

具有全产业链优势的专业垃圾焚烧发电服务商

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为我国规模最大的全产业链一体化城市生活垃圾焚烧发电服务商之一, 具有已投运的垃圾处理能力 8,260 吨/日, 在手项目设计垃圾处理能力总计 11,410 吨/日。深耕江浙两省, BOT 项目运营业绩突出, 具有业内领先的焚烧炉排炉、烟气处理系统等关键设备的自主研制能力, 经营收入增长较快。未来计划打通垃圾焚烧产业链, 并拓展为固废处置平台。
- **城市生活垃圾焚烧发电处在黄金发展期。** 随着城市生活垃圾处理“减量化、资源化、无害化”日益受到各级政府的重视, 生活垃圾焚烧发电的无害化处理逐渐成为市场主流, 当前很多地区仍以填埋为主。2013 年生活垃圾填埋无害化处理比例为 68.2%, 焚烧处理只占 30.1%, 未来市场空间较大。
- **垃圾焚烧处理厂大型化趋势明显。** 技术落后的小型垃圾焚烧处理厂将逐步淘汰, 由高标准、现代化的大型焚烧发电厂取而代之。未来具有技术和规模优势的大型垃圾综合处理企业将逐渐占领市场, 市场集中度将逐步提高, 公司作为我国规模最大的全产业链一体化城市生活垃圾焚烧发电服务商之一, 具有竞争优势。
- **全产业链协同优势, 打造综合固废处理服务商。** 公司拥有技术研究开发、关键设备设计制造、项目投资建设、项目运营管理等全产业链一体化优势, 各业务环节之间形成可观的协同效应, 有利于有效降低项目投资成本。未来实现纵向一体化的发展战略, 在污泥干化处理、厨余垃圾处理、农林废弃物处理、特定工业固废处理领域进行创新与突破, 打造国内领先的综合性固废处理服务商。
- **公司经营情况良好。** 在手 15 个垃圾焚烧发电项目, 14 个运用 BOT 模式, 其中 10 个已处在运营状态。营业现金流收入来源稳定, 下游对接政府机构和电力部门, 回款较好。主营 BOT 业务毛利率高于同行业平均水平。目前资产负债率较高, 上市后有望有效改善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2015-2017 年公司摊薄 EPS 分别为 0.77、0.98 和 1.20 元。对于 A 股可比垃圾处理类公司的平均水平, 给予公司 2015 年 30-35 倍 PE, 对应二级市场合理目标价为 23.20-27.06 元/股。
- **风险提示:** 业务区域集中的风险; 毛利率下滑的风险; 项目建设进展或不及预期。

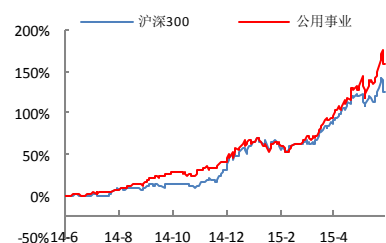
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	667.02	880.01	1,103.14	1,380.97
增长率	25.73%	31.93%	25.36%	25.19%
归属母公司净利润(百万元)	222.61	351.64	444.36	545.34
增长率	30.20%	55.96%	26.37%	22.72%
每股收益 EPS(发行后股本摊薄)(元)	0.49	0.77	0.98	1.20
净资产收益率 ROE	22.76%	27.26%	26.59%	25.52%

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
 执业证号: S1250513070002
 电话: 010-57631198
 邮箱: pll@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	40,800
本次发行(万股)	4580
发行后总股本(万股)	45,380
2014 年每股收益(摊薄后)(元)	0.49

主要指标(2014 年)

每股净资产(元)	2.4
毛利率(%)	65.25
流动比率(倍)	1.17
速动比率(倍)	1.10
应收账款周转率(次)	4.44
资产负债率(合并报表)(%)	65.19

相关研究

目 录

一、全产业链城市生活垃圾焚烧发电服务商	1
（一）公司基本情况	1
（二）股权结构：典型的家族企业	1
（三）公司经营分析	2
（四）公司盈利情况良好，借上市改善资产负债率	4
（五）发展战略	5
二、行业分析	5
（一）城市生活垃圾焚烧发电处在黄金发展期	5
（二）我国垃圾焚烧处理厂大型化趋势明显	7
（三）行业竞争格局	7
三、公司核心竞争优势分析	8
（一）规模较大，江浙两省优势明显	8
（二）生活垃圾焚烧发电全产业链覆盖，协同作用保证高毛利率	9
（三）行业领先的研发能力和技术水平	9
四、公司募投项目情况	9
五、盈利预测与估值分析	10
六、风险提示	10

图 目 录

图 1: 伟明环保股权结构	2
图 2: 营业收入、净利润（亿元）和毛利率情况	2
图 3: 2011-2014 年主营业务构成情况（亿元）	2
图 4: 2004-2013 年我国城市生活垃圾处理量（万吨）和处理率情况（%）	6
图 5: 2003-2013 年我国城市生活垃圾焚烧处理能力（吨/日）及焚烧处理厂数量（座）	7
图 6: 2003-2013 年我国城市生活垃圾焚烧处理量（万吨）及处理率（%）	7

