

内容目录

1.	固废“运营+设备”一体化布局的全产业链领导者	5
1.1.	固废“运营+设备”一体化布局，立足重庆辐射全国	5
1.2.	背靠国资股东资源，苏伊士间接持股 11%	6
1.3.	剔除一次性补贴影响业绩稳健增长，自由现金流率先转正	6
2.	固废规模稳健增长&经营效率领先，国补保守确认收益低估	11
2.1.	固废运营收入稳健增长，国补保守确认收益被低估	11
2.2.	吨上网位列全国性固废公司首位，积极拓展供热增厚收益	14
3.	垃圾焚烧装备技术龙头，携手苏伊士出海加速	17
3.1.	率先引入德国马丁技术实现设备国产化，产品实力受广泛认可	17
3.2.	从引进来到走出去，携手苏伊士出海加速	18
4.	盈利预测与投资建议	21
5.	风险提示	23

图表目录

图 1:	三峰环境发展历程	5
图 2:	公司致力打造全产业链服务商	5
图 3:	公司有望受益于和苏伊士集团的战略合作	5
图 4:	截止 2024Q1 公司股权结构及重要子公司	6
图 5:	2015-2023 年公司营业收入复增 15%	7
图 6:	2015-2023 年公司归母净利润复增 22%	7
图 7:	2015-2023 年公司分业务收入（单位：亿元）	7
图 8:	2015-2023 年公司分业务收入占比	7
图 9:	2015-2023 年公司销售毛利率和净利率保持上行	8
图 10:	2015-2023 年公司分业务毛利率情况	8
图 11:	2015-2023 年公司费用率情况	8
图 12:	2015-2023 年公司资产负债率和 ROE（加权）	9
图 13:	2023 年公司净现比提至 1.95	10
图 14:	2019-2024Q1 A 股垃圾焚烧板块净现比	10
图 15:	2023 年三峰环境垃圾焚烧运营收入中电网企业支付占比高于同业均值	10
图 16:	2021-2023 年公司分红比例呈上升趋势	11
图 17:	2022 年公司自由现金流转正	11
图 18:	2015-2023 年垃圾焚烧项目运营收入	11
图 19:	2015-2023 年垃圾焚烧项目毛利	11
图 20:	2015-2023 年垃圾焚烧项目运营毛利率	12
图 21:	截至 2023 年公司垃圾焚烧在手规模（含参股）	12
图 22:	截至 2023 年固废主要上市公司在手项目规模	12
图 23:	2015-2023 年公司全资及控股项目投运规模复增 21%	13
图 24:	2023 年底公司已投运全资及控股项目区域分布	13
图 25:	2017-2023 年公司全资及控股项目产能利用率情况	13
图 26:	2017-2023 年公司全资控股项目吨上网复增 2.21%	15
图 27:	2015-2023 年 9 家固废企业吨发&吨上网均值	15
图 28:	2015-2023 年 9 家固废上市公司入厂吨发电量	15
图 29:	2015-2023 年 10 家固废上市企业吨上网电量	15
图 30:	公司对外供蒸汽量	16
图 31:	2023 年固废企业发电供热比	16
图 32:	公司 2023 年设备销售收入高增	17
图 33:	2020 年以来设备销售毛利率维持稳定	17
图 34:	2017-2019 年三峰环境设备销售份额	18
图 35:	2017-2019 年公司吨处理规模设备销售均价	18
图 36:	公司积极探索海外市场	20

表 1: 截至 2023 年底公司未纳入国补清单项目年化国补收入测算 14

表 2: 垃圾焚烧发电改供热增收测算 16

表 3: 三峰环境签订海外项目供货设备 19

表 4: 东盟 10 国及印度固废处理需求测算 20

表 5: 业务拆分与盈利预测（货币单位：亿元） 22

表 6: 可比公司估值（估值日期：2024/8/2） 23

1. 固废“运营+设备”一体化布局的全产业链领导者

1.1. 固废“运营+设备”一体化布局·立足重庆辐射全国

垃圾焚烧运营与装备制造协同发展·廿五余年成就全产业链服务商。公司前身为1998年成立的三峰环卫，2016-2018年经过“混改”与“股改”后整体变更为重庆三峰环境集团股份有限公司。2000年，公司引进德国马丁公司的SITY2000垃圾焚烧发电全套技术设备并持续合作，开启其国产化设备研发之路。2007年，公司通过与美国垃圾焚烧处理巨头卡万塔公司合资成立三峰卡万塔，建立市场化机制，开展EPC建设业务，并从事参与具体的项目投资运营。经过二十多年的发展，公司已成长为集垃圾焚烧（发电）项目投资、EPC总承包、核心设备研发制造以及运营管理服务等为一体的全产业链服务商。2024年5月，公司与亚洲环保行业标杆企业法国苏伊士集团签署《全面战略合作框架协议》，有望打开出海新篇章。

