

## Q3 业绩符合预期，在建项目稳步投产



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月01日)	26.76元
目标价格	31.94元
52周最高价/最低价	31.2/16.23元
总股本/流通A股(万股)	125,654/125,654
A股市值(百万元)	33,625
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2021年11月01日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.17	-3.05	-3.75	23.98
相对表现	-1.28	-6.31	-1.5	18.71
沪深300	-2.89	3.26	-2.25	5.27



资料来源: WIND、东方证券研究所

事件: 公司发布 2021 年三季报, 1-9 月公司实现营业收入 33.26 亿元, 同比增长 55.98%, 归母净利润 11.97 亿元, 同比增长 31.90%; 7-9 月单季度公司实现营业收入 12.36 亿元, 同比增长 25.19%, 归母净利润 4.02 亿元, 同比增长 3.37%。

### 核心观点

- 在建项目稳步投产, 会计准则致利润增速低于收入增速:** 前三季度东阳项目两炉一机、宁晋项目两炉一机、蒙阴项目、磐安项目、安福项目和永丰项目一炉一机实现并网发电, 截至目前公司控股的垃圾焚烧正式运营及试运营项目达到 32 个。2021 年由于会计准则的调整, 公司需确认部分建设期土建收入, 由于土建业务的利润率较低, 因此造成了公司收入增速高于利润的增速。
- 运营项目稳定, 前三季度上网电量同比增长 33.27%:** 前三季度运营业务稳中有升, 公司及下属相关子公司累计入库垃圾量 504.25 万吨 (其中生活垃圾入库量 478.20 万吨), 同比增长 26.52%, 上网电量 15.06 亿度, 同比增长 33.27%; 三季度单季度净利润 4.02 亿, 同比增速下滑主要系去年受疫情影响, 公司上半年的设备销售在三季度集中体现所致。
- 中标盛运系公司重组资格, 在存量市场整合具备标杆意义:** 作为生活垃圾焚烧行业从装备制造到项目投资和运营的全产业链公司, 公司的项目投资成本低, 运营管理经验丰富, 中标盛运环保系公司重组, 若最终完成对系列公司的重组投资和移交管理, 将体现伟明环保在垃圾焚烧行业存量市场的整合能力, 具备示范效应。

### 财务预测与投资建议

- 根据在建项目的投产进度, 维持公司 2021-2023 年归母净利润分别为 16.82/20.74/23.54 亿元的盈利预测, 根据 DCF 估值, 给予目标价为 31.94 元, 维持买入评级。

### 风险提示

- 项目建设进度不达预期。

#### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,038	3,123	4,079	4,956	5,768
同比增长(%)	31.7%	53.3%	30.6%	21.5%	16.4%
营业利润(百万元)	1,103	1,452	1,944	2,398	2,723
同比增长(%)	28.2%	31.7%	33.9%	23.3%	13.6%
归属母公司净利润(百万元)	974	1,257	1,682	2,074	2,354
同比增长(%)	31.7%	29.0%	33.8%	23.3%	13.5%
每股收益(元)	0.78	1.00	1.34	1.65	1.87
毛利率(%)	62.0%	54.1%	55.4%	57.0%	57.6%
净利率(%)	47.8%	40.3%	41.2%	41.8%	40.8%
净资产收益率(%)	26.7%	25.9%	28.5%	29.3%	27.0%
市盈率	29.8	23.1	17.3	14.0	12.3
市净率	6.9	5.3	4.6	3.7	3.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

#### 证券分析师

卢日鑫

021-63325888\*6118

lurixin@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860515100003

#### 证券分析师

谢超波

021-63325888\*6070

xiechaobo@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517090001

#### 证券分析师

施静

021-63325888\*3206

shijing1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520090002

香港证监会牌照: BMO306

#### 相关报告

业绩符合预期, 项目拓展多点开花 2021-08-23

中标盛运环保系公司重组投资资格, 未来在 2021-07-15

存量市场整合具备标杆意义

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	802	965	1,819	2,965	4,044	营业收入	2,038	3,123	4,079	4,956	5,768
应收票据、账款及款项融资	535	561	733	890	1,036	营业成本	775	1,433	1,820	2,129	2,448
预付账款	41	14	18	22	26	营业税金及附加	24	32	42	51	60
存货	110	159	202	236	272	营业费用	15	22	29	36	41
其他	270	1,039	905	1,011	1,110	管理费用及研发费用	134	151	183	222	258
<b>流动资产合计</b>	<b>1,757</b>	<b>2,737</b>	<b>3,676</b>	<b>5,125</b>	<b>6,488</b>	财务费用	85	74	169	235	353
长期股权投资	10	27	27	27	27	资产、信用减值损失	18	47	0	0	0
固定资产	275	473	561	656	791	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,025	2,509	1,911	2,193	2,967	投资净收益	2	0	0	0	0
无形资产	3,571	3,968	5,336	6,858	8,923	其他	113	89	108	115	115
其他	283	759	570	563	563	<b>营业利润</b>	<b>1,103</b>	<b>1,452</b>	<b>1,944</b>	<b>2,398</b>	<b>2,723</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,163</b>	<b>7,736</b>	<b>8,405</b>	<b>10,298</b>	<b>13,270</b>	营业外收入	3	10	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>6,920</b>	<b>10,473</b>	<b>12,082</b>	<b>15,423</b>	<b>19,758</b>	营业外支出	2	6	6	6	6
短期借款	0	150	150	150	150	<b>利润总额</b>	<b>1,103</b>	<b>1,456</b>	<b>1,948</b>	<b>2,401</b>	<b>2,727</b>
应付票据及应付账款	345	985	1,251	1,463	1,682	所得税	131	200	268	330	375
其他	268	404	154	154	154	<b>净利润</b>	<b>972</b>	<b>1,256</b>	<b>1,680</b>	<b>2,071</b>	<b>2,352</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>613</b>	<b>1,539</b>	<b>1,555</b>	<b>1,767</b>	<b>1,986</b>	少数股东损益	(3)	(2)	(2)	(2)	(3)
长期借款	780	1,094	1,882	3,461	5,868	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>974</b>	<b>1,257</b>	<b>1,682</b>	<b>2,074</b>	<b>2,354</b>
应付债券	169	1,050	1,050	1,050	1,050	每股收益(元)	0.78	1.00	1.34	1.65	1.87
其他	1,118	1,242	1,242	1,242	1,242						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,068</b>	<b>3,386</b>	<b>4,173</b>	<b>5,752</b>	<b>8,160</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,680</b>	<b>4,925</b>	<b>5,728</b>	<b>7,520</b>	<b>10,146</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	24	59	57	55	52	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	955	1,257	1,257	1,257	1,257	营业收入	31.7%	53.3%	30.6%	21.5%	16.4%
资本公积	551	493	118	118	118	营业利润	28.2%	31.7%	33.9%	23.3%	13.6%
留存收益	2,672	3,630	4,922	6,474	8,186	归属于母公司净利润	31.7%	29.0%	33.8%	23.3%	13.5%
其他	39	110	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,240</b>	<b>5,549</b>	<b>6,354</b>	<b>7,903</b>	<b>9,612</b>	毛利率	62.0%	54.1%	55.4%	57.0%	57.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,920</b>	<b>10,473</b>	<b>12,082</b>	<b>15,423</b>	<b>19,758</b>	净利率	47.8%	40.3%	41.2%	41.8%	40.8%
						ROE	26.7%	25.9%	28.5%	29.3%	27.0%
						ROIC	22.1%	20.0%	20.9%	20.5%	18.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	38.7%	47.0%	47.4%	48.8%	51.4%
净利润	972	1,256	1,680	2,071	2,352	净负债率	4.7%	25.7%	21.4%	22.7%	32.4%
折旧摊销	191	221	282	372	483	流动比率	2.87	1.78	2.36	2.90	3.27
财务费用	85	74	169	235	353	速动比率	2.69	1.68	2.23	2.77	3.13
投资损失	(2)	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(294)	167	(69)	(90)	(65)	应收账款周转率	4.6	5.7	6.3	6.1	6.0
其它	(84)	(766)	179	0	0	存货周转率	7.7	10.7	10.1	9.7	9.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>868</b>	<b>952</b>	<b>2,240</b>	<b>2,589</b>	<b>3,123</b>	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
资本支出	(1,253)	(2,602)	(1,130)	(2,265)	(3,455)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(10)	(17)	0	0	0	每股收益	0.78	1.00	1.34	1.65	1.87
其他	62	452	(110)	0	0	每股经营现金流	0.91	0.76	1.78	2.06	2.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,201)</b>	<b>(2,167)</b>	<b>(1,240)</b>	<b>(2,265)</b>	<b>(3,455)</b>	每股净资产	3.36	4.37	5.01	6.25	7.61
债权融资	(149)	1,236	788	1,579	2,408	<b>估值比率</b>					
股权融资	585	244	(375)	0	0	市盈率	29.8	23.1	17.3	14.0	12.3
其他	(517)	(106)	(558)	(757)	(996)	市净率	6.9	5.3	4.6	3.7	3.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(81)</b>	<b>1,374</b>	<b>(146)</b>	<b>823</b>	<b>1,412</b>	EV/EBITDA	22.3	17.6	12.8	10.2	8.6
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.9	20.1	14.6	11.7	10.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(414)</b>	<b>159</b>	<b>854</b>	<b>1,146</b>	<b>1,079</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)