



买入（维持）

所属行业：环保/环境治理
当前价格(元)：14.04

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

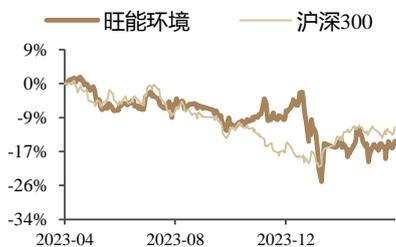
卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

刘正

邮箱：liuzheng3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.93	-0.71	-4.23
相对涨幅(%)	0.61	-3.27	-11.74

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《旺能环境(002034.SZ)：锂电回收短期承压，垃圾焚烧处置业务稳定运行》，2023.11.4

2.《旺能环境(002034.SZ)：垃圾处置板块稳定运行，业绩符合预期》，2023.9.7

旺能环境(002034.SZ)：垃圾处置板块稳步发展，资源再生板块亏损致短期业绩承压

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报及2024年一季度报，2023年公司实现营业收入31.8亿元，较上年（调整后）同期减少5.14%，归母净利润6.03亿元，较上年（经调整）同期减少17.13%，扣非归母净利润6.02亿元，较上年（经调整）同期减少了11.74%，基本每股收益1.4元/股，每10股派发现金红利3元（含税）；2024年一季度，公司实现营业收入7.86亿元，较上年同期同比减少9.08%，归母净利润1.81亿元，较上年同期增长10.69%，扣非归母净利润1.81亿元，较上年（经调整）同期增长11.41%，基本每股收益0.42元/股。
- 垃圾处置板块稳定运营，餐厨板块稳步增长。**根据公司公告，2023年公司垃圾焚烧发电项目累计发电量29.22亿度，累计上网电量24.57亿度，平均上网电价0.54元/度（不含税），累计垃圾入库量923.69万吨；生活垃圾板块稳定运营，营业收入22.18亿元，同比增长5.31%。截至23年底，公司在浙江、湖北、四川、河南、安徽、广东等9个省份投资、建设生活垃圾焚烧发电项目合计22,920吨，其中已投运21,220吨，试运营700吨（定西环保），在建1000吨（南太湖五期）。2023年公司处理餐厨垃圾73.83万吨，较去年同期61.96万吨增长19.16%；共提取油脂量2.68万吨，较去年同期2.05万吨增长30.73%；营业收入3.63亿元，同比增长11.63%。截止23年底，公司在浙江、安徽、河南、山东、江苏、湖北等6个省份投资、建设餐厨垃圾项目合计3,320吨，其中已投运2,650吨，试运营160吨，筹建餐厨项目510吨。
- 深入提质增效，六家项目成功调价。**公司深入提质增效，调价方面：2023年公司六家项目垃圾处理费成功调价，其中南太湖环保项目从100元/吨上调至155元/吨，上调幅度55%；长葛旺能项目从60元/吨上调至80元/吨，上调幅度33%；襄城旺能项目从60元/吨上调至80元/吨，上调幅度33%；监利旺能项目从58元/吨上调至68元/吨，上调幅度17%；台州旺能项目从83元/吨上调至103元/吨，上调幅度24%；攀枝花旺能项目从38.49元/吨上调至42.55元/吨，上调幅度11%。技术方面：公司南太湖五期采用超高压再热技术，全场热效率由22%提高至30%，吨垃圾发电量由原来的350提高到700，是全国首台单台1000吨炉排超高压再热项目；此外公司逐步在湖州生态、苏州华益洁、洛阳生态、安吉生态、蚌埠生态做提油技改，整体提油率提升0.14%，提油率每提升0.1%相当于油脂增长520吨。我们认为随着公司项目运营水平提升，在建项目投产，公司垃圾焚烧及餐厨板块业绩将稳步提升。
- 受锂电价格影响，锂电回收业务短期承压，橡胶再生业务值得期待。**锂电行业的变化剧烈，因供需关系失衡，碳酸锂从2023年初50多万/吨跌至2023年底不到10万/吨，硫酸钴、硫酸镍等价格持续低迷，梯次利用电池的价格也一路走低，为应对价格波动带来的影响，公司锂电回收利用业务采用少自产、多代加工的生产模式，2023年全年立鑫新材料公司钴镍锂自产及代加工产量共计1,779.38金吨，营业收入8565.5万元，同比减少65.45%；计提存货跌价准备0.8亿及计提商誉减值0.15亿，使公司锂电业务短期承压。再生橡胶板块南通回力一期3万吨丁基再生橡胶生产线已正式运营，二期含丁基再生橡胶0.5万吨、轮胎再生橡

胶 4 万吨、硫化橡胶粉 1.5 万吨生产线已进入试运营；23 年橡胶再生板块营业收入 1.03 亿元，同比增长 506.68%。随着后续产能进一步释放，橡胶再生业务有望贡献新增量。

- 投资建议与估值：**公司垃圾处置主营业务稳步发展，锂电回收业务虽短期承压，橡胶再生板块值得期待。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 34.65 亿元、37.01 亿元、39.97 亿元，增速分别为 9%、6.8%、8%，归母净利润分别为 7.2 亿元、7.94 亿元、8.59 亿元，增速分别为 19.4%、10.2%、8.2%，对应 PE 分别为 8.37X、7.6X、7.02X，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					
			2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	429.50	营业收入(百万元)	3,350	3,178	3,465	3,701	3,997
流通 A 股(百万股):	426.67	(+/-)YOY(%)	11.6%	-5.1%	9.0%	6.8%	8.0%
52 周内股价区间(元):	12.35-16.70	净利润(百万元)	728	603	720	794	859
总市值(百万元):	6,030.13	(+/-)YOY(%)	8.7%	-17.1%	19.4%	10.2%	8.2%
总资产(百万元):	14,489.74	全面摊薄 EPS(元)	1.70	1.40	1.68	1.85	2.00
每股净资产(元):	15.32	毛利率(%)	36.4%	37.3%	36.6%	37.5%	38.0%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	12.0%	9.4%	10.5%	10.4%	10.1%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.40	1.68	1.85	2.00
每股净资产	14.90	15.91	17.76	19.76
每股经营现金流	2.94	6.46	4.78	5.11
每股股利	0.50	0.30	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	10.89	8.37	7.60	7.02
P/B	1.02	0.88	0.79	0.71
P/S	1.90	1.74	1.63	1.51
EV/EBITDA	7.56	5.64	4.85	4.09
股息率%	3.3%	2.2%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.3%	36.6%	37.5%	38.0%
净利润率	19.0%	20.8%	21.5%	21.5%
净资产收益率	9.4%	10.5%	10.4%	10.1%
资产回报率	4.2%	4.6%	4.7%	4.8%
投资回报率	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.1%	9.0%	6.8%	8.0%
EBIT 增长率	-13.4%	3.6%	9.6%	9.1%
净利润增长率	-17.1%	19.4%	10.2%	8.2%
偿债能力指标				
资产负债率	55.0%	55.8%	54.0%	52.2%
流动比率	0.9	1.0	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.9	1.2	1.5
现金比率	0.2	0.6	0.8	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	137.1	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	21.1	28.0	28.0	28.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	603	720	794	859
少数股东损益	-42	7	-15	5
非现金支出	821	921	972	1,003
非经营收益	233	277	266	273
营运资金变动	-354	849	36	55
经营活动现金流	1,261	2,775	2,053	2,195
资产	-977	-1,661	-1,106	-1,048
投资	-36	-1	-1	-1
其他	17	0	0	0
投资活动现金流	-996	-1,662	-1,107	-1,049
债权募资	-115	49	40	51
股权募资	7	0	0	0
其他	-617	-83	-152	-152
融资活动现金流	-726	-34	-112	-102
现金净流量	-461	1,079	834	1,044

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,178	3,465	3,701	3,997
营业成本	1,991	2,198	2,312	2,477
毛利率%	37.3%	36.6%	37.5%	38.0%
营业税金及附加	49	53	58	62
营业税金率%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%
营业费用	4	0	0	0
营业费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	195	192	208	230
管理费用率%	6.1%	5.5%	5.6%	5.8%
研发费用	103	91	104	116
研发费用率%	3.2%	2.6%	2.8%	2.9%
EBIT	897	930	1,019	1,113
财务费用	256	305	363	371
财务费用率%	8.0%	8.8%	9.8%	9.3%
资产减值损失	-93	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	630	790	841	947
营业外收支	-1	-3	9	2
利润总额	630	788	849	949
EBITDA	1,587	1,851	1,991	2,115
所得税	69	60	71	85
有效所得税率%	10.9%	7.6%	8.3%	9.0%
少数股东损益	-42	7	-15	5
归属母公司所有者净利润	603	720	794	859

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	408	1,488	2,321	3,366
应收账款及应收票据	1,194	759	811	876
存货	115	169	177	190
其它流动资产	368	223	234	249
流动资产合计	2,085	2,638	3,544	4,680
长期股权投资	40	40	40	40
固定资产	5,374	6,013	5,413	5,487
在建工程	480	255	395	745
无形资产	6,119	6,472	7,106	6,760
非流动资产合计	12,334	13,072	13,216	13,264
资产总计	14,418	15,710	16,760	17,945
短期借款	177	177	177	177
应付票据及应付账款	1,244	1,445	1,520	1,629
预收账款	14	0	0	0
其它流动负债	870	1,054	1,128	1,218
流动负债合计	2,305	2,677	2,826	3,024
长期借款	3,833	3,833	3,833	3,833
其它长期负债	1,785	2,263	2,386	2,508
非流动负债合计	5,618	6,096	6,219	6,341
负债总计	7,923	8,773	9,044	9,365
实收资本	429	429	429	429
普通股股东权益	6,400	6,834	7,628	8,487
少数股东权益	95	102	87	92
负债和所有者权益合计	14,418	15,710	16,760	17,945

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

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；	类别	评级	说明
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。
	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。