

伟明环保 (603568.SH)

年内新签焚烧项目超 1 万吨/日，拓张新能源等多元领域

核心观点：

- **年内收购+新签订单超 1 万吨/日，远超行业同行。**公司近期公告中标陇南垃圾焚烧项目，总规模为 900 吨/日。公司年内通过重整盛运环保（获取焚烧项目 3350 吨/日，民企对民企）、增资国源环保（获取焚烧项目 4100 吨/日，民企对国企），以及自身新签订单 4200 吨/日，年内已合计新增项目规模超 1.16 万吨/日。在同行业公司拿单速度大幅放缓的背景下，公司凭借民营企业灵活性及自研设备的成本优势，并购+新签订单加快。当前在手项目已达 4.85 万吨/日，其中在运产能 2.75 万吨/日，充裕的在手项目为公司未来业绩高增长提供保障。
- **融资与激励并举，公司发行第三期可转债、推动员工持股计划。**公司近期公告可转债发行预案，拟募资不超过 14.77 亿元用于垃圾焚烧项目建设。公司近年来持续通过发行可转债推动项目建设，前两期募资规模分别为 6.7 亿元（2018 年）、12 亿元（2020 年），此次为第三期。此外公司持续完善激励机制并推出员工持股计划，覆盖 152 名员工。
- **进军新能源、多元化成长构建第二成长曲线。**公司与青山控股达成战略合作进军大宗固废利用，拓展多元布局。青山控股为不锈钢冶炼龙头，近年来外扩至海外镍矿，为全球镍铁产能第一。此外公司控股股东伟明集团与 Indigo 公司共同在印尼规划投资开发年产 4 万吨高冰镍项目，并重点开发低品位镍矿和尾矿的利用技术，新能源布局加速。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 16.4/19.8/24.3 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 29.2/24.2/19.7 倍。公司加大并购整合力度，保障主业业绩高增长，同时新能源等业务布局构建第二成长曲线。给予 2021 年 30 倍 PE，对应合理价值 38.36 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新订单获取速度低于预期；补贴发放或项目进度低于预期。

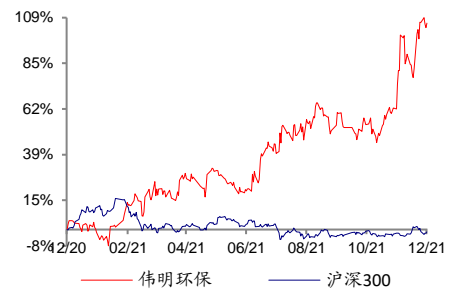
盈利预测：

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2,038 | 3,123 | 4,489 | 5,249 | 6,370 |
| 增长率（%） | 31.7 | 53.3 | 43.7 | 17.0 | 21.3 |
| EBITDA（百万元） | 1,282 | 1,706 | 2,184 | 2,739 | 3,357 |
| 归母净利润（百万元） | 974 | 1,257 | 1,643 | 1,978 | 2,434 |
| 增长率（%） | 31.7 | 29.0 | 30.7 | 20.4 | 23.1 |
| EPS（元/股） | 1.02 | 1.00 | 1.28 | 1.54 | 1.89 |
| 市盈率（P/E） | 22.48 | 18.92 | 29.17 | 24.23 | 19.69 |
| ROE（%） | 23.1 | 22.9 | 22.8 | 21.4 | 20.8 |
| EV/EBITDA | 17.24 | 14.78 | 23.30 | 18.77 | 15.37 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 37.30 元 |
| 合理价值 | 38.36 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2021-12-24 |

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

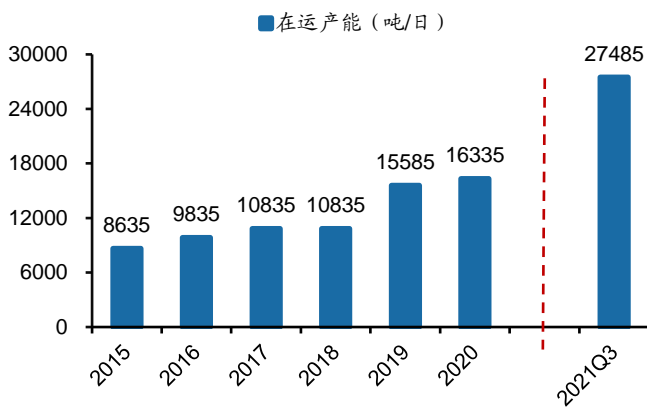
相关研究：

- 伟明环保 (603568.SH) :持 2021-10-28
续获取新项目并拓张焚烧+，
投产大年业绩持续释放
- 伟明环保 (603568.SH) :业 2021-08-23
绩超预期，焚烧主业持续签
单、“焚烧+”布局迅速

一、项目规模持续扩大，驱动业绩高增长

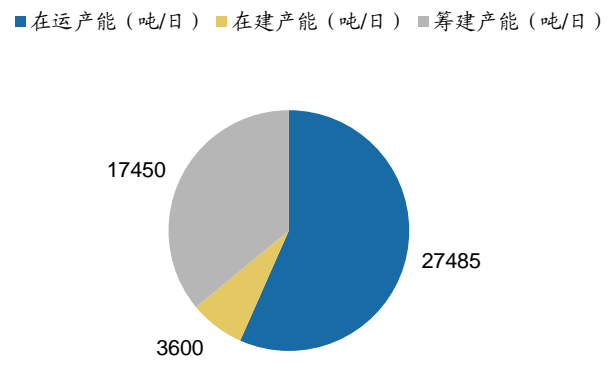
公司年内收购及新签垃圾焚烧订单超1万吨/日，扩张能力突出。公司公告中标陇南垃圾焚烧项目，总规模为900吨/日。公司年内通过重整盛运环保（获取焚烧项目3350吨/日，民企对民企）、增资国源环保（获取焚烧项目4100吨/日，民企对国企）、新签订单4100吨/日，合计新增项目规模达1.16万吨。在行业市场空间增速、同行业公司拿单速度放缓的背景下，公司凭借民营企业灵活性及自研设备的成本优势，实现远超同业的焚烧产能增长。当前在手项目已达4.85万吨/日。其中在运产能2.75万吨/日，充裕的产能为公司未来业绩高增长提供保障。

图 1：公司近年来产能规模不断提升



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 2：截止目前在运产能已扩增至2.75万吨/日



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

表 1：三季度后新增投资项目

| 时间 | 项目名称 | 项目内容 |
|------------|---|--|
| 2021/9/1 | 重整投资盛运环保系公司暨签订重整投资协议 | 拟以不超过人民币 7 亿元重整投资盛运环保转增后总股本 51% 的股份，并通过盛运环保控制其下属 7 家子公司，获取焚烧项目产能 3350 吨/日 |
| 2021/12/3 | 广西省象州县垃圾焚烧发电项目 | 本项目总规模为 800 吨/日，一期工程 400 吨/日，一期工程总投资约 1.8 亿元。 |
| 2021/12/10 | 延安市生活垃圾焚烧发电项目；榆林市生活垃圾焚烧发电技改项目；宝鸡市生活垃圾处理项目 | 拟向国源环保增资，增资后的国源环保投资、建设、运营延安项目、榆林技改项目、宝鸡项目，以上三项目投资总额约人民币 17.28 亿元，获取焚烧项目产能 4100 吨/日 |
| 2021/12/16 | 陇南市武都区生活垃圾焚烧发电项目 | 项目总规模为 900 吨/日，其中一期工程设计日处理能力 600 吨/日生活垃圾，协同处理 50 吨/日的餐厨和厨余垃圾，总投资 4.5 亿元。 |

数据来源：公司中标公告，广发证券发展研究中心

二、融资与激励并举，完善公司治理并推进项目建设

公司近期公告可转债发行预案，拟募资不超过14.77亿元用于垃圾焚烧项目建设。公司近年来持续通过发行可转债推动项目建设，前两期募资规模分别为6.7亿元（2018

年)、12亿元(2020年),此次为第三期。此外公司持续完善激励机制并推出员工持股计划,覆盖152名员工。

表 2: 第三期可转债拟募集资金使用计划(单位:万元)

| 项目名称 | 投资总额 | 拟投入募集资金 |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 卢龙县生活垃圾无害化处理及焚烧发电项目 | 21,574.40 | 18,400.00 |
| 昌黎县城乡静脉产业园特许经营项目(一期) | 39,053.75 | 34,700.00 |
| 罗甸县生活垃圾焚烧发电工程 | 31,006.00 | 23,100.00 |
| 蛟河市生活垃圾焚烧发电项目 | 22,649.42 | 19,000.00 |
| 武平县生活垃圾焚烧发电项目 | 19,997.32 | 15,600.00 |
| 补充流动资金项目 | 36,900.00 | 36,900.00 |
| 合计 | 171,180.89 | 147,700.00 |

数据来源:公司可转债发行预案公告,广发证券发展研究中心

三、持续扩张的优质焚烧运营公司,维持“买入”评级

预计公司2021-2023年归母净利润分别为16.4/19.8/24.3亿元,按最新收盘价对应PE分别为29.2/24.2/19.7倍。公司加大并购整合力度,保障主业业绩高增长,同时新能源等业务布局构建第二成长曲线。给予2021年30倍PE,对应合理价值38.36元/股,维持“买入”评级。

表 3: 伟明环保可比公司 PE 估值情况可比(最新收盘价日期: 2021/12/23)

| 代码 | 公司名称 | 市值/亿元 | 最新收盘价 元/股 | 归母净利润(亿元) | | | PE/倍 | | |
|-----------|------|--------|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2020A | 2021E | 2022E |
| 600323.SH | 瀚蓝环境 | 174.24 | 21.37 | 10.57 | 12.93 | 15.75 | 17.99 | 13.47 | 11.06 |
| 601200.SH | 上海环境 | 139.67 | 12.45 | 6.25 | 7.41 | 8.59 | 19.55 | 18.85 | 16.26 |
| 002034.SZ | 旺能环境 | 74.47 | 17.34 | 5.22 | 6.62 | 8.17 | 12.85 | 11.25 | 9.12 |
| 601330.SH | 绿色动力 | 117.38 | 10.52 | 5.03 | 7.64 | 9.62 | 23.89 | 15.36 | 12.20 |

数据来源:Wind、广发证券发展研究中心 备注:各公司盈利预测来自Wind一致预测

四、风险提示

新订单获取速度低于预期; 补贴发放或项目进度低于预期。

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 1,752 | 2,737 | 3,259 | 4,348 | 5,291 |
| 货币资金 | 802 | 965 | 670 | 959 | 980 |
| 应收及预付 | 575 | 575 | 1,375 | 1,913 | 2,659 |
| 存货 | 110 | 159 | 249 | 294 | 348 |
| 其他流动资产 | 264 | 1,039 | 964 | 1,182 | 1,304 |
| 非流动资产 | 5,163 | 7,736 | 10,178 | 12,004 | 13,733 |
| 长期股权投资 | 10 | 27 | 37 | 47 | 57 |
| 固定资产 | 275 | 473 | 615 | 742 | 852 |
| 在建工程 | 1,095 | 3,069 | 3,069 | 3,069 | 3,069 |
| 无形资产 | 3,571 | 3,968 | 6,258 | 7,947 | 9,557 |
| 其他长期资产 | 213 | 198 | 198 | 198 | 198 |
| 资产总计 | 6,915 | 10,473 | 13,436 | 16,352 | 19,025 |
| 流动负债 | 613 | 1,539 | 1,594 | 1,986 | 1,689 |
| 短期借款 | 0 | 150 | 187 | 513 | 205 |
| 应付及预收 | 347 | 985 | 995 | 979 | 930 |
| 其他流动负债 | 265 | 404 | 413 | 494 | 553 |
| 非流动负债 | 2,068 | 3,386 | 4,586 | 5,086 | 5,586 |
| 长期借款 | 780 | 1,094 | 2,294 | 2,794 | 3,294 |
| 应付债券 | 169 | 1,050 | 1,050 | 1,050 | 1,050 |
| 其他非流动负债 | 1,118 | 1,242 | 1,242 | 1,242 | 1,242 |
| 负债合计 | 2,680 | 4,925 | 6,180 | 7,072 | 7,275 |
| 股本 | 955 | 1,257 | 1,285 | 1,285 | 1,285 |
| 资本公积 | 571 | 495 | 495 | 495 | 495 |
| 留存收益 | 2,672 | 3,630 | 5,312 | 7,340 | 9,814 |
| 归属母公司股东权益 | 4,210 | 5,489 | 7,200 | 9,228 | 11,702 |
| 少数股东权益 | 24 | 59 | 56 | 52 | 48 |
| 负债和股东权益 | 6,915 | 10,473 | 13,436 | 16,352 | 19,025 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2,038 | 3,123 | 4,489 | 5,249 | 6,370 |
| 营业成本 | 775 | 1,433 | 2,269 | 2,548 | 3,084 |
| 营业税金及附加 | 24 | 32 | 49 | 57 | 69 |
| 销售费用 | 15 | 22 | 34 | 39 | 48 |
| 管理费用 | 99 | 91 | 135 | 157 | 191 |
| 研发费用 | 34 | 60 | 85 | 94 | 108 |
| 财务费用 | 85 | 74 | 107 | 188 | 212 |
| 资产减值损失 | 0 | -32 | -40 | -50 | -40 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1,103 | 1,452 | 1,896 | 2,256 | 2,793 |
| 营业外收支 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,103 | 1,456 | 1,896 | 2,256 | 2,793 |
| 所得税 | 131 | 200 | 256 | 282 | 363 |
| 净利润 | 972 | 1,256 | 1,640 | 1,974 | 2,430 |
| 少数股东损益 | -3 | -2 | -3 | -4 | -4 |
| 归属母公司净利润 | 974 | 1,257 | 1,643 | 1,978 | 2,434 |
| EBITDA | 1,282 | 1,706 | 2,184 | 2,739 | 3,357 |
| EPS (元) | 1.02 | 1.00 | 1.28 | 1.54 | 1.89 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 868 | 952 | 1,264 | 1,872 | 2,266 |
| 净利润 | 972 | 1,256 | 1,640 | 1,974 | 2,430 |
| 折旧摊销 | 191 | 221 | 267 | 387 | 487 |
| 营运资金变动 | -387 | -658 | -797 | -735 | -911 |
| 其它 | 91 | 134 | 155 | 245 | 261 |
| 投资活动现金流 | -1,201 | -2,167 | -2,709 | -2,214 | -2,216 |
| 资本支出 | -1,214 | -1,897 | -2,699 | -2,204 | -2,206 |
| 投资变动 | 11 | -267 | -10 | -10 | -10 |
| 其他 | 2 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -81 | 1,374 | 1,150 | 631 | -29 |
| 银行借款 | 614 | 1,932 | 1,236 | 827 | 192 |
| 股权融资 | 17 | 32 | 28 | 0 | 0 |
| 其他 | -711 | -590 | -115 | -195 | -221 |
| 现金净增加额 | -414 | 159 | -295 | 289 | 21 |
| 期初现金余额 | 1,180 | 766 | 965 | 670 | 959 |
| 期末现金余额 | 766 | 926 | 670 | 959 | 980 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 31.7% | 53.3% | 43.7% | 17.0% | 21.3% |
| 营业利润增长 | 28.2% | 31.7% | 30.5% | 19.0% | 23.8% |
| 归母净利润增长 | 31.7% | 29.0% | 30.7% | 20.4% | 23.1% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 62.0% | 54.1% | 49.4% | 51.5% | 51.6% |
| 净利率 | 47.7% | 40.2% | 36.5% | 37.6% | 38.1% |
| ROE | 23.1% | 22.9% | 22.8% | 21.4% | 20.8% |
| ROIC | 18.4% | 16.1% | 15.2% | 15.0% | 15.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 38.8% | 47.0% | 46.0% | 43.2% | 38.2% |
| 净负债比率 | 63.3% | 88.8% | 85.2% | 76.2% | 61.9% |
| 流动比率 | 2.86 | 1.78 | 2.04 | 2.19 | 3.13 |
| 速动比率 | 2.61 | 1.46 | 1.87 | 2.02 | 2.90 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.30 | 0.33 | 0.32 | 0.33 |
| 应收账款周转率 | 3.81 | 5.57 | 3.32 | 2.81 | 2.43 |
| 存货周转率 | 18.50 | 19.65 | 18.05 | 17.84 | 18.32 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.02 | 1.00 | 1.28 | 1.54 | 1.89 |
| 每股经营现金流 | 0.91 | 0.76 | 0.98 | 1.46 | 1.76 |
| 每股净资产 | 4.41 | 4.37 | 5.60 | 7.18 | 9.11 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 22.48 | 18.92 | 29.17 | 24.23 | 19.69 |
| P/B | 5.20 | 4.33 | 6.66 | 5.19 | 4.10 |
| EV/EBITDA | 17.24 | 14.78 | 23.30 | 18.77 | 15.37 |

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼 | 香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券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。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。