

# 垃圾焚烧装备与运营市场协同并进，全国扩张可期

## ——伟明环保（603568）深度报告

2018年10月08日

推荐/首次

伟明环保

深度报告

### 报告摘要：

伟明环保成立于2001年，前身为温州市临江垃圾发电有限公司，公司成立初即以固体废弃物处理为主业，业务范围涵盖固废处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、项目建设、运行管理等领域。

- ◆ **行业形势：焚烧能力年复合增速20%，预计2020年全国垃圾焚烧运营市场规模将达到298亿元。**垃圾焚烧行业龙头格局清晰，前五大企业市占率达43.40%，集中度较高。龙头企业现金流较好，在握焚烧项目充足，未来随着在建项目的逐渐投产，龙头业绩将稳健增长。以日本为鉴，随着垃圾分类政策推进，我国的吨垃圾发电量仍有60%提升空间。
- ◆ **收入端+成本端优势共同作用，造就伟明环保行业领先的盈利能力。**公司深耕江浙，存量项目质量优异，从收入端来看，伟明环保的吨垃圾发电量、垃圾处置收入和产能利用率在垃圾焚烧行业内都处于较高水平。同时，从成本端来看，公司自有核心装备，实现垃圾焚烧厂锅炉焚烧设备和烟气净化系统的自产。
- ◆ **异地拓展加速，餐厨垃圾收运处理和渗滤液处理项目拓展快。**近几年来，公司稳步进行项目的异地扩张，并取得了重大的进步，浙江省外的垃圾焚烧新签项目呈上升趋势，2017年以来已新签3600吨/日省外垃圾焚烧项目。公司在深耕主业的基础上，固废产业链顺利延展，餐厨和渗滤液处置项目正快速推进。

**公司盈利预测：**我们预计18-20年EPS分别为1.00、1.12、1.34元，对应PE分别为24、21、18倍，参照可比公司，我们给予18年公司25倍pe，公司6个月目标价为25元，首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**垃圾焚烧项目推进不及预期；垃圾处理费或补贴电价下滑。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	693.17	1,029.46	1,615.53	1,818.32	2,167.59
增长率(%)	2.68%	48.51%	56.93%	12.55%	19.21%
净利润(百万元)	328.56	506.86	688.30	771.70	923.41
增长率(%)	12.77%	54.27%	35.80%	12.12%	19.66%
净资产收益率(%)	17.13%	21.98%	25.79%	25.92%	27.59%
每股收益(元)	0.48	0.74	1.00	1.12	1.34
PE	49.33	32.00	23.66	21.10	17.64
PB	8.40	7.06	6.10	5.47	4.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师：

洪一

010-66554046

hongyi@dxzq.net.cn

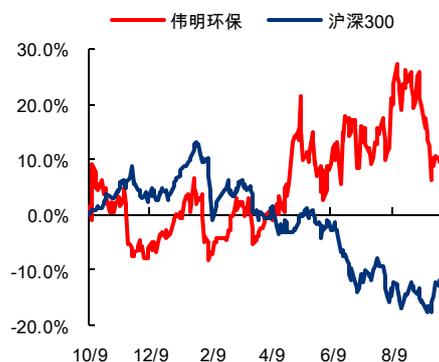
执业证书编号：

S1480510120014

### 交易数据

52周股价区间(元)	23.68-21.6
总市值(亿元)	162.86
流通市值(亿元)	161.6
总股本/流通股(非限售) (万股)	68776/68264
流通B股/H股(万股)	
52周日均换手率	1.2

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

<b>1.垃圾焚烧装备与运营市场协同并进，全国扩张可期</b> .....	<b>4</b>
1.1 以固体废弃物处理为主业，国内领先的生活垃圾焚烧处理企业 .....	4
1.2 业务覆盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，核心设备自产 .....	4
1.3 家族企业，公司决策权高度统一 .....	6
<b>2.行业趋势：龙头格局清晰，集中度提升可期</b> .....	<b>6</b>
2.1 预计 2020 垃圾焚烧运营市场规模将达 264 亿元.....	6
2.2 行业竞争格局清晰，吨垃圾发电量仍有提升潜能 .....	8
<b>3.伟明环保与同行业经营数据比较</b> .....	<b>10</b>
3.1 项目质量比较：伟明环保深耕江浙，项目运营质量优 .....	10
3.2 盈利能力分析比较：伟明环保毛利率的影响因素解析 .....	13
<b>4.异地项目拓展加速，餐厨垃圾和渗滤液处理业务增长可期</b> .....	<b>15</b>
4.1 浙江省外项目拓展进度快 .....	15
4.2 餐厨垃圾收运处理和渗滤液处理协同项目拓展快速推进 .....	17
<b>5.盈利预测及估值</b> .....	<b>18</b>
<b>6.风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 表格目录

<b>表 1：垃圾焚烧行业部分公司设备取得方式</b> .....	<b>4</b>
<b>表 2：伟明环保垃圾热值和垃圾处置单价收入测算</b> .....	<b>12</b>
<b>表 3：垃圾焚烧行业部分公司 BOT 设施大修支出的会计处理</b> .....	<b>14</b>
<b>表 4：伟明环保与中国天楹一个项目的财务数据比较</b> .....	<b>15</b>
<b>表 5：公司垃圾焚烧项目汇总（截止 2018 年 8 月）</b> .....	<b>16</b>
<b>表 6：公司餐厨垃圾处理项目汇总（截止 2018 年 8 月）</b> .....	<b>18</b>
<b>表 7：伟明环保盈利预测及估值</b> .....	<b>19</b>
<b>表 8：公司盈利预测表</b> .....	<b>20</b>

## 插图目录

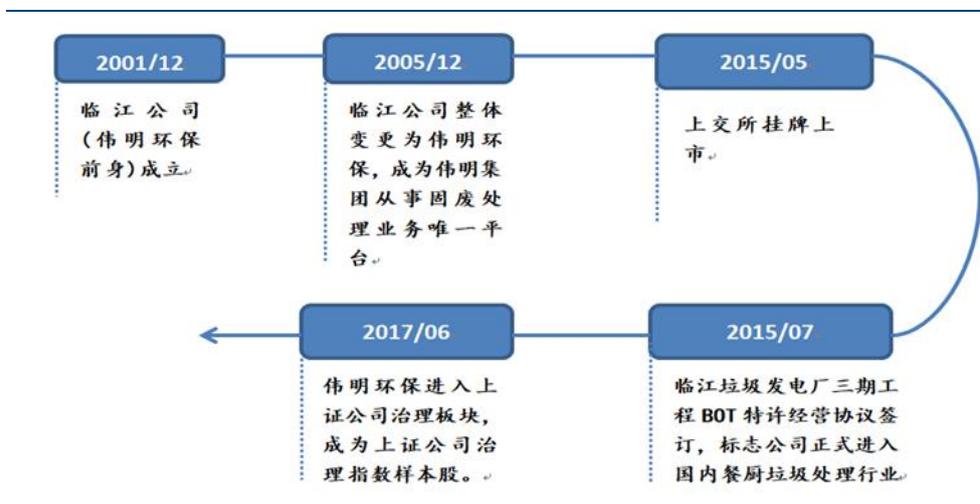
图 1: 伟明环保发展历程.....	4
图 2: 伟明环保 13-18 年主营业务收入变化 (单位: 亿元) .....	5
图 3: 伟明环保 13-18 年归母净利润 (单位: 亿元) .....	5
图 4: 伟明环保 15-18 年完成上网电量 (单位: 亿度) .....	5
图 5: 伟明环保项目运营板块营业收入.....	5
图 6: 实际控制人持股情况图 (截止 2017 年 12 月 31 日) .....	6
图 7: 我国生活垃圾处理情况.....	7
图 8: 我国城市化率.....	7
图 9: 全国垃圾清运量 (万吨) .....	7
图 10: 生活垃圾焚烧无害化处理能力 (万吨/日) .....	8
图 11: 生活垃圾焚烧无害化处理能力 (万吨/日) .....	8
图 12: 日本大阪各垃圾焚烧工厂吨垃圾发电量 .....	9
图 13: 日本焚烧厂数量 .....	10
图 14: 日本全国垃圾焚烧厂处理能力 (吨/日) .....	10
图 15: 我国垃圾焚烧无害化处理厂数 .....	10
图 16: 我国垃圾焚烧无害化处理率 .....	10
图 17: 垃圾焚烧运营收入构成解析 .....	11
图 15: 2017 年垃圾焚烧上市公司吨垃圾上网电量 .....	11
图 16: 2015-2018 年伟明环保吨垃圾上网电量 (度/吨) .....	11
图 20: 2015-2017 年伟明环保垃圾处置费单价 (元/吨) .....	12
图 21: 2017 各垃圾焚烧上市公司垃圾处置单价 (元/吨) .....	12
图 22: 垃圾焚烧上市公司产能利用率比较 .....	13
图 23: 各垃圾焚烧上市公司毛利率 .....	13
图 24: 各垃圾焚烧上市公司净利率 .....	13
图 25: 各垃圾焚烧上市公司 ROE 拆解.....	14
图 26: 各垃圾焚烧上市公司毛利率 .....	17
图 27: 各垃圾焚烧上市公司净利率 .....	17
图 28: 餐厨垃圾处置营收情况 (万元) .....	18
图 29: 渗滤液处置营收情况 (万元) .....	18

## 1.垃圾焚烧装备与运营市场协同并进，全国扩张可期

### 1.1 以固体废弃物处理为主业，国内领先的生活垃圾焚烧处理企业

伟明环保成立于2001年，前身为温州市临江垃圾发电有限公司，公司成立初即以固体废弃物处理为主业，业务范围涵盖固废处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、项目建设、运行管理等领域。公司是中国首批拥有垃圾焚烧发电技术自主知识产权，也是首家获得生活垃圾处理甲级运营资质的企业，深耕垃圾焚烧领域近20年，拥有国际先进、国内领先的具自主知识产权的垃圾焚烧炉排炉、烟气净化、自动控制等技术，参与制订多项生活垃圾焚烧处理国家标准，目前是国内领先的生活垃圾焚烧处理企业。

图 1：伟明环保发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.2 业务覆盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，核心设备自产

公司业务覆盖生活垃圾焚烧、餐厨垃圾和渗透液处置等固废处理业务，已建立起垃圾焚烧从核心技术研发、设备研制、项目投资、建设到运营的全产业链。子公司伟明设备是国家高新技术企业，目前在垃圾焚烧炉排炉、烟气净化、自动控制等方面具备自主知识产权，因此实现了伟明垃圾焚烧核心设备——锅炉焚烧设备和烟气净化系统的自产，通过自产核心设备降低成本，大大提高了公司的项目运营水平和盈利能力。

表 1：垃圾焚烧行业部分公司设备取得方式

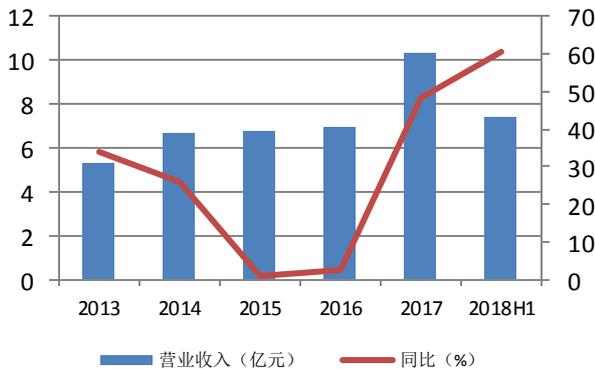
	垃圾接收设备	锅炉焚烧设备	烟气净化系统	余热利用系统	电气设备	水处理设备
伟明环保	自产、外购	自产、外购	自产	外购	外购	自产、外购
中国天楹	-	自产	自产	-	-	-

瀚蓝环境	外购
上海环境	外购

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

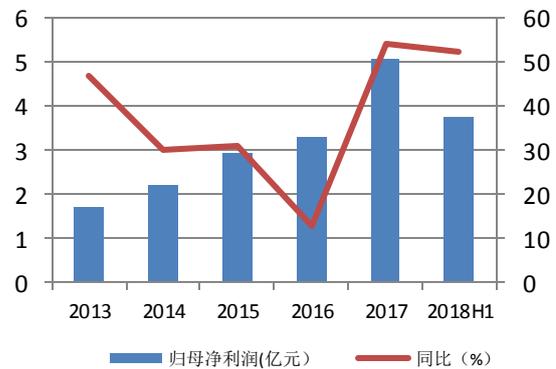
运营项目处理量创公司历史新高。截至 2018 年 6 月 30 日, 公司生活垃圾焚烧已投运项目处理规模约为 1.1 万吨/日。2018 上半年各运营项目合计完成生活垃圾入库量 198.12 万吨, 同比增长 9.77%, 完成上网电量 6.01 亿度, 同比增长 13.61%, 两项指标创公司半年度运营新高。公司下属餐厨项目报告期内合计清运处理餐厨垃圾 3.95 万吨, 比去年同期增长 21.17%。公司受托管理渗滤液处理站共处理渗滤液 5.72 万吨, 比去年同期增长 61.58%。

图 2: 伟明环保 13-18 年主营业务收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 伟明环保 13-18 年归母净利润 (单位: 亿元)



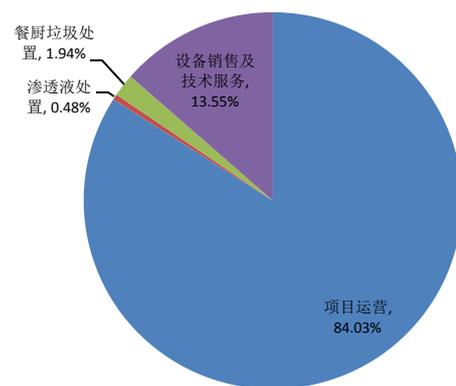
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 伟明环保 15-18 年完成上网电量 (单位: 亿度)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 伟明环保项目运营板块营业收入

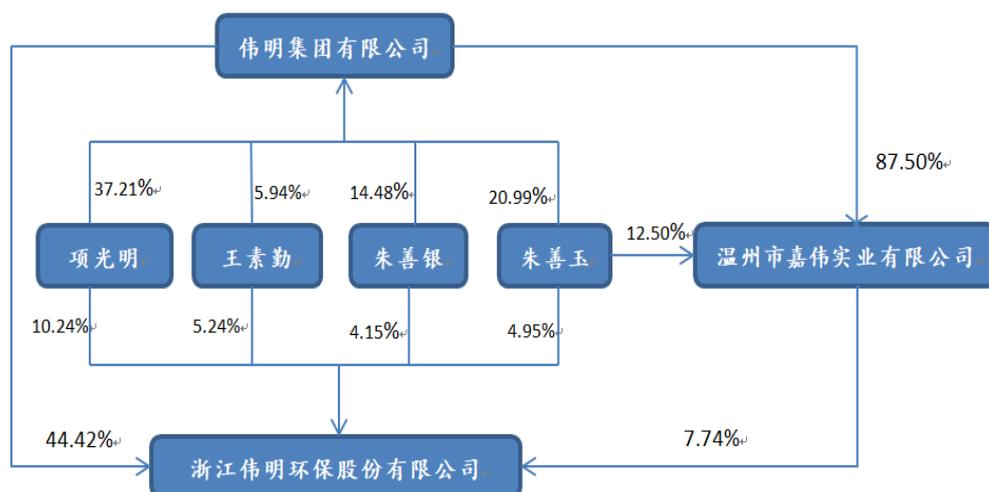


资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 1.3 家族企业，公司决策权高度统一

家族企业，公司控制权高度集中。截止 18 年半年报，伟明环保实际控制人项光明、王素勤、朱善玉和朱善银四人直接和间接（通过伟明集团和嘉伟实业）持股达 76.67%。管理层深耕行业多年，公司董事长项光明、副董事长陈革、副总裁朱善银均获得过多项科技奖项，有着多年的公司任职经历，经验丰富。董事长项光明眼光独到、商业嗅觉敏锐。从一个偶然的的机会里嗅到了商机，从食品机械行业抽身进入环保行业，成为国内将城市垃圾变为电能的民企第一人，研发过多项重要的垃圾焚烧国产化设备，有效推动了我国垃圾焚烧设备国产化进程，显著加速了我国垃圾焚烧技术的进步。

图 6：实际控制人持股情况图（截止 2017 年 12 月 31 日）



注：上述比例以 2017 年 12 月 31 日公司总股本 68,721 万股为基数计算。

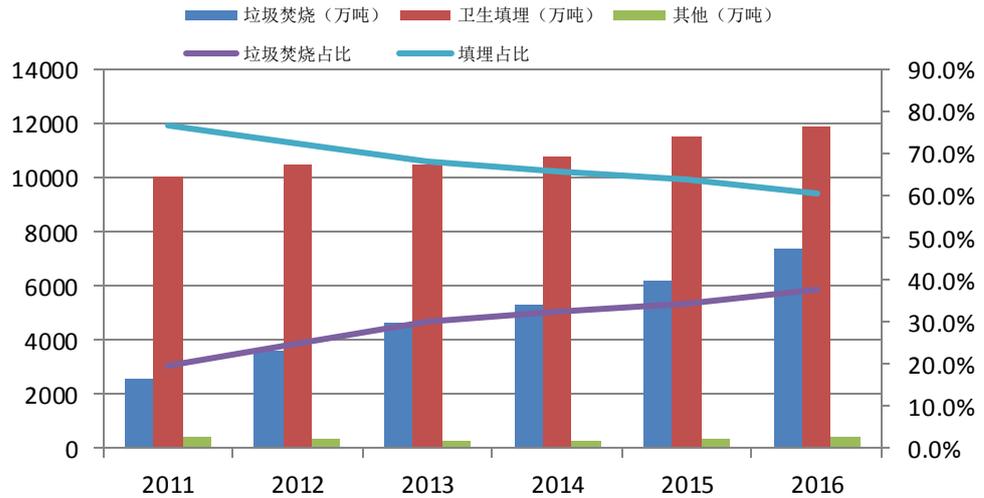
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 行业趋势：龙头格局清晰，集中度提升可期

### 2.1 预计 2020 垃圾焚烧运营市场规模将达 264 亿元

生活垃圾的处理方式主要有卫生填埋、焚烧、生活处理等，目前我国城镇垃圾无害化处理率已超过 95%，卫生填埋仍占据主导地位。而采用焚烧方式处理生活垃圾可大大节约土地占有面积，焚烧处理的经济效益明显，在中国土地日益稀缺的现状下，垃圾焚烧具有诸多优点，可实现生活垃圾无害化、减量化、资源化、节能减排、节省用地等目标，符合我国当前生活垃圾无害化处理需求，具有较大发展空间。2016 年，我国的垃圾焚烧率为 37.5%。而日本的垃圾焚烧率在 80% 以上，预计未来在政策推动下，我国生活垃圾焚烧能力将持续提升。

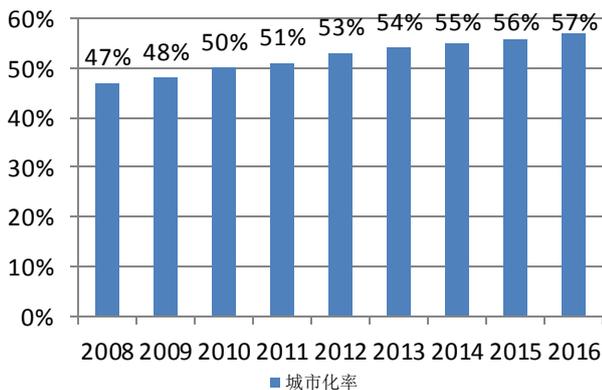
图 7: 我国生活垃圾处理情况



资料来源: 中国统计年鉴, 东兴证券研究所

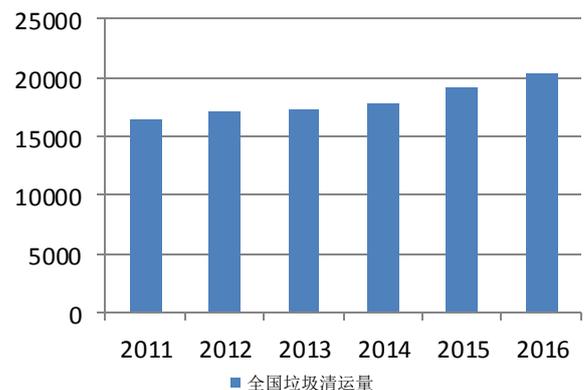
2020 年全国城市垃圾焚烧运营市场规模将达到 264 亿元。考虑到城镇化趋势和垃圾清运率的提高, 预计 2020 年全国城市垃圾清运量将达到 22533 万吨/年, 结合“十三五”规划中提到的全国垃圾无害化处理率要达到 95%, 垃圾焚烧处理比率要达到 50%, 预计 2020 年全国城市垃圾焚烧处理量为 10702 万吨。结合目前的垃圾处理单价 (65 元/吨)、吨垃圾发电量 (280 千瓦时/吨)、上网电价 (0.65 元/千瓦时), 我们预计 2020 年全国垃圾市场运营规模将达到 264 亿元。

图 8: 我国城市化率



资料来源: 中国统计年鉴, 东兴证券研究所

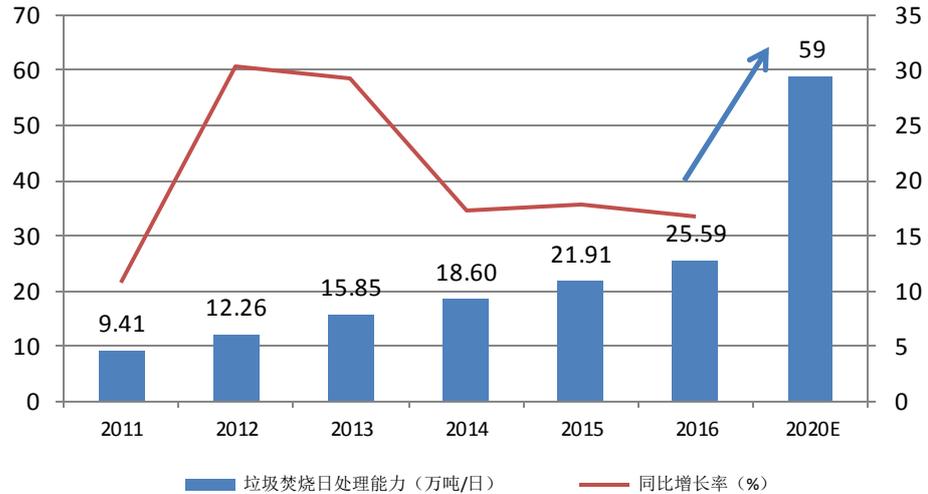
图 9: 全国垃圾清运量 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

生活垃圾焚烧能力年复合增长率将达到 20%。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设计划》，日焚烧能力将由 2015 年的 23 万吨/日提升至 2020 年的 59 万吨/日, 2015-2020 年生活垃圾焚烧处理能力年复合增长率将达到 20%。“十三五”期间, 全国需要建设 36 万吨/日的新项目。按目前垃圾焚烧项目建设投资成本在 40—50 万元/(吨/日)。简单测算, “十三五”期间垃圾焚烧建设市场规模约 1620 亿元。

图 10: 生活垃圾焚烧无害化处理能力 (万吨/日)

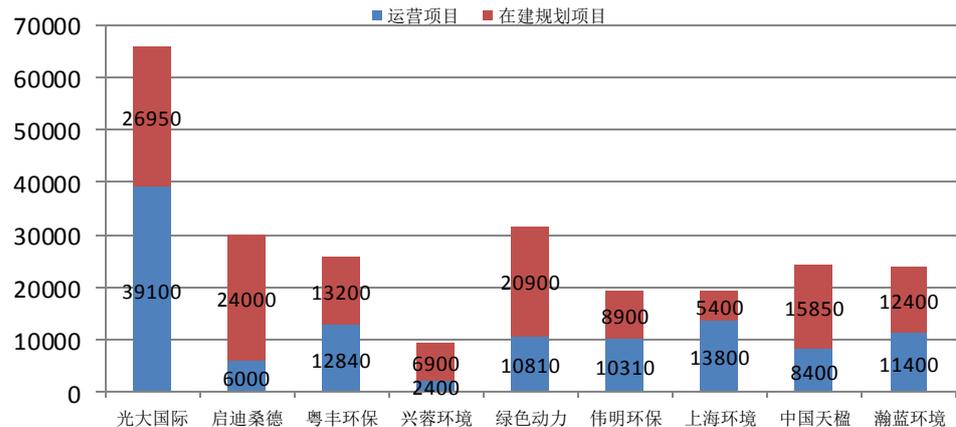


资料来源: 中国国家统计局年鉴, 东兴证券研究所

## 2.2 行业竞争格局清晰, 吨垃圾发电量仍有提升潜能

**CR5: 43.4%, 市场集中度相对较高。**垃圾焚烧市场的参与者国企包括光大国际、中国环境保护集团、启迪桑德、绿色动力、瀚蓝环境等, 民企包括锦江环境、盛运环保、粤丰环保、中国天楹、伟明环保等。按照在手项目规模统计, 前五大公司光大国际、锦江环境、中国环境保护集团、北京控股和重庆三峰, 市场占有率为 43.40%, 垃圾焚烧行业集中度高于水务、大气、危废等其他细分领域。从 A 股及港股上市的垃圾焚烧企业在手项目情况来看, 上市公司在建和待建的储备项目都较为充足, 约有近一倍的产能扩张空间。

图 11: 生活垃圾焚烧无害化处理能力 (万吨/日)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

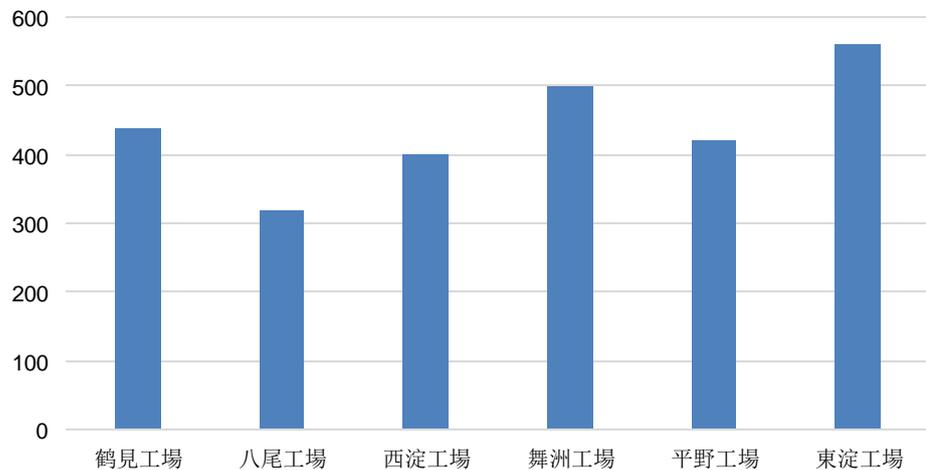
**吨垃圾发电量主要受热值影响。**生活垃圾的热值取决于挥发分、水分; 其中, 塑料类、纸类和布类对热值的贡献很大, 因此商业发达及居民生活水平较高城市, 垃圾发电资源条件较好。此外, 垃圾分类的推进也通过以下方面提升了垃圾热值: 1) 垃圾分类后禁止不可燃垃圾 (例如砖石垃圾) 进入焚烧炉; 2) 分类处理降低进入焚烧炉的垃圾含水率。

我国目前垃圾收集方式多采用混合收集, 收集的垃圾有三个特点:

- ◆ (1) 含水率高, 一般为 45%-65%, 一些南方城市在夏季高达 70%, 而发达国家一般为 30%-35%;
- ◆ (2) 有机成分高, 餐厨垃圾部分高达 40%-60%, 而发达国家一般在 20%左右;
- ◆ (3) 热值低, 垃圾中可燃质不高, 一般在 1000kcal/kg, 且垃圾品质不稳定。

而以日本为例, 自 2000 年起, 日本先后颁布实施了《家电回收法》、《食品回收法》等与垃圾减量相关的法律, 从源头上减少垃圾, 实行垃圾分类。日本一般将垃圾分为可燃垃圾、塑料瓶类、可回收塑料、其他塑料、不可燃垃圾、资源垃圾、有害垃圾、大型垃圾。但各个区域又有所不同, 日本横滨市垃圾分类种类达 10 种, 上崎市垃圾分类种类达 44 种。进入垃圾焚烧厂的垃圾, 基本上是可燃垃圾中热值高的, 日本部分垃圾焚烧厂吨垃圾发电量达到 500 度/吨以上。

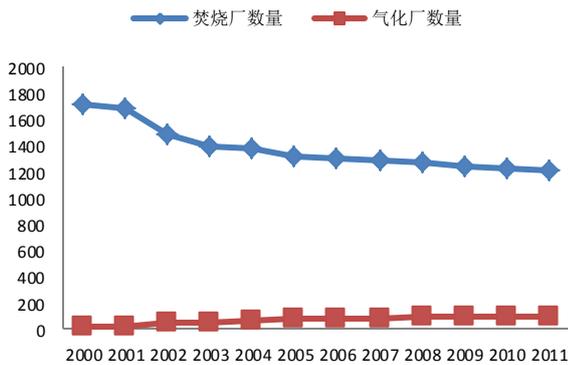
**图 12: 日本大阪各垃圾焚烧工厂吨垃圾发电量**



资料来源: 实地调研, 东兴证券研究所

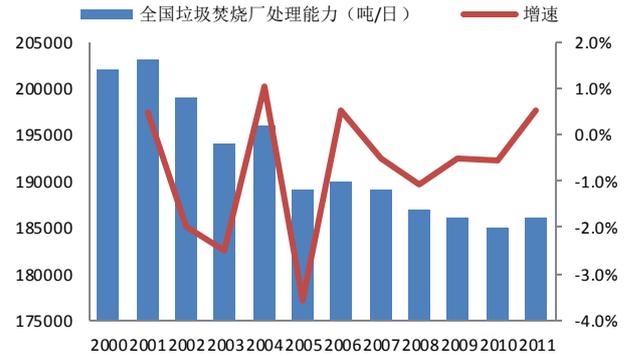
我国目前吨垃圾发电量在 280-300 度左右, 发达沿海地区垃圾焚烧站的吨垃圾发电量可达 300-330 度。混合收集垃圾的模式使得我国的吨垃圾发电量远远低于日本。未来随着垃圾分类的推进, 以及消费水平提升后, 生活垃圾可燃物比重的提升, 我国的吨垃圾发电量对比日本等发达国家, 有 60%的提升空间。

图 13：日本焚烧厂数量



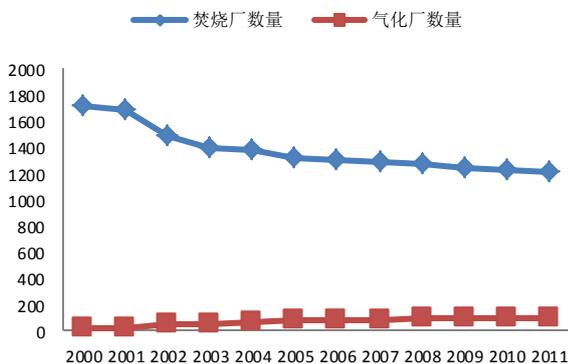
资料来源：日本环境省，东兴证券研究所

图 14：日本全国垃圾焚烧厂处理能力（吨/日）



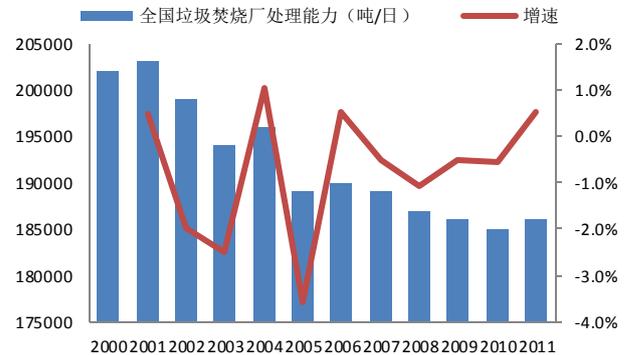
资料来源：日本环境省，东兴证券研究所

图 15：我国垃圾焚烧无害化处理厂数



资料来源：中国国家统计局年鉴，东兴证券研究所

图 16：我国垃圾焚烧无害化处理率



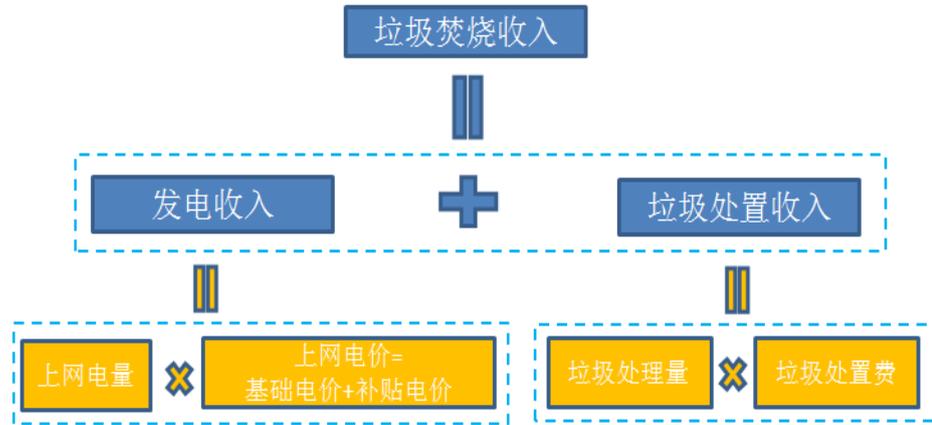
资料来源：中国国家统计局年鉴，东兴证券研究所

### 3. 伟明环保与同行业经营数据比较

#### 3.1 项目质量比较：伟明环保深耕江浙，项目运营质量优

垃圾焚烧收入构成包括两大块，垃圾发电收入和垃圾处置收入。垃圾发电收入，按照规定，每吨入厂生活垃圾折算上网电量 280 千瓦时，所以，低于此标准部分的电价为 0.65 元/千瓦时，超过部分按当地燃煤标杆电价计算。垃圾处置收入，是指每处理一吨垃圾，政府就给予一定金额的补贴。从收入来说影响垃圾焚烧项目盈利的要素较多，从收入端来看，影响因素包括垃圾处理费、吨垃圾发电量、上网电价（项目是否进入新能源补贴目录）、产能利用率等。也可以这几个维度来初判项目质量。

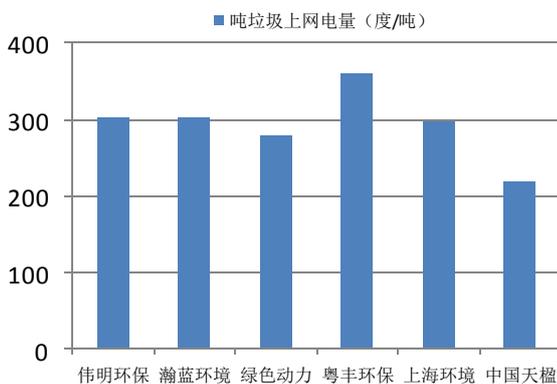
图 17: 垃圾焚烧运营收入构成解析



资料来源: 资料整理, 东兴证券研究所

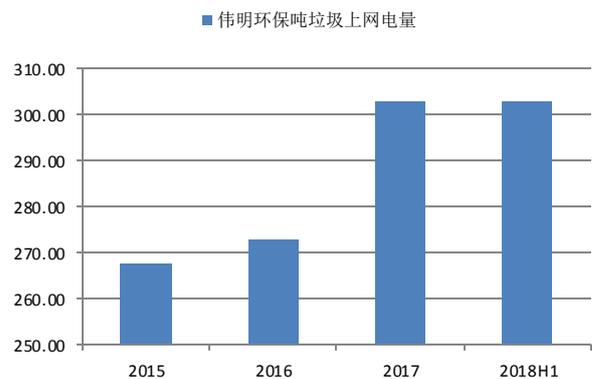
吨垃圾发电量主要取决于垃圾热值。目前南方、发达沿海地区的垃圾热值要高于北方内陆区域, 因此, 珠三角项目较多的瀚蓝环境、粤丰环保, 长江经济带项目较多的上海环境、伟明环保, 吨垃圾发电数据理应较优。我们测算各上市公司平均吨垃圾发电量情况, 由于垃圾发电电量中有大约 10%-20%为垃圾焚烧厂自用, 剩余 80%-90%部分上网销售, 而自用电的数据并不是所有公司都有披露, 因此我们用吨垃圾上网电量该数据做比较。按照公式, 吨垃圾上网电量=发电收入÷平均上网电价(不含税)÷垃圾入库量。粤丰环保吨垃圾上网电量达到 360.88 度, 伟明环保为 303.20, 也高于行业平均水平。

图 18: 2017 年垃圾焚烧上市公司吨垃圾上网电量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 19: 2015-2018 年伟明环保吨垃圾上网电量 (度/吨)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

接下来我们比较各上市公司垃圾处理费的水平, 我们以伟明环保为例, 说明处理费的计算过程。首先计算出焚烧发电收入=上网电量\*平均上网电价, 然后计算垃圾处置费收入=固废运营收入-焚烧发电收入, 最后计算得出垃圾处置费单价(不含税)=垃圾处置费收入/垃圾处置量。

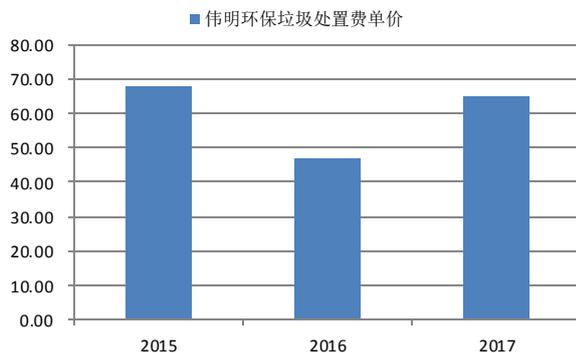
表 2: 伟明环保垃圾热值和垃圾处置单价收入测算

伟明环保	2015	2016	2017	2018H1
垃圾入库量 (万吨)	308.86	336.98	370.31	198.12
发电量 (万度)	-	113,656.44	143,917	73,435.89
项目运营收入 (元)	66,805.86	66,872.16	85,837.11	-
上网电量 (万度)	82,500	92,039.13	112,278.54	60,054.38
平均电价 (元/度)	0.648 (假设)	0.648	0.643	0.643 (假设)
发电收入 (万元, 含税)	53,625	59,641.36	72,195.10	38,614.97
发电收入 (万元, 不含税)	45,833.33	50,975.52	61,705.21	33,004.24
垃圾处置收入 (万元)	20,972.53	15,896.64	24,131.90	-
吨垃圾发电量 (千瓦时/吨)	267	273	303	303
垃圾处置单价收入 (元/吨)	67.90	47.17	65.17	-

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

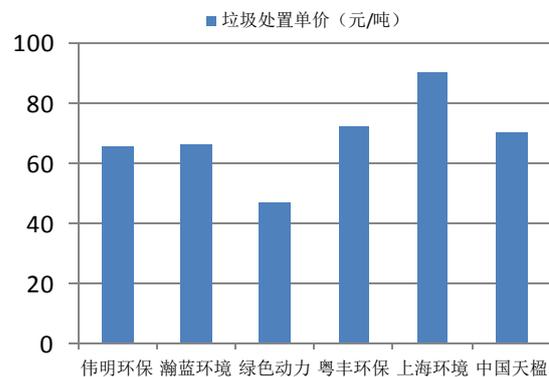
粤丰环保、瀚蓝环境和上海环境的垃圾处置收入较高, 一部分原因是这三个公司的运营项目具有区域性, 主要项目集中在公司所在城市, 部分项目垃圾处置收入较高。粤丰已运营的 5 个东莞垃圾焚烧项目, 处理费为 110 元/吨, 在建待建项目的处理费也集中在 65-95 之间。上海环境项目集中在上海, 瀚蓝以南海为大本营。大部分上市公司早期项目的垃圾处理费水平都较高, 随着竞争加剧, 新签订单的垃圾处理费普遍有所下降。整体来看, 伟明环保的平均不含税处理费 65 元/吨, 优于全国平均。

图 20: 2015-2017 年伟明环保垃圾处置费单价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

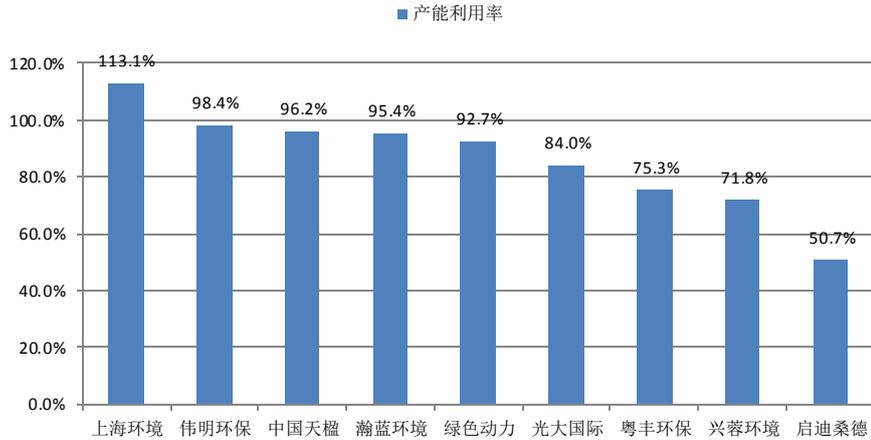
图 21: 2017 各垃圾焚烧上市公司垃圾处置单价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

产能利用率的比较计算, 我们以年实际处理量除以已投运项目年处理能力 (日处理能力\*365) 来计算各上市公司实际产能利用率。比较发现, 垃圾焚烧企业大多有 90% 以上的产能利用率, 上海环境产能利用率最高, 达到 113.1%。兴蓉环境由于 2400 吨/日万兴环保项目于 17 年投产, 粤丰环保由于来宾一期、科伟二期及兴义二期等项目 17 年投产, 使得当年产能利用率偏低。伟明环保 98.4% 的产能利用率在行业处于较高水平。

图 22: 垃圾焚烧上市公司产能利用率比较



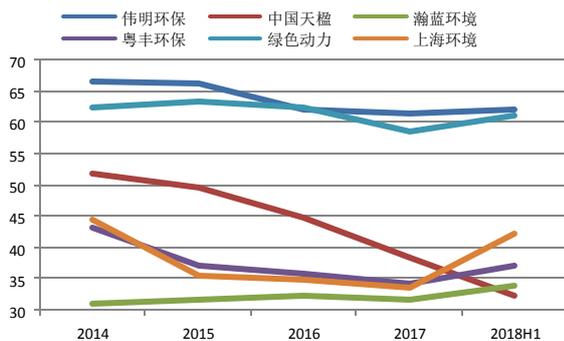
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

从收入端来看, 伟明环保的吨垃圾发电量、垃圾处置收入和产能利用率在垃圾焚烧行业内都处于较高水平, 其项目本身的质量优秀。从垃圾焚烧企业成本端来看, 影响因素包括公司的运营管理效率、是否自有装备、现金流情况。伟明环保公司自有核心装备, 实现垃圾焚烧厂锅炉焚烧设备和烟气净化系统的自产。因此综合比较, 收入端+成本端优势共同作用, 造就伟明环保行业领先的盈利能力。

### 3.2 盈利能力分析比较: 伟明环保毛利率的影响因素解析

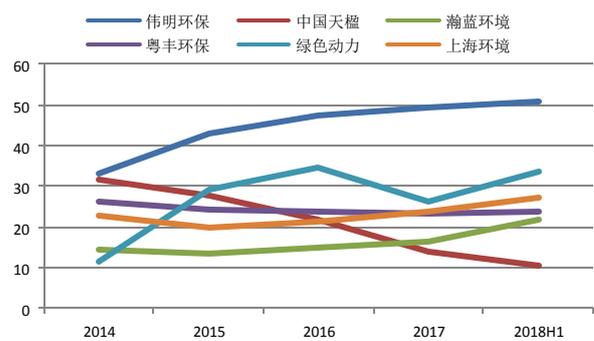
比较各上市公司的 ROE 水平, 伟明环保的 ROE 远远领先同行业, 显示了公司很强的盈利能力。通过杜邦分析法拆解 ROE,  $ROE = \text{归母净利润率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ , 伟明环保的权益乘数较低, 财务稳健, 总资产周转率与行业水平接近, 而归母净利润率从达到 49.26%, 远远统领同行, 高净利率使得公司的 ROE 保持在了高水平。从毛利率净利率的表现也能看到, 伟明的各项盈利能力财务指标都领先同行。

图 23: 各垃圾焚烧上市公司毛利率



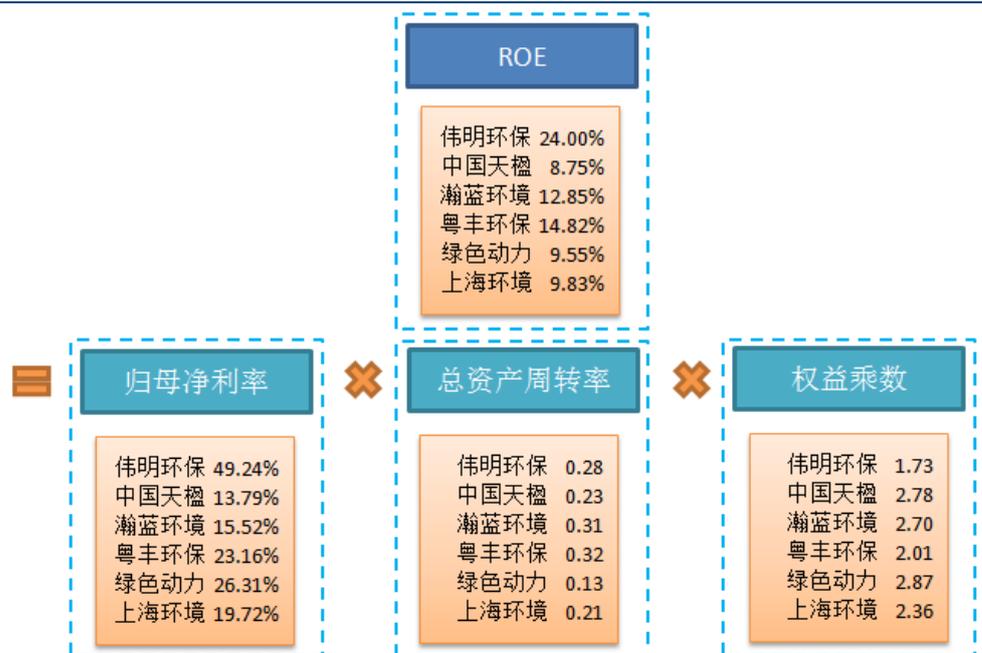
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 24: 各垃圾焚烧上市公司净利率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 25: 各垃圾焚烧上市公司 ROE 拆解



资料来源: wind, 东兴证券研究所

除去项目运营质量的影响, 伟明环保对 BOT 设备预计大修支出的会计处理方式造成了其毛利率偏高。一是无形资产折旧的年限, 伟明环保是以特许经营权年限进行折旧, 而其他上市公司多以设备年限和特许经营年限孰低进行折旧, 二是伟明环保将特许经营权年限内发生的大修重置支出的折现值确认为预计负债。因时间推移导致的预计负债账面价值的增加金额, 确认为利息费用。而其他上市公司多将大修支出计入营业成本。

- ◆ 瀚蓝环境、绿色动力、粤丰环保、中国天楹将 BOT 设备的大修支出计入当期营业成本。
- ◆ 上海环境的虽然将 BOT 无形资产的大修支出确认为预计负债, 但是因时间推移导致预计负债账面价值的增加额确认为营业成本。

表 3: 垃圾焚烧行业部分公司 BOT 设施大修支出的会计处理

公司	伟明环保	上海环境	瀚蓝环境	绿色动力	粤丰环保	中国天楹
未来大修支出的处理	预计将发生的大修重置支出折现值确认为预计负债, 因时间推移导致的预计负债账面价值的增加金额, 确认为利息费用。	BOT 项目运营中, 公司根据未来为维持服务能力而发生的更新支出和移交日前的恢复性大修义务确认与 BOT 相关的预计负债, 因时间推移导致的预计负债账面价值的增加金额, 确认为营业成本。				发生当期计入营业成本

**BOT 无形资产  
摊销年限**

特许经营期限

特许经营期限

资产预计使用寿命与特许经营权协议规定的经营期 (扣除建设期) 孰低确定。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

由于伟明环保和中国天楹都是自有装备的公司, 我们以这两家公司单个项目为例, 测算分析伟明环保和中国天楹毛利率产生差异的原因。假设项目规模为 1000 吨/日; 伟明、天楹吨垃圾上网电量分别为 303kwh/吨、220 kwh /吨, 垃圾处理费分别为 65 元/吨、70 元/吨; 假设伟明环保的 BOT 无形资产的摊销年限为 30 年, 中国天楹的 BOT 无形资产摊销年限为 20 年; 二者 BOT 无形资产原值均为 3 亿元; 伟明计提的预计负债即预计未来年度大修支出现值为 1.8 亿元, 二者的财务数据如下。伟明环保的项目毛利率比中国天楹高, 一方面是会计处理的差异, 另一方面是项目本身的质量和运营能力差异, 两者都贡献了约 10% 的毛利率差异, 即会计处理差异对项目质量差异一半对一般。

**表 4: 伟明环保与中国天楹一个项目的财务数据比较**

公司	伟明环保	中国天楹
营业收入 (万元/年)	8218	6750
营业成本 (万元/年)	3169	3976
外购原料费	1050	1050
工薪支出	748	790
无形资产摊销、折旧、长期待摊费用摊销	833	1250
维修维护费用	200	549
其他制造费用	338	338
毛利润 (万元)	5049	
大修支出确认预计负债产生的未确认融资费用	800	0
毛利率 (大修会计处理调整后)	61.44%	41.09%
毛利率 (大修会计处理调整后)	51.71%	41.09%

资料来源: 资料整理、东兴证券研究所

## 4. 异地项目拓展加速, 餐厨垃圾和渗滤液处理业务增长可期

### 4.1 浙江省外项目拓展进度快

17 年以来, 公司异地拓展项目的速度明显提速, 浙江省外的垃圾焚烧新签项目呈上升趋势。2017 年的新签约项目中, 省外项目占 1/3, 新签订的垃圾处理项目涵盖广东、江西等地区。公司在巩固东部市场的基础上, 积极向中西部地区拓展。2018 年 2 月, 公司新签了位于广东省的紫金项目, 日处理生活垃圾 1500 吨; 7 月, 公司新签江西省的奉新项目, 日处理生活垃圾 900 吨; 2018 年 8 月公司签署黑龙江省的双鸭山项目和江西省的婺源项目, 日处理生活垃圾分别为 900 和 500 吨。

表 5: 公司垃圾焚烧项目汇总 (截止 2018 年 8 月)

状态	项目所在地	项目名称	日处理能力 (吨/日)
运营	浙江省温州市瓯海区	东庄项目	385
	浙江省温州市	临江项目一期	600
	浙江省温州市	永强项目	600
	江苏省昆山市	昆山项目一期	1000
	江苏省昆山市	昆山项目二期	1050
	浙江省温州市	临江项目二期	1200
	浙江省台州市临海市	临海项目	700
	浙江省台州市玉环市	玉环项目	700
	浙江省金华市永康市	永康项目	800
	浙江省温州市瑞安市	瑞安项目	1000
	浙江省嘉兴市嘉善县	嘉善项目	600
	浙江省温州市	永强项目二期	1200
	浙江省温州市苍南县	苍南项目	1000
		合计	10835
在建, 预计 2018 年 能够投产	浙江省金华市武义县	武义项目	500
	安徽省界首市	界首项目	500
	浙江省温州市瑞安市	瑞安项目扩建	1000
	江西省万年县	万年项目	500
		合计	2500
筹建	浙江省金华市东阳市	东阳项目	700
	河北省秦皇岛市	秦皇岛项目	650
	黑龙江省双鸭山市	双鸭山项目	900
	浙江省台州市玉环市	玉环扩建项目	500
	江西省樟树市	樟树项目	1000
	浙江省台州市临海市	临海项目扩建	750
	广东省河源市紫金县	紫金项目	1500
	浙江省温州市平阳县	平阳项目	300

浙江省温州市文成县	文成项目	500
江西省宜春市奉新县	奉新项目	900
江西省上饶市婺源县	婺源项目	500
	合计	8200

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 26: 各垃圾焚烧上市公司毛利率**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 27: 各垃圾焚烧上市公司净利率**

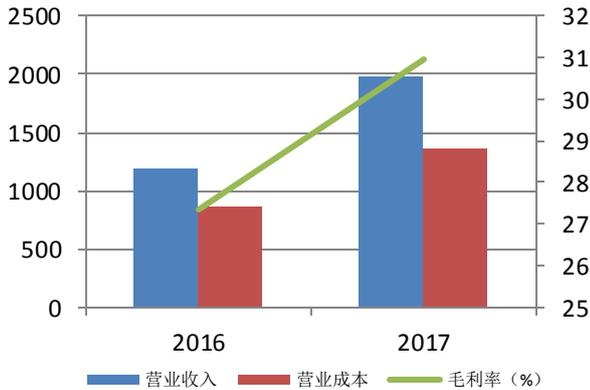

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4.2 餐厨垃圾收运处理和渗滤液处理协同项目拓展快速推进

固废产业链顺利延展, 餐厨和渗滤液处置项目快速推进。公司在深耕主业的基础上, 将产业链向上下游拓展, 目前业务覆盖环卫清运、垃圾焚烧发电、餐厨处置、污泥等领域。

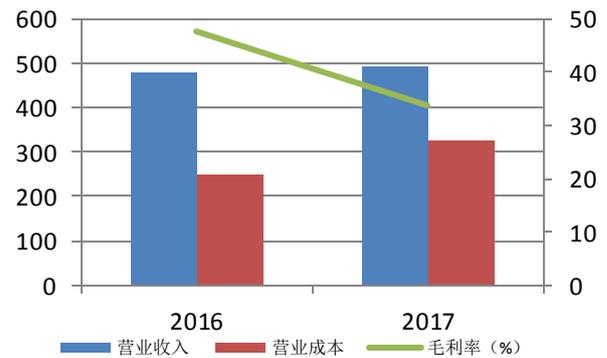
- ◆ 餐厨方面, 主要由温州项目餐厨负责运营, 18 年上半年共清理 3.95 万吨, 同比增长 21.2%, 保持稳健增长, 其餐厨处理车间于 6 月底进入试生产状态, 设计处理量 200 吨/日, 玉环项目 100 吨/日已经处于在建期, 瑞安餐厨收运已经启动, 下半年处理量持续增长可期。
- ◆ 渗滤液方面, 公司续签了界首项目, 上半年还新签了马站和永康两个项目, 二者处理量合计 355 吨/日, 上半年处理规模为 5.72 万吨, 同比增长 61.6%。
- ◆ 污泥处理方面, 玉环项目 100 吨/日已经进入在建期, 力争今年完成, 公司上半年签订的文成项目包含了 50 吨/日的污泥处理项目。

图 28：餐厨垃圾处置营收情况（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 29：渗透液处置营收情况（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6：公司餐厨垃圾处理项目汇总（截止 2018 年 8 月）

预计投产时间	项目所在地	项目名称	日处理能力（吨/日）
6 月 28 日投入试运行	浙江温州市鹿城区	临江项目三期	200
2019 年	浙江温州市瑞安市	瑞安项目扩建	150
2019 年	浙江省台州市玉环市	玉环项目扩建	100
2020 年	浙江省金华市永康市	永康餐厨项目	100
2020 年	浙江省温州市文成县	文成项目	150
18 年新签	浙江省温州市洞头区	洞头餐厨项目	12
18 年新签	浙江省温州市瑞安市	瑞安餐厨项目	60
18 年新签	浙江省温州市苍南县	苍南餐厨项目	50
共计			822

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测及估值

根据公司目前业务进展及行业趋势，预测公司 18-20 年营业收入 16.16/18.18/21.68 亿元，净利润 6.88/7.72/9.23 亿元，增长率分别达到 35.80%/12.12%/19.66%。公司 18-20 年预测 EPS 分别为 1.00/1.12/1.34 元，对应 PE 分别为 24X/21X/18X。给予公司 18 年 25 倍 PE 估值，公司 6 个月目标价为 25 元，首次覆盖并给予公司“推荐”评级。

**表 7: 伟明环保盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	693.17	1,029.46	1,615.53	1,818.32	2,167.59
增长率 (%)	2.68%	48.51%	56.93%	12.55%	19.21%
净利润 (百万元)	328.56	506.86	688.30	771.70	923.41
增长率 (%)	12.77%	54.27%	35.80%	12.12%	19.66%
净资产收益率 (%)	17.13%	21.98%	25.79%	25.92%	27.59%
每股收益 (元)	0.48	0.74	1.00	1.12	1.34
PE	49.33	32.00	23.66	21.10	17.64
PB	8.40	7.06	6.10	5.47	4.87

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 6.风险提示

垃圾焚烧项目推进不及预期;

垃圾处理费或补贴电价下滑。

表 8: 公司盈利预测表

资产负债	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合</b>	912	1154	1668	2369	3071	<b>营业收入</b>	693	1029	1616	1818	2168
货币资金	341	542	850	1471	2045	<b>营业成本</b>	263	398	664	761	912
应收账款	216	243	381	429	511	营业税金及附加	18	21	32	36	43
其他应收款	10	6	10	11	14	营业费用	7	9	15	16	18
预付款项	18	24	33	44	57	管理费用	67	84	129	140	163
存货	55	81	135	154	185	财务费用	51	47	0	-4	-11
其他流动资	272	259	259	259	259	资产减值损失	3.44	1.42	1.70	2.04	2.45
<b>非流动资产</b>	2451	2777	2545	2306	2086	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投	0	0	0	0	0	投资净收益	3.68	6.13	6.13	6.13	6.13
固定资产	92.47	89.44	492.25	443.57	394.88	<b>营业利润</b>	287	575	779	874	1046
无形资产	1963	2107	1896	1707	1536	营业外收入	104.17	2.61	2.61	2.61	2.61
其他非流动	6	11	0	0	0	营业外支出	4.31	1.93	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	3363	3932	4213	4675	5157	<b>利润总额</b>	387	576	782	876	1049
<b>流动负债合</b>	317	462	627	770	873	所得税	58	69	93	105	125
短期借款	0	0	32	0	0	<b>净利润</b>	329	507	688	772	923
应付账款	146	208	343	392	470	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	1	1	1	1	归属母公司净利	329	507	688	772	923
一年内到期	61	39	39	39	39	EBITDA	2309	2738	1039	1108	1254
<b>非流动负债</b>	1128	1158	910	920	930	<b>EPS (元)</b>	0.48	0.74	1.00	1.12	1.34
长期借款	287	301	301	301	301	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	1445	1619	1538	1691	1803	<b>成长能力</b>					
少数股东权	0	7	7	7	7	营业收入增长	2.68%	48.51%	56.93%	12.55%	19.21%
实收资本(或	681	688	688	688	688	营业利润增长	4.06%	100.24%	35.50%	12.16%	19.72%
资本公积	181	280	280	280	280	归属于母公司净	35.80%	12.12%	35.80%	12.12%	19.66%
未分配利润	2212	2668	2629	2583	2527	<b>获利能力</b>					
归属母公司	4004	4525	4866	5266	5749	毛利率(%)	62.06%	61.29%	58.87%	58.17%	57.93%
<b>负债和所有</b>	14633	14593	15799	17550	19720	净利率(%)	47.40%	49.24%	42.61%	42.44%	42.60%
<b>现金流量</b>						总资产净利润	9.77%	12.89%	16.34%	16.51%	17.91%
						ROE(%)	17.13%	21.98%	25.79%	25.92%	27.59%
<b>经营活动现</b>	428	664	925	1107	1113	<b>偿债能力</b>					
净利润	329	507	688	772	923	资产负债率(%)	43%	41%	36%	36%	35%
折旧摊销	1970.7	2115.7	0.00	48.68	48.68	流动比率	2.87	2.50	2.66	3.08	3.52
财务费用	51	47	0	-4	-11	速动比率	2.70	2.33	2.44	2.88	3.31
应收账款减	0	0	-138	-48	-82	<b>营运能力</b>					
预收帐款增	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.22	0.28	0.40	0.41	0.44
<b>投资活动现</b>	-363	-390	-23	4	4	应收账款周转率	4	4	5	4	5
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.56	5.81	5.86	4.95	5.02
长期股权投	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	4	6	6	6	6	每股收益(最新)	0.48	0.74	1.00	1.12	1.34
<b>筹资活动现</b>	30	-81	-593	-490	-543	每股净现金流	0.14	0.28	0.45	0.90	0.83
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最	2.82	3.35	3.88	4.33	4.87
长期借款增	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	227	7	0	0	0	P/E	49.33	32.00	23.66	21.10	17.64
资本公积增	-227	99	0	0	0	P/B	8.40	7.06	6.10	5.47	4.87
<b>现金净增加</b>	95	194	308	621	574	EV/EBITDA	6.98	5.88	15.22	13.68	11.63

资料来源: 东兴证券研究所

---

## 分析师简介

### 洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。  
单击此处输入文字。

---

## 研究助理简介

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。