

2017 年 2 月 10 日

证券研究报告

公司研究

环保/垃圾发电

投资评级 增持

评级变动 首次评级

总股本 6.81 亿股

流通股本 1.31 亿股

EPS (TTM) 0.475 元

每股净资产 2.71 元

当前股价 24.58 元

注：上述财务数据截止 2017 年 2 月 10 日

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120001

分析师助理：

李凌翔

lilingxiang@gwgsc.com

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路 2 号莲
富大厦 17 楼

伟明环保（603568）

——深耕垃圾发电领域，盈利能力强，前景广阔

主要观点：

◆**主营业务稳定发展，盈利能力强。**公司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，盈利能力强，处在同行业领先水平。目前公司生活垃圾焚烧处理运营项目 12 个，其中 BOT 项目 11 个，运营服务项目 1 个。随着永强项目二期垃圾正式入库，近两年公司业绩将会继续稳定发展。

◆**“十三五”规划利好垃圾焚烧产业。**发改委将垃圾焚烧列为“十三五”规划的重点，将给公司带来广阔的市场空间。以公司目前的市场占有率保守估计，到 2020 年底，公司新增垃圾焚烧设施规模将超过 6600 吨/日，新增投资规模超过 25.6 亿元，新增年营业收入超过 4.8 亿元。

◆**积极拓展环保新业务，探索新增长点。**2016 年上半年，公司新增温州餐厨收入 365 万元，武义公司渗滤液收入 252 万元，此外，公司还参与生活水厂污泥的处理。从短期来看，业务拓展对公司主营业务收入影响较小，但考虑到广阔的市场空间及政策的推动，未来有望成为公司新的盈利增长点。

投资建议：预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 6.82 亿元、7.80 亿元、8.87 亿元，净利润分别为 3.58 亿元、4.10 亿元、4.66 元，EPS 为 0.53 元/股、0.60 元/股、0.69 元/股。公司主营业务运营稳定，在建项目进展顺利。随着生活垃圾无害化处理“十三五”规划的发布，我们看好公司未来的市场前景，首次关注，给予增持评级。

风险提示：垃圾焚烧领域竞争激烈导致毛利率下降；外阜地区项目拓展不及预期；电价调整导致收入下降。

主要财务数据及预测

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	675.06	681.86	780.17	887.10
增长率（%）	1.21%	1.01%	14.42%	13.71%
归属母公司股东净利润（百万元）	291.35	358.27	410.19	466.46
增长率（%）	30.88%	22.97%	14.49%	13.72%
EPS—最新股本摊薄（元）	0.43	0.53	0.60	0.69
销售毛利率	66.06%	65.69%	65.36%	65.11%
净资产收益率（ROE）	17.34%	17.89%	17.29%	16.71%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目录

1 稳健发展的全产业链一体化垃圾发电服务商	3
1.1 我国规模最大的垃圾焚烧发电服务商之一	3
1.2 全产业链一体化发展，盈利能力强	3
2 “十三五”生活垃圾无害化处理规划助力公司未来发展	4
3 拓展环保行业新领域，探寻利润新增长点	6
4 盈利预测	6
4.1 基本假设	6
4.2 盈利预测	6
4.3 投资评级	6
5 风险提示	6

图索引

图 1 公司垃圾焚烧发电项目主营收入	3
图 2 垃圾焚烧主要公司毛利率对比	4
图 3 近 5 年来公司销售毛利率、销售净利率与 ROE（加权）	4
图 4 垃圾焚烧设施规模“十三五”规划	5

表索引

表 1 伟明环保“十三五”期间新增业务预测	5
-----------------------------	---

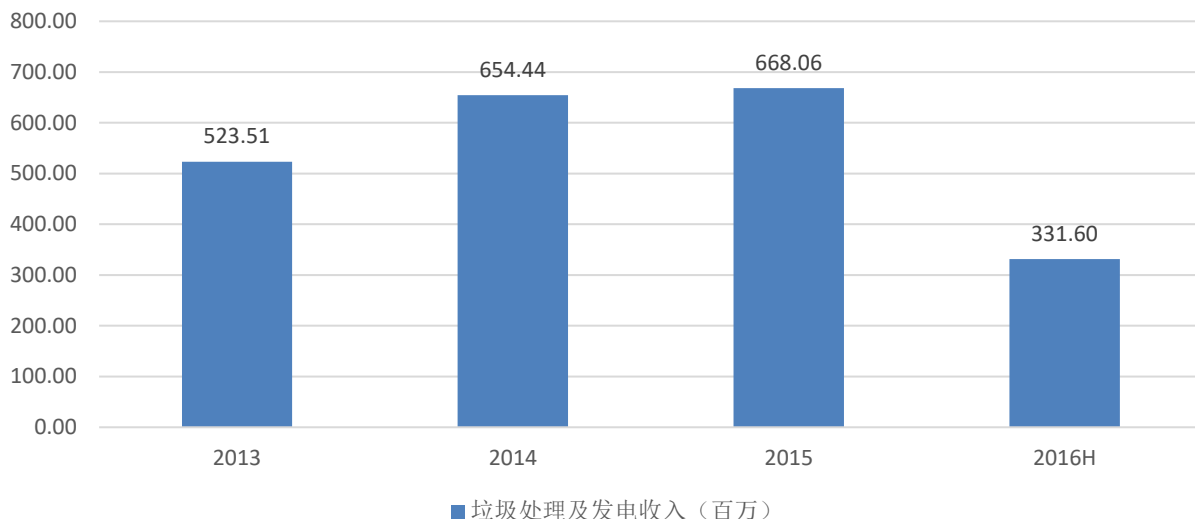
1 稳健发展的全产业链一体化垃圾发电服务商

1.1 我国规模最大的垃圾焚烧发电服务商之一

伟明环保成立于2001年,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,拥有突出的项目投资、建设和运营经验,以及领先的焚烧炉排、烟气处理系统等关键设备自主研制能力,具有《环境污染治理设施运营资质证书》(生活垃圾甲级)资质。

公司主营业务收入近几年来保持稳定发展。目前公司生活垃圾焚烧处理运营项目12个,其中BOT项目11个,运营服务项目1个。2013-2015年,垃圾焚烧发电项目收入分别为5.24亿元、6.54亿元以及6.68亿元,2016年上半年,垃圾焚烧发电项目实现收入3.31亿元。

图 1 公司垃圾焚烧发电项目主营收入



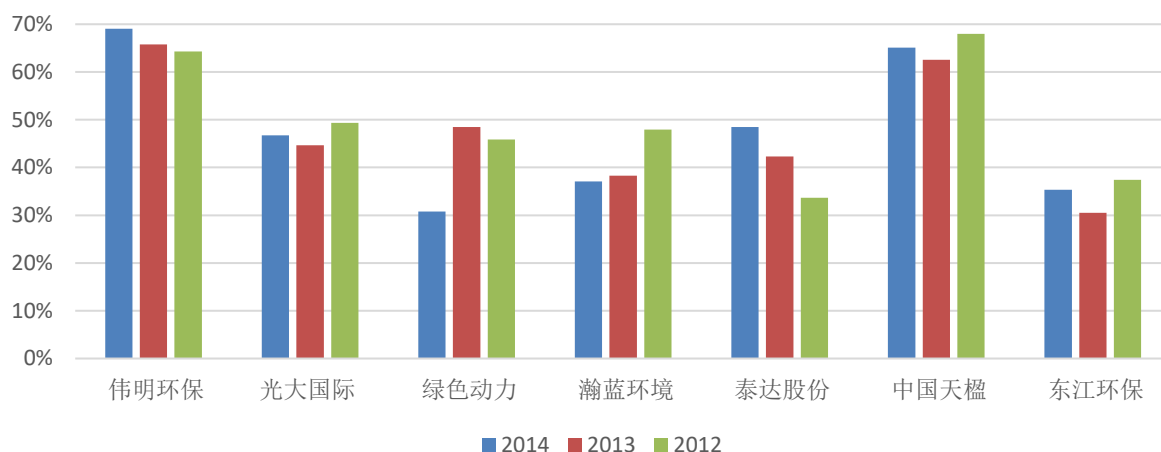
资料来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

1.2 全产业链一体化发展，盈利能力强

公司深耕环保事业近二十载,是中国固废处理行业领军企业。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、设备制造及服务、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协同效应,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。

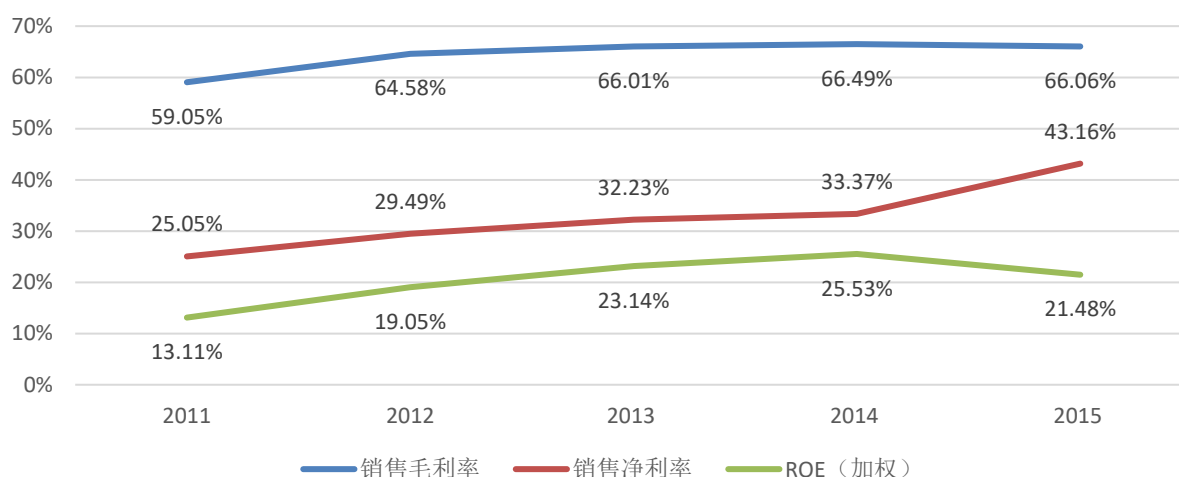
公司盈利能力强,处在同行业领先水平。2013-2015年,公司毛利率水平基本维持在66%以上,销售净利率维持在33%以上,投入资本回报率(ROIC)为10.46%、13.05%以及16.06%。

图 2 垃圾焚烧主要公司毛利率对比



资料来源：招股说明书、长城国瑞证券研究所

图 3 近 5 年来公司销售毛利率、销售净利率与 ROE（加权）

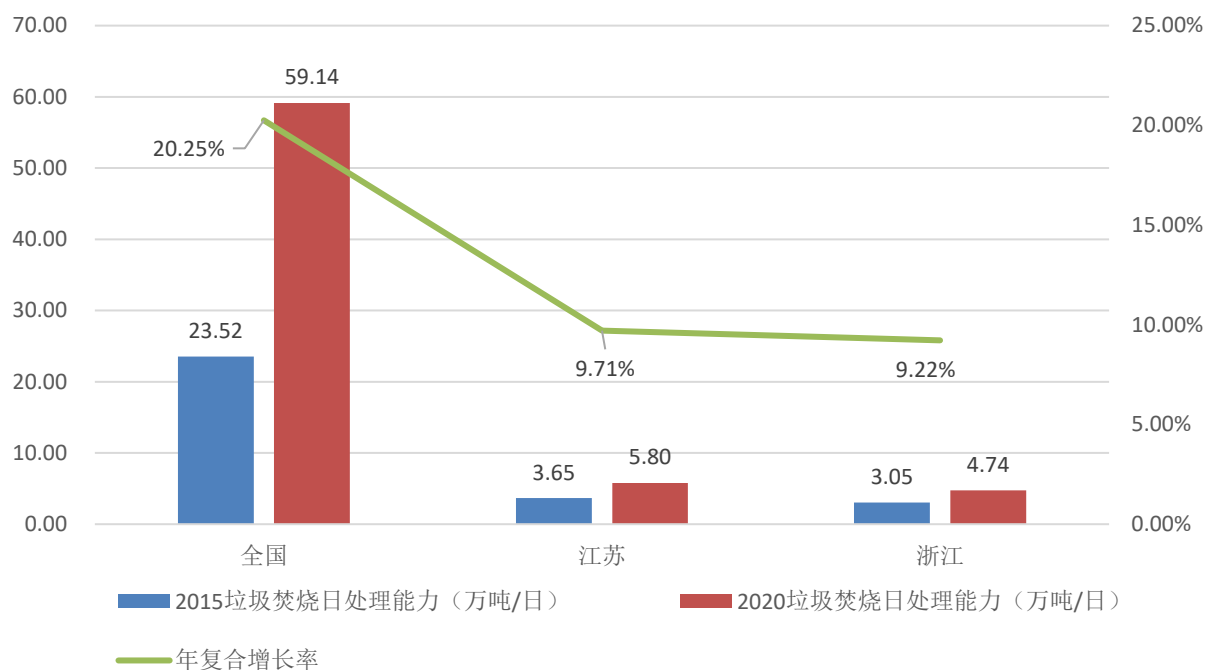


资料来源：招股说明书、长城国瑞证券研究所

2 “十三五”生活垃圾无害化处理规划为公司带来广阔的市场空间

2017 年 1 月，发改委、住建部联合下发《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，明确生活垃圾处理的“十三五”规划。《规划》提出，生活垃圾处理主要以垃圾焚烧为主，原则上不再新建垃圾填埋设施；计划到 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的 50%以上，其中东部地区达到 60%以上。根据《规划》，到 2020 年底，全国将新增垃圾焚烧处理设施规模 35.62 万吨/日，年复合增长率达 20.25%；浙江省新增设施规模 1.69 万吨/日，年复合增长率 9.22%；江苏省新增设规模 2.15 万吨/日，年复合增长率 9.71%。

图 4 垃圾焚烧设施规模“十三五”规划



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》

根据发改委下发的《垃圾焚烧设施建设规模及投资核算说明》，每吨垃圾焚烧日处理能力合理的投资规模为 40-60 万元，则“十三五”期间新增垃圾焚烧投资规模为 1425-2137 亿元，将会给公司带来广阔的市场空间。

假设公司在“十三五”期间继续维持浙江省 28%、江苏省 9% 的市场份额，保守估计，将新增垃圾焚烧处理设施规模 6600 吨/日，投资规模 26.4-39.6 亿元，若 2020 年底新增项目能够全部投入运营，将会给公司每年带来 5 亿元左右的收入。

假设公司在“十三五”期间继续维持全国 5% 左右的市场份额，乐观估计，将新增垃圾焚烧处理设施规模 16000 吨/日，投资规模 64-96 亿元，若 2020 年底新增项目能够全部投入运营，将会给公司每年带来 12 亿元左右的收入。

表 1 伟明环保“十三五”期间新增业务预测

	至 2020 年底新增垃圾焚烧设施规模 (吨/日)	投资规模 (亿元)	新增年营业收入 (亿元)
保守估计	6600	26.40-39.60	4.81
乐观估计	16000	64.00-96.00	12.04

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》

自《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》发布以来，公司已和瑞安市签订了日处理能力 1000 吨/日的垃圾焚烧 BOT 框架协议，与万年县签订了日处理 500

吨/日的垃圾焚烧投资协议，接连两个项目的签订表明政策红利已逐渐显现。

3 拓展环保行业新领域，探寻利润新增长点

公司在专注垃圾焚烧发电的同时也积极拓展餐厨、渗滤液及污泥处理等业务，2016 年上半年公司新增温州餐厨收入 365 万元，武义公司渗滤液收入 252 万元。2016 年 10 月温州餐厨项目（200 吨/日）取得温州市鹿城区发展和改革局的项目核准批复，餐厨项目得以加速推进。

2016 年 12 月，公司与温州市瓯海区签订战略合作协议，瓯海区的固体废弃物收运、转运及处置，污水处理和黑臭水体整治、大气治理及土壤修复在内的环境治理项目，公司享有优先参与权，协议期为 5 年。框架协议的签订表明公司在立足垃圾焚烧领域的同时，积极布局环保领域，未来公司在环境治理领域的拓展有望成为公司新的利润增长点。

4 盈利预测

4.1 基本假设

（1）假设永强项目二期从 2017 年起正式投入运营，秦皇岛、东阳项目从 2018 年起正式投入运营。

（2）假设公司未来三年的毛利率保持稳定。

4.2 盈利预测

预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 6.82 亿元、7.80 亿元、8.87 亿元，净利润分别为 3.58 亿元、4.10 亿元、4.66 元，EPS 为 0.53 元/股、0.60 元/股、0.69 元/股。

4.3 投资评级

公司主营业务运营稳定，项目稳定推进。生活垃圾无害化处理“十三五”规划发布后，将给公司带来更广阔的市场前景，首次关注，给予增持评级。

5 风险提示

垃圾焚烧领域竞争激烈导致毛利率下降；外阜地区项目拓展不及预期；电价调整导致收入下降。

附表：伟明环保财务数据预测（百万元）

资产负债表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	246.84	394.08	609.38	900.80
应收票据及账款	155.34	156.91	179.53	204.14
预付账款	7.53	7.61	5.28	6.00
其他应收款	7.74	7.82	8.94	10.17
存货	35.96	36.72	42.41	48.58
其他短期资产	118.31	50.12	57.34	65.20
流动资产总计	571.72	653.26	902.89	1234.89
长期股权投资	0.00	9.80	9.80	9.80
固定资产	54.74	216.88	390.32	409.53
在建工程	304.84	172.42	20.00	20.00
无形资产	1979.88	2144.12	2269.89	2367.97
长期待摊费用	6.32	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	21.48	21.01	20.54	20.07
非流动资产合计	2451.82	2564.23	2710.55	2827.37
资产总计	3023.54	3217.49	3613.44	4062.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	103.65	128.21	148.08	169.60
其他短期负债	44.07	45.31	52.22	59.71
流动负债合计	232.86	173.52	200.30	229.31
长期借款	174.52	320.52	320.52	320.52
其他长期负债	720.84	720.84	720.84	720.84
非流动负债合计	1110.52	1041.36	1041.36	1041.36
负债合计	1343.38	1214.88	1241.67	1270.67
股本	453.80	680.70	680.70	680.70
资本公积	408.08	181.18	181.18	181.18
留存收益	818.28	1140.72	1509.89	1929.71
归属母公司权益	1680.16	2002.60	2371.77	2791.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1680.16	2002.60	2371.77	2791.59
负债和股东权益合计	3023.54	3217.49	3613.44	4062.26
现金流量表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	457.47	522.00	477.54	530.32
投资性现金净流量	-258.24	-258.18	-207.75	-179.68
筹资性现金净流量	-166.15	99.16	-54.49	-59.23
现金流量净额	33.07	362.99	215.30	291.42

利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	675.06	681.86	780.17	887.10
营业成本	229.12	233.98	270.25	309.52
营业税金及附加	9.51	9.32	10.67	12.13
销售费用	6.13	6.00	6.87	7.81
管理费用	73.34	70.57	80.74	91.81
财务费用	85.22	11.01	13.47	12.58
其他经营损益	3.32	3.47	3.47	3.47
投资收益	0.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	275.92	354.45	401.65	456.73
其他非经营损益	54.22	55.00	67.14	76.37
利润总额	330.14	409.45	468.79	533.10
所得税	38.79	51.18	58.60	66.64
净利润	291.35	358.27	410.19	466.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	291.35	358.27	410.19	466.46
EBITDA	526.05	529.80	602.43	675.36
NOPLAT	314.60	319.78	363.23	410.65
EPS-最新股本摊薄(元)	0.43	0.53	0.60	0.69
主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营收增长率	1.21%	1.01%	14.42%	13.71%
净利润增长率	30.88%	22.97%	14.49%	13.72%
毛利率	66.06%	65.69%	65.36%	65.11%
净利率	43.16%	52.54%	52.58%	52.58%
ROE	17.34%	17.89%	17.29%	16.71%
ROA	10.70%	11.14%	11.35%	11.48%
ROIC	20.03%	17.24%	18.19%	19.00%
估值倍数				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
P/E	57.29	46.70	40.78	35.86
P/S	24.72	24.54	21.44	18.86
P/B	9.93	8.35	7.06	5.99
股息率	0.54%	0.21%	0.25%	0.28%
EV/EBIT	27.21	39.68	34.17	29.69
EV/EBITDA	21.48	31.49	27.36	23.99
EV/NOPLAT	35.92	52.18	45.37	39.45

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。