

# 伟明环保 (603568)

 证券研究报告  
 2023年04月17日

## “垃圾焚烧+”多业务协同，切入新能源赛道

### 拓展新能源材料领域，运营收入逐步提升

2022年，公司于印度尼西亚投资了高冰镍项目，新能源材料领域的业务逐步拓展。2018年后项目运营收入逐步提升，2021年增加至15.81亿元；设备销售与技术服务收入及业务比例增加。2019-2021年，主营业务毛利率分别为61.77%/53.93%/47.07%，项目运营业务+设备、EPC及服务业务的毛利率决定了主营业务较高的毛利率。

### 垃圾焚烧行业转型，区域处理能力差异大

随着垃圾焚烧处理厂的快速增加，垃圾焚烧处理能力已显著提高。2021年，垃圾焚烧行业由高增长阶段向高质量发展阶段转型，基于人口规模、城镇化率、生活垃圾清运量等因素，未来几年垃圾焚烧无害化新增处理能力的速度预估会放缓，处置产能增长速度放慢。

垃圾焚烧行业日趋成熟，但区域发展不平衡仍存。各省焚烧处理能力悬殊，焚烧处理能力在全国范围内呈现东高西低的局面；县城与城市焚烧处理能力差距较大。随着垃圾焚烧行业的规模化、集约化，行业的各有利资源将逐步向优势企业聚集；同时，优势企业利用规模优势和节约成本、提高生产管理水平和优化项目激励机制等措施，这些企业的市占率有望继续扩大且利润保持稳增长。

### 立足主营业务，进军新领域

2021年，垃圾入库量与发电量分别同比增长57.42%/54.21%，增长迅速；公司2021年浙江省省外完成收入11.03亿元，同比增加300.02%。2018-2021年，餐厨垃圾毛利率稳步攀升，整体运营能力较为稳定。

高冰镍项目的优势在于公司的设备工艺储备、高镍三元材料的较大市场空间、公司的区域优势及合作方的资源整合。2021年全球高镍三元材料出货量为30.9万吨，同比增长121%，因此市场空间广阔；而高冰镍作为生产高镍三元材料的重要原料，其需求旺盛。伟明环保利用自身技术及经验优势，及时切入新能源赛道，积极布局了镍矿资源，有望成为业绩增长点。

### 盈利预测：

我们预计2022-2024年公司分别实现营收46.32/59.88/85.41亿元，同比增长10.67%/29.27%/42.64%；分别实现归母净利润为16.84/21.63/29.68亿元，同比增长9.68%/28.44%/37.21%。

根据分部估值法，我们分别测算了公司主营业务与新能源业务，预计2024年总市值约386.48亿元，对应目标价为22.8元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业发展及竞争的风险、项目建设风险、行业政策风险、技术风险、应收账款回收风险、介入新业务风险、测算及假设具有一定主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,123.49	4,185.37	4,632.08	5,987.84	8,540.97
增长率(%)	53.25	34.00	10.67	29.27	42.64
EBITDA(百万元)	1,787.01	2,037.27	2,456.93	2,910.22	3,884.41
归属母公司净利润(百万元)	1,257.27	1,535.46	1,684.13	2,163.10	2,968.05
增长率(%)	29.02	22.13	9.68	28.44	37.21
EPS(元/股)	0.74	0.91	0.99	1.28	1.75
市盈率(P/E)	24.79	20.30	18.51	14.41	10.50
市净率(P/B)	5.68	4.08	3.25	2.71	2.21
市销率(P/S)	9.98	7.45	6.73	5.21	3.65
EV/EBITDA	13.89	24.70	10.77	8.58	5.63

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（首次评级）
当前价格	18.51元
目标价格	22.8元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,694.21
流通A股股本(百万股)	1,694.21
A股总市值(百万元)	31,359.89
流通A股市值(百万元)	31,359.89
每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	48.25
一年内最高/最低(元)	40.88/17.78

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《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
- 《伟明环保-季报点评:疫情影响消除叠加产能提升, 21Q1 业绩高增 87%》  
2021-04-21
- 《伟明环保-年报点评报告:20 年业绩同比 29%，新增订单多点开花》  
2021-04-18

## 内容目录

1. 拓展新能源材料领域，运营收入逐步提升 .....	4
1.1. 收入结构 .....	4
1.2. 财务状况 .....	5
2. 垃圾焚烧：由高速发展阶段向高质量发展过渡 .....	7
2.1. 垃圾焚烧处理能力提高，未来新增处置产能预估放缓 .....	7
2.2. 垃圾焚烧区域差异大，县域或仍有机遇 .....	10
3. 立足主营业务，进军新领域 .....	11
3.1. “焚烧+”，多业务协同发展 .....	12
3.2. 切入新能源赛道，布局第二增长曲线 .....	13
4. 盈利预测 .....	18
4.1. 盈利预测 .....	18
4.2. 估值 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：股权结构图 .....	4
图 3：2018-2022H1 细分收入（亿元） .....	4
图 4：公司的收入结构比例 .....	4
图 5：2019-2021 年主营业务毛利率 .....	5
图 6：2019-2021 细分领域的毛利率 .....	5
图 7：2017-2022 前三季度营收规模（亿元） .....	5
图 8：2017-2022 前三季度归母净利润（亿元） .....	5
图 9：2017-2022 前三季度经营及投资现金流（亿元） .....	6
图 10：2017-2022 前三季度长期资产支付现金（亿元） .....	6
图 11：2015-2022Q3 资产负债率 .....	6
图 12：2017-2022 前三季度研发支出（亿元） .....	7
图 13：2018-2021 研发费用率逐步增加 .....	7
图 14：生活垃圾无害化处理率 .....	7
图 15：2012-2021 年城市的垃圾处理方式占比分布 .....	7
图 16：生活垃圾焚烧无害化处理能力（万吨/日） .....	8
图 17：生活垃圾无害化处理厂数（座） .....	8
图 18：2021 年各地区城市焚烧处理能力（万吨/日） .....	10
图 19：县城和城市的生活垃圾焚烧无害化处理能力对比（万吨/日） .....	10
图 20：公司垃圾入库量（万吨） .....	11
图 21：单位入库垃圾发电量（度/吨） .....	11

图 22: 浙江省外垃圾入库量.....	11
图 23: 浙江省外发电量占比.....	11
图 24: 2022H1 细分领域处理及同比增速情况.....	12
图 25: 餐厨垃圾处理量 (万吨) .....	12
图 26: 餐厨垃圾收入 (亿元) .....	13
图 27: 餐厨垃圾毛利率.....	13
图 28: 2019-2022 年新能源汽车销量 (万辆) .....	13
图 29: 2018-2022 我国动力电池装车量 (GWh) 及年增长率 .....	13
图 30: 废旧电池的含有的大量有价金属 .....	14
图 31: 2021 年锂离子动力电池成本结构.....	14
图 32: 2017-2021 年, 全球原生镍消费量占情况 .....	15
图 33: 2017-2021 年, 中国原生镍消费量占比情况.....	15
图 34: 2020/03/10-2023/04/10 镍的价格 (元/吨) .....	15
图 35: 富氧侧吹工艺.....	17
图 36: 2021 年全球镍矿产量: 印尼镍矿产量达到 100 万吨 .....	17
图 37: 温州锂电池新材料产业基地项目鸟瞰图.....	17
表 1: 生活垃圾焚烧占比各省的规划.....	8
表 2: 垃圾焚烧无害化处理能力 .....	9
表 3: 2020-2022 年焚烧发电项目相关的订单 .....	12
表 4: 盈利预测 .....	18
表 5: 环保板块估值 .....	19
表 6: 新能源业务可比公司 .....	19

## 1. 拓展新能源材料领域，运营收入逐步提升

伟明环保成立于 2001 年，2005 年 12 月整体变更为股份有限公司，并于 2015 年 5 月成功登陆上交所。公司专注于城市生活垃圾焚烧发电业务，业务涵盖城市生活垃圾焚烧发电行业全产业链；在长三角等东部沿海地区已拥有较高市场份额，同时也在积极开拓市场、进军全国，目前已是我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一。2022 年，公司于印度尼西亚投资了高冰镍项目，新能源材料领域的业务逐步拓展。