表 目 录

表 1: 公司发行前前十大股东持股比例	1
表 2: 截至 2014 年伟明环保在手项目信息汇总	3
表 3: 伟明环保 2012-2014 年度公司毛利率情况	4
表 4: 伟明环保 2012-2014 年度公司毛利率与行业内可比公司比较	4
表 5: 伟明环保 2012-2014 年负债构成	5
表 6: 募投资金用途	9
表 7: A 股可比公司估值比较	10
附表: 财务预测与估值	11

一、全产业链城市生活垃圾焚烧发电服务商

（一）公司基本情况

公司由原临江公司于 2005 年整体变更为股份公司。公司专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，拥有突出的项目投资、建设和运营业绩，以及领先的焚烧炉排炉、烟气处理系统等关键设备的自主研制能力，具有《环境污染治理设施运营资质证书》（生活垃圾甲级）资质，是我国规模最大的全产业链一体化城市生活垃圾焚烧发电服务商之一，2011 年、2012 年及 2013 年垃圾焚烧处理量的市场份额分别为 5.72%、5.22%和 5.25%。

公司拥有国际先进、国内领先的自主知识产权二段往复式垃圾焚烧炉排炉及烟气处理系统技术。同时，公司具有国内一流的垃圾焚烧发电技术研发实力和设备专业化制造水平，拥有 5 项发明专利和 43 项实用新型专利，曾参与制订《城市生活垃圾焚烧处理工程项目建设标准》、《生活垃圾焚烧厂评价标准》等行业标准。

（二）股权结构：典型的家族企业

公司实际控制人为项光明先生、王素勤女士、朱善玉先生和朱善银先生，2012 年 3 月 24 日，项光明、王素勤、朱善玉和朱善银签署《一致行动协议》，共同构成公司的实际控制人，发行前合计持股比例达 86.11%，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。首次发行后实际控制人合计持股比例降低至 78.22%。

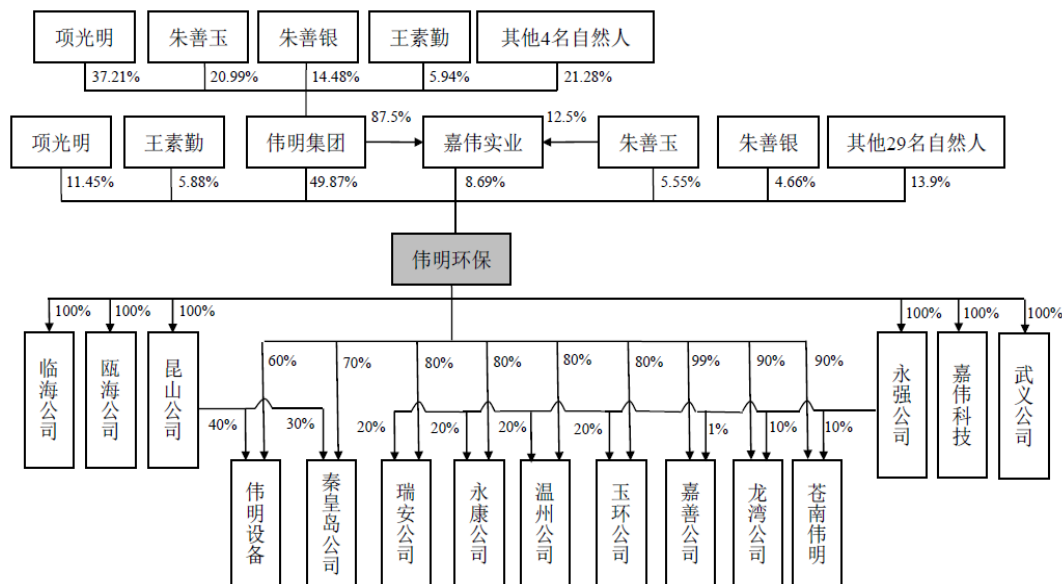
表 1：公司发行前前十大股东持股比例

	股东	持股数（万股）	比例（%）
1	伟明集团	20,348.40	49.87
2	项光明	4,672.80	11.45
3	嘉伟实业	3,544.80	8.69
4	王素勤	2,400.00	5.88
5	朱善玉	2,265.60	5.55
6	朱善银	1,903.20	4.66
7	章锦福	904.80	2.22
8	朱达海	859.20	2.11
9	章小建	631.20	1.55
10	汪和平	418.80	1.03
		37,948.80	93.02

数据来源：公司招股书，西南证券

伟明环保下辖共 15 个控股子公司，还有 1 家分公司。其中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，嘉伟科技公司专注于垃圾处理厂渗滤液处理站建设与运营中的技术咨询与服务，其他公司多为项目公司，负责在手垃圾焚烧项目的筹建与运营。

图 1：伟明环保股权结构



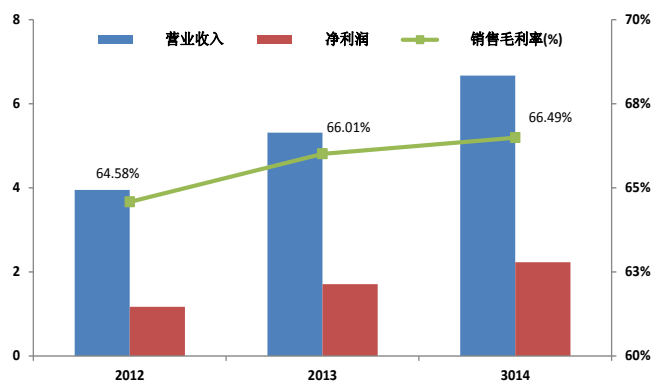
数据来源：公司招股书，西南证券

（三）公司经营分析

公司 2012-2014 年度营业收入分别为 3.95 亿元、5.31 亿元和 6.67 亿元，同比年度增长率分别为 42.09%、34.43%和 25.61%；公司 2012-2014 年度净利润分别为 1.17 亿元、1.71 亿元和 2.23 亿元，同比年度增长率分别为 67.27%、46.59%和 30.21%；毛利率分别为 64.42%、65.93%和 66.25%。

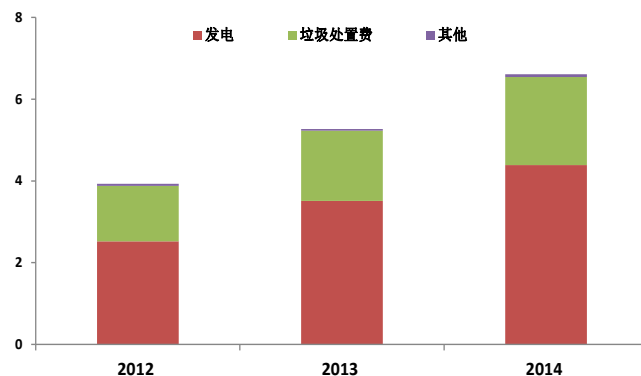
公司主营业务收入包括垃圾焚烧发电项目运营的垃圾处置费和发电收入以及其他收入，BOT 模式是公司项目的主要运营模式。2014 年垃圾处置收入 2.15 亿元，占比 32.54%，发电收入 4.39 亿元，占比 66.39%，两者合计占比 98.93%。2012 年度和 2013 年度这个比例分别为 96.81%和 97.69%。

图 2：营业收入、净利润（亿元）和毛利率情况



数据来源：公司招股书，西南证券

图 3：2011-2014 年主营业务构成情况（亿元）



数据来源：公司招股书，西南证券

公司已运营、在建及筹建共 15 个垃圾焚烧发电项目，其中 BOT 项目 14 个，EPC 项目 1 个。14 个 BOT 项目中，10 个 BOT 项目已建成处于运营状态，均集中在浙江和江苏地区，另外有 1 个在建项目和 3 个筹建项目。

2013 年公司在浙江与江苏两省的垃圾处理量分别为 184.58 万吨和 66.94 万吨，分别占两省整体垃圾焚烧处置总量的 28.57% 和 9.07%。公司目前运营项目的设计日处理垃圾能力为 8,260 吨/日，在建项目的设计日处理垃圾能力为 600 吨/日，筹建项目的设计日处理垃圾能力为 2,550 吨/日，项目全部投产后公司将拥有设计日处理垃圾能力合计为 11,410 吨/日，发电装机总容量为 21.05 万千瓦。

表 2：截至 2014 年伟明环保在手项目信息汇总

	项目	项目状态	特许经营期限	特许经营到期日	经营主体	设计垃圾处理能力 (吨/日)	发电装机容量 (千瓦)	垃圾处理费 (元/吨)
1	东庄项目	BOT 运营	25 年（含建设期）	2026/6/13	瓯海公司	385	4,500	74.5
2	临江项目 一期	BOT 运营	27 年（含建设期）	2031/10/11	伟明环保	600	12,000	73.8
3	永强项目	BOT 运营	27 年（含建设期）	2041/11/23	永强公司	600	12,000	65
4	昆山项目 一期	BOT 运营	25 年（不含建设期）	2035/8/9	昆山公司	1,000	18,000	73
5	昆山项目 二期	BOT 运营	30 年（不含建设期）	2035/8/9	昆山公司	1,050	18,000	73
6	临江项目 二期	BOT 运营	25 年（不含建设期）	2036/1/20	温州公司	1,200	24,000	73.8
7	临海项目	BOT 运营	27 年（含建设期）	2041/12/29	临海公司	700	12,000	47.5
8	玉环项目	BOT 运营	30 年（含建设期）	2041/4/15	玉环公司	700	15,000	82
9	永康项目	BOT 运营	27 年（含建设期）	2037/9/30	永康公司	800	15,000	78
10	瑞安项目	BOT 运营	27 年（含建设期）	2036/6/7	瑞安公司	1,000	21,000	73.8
11	琼海项目	运营服务			琼海公司	225	3,000	90（2014）
运营项目小计						8,260	154,500	
12	嘉善项目	BOT 在建	30 年（含建设期）			600	12,000	77
在建项目小计						600	12,000	
13	东阳项目	BOT 筹建	25 年（第二期起算）			700	12,000	70
14	秦皇島项目	BOT 筹建	25 年（不含建设期）			650	12,000	大于 85
15	永强项目 二期	BOT 筹建	27 年（含建设期）	2041/11/23		1,200	25,000	117.2
筹建项目小计						2,550	49,000	
总计						11,410	210,500	

