证券研究报告—动态报告

公用事业

环保Ⅱ

伟明环保(603568)

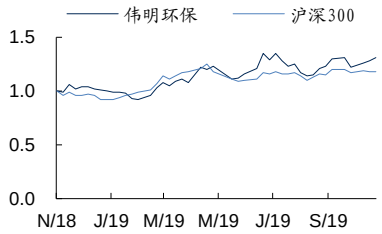
买入

2019 年三季报点评

维持评级

2019 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	942/939
总市值/流通(百万元)	20,567/20,499
上证综指/深圳成指	2,955
12 个月最高/最低(元)	23.41/14.77

相关研究报告:

《伟明环保-603568-2019 年半年报点评：订单超预期，新业务初具规模》 ——2019-08-19

《伟明环保-603568-2019 年一季报点评：新增订单超预期，加快产业链布局》 ——2019-04-24

《伟明环保-603568-2018 年年报点评：业绩符合预期，五大板块协同发展》 ——2019-04-11

《伟明环保-603568-2018 年三季报点评：设备端增速喜人，业绩持续超预期》 ——2018-10-22

《伟明环保-603568-重大事件快评：新签婺源项目，18 年新增订单超去年全年》 ——2018-08-20

证券分析师：姚键
电话：010-88005301
E-MAIL：yaojian1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080006
证券分析师：王宁
电话：021-60933142
E-MAIL：wangning2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

新增订单超预期，延续强劲发展势头

- **营收同比增长 31.43%，归母净利润增长 29.05%，业绩符合预期**

  2019 年上半年公司实现营收 15.38 亿，同比增长 31.43%；实现归母净利润 7.45 亿，同比增长 29.05%；实现归母扣非净利润 7.28 亿，同比增长 28.20%。营收大幅增长主要由于海滨公司、玉苍公司、武义公司、界首公司、万年公司、嘉善二期 2019 年正式运营确认收入、公司设备销售及技术服务增加所致。

- **垃圾焚烧：新增订单超预期，发展势头强劲**

  三季度以来，公司陆续中标安福项目（500 吨/日）、宁晋项目（共 2000 吨/日，其中一期 1000 吨/日）、澄江项目（300 吨/日）、嘉禾项目（共 1200 吨/日，其中一期 600 吨/日）、富锦项目（共 800 吨/日，其中一期 300 吨/日）、蒙阴项目（500 吨/日）。加上上半年中标的 4300 吨/日，公司今年共新增垃圾焚烧发电项目 9600 吨/日，三季度新增订单体量已超过上半年。无论从投运项目体量还是从新增订单体量来看，公司的垃圾焚烧发电业务维持强劲发展势头。

- **环卫清运和设备销售业务：加速推进，初具规模**

  环卫清运：三季度，公司先后中标眉山天府新区视高区域城市管理服务项目、彭州市第二生活垃圾压缩中转站 PPP 项目、温州市鹿城区城市生活垃圾转运作业市场化 PPP 项目、瓯海区仙岩街道垃圾中转站项目、瓯海区茶山街道垃圾中转站项目、瓯海区景山街道垃圾中转站项目，市场拓展顺利。同时，公司在满足在手项目设备供应的基础上，逐步利用空余产能加大对外销售力度。

- **财务分析：资产负债率明显改善，成本管控能力突出**

  前三季度毛利率为 62.02%，同比增加 2.58pct。资产负债率为 39.76%，同比减少 7.78pct，较上年改善明显。经营活动现金净流量为 3.92 亿元，同比增长 14.62%，主要由于新项目陆续投运，提供稳定现金流支撑。期间费用率相对平稳，成本管控能力突出。

- **风险提示：** 垃圾补贴下滑风险。

- **投资建议：五大板块协同发展，精细化运营铸就高成长壁垒**

  预计公司 2019-2012 年净利润为 9.01 亿、10.96 亿、13.65 亿元，对应估值为 23、19、15 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1029	1,547	1,957	2,415	3,017
(+/-%)	48.5%	50.3%	26.5%	23.4%	24.9%
净利润(百万元)	507	740	901	1096	1365
(+/-%)	54.3%	46.0%	21.8%	21.6%	24.6%
摊薄每股收益(元)	0.74	1.08	0.96	1.16	1.45
EBIT Margin	50.2%	44.7%	48.3%	49.1%	49.9%
净资产收益率(ROE)	22.0%	24.0%	24.3%	24.5%	25.1%
市盈率(PE)	39.7	20.3	22.8	18.8	15.1
EV/EBITDA	34.0	21.4	16.5	13.3	10.9
市净率(PB)	8.7	4.88	4.05	3.36	2.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

归母净利润增长 29.05%，业绩符合预期 **4**
垃圾焚烧发电：新增订单持续超预期 **4**
环卫清运和设备销售业务：加速推进，初具规模 **5**
五大板块协同发展，打造固废全产业链 **6**
财务分析：资产负债率明显改善，成本管控能力突出 **6**
净利率、毛利率与 ROA、ROE 基本持平 6
资金回款能力有所下降，存货周转率持续改善 7
资产负债率明显改善，经营活动现金流小幅增长 7
期间费用率保持平稳，成本控制能力仍处于高水平 8
投资建议：五大板块协同发展，精细化运营铸就高成长壁垒 **9**
附表：财务预测与估值 **10**
国信证券投资评级 **11**

图表目录

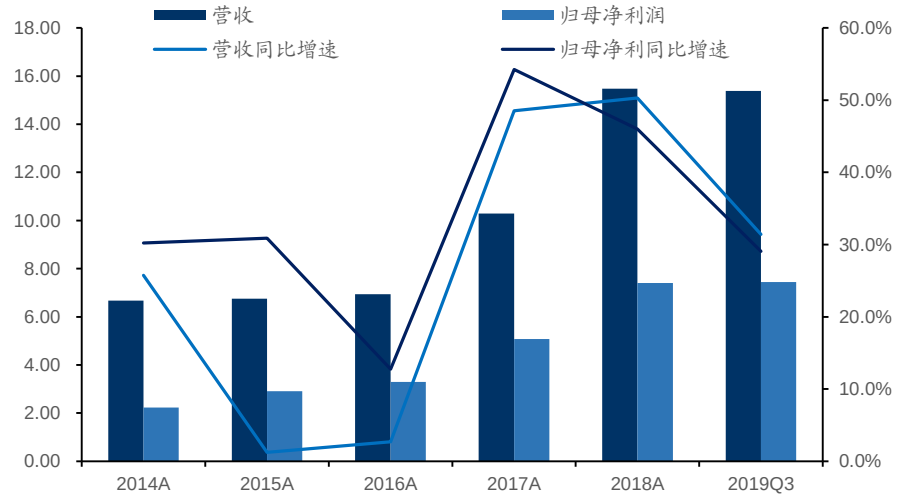
图 1: 伟明环保 2014 年-2019 年 Q3 营收、归母净利润及增速（亿，%）..... 4
图 2: 伟明环保 2014-2019Q3 净利率与毛利率（%）..... 7
图 3: 伟明环保 2015-2019 年 H1 ROA、ROE（%）..... 7
图 4: 伟明环保 2014-2019Q3 应收账款占营收比例（%）..... 7
图 5: 伟明环保 2014-2019Q3 资产负债率（%）..... 8
图 6: 伟明环保 2014-2019Q3 经营活动现金流（亿）..... 8
图 7: 伟明环保 2014-2019Q3 期间费用率（%）..... 8

表 1: 2019 年公司新签垃圾焚烧发电项目..... 5
表 2: 2019 年公司新签环卫清运项目..... 6
表 3: 国内环保可比上市公司估值..... 9

归母净利润增长 29.05%，业绩符合预期

2019 年上半年公司实现营收 15.38 亿，同比增长 31.43%；实现归母净利润 7.45 亿，同比增长 29.05%；实现归母扣非净利润 7.28 亿，同比增长 28.20%。营收大幅增长主要由于海滨公司、玉苍公司、武义公司、界首公司、万年公司、嘉善二期 2019 年正式运营确认收入、公司设备销售及技术服务增加所致。

图 1：伟明环保 2014 年-2019 年 Q3 营收、归母净利润及增速（亿，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

垃圾焚烧发电：新增订单持续超预期

上半年，公司共计投运项目 2900 吨/日，其中义 900 吨/日、瑞安二期 1000 吨/日、界首（500 吨/日）、万年（500 吨/日）。新项目的投运成为三季度营收增长的主要因素。从第三季度新增订单来看，公司仍延续上半年的良好势头。公司上半年完成莲花项目、永丰项目、闽清项目、蛟河项目签约，签署东阳项目补充协议，合计新增生活垃圾处理规模 4300 吨/日。今年第三季度以来，公司陆续中标安福项目（500 吨/日）、宁晋项目（共 2000 吨/日，其中一期 1000 吨/日）、澄江项目（300 吨/日）、嘉禾项目（共 1200 吨/日，其中一期 600 吨/日）、富锦项目（共 800 吨/日，其中一期 300 吨/日）、蒙阴项目（500 吨/日）。加上上半年中标的 4300 吨/日，公司今年共新增垃圾焚烧发电项目 9600 吨/日，三季度新增订单体量已超过上半年，公司拿单呈现加速的态势。无论从投运项目体量还是从新增订单体量来看，公司的垃圾焚烧发电业务维持强劲发展势头。

表 1：2019 年公司新签垃圾焚烧发电项目

时间	项目名称	项目描述
2019 年 1 月	莲花项目	签署《莲花县固废综合处理项目特许经营协议》，日处理固废 500 吨，特许经营期限 30 年
2019 年 1 月	东阳项目	签署《东阳市生活垃圾焚烧综合处理工程建设•运营•移交特许经营协议补充协议》，日处理生活垃圾 2200 吨，特许经营期限 29 年
2019 年 3 月	永丰项目	签署《永丰县生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 1200 吨，特许经营期限 30 年
2019 年 5 月	闽清项目	签署《闽清县生活垃圾焚烧发电厂 PPP 项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 600 吨，特许经营期限 30 年
2019 年 5 月	蛟河项目	签署《蛟河市垃圾焚烧发电项目特许经营协议》，日处理固废 500 吨，特许经营期限 30 年；签署《蛟河市生物质热电联产项目招商引资合同书》，年处理生物质 10 万吨，供热能力约为 47MW/h
2019 年 6 月	东明项目	签署《东明县生活垃圾处理焚烧发电项目合作协议书》，拟与当地企业共同投资建设运营东明县生活垃圾处理焚烧发电项目，公司参股投资比例为 30%
2019 年 8 月	安福项目	公司及下属子公司安福公司签署《安福县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目特许经营协议》，日处理生活垃圾 500 吨，特许经营期限 30 年
2019 年 8 月	嘉禾项目	中标嘉禾生活垃圾焚烧发电项目，日处理生活垃圾 1200 吨
2019 年 9 月	宁晋项目	中标宁晋县生活垃圾焚烧发电项目，日处理垃圾 2000 吨，一期 1000 吨/日
2019 年 9 月	澄江项目	中标澄江县生活垃圾焚烧发电特许经营项目，日处理垃圾 300 吨
2019 年 10 月	富锦项目	中标富锦市生活垃圾焚烧发电项目 PPP 项目，日处理垃圾 800 吨，一期 300 吨/日
2019 年 10 月	蒙阴项目	获得蒙阴项目特许经营权，日处理垃圾 500 吨/日

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

环卫清运和设备销售业务：加速推进，初具规模

在做大做强垃圾焚烧发电主业的基础上，公司积极在渗滤液处理、餐厨垃圾处置、生活垃圾清运领域加快布局，目前已初见成效。

环卫清运：三季度，公司先后中标眉山天府新区视高区域城市管理服务项目、彭州市第二生活垃圾压缩中转站 PPP 项目、温州市鹿城区城市生活垃圾转运作业市场化 PPP 项目、瓯海区仙岩街道垃圾中转站项目、瓯海区茶山街道垃圾中转站项目、瓯海区景山街道垃圾中转站项目，市场拓展顺利。

设备销售：10 月，公司下属全资子公司签署《东明生活垃圾焚烧发电项目设计、采购（EP）项目合同》，包含东明生活垃圾焚烧发电项目工程设计（包含初步设计、概算、施工图设计、施 工图预算）、设备及材料的采购、监造、验收等工作，合同总价共 1.23 亿元。该项目对公司设备对外销售业务具有标志性意义，标志公司在满足在手项目设备供应的基础上，逐步利用空余产能加大对外销售力度。

表 2：2019 年公司新签环卫清运项目

时间	项目名称	项目描述
2019 年 1 月	嘉善项目	签署《嘉善县生活垃圾运输协议》，日运输生活垃圾 1050 吨，服务期限约 28 年
2019 年 2 月	瓯海项目	签署《瓯海经济开发区垃圾中转站委托运营合同》和《瓯海区潘桥街道垃圾中转站委托运营合同》
2019 年 6 月	瓯海项目	签署《瓯海区丽岙街道垃圾中转站委托运营合同》
2019 年 7 月	眉山项目	子公司中环智慧签署《眉山天府新区视高区域城市管理服务项目政府采购合同》，合同期限为三年，合同总金额 5244.91 万元
2019 年 7 月	彭州项目	以联合体形式取得彭州市第二生活垃圾压缩中转站 PPP 项目《中标通知书》，拟新建设计规模为 400 吨/日的Ⅲ类垃圾中转站，项目总投资约 4892.38 万元，项目合作期 20 年
2019 年 8 月	嘉禾项目	中标湖南嘉禾县城乡生活垃圾收运体系项目特许经营权，项目投资约 4900.23 万元，特许经营期限 20 年
2019 年 8 月	鹿城项目	中标温州市鹿城区城市生活垃圾转运作业市场化 PPP 项目，日转运生活垃圾 1350 吨，特许经营期限 15 年

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

五大板块协同发展，打造固废全产业链

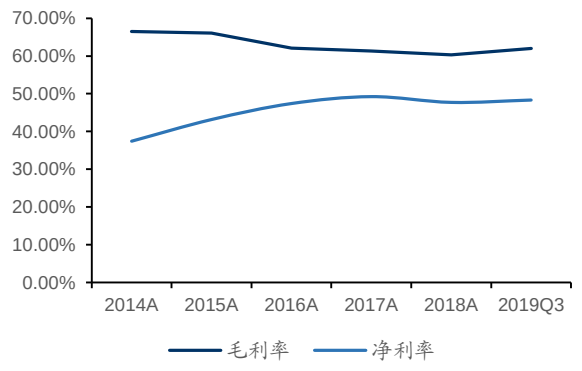
公司目前设立固废、工程装备、水务、智慧环卫、危废五大板块，主营业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链，包括核心技术研发、关键设备制造销售及项目投资、项目建设、运营管理等领域。公司通过在垃圾焚烧厂附近投资、建设、运营餐厨垃圾、污泥处理项目，与生活垃圾进行协同处置，并开展垃圾清运业务、工业及危废处理业务，实现各版块的协同发展，发挥自身产业链完善的优势。

