

旺能环境 (002034) \公用事业

——优质垃圾焚烧运营企业，产能加速释放

投资建议:

推荐
 首次覆盖

当前价格:

14.96元

投资要点:

► 17年资产置换主营变更为垃圾焚烧业务

17年公司资产置换，主营业务由印染业务转变为垃圾焚烧业务。公司连续五年居全国固废行业十强，控股股东为以环保固废产业为主体，金融投资、时尚休闲产业为两翼的综合现代集团公司。

► 垃圾焚烧市场投运速度加快，长期仍有潜力

根据“十三五”规划，18-20年年均预计投产8.66万吨/日，较此前三年有望翻倍增长。且长期来看由于清运量5%增长，且2020年焚烧占比仅为54%，多数省份长期规划目标为70%左右，长期来看仍有市场空间。从补贴政策方向来看，或为存量不受影响，新项目补贴转移至处理费等方式。

► 公司为纯运营公司，项目投运节奏加快

公司为难得的纯固废处理处置公司，且为稀缺的纯运营标的，目前在手垃圾焚烧项目2.8万吨/日，其中截至2018年底投运1.025万吨/日，预计19-20年分别新增投运0.7、0.41万吨/日，项目投运节奏加快，同时公司有望通过流化床工艺改造（投运0.42万吨/日）及设立检修公司、采购公司等措施降本增效，挖掘运营效益。

► 餐厨垃圾等协同发展，打造平台型公司

截至目前公司已在浙江、河南、山东等多省份投资餐厨垃圾处置项目公司9个，污泥无害化处置项目5个。公司在手项目未完成投资额约68亿元，预计长贷+经营性现金活动流入+在手现金可以较好保障项目资金投入。

► 首次覆盖，给予“推荐”评级

预计公司19-21年对应EPS分别为0.99元、1.24元及1.49元，对应目前股价PE分别为15、12及10倍，低于可比公司平均估值，考虑到公司为纯运营公司，现金流优秀，未来发展空间广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► 风险提示

发电补贴下降；入炉垃圾量下降；单吨处理成本提升；融资成本提升

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	417/259
流通A股市值 (百万元)	3,875
每股净资产 (元)	9.21
资产负债率 (%)	51.23
一年内最高/最低 (元)	20.73/8.88

一年内股价相对走势



冯瑞齐 分析师

执业证书编号: S0590518070003

电话: 0510-85611779

邮箱: fengrq@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1405.07	836.48	1188.00	1574.00	1992.00
增长率 (%)	71.59%	-40.47%	42.02%	32.49%	26.56%
EBITDA (百万元)	575.02	615.83	915.95	1247.34	1566.13
净利润 (百万元)	234.81	306.29	412.13	514.89	619.71
增长率 (%)	1062.57%	30.44%	34.56%	24.93%	20.36%
EPS (元/股)	0.56	0.74	0.99	1.24	1.49
市盈率 (P/E)	27.07	20.75	15.42	12.35	10.26
市净率 (P/B)	1.91	1.75	1.60	1.45	1.30
EV/EBITDA	5.81	11.55	9.97	8.83	8.04

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	规模较大的垃圾焚烧企业.....	4
1.1.	公司概况.....	4
1.2.	资产置换后业绩实现较快增长.....	5
2.	生活垃圾焚烧市场投运速度加快.....	6
2.1.	“十三五”后半段，垃圾焚烧建设有望加快.....	6
2.2.	长期来看，垃圾焚烧市场仍有较大提升空间.....	7
2.3.	发电补贴政策方向或已确立，不影响存量项目.....	8
3.	垃圾焚烧纯运营公司，项目投运节奏加快.....	9
3.1.	公司规模处于行业前列，形成较高品牌知名度.....	9
3.2.	纯固废运营企业，现金流优秀.....	9
3.3.	在手项目充裕，项目投运速度较快.....	10
3.4.	流化床改造增加盈利空间.....	13
3.5.	重视研发，内部挖潜降本增效.....	14
4.	餐厨垃圾及污泥协同发展，打造平台型公司.....	15
4.1.	餐厨垃圾市场空间短板较大，公司已储备多个项目.....	15
4.2.	进军万亿土壤修复市场.....	16
4.3.	长贷顺利，预计项目投资较有保障.....	17
5.	关键假设与盈利预测.....	18
5.1.	核心假设.....	18
5.2.	盈利预测及评级.....	19
6.	风险提示.....	20

图表目录

图表 1:	单建明为实际控制人.....	4
图表 2:	控股股东产业布局以环保能源为主体，金融投资、休闲时尚为两翼.....	4
图表 3:	资产置换后公司营收增长较快.....	5
图表 4:	资产置换后公司营收增长较快.....	5
图表 5:	资产置换后盈利能力保持稳定.....	6
图表 6:	近两年期间费用率有所降低.....	6
图表 7:	公司近两年主业为垃圾处理运营（亿元）.....	6
图表 8:	浙江省内营收占比约 60%（2018 年，亿元）.....	6
图表 9:	生活垃圾焚烧处理厂数量较快增长（座数）.....	7
图表 10:	处理能力仍有较大提升空间（万吨/日）.....	7
图表 11:	全国生活垃圾清运量持续上升（城市+县城，万吨/日）.....	7
图表 12:	部分省份生活垃圾长期规划中垃圾焚烧比例.....	8
图表 13:	公司在手项目总规模处于行业前列（吨/日）.....	9
图表 14:	公司为固废上市公司中稀缺的纯运营标的.....	10
图表 15:	公司近两年现金流与营收匹配度较高.....	10
图表 16:	公司近两年现金流与利润匹配度较高.....	10
图表 17:	公司在手项目覆盖 9 个省.....	11
图表 18:	截至目前已投运项目及投产时间（截至 2019 三季度）.....	11
图表 19:	截至目前已投运项目及投产时间（截至 2019 三季度）.....	12
图表 20:	公司 19-20 年新项目投运速度明显加快.....	12
图表 21:	投运项目区域分布.....	13
图表 22:	在建/筹建项目区域分布.....	13

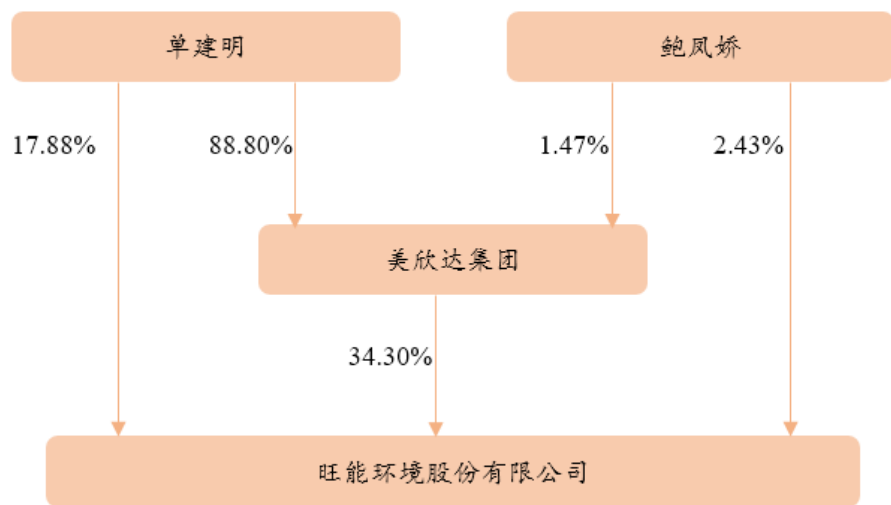
图表 23: 2018 年四个流化床项目盈利性明显低于炉排炉项目.....	14
图表 24: 流化床项目未来有望改造成炉排炉挖掘潜力.....	14
图表 25: 公司研发费用占收入比高于同类上市公司.....	15
图表 26: 公司目前在手 9 个餐厨垃圾项目, 投运一个.....	16
图表 27: 公司目前在手 5 个污泥处理项目, 投运两个.....	16
图表 28: 近几年土壤修复市场释放加快.....	17
图表 29: 公司未来三年现金流测算.....	18
图表 30: 公司未来三年现金流测算.....	18
图表 31: 公司营收及毛利预测 (亿元)	19
图表 32: 可比公司估值对比 (2019.11.15)	19
图表 33: 公司历史 PE (TTM) 变化.....	20
图表 34: 财务预测摘要.....	21

1. 规模较大的垃圾焚烧企业

1.1. 公司概况

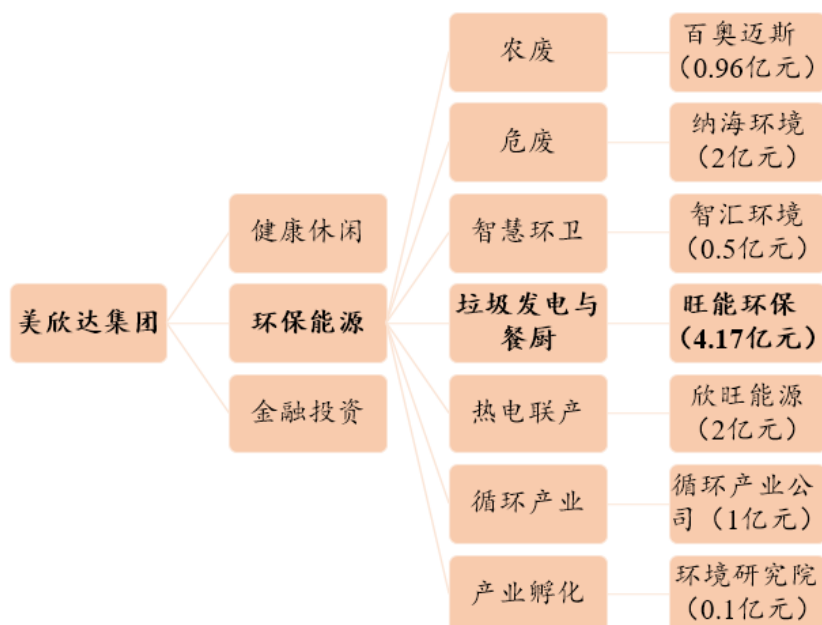
公司为我国垃圾焚烧发电行业的龙头企业之一，连续五年居全国固废行业十强。公司主要采用 BOT、BOO、PPP 等从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设及运营，向餐厨垃圾处理、污泥处理等固废处理领域扩展，致力于打造平台型环保企业。

图表 1：单建明为实际控制人



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：控股股东产业布局以环保能源为主体，金融投资、休闲时尚为两翼



来源：Wind，公司网站，国联证券研究所（括号内为注册资本）

控股股东为美欣达集团，实际控制人为单建明，股权结构较为稳定。单建明、鲍凤娇夫妇及美欣达集团为一致行动人，合计持有公司股份 54.61%。美欣达集团创立于 1993 年 6 月，从成立之初的一家小型绒布厂，不断转型升级、开拓创新，已成长为以环保固废产业为主体，金融投资、时尚休闲产业为两翼的“一体两翼”型综合现代集团公司。

1.2. 资产置换后业绩实现较快增长

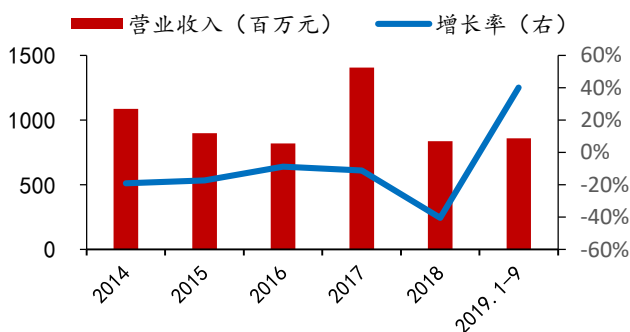
2017 年底公司重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产，上市公司以其拥有的印染资产与美欣达集团拥有的旺能环保 85.92% 股份的等值部分进行资产置换，置换差额部分由上市公司以非公开发行股份及支付现金的方式购买；同时上市公司以非公开发行股份的方式购买重庆财信、新龙实业、永兴达实业、陈雪巍合计持有的旺能环保 14.08% 股份。

近两年业绩实现较快增长。由于本次置入的资产系同一控制下企业，2017 年按照会计准则需要追溯调整本期及期初的财务数据，即 2017 年利润表包含原来的印染业务及新置入的垃圾焚烧业务，2018 年开始公司报表为纯固废业务。公司 18 年营收显示为下降，实际固废业务营收同比增长 9%，18 年归母净利润实现同比增长 30%，19 前三季度年营收及归母净利润分别同比增长 40%、39%，业绩实现较快增长。

盈利能力保持稳定。公司 18、19 前三季度毛利率、净利率保持相对稳定，分别保持在 52% 以上及 37% 左右，19 年前三季度管理费用率及财务费用率都有降低。

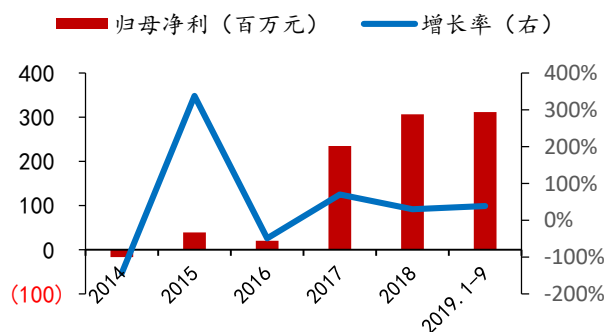
业绩以运营为主。重组后公司业务以固废为主，其中主要为垃圾焚烧运营，极少量为安装业务及污泥业务，地区构成上 2018 年公司业务浙江省内占比为 60%，省外为 40%。

图表 3：资产置换后公司营收增长较快



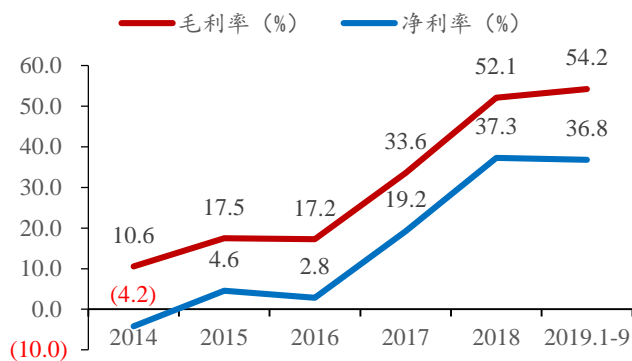
来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：资产置换后公司营收增长较快



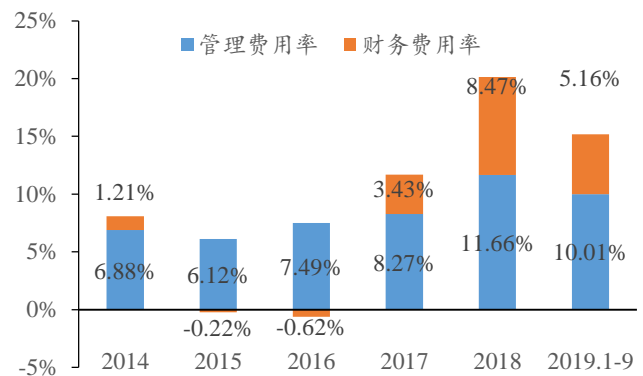
来源：Wind，国联证券研究所

图表5：资产置换后盈利能力保持稳定



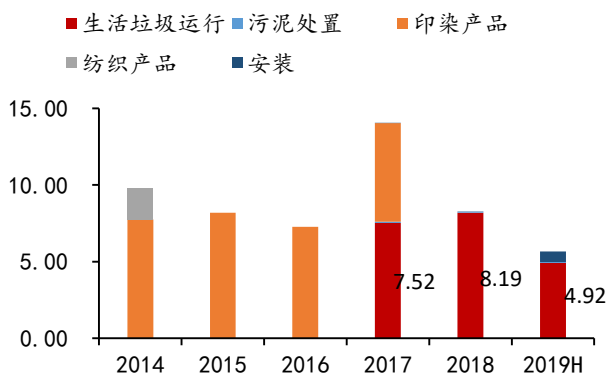
来源：Wind，国联证券研究所

图表6：近两年期间费用率有所降低



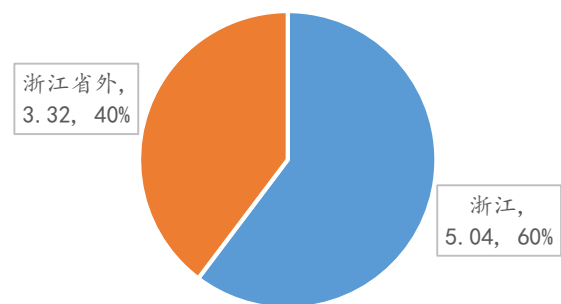
来源：Wind，国联证券研究所

图表7：公司近两年主业为垃圾处理运营（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表8：浙江省内营收占比约60%（2018年，亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

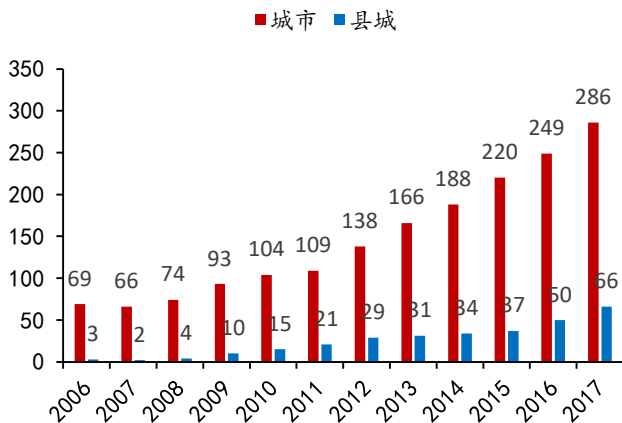
2. 生活垃圾焚烧市场投运速度加快

2.1. “十三五”后半段，垃圾焚烧建设有望加快

“十三五”垃圾焚烧缺口仍较大。近些年生活垃圾焚烧项目迅速增加，截至2017年全国城市+县城共有垃圾焚烧厂2352座，日处理产能33.15万吨/日，占17年清运量比重为43%。按照十三五全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划，到2020年底，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的50%以上，其中东部地区达到60%以上，由于生活垃圾清运量持续上涨，预计2020年生活垃圾焚烧产能需要达到59.14万吨/日。

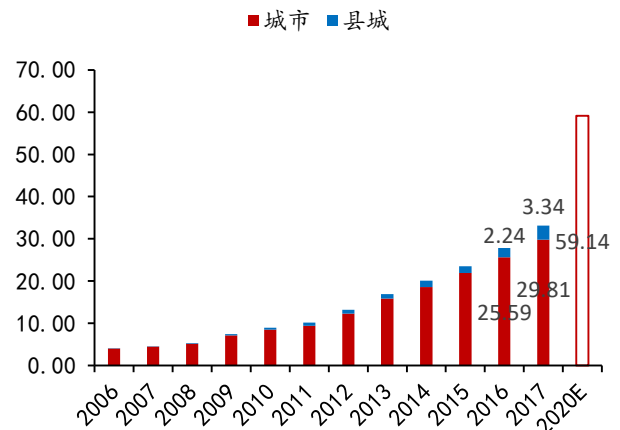
项目投运或加快。对比17年33.15万吨/日的产能，18-20年年均预计投产8.66万吨/日，而此前15-17年年均投产约4.36万吨/日，18-20年产能投放规模有望翻倍增长。

图表 9：生活垃圾焚烧处理厂数量较快增长（座数）



来源：住建部，国联证券研究所

图表 10：处理能力仍有较大提升空间（万吨/日）

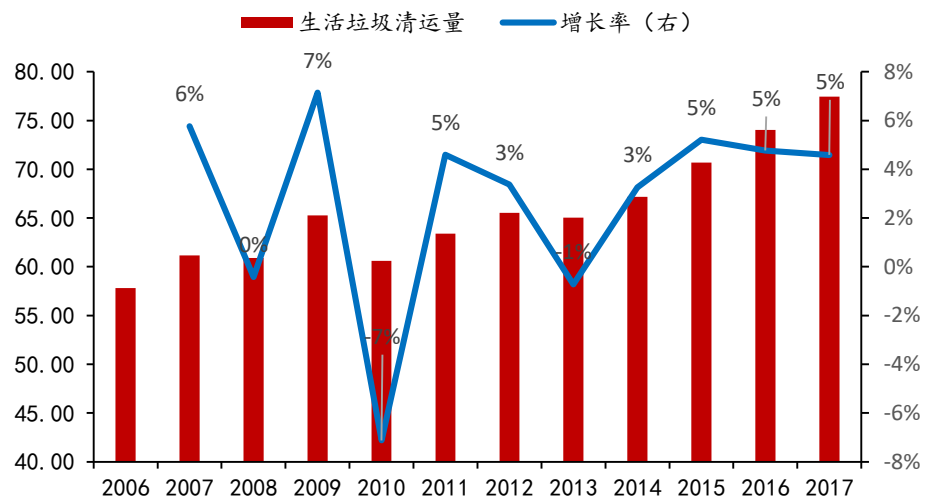


来源：住建部，国联证券研究所

2.2. 长期来看，垃圾焚烧市场仍有较大提升空间

国内生活垃圾清运量持续提升，复合增长 5%。随着城镇化的快速发展和人民生活水平日益提高，我国城镇生活垃圾清运量仍在快速增长，近几年全国生活垃圾清运量保持约 5% 的复合增长率。

图表 11：全国生活垃圾清运量持续上升（城市+县城，万吨/日）



来源：住建部，国联证券研究所

无害化处理率仍有提升空间。按照规划到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 100%；其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上，县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70% 以上，特殊困难地区可适当放宽。可以看到到 2020 年生活垃圾无害化处理能力和水平仍相对不足，无害化处理率仍有提升空间。

未来城镇垃圾焚烧比例有提升空间。按照“十三五”规划，至 2020 年全国设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50% 以上，其中东部地区达到 60% 以上，全国市县平均在 54% 左右。按照目前披露的各省级最新规划，多数省份要求 2030 年城镇垃圾焚烧比例要达到 70% 左右，未来城镇垃圾焚烧比例或还有提升空间。

图表 12：部分省份生活垃圾长期规划中垃圾焚烧比例

规划名称	2030 年垃圾焚烧处理能力占无害化比重	状态
四川省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划	75%	已发布
河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018—2030 年）	70%	环评公示
河北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018-2030 年）	60%	二次环评公示
海南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划（2018-2030）	100%	二次环评公示
云南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划	80%	已发布

来源：北极星环保网，各地方政府网站，国联证券研究所

2.3. 发电补贴政策方向或已确立，不影响存量项目

现行补贴政策 12 年开始执行。根据国家发改委 2012 年 3 月 28 日发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》（发改价格[2012]801 号），垃圾焚烧发电项目按入厂垃圾处理量折算成上网电量，折算比例为每吨生活垃圾 280 千瓦时，未超过上述电量的部分执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元(含税)；超过上述电量的部分执行当地同类燃煤发电机组上网电价，2006 年后核准的垃圾焚烧发电项目均按该规定执行。垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。即我国绝大部分垃圾焚烧发电项目的上网电价（含税）由三部分组成，即当地脱硫燃煤机组标杆上网电价、省级电网负担和国家可再生能源电价附加基金负担。

新的发电补贴政策方向或已确立，不影响存量项目。2019 年 9 月，财政部公开了一批对十三届全国人大二次会议建议的答复函，其中就包括“财政部对十三届全国人大二次会议第 8443 号建议的答复”，关于对垃圾发电项目予以补贴的问题，经财政部、发展改革委、国家能源局、行业协会等方面认真研究，一方面拟对已有项目延续现有补贴政策，另一方面，将减少新增项目纳入补贴范围的比例，引导通过垃圾处理费等市场化方式对垃圾焚烧发电产业予以支持。未来拟对可再生能源电价附加补助政策进行调整，放开目录管理，由电网企业直接确认符合补贴要求的项目及对应补贴金额。

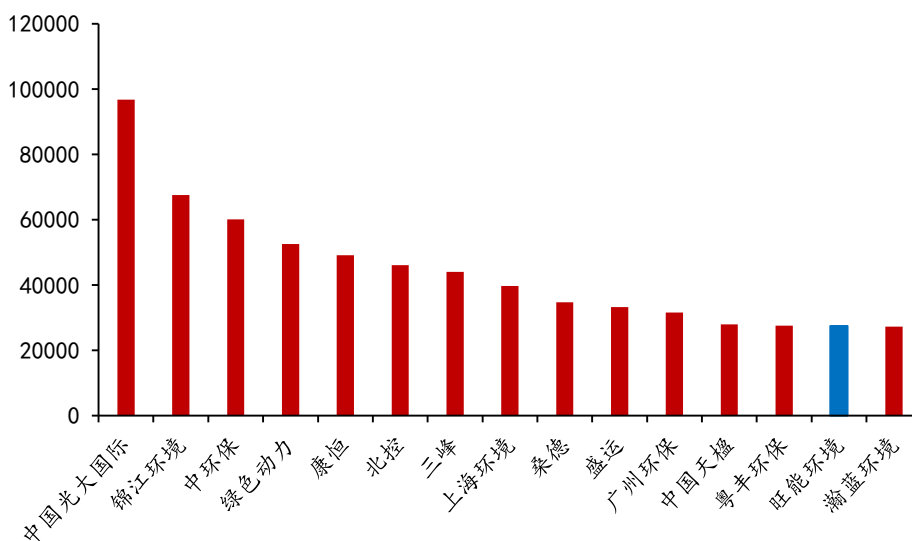
3. 垃圾焚烧纯运营公司，项目投运节奏加快

3.1. 公司规模处于行业前列，形成较高品牌知名度

规模处于行业前列。公司自 07 年成立以来，积极采取“以点带面”的市场拓展策略，在经济发达、人口密集、生活垃圾数量集中的浙江省投资运营了多个垃圾焚烧发电项目，已涵盖省内台州、舟山、湖州、兰溪、丽水、德清、安吉、三门，并将业务区域布局延伸至湖北、广东、安徽、河南、四川，形成了“立足浙江，辐射全国”的市场拓展布局。根据 E20 数据统计，截至 2018 年 10 月份，公司在手垃圾焚烧项目总规模位居国内第 14 位。

形成了较高的品牌知名度。公司凭借国内领先的技术和成熟的项目管理经验，在业内形成了较高的品牌知名度。作为浙江省行业龙头骨干企业、省绿色低碳标兵企业，公司 2014 至 2018 年，连续五年被评为中国固废行业十大影响力企业，公司先后获得了“中国固废行业十大最具影响力企业”、“中国固废行业最具成长性企业”、“固废处理与资源化竞争力领先企业”、“固废处理于资源化标杆企业”、“2018 年度工业企业规模前百强”、“发展新市经济贡献奖”、“AAA 级生活垃圾焚烧厂”等荣誉。

图表 13：公司在手项目总规模处于行业前列（吨/日）



来源：E20（截至 2018.10），国联证券研究所

3.2. 纯固废运营企业，现金流优秀

公司为环保上市公司中，难得的纯固废处理处置公司，且为稀缺的纯运营标的。根据企业会计准则的相关规定，BOT 项目在建造期间确认相关收入和费用，建成后相关资产计入无形资产（特许经营权），因此 BOT 项目的建造在合并利润表中确认相关收入、成本。公司 BOT 项目基础设施建造通过发包完成，相关建造支出均确认为无形资产，建造期不确认建造收入，运营期确认垃圾处理服务收入、污泥处置收入、电力及蒸汽收入。公司纯运营收入，业绩增长更为稳健。

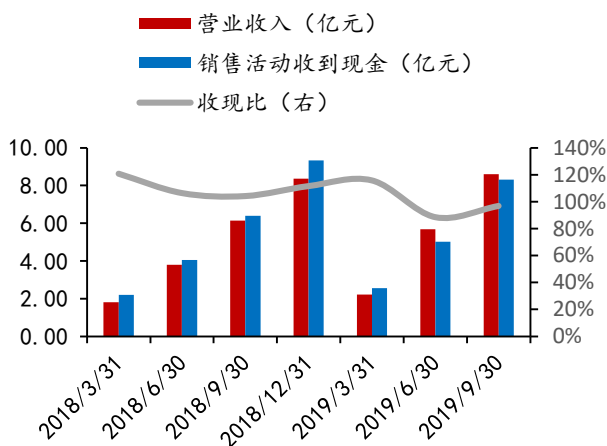
图表 14：公司为固废上市公司中稀缺的纯运营标的

公司名称	垃圾焚烧 BOT 项目建设期间是否确认收入
光大国际	涉及并确认工程收入
绿色动力	不涉及不确认工程收入（A 股上市后）
上海环境	不涉及不确认工程收入
瀚蓝环境	涉及并确认部分工程收入
伟明环保	涉及并确认部分核心设备收入
启迪桑德	涉及并确认工程收入
盛运环保	涉及并确认工程收入
中国天楹	涉及并确认工程收入
旺能环境	不涉及不确认工程收入

来源：各公司公告，国联证券研究所

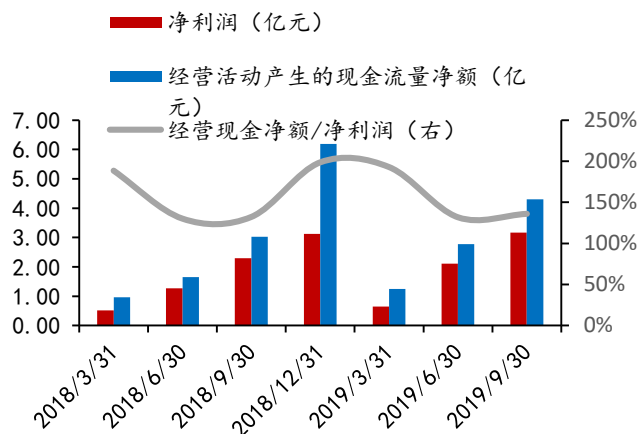
现金流匹配度较高。公司近两年营收收入与销售活动收到现金匹配度较高，收现比始终保持在 1 左右甚至更高，19 年二、三季度略有下降，推测主要是公司应收账款季度性原因有所增加；同时公司近两年经营活动产生的现金流量净额始终明显高于净利润，二者比值保持在 1.5 左右，整体而言，销售活动收到现金及经营活动现金流量净额分别与收入、净利润比较匹配。

图表 15：公司近两年现金流与营收匹配度较高



来源：Wind，国联证券研究所

图表 16：公司近两年现金流与利润匹配度较高

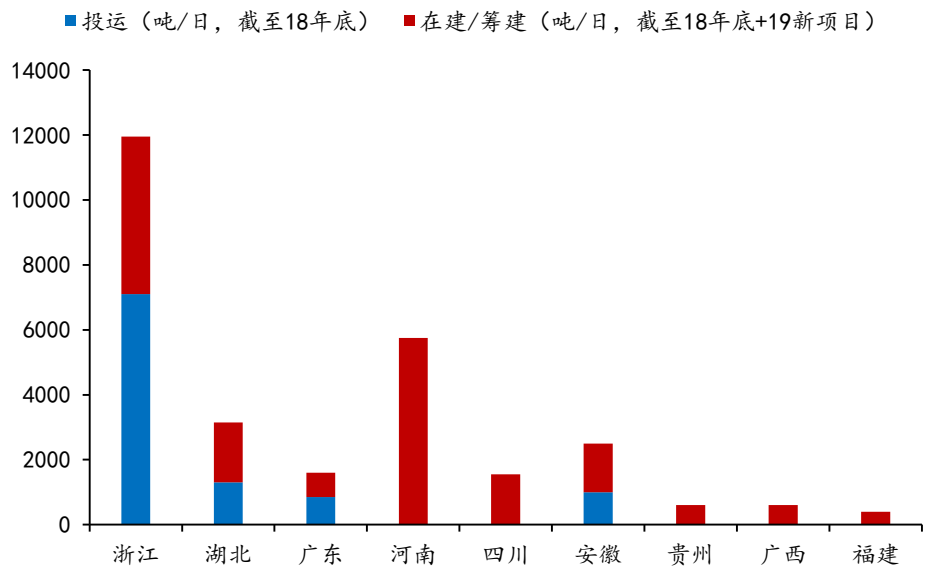


来源：Wind，国联证券研究所

3.3. 在手项目充裕，项目投运速度较快

在手项目充裕。截至目前公司已在浙江省、广东省、福建省、河南省、四川省、安徽省、湖北省、广西省和贵州省等 9 个省投资、建设、运营 23 个垃圾焚烧发电厂，4 个垃圾中转站，总设计处理规模约 2.8 万吨/日，其中截至 2018 年底投运 18 个项目，合计设计处理规模 1.025 万吨/日，其中浙江省项目设计规模 7100 吨/日，占比为 68%。在建/筹建项目 1.785 万吨/日，其中浙江省项目设计规模约 4950 吨/日，占比为 27%。

图表 17：公司在手项目覆盖 9 个省



来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

图表 18：截至目前已投运项目及投产时间（截至 2019 三季度）

序号	省份	项目名称	投资额 (亿元)	规模 (吨/日)	工艺类型	投运时间
1	浙江	台州一期项目	4.4	1000	流化床	12
2	浙江	台州二期项目	2.8	1000	流化床 400 和炉排 600	17
3	浙江	舟山一期项目	2.8	700	炉排炉	11
4	浙江	舟山二期项目	0.60	350	炉排炉	15
5	浙江	舟山扩建	2.7	600	炉排炉	19 三季度
6	浙江	南太湖一期项目	2.5	800	炉排炉	08
7	浙江	南太湖二期项目	0.4	300	炉排炉	14
8	浙江	南太湖三期项目	1.21	400	炉排炉	15
9	浙江	南太湖四期项目	4.2	750	炉排炉	19 一季度
10	浙江	德清项目	1.5	800	流化床	13
11	浙江	安吉一期项目	0.9	300	炉排炉	12
12	浙江	安吉二期项目	0.8	250	炉排炉	16
13	浙江	丽水项目	2.57	400	炉排炉	12/15 改造
14	浙江	兰溪一期项目	1.4	400	炉排炉	13
15	浙江	兰溪二期项目	1.3	400	炉排炉	18.04
16	湖北	荆州项目	2.1	1000	流化床	11
17	湖北	监利项目	1.8	300	炉排炉	17
18	广东	汕头一期项目	3.0	450	炉排炉	15
19	广东	汕头二期项目	1.2	400	炉排炉	18.06
20	安徽	淮北宇能项目	1.7	1000	流化床	10
21	河南	许昌项目	10.5	2250	炉排炉	19 三季度
22	四川	攀枝花项目	3.9	800	炉排炉	19 二季度

23	广西	河池项目	2.8	600	炉排炉	19 一季度
合计			57.0	15250		

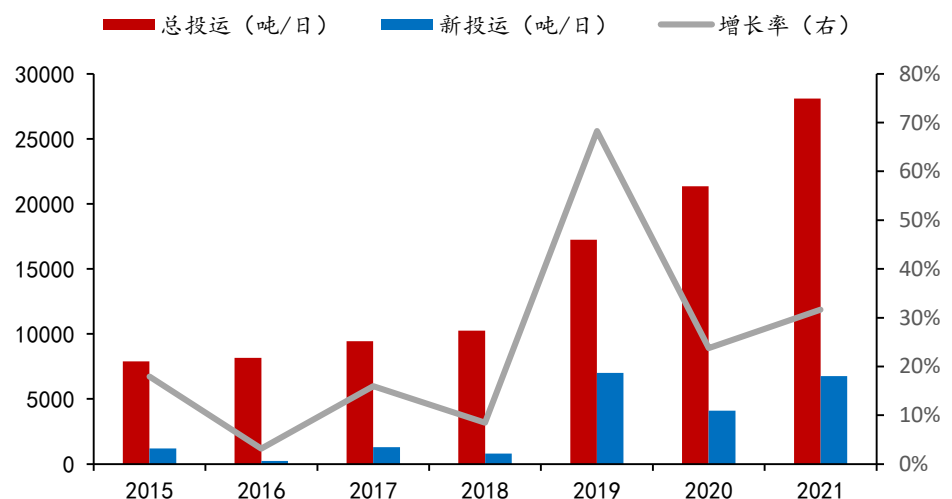
来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

图表 19：截至目前已投运项目及投产时间（截至 2019 三季度报）

序号	省份	项目名称	投资额(亿元)	规模(吨/日)	工艺类型	截至 19 年半年报已投资	预计投运时间
1	浙江	台州项目三期扩建	9.3	1500	炉排炉	2.65	预计 20
2	浙江	仙居县 PPP 项目	2.0	300	炉排炉	0.01	预计 20
3	浙江	德清焚烧炉排炉技改工程	3.6	600	炉排炉	0.96	预计 20
4	浙江	丽水扩建项目	3.0	600	炉排炉	0.25	-
5	浙江	青田项目	2.9	500	炉排炉	0.50	预计 20
6	湖北	荆州扩建改造项目	5.0	750	炉排炉	0.54	预计 20
7	湖北	监利二期	3.0	600	炉排炉	-	-
8	湖北	公安项目	2.3	500	炉排炉	0.71	预计 19 年底
9	广东	汕头三期	3.5	750	炉排炉	-	-
10	河南	武陟项目	5.7	1500	炉排炉	0.04	-
11	河南	沁阳项目	5.8	1500	炉排炉	0.02	-
12	河南	鹿邑项目	2.6	500	炉排炉	0.04	-
13	河南	渠县项目（含大竹）	3.8	750	炉排炉	0.10	预计 20
14	安徽	淮北改扩建项目	7.6	1500	炉排炉	1.90	预计 19 年底
15	贵州	铜仁	2.3	600	炉排炉	0.04	-
16	福建	长汀项目	2.7	400	炉排炉	0.03	-
合计			65.1	12850		7.8	

来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

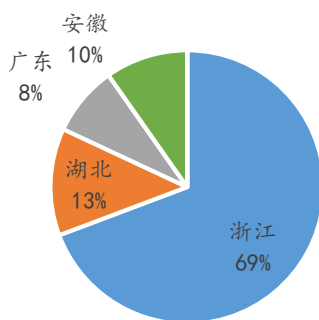
图表 20：公司 19-20 年新项目投资速度明显加快



来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所（假设所有项目将在 21 年底前投产）

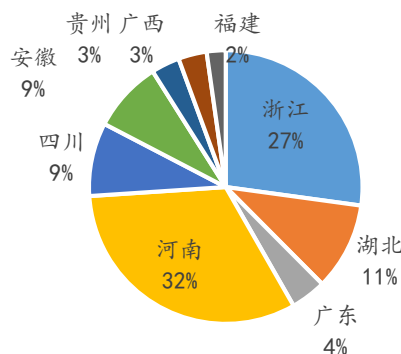
项目投运速度明显加快。公司 15-18 年年新增项目投运规模较低，分别为 1200 吨/日，250 吨/日，1300 吨/日，800 吨/日，预计公司 19-20 年投运速度将明显加快，分别实现年新投运规模 7000 吨/日及 4100 吨/日，公司 19、20 年底累计投运规模将分别达到 1.725 万吨/日、2.315 万吨/日，累计投运规模将分别同比增长 68% 及 24%。截至 2019 年三季度公司投运规模已达到约 1.5 万吨，预计四季度公安项目及淮北项目将投产，增加 2000 吨/日的产能。

图表 21：投运项目区域分布



来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

图表 22：在建/筹建项目区域分布



来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

3.4. 流化床改造增加盈利空间

垃圾焚烧发电行业主要技术包括炉排炉技术和流化床技术。一般而言，由于流化床技术燃烧温度较低，需要掺煤助燃，导致单位处理量所需动力较高，而随着近年来煤炭价格回升，流化床技术的成本相应提高。另外，流化床的炉床材料较易损坏，出现运营不稳定的情形，有时甚至需要停炉检修。因此，与炉排炉技术相比，采用流化床的垃圾焚烧发电项目的毛利率相对较低。

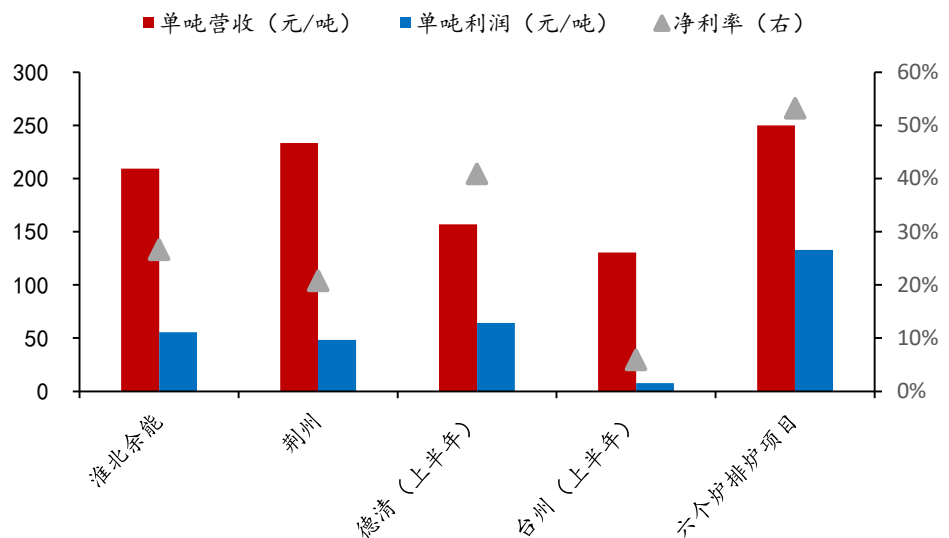
公司目前有四个投运项目采用流化床工艺。分别为台州、德清、荆州与淮北宇能，合计设计处理能力 4200 吨/日，按照设计能力计算，2018 年四个项目的单吨营收及利润，淮北余能及荆州项目单吨营收接近公司投运炉排炉项目，利润明显低于炉排炉，而德清、台州项目单吨营收及利润（2018 年上半年数据）均明显低于炉排炉项目，且四个流化床项目净利率均低于炉排炉项目。

提标改造提升盈利。2018 年公司针对台州旺能、德清旺能、荆州旺能、淮北宇能子公司所属流化床垃圾焚烧炉进行提标改造以提升稳定性及运营效率，通过增加前段分选设备、流化床焚烧炉改进、尾端排放设备升级等措施，有效增加流化床焚烧炉运营的稳定性和处理效率。其中，2018 年度荆州旺能环保、淮北宇能环保主营业务毛利率同比分别由 27.68%、34.38% 增加至 35.34%、40.67%。

未来部分流化床项目或将改造成炉排炉项目进一步提升盈利水平。根据公司公告及公司网站信息，未来台州及荆州项目现有流化床炉子将改造成炉排炉，将增加

2000 吨/日炉排炉处理生活垃圾，增加 400 吨/日污泥焚烧炉。

图表 23：2018 年四个流化床项目盈利性明显低于炉排炉项目



来源：公司公告，国联证券研究所（按照设计处理能力计算单吨营收及利润）

图表 24：流化床项目未来有望改造成炉排炉挖掘潜力

项目名称	工艺类型	规划方案
德清	800 吨/日流化床	新建 600 吨/日炉排炉，停用流化床
台州	1400 吨/日流化床 +600 吨/日炉排炉	新建 1500 吨/日炉排炉，改造 1000 吨/日流化床为炉排炉，改造 400 吨/日流化床为污泥焚烧炉
荆州	1000 吨/日流化床	新建 750 吨/日炉排炉，改造 1000 吨/日流化床为炉排炉
淮北宇能	1000 吨/日流化床	-

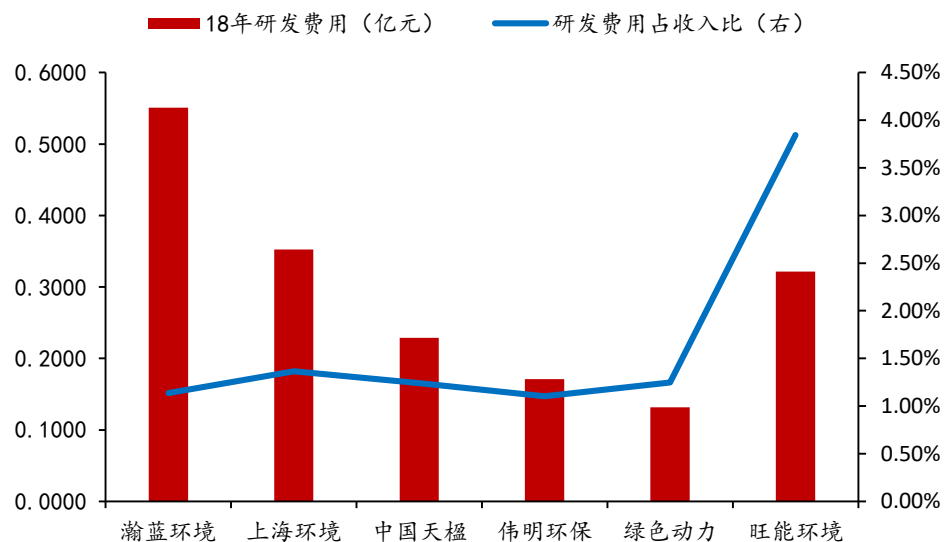
来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

3.5. 重视研发，内部挖潜降本增效

公司研发费用占比收入高于同类上市公司。按照 18 年研发费用及营收的比例，公司以 3.84% 明显高于同行上市公司，且公司在研发费用绝对值上也高于营收规模更大的部分公司。

在知识产权方面，公司目前总共已获取 87 项专利，19 年上半年共申报专利 6 项，新获批 9 项（去年申报）。公司不断加大对科研的投入，公司加速提升新型环保设备、新技术的产品升级开发。机械炉排炉的主要技术指标已处于国内领先地位，环保指标达到国家标准。2019.6.14 浙江旺能环保有限公司与上海交通大学等院校和企业共同合作的项目《生活垃圾温室气体核算与减排利用关键技术与应用》荣获 2018 年度上海市科技进步二等奖。

图表 25：公司研发费用占收入比高于同类上市公司



来源：Wind，国联证券研究所

内部挖潜提升运营效益。公司19年上半年出资500万元设立旺源安装检修公司，主要目的是实现检修业务规范化管理和专业化经营，提高设备的管理水平，19年下半年出资1,000万元人民币设立全资子公司浙江欣展迅贸易有限公司，由欣展迅负责集中采购资源，建立长期稳定的供应商渠道，增加透明度，保证采购的科学合理，降低采购成本，增加市场竞争力。由公司层面设立专门的检修公司和采购公司，以提升各运营子公司的运营效益。

4. 餐厨垃圾及污泥协同发展，打造平台型公司

4.1. 餐厨垃圾市场空间短板较大，公司已储备多个项目

餐厨垃圾及污泥协同发展。公司立足于以特许经营的方式从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设及运营，向餐厨垃圾处理、污泥处理等领域扩展，服务能力覆盖城市环境处理多个业务领域。

餐厨垃圾起步较晚，发展空间较大。“十二五期间”国家发改委、住建部共开展了5批共100个餐厨垃圾处理试点城市，其中发改委资金支持达20多亿元，试点城市覆盖了全国32个省级行政区，一二线城市基本都有，餐饮也各有特色，总体布局基本完成。截至2015年，我国餐厨垃圾实际处理能力不超过1.4万吨/日。十三五规划，继续推进餐厨垃圾无害化处理和资源化利用能力建设，据各地餐厨垃圾产生量及分布等因素，统筹安排、科学布局，鼓励使用餐厨垃圾生产油脂、沼气、有机肥、土壤改良剂、饲料添加剂等。鼓励餐厨垃圾与其他有机可降解垃圾联合处理。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，十三五期间全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约2518.4亿元，其中餐厨垃圾专项工程投资183.5亿元。根据北极星环保网数据，截至2019年上半年，

全国已投运餐厨垃圾处置项目约 2.8 万吨/日，较十三五目标仍有较大差距。垃圾分类的逐步推行或将大大促进湿垃圾的处理设施建设进程。

公司已储备公司多个项目在手，进一步提升发展空间。截至目前公司已在浙江、河南、山东等多省份投资餐厨垃圾处置项目公司 9 个，污泥无害化处置项目 5 个，其中 1 个餐厨项目和 2 个污泥无害化处置项目已成功运行，项目主要以公司垃圾焚烧项目所在地为主，形成垃圾焚烧、餐厨及污泥项目相互协同。

图表 26：公司目前在手 9 个餐厨垃圾项目，投运一个

序号	省份	项目名称	投资额 (亿元)	规模 (吨/日)	19 年半年报	
					在建工程额度 (亿元)	状态
1	浙江	湖州餐厨	1.40	400	0.05	运行
2	浙江	舟山	0.40	100	0.01	在建/筹建
3	浙江	德清	0.85	200 (近期 100)	0.49	在建/筹建
4	浙江	丽水	0.89	200 (近期 100)	0.43	在建/筹建
5	河南	蒙阳	0.95	50+40 污泥	0.03	在建/筹建
6	山东	济宁邹城	0.56	100	0.03	在建/筹建
7	浙江	湖州安吉	0.80	200 (一期 100)	0.14	在建/筹建
8	河南	洛阳	1.40	200	0.05	在建/筹建
9	安徽	蚌埠	2.50	200 餐厨+428 污泥	0.20	在建/筹建

