

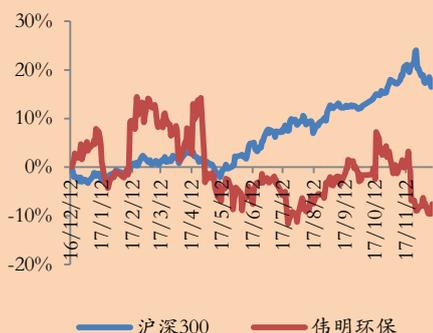


伟明环保 (603568)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-12-12

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	687.21
A股股本(百万股)	687.21
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	138.1
A股流通比例(%)	19.0
第一大股东	伟明集团
第一大股东持股比例	44.42%
12个月最高/最低(元)	61/19.63

金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

垃圾焚烧+餐厨协同, 业绩确定性强

主要观点:

□ 聚焦垃圾发电, 国内运营第一梯队

公司专注垃圾发电的全产业链, 是我国规模最大的垃圾焚烧发电处理之一。营业收入主要来自于垃圾焚烧发电运营, 业绩贡献主要来自浙江省内。前三季度受龙湾公司正式运营影响, 营收和归母净利润增速重回 40% 增长轨道, 为全年业绩高增长奠定基础。

□ 垃圾焚烧前景广阔, 公司内生增长稳健

自主研发核心零部件, 技术国内领先。公司项目的焚烧炉与烟气治理设备由公司自主研发制造, 余热锅炉自主研发, 是 A 股上少有具备核心零部件研发和制造能力的稀缺标的, 技术上国内领先。

公司内生增长稳健, 国内垃圾焚烧第一梯队。公司垃圾处理量和发电量, 虽有波动, 但整体上维持了向上态势。从前三季度经营数据来看, 发电量几乎完成全年 10 亿度计划, 完成全年计划垃圾入库量 375 万吨是大概率事件。公司在运项目日处理规模实际已超过 1 万吨, 在建和筹建项目日处理规模近 7000 吨。公司为解决资金问题, 拟发行可转债, 总额为 8.45 亿元, 拟投资目前在建与筹建项目 4 个, 目前已经得到中国证监会一次反馈。

□ 外延协同拓展, 看好餐厨领域发力

我们认为在垃圾分类的趋势中, 餐厨垃圾是率先受益。主要得益于 1) 源头上杜绝了地沟油; 2) 餐厨垃圾资源有效利用。公司以协同角度布局餐厨垃圾市场, 目前温州清运项目已投运, 预计明年餐厨项目可进入投运阶段。

□ 盈利与估值

垃圾焚烧行业属于强运营类 PPP 项目。我们认为公司深耕垃圾焚烧行业十余年, 凭借公司在技术上积累和在运营方面的丰富经验, 叠加延发展餐厨垃圾市场, 未来业绩增长稳定性极强。此外, 公司在资本运作方面实施了股权激励计划和启动可转债, 深度锁定公司管理层及技术骨干和解决公司融资短板问题, 我们认为公司在垃圾发电行业优势将进一步凸显。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.84 元、1.01 元, 对应的 PE 分别为 31 倍、25 倍、21 倍, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业政策变化风险; 项目推动落地不及预期; 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	936	1170	1404
收入同比 (%)	3%	35%	25%	20%
归属母公司净利润	329	457	578	692
净利润同比 (%)	13%	39%	26%	20%
毛利率 (%)	62.1%	65.2%	64.9%	64.6%
ROE (%)	17.1%	19.9%	20.9%	21.0%
每股收益	0.48	0.67	0.84	1.01
P/E	43.36	31.15	24.66	20.59
P/B	7.43	6.20	5.16	4.32
EV/EBITDA	35	22	18	15

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1. 聚焦垃圾发电，国内运营第一梯队	- 4 -
1.1 专注垃圾发电的全产业链服务商	- 4 -
1.2 收入以运营为主，业绩稳健，盈利性强	- 6 -
2. 垃圾焚烧前景广阔，公司内生增长稳健	- 8 -
2.1 市场需求+政府支持，催化垃圾焚烧市场	- 8 -
2.2 焚烧法综合优势突出，商业模式清晰，盈利性强	- 9 -
2.3 自主研发核心零部件，技术国内领先	- 11 -
2.4 内生增长稳健，国内垃圾焚烧第一梯队	- 13 -
3. 外延协同拓展，看好餐厨领域发力	- 15 -
4. 盈利与估值	- 16 -
5. 风险提示	- 16 -
附录：财务报表预测	- 17 -

图表目录

图表 1 伟明环保发展大事记	- 4 -
图表 2 伟明环保股权架构	- 5 -
图表 3 主营业务营业收入占情况	- 6 -
图表 4 公司垃圾运行焚烧项目情况	- 6 -
图表 5 公司营收增长情况	- 7 -
图表 6 公司归母净利润增长情况	- 7 -
图表 7 公司毛利率水平趋势情况	- 7 -
图表 8 公司业务地区分布情况（2016）	- 7 -
图表 9 我国城市生活垃圾清运量	- 8 -
图表 10 我国城市生活垃圾无害化处理量及处理率	- 8 -
图表 11 三种垃圾处理方式对比	- 9 -
图表 12 城市生活垃圾焚烧处理量及增速	- 10 -
图表 13 城市生活垃圾焚烧处理量占无害化比例	- 10 -
图表 14 垃圾焚烧补贴费用变化趋势	- 10 -
图表 15 不同发电类型上网价格分布	- 10 -
图表 16 公司焚烧设备折旧或摊销金额占总成本比例以及自主研发能力	- 11 -
图表 17 公司自生活垃圾焚烧炉示意图	- 12 -
图表 18 垃圾焚烧发电锅炉示意图	- 12 -
图表 19 公司垃圾处理量变化趋势	- 13 -
图表 20 公司垃圾发电量变化趋势	- 13 -
图表 21 全国垃圾焚烧处理量走势及全国市占率	- 13 -
图表 22 浙江垃圾焚烧处理量走势及浙江省市占率	- 13 -
图表 23 公司在运、在建、筹建项目一览表	- 14 -
图表 24 可转债拟投资公司项目列表	- 15 -
图表 28 餐厨垃圾的危害示意图	- 15 -
图表 27 临江项目三期餐厨垃圾处理项目	- 16 -
图表 28 瑞安项目餐厨垃圾处理项目	- 16 -

1. 聚焦垃圾发电，国内运营第一梯队

1.1 专注垃圾发电的全产业链服务商

公司是我国规模最大的垃圾焚烧发电处理之一。公司前身是临江公司，成立于2001年12月，2005年12月整体变更为股份有限公司，是伟明集团旗下从事固废处理业务的唯一平台。公司拥有技术研究开发、设备设计制造、项目投资建设、项目运营管理等全产业链一体化优势，是我国首批拥有垃圾焚烧发电技术自主知识产权的企业，且是首家获得国家环保部颁发的生活垃圾处理甲级运营资质。目前，公司投资、建设、运营合计共20余座垃圾焚烧发电项目，其中，温州东庄垃圾发电厂被誉为“中国国产化垃圾焚烧处理技术与设施发展的第一座里程碑”，临江垃圾焚烧发电厂为国家科技部“863计划”示范工程。公司立足于浙江，在长三角等东部沿海发达地区拥有较高的市场份额。

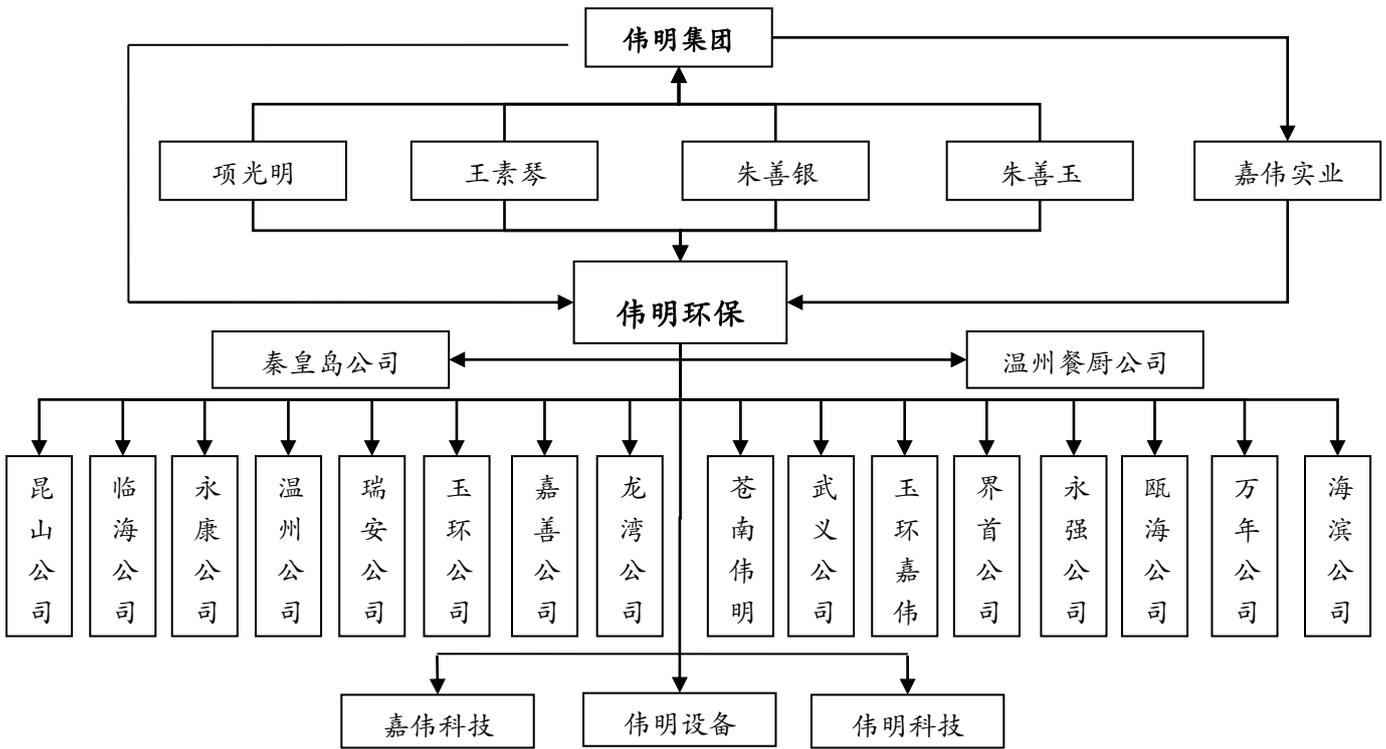
图表1 伟明环保发展大事记

2000	• 温州东庄项目投运，被誉为“中国国产化垃圾焚烧处理技术与设施发展的第一座里程碑”
2001	• 临江公司成立
2003	• 温州临江垃圾发电厂并网发电，该项目是国家863计划示范工程
2005	• 成为全国首家获得《环境污染治理设施运营资质证书》（生活垃圾甲级）资质的企业
2005	• 整体变更为伟明环保股份有限公司，成为伟明集团从事固废处理业务的唯一平台
2007	• 伟明环保设备有限公司成立
2010	• 嘉伟科技有限公司成立
2015	• 公司在上海证券交易所主板挂牌上市

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司是上市民企，实际控制人合计持股为**66.40%**。公司实际控制人为项光明、王素勤、朱善银及朱善玉，系一致行动人。实际控制人直接持股**24.80%**，通过伟明集团持股**35.25%**，通过嘉伟实业持股**6.35%**，合计持股**66.40%**。公司下属21个控股子公司。其中，伟明设备主要提供建设期中焚烧设备、烟气处理、自动化控制等设备，以及在运营过程中提供设备日常检修维护、大修和技改设备；嘉伟科技主要从事垃圾渗滤液处理业务。伟明科技为公司区域性的研发中心，开展环保技术研发、对外技术服务、工程服务、运营服务、检测服务等业务。除了上述三个公司外，其他均为项目子公司，负责垃圾焚烧发电BOT项目的建设和运营。

图表 2 伟明环保股权架构

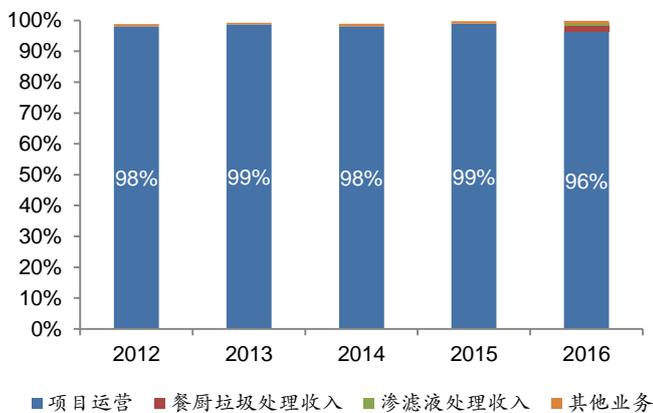


资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.2 收入以运营为主，业绩稳健，营利性强

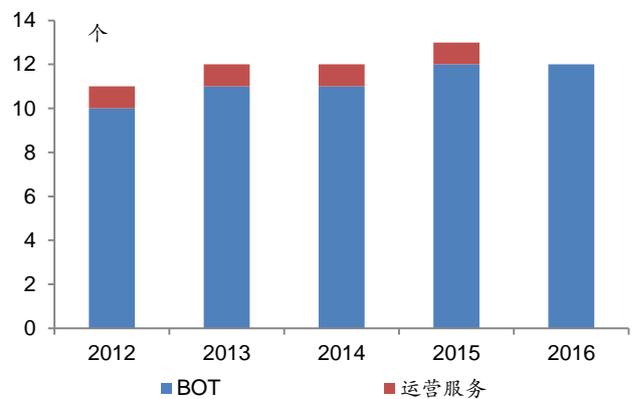
公司营收以为运营收入为主，模式以 BOT 为主。公司的营业收入主要来自于垃圾焚烧发电运营，其他业务占比很小，常年维持在 1%-3%之间。因为公司不具备环保工程施工建筑资格，垃圾焚烧项目的土建工作主要采用的是外包而非自建，关键焚烧设备由全资子公司伟明设备提供（合并表报后内部抵消），故而运营收入贡献绝大部分营收。运营收入由两大部分组成：垃圾处理费和发电收入。公司可按照协议约定收取相应垃圾处置费，目运营产生的上网电力由电力部门全额收购。截至 2017 年 9 月，公司运营的垃圾焚烧项目共计 12 个，均采用 BOT 模式；其他模式方面，琼海项目采用了托管运营（公司已于 2017 年 7 月 31 日完成焚烧厂运营承包期满交接工作），近期签订的樟树项目采用了 BOO 模式。

图表 3 主营业务营业收入占情况



资料来源：wind、华安证券研究所

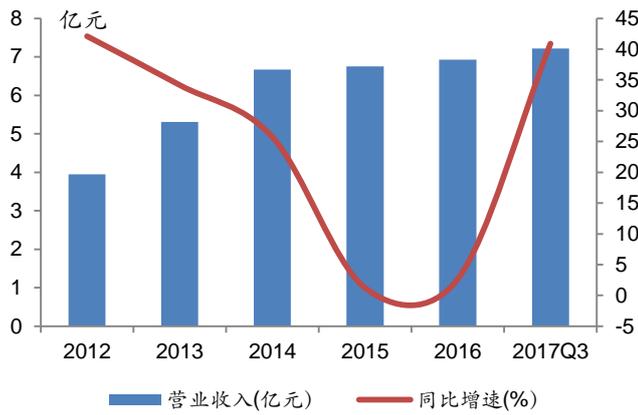
图表 4 公司垃圾运行焚烧项目情况



资料来源：wind、华安证券研究所

以浙江为根据地，增长重回快速发展轨道，毛利处于行业较高水平。从营收来看，公司业绩的主要贡献来自于浙江省内，占比达到 3/4 以上。从归母净利润来看，实现稳固增长，近 4 年符合增长率达到 20%。从今年来看，前三季度受龙湾公司正式运营影响，营收和归母净利润增速重回 40% 增长轨道，为全年业绩高速增长奠定基础。从毛利率来看，公司处于行业较高水平。其主要原因来自于两个方面：1) 公司的一体化运营模式具有较高盈利能力，其炉排炉、烟气处理等关键设备完全由公司自主完成设计制造，从而降低成本提高盈利能力，2) 公司没有工程收入，BOT 项目投资建设形成的厂房设备等计入无形资产，以年限法进行摊销，比计入固定资产的厂房折旧时间长，毛利润处于行业较高水平。

图表 5 公司营收增长情况



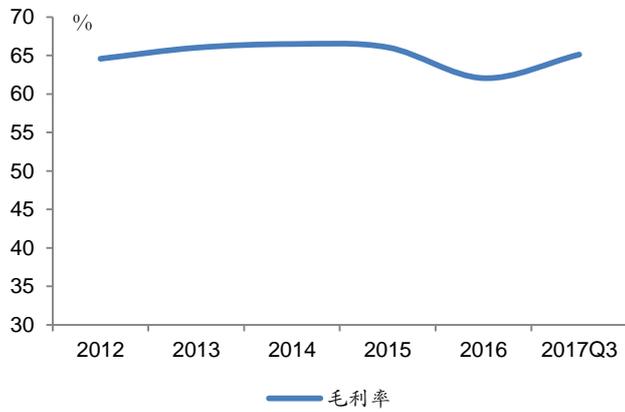
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润增长情况



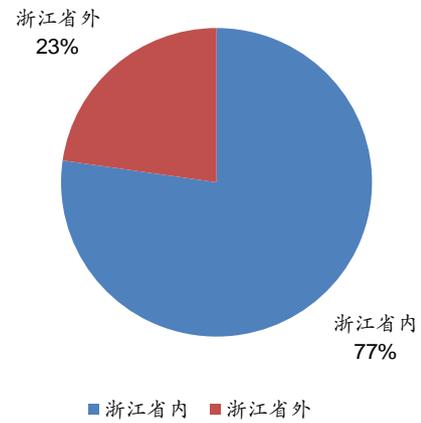
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 7 公司毛利率水平趋势情况



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 8 公司业务地区分布情况 (2016)



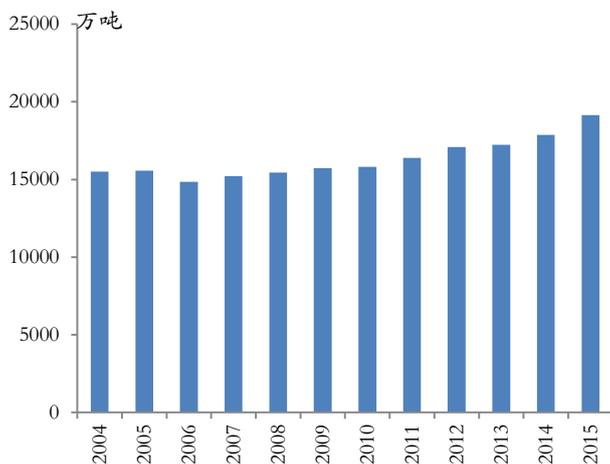
资料来源: wind、华安证券研究所

2. 垃圾焚烧前景广阔，公司内生增长稳健

2.1 市场需求+政府支持，催化垃圾焚烧市场

市场需求：垃圾围城困境日益显现，处理需求持续旺盛。随着我国经济的飞速发展和城镇化的推进，城市生活垃圾量显著增长。但我国城市生活垃圾清运系统发展滞后，大量城市生活垃圾未能进行有效的集中收集、清运和无害化处理，导致垃圾积累堆存规模巨大，部分城市垃圾围城现象日益严重。根据最新数据显示，2015年全国城市生活垃圾清运量为1.92亿吨，过去十年的年均复合增长率为2.11%；城市生活垃圾的无害化处理率在过去十年内提高显著，由05年的52%提高至15年的94%，过去十年的无害化处理量的年均复合增长率达到8.38%。但若考虑到市辖区农村部分，无害化处理率仅为62.02%，且人均生活垃圾清运量已经达到1.12千克，处于较高水平¹，对垃圾处理有着持续旺盛需求。

图表9 我国城市生活垃圾清运量



资料来源：wind、华安证券研究所

图表10 我国城市生活垃圾无害化处理量及处理率



资料来源：wind、华安证券研究所

政府支持：规划+制度+模式，十三五释放规模将近千亿元。随着“垃圾围城”困境的日益凸显，政府部门愈发认识到城市生活垃圾处理的重要性和紧迫性，出台了一系列政策。我们认为主要集中在三个方面：1) **建设规划**。发改委和住建部编制了十三五建设规划，计划投资约1924亿元，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。我们保守估计垃圾焚烧发电行业新增市场规模将近千亿，若加上村镇垃圾处理量，成长规模将更大。2) **制度规范**。环保部等四部委于2016年联合下发通知，对城市生活垃圾处理在规划选址、清洁焚烧技术工艺、项目建设、运行监管、邻避效应等方面对焚烧的后续发展提出进一步要求。3) **模式层面**。财政部等四部委今年联合下发通知要求各地新建垃圾处理项目“全面”实施PPP模式，对于未有效落实全面实施PPP模式政策的项目，原则上不予安排相关预算支出。这是在政府层面硬性要求施行PPP模式，在PPP政策驱严的背景下，我们认为垃圾焚烧在市政环保建设领域拥有较高优先级。

¹中国人民大学国家发展与战略研究院《中国城市生活垃圾管理状况评估研究报告》

2.2 焚烧法综合优势突出，商业模式清晰，营利性较强

生活垃圾处理目标是实现“减量化、资源化、无害化”，焚烧法综合优势突出。我国通用的垃圾无害化处理方式主要有三类：卫生填埋、堆肥和垃圾焚烧。目前，我国的垃圾处理方式主要是以填埋为主。卫生填埋缺点是严重耗费土地资源，且旧有填埋场库容达到极限后又需要新建设施；此外滤液处理成本较高、易造成二次污染。这些都不符合社会的实际需求。堆肥法，对垃圾分类收集的要求较高，而目前我国的垃圾主要以混合垃圾为主，含水量比较高，不适合直接堆肥。垃圾焚烧，能更有效的实现“减量化、资源化、无害化”。相对前两种方法而言，焚烧法对垃圾原料的要求较低，而又具备处置效率高、占地面积小和后端资源化利用的优点。因此，在人口密度较高而土地资源紧缺的地区，垃圾焚烧已经逐渐成为生活垃圾处理的主要方式。从近十年的发展态势来看，我国城市生活垃圾焚烧处理增长迅猛，从2005年的791万吨增长至2015年的6175万吨，年均复合增长率达到22.81%以上，焚烧率也由2005年的9.83%增长至2015年的34.28%。由此可见，垃圾焚烧的发展速度远快于其他两种方式，是未来主流垃圾处理方式。

图表 11 三种垃圾处理方式对比

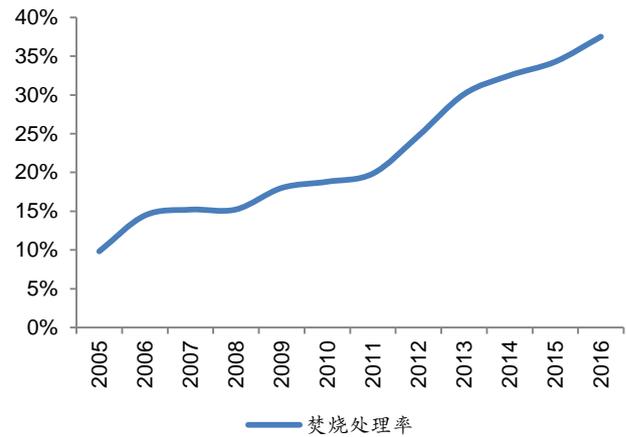
项目	卫生填埋	堆肥	焚烧
选址难易程度	较困难，需防止地质渗漏；远离市区，运输距离远	较易，避开居民聚集区，气味影响半径小于200米，运输距离适中	容易，可靠近市区建设，运输距离短
占地面积	一般为700-1000m ² /t	一般为110-150m ² /t	一般为60-100m ² /t
适合处理的固废	无机物>60%，含水量<30%，密度>0.5吨/立方	从无害化角度看，可降解有机物>10%；从肥效角度看，可降解有机物>40%	垃圾低位热值>3300KJ/Kg时不需添加辅助燃料
最终处置	无机物>60%，含水量<30%，密度>0.5吨/立方	非堆肥物需作填埋处理，为初始量的20-25%	仅残渣需作填埋处理，为初始量的10%
地表水污染	完善的渗滤液处理设施，不易达标	污水经处理后排入污水管网，同时需控制重金属含量	前期处理产生渗滤液，经处理后排入污水管网
地下水污染	采取衬垫防渗保护，投资较大	可能性较小	无
土壤污染	限于填埋场区域	需控制堆肥重金属含量和PH	灰渣不能随意堆放
大气污染	可用导气、覆盖等措施控制	有轻微气味	处理不当可能产生轻微二噁英

资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 12 城市生活垃圾焚烧处理量及增速



图表 13 城市生活垃圾焚烧处理量占无害化比例

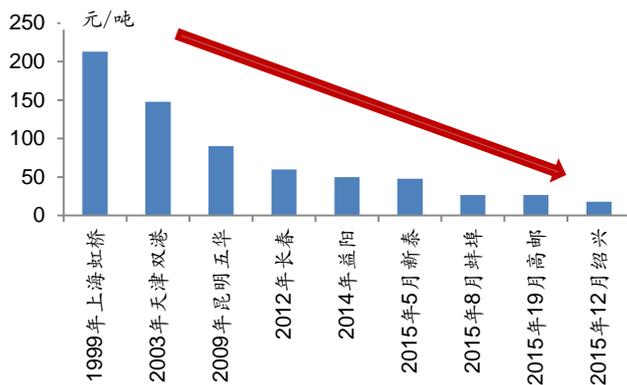


资料来源: choice 数据、华安证券研究所

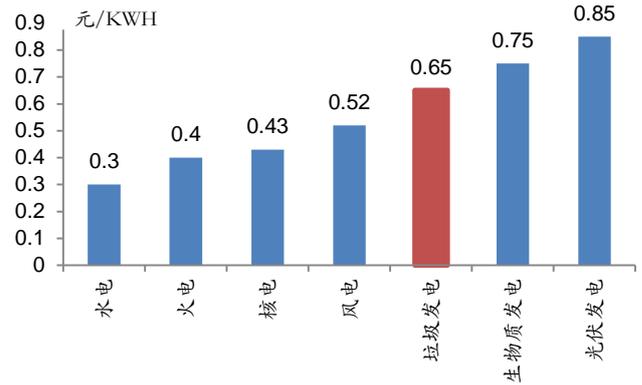
资料来源: choice 数据、华安证券研究所

垃圾焚烧商业模式清晰，盈利模式好，运营能力优秀企业收到资本市场青睐。垃圾焚烧发电项目的营收主要有两大来源：1) 垃圾处理补贴收入约占 15%-30%；2) 上网电价收入约占 70%-85%。项目内部收益率一般在 8%左右，盈利性与较强；且垃圾费用是政府刚性支出，在地方财政支出有较高优先级，回款能力较强。近年来，随着市场竞争的加剧，垃圾焚烧处理补贴费用呈现下滑趋势，甚至个别低价竞争已经严重干扰了行业秩序。我们认为不能单一的只看垃圾处理费，需要综合考虑。例如，当地垃圾热值水平、发电量、排放标准、政府财政能力、边际条件等。总体来说，我国的垃圾处理费水平不高，长期低价竞争会导致不规范的厂商不仅面对停炉风险，还会有烟气、飞灰、滤液达等都会面临环保监管的压力，我们认为运营能力将会摆在突出位置。

图表 14 垃圾焚烧补贴费用变化趋势



图表 15 不同发电类型上网价格分布



资料来源: 北极星环保网、公开资料、华安证券研究所

资料来源: 北极星环保网、华安证券研究所

2.3 自主研发核心零部件，技术国内领先

焚烧厂大型化成为趋势，具备核心零部件研发和制造能力公司将充分受益。从海外发达国家的发展经验来看，随着经济的发展以及环保标准的提高，技术落后的小型垃圾焚烧处理厂将逐步淘汰，由高标准、现代化的大型焚烧发电厂取而代之。从我国发展历程来看，垃圾焚烧厂大型化已成为趋势，单厂日处理规模在 2013 年达到 860 吨，是 2013 年的 2.7 倍，年均符合增长率 10.4%。我们认为未来建设大型现代化垃圾焚烧项目中，具备自主研发与制造核心零部件的公司将充分受益。就焚烧技术而言，涉及焚烧、机械传动、尾气处理、发电系统、渗滤液处理等多个学科，固定资产投入较大。公司子公司伟明设备被国家工信部列为 148 家“国家鼓励发展的重大环保技术装备依托单位”之一，是目前国内规模最大、技术最先进的垃圾焚烧设备制造商之一，主要产品为生活垃圾焚烧炉、烟气处理系统、污泥干化、自控系统等垃圾处理成套设备等，是 A 股上少有具备核心零部件研发和制造能力的稀缺标的。

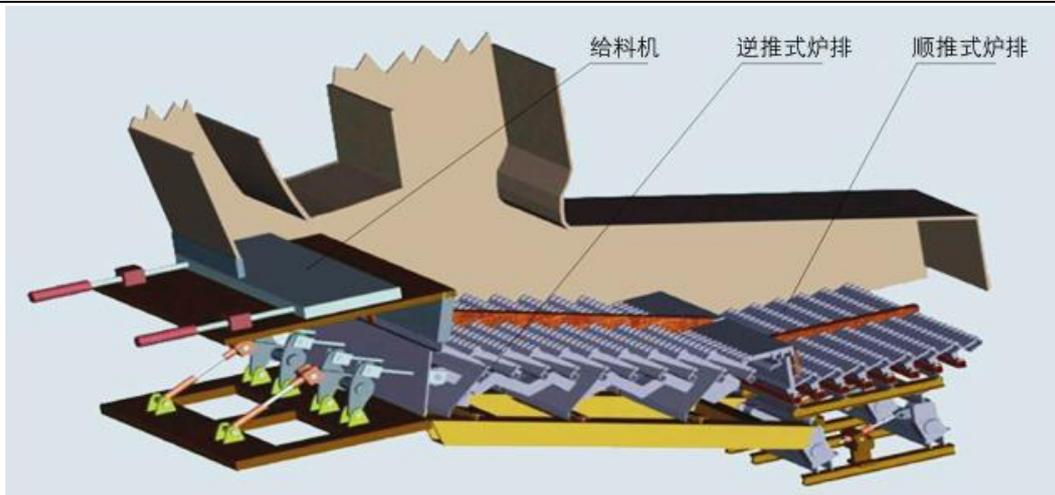
图表 16 公司焚烧设备折旧或摊销金额占总成本比例以及自主研发能力

系统	功能系统折旧或摊销金额占总成本比例 (%)	主要设备	获取方式
垃圾接收和存储系统	0.87	汽车衡	直接采购
		垃圾吊车及抓斗	自主研发
		除臭装置	自主研发
		垃圾焚烧炉排炉	自主研发
焚烧系统	11.29	炉排自动控制系统	自主开发软件 直接采购硬件
		余热锅炉	自主研发，委托制造
		中和反应塔	自主研发
烟气净化系统	3.58	布袋除尘器	自主研发
		活性炭喷射装置	自主研发
		飞灰输送及处理系统	自主研发
		SNCR脱硝系统	自主研发
		自动控制系统	自主开发软件 直接采购硬件
余热利用系统	2.53	汽轮发电机组	直接采购
		循环冷却塔	直接采购
		减温减压器	直接采购
电气系统	2.40	高压配电柜	直接采购
		低压配电柜	直接采购
		主变压器及厂变压器	直接采购
		微机保护系统	直接采购
渗滤液处理系统	1.56	渗滤液处理	自制、外购

资料来源：公司公告、华安证券研究所

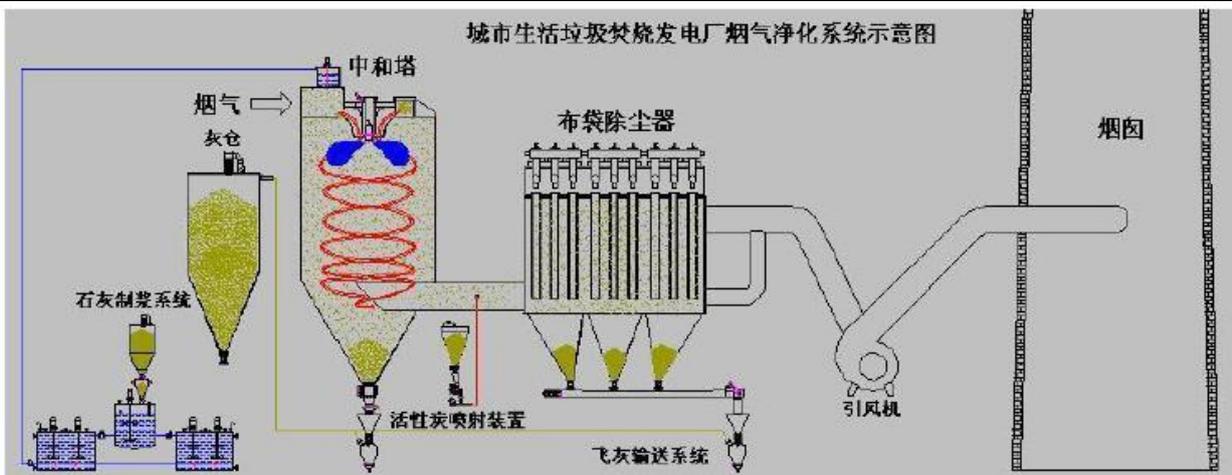
焚烧炉与烟气治理设备由公司自主研发制造，余热锅炉自主研发委托制造。焚烧系统来看，包含焚烧炉和余热锅炉。焚烧炉是垃圾焚烧系统最核心部分，工程造价占到总投资的约一半左右。公司自主研发的是二段往复多列生活垃圾焚烧炉，由逆推炉排和顺推炉排组合而成。针对我国高水分、低热值生活垃圾不分拣的特点，无需添加任何助燃剂，生活垃圾就可在炉排上实现稳定充分燃烧，各项技术指标达到国内领先水平。余热锅炉方面，公司技术团队运用完全自主的垃圾焚烧技术，开发设计了国内第一台全国产化的垃圾焚烧发电锅炉，填补了国内空白。目前，锅炉研发已获得7项发明专利及几十项实用新型专利，列居行业尖端水平。烟气净化设备来看，公司吸收国外先进技术，根据我国垃圾特点研制开发垃圾焚烧烟气处理系统，处理后烟气中排放含量均低于国家标准，二噁英含量指标优于欧盟排放标准。综上，焚烧系统和烟气净化系统为垃圾焚烧发电项目中的关键系统，均由公司子公司伟明设备独立自主研发制造；余热锅炉由伟明设备自主研发，并委托专业的锅炉生产商进行制造，核心零部件技术上国内领先。

图表 17 公司自生活垃圾焚烧炉示意图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 18 垃圾焚烧发电锅炉示意图

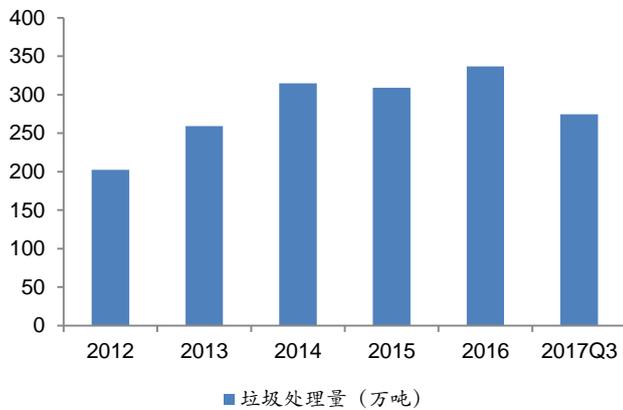


资料来源：公司公告、华安证券研究所

2.4 内生增长稳健，国内垃圾焚烧第一梯队

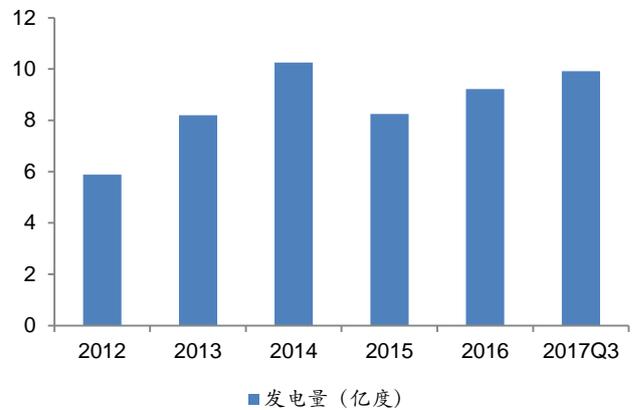
公司垃圾处理量和发电量整体向上，地缘优势明显。从公司的角度出发，主营业务主要是垃圾焚烧发电的运营收入，分别来自于垃圾处理费和上网电费。从公司垃圾处理量和发电量来看，虽有波动，但整体上维持了向上态势。从今年前三季度的经营数据来看，完成上网电量 9.92 亿度，几乎完成全年 10 亿度计划，完成垃圾入库来那个 274.53 万吨，我们认为完成全年计划垃圾入库量 375 万吨是大概率事件。整体来看，我国垃圾焚烧行业的市场集中度不高，公司垃圾处理量占到全国垃圾焚烧量比例近年来维持在 5% 左右，呈现一定程度下滑趋势。但在浙江地区，公司垃圾处理量从 2012 年的 35.2% 增长到 2016 年的 40.3%，保持较高的市场占有率，地缘优势明显。

图表 19 公司垃圾处理量变化趋势



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 20 公司垃圾发电量变化趋势



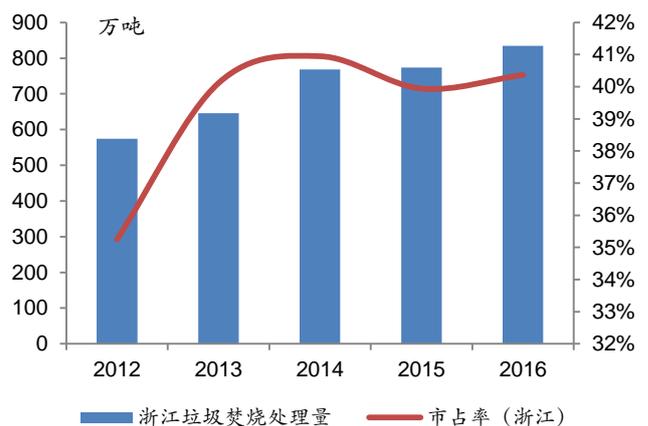
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 21 全国垃圾焚烧处理量走势及全国市占率



资料来源：choice 数据、华安证券研究所

图表 22 浙江垃圾焚烧处理量走势及浙江市占率



资料来源：choice 数据、华安证券研究所

在运日处理规模实际已超过1万吨，可转债已助公司解决资金瓶颈。随着上半年龙湾公司旗下永强二期项目投运，公司已投运项目设计日处理规模已经达到9835万吨；从公司前三季度垃圾处理总量来看，日均处理量实际已经突破1万吨。从公司已投运的项目来看，单个项目的日处理规模大部分都超过500吨，规模效应显著，盈利能力强。从在建项目来看，苍南项目已经进入调试期，但没有确认收入；万年和界首项目已经进入建设期。从筹建项目来看，共7个，合计垃圾处理规模4450吨。在建和筹建项目合计11个，日处理规模近7000吨。公司为解决资金问题，拟发行可转债，总额为8.45亿元，拟投资目前在建或筹建项目4个。目前已经得到中国证监会一次反馈，预计明年上半年可以完成。可转债若如期发行，对公司解决资金紧张问题

图表 23 公司在运、在建、筹建项目一览表

项目类别	项目名称	项目状态	特许经营期限	设计处理垃圾能力 (吨/日)	餐厨(吨/日)	污泥(吨/日)
运营项目	东庄项目	BOT运营	25年	385		
	临江项目一期	BOT运营	27年	600		
	永强项目	BOT运营	27年	600		
	昆山项目一期	BOT运营	25年	1000		
	昆山项目二期	BOT运营	25年	1050		
	临江项目二期	BOT运营	27年	1200		
	临海项目	BOT运营	30年	700		
	玉环项目	BOT运营	30年	700		
	永康项目	BOT运营	27年	800		
	瑞安项目	BOT运营	27年	1000		
	嘉善项目	BOT运营	30年	600		
	永强项目二期	BOT运营	27年	1200		
合计				9835		
在建项目	苍南项目	BOT调试	28年	1,000		
	武义项目	BOT在建	30年	900		
	界首项目	BOT在建	30年	500		
	临江项目三期	BOT在建	28年		200	
合计				2,400	200	
筹建项目	万年项目	BOT筹建	30年	500		
	瑞安扩建项目	BOT筹建	30年	1,000	150	
	东阳项目	BOT筹建	25年	700		
	秦皇岛项目	BOT筹建	25年	650		
	玉环项目扩建	BOT筹建	30年	500	100	100
	双鸭山项目	BOT筹建	30年	600		50
	樟树项目	BOO协议签署	30年	1000		
合计				4,450	250	150

资料来源：公司公告、华安证券研究所

注：琼海项目运营承包期至2017年6月30日止，公司对焚烧厂的运营权利和义务至2017年6月30日止。2017年7月由公司负责继续代为运营，并收取7月份垃圾处理费。公司于2017年7月31日完成焚烧厂运营承包期满交接工作。

图表 24 可转债拟投资公司项目列表

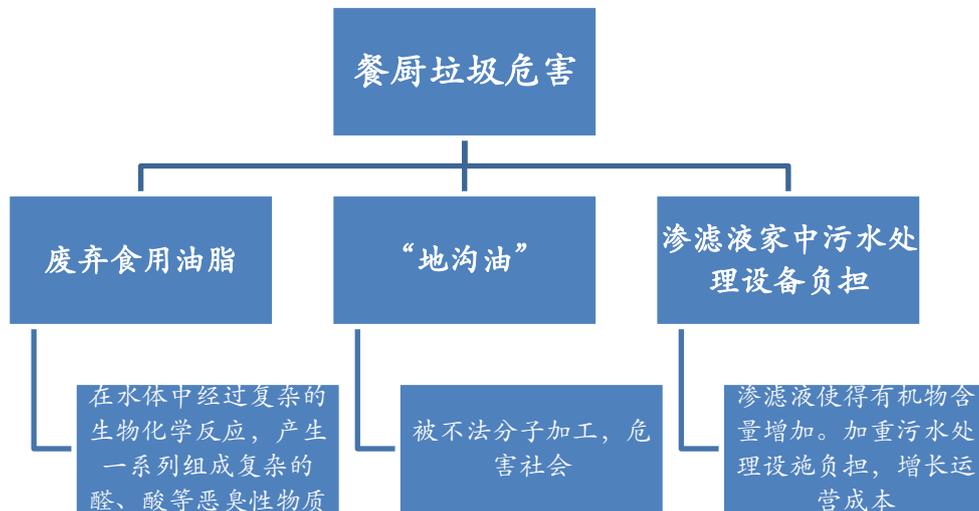
序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	苍南县云岩垃圾焚烧发电厂扩容项目	41,949	12,000
2	瑞安市垃圾焚烧发电厂扩建项目	42,894	33,500
3	万年县垃圾焚烧发电项目	22,124	17,500
4	武义县生活垃圾焚烧发电项目	36,588	21,500
合计		143,556	84,500

资料来源：公司公告、华安证券研究所

3. 外延协同拓展，看好餐厨领域发力

垃圾分类背景下，末端处理细分之餐厨垃圾处理市场打开。餐厨垃圾是指日常家庭、学校、单位、公共食堂以及饭店餐饮行业的食物废料、餐饮剩余物、食品加工废料及不可再食用的动植物油脂和各类油水混合物，是城市生活垃圾的一部分。十三五规划中，明确提出要积极推动垃圾分类。今年 3 月，国家发改委与住房城乡建设部联合发文，确立生活垃圾分类制度实施方案。我们认为在垃圾分类的趋势中，餐厨垃圾是率先受益的新兴的市场。我们认为餐厨垃圾的未来逐渐兴起得益于两点：1) 源头上杜绝了地沟油。未来地方的餐厨垃圾是大概率是由专门公司负责清运与处理，而非现在散乱市场，大型公司不会因为地沟油的问题触犯法律。2) 餐厨垃圾资源有效利用。一般来说，一吨垃圾里大约有 10-15%左右是餐厨垃圾，在没有垃圾分类的时候都是直接烧掉，造成资源的浪费，餐厨垃圾里经过处理后产生粗油脂、沼气等高附加值产品。

图表 25 餐厨垃圾的危害示意图



资料来源：公开资料、华安证券研究所

以协同角度布局餐厨垃圾市场，清运项目已投运，餐厨项目明年或可体现。公司餐厨垃圾与垃圾焚烧项目协同作用明显，主要体现在以下三点：1) 餐厨垃圾处理设施可以建设在生活垃圾焚烧厂旁边，可以共有渗滤液等水处理的设施；2) 餐厨垃圾经过处理后的残渣，可以直接进入旁边的焚烧厂进行处理；3) 餐厨处理的过程中需要耗电，生活焚烧厂所发的电可以提供给餐厨处理厂。2015年7月，临江垃圾发电厂三期工程 BOT 特许经营协议签订，标志公司正式进入国内餐厨垃圾处理行业，目前项目仍处于建设期，预计明年可以投运。此外，公司餐厨垃圾清运项目已经在温州率先启动，是温州市区餐厨垃圾（不含餐厨废弃食用油脂）收运特许经营权唯一单位。

图表 26 临江项目三期餐厨垃圾处理项目



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 27 瑞安项目餐厨垃圾处理项目



资料来源：公司官网、华安证券研究所

4. 盈利与估值

垃圾焚烧行业属于强运营类 PPP 项目，在 PPP 监管从业背景下，我们认为公司深耕垃圾焚烧行业十余年，凭借公司在技术上积累和在运营方面的丰富经验，叠加发展餐厨垃圾市场，未来业绩增长稳定性极强。此外，公司在资本运作方面实施了股权激励计划和启动可转债，深度锁定公司管理层及技术骨干和解决公司融资短板问题，我们认为公司在垃圾发电行业优势将进一步凸显。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.67 元、0.84 元、1.01 元，对应的 PE 分别为 31 倍、25 倍、21 倍，维持“增持”评级。

5. 风险提示

行业政策变化风险；项目推动落地不及预期；外延拓展不及预期。

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	1,594	2,190	3,007	营业收入	693	936	1,170	1,404
现金	341	977	1,477	2,174	营业成本	263	326	410	498
应收账款	226	266	332	419	营业税金及附加	18	14	19	25
其他应收款	10	19	18	23	销售费用	7	11	13	15
预付账款	18	25	37	52	管理费用	67	97	120	144
存货	55	54	72	91	财务费用	51	7	(1)	(10)
其他流动资产	262	252	254	249	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	2,451	2,137	2,016	1,790	公允价值变动收益	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	481	611	734
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	218	225	119	营业外支出	4	11	14	8
资产总计	3,363	3,731	4,206	4,797	利润总额	387	525	660	796
流动负债	317	316	325	376	所得税	58	68	82	104
短期借款	0	0	0	0	净利润	329	457	578	692
应付账款	146	164	206	259	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	172	152	119	117	归属母公司净利润	329	457	578	692
非流动负债	1,128	1,118	1,122	1,122	EBITDA	454	625	738	844
长期借款	287	287	287	287	EPS (元)	0.48	0.67	0.84	1.01
其他非流动负	841	831	835	836					
负债合计	1,445	1,434	1,447	1,499					
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	1,429	1,891	2,430					
归属母公司股东权	1,918	2,297	2,759	3,299					
负债和股东权益	3,363	3,731	4,206	4,797					

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	694	638	830
净利润	329	457	578	692
折旧摊销	119	137	128	120
财务费用	53	7	(1)	(10)
投资损失	(4)	(1)	(1)	(2)
营运资金变动	(315)	93	(65)	30
其他经营现金	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	(363)	1	1	2
筹资活动现金流	30	(59)	(139)	(135)
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	(82)	(65)	(139)	(135)
现金净增加额	292	1,352	(59)	(92)

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	2.68%	35.00%	25.00%	20.00%
营业利润	4.06%	67.55%	27.02%	20.13%
归属于母公司净利润	12.77%	39.19%	26.32%	19.77%
获利能力				
毛利率(%)	62.06%	65.16%	64.94%	64.55%
净利率(%)	35.16%	47.40%	48.87%	49.39%
ROE(%)	17.13%	19.91%	20.94%	20.97%
ROIC(%)	23.47%	24.32%	31.26%	38.38%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.97%	38.43%	34.40%	31.24%
净负债比率(%)	41.12%	5.26%	-15.10%	-32.60%
流动比率	2.87	5.04	6.73	7.99
速动比率	2.70	4.87	6.51	7.75
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.26	0.29	0.31
应收账款周转率	3.73	4.04	4.17	3.96
应付账款周转率	5.56	6.04	6.31	6.03
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.67	0.84	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.01	0.93	1.21
每股净资产(最新摊薄)	2.79	3.34	4.02	4.80
估值比率				
P/E	43.4	31.2	24.7	20.6
P/B	7.4	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	20.15	10.91	8.53	7.21

资料来源：华安证券研究所

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。