

伟明环保 (603568)

2022 年中报点评：业绩稳健增长&现金流大幅改善，锂电新材料空间广阔

买入 (维持)

2022 年 08 月 27 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	9,250
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)	0.91	1.14	1.44	1.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.88	23.67	18.83	14.02

股价走势



投资要点

- **事件**：2022 年上半年公司实现营业收入 22.47 亿元，同比增长 6.92%；归母净利润 9.02 亿元，同比增长 14.99%；扣非归母净利润 8.70 亿元，同比增长 16.46%；加权平均 ROE 同比降低 2.37pct 至 11.07%。
- **2022H1 归母同增 15% 业绩稳健增长，垃圾焚烧处置营收占比同增 13pct 达 50%**。2022H1 公司收入业绩稳步提升，销售毛利率 51.39%，同比提升 4.64pct，归母净利率 40.15%，同比提升 2.82pct。分业务来看，2022H1 公司垃圾焚烧处置及衍生产品服务收入 11.12 亿元 (+45.66%)，占比总营收 49.52% (+12.97pct)；设备、EPC 及服务收入 9.91 亿元 (-18.87%)，占比总营收 44.12% (-14.34pct)；餐厨垃圾处置收入 0.77 亿元，同比提升 29.56%；垃圾清运收入 0.50 亿元，同比提升 18.54%。
- **垃圾焚烧新增 1600 吨/日，扩张能力强劲运营规模高增**。截至 2022 年 6 月 30 日，公司垃圾焚烧发电正式投运项目 39 个，投运规模约 2.83 万吨/日 (不含参股和委托运营项目)，在建项目 14 个。2022H1 公司新增中标平泉、枝江垃圾焚烧特许经营权项目与永安生活垃圾无害化 EPC+O 项目，合计新增 1600 吨/日。2022H1 公司完成生活垃圾入库量 429.42 万吨，同比增长 41.83%，运营规模持续高增，完成上网电量 12.67 亿度，同比增长 32.95%，单吨上网电量 295 度/吨。
- **锂电新材料领域一体化布局，合作方保障资源供应&材料消纳**。公司从高冰镍到正极材料纵深布局，规划于印尼建设年产 4+4 万吨高冰镍项目，与盛屯、青山、欣旺达共同建设年产 20 万吨高镍三元正极材料及相关配套项目。公司携手众多优质合作方打造前端矿产供应&后端材料消纳闭环。1) **资源供应**：全球不锈钢龙头青山掌握丰富镍矿资源，盛屯布局钴、锂，保障资源供应。2) **技术经验**：青山打通“红土镍矿-镍铁-高冰镍”技术路径，具有与华友、盛屯、格林美等合作投建高冰镍和镍中间品项目的经验。3) **产品消纳**：按照 1GWh 高镍三元电池对应 1700 吨高镍正极测算，20 万吨高镍正极材料对应约 120GWh 电池规模。青山子公司瑞浦能源规划到 2025 年动力、储能电池产能将达 200GWh，欣旺达当前产能规划已超 200GWh，对材料的消纳形成支撑。
- **2022H1 经营性现金流净额同增 78.51% 大幅改善**。2022H1，公司 1) 经营活动现金流净额 8.78 亿元，同增 78.51%，主要为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-18.49 亿元，同减 45.43%，主要为收购盛运环保支付现金所致；3) 筹资活动现金流净额 16.34 亿元，同增 158.91%。
- **盈利预测与投资评级**：根据公司项目建设进展，我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 19.38/24.36/32.72 亿元，2022-2024 年归母净利润增速为 26%/26%/34%，对应当前 24/19/14 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

市场数据

收盘价(元)	27.08
一年最低/最高价	22.00/40.88
市净率(倍)	4.18
流通 A 股市值(百万元)	45,879.30
总市值(百万元)	45,879.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.49
资产负债率(% ,LF)	47.64
总股本(百万股)	1,694.21
流通 A 股(百万股)	1,694.21

相关研究

《伟明环保(603568)：高冰镍再扩 4 万吨/年，引入欣旺达保障正极材料消纳》

2022-08-05

《伟明环保(603568)：中标枝江 600 吨/日生活垃圾焚烧项目，固废扩张能力强劲成长动能充足》

2022-06-13

《伟明环保(603568)：2022 年一季报点评：国源&盛运并表业绩稳增，固废+新材料拓展势头强劲》

2022-04-30

事件：2022年上半年公司实现营业收入22.47亿元，同比增长6.92%；归母净利润9.02亿元，同比增长14.99%；扣非归母净利润8.70亿元，同比增长16.46%；加权平均ROE同比降低2.37pct至11.07%。

1. 2022H1 业绩稳健增长，经营性现金流金额同比大增 79%

2022H1 业绩稳健增长，垃圾焚烧处置收入同增 46%至 11.12 亿元，占比同增 13pct 达 50%。2022年上半年公司实现营业收入22.47亿元，同比增长6.92%；归母净利润9.02亿元，同比增长14.99%，销售毛利率51.39%，同比提升4.64pct，归母净利率40.15%，同比提升2.82pct。分业务来看，2022H1公司**1) 垃圾焚烧处置及衍生产品服务：**收入11.12亿元，同比提升**45.66%**，垃圾焚烧处置收入占总营收的比例为**49.52%**，同比提升**12.97pct**；**2) 设备、EPC及服务：**收入9.91亿元，同比下降18.87%，设备、EPC及服务收入占总营收的比例为44.12%，同比下降14.34pct；**3) 餐厨垃圾处置：**收入0.77亿元，同比提升29.56%；**4) 垃圾清运：**收入0.50亿元，同比提升18.54%；**5) 其他业务：**收入0.16亿元，同比提升488.28%。

期间费用率同增 3.97pct 至 10.45%。2022年上半年公司期间费用同比增长73.38%至2.35亿元，期间费用率上升3.97pct至10.45%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少2.83%、增加72.7%、增加28.38%、增加113.75%至0.11亿元、0.81亿元、0.34亿元、1.09亿元，管理费用提升主要为收购国源和盛运所致，财务费用提升主要为收购国源环保及利息费用增加所致；销售、管理、研发、财务费用率分别下降0.05pct、上升1.6pct、上升0.25pct、上升2.42pct至0.47%、5.11%、1.52%、4.87%。

资产负债率同降 3.44pct 至 47.64%，营运效率提升。2022年上半年公司资产负债率为47.64%，同比下降3.44pct，较年初上升3.53pct。2022年上半年公司应收账款同比增长57.58%至13.56亿元，应收账款周转天数同比增加38.68天至99.89天；存货同比增长8.23%至1.63亿元，存货周转天数同比减少0.41天至24.82天；应付账款同比增长31.07%至13.82亿元，应付账款周转天数同比增加73.11天至239.36天，使净营业周期同比减少34.83天至-114.65天。

2022H1 公司经营性现金流净额同增 78.51%至 8.78 亿元，现金流持续改善。1)2022年上半年公司经营活动现金流净额8.78亿元，同比增加78.51%，主要为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-18.49亿元，同比减少45.43%，主要为收购盛运环保支付现金所致；3)筹资活动现金流净额16.34亿元，同比增加158.91%，主要为公司取得借款收到的现金增加所致。

2. 固废扩张能力强劲，运营规模持续高增

2022H1 垃圾焚烧新增 1600 吨/日，扩张能力强劲运营规模高增。截至 2022 年 6 月 30 日，公司投资控股的垃圾焚烧发电正式投运项目 39 个，投运规模约 2.83 万吨/日（不含参股和委托运营项目），在建垃圾焚烧项目 14 个，建设进展顺利，闽清项目于 2022 年 7 月实现并网发电。2022H1 公司新增中标平泉、枝江垃圾焚烧特许经营权项目与永安生活垃圾无害化 EPC+O 项目，合计新增 1600 吨/日产能规模。2022H1 公司完成生活垃圾入库量 429.42 万吨，同比增长 41.83%，完成上网电量 12.67 亿度，同比增长 32.95%，单吨上网电量 295 度/吨。

设备、EPC 及服务新签 1.21 亿元外销订单，固废协同处置业务全面推进。2022 年 4 月，子公司伟明设备签署谷城县生活垃圾焚烧发电项目（500 吨/日）全厂工艺设备的采购、安装调试服务合同，合同金额 1.21 亿元（含税），设备外销体量进一步拓展。固废协同处置业务方面，**1) 餐厨处置：**2022H1 平阳和临海餐厨项目正式投运，报告期末公司投资控股的餐厨垃圾处理项目正式投运项目 11 个，在建项目 3 个，2022 年 1 月新增签署永强 600 吨/日厨余处置项目。2022H1 公司合计处理餐厨垃圾 14.51 万吨，同比增长 6.53%，副产品油脂销售 4,560 吨，同比增长 27.77%，处理污泥 4.06 万吨，同比增长 20.83%。**2) 垃圾清运：**2022H1 公司完成生活垃圾清运量 59.17 万吨，完成餐厨垃圾清运量 13.59 万吨。**3) 渗滤液处置：**公司渗滤液处理项目对外共处理渗滤液 7.96 万吨，同比增长 42.91%。

3. 锂电新材料一体化布局，规划 8 万吨高冰镍&20 万吨正极材料

公司培育锂电新材料业务，携手青山、盛屯、欣旺达等优质合作方，规划 8 万吨高冰镍&20 万吨正极材料项目。2022 年上半年公司积极培育新材料业务发展，携手青山等合作方从高冰镍到正极材料一体化布局。**1) 高冰镍：**签约两份高冰镍项目合资协议，共投资印尼红土镍矿冶炼含镍金属 8 万吨高冰镍项目，合计总投资不超过 7.8 亿美元。**2) 正极材料及配套项目：**签约温州锂电池新材料项目合资协议，包含高冰镍精炼、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，本项目规划建设总投资约为 115 亿元人民币，全部达产后运营期流动资金总需求约 76 亿元人民币。

4. 固废主业成长&盈利领先，新能源一体化布局完备

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（含参股和委托运营项目），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。公司纵横拓展一体化布局，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。

锂电新材料领域一体化布局，合作方保障资源供应&材料消纳。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。公司从高冰镍到正极材料纵深布局，1) 规划于印尼建设年产 4+4 万吨高冰镍项目，2) 与盛屯、青山、欣旺达共同建设年产 20 万吨高镍三元正极材料配套项目。携手青山等合作方打造前端矿产供应&后端材料消纳闭环。1) 资源供应：全球不锈钢龙头青山掌握丰富镍矿资源，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），盛屯布局钴、锂，保障资源供应。2) 技术经验：青山打通“红土镍矿-镍铁-高冰镍”技术路径，具有与华友、盛屯、格林美等合作投建高冰镍和镍中间品项目的经验。3) 产品消纳：按照 1GWh 高镍三元电池对应 1700 吨高镍正极测算，20 万吨高镍正极材料对应约 120GWh 电池规模。青山子公司瑞浦能源规划到 2025 年动力、储能电池产能将达 200GWh，欣旺达当前产能规划已超 200GWh，对材料的消纳形成支撑。

盈利预测：根据公司项目建设进展，我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 19.38/24.36/32.72 亿元，2022-2024 年归母净利润增速为 26%/26%/34%，对应当前 24/19/14 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，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	6,082	营业总收入	4,185	5,022	6,346	9,250
货币资金及交易性金融资产	814	1,474	411	1,466	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	2,533	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	2,736	3,869
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	22,538	27,652	利润总额	1,692	2,144	2,736	3,869
流动负债	2,577	2,860	3,380	4,675	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	3,518
经营性应付款项	1,523	1,752	2,181	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)	0.91	1.14	1.44	1.93
非流动负债	3,884	5,884	6,484	6,784	EBIT	1,752	2,187	2,799	3,937
长期借款	2,615	3,415	4,215	4,715	EBITDA	2,018	2,630	3,359	4,667
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	38.38	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	26.35	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	25.70	34.32
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	16,192					
负债和股东权益	14,651	18,930	22,538	27,652					

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	3,036	4,456	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)	1,694	1,694	1,694	1,694
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	20.18	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)	29.88	23.67	18.83	14.02
营运资本变动	-753	-48	-57	47	P/B(现价)	4.61	3.79	3.03	2.38

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>

