

设备销售发力 中标遂昌 EPC 项目

——伟明环保 603568.SH

公用事业/环保工程及服务



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布公告,作为联合体中标《遂昌县城市生活垃圾收运及焚烧发电一体化项目-遂昌县垃圾终端处置园一期 EPC 工程总承包合同》。该项目总投资 3.34 亿元,分一二期各 300 t/d,其中 EPC 工程费用 2.27 亿元,计划合同周期 13 个月,建设内容包含一期主厂房及设备;餐厨垃圾 20 t/d 和粪便 10 t/d 设备设施;辅助系统土建一次建成;不含收运系统。项目全面验收日后的三年内,发包人委托承包人(派出的运营管理团队)驻厂进行技术指导和培训,进行运营综合管理,运营综合管理费用为 168 万元/年,服务期 3 年。该项目中,伟明承担设备销售和验收后项目委托运营。

投资摘要:

我们测算该项目能为公司贡献约 3 千万净利润。公司在该项目上的盈利主要来自两部分:1)设备销售:假设此部分收入占比合同额约 50% (1.13 亿元),毛利率 40% 以上,净利润 20% 以上;2)委托运营:从公告看,此部分成本主要来自公司派出的运营管理团队,参照公司已投项目,可假设管理人员成本约 0.2 万元/日,则净利润约 100 万元/年。该项目作为公司扩大设备外销规模的信号,将助公司积累 EPC 经验,提升市场影响力。

公司设备销售收入占 1/3,对外业务正发力。公司焚烧炉设备起家,首个应用项目(东庄项目)已稳定运行近 20 年,较进口设备更适国内垃圾品质,被建设部专家誉为“中国国产化垃圾焚烧处理技术与设施发展的第一座里程碑”。随后自主研发的渗滤液、烟气处理、餐厨等系统陆续投产应用,性价比突出。公司此前主要为 BOT 项目设备内销。根据会计准则,于 2017 年将设备销售和技术服务确认收入,2017 和 2018 年分别实现收入 2.6 和 5.1 亿元,占总收入 25% 和 33%,毛利率约 50%。2019 年公司开启对外销售业务,已签署 1 个垃圾发电 EP、2 个餐厨项目 EPC、1 个渗滤液 EPC,并将目光投向海外市场。

叠加公司正处产能大量投放期,设备收入将维持高增速。公司 2019 年新签垃圾发电订单共 1.05 万吨/日,居 A 股可比公司之首,投产规模扩至 1.46 万吨/日,在手项目 1.87 万吨/日将在 2020-2021 年集中建设,建设期按进度确认设备收入(通常占总投资 50%)。我们预计 2019-2021 年设备收入增速为 31%、28%、35%。

投资建议: 我们看好公司作为民营龙头,存量项目高盈利能力,优异现金流保障高效扩张的能力,成本控制和精细化运营筑造县级市场壁垒,未来设备销售业务发力。预计公司 2019-2021 年将实现归母净利润 9.8、13.4、17.8 亿元,当前股价对应 PE 分别为 26x、19x、14x,具备投资价值,继续强烈推荐。

风险提示: 异地新项目建设进度不及预期;垃圾发电国补政策风险。

评级

买入(维持)

2020 年 01 月 16 日

曹旭特

分析师

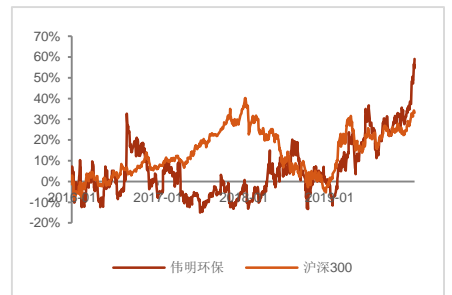
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2020.01.15

总市值/流通市值(亿元)	253.93/253.19
总股本(万股)	95,463.69
资产负债率(%)	39.76
每股净资产(元)	3.93
收盘价(元)	26.6
一年内最低价/最高价(元)	17.65/29.19

公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

相关报告

1、《伟明环保季报点评:精细运营与高效扩张推动业绩高增长》2019-10-30

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1029	1547	2024	2728	3653
增长率 (%)	49%	50%	31%	35%	34%
归母净利润 (百万)	507	740	981	1335	1776
增长率 (%)	54%	46%	33%	36%	33%
净资产收益率 (%)	22%	24%	24%	27%	29%
每股收益(元)	0.74	1.09	1.03	1.40	1.86
PE	36	24	26	19	14
PB	8	6	6	5	4

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1029	1547	2024	2728	3653	流动资产合计	1154	1862	2741	3358	4375						
营业成本	398	614	833	1111	1509	货币资金	542	1186	1697	2002	2581						
营业税金及附加	21	23	30	41	55	应收账款	243	360	448	573	729						
营业费用	9	13	17	22	27	其他应收款	6	33	44	59	79						
管理费用	84	80	105	141	189	预付款项	24	32	47	60	83						
研发费用	0	17	22	30	40	存货	81	90	146	179	253						
财务费用	47	45	60	77	95	其他流动资产	259	161	360	485	649						
资产减值损失	1	9	0	0	0	非流动资产合计	2777	3877	5271	6923	9639						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	6	6	6	6	6	固定资产	89	124	130	139	152						
营业利润	575	860	1128	1534	2041	无形资产	2107	2467	3535	4779	6974						
营业外收入	3	2	0	0	0	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	2	3	0	0	0	其他非流动资产	11	34	56	75	100						
利润总额	576	859	1128	1534	2041	资产总计	3932	5739	8012	10281	14013						
所得税	69	120	146	199	265	流动负债合计	462	660	775	906	1108						
净利润	507	738	981	1335	1776	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	0	-2	0	0	0	应付账款	208	301	416	545	747						
归属母公司净利润	507	740	981	1335	1776	预收款项	1	2	3	3	5						
EBITDA	2738	3383	1330	1801	2409	一年内到期的非流动负债	39	82	82	82	82						
EPS (元)	0.74	1.09	1.03	1.40	1.86	非流动负债合计	1158	1994	3159	4383	6703						
主要财务比率						长期借款	301	567	2521	3745	6065						
						应付债券	0	501	167	167	167						
成长能力						负债合计	1619	2653	3935	5289	7811						
营业收入增长	48.5%	50.3%	30.8%	34.8%	33.9%	少数股东权益	7	8	8	8	8						
营业利润增长	100.2%	49.7%	31.1%	36.1%	33.0%	实收资本(或股本)	688	688	955	955	955						
归属于母公司净利润增长	54.3%	46.0%	32.6%	36.1%	33.0%	资本公积	280	293	293	293	293						
获利能力						未分配利润	1294	1833	2438	3287	4399						
毛利率(%)	61.3%	60.3%	58.8%	59.3%	58.7%	归属母公司股东权益合计	2306	3077	4069	4984	6194						
净利率(%)	49.2%	47.7%	48.5%	48.9%	48.6%	负债和所有者权益	3932	5739	8012	10281	14013						
总资产净利润(%)	12.9%	12.9%	12.2%	13.0%	12.7%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	22.0%	24.0%	24.1%	26.8%	28.7%							2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
偿债能力						经营活动现金流	664	744	927	1415	1903						
资产负债率(%)	41%	46%	49%	51%	56%	净利润	507	738	981	1335	1776						
流动比率		2.82	3.54	3.71	3.95	折旧摊销	122	135	142	190	272						
速动比率		2.69	3.35	3.51	3.72	财务费用	47	45	60	77	95						
营运能力						应付帐款减少	-26	-118	-87	-126	-156						
总资产周转率	0.28	0.32	0.29	0.30	0.30	预收帐款增加	0	1	0	1	1						
应收账款周转率	4	5	5	5	6	投资活动现金流	-390	-876	-3108	-3790	-5379						
应付账款周转率	5.81	6.08	5.65	5.68	5.65	公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.09	1.03	1.40	1.86	投资收益	6	6	6	6	6						
每股净现金流(最新摊薄)	0.28	0.97	0.54	0.32	0.61	筹资活动现金流	-81	796	2693	2681	4055						
每股净资产(最新摊薄)	3.35	4.47	4.26	5.22	6.49	应付债券增加	0	501	-334	0	0						
估值比率						长期借款增加	15	265	3532	3178	4717						
P/E	35.72	24.47	25.88	19.02	14.30	普通股增加	7	0	267	0	0						
P/B	7.94	5.94	6.24	5.10	4.10	资本公积增加	99	13	0	0	0						
EV/EBITDA	6.61	5.40	19.90	15.20	12.09	现金净增加额	194	664	512	305	579						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所