

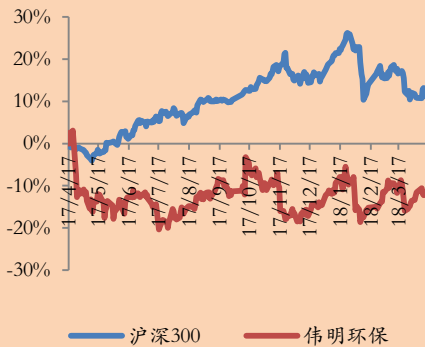


伟明环保 (603568)

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2018-04-18

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

业绩增长高于预期, 内生驱动力强劲

事件:

公司近日发布 2017 年年报和 2018 年第一季度主要经营数据: 实现营业收入 10.29 亿元, 同比增长 48.51%, 归属母公司净利润 5.07 亿元, 同比增长 54.27%。公司 18 年第一季度, 完成上网电量 2.99 亿度, 平均上网电价 0.638 元/度, 垃圾入库量 95.35 万吨。

主要观点:

□ 业绩增长强于预期, 焚烧日处理量将再创新高带动业绩不断突破

受龙湾公司下属永强二期项目投产并确认运营收入及销售成套设备收入推动, 公司 17 年主营和归母净利润分别实现 48.5% 和 54.2% 的高增长, 强于预期。运营项目方面, 公司苍南项目已于去年 10 月试运营, 公司已投运 BOT 项目达 13 个, 日处理规模已超 1 万吨。在建项目方面, 公司积极推动 5 个焚烧项目建设工作, 合计日处理量达 3900 吨, 根据公司年度经营计划, 确保今年完成 4 个项目合计日处理量 2900 吨。筹建项目方面, 公司努力推动在 4 个手订单落地合计日处理量 3650 吨。此外, 公司运营项目毛利率增加 1.82 个百分点至 64.27%, 继续保持行业领先水平。其平均每吨垃圾上网电量突破 300 度, 今年一季度达 314 度, 较 2016 年分别提高 11.01%、15.29%, 凸显公司优秀的运营管理能力。综上, 公司内生驱动力强劲, 今年垃圾焚烧量将会再创新高, 带动公司业绩不断突破。

□ 垃圾焚烧产业链上下游拓展, 看好与餐厨处置协同发力

公司谋求在垃圾焚烧产业链上下游进行拓展, 目前已经取得阶段性成果。渗滤液方面, 公司受托管理武义和界首 (合同去年年底到期) 2 个处理站, 合计处理渗滤液 8.60 万吨, 同比增长 23.39%。餐厨处置方面, 公司温州项目已试水餐厨垃圾清运, 共处理 6.86 万吨, 同比增长 70.22%。公司今年加大对温州餐厨项目和瑞安扩建项目中餐厨处理方面投资力度, 力争年内完工, 合计可释放 350 吨/日处理量。我们看好公司以协同处理的角度布局餐厨垃圾及项目拓展。

□ 盈利预测与估值

我们看好公司在建项目逐步落地所带来的增量和餐厨处理的协同发展效应, 叠加公司已完成员工持股计划购买, 成交均价 22.27 元/股, 锁定了管理层和核心技术骨干, 未来业绩增长确定强。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.85 元、1.07 元、1.23 元, 对应的 PE 分别为 30 倍、26 倍、21 倍, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧导致处理费下降; 项目按时投运风险; 外延拓展不及预期。

盈利预测: 单位: 百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1029	1287	1609	1850
收入同比 (%)	49%	25%	25%	15%
归属母公司净利润	507	584	735	849
净利润同比 (%)	54%	15%	26%	15%
毛利率 (%)	61.3%	61.4%	61.4%	61.4%
ROE (%)	21.9%	20.1%	20.8%	19.7%
每股收益	0.74	0.85	1.07	1.23



P/E	30.23	26.25	20.84	18.05
P/B	6.65	5.29	4.34	3.56
EV/EBITDA	22	19	15	12

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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,154	1,880	2,819	3,805	营业收入	1,029	1,287	1,609	1,850
现金	542	1,143	1,932	2,847	营业成本	398	497	622	715
应收账款	249	347	449	488	营业税金及附加	21	22	31	38
其他应收款	6	14	16	17	销售费用	9	13	16	18
预付账款	24	37	54	70	管理费用	84	124	154	171
存货	81	94	124	141	财务费用	47	5	(5)	(18)
其他流动资产	252	245	242	242	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	2,777	2,623	2,419	2,278	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	3	3	4
固定资产	89	84	78	72	营业利润	575	627	794	929
无形资产	2,107	1,967	1,836	1,713	营业外收入	3	49	53	52
其他非流动资产	581	572	505	492	营业外支出	2	11	5	6
资产总计	3,932	4,503	5,238	6,083	利润总额	576	665	843	976
流动负债	462	453	551	624	所得税	69	81	107	127
短期借款	0	0	0	0	净利润	507	584	735	849
应付账款	208	268	335	381	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	253	185	216	243	归属母公司净利润	507	584	735	849
非流动负债	1,158	1,147	1,150	1,152	EBITDA	643	778	926	1,039
长期借款	301	301	301	301	EPS (元)	0.74	0.85	1.07	1.23
其他非流动负债	856	846	849	850					
负债合计	1,619	1,600	1,701	1,776					
少数股东权益	7	7	7	7					
股本	688	688	688	688					
资本公积	280	280	280	280					
留存收益	1,425	1,928	2,562	3,332					
归属母公司股东权	2,306	2,896	3,529	4,300					
负债和股东权益	3,932	4,503	5,238	6,083					

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	48.51%	25.00%	25.00%	15.00%
营业利润	100.24%	9.03%	26.73%	16.94%
归属于母公司净利	54.27%	15.15%	25.96%	15.46%
获利能力				
毛利率(%)	61.29%	61.35%	61.35%	61.35%
净利率(%)	45.09%	49.24%	45.36%	45.70%
ROE(%)	21.92%	20.11%	20.79%	19.71%
ROIC(%)	29.05%	28.13%	35.08%	41.68%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.18%	35.53%	32.48%	29.20%
净负债比率(%)	24.05%	4.69%	-19.24%	-34.72%
流动比率	2.50	4.15	5.11	6.09
速动比率	2.33	3.95	4.89	5.87
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.31	0.33	0.33
应收账款周转率	4.48	4.46	4.20	4.09
应付账款周转率	5.81	5.40	5.34	5.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.85	1.07	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.86	1.28	1.42
每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.21	5.13	6.25
估值比率				
P/E	30.2	26.3	20.8	18.1
P/B	6.6	5.3	4.3	3.6
EV/EBITDA	22.17	18.64	14.89	12.40

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	664	590	881	975
净利润	507	584	735	849
折旧摊销	124	146	137	128
财务费用	50	5	(5)	(18)
投资损失	(6)	(3)	(3)	(4)
营运资金变动	(16)	(142)	17	20
其他经营现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	(390)	3	3	4
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(390)	3	3	4
筹资活动现金流	(81)	(79)	(94)	(65)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	15	0	0	0
普通股增加	7	(0)	0	0
资本公积增加	99	0	0	0
其他筹资现金流	(201)	(79)	(94)	(65)
现金净增加额	194	514	790	914

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。