财务分析：资产负债率明显改善，成本管控能力突出

净利率、毛利率与 ROA、ROE 基本持平

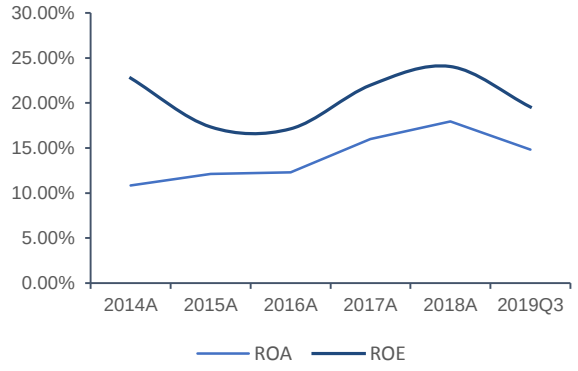
2019 年前三季度毛利率为 62.02%，同比增加 2.58pct。2015-2019 年公司毛利率相对稳定，2019 年前三季度公司净利率为 48.33%。2014-2019 年前三季度公司 ROA、ROE 均波动上升，2019 年分别为 14.82%/19.56%，同比减少 6.99pct、6.97pct，但总体仍处于较高水平。公司高利润率和 ROE 主要由于项目质量高，运营效果理想，很多项目已经收回投资；同时，公司成本管控能力突出。

图 2：伟明环保 2014-2019Q3 净利率与毛利率（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 3：伟明环保 2015-2019 年 H1 ROA、ROE（%）

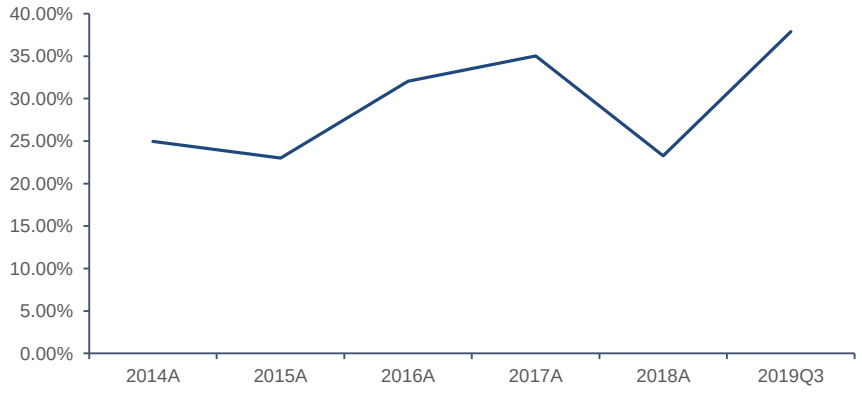


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资金回款能力有所下降，存货周转率持续改善

应收账款占营收比例有所上升，但相较 2017 年上半年有很大改善。2019 年前三季度应收账款占营收比例为 37.9%，同比增加 19.72pct，资金回款能力有所下降，主要由于目前整体垃圾焚烧国补发放周期拉长，同时公司积极拓展餐厨设备领域，应收账款有所增加。

图 4：伟明环保 2014-2019Q3 应收账款占营收比例（%）



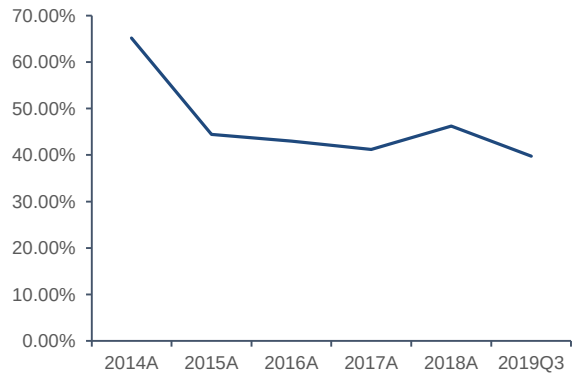
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资产负债率明显改善，经营活动现金流小幅增长

2014-2019Q3 资产负债率不断下降。2019 年前三季度资产负债率为 39.76%，同比减少 7.78pct，较上年改善明显。

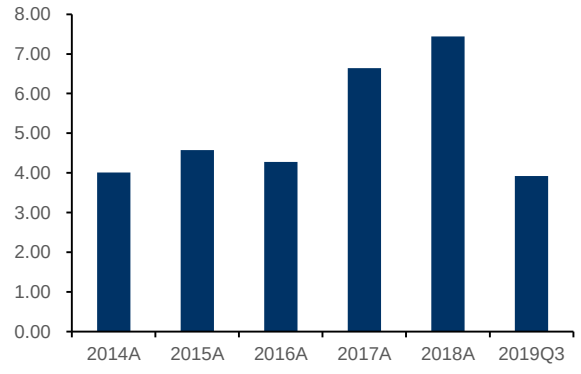
现金流大幅增长，为后续发展提供充足动力。2019 年前三季度经营活动现金净流量为 3.92 亿元，同比增长 14.62%。主要由于新项目陆续投运，提供稳定现金流支撑。

图 5：伟明环保 2014-2019Q3 资产负债率（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 6：伟明环保 2014-2019Q3 经营活动现金流（亿）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

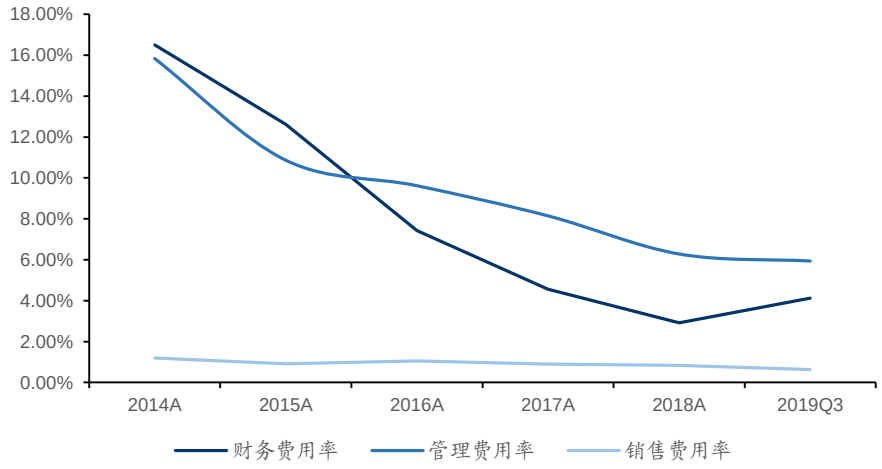
期间费用率保持平稳，成本控制能力仍处于高水平

销售费用率：2014-2019 年前三季度销售费用率基本保持平稳。2019 年前三季度销售费用率为 0.63%，远远低于上年。销售费用为 963 万元，同比增长 1.53%，主要为维修费增加所致。

管理+研发费用率：2014-2019 年前三季度管理+研发费用率波动下降。2019 年前三季度管理费用为 6386 万元，主要系薪酬增加所致，研发费用为 2748 万元，主要系母公司、设备公司、温州嘉伟等公司研发投入增加所致。2019 年前三季度管理+研发费用率为 5.94%，同比增加 9.36pct。

财务费用率：2014-2019 年前三季度财务费用率保持下降趋势。2019 年前三季度财务费用率为 4.13%，财务费用为 6351 万元，同比增加 42.4%，主要系可转债利息费用确认所致。

图 7：伟明环保 2014-2019Q3 期间费用率（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

投资建议：五大板块协同发展，精细化运营铸就高成长壁垒

公司未来看点在于：①精细化运营：深挖现有项目潜力，提升运营管理水平，提高在手项目盈利能力。②项目异地扩张：从浙江走向全国，成为全国性固废标杆企业。③产业链延伸：拓展环卫、渗滤液处理、餐厨垃圾处置新兴业务，培育新的业绩增长点。预计公司 2019-2012 年净利润为 9.01 亿、10.96 亿、13.65 亿元，对应估值为 23、19、15 倍。维持“买入”评级。

