

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

## 全年业绩预增 50%-60%，略超预期

——伟明环保(603568)业绩快报点评

### 证券研究报告-公司点评报告

**增持(维持)**

市场数据(2018-01-29)

发布日期: 2018年01月30日

收盘价(元)	22.41
一年内最高/最低(元)	26.61/19.00
沪深300指数	4302.02
市净率(倍)	8.04
流通市值(亿元)	29.28

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	3.28
每股经营现金流(元)	0.42
毛利率(%)	65.12
净资产收益率-摊薄(%)	16.79
资产负债率(%)	40.68
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)季报点评: 投运规模增加、效率提升促增长, 期待后续项目持续落地》 2017-10-30
- 2 《伟明环保(603568)公司点评报告: 发行8.45亿元可转债, 加速垃圾焚烧发电项目落地》 2017-08-28
- 3 《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:**

近日, 公司发布 17 年年度业绩预告和第四季度主要经营数据。公司 17 年第四季度, 合计完成发电量 3.77 亿度, 上网电量 3.14 亿度, 平均上网电价 0.638 元/度, 垃圾入库量 95.35 万吨。公司预计 17 年年度归属于上市公司股东的净利润同比增长 1.64 亿元到 1.97 亿元, 增长 50%-60%。

**点评:**

- **业绩增长略超预期。**公司预计 17 年全年净利润 4.87 亿元-5.19 亿元, 同比增长 50%-60%。公司累计入库垃圾量 370.31 万吨, 同比增长 9.89%; 累计上网电量 11.23 亿千瓦时, 同比增长 21.8%; 单位入库垃圾发电量、单位入库垃圾上网电量 369.69、303.26 千瓦时, 均创历史新高。公司 17 年业绩实现快速增长原因: 一是龙湾公司产能投放带来垃圾焚烧上网电费收入和垃圾处理费增加; 二是管理效率的提升。随着公司规模扩大, 单位垃圾上网电量持续增长, 期间费用率显著下滑。
- **核心设备自制凝聚竞争力, 在建项目较多助推公司成长。**公司的核心垃圾焚烧发电设备, 如垃圾焚烧炉、烟气处理设备、自动化控制设备均由伟明设备自制, 并由伟明设备提供日常检修、大修及技改。而技术含量较低的土建等均外包。这有利于公司保留技术优势, 提高毛利率水平。目前, 公司在建及筹建的垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、污泥处理、渗滤液处理项目合计产能 8450 吨/天。预计未来项目逐渐落地带来营收及利润的持续增长。
- **发行可转换债券解决项目资金问题, 员工持股计划购买完成绑定利益一致性。**公司拟发行 8.45 亿元可转换债券, 用于苍南、瑞安、万年、武义县的垃圾焚烧发电项目。目前可转换债券发行已进入反馈回复阶段, 融资成功有利于降低企业财务费用, 加速项目落地。另外, 公司员工持股计划完成购买, 成交金额 1.69 亿元, 成交均价 22.27 元/股。董监高、核心管理、技术人员参与有利于绑定利益, 激发员工积极性。
- **维持公司“增持”投资评级。**暂时不考虑发行可转债转股影响, 上调 17、18 年全面摊薄 EPS 至 0.73、0.87 元, 按照 1 月 29 日 22.41 元/股收盘价计算, 对应 PE 分别为 30.8 和 25.8 倍。目前公司估值水平相对于未来的成长性基本合理。考虑公司具备较强的技术优势、丰富的运营管理经验、发行可转债加速项目投运以及实施员工持股计划促进员工积极性等因素, 维持公司“增持”投资评级。

**风险提示:** 垃圾焚烧发电项目建设进度不及预期; 利率上升, 融资成本增加; 行业竞争激烈, 新项目获取难度增加及垃圾处理价格下降风险。

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

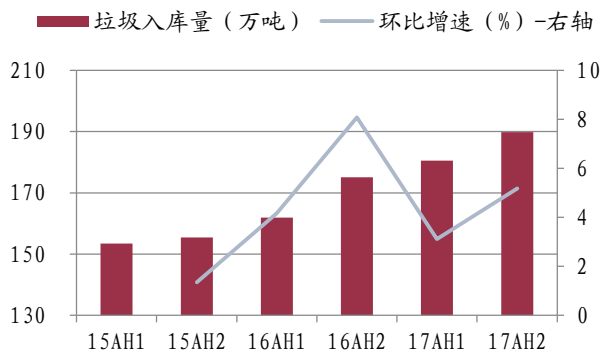
地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	675.1	693.2	1,036.4	1,314.0	1,510.6
增长比率	1.2%	2.7%	49.5%	26.8%	15.0%
净利润(百万元)	291.4	328.6	499.3	597.7	650.5
增长比率	30.9%	12.8%	52.0%	19.7%	8.8%
每股收益(元)	0.42	0.48	0.73	0.87	0.95
市盈率(倍)	52.9	46.9	30.8	25.8	23.7

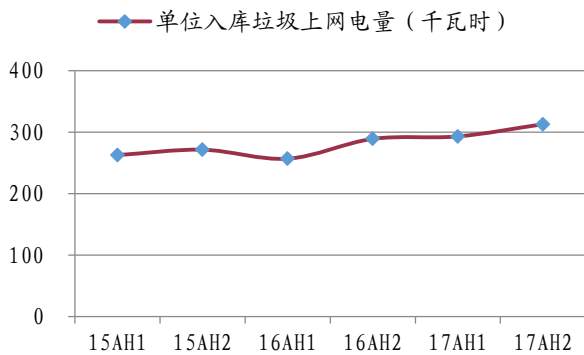
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 15 年以来公司垃圾入库量及环比增速



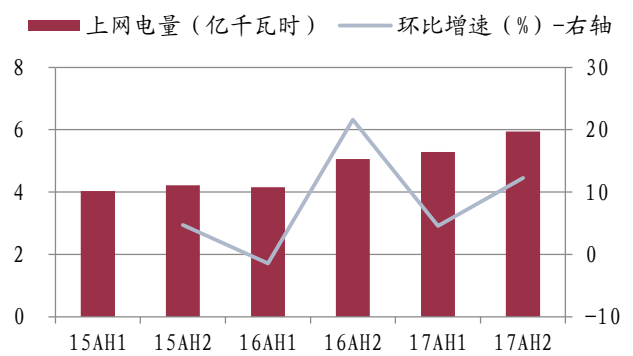
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 15-17 年公司单位入库垃圾上网电量



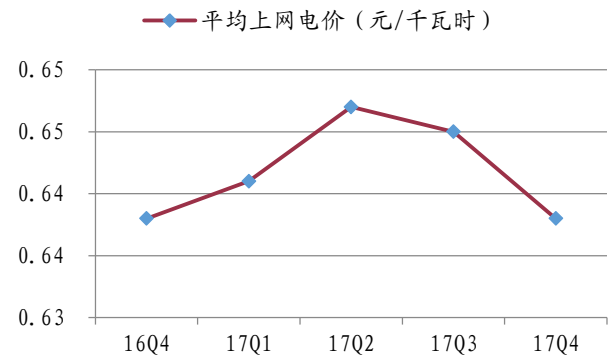
资料来源: 中原证券

图 2: 15 年以来公司上网电量及环比增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 15-17 年公司平均上网电价



资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 公司在建及筹建项目情况

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	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协议	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	500
苍南县垃圾焚烧发电厂	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	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)	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
樟树市垃圾焚烧发电项目	1000
临海市生活垃圾焚烧发电扩建项目	750
<b>合计</b>	<b>8450</b>

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	1,036.4	1,314.0	1,510.6	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	229.1	263.0	356.6	463.2	565.2	营业收入增长率	1.2%	2.7%	49.5%	26.8%	15.0%
营业税费	9.5	17.9	26.7	33.9	39.0	营业利润增长率	10.3%	4.1%	83.7%	22.0%	9.7%
销售费用	6.1	7.3	8.4	10.6	12.2	净利润增长率	30.9%	12.8%	52.0%	19.7%	8.8%
管理费用	73.3	66.7	84.5	107.1	123.1	EBITDA 增长率	1.5%	-3.4%	47.8%	24.5%	11.0%
财务费用	85.2	51.4	32.7	55.8	65.4	EBIT 增长率	0.3%	-6.3%	65.5%	24.8%	10.3%
资产减值损失	-3.3	3.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-1.6%	-9.8%	65.5%	24.8%	10.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.5%	18.4%	32.4%	20.7%	11.7%
投资和汇兑收益	0.9	3.7	-	-	-	净资产增长率	71.8%	14.2%	18.5%	17.3%	15.8%
营业利润	275.9	287.1	527.5	643.4	705.6	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	54.2	99.9	60.6	60.6	60.6	毛利率	66.1%	62.1%	65.6%	64.8%	62.6%
利润总额	330.1	387.0	588.1	704.0	766.2	营业利润率	40.9%	41.4%	50.9%	49.0%	46.7%
减: 所得税	38.8	58.4	88.8	106.3	115.7	净利润率	43.2%	47.4%	48.2%	45.5%	43.1%
净利润	291.4	328.6	499.3	597.7	650.5	EBITDA/营业收入	69.7%	65.5%	64.8%	63.6%	61.4%
						EBIT/营业收入	53.5%	48.8%	54.1%	53.2%	51.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	246.8	341.3	510.3	647.0	743.8	固定资产周转天数	23	38	49	60	60
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	55	115	93	78	80
应收帐款	163.1	225.9	320.4	386.0	432.7	流动资产周转天数	269	385	334	321	333
应收票据	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	94	101	95	97	98
预付帐款	7.5	18.3	0.4	29.0	11.3	存货周转天数	17	24	18	19	21
存货	36.0	54.6	46.6	94.1	81.5	总资产周转天数	1,555	1,658	1,312	1,244	1,222
其他流动资产	118.3	271.7	132.7	174.2	192.9	投资资本周转天数	793	870	733	727	732
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.3%	17.1%	22.0%	22.4%	21.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	9.8%	11.9%	12.2%	12.1%
投资性房地产	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	ROIC	22.1%	18.7%	26.2%	24.7%	22.5%
固定资产	54.7	92.5	190.4	250.7	255.5	<b>费用率</b>					
在建工程	300.9	285.1	171.1	85.5	51.3	销售费用率	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	1,979.9	1,963.2	2,717.5	3,112.0	3,489.6	管理费用率	10.9%	9.6%	8.2%	8.2%	8.2%
其他非流动资产	112.7	107.2	101.0	105.1	102.3	财务费用率	12.6%	7.4%	3.2%	4.2%	4.3%
资产总额	3,023.5	3,363.1	4,193.6	4,886.9	5,364.2	三费/营业收入	24.4%	18.1%	12.1%	13.2%	13.3%
短期债务	-	-	261.2	546.2	833.8	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	108.8	150.7	190.2	243.7	298.8	资产负债率	44.4%	43.0%	45.8%	45.5%	42.5%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	80.0%	75.3%	84.5%	83.3%	73.8%
其他流动负债	124.0	166.7	172.3	154.8	165.3	流动比率	2.46	2.87	1.62	1.41	1.13
长期借款	174.5	286.7	396.7	383.7	101.8	速动比率	2.30	2.70	1.55	1.31	1.06
其他非流动负债	936.0	841.2	900.8	892.7	878.2	利息保障倍数	4.24	6.58	17.11	12.54	11.78
负债总额	1,343.4	1,445.2	1,921.2	2,221.1	2,277.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.13	0.20	0.22	0.30	0.33
股本	453.8	680.7	687.2	687.8	687.8	分红比率	31.2%	41.4%	30.3%	34.3%	35.3%
留存收益	1,226.4	1,237.3	1,585.2	1,978.0	2,398.5	股息收益率	0.6%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%
股东权益	1,680.2	1,918.0	2,272.4	2,665.8	3,086.3						
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	291.4	328.6	499.3	597.7	650.5	EPS(元)	0.42	0.48	0.73	0.87	0.95
加: 折旧和摊销	110.7	119.1	111.1	136.8	157.2	BVPS(元)	2.44	2.79	3.31	3.88	4.49
资产减值准备	-3.3	3.4	-	-	-	PE(X)	52.9	46.9	30.8	25.8	23.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.2	8.0	6.8	5.8	5.0
财务费用	86.9	52.9	32.7	55.8	65.4	P/FCF	-44.8	85.6	49.9	44.5	47.5
投资收益	-0.9	-3.7	-	-	-	P/S	22.8	22.2	14.9	11.7	10.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	21.3	33.4	23.1	18.7	16.8
营运资金的变动	-127.1	-295.2	153.8	-135.6	10.6	CAGR(%)	27.1%	25.6%	30.9%	27.1%	25.6%
经营活动产生现金流量	457.5	428.0	796.9	654.7	883.7	PEG	2.0	1.8	1.0	1.0	0.9
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	2.5	2.4	2.2
融资活动产生现金流量	-166.2	30.4	220.1	-13.0	-281.9	REP	3.0	4.6	2.5	2.3	2.2

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。