

日期：2018年5月2日

行业：公用事业



分析师：冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

研究助理：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongxuezhen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870117080002

基本数据 (2017 年报)

| | |
|-------------------|-------------|
| 报告日股价 (元) | 23.08 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 24.50/19.00 |
| 总股本 (百万股/最新) | 687.76 |
| 无限售 A 股/总股本 | 18.99% |
| 流通市值 (亿元) | 30.15 |
| 每股净资产 (元) | 3.61 |
| PBR (X) | 6.39 |

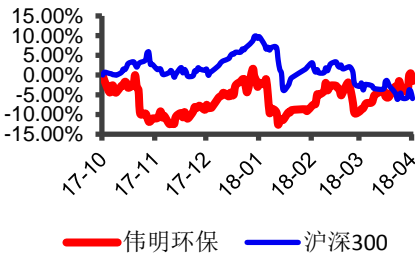
主要股东 (2017 年报)

| | |
|-------------|--------|
| 伟明集团有限公司 | 44.42% |
| 项光明 | 10.24% |
| 温州市嘉伟实业有限公司 | 7.74% |

收入结构 (2017 年报)

| | |
|-----------|--------|
| 项目运营 | 83.38% |
| 设备销售及技术服务 | 13.45% |
| 餐厨垃圾垃圾处理 | 1.93% |

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ18—CT08

■ 动态事项

公司近日发布 2017 年年报和 2018 年一季度报经营数据，2017 年公司实现营收 10.29 亿元，同比增长 48.51%，净利润 5.06 亿元，同比增长 54.27%，主要系公司永强生活垃圾焚烧发电厂二期 BOT 项目 2017 年正式投入运营并确认收入。

公司 2017 年完成生活垃圾入库量 370.31 万吨，同比增长 9.89%，完成上网电量 11.23 亿度，同比增长 22.07%。温州餐厨公司清运处理餐厨垃圾 6.86 万吨，同比增长 70.22%，公司受托处理渗滤液 8.60 万吨，同比增长 23.39%。

公司 2018 一季度完成上网电量 29,968.08 万度，同比增长 16.86%；垃圾入库量 95.17 万吨，同比增长 10.88%。

■ 公司点评

业绩强于预期，公司在手项目充足，内生高增长有保障

公司 2017 年永强二期项目正式运营并确认收入，新增处理规模 1200 吨/日，苍南项目于 2017 年 10 月 25 日投入试运营，正式运营后将新增处理规模 1000t/日。公司在建工程 4.51 亿元，同比增长 58.35%，主要为苍南伟明、武义项目、界首项目推进顺利，公司在手项目充足，2017 年公司中标签约项目有 5 个，其中万年项目已进入建设阶段。新签订单合计将增加生活垃圾焚烧发电项目规模 3,900 吨/日。

公司部分项目产能利用率已接近满负荷，昆山一、二期项目焚烧处理利用率均在 90% 以上，瑞安项目及永强二期项目分别为 112.35%、123.93%，已超负荷运转，公司每吨生活垃圾折上网电量逐年提高，随着后续在建工程的投产，垃圾处理量稳步上升，业绩持续增长有保障。

毛利率水平稳定，现金流情况良好

公司 2017 年项目运营毛利率为 64.27%，较上年增加 1.82pct，保持行业领先水平。餐厨垃圾处置毛利率为 30.96%，增加 3.62pct，考虑系处置规模增加叠加产能利用率提高下的规模效应所致。设备销售和技术服务、渗滤液处置业务毛利率分别下滑 9.76pct、13.73pct。公

司综合毛利率为 61.03%，基本保持稳定，较上年略降 0.7pct，考虑毛利率较低的设备销售、餐厨、渗滤液业务比重增加所致。公司现金流状况良好，其中公司经营活动产生的现金流量为 6.64 亿元，同比增加 55.27%，主要系公司经营情况良好，龙湾公司运行、设备公司销售设备取得经营现金流所致。充足的现金流为公司后续拓展业务提供有利环境。

公司布局上下游业务，看好业务协同发展

公司子公司伟明设备位于垃圾焚烧处理的设备及材料供应端，掌握垃圾焚烧炉排炉及烟气处理系统关键设备，自主研发余热锅炉，自行开发自动控制系统，研发投入占伟明设备营收比例 3.98%，为公司提供了行业领先的技术优势。餐厨处置和渗滤液处置业务 2017 年完成处置量同比增长 70.22%、23.39%，在手项目中瑞安二期项目、玉环生活垃圾焚烧发电项目还有合计 250t/日的餐厨垃圾处理规模。目前三项业务占总营收的 22.94%，看好后续协同发展下新业务的持续发力。

风险因素

市场竞争风险，项目进度不达预期风险。

投资建议：

未来六个月内，“增持”评级。

我们预测 2018-2019 年公司实现归属母公司的净利润分别为 6.19 亿元和 7.37 亿元，同比增长 22.08%和 19.03%，相应每股收益为 0.90 元和 1.07 元，对应的动态市盈率为 25.65 倍和 21.55 倍。公司在手项目丰富，看好垃圾焚烧项目投产后的业绩增量及新拓展的餐厨处理业务增长，公司业绩持续增长性强。首次给予公司“增持”评级。提示公司近期有首发原股东限售股份解禁，日期为 2018 年 5 月 28 日。

数据预测与估值：

| 至 12 月 31 日 (¥.百万 元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1,029.46 | 1309.08 | 1581.27 | 1883.43 |
| 年增长率 | 48.51% | 27.16% | 20.79% | 19.11% |
| 归属于母公司的净利润 | 506.86 | 618.78 | 736.56 | 860.01 |
| 年增长率 | 54.27% | 22.08% | 19.03% | 16.76% |
| 每股收益 (元) | 0.74 | 0.90 | 1.07 | 1.25 |
| PER (X) | 31.32 | 25.65 | 21.55 | 18.46 |

数据来源：公司公告，上海证券研究所

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 542 | 952 | 1,752 | 2,594 |
| 存货 | 81 | 93 | 119 | 136 |
| 应收账款及票据 | 249 | 322 | 368 | 410 |
| 其他 | 283 | 246 | 290 | 285 |
| 流动资产合计 | 1,154 | 1,614 | 2,528 | 3,425 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 89 | 98 | 103 | 100 |
| 在建工程 | 451 | 591 | 525 | 544 |
| 无形资产 | 2,107 | 2,104 | 2,022 | 1,933 |
| 其他 | 129 | 117 | 119 | 123 |
| 非流动资产合计 | 2,777 | 2,911 | 2,769 | 2,700 |
| 资产总计 | 3,932 | 4,525 | 5,297 | 6,125 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 302 | 272 | 374 | 413 |
| 其他 | 160 | 151 | 159 | 161 |
| 流动负债合计 | 462 | 423 | 533 | 574 |
| 长期借款和应付债券 | 301 | 201 | 100 | (0) |
| 其他 | 856 | 882 | 908 | 935 |
| 非流动负债合计 | 1,158 | 1,083 | 1,009 | 935 |
| 负债合计 | 1,619 | 1,506 | 1,542 | 1,510 |
| 少数股东权益 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 股东权益合计 | 2,313 | 3,019 | 3,756 | 4,616 |
| 负债和股东权益总计 | 3,932 | 4,525 | 5,297 | 6,125 |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 507 | 619 | 737 | 860 |
| 折旧和摊销 | 124 | 245 | 264 | 283 |
| 营运资本变动 | (1) | (57) | 18 | 11 |
| 经营活动现金流 | 664 | 810 | 1,014 | 1,140 |
| 资本支出 | (144) | (390) | (120) | (210) |
| 投资收益 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (390) | (390) | (120) | (210) |
| 股权融资 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 15 | (101) | (101) | (101) |
| 股息支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (81) | (9) | (94) | (88) |
| 净现金流 | 194 | 411 | 800 | 842 |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,029 | 1,309 | 1,581 | 1,883 |
| 营业成本 | 398 | 509 | 621 | 744 |
| 营业税金及附加 | 21 | 26 | 35 | 39 |
| 营业费用 | 9 | 13 | 15 | 18 |
| 管理费用 | 84 | 107 | 129 | 153 |
| 财务费用 | 47 | 4 | (4) | (14) |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 575 | 651 | 786 | 942 |
| 营业外收支净额 | 1 | 52 | 51 | 34 |
| 利润总额 | 576 | 703 | 837 | 977 |
| 所得税 | 69 | 84 | 100 | 117 |
| 净利润 | 507 | 619 | 737 | 860 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东净利润 | 507 | 619 | 737 | 860 |

财务比率分析

| 指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入增长率 | 48.51% | 27.16% | 20.79% | 19.11% |
| EBITDA 增长率 | 63.67% | 21.02% | 16.15% | 15.91% |
| EBIT 增长率 | 83.70% | 5.28% | 19.36% | 18.83% |
| 净利润增长率 | 54.27% | 22.08% | 19.03% | 16.76% |
| 毛利率 | 61.29% | 61.12% | 60.74% | 60.47% |
| EBITDA/总收入 | 72.23% | 68.73% | 66.09% | 64.32% |
| EBIT/总收入 | 60.41% | 50.02% | 49.42% | 49.31% |
| 净利润率 | 49.24% | 47.27% | 46.58% | 45.66% |
| 资产负债率 | 41.18% | 33.28% | 29.10% | 24.65% |
| 流动比率 | 2.5 | 3.82 | 4.74 | 5.96 |
| 速动比率 | 2.33 | 3.60 | 4.52 | 5.73 |
| 总资产回报率 (ROA) | 12.89% | 13.68% | 13.90% | 14.04% |
| 净资产收益率 (ROE) | 21.98% | 20.54% | 19.65% | 18.66% |
| EV/营业收入 | 13.8 | 11.2 | 8.7 | 6.8 |
| EV/EBITDA | 19 | 16 | 13 | 11 |
| PE | 31 | 25 | 21 | 18 |
| PB | 7 | 5 | 4 | 3 |

数据来源: WIND, 上海证券研

分析师承诺

冀丽俊，熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|---------------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。