表 3：国内环保可比上市公司估值

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			PB	2019 PEG
		10 月 27 日	（亿元）	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
601200	上海环境	11.52	105.21	0.82	0.89	1.05	14.05	12.94	10.97	1.7	2.3
600323	瀚蓝环境	18.85	144.44	1.14	1.17	1.47	16.54	16.11	12.82	2.2	2.6
601330	绿色动力	11.28	96.87	0.23	0.38	0.58	49.04	29.68	19.45	4.2	0.9
	平均							**19.58**	**14.41**		
603568	伟明环保	21.84	205.67	1.08	0.96	1.16	20.22	22.75	18.83	4.1	1.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1186	1113	1793	2580
应收款项	394	456	562	702
存货净额	90	145	172	214
其他流动资产	193	548	700	905
流动资产合计	**1862**	**2262**	**3228**	**4401**
固定资产	1249	1920	2616	3348
无形资产及其他	2467	2369	2270	2171
投资性房地产	161	161	161	161
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**5739**	**6712**	**8274**	**10081**
短期借款及交易性金融负债	82	60	65	70
应付款项	301	331	394	485
其他流动负债	277	302	350	423
流动负债合计	**660**	**693**	**809**	**978**
长期借款及应付债券	1068	1368	2038	2708
其他长期负债	926	936	948	963
长期负债合计	**1994**	**2304**	**2986**	**3671**
负债合计	**2653**	**2997**	**3794**	**4648**
少数股东权益	8	7	5	2
股东权益	3077	3708	4475	5431
负债和股东权益总计	**5739**	**6712**	**8274**	**10081**

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.08	1.31	1.59	1.98
每股红利	0.29	0.39	0.48	0.60
每股净资产	4.47	5.39	6.50	7.89
ROIC	20%	21%	23%	24%
ROE	24%	24%	24%	25%
毛利率	60%	60%	60%	60%
EBIT Margin	45%	48%	49%	50%
EBITDA Margin	53%	56%	59%	60%
收入增长	50%	27%	23%	25%
净利润增长率	46%	22%	22%	25%
资产负债率	46%	45%	46%	46%
息率	1.3%	1.8%	2.2%	2.7%
P/E	20.3	16.7	13.7	11.0
P/B	4.9	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	21.4	16.5	13.3	10.9

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1547**	**1957**	**2415**	**3017**
营业成本	614	783	970	1207
营业税金及附加	23	25	31	39
销售费用	13	14	17	21
管理费用	205	191	210	243
财务费用	45	31	43	49
投资收益	6	5	6	7
资产减值及公允价值变动	(9)	(3)	(4)	(5)
其他收入	217	0	0	0
营业利润	860	916	1145	1459
营业外净收支	(2)	100	90	80
利润总额	**859**	**1016**	**1235**	**1539**
所得税费用	120	117	142	177
少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	**740**	**901**	**1096**	**1365**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	**740**	**901**	**1096**	**1365**
资产减值准备	8	74	70	58
折旧摊销	135	151	229	304
公允价值变动损失	9	3	4	5
财务费用	45	31	43	49
营运资本变动	134	(333)	(93)	(151)
其它	(9)	(75)	(72)	(60)
经营活动现金流	**1017**	**720**	**1234**	**1521**
资本开支	(714)	(800)	(900)	(1000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(714)**	**(800)**	**(900)**	**(1000)**
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	265	300	0	0
支付股利、利息	(197)	(270)	(329)	(410)
其它融资现金流	201	(22)	5	5
融资活动现金流	**341**	**7**	**346**	**265**
现金净变动	**644**	**(72)**	**680**	**786**
货币资金的期初余额	542	1186	1113	1793
货币资金的期末余额	1186	1113	1793	2580
企业自由现金流	150	(146)	286	485
权益自由现金流	616	104	253	447

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032