

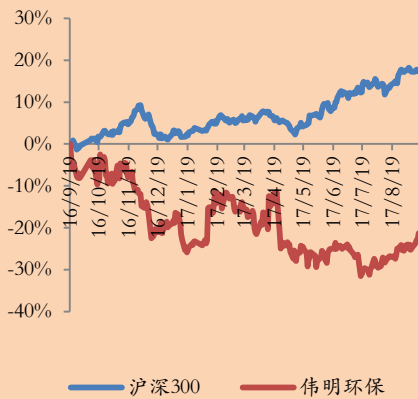


伟明环保 (603568)

投资评级: 增持 (首次)

报告日期: 2017-09-19

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

内生稳健+外延协同, 业绩增长确定性强

事件:

我们近期参与了伟明环保调研活动。

主要观点:

□ 内生增长稳健, 毛利率行业领先, 国内垃圾焚烧运营第一梯队

公司深耕垃圾焚烧发电运营十余年, 是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一。公司具备研发、涉及、制造、建设、运营全产业链一体化优势, 在行业竞争加剧的背景下, 毛利率水平常年维持在 65%左右, 体现了公司在运营管控方面居于行业领先地位。公司内生增长稳健, 运营 BOT 项目 12 个, 为大型垃圾焚烧项目。上半年生活垃圾入库量为 180 万吨, 同比增长 11.8%, 完成上网电量 5.3 亿度, 同比增长 27.5%。公司目前运营垃圾日处理量规模已经超过 1 万吨, 着手拟建或在建的项目 8 个, 产能规模约 7000 吨, 公司目前正在稳步推进项目建设, 业绩确定性强。公司为解决项目推进自资金瓶颈, 拟发行可转债, 目前已公布预案, 预计明年上半年可以完成。

□ 外延协同发展, 看好餐厨领域发力

公司上市后, 谋求在固废产业链上下游进行拓展。在产业链上游方面, 公司温州项目已试水餐厨垃圾清运, 上半年已清运 3.26 万吨; 产业链下游方面, 公司拓展渗滤液处理, 公司武义项目上半年已处理渗滤液 3.54 万吨。公司未来以协同处理的角度布局餐厨垃圾, 原因是: 1) 餐厨处理厂可与已建成的垃圾焚烧厂共享渗滤液等水处理的设施; 2) 餐厨处理完后有残渣可直接进入旁边焚烧厂进行处理; 3) 垃圾焚烧所产生的电力可以直接供餐厨处理项目。餐厨垃圾处理相比原先直接焚烧相比, 业绩贡献方面增加了废油脂等高附加值产品, 看好公司未来在餐厨项目拓展。

□ 盈利预测与估值

公司深耕垃圾焚烧行业十余年, 内生增长稳健, 外延协同发展, 叠加公司已实施了股权激励计划, 锁定了管理层和核心技术骨干, 我们认为未来业绩增长确定性强。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.62 元、0.75 元、0.90 元, 对应的 PE 分别为 36 倍、30 倍、25 倍, 给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧; 项目拓展不及预期; 外延拓展不及预期。

盈利预测: 单位: 百万元

| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 693 | 866 | 1040 | 1248 |
| 收入同比 (%) | 3% | 25% | 20% | 20% |
| 归属母公司净利润 | 329 | 426 | 518 | 621 |
| 净利润同比 (%) | 13% | 30% | 22% | 20% |
| 毛利率 (%) | 62.1% | 65.2% | 64.9% | 64.6% |
| ROE (%) | 17.1% | 18.7% | 19.3% | 19.6% |
| 每股收益 | 0.48 | 0.62 | 0.75 | 0.90 |
| P/E | 46.96 | 36.26 | 29.81 | 24.86 |
| P/B | 8.04 | 6.79 | 5.75 | 4.87 |
| EV/EBITDA | 35 | 25 | 22 | 18 |

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 912 | 1,515 | 2,057 | 2,802 | 营业收入 | 693 | 866 | 1,040 | 1,248 |
| 现金 | 341 | 923 | 1,391 | 2,029 | 营业成本 | 263 | 302 | 365 | 442 |
| 应收账款 | 226 | 247 | 295 | 372 | 营业税金及附加 | 18 | 13 | 17 | 22 |
| 其他应收款 | 10 | 18 | 16 | 21 | 销售费用 | 7 | 10 | 11 | 13 |
| 预付账款 | 18 | 24 | 35 | 48 | 管理费用 | 67 | 90 | 106 | 128 |
| 存货 | 55 | 50 | 64 | 81 | 财务费用 | 51 | 8 | (0) | (8) |
| 其他流动资产 | 262 | 254 | 256 | 251 | 资产减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 2,451 | 2,185 | 2,063 | 1,849 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 4 | 1 | 1 | 2 |
| 固定资产 | 92 | 87 | 81 | 75 | 营业利润 | 287 | 445 | 542 | 652 |
| 无形资产 | 1,963 | 1,832 | 1,710 | 1,596 | 营业外收入 | 104 | 55 | 63 | 70 |
| 其他非流动资产 | 396 | 266 | 272 | 178 | 营业外支出 | 4 | 11 | 14 | 8 |
| 资产总计 | 3,363 | 3,700 | 4,121 | 4,651 | 利润总额 | 387 | 489 | 591 | 714 |
| 流动负债 | 317 | 311 | 313 | 360 | 所得税 | 58 | 63 | 74 | 93 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 329 | 426 | 518 | 621 |
| 应付账款 | 146 | 152 | 183 | 230 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 172 | 159 | 130 | 130 | 归属母公司净利润 | 329 | 426 | 518 | 621 |
| 非流动负债 | 1,128 | 1,118 | 1,122 | 1,122 | EBITDA | 454 | 589 | 670 | 763 |
| 长期借款 | 287 | 287 | 287 | 287 | EPS (元) | 0.48 | 0.62 | 0.75 | 0.90 |
| 其他非流动负债 | 841 | 831 | 835 | 836 | | | | | |
| 负债合计 | 1,445 | 1,429 | 1,435 | 1,482 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股本 | 681 | 687 | 687 | 687 | | | | | |
| 资本公积 | 181 | 181 | 181 | 181 | | | | | |
| 留存收益 | 1,056 | 1,403 | 1,817 | 2,301 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1,918 | 2,271 | 2,685 | 3,169 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,363 | 3,700 | 4,121 | 4,651 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 经营活动现金流 | 428 | 634 | 595 | 757 |
| 净利润 | 329 | 426 | 518 | 621 |
| 折旧摊销 | 119 | 137 | 128 | 120 |
| 财务费用 | 53 | 8 | (0) | (8) |
| 投资损失 | (4) | (1) | (1) | (2) |
| 营运资金变动 | (315) | 65 | (49) | 27 |
| 其他经营现金流 | 246 | 0 | 0 | (0) |
| 投资活动现金流 | (363) | 1 | 1 | 2 |
| 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (363) | 1 | 1 | 2 |
| 筹资活动现金流 | 30 | (53) | (128) | (121) |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 112 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 227 | 7 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (227) | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | (82) | (60) | (128) | (121) |
| 现金净增加额 | 95 | 581 | 468 | 638 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 2.68% | 25.00% | 20.00% | 20.00% |
| 营业利润 | 4.06% | 54.83% | 22.00% | 20.22% |
| 归属于母公司净利 | 12.77% | 29.52% | 21.63% | 19.90% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 62.06% | 65.16% | 64.94% | 64.55% |
| 净利率(%) | 45.09% | 47.40% | 49.11% | 49.78% |
| ROE(%) | 17.13% | 18.73% | 19.27% | 19.58% |
| ROIC(%) | 23.47% | 22.67% | 28.34% | 35.15% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 42.97% | 38.61% | 34.83% | 31.87% |
| 净负债比率(%) | 41.12% | 7.72% | -12.51% | -29.75% |
| 流动比率 | 2.87 | 4.87 | 6.56 | 7.79 |
| 速动比率 | 2.70 | 4.72 | 6.36 | 7.56 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.22 | 0.25 | 0.27 | 0.28 |
| 应收账款周转率 | 3.73 | 3.89 | 4.09 | 3.96 |
| 应付账款周转率 | 5.56 | 5.82 | 6.20 | 6.03 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.48 | 0.62 | 0.75 | 0.90 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.62 | 0.92 | 0.87 | 1.10 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.79 | 3.31 | 3.91 | 4.61 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 47.0 | 36.3 | 29.8 | 24.9 |
| P/B | 8.0 | 6.8 | 5.7 | 4.9 |
| EV/EBITDA | 34.89 | 25.44 | 21.61 | 18.27 |

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。