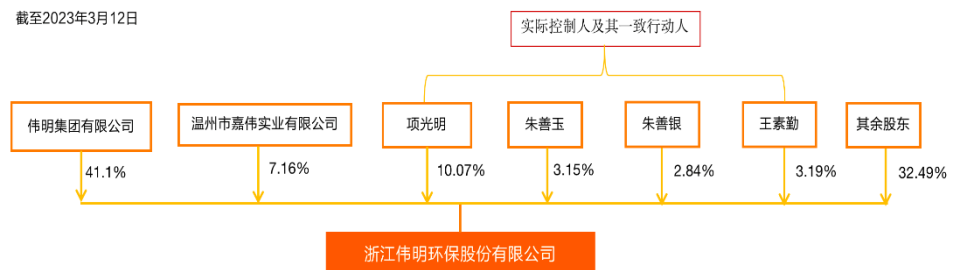
图 1：公司发展历程



资料来源：wind，伟明环保公司官网，公司公告，天风证券研究所

股权结构集中且清晰。2023 年 3 月 12 日，公司实际控制人项光明先生、朱善银先生和朱善玉先生增持公司股份 572 万股，占公司总股本 0.34%，彰显其对公司未来发展的信心。截至 2023 年 3 月 12 日，公司的控股股东为伟明集团，实际控制人项光明及其一致行动人王素勤、朱善玉、朱善银直接持股比例共 19.25%。

图 2：股权结构图



资料来源：wind，企查查，天风证券研究所

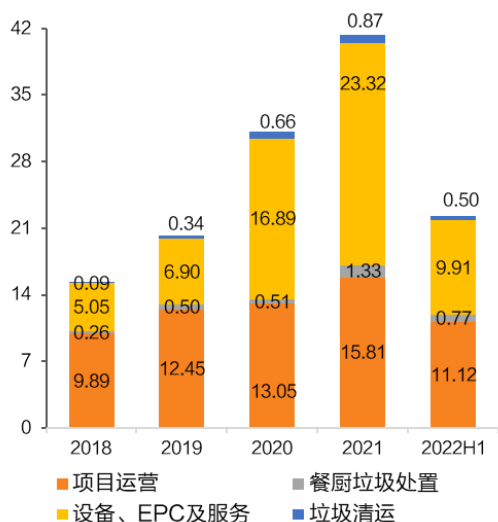
### 1.1. 收入结构

公司提供电力销售、垃圾处置服务、设备销售及服务。公司向地方政府环卫部门提供垃圾焚烧处理服务来收取垃圾处置费；向电力部门提供电力来收取发电收入，且通过开展各类固废协同处理业务等方式来提升公司营收和利润。

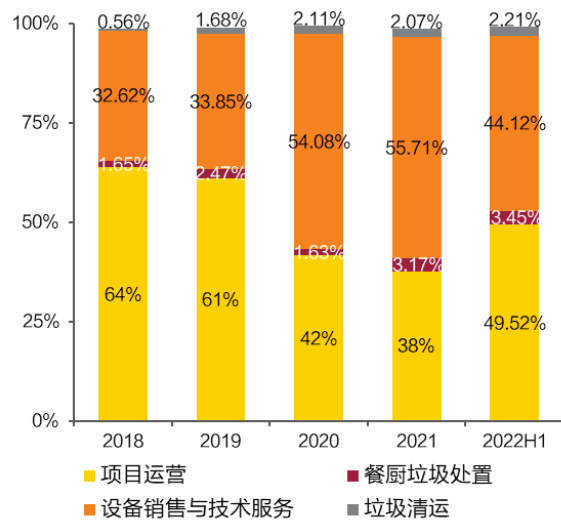
从收入结构看，2018-2022H1 项目运营收入与设备销售与技术服务收入贡献明显：1) 2018-2021 年，项目运营收入由 9.89 亿元持续增加至 15.81 亿元，主要系公司的运营项目数量增加，垃圾处理量及上网电量持续增加；2) 2018-2021 年，设备销售与技术服务收入及业务比例增加，因公司 PPP 项目和对外项目的增多，以及 2021 年《企业会计准则解释第 14 号》对在建 PPP 项目确认建造收入。

图 3：2018-2022H1 细分收入（亿元）

图 4：公司的收入结构比例



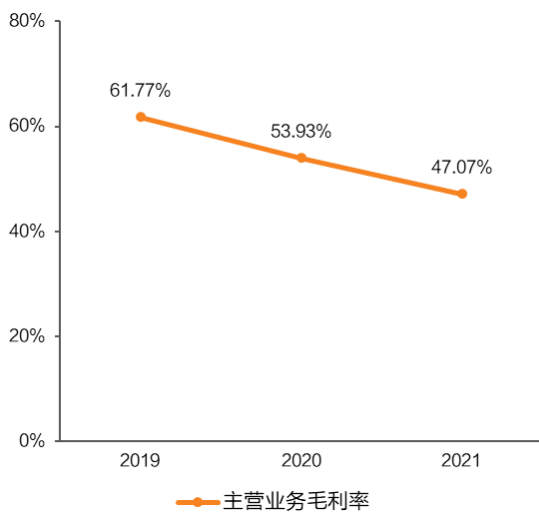
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

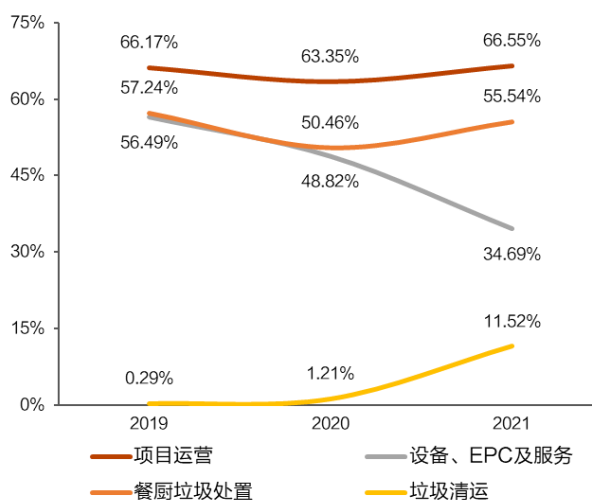
主营业务毛利率较高, 盈利能力较好: 2019-2021 年, 主营业务毛利率分别为 61.77%/53.93%/47.07%, 项目运营业务+设备、EPC 及服务业务的毛利率决定了主营业务的毛利率。2020 年及 2021 年, 设备、EPC 及服务业务毛利率两年均有所下滑, 从而拉低主营业务毛利率水平。2021 年毛利率较 2020 年减少 14.12pct, 主要系会计准则《解释第 14 号》要求对在建 PPP 项目确认了建造收入和成本。

图 5: 2019-2021 年主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 2019-2021 细分领域的毛利率



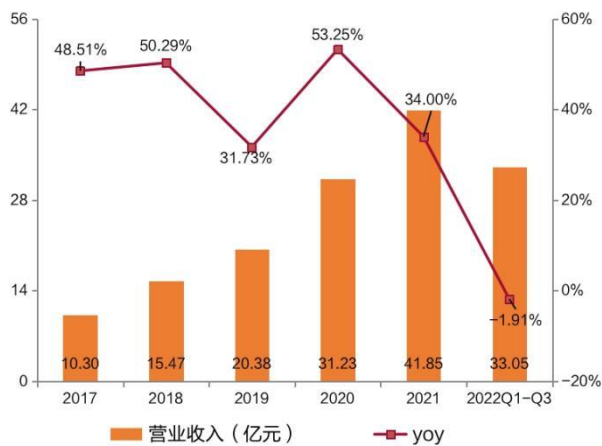
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 1.2. 财务状况

营收规模逐步扩大, 归母净利润持续增加。2017 年至 2021 年公司营收及归母净利润的复合增速分别为 42%/32%, 盈利能力较好。2021 年营收增速高于归母增速的原因主要系行业会计准则《解释第 14 号》的变更, 准则要求确认在建 PPP 项目收入且其成本也需转结。2022 年前三季度实现营收 33.05 亿元, 同比减少 1.91%; 实现归母净利润 12.47 亿元, 同比增加 1.36%。

图 7: 2017-2022 前三季度营收规模 (亿元)

图 8: 2017-2022 前三季度归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

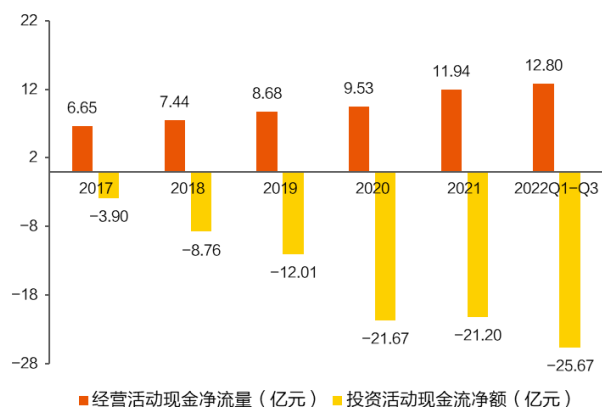


资料来源: wind, 天风证券研究所

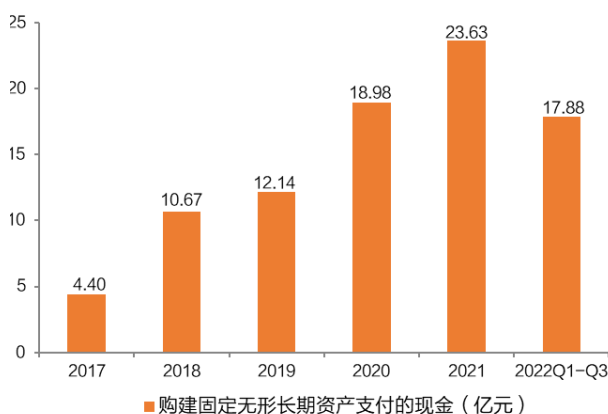
经营性现金流较充沛, 呈上升态势。截至 2022 年前三季度, 公司投资控股的垃圾焚烧处理运营 (及试运营) 项目达到 42 个, 有望为公司继续提供稳定的现金流。近年来, 公司项目拓展, 产能逐步投产, 投资活动现金流上升。截至 2022 前三季度, 投资活动现金流净额进一步增加, 主要系 2022 年公司出资收购盛运环保 51% 股权支付现金所致, 公司目前已成为盛运环保的控股股东。

图 9: 2017-2022 前三季度经营及投资现金流 (亿元)

图 10: 2017-2022 前三季度长期资产支付现金 (亿元)



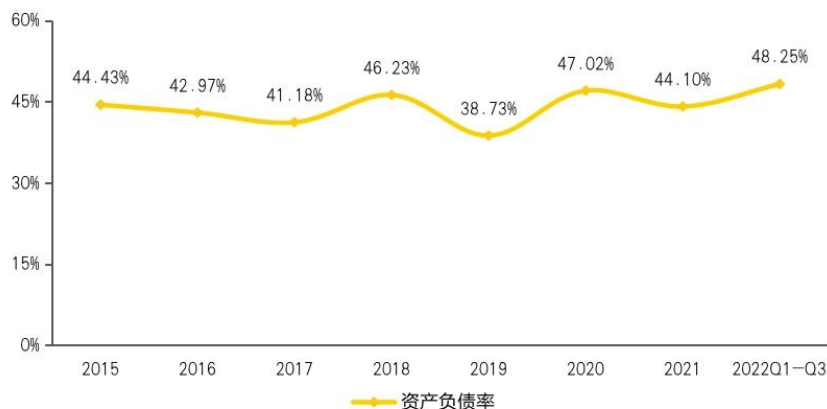
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2015-2022Q1-Q3 公司的资产负债率维持在 45% 左右, 资产负债率稳定。公司整体财务状况良好, 偿债风险较低, 有利于公司未来利用财务杠杆进一步扩大公司规模。

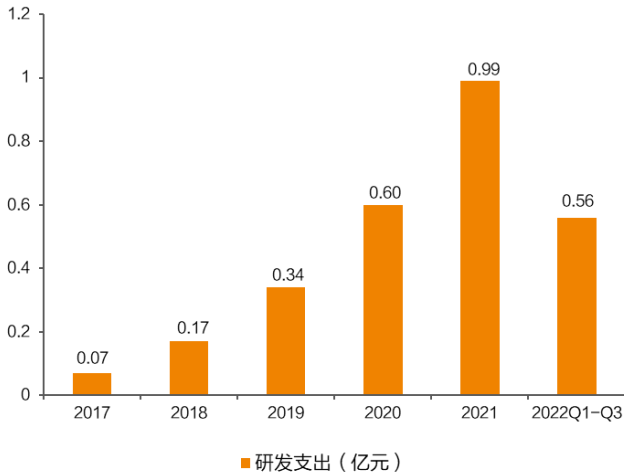
图 11: 2015-2022Q3 资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

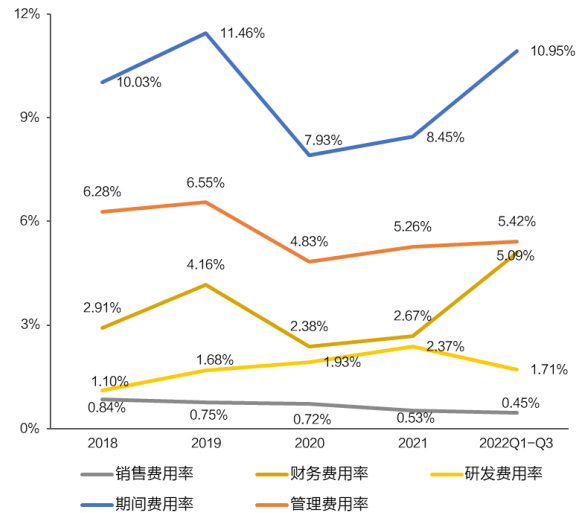
研发持续投入：2017-2021年，研发费用支出增长，且研发费用率逐步递增。垃圾焚烧发电项目具有知识密集型、技术密集型等特点，公司的持续研发投入以提高垃圾焚烧效果和发电效率，为业务稳定持续增长提供技术支持。此外，近年来，公司为开发新设备和新装备，加大了研发投入，加强在新材料领域的技术投入，有望推进公司此块业务平稳发展。

图 12：2017-2022 前三季度研发支出（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2018-2021 研发费用率逐步增加



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 垃圾焚烧：由高速发展阶段向高质量发展过渡

### 2.1. 垃圾焚烧处理能力提高，未来新增处置产能预估放缓

为实现“减量化、资源化、无害化”的目标，近年来，生活垃圾无害化处理率不断提高。我国城市生活垃圾无害化处理率已由 2016 年 93.81% 增加至 2021 年的 99.58%，增加了 5.77pct。而作为生活垃圾处理方式之一的焚烧比例明显增加，垃圾填埋占比大幅降低。2019 年，我国生活垃圾焚烧总量占无害化处理总量首次超过 50%，2020 年达到 62.29%，标志着焚烧成为了生活垃圾处理的主要方式。同时，政策频出，进一步助力夯实焚烧方式的地位。2021 年《2030 年前碳达峰行动方案》明确了推动生活垃圾焚烧，降低填埋比例，政策助力夯实了焚烧方式的地位。“十四五”期间，生活垃圾焚烧需求仍存，垃圾焚烧发电的发展空间较大。

图 14：生活垃圾无害化处理率

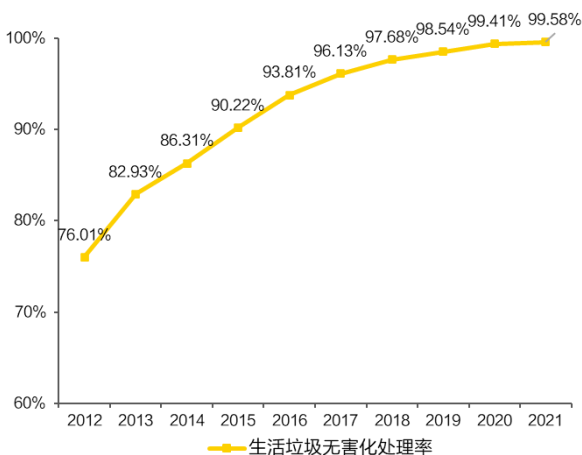
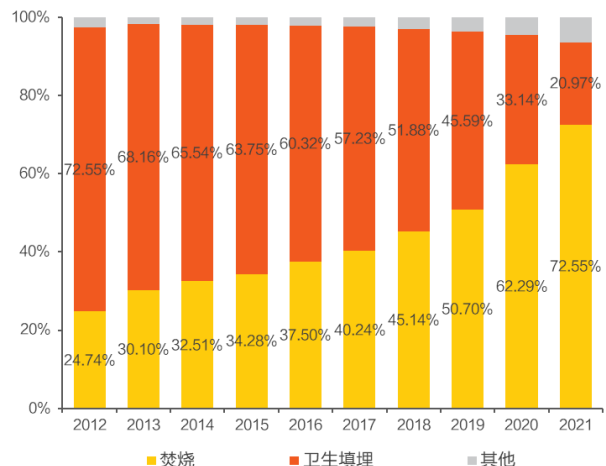


图 15：2012-2021 年城市的垃圾处理方式占比分布

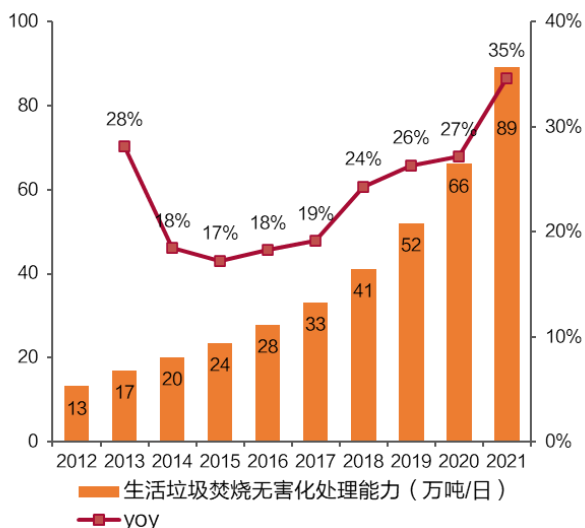


资料来源：城乡建设统计年鉴，天风证券研究所

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

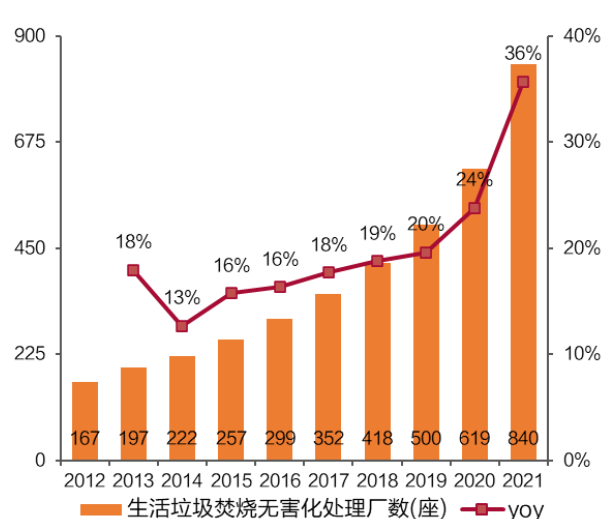
随着垃圾焚烧处理厂的快速增加，垃圾焚烧处理能力已显著提高。2017-2021年，垃圾焚烧无害化处理厂数由352座增长至840座，生活垃圾焚烧无害化日处理能力则由33.14万吨增加至89.12万吨。2021年，垃圾焚烧行业由高速发展阶段向高质量阶段转型，未来生活垃圾焚烧无害化产能增速或放缓。

图 16：生活垃圾焚烧无害化处理能力（万吨/日）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 17：生活垃圾无害化处理厂数（座）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

表 1：生活垃圾焚烧占比各省的规划

地区	生活垃圾焚烧占比
<b>华北地区：</b>	
山西	81%（2030年）
河北	80%（2025年）
内蒙古	65%（2030年）
<b>华东地区：</b>	
浙江	100%（2030年）
江苏	85%（2030年）
安徽	
福建	100%（2030年）
江西	90%（2030年）
山东	85%（2025年）
<b>华中地区：</b>	
河南	70%（2030年）
湖南	70%（2030年）
湖北	70%（2025年）；80%（2030年）
<b>华南地区：</b>	
海南	90%（近期）；100%（远期）
广西	70%（2025年）；90%（2030年）
广东	80%（2025年）
<b>东北地区：</b>	
吉林	100%（2030年）
<b>西南地区：</b>	
四川	100%
重庆	100%



云南	60% (全省 2030 年); 70% (设市城市 2030 年)
西北地区:	
陕西	59.6% (2025 年); 68% (2030 年)
新疆建设兵团	22.1% (2025 年); 58.2% (2030 年)
均值	75%

资料来源: 各省市发展与改革委员会, 天风证券研究所

垃圾焚烧发电的发展与人口规模、城镇化率、生活垃圾清运量等因素密不可分; 基于以下几个因素综合分析, 我们预计到 2025 年, 我国生活垃圾焚烧无害化处理能力约 108.2 万吨/日, 较 2021 年提升 19.1 万吨, 增加 21.44%。我们认为, 未来几年垃圾焚烧无害化新增处理能力的速度预估会放缓, 处置产能增长速度放慢。

- 1) 假设未来人口增长率相对于 2021 年放缓, 增长率假定为 0.02%;
- 2) 根据《人口与劳动绿皮书: 中国人口与劳动问题报告 NO.22》表明: “十四五”期间将是城镇化高速增长向逐步放缓的“拐点”, 平均每年提高 1.03pct; 因此, 我们假定 2021 年城镇化率逐步放缓增长至 2025 年的 67.2%;
- 3) 人均生活垃圾清运量: 假设未来增长速度等于 2021 年的增长速度 3%;
- 4) 生活垃圾无害化处理率: 根据目前增长趋势趋向于 100%, 我们假设保持稳步增长, 2025 年有望达到 99.7%;
- 5) 生活焚烧垃圾处理占比: 根据多省规划, 我们预计到 2025 年的均值将达到 75%左右;
- 6) 2017 年-2021 年焚烧厂数量由 352 座增加到 840 座, 增长速度较快, 而垃圾焚烧的产能利用率呈现明显下滑趋势。根据中国固废网报道, 2022H1 新增项目数量放缓; 根据相关远期规划, 2021 年到 2030 年的焚烧厂建造数量仅为 191 座, 因此, 产能利用率有望逐步提高, 所以我们假设稳步提升, 2025 年将达到 71%。

表 2: 垃圾焚烧无害化处理能力

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口 (万人)	140011	140541	141008	141212	141260	141175	141203	141231	141259
总人口 yoy		0.38%	0.33%	0.14%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
城镇化率	60.24%	61.50%	62.71%	63.89%	64.72%	65.22%	65.87%	66.53%	67.2%
城镇化率 yoy		2.09%	1.97%	1.88%	1.30%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
城镇人口 (万人)	84343	86433	88426	90220	91425	92074	93014	93963	94921
城镇人口 yoy		2.48%	2.31%	2.03%	1.34%	0.71%	1.02%	1.02%	1.02%
人均生活垃圾清运量 (吨)	0.34	0.34	0.35	0.34	0.35	0.36	0.37	0.38	0.39
人均生活垃圾清运量 yoy		2%	3%	-4%	3%	3%	3%	3%	3%
生活垃圾清运量 (万吨)	28268	29462	31077	30322	31660	32841	34172	35556	36996
生活垃圾无害化处理量 (万吨)	27174	28777	30623	30143	31526	32710	34035	35449	36885
生活垃圾无害化处理率	96.1%	97.7%	98.5%	99.4%	99.6%	99.6%	99.6%	99.7%	99.7%
生活垃圾焚烧处理量 (万吨)	9322	11226	13492	16323	20792	22325	23910	25878	27664
生活垃圾焚烧处理占比		39.0%	44.1%	54.1%	66.0%	68%	70%	73%	75%
产能利用率	77%	75%	71%	68%	64%	65%	67%	69%	71%
新增处理能力 (万吨/日)		8.05	10.98	14.02	22.93	6.59	3.72	5.05	4.05
生活垃圾焚烧无害化处理能力 (万吨/日)	33.1	41.2	52.2	66.2	89.1	95.4	99.1	104.2	108.2

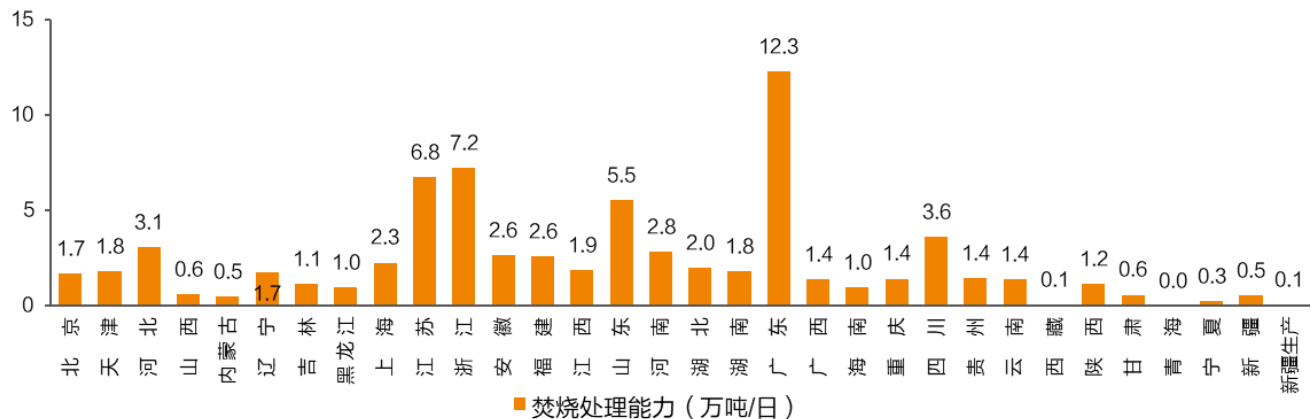
资料来源: 国家统计局, 中国循环经济协会等, 天风证券研究所

## 2.2. 垃圾焚烧区域差异大，县域或仍有机遇

垃圾焚烧行业日趋成熟，但区域发展不平衡仍存。

- ◇ **各省焚烧处理能力悬殊。**焚烧处理能力在全国范围内呈现东高西低的局面，从《2021年城乡统计年鉴》可以看出，广东、浙江、江苏、山东等省市的日均生活垃圾焚烧处理能力最高能力达到 12.3 万吨；而黑龙江、甘肃、青海等省市或自治区的焚烧处理能力最高也仅达到 1 万吨。

图 18：2021 年各地区城市焚烧处理能力（万吨/日）

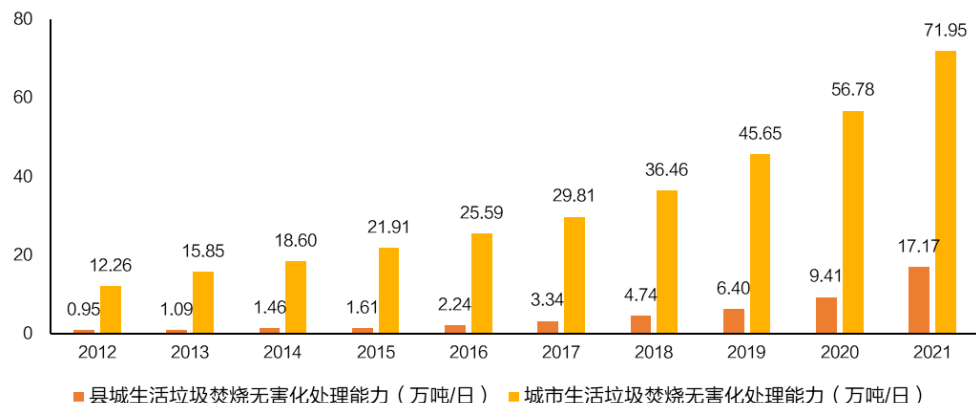


资料来源：《2021 年城乡统计年鉴》，天风证券研究所

### ◇ 县城与城市焚烧处理能力差距较大

2021 年县城生活垃圾焚烧处理能力较 2020 年同比增长 83%，增速较快，但与城市生活焚烧处理能力仍有差距。截至 2021 年，县城数量为 1482 个，全国仅有约 17% 的县城建成了垃圾焚烧厂，仍有 1225 个县城还未建成垃圾焚烧厂，缺口较大。2022 年 11 月 14 日，国家发改委印发了《关于加强县级地区生活垃圾焚烧处理设施建设的指导意见》，提及了到 2025 年，长江经济带、黄河流域、生活垃圾分类重点城市、“无废城市”建设地区以及其他地区具备条件的县级地区，完成应建尽建生活垃圾焚烧处理设施的主要目标。因此，未来县城的垃圾焚烧需求有望进一步释放。

图 19：县城和城市的生生活垃圾焚烧无害化处理能力对比（万吨/日）



资料来源：国家统计局，2012-2021 城乡建设统计年鉴等，天风证券研究所

垃圾焚烧行业将愈加规模化、集约化，行业的各有利资源将逐步向优势企业聚集；同时，优势企业利用规模优势和节约成本、提高生产管理水平和优化项目激励机制等措施，这些企业的市占率有望继续扩大且利润保持稳增长。

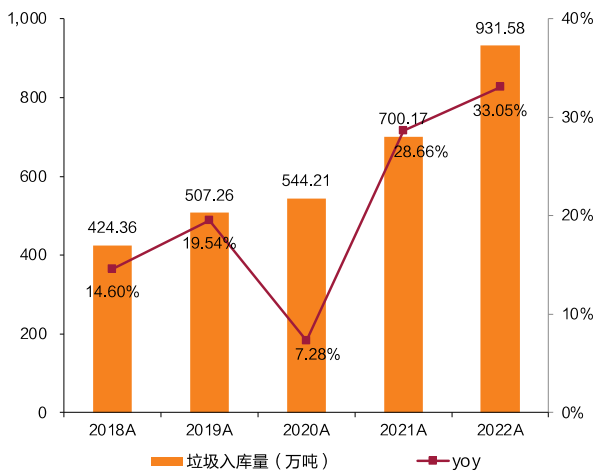
- ◇ **垃圾焚烧的技术与设备：**城市生活垃圾焚烧发电行业的快速发展，一定程度上使一系列相应的工艺技术及设备的研发走向成熟，我国垃圾焚烧设备国产化程度也逐步提高。

如今，数据技术和数字技术的垃圾焚烧行业的智能转型也有望成为垃圾焚烧行业发展的趋势。

### 3. 立足主营业务，进军新领域

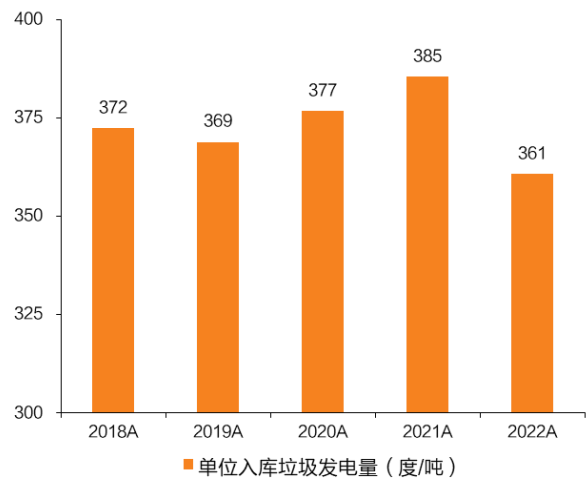
垃圾焚烧发电业务发展平稳，受疫情影响略有波动。2018-2022 年公司垃圾入库量逐年增加，由 424.36 万吨增长至 931.58 万吨，CAGR 为 21.72%，其中 2020 年增长率为 2.35%，显著低于平均水平，因受到新冠疫情影响；2022 年增长率为 33.05%，主要来自于玉环二期、婺源、宁晋等新增投运项目。单位垃圾入库发电量近年来有增长趋势，2022 年由于疫情影响有所下降，由 2021 年的 385 度/吨降低至 361 度/吨。

图 20：公司垃圾入库量（万吨）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 21：单位入库垃圾发电量（度/吨）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

业务版图扩大，区域辐射增强：浙江省是我国垃圾焚烧处理应用最为广泛的省份，公司在长三角等东部沿海发达地区拥有较高市场份额。近年来，公司积极介入中部地区市场，运营项目具有快速复制能力，省外收入有望快速攀升。

2018-2022 年浙江省外垃圾入库量由 72.27 万吨增长至 367.81 万吨，2022 年增长最快，同比+114.87%；2022 年省外发电量为 12.12 亿度，占总发电量比为 37.79%，比 2018 年+22.3pct，五年 CAGR 为 49.17%，浙江省外业务在公司业务中的地位逐渐提升。

图 22：浙江省外垃圾入库量

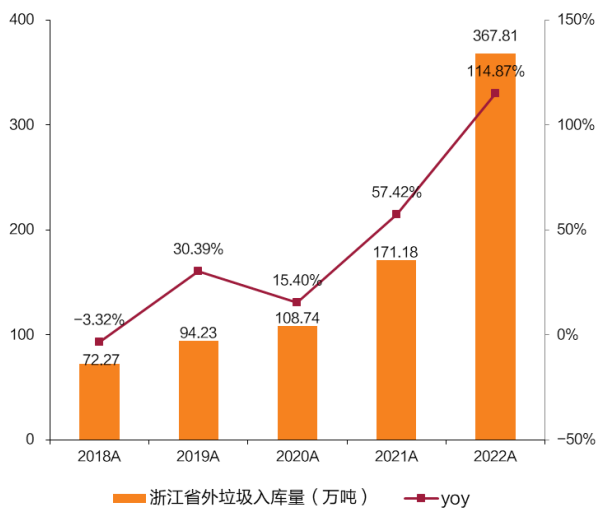
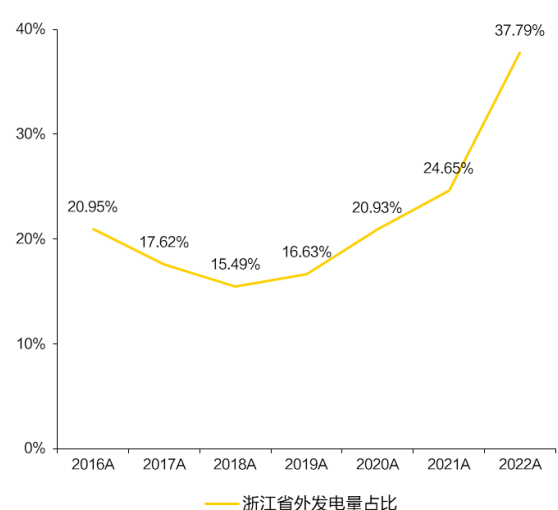


图 23：浙江省外发电量占比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

伟明环保不仅省外业务逐步拓展扩大，而且顺应了行业发展，2020-2022 年签订的垃圾焚烧订单多位于县级区域。公司项目逐渐下沉县级，符合垃圾焚烧行业的发展及国家政策的方向。

表 3：2020-2022 年焚烧发电项目相关的订单

项目	合同签订日	所在地	规模	金额
磐安项目	2020/1/16	浙江省金华市	300t/d	约 1.7 亿
卢龙项目	2020/7/8	河北省秦皇岛市	600t/d	约 3.1 亿
武平项目	2020/12/23	福建省龙岩市	300t/d	约 2 亿
安远项目	2020/9/4	江西省赣州市	500t/d	约 2.43 亿
昌黎项目	2021/7	河北省秦皇岛市	600t/d	约 4.41 亿
罗甸项目	2020/9/29	贵州省黔南布依族苗族自治州	700t/d	约 3 亿
宁都项目	2020/8/3	江西省赣州市	总 1200t/d 一期 800t/d	一期约 4.16 亿
象州项目	2021/12/3	广西壮族自治区来宾市	总 800t/d 一期 400t/d	一期约 1.8 亿
平泉项目	2022/2/12	河北省承德市	400t/d	约 2.19 亿
武都项目	2022/2/16	甘肃省陇南市	总 900t/d 一期 600t/d	约 4.5 亿
《新干县生活垃圾委托处理合同》	2022/2	江西省吉安市	总 1200t/d 一期 800t/d	约 5.36 亿
崇义项目	2022/4	江西省赣州市	总 800t/d 一期 400t/d	约 2.52 亿
《谷城县生活垃圾处理（焚烧发电）项目工程成套设备供应》	2022/4/12	湖北省襄阳市	500t/d	约 1.21 亿
《永安市生活垃圾无害化处理工程项目工程总承包合同》	2022/4	福建省三明市	600t/d	约 2.6 亿
枝江项目	2022/8	湖北省宜昌市	600t/d	约 3.89 亿

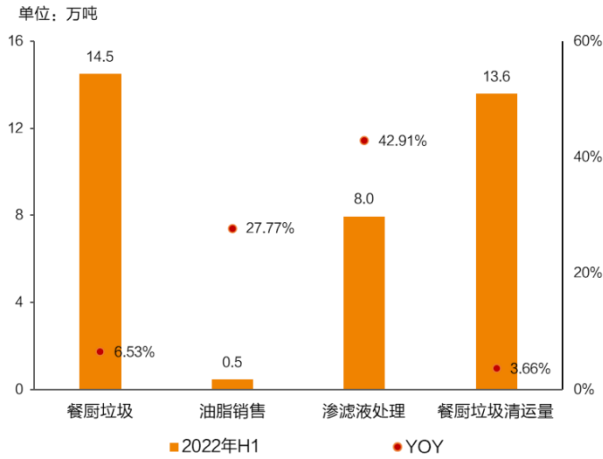
资料来源：伟明环保公司官网，公司公告，中国电力网，自然资源部，中国政府采购网，安远县人民政府，永丰县人民政府，谷城县人民政府，崇义县人民政府，宜昌城市管理公众号，三明市生态环境局，天风证券研究所

### 3.1. “焚烧+”，多业务协同发展

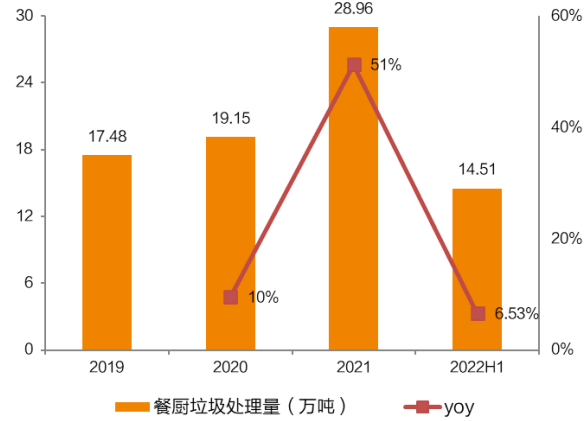
公司已布局餐厨垃圾处理、渗滤液处理、垃圾清运等领域，多业务协同发展。伟明环保采用的“桶等车”直运模式缩短了中间过程，保障了餐厨垃圾的高效收集和清运。此外，餐厨处理工艺为“预处理+厌氧消化”，配以沼气净化和储存系统，最终产生“粗油脂”等高附加值产品。

图 24：2022H1 细分领域处理及同比增速情况

图 25：餐厨垃圾处理量（万吨）



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

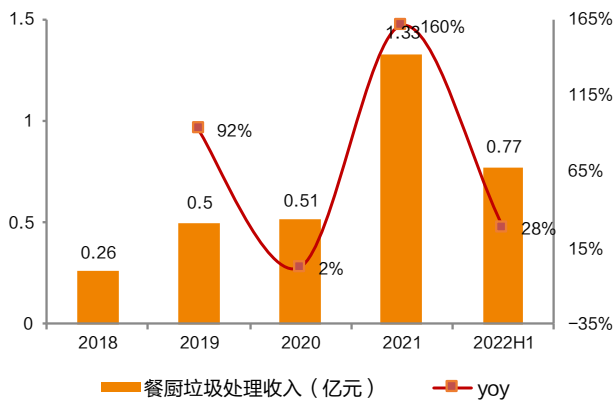


资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

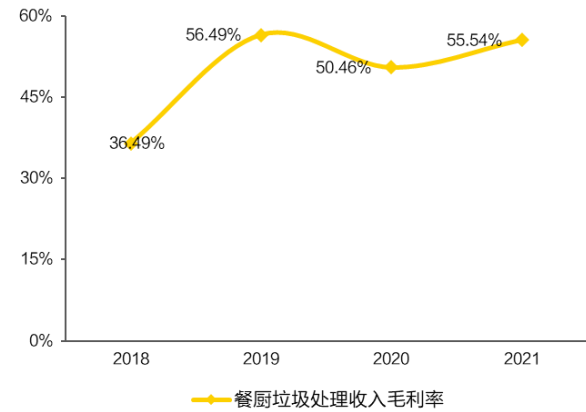
2021 年餐厨垃圾处理收入为 1.33 亿元，同比增加 160.18%；主要系餐厨项目规模扩大，其中项目工艺技改使得项目提油率提升，及油脂单价提升，量价双重影响下，促使餐厨垃圾处置收入中油脂收入增加。2018-2021 年，餐厨垃圾毛利率稳步攀升，整体运营能力较为稳定。

图 26: 餐厨垃圾收入 (亿元)