来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

图表 27：公司目前在手 5 个污泥处理项目，投运两个

序号	省份	项目名称	规模 (吨/日)	19 年半年报	
				在建工程额度 (亿元)	状态
1	浙江	台州	100	-	运行
2	河南	许昌魏清	200	-	运行
3	浙江	安吉	100	0.13	在建
4	浙江	德清	180	0.12	在建
5	河南	魏清二期	110	0.12	在建

来源：公司公告，公司网站，国联证券研究所

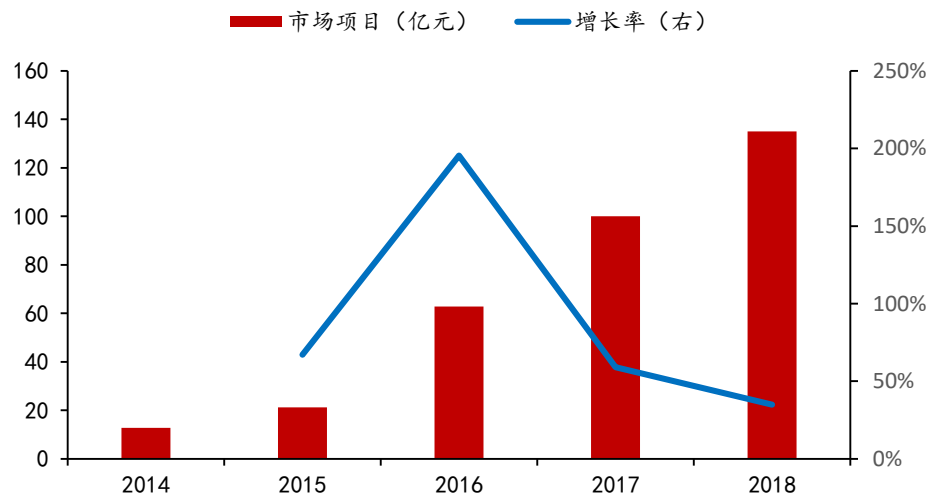
4.2. 进军万亿土壤修复市场

设立环境修复公司进军土壤修复领域。公司 19 年 10 月份公告出资 10,000 万元人民币设立全资子公司浙江旺能环境修复有限公司，由本公司 100% 持股。设立后，环境修复公司将作为本公司环境修复领域扩展业务的主要平台。

万亿土壤修复市场有望逐步放量。国内尚缺少全局性较确切的污染地块信息，根据环保部环境规划院，初步估计中国共有工业污染地块 100 万块~200 万块，受污染

需要治理修复的矿山面积 150 万公顷，受污染农田约 2000 万公顷，预计中国环境修复总投入会达到 1.5 万亿元~2.5 万亿元之间。目前污染场地、土壤和水体污染治理与修复已提升到国家规划层面，随后陆续推出的其他政策标准，把土壤和地下水污染治理与修复也逐渐在全国各地推进，从而在宏观层面上推进中国环境修复产业的发展，未来土壤修复市场有望逐步放量。

图表 28：近几年土壤修复市场释放加快



来源：中国采购与招标网、中国招标网，国联证券研究所

4.3. 长贷顺利，预计项目投资较有保障

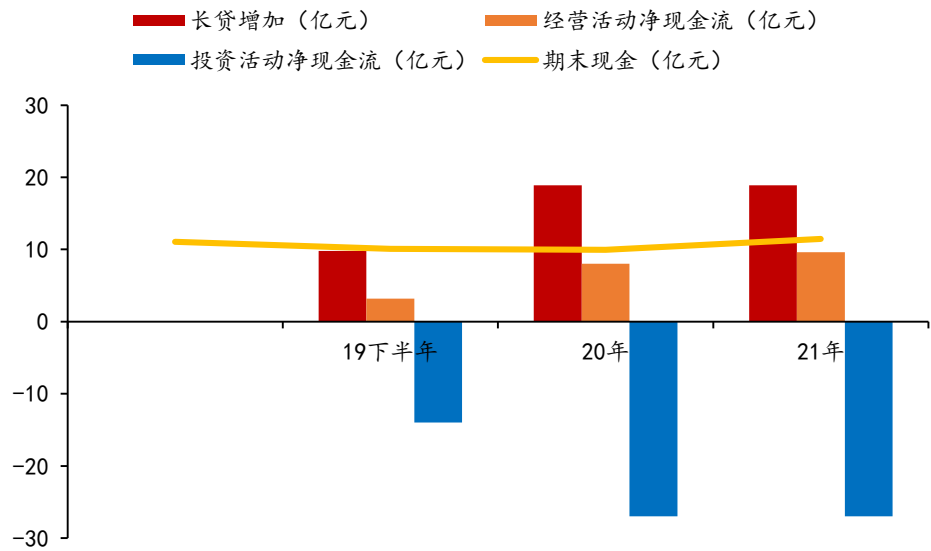
公司 19 年长期借款进展顺利。垃圾焚烧项目商业模式较为稳定，未来预期现金流良好，公司新建垃圾焚烧项目获取长期借款较为顺利，截至 19 年三季度末，公司长期借款 32.06 亿元，较年初增加 17.63 亿元，长期借款比较顺利。

以现金流角度考虑，未来三年现金流较有保障。公司目前在手项目未完成投资约 68 亿元，假设公司 2021 年底前投资完成，投资节奏较为稳定，新项目投资中 30% 为自有资金，70% 为长期贷款，年经营活动净现金流为净利润的 1.6 倍，则推算截至 2021 年底，公司在手现金可以保持在 10 亿左右，较为充裕。

以负债率角度考虑，在手项目投完后负债率约 63%。同样假设公司 2021 年底前投资完成，投资节奏较为稳定，暂不考虑经营负债及经营应收等资产变化，假设公司 19 年下半年、20、21 分别实现净利润 2、5、6 亿元（仅作初步测算使用），预计 2020 年底公司资产负债率约 63%，仍在较为合理范围内。

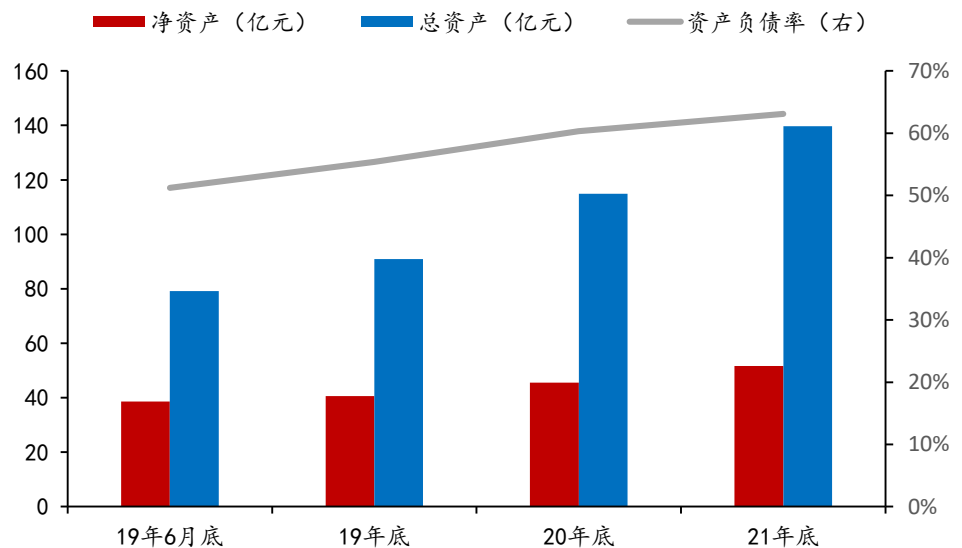
综合两个角度考虑，公司目前在手项目未来资金方面较有保障。

图表 29：公司未来三年现金流测算



来源：Wind，国联证券研究所

图表 30：公司未来三年现金流测算



来源：Wind，国联证券研究所

5. 关键假设与盈利预测

5.1. 核心假设

1、假设公司 19 年新增投运项目河池、攀枝花、南太湖四期、许昌、舟山扩建、

淮北及公安项目，合计新增设计处理能力 7000 吨/日。

2. 假设公司 20 年新增投运项目台州三期，德清技改、青田、荆州扩建及渠县项目，合计新增设计处理能力 4100 吨/日。

3、假设公司其他垃圾焚烧项目于 2021 年底前后建成。

4、暂不考虑公司土壤修复业务及安装业务放量。

5、假设公司在建/筹建项目单吨营收略低于存量炉排炉项目

6、毛利率保持相对稳定基础上略有降低

图表 31：公司营收及毛利预测（亿元）

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
生活垃圾运行及餐厨	收入	7.52	8.19	11.11	15.52	19.67
	增长率		9%	36%	40%	27%
	毛利率 (%)	46.94%	52.15%	52.15%	51.65%	51.15%
印染产品	收入	6.42	0	0	0	0
	增长率		-100%	-	-	-
	毛利率 (%)	17.60%	-	-	-	-
污泥、安装及其他	收入	0.11	0.18	0.77	0.22	0.26
	增长率		64%	328%	-72%	20%
	毛利率 (%)	45.45%	50.00%	33.77%	50.00%	50.00%
合计	收入	14.05	8.37	11.88	15.74	19.92
	增长率		-40%	42%	32%	27%
	毛利率 (%)	33.52%	52.11%	50.96%	51.63%	51.14%

来源：Wind，国联证券研究所

5.2. 盈利预测及评级

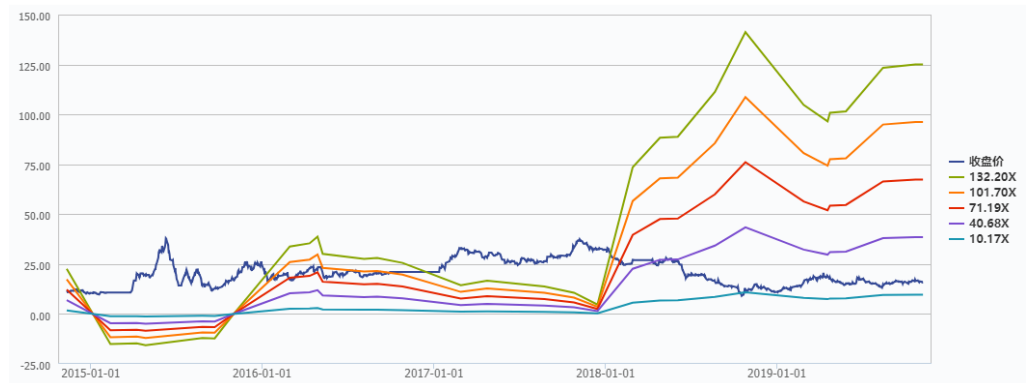
给予“推荐”评级。预计公司 19-21 年实现归母净利润分别为 4.12 亿元、5.15 亿元、6.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.99 元、1.24 元及 1.49 元，对应目前股价 PE 分别为 15、12 及 10 倍，低于可比公司平均估值，且处于历史较低位置，考虑到公司为纯运营公司，现金流优秀，未来发展空间广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 32：可比公司估值对比 (2019.11.15)

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益预测 (元)			动态市盈率		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603568	伟明环保	21.10	198.70	1.01	1.24	1.47	20.84	17.06	14.38
601200	上海环境	10.98	100.28	0.63	0.79	0.99	17.37	13.87	11.13
600323	瀚蓝环境	17.37	133.10	1.21	1.45	1.69	14.40	11.94	10.26
000035	中国天楹	6.45	162.78	0.28	0.40	0.49	22.79	16.25	13.17
	平均						18.85	14.78	12.23
002034	旺能环境	15.26	63.57	0.99	1.24	1.49	15.42	12.35	10.26

来源：Wind，国联证券研究所（除公司外，可比公司选用 Wind 一致预测）

图表 33：公司历史 PE (TTM) 变化



来源：Wind，国联证券研究所

6. 风险提示

发电补贴下降；

入炉垃圾量下降；

单吨处理成本提升；

融资成本提升

图表 34：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1156.88	836.25	878.15	960.54	1361.10	营业收入	1405.07	836.48	1188.0	1574.0	1992.0
应收账款+票据	292.18	308.19	544.47	585.23	844.48	营业成本	933.59	400.39	582.60	761.34	973.29
预付账款	3.64	10.02	9.85	16.12	17.08	营业税金及附加	28.57	24.98	35.47	47.00	59.48
存货	4.26	28.58	19.20	43.24	36.59	营业费用	36.86	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.96	8.94	8.94	8.94	8.94	管理费用	116.20	65.41	75.22	86.50	99.48
流动资产合计	1465.9	1191.98	1460.6	1614.08	2268.20	财务费用	48.14	38.65	64.88	127.64	200.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	8.38	1.98	-5.00	3.00	4.00
固定资产	1263.4	1498.1	1872.3	2213.56	2528.76	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	506.73	1624.7	1624.7	1624.77	1624.77	投资净收益	-3.45	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1605.4	1824.8	3846.1	5779.52	7624.88	其他	86.44	53.87	53.00	60.95	70.09
其他非流动资产	83.17	69.03	62.24	55.45	50.61	营业利润	316.32	358.94	487.83	609.47	725.11
非流动资产合计	3458.7	5016.7	7405.5	9673.30	11829.01	营业外净收益	5.50	-0.67	0.00	0.00	0.00
资产总计	4924.6	6208.7	8866.1	11287.3	14097.2	利润总额	321.82	358.27	487.83	609.47	725.11
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	51.83	46.48	68.30	85.33	94.26
应付账款+票据	364.93	439.70	731.08	798.91	1157.01	净利润	269.99	311.79	419.53	524.14	630.84
其他	276.49	282.75	289.28	295.76	310.99	少数股东损益	35.17	5.50	7.40	9.25	11.13
流动负债合计	686.42	722.44	1020.3	1094.67	1468.01	归属于母公司净	234.81	306.29	412.13	514.89	619.71
长期带息负债	486.14	1443.4	3443.4	5343.42	7243.42	主要财务比率					
长期应付款	155.23	105.08	105.08	105.08	105.08		2017A	2018	2019E	2020E	2021E
其他	255.78	281.02	303.41	329.15	358.76	成长能力					
非流动负债合计	897.15	1829.5	3851.9	5777.65	7707.26	营业收入	71.59%	-40.47%	42.02%	32.49%	26.56%
负债合计	1583.5	2551.9	4872.2	6872.33	9175.27	EBIT	1320.97	7.94%	51.29%	36.42%	25.39%
少数股东权益	14.57	21.07	28.47	37.72	48.86	EBITDA	1098.38	7.10%	48.73%	36.18%	25.56%
股本	245.04	416.57	416.57	416.57	416.57	归属于母公司净	-48.52%	30.44%	34.56%	24.93%	20.36%
资本公积	2470.6	2363.3	2363.3	2363.30	2363.30	获利能力					
留存收益	610.82	855.85	1185.55	1597.46	2093.22	毛利率	33.56%	52.13%	50.96%	51.63%	51.14%
股东权益合计	3341.0	3656.7	3993.8	4415.05	4921.94	净利率	19.22%	37.27%	35.31%	33.30%	31.67%
负债和股东权益总	4924.6	6208.7	8866.1	11287.3	14097.2	ROE	7.06%	8.42%	10.39%	11.76%	12.72%
						ROIC	46.21%	11.65%	11.75%	10.44%	9.88%
						偿债能力					
						资产负债	32.16%	41.10%	54.95%	60.89%	65.09%
						流动比率	2.14	1.65	1.43	1.47	1.55
						速动比率	2.12	1.60	1.40	1.43	1.51
						营运能力					
						应收账款周转率	8.55	4.09	3.72	4.20	3.96
						存货周转率	219.19	14.01	30.34	17.61	26.60
						总资产周转率	0.29	0.13	0.13	0.14	0.14
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.56	0.74	0.99	1.24	1.49
						每股经营现金流	1.06	1.49	2.25	2.87	3.90
						每股净资产	7.99	8.73	9.52	10.51	11.70
						估值比率					
						市盈率	27.07	20.75	15.42	12.35	10.26
						市净率	1.91	1.75	1.60	1.45	1.30
						EV/EBITDA	5.81	11.55	9.97	8.83	8.04
						EV/EBIT	9.09	17.94	15.22	13.46	12.27

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856