

旺能环境(002034)

报告日期: 2019年10月24日

深度报告

行业公司研究—环保II行业—

证券研究报告

总成本增长较快致三季度业绩低于预期

——旺能环境点评报告

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

报告导读

公司发布2019年第三季度报告, Q3业绩低于预期, 对此我们点评如下。

投资看点

□ Q3业绩低于预期, 营业成本、财务费用大幅增长是主因

公司前三季度实现营收8.59亿元, 扣非归母净利润3.07亿元, EPS0.75元/股, 分别同比增长40.06%、38.83%和38.89%, Q3单季度分别实现2.91亿元、1.05亿元和0.25元/股, 同比分别增长24.74%、2.35%和2.35%, 低于市场预期。公司利润增速大幅低于营收增速, 最主要原因是营业成本同比增长32.71%高于营收增速7.97pct, 其次是财务费用率增加较多。我们认为营业成本额外增加或为满足运营需求新增资本开支, 财务费用增长较多原因是公司为满足项目资金需求主要通过长期借款方式实现所致。

□ 在手项目有序推进, 预计未来三年项目推进如期进行

近1年项目投运情况为: 2018年H2, 兰溪二期(400吨/日)、汕头二期(400吨/日)投运; 2019年H1, 攀枝花(800吨/日)、河池(600吨/日)和南太湖四期(750吨/日)陆续投产新增规模2150吨/天, 同时许昌旺能(2250吨/日)于6月投入试运营。根据公司在手订单和推进进度, 我们推测2019~2021年, 公司在运产能将分别为16800、24450和24850吨/日, 业绩也将随之逐渐增厚。

□ 行业订单开始向国企倾斜, 公司调整发展战略以便适应行业变化

垃圾焚烧行业虽需求依旧旺盛, 但因竞争同质化严重, 再加之国企有天然背景优势, 据观察, 自2018年中期以来民企新获项目大幅减少, 相反国资企业屡获订单, 我们预计这一现象将持续。在这种背景下, 公司拟下半年调整市场团队, 在存量市场中做增量市场, 加大海外市场拓展力度, 同时开始积极布局土壤修复业务, 并成立维修和咨询公司服务现有产业, 从而增加新的业绩增长点。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司19~21年EPS分别为0.98、1.15和1.32元/股, 对应现股价PE为17X、14X和13X, 维系“买入”评级。

风险提示: 可再生能源补贴或下降等。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	836	1254	1631	1940
(+/-)	-40.47%	49.86%	30.08%	18.98%
归母净利润	306	407	479	551
(+/-)	30.44%	32.82%	17.81%	15.02%
每股收益(元)	0.74	0.98	1.15	1.32
P/E	22.45	16.91	14.35	12.48

评级

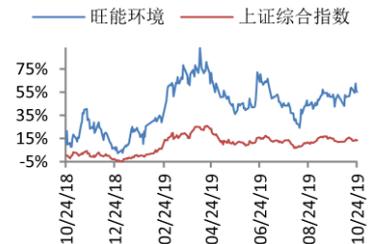
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥14.86

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.25
2Q/2019	0.35
1Q/2019	0.16
4Q/2018	0.20



公司简介

公司是主营生活垃圾焚烧发电业务, 2017年通过资产重组成功上市, 总部坐落位于浙江省湖州市, 目前业务遍布浙江、湖北、广东等地。

相关报告

1《在手项目有序推进, 半年业绩符合预期》2019.08.29

报告撰写人: 牛波

数据支持人: 牛波

1. 项目投运进度符合预期

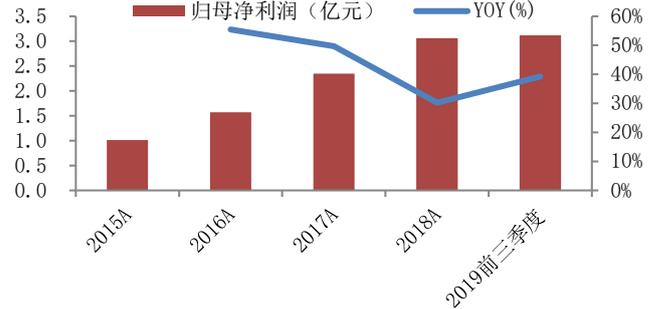
2018年H2, 兰溪二期(400吨/日)、汕头二期(400吨/日)投运; 2019年上半年, 攀枝花(800吨/日)、河池(600吨/日)和南太湖四期(750吨/日)陆续投产新增规模2150吨/天, 同时许昌旺能(2250吨/日)于6月投入试运营。项目投运进度符合之前预期。具体项目列表参见表1。

2. 近几年业绩以及可比公司估值对比

图 1: 2015~2019 上半年公司营业收入情况



图 2: 2015~2019 上半年公司归母净利润情况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表 1: 可比公司估值表

序号	代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)			市盈率 PE		
					18A	19E	20E	TTM	19E	20E
1	000035.SZ	中国天楹	6.22	156.98	0.16	--	--	38.88	--	--
2	600323.SH	瀚蓝环境	18.90	144.82	1.14	1.20	1.45	16.58	15.75	13.03
3	601200.SH	上海环境	11.51	105.12	0.82	0.64	0.78	14.04	17.98	14.76
4	601330.SH	绿色动力	11.33	97.24	0.25	0.36	0.55	45.32	31.47	20.60
5	603568.SH	伟明环保	21.99	207.09	1.08	0.99	1.20	20.36	22.21	18.33
平均值					0.69	0.83	1.05	27.03	17.48	13.34
6	002034.SZ	旺能环境	16.51	68.77	0.74	0.98	1.15	22.45	16.91	14.35

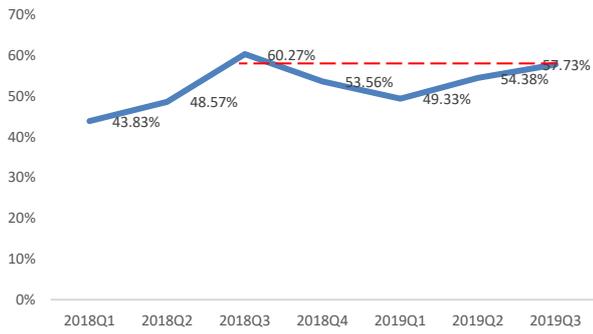
资料来源: 公司公告、WIND、浙商证券研究所

我们预计公司 19~21 年归母净利润分别为 4.07、4.79 和 5.51 亿元, EPS 分别为 0.98、1.15 和 1.32 元/股, 对应现价 PE 为 17X、14X 和 13X, 维系“买入”评级。

3. 第三季度单季公司业绩低于预期, 营业成本、财务费用大幅增长是主要原因

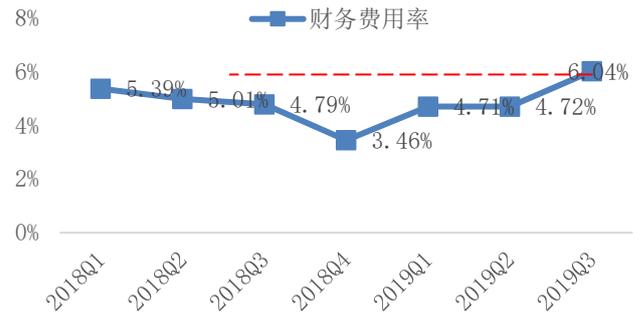
公司第三季度单季营业收入增速 24.74%符合预期, 但是扣非归母净利润增速为 2.35%, 低于预期, 且其增速低于营业收入较为明显, 我们认为有如下原因: 1) 营业成本增加较多, 致毛利率同比收窄 2.54%。公司 Q3 季度营业成本增长较营业收入增长多出 7.97pct, 而 Q1、Q2 前两个季度分别为 -11.94pct、-19.76pct, 或为了满足运营达标要求而新增资本支出, 导致毛利率同比降低 2.54%; 2) 长期借款增长较多, 致财务费用率同比增加 1.25%。垃圾焚烧 BOT/BOO 类项目建设需要公司前期先行投融资, 因大量在手订单需要如期推进, 约 70%建设资金需要需要公司目前采用长期借款方式, 因此自 2017 年年末资产置入以来, 公司长期借款余额从 2017Q4 的 4.86 亿元迅速且持续增长到 2019 年 Q3 时的 32.06 亿元, 致使财务费用也相应的水涨船高, 由 2017 年 Q4 约 0.1 亿元增长到 2019 年 Q3 的 0.18 亿元, Q3 单季度财务费用同比增长 57.10%, 财务费用率也由去年同期 4.79%增长到 6.04%。

