

伟明环保 (603568)

2021 年年报点评：固废成长动能充足，新能源领域从高冰镍到正极材料纵深布局

买入（维持）

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

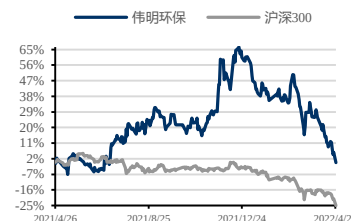
yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,185	5,022	6,346	9,251
同比	34%	20%	26%	46%
归属母公司净利润（百万元）	1,535	1,938	2,436	3,272
同比	22%	26%	26%	34%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.18	1.49	1.87	2.51
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.23	15.24	12.12	9.02

投资要点

- **事件：**2021 年公司实现营收 41.85 亿元，同增 34.00%；归母净利润 15.35 亿元，同增 22.13%；加权平均 ROE 同降 1.11pct 至 24.91%。
- **归母同增 22%至 15.35 亿元，项目运营维持高盈利毛利率同增 3.2pct 至 66.55%。**2021 年营收和归母提升主要系项目运营、设备收入增加及对在建 PPP 项目确认建造收入，毛利率 47.74%(-6.37pct)，净利率 36.75%(-3.45pct)，主要系建造收入的利润率较低。分业务来看，1) **项目运营：**营收 15.81 亿元(+21.18%)，毛利率 66.55%(+3.20pct)；2) **餐厨处置：**营收 1.33 亿元(+160.18%)，毛利率 55.54%(+5.08pct)；3) **设备、EPC 及服务：**营收 23.32 亿元(+38.02%)，毛利率 34.69%(-14.12pct)；4) **垃圾清运：**营收 0.87 亿元(+31.79%)，毛利率 11.52%(+10.31pct)。
- **2021 年底在筹建/已建 79%保障高成长，运营提效吨上网同增 3%至 316 度/吨。**2021 年新增中标&并购合计 1.16 万吨/日，2021 年底公司在手产能达 5.07 万吨/日，其中投运约 2.84 万吨/日，在建和筹建约 2.23 万吨/日，在筹建/已建为 79%保障未来成长性。2021 年生活垃圾入库量同增 28%至 664 万吨，上网电量同增 32%至 21 亿度，吨上网同增 3%至 316 度/吨。公司计划 2022 年垃圾入库量 1000 万吨(+51%)，上网电量 29 亿度(+38%)，2022 年处于投产大年，我们预计将延续高成长态势。
- **携手盛屯&青山投资年产 20 万吨高镍三元正极材料，推进锂电新材料纵深布局。**2021 年公司携手青山切入新能源，规划印尼年产 4 万吨高冰镍项目建设；2022 年 4 月 24 日，公司与盛屯、青山签署合作协议，在温州市共同开发高冰镍精炼、高镍三元前驱体、高镍正极材料生产及相关配套项目，建设年产 20 万吨高镍三元正极材料。从高冰镍到正极材料的规划逐步落地，体现公司在锂电新材料纵深发展的决心。
- **经营性现金流净额同增 25.35%至 11.94 亿元，持续改善。**2021 年公司经营性现金流净额提升主要系销售商品收到的现金增加所致；投资性现金流净额-21.2 亿元(+2.20%)；筹资性现金流净额 8.05 亿元(-41.43%)。
- **固废主业成长&盈利领先，携手青山开拓新能源。**公司固废主业高成长&高盈利，2021 年底垃圾焚烧已投运 2.84 万吨/日，存 79%增长空间，2021 年运营毛利率 67%领先同业。得益于 a) **成本端：**设备自产，成本管控能力强，2020 年底已投运项目吨投资较同业均值低 22%，运营期折旧摊销低；b) **收益端：**2020/2021 年新中标项目平均处理费 91/95 元/吨，较行业均值高 19%/6%。2016-2021 年吨上网电量复增 3%达 316 度/吨。公司联手青山导入资源&技术切入新能源赛道，打开成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**根据建设进度，我们将 2022-2023 年归母预测从 20.10/25.58 下调至 19.38/24.36 亿元，预计 2024 年归母 32.72 亿元，EPS 为 1.49/1.87/2.51 元，对应当前 15/12/9 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期，合作方青山平仓风险，政策风险，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.66
一年最低/最高价	21.41/37.82
市净率(倍)	3.86
流通 A 股市值(百万元)	29,531.44
总市值(百万元)	29,531.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.87
资产负债率(% ,LF)	44.10
总股本(百万股)	1,303.24
流通 A 股(百万股)	1,303.24

相关研究

《伟明环保(603568)：固废主业成长&盈利领先，携手青山开拓新能源》

2022-03-17

事件：2021 年公司实现营业收入 41.85 亿元，同比增长 34.00%；归母净利润 15.35 亿元，同比增长 22.13%；扣非归母净利润 14.88 亿元，同比增长 21.42%；加权平均 ROE 同比降低 1.11pct，至 24.91%。

1. 归母净利润同增 22%至 15.35 亿元，项目成长&盈利持续领先

2021 年归母净利润同增 22%至 15.35 亿元，项目运营毛利率同增 3.2pct 至 66.55% 维持高盈利。2021 年公司实现营收 41.85 亿元，同比增长 34.00%，主要系项目运营、设备、EPC 及服务及垃圾清运等收入增加及依据新准则对在建 PPP 项目确认建造收入所致；归母净利润 15.35 亿元，同比增长 22.13%，销售毛利率 47.74%，同比下降 6.37pct，销售净利率 36.75%，同比下降 3.45pct，主要系建造收入确认的利润率较低。分业务来看，**1)项目运营：**实现营收 15.81 亿元，同增 21.18%，毛利率同比提升 3.20pct 至 66.55%；**2)餐厨垃圾处置：**实现营收 1.33 亿元，同增 160.18%，毛利率同比提升 5.08pct 至 55.54%；**3) 设备、EPC 及服务：**实现营收 23.32 亿元，同增 38.02%，毛利率同比下滑 14.12pct 至 34.69%，主要系确认 PPP 建造收入所致；**4) 垃圾清运：**实现营收 0.87 亿元，同增 31.79%，毛利率同比提升 10.31pct 至 11.52%。

新增&并购提速 2021 年底在手产能 5 万吨/日，在筹建/已建 79%保障高成长。根据公司项目明细统计，2021 年公司垃圾焚烧新增中标&整合并购规模合计 1.16 万吨/日，2021 年底公司在手产能达 **5.07 万吨/日**（含盛运环保、国源环保、参股和委托运营项目）。2021 年内新增并网发电项目 6650 吨/日，截至 2021 年底运营及试运营项目约 **2.84 万吨/日**，其中已纳入补贴清单项目 1.46 万吨/日占比 51%，在建和筹建项目规模约 **2.23 万吨/日**，在**筹建/已建的比例为 79%**，保障未来成长性。2021 年公司垃圾焚烧运营项目合计完成生活垃圾入库量 664.45 万吨，同比增长 27.98%，完成上网电量 21.01 亿度，同比增长 32.14%，吨上网电量 316 度/吨，同比提升 3.27%。**2022 年公司计划各运营电厂计划完成垃圾入库量 1000 万吨，同比提升 51%，完成上网电量 29 亿度，同比提升 38%，2022 年仍处于建成投产大年，我们预计将延续前期高成长态势。**

固废协同处置业务全面开花。**1) 固废协同处置：a)餐厨处置：**2021 年底餐厨垃圾处理正式运营项目 9 个，处理规模超 1000 吨/日，2021 年合计处理餐厨垃圾 28.96 万吨，同比增长 51.23%，副产品油脂销售 8218 吨，处理污泥 6.75 万吨，同比增长 14.60%；**b) 垃圾清运：**全年完成生活垃圾清运量 122.63 万吨，同比增长 21.92%，完成餐厨垃圾清运量 28.27 万吨，同比增长 56.19%。**c) 渗滤液处理：**2021 年公司渗滤液处理项目对外共处理渗滤液 13.11 万吨，同比增长 16.43%。

合作青山&盛屯切入新能源领域纵深布局，推进年产 4 万吨高冰镍及 20 万吨正极材料项目。2021 年公司携手青山切入新能源领域，将推进海外年产 4 万吨高冰镍项目建设，开展新材料业务布局。2022 年 4 月 24 日，公司与盛屯矿业、青山控股签署《锂电

池新材料项目战略合作框架协议》，在温州市共同规划投资开发建设高冰镍精炼、高镍三元前驱体生产、高镍正极材料生产及相关配套项目，年产 20 万吨高镍三元正极材料。2022 年 4 月 25 日，伟明环保、盛屯矿业、青山控股与温州市龙湾区人民政府签署《温州锂电池新材料产业基地项目投资协议书》。公司从高冰镍到正极材料的纵深布局体现了在锂电新材料领域深耕的决心，与青山合作导入资源和技术优势，协同青山后端锂电池制造领域的布局，将加快业务拓展进程。

期间费用率同增 0.52pct 至 8.45%。2021 年公司期间费用同比增长 42.77%至 3.54 亿元，期间费用率上升 0.52pct 至 8.45%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 1.89%、增加 33.2%、增加 64.7%、增加 50.23%至 0.22 亿元、1.21 亿元、0.99 亿元、1.12 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.19pct、下降 0.02pct、上升 0.44pct、上升 0.29pct 至 0.53%、2.89%、2.37%、2.67%。

2. 资产负债率下降，营运效率提升

资产负债率同降 2.92pct 至 44.10%，营运效率提升。2021 年公司资产负债率为 44.10%，同比下降 2.92pct。2020 年公司应收账款同比增长 102.81%至 11.38 亿元，主要系永强二期、嘉善一二期、苍南等项目纳入补贴清单，应收电费补贴由合同资产转入应收账款所致，应收账款周转天数同比增加 9.91 天至 73.05 天；存货同比减少 13.02%至 1.38 亿元，存货周转天数同比减少 9.34 天至 24.46 天；应付账款同比增长 54.55%至 15.22 亿元，应付账款周转天数同比增加 39.34 天至 206.34 天，使净营业周期同比减少 38.77 天至-108.82 天。

2021 年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.11pct 至 24.91%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年公司销售净利率为 36.75%，同比下降 3.45pct，总资产周转率为 0.33（次），同比下降 0.03（次），权益乘数从 20 年的 1.79 上升至 21 年的 1.91。

3. 经营性现金流净额同增 25.35%至 11.94 亿元

经营性现金流净额同增 25.35%至 11.94 亿元，持续改善。1) 2021 年公司经营活动现金流净额 11.94 亿元，同比增加 25.35%，主要系公司销售商品收到的现金增加所致；2) 投资活动现金流净额-21.20 亿元，同比增加 2.2%；3) 筹资活动现金流净额 8.05 亿元，同比减少 41.43%，主要为分配股利的现金增加和回购股份所致。

4. 固废主业成长&盈利领先，携手青山开拓新能源

垃圾焚烧行业刚性扩容，商业模式理顺&现金流改善。行业刚性扩容，我们预计十

四五垃圾焚烧量复增 9%。国补退坡竞价上网落地，促商业模式 C 端理顺改善现金流，垃圾处理费顺至 C 端支付难度低。垃圾焚烧减碳效应显著，CCER 贡献 12% 利润增量，有望对冲国补影响。

公司掌握焚烧设备研产能力，自用&外销助业绩高增。公司掌握焚烧炉、烟气污水处理系统、自控系统等研产能力。设备投资占 BOT 总投资约 50%。公司在建项目高增&外销突破，2017-2021 年设备及服务营收复增 103%。

2021 年底已投运 2.84 万吨/日存 79% 增长空间，2021 年运营毛利率 66.55% 领先同业。1) **高成长：**自主中标&并购助产能高增，2021 年底在手 5.07 万吨/日，其中已投运 2.84 万吨/日，2015-2021 投运规模复增 21%。2) **高盈利：**2021 年运营毛利率同增 3.20pct 至 66.55% 同业领先，得益于 a) **降本：**设备自产，成本管控能力强，2020 年底已投运项目单吨投资 40 万元，较同业均值低 22%。运营期摊销低，工艺领先节约材料，2020 年单吨运营成本 92 元/吨，较同业均值低 23%，2021 年公司单吨运营成本降至 80 元/吨。b) **增收：**2020 年、2021 年新中标项目平均处理费 91 元/吨、95 元/吨，较行业均值高 19%、6%。运营效率持续提升，2016-2021 年吨上网电量复增 3% 达 316 度/吨。公司横纵拓展一体化布局，打造大固废综合平台，餐厨处置收入大增年底投运规模超 1000 吨/日，垃圾清运量和渗滤液处理量稳步提升。

公司联手青山导入资源技术优势，布局年产 4 万吨高冰镍和 20 万吨正极材料。印尼限制出口致镍供应紧张，动力电池放量&高镍化拉动需求，2022 年初镍现货价涨至超 2 万美元/吨。公司携手青山在环保能源领域深度合作。**青山为全球不锈钢龙头，1) 掌握丰富镍矿资源：**投建印尼青山园区（所在岛屿镍储量占印尼 72%）和纬达贝工业园区（镍矿约 930 万吨）；2) **技术领先经验丰富：**布局新能源电池产业链，打通“红土镍矿-镍铁-高冰镍”技术路径，与华友、盛屯、格林美等合作投建高冰镍和镍中间品项目。伟明与 Indigo 拟在纬达贝园区内**建设年产 4 万吨/年高冰镍项目**，伟明持股 70%，总投资不超过 3.9 亿美元。青山可为项目导入**上游镍矿原料、生产技术和后端客户资源**，伟明可**自制通用设备降本**。2022 年公司从高冰镍出发进行下游深度布局，与盛屯和青山合作计划于温州投建年产 20 万吨高镍三元正极材料，在锂电新材料产业链积极延伸。

盈利预测：根据公司项目最新建设进展，我们将 2022-2023 年归母净利润的预测从 20.10/25.58 下调至 19.38/24.36 亿元，预计 2024 年归母净利润 32.72 亿元，2022-2024 年归母净利润增速为 26%/26%/34%，EPS 为 1.49/1.87/2.51 元，对应当前 15/12/9 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，合作方青山平仓风险，政策风险，行业竞争加剧。

伟明环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,956	4,107	3,751	6,083	营业总收入	4,185	5,022	6,346	9,251
货币资金及交易性金融资产	814	1,474	412	1,467	营业成本(含金融类)	2,187	2,518	3,134	4,684
经营性应收款项	1,165	1,357	1,725	2,534	税金及附加	32	38	57	93
存货	138	159	198	296	销售费用	22	25	32	56
合同资产	130	156	197	287	管理费用	121	136	171	250
其他流动资产	710	961	1,220	1,499	研发费用	99	119	153	231
非流动资产	11,695	14,823	18,787	21,570	财务费用	112	127	158	184
长期股权投资	202	377	552	727	加:其他收益	121	122	133	155
固定资产及使用权资产	1,435	1,602	2,155	3,065	投资净收益	4	3	2	1
在建工程	305	436	1,009	722	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	9,390	11,958	14,581	16,536	减值损失	-50	-40	-40	-40
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	39	45	45	45	营业利润	1,687	2,144	2,737	3,870
其他非流动资产	324	404	446	476	营业外净收支	4	0	0	0
资产总计	14,651	18,930	22,539	27,653	利润总额	1,692	2,144	2,737	3,870
流动负债	2,577	2,860	3,380	4,676	减:所得税	153	194	248	351
短期借款及一年内到期的非流动负债	741	741	741	741	净利润	1,538	1,950	2,488	3,519
经营性应付款项	1,523	1,752	2,182	3,260	减:少数股东损益	3	12	52	246
合同负债	7	8	10	15	归属母公司净利润	1,535	1,938	2,436	3,272
其他流动负债	307	359	448	659	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.18	1.49	1.87	2.51
非流动负债	3,884	5,884	6,484	6,784	EBIT	1,752	2,187	2,799	3,938
长期借款	2,615	3,415	4,215	4,715	EBITDA	2,018	2,630	3,359	4,668
应付债券	0	1,200	1,000	800	毛利率(%)	47.74	49.87	50.61	49.36
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	36.69	38.58	38.39	35.37
其他非流动负债	1,269	1,269	1,269	1,269	收入增长率(%)	34.00	20.00	26.36	45.77
负债合计	6,462	8,744	9,864	11,460	归母净利润增长率(%)	22.13	26.21	25.71	34.33
归属母公司股东权益	7,648	9,633	12,069	15,341					
少数股东权益	541	553	605	852					
所有者权益合计	8,190	10,186	12,674	16,193					
负债和股东权益	14,651	18,930	22,539	27,653					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,194	2,319	3,037	4,457	每股净资产(元)	5.87	7.14	8.94	11.36
投资活动现金流	-2,120	-3,568	-4,523	-3,512	最新发行在外股份 (百万股)	1,303	1,303	1,303	1,303
筹资活动现金流	805	1,910	424	111	ROIC(%)	16.36	14.68	14.90	17.43
现金净增加额	-121	660	-1,062	1,055	ROE-摊薄(%)	20.08	20.12	20.19	21.33
折旧和摊销	266	443	560	730	资产负债率(%)	44.10	46.19	43.77	41.44
资本开支	-2,363	-3,308	-4,308	-3,308	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.23	15.24	12.12	9.02
营运资本变动	-753	-48	-57	47	P/B (现价)	3.86	3.18	2.53	1.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