图1：三峰环境发展历程



数据来源：公司官网，

图2：公司致力打造全产业链服务商



数据来源：公司官网，

图3：公司有望受益于和苏伊士集团的战略合作



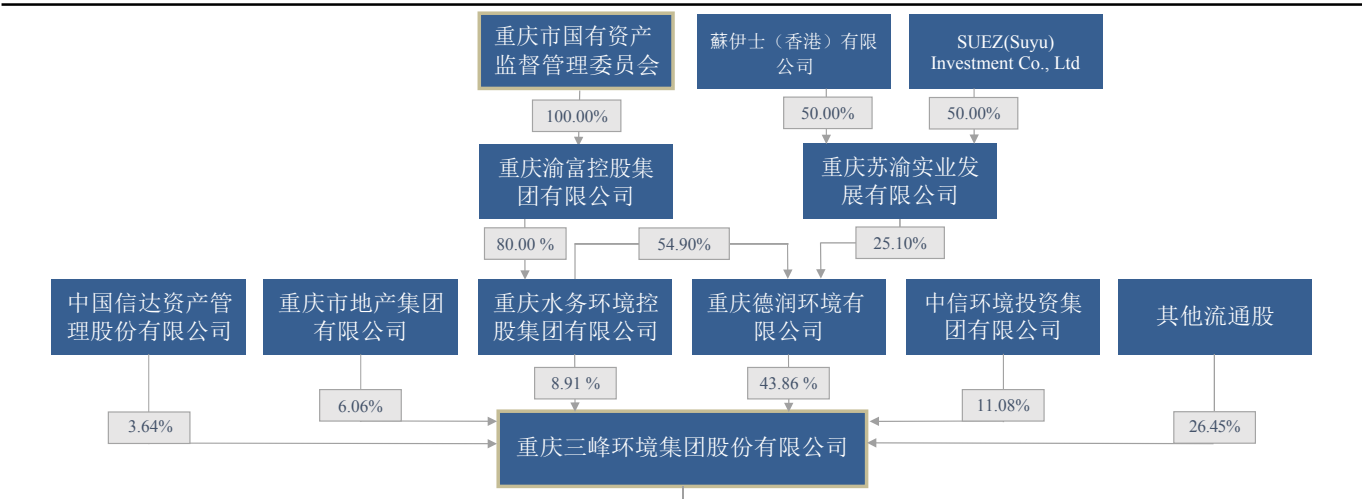
数据来源：公司官网，

立足重庆·向外发展辐射全国。截至 2023 年底，公司已累计在国内投资垃圾焚烧（发电）项目 56 个（含参股），生活垃圾处理规模超 6 万吨/日。公司垃圾焚烧业务立足重庆，2023 年重庆市内营收占公司营收的 38%。近年来公司全国化布局加速，目前项目覆盖华中、华南、长三角、珠三角、西南、东北等全国十六个省区市。截至 2023 年底，公司共参与国内外 253 个垃圾焚烧发电项目、共计 411 条焚烧线，日处理生活垃圾超 22 万吨，公司规模持续增长，市场占有率持续领跑。

1.2. 背靠国资股东资源·苏伊士间接持股 11%

重庆国资委控股赋予本土优势·协同业务合作有望深化·截至 2024Q1 苏伊士间接持股 11%。截至 2024Q1 公司控股股东重庆德润环境有限公司持股占比为 43.86%。德润环境第一大股东为重庆水务环境控股有限公司，实际控制人为重庆市国资委；第二大股东重庆苏渝实业为苏伊士 100%控股，因此苏伊士间接持股三峰环境 11%。公司直接及间接控股股东水务环境控股积极布局 4+N 产业体系，该集团旗下拥有重庆水务、三峰环境、德润环境等环保产业公司，同时还布局供排水、固废处理、危废处置以及环境治理等业务，公司有望背靠国资股东资源，进一步探索固废、危废等业务协同处置，以垃圾焚烧发电项目为核心，打造固废处置产业协同体系。

图4：截止 2024Q1 公司股权结构及重要子公司



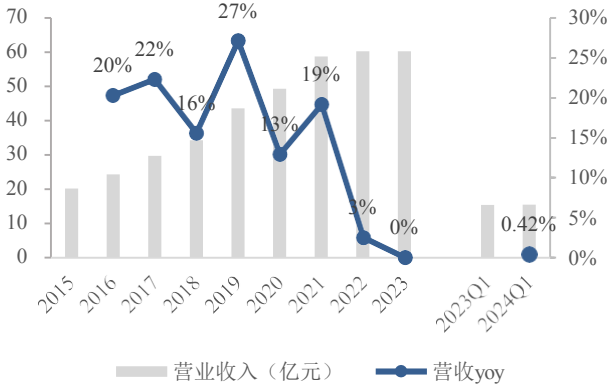
数据来源：公司公告，

1.3. 剔除一次性补贴影响业绩稳健增长·自由现金流率先转正

剔除一次性补贴影响·公司收入和利润保持稳健增长。2023 年公司实现营业收入 60.27 亿元，同比增长 0.06%，归母净利润 11.66 亿元，同比增长 2.33%，2015-2023 年公司营业收入复合增速 15%，归母净利润复合增速 22%。2021-2023 年公司营业收入和归母净利润增速波动较大，主要系垃圾焚烧项目纳入可再生能源补贴清单后一次性确认

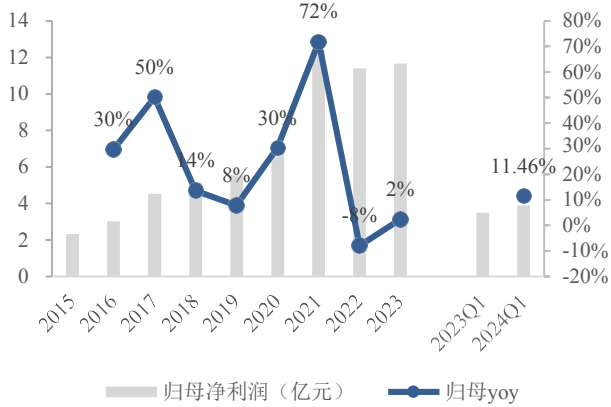
属于以前年度补贴收入所致。2021、2022 年公司确认一次性国补收入分别为 3.85、1.51 亿元，2023 年无一次性国补确认，剔除一次性确认的属于以前年度补贴因素影响后，2022、2023 年营业收入增速分别为 6.99%、2.63%。2024Q1 公司实现营业收入 15.52 亿元，同比增长 0.42%，实现归母净利润 3.90 亿元，同比增长 11.46%，保持稳健增长态势。

图5：2015-2023 年公司营业收入复增 15%



数据来源：公司公告，

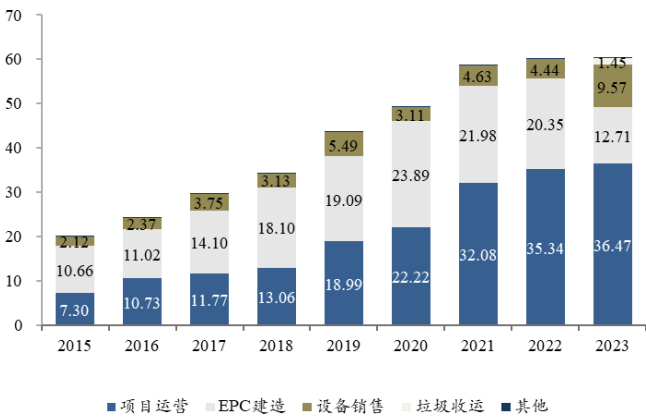
图6：2015-2023 年公司归母净利润复增 22%



数据来源：公司公告，

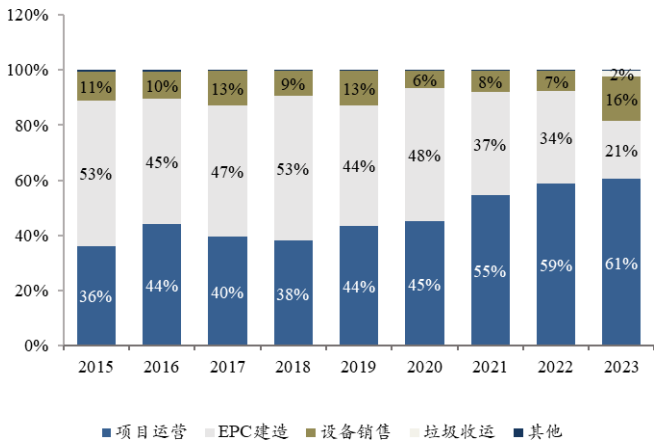
固废项目运营收入占比提升，2023 年设备销售收入高增占比提至 16%。公司固废项目运营收入占比从 2015 年的 36%提至 2023 年的 61%，为业绩奠定稳健基础。自 2021 年以来行业逐渐步入成熟期，在建规模下降，EPC 建造收入呈下行趋势，2023 年 EPC 建造收入同比下降 37.57%至 12.71 亿元，占总收入的比例降至 21%。公司在海外固废市场拓展成效开始显现，2023 年设备销售收入强势上行，同比提升 115.62%至 9.57 亿元，占总收入的比例增至 16%。

图7：2015-2023 年公司分业务收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，

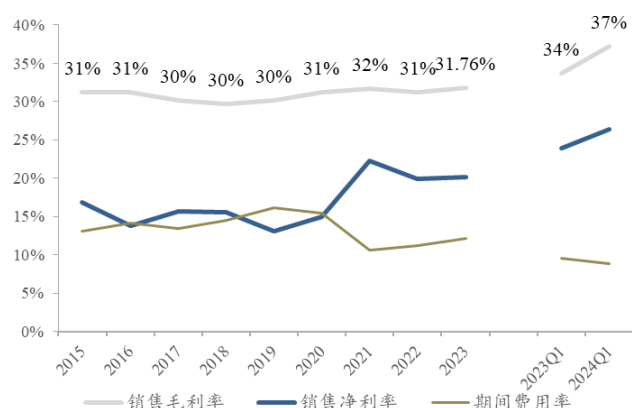
图8：2015-2023 年公司分业务收入占比



数据来源：公司公告，

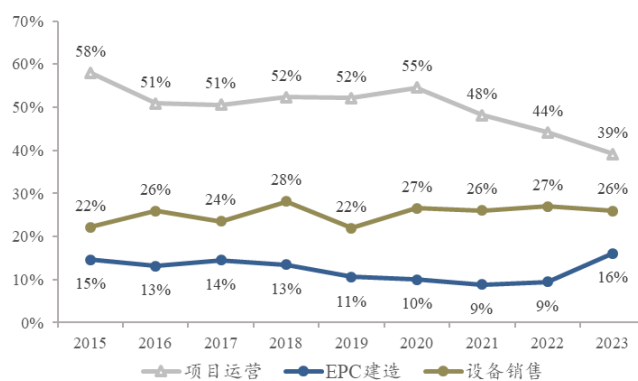
公司销售净利率整体呈上升趋势，运营提效期间费用率下行。2015-2023 年公司销售毛利率维持在 30%左右，销售净利率呈上行趋势，受一次性国补确认影响略有波动。2023 年销售毛利率达31.76%，同比提升0.57pct，销售费用率12.20%，同比提升1.02pct，销售净利率 20.18%，同比提升 0.30pct。分业务毛利率来看，1) 项目运营业务毛利率领先，2021 年运营毛利率下行主要系 2021 年会计政策调整，将固定资产修理费用从原来计入“管理费用”变为计入“营业成本”核算，导致营业成本上升，2021 年项目运营毛利率同比-6.37pct，公司整体管理费用率同比-5.23pct，2) 2020-2023 年设备销售业务毛利率维持 25%+，3) 2020-2022 年 EPC 建造毛利率维持 10%左右，2023 年 EPC 建造毛利率提升主要是因为EPC 建造项目减少，新投入成本降低。随着运营和设备销售收入占比的提升，将带动公司综合毛利率进一步向上。从各项费用率看，2023 年管理费用率因翘尾因素而较上年上升 0.77pct，研发费用率因公司加大县域小型化等研发投入强度而走高，2024Q1 各项费用率同比都呈下行趋势。

图9：2015-2023 年公司销售毛利率和净利率保持上行



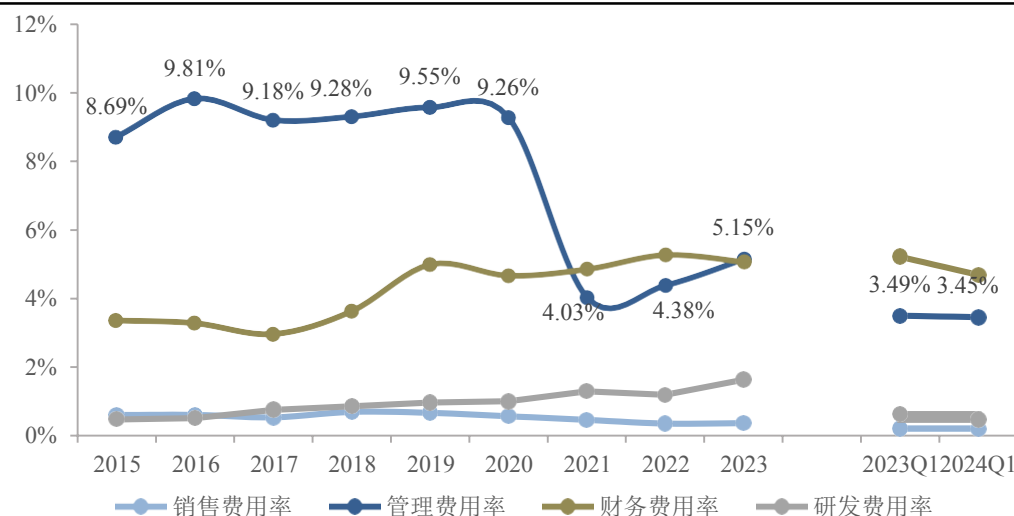
数据来源：公司公告，

图10：2015-2023 年公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，

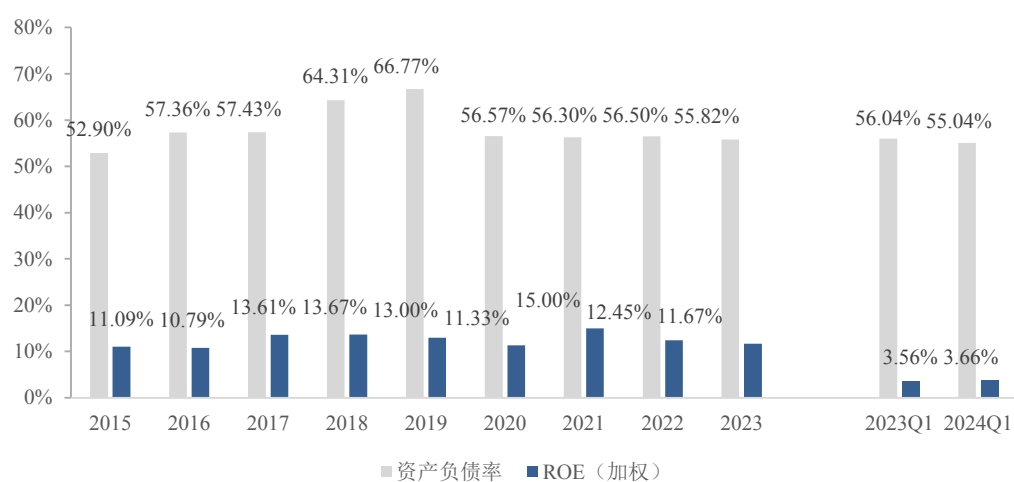
图11：2015-2023 年公司费用率情况



数据来源：公司公告，

资产负债率企稳，加权平均 ROE 维持 10%+。随着公司业务扩张，资产负债率持续走高，2019 年达高点 66.77%。2020 年公司 IPO 上市后，资产负债率较 2019 年下降 10.20pct 至 56.57%，后续基本保持稳定。2015-2023 年公司加权平均 ROE 维持 10%以上，受国补一次性收入确认的影响，2021-2023 年公司加权平均 ROE 下行，2024Q1 加权平均 ROE 同比+0.10pct 至 3.66%。

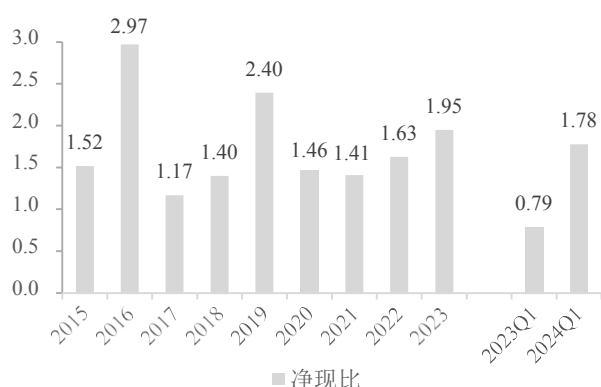
图12：2015-2023 年公司资产负债率和 ROE（加权）



数据来源：公司公告，

设备技术 Alpha 带动现金流快速好转，公司自由现金流 2022 年率先转正，2024Q1 已接近 2023 年全年水平。公司表观净现比自 2021 年起持续上升。近 4 年的净现比保持在 1.40 以上，2023 年提至 1.95，较固废板块均值高 17%。以“经营活动现金流净额-构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”近似衡量自由现金流情况，在固废板块公司普遍 2023 年实现自由现金流转正的情况下，公司自由现金流 2022 年率先转正，2023 年进一步增厚至 5.72 亿元，同比上升 121.05%，2024Q1 公司自由现金流已达 5.08 亿元。公司设备技术上的 Alpha 带动现金流快速好转，一方面，设备销售 to B 现金流好，设备销售收入高增增厚经营性现金流，另一方面，设备技术能力带来运营优势，公司项目平均吨上网水平居全国性固废公司首位，发电收入占比高，现金流好，我们测算 2023 年三峰环境垃圾焚烧运营收入中由电网企业 B 端支付比例为 53%，高于 A 股同业均值 48%。

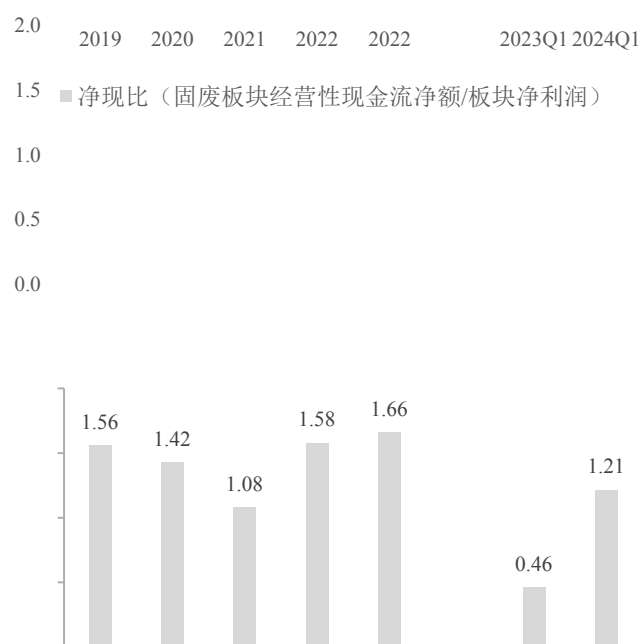
图13：2023 年公司净现比提至 1.95



数据来源：公司公告，

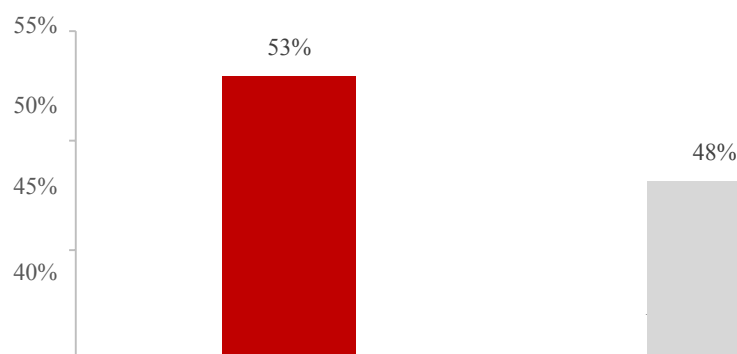
注：A股垃圾焚烧板块成分股选取瀚蓝环境、三峰环境、伟明环保、绿色动力、旺能环境、上海环境、圣元环保、军信股份和永兴股份。

图14：2019-2024Q1 A 股垃圾焚烧板块净现比



数据来源：公司公告，

图15：2023 年三峰环境垃圾焚烧运营收入中电网企业支付占比高于同业均值



数据来源：公司公告，

注 1：燃煤标杆电价部分由当地电网企业支付（按 0.4 元/度测算），测算公式为：电网 B 端支付比例=（上网电量*0.4）/垃圾焚烧运营收入

注 2：因伟明环保、上海环境未单独披露垃圾焚烧运营收入，故 A 股同业选择瀚蓝环境、绿色动力、旺能环境、圣元环保、军信股份、永兴股份作为对比。

公司建设性资本开支下降，分红存提升潜力。根据公司债券评级报告披露，公司计划于 2024 年投资建设的主要是重庆璧山、甘肃白银（二期）垃圾焚烧发电项目，计划总投资约 10 亿元，且分期建设。随着资本开支进一步下降，公司自由现金流将持续增厚，意味着内生分红能力提升。2020-2023 年公司每股派息总体呈增长态势，2023 年分红比例增至 33.79%，同比提升 1.09pct。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/898014121003006122>