

伟明环保(603568)

报告日期: 2019年11月14日

产能集中释放, 业绩有望快速增长

——伟明环保深度报告

✍ : 牛波 执业证书编号: S1230518090002
☎ : 021-80108518
✉ : niubo@stocke.com.cn

报告导读

行业进入产能集中释放期, 公司近三年产能翻倍, 业绩将快速增长。

投资要点

□ 行业: 垃圾焚烧行业处于快速发展期, 近两年产能将集中释放

至 2017 年底, 我国垃圾焚烧处理规模达到了 29.81 万吨/日, 占清运比例 39%, 据生物质能产业促进会预测, 我国将在 2035 年达到 124.55 万吨/日, 占比 75%, 年均复合增速 8.27%, 行业未来将持续发展。“十三五”规划指出到 2020 年完成 59 万吨/日规模投运, 因此 2018~2020 年需要投建 30 万吨/日规模, 复合增速达到 25.29%, 产能将集中在近两年释放。据 E20 统计, 截至 2017 年, 行业前 20 企业合计在手订单已经覆盖 65.18 万吨/日, 规划目标或有望顺利实现。

□ 公司: 近三年规模新增 110%, 综合竞争实力强劲新订单不断落地

据我们统计, 截至 2018 年底公司垃圾焚烧发电在运规模为 13635 吨/日 (不含餐厨等), 目前公司在手订单充足, 预计 2019~2021 年分别达到 16085、22285 和吨 28585 万吨/日, 三年新增 110% 规模, 业绩将逐步增厚。公司技术研发实力强劲、拥有先进设备生产能力、也具备二十年的管理运营经验, 因此公司在竞标中更易获得订单。2019 年上半新获合计 3500 吨/日规模订单, 占存量的 26%。我们认为在行业高景气背景下, 公司凭借自身竞争优势有望持续获得新的订单, 从而推动业绩持续增长。同时, 公司围绕固废行业进行上下游多业务布局, 目前已开拓餐厨垃圾处理、环卫清洁服务、渗滤液处理等, 其中餐厨和环卫发展较快, 有望成为未来整体业绩新的增长点。

□ 盈利预测及估值

公司所处垃圾焚烧行业处在快速发展阶段, 随着新项目的逐步投运公司整体业绩将快速增长。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 1.34、1.73、2.06 元/股, 同比增长 24.29%、29.05% 和 19.19%, 对应现股价 PE 为 16X、13X 和 11X, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 项目推进或不及预期, 电费国补部分或有下调风险等。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1547	1900	2664	3242
(+/-)	50.29%	22.83%	40.18%	21.71%
归母净利润	740	920	1187	1415
(+/-)	46.01%	24.29%	29.05%	19.19%
每股收益 (元)	1.08	1.34	1.73	2.06
P/E	20	16.34	12.66	10.63

评级

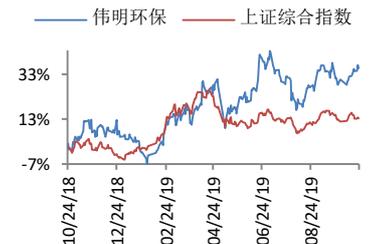
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 21.10

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.27
2Q/2019	0.27
1Q/2019	0.34
4Q/2018	0.24



公司简介

公司以固体废弃物处理为主, 业务主要集中在固废处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、建设和运营管理, 至今已相继投资、建设和运营 30 余座环保产业项目, 是国内领先的垃圾焚烧处理企业。

相关报告

报告撰写人: 牛波

数据支持人: 牛波

正文目录

1. 公司简介	4
1.1. 经营固废领域二十载，浙江省优秀的家族型民企	4
1.2. 聚焦垃圾焚烧发电，近几年业绩增长迅速	5
2. 行业：垃圾焚烧行业步入快速发展阶段，项目稳健业绩易于把握	7
2.1. 行业发展迅速，近两年产能将集中释放	7
2.2. 项目收入来源多元稳定有保障，标准化程度高业绩易于把握	10
3. 公司：产能集中释放，订单充足新单不断，多业务协同布局深耕固废	12
3.1. 垃圾焚烧运营未来三年产能新增 110%，业绩将快速增长	12
3.2. 竞争实力强劲，新订单不断落地	13
3.3. 发行转债助力项目推进	14
3.4. 多业务协同布局深耕固废领域	15
4. 盈利预测与估值	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 估值	18
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 截至 2018 年年报公司股权结构情况	5
图 3: 典型垃圾焚烧发电工艺流程示意图	5
图 4: 2014~2018 年公司业绩情况一览 (单位: 百万元)	6
图 5: 2014~2018 年公司主要业务毛利率一览	6
图 6: 2016~2018 年公司费用率情况一览	6
图 7: 2018 年底公司按营收角度划分业务占比情况	6
图 8: 2016~2018 年公司发电量、上网量和结算情况一览	6
图 9: 2016~2018 年公司入库垃圾、发电效率和上网率一览	6
图 10: 2016~2018 年公司分地区垃圾入库情况 (万吨/年)	7
图 11: 2016~2018 年公司分地区发电量情况 (亿度/年)	7
图 12: 2007~2017 年我国生活垃圾清运量及焚烧占比情况	8
图 13: 2007~2017 年我国生活垃圾焚烧无害化处理工厂数量	8
图 14: 2007~2017 年我国生活垃圾焚烧日均处理能力	8
图 15: 2007~2017 年我国生活垃圾分年度处理能力	8
图 16: 2010~2035 年我国生活垃圾焚烧处理能力情况及预测	8
图 17: “十三五”处理规划指标及开局两年发展情况 (万吨/日)	8
图 18: 2015~2035 年我国垃圾焚烧行业累积投资规模预测	9
图 19: 2015~2035 年我国垃圾焚烧行业运营市场规模预测	9

图 20: 截至 2017 年我国垃圾焚烧行业竞争格局 (吨/日)	9
图 21: 截至 2017 年底主要经营垃圾焚烧上市企业在运和拟建投建规模统计一览 (吨/日)	10
图 22: 典型 1000 吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利水平图示 (万元)	11
图 23: 典型 1000 吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利指标图示 (万元)	11
表 1: 公司历年限制性股票和员工持股激励计划主要内容	7
表 2: 典型 1000 吨/日垃圾焚烧发电厂单厂盈利模型	11
表 3: 公司 2016~2020 年在运和每年新投运项目情况一览表	12
表 4: 公司 2019 年年初至今垃圾焚烧发电新中标项目一览	14
表 5: 可转债拟募投项目和资金使用情况列表	15
表 6: 伟明环保餐厨垃圾处理项目一览表	15
表 7: 公司分业务盈利预测表	17
表 8: 可比公司估值表	18
表附录: 三大报表预测值	19

1. 公司简介

浙江伟明环保股份有限公司成立于 2001 年，总部位于浙江省温州市，公司主营城市生活垃圾焚烧发电业务，是国内领先的生活垃圾焚烧处理企业。截至 2018 年 12 月 31 日，公司已在浙江、江苏、安徽、江西等多个省份投资垃圾焚烧项目，其中 19 个项目已成功运行，筹建垃圾焚烧项目 16 个；餐厨垃圾处理在手项目 10 个，渗滤液处理在手项目 4 个，污泥处理在手项目 2 个。公司前身为临江垃圾发电有限公司，2005 年 12 月临江公司变更为股份有限公司，伟明环保成为该集团旗下唯一从事固废处理业务平台，2015 年 5 月在上海证券交易所上市。

1.1. 经营固废领域二十载，浙江省优秀的家族型民企

经营固废领域二十载。据草根调研得知，1998 年公司创始人项光明先生敏锐的把握了行业机会，从经营食品机械行业转型垃圾焚烧发电，以 BOT 方式投资建设垃圾焚烧发电厂，第一座东庄垃圾发电厂于 2000 年并网发电。公司成立初期就以固体废弃物处理为主业，深耕垃圾焚烧发电行业，2015 年上市后在资本市场的助推下发展更为迅速，至今已在浙江省内外投资运营垃圾焚烧发电项目累计 39 个，其中已建项目 19 个，日均处理生活垃圾达 14255 吨。

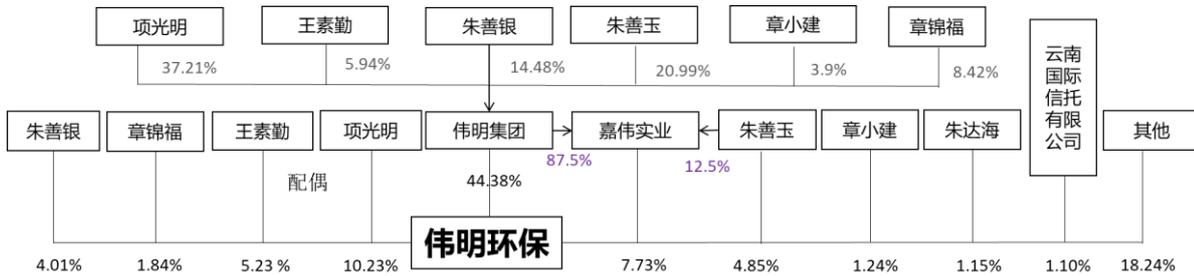
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

典型家族企业，上市以来公司控股股权结构稳定。据 2018 年年报显示，公司目前共有股本 6.88 亿股。控股股东为伟明集团，持股占比 44.38%。项光明、王素勤、朱善玉和朱善银系一致行动人，直接和间接控制公司 64.5% 股份。其中，项光明与王素勤系配偶关系，项光明与朱善玉、朱善银系外甥与舅舅关系，朱善玉与朱善银系兄弟关系。另外前十大股东中，章锦福系项光明妹妹的配偶，章小建系王素勤妹妹的配偶。公司是典型的家族民营企业，上市以来控股股东股权结构稳定未出现重大变化，有利于公司长远发展。

图 2：截至 2018 年年报公司股权结构情况



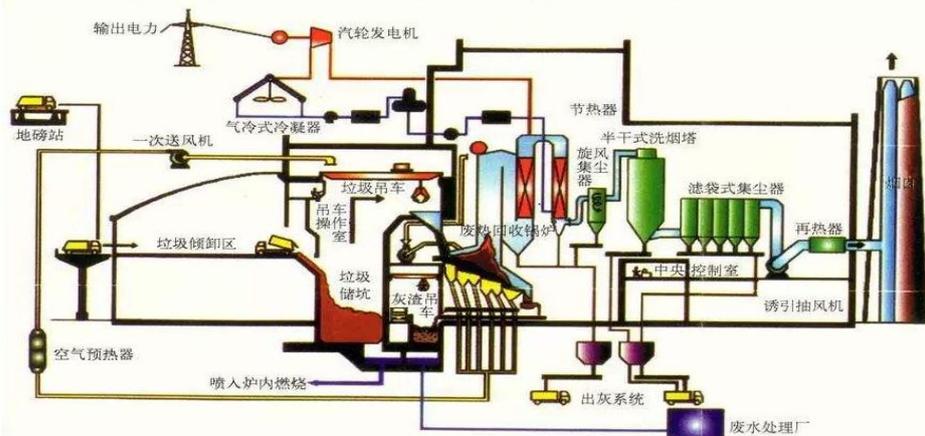
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2. 聚焦垃圾焚烧发电，近几年业绩增长迅速

主业聚焦于垃圾焚烧行业的固废处理处置公司。公司主要聚焦于垃圾焚烧发电，在投资运营的基础上同时拓展了垃圾焚烧炉设备销售及技术服务、餐厨垃圾处置、渗滤液处理和垃圾清运等业务。据 2018 年年报显示，上述各业务单元营业收入贡献占比分别为 64.48%、32.89%、1.66%、0.41% 和 0.56%。公司主业垃圾焚烧发电主要工作流程是：城市生活垃圾由环卫系统收运至垃圾焚烧厂，经简单预处理后投入焚烧炉内在 850℃ 环境下氧化焚烧，通过焚烧可以对生活垃圾进行大幅度减量化和无害化，同时，产生的热量可以驱动锅炉发电，从而实现对能量的回收利用。公司深耕垃圾焚烧并沿产业链进行了上下游布局，是一家典型的围绕生活垃圾开展业务的固体废物处理处置公司。

注重研发，核心设备自产。公司是中国首批拥有垃圾焚烧发电技术自主知识产权的企业，并获得国家环保部颁发的生活垃圾处理甲级运营资质，承担两项国家 863 课题、1 项国家火炬计划项目研究，参与制订多项生活垃圾焚烧处理国家标准。伟明环保设备公司入选国家工信部 148 家《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录依托单位名单》之一。据 2018 年年报披露，报告期末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。核心专利技术在手，有利于降低内生成本提高盈利水平，同时实现对外销售创造新的利润增长点。

图 3：典型垃圾焚烧发电工艺流程示意图

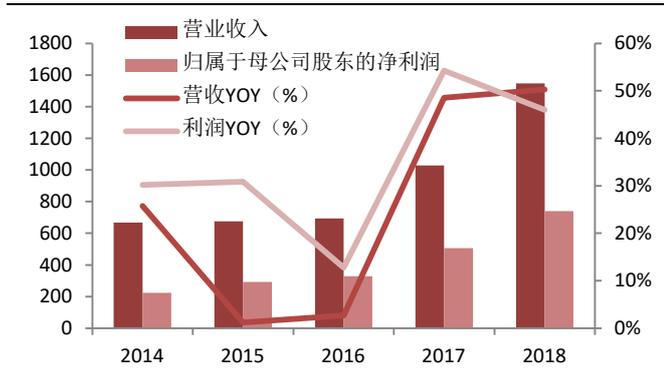


资料来源：互联网、浙商证券研究所

近几年业绩增长迅速。2014~2018 年期间，随着项目订单的不断获取和在手项目的逐步投运，公司入库垃圾量、发电量、上网电量等指标均有所提高，业绩亦出现了快速增长。上述期间，公司分别实现营业收入 6.67, 6.75, 6.93,

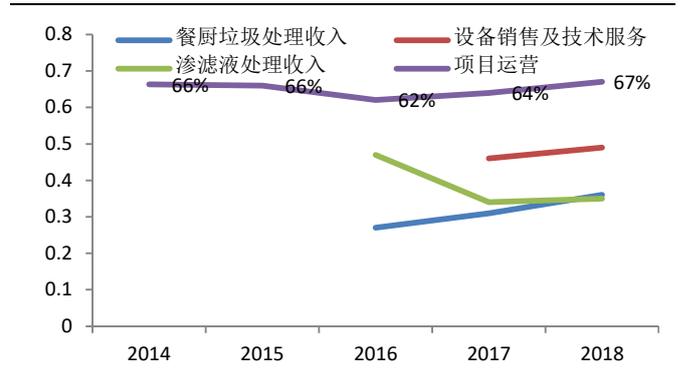
10.29 和 15.47 亿元，同比增长 25.73%、1.21%、2.68%、48.51%、50.29%，实现归母净利润 2.23、2.91、3.29、5.07 和 7.4 亿元，同比增长 30.20%、30.88%、12.77%、54.27%和 46.01%。公司业绩特点包括：1) **整体毛利率高且稳定**：公司毛利率自 2014 年以来一直保持在 60%以上，毛利率高于行业平均水平由于公司精细化管理、设备自产自用、会计折旧方法和大修费用处理等所致，稳定主要是由于运营业务占比持续较高，且运营业务由政府授予的特许经营权保障项目收益效益所致，变化和调整幅度有限。2016 年公司综合毛利率下降，主要是由于运营部分增值税优惠政策发生调整，垃圾处置业务由免征调整为 70%即征即退所致，之后逐渐回升受益于运营管理优化；2) **2017 年起业绩出现大幅增长，会计政策调整和新建项目投运是主因**：主要源于公司会计科目调整，即在 BOT 项目建设期开始确认了设备销售与技术服务收入，加之新建项目的推进，发电和处置服务业务量增长较快推动了公司业绩较大幅度变化。3) **加强了费用的管控**：近五年三费占营收比例逐年下降，尤其是财务费率和管理费用率下降明显，分别由 16.49%下降至 2.91%，10.06%下降至 5.18%。