数据来源：公司招股书，西南证券

（四）公司盈利情况良好，借上市改善资产负债率

盈利能力较好，毛利率较高。城市生活垃圾焚烧发电行业具有较高的技术含量，通常采用特许经营的 BOT 模式运营，因此行业的利润水平相对较高。2012-2014 年公司主营业务毛利率分别达 64.42%、65.93%和 66.25%。

表 3：伟明环保 2012-2014 年度公司毛利率情况

分部	2014 年度	2013 年度	2012 年度
项目运营	66.29%	65.77%	64.31%
其他	62.78%	85.59%	73.66%
综合毛利率	65.25%	65.93%	64.42%

数据来源：公司招股书、西南证券

伟明环保的运营毛利率水平高于同行业平均水平，对此公司给出的解释一方面是因为公司是垃圾焚烧发电产业链一体化的运营者，可自行研究、设计并制造炉排炉、烟气处理系统等关键设备，有利于降低项目设备采购成本，同时同行业公司自主完成毛利率较低的建筑业务，拉低综合毛利率，而伟明环保将建筑业务外包；另一方面由于公司在对 BOT 项目的会计处理上与同行业公司不同，例如将 BOT 项目投资建设形成的厂房设备等计入无形资产，按照 BOT 经营年限以直线法摊销，摊销年限较长。

表 4：伟明环保 2012-2014 年度公司毛利率与行业内可比公司比较

序号	公司/分部名称	2014 年度	2013 年度	2012 年度
1	伟明环保项目运营分部	66.29%	65.77%	64.31%
2	光大国际	46.71%	44.65%	49.38%
3	绿色动力环保	30.75%	48.48%	45.84%
4	瀚蓝环境固废处理分部	37.10%	38.32%	47.97%
5	泰达股份垃圾处理及发电分部	48.49%	42.32%	33.63%
6	中国天楹垃圾处置及焚烧发电分部	65.10%	62.54%	67.97%
7	东江环保工业废物及市政固废处理分部	35.35%	30.48%	37.40%
	平均值	47.51%	47.51%	49.50%

数据来源：公司招股书、西南证券

经营现金流稳定，回款较好。公司现金回流状况保持健康状态。2012-2014 年，公司经营现金流入分别为 5.06 亿元、6.43 亿元和 7.71 亿元，分别为同期营收的 1.28、1.21 和 1.16 倍；2012-2014 年间，公司经营活动产生的现金流量净额均为 2.18、3.87 和 4.01 亿元，分别为同期净利润的 1.87、2.26 和 1.80 倍。

资产负债率较高，上市将有望有效改善。伟明环保 2012-2014 年末资产负债率分别为 73.05%、70.76%和 65.19%，**BOT 模式造成资产负债率较高。**公司目前较高的资产负债率在一定程度上限制了公司进一步利用财务杠杆的能力，公司本次股票发行募集资金到位后将降低公司的资产负债率，财务资本结构趋于稳健。

表 5：伟明环保 2012-2014 年负债构成

项目	2014		2013		2012	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
长期借款	53,286.00	29.09%	64,620.00	33.97%	72,504.00	40.16%
预计负债	77,182.15	42.13%	67,881.04	35.68%	53,133.25	29.43%
递延所得税负债	6,508.47	3.55%	5,416.30	2.85%	4,660.57	2.58%
递延收益	8,838.24	4.82%	9,026.94	4.75%	7,433.65	4.12%
非流动负债合计	145,814.85	79.60%	146,944.28	77.25%	137,731.46	76.28%
流动负债	37,380.23	20.40%	43,285.94	22.75%	42,825.39	23.72%
负债合计	183,195.08	100.00%	190,230.22	100.00%	180,556.86	100.00%

数据来源：公司招股书、西南证券

（五）发展战略

公司拟抓住固废行业快速发展的契机，以垃圾焚烧发电项目的投资、建设和运营服务为核心，加快实现规模扩张和产业链完善。

规模扩张方面，公司要扩大在垃圾焚烧发电项目投资、建设和运营领域中的领先优势，通过投资新建、项目收购以及项目建设和运营服务等多种方式，迅速扩大公司垃圾焚烧发电项目的运营规模。公司计划在未来三至五年内，在国内市场上设计日处理垃圾能力突破 2 万吨，并建立以东部沿海地区为主、辐射中西部重点城市的业务布局。

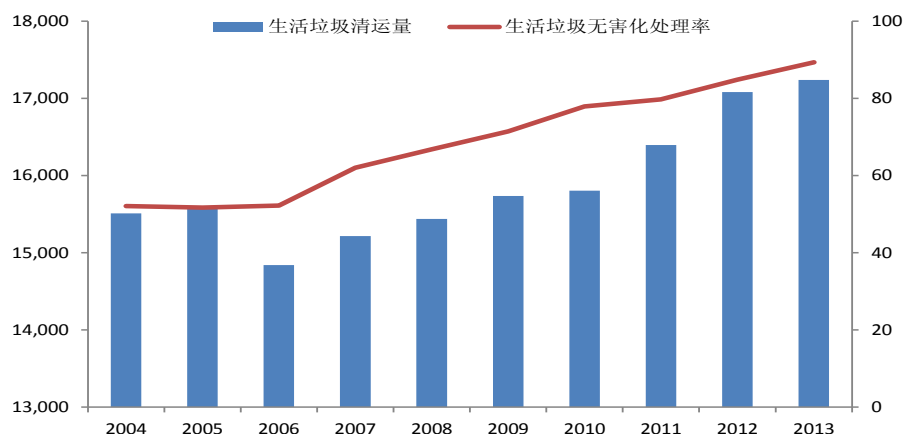
产业链完善方面，实现纵向一体化的发展战略，进一步丰富完善固废处理业务产业链，重点在污泥干化处理、厨余垃圾处理、农林废弃物处理、特定工业固废处理领域进行创新与突破，打造成为国际先进、国内领先的综合性固废处理服务商。

二、行业分析

（一）城市生活垃圾焚烧发电处在黄金发展期

随着我国城市化进程的发展，城市生活垃圾产生量不断攀升，很多城市都面临着“垃圾围城”的困境。近年来，各地区、各部门不断加大城市生活垃圾处理工作力度，我国城市生活垃圾无害化处理率从 2004 年的 52.1% 增长至 2013 年的 89.3%，垃圾无害化处理能力已显著提升。然而垃圾无害化处理在很多地区仍以填埋为主。2013 年生活垃圾填埋无害化处理比例仍高达 68.2%，焚烧处理只占 30.1%。

图 4：2004-2013 年我国城市生活垃圾处理量（万吨）和处理率情况（%）

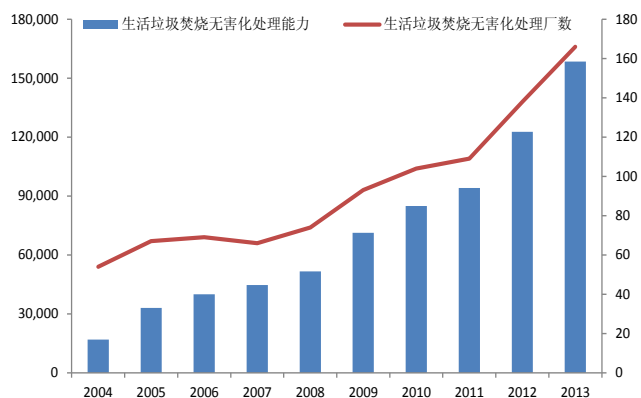


数据来源：国家统计局，西南证券

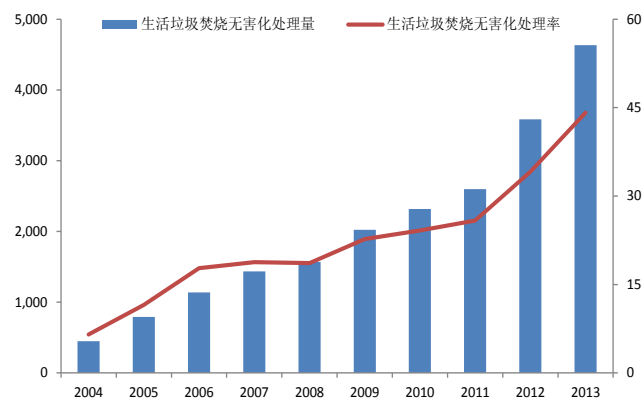
随着城市生活垃圾处理“减量化、资源化、无害化”日益受到各级政府的重视。从国际经验看，日本、新加坡、德国等人口密度较大的国家，垃圾处理方式以焚烧为主，填埋、堆肥为辅。我国与日俱增的垃圾产生量与愈发稀缺的土地资源决定了填埋方式无法满足现实需要。垃圾焚烧发电正日益受到国家的支持，垃圾焚烧无害化处理的同时，生活垃圾焚烧发电纳入可再生能源发电范畴，享受电力优先上网和实行政府补贴优惠上网价格。

根据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，“十二五”生活垃圾处理设施建设投资 1,730 亿元，同比增长 142%，到 2015 年，城市生活垃圾无害化处理率达到 90% 以上，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%，其中东部地区达到 48% 以上。2012 年 3 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》（发改价格[2012]801 号），进一步规范垃圾焚烧发电价格政策，要求“以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价”。

我国垃圾焚烧处理近年来发展迅速。截至 2003 年末，我国拥有垃圾焚烧处理厂 47 座，焚烧处理能力为 15,000 吨/日；到 2013 年底，我国垃圾焚烧处理厂增加至 197 座，焚烧处理能力增长至 169,351 吨/日，年均增长率分别为 15.4% 和 27.4%。此外，我国 2003 年垃圾焚烧处理量为 370 万吨，2013 年增长至 4,931 万吨，年均增长率达 29.6%。同期，垃圾焚烧处理率也由 4.9% 增长至 25.0%，增长了 20.1 个百分点。其中东南沿海等经济发达地区，如江苏、浙江和广东等地，受限于人口密度逐年攀升，垃圾焚烧处理能力快速增长，走在全国前列，垃圾焚烧处置方式占比较高。

图 5：2003-2013 年我国城市生活垃圾焚烧处理能力（吨/日）及焚烧处理厂数量（座）


数据来源：国家统计局，西南证券

图 6：2003-2013 年我国城市生活垃圾焚烧处理量（万吨）及处理率（%）


数据来源：国家统计局，西南证券

（二）我国垃圾焚烧处理厂大型化趋势明显

从海外发达国家的发展经验来看，随着经济的发展以及环保标准的提高，技术落后的小型垃圾焚烧处理厂将逐步淘汰，由高标准、现代化的大型焚烧发电厂取而代之。我国在垃圾焚烧发展初期曾建设了一批相对简易的小型垃圾焚烧处理厂，该等焚烧处理厂多为链条炉、间歇式单室（固定床）焚烧炉，燃烧性能较差，焚烧过程难以达到“3T+E（停留时间、温度、扰动+空气过量率）”的要求。同时，小型焚烧处理厂一般采用简单的烟气处理系统，难以满足日趋严格的环保排放要求。

随着我国垃圾焚烧发电技术的发展，一批具有国际水准的垃圾焚烧发电运营商纷纷投资建设了大量现代化的大型焚烧发电厂，显著提高了单厂处理规模。截至 2013 年末，我国城市生活垃圾焚烧厂单厂平均处理能力已达 860 吨/日，为 2003 年末的 2.7 倍，年均复合增长率为 10.4%。

未来具有技术和规模优势的大型垃圾综合处理企业将逐渐占领市场，市场集中度将逐步提高。

（三）行业竞争格局

我国城市生活垃圾焚烧处理行业参与者较多，市场较为分散。公司是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一，拥有技术研究开发、关键设备设计制造、项目投资建设、项目运营管理等全产业链一体化优势。公司主要竞争对手有：

中国光大国际有限公司：香港上市投资产业集团，环保产业的投资项目主要包括垃圾焚烧发电、沼气发电、生物质能发电、太阳能光伏发电、工业固体废物及危险废物处置、水环境治理、中水回用等。业务分布在江苏、山东、广东、安徽、浙江、海南、湖南等省份及德国。截至 2014 年末，共拥有 36 个垃圾焚烧发电项目，总设计规模为年处理生活垃圾量约 1,177 万吨。

瀚蓝环境：系统化环境服务方案提供商，覆盖自来水供应、污水处理、固废处理全产业链。截至 2014 年末，公司在国内拥有 12 个垃圾焚烧发电项目，全部投产后总垃圾处理能力为 14,350 吨/日。

上海环境集团有限公司：上海城投控股股份有限公司下属全资子公司，提供城市生活垃圾中转运输、填埋和焚烧处理的综合性服务，业务覆盖上海、成都、南京、淮安、宁波、深圳、青岛、威海和漳州等城市。截至 2014 年末，公司正式投入商业（试）运营的垃圾焚烧项目 6 个，2014 年公司共计焚烧处理垃圾 346.65 万吨。

绿色动力环保集团股份有限公司：香港上市公司，主要从事使用焚烧技术处理生活垃圾的垃圾焚烧发电厂的投资建设、运营维护及技术顾问服务，业务覆盖长江三角洲地区、环渤海经济圈、珠江三角洲地区、湖北、贵州及山西省。截至 2014 年末，公司在国内拥有 23 个垃圾焚烧发电项目，垃圾处理能力总额为 23,700 吨/日。

中国天楹：主要从事以 BOO、BOT 方式投资、建设和运营城市生活垃圾焚烧发电项目以及垃圾焚烧发电及环保成套设备的研发、制造业务。截至 2014 年末，公司已投入运营 4 个垃圾焚烧发电项目，分别位于江苏如东、江苏启东、江苏海安、福建连江；2014 年度，公司共处理垃圾量 136 万吨。

深圳能源集团股份有限公司：深交所上市公司，公司在大力拓展电力主业的同时，以垃圾处理产业为依托，积极发展能源环保产业，目前已建成投产深圳南山、盐田、宝安一期、宝安二期和武汉新沟等五座垃圾焚烧发电厂，收购福建龙岩垃圾焚烧发电厂，获得桂林垃圾焚烧发电 BOT 项目，日处理垃圾能力达 7,050 吨。

天津泰达股份有限公司：深交所上市公司，公司的环保产业主要为生活垃圾焚烧发电项目、垃圾填埋项目及秸秆发电项目的投资、建设及运营。截至 2014 年末，公司拥有天津双港、扬州和大连三个垃圾焚烧发电项目已投入运营。

三、公司核心竞争优势分析

（一）规模较大，江浙两省优势明显

伟明环保是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一，拥有行业领先地位。2011 年、2012 年及 2013 年垃圾焚烧处理量的市场份额分别为 5.72%、5.22%和 5.25%。

浙江省和江苏省是我国垃圾焚烧处理应用最为广泛的省份，公司在上述重点省份占有相对较高的市场份额。伟明环保在浙江省 2011 年、2012 年及 2013 年垃圾焚烧处理量的市场份额分别为 20.04%、19.57%和 28.57%。伟明环保在江苏省 2011 年、2012 年及 2013 年垃圾焚烧处理量的市场份额分别为 9.97%、9.04%和 9.07%。

集团董事长项光明为第一届中国环境保护产业协会城市垃圾处理专业委员会副主任，浙江省环保产业协会副理事长，在江浙两省具有较高的业内声誉和认知度。

（二）生活垃圾焚烧发电全产业链覆盖，协同作用保证高毛利率

公司业务覆盖垃圾焚烧发电产业的各个环节，包括核心技术研发、关键设备研制、项目投资、建设、运营等全产业链，具备一体化运作的独特优势。各业务环节之间形成可观的协同效应，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，保证了公司良好的盈利水平，公司毛利率和净利润均处于行业领先水平。

（三）行业领先的研发能力和技术水平

公司及控股子公司拥有国际先进、国内领先的自主知识产权垃圾焚烧炉排炉及烟气净化技术，目前已申请获得“往复多列式炉排生活垃圾焚烧炉”、“多列式垃圾焚烧炉炉排的中间补偿机构”等 5 项发明专利，以及“烟气处理装置的喷吹机构”、“中和反应塔以及应用于该中和反应塔的喷雾器”等共 43 项实用新型专利；正在申请 5 项发明专利及 7 项实用新型专利。

公司拥有领先的二段往复式垃圾焚烧炉排炉及烟气处理系统技术，该项技术应用于城市生活垃圾焚烧项目已超过 10 年，在线运行的各套设备质量过硬、性能优异、技术工艺成熟、安全可靠，处于国际先进、国内领先水平。公司生产的二段往复式多列生活垃圾焚烧炉被国家环保总局科技标准司授予“环境保护科技成果证书”，被浙江省人民政府授予“浙江省科学技术奖二等奖”、“浙江省优秀科技产品”等荣誉。

四、公司募投项目情况

伟明环保首次公开发行人新股 4580 万股，占发行后总股本的 10.09%，募集资金净值 4.51 亿元。募投资金主要用于瑞安和永康两地的垃圾焚烧发电项目的筹建、研发中心的建设与偿还银行贷款。目前公司采用自筹资金对在上述两处在建项目进行前期投入，募集资金到位后，公司将用募集资金置换已投入的自筹资金，并用于后续剩余项目投入。

表 6：募投资金用途

序号	项目名称	投资总额（万元）	使用募集资金金额（万元）	募集资金占比
1	瑞安生活垃圾焚烧发电项目	31,641	20,000	63.21%
2	永康生活垃圾焚烧发电项目	25,083	8,000	31.89%
3	垃圾焚烧发电技术研究开发中心项目	10,097	5,147	50.98%
4	偿还银行贷款	18,500	12,000	64.86%
	合计	85,321	45,147	52.91%

数据来源：公司招股书、西南证券

五、盈利预测与估值分析

伟明环保运营项目的性质决定了其现金流的稳定，未来发展前景看好，我们做出如下假设：

（1）主营业务和税率保持稳定。

（2）公司在招股书中提出，计划在未来三至五年内，通过投资新建、项目收购以及项目建设和运营服务等多种方式，迅速扩大公司垃圾焚烧发电项目的运营规模，在国内市场上设计日处理垃圾能力突破 2 万吨，公司目前垃圾处理能力为 8,260 吨/日，在未来五年内要达到 2 万吨的目标，年复合增长率必须达到 20%。考虑到未来三年公司处于上市后的高速发展期，给予 2015-2017 年项目运营业务收入增速为 25.3%、25.5%、25.3% 的预测。

（3）公司毛利率在现有基础上保持稳定，在募集资金到位的情况下有望进一步降低费用成本，给予未来三年毛利率 66.5%、66.6% 和 65.7% 的预测。

预计 2015-2017 年公司营业收入分别为 8.80 亿元，11.03 亿元和 13.81 亿元，归属母公司的净利润分别为 3.52 亿元，4.44 亿元和 5.45 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.77、0.98 和 1.20 元。对于 A 股可比垃圾处理类公司的平均水平，结合公司稳定的经营收益和未来纵向一体化的发展方向，给予公司 2015 年 30-35 倍 PE，对应目标价为 23.20-27.06 元/股。