图 3：2018Q1~2019Q3 公司毛利率变动情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：2018Q1~2019Q3 公司财务费用率变动情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

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	1192	1094	1200	1330
现金	836	556	514	515
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	204	306	399	474
其它应收款	104	155	202	241
预付账款	10	15	19	22
存货	29	42	54	64
其他	9	19	12	14
非流动资产	5017	7761	10051	11748
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1498	1541	1569	1583
无形资产	1825	3466	5861	7670
在建工程	1625	2684	2549	2422
其他	69	70	72	73
资产总计	6209	8855	11251	13078
流动负债	722	955	1163	1328
短期借款	0	0	0	0
应付款项	440	647	833	980
预收账款	5	7	9	11
其他	278	301	321	337
非流动负债	1830	3830	5530	6630
长期借款	1443	3443	5143	6243
其他	386	386	386	386
负债合计	2552	4784	6692	7958
少数股东权益	21	28	37	47
归属母公司股东权	3636	4043	4522	5073
负债和股东权益	6209	8855	11251	13078
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	619	770	932	1061
净利润	312	414	488	561
折旧摊销	219	190	198	206
财务费用	39	107	194	257
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	32	74	65	48
其它	18	(15)	(13)	(11)
投资活动现金流	(1637)	(2943)	(2480)	(1903)
资本支出	(1353)	(1200)	0	0
长期投资	1	0	0	0
其他	(285)	(1743)	(2480)	(1903)
筹资活动现金流	718	1893	1506	843
短期借款	(45)	0	0	0
长期借款	957	2000	1700	1100
其他	(194)	(107)	(194)	(257)
现金净增加额	(300)	(280)	(42)	2

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	836	1254	1631	1940
营业成本	400	589	758	892
营业税金及附加	25	37	49	58
营业费用	0	0	0	0
管理费用	65	75	95	109
研发费用	32	54	60	65
财务费用	39	107	194	257
资产减值损失	2	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	86	86	86	86
营业外收入	359	477	561	645
营业外支出	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	358	476	561	645
所得税	46	62	73	84
净利润	312	414	488	561
少数股东损益	6	7	9	10
归属母公司净利润	306	407	479	551
EBITDA	630	773	952	1107
EPS (元)	0.74	0.98	1.15	1.32
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-40.47%	49.86%	30.08%	18.98%
营业利润	11.17%	32.75%	17.79%	15.00%
归属母公司净利润	30.44%	32.82%	17.81%	15.02%
获利能力				
毛利率	52.13%	53.00%	53.50%	54.00%
净利率	37.27%	33.03%	29.92%	28.92%
ROE	8.75%	10.53%	11.11%	11.39%
ROIC	6.68%	6.54%	6.60%	6.76%
偿债能力				
资产负债率	41.10%	54.03%	59.48%	60.85%
净负债比率	63.16%	75.50%	79.38%	80.57%
流动比率	1.65	1.15	1.03	1.00
速动比率	1.61	1.10	0.99	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.15	0.17	0.16	0.16
应收帐款周转率	4.60	4.96	4.68	4.50
应付帐款周转率	1.02	1.08	1.02	0.98
每股指标(元)				
每股收益	0.74	0.98	1.15	1.32
每股经营现金	1.49	1.85	2.24	2.55
每股净资产	8.73	9.70	10.85	12.18
估值比率				
P/E	22.45	16.91	14.35	12.48
P/B	1.89	1.70	1.52	1.36
EV/EBITDA	8.66	13.02	12.42	11.68

资料来源：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“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>