图 4：2014~2018 年公司业绩情况一览（单位：百万元）



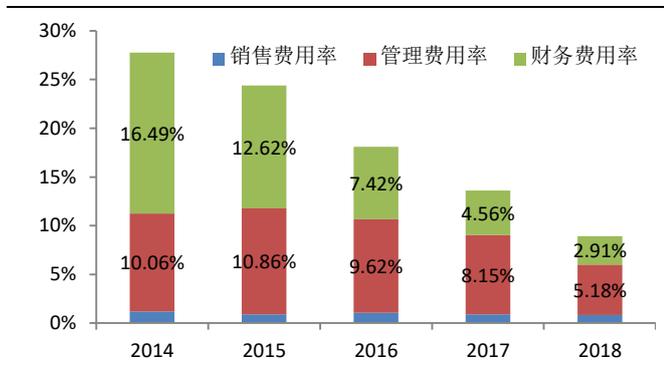
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：2014~2018 年公司主要业务毛利率一览



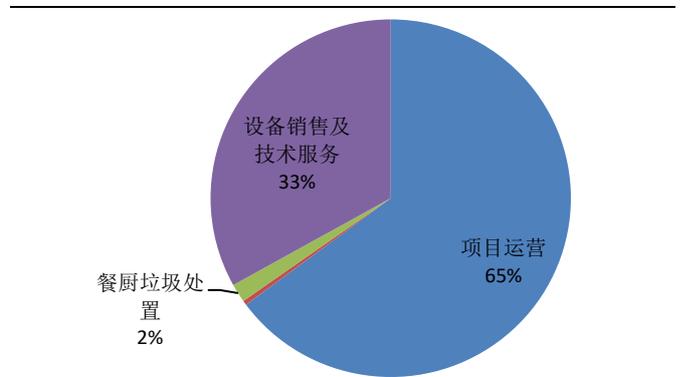
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：2016~2018 年公司费用率情况一览



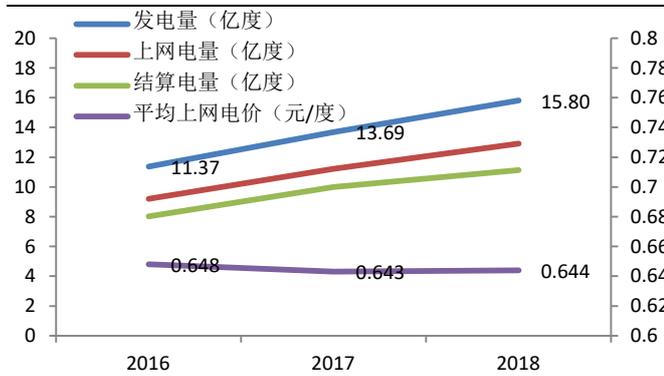
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：2018 年底公司按营收角度划分业务占比情况



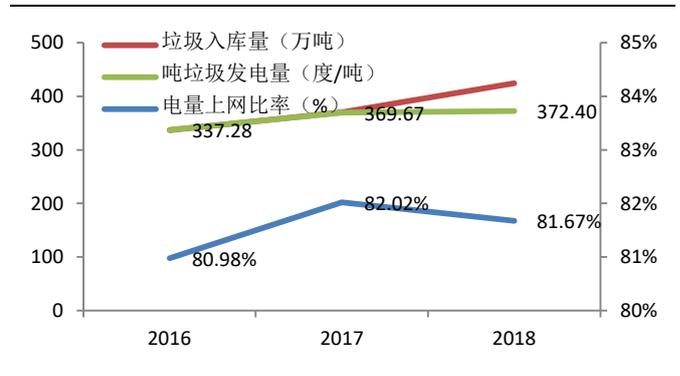
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 8：2016~2018 年公司发电量、上网量和结算情况一览

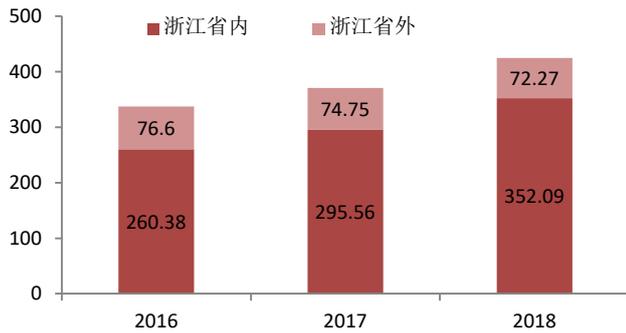


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

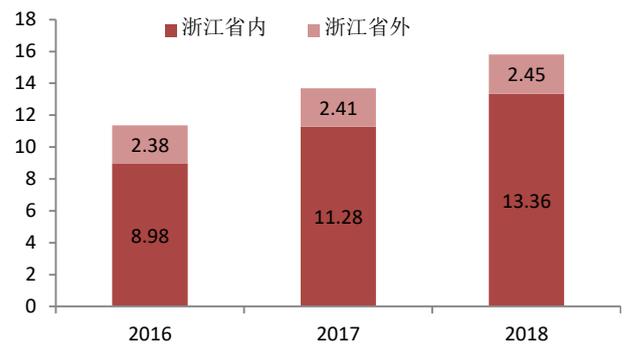
图 9：2016~2018 年公司入库垃圾、发电效率和上网率一览



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 10：2016~2018 年公司分地区垃圾入库情况（万吨/年）


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 11：2016~2018 年公司分地区发电量情况（亿度/年）


资料来源：生物质能产业促进、浙商证券研究所

限制性股票激励和员工持股计划适时推进，有利于激发员工积极性提高公司经营业绩。2017 年公司推出股权激励计划，分两批共向 156 名激励对象授予 711 万股限制性股票，价格分别为 12.45 元/股（651 万股）和 10.84 元/股（60 万股），授予条件为 2017~2019 年净利润相比 2016 年增长不低于 12.5%、25%、37.5%。此外，公司于 2017 年实施了员工持股计划，2018 年 1 月 18 日完成股票购买，累计购买占已发行股本比例为 1.101%，成交金额 1.69 亿元，成交均价 21.27 元/股，锁定期 12 个月。2019 年 10 月 10 日，公司再次公告拟发行员工持股计划，通过二级市场合计购买资金净额不超过 22680 万元，其中董监高等 8 名人员合计持有不超过 8680 万份，其他员工持有不超过 14000 万份（每份按照 1 元计算），锁定期 12 个月，该笔资金已于 2019 年 11 月 14 日购买完毕，购买均价 21.89 元/股，成交总价 2.27 亿元。我们认为公司与员工利益的深度绑定，有利于激发员工工作积极性从而提高公司整体业绩。

表 1：公司历年限制性股票和员工持股激励计划主要内容

授予/发布日期	激励对象	激励类型	获受数量（万股/万份）	价格（元/股）	授予/获取条件
20170306	管理人员（57 人）	限制性股票激励计划	427 万股	12.45	2017~2019 年净利润相比 2016 年增长率分别不低于 12.5%、25%、37.5%，对应净利润分别为 3.58、3.98、4.37 元。
	核心技术及业务人员（82 人）		224 万股		
20171130	管理人员（9 人）		44 万股	10.48	
	核心技术及业务人员（8 人）		16 万股		
20191010	董监高 8 人	员工持股计划	不超 8680 万份	21.89	股东大会通过后 6 个月内，通过二级市场购买，合计不超 22680 万元。
	其他员工		14000 万份		

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 行业：垃圾焚烧行业步入快速发展阶段，项目稳健业绩易于把握

我国生活垃圾围城现象日益严重，为生活垃圾寻找合适出路迫在眉睫。垃圾焚烧方式是目前最为适宜的处置方式，随着我国城市化进程的不断推进，生活垃圾焚烧处置规模和占比也在逐年扩大，项目订单不断涌现，根据《“十三五”规划》预计未来两年垃圾焚烧项目将集中释放，因此为上市公司提供了良好的业绩增长机会。

2.1. 行业发展迅速，近两年产能将集中释放

我国垃圾焚烧行业发展迅速。随着城镇化的不断发展和居民环保意识的不断提高，生活垃圾清运量和焚烧占清运的比例也持续提高。据国家统计局数据显示，生活垃圾清运量由 2007 年的 1.5 亿吨/年增长到 2017 年的 2.2 亿吨/年，年复合增速为 2.61%；垃圾焚烧占清运量比例也从 2007 年的 9.43% 提高至 2017 年的 39.33%，年均增长 2.99%。自 1988

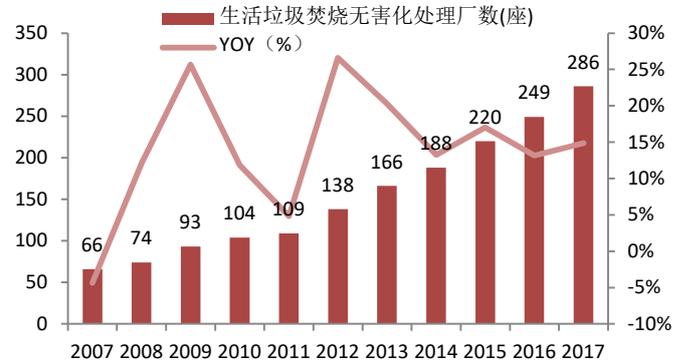
年第一座垃圾焚烧厂点火以来，垃圾焚烧行业发展迅速，到 2017 年我国已投运 286 座垃圾焚烧厂，日处理能力达到 29.8 万吨/日，年处理量达到 8463 万吨。

图 12：2007~2017 年我国生活垃圾清运量及焚烧占比情况



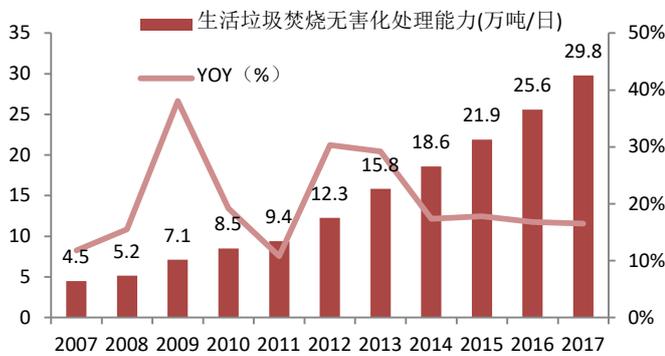
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 13：2007~2017 年我国生活垃圾焚烧无害化处理工厂数量



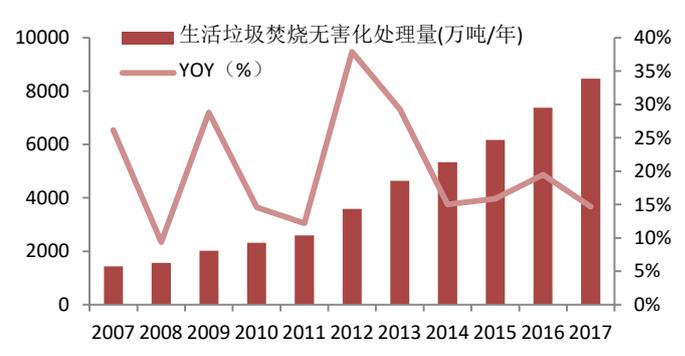
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 14：2007~2017 年我国生活垃圾焚烧日均处理能力



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

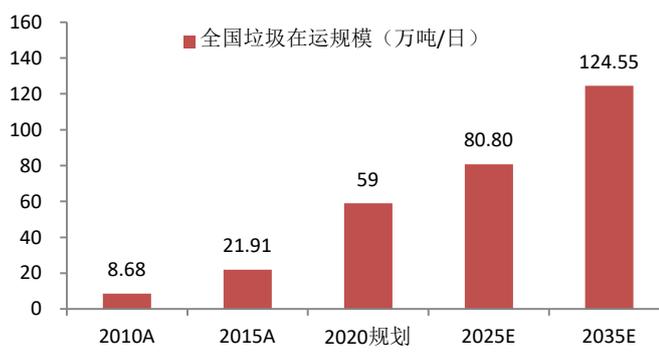
图 15：2007~2017 年我国生活垃圾分年度处理量



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

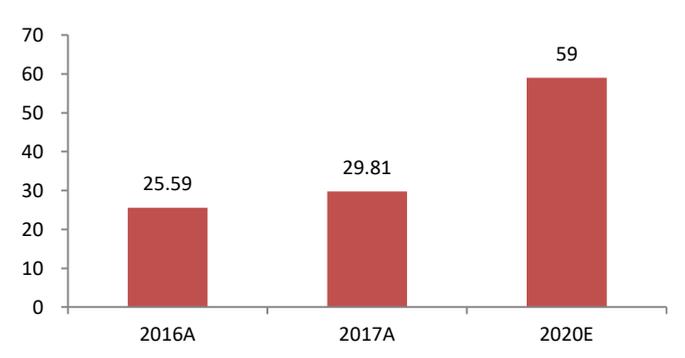
行业仍处于快速发展阶段，预计近两年产能将集中释放。按照人均 120 千克/天垃圾产生量，日均焚烧能力相当于已覆盖约 3.6 亿人口，目前我国人口数量约为 13.9 亿，缺口仍很大。根据生物质联盟协会统计和预测分析，预计到 2020 年、2025 年和 2035 年，我国生活垃圾处理能力将分别达到 54、81 和 125 万吨/日，“十三五”、“十四五”和之后十年年复合增速分别为 21.91%、6.49% 和 4.42%，行业将长期持续增长。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（发改环资[2016]2851 号），我国拟将生活垃圾焚烧处理能力提高到 59.14 万吨/日，焚烧占比达到 54%。截至 2017 年我国已拥有 29.81 万吨/日处理能力，若达到规划要求的 59.14 万吨/日，2018、2019 和 2020 这三年将加速投建垃圾焚烧处理厂项目，年复合增速为 25.65%，产能将集中释放。

图 16：2010~2035 年我国生活垃圾焚烧处理能力情况及预测



资料来源：生物质能产业发展促进会、浙商证券研究所

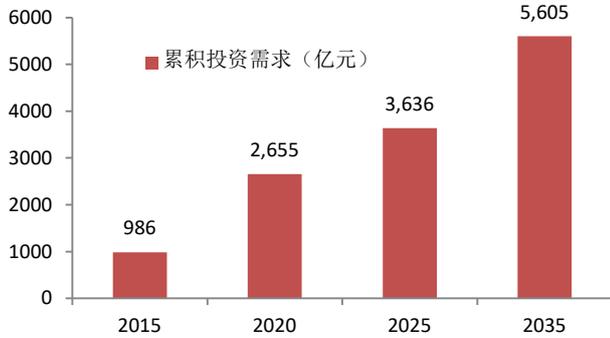
图 17：“十三五”处理规划指标及开局两年发展情况（万吨/日）



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

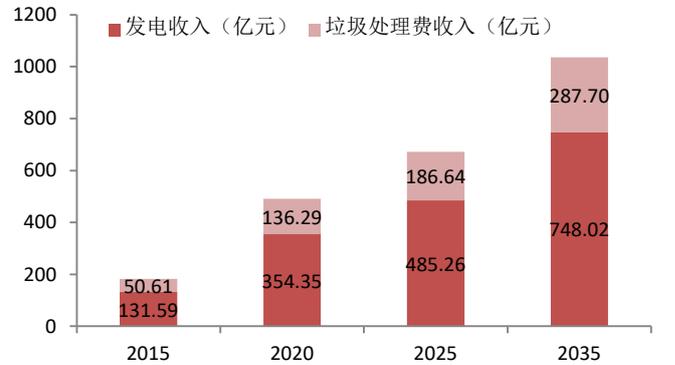
市场空间广阔，投资需求和运营体量均可观。假设吨垃圾投资 45 万元，预计行业 2020、2025 和 2035 年市场累积投资需求分别约在 2655、3636 和 5605 亿元；按照发电再生能源补贴 0.65 元/度，上网电量 280 度/吨，垃圾处理费收入 70 元/吨，发电火电标杆价 0.4 元/度基础条件来测算，到 2020、2025 和 2035 年，运营市场空间（未考虑增值税影响）分别在 491、672 和 1036 亿元/年，市场体量可观。

图 18：2015~2035 年我国垃圾焚烧行业累积投资规模预测



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 19：2015~2035 年我国垃圾焚烧行业运营市场规模预测



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

“十三五”规划产能有望实现。根据 E20 环境统计数据显示，截至 2017 年我国垃圾焚烧行业前 20 家企业存量和新增订单合计约 65 万吨/日，若考虑不含当年新增订单，仅统计存量（含未投运）规模就已达 51.72 万吨/日，垃圾焚烧处理项目建设周期一般为 2 年，从技术可行性方面亦有可靠逻辑，除此，经草根调研发现上市公司拟建和筹建项目处理能力基本为在运项目一倍以上，因此，我们认为到 2020 年实现 59 万吨/日规划有望实现。

图 20：截至 2017 年我国垃圾焚烧行业竞争格局（吨/日）

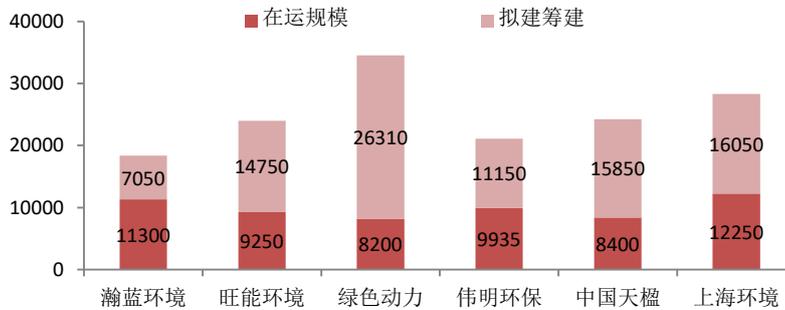


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

主营垃圾焚烧发电上市公司均有充足项目储备，未来几年业绩增长有保障。根据公司年报、订单公告等多渠道公

开信息，我们统计了瀚蓝环境、旺能环境、绿色动力、伟明环保、中国天楹和上海环境的在手订单与在运规模。统计结果现实，上述企业在手订单与在运规模比例分别为 0.62、1.59、3.21、1.12、1.89 和 1.31，订单充足验证了行业普遍高增现象，同时各家公司项目储备分化明显。垃圾焚烧发电项目自开工建设起算，一般建设周期为 2 年，正式投运后即将贡献业绩。因前期规划一般较为合理，特许经营权也具有垄断效应，项目的建设、运营和经济技术情况标准化程度高，我们认为随着在手订单的逐步推进，公司的业绩也将随之水涨船高。

图 21：截至 2017 年底主要经营垃圾焚烧上市企业在运和拟建在建规模统计一览（吨/日）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.2. 项目收入来源多元稳定有保障，标准化程度高业绩易于把握

项目收入来源多元且稳定，业绩和回款有保障。垃圾焚烧收入主要有两部分组成：1) 发电收入；2) 垃圾处置补贴收入。对于**发电收入**，国家规定均先按其入场垃圾处理量折算成上网电量进行折算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千万时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元（含税）/千万时，剩余上网电量执行当地同类燃煤发电机组脱硫标杆上网电价。上网电价高出当地燃煤发电机组脱硫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 0.1 元/千万时，其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。其中，**政府垃圾处置费的补贴标准**与处理规模、生活垃圾焚烧发电项目投资、运营的边界条件（如是否包括飞灰处理等）因素有关，一般情况下，政府垃圾补贴费为 60~240 元/吨，近年来近 70 元/吨比较常见。综上，垃圾焚烧发电运营公司收入来源主体主要有当地政府端、当地省级电网和国家可再生能源电价附加补贴三方面，其中来自当地政府端的垃圾处置费补贴约 26%，发电收入约占 74%。

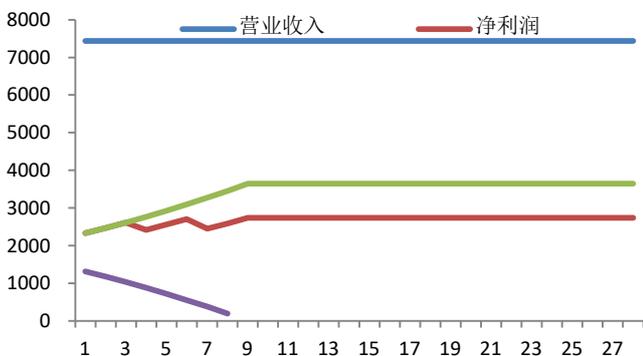
项目标准化程度高业绩易于把握。垃圾焚烧发电厂主体技术已经相当成熟，可以通过典型项目的单厂盈利模型作为后续业绩预测基准。我们假设项目 **1) 基本参数为**：垃圾处理规模 1000 吨/日，建设投资 45000 万元，其中设备及安装费 45%，建筑工程及其他费用占 55%。项目的投资资本结构为 70% 债务，30% 自有资金，债务资金的综合成本 6%，特许经营模式建设期 2 年，运营期 28 年。**2) 收入端假设**：项目达产后 100% 利用率，年运营 330 天，年处理垃圾 33 万吨，按照 70 元/吨的处置费用，吨垃圾发电量 350 度电，上网比例 82%（自用 18%）；**3) 成本端假设**：①经营成本=外购原材料费+外购燃料及动力费+工资及福利+维修费用，其中，原材料费 22 元/吨，燃料及动力费 7 元/吨，工资及福利 700 万元/年，维修费用和大修费各 450 万元/年；②费用：销售费用为 0，财务方面项目贷 10 年，采用等额本息法摊销，管理费用为营业收入的 8%。**4) 其他优惠政策**：①所得税实行“三免三减半”政策；②增值税退税方面，发电收入实行 100% 退税，垃圾处置费部分实行 70% 退税。根据以上条件我们制作了典型 1000 吨/天项目的项目财务模型：

表 2：典型 1000 吨/日垃圾焚烧发电厂单厂盈利模型

基本参数	处理规模: 1000 吨/天	产能利用 率: 100%	处理费用: 70 元/天	吨垃圾发电 量: 350 度/ 吨	厂自用电率: 18%	
项目名称	项目阶段	建设期	运营期			
	项目年份	1~2	1~3	4~6	7~15	16~28
营业收入			7441	7441	7441	7441
营业成本			4084	4084	4084	4084
其中:	原材料		726	726	726	726
	燃料动力费		231	231	231	231
	工资及福利		700	700	700	700
	维修费		450	450	450	450
	大修等费用		450	450	450	450
	折旧/摊销		1527	1527	1527	1527
	经营成本		2557	2557	2557	2557
毛利润			3357	3357	3357	3357
毛利率 (%)			45.12%	45.12%	45.12%	45.12%
费用			1914~595, 自运营期第 9 年开始稳定			
其中:	销售					
	财务费用		1575~194.26, 项目贷 10 年, 逐年递减			
	管理		595	595	595	595
其他收入——增值税返还			888	888	888	888
利润总额			2331~3650, 自运营期第 9 年开始稳定			
	税率 (%)		0	12.50%	25.00%	25.00%
净利润			2331~2737, 自运营期第 9 年开始稳定			
营业现金毛流量		-24075、 -23950	5176~4264, 自运营期第 7 年开始稳定			
净利率 (%)			31.33%~36.79%, 自运营期第 9 年开始稳定			

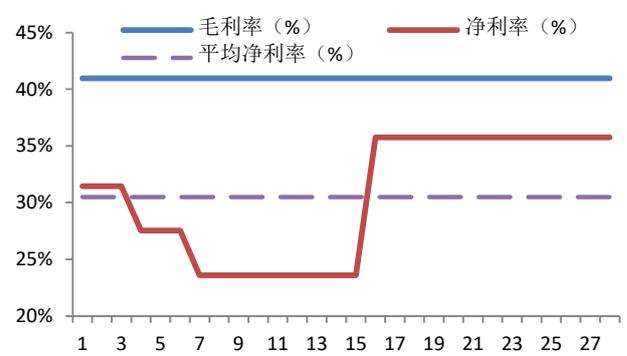
资料来源：生物质能产业促进协会、浙商证券研究所

图 22：典型 1000 吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利水平图示 (万元)



资料来源：生物质能产业促进协会、浙商证券研究所

图 23：典型 1000 吨/日垃圾焚烧厂运营期盈利指标图示 (万元)



资料来源：生物质能产业促进、浙商证券研究所

经测算可知，1000 吨/日典型项目年贡献营业收入约 0.75 亿元（税后，为方便快速计算按 0.75 亿元统计），28 年运营期算术平均净利润 0.27 亿元/年。经过详细的成本和收入拆分更易了解单个项目的业绩贡献，这样有利于垃圾焚烧企业历史业绩复核和未来业绩预测。

3. 公司：产能集中释放，订单充足新单不断，多业务协同布局深耕固废

在过去几年中，公司凭借优秀的竞争实力，市场拓展喜报连连，不断有新订单落地，订单主要分布在浙江、河南、广东、湖北等地。我们认为未来行业仍将长期处于发展期，有利于公司市场开拓从而继续推动公司业绩实现增长。

3.1. 垃圾焚烧运营未来三年产能新增 110%，业绩将快速增长

预计未来三年垃圾焚烧规模将实现翻倍。据我们统计（以下口径均按照项目投入试生产时即纳入运营规模统计，一般再经3个月试运行期会进入正式投运，在建工程也会按照相应会计要求转入无形资产或固定资产），公司2014~2018年垃圾焚烧厂处理规模分别为8035吨/日、8635吨/日、9835吨/日、10835吨/日和13635吨/日，稳步增长。我们预计公司2019~2021年产能将分别达到16085吨/日、22285吨/日和28585吨/日，三年合计增加约14950多吨/日规模，较2018年增长110%。

为更清楚解释项目建、投、运规律，我们以最近一期正式投运的武义项目为例，该项目2016年下半年开工建设，于2018年9月并网发电投入试运行，2019年初正式投运，同时将在建工程进行转无形资产处理。垃圾焚烧项目建设期一般为2年前后，试运营期间收入冲减成本，营业收入贡献从2019年正式投运开始算起。

据2019年中报显示，目前已在推进的项目及其动态为：

樟树、嘉善二期、临海二期、玉环二期在建；奉新、龙泉、婺源、双鸭山和东阳市项目完成核准和环评批复、已全面进入建设阶段；文成、永丰和闽清县项目完成核准。

结合上述基本信息，我们认为未来三年公司逐年投运项目为：

- 1) 2019年：苍南项目、武义项目、瑞安二期、万年项目试生产转正式投运；界首项目、樟树项目、嘉善二期、玉环二期当年进入试生产；
- 2) 2020年：界首项目、樟树项目、嘉善二期、玉环二期正式投运；临海二期、永丰项目、奉新项目、婺源项目当年进入试生产当年正式投运；东阳、龙泉和双鸭山项目进入试生产；
- 3) 2021年：龙泉、双鸭山项目正式投运；蒙阴、文成、紫金、闽清项目当年进入试生产当年正式投运；秦皇岛、莲花县、蛟河、东明县、安福县和嘉禾项目预计进入全面建设阶段，其中预计蛟河、东明和安福县进入试生产阶段。

表 3：公司 2016-2020 年在运和各年新投运项目情况一览表

序号	项目名称	规模 (吨/日)					
		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
1	昆山项目一期	1000	1000	1000	1000	1000	1000
2	昆山项目二期	1050	1050	1050	1050	1050	1050
3	临江项目一期	600	600	600	600	600	600
4	临江项目二期	1200	1200	1200	1200	1200	1200
5	瑞安项目一期	1000	1000	1000	1000	1000	1000
6	东庄项目	385	385	385	385	385	385
7	永强一期	600	600	600	600	600	600
8	永强二期	1200	1200	1200	1200	1200	1200
9	玉环项目	700	700	700	700	700	700
10	永康项目	800	800	800	800	800	800
11	嘉善项目	600	600	600	600	600	600
12	临海项目	700	700	700	700	700	700
13	苍南项目		1000	1000	1000	1000	1000

14	苍南宜嘉			400	400	400	400
15	武义项目			900	900	900	900
16	瑞安二期			1000	1000	1000	1000
17	万年项目			500	500	500	500
18	界首项目				500	500	500
19	樟树项目				1000	1000	1000
20	嘉善二期				450	450	450
21	临海二期					750	750
22	玉环二期				500	500	500
23	奉新项目					900	900
24	龙泉项目					300	300
25	文成项目						500
26	婺源项目					500	500
27	双鸭山项目					900	900
28	紫金县项目						1500
29	秦皇岛项目						
30	东阳项目					1650	1650
31	莲花县项目						
32	永丰县项目						1200
33	闽清县项目						600
34	蛟河项目						
35	东明县项目						
36	安福县项目						
37	嘉禾项目						
	合计	9835	10835	13635	16085	21085	24885

资料来源：公司公告、WIND、浙商证券研究所

3.2. 竞争实力强劲，新订单不断落地

竞争实力强劲——存量项目优质，运营经验丰富。毛利率情况是体现一个产业公司整体运营管理水平的重要指标。公司近三年运营项目毛利率在 62.45%、64.27%和 67.09%，高于行业平均水平约 20pct。主要原因：**1) 存量项目优质。**一般在经济发达、人口密集、环保标准要求高的地区，垃圾焚烧项目吨处理费用也较高，全国来看江浙沪等地普遍高一些。截至 2018 年，公司投运的合计 13635 吨/日规模项目中，约 78%处于浙江省，项目主要在台州、温州、金华和嘉善地区，吨处理费合计加权平均在 79 元/吨，高于行业平均水平（65~70 元/吨），其中永强项目更是达到了 117 元/吨；**2) 吨发电量较高。**公司 2016~2018 年吨垃圾发电量按照入库量测算，垃圾发电量在 337.28、369.67 和 372.40kwh/吨，国家发改委给出的按入场垃圾折算吨垃圾发电量为 280kwh，按 1000kcal/kg 垃圾热值和 25%效率，计算的吨垃圾发电量为 291kwh/t，高于行业平均水平；**3) 会计折旧年限按照特许经营权 30 年处理，导致折旧费用低于行业水平。**公司垃圾焚烧厂建成后在建工程会转为无形资产，无形资产摊销年限按照特许经营权年限去折旧，一般为 28 年，而其他上市公司多以设备年限和特许经营权年限孰低进行，约为 20 年，这样按照吨投资 50 万元计算的话，每吨折旧可以减少约 61 万元成本，带来约 8%毛利率提升；**4) 大修重置费用处理方式采用预计负债形式处理。**垃圾焚烧发电项目大修重置费用一般四五年发生一次，每次耗费占总资产约 1%金额，特许经营期限内所发生的金额（终值）与计入无形资产的价值（现值）之间的差额按照实际利率法计算的套小金额作为每年的财务费用计入当期损益，而其他公司直接将大修费用计入营业成本内。

其次，公司在深耕垃圾焚烧行业二十载时期内，当地良好的地方财政保证和充足的人口依附水平保证了公司项目盈利性能的优良性，也使得公司积累了丰富和成熟的规模化项目运营经验，这些经验为公司今后项目拓展尤其是异地拓展有很大帮助。

竞争实力强劲——设备公司研发实力强劲，焚烧设备自产在竞标中具有成本优势。公司子公司伟明环保设备是国家高新技术企业，被工信部列为 148 家“国家鼓励发展的重大环保技术装备依托单位”之一，主要产品为生活垃圾焚烧炉、烟气处理系统、污泥干化、自控系统等成套设备，自 1998 年以来，公司拥有专利技术、软件著作权等 80 项，承担了两项国家 863 计划课题研究和一项国家火炬计划项目，同时参与制定了部分行业标准。在垃圾焚烧项目核心的焚烧炉设备领域，公司借鉴国外先进的焚烧工艺，针对我国城市生活垃圾低热值、高水分的特点，研制开发了拥有自主知识产权的“HWM 二段往复式炉排”和“半干式众合反应塔与复膜布袋过滤器”烟气处理系统技术及设备。二段往复式炉排炉在逆推炉排上基本燃尽后经过落差进入顺推路牌继续翻动燃烧，热灼率低于 3%。在进炉垃圾热值不低于 1000kcal/kg、含水率不超过 60% 的情况下，可不借助辅助燃料实现稳定的燃烧。该技术在近二十年内被广泛应用在中国几十座垃圾发电厂并获得成功，目前已形成 160 吨/日至 750 吨/日的各个系列产品，且能量身定做。除此，公司在配套的烟气处理系统、余热锅炉研发设计、自动化控制系统开发等领域均有明显成果。

垃圾焚烧发电项目吨投资成本现在约在 45~55 万元/吨之间，其中设备投资占比约在 45%。公司设备自产率较高，可以降低吨投资成本，约在 35~45 万元/吨，中位数比行业均值低 20%，从而降低贷款融资成本和折旧费用等，亦在竞标竞价中有一席优势。

前 8 个月新中标合计 3500 吨/日规模。凭借着高效的管理效率、先进的技术经验和有力的市场拓展能力，公司前 8 个月垃圾焚烧发电项目屡获新的订单，据我们统计，4 个订单分别规模为 1200、600、500 和 1200 吨/日，均在规模体量以上可以贡献可观利润。公司新订单来自江西、福建和湖南三省，外省拓展战略已出现良好势头，未来营收贡献占比浙江省外比例有望逐步提高。

表 4：公司 2019 年年初至今垃圾焚烧发电新中标项目一览

序号	省份	项目名称	规模(吨/日)	投资金额(亿元)	服务年限(年)
1	江西省	永丰县 BOT 项目	1200	5.20	30(含 2 年建设期)
2	福建省	闽清县 PPP 项目	600	2.50	/
3	江西省	安福县 PPP 项目	500	2.70	30(含 2 年建设期)
4	湖南省	嘉禾县项目	1200	3.83	/
合计			3500	14.23	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

行业高景气背景下，未来三年公司有望斩获更多新的订单。如第二章所述，若完成到 2020 年 59 万吨/日处理规模规划任务，2018~2020 年这三年仍有 30 万吨/日的新项目投运需求，再加上随着城镇化和我国环保意识的提高，“十三五”期过后垃圾焚烧行业也有巨大发展空间。伟明环保行业经验充足，作为上市公司融资渠道更加宽阔，民企特色经营效率高，价格竞争有优势等特点有望助力公司在招投标竞争中获胜。因为垃圾焚烧项目更多需要和当地政府打交道，项目的获取需要一定人脉资源，根据目前已落地的项目来看，公司在河南、湖北和江苏等地项目落地机遇或较大。

3.3. 发行转债助力项目推进

行业商业模式需要投资在先，拟发可转债助力项目推进。公司所处垃圾焚烧行业商业模式需要大量资金先行投入。若按照 45 万元/吨新建和 30 万元/吨改扩建投资成本来计算，公司未来三年投资需求资金在约 60 亿元人民币左右，其中资本金近 20 亿元。2018 年公司经营性现金流净流入为 7.44 亿元，货币资金 11.86 亿元，未有短期借款余额，一年内到期的非流动负债也仅 0.82 亿元，财务费用 0.45 亿元，资产负债率 46.23%。我们认为公司未来融资空间巨大，可以满足未来三年的项目投资需求。

公司于 2017 年 08 月 26 日发布《公开发行可转换公司债券预案》，拟募资不超过 8.45 亿元（含本数），扣除发行费用后全部用于以下项目。我们认为随着本次发行募集资金运用项目的实施、经营规模的扩大和财务结构的改善，公司的营业收入及盈利能力将保持更良好的发展趋势。

表 5：可转债拟募投资项目和资金使用情况列表

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	新增/改建规模（吨/日）
1	苍南县云岩垃圾焚烧发电厂扩容项目	41,948.93	12,000.00	1500
2	瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建项目	42,894.35	33,500.00	750
3	万年县垃圾焚烧发电项目	22,123.87	17,500.00	750
4	武义县生活垃圾焚烧发电项目	36,588.43	21,500.00	500
合计		143,555.58	84,500.00	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.4. 多业务协同布局深耕固废领域

公司围绕垃圾焚烧产业进行了相关产业化布局，主要有垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处理处置和环卫清运。

餐厨垃圾业务或将成为未来又一新星。餐厨垃圾是餐饮垃圾和厨余垃圾的总称，指餐馆、饭店等日常生活等饮食剩余物以及食物下脚料等，是城市生活垃圾的主要组成成分，具有含水率高、有机质占比高、含盐量高、易生化降解等特点。我国每年约达 9800 万吨餐厨垃圾，并伴随着人口增长和生活质量提高逐年增加。“十二五”和“十三五”期间，国家分别计划对该领域投资 110 亿元和 184 亿元，并于 2014、2015 和 2016 年公布了 100 个试点项目，我国要在“十三五”末，力争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/天。目前，已建成和在建推进的项目超过 220 个，合计处理能力超过 4.6 万吨/日，其中已经投运或试运行的项目超过 132 个，处理能力合计超过 2.6 万吨/日，占比约 57%。通过多年实践，我国形成了以厌氧消化为主体、好氧制肥和饲料化为辅等的处理工艺技术路线。随着城市垃圾分类的全面推进，将给餐厨垃圾处理赋予新的内涵和使命，并带来新的技术进步和发展空间，餐厨垃圾市场将加速释放。

餐厨垃圾处理目前在国内大部分项目采用 BOT 或 BOO 模式运作。按工艺技术计算吨投资约在 30~100 万元/吨不等，平均在 60~65 万元/t，其中厌氧发酵技术相对较多。目前餐厨垃圾处理补贴价格平均约为 110 元/t，收运补贴价格约为 100 元/t，收运处理一体补贴约为 210 元/t。

公司在餐厨项目方面近几年发展较快。17 年底已有温州餐厨项目投运，项目产能 200 吨/d，该项目于 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。18 年内又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。公司目前在手规模约为 1025 吨/日。

表 6：伟明环保餐厨垃圾处理项目一览表

项目名称	项目类型	设计产能（吨/日）	项目进展
温州餐厨公司	BOT	200	运营
文成项目	BOT	50	筹建
玉环项目	BOT	100	在建
瑞安项目	BOT	150	在建
永康项目	BOT	100	在建
嘉善项目	BOT	300	在建
龙泉项目	BOT	25	筹建
江山项目	BOT	100	筹建
合计		1025	

资料来源：公司公告、WIND、浙商证券研究所

渗滤液业务是垃圾处理环节重要组成部分。垃圾渗滤液源于垃圾存放场所中垃圾本身含有的水分、有机质分解水、进入存放场所的雨雪水及其他水分。垃圾渗滤液水质相当复杂，一般含有高浓度有机物、重金属盐、SS及氨氮，垃圾渗滤液会对环境产生严重危害，多采用“生物法+多级膜”方法处理，运行成本较高。在垃圾焚烧厂、垃圾填埋场以及垃圾中转站等地方均有垃圾渗滤液处理需求，与公司业务能产生较好协同。垃圾渗滤液项目在达到 GB16889-2008 标准前提下，吨投资一般在 10 万元左右，运营成本（不含折旧）约在 55 元/吨。公司目前在手项目 4 个，其中义乌项目 200t/d、界首项目 100t/d、永康项目 200t/d、马站项目 55t/d 已投运。

积极推进垃圾清运业务。垃圾清运业务是垃圾处理处置领域重要的上游环节，上市公司中已有如龙马环卫、启迪桑德、盈峰环境等在重点布局。目前，公司也在积极推进，已斩获多个项目。其中，平阳垃圾收运、温州仓储垃圾收运、苍南餐厨垃圾收运、瓯海生活垃圾输运、嘉善生活垃圾运输等 5 个项目合计 2950 吨/日已投运；瑞安、永康和玉环餐厨垃圾收运项目，3 个在建项目合计产能 350t/d；新增文成餐厨垃圾收运、深圳龙华生活垃圾运输和处理、龙湾区易腐垃圾清运项目，合计产能超过 1050 吨/日。

除了上述几个新增主要业务外，公司还积极布局了填埋场业务、污泥处理处置和农林废弃物业务等。这几个项目也是垃圾处理环节中可能存在的配套环节，亦会对公司业绩产生积极影响，因单个规模相对较小且目前在手订单并不是很多，因此对此不再赘述。