表 7：A 股可比公司估值比较

证券代码	证券简称	主营产品类型	营业收入 2014A (亿元)	净利润 (亿元)	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2015E)
000826.SZ	桑德环境	固废生活垃圾处置	43.74	7.95	41.52	351.35	42.0	31.61
002672.SZ	东江环保	工业危废处理	20.48	2.82	57.95	181.35	75.27	54.06
300090.SZ	盛运环保	生活垃圾处置	12.10	2.40	26.53	140.47	59.00	28.62
000035.SZ	中国天楹	生活垃圾处置	5.51	1.75	18.34	113.58	53.51	41.05
平均							57.45	38.84
603568.SH	伟明环保	生活垃圾处置	6.67	2.22	—	—	—	—

数据来源：Wind、西南证券，收盘价和市值数据截至 2015 年 5 月 18 日

六、风险提示

1、业务地区较为集中，公司在江浙以为其他地区扩张能力存在不确定性，或影响公司未来发展。

2、在手 BOT 项目建设进展或不及预期；

3、市场竞争加剧，为确保公司获取新项目的竞争力，公司可能被迫降低对于垃圾处置费的要求，或使得公司未来项目的利润率水平有所下降。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	667.02	880.01	1103.14	1380.97	净利润	222.61	351.64	444.36	545.34
营业成本	223.53	295.13	368.78	473.96	折旧与摊销	104.79	107.32	111.40	115.33
营业税金及附加	6.19	8.90	11.00	13.67	财务费用	110.02	79.00	95.81	118.92
销售费用	8.03	11.83	14.69	18.16	资产减值损失	2.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	67.09	95.28	117.09	146.28	经营营运资本变动	-112.21	57.66	-30.19	-10.92
财务费用	110.02	79.00	95.81	118.92	其他	73.82	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	401.06	595.62	621.38	768.68
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	234.18	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-326.51	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-92.32	-80.00	-80.00	-80.00
营业利润	250.13	389.86	495.77	609.98	短期借款	-50.00	-60.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.58	9.85	8.24	6.97	长期借款	-113.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	247.56	399.72	504.01	616.95	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.94	48.08	59.65	71.61	支付股利	-30.60	-39.84	-62.94	-79.53
净利润	222.61	351.64	444.36	545.34	其他	-34.24	-240.34	-95.81	-118.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-228.18	-340.19	-158.75	-198.46
归属母公司股东净利润	222.61	351.64	444.36	545.34	现金流量净额	80.56	175.43	382.63	490.22
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	208.99	384.42	767.05	1257.28	成长能力				
应收和预付款项	192.53	255.99	315.56	398.10	销售收入增长率	25.73%	31.93%	25.36%	25.19%
存货	28.84	38.07	47.58	61.15	营业利润增长率	42.46%	55.86%	27.17%	23.04%
其他流动资产	7.92	10.45	13.11	16.41	净利润增长率	30.21%	57.96%	26.37%	22.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.48%	23.93%	22.01%	20.09%
投资性房地产	3.74	3.74	3.74	3.74	获利能力				
固定资产和在建工程	126.38	202.16	273.87	341.64	毛利率	66.49%	66.46%	66.57%	65.68%
无形资产和开发支出	2158.80	2055.81	1952.83	1849.85	三费率	27.76%	21.15%	20.63%	20.52%
其他非流动资产	82.88	82.76	82.64	82.52	净利率	33.37%	39.96%	40.28%	39.49%
资产总计	2810.08	3033.41	3456.38	4010.67	ROE	22.76%	27.26%	26.59%	25.52%
短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.36%	7.92%	11.59%	12.86%
应付和预收款项	148.07	279.54	319.64	406.05	ROIC	21.60%	27.94%	35.84%	43.90%
长期借款	532.86	532.86	532.86	532.86	EBITDA/销售收入	69.71%	65.48%	63.73%	61.13%
其他负债	1091.02	931.09	932.54	934.60	营运能力				
负债合计	1831.95	1743.49	1785.03	1873.51	总资产周转率	0.24	0.30	0.34	0.37
股本	453.80	453.80	453.80	453.80	固定资产周转率	21.07	12.10	7.25	6.14
资本公积	2.41	2.41	2.41	2.41	应收账款周转率	4.44	4.43	4.30	4.33
留存收益	567.73	879.52	1260.94	1726.75	存货周转率	8.93	8.82	8.61	8.72
归属母公司股东权益	978.13	1289.92	1671.35	2137.16	销售毛利率/净利率	110.66%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	978.13	1289.92	1671.35	2137.16	资产负债率	65.19%	57.48%	51.64%	46.71%
负债和股东权益合计	2810.08	3033.41	3456.38	4010.67	带息债务/总负债	32.36%	30.56%	29.85%	28.44%
					流动比率	1.17	2.41	3.50	4.17
					速动比率	1.10	2.28	3.35	4.02
					股利支付率	13.75%	11.33%	14.16%	14.58%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标（摊薄前）				
EBITDA	464.95	576.19	702.98	844.24	每股收益	0.55	0.86	1.09	1.34
PE	—	—	—	—	每股净资产	2.40	3.16	4.10	5.24
PB	—	—	—	—	每股经营现金	0.98	1.46	1.52	1.88
PS	—	—	—	—	每股股利	0.08	0.10	0.15	0.19
EV/EBITDA	0.98	0.10	-0.46	-0.96					
股息率	—	—	—	—					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn