

# 伟明环保 (603568.SH)

## 投运规模提升, 业绩稳健增长

### 核心观点:

#### ● 前三季度归母净利润同比增长 29%

公司披露三季报, 前三季度收入 15.38 亿元, 同比增长 31%; 归母净利润 7.45 亿元, 同比增长 29%。业绩增长主要是运营规模提升及在建项目设备销售确认所致。公司可转债利息费用确认, 财务费用同比增长 87%, 营业利润同比增长 25%; 新投运项目享受所得税优惠, 所得税同比持平, 净利润增速高于营业利润增速。

#### ● 运营数据保持 20% 以上增长, 在建项目顺利推进

公司业绩增长一方面是垃圾焚烧项目投运带来的垃圾入库量和上网电量的增长, 前三季度分别增长 26% 和 20%; 其中单三季度分别增长 26% 和 20%, 环比分别增长 6% 和 0%。另一方面是公司项目建设推进确认设备收入所致。公司玉环二期、樟树、临海二期、婺源、奉新等项目顺利建设中, 规模合计 3350 吨/日, 东阳、龙泉、双鸭山和永丰等项目进入建设阶段, 规模合计 3550 吨/日。公司三季度末在建工程 7.59 亿元, 比一季度末和二季度末分别增加 4.88 和 3.22 亿元。

#### ● 垃圾焚烧新增订单远超去年, 环卫&设备外销取得突破

前三季度, 公司新增垃圾焚烧订单规模 9750 吨/日, 超过去年全年新增订单规模 (5150 吨/日)。截至三季报披露日, 公司投运、在建、拟建规模分别为 1.46/0.69/1.09 万吨/日, 合计在手 3.2 万吨/日。此外, 公司积极拓展环卫清运及设备对外销售, 新增眉山、彭州等环卫项目, 及东明生活垃圾 EP 项目 (金额 1.23 亿元), 有望成为公司新的利润增长板块。

#### ● 优质垃圾焚烧运营公司, 业绩稳健增长可期

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 9.5/12.4/14.7 亿元, 对应 2019 年 PE 22 倍。公司是优质垃圾焚烧运营公司, 新增垃圾焚烧订单及项目投运提速, 并积极拓展固废全产业链布局, 考虑公司优于同行的 ROE 水平 (2018 年 ROE 24%), 维持合理价值 25.75 元/股, 对应 2019 年 25 倍 PE, 给予买入评级。

● **风险提示:** 垃圾焚烧项目投产时间低于预期; 餐厨、环卫等项目拓展低于预期; 垃圾焚烧上网电价补贴政策变动风险。

### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,029	1,547	2,029	2,683	3,160
增长率 (%)	48.5	50.3	31.2	32.2	17.8
EBITDA (百万元)	642	938	1,204	1,549	1,845
净利润 (百万元)	507	740	951	1,237	1,468
增长率 (%)	54.3	46.0	28.5	30.1	18.7
EPS (元/股)	0.74	1.08	1.01	1.31	1.56
市盈率 (P/E)	28.56	21.23	21.63	16.62	14.01
市净率 (P/B)	6.28	5.11	5.07	3.89	3.04
EV/EBITDA	22.26	16.72	16.77	13.01	10.76

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	21.84 元
合理价值	25.75 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

邱长伟



SAC 执证号: S0260517080016

SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

### 相关研究:

伟明环保 (603568.SH): 垃圾焚烧项目进入密集投运期, 积极完善固废全产业链	2019-08-18
伟明环保 (603568.SH): 投运和新增订单提速, 业绩稳健增长可期	2019-04-15
伟明环保 (603568.SH): 6.7 亿可转债发行完毕, 运营+设备推动业绩高成长	2018-12-16

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,154</b>	<b>1,862</b>	<b>2,069</b>	<b>2,026</b>	<b>2,445</b>
货币资金	542	1,186	1,321	1,068	1,355
应收及预付	267	392	449	603	703
存货	81	90	118	166	192
其他流动资产	265	194	182	190	195
<b>非流动资产</b>	<b>2,777</b>	<b>3,877</b>	<b>4,585</b>	<b>5,844</b>	<b>7,055</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	89	124	301	387	481
在建工程	453	1,124	524	524	524
无形资产	2,107	2,467	3,599	4,772	5,889
其他长期资产	128	161	161	161	161
<b>资产总计</b>	<b>3,932</b>	<b>5,739</b>	<b>6,654</b>	<b>7,869</b>	<b>9,499</b>
<b>流动负债</b>	<b>462</b>	<b>660</b>	<b>797</b>	<b>1,076</b>	<b>1,238</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	209	303	332	471	548
其他流动负债	252	357	464	605	690
<b>非流动负债</b>	<b>1,158</b>	<b>1,994</b>	<b>1,794</b>	<b>1,493</b>	<b>1,493</b>
长期借款	301	567	567	567	567
应付债券	0	501	301	0	0
其他非流动负债	856	926	926	926	926
<b>负债合计</b>	<b>1,619</b>	<b>2,653</b>	<b>2,590</b>	<b>2,569</b>	<b>2,730</b>
股本	688	688	942	942	942
资本公积	280	293	293	293	293
留存收益	1,425	1,994	2,718	3,955	5,423
归属母公司股东权益	2,306	3,077	4,055	5,293	6,761
少数股东权益	7	8	8	8	8
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,932</b>	<b>5,739</b>	<b>6,654</b>	<b>7,869</b>	<b>9,499</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,029</b>	<b>1,547</b>	<b>2,029</b>	<b>2,683</b>	<b>3,160</b>
营业成本	398	614	821	1,131	1,327
营业税金及附加	21	23	37	47	55
销售费用	9	13	18	24	28
管理费用	77	80	136	169	197
研发费用	7	17	16	23	28
财务费用	47	45	83	82	89
资产减值损失	1	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	6	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>575</b>	<b>860</b>	<b>1,074</b>	<b>1,406</b>	<b>1,678</b>
营业外收支	1	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>576</b>	<b>859</b>	<b>1,074</b>	<b>1,406</b>	<b>1,678</b>
所得税	69	120	124	169	210
<b>净利润</b>	<b>507</b>	<b>738</b>	<b>951</b>	<b>1,237</b>	<b>1,468</b>
少数股东损益	0	-2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>507</b>	<b>740</b>	<b>951</b>	<b>1,237</b>	<b>1,468</b>
EBITDA	642	938	1,204	1,549	1,845
EPS (元)	0.74	1.08	1.01	1.31	1.56

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>664</b>	<b>744</b>	<b>1,267</b>	<b>1,603</b>	<b>1,848</b>
净利润	507	738	951	1,237	1,468
折旧摊销	124	138	202	261	321
营运资金变动	-5	-187	65	69	30
其它	39	55	48	36	28
<b>投资活动现金流</b>	<b>-390</b>	<b>-876</b>	<b>-911</b>	<b>-1,519</b>	<b>-1,532</b>
资本支出	-440	-1,067	-911	-1,519	-1,532
投资变动	36	191	0	0	0
其他	14	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-81</b>	<b>796</b>	<b>-221</b>	<b>-337</b>	<b>-28</b>
银行借款	-7	309	0	0	0
股权融资	88	3	254	0	0
其他	-161	484	-475	-337	-28
<b>现金净增加额</b>	<b>194</b>	<b>664</b>	<b>135</b>	<b>-253</b>	<b>287</b>
期初现金余额	322	515	1,186	1,321	1,068
期末现金余额	515	1,180	1,321	1,068	1,355

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	48.5%	50.3%	31.2%	32.2%	17.8%
营业利润增长	100.2%	49.7%	24.9%	30.8%	19.4%
归母净利润增长	54.3%	46.0%	28.5%	30.1%	18.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	61.3%	60.3%	59.6%	57.8%	58.0%
净利率	49.2%	47.7%	46.9%	46.1%	46.5%
ROE	22.0%	24.0%	23.4%	23.4%	21.7%
ROIC	21.6%	22.5%	24.0%	23.2%	22.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.2%	46.2%	38.9%	32.6%	28.7%
净负债比率	8.7%	20.0%	14.3%	8.2%	6.8%
流动比率	2.50	2.82	2.60	1.88	1.98
速动比率	2.27	2.64	2.39	1.67	1.76
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.28	0.32	0.33	0.37	0.36
应收账款周转率	4.48	5.13	5.06	4.97	5.03
存货周转率	5.88	7.19	6.97	6.83	6.93
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.74	1.08	1.01	1.31	1.56
每股经营现金流	0.97	1.08	1.35	1.70	1.96
每股净资产	3.35	4.47	4.31	5.62	7.18
<b>估值比率</b>					
P/E	28.56	21.23	21.63	16.62	14.01
P/B	6.28	5.11	5.07	3.89	3.04
EV/EBITDA	22.26	16.72	16.77	13.01	10.76

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。