

伟明环保 (603568)

优质运营资产投产加速，固废全产业链布局持续发力

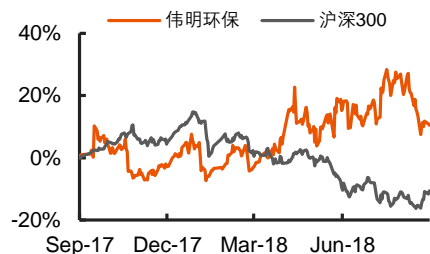
推荐 (首次)

现价: 23.65 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.cnweiming.com
大股东/持股	伟明集团有限公司/44.38%
实际控制人	项光明
总股本(百万股)	688
流通 A 股(百万股)	683
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	162.66
流通 A 股市值(亿元)	161.44
每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	42.30

行情走势图



证券分析师

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
010-56800184
PIXIU809@PINGAN.COM.CN

研究助理

庞文亮 一般从业资格编号
S1060116090012
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.CO
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **产能扩张顺势而为，优质运营资产投产加速。**公司专注于垃圾焚烧发电业务，2014~2017年稳健经营，每年投产一个垃圾焚烧项目，控制现金流出，避免出现信用风险。随着公司现金流入增加，公司扩张步伐加快。2017年和2018年上半年，公司新签项目产能分别为3900、3450吨/日，大幅增长，同时省外项目也加速落地。目前公司在建及筹建产能超过1万吨/日，预计2018~2020年，公司每年投产项目数量在3个左右，约2000吨/日，公司进入新一轮快速发展阶段。
- **外延扩张水道渠成，全产业链协同高效发展。**公司凭借充裕的优质运营资产和优秀的运营能力开启外延扩张步伐。2015年相继进入渗滤液处理、餐厨垃圾处理、环卫等领域，打造固废处理全产业链。2018年至今，公司连续获得6个餐厨垃圾收运、处理项目，其中收运规模约500吨/日，处理规模约650吨/日。截至目前，公司共中标餐厨垃圾项目9个，规模合计约1250吨/日，呈爆发式增长。另外，公司渗滤液处理、环卫业务、污泥处理业务也各有斩获。公司固废全产业链布局，将全面提升公司的竞争实力和盈利能力。
- **盈利能力领先行业，现金流步入良性循环。**公司自主研发垃圾焚烧关键设备且严控项目质量，近年来垃圾焚烧运营毛利率维持在60%以上，高于同行业公司约20个百分点。2017年公司资产负债率为41.18%，相比同行业公司处于较低水平。公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入维持在110%以上。实际经营活动产生的现金流量净额始终为正，现金处于流入状态。较低的资产负债率和良好的现金流降低了公司运营风险，减少了财务费用，有助于公司快速释放产能，公司发展进入良性循环。
- **投资建议：**我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为6.70、8.54、10.28亿元，同比分别增长32.3%、27.5%、20.3%，对应PE分别为24.3、19.0、15.8。考虑到公司优质运营资产进入投产高峰，固废全产业链布局趋于完善，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	693	1,029	1,357	1,726	2,073
YoY(%)	2.7	48.5	31.8	27.2	20.1
净利润(百万元)	329	507	670	854	1,028
YoY(%)	12.8	54.3	32.3	27.5	20.3
毛利率(%)	62.1	61.3	61.1	60.6	60.2
净利率(%)	47.4	49.2	49.4	49.5	49.6
ROE(%)	17.1	21.9	23.8	24.3	23.5
EPS(摊薄/元)	0.48	0.74	0.97	1.24	1.50
P/E(倍)	49.5	32.1	24.3	19.0	15.8
P/B(倍)	8.5	7.1	5.8	4.6	3.7

- **风险提示：**1) 固废项目建设进度低于预期：目前国家对工程类项目建设审批趋严，可能对公司在建固废项目进度产生影响；2) 项目拓展不及预期：目前垃圾焚烧领域竞争激烈，且优质项目逐渐减少，在此背景下，公司存在新项目拓展不及预期风险；3) 补贴政策变化风险，公司生活垃圾处理享受增值税即征即退 70% 的优惠，未来如果税收政策变化可能对公司利润生产影响；4) 市场融资环境持续趋紧：考虑在建项目较多，所需资金较大，如果市场融资环境持续趋紧，可能对公司项目建设进度产生影响。

正文目录

一、 深耕垃圾焚烧，经营稳健	5
1.1 立足垃圾焚烧，全面布局大固废产业	5
1.2 股权集中度高，管理层专业能力优异	6
1.3 绑定员工利益，股权激励驱动公司发展	7
二、 优秀运营助力公司腾飞，固废全产业链持续发力	7
2.1 产能扩张顺势而为，优秀运营助力公司腾飞	7
2.2 外延扩张水到渠成，全产业链协同高效发展	10
2.3 盈利能力领先行业，现金流步入良性循环	13
三、 盈利预测与估值	16
3.1 核心假设	16
3.2 投资建议	16
四、 风险提示	17

图表目录

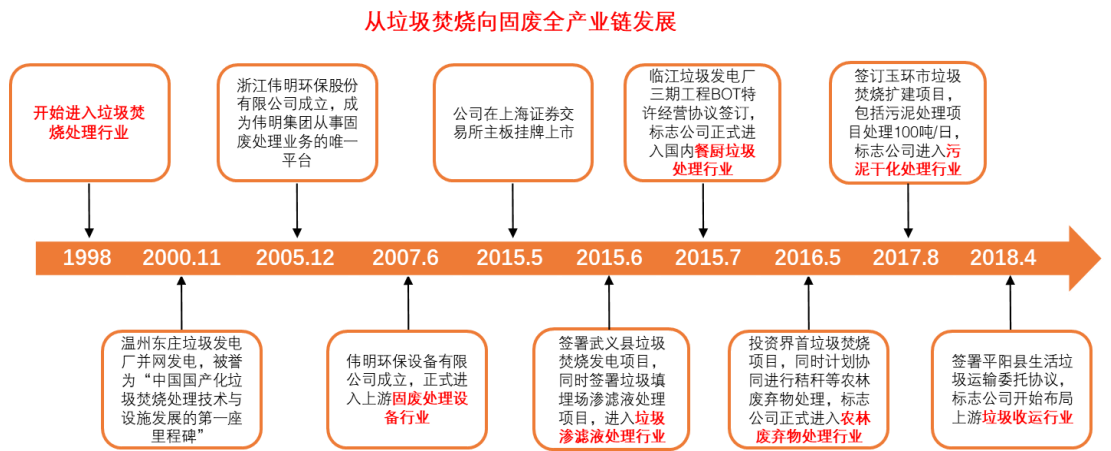
图表 1	伟明环保发展历程	5
图表 2	2017 年公司营收快速增长	5
图表 3	公司归母净利润不断提高	5
图表 4	2017 年公司项目运营贡献 83%收入（亿元）	6
图表 5	2017 年公司项目运营贡献 87%毛利（亿元）	6
图表 6	公司股权结构（截至 2018 年 6 月 30 日）	6
图表 7	公司管理层具有良好的专业素养	7
图表 8	公司限制性股票激励计划主要内容	7
图表 9	2014~2017 年公司年均投产一个垃圾焚烧项目	8
图表 10	公司已投产垃圾焚烧项目产能稳健增长	8
图表 11	公司新签项目数量呈加速趋势	8
图表 12	公司多数垃圾焚烧项目签约到投产时间约 2 年	8
图表 13	公司投产垃圾焚烧发电项目一览	9
图表 14	公司在建及筹建垃圾焚烧项目一览	9
图表 15	公司垃圾入库量不断提升	10
图表 16	公司单位垃圾上网电量呈上升趋势	10
图表 17	公司项目投产后产能利用率迅速提升	10
图表 18	我国餐饮业收入持续增长	11
图表 19	我国餐厨垃圾产量稳健增长	11
图表 20	2020 年餐厨垃圾处理能力仍有较大提升空间	11
图表 21	餐厨垃圾处理与垃圾焚烧发电有较高协同效应	11
图表 22	公司在手餐厨垃圾处理项目一览	12
图表 23	公司在手渗滤液处理项目情况	13
图表 24	公司在手污泥处理项目情况	13
图表 25	公司各业务中项目运营毛利率最高	13
图表 26	公司运营毛利率显著高于同行业上市公司	13
图表 27	垃圾焚烧项目投资中设备购置支出比例最大	14
图表 28	公司垃圾焚烧项目设备购置支出占比约 50%	14
图表 29	伟明设备生产的部分垃圾处理设备	14
图表 30	公司对拟开发垃圾焚烧发电项目有严格筛选标准	15
图表 31	伟明环保资产负债率显著低于同行业	15
图表 32	伟明环保实际现金流始终处于净流入状态	15
图表 33	公司盈利预测表	16
图表 34	可比公司估值表	16

一、深耕垃圾焚烧，经营稳健

1.1 立足垃圾焚烧，全面布局大固废产业

伟明环保于 2005 年由伟明集团、嘉伟实业等共同发起设立。公司一直专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电全产业链，包括核心技术研发、关键设备制造销售及项目投资、项目建设、运营管理等领域，拥有领先的焚烧炉排炉、烟气处理系统等关键设备的自主研发能力，具有环境污染治理设施运营甲级资质，是我国规模最大的全产业链一体化城市生活垃圾焚烧发电服务商之一。近几年公司积极布局餐厨垃圾处理、渗滤液处理等与垃圾焚烧发电具有高协同效应的固废领域，不断提升公司的盈利能力和竞争实力。

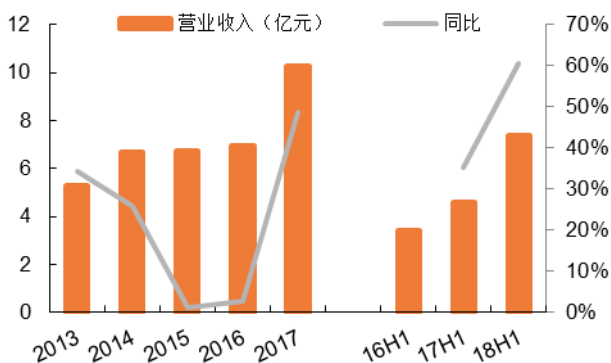
图表1 伟明环保发展历程



资料来源:公司官网、公司公告、平安证券研究所

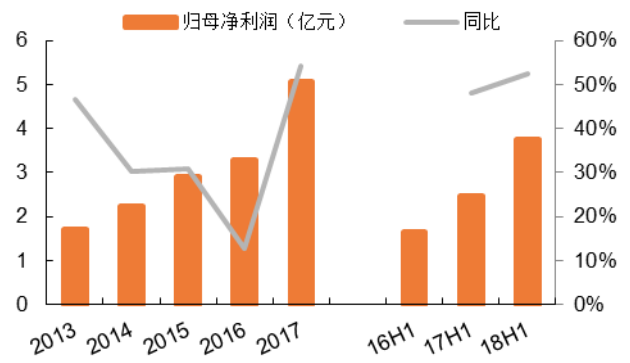
近几年，公司营收和归母净利润不断提高。2013-2017 年，公司营收从 5.31 亿元增长至 10.29 亿元，复合增速达 18.03%；归母净利润从 1.71 亿元增长至 5.07 亿元，复合增速达 31.22%。2017 年公司垃圾焚烧运营贡献收入和毛利比例分别为 83.38%、87.34%。随着公司大固废产业的全面布局，餐厨垃圾处理和渗滤液处理等业务有望成为公司业绩新的增长点。

图表2 2017 年公司营收快速增长



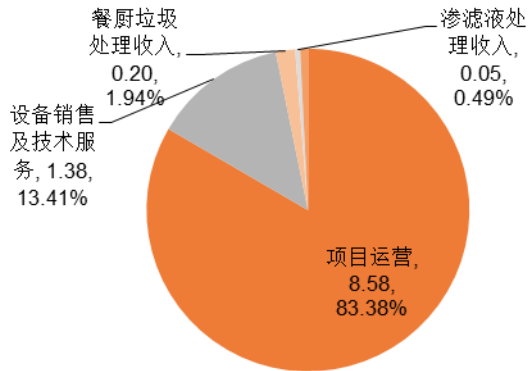
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表3 公司归母净利润不断提高



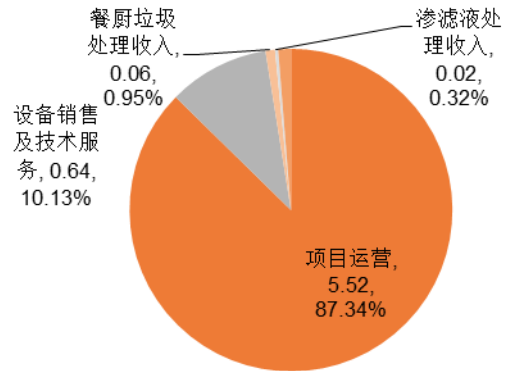
资料来源:WIND、平安证券研究所

图表4 2017年公司项目运营贡献83%收入(亿元)



资料来源:WIND、平安证券研究所

图表5 2017年公司项目运营贡献87%毛利(亿元)

