



2019-08-19

公司点评报告

买入/维持

伟明环保(603568)

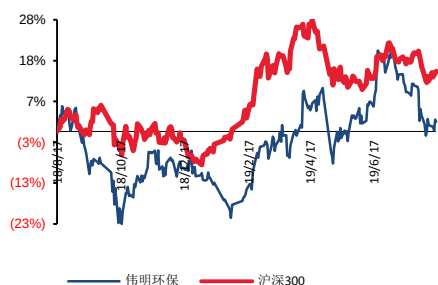
目标价: 25.6

昨收盘: 19.26

环保公用

## 公司营收增长符合预期, 看好公司滚动式项目开发模式

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 937/934       |
| 总市值/流通(百万元)   | 18,042/17,981 |
| 12 个月最高/最低(元) | 23.41/13.98   |

### 相关研究报告:

《18 年业绩大幅增长, 看好未来成长空间》20190410

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师助理: 晏溶

E-MAIL: yanrong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119070030

### 一、事件概述

公司发布 2019 年半年度报告: 报告期内公司实现营业收入 9.67 亿元, 较上年同期上升 30.76%; 营业成本为 3.58 亿元, 较上年同期上升 27.52%; 归属于上市公司股东的净利润 4.89 亿元, 同比上期增长 30.63%, 基本每股收益 0.53 元, 同比上期增长 32.50%。

### 二、分析与判断

公司垃圾焚烧运营规模加速增长, 成业绩增长主要贡献动能。

2018 年下半年, 浙江省金华市武义项目、浙江省温州瑞安二期项目、江西省上饶市万年项目投入正式运营, 合计增加运营规模 2400 吨/天; 2019 年上半年, 安徽省界首项目、浙江省嘉善二期项目投入正式运营, 合计增加运营规模 950 吨/天。公司在项目密集投产的影响下, 2019 年上半年合计完成生活垃圾入库量 241.57 万吨, 同比增长 21.93%; 完成上网电量 7.20 亿度, 同比增长 19.80%, 上述运营项目两项指标创公司半年度运营新高, 运营收入的增长成 2019 年上半年营收及归母净利增长的主要动力。此外, 江西宜春市樟树项目已于今年 6 月 30 日点火烘炉, 预计可在 8 月底前试运行, 成为公司在江西省投运的第二个项目; 浙江台州临海市二期项目、台州玉环二期项目均有希望赶在 2019 年年底投产, 以上 3 个项目合计可增加运营规模 2250 吨/天, 这将为 2019 年下半年及 2020 年收入的高增长打下坚实的基础。

环卫、餐厨等业务与主业协同度高, 报告期内均取得了稳步增长。

2019 年上半年公司完成清运餐厨垃圾 8.30 万吨, 处理餐厨垃圾和污泥 9.5 万吨, 完成清运生活垃圾 20.73 万吨, 受托管理渗滤液处理站共处理渗滤液 5.06 万吨。而 2018 年全年, 公司完成清运餐厨垃圾 10.60 万吨, 处理餐厨垃圾 10.52 万吨, 完成清运生活垃圾 14.85 万吨, 受托管理渗滤液处理站共处理渗滤液 13.24 万吨。2019 年上半年同 2018 年全年各项运营指标对比来看, 环卫清运市场快速增长, 餐厨垃圾收运处理、渗滤液处理等业务均获得稳步增长。公司在深耕垃圾焚烧主业同时, 不断向生活垃圾相关业务领域拓展, 与主业形成了良好的协同效应, 公司正在向国内一流的综合性固废处理服务商迈进。

公司财务指标稳定, 储备项目充分可保未来高增长。

公司销售毛利率、净利率分别为 62.93%、50.48%, 与去年同期基本持平; 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.64%、5.94%、4.41%, 较去年同期提高 0/0.43/1.32 个百分点, 其中财务费用较去年多增加支出近 2000 万, 主要为可转债利息费用确认所致; 资产负债率为

41.75%，较去年同期下降 0.58 个百分点，主要原因为 2018 年年底 6.7 亿元可转债的发行降低了负债率。公司 2016/2018/2019H1 投产项目规模分别为 1200/3600/950 吨/天，实现了近三年营收及归母净利润的高增长；2017/2018/2019H1 新签约项目规模分别为 3900/6200/4300 吨/天，目前在建筹建项目合计规模约 1.5 万吨/天左右，储备项目充足。公司自 2015 年上市至今，仅在 2018 年年底做了 6.7 亿的可转债融资，上市以来平均负债率为 43.3%，毛利率、净利率均保持稳定。在垃圾焚烧市场日益白热化竞争的今天，公司并未采取不顾项目质量大规模抢标及高负债率提高项目投建速度的短视的商业模式。公司运营及已中标的 37 个项目中，仅有双鸭山项目位于东北地区，其余项目均位于财政能力较好的华南及华中区域；公司在上市之初就有 12 个已投运的垃圾焚烧项目，可为公司提供 4-5 个亿的现金净流入，之后公司采取经营性净现金流覆盖资本开支和融资利息的项目滚动开发模式，避免了高速扩张带来的资金链断裂风险。

### 三、盈利预测与投资建议

公司 2019 年垃圾焚烧投运规模仍将保持快速增长，我们看好公司稳健的项目滚动开发模式，基于已投运项目及在建筹建项目规模，以及公司的签约能力，在此将公司 2019-2021 年 EPS 由 1.33/1.54/1.72 元调高至 1.44/1.72/2.05 元，当前股价对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。

### 四、风险提示

项目建设不如预期；未来新项目签署进展不利；低价竞争；垃圾焚烧发电上网价下降。

盈利预测和财务指标：

|           | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1029   | 1547   | 2104   | 2630   | 3156   |
| (+/-%)    | 48.51% | 50.29% | 36.00% | 25.00% | 20.00% |
| 归母净利(百万元) | 507    | 757    | 991    | 1182   | 1407   |
| (+/-%)    | 54.27% | 49.38% | 30.83% | 19.31% | 19.06% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.74   | 1.08   | 1.44   | 1.72   | 2.05   |
| 市盈率(PE)   | 28     | 21     | 13     | 11     | 9      |

资料来源：Wind，太平洋证券

## 财务报表及预测

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |        |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |               | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 货币资金      | 542   | 1186  | 2037  | 2912  | 3928  | 营业收入          | 1029   | 1547   | 2104   | 2630   | 3156   |
| 应收和预付款项   | 267   | 392   | 529   | 663   | 764   | 营业成本          | 398    | 614    | 800    | 1026   | 1262   |
| 存货        | 81    | 90    | 125   | 163   | 197   | 营业税金及附加       | 21     | 23     | 34     | 46     | 59     |
| 其他流动资产    | 265   | 194   | 191   | 192   | 198   | 销售费用          | 9      | 13     | 19     | 24     | 28     |
| 流动资产合计    | 1154  | 1862  | 2881  | 3931  | 5087  | 管理费用          | 84     | 80     | 116    | 158    | 196    |
| 长期股权投资    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 财务费用          | 47     | 45     | 23     | 24     | 25     |
| 投资性房地产    | 3     | 3     | 3     | 3     | 3     | 资产减值损失        | 1      | 9      | 10     | 2      | -12    |
| 固定资产      | 89    | 124   | 134   | 142   | 144   | 投资收益          | 6      | 6      | 4      | 5      | 5      |
| 在建工程      | 451   | 1120  | 1376  | 1644  | 1984  | 公允价值变动        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产开发支出  | 2107  | 2467  | 2410  | 2415  | 2459  | 营业利润          | 575    | 878    | 1107   | 1354   | 1603   |
| 长期待摊费用    | 0     | 0     |       |       |       | 其他非经营损益       | 1      | -2     | 33     | 11     | 14     |
| 其他非流动资产   | 2777  | 3877  | 4104  | 4386  | 4772  | 利润总额          | 576    | 876    | 1140   | 1365   | 1617   |
| 资产总计      | 3932  | 5739  | 6985  | 8317  | 9859  | 所得税           | 69     | 120    | 150    | 184    | 212    |
| 短期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润           | 507    | 755    | 990    | 1181   | 1405   |
| 应付和预收款项   | 209   | 303   | 352   | 458   | 553   | 少数股东损益        | 0      | -2     | -1     | -1     | -2     |
| 长期借款      | 301   | 567   | 667   | 767   | 867   | 归母股东净利润       | 507    | 757    | 991    | 1182   | 1407   |
| 其他负债      | 1108  | 1784  | 2092  | 2214  | 2340  |               |        |        |        |        |        |
| 负债合计      | 1619  | 2653  | 3110  | 3438  | 3760  | 预测指标          |        |        |        |        |        |
| 股本        | 688   | 688   | 688   | 688   | 688   |               | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 资本公积      | 280   | 293   | 261   | 261   | 261   | 毛利率           | 61.29% | 60.30% | 62.00% | 61.00% | 60.00% |
| 留存收益      | 1425  | 1994  | 2816  | 3821  | 5042  | 销售净利率         | 49.24% | 48.94% | 47.08% | 44.93% | 44.58% |
| 归母公司股东权益  | 2306  | 3077  | 3868  | 4873  | 6094  | 销售收入增长率       | 48.51% | 50.29% | 36.00% | 25.00% | 20.00% |
| 少数股东权益    | 7     | 8     | 8     | 6     | 5     | EBIT 增长率      | 42.01% | 47.88% | 26.31% | 19.43% | 18.20% |
| 股东权益合计    | 2313  | 3086  | 3875  | 4880  | 6099  | 净利润增长率        | 54.27% | 49.38% | 30.83% | 19.31% | 19.06% |
| 负债和股东权益   | 3932  | 5738  | 6985  | 8317  | 9859  | ROE           | 21.98% | 24.60% | 25.61% | 24.25% | 23.09% |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | ROA           | 12.89% | 13.19% | 14.18% | 14.21% | 14.27% |
|           | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROIC          | 24.85% | 25.15% | 32.16% | 35.66% | 38.85% |
| 经营性现金流    | 664   | 744   | 1093  | 1398  | 1654  | EPS (X)       | 0.74   | 1.08   | 1.44   | 1.72   | 2.05   |
| 投资性现金流    | -390  | -876  | -336  | -418  | -521  | PE (X)        | 28.45  | 21.16  | 13.37  | 11.21  | 9.41   |
| 融资性现金流    | -81   | 796   | 94    | -104  | -117  | PB (X)        | 6.28   | 5.11   | 3.42   | 2.72   | 2.17   |
| 现金增加额     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | PS (X)        | 14.06  | 10.16  | 6.30   | 5.04   | 4.20   |
|           |       |       |       |       |       | EV/EBITDA (X) | 19.11  | 14.81  | 9.45   | 7.55   | 5.96   |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

|         |     |             |                      |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 华北销售    | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com  |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com    |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。