

公司研究/首次覆盖

2019年05月14日

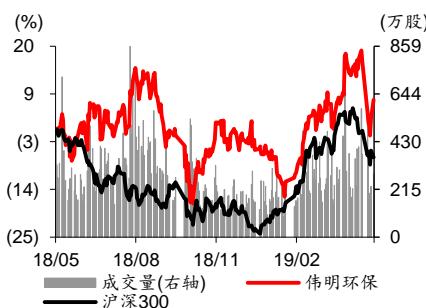
公用事业/环保II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元):	25.67
合理价格区间(元):	29.26~31.92

王玮嘉	执业证书编号: S0570517050002
研究员	021-28972079
	wangweijia@htsc.com
赵伟博	010-56793949
联系人	zhaoweibo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	928.42
流通 A 股 (百万股)	925.27
52 周内股价区间 (元)	19.83-28.45
总市值 (百万元)	23,833
总资产 (百万元)	5,698
每股净资产 (元)	3.57

资料来源: 公司公告

优质运营, 稳健增长, 能者突围

伟明环保(603568)

垃圾发电深耕浙江, 协同布局, 具备能者突围潜力

公司主业垃圾发电集聚浙江, 具备区域优势与规模优势, 并着力全国扩张, 在手合计产能 2.6 万吨/日。同时协同布局餐厨垃圾、渗滤液、填埋、污泥、农林废弃物处理与垃圾清运业务, 打造固废产业协同体系。公司项目运营经验丰富, 资本结构稳健, ROE 业内领先, 已投运项目整体 IRR 为 26.6%, 投运项目 NPV 占市值比达 25%, 均处于行业领先地位, 我们看好公司在手产能释放引领公司业绩高增长, 预计 2019-2021 年 EPS 为 1.33/1.63/1.93 元, 目标价 29.26-31.92 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

垃圾发电深耕浙江, 享受行业成长期红利

公司目前投运项目主要位于浙江省(省内业务对 18 年营收贡献率 90.2%), 2017 年浙江省垃圾清运量、垃圾焚烧量占全国 7%、10%, 分别位居第 4/第 4, 项目盈利水平高。截至 19 年 4 月, 公司垃圾焚烧发电已投运总产能达 1.4 万吨/日, 在建/筹建产能 1.2 万吨/日, 外阜扩张(垃圾发电在建筹建浙江省外产能占比 55%)稳步推进, 在手产能释放有望逐步贡献利润。根据 2019.2.14 日发布的报告《垃圾发电: 成长与价值共振》, 典型上市公司 18-20 年累计投运增速 24%/24%/33%, 且上市公司市占率可能提升。公司存量项目质地优秀, 运营管理效能行业领先, 具备突围能力。

运营管理高效、成本控制行业领先

公司运营管理效能行业领先, 自身造血能力强: 1) 用显著低于行业均值的负债率(2018 年 46.2%)实现了高于行业均值的 ROE(2018 年 27.5%); 2) 垃圾焚烧发电全产业链布局, 一体化运作带来成本优势, 18 年运营毛利率 67%, 显著高于行业均值, 同时费用率仅 10.0%, 低于行业均值; 3) 据我们测算, 目前公司已投运项目整体 IRR26.6%, 投运项目 NPV 占市值比达 28%, 均高于行业均值。4) 运营业务占比高, 内生造血能力强, 2011-18 年经营性现金流均高于净利润, 有效保障异地复制项目前期投入资金。

未来协同布局, 发展城市环保基础设施综合体

餐厨垃圾业务布局将为公司固废协同处置战略提供重要支撑, 目前已投运 555 吨/日; 渗滤液处理、污泥处理等业务, 虽然项目体量和数量相对较少, 但已成为完善固废协同处置战略重要环节, 其中渗滤液处理已投运 790 吨/日, 污泥处理在手项目 3 个、产能 450 吨/日。公司还布局推进垃圾清运业务, 目前已投运 2950 吨/日, 由末端垃圾处置向上游清运延伸, 打造城市环保基础设施综合体。

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 29.26-31.92 元

受益于公司在手项目产能释放及设备销售及技术服务收入确认, 预计 19-21 年 EPS 1.33/1.63/1.93 元, 公司当前股价对应 19-21 年 19x/16x/13x P/E, 参考可比公司 19 年平均 P/E21x, 公司营运能力优秀, ROE 行业领先, 毛利率高于同行, 认可其享有一定的估值溢价, 我们给予公司 19 年 22-24x 目标 P/E, 目标价 29.26-31.92 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 垃圾发电电价下调风险, 项目投产进度不达预期, 运营风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,029	1,547	1,919	2,373	2,781
+/-%	48.51	50.29	24.01	23.67	17.21
归属母公司净利润 (百万元)	506.86	740.06	916.81	1,120	1,330
+/-%	54.27	46.01	23.88	22.15	18.72
EPS (元, 最新摊薄)	0.74	1.08	1.33	1.63	1.93
PE (倍)	34.83	23.85	19.26	15.76	13.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

深耕垃圾焚烧发电，打造城市垃圾综合服务商	4
优秀民企，专注打造城市垃圾综合服务商	4
投运项目聚焦浙江，区域优势与规模优势助力发展	6
在建筹建项目推进公司战略，加速全国布局	8
行业：垃圾焚烧群雄并起，能者割据	9
垃圾焚烧发电行业：成长阶段，产能快速增长	9
浙江区域龙头，志在强者实现全国突围	12
未来协同布局，打造城市环保基础设施综合体	15
餐厨垃圾业务发力，探索固废协同模式	15
渗滤液、填埋、污泥处理和农林废弃物业务布局，完善固废协同战略	15
推动垃圾清运业务，进入垃圾处置上游领域	16
运营高效，成长性突出，具备能者突围潜力	17
运营高效，毛利率显著高于行业平均水平	17
资本结构稳健，ROE 行业领先	18
研发投入力度不减，提升公司技术优势	18
19-21 年业绩处于快速增长通道，目标价 29.26-31.92 元	20
预计 19-21 年业绩处于快速增长通道，19-21 年净利润复合增速为 21.4%	20
预计公司 19-21 年净利润复合增速为 21.4%	20
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 29.26-31.92 元	23
PE/PB - Bands	23
风险提示	23

图表目录

图表 1：公司股权结构（截至 2019 年 3 月 31 日）	4
图表 2：伟明环保 17 年限制性股票激励计划实施情况	4
图表 3：公司主要子公司业务类型（截至 2019 年 3 月 31 日）	5
图表 4：伟明环保历年营收情况（2012-2018 年）（百万元）	5
图表 5：伟明环保历年归母净利润情况（2012-2018 年）（百万元）	5
图表 6：伟明环保 2014-2018 年营收组成情况（百万元）	6
图表 7：伟明环保 2012-2018 年毛利率变化	6
图表 8：2017 年城市生活垃圾清运量前五省份（万吨）	6
图表 9：2017 年城市生活垃圾焚烧处理量分省情况(万吨)	6
图表 10：垃圾焚烧发电已投运项目一览表（截止 2019 年 4 月 10 日）	7
图表 11：伟明环保历年分地区垃圾入库量情况（万吨）	7
图表 12：伟明环保历年分地区发电量情况（万千瓦时）	7
图表 13：伟明环保历年分地区营收情况（单位：百万元）	7
图表 14：伟明环保历年分地区毛利情况（单位：百万元）	7

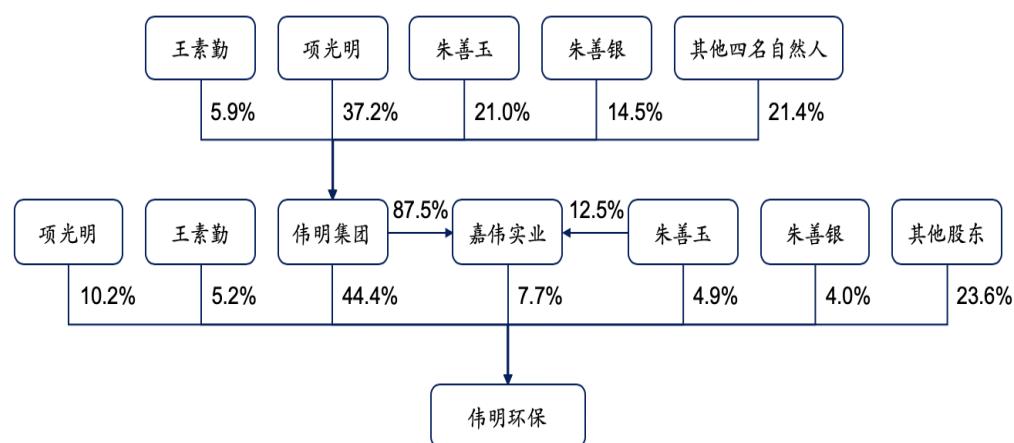
图表 15: 公司筹建/在建项目 (截至 2019 年 4 月 10 日)	8
图表 16: 伟明环保垃圾焚烧发电已投运产能地域分布(吨/日).....	8
图表 17: 伟明环保垃圾焚烧发电筹建/在建产能地域分布(吨/日).....	8
图表 18: 全国城市生活垃圾清运量稳步增长 (万吨)	9
图表 19: 全国城市生活垃圾焚烧无害化处理率持续提升	9
图表 20: 我国城镇化率稳定提升, 预计 2030 年将达到 70%.....	9
图表 21: 我国 2015 年的城市人均垃圾产生量仅为美国人均垃圾量的 1/3	9
图表 22: 我国城市垃圾无害化处理方式逐渐显示出焚烧代替填埋的趋势	10
图表 23: 垃圾焚烧上市公司吨垃圾发电量变化情况 (千瓦时/吨)	10
图表 24: 垃圾焚烧产能 2017 年显著增长 (全口径)	11
图表 25: 分省份 2020 年垃圾焚烧目标产能与 18H1 已投运产能差值 (万吨/日)	11
图表 26: 典型垃圾焚烧上市公司新投运产能情况 (吨/日)	12
图表 27: 典型垃圾焚烧上市公司累计投运产能情况 (吨/日)	12
图表 28: 浙江省 2008-2017 年生活垃圾清运情况.....	13
图表 29: 浙江省城镇生活垃圾无害化处理目标	13
图表 30: 浙江省规划新增生活垃圾无害化处理能力 (单位: 万吨/日)	13
图表 31: 各垃圾发电企业 2018 年底已投运项目盈利测算	14
图表 32: 各垃圾发电企业 2018 年底在手未投运项目盈利测算	14
图表 33: 伟明环保餐厨垃圾处理项目	15
图表 34: 渗透液与餐厨垃圾处理产能增长.....	15
图表 35: 伟明环保污泥处理项目图	16
图表 36: 伟明环保垃圾填埋项目图	16
图表 37: 部分垃圾发电行业上市公司主要业务情况	17
图表 38: 垃圾焚烧主要 A 股上市公司运营毛利率变化 (2014-2018)	17
图表 39: 伟明环保上市以来资产负债率变化情况.....	18
图表 40: 2018 年垃圾焚烧主要 A 股上市公司资产负债率情况	18
图表 41: 2018 年垃圾焚烧主要 A 股上市公司 ROE 情况.....	18
图表 42: 伟明环保研发支出与研发人员数量	19
图表 43: 垃圾发电收入预测 (单位: 百万元)	20
图表 44: 垃圾处置收入预测 (单位: 百万元)	20
图表 45: 餐厨处置收入预测 (单位: 亿元)	21
图表 46: 分部收入与成本预测 (单位: 百万元)	22
图表 47: 分部毛利率预测 (单位: 百万元)	22
图表 48: 费用及净利润预测 (百万元)	22
图表 49: 可比公司估值表	23
图表 50: 伟明环保历史 PE-Bands	23
图表 51: 伟明环保历史 PB-Bands	23

深耕垃圾焚烧发电，打造城市垃圾综合服务商

优秀民企，专注打造城市垃圾综合服务商

优秀民企成长为我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一。公司前身为环保工程公司与自然人项光楠在 2001 年 12 月设立的临江公司，临江公司在 2005 年 4 月更名为伟明集团。伟明集团与嘉伟实业、王素勤、朱善玉、朱善银等在 2005 年 12 月变更设立浙江伟明环保股份有限公司，公司于 2015 年 5 月在上交所上市，控股股东为伟明集团，持有公司 44.4% 的股权。项光明、王素勤、朱善玉、朱善银直接并间接控制公司 64.5% 的股份，为公司的实际控制人。其中项光明先生和王素勤女士为夫妻关系，朱善玉和朱善银先生系兄弟关系，其与项光明先生均系舅舅和外甥关系，属于典型的家族企业，在长三角等东部沿海发达地区拥有较高的垃圾焚烧发电市场份额，并积极介入全国市场。

图表1：公司股权结构（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

上市以来首次股权激励计划实施，绑定核心员工与公司利益。2017 年，公司成功实施上市以来首次限制性股票激励计划，分别于 2017 年 3 月和 2017 年 12 月两批次共计向 158 名员工授予 717 万股限制性股票。通过股权激励计划，公司各层级员工通过持有公司股票的形式来共享公司业务发展的成果，同时也显示出公司上下对于公司未来发展的信心。

图表2：伟明环保 17 年限制性股票激励计划实施情况

授予批次	授予日期	授予股数（万股）	授予价格前复权（元/股）	授予人数	授予后股票剩余（万股）
首次授予	2017 年 3 月 6 日	657	12.33	141	70
预留授予	2017 年 11 月 30 日	60	10.84	17	10 (不再授予)

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

同步着手推进员工持股计划，充分调动员工积极性。“云南国际信托有限公司-伟明环保员工持股集合资金信托计划”已于 2018 年 1 月成立，信托计划总规模为 1.7 亿元。信托计划已经以二级市场集中竞价交易方式购买公司股票合计 757.4 万股，占公司已发行总股本的 1.1%，成交总金额为 1.69 亿元，锁定期为 2018 年 1 月 18 日至 2019 年 1 月 17 日。至此，公司已完成 2017 年员工持股计划的股票购买。员工持股计划的实施有利于进一步完善公司激励机制和治理水平，充分调动优秀员工的积极性和创造性，提高公司的凝聚力和竞争力。

公司主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链。公司涉足领域包括核心技术研发、关键设备制造销售及项目投资、项目建设、运营管理等领域，是国内领先的生活垃圾焚烧

处理企业。伟明环保下辖共35个控股公司，主要从事垃圾焚烧发电项目运营，还包括3家设备公司：伟明设备公司、上海嘉伟和温州嘉伟，伟明设备公司专注于垃圾焚烧相关环保设备的研发、制造与销售，上海嘉伟科技公司专注于垃圾处理厂渗滤液处理设备生产，温州嘉伟环保科技有限公司开展餐厨垃圾处理设备等。

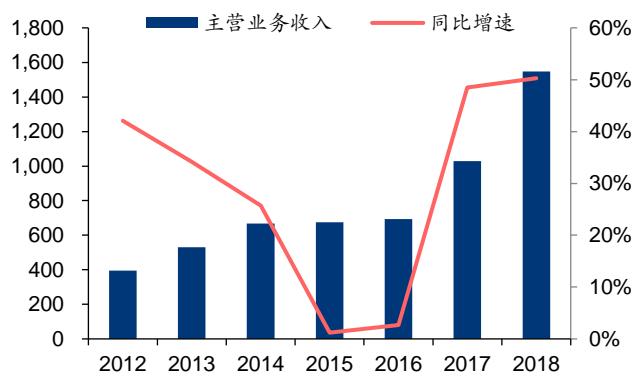
图表3：公司主要子公司业务类型（截至2019年3月31日）

子公司名称	业务类型	子公司名称	业务类型
温州龙湾伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	上海嘉伟环保科技有限公司	渗滤液设备等
瑞安市伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	温州嘉伟环保科技有限公司	餐厨垃圾设备等
温州伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	伟明环保设备有限公司	设备研发、制造与销售
昆山鹿城垃圾发电有限公司	垃圾焚烧项目运营	温州伟明餐厨再生资源有限公司	餐厨项目运营
温州永强垃圾发电有限公司	垃圾焚烧项目运营	永康伟明餐厨再生资源有限公司	餐厨项目运营
樟树市伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	界首市伟明环保能源有限公司	渗滤液处理
临海市伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	瑞安市海滨伟明环保能源	垃圾焚烧项目和餐厨项目运营
温州市瓯海伟明垃圾发电	垃圾焚烧项目运营	温州中智环境服务有限公司	生活垃圾清运和处理
苍南伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	苍南玉苍伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营
嘉善伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	紫金伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营
玉环伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	临海市邵家渡伟明环保能源	垃圾焚烧项目运营
永康市伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	中环智慧环境有限公司	生活垃圾清运和处理
武义伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营/渗滤液处理	伟明环保科技有限公司	技术开发、咨询与服务
玉环嘉伟环保科技有限公司	垃圾焚烧项目运营/污泥与餐厨垃圾处理	秦皇岛伟明环保能源有限公司	环保设备技术开发、推广和技术咨询服务
万年县伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营、农林废弃物处理	奉新伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营
文成伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营/餐厨垃圾	婺源伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营
双鸭山伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	东阳伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营
龙泉伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	莲花县伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营
永丰伟明环保能源有限公司	垃圾焚烧项目运营	宁晋县伟明环保科技有限公司	垃圾焚烧项目运营

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

17年以来在手项目逐步投运带来业绩快速增长。公司营业收入和归母净利润在2012-2018年的CAGR分别达到25.5%和36.1%，并在17年开始加速增长。受益于设备销售开始确认收入及新项目投产，18年公司实现营收15.5亿，同比+50.3%；实现归母净利润7.4亿，同比增长46.0%。

图表4：伟明环保历年营收情况（2012-2018年）（百万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

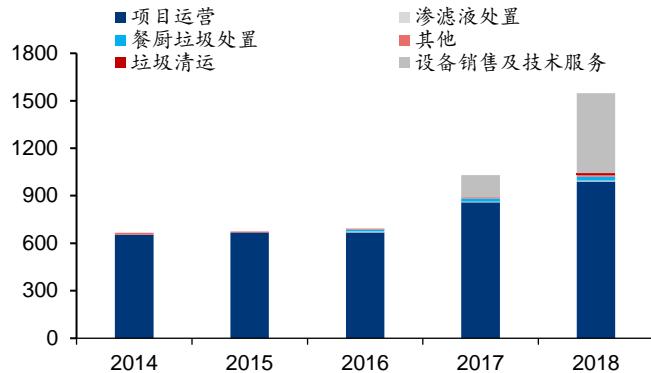
图表5：伟明环保历年归母净利润情况（2012-2018年）（百万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

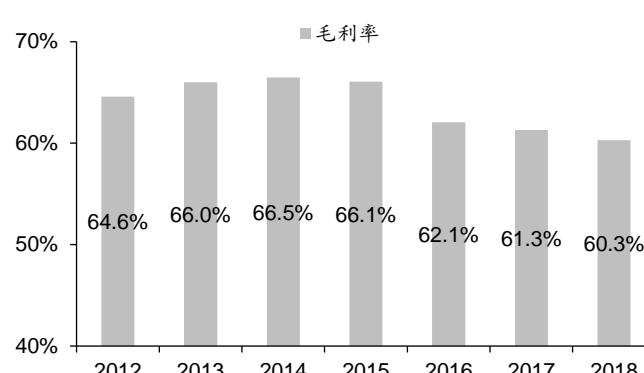
18年运营收入占比64%，毛利润占比71%。伟明环保2018年项目运营业务实现营收9.9亿元，同比增长15.3%；运营收入占比为64%，毛利润占比为71%。设备销售及技术服务板块，公司实现营收5.0亿元，同比增长264.6%，毛利率达48.6%，设备销售及技术服务板块收入占比为32.6%，毛利润占比为26%。公司项目运营和设备销售及技术服务贡献主要收入，且运营收入毛利率显著高于其他业务。渗滤液和餐厨垃圾处置业务以及垃圾清运业务作为公司的新兴发展方向，目前体量尚小，但有利于促进公司多元化业务的协同发展战略。

图表6: 伟明环保 2014-2018 年营收组成情况(百万元)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表7: 伟明环保 2012-2018 年毛利率变化

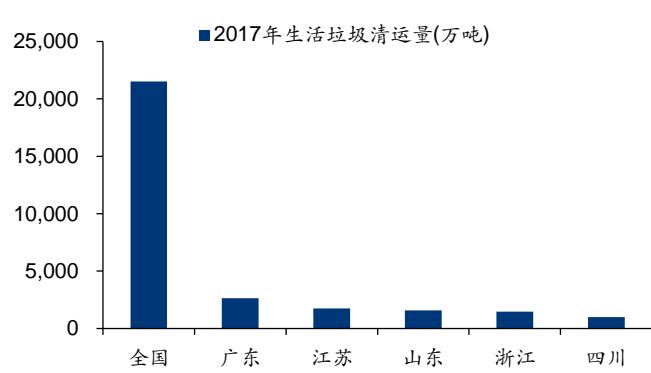


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

投运项目聚焦浙江，区域优势与规模优势助力发展

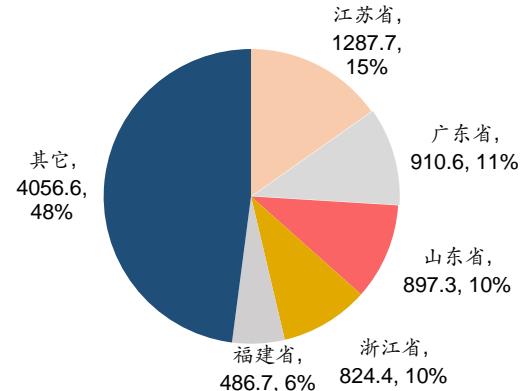
投运项目集中于浙江省等发达地区，垃圾清运量+垃圾焚烧处理量均位居前列。根据国家统计局数据，浙江省2017年城市生活垃圾清运量达1454.642万吨，占全国总量的6.8%，在31个省市区中位列第4，是目前国内仅有的4个垃圾清运量上千万吨的省份。此外，根据《中国城乡建设统计年鉴》披露的最新数据，全国2017年垃圾焚烧处理量为8463.3万吨，其中浙江省垃圾焚烧处理量为824.4万吨，占比达到10%，在全国各省中排名第4位。投运项目聚焦垃圾清运量、焚烧量较大的浙江地区，将有力保障公司的垃圾焚烧热值、吨垃圾发电量及项目运营质量。

图表8: 2017年城市生活垃圾清运量前五省份(万吨)



资料来源：国际统计局、华泰证券研究所

图表9: 2017年城市生活垃圾焚烧处理量分省情况(万吨)