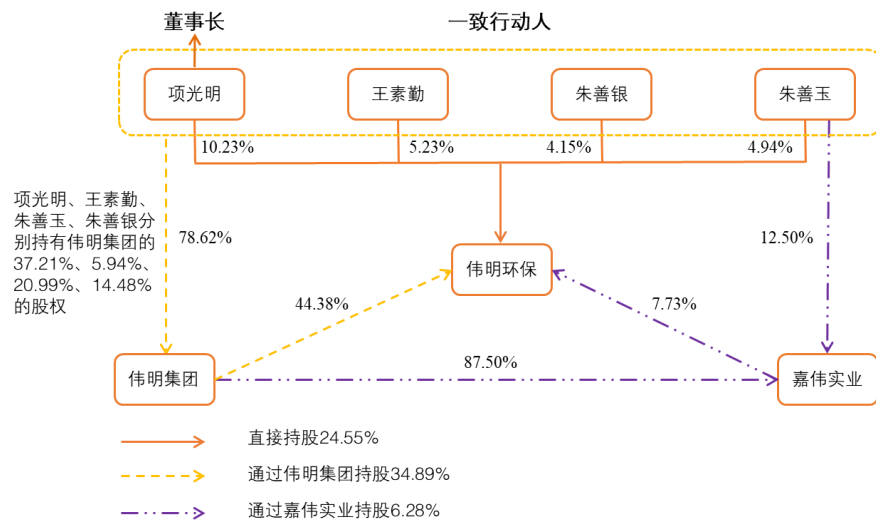


资料来源:WIND、平安证券研究所

1.2 股权集中度高, 管理层专业能力优异

伟明环保是典型的家族企业, 实际控制人是有亲属关系的项光明、王素勤、朱善玉、朱善银四人。截至2018年6月30日, 实际控制人直接持股公司24.55%, 通过伟明集团持股公司34.89%, 通过嘉伟实业持股公司6.28%, 累计持股比例达65.73%, 处于绝对控股地位。公司股权集中度高, 一致行动人在公司决策中有绝对话语权, 保证了公司决策的高效率, 有利于公司迅速捕捉行业发展机遇, 推进项目加速落地。

图表6 公司股权结构(截至2018年6月30日)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司管理团队具有良好的专业素养。公司董事长兼总裁项光明先生是我国城市生活垃圾焚烧发电行业的领军人物, 副总裁陈革先生拥有二十余年的热能工程行业研发经验, 副总裁朱善银先生拥有十余年的城市生活垃圾焚烧发电行业经验并多次获得相应领域的奖项。管理团队良好的专业素养将推动公司快速发展。

图表7 公司管理层具有良好的专业素养

姓名	职务	所获奖项	参与制定行业标准
项光明	董事长、总裁	浙江省科学技术奖二等奖	《生活垃圾焚烧厂评价标准》
		温州市科学进步三等奖	《城市生活垃圾焚烧处理工程项目建设标准》
		2009年度中国环保产业优秀企业家	-
		2017年度中国上市公司十大创业领袖人物	-
陈革	副总裁	温州市科学进步二等奖	-
		环保部环境保护科学技术奖三等奖	-
朱善银	副总裁	浙江省科学技术奖二等奖	-
		环保部环境保护科学技术奖三等奖	-
		中国机械工业联合会科学技术进步二等奖	-

资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.3 绑定员工利益，股权激励驱动公司发展

2017年公司推出股权激励计划，分两批共向156名激励对象授予711万股限制性股票。两批限制性股票的授予价格分别为每股12.45元和10.84元，授予条件为2017~2019年净利润相比2016年增长率分别不低于12.5%、25%、37.5%。2017年公司实现净利润4.92亿元，同比增长54.52%，超额完成三年目标。另外，2017年公司实施了员工持股计划，2018年1月18日完成股票购买，累计购买公司股票占公司已发行股本的比例为1.101%，成交金额1.69亿元，成交均价21.27元/股，锁定期12个月。股权激励和员工持股计划的推行将使得公司与员工利益深度绑定，有利于激发员工工作的积极性，推动公司业绩加速增长。

图表8 公司限制性股票激励计划主要内容

分配日期	激励对象	获授股票数量(万股)	股票授予价格(元)	授予条件
20170306	管理人员(57人)	427.00	12.45	2017~2019年净利润相比2016年增长率分别不低于12.5%、25%、37.5%，对应净利润分别为3.58、3.98、4.37亿元。
	核心技术及业务人员(82人)	224.00		
20171130	管理人员(9人)	44.00	10.84	
	核心技术及业务人员(8人)	16.00		
合计		711.00	-	

资料来源:公司公告、平安证券研究所

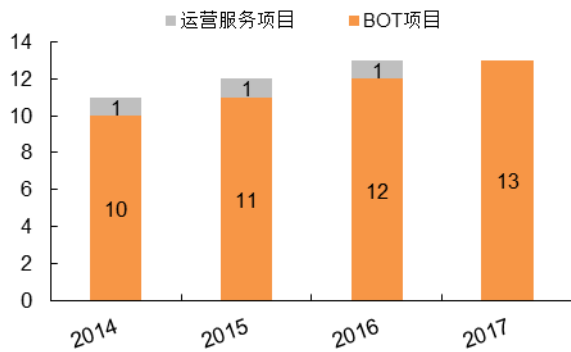
二、优秀运营助力公司腾飞，固废全产业链布局持续发力

2.1 产能扩张顺势而为，优秀运营助力公司腾飞

公司结合自身实力，量力而行，2014~2017年处于稳健经营期，每年投产一个垃圾焚烧项目，控制现金流出，避免出现信用风险。随着公司优质运营资产超过1万吨/日，现金流入增加，公司扩张步伐加快。2017年开始，公司新签项目数量大幅增长，同时省外项目也加速落地，预计2018~2020年，公司每年投产项目数量在3个左右，公司进入新一轮快速发展阶段。

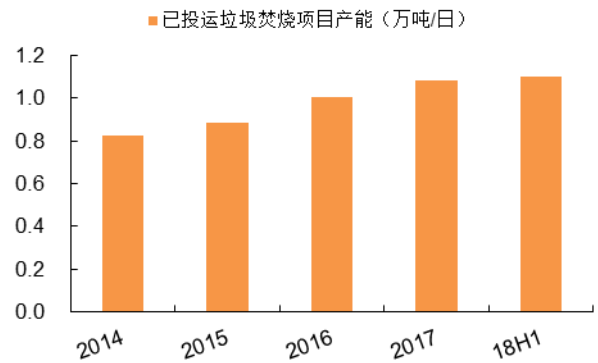
- **2014~2017 年公司稳健经营，奠定扩张基础：**2014~2016 年，为迅速抢占市场份额，部分公司不考虑自身资金实力以及项目质量大量投标上马新项目，导致现金流出大幅增加。2018 年在市场融资环境趋紧背景下，此类公司多出现信用危机。伟明环保结合自身实力，精选项目，稳健经营，2014~2017 年均投产一个项目，使得经营资产规模稳健增长，现金流出可控。截至 2018 年 6 月 30 日，公司投产项目产能约 1.1 万吨/日，现金流入持续增加，奠定外延扩张基础。
- **2017 年公司扩张步伐加快，省外项目遍地开花。**2014~2016 年，公司每年获得项目数量都在两个左右。2017 年，考虑到公司运营资产的增加以及垃圾焚烧招投标开始趋于理性，公司扩张步伐加快，获得 5 个垃圾焚烧处理项目，产能合计 3900 吨/日，2018 年仅上半年新签项目产能达 3450 吨/日。另外，早期公司项目主要集中在浙江省内，2017 年公司相继获得黑龙江双鸭山市、广东省紫金县、江西省奉新县垃圾焚烧项目，全国扩张之路开启。目前公司在建及筹建项目产能超过 1 万吨/日，在手项目充足，保障公司未来增长。
- **公司执行能力强，项目投产周期短。**从公司已披露部分项目投产周期看，多数项目投产周期在两年左右，显著低于同行业，较短的建设周期有利于快速消化订单，回流资金抢占市场。根据公司目前项目签约及建设情况，预计 2018~2020 年每年有 3 个左右项目投产，投产项目显著高于前期，公司收入和利润增速也将大幅提升。

图表9 2014~2017 年公司年均投产一个垃圾焚烧项目



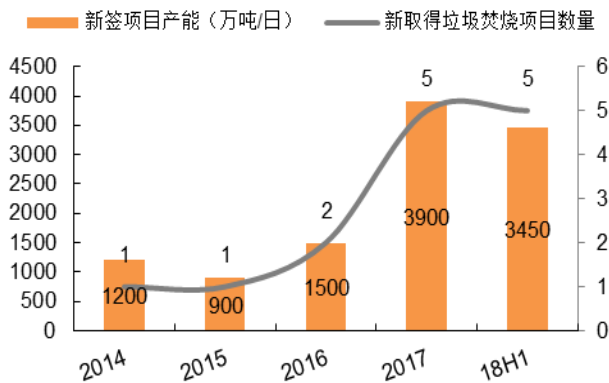
资料来源:公司公告、平安证券研究所 说明:运营服务项目为琼海项目, 2017 年年报显示已完成移交工作

图表10 公司已投产垃圾焚烧项目产能稳健增长



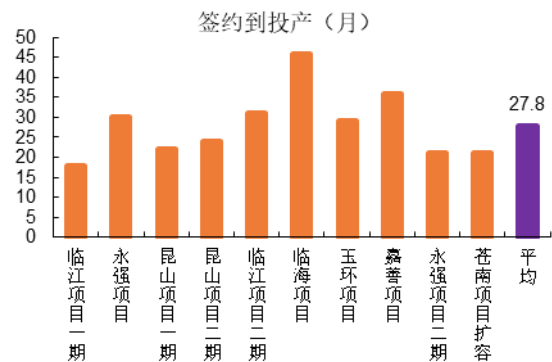
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表11 公司新签项目数量呈加速趋势



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表12 公司多数垃圾焚烧项目签约到投产时间约 2 年



资料来源:公司公告、平安证券研究所 说明:平均值为上图中所列项目, 为公司部分项目

图表13 公司投产垃圾焚烧发电项目一览

项目名称	签约时间	省份	项目状态	设计处理能力 (吨/日)	投产时间
东庄项目	20010614	浙江	BOT 运营	385	20001128
临江项目一期	20011012	浙江	BOT 运营	600	20030429
永强项目	20021118	浙江	BOT 运营	600	20050629
昆山项目一期	20041111	江苏	BOT 运营	100	20060920
昆山项目二期	20080613	江苏	BOT 运营	1050	20100530
临江项目二期	20090121	浙江	BOT 运营	1200	20110801
临海项目	20071012	浙江	BOT 运营	700	20110810
玉环项目	20100504	浙江	BOT 运营	700	20121028
永康项目	20060712	浙江	BOT 运营	800	20130113
瑞安项目	20051231	浙江	BOT 运营	1000	20130906
嘉善项目	20121120	浙江	BOT 运营	600	20151203
永强项目二期	20141124	浙江	BOT 运营	1200	20160924
苍南项目	20160111	浙江	BOT 运营	1000	20171028
苍南宜嘉项目	20180400	浙江	BOT 运营	400	20180400
合计				11235	

资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表14 公司在建及筹建垃圾焚烧项目一览

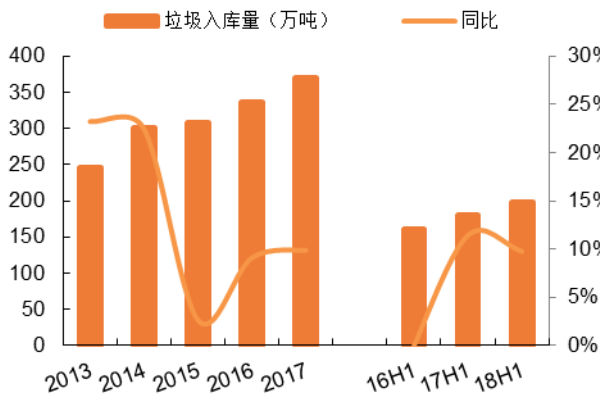
项目名称	签约时间	省份	项目状态	设计产能(吨/日)	工程进度(18H1)
武义项目	20150630	浙江	BOT 在建	900	90%
界首项目	20160524	浙江	BOT 在建	500	80%
万年项目	20170116	江西	BOT 在建	500	60%
瑞安项目扩建	20170500	浙江	BOT 在建	1000	75%
樟树项目	20170913	江西	BOO 筹建	1000	-
东阳项目	20060911	浙江	BOT 筹建	700	-
秦皇岛项目	20081107	河北	BOT 筹建	650	-
玉环项目扩建	20170816	浙江	BOT 筹建	500	-
双鸭山项目	20170724	黑龙江	BOT 筹建	600	-
临海项目扩建	20180119	浙江	BOT 筹建	750	-
紫金项目	20180212	广东	BOT 筹建	1500	-
平阳项目	20180402	浙江	BOT 筹建	300	-
文成项目	20180524	浙江	BOO 筹建	500	-
奉新项目	20180705	江西	BOT 筹建	900	-
嘉善项目扩建	20180908	浙江	BOT 筹建	450	-
合计				10750	

资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司项目运营能力不断提升。2018年上半年,公司垃圾入库量达198.12万吨,同比增长9.77%。公司不断提升项目的产能利用率和运营能力,单位垃圾上网电量从2013年的259.51度/吨增长至2018年上半年的303.35度/吨,增长16.89%,促使公司盈利能力不断提升。

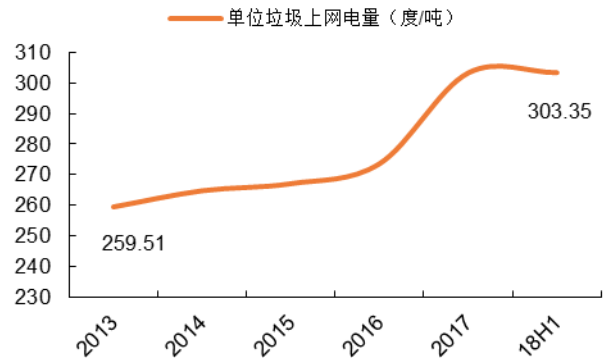
- **公司项目产能利用率较高。**公司大部分项目正式投产即可达到 80%~90%的产能利用率，一些成熟稳定的优质项目可达到更高的产能利用率，如昆山一、二期项目 2017 年产能利用率都在 90%以上，瑞安项目 2017 年产能利用率高达 112.35%。
- **公司单位垃圾上网电量呈上升趋势。**2018 年上半年公司单位垃圾上网电量达 303.35 度/吨，高于国家制定的补贴电价标准 280 度/吨。垃圾焚烧超过三分二的收入来自发电，单位垃圾上网量的提升将显著提升公司项目的盈利能力。

图表15 公司垃圾入库量不断提升



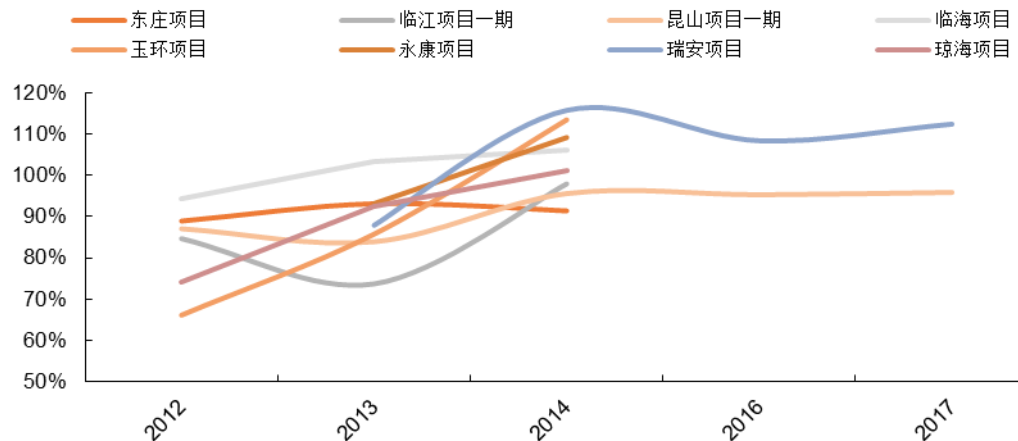
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表16 公司单位垃圾上网电量呈上升趋势



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表17 公司项目投产后产能利用率迅速提升



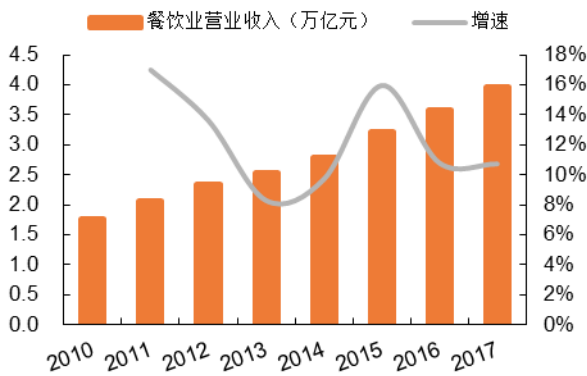
资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.2 外延扩张水到渠成，全产业链协同高效发展

横向拓展，发力餐厨垃圾处理。目前我国餐厨垃圾处理率低于 10%，提升空间较大。公司从 2015 年开始进军餐厨垃圾处理，截至目前，公司共中标餐厨垃圾收运、处理项目 9 个，规模合计约 1250 吨/日，呈爆发式增长。后期公司有望借力垃圾焚烧的高效运营获得更多餐厨垃圾处理项目，公司餐厨垃圾处理业务将保持高速增长。

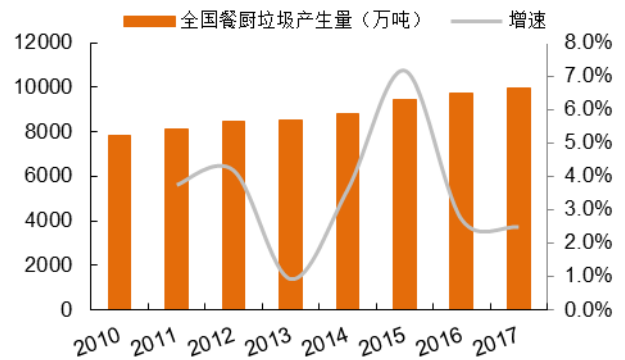
- **餐厨垃圾处理缺口巨大。**2017 年我国餐饮业实现收入 3.96 万亿元，同比增长 10.74%。餐饮业高速发展的同时，餐厨垃圾产量也呈现稳健增长态势，2017 年我国餐厨垃圾产量约 1 亿吨，同比增长约 2.5%。据 E20 研究院不完全统计，到 2017 年 10 月，我国餐厨垃圾处理项目（包括筹建、在建和投产项目）达到 172 座，总规划处理能力 3.54 万吨/日。其中，已投入运行（或试运行）的餐厨垃圾处理设施为 87 座，处理能力 1.87 万吨/日，以此估算，目前我国餐厨垃圾实际处理率仍低于 10%，提升空间较大。
- **从规划看，2020 年餐厨垃圾处理能力相比目前仍有超一倍增长空间。**《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》明确提出，到“十三五”末，力争新增餐厨垃圾处理能力 3.44 万吨/日，城市基本建立餐厨垃圾回收和再生利用体系，餐厨垃圾专项工程投资 183.5 亿元。以目前投运产能计算，到 2020 年，餐厨垃圾处理能力仍有超一倍增长空间。另外，餐厨垃圾处理与垃圾焚烧发电项目有较高协同性，如餐厨垃圾处理后残渣可作为高热值燃料用于垃圾焚烧发电，公司进行横向扩张有利于提高公司垃圾运营利润率。

图表18 我国餐饮业收入持续增长



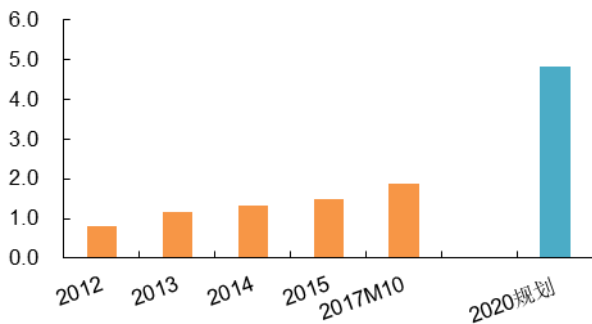
资料来源:国家统计局、平安证券研究所

图表19 我国餐厨垃圾产量稳健增长



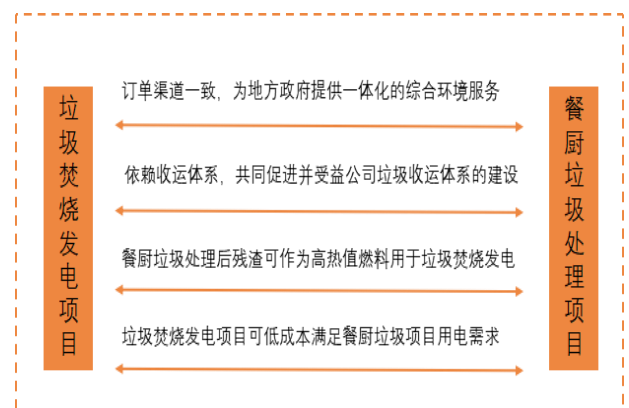
资料来源:前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表20 2020 年餐厨垃圾处理能力仍有较大提升空间



资料来源: E20 研究院、《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、平安证券研究所

图表21 餐厨垃圾处理与垃圾焚烧发电有较高协同效应



资料来源:平安证券研究所

- **借力垃圾焚烧，公司餐厨垃圾处理项目呈爆发式增长。**2015 年 7 月，公司中标临江项目三期，内含 200 吨/日的餐厨垃圾处理。该项目是公司中标的首个餐厨垃圾收运及处理项目，于 2015 年 9 月开启收运工作，2018 年 6 月 28 日处理也开始进入试运行状态。2018 年至今，公司连续获得 6 个餐厨垃圾收运、处理项目，其中收运规模约 500 吨/日，处理规模约 650 吨/日。截

至目前，公司共中标餐厨垃圾处理项目 9 个，规模合计约 1250 吨/日，呈爆发式增长。公司所有餐厨垃圾项目都在浙江省内，且部分项目是在原有垃圾焚烧高效运营基础上获得，后续随着公司更多垃圾焚烧项目投运，有望衍生出更多餐厨垃圾处理项目，公司餐厨垃圾处理业务值得期待。

图表22 公司在手餐厨垃圾处理项目一览

签订时间	项目名称	区域	类型	设计处理能力 (吨/日)	投产时间
20150721	临江项目三期	浙江	处理	200	2015年9月开始收运，2018年6月28日处理进入试运行
20170517	瑞安市餐厨垃圾项目	浙江	处理	150	2019年
20170816	玉环市餐厨垃圾项目	浙江	处理	100	2019年
20180300	永康市餐厨垃圾资源化综合利用和无害化处置中心 PPP 项目	浙江	收运、处理	100	2020年
20180400	洞头区餐厨垃圾处理服务协议	浙江	收运、处理	小于 50	2020年
20180500	瑞安市餐厨垃圾收集运输服务采购合同	浙江	收运	150	2018年6月份启动收运工作
20180524	文成县垃圾处理生态环保产业园投资协议	浙江	收运、处理	150	2020年
20180600	苍南县餐厨垃圾收运及处置服务项目合同	浙江	收运、处理	50	2020年
20180908	嘉善县生态能源发电扩容工程	浙江	处理	300	2021年
合计				约 1250	

资料来源:公司公告、平安证券研究所

布局上游环卫服务,协同发展提升公司盈利能力。截至 2016 年底,我国城市道路机械清扫率为 59.7%,县城机械清扫率为 43.5%,环卫机械化率接近 60%中级阶段,距离全面阶段 80%仍有较大提升空间。2018 年上半年,环卫服务中标年化金额 225 亿元,同比增长 78.57%,环卫市场化呈加速趋势。2018 年 4 月,公司签署平阳县生活垃圾运输、处理委托服务协议,介入环卫服务领域,2018 年 9 月,公

司签署《瓯海区生活垃圾中转站战略合作框架协议》。垃圾焚烧与上游环卫服务具有较高协同性，公司在浙江温州拥有多个成熟垃圾焚烧项目，获取当地环卫服务项目具有天然优势，后期公司有望落地更多环卫服务项目。

布局下游渗滤液等业务,打造垃圾处理全产业链。2015年6月,公司签署武义县垃圾焚烧发电项目,同时签署垃圾填埋场渗滤液处理,进入下游渗滤液处理领域。2017年运营管理渗滤液处理站2座,处理渗滤液8.60万吨,比去年同期增长23.39%,2018年初公司相继获得3个渗滤液处理项目。另外,公司还筹建玉环、文成污泥处理项目,产能合计150吨/日。公司固废全产业链布局,将全面提升公司的竞争实力和盈利能力,同时新业务的快速发展将成为公司新的盈利增长点。

图表23 公司在手渗滤液处理项目情况

项目名称	签订时间	项目状态	设计处理能力(吨/日)
武义项目	20150630	BOT运营	200
界首项目	20180100	托管运营	100(m ³)
马站赤岭头项目	20180100	承包运营	55
永康项目	20180400	承包运营	200(m ³)

资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表24 公司在手污泥处理项目情况

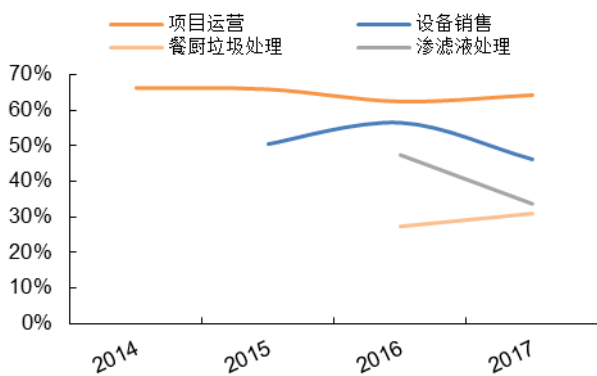
签订时间	项目名称	项目状态	设计处理能力(吨/日)
20171031	玉环项目扩建	BOT筹建	100
20180524	文城项目	BOO筹建	50

资料来源:公司公告、平安证券研究所

2.3 盈利能力领先行业，现金流步入良性循环

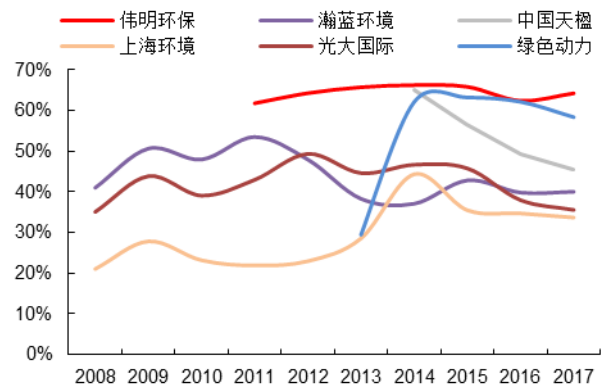
公司垃圾焚烧运营毛利率显著高于同行业上市公司。2017年公司垃圾焚烧运营毛利率为61.29%，行业平均毛利率约40%，公司高于同行业上市公司约20个百分点。公司毛利率较高主要与公司一体化经营模式、所选项目质量较优以及稳健的会计处理方式等有关。

图表25 公司各业务中项目运营毛利率最高



资料来源:公司公告、平安证券研究所

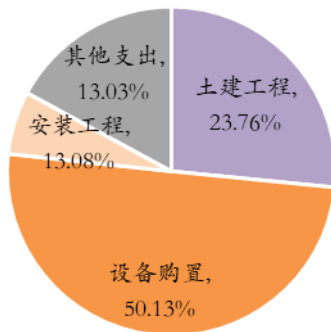
图表26 公司运营毛利率显著高于同行业上市公司



资料来源:对应公司年报、平安证券研究所

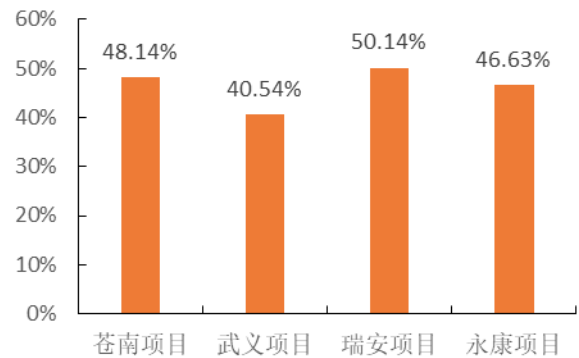
- **自主研发关键部件，为业绩增长保驾护航。**垃圾焚烧设备购置占项目总投资的 40%-60%，在项目总投资中所占比重较大，同时相比于土建工程、安装工程支出等技术含量更高，支出弹性较大。公司子公司伟明设备为公司项目提供核心垃圾焚烧处理设备、烟气处理设备、自动化控制系统，并在项目运营过程中，提供部分日常检修维护、大修和技改设备。伟明设备被国家工信部列为 148 家“国家鼓励发展的重大环保技术装备依托单位”之一，是目前国内规模最大、技术最先进的垃圾焚烧设备制造商之一。通过自行研发制造关键设备，公司可有效降低采购成本，提高项目运营水平。

图表27 垃圾焚烧项目投资中设备购置支出比例最大



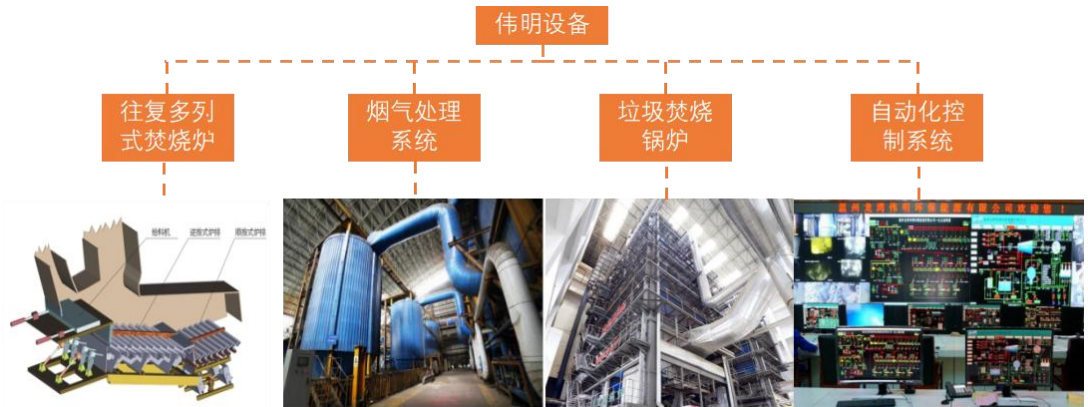
资料来源:公司公告、平安证券研究所 说明:对应公司瑞安项目

图表28 公司垃圾焚烧项目设备购置支出占比约 50%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表29 伟明设备生产的部分垃圾处理设备



资料来源:公司官网、平安证券研究所

- **公司所选垃圾焚烧项目质量较高。**公司会选择经济条件好、垃圾供应量充足等地区的项目，确保项目高负荷率运营，且公司不参与低价投标，较高的垃圾处理费保证了公司的盈利能力。公司 2017 年已运营项目垃圾处理费平均价约 76 元/吨，处于较高水平。另外，公司项目主要分布于东南沿海各省，垃圾热值越高，提高了单位垃圾发电量。

图表30 公司对拟开发垃圾焚烧发电项目有严格筛选标准

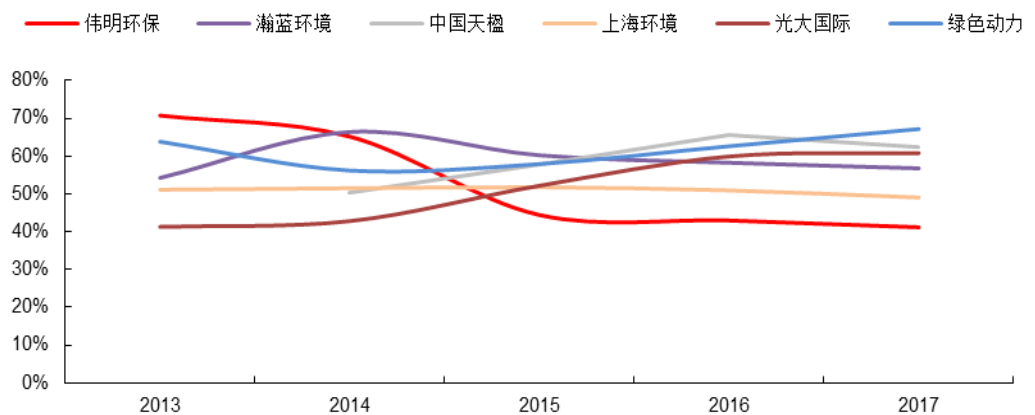
	筛选标准
拟开发项目	项目覆盖地人口不低于 50 万人
	所在县市年财政收入不低于 20 亿元
	项目内部收益率不低于 8%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

- **公司会计处理方式更为稳健。**垃圾焚烧项目建设期虽未收到现金但企业通常的做法是建设期也确认收入，后期将其摊销，导致后期运营毛利率较低。公司垃圾焚烧项目建设期不确认收入，后期摊销较小，运营毛利率水平较高，会计处理更为稳健。

资产负债率低，现金流步入良性循环。2017 年公司资产负债率为 41.18%，相比同行业上市公司处于较低水平。公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入始终保持在 110%以上，回款较好。实际经营活动产生的现金流量净额始终为正，现金处于流入状态。较低的资产负债率和良好的现金流降低了公司运营风险，减少了财务费用，在目前流动性收紧情况下，充裕的现金流和良好的财务有利于公司降低运营风险，快速释放产能，抢占垃圾焚烧市场份额。

图表31 伟明环保资产负债率显著低于同行业



资料来源:WIND、平安证券研究所

图表32 伟明环保实际现金流始终处于净流入状态

类别	2013	2014	2015	2016	2017
货币资金 (亿元)	5.23	7.86	5.61	5.82	6.94
营业总收入 (亿元)	5.31	6.67	6.75	6.93	10.29
销售商品提供劳务收到的现金	6.08	7.38	7.76	7.67	12.12
销售销售商品等回收现金/营收总收入	114.50%	110.64%	114.96%	110.68%	117.78%
购建固定无形长期资产支付的现金	2.28	1.07	2.11	2.47	4.40
经营活动现金净流量 (亿元)	3.87	4.01	4.57	4.28	6.64
归母净利润 (亿元)	1.71	2.23	2.91	3.29	5.07
实际经营活动现金净流量 (亿元)	1.59	2.94	2.46	1.81	2.24

资料来源:WIND、平安证券研究所 说明:实际经营活动现金净流量=经营活动现金净流量-购建固定无形长期资产支付的现金

三、盈利预测与估值

3.1 核心假设

预计 2018-2020 年, 公司营收增长率分别为 31.8%、27.2%、20.1%, 营业收入分别为 13.57、17.26、20.73 亿元, 毛利率分别为 61.1%、60.6%、60.2%, 公司各项业务增速及毛利率假设如表 33 所示:

图表33 公司盈利预测表

业务		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
项目运营	营业收入(亿元)	6.69	8.58	11.02	13.65	15.96
	营收增长率	0.10%	28.36%	28.36%	23.87%	16.92%
	毛利率	62.45%	64.27%	64.50%	64.50%	64.50%
设备销售及技术服务	营业收入(亿元)	-	1.38	2.10	3.02	4.00
	营收增长率	-	-	52.50%	43.56%	32.34%
	毛利率	-	46.20%	47.00%	47.00%	47.00%
餐厨垃圾处理	营业收入(亿元)	0.12	0.20	0.28	0.40	0.55
	营收增长率	-	65.32%	41.26%	42.86%	37.50%
	毛利率	27.35%	30.96%	31.00%	31.50%	32.00%
渗滤液处理	营业收入(亿元)	0.05	0.05	0.08	0.10	0.12
	营收增长率	-	3.16%	52.57%	33.33%	20.00%
	毛利率	47.42%	33.69%	34.00%	34.00%	34.00%
其他业务	营业收入(亿元)	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09
	营收增长率	9.82%	2.87%	5.19%	4.42%	4.67%
	毛利率	94.94%	95.03%	95.00%	95.01%	95.01%
合计	营业收入(亿元)	6.93	10.29	13.57	17.26	20.73
	营收增长率	2.68%	48.52%	31.78%	27.24%	20.06%
	毛利率	62.06%	61.29%	61.11%	60.64%	60.22%

资料来源:WIND、平安证券研究所

3.2 投资建议

根据上述假设, 我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 6.70、8.54、10.28 亿元, 同比分别增长 32.3%、27.5%、20.3%, 对应 PE 分别为 24.3、19.0、15.8。考虑到公司优质运营资产进入投产高峰, 固废全产业链布局趋于完善, 首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表34 可比公司估值表

公司	代码	股价 2018-09-26	市值 (亿元)	EPS(元)				PE(倍)				PB
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
瀚蓝环境	600323	13.72	105.13	0.85	1.24	1.38	1.71	16.14	11.06	9.94	8.02	1.93
上海环境	601200	14.30	100.46	0.72	0.81	0.98	1.20	19.86	17.76	14.55	11.87	1.80
启迪桑德	000826	14.14	202.28	1.27	1.55	1.93	2.38	11.15	9.12	7.33	5.94	1.35
绿色动力	601330	16.06	186.49	0.20	0.21	0.27	0.33	80.30	74.94	58.70	48.61	6.79
平均估值								31.86	28.22	22.63	18.61	2.97
伟明环保	603568	23.65	162.66	0.74	0.97	1.24	1.50	32.09	24.26	19.04	15.82	6.40
目标估值										22(倍)		
目标价格											28(元)	

资料来源:WIND、平安证券研究所。上海环境、绿色动力采用 WIND 一致预测; PB 采用 2018 中报数据。

四、风险提示

- 1) 固废项目建设进度低于预期：目前国家对工程类项目建设审批趋严，可能对公司在建固废项目进度产生影响；
- 2) 项目拓展不及预期：目前垃圾焚烧领域竞争激烈，且优质项目逐渐减少，在此背景下，公司存在新项目拓展不及预期风险；
- 3) 补贴政策变化风险，公司生活垃圾处理享受增值税即征即退 70%的优惠，未来如果税收政策变化可能对公司利润产生影响；
- 4) 市场融资环境持续趋紧：考虑公司在建项目较多，所需资金较大，如果市场融资环境持续趋紧，可能对公司项目建设进度产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1154	1679	2457	3250
现金	542	906	1548	2172
应收账款	243	374	468	568
其他应收款	6	21	12	27
预付账款	24	30	39	44
存货	81	107	140	190
其他流动资产	259	240	251	249
非流动资产	2777	2694	2701	2743
长期投资	0	0	0	0
固定资产	89	93	102	135
无形资产	2107	2183	2248	2302
其他非流动资产	581	419	352	306
资产总计	3932	4373	5158	5993
流动负债	462	441	581	596
短期借款	0	0	0	0
应付账款	208	265	348	393
其他流动负债	253	176	233	203
非流动负债	1158	1122	1067	1016
长期借款	301	257	209	157
其他非流动负债	856	864	858	860
负债合计	1619	1562	1648	1612
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	1425	1855	2400	3061
归属母公司股东权益	2306	2804	3504	4374
负债和股东权益	3932	4373	5158	5993

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	664	523	898	901
净利润	507	670	854	1028
折旧摊销	124	134	146	159
财务费用	47	33	19	3
投资损失	-6	-110	-120	-130
营运资金变动	-21	-206	-0	-159
其他经营现金流	13	3	-0	-0
投资活动现金流	-390	49	-31	-71
资本支出	440	-81	12	39
长期投资	36	0	0	0
其他投资现金流	86	-32	-19	-32
筹资活动现金流	-81	-208	-226	-207
短期借款	0	0	0	0
长期借款	15	-44	-48	-52
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	-164	-178	-155
现金净增加额	194	365	642	623

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1029	1357	1726	2073
营业成本	398	528	679	825
营业税金及附加	21	26	32	38
营业费用	9	12	15	17
管理费用	84	106	131	154
财务费用	47	33	19	3
资产减值损失	1	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	110	120	130
营业利润	575	761	969	1165
营业外收入	3	3	4	5
营业外支出	2	2	3	3
利润总额	576	761	970	1168
所得税	69	91	116	140
净利润	507	670	854	1028
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	507	670	854	1028
EBITDA	710	893	1105	1305
EPS (元)	0.74	0.97	1.24	1.50

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	48.5	31.8	27.2	20.1
营业利润(%)	100.2	32.4	27.3	20.3
归属于母公司净利润(%)	54.3	32.3	27.5	20.3
获利能力				
毛利率(%)	61.3	61.1	60.6	60.2
净利率(%)	49.2	49.4	49.5	49.6
ROE(%)	21.9	23.8	24.3	23.5
ROIC(%)	18.4	20.4	21.5	21.2
偿债能力				
资产负债率(%)	41.2	35.7	31.9	26.9
净负债比率(%)	-8.7	-20.8	-36.2	-44.3
流动比率	2.5	3.8	4.2	5.5
速动比率	2.3	3.6	4.0	5.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4.5	4.4	4.1	4.0
应付账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.97	1.24	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.76	1.31	1.31
每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.08	5.09	6.36
估值比率				
P/E	32.1	24.3	19.0	15.8
P/B	7.1	5.8	4.6	3.7
EV/EBITDA	22.9	17.7	13.7	11.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033