4. 盈利预测与估值

根据公司在运项目、拟建和筹建项目以及单厂盈利模型，我们认为公司未来三年业绩将保持持续增长，具体拆细与投资建议如下。

4.1. 盈利预测

- 1) **垃圾焚烧板块：**因公司存量垃圾焚烧厂资产特许经营权未有近期到期的现象，因此可假定存量资产业绩贡献稳定不变，项目并网后进入试运营期，一般三个月正式投运，试运营期运营所得冲减营业成本不计入营业收入，公司项目普遍较为优质，为了方便起算，试运营期对业绩影响不计，直接假定正式投运时即可达到 100% 产能利用率，吨投资按照 40 万元计算。在此基础上，结合单厂盈利模型测算的每千吨 0.75 亿营业收入贡献，和未来三年公司主要项目投运进度进行业绩预测。19~21 年项目投产进度如下：
 - a) 2019 年：苍南项目、武义项目、瑞安二期、万年项目试生产转正式投运；界首项目、樟树项目、嘉善二期、玉环二期当年进入试生产；
 - b) 2020 年：界首项目、樟树项目、嘉善二期、玉环二期正式投运；临海二期、永丰项目、奉新项目、婺源项目当年进入试生产当年正式投运；东阳、龙泉和双鸭山项目进入试生产；
 - c) 2021 年：龙泉、双鸭山项目正式投运；蒙阴、文成、紫金、闽清项目当年进入试生产当年正式投运；秦皇岛、莲花县、蛟河、东明县、安福县和嘉禾项目预计进入全面建设阶段，其中预计蛟河、东明和安福县进入试生产阶段。

同时，伴随着垃圾分类带来的热值提升和公司管理效率的持续优化我们预判未来毛利率会继续提升，分别为 68%、69% 和 70%。

- 2) **设备销售和技术服务：**设备及安装一般占总投资的 45%，项目开工时假设一次性全部投入，每吨 40 万总投资成本，为方便计算按照每吨垃圾 20 万元设备投资计算，每年按完工百分比 50%~70% 折算。结合上述项目投运和开工进度，我们预计未来三年设备销售及收入将持续增长，分别为 6.96、11.97、12.91 亿元，同比增长 38%、72% 和 8%。
- 3) **其他业务：**因贡献体量很小且单个项目业绩贡献也小，难以进行较细的拆分，对于其他业务进行简化处理。
 - ① 渗滤液处置，按照 2018 年实际营收 624 万元设定；
 - ② 餐厨垃圾处置，按照 2018 年的同比增速 30% 进行业绩预测；
 - ③ 环卫清运服务，按照最近一期增长率 75% 计算。

表 7：公司分业务盈利预测表

营业收入	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
项目运营	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率	668.72	858.37	989.37	1136.87	1365.87	1813.62
毛利率	0.10%	28.36%	15.26%	14.91%	20.14%	32.78%
设备销售及技术服务	62.45%	64.27%	67.09%	68.00%	69.00%	70.00%
增长率	11.99	138.44	504.68	696.33	1196.65	1290.58
毛利率	121.91%	1054.66%	264.56%	37.97%	71.85%	7.85%
餐厨垃圾处置	27.35%	46.20%	48.62%	50.00%	50.00%	50.00%
增长率	6.90	19.82	25.54	33.20	56.10	72.93
毛利率	331.38%	187.32%	28.83%	30.00%	30.00%	30.00%
垃圾清运服务	95.27%	30.96%	36.49%	38.00%	40.00%	42.00%
增长率			8.60	15.06	26.41	46.27
毛利率			75.20%	75.20%	75.20%	75.20%

渗滤液处置	55.96%	33.69%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%
增长率	4.77	4.92	6.24	6.24	6.24	6.24
毛利率		3.09%	26.97%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告、WIND、浙商证券研究所

经测算，我们预计公司 2019~2021 年分别实现营业收入 19.00、26.64 和 32.42 亿元，同比增长 22.83%、40.18% 和 21.71%；归母净利润 9.20、11.87 和 14.15，同比增长 24.29%、29.05% 和 19.19%，2020 年公司归母净利润增速显著低于营收增长主要原因是因为为满足大量增加的资本开支而进行的长期债务融资侵蚀了公司业绩，若后期贷款利率下降或公司通过其他低成本融资手段替代假设条件下的长期项目贷，将有望改善公司业绩表现。

4.2. 估值

我们预计在当前股本下，公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.34、1.73 和 2.06 元/股，对应现股价 PE 分别为 16X、13X 和 11X。公司未来三年业绩增速较快，估值相对行业平均水平较低，且综合竞争力强劲，在手订单相对其他公司更为充足可以给予一定估值溢价，我们看好公司未来发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

序号	代码	证券简称	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 PE			
				18A	19E	20E	21E	TTM	19E	20E	21E
1	601330.SH	绿色动力	89.76	0.31	0.34	0.49	0.68	33.76	30.57	21.26	15.15
2	000035.SZ	中国天楹	159.50	0.17	0.28	0.40	0.49	36.21	22.33	15.92	12.91
3	601200.SH	上海环境	101.56	0.57	0.63	0.79	0.99	19.52	17.59	14.05	11.27
4	603568.SH	旺能环境	64.32	0.95	0.98	1.24	1.53	16.32	15.76	12.47	10.10
中位值			95.66	0.44	0.48	0.64	0.83	26.64	19.96	14.98	12.09
平均值			103.78	0.50	0.56	0.73	0.92	26.45	21.56	15.93	12.36
5	002034.SZ	伟明环保	205.86	0.96	1.32	1.69	1.97	22.68	16.34	12.66	10.63

资料来源：公司公告、WIND、浙商证券研究所

5. 风险提示

项目推进或不及预期；新订单获取或低于预期；融资进展或低于预期；电费国补部分或有下调风险等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1862	1935	1815	2075
现金	1186	1021	600	650
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	360	562	782	940
其它应收款	33	41	58	70
预付账款	32	39	57	67
存货	90	110	158	187
其他	161	161	161	161
非流动资产	3877	4494	9050	10607
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	124	155	250	346
无形资产	2467	3560	4565	7932
在建工程	1120	638	4081	2166
其他	166	140	154	163
资产总计	5739	6428	10865	12681
流动负债	660	714	998	1144
短期借款	0	0	0	0
应付款项	301	367	529	623
预收账款	2	3	4	5
其他	357	345	466	516
非流动负债	1994	1998	5313	5917
长期借款	567	567	3768	4329
其他	1427	1431	1545	1589
负债合计	2653	2712	6311	7062
少数股东权益	8	8	8	8
归属母公司股东权益	3077	3708	4545	5611
负债和股东权益	5739	6428	10865	12681
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	744	1089	1554	1760
净利润	738	920	1187	1415
折旧摊销	138	137	142	148
财务费用	45	68	144	235
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	158	(49)	135	(14)
其它	(329)	18	(49)	(18)
投资活动现金流	(876)	(901)	(4805)	(1817)
资本支出	(706)	(907)	(4810)	(1823)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(170)	6	6	6
筹资活动现金流	796	(352)	2830	107
短期借款	0	0	0	0
长期借款	265	0	3201	561
其他	531	(352)	(371)	(454)
现金净增加额	664	(164)	(421)	50

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1547	1900	2664	3242
营业成本	614	749	1081	1273
营业税金及附加	23	28	40	49
营业费用	13	16	22	27
管理费用	80	78	101	113
研发费用	17	21	29	36
财务费用	45	68	144	235
资产减值损失	9	8	10	15
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
其他经营收益	109	109	109	109
营业利润	860	1047	1351	1610
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	859	1045	1349	1608
所得税	120	125	162	193
净利润	738	920	1187	1415
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司净利润	740	920	1187	1415
EBITDA	1019	1210	1596	1952
EPS (最新摊薄)	1.08	1.34	1.73	2.06
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	50.29%	22.83%	40.18%	21.71%
营业利润	49.66%	21.70%	29.00%	19.16%
归属母公司净利润	46.01%	24.29%	29.05%	19.19%
获利能力				
毛利率	60.30%	60.58%	59.42%	60.73%
净利率	47.71%	48.40%	44.56%	43.64%
ROE	27.42%	27.04%	28.71%	27.81%
ROIC	20.34%	21.77%	15.28%	15.86%
偿债能力				
资产负债率	46.23%	42.18%	58.08%	55.68%
净负债比率	24.46%	23.13%	60.66%	62.26%
流动比率	2.82	2.71	1.82	1.81
速动比率	2.69	2.56	1.66	1.65
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.31	0.31	0.28
应收帐款周转率	5.13	4.09	3.89	3.66
应付帐款周转率	2.41	2.25	2.41	2.21
每股指标(元)				
每股收益	1.08	1.34	1.73	2.06
每股经营现金	1.08	1.58	2.26	2.56
每股净资产	4.47	5.39	6.61	8.16
估值比率				
P/E	20.31	16.34	12.66	10.63
P/B	4.89	4.05	3.31	2.68
EV/EBITDA	14.90	12.11	11.45	9.62

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>