

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

投运项目增加, 中报业绩增长强劲

——伟明环保(603568)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-08-21)

发布日期: 2017年08月22日

收盘价(元)	20.99
一年内最高/最低(元)	31.75/19.00
沪深300指数	3740.99
市净率(倍)	7.52
流通市值(亿元)	27.42

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	3.08
每股经营现金流(元)	0.26
毛利率(%)	65.62
净资产收益率-摊薄(%)	11.65
资产负债率(%)	40.97
总股本/流通股(万股)	68721/13063.8
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **投运项目增加, 营收、归母净利润快速增长。**17年上半年, 公司实现营业收入4.61亿元、归母净利润2.46亿元, 分别同比增长35.34%、48.07%; 上半年业绩快速增长的原因: 一是浙江永强项目二期1200吨/天垃圾焚烧发电产能在年初投放, 发电收入和垃圾处理费收入增加; 二是公司产能爬坡, 经营效率提高, 显示出一定的规模效应。
- **垃圾焚烧能力增加、单位垃圾上网电量提升构成业绩增长动力。**投运垃圾处理能力10060吨/日, 在建或者筹建垃圾处理能力5950万吨, 后期项目落地有望对公司业绩形成持续推动。单位入库垃圾上网电量呈现上升趋势, 原因: 产能利用率提高, 单位垃圾分摊的自用电减少; 管理效率的提高。预计17年全年单位入库垃圾上网电量缓慢增长, 平均上网电价基本稳定, 垃圾处理费平均价格上升。
- **毛利率基本持平, 盈利能力增强。**17上半年公司销售毛利率为65.62%, 同比回落0.28个百分点; 销售净利率53.28%, 同比提高4.59个百分点。公司经营持续保持谨慎、稳健的风格, 盈利能力有望持续改善。
- **期间费用率趋势性下行。**期间费用率呈现全面下行趋势, 原因为公司经营管理效率的提升及规模效应, 预计17年全年期间费用小幅度下行。
- **积极拓展餐厨垃圾和垃圾渗滤液处理领域。**17年上半年公司餐厨垃圾处理量3.26万吨, 同比增长185.96%; 武义、瑞安、玉环项目有望进一步增加公司在餐厨垃圾、垃圾渗滤液、污泥焚烧的处理能力。
- **首次给予公司“增持”评级。**不考虑增发摊薄影响, 预计公司2017、18年EPS分别为0.64、0.76元, 按照8月21日20.99元/股收盘价计算, 对应PE为32.7和27.6倍。目前估值相对行业偏高, 考虑公司未来焚烧规模和管理效率提升, 新业务拓展及股权激励因素, 首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示: 垃圾焚烧发电项目实施进度不及预期; 行业低价竞标风险

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	675.1	693.2	930.6	1,161.3	1,335.0
增长率	1.2%	2.7%	34.3%	24.8%	15.0%
净利润(百万元)	291.4	328.6	437.0	517.9	582.8
增长率	30.9%	12.8%	33.0%	18.5%	12.5%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.64	0.76	0.86
市盈率(倍)	49.5	43.9	32.7	27.6	24.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

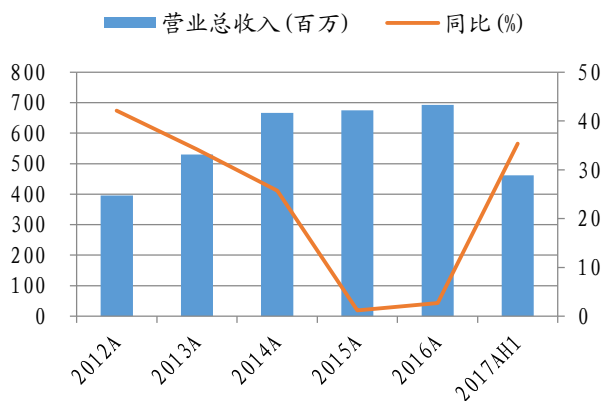
1. 事件

2017年8月18日，公司公布2017年半年度报告：上半年公司实现营业收入4.61亿元，同比增长35.34%；营业利润2.29亿元，同比增长46.63%；归母净利润2.46亿元，同比增长48.07%；经营活动现金净流量1.81亿，同比增长56.8%；基本每股收益0.36元，同比增长50%。

2. 点评

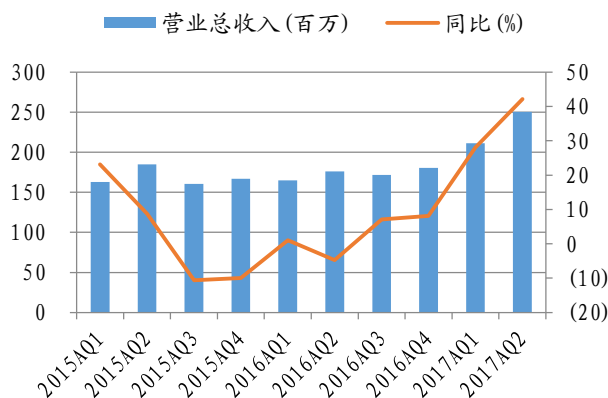
投运项目增加，营收、归母净利润增长强劲。17年上半年，公司实现营收4.61亿元、归母净利润2.46亿元，分别同比增长35.34%、48.07%。公司单季度业绩显示：17年第一季度、第二季度营业收入为2.11亿、2.50亿元，同比增长28.06%、42.15%；第一季度、第二季度归母净利润1.21亿元、1.26亿元，同比增长45.69%、50.42%。单季度营业收入、归母净利润创出2015年上市以来的新高，显示公司业务盈利能力的增强。而且从同比增速来看，2017年公司开始扭转2012年来增速下滑的局面，有望形成增长的拐点。上半年公司业绩快速增长主要来自两点：一是浙江永强项目二期1200吨/天垃圾焚烧发电产能在年初开始投放，带来发电收入和垃圾处理费收入的增加；二是随着产能爬坡，公司经营效率提高，显示出规模效应。

图 1：2012-17 年公司营业收入及增速



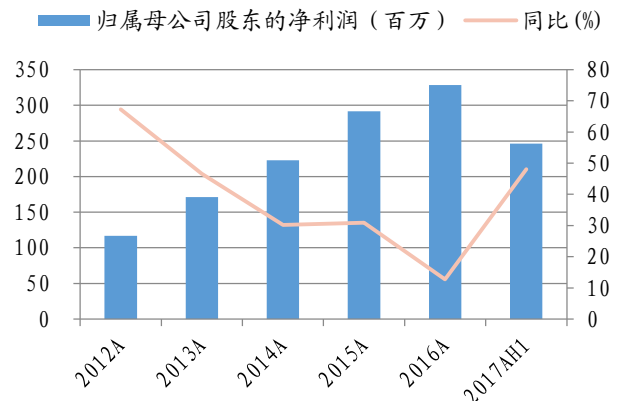
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2015-17 年公司单季度营收及增速



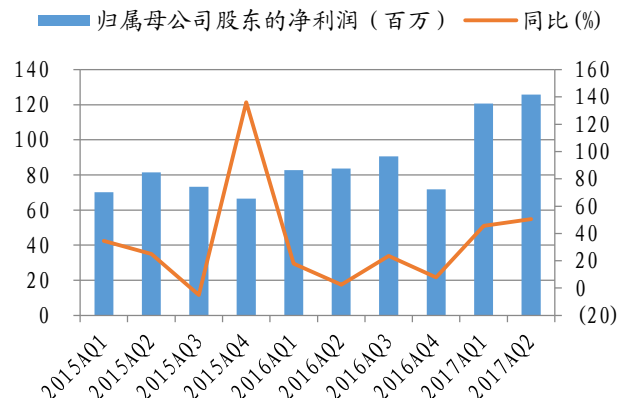
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2012-17 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2015-17 年公司单季度归母净利润及增速



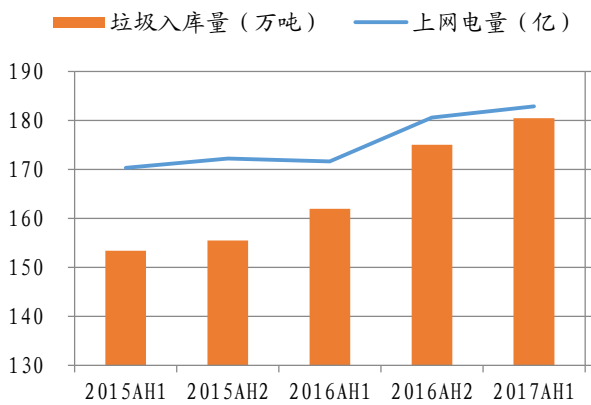
资料来源：Wind，中原证券

垃圾焚烧能力增加及单位垃圾上网电量提升构成业绩增长主要动力。17年上半年,公司垃圾入库量 180.48 万吨,同比增长 11.44%,主要系永强二期项目投产,公司垃圾处理能力提升所致。截止 8 月中旬,公司投运垃圾处理能力达到 10060 吨/日,已经签订特许经营项目在建或者筹建垃圾处理能力为 5950 万吨/日。公司 16 年年报预计,苍南项目、武义项目、界首项目合计 2000 吨/天的焚烧能力 17 年有望实现并网发电,而温州餐厨项目力争在 17 年年内投入试运行。后期订单项目逐步落地有望对公司业绩形成持续推动。

17 年上半年,公司垃圾焚烧发电上网电量为 5.29 亿千瓦时,同比增长 27.16%。2015-2017 单位入库垃圾上网电量总体呈现上升趋势,尤其是 17 上半年创下 293KWH 新高。主要原因可能是:随着垃圾焚烧发电设施的逐步运行成熟,产能利用率提高,单位垃圾均摊的自用电减少,从而体现为发电效率的提高;另一方面,公司的经营管理效率的提高。未来随着垃圾处理能力的提升,单位入库垃圾上网电量有望缓慢增长。

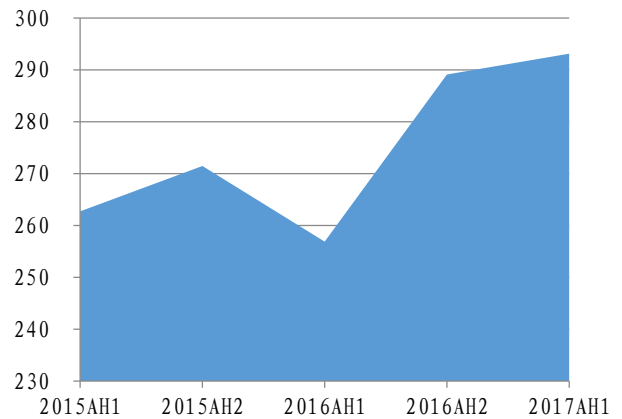
17 年上半年,公司平均上网电价为 0.644 元/KWH,与 16 年全年 0.648 元/KWH 基本持平,未来有望保持稳定。永强二期特许经营协议垃圾处理费为 117.2 元/吨,对公司平均垃圾处理费用的提升有积极作用,预计 17 年平均垃圾处理费上升。

图 5: 2015-17 年公司垃圾入库量与上网电量情况



资料来源:公司公告,中原证券

图 6: 2015-17 年公司单位入库垃圾上网电量情况



资料来源:公司公告,中原证券

表 1: 公司在建/筹集垃圾焚烧发电项目情况

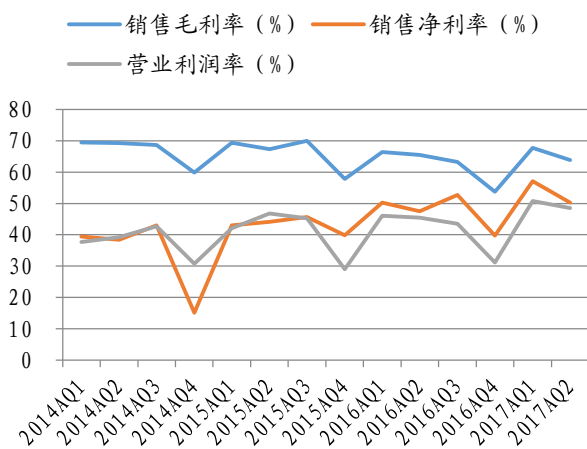
项目名称	设计处理能力 (吨/天)
东阳项目 BOT	700
秦皇岛项目 BOT	650
武义县生活垃圾焚烧发电项目 (在建)	500
界首市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目(在建)	500
苍南县垃圾焚烧发电厂 (在建)	1000
瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建工程 PPP 项目	1000
万年县垃圾焚烧发电项目	500
黑龙江省双鸭山市生活垃圾焚烧发电项目	600
玉环市垃圾焚烧发电扩建项目	500
合计	5950

资料来源:公司公告,中原证券

盈利能力增强，全年有望持续改善。17上半年公司销售毛利率为65.62%，同比回落0.28个百分点；公司营业利润率49.59%，同比提高3.82个百分点；销售净利率53.28%，同比提高4.59个百分点。垃圾焚烧发电行业逐步成熟，在环境保护转向效果治理导向下，低价中标恶性竞争的市场状况有望缓解。公司经营持续保持谨慎、稳健的风格，盈利能力有望持续改善。

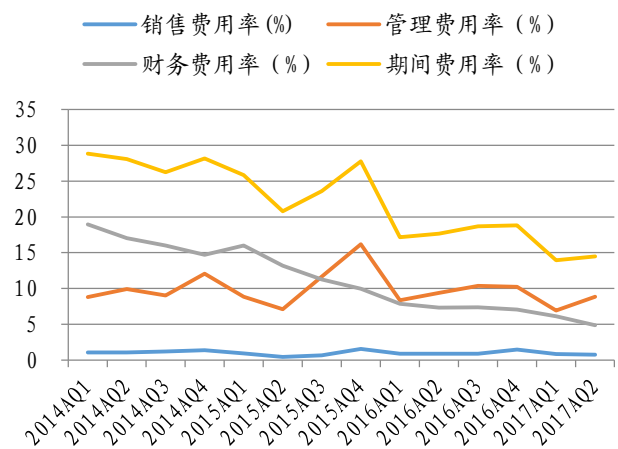
期间费用率下降，预计全年小幅下行。17年上半年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、期间费用率分别为0.81%、0.91%、5.46%、14.24%，同比回落0.1、0.93、2.14、3.17个百分点。期间费用率呈现全面下行趋势，体现出公司经营管理效率的提升及规模效应，预计17年全年期间费用率小幅度下行。

图 7：2014-17 年公司单季度盈利能力



资料来源：Wind，中原证券

图 8：2014-17 年公司单季度三项费用率



资料来源：Wind，中原证券

回款正常，经营性净现金流量同比增长。17上半年期末公司应收账款余额2.83亿元，同比增长24.60%；应收账款周转天数97.4天，同比下降3.55天。一般垃圾处理费用的结算周期为3-6个月，基础电价结算周期1个月，补贴电价结算周期不确定，因此公司应收账款周转天数基本合理。公司下游客户为政府环卫部分和电力部门，具备较好的信誉。公司大部分应收账款为一年期以内应收账款，安全性较高。17上半年经营活动净流量1.81亿元，同比增加56.86%。系龙湾公司运营带来收入增长。预计17年全年经营性净现金流同比增长。

图 9：2014-17 年公司应收账款变化情况

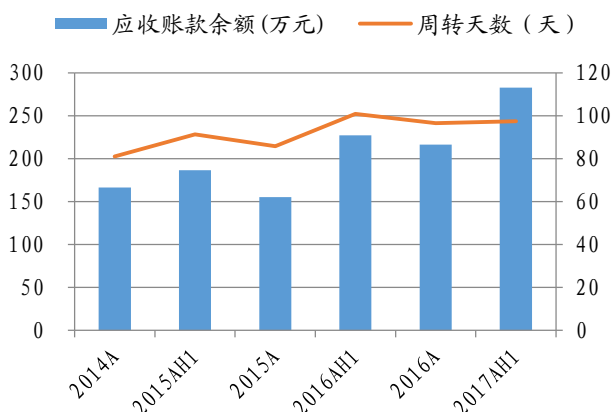
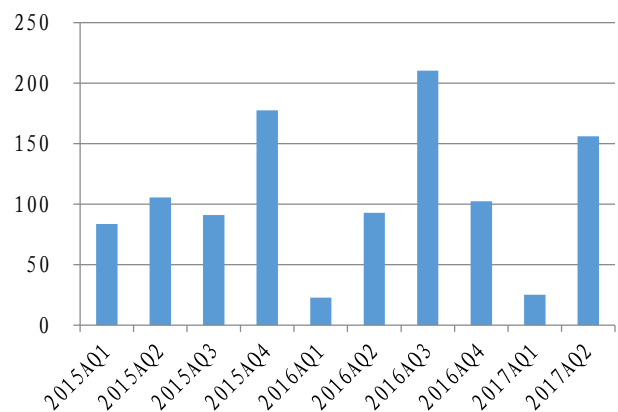


图 10：2015-17 经营活动现金净流量变化



资料来源：Wind，中原证券

资料来源：Wind，中原证券

积极拓展餐厨垃圾和垃圾渗滤液处理领域。17年上半年公司餐厨垃圾处理量为3.26万吨，同比增长185.96%；垃圾渗滤液3.54万吨，同比持平；后续武义垃圾填埋场渗滤液处理提升改造工程、瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建工程、玉环市垃圾焚烧发电扩建项目进一步增加公司在餐厨垃圾、垃圾渗滤液、污泥焚烧方面的处理能力。

3. 盈利预测及估值

不考虑增发摊薄等因素，预计公司2017、2018年EPS分别为0.64元、0.76元，按照2017年8月18日收盘价20.99元/股计算，相应PE分别为32.7倍、27.6倍。作为传统垃圾焚烧发电企业，相对于同行业可比公司，公司估值水平仍显偏高。考虑到公司新投运项目对公司焚烧规模的提升作用，餐厨垃圾、渗滤液处理及污泥处理等新业务的拓展，经营管理效率的提高及公司管理层、核心员工的股权激励等因素，首次给予公司“增持”投资评级。

4. 风险提示

- 1) 垃圾焚烧发电项目实施进度不及预期；
- 2) 低价竞标风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	675.1	693.2	930.6	1,161.3	1,335.0	成长性					
减: 营业成本	229.1	263.0	338.8	432.6	499.6	营业收入增长率	1.2%	2.7%	34.3%	24.8%	15.0%
营业税费	9.5	17.9	24.0	30.0	34.4	营业利润增长率	10.3%	4.1%	58.2%	21.0%	13.9%
销售费用	6.1	7.3	9.8	12.2	14.0	净利润增长率	30.9%	12.8%	33.0%	18.5%	12.5%
管理费用	73.3	66.7	80.2	100.1	115.1	EBITDA 增长率	1.5%	-3.4%	29.6%	22.8%	14.6%
财务费用	85.2	51.4	23.7	37.1	46.0	EBIT 增长率	0.3%	-6.3%	41.1%	22.7%	14.6%
资产减值损失	-3.3	3.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-1.6%	-9.8%	41.1%	22.7%	14.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.5%	18.4%	30.4%	21.3%	11.9%
投资和汇兑收益	0.9	3.7	-	-	-	净资产增长率	71.8%	14.2%	15.9%	15.3%	14.7%
营业利润	275.9	287.1	454.1	549.3	625.9	利润率					
加: 营业外净收支	54.2	99.9	60.6	60.6	60.6	毛利率	66.1%	62.1%	63.6%	62.8%	62.6%
利润总额	330.1	387.0	514.7	610.0	686.5	营业利润率	40.9%	41.4%	48.8%	47.3%	46.9%
减: 所得税	38.8	58.4	77.7	92.1	103.7	净利润率	43.2%	47.4%	47.0%	44.6%	43.7%
净利润	291.4	328.6	437.0	517.9	582.8	EBITDA/营业收入	69.7%	65.5%	63.3%	62.3%	62.1%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	53.5%	48.8%	51.3%	50.5%	50.3%
货币资金	246.8	341.3	231.0	288.2	331.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	23	38	55	68	68
应收帐款	163.1	225.9	264.6	359.6	363.9	流动营业资本周转天数	55	115	97	79	83
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	269	385	308	249	256
预付帐款	7.5	18.3	8.9	18.6	17.0	应收帐款周转天数	94	101	95	97	98
存货	36.0	54.6	41.5	89.8	65.3	存货周转天数	17	24	19	20	21
其他流动资产	118.3	271.7	132.7	174.2	192.9	总资产周转天数	1,555	1,658	1,397	1,294	1,262
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	793	870	810	813	821
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	17.3%	17.1%	19.7%	20.2%	19.8%
投资性房地产	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	ROA	9.6%	9.8%	11.3%	11.5%	12.0%
固定资产	54.7	92.5	190.4	250.7	255.5	ROIC	22.1%	18.7%	22.3%	21.0%	19.8%
在建工程	300.9	285.1	171.1	85.5	51.3	费用率					
无形资产	1,979.9	1,963.2	2,717.5	3,112.0	3,489.6	销售费用率	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	112.7	107.2	101.0	105.1	102.3	管理费用率	10.9%	9.6%	8.6%	8.6%	8.6%
资产总额	3,023.5	3,363.1	3,862.0	4,487.1	4,872.5	财务费用率	12.6%	7.4%	2.5%	3.2%	3.4%
短期债务	-	-	129.7	369.3	613.6	三费/营业收入	24.4%	18.1%	12.2%	12.9%	13.1%
应付帐款	108.8	150.7	173.2	232.1	247.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	44.4%	43.0%	42.5%	42.9%	39.7%
其他流动负债	124.0	166.7	172.0	154.7	164.9	负债权益比	80.0%	75.3%	73.8%	75.1%	65.8%
长期借款	174.5	286.7	263.7	275.6	28.8	流动比率	2.46	2.87	1.43	1.23	0.95
其他非流动负债	936.0	841.2	900.8	892.7	878.2	速动比率	2.30	2.70	1.34	1.11	0.88
负债总额	1,343.4	1,445.2	1,639.4	1,924.3	1,932.9	利息保障倍数	4.24	6.58	20.18	15.81	14.59
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	453.8	680.7	680.7	680.7	680.7	DPS(元)	0.13	0.20	0.19	0.26	0.30
留存收益	1,226.4	1,237.3	1,541.8	1,882.1	2,258.9	分红比率	31.2%	41.4%	30.3%	34.3%	35.3%
股东权益	1,680.2	1,918.0	2,222.5	2,562.8	2,939.6	股息收益率	0.6%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	291.4	328.6	437.0	517.9	582.8	EPS(元)	0.42	0.48	0.64	0.76	0.86
加: 折旧和摊销	110.7	119.1	111.1	136.8	157.2	BVPS(元)	2.44	2.79	3.27	3.76	4.32
资产减值准备	-3.3	3.4	-	-	-	PE(X)	49.5	43.9	32.7	27.6	24.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.6	7.5	6.4	5.6	4.9
财务费用	86.9	52.9	23.7	37.1	46.0	P/FCF	-42.0	80.1	829.6	59.5	57.9
投资收益	-0.9	-3.7	-	-	-	P/S	21.4	20.8	15.4	12.3	10.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.9	31.2	24.5	20.2	17.6
营运资金的变动	-127.1	-295.2	188.8	-141.4	8.8	CAGR(%)	21.1%	21.1%	25.2%	21.1%	21.1%
经营活动产生现金流量	457.5	428.0	760.6	550.4	794.9	PEG	2.3	2.1	1.3	1.3	1.2
投资活动产生现金流量	-258.2	-363.0	-848.0	-505.0	-505.0	ROIC/WACC	2.1	1.8	2.2	2.0	1.9
融资活动产生现金流量	-166.2	30.4	-22.9	11.8	-246.8	REP	2.9	4.3	2.8	2.5	2.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。