

维持较快增长, 预计全年业绩增速 40%~60%

投资要点

- **事件:** 公司近日披露 2018 年三季度报。2018 年前三季度, 营业收入 11.7 亿元, 同比增长 62%; 归母净利润 5.8 亿元, 同比增长 53%; 扣非归母净利润 5.7 亿元, 同比增长 55%。预计全年归母净利润增速 40%~60%。
- **前三季度公司主营产品业务量稳定增长, 控费得当。1) 运营指标:** 前三季度各运营项目合计完成生活垃圾入库量 309 万吨, 同比增长 12%, 完成上网电量 9.3 亿度, 同比增长 15%, 两项指标创公司历史运营新高。前三季度平均上网电价 0.647 元/度, 和去年同期的 0.645 元/度基本持平。**2) 毛利率略有下降, 控费得当:** 公司前三季度毛利率从去年同期的 65% 下降到 61%。公司前三季度管理费用同比下降 2.6% 至 5400 万, 管理费用率从去年同期的 8.1% 下降到 4.6%。**3) 经营现金流良好, 加大项目投入:** 从现金流量表来看, 公司前三季度经营活动现金净流量从去年同期的 2.9 亿元上升到 3.4 亿元; 投资活动现金净流量从去年同期的 5.6 亿元上升到 8.3 亿元; 筹资活动现金净流量从去年同期的 -0.3 亿元上升到 2.3 亿元。投资活动现金投入加大主要是武义公司、滨海公司、界首公司等在建项目投资所致。
- **2018 年公司项目拓展加速。1) 项目建设投运情况:** 苍南项目于 2018 年初开始正式运营。武义项目于 9 月底两炉两机投入试运行; 瑞安项目二期、万年项目、界首项目开始接受生活垃圾; 樟树项目完成项目核准和环评批复, 进入建设阶段; 临海项目二期、玉环项目二期和嘉善项目二期完成项目核准, 永康餐厨项目完成项目环评批复。**2) 新项目拓展情况:** 公司今年拓展的项目包括临海扩建垃圾焚烧项目(750 吨/日)、紫金垃圾焚烧项目(1500 吨/日)、平阳县垃圾运输处理项目(300 吨/日, 公司首个垃圾清运项目)、苍南宜嘉垃圾焚烧项目收购(400 吨/日)、文成县垃圾处理生态环保产业园(生活垃圾 500 吨/日、餐厨垃圾 150 吨/日, 污泥 50 吨/日)、奉新县垃圾焚烧发电项目(900 吨/日)、双鸭山市生活垃圾焚烧发电项目(900 吨/日)、婺源县垃圾焚烧发电项目(500 吨/日)、嘉善县生态能源发电扩容工程(450 吨/日)、龙泉市静脉产业园项目(300 吨/日)。
- **可转债发行获证监会审核通过, 进展顺利, 促进项目落地。** 本次可转债的发行总额不超过人民币 6.7 亿元, 这是公司 15 年上市以来首次再融资, 主要用于以下垃圾焚烧发电项目: 苍南县项目(投资总额 4.2 亿元, 募集资金 1.2 亿元)、瑞安市项目(投资总额 4.3 亿元, 募集资金 3.4 亿元)、武义县项目(投资总额 3.7 亿元, 募集资金 2.2 亿元)。
- **盈利预测与投资建议。** 公司前三季度盈利情况较好, 项目储备充足, 根据公告的全年业绩增速区间上调盈利预测。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.06 元、1.30 元、1.58 元; 公司业绩增速确定、现金流良好, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 在建项目建设进度或不及预期; 可转债发行进度或存在不确定性。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1029.46	1533.30	1849.50	2234.52
增长率	48.51%	48.94%	20.62%	20.82%
归属母公司净利润(百万元)	506.86	729.80	896.33	1085.77
增长率	54.27%	43.98%	22.82%	21.14%
每股收益 EPS(元)	0.74	1.06	1.30	1.58
净资产收益率 ROE	21.92%	25.78%	26.20%	26.28%
PE	28	19	16	13
PB	6.12	5.00	4.14	3.43

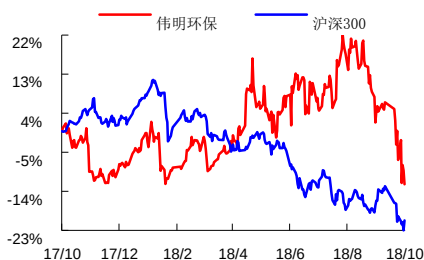
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳
 执业证号: S1250517090001
 邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.88
流通 A 股(亿股)	6.83
52 周内股价区间(元)	19.83-27.47
总市值(亿元)	141.66
总资产(亿元)	44.18
每股净资产(元)	3.69

相关研究

1. 伟明环保(603568): 上半年业绩增长 52%, 维持一季度高增长 (2018-08-13)
2. 伟明环保(603568): 一季度业绩超预期, 项目拓展加速 (2018-05-02)
3. 伟明环保(603568): 可转债发行顺利推进, 员工持股体现坚定信心 (2017-12-08)

关键假设：

1、伴随苍南、武义、界首等垃圾处理项目陆续投产，预计 2018~2020 年垃圾处理量、上网电量增速分别达到 25%、20%、20%。

2、公司在建拟建项目充足，预计 2018~2020 年设备销售量增速分别达到 200%、20%、20%。

3、考虑临江项目三期、瑞安扩建、玉环扩建等餐厨垃圾处理项目，餐厨垃圾处理量增速有望维持在 50%。

4、考虑界首填埋等项目，渗滤液处理量增速有望维持在 50%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
项目运营	收入	858.37	1,072.96	1,287.56	1,545.07
	增速	28.36%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	64.27%	64.27%	64.27%	64.27%
设备销售及技术服务	收入	138.44	415.31	498.38	598.05
	增速		200.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	46.20%	46.20%	46.20%	46.20%
餐厨垃圾处理	收入	19.82	29.73	44.60	66.90
	增速		50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	30.96%	30.96%	30.96%	30.96%
渗滤液处理	收入	4.92	7.37	11.06	16.59
	增速		50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	33.69%	33.69%	33.69%	33.69%
其他	收入	7.91	7.91	7.91	7.91
	增速	2.88%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	95.06%	95.06%	95.06%	95.06%
合计	收入	1,029.46	1,533.30	1,849.50	2,234.52
	增速	48.51%	48.94%	20.62%	20.82%
	毛利率	61.29%	58.74%	58.55%	58.32%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1029.46	1533.30	1849.50	2234.52	净利润	506.86	729.80	896.33	1085.77
营业成本	398.48	632.58	766.64	931.33	折旧与摊销	124.37	305.58	317.48	337.16
营业税金及附加	20.64	30.75	37.09	44.81	财务费用	46.98	53.19	51.60	50.47
销售费用	9.33	12.27	14.80	17.88	资产减值损失	1.42	0.58	0.00	0.00
管理费用	83.86	92.00	110.97	134.07	经营营运资本变动	126.31	-68.15	-50.95	-61.12
财务费用	46.98	53.19	51.60	50.47	其他	-141.44	-6.58	-6.00	-6.00
资产减值损失	1.42	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	664.50	1014.42	1208.46	1406.28
投资收益	6.13	6.00	6.00	6.00	资本支出	-254.87	-5.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-135.20	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	120.00	150.00	180.00	投资活动现金流净额	-390.08	0.49	-26.27	-55.10
营业利润	574.94	837.94	1024.41	1241.97	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.68	0.89	1.69	2.66	长期借款	14.82	10.00	10.00	10.00
利润总额	575.63	838.82	1026.09	1244.63	股权融资	105.86	0.00	0.00	0.00
所得税	68.77	109.02	129.77	158.86	支付股利	-137.44	-212.03	-305.29	-374.95
净利润	506.86	729.80	896.33	1085.77	其他	-63.78	-92.03	-51.60	-50.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-80.54	-294.06	-346.89	-415.42
归属母公司股东净利润	506.86	729.80	896.33	1085.77	现金流量净额	193.88	720.85	835.30	935.77
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	541.73	1262.58	2097.88	3033.64	成长能力				
应收和预付款项	273.08	409.07	493.65	596.72	销售收入增长率	48.51%	48.94%	20.62%	20.82%
存货	80.94	128.48	155.71	189.16	营业利润增长率	100.24%	45.74%	22.25%	21.24%
其他流动资产	258.72	385.34	464.80	561.56	净利润增长率	54.27%	43.98%	22.82%	21.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	63.09%	60.35%	16.44%	16.94%
投资性房地产	3.12	3.12	3.12	3.12	获利能力				
固定资产和在建工程	540.93	529.24	527.49	527.97	毛利率	61.29%	58.74%	58.55%	58.32%
无形资产和开发支出	2107.14	1819.32	1536.43	1260.44	三费率	13.62%	10.27%	9.59%	9.06%
其他非流动资产	126.14	125.58	125.01	124.45	净利率	49.24%	47.60%	48.46%	48.59%
资产总计	3931.80	4662.74	5404.10	6297.08	ROE	21.92%	25.78%	26.20%	26.28%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.89%	15.65%	16.59%	17.24%
应付和预收款项	328.76	515.59	624.31	757.65	ROIC	27.51%	38.76%	51.97%	69.61%
长期借款	301.48	311.48	321.48	331.48	EBITDA/销售收入	72.49%	78.05%	75.34%	72.93%
其他负债	988.87	1005.21	1036.81	1075.63	营运能力				
负债合计	1619.11	1832.28	1982.60	2164.77	总资产周转率	0.28	0.36	0.37	0.38
股本	687.81	687.81	687.81	687.81	固定资产周转率	11.32	18.34	10.03	6.51
资本公积	279.93	279.93	279.93	279.93	应收账款周转率	4.48	5.08	4.64	4.64
留存收益	1425.50	1943.27	2534.31	3245.13	存货周转率	5.88	6.04	5.40	5.40
归属母公司股东权益	2305.69	2823.46	3414.50	4125.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.71%	—	—	—
少数股东权益	7.00	7.00	7.00	7.00	资本结构				
股东权益合计	2312.69	2830.46	3421.50	4132.32	资产负债率	41.18%	39.30%	36.69%	34.38%
负债和股东权益合计	3931.80	4662.74	5404.10	6297.08	带息债务/总负债	18.62%	17.00%	16.22%	15.31%
					流动比率	2.50	3.29	3.99	4.48
					速动比率	2.33	3.09	3.80	4.29
					股利支付率	27.12%	29.05%	34.06%	34.53%
					每股指标				
					每股收益	0.74	1.06	1.30	1.58
					每股净资产	3.36	4.12	4.97	6.01
					每股经营现金	0.97	1.47	1.76	2.04
					每股股利	0.20	0.31	0.44	0.55
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	746.29	1196.70	1393.49	1629.59					
PE	27.94	19.41	15.80	13.04					
PB	6.12	5.00	4.14	3.43					
PS	13.76	9.24	7.66	6.34					
EV/EBITDA	18.53	10.93	8.79	6.95					
股息率	0.97%	1.50%	2.16%	2.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn