

伟明环保 (603568)

证券研究报告
2024年11月09日业绩维持高速增长，嘉曼高冰镍项目投产在即
——公司2024年三季度报点评

事件：公司发布2024年三季度报。2024年前三季度，公司实现营业收入60.46亿元，同比增长30.83%；归母净利润21.11亿元，同比增长34.37%；第三季度实现营业收入19.32亿元，同比增长11.82%；归母净利润6.88亿元，同比增长26.24%。

现金流方面，前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额达18.20亿元，同比增长4.4亿；现金收入比75.61%，同比提升10.1pct。公司现金流与利润同增，经营状况稳健。

环保运营：垃圾焚烧项目如期投产，有望持续贡献稳健收入与现金流

前三季度，公司控股的各垃圾处理项目前三季度合计完成垃圾入库量981.67万吨，同比增长12.79%，完成上网电量26.80亿度，同比增长15.38%；吨生活垃圾上网电量约288度，较去年同期提升8度/吨。伴随永康项目二期投入正式运营、蛟河项目和陇南项目投入试运行，公司垃圾焚烧业务的体量进一步增加，有望持续贡献稳健的收入与现金流。

此外，公司宁都、双鸭山餐厨项目投入正式运营，龙泉项目新增200吨/日的一般工业固废和污泥焚烧处置量，永强公司开展500吨/日炉渣资源化利用预处理智能化技改项目。公司固废业务协同处理水平持续提升，价值链得到有限延长。

装备与新材料：嘉曼高冰镍项目持续推进，产业链联动未来可期

装备销售方面，三季度公司新增环保和新材料设备订单约14.75亿元，前三季度累计新增订单约26.88亿元，公司装备分部订单维持高位。

三季度以来，公司新材料业务持续推进。印尼嘉曼项目顺利开启高温烘煮炉，即将投料生产；伟明盛青一期完成单机调试、联动调试与材料入库，高纯镍项目正式投料试生产。未来，嘉曼公司的高冰镍产品将作为伟明盛青的原材料，实现上下游联动，达到原料供应优势和成本优势，伟明新能源产业链即将完成初步构建。

盈利预测与投资建议

预测2024-2026年归母净利润为27.27、35.04、42.04亿元，同比增长33.15%、28.45%、19.99%（24-25盈利预测前值分别为28.58、33.47亿元）；摊薄EPS分别为1.60、2.06、2.47元，11月8日股价对应PE分别为13.37、10.41、8.68倍。维持“买入”评级。

风险提示：新项目投产进度不及预期的风险；应收账款回款不及预期、需计提坏账的风险；镍价持续下跌、项目盈利受损的风险等；行业环保政策调整的风险；特许经营权到期后收入下降的风险；

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,446.14	6,024.58	8,482.35	13,096.11	17,424.43
增长率(%)	6.23	35.50	40.80	54.39	33.05
EBITDA(百万元)	2,347.18	3,127.78	4,045.40	5,098.17	6,105.68
归属母公司净利润(百万元)	1,653.19	2,048.49	2,727.49	3,503.51	4,203.71
增长率(%)	7.67	23.91	33.15	28.45	19.99
EPS(元/股)	0.97	1.20	1.60	2.06	2.47
市盈率(P/E)	22.07	17.81	13.37	10.41	8.68
市净率(P/B)	3.93	3.29	2.75	2.28	1.90
市销率(P/S)	8.20	6.06	4.30	2.79	2.09
EV/EBITDA	15.17	10.20	10.37	8.34	6.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	环保/环境治理
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,704.65
流通A股股本(百万股)	1,698.39
A股总市值(百万元)	36,479.47
流通A股市值(百万元)	36,345.55
每股净资产(元)	7.38
资产负债率(%)	46.68
一年内最高/最低(元)	23.93/14.02

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

胡冰清 分析师
SAC执业证书编号：S1110524070004
hubingqing@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

- 《伟明环保-年报点评报告:项目持续投产支撑营收，三轮驱动有望助公司成长》2023-05-09
- 《伟明环保-首次覆盖报告:“垃圾焚烧+”多业务协同，切入新能源赛道》2023-04-17
- 《伟明环保-半年报点评:设备、EPC及服务业务发力，21H1营收高增83%》2021-08-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,374.55	2,575.36	678.59	1,047.69	1,393.95
应收票据及应收账款	979.79	2,479.89	4,378.31	6,892.08	9,266.30
预付账款	54.41	115.48	232.14	396.30	536.43
存货	159.99	228.21	364.44	516.73	667.87
其他	899.45	903.84	1,347.88	1,483.58	1,607.43
流动资产合计	4,468.19	6,302.78	7,001.36	10,336.38	13,471.99
长期股权投资	387.67	579.08	780.07	991.10	1,212.69
固定资产	1,669.58	2,047.65	2,814.95	3,636.62	4,449.20
在建工程	374.21	848.43	1,257.81	1,411.60	1,413.02
无形资产	12,465.06	13,250.42	13,936.44	14,451.64	14,410.22
其他	618.79	755.34	638.04	455.83	298.23
非流动资产合计	15,515.31	17,480.93	19,427.31	20,946.79	21,783.36
资产总计	20,223.78	24,100.58	26,428.67	31,283.17	35,255.35
短期借款	496.17	354.88	959.33	1,778.03	2,866.93
应付票据及应付账款	1,335.35	1,880.04	2,493.53	3,063.11	3,517.90
其他	667.24	1,426.79	2,009.02	2,479.45	2,865.52
流动负债合计	2,498.75	3,661.70	5,461.87	7,320.59	9,250.35
长期借款	3,842.59	4,202.46	2,426.03	2,311.11	851.87
应付债券	1,355.66	1,406.98	1,477.33	1,551.19	1,628.75
其他	1,946.34	2,162.57	2,330.75	2,575.87	2,709.86
非流动负债合计	7,144.59	7,772.00	6,234.11	6,438.17	5,190.48
负债合计	9,679.81	11,565.84	11,695.98	13,758.77	14,440.83
少数股东权益	1,254.56	1,432.78	1,455.96	1,509.20	1,568.18
股本	1,694.21	1,704.64	1,704.65	1,704.65	1,704.65
资本公积	1,120.93	1,221.74	1,221.74	1,221.74	1,221.74
留存收益	6,382.56	8,181.29	10,336.01	13,068.75	16,305.60
其他	91.70	(5.71)	14.33	20.06	14.34
股东权益合计	10,543.97	12,534.75	14,732.68	17,524.40	20,814.51
负债和股东权益总计	20,223.78	24,100.58	26,428.67	31,283.17	35,255.35

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,671.03	2,086.23	2,727.49	3,503.51	4,203.71
折旧摊销	481.50	559.93	679.66	785.80	867.74
财务费用	244.66	262.09	235.84	243.59	257.02
投资损失	(12.52)	(8.87)	(59.17)	(65.09)	(71.59)
营运资金变动	285.16	(249.93)	(1,251.88)	(1,839.94)	(1,959.21)
其它	(477.01)	(328.01)	29.33	68.26	76.60
经营活动现金流	2,192.81	2,321.43	2,361.27	2,696.13	3,374.26
资本支出	3,361.04	2,160.10	2,374.17	2,031.34	1,506.34
长期投资	185.32	191.42	200.99	211.04	221.59
其他	(6,581.12)	(4,851.19)	(5,056.77)	(4,454.49)	(3,296.68)
投资活动现金流	(3,034.77)	(2,499.67)	(2,481.62)	(2,212.11)	(1,568.76)
债权融资	2,385.79	322.80	(1,217.55)	665.14	(469.05)
股权融资	(167.73)	(409.67)	(558.88)	(780.06)	(990.19)
其他	164.31	360.24	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,382.38	273.37	(1,776.43)	(114.92)	(1,459.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,540.43	95.13	(1,896.77)	369.10	346.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,446.14	6,024.58	8,482.35	13,096.11	17,424.43
营业成本	2,346.72	3,160.95	4,637.31	8,007.45	11,137.35
营业税金及附加	41.44	52.53	74.74	120.74	162.25
销售费用	20.29	14.90	31.30	48.81	65.60
管理费用	178.93	241.51	323.66	497.21	658.23
研发费用	84.51	99.87	128.29	196.08	258.28
财务费用	232.85	237.74	235.84	243.59	257.02
资产/信用减值损失	91.04	(78.61)	(68.83)	(63.38)	(63.44)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.52	8.87	59.17	65.09	71.59
其他	(325.47)	(0.02)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,763.31	2,286.81	3,041.55	3,983.92	4,893.86
营业外收入	20.80	9.58	12.13	14.17	11.96
营业外支出	3.86	11.89	5.89	7.21	8.33
利润总额	1,780.25	2,284.50	3,047.78	3,990.88	4,897.48
所得税	109.22	198.27	290.97	419.10	617.17
净利润	1,671.03	2,086.23	2,756.82	3,571.77	4,280.31
少数股东损益	17.84	37.74	29.33	68.26	76.60
归属于母公司净利润	1,653.19	2,048.49	2,727.49	3,503.51	4,203.71
每股收益(元)	0.97	1.20	1.60	2.06	2.47

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.23%	35.50%	40.80%	54.39%	33.05%
营业利润	4.50%	29.69%	33.00%	30.98%	22.84%
归属于母公司净利润	7.67%	23.91%	33.15%	28.45%	19.99%
获利能力					
毛利率	47.22%	47.53%	45.33%	38.86%	36.08%
净利率	37.18%	34.00%	32.15%	26.75%	24.13%
ROE	17.80%	18.45%	20.54%	21.88%	21.84%
ROIC	18.09%	17.06%	18.86%	20.18%	20.42%
偿债能力					
资产负债率	47.86%	47.99%	44.25%	43.98%	40.96%
净负债率	34.14%	31.58%	33.08%	30.89%	23.33%
流动比率	1.86	1.74	1.28	1.41	1.46
速动比率	1.79	1.68	1.22	1.34	1.38
营运能力					
应收账款周转率	4.19	3.48	2.47	2.32	2.16
存货周转率	29.81	31.04	28.62	29.72	29.42
总资产周转率	0.25	0.27	0.34	0.45	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.97	1.20	1.60	2.06	2.47
每股经营现金流	1.29	1.36	1.39	1.58	1.98
每股净资产	5.45	6.51	7.79	9.39	11.29
估值比率					
市盈率	22.07	17.81	13.37	10.41	8.68
市净率	3.93	3.29	2.75	2.28	1.90
EV/EBITDA	15.17	10.20	10.37	8.34	6.87
EV/EBIT	18.93	12.36	12.46	9.86	8.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com