

发行 8.45 亿元可转债，加速垃圾焚烧发电项目落地

——伟明环保(603568)公司点评报告

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

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

市场数据(2017-08-25)

发布日期: 2017年08月28日

收盘价(元)	21.47
一年内最高/最低(元)	31.75/19.00
沪深300指数	3795.75
市净率(倍)	7.69
流通市值(亿元)	28.05

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

1 《伟明环保(603568)中报点评: 投运项目增加, 中报业绩增长强劲》 2017-08-22

事件:

2017年8月26日公司发布公告: 公司拟发行不超过8.45亿元可转换债券, 募集资金扣除发行费用后全部用于苍南、瑞安、万年、武义县的垃圾焚烧在建或者扩容项目。

点评:

- **发行可转债缓解资金压力, 加速项目落地。** 本次公司发行8.45亿元可转换债券, 这是公司15年上市以来首次再融资。公司在手垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理等项目较多, 对资金需求大。公司信用借款利率在1.8%-5.145%, 而可转换债券融资具有较低的利息成本优势, 这对公司增加融资渠道、降低利息支出、加速项目落地起着积极作用。
- **经营效率提高, 盈利能力强劲。** 17年上半年, 公司业绩增长强劲: 营业收入4.61亿元, 同比增长35.34%; 归母净利润2.46亿元, 同比增长48.07%; 单位入库垃圾上网电量293.11KWH, 同比增长14.11%; 期间费用率14.24%, 同比回落3.17个百分点。单位垃圾上网电量的提高、期间费用的回落体现公司经营管理水平的提高, 公司盈利能力有望持续提高。
- **在手项目充裕, 未来持续增长可期。** 公司目前在手垃圾焚烧发电、垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处理、污泥焚烧项目订单合计设计处理能力6700吨/天。公司秉承谨慎经营风格, 不参与低价竞标, 订单质量优质, 成长可期。
- **维持公司“增持”评级。** 暂不考虑可转债转股影响, 预计公司2017、18年EPS分别为0.64、0.76元, 按照8月25日21.47元/股收盘价计算, 对应PE分别为33.4和28.2倍, 相对于行业水平公司估值偏高。考虑公司在手项目逐步落地带来的运营规模的增加、精细化管理经营效率的提高, 以及管理层、核心员工持股的股权激励因素, 预计公司未来盈利有望持续增加, 消化当前偏高估值, 维持公司“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; 低价竞标风险。

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

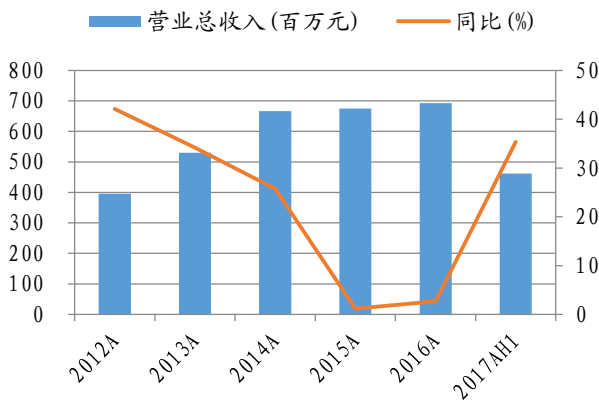
地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	675.1	693.2	930.6	1,161.3	1,335.0
增长比率	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
增长比率	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)	50.6	44.9	33.4	28.2	25.1

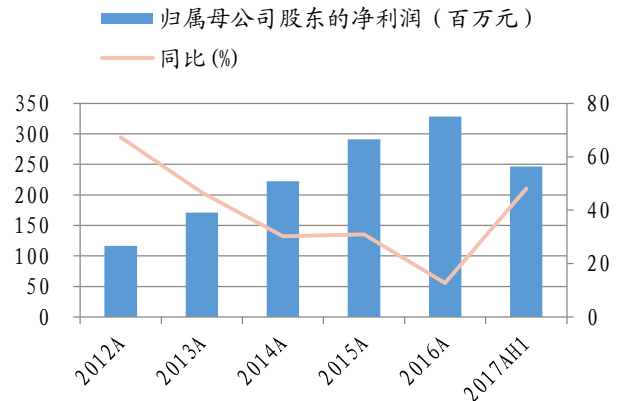
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增速



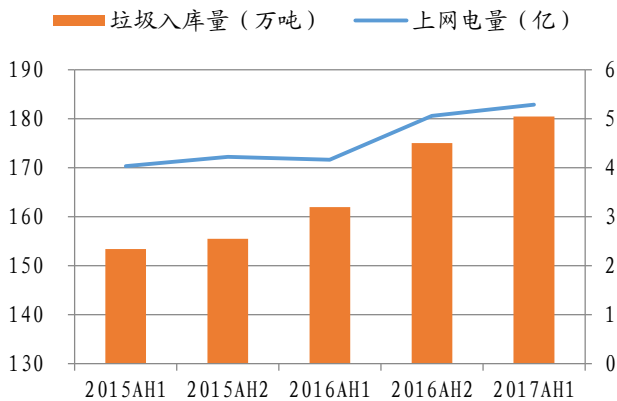
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司归母净利润及增速



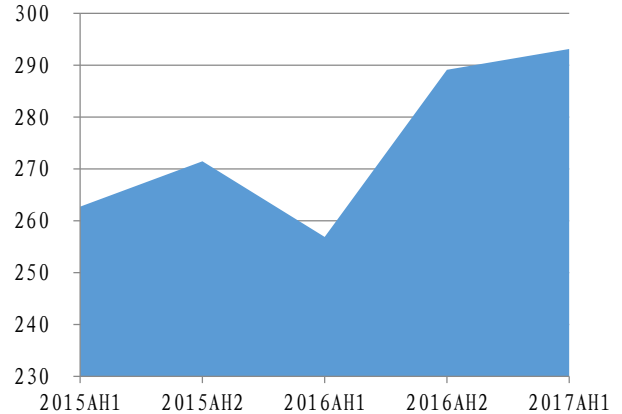
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 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 4: 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/筹集项目情况

项目名称	设计处理能力 (吨/天)
东阳垃圾焚烧发电 BOT 项目	700
秦皇岛垃圾焚烧发电 BOT 项目	650
武义县生活垃圾焚烧发电项目	500
武义县官山后垅垃圾填埋场渗滤液处理提升改造工程特许经营项目 (在建)	200
临江生活垃圾焚烧发电厂三期工程 BOT 项目 (餐厨垃圾)	200
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项目 (在建)	1000
瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建工程垃圾焚烧发电 PPP 项目	1000
瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建工程餐厨垃圾 PPP 项目	150
万年县垃圾焚烧发电项目 (在建)	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 (垃圾焚烧发电, 在建)	500
玉环市垃圾焚烧发电扩建项目 (餐厨垃圾)	100
玉环市垃圾焚烧发电扩建项目 (污泥处理)	100
合计	6700

资料来源: 公司公告, 中原证券

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)	50.6	44.9	33.4	28.2	25.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.8	7.7	6.6	5.7	5.0
财务费用	86.9	52.9	23.7	37.1	46.0	P/FCF	-42.9	81.9	848.6	60.9	59.2
投资收益	-0.9	-3.7	-	-	-	P/S	21.9	21.3	15.7	12.6	10.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	20.4	31.9	25.1	20.6	18.0
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	2.4	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	4.4	2.9	2.6	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其他决定的唯一信赖依据。