资料来源：中国城乡统计年鉴、华泰证券研究所

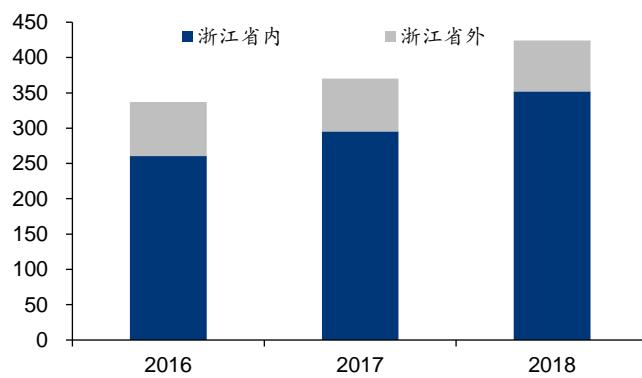
垃圾焚烧发电立足浙江，江苏同步布局。截至2019年4月10日，已投运项目合计垃圾处理产能达1.41万吨/日(含武义项目、瑞安二期项目、万年项目、界首项目已正式运营)。分区域看，浙江省内垃圾处理产能达1.1万吨/日，占投运总产能的78.4%；2018年浙江省内项目年垃圾入库量352万吨，占比83%；2018年浙江省内项目年发电量13.36亿千瓦时，占比85%。目前，公司已投运的垃圾焚烧发电项目共18个，其中14个项目位于浙江省内，2个项目位于江苏省，1个项目位于安徽省，1个项目位于江西省。公司区域性布局浙江，拥有丰富的政企合作经验和项目运营经验，具备较强的区域优势和规模优势。

图表10：垃圾焚烧发电已投运项目一览表（截止2019年4月10日）

项目名称	业务类型	项目类型	设计产能（吨/日）	项目地区
昆山项目一期	垃圾焚烧发电	BOT	1,000	江苏
昆山项目二期	垃圾焚烧发电	BOT	1,050	江苏
临江项目一期	垃圾焚烧发电	BOT	600	浙江
临江项目二期	垃圾焚烧发电	BOT	1,200	浙江
瑞安项目一期	垃圾焚烧发电	BOT	1,000	浙江
温州东庄项目	垃圾焚烧发电	BOT	385	浙江
温州永强垃圾发电厂	垃圾焚烧发电	BOT	600	浙江
玉环市垃圾焚烧发电扩建项目	垃圾焚烧发电	BOT	700	浙江
永康垃圾发电厂	垃圾焚烧发电	BOT	800	浙江
嘉善垃圾发电厂	垃圾焚烧发电	BOT	600	浙江
临海垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	BOT	700	浙江
温州永强垃圾发电厂二期（龙湾）	垃圾焚烧发电	BOT	1,200	浙江
苍南县垃圾焚烧发电厂扩容工程特许经营协议	垃圾焚烧发电	BOT	1,000	浙江
苍南宜嘉	垃圾焚烧发电	BOT（收购）	400	浙江
武义县生活垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	BOT	900	浙江
瑞安二期	垃圾焚烧发电	BOT	1,000	浙江
界首市生活垃圾焚烧发电PPP项目	垃圾焚烧发电	BOT	500	安徽
万年县垃圾焚烧发电项目特许经营协议	垃圾焚烧发电	BOT	500	江西
合计			14,135	

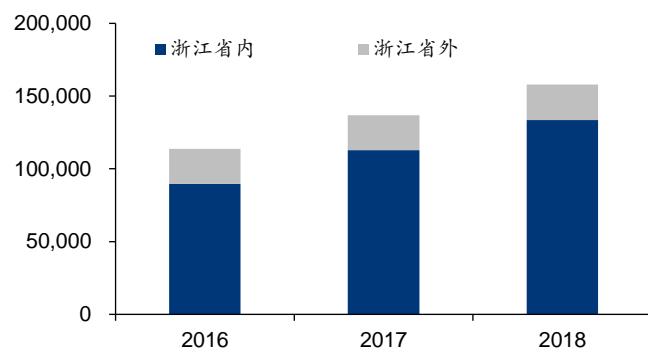
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表11：伟明环保历年分地区垃圾入库量情况（万吨）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

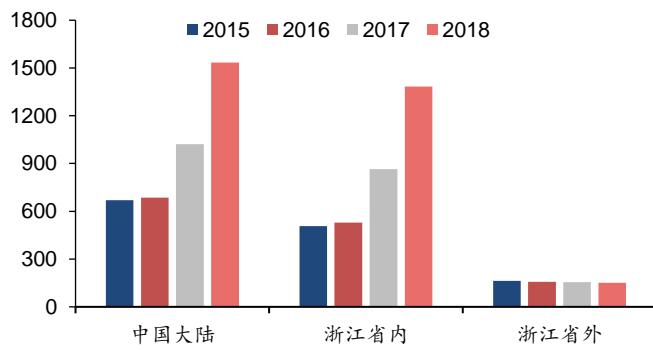
图表12：伟明环保历年分地区发电量情况（万千瓦时）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

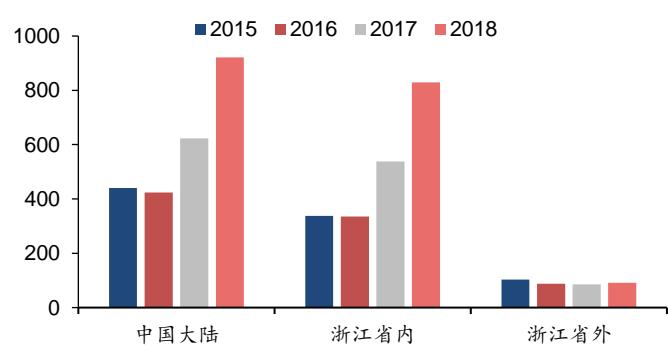
浙江地区业务形成规模效应，18年贡献90%营收。2018年度伟明环保在中国大陆的营收总额为15.3亿元，浙江省内业务贡献了13.8亿元，占比达90.2%。2018年公司在国内实现毛利为9.2亿元，浙江地区贡献了8.3亿元，占比达90.1%，是公司的主要盈利来源。受益于浙江地区业务的快速发展，公司营业收入在2012-2018年的CAGR达到25.5%。

图表13：伟明环保历年分地区营收情况(单位：百万元)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表14：伟明环保历年分地区毛利情况(单位：百万元)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

在建筹建项目推进公司战略，加速全国布局

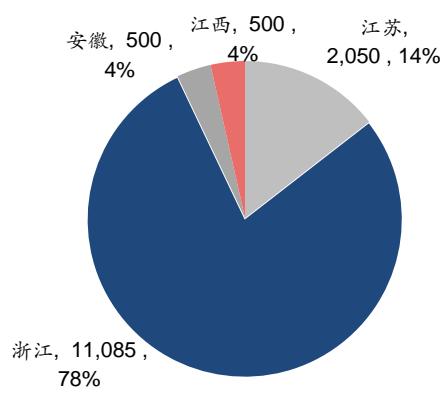
公司战略布局内陆省份。公司未来的发展战略在强化传统区域的优势，成立温州、上海和南昌三大区域管理中心实行分区域管理继续深耕东部沿海地区市场的同时，全力开发国内及海外的市场。截至2019年4月10日，公司在建的垃圾焚烧发电项目4个、拟建项目11个。分区域看，在建筹建产能中浙江省内项目合计产能5050吨/日，占比在建总产能的42%，而浙江省外项目数量为8个，主要分布在福建、江西、河北、黑龙江、广东等省份，合计产能可达6850吨/日，占比在建总产能的58%，而前文提到公司前期已投运产能浙江省内占比高达78%；可以看出目前在建项目中公司愈发注重对于传统主营区域之外的项目的布局，扩张公司的经营版图，以期实现公司的战略目标。

图表15：公司筹建/在建项目（截至2019年4月10日）

项目名称	业务类型	项目类型	项目进展	设计产能(吨/日)	项目地区
江西省樟树市垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	BOT	在建	1,000	江西
玉环市垃圾焚烧发电扩建项目	垃圾焚烧发电	BOT	在建	500	浙江
嘉善县生态能源发电扩容工程	垃圾焚烧发电	BOT	在建	450	浙江
临海市垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	BOT	在建	750	浙江
黑龙江省双鸭山市生活垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	BOT	筹建	900	黑龙江
秦皇岛市西部垃圾焚烧发电厂BOT项目	垃圾焚烧发电	BOT	筹建	650	河北
江西婺源县生活垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	BOO	筹建	500	江西
紫金县生态环保项目特许经营协议	垃圾焚烧发电	BOT	筹建	1,500	广东
文成生态环保产业园	垃圾焚烧发电	BOT	筹建	500	浙江
奉新县垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	BOT	筹建	900	浙江
东阳市生活垃圾焚烧综合处理工程	垃圾焚烧发电	BOT	筹建	1,650	浙江
龙泉市静脉产业项目	垃圾焚烧发电	PPP	筹建	300	浙江
莲花县固废综合处理项目	垃圾焚烧发电	BOO	筹建	500	江西
永丰县生活垃圾焚烧发电BOT项目	垃圾焚烧发电	BOT	筹建	1,200	江西
闽清县生活垃圾焚烧发电PPP项目	垃圾焚烧发电	PPP	筹建	600	福建
合计				11,900	

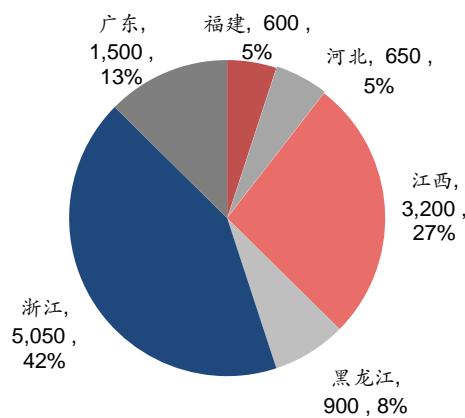
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表16：伟明环保垃圾焚烧发电已投运产能地域分布(吨/日)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表17：伟明环保垃圾焚烧发电筹建/在建产能地域分布(吨/日)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

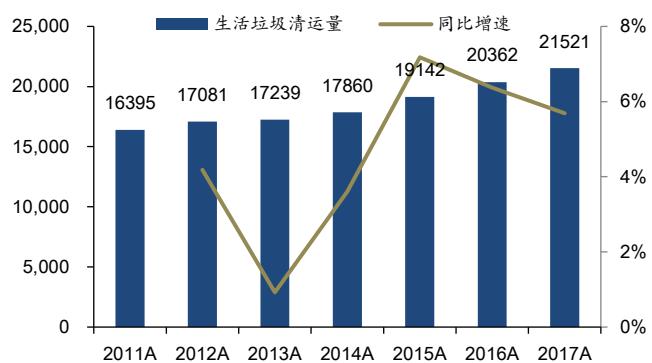
设立中环智慧，确立公司垃圾焚烧发电业务优势。公司于2017年10月会同另两名股东设立了中环智慧环境有限公司。中环智慧将重点拓展智慧环卫业务，包括智能环卫系统技术开发、咨询服务，此外还涉及城乡生活垃圾的清扫、收集、转运，垃圾无害处理等业务。

行业：垃圾焚烧群雄并起，能者割据

垃圾焚烧发电行业：成长阶段，产能快速增长

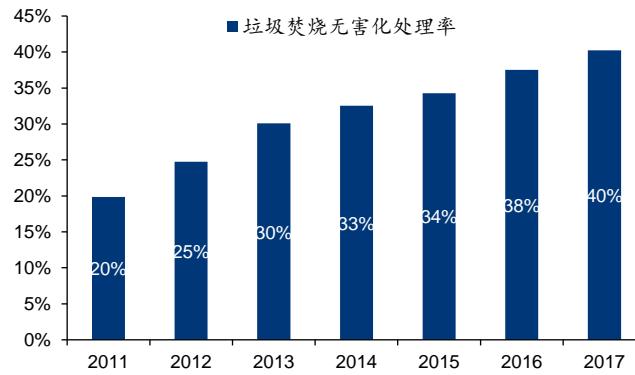
垃圾焚烧发电行业持续扩张的主要驱动因素包括：1) 需求的持续扩张。我国城市垃圾清运量由2011年的1.64亿吨上升到2017年的2.15亿吨，年均复合增速4.6%，伴随城镇化的持续推进以及生活水平的逐步提高，我们认为，城市垃圾产生量和清运量仍将保持增长；垃圾焚烧占有率快速提升，垃圾焚烧占生活垃圾无害化处理量的比例从2011年的20%增长到2017年的40%。

图表18：全国城市生活垃圾清运量稳步增长（万吨）



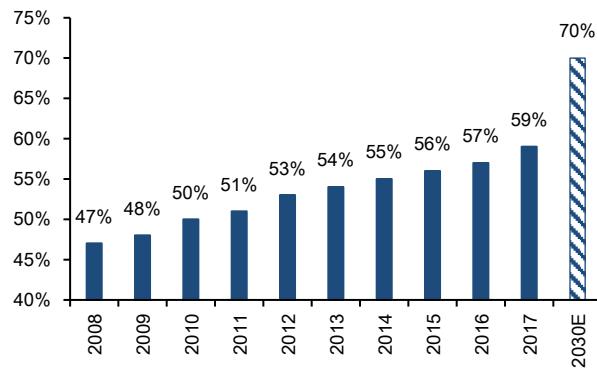
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表19：全国城市生活垃圾焚烧无害化处理率持续提升



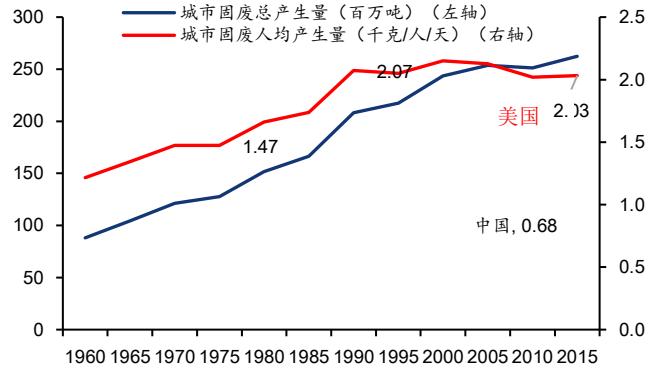
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表20：我国城镇化率稳定提升，预计2030年将达到70%



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

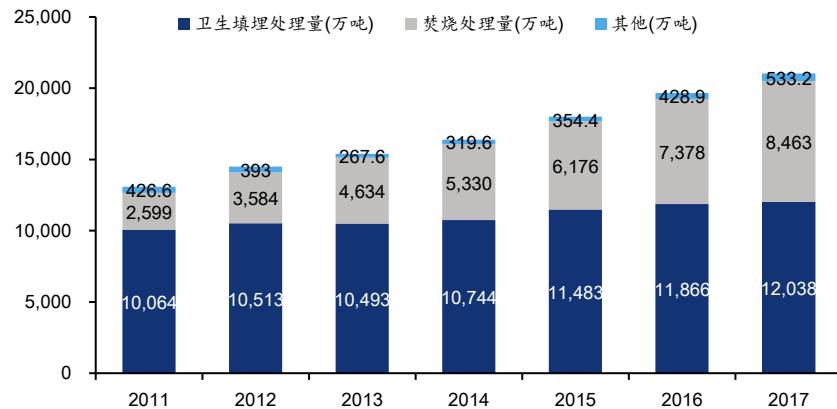
图表21：我国2015年的城市人均垃圾产生量仅为美国人均垃圾量的1/3



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

2) 土地有限，邻避效应减弱驱使填埋转焚烧。近年来，国内主要城市土地供应量总体呈持续下降趋势，而垃圾产生量却在不断增加，导致无地可埋的情况开始出现，并且在一线城市尤为严重。这种背景下，在土地占用和环境保护方面都具有显著优势的垃圾焚烧发电逐步显示出了对卫生填埋的替代趋势。同时，随着行业发展更为成熟、环保督查趋严、公信力提升及向群众宣传和信息公开透明制度更为完善，当前“邻避效应”能够更有效应对，进一步缓解了垃圾发电产能扩张的阻碍因素。根据E20研究院统计数据，城市垃圾填埋场的规模逐渐减小，由2008年的622吨/日降至2016年的533吨/日，填埋场的处理对象也从生活垃圾向焚烧残渣转变。

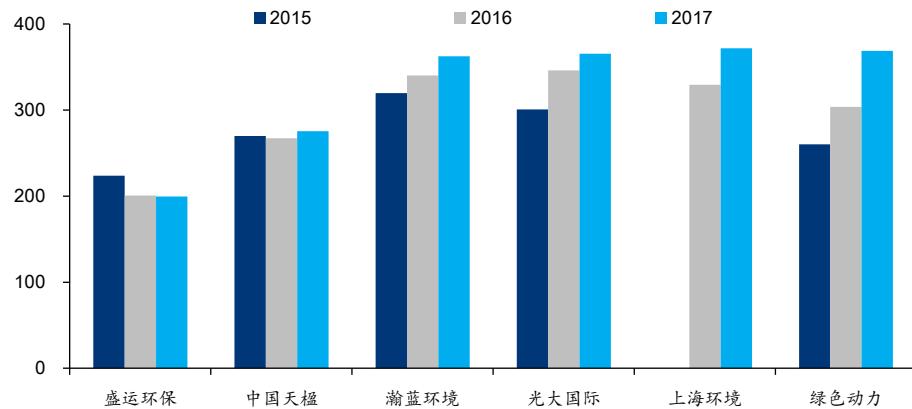
图表22：我国城市垃圾无害化处理方式逐渐显示出焚烧代替填埋的趋势



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

3) 垃圾分类+技术的进步=吨垃圾发电量的提升。2016 年以来，国内政策持续加码督促垃圾分类工作全面、有序推进；而 2011 年以来性能更具优势的机械炉排炉技术也正在逐步实现对循环流化床技术的替代，帮助典型垃圾发电企业在 2015-2017 年吨垃圾发电量均显著提升。

图表23：垃圾焚烧上市公司吨垃圾发电量变化情况（千瓦时/吨）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

根据生活垃圾焚烧信息平台最新统计信息，截至 2018 年 6 月，我国已投运垃圾焚烧发电产能为 38.2 万吨/日，预计 19-20 年年均新增投产产能为 8.3 万吨/日，仍处于投产高峰。18 年上半年新增产能为 3 万吨/日，由于下半年一般为垃圾焚烧项目竣工的高峰阶段，我们预计 18 年全年新增产能也将超过 7 万吨/日。中性假设下，18 年新增投产产能与 17 年持平为 7.4 万吨/日，则截至 18 年底已投运垃圾焚烧产能将达到 42.5 万吨/日，保守假设“十三五”规划 2020 目标 59.1 万吨/日的垃圾焚烧处理能顺利实现，则预计 19-20 年年均新增投产产能为 8.3 万吨/日，则 2019/2020 已投运产能为 50.8/59.1 万吨/日，2017-2020 年已投运产能增速为 27%/21%/19%/16%，增速虽有下滑仍处于投产高峰。

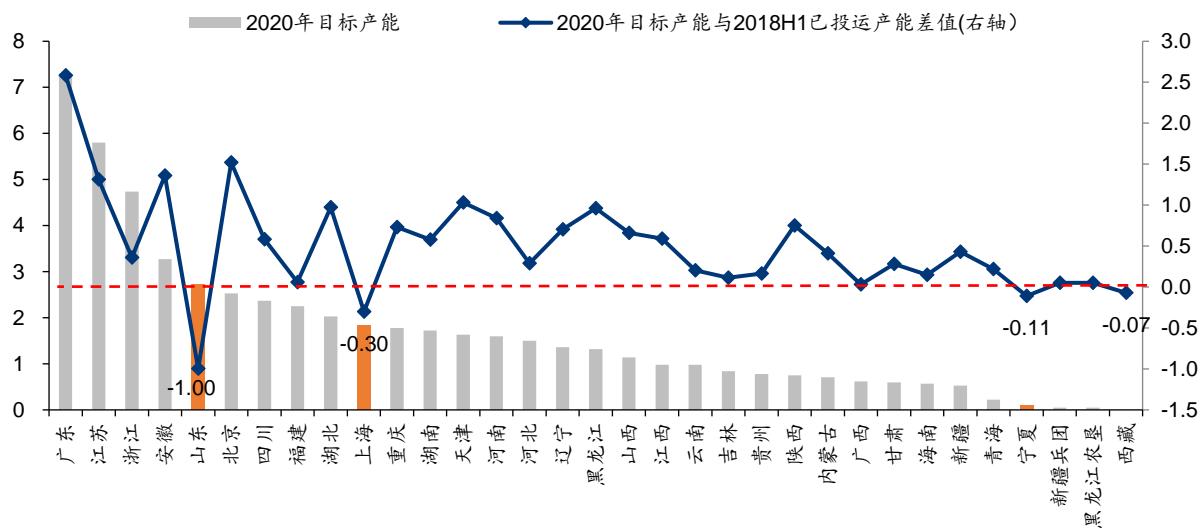
图表24: 垃圾焚烧产能 2017年显著增长 (全口径)



资料来源: 生活垃圾焚烧信息平台、华泰证券研究所

分省看: 1) 东部沿海部分地区仍有增长空间。根据“十三五”规划, 到2020年底全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力50%以上, 其中东部地区占60%以上, 根据规划2020年垃圾焚烧处理能力达59万吨/日, “十三五”生活垃圾焚烧处理能力年复合增长率将达20%。从完成计划来看, 广东、北京、安徽、江苏等19-20年仍有较大新增产能空间, 山东、上海、宁夏等省市已完成“十三五”规划目标。**2) 中西部、北方地区垃圾焚烧产能理论提升空间较大, 垃圾焚烧利用率相对较低。**假设各个城市生活垃圾无害化处理能力与垃圾清运量相匹配, 则可粗略估算出城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例, 理论层面粗略探讨各省份垃圾焚烧产能的稀缺度(部分地区可能由于地域广度、人口密度、经济发展程度不同并不适宜加快垃圾焚烧厂建设), 我们发现山东/上海/宁夏等省市提前完成十三五目标, 广东/北京/安徽/江苏等19-20年仍具较大空间, 中西部新增投运崛起, 东部部分地区仍有空间。

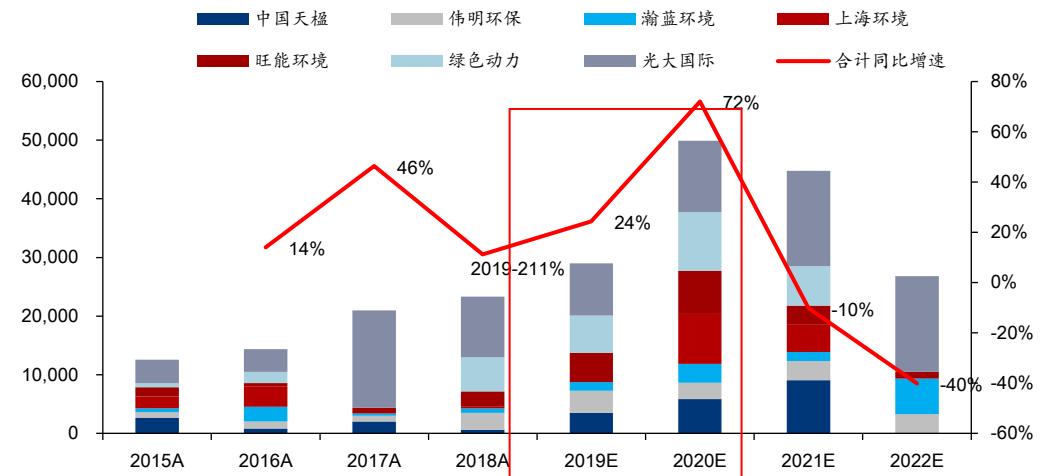
图表25: 分省份 2020年垃圾焚烧目标产能与18H1已投运产能差值 (万吨/日)



资料来源: “十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(统计口径: 设市城市和县城)、华泰证券研究所

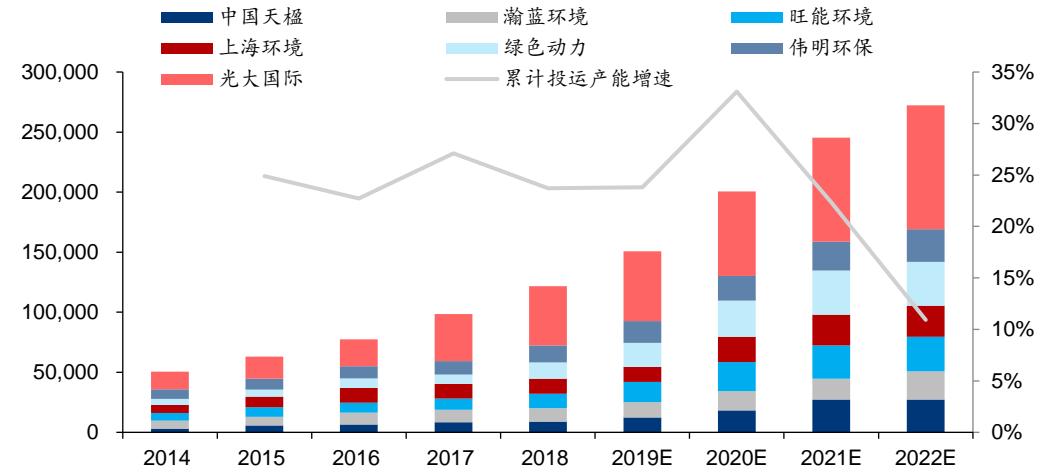
上市公司层面: 2019-2020年项目规划投产高峰: 2019-2020年新增投运产能同比增速将高达24%、72%; 18-20年累计投运增速24%/24%/33%, 高成长可期。上述典型垃圾焚烧上市公司的规划新增产能将在2019-2020年间大规模释放, 目前处于在建和筹建阶段的项目将会集中投产, 预计2019-2020年新增投运总产能将分别达到2.9万吨/日、5.0万吨/日; 其中光大国际、绿色动力、旺能环境、中国天楹、上海环境等新增产能居前。

图表26：典型垃圾焚烧上市公司新投运产能情况（吨/日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表27：典型垃圾焚烧上市公司累计投运产能情况（吨/日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

浙江区域龙头，志在强者实现全国突围

浙江省经济发达，人口稠密，垃圾清运量大，垃圾热值高，经济价值高。根据浙江省发展改革委、省建设厅印发的《浙江省城镇生活垃圾无害化处理设施建设“十三五”规划》，2015年浙江省生活垃圾产生量达1894.6万吨，清运量1856.7万吨，就垃圾清运量而言在全国各省中位列第四。“十二五”期间生活垃圾产生量和清运量平均增长率分别为3.7%和4.7%。日均生活垃圾产生量约5.2万吨，人均垃圾产生量约0.94千克/日，浙江省垃圾生成数量较大。目前全省末端设施基本处于超负荷运行状态，垃圾处理能力需要进一步提升。浙江省经济发达，人民生活水平较高，垃圾中的可燃物（塑料、纸类、纺织物、包装物等）比重较高，垃圾热值较高，利用价值较大。由于对于垃圾焚烧厂来说，发电收入是收入的最主要部分，因此当地垃圾焚烧企业相对国内其他厂商具备更好的先天条件。

图表28：浙江省 2008-2017 年生活垃圾清运情况



资料来源：国家统计局（图中数据为国家统计局口径（仅包含设市城市）、华泰证券研究所

建设美丽浙江背景下，浙江大力推进生活垃圾无害化处置，为相关企业提供难得机遇。《浙江省城镇生活垃圾无害化处理设施建设“十三五”规划》对垃圾处理产业发展提出了较高的要求。《规划》要求，在生活垃圾处理领域，“十三五”期间全省新增城镇生活垃圾无害化处理设施能力 2.3 万吨/日，总处理能力需达到 7.6 万吨/日，其中新增垃圾焚烧处理能力约 2.02 万吨/日。“十三五”末全省城镇生活垃圾无害化处理率达到 92%以上，其中设市城市生活垃圾无害化处理率达到 100%，县城生活垃圾无害化处理率达到 95%以上。

图表29：浙江省城镇生活垃圾无害化处理目标

序号	主要指标	“十三五”目标
1	无害化总处理能力（万吨/日）	7.6
2	“十三五”期间新增处理能力（万吨/日）	2.3
3	新增收转运能力（万吨/日）	1.2
4	生活垃圾无害化处理率（%）	92
4.1	设市城市（%）	100
4.1	县城（%）	95
4.3	建制镇（%）	85
5	无害化处理设施中焚烧比例（%）	65
6	新增餐厨垃圾无害化处理和资源化利用能力（吨/日）	3500

资料来源：浙江省城镇生活垃圾无害化处理设施“十三五”规划、华泰证券研究所

图表30：浙江省规划新增生活垃圾无害化处理能力（单位：万吨/日）

指标	分类	项目数量	新增处理能力	卫生填埋	焚烧处理	其他
新增处理设施	全省	33	13195	665	11530	1000
	设市城市	17	7505	100	6405	1000
	县城	16	5690	565	5125	
在建处理设施	全省	13	10719	1419	9300	
	设市城市	10	9540		9050	
	县城	3	1179	1419	250	

资料来源：浙江省城镇生活垃圾无害化处理设施“十三五”规划、华泰证券研究所

我们发现从总的资本金 IRR 角度看，已投运项目总 IRR：伟明环保（26.6%）位居所列示可比公司第一；在建/筹建项目总 IRR：伟明环保（18.1%）处于所列示可比公司中游，主要由于在建筹建项目向浙江省外扩展。整体来看，伟明环保项目质量处于行业前列。

图表31：各垃圾发电企业 2018 年底已投运项目盈利测算

公司名称	设计产能(万吨/日)	产能利用率(%) (部分假设)	平均垃圾处置费(元/吨) (部分假设)	单位发电量(千瓦时/吨) (部分假设)	上网比例 假设	电价(元/千瓦时)	总投资(亿元)	单位吨/日产能投资(万元)	资本金IRR	所有项目NPV (假设资本金要求回报率8%)(亿元)	已投运项目NPV/市值 (2019/5/12)
盛运环保	7,100	80%	69	200	80%	0.52	37.1	52.3	-5.2%	(7.4)	-26.0%
启迪桑德	11,900	80%	66	285	84%	0.65	48.0	40.3	12.1%	8.3	5.3%
瀚蓝环境	11,300	100%	72	363	84%	0.65	42.0	37.2	25.3%	32.5	27.6%
伟明环保	11,235	102%	82	357	85%	0.65	37.1	33.0	26.6%	41.5	24.5%
上海环境	12,550	102%	130	372	80%	0.64	80.4	64.0	17.5%	38.2	39.7%
中国天楹	9,000	80%	93	275	80%	0.64	40.8	45.4	14.3%	9.3	8.4%
盈峰环境	4,200	100%	43	300	80%	0.65	18.2	43.3	11.0%	2.7	1.3%
绿色动力	13,610	91%	70	328	84%	0.65	60.7	44.6	22.6%	41.8	42.5%
光大国际	49,317	102%	70	293	80%	0.65	265.0	53.7	20.6%	162.7	35.5%
旺能环境	12,050	88%	70	300	80%	0.65	47.4	39.3	14.9%	19.6	28.1%

资料来源：各公司公告、华泰证券研究所

注：蓝色为假设值

图表32：各垃圾发电企业 2018 年底在手未投运项目盈利测算

公司名称	设计产能(万吨/日)	产能利用率假设(%)	平均垃圾处置费(元/吨)	假设单位发电量(千瓦时/吨)	上网比例假设	电价(元/千瓦时)	总投资(亿元)	单位吨/日产能投资(万元)	资本金IRR	所有项目NPV(假设资本金要求回报率8%)(亿元)	在手未投运项目NPV/市值(2019/5/8)
盛运环保	46,527	80%	68	200	80%	0.65	250	53.8	/	/	/
启迪桑德	20,960	82%	65	282	84%	0.65	103	49.3	9.1%	4.5	2.9%
瀚蓝环境	15,050	94%	63	315	84%	0.65	85	56.3	18.4%	35.2	29.9%
伟明环保	12,500	100%	78	357	85%	0.65	52	41.8	18.1%	27	16.1%
上海环境	13,750	100%	128	315	85%	0.64	86	62.7	17.2%	39.9	41.6%
中国天楹	18,700	100%	105	275	80%	0.68	94	50.1	13.0%	16.5	14.8%
盈峰环境	4,100	100%	61	300	80%	0.65	20	48.4	10.6%	2.6	1.2%
绿色动力	23,080	100%	69	328	85%	0.65	104	44.9	22.5%	70.9	72.0%
光大国际	53,650	100%	70	309	80%	0.65	277	51.6	22.6%	222.5	48.5%
旺能环境	16,030	94%	72	300	80%	0.65	76	47.3	13.9%	23.4	33.5%

资料来源：各公司公告、华泰证券研究所

注：蓝色为假设值

行业目前处于成长期，公司未来突围的主要竞争优势大致表现为如下四点：1) 公司在主营业务上具有明显的地域优势。公司的业务主要位于浙江省内，而浙江省内本身具有垃圾产生量大、热值较高、土地相对稀缺等等特征，为节地省能，浙江省大力推进垃圾焚烧处理方式既有必要性，也在焚烧发电等技术层面上相对其它地区具有优势。公司自创立以来，长年立足浙江省内发展垃圾焚烧发电业务，不仅取得省内垃圾焚烧发电企业龙头地位，还在多年的项目运营过程中积累了丰富的运营经验，以及与当地政府建立了良好的合作关系。2) 设备销售与技术服务既是公司重要的业务板块之一，公司始终将技术创新作为公司发展的重要战略。目前，公司在设备方面取得一系列的专利与突破，也为公司在行业中的地位的巩固起到了积极的作用。借助已有的技术优势，公司将在未来进一步快速发展。3) 运营能力整体较强。相对于业内其他公司而言，伟明环保的整体运营水平较为突出。在手项目的盈利水平较高。据我们测算，目前伟明环保已投运项目的整体IRR约为26.6%，显著高于行业平均水平。因此较高的盈利水平也是公司在目前行业中巩固优势、继续发展的一大优势所在。4) 资本结构稳健突出，未来加杠杆空间大。公司在过去几年间一直致力于降低自身资产负债率，根据最新2018年年报数据，公司的资产负债率为46.2%，显著低于行业内多数可比公司的杠杆水平。在行业逐渐走向整合集中的趋势下，较为健康的财务杠杆，确保了未来公司在进一步发展时拥有更大的财务以及资金运作空间。

未来协同布局，打造城市环保基础设施综合体

餐厨垃圾业务发力，探索固废协同模式

布局餐厨垃圾业务，为实现固废协同发展提供重要支撑。公司目前已经明确未来将进一步积极布局其它固废处理项目。餐厨垃圾通常含有较多的油脂等有机质，具有产生量大、含水量高、易腐坏的特点。伟明环保在餐厨垃圾收运上主要采用“桶等车”直运模式，加快收运速度。在处理工艺上，采用“预处理+厌氧消化”的方式，并配套沼气净化和储存系统等设施，可以生成“粗油脂”和“沼气”等高附加值产品。温州餐厨项目于2017年4月获得省级餐厨垃圾试点城市项目补助资金（第一批）314万元，产能为200吨/日，目前已投运。

餐厨垃圾处理业务正稳步推进。目前，公司在餐厨垃圾处理业务上，17年底已有温州餐厨项目已投运，项目产能200吨/日；18年内新增永康餐厨垃圾收运和处理、瑞安餐厨收运、苍南餐厨收运和处理、文成餐厨垃圾收运和处理、玉环餐厨收运、嘉善餐厨厨余及污泥处理、龙泉餐厨粪便处理和江山市餐厨垃圾集中处理中心项目等项目；目前公司总共在手餐厨垃圾清运处置项目为1025吨/日。

图表33：伟明环保餐厨垃圾处理项目

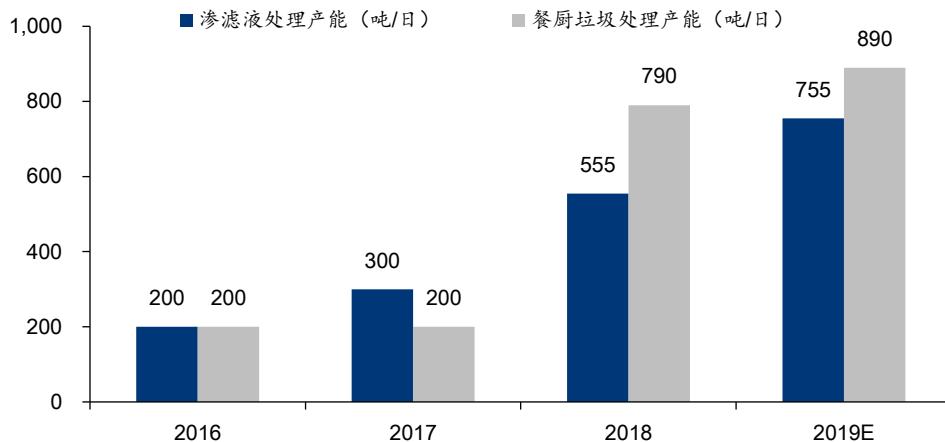
项目名称	业务类型	项目类型	设计产能(吨/日)	项目进展
温州餐厨公司	餐厨垃圾清运处置	BOT	200	运营
文成项目	餐厨垃圾和污泥清运处置	BOT	50	筹建
玉环项目	餐厨垃圾清运处置	BOT	100	在建
瑞安项目	餐厨垃圾清运处置	BOT	150	在建
永康项目	餐厨垃圾清运处置	BOT	100	在建
嘉善项目	餐厨垃圾和污泥清运处置	BOT	300	在建
龙泉项目	餐厨垃圾清运处置	BOT	25	筹建
江山项目	餐厨垃圾集中处理	BOT	100	筹建
合计			1,025	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

渗透液、填埋、污泥处理和农林废弃物业务布局，完善固废协同战略

布局渗透液业务。公司在渗透液业务方面正着手布局，项目数量尚不多。公司目前在手项目有4个，其中武义项目200吨/日、界首项目100吨/日、永康项目（200吨/日）、马站项目（日处理规模55吨/日）已投运。业务布局已经显露雏形，作为公司布局固废协同产业的重要环节，未来公司将进一步加大在固废协同处理方式上的布局力度，实现公司业务的转型升级。

图表34：渗透液与餐厨垃圾处理产能增长



资料来源：公司公告、公司年报、华泰证券研究

布局填埋业务、污泥处理业务和农林废弃物业务。污泥干化处理业务、垃圾填埋以及农林废弃物处理对于公司而言，也是固废协同的发展目标之一。目前，在垃圾填埋方面，公司在手项目是界首生活垃圾焚烧发电项目配套填埋库区工程，以及玉环市垃圾焚烧发电厂配套飞灰填埋场工程和一般工业固体废弃物填埋场工程；在农林废弃物处理方面，主要是界首生活垃圾焚烧发电项目在处置生活垃圾同时，采取与生活垃圾掺烧的形式，协同处置农林废弃物。在污泥处理方面，公司在手项目是在建的玉环污泥干化处理项目(分两期建设，一期处理规模 50 吨/日)，外加新增文成项目（与餐厨垃圾合计 50 吨/日）和嘉善项目（与餐厨垃圾合计 300 吨/日）。公司将在未来发展战略中进一步推进这类业务发展，从而打造更为完整的固废协同处置体系。

图表35：伟明环保污泥处理项目图



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表36：伟明环保垃圾填埋项目图



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

推动垃圾清运业务，进入垃圾处置上游领域

以垃圾清运为入口向垃圾处置上游领域。公司正在积极介入更多的环保领域，包括上游环卫清运市场，这是公司制定的未来发展的重要方向之一。公司不断推进垃圾清运业务，公司的餐厨收运项目也正在推进中，收运车队正在逐步组建。目前，公司有平阳垃圾收运、温州餐厨垃圾收运、苍南餐厨垃圾收运、瓯海生活垃圾运输、嘉善生活垃圾运输等 5 个项目已投运，产能合计超过 2950 吨/日。在建项目 3 个，包括瑞安、永康和玉环的餐厨垃圾收运项目，合计产能 350 吨/日。其他新增项目 3 个，分别为文成餐厨垃圾收运、深圳龙华生活垃圾运输和处理、龙湾区易腐垃圾清运项目，产能合计超过 1050 吨。此外，公司也已成为温州市区餐厨垃圾（不含餐厨废弃食用油脂）收运特许经营权唯一单位，在垃圾收运业务上已在主营区域浙江省内取得初步成效，为进一步推进清运业务奠定了基础。

运营高效，成长性突出，具备能者突围潜力

运营高效，毛利率显著高于行业平均水平

业务覆盖垃圾焚烧发电全产业链，一体化运作带来显著的成本优势。公司拥有国际先进、国内领先的具自主知识产权的垃圾焚烧炉排炉、烟气净化、自动控制等技术，成功应用于生活垃圾焚烧的核心技术研发、设备研制、项目投资、建设、运营等。各业务环节之间形成协同效应，有利于有效降低项目投资成本，加快建设速度，提高运营效率，加强设备运营、维护和维修，并促进技术创新。2018年公司运营毛利率达到了64%，而行业其他企业普遍在40%左右，公司的一体化运营优势明显，运营能力强。

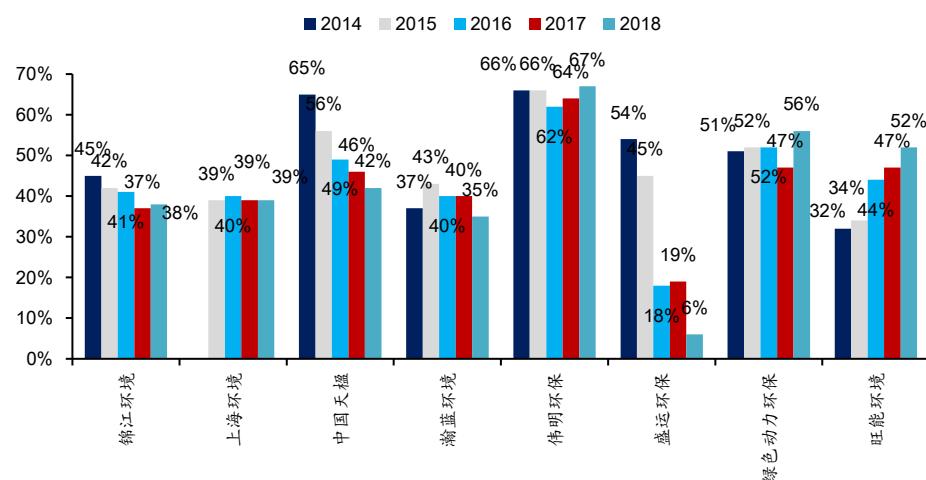
上市公司会计政策差异：垃圾焚烧会计处理方法各不相同。伟明环保垃圾发电项目毛利率高出行业平均较多，主要是因为设备折旧费用少，设备折旧费用可以占到垃圾焚烧成本的40%-50%，伟明环保采取的折旧方法是按照特许经营权年限折旧，按照2018年特许经营权折旧的数据估计，综合折旧年限在25年，折旧年限长于启迪桑德、瀚蓝环境、中国天楹、光大国际（这些公司采取特许经营权和资产使用年限孰短方法折旧，一般综合折旧年限20年）。

图表37：部分垃圾发电行业上市公司主要业务情况

公司	建造		设备		运营				综合毛利率 (2018)			
	是否土建自己做(2018)	BOT/BOO是否计入建造收(2018)	建造期毛利率(2018)	是否自产设备(2018)	是否计入设备收入(2018)	设备毛利率(2018)	运营项目毛利率(2014)	运营项目毛利率(2015)	运营项目毛利率(2016)	运营项目毛利率(2017)	运营项目毛利率(2018)	
锦江环境	是	是	17%	否	否	-	45%	42%	41%	37%	38%	38%
光大国际	是	是	NA	是	是	NA	NA	NA	NA	NA	NA	35%
上海环境	否	否	-	否	否	-	NA	39%	40%	39%	39%	37%
中国天楹	否	否	-	是	是	36%	65%	56%	49%	46%	42%	36%
瀚蓝环境	部分是	部分是	NA	否	否	-	37%	43%	40%	40%	35%	30%
伟明环保	否	否	-	是	是	46%	66%	66%	62%	64%	67%	60%
盛运环保	是	是	20%	是	是	20%	54%	45%	18%	19%	6%	2%
绿色动力	是	是	NA	否	否	-	51%	52%	52%	47%	56%	56%
旺能环境	否	否	-	否	否	-	32%	34%	44%	47%	52%	52%

资料来源：Wind、公司公告、华泰证券研究所

图表38：垃圾焚烧主要A股上市公司运营毛利率变化(2014-2018)

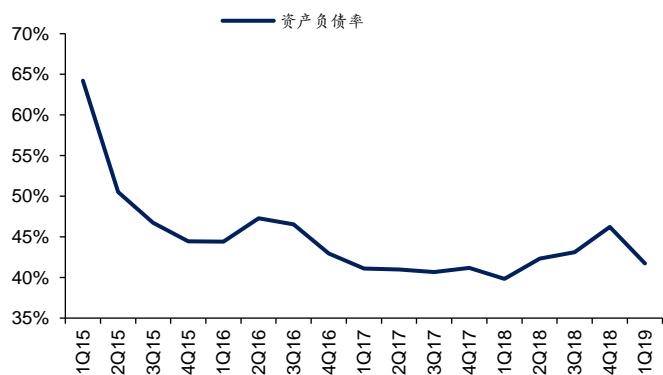


资料来源：各公司公告、华泰证券研究所

资本结构稳健，ROE 行业领先

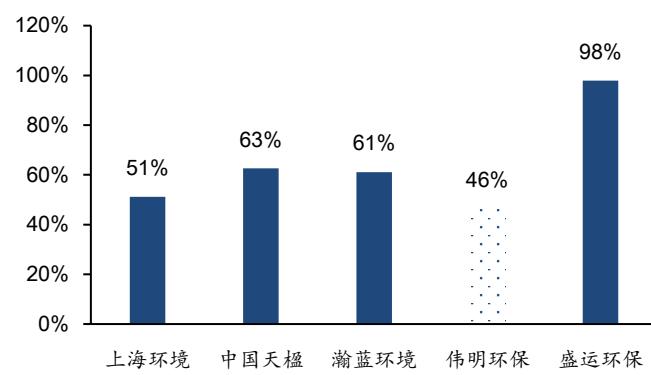
资本结构持续稳健优化，资产负债率显著低于行业平均水平，在融资成本上升、行业竞争加剧，走向整合集中的背景下使公司占得先机。公司的资产负债率在刚上市的 2015 年中一度达到 50.5%，在当时的行业中属于较高水平。公司上市之后一直专注于项目高效运营和稳步扩张，做到了在营业收入稳定较快增长的情形下资产负债率稳定下降，公司的资产负债率已经在 2018 年一季度下降到 39.8%，显著低于行业平均水平；虽然 2、3、4 季度负债率有所提升，2018 年末资产负债率达到 46.2%，但仍低于行业内多数可比公司。

图表39：伟明环保上市以来资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

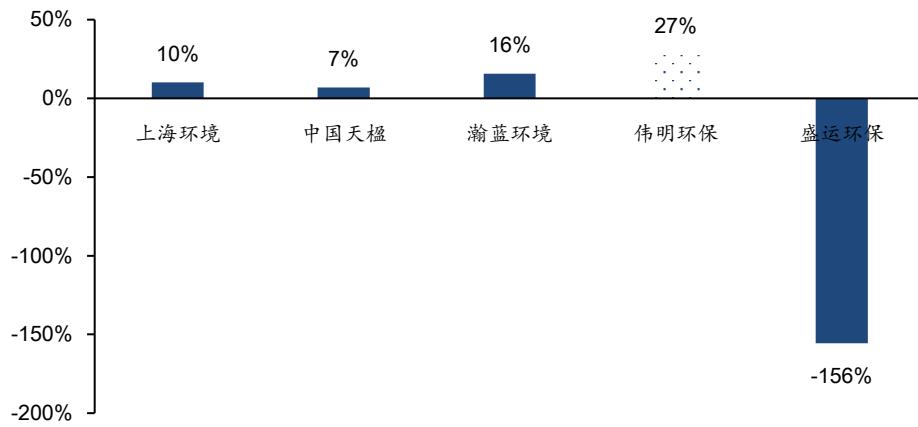
图表40：2018 年垃圾焚烧主要 A 股上市公司资产负债率情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

资产负债率持续降低的同时，公司 ROE 维持在行业领先水平。得益于公司管理和运营的高效和持续优化，公司的 ROE 由 2016 年的 21.48% 增长到了 2018 年的 27.50%。公司在资产负债率低于行业平均水平的同时实现了高于行业平均水平的 ROE，反映出公司领先的运营效率，在保持较低资产负债率的同时稳健成长。

图表41：2018 年垃圾焚烧主要 A 股上市公司 ROE 情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

研发投入力度不减，提升公司技术优势

公司在过去数年间始终不断推进自身技术研发，增强技术优势。截至 2018 年底，公司累计取得发明专利 15 项、实用新型专利 70 项，软件著作权 14 项。公司垃圾焚烧发电领域涉及的技术研发、设备运营等服务均由控股子公司伟明设备提供，其被认定为浙江“伟明环境治理设备省级高新技术企业研究中心”。公司承担的“基于膜分离的废水深度处理和资源

化关键技术与工程应用”项目取得上海市科技进步一等奖。苍南项目、武义项目被列为城镇污水垃圾处理设施及污水管网工程项目 2017 年中央预算内投资计划。瑞安项目、嘉善项目取得国家发改委碳减排项目备案。垃圾焚烧发电的核心设备，如垃圾焚烧炉、烟气处理设备、自动化控制设备均由子公司伟明设备自行制造提供，焚烧设备的日常检修、大修及技改都由伟明设备独立完成。因此公司具备较强的核心设备制造安装能力，有效地保障了公司技术及运营的竞争力。公司历年来的研发支出逐年增加，从 15 年的 596 万元增加至 2018 年的 1708 万元。技术人员人数也从 2015 年的 207 人增加至 2018 年的 392 人。公司始终将技术创新作为日常经营的重要领域，并取得显著的成绩。

图表42：伟明环保研发支出与研发人员数量



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

19-21 年业绩处于快速增长通道，目标价 29.26-31.92 元

预计 19-21 年业绩处于快速增长通道，19-21 年净利润复合增速为 21.4%

预计公司 19-21 年净利润复合增速为 21.4%

受益于垃圾焚烧发电产能在 19-21 年的逐步释放、在手餐厨项目的投运，设备销售及技术服务（包括垃圾处理、质控设备等，整个垃圾焚烧系统）收入的确认，我们预计伟明环保收入规模有望进一步提升，项目运营毛利率预计依然维持在较高水平。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润 9.17/11.20/13.30 亿元，对应 EPS 为 1.33/1.63/1.93 元，公司当前股价对应 2019-2021 年 19x/16x/13x P/E，参考同行业上市公司 2019 年平均 P/E21x，公司营运能力优秀，ROE 行业领先，毛利率显著高于同行，认可其享有一定的估值溢价，我们给予公司 2019 年 22-24x 目标 P/E，对应目标价 29.26-31.92 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

项目运营：19-21 年收入增速 28.5%/16.7%/27.7%，毛利率 67.1%/66.6%/66.1%

在手垃圾焚烧发电产能逐步释放。考虑在建/拟建产能逐步释放（假设建设周期 18 个月左右），截止 2018 年底，公司运营垃圾处理项目的设计日处理能力为 12135 吨/日（其中 18 年新增投运武义项目 900 吨/日），在建项目的设计日处理能力为 3700 吨/日，筹建项目的设计日处理能力为 9600 吨/日，项目全部投产后公司拥有及管理设计日处理能力为 25435 吨/日，考虑到在建项目：万年项目、界首项目、瑞安二期项目、玉环项目、临海项目、嘉善项目目前开展顺利，预计这些项目 19 年内将会投产，19 年底投运产能将到达 1.6 万吨/年，考虑公司在手项目的签约时间和投产周期，预计 20 年底投运产能将到达 2.0 万吨/年。

发电业务吨垃圾发电量和上网电价维持较高水平。考虑到公司项目区域布局优异，将有效保证垃圾热值和吨垃圾发电量，我们假设 19-21 年吨垃圾发电量分别为 374、376、376 千瓦时/吨，平均上网电价（含税）保持在 0.64 元/千瓦时。则垃圾发电业务 19-21 年发电收入预计为 9.18 亿/10.73 亿/13.70 亿。

图表43：垃圾发电收入预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
垃圾发电收入（百万元）	617	715	918	1073	1370
吨发电量（千瓦时/吨）	370	372	374	376	376
上网电量（亿千瓦时）	11.2	12.9	16.2	18.8	24.0
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

垃圾处置收入保持平稳增长。结合公司 19-21 年新增产能 0.32 万吨/0.36 万吨/0.34 万吨，同时考虑当年新增产能较多可能会拉低整体产能利用率，公司 18 年垃圾焚烧产能利用率为 85%，我们预计 19-21 年产能利用率为 86%/82%/90%（垃圾处置需求较好，但新增产能由于一般并非全部为年初投运，故会拉低当年全年产能利用率）。结合各个项目签约垃圾处置费用，我们预计 19-21 年加权平均垃圾处置费（含税）保持稳定（18 年为 76 元/吨），均为 76 元/吨。综合来看，公司垃圾处置收入预计 19-21 年为 3.5 亿/4.1 亿/5.2 亿。

图表44：垃圾处置收入预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
设计产能（万吨/日）	1.1	1.36	1.68	2.0	2.4
垃圾焚烧量（万吨）	370.3	424	530	612	781
加权平均吨垃圾处置费（元/吨）	76	76	76	76	76
垃圾处理费收入（百万元）	242	275	353	410	524

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

综合垃圾焚烧发电+垃圾处置，同时考虑新投运的垃圾收运项目也于 2018 年开始贡献收入（公司已有平阳垃圾收运项目、温州餐厨收运项目投运，永康项目、瑞安项目处于在建状态，但仅有平阳垃圾收运项目计入项目运营板块，其余计入餐厨垃圾处置板块），预计 19-21 年垃圾焚烧项目运营板块收入分别为 12.71 亿/14.83 亿/18.93 亿；毛利率方面，18 年板块毛利率为 67.1%，考虑到项目产能在 19-21 年的快速释放，产能利用率的下降会导致毛利率呈现小幅下滑趋势（由于成本端折旧占比高，产能利用率降低会驱动毛利率应该有下滑，但并不会使得其大幅下滑，主因为新投运项目中扩建项目吨投资可能会下降，使得该项目的吨折旧下降，单个项目的吨成本降低），预计 19-21 年毛利率分别为 67.1%、66.6%、66.1%。

设备销售及技术服务：19-21 年收入增速 9.9%/41%/-4%，毛利率 48.6%/48.6%/48.6%

设备销售及技术服务方面，设备公司 2017 年开始确认销售成套设备技术服务费收入，18 年实现收入 5.1 亿，毛利润 2.5 亿，毛利率 48.6%。设备包括垃圾处理、自控设备等，整个垃圾焚烧系统，设备量与新增项目有关，从确认时点来看，大部分是后期安装收入占比比较大，且与新增产能投资规模增长幅度有关。故根据 19-21 年新增产能投资情况（19-21 年新增产能 0.32 万吨/0.36 万吨/0.34 万吨，吨投资在 40-50 万元），我们预计设备销售及技术服务板块 19-21 年营收增速为 9.9%/41%/-4%；毛利率短期无明显因素引起波动变化，预计将维持在 18 年的水平，预计 2019-2021 年毛利率 48.6%/48.6%/48.6%。

其他业务板块：渗滤液处置/餐厨垃圾处置收入占比较小

渗滤液处理板块：公司在手渗滤液处理项目 4 个，其中武义渗透液处理 200 吨/日，界首项目 100 吨/日已投运；永康项目（日进水处理渗滤液 100m³）、马站项目（日处理规模为 200m³）。受界首项目新增投产影响，2018 年整体利用率为 65%（17 年为 79%），19、20 年产能利用率预计分别为 85%、95%，21 年所有在手项目达产后产能利用率有望提升至 95%。我们预计渗滤液处理板块 19-21 年营收为 0.11 亿元/0.16 亿元/0.19 亿元；毛利率短期无明显因素引起波动变化，预计 2019-2021 年毛利率维持在 18 年 34.9% 的水平。

餐厨垃圾处置板块：公司目前已投运产能有温州餐厨 200 吨/日，另有玉环餐厨 100 吨在建+瑞安餐厨 150 吨筹建+永康餐厨 100 吨筹建+文成项目 150 吨筹建，考虑在手产能的逐步释放，预计 19-22 年投运产能 890 吨/日、990 吨/日、1290 吨/日、1290 吨/日；公司 18 年餐厨垃圾处置项目产能利用率 36.5%，考虑新增产能对当年利用率拉低的影响，预计 19-21 年产能利用率分别为 70%、70%、75%，在处置单价保持不变的假设下，预计餐厨垃圾处置板块 19-21 年的收入为 0.55 亿、0.61 亿、0.86 亿；预计毛利率维持在 18 年 36.5% 的水平。

图表45：餐厨处置收入预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
垃圾处置收入（亿元）	0.19	0.26	0.55	0.61	0.86
投运产能（吨/日）	200	790	890	990	1290
产能利用率	94%	37%	70%	70%	75%
清运餐厨垃圾(万吨)	6.9	10.5	22.7	25.3	35.3

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表46: 分部收入与成本预测 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	693	1,029	1,547	1,919	2,373	2,781
同比增速	2.7%	48.5%	50.3%	24.0%	23.7%	17.2%
项目运营	669	858	989	1,271	1,483	1,893
渗滤液处置	5	5	6	11	16	19
餐厨垃圾处置	12	20	26	55	61	86
其他	7	8	13	14	15	15
设备销售及技术服务		138	505	555	781	748
成本	263	398	614	759	963	1113
项目运营	251	306	325	419	496	642
渗滤液处置	3	3	4	7	11	12
餐厨垃圾处置	9	14	17	35	39	55
其他	0	0	1	0	0	0
垃圾清运			9	13	16	20
设备销售及技术服务	0	74	260	285	401	384

资料来源: 伟明环保年度报告 (2016-2018), 华泰证券研究所

图表47: 分部毛利率预测 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利润	430	631	933	1,160	1,410	1,668
项目运营	418	552	664	853	987	1,251
渗滤液处置	2	2	2	4	5	7
餐厨垃圾处置	3	6	9	20	22	31
其他	7	8	12	14	15	15
设备销售及技术服务		64	245	270	380	364
毛利率	62.1%	61.3%	60.3%	60.4%	59.4%	60.0%
项目运营	62.5%	64.3%	67.1%	67.1%	66.6%	66.1%
渗滤液处置	45.2%	33.7%	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%
餐厨垃圾处置	27.3%	31.0%	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%
其他	94.1%	95.1%	96.9%	96.9%	96.9%	96.9%
设备销售及技术服务		46.2%	48.6%	48.6%	48.6%	48.6%

资料来源: 伟明环保年度报告 (2016-2018), 华泰证券研究所

费用及净利润预测: 预计 2019-2021 年归母净利润增速分别为 23.9%/22.1%/18.7%。

- 1) 费用率: 公司 18 年年报中提出 19 年目标: 做好成本费用管理, 不断提升公司管控水平。假设 19 年管理费用率较 18 年小幅下降 0.1pct, 假设 2019-2021 年管理费用率基本维持不变, 研发费用小幅提升但研发费用率呈现逐年微降趋势, 19-21 年每年下降 0.1pct; 销售费用率 2019-2021 年基本维持不变; 财务费用方面, 由于 19-21 年新增项目产能较多, 资本开支加大, 有息负债规模增加, 财务费用将呈现增加态势。
- 2) 净利润: 预计公司 2018-2020 年归母净利分别增长 23.9%/22.1%/18.7% 至 9.17/11.20/13.30 亿元, 2019-2021 年归母净利润复合增速将高达 21.6%。

图表48: 费用及净利润预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
管理费用	84	80	97	120	141
占主营业务收入%	8.1%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%
销售费用	9	13	16	20	23
占主营业务收入%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
财务费用	47	45	61	69	78
占主营业务收入%	4.6%	2.9%	3.2%	2.9%	2.8%
研发费用		17	19	21	22
占主营业务收入%		1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
归母净利润	507	740	917	1,120	1,330
净利率	49.2%	47.8%	47.8%	47.2%	47.8%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 29.26-31.92 元

受益于垃圾焚烧发电产能在 19-21 年的逐步释放、在手餐厨项目的投运，设备销售及技术服务（包括垃圾处理、自控设备等，整个垃圾焚烧系统）收入的确认，我们预计伟明环保收入规模有望进一步提升，项目运营毛利率预计依然维持在较高水平。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润 9.17/11.20/13.30 亿元，对应 EPS 为 1.33/1.63/1.93 元，公司当前股价对应 2019-2021 年 19x/16x/13x P/E，参考同行业上市公司 2019 年平均 P/E21x，公司营运能力优秀，ROE 行业领先，毛利率显著高于同行，认可其享有一定的估值溢价，我们给予公司 2019 年 22-24x 目标 P/E，对应目标价 29.26-31.92 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

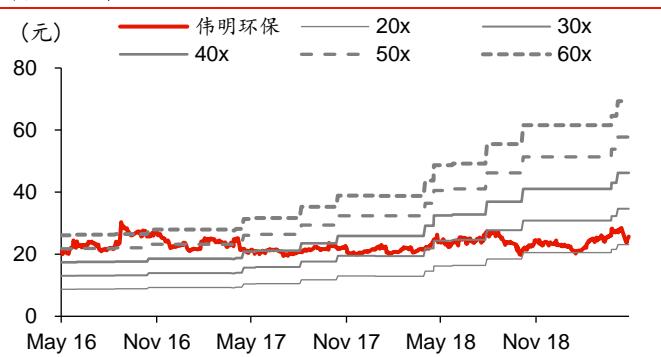
图表49：可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
		2019/5/13	2019/5/13	19E	20E	19E	20E	19E	20E
旺能环境	002034	16.06	6690	16	13	2	2	10%	12%
上海环境	601200	10.39	9489	16	13	1	1	9%	10%
绿色动力	601330	11.18	9798	30	19				
平均值			8659	21	15	2	1	10%	11%
伟明环保	603568	25.67	17654	19	16	16	5	24%	24%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

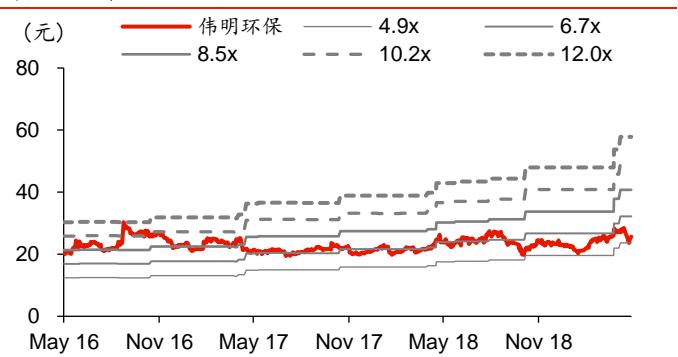
PE/PB - Bands

图表50：伟明环保历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表51：伟明环保历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

- 1) 垃圾发电电价存在下调风险。**根据 2012 年发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，为了引导垃圾焚烧发电行业的发展，国家给予垃圾焚烧发电企业一定的上网电价补贴：折算每吨生活垃圾上网电量在 280 千瓦时/吨以内的部分执行垃圾发电标杆电价 0.65 元/千瓦时，超出 280 千瓦时/吨的部分才执行当地同类燃煤发电机组上网电价。未来国家对于行业的引导政策可能发生变化，电价补贴可能减少甚至取消，垃圾发电标杆电价可能会进一步向燃煤发电机组标杆电价靠拢。
- 2) 垃圾焚烧项目投产进度不达预期。**项目投产进度很可能受地方政策、天气、居民抗议等因素影响而不及预期，项目建设滞后无法按计划投产。
- 3) 项目运营风险。**运营期内因环保要求提高、人工耗材等运营成本上升导致公司运营成本上升的可能性较大。公司签订协议中约定：由于国家环保标准调整、产业政策调整、物价指数变化使公司生产成本或收入发生较大变化时，可相应调整垃圾处置费标准。但由于具体调整限定了成本变化幅度、双方重新测算程序等前提，且需双方具体协商，因此行业内公司仍有可能面临因运营成本上升而垃圾处置费标准不能得到及时、到位的调整而导致收益下降的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,154	1,862	1,699	1,759	1,740
现金	541.73	1,186	899.07	803.15	649.45
应收账款	242.73	360.27	446.79	552.53	647.62
其他应收账款	6.49	33.41	41.43	51.24	60.06
预付账款	23.86	32.12	39.69	50.35	58.23
存货	80.94	89.98	111.17	141.05	163.11
其他流动资产	258.72	161.06	161.06	161.06	161.06
非流动资产	2,777	3,877	4,845	6,250	7,567
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	92.47	89.44	124.47	147.10	186.99
无形资产	2,107	2,467	2,808	3,131	3,437
其他非流动资产	577.72	1,320	1,912	2,972	3,943
资产总计	3,932	5,739	6,544	8,010	9,307
流动负债	461.52	659.79	744.14	1,127	1,474
短期借款	0.00	0.00	0.00	200.00	400.00
应付账款	208.40	300.52	371.30	471.10	544.80
其他流动负债	253.13	359.27	372.84	456.28	528.98
非流动负债	1,158	1,994	2,024	2,268	2,232
长期借款	301.48	566.69	597.15	840.81	805.32
其他非流动负债	856.11	1,427	1,427	1,427	1,427
负债合计	1,619	2,653	2,768	3,395	3,706
少数股东权益	7.00	8.36	8.36	8.36	8.36
股本	687.81	687.72	687.72	687.72	687.72
资本公积	279.93	293.02	293.02	293.02	293.02
留存公积	1,425	1,994	2,787	3,625	4,611
归属母公司股东权益	2,306	3,077	3,767	4,606	5,592
负债和股东权益	3,932	5,739	6,544	8,010	9,307

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	664.50	743.93	1,146	1,391	1,618
净利润	506.86	740.06	916.81	1,120	1,330
折旧摊销	124.37	137.88	159.74	180.93	202.65
财务费用	46.98	45.09	61.47	69.22	78.45
投资损失	(6.13)	(5.66)	(5.66)	(5.66)	(5.66)
营运资金变动	(27.29)	(198.08)	13.40	27.14	12.55
其他经营现金	19.71	24.65	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(390.08)	(876.11)	(1,122)	(1,581)	(1,514)
资本支出	440.36	1,067	1,124	1,583	1,516
长期投资	(36.13)	(190.66)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(14.16)	(0.26)	(2.48)	(2.48)	(2.48)
筹资活动现金	(80.54)	796.49	(310.31)	93.30	(257.37)
短期借款	0.00	0.00	0.00	200.00	200.00
长期借款	14.82	265.21	30.46	243.66	(35.49)
普通股增加	7.11	(0.09)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	98.75	13.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(201.22)	518.29	(340.77)	(350.37)	(421.88)
现金净增加额	193.88	664.31	(286.46)	(95.92)	(153.70)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,029	1,547	1,919	2,373	2,781
营业成本	398.48	614.17	758.83	962.78	1,113
营业税金及附加	20.64	23.16	28.72	35.52	41.63
营业费用	9.33	12.95	16.06	19.86	23.28
管理费用	83.86	80.12	97.44	120.50	141.24
财务费用	46.98	45.09	61.47	69.22	78.45
资产减值损失	1.42	8.92	9.14	11.31	13.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.13	5.66	5.66	5.66	5.66
营业利润	574.94	860.47	1,069	1,305	1,549
营业外收入	2.61	1.52	1.52	1.52	1.52
营业外支出	1.93	3.47	3.64	3.82	4.01
利润总额	575.62	858.53	1,066	1,303	1,547
所得税	68.77	120.47	149.64	182.79	217.01
净利润	506.86	738.06	916.81	1,120	1,330
少数股东损益	0.00	(1.99)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	506.86	740.06	916.81	1,120	1,330
EBITDA	638.75	951.69	1,174	1,412	1,661
EPS (元, 基本)	0.74	1.08	1.33	1.63	1.93

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	48.51	50.29	24.01	23.67	17.21
营业利润	100.24	49.66	24.18	22.12	18.71
归属母公司净利润	54.27	46.01	23.88	22.15	18.72
盈利能力 (%)					
毛利率	61.29	60.30	60.45	59.42	59.97
净利率	49.24	47.83	47.78	47.20	47.81
ROE	24.00	27.50	26.79	26.75	26.07
ROIC	22.78	30.68	29.22	25.25	22.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.18	46.23	42.30	42.39	39.82
净负债比率 (%)	21.02	24.46	22.66	31.54	33.33
流动比率	2.50	2.82	2.28	1.56	1.18
速动比率	2.33	2.69	2.13	1.44	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.32	0.31	0.33	0.32
应收账款周转率	4.48	5.13	4.75	4.75	4.63
应付账款周转率	2.25	2.41	2.26	2.29	2.19
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.08	1.33	1.63	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.08	1.67	2.02	2.35
每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.47	5.48	6.70	8.13
估值比率					
PE (倍)	34.83	23.85	19.26	15.76	13.28
PB (倍)	7.66	5.74	4.69	3.83	3.16
EV_EBITDA (倍)	28.04	18.82	15.25	12.69	10.78

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。

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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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

©版权所有 2019年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

—报告发布日后的6个月内行业的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

—报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

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