本	1,300	1,300	1,678	1,678	1,678
公积金	1,820	1,892	4,173	4,262	4,364
未分配利润	859	1,355	1,996	2,804	3,722
归属母公司权益	3,979	4,548	7,847	8,745	9,764
少数股东权益	183	267	282	300	320

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.70%	0.67%	0.70%	0.70%	0.70%
管理费用率	9.28%	9.55%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	3.63%	4.99%	3.57%	2.92%	3.00%
研发费用率	0.86%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
所得税率	12%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.57	1.05	0.66	0.92	1.06
每股净资产	3.06	3.50	4.68	5.21	5.82
每股销售收入	2.64	3.36	3.15	3.61	3.93

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	32	30	23	18	16
PB	3.2	2.8	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	20.1	16.3	16.2	14.6	14.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