



买入（维持）

所属行业：公用事业/环保工程及服务

当前价格(元)：21.75

合理区间(元)：24.87-31.08

证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

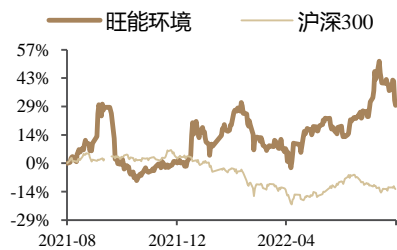
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.47	9.19	11.37
相对涨幅(%)	7.24	12.85	7.58

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《旺能环境 (002034.SZ)：垃圾焚烧主业稳步增长，动力电池回收打造第二成长曲线》，2022.4.28
2. 《旺能环境 (002034.SZ)：走稳资源循环时代主旋律，布局电池回收打造第二成长曲线》，2022.4.13

旺能环境 (002034.SZ)：受疫情影响短期业绩承压，看好动力电池回收打造的第二成长曲线

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年实现营业收入 14.65 亿元，较上年同期增长了 31.52%，归母净利润 3.34 亿元，较上年同期增长了 0.79%。
- **垃圾焚烧主业受疫情影响短期承压，餐厨项目快速增长。**根据公司公告，截至 2022 年上半年，公司垃圾焚烧已建成投运项目共 20,270 吨/日，在建项目共 2,050 吨/日，筹建项目 1000 吨；餐厨垃圾项目已建成投运项目共 1,860 吨，试运营餐厨项目共 500 吨，在建餐厨项目共 360 吨，筹建项目共 100 吨。2022 年上半年，生活垃圾处置项目收入 10.23 亿元，同比增长 4.95%，毛利率 48.29%，同比下降 2.24pct，受疫情影响，对江浙项目影响较大，导致进厂垃圾量缺口比较大，从而影响产能利用率、供热负荷、运行稳定性等，带来的运行成本的增加，使焚烧主业短期承压；餐厨垃圾处置项目收入 1.65 亿元，同比增长 74.08%，毛利率 30.07%，同比下降 5.12pct。餐厨垃圾上半年处理 29.93 万吨，较去年同期增长 30.13%，共提取油脂近 9,658 吨，较去年同期增长 7.23%，餐厨业务快速发展。
- **动力电池回收业务初显成效，打造第二成长曲线。**公司于 2022 年 1 月 4 日收购的立鑫新材料公司，已在 3 月底完成了一期动力电池提钴镍锂项目的试运营工作，并于 4 月份部分生产线开始正式运营，目前生产状况良好。今年上半年立鑫材料公司实现收入 8,304 万元，归母净利润 1,000 万元，锂电池回收业务毛利率 34%，业绩贡献逐步显现。预计 2023 年可全部达产。全部达产后对应镍钴锰提纯量 3000 金吨/年，碳酸锂提纯量 1000 吨/年。公司看好动力电池回收再利用行业发展前景，将在下半年启动立鑫二期 3.5 万吨三元锂电池回收处理项目的建设，在资源循环时代下开启新布局，有望打造第二成长曲线。
- **碳资产管理工作稳步推进，有望增厚公司利润。**截至 2022 年上半年，公司完成了四个 CDM 项目监测报告 (MR) 的编制工作，并在 UNFCCC 网上进行挂网公示；完成了南太湖、汕头、舟山项目在 UNFCCC 备案登记工作。CCER 项目完成了已备案项目的减排量签发资料再审工作和 13 个待开发项目的 PDD 初稿的编制、技术审核和修改工作。根据我们测算，CCER 重启有望给公司垃圾发电带来净利润 2.66%-4% 的提升，带来业绩弹性。
- **投资建议与估值：**公司主营业务稳步增长，同时积极布局锂电池回收再生业务以及再生资源项目，打造第二成长曲线。鉴于上半年受到疫情影响，我们略微下调公司 2022 年业绩，23-24 年维持不变。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 36.08 亿元、54.52 亿元、68.16 亿元，增速分别为 21.6%、51.1%、25%，归母净利润分别为 8.44 亿元、11.69 亿元、14.04 亿元，增速分别为 30.3%、38.5%、20%，对应 PE 分别为 11.1X、8X、6.7X，维持买入投资评级。
- **风险提示：**项目推进不及预期；电价下调的风险；金属价格波动；政策推进不及预期；锂电池回收市场不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	429.49		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	425.97	营业收入(百万元)	1,698	2,968	3,608	5,452	6,816
52 周内股价区间(元):	15.37-25.51	(+/-)YOY(%)	45.0%	74.8%	21.6%	51.1%	25.0%
总市值(百万元):	9,341.50	净利润(百万元)	522	648	844	1,169	1,404
总资产(百万元):	13,322.23	(+/-)YOY(%)	23.9%	24.1%	30.3%	38.5%	20.0%
每股净资产(元):	13.04	全面摊薄 EPS(元)	1.25	1.53	1.97	2.72	3.27
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	49.8%	36.9%	42.3%	35.5%	33.9%
		净资产收益率(%)	11.0%	12.0%	13.9%	16.2%	16.2%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.53	1.97	2.72	3.27
每股净资产	12.52	14.13	16.85	20.12
每股经营现金流	3.04	7.84	9.00	8.68
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	11.29	11.07	7.99	6.66
P/B	1.38	1.54	1.29	1.08
P/S	3.15	2.59	1.71	1.37
EV/EBITDA	7.89	6.83	4.87	3.39
股息率%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.9%	42.3%	35.5%	33.9%
净利润率	21.8%	23.4%	21.5%	20.6%
净资产收益率	12.0%	13.9%	16.2%	16.2%
资产回报率	5.1%	5.1%	5.4%	5.6%
投资回报率	8.3%	7.9%	8.2%	8.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	74.8%	21.6%	51.1%	25.0%
EBIT 增长率	24.1%	20.4%	22.9%	17.8%
净利润增长率	24.1%	30.3%	38.5%	20.0%
偿债能力指标				
资产负债率	57.3%	63.2%	66.3%	65.2%
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.2	1.4	1.5
现金比率	0.5	0.9	1.1	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	93.3	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	3.8	4.0	4.0	4.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	0.8	0.7	1.1	1.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	648	844	1,169	1,404
少数股东损益	-1	9	2	3
非现金支出	564	742	827	903
非经营收益	243	285	348	384
营运资金变动	-149	1,490	1,519	1,035
经营活动现金流	1,305	3,369	3,866	3,728
资产	-1,452	-2,570	-1,702	-1,427
投资	-31	-1	-97	-1
其他	-15	0	0	0
投资活动现金流	-1,498	-2,571	-1,799	-1,428
债权募资	-82	1,292	1,535	249
股权募资	1	0	0	0
其他	-484	40	-93	-128
融资活动现金流	-564	1,332	1,442	122
现金净流量	-758	2,131	3,510	2,422

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,968	3,608	5,452	6,816
营业成本	1,872	2,081	3,515	4,505
毛利率%	36.9%	42.3%	35.5%	33.9%
营业税金及附加	43	79	103	126
营业税金率%	1.4%	2.2%	1.9%	1.8%
营业费用	0	0	0	0
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	161	224	325	400
管理费用率%	5.4%	6.2%	6.0%	5.9%
研发费用	56	102	130	162
研发费用率%	1.9%	2.8%	2.4%	2.4%
EBIT	932	1,122	1,379	1,624
财务费用	254	312	347	381
财务费用率%	8.6%	8.7%	6.4%	5.6%
资产减值损失	7	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	689	967	1,283	1,542
营业外收支	-2	-3	-2	-2
利润总额	686	965	1,282	1,540
EBITDA	1,475	1,863	2,206	2,527
所得税	39	112	110	133
有效所得税率%	5.7%	11.6%	8.6%	8.6%
少数股东损益	-1	9	2	3
归属母公司所有者净利润	648	844	1,169	1,404

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,019	3,150	6,660	9,082
应收账款及应收票据	758	791	1,195	1,494
存货	20	23	39	49
其它流动资产	303	226	324	395
流动资产合计	2,099	4,189	8,217	11,020
长期股权投资	29	29	125	125
固定资产	3,952	5,341	4,853	5,761
在建工程	548	614	1,339	1,314
无形资产	5,734	6,126	6,785	6,451
非流动资产合计	10,574	12,400	13,370	13,894
资产总计	12,674	16,590	21,587	24,913
短期借款	30	30	30	30
应付票据及应付账款	1,256	2,566	4,333	5,554
预收账款	3	0	0	0
其它流动负债	692	925	1,451	1,837
流动负债合计	1,982	3,521	5,814	7,421
长期借款	3,519	4,723	6,001	6,060
其它长期负债	1,766	2,244	2,497	2,751
非流动负债合计	5,285	6,966	8,498	8,811
负债总计	7,267	10,487	14,312	16,232
实收资本	429	429	429	429
普通股股东权益	5,379	6,067	7,236	8,640
少数股东权益	28	36	38	42
负债和所有者权益合计	12,674	16,590	21,587	24,913

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。