

2017年12月07日

证券研究报告·动态跟踪报告

伟明环保 (603568) 公用事业

增持 (首次)

当前价: 20.10 元

目标价: 23.20 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

可转债发行顺利推进，员工持股体现坚定信心

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 于近日收到中国证监会出具的对公司发行可转换公司债券项目审查一次反馈意见通知书。
- **可转债发行收到反馈意见通知书, 进展顺利, 促进项目落地。** 本次可转债的发行总额不超过人民币 8.45 亿元, 这是公司 15 年上市以来首次再融资, 主要用于以下垃圾焚烧发电项目: 苍南县项目 (投资总额 4.2 亿元, 募集资金 1.2 亿元)、瑞安市项目 (投资总额 4.3 亿元, 募集资金 3.4 亿元)、万年县项目 (投资总额 2.2 亿元, 募集资金 1.8 亿元)、武义县项目 (投资总额 3.7 亿元, 募集资金 2.2 亿元)。可转换债券融资利息成本较低, 通过此途径有利于开扩融资渠道、缓解资金压力、促进项目落地。
- **推行员工持股, 增强股市信心。** 公司拟开展 2017 年员工持股计划: 计划规模上限为 1.8 亿元, 其中劣后级资金总额不超过 6100 万元; 参与总人数不超过 19 人, 其中董、监、高共计 8 人, 其他人员不超过 11 人; 自公司股东大会批准之日起 6 个月内完成购买, 存续期 24 个月, 锁定期 12 个月。本计划的推行, 体现出公司对于未来股市行情的利好预期, 将增强持股者对公司股票的未来信心。
- **经营水平提高, 盈利能力稳定。** 17 年前三季度, 公司业绩增长强劲: 营业收入 7.2 亿元, 同比增长 41%; 归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 47%; 累计上网电量 8.1 亿千瓦时, 同比增长 25.5%; 累计垃圾入库量 274.53 万吨, 同比增长 10.5%。垃圾入库量及上网电量的增长, 体现出公司主营业务水平提高、经营效率提升, 公司盈利能力有望稳定增长。
- **在手订单充裕, 未来持续增长可期。** 17 年前三季度, 公司在手投产垃圾焚烧发电项目处理能力 10060 吨/天, 在建+拟建项目 6950 吨/日, 成长空间显著。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.69 元、0.80 元、0.93 元; 公司业绩增速确定、现金流良好, 给予 2018 年 29 倍估值 (垃圾发电板块目前估值处于 25~30 倍), 对应目标价 23.20 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 垃圾焚烧发电项目建设进度或不及预期; 可转债发行核准或存在不确定性。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 693.17 | 934.65 | 1077.33 | 1242.49 |
| 增长率 | 2.68% | 34.84% | 15.26% | 15.33% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 328.56 | 472.09 | 549.76 | 642.14 |
| 增长率 | 12.77% | 43.68% | 16.45% | 16.80% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.48 | 0.69 | 0.80 | 0.93 |
| 净资产收益率 ROE | 17.13% | 20.64% | 20.43% | 20.31% |
| PE | 42 | 29 | 25 | 22 |
| PB | 7.20 | 6.04 | 5.13 | 4.37 |

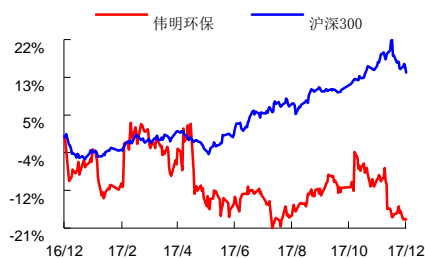
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳
 执业证号: S1250517090001
 邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 6.87 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.31 |
| 52 周内股价区间(元) | 19.63-25.68 |
| 总市值(亿元) | 138.13 |
| 总资产(亿元) | 38.09 |
| 每股净资产(元) | 3.28 |

相关研究

关键假设：

1、今年永强二期项目（1200 吨/日）2017 年初进入正式运营，预计全年垃圾处理量、上网电量增速维持前三季增速。在建+拟建项目 6950 吨/日保证明年垃圾处理量、上网电量增速维持在 15%。

2、考虑临江项目三期放量，今年餐厨垃圾处理量增速 60%；考虑在建的瑞安扩建项目、玉环扩建项目，明后年餐厨垃圾处理量增速有望维持在 30%。

3、考虑在建的界首填埋项目，明后年渗滤液处理量增速有望维持在 30%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|-----|--------|--------|----------|----------|
| 垃圾发电项目运营 | 收入 | 668.72 | 902.77 | 1,038.19 | 1,193.92 |
| | 增速 | 0.10% | 35.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 毛利率 | 62.45% | 62.45% | 62.45% | 62.45% |
| 餐厨垃圾处理 | 收入 | 11.99 | 19.18 | 24.94 | 32.42 |
| | 增速 | | 60.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 毛利率 | 27.34% | 27.34% | 27.34% | 27.34% |
| 渗滤液处理 | 收入 | 4.77 | 5.01 | 6.51 | 8.46 |
| | 增速 | | 5.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 毛利率 | 47.42% | 47.42% | 47.42% | 47.42% |
| 其他 | 收入 | 7.69 | 7.69 | 7.69 | 7.69 |
| | 增速 | 9.82% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 91.23% | 91.23% | 91.23% | 91.23% |
| 合计 | 收入 | 693.17 | 934.65 | 1,077.33 | 1,242.49 |
| | 增速 | 2.68% | 34.84% | 15.26% | 15.33% |
| | 毛利率 | 62.06% | 61.89% | 61.76% | 61.61% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 693.17 | 934.65 | 1077.33 | 1242.49 | 净利润 | 328.56 | 472.09 | 549.76 | 642.14 |
| 营业成本 | 262.97 | 356.20 | 412.02 | 476.95 | 折旧与摊销 | 119.05 | 279.68 | 287.63 | 301.38 |
| 营业税金及附加 | 17.92 | 24.16 | 27.84 | 32.11 | 财务费用 | 51.42 | 49.76 | 47.90 | 45.72 |
| 销售费用 | 7.30 | 7.48 | 8.62 | 9.94 | 资产减值损失 | 3.44 | 0.58 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 66.67 | 84.12 | 96.96 | 111.82 | 经营营运资本变动 | -184.79 | -108.49 | -63.75 | -73.64 |
| 财务费用 | 51.42 | 49.76 | 47.90 | 45.72 | 其他 | 110.29 | -6.58 | -6.00 | -6.00 |
| 资产减值损失 | 3.44 | 0.58 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 427.97 | 687.03 | 815.54 | 909.59 |
| 投资收益 | 3.68 | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 资本支出 | 52.94 | -5.51 | -32.27 | -61.10 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -415.98 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -363.03 | 0.49 | -26.27 | -55.10 |
| 营业利润 | 287.12 | 418.36 | 489.99 | 571.95 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 99.86 | 130.47 | 151.91 | 176.73 | 长期借款 | 112.14 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 利润总额 | 386.99 | 548.82 | 641.90 | 748.68 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 58.43 | 76.74 | 92.14 | 106.54 | 支付股利 | -90.76 | -102.35 | -147.06 | -171.26 |
| 净利润 | 328.56 | 472.09 | 549.76 | 642.14 | 其他 | 9.06 | -110.28 | -47.90 | -45.72 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 30.44 | -202.63 | -184.96 | -206.97 |
| 归属母公司股东净利润 | 328.56 | 472.09 | 549.76 | 642.14 | 现金流量净额 | 95.37 | 484.89 | 604.31 | 647.52 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 341.31 | 826.20 | 1430.51 | 2078.03 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 244.17 | 329.34 | 379.71 | 438.05 | 销售收入增长率 | 2.68% | 34.84% | 15.26% | 15.33% |
| 存货 | 54.60 | 73.96 | 85.55 | 99.03 | 营业利润增长率 | 4.06% | 45.71% | 17.12% | 16.73% |
| 其他流动资产 | 271.73 | 366.39 | 422.32 | 487.07 | 净利润增长率 | 12.77% | 43.68% | 16.45% | 16.80% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -3.02% | 63.42% | 10.39% | 11.33% |
| 投资性房地产 | 3.33 | 3.33 | 3.33 | 3.33 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 377.60 | 366.39 | 369.06 | 379.91 | 毛利率 | 62.06% | 61.89% | 61.76% | 61.61% |
| 无形资产和开发支出 | 1963.21 | 1701.09 | 1443.88 | 1193.59 | 三费率 | 18.09% | 15.12% | 14.25% | 13.48% |
| 其他非流动资产 | 107.19 | 106.35 | 105.52 | 104.69 | 净利率 | 47.40% | 50.51% | 51.03% | 51.68% |
| 资产总计 | 3363.13 | 3773.05 | 4239.89 | 4783.70 | ROE | 17.13% | 20.64% | 20.43% | 20.31% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.77% | 12.51% | 12.97% | 13.42% |
| 应付和预收款项 | 251.37 | 340.13 | 393.11 | 454.68 | ROIC | 16.45% | 22.12% | 27.72% | 35.34% |
| 长期借款 | 286.66 | 296.66 | 306.66 | 316.66 | EBITDA/销售收入 | 66.02% | 80.01% | 76.63% | 73.97% |
| 其他负债 | 907.15 | 848.57 | 849.73 | 851.08 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1445.18 | 1485.36 | 1549.50 | 1622.42 | 总资产周转率 | 0.22 | 0.26 | 0.27 | 0.28 |
| 股本 | 680.70 | 687.21 | 687.21 | 687.21 | 固定资产周转率 | 9.42 | 10.76 | 7.25 | 4.92 |
| 资本公积 | 181.18 | 174.67 | 174.67 | 174.67 | 应收账款周转率 | 3.73 | 3.68 | 3.43 | 3.43 |
| 留存收益 | 1056.08 | 1425.81 | 1828.51 | 2299.39 | 存货周转率 | 5.81 | 5.54 | 5.17 | 5.17 |
| 归属母公司股东权益 | 1917.96 | 2287.69 | 2690.39 | 3161.27 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.72% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1917.96 | 2287.69 | 2690.39 | 3161.27 | 资产负债率 | 42.97% | 39.37% | 36.55% | 33.92% |
| 负债和股东权益合计 | 3363.13 | 3773.05 | 4239.89 | 4783.70 | 带息债务/总负债 | 19.84% | 19.97% | 19.79% | 19.52% |
| | | | | | 流动比率 | 2.87 | 4.59 | 5.77 | 6.68 |
| | | | | | 速动比率 | 2.70 | 4.38 | 5.56 | 6.46 |
| | | | | | 股利支付率 | 27.62% | 21.68% | 26.75% | 26.67% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.48 | 0.69 | 0.80 | 0.93 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.79 | 3.33 | 3.91 | 4.60 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.62 | 1.00 | 1.19 | 1.32 |
| | | | | | 每股股利 | 0.13 | 0.15 | 0.21 | 0.25 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| EBITDA | 457.60 | 747.79 | 825.52 | 919.04 | | | | | |
| PE | 42.04 | 29.26 | 25.13 | 21.51 | | | | | |
| PB | 7.20 | 6.04 | 5.13 | 4.37 | | | | | |
| PS | 19.93 | 14.78 | 12.82 | 11.12 | | | | | |
| EV/EBITDA | 29.67 | 17.62 | 15.24 | 12.99 | | | | | |
| 股息率 | 0.66% | 0.74% | 1.06% | 1.24% | | | | | |

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 20 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |