

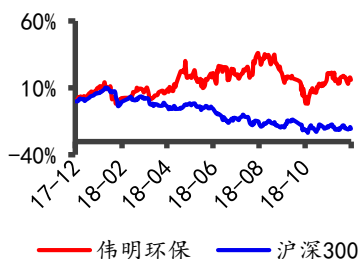
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	23.42
52周最高(元)	27.94
52周最低(元)	19.11
总市值(亿元)	161
流通市值(亿元)	161
总股本(亿股)	6.88
流通股本(亿股)	6.83
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	43.11

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: [chengyimin@cnpsec.com](mailto:chengyimin@cnpsec.com)

研究助理：杨浩  
SAC 执业证书编号：S1340118010016  
Email: [yanghao@cnpsec.com](mailto:yanghao@cnpsec.com)  
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

## 运营项目现金流稳定，新增订单指引增长预期

——伟明环保(603568)

### 核心观点

● **国内领先的生活垃圾焚烧处理企业，中短期业绩弹性较好。**公司前身临江垃圾发电成立于2001年，2005年完成股份制整体变更，并于2015年登陆上交所，主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，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，是国内领先的生活垃圾焚烧处理企业。2017年公司实现营业收入10.3亿元，同比增长48.5%；实现归母净利5.07亿元，同比增长54.3%，从营收来源上来看，垃圾焚烧项目运营、焚烧设备销售及服务合计占比约97%。历史业绩方面，2013-2017年收入、归母净利复合增速分别为18.0%、31.2%，成长性良好、盈利能力不断增强，期间摊薄ROE均值20.19%、ROA均值9.78%，近年来负债率不断降低，抗风险能力得到改善。目前的主要看点在于：1) 2018年以来，公司项目拓展加速、在手项目充足，中短期业绩弹性明显增强；2) 垃圾处理受经济周期下行影响小，业绩释放确定性强，可享有一定估值溢价；3) 公司BOT项目60%-80%建设资金通过银行项目贷款方式获得，目前货币政策放宽趋势下，利好公司融资成本降低。

● **我国垃圾焚烧比例提升空间较大，但东部地区短期弹性有限。**我国城市生活垃圾处理方式主要包括卫生填埋、堆肥和焚烧等，其中卫生填埋方式因投建/运营成本低、技术成熟、作业简单等优势，目前是我国城镇生活垃圾处理的主要方式。但近年来，伴随着我国城镇化率的不断提升，卫生填埋方式需占用大量宝贵土地资源、易造成二次污染的缺点也越发突出，而垃圾焚烧法相比填埋法，在垃圾“减量化、资源化、无害化”方面具备优势，将是我国大中城市未来生活垃圾处理的首选方式。目前来看，在垃圾焚烧处置比例上，日本80.4%，欧洲超过70%，我们估计2018年底我国该比例约为45%左右，仍有一定提升空间。我国生活垃圾焚烧比例的地域差异较大，其中垃圾焚烧比例最高的江苏已达70%，而广大的中西部地区该比例应多在35%以下，我们估算东部发达省市，包括江苏、浙江、广东等地垃圾焚烧比例已经多在60-70%之间，中短期提升弹性空间较小，行业竞争也将趋于激烈，而向中部地区项目拓展所需的异地拿单能力将决定相关公司后期成长空间与业绩弹性。

● **项目运营现金流稳定，新增订单指引增长预期。**公司垃圾焚烧项目运营业务主要通过BOT模式开展，具有特许经营期限长、运营现金流

稳定的特点，收入分为垃圾处置费与对应的垃圾发电收入，其中垃圾处置费按合同确定的每吨收费标准\*处理量、发电收入按发电量\*上网电价分别计算，截止 2017 年末，公司生活垃圾焚烧处理 BOT 运营项目 13 个，全年项目合计完成生活垃圾入库量 370.3 万吨，完成上网电量 11.23 亿度。在建项目陆续投运+新签项目丰厚，指引未来三年增长预期：1) 在建项目方面，武义、界首、万年、瑞安二期等项目建设进展顺利，樟树项目完成环评，以上项目对应垃圾年处理产能约 140 万吨，投运后每年可贡献垃圾处置收入 1.1 亿/年、发电收入 2.2 亿/年；2) 新签垃圾焚烧项目方面，2018 年以来，公司项目拓展加快，陆续新签临海二期、紫金、平阳、文成、奉新、双鸭山、婺源、嘉善、龙泉产业园等项目，收购苍南项目，上述项目合计生活垃圾处理规模为 6500 吨/日，按垃圾处理费 77 元/吨、上网电费 0.64 元/度估算，对应垃圾处置收入 1.8 亿、发电收入 3.6 亿，考虑到项目外包承建期 2-2.5 年，以上项目将于 2020-2021 年陆续释放业绩。

● **餐厨垃圾、渗滤液业务拓展较快，增添业绩弹性。**公司近年加大对餐厨垃圾和渗滤液处理业务的开拓，目前两项业务进展顺利：1) 2018H1 期间，公司餐厨项目合计清运处理餐厨垃圾 3.95 万吨，同比增长 21.17%；2) 公司受托管理渗滤液处理站共处理渗滤液 5.72 万吨，同比增长 61.58%。尽管以上两项业务目前尚处于开拓期，收入贡献尚小，但发展迅速，后期有望逐步为公司业绩增添弹性。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.13 元、1.38 元和 1.54 元，目前股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 20.7 倍、16.9 倍和 15.2 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**上网电价补贴下调；竞争加剧，垃圾处理费下调；异地新项目开拓受阻；焚烧项目遭居民抵制，建设进度不达预期。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,029	1,567	1,939	2,151
增长率(%)	48.5%	52.2%	23.7%	10.9%
净利润(百万元)	507	779	951	1,057
增长率(%)	54.3%	53.7%	22.1%	11.1%
EPS(元)	0.74	1.13	1.38	1.54



## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。