图 27: 餐厨垃圾毛利率



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所



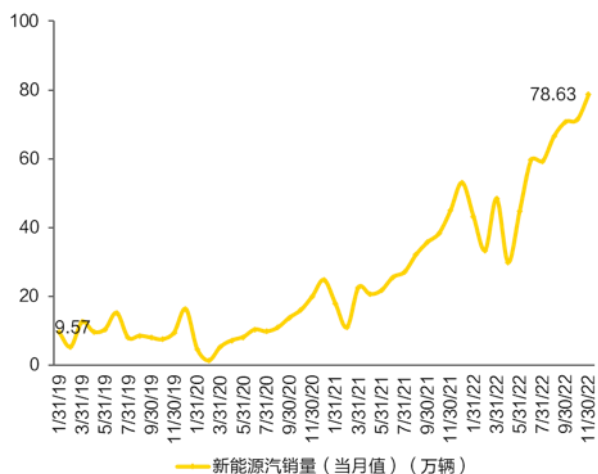
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

### 3.2. 切入新能源赛道，布局第二增长曲线

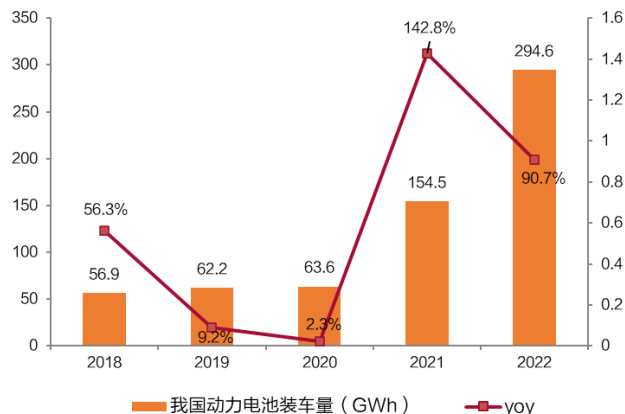
- ✧ 新能源汽车增速发展，动力电池装机量增加：目前，我国新能源汽车销量呈明显上升趋势；电动车市场的发展也带动着动力电池的需求提升。《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》提及了，2025 年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右等目标。
- ✧ 受新能源汽车销量高景气驱动，2022 年我国动力电池装机量达到 294.6GWh，同比增长 90.7%，2015-2021 年装机容量 CAGR 为 45.5%，装机规模持续增长。

图 28: 2019-2022 年新能源汽车销量 (万辆)

图 29: 2018-2022 我国动力电池装车量 (GWh) 及年增长率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟公众号, 天风证券研究所

截至 2022 年, 新能源汽车在我国的产销量已经连续 8 年在全球位居第一。随着新能源汽车的增长, 动力电池的“退役潮”也随之到来。

动力电池回收经济性强, 其退役时仍保有部分剩余储电能力。退役后的三元锂电池的正极、负极、隔膜、电解液等电池材料中仍含有大量的有价金属 (锂、镍、钴、锰、铝、铜等) 和其他可再生利用成分 (石墨等), 具备较高的而利用价值, 因此动力电池的回收具有重大意义。我们认为, 在中性预期下, 动力电池回收的市场总规模有望于 2030 年达到 758.4 亿元, 2021-2021 年 CAGR 为 58.3%。

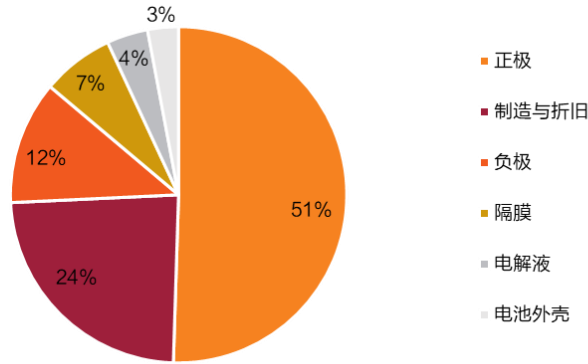
图 30: 废旧电池的含有大量有价金属

电池材料	资源成分
正极材料	锂、镍、钴、锰等金属元素
负极材料	钛、锂、锡、石墨等
隔膜	聚丙烯、聚乙烯等
电解液	锂、硼、砷等金属元素
电池外壳	铜、铝、铁等金属元素

资料来源: 杨俊峰等(2021)《“十四五”中国锂动力电池产业关键资源供需》, 天风证券研究所

正极材料因其成本占锂电子动力电池的比例高达 51%, 价值含量高, 因此正极材料是动力电池回收再利用的主要对象。而锂离子电池可分为磷酸铁锂电池和三元锂电池, 在单位体积或重量的情况下, 三元锂电池可以储存更多的电量。此外, 化学特性的差异使得同样质量的三元锂电池的能量密度是磷酸的 1.7 倍; 三元锂电池在能量密度上略胜一筹。而高镍三元材料动力电池依靠能量密度大、续航里程高等优势成为中高端车企选择的技术路线。

图 31: 2021 年锂离子动力电池成本结构



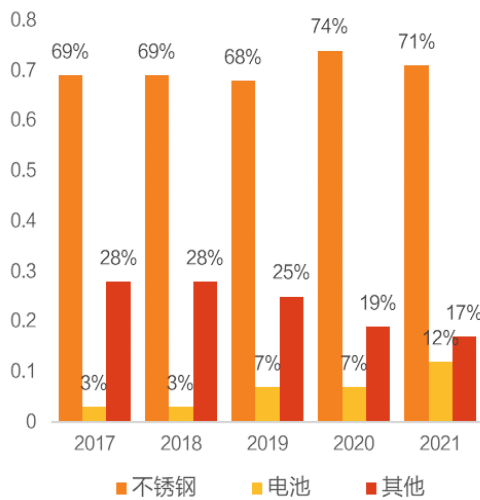
资料来源: ELEMENT, 天风证券研究所

据 GGII 统计数据显示, 2021 年全球高镍三元材料出货量为 30.9 万吨, 同比增长 121%, 因此市场空间广阔; 而高冰镍作为生产高镍三元材料的重要原料, 其需求旺盛。

此外, 镍是重要的战略金属, 主要应用于不锈钢、国防、航空航天等方面, 也主要作为金属材料、电镀、石油化氢过程中的催化剂。其中, 不锈钢为镍应用最广泛的领域, 占比达到约 70%。根据《红土镍矿资源现状及冶炼技术研究进展》数据, 不锈钢用镍占比最多, 且 2021 年原生镍消费量全球和中国分别达 276 万吨/154.2 万吨, 而不锈钢用镍占比分别约 71% (全球) /74% (中国)。因此, 全球及中国镍需求基数较大, 未来仍有望继续拉动镍需求的增长。

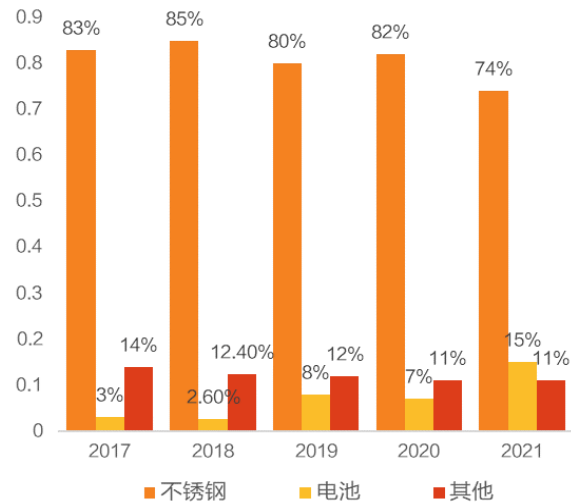
从镍的市场均价来看, 2022 年 3 月 10 日至今, 基本处于 20 万元/吨上下浮动, 相对稳定的范围区间震荡。伟明环保基于以上相关市场考虑, 利用自身优势, 积极布局, 切入新业务具有一定的可行性及前瞻性。

图 32: 2017-2021 年, 全球原生镍消费量占比情况



资料来源: 田庆华等(2022)《红土镍矿资源现状及冶炼技术研究进展》, 天风证券研究所

图 33: 2017-2021 年, 中国原生镍消费量占比情况



资料来源: 田庆华等(2022)《红土镍矿资源现状及冶炼技术研究进展》, 天风证券研究所

图 34: 2020/03/10-2023/04/10 镍的价格 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

● 公司切入新能源赛道，积极布局了镍矿资源：

1) 2022 年 1 月，公司与 Merit 签署协议，共同投资建设年产 4 万吨高冰镍印尼红土镍矿冶炼项目。

2) 2022 年 8 月，公司同香港欣威、Merit 公司确定共同建设年产 4 万吨高冰镍含镍金属印尼项目。

3) 2022 年 8 月，公司同盛屯矿业、永青科技、欣旺达电子共同确认建设锂电池新材料项目。该项目主营高冰镍精炼、高镍三元前驱体生产、高镍正极材料生产及相关配套项目，又称年产 20 万吨高镍三元正极材料项目。该项目作为印尼项目下游产业，是补齐温州新能源汽车锂电池产业链上游的关键。

4) 2022 年 9 月，公司与 Merit 公司、格林美香港确认共同建设年产 5 万吨高冰镍含镍金属印尼项目，成立合资公司嘉曼美新能源，其中公司股权占 51%。合资公司主营高冰镍工业生产和贸易副产品。高冰镍项目以红土镍矿为原料，经过干燥、富氧侧吹熔池熔炼等工艺过程生产高冰镍，预计共处理红土镍矿 250 万吨/年，其中镍含量 1.8%，每年产出高冰镍 5.6 万吨。

同月，公司同格林美、永青科技共同确认建设年 10 万辆报废汽车回收利用和 10 万吨动力电池废料回收项目，完善动力电池回收-前驱体再造-三元正极材料再造-制造动力电池产业链，实现镍矿资源开发与回收利用。

5) 2022 年 11 月，公司与美青邦签署红土镍矿湿法冶金设备协议，包含设备的设计与制造、智能化系统集成、设备与工程安装等。

6) 2023 年 2 月 17 日，格林美子公司美青邦于伟明设备就印尼美青邦镍资源项目二期工程槽罐采购签订合同，伟明设备将向浙江美青邦提供 87 台套槽罐和服务。公司与美青邦继国内新材料项目和资源循环项目合作后的再次合作从国内转变到海外。

➢ 合作方优势

2021 年 6 月，伟明环保已与青山控股签订战略合作协议，着手布局新业务。青山控股是国内不锈钢行业的龙头，且公司位于浙江省温州，起步于 20 世纪 80 年代，于 2003 年青山控股集团成立。早在 2009 年，青山控股首次投资了印尼，着手开发在印尼境内的红土镍矿。

2017 年，青山打造了“镍钴矿产资源开采-湿法冶炼-前驱体-正极材料-电池应用”新能源全产业链。其旗下研制新能源电池相关业务的瑞普兰钧能源也位于温州园区。伟明环保携手青山控股利于项目的建设与发展。

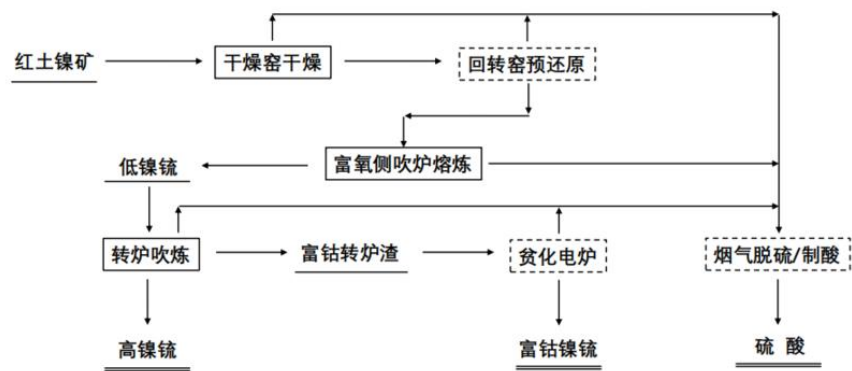
➢ 具有设备工艺储备

伟明环保在高冰镍项目上具有技术优势：目前优选富氧侧吹作为生产高冰镍的工艺。高冰镍的火法冶炼富氧侧吹工艺与垃圾焚烧工艺有较多的共通性。技术关键在于生产成本控制，



力争低于竞争对手。伟明环保有望通过已有的生活垃圾焚烧装备方面的经验积累，为项目提供装备支持。

图 35：富氧侧吹工艺



红土镍矿富氧侧吹工艺生产高冰镍流程图

资料来源：高承君(2021)《湿法高压酸浸和火法高冰镍未来前景最新进展》，天风证券研究所

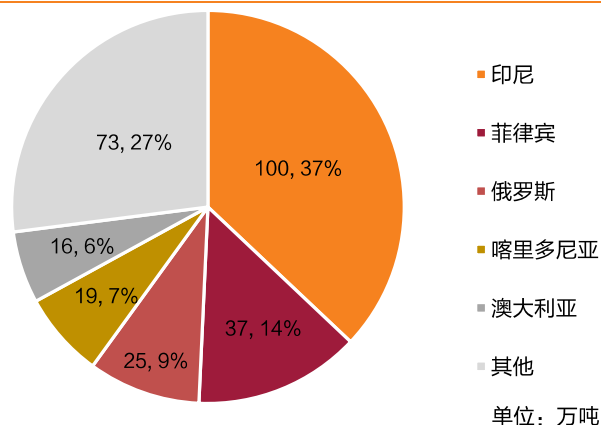
### 上下游产业布局完善

**一体化布局，涵盖全产业链：**公司位于印尼的项目负责生产原材料高冰镍；而位于温州的新能源基地项目负责生产硫酸镍、三元前驱体、高镍正极材料生产及相关配套项目等。此外，在温州还规划投建报废汽车利用、动力电池回收项目。因此，伟明环保利用技术及经验优势，切入新能源赛道，积极布局了镍矿资源，公司有望实现降本增效。

### 区域优势及合作方的资源整合

**区域优势：**随着镍资源的消耗，世界已探明的镍硫化矿变少，红土镍矿将是新的开发目标。2021年，全球镍矿产量金属量达到270万吨，而印尼镍矿量金属量占比约37%，资源丰富。另外，根据国际镍协会数据，印尼占全球红土镍矿储量的约18.7%，为全球红土镍资源最丰富和产量最高的国家之一。公司的高冰镍含镍金属项目位于印尼，利于项目去利用印尼的资源与区域优势。

图 36：2021 年全球镍矿产量：印尼镍矿产量达到 100 万吨



资料来源：中国金属有色报公众号，USGS，天风证券研究所

公司的三元正极材料项目选址位于温州，拟在温州洞头区参与投建温州新能源电池材料低碳产业项目，此项目是位于化工园区，此园区将负责电池新材料相关原料生产及新能源电池的上游产品生产。温州具有一定的区域优势，且港口码头配套齐全，利于原材料的运输。

图 37：温州锂电池新材料产业基地项目鸟瞰图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 盈利预测

1) 项目运营：基于公司目前垃圾焚烧在运项目、在建及筹建项目，我们假设其都能顺利投产；此外，考虑到未来垃圾焚烧行业的新订单将有一定程度的收缩，因此我们预估 2022-2024 年公司该业务增长速度逐步放缓，分别为 35.91%/34.10%/19.03%，收入分别为 21.49/28.81/34.30 亿元。

2) 设备销售及技术服务：2022H1，公司此块收入同比减少 18.87%，有所下滑，因此假设公司 2022 年全年收入与 2021 年差异不大；基于公司在手项目情况，未来此块业务将逐步稳定，我们预估 2023-2024 年的收入增速分别为 15.00%/15.00%，毛利率维持在 35.00%左右，收入分别为 21.69/24.94/28.68 亿元。

3) 餐厨垃圾处理：根据公司在手项目建设和公司协同业务发展情况，我们预计 2022-2024 年公司此块业务增速分别为 23.46%/46.80%/20.07%，毛利率维持在 52.00%左右，收入分别为 1.64/2.41/2.89 亿元。

4) 垃圾清运：公司此块业务整体处于发展期间，占主营业务比例较小，我们预估公司此块业务保持稳定发展，收入增速分别为 16.00%/16.00%/15.00%，毛利率保持在 10.00%左右，收入分别为 1.01/1.17/1.34 亿元。

5) 新能源业务：基于公司高冰镍及三元正极材料项目的布局及投建情况，我们假设公司高冰镍项目的收益 2023 年年底逐渐显现；而公司三元正极材料项目投产时间晚于其高冰镍项目，我们假设公司三元正极材料项目需至 2025 年有较大盈利，因此公司新能源业务预测主要围绕高冰镍项目。

根据镍供给需求的变化，我们预计镍供给在未来供给过剩，镍价有所下滑，假设 2023 其为 2.04 万美元/吨，毛利率为 29.50%，2023 年预计在此块收入为 2.00 亿元人民币；2024 年假设镍价 1.53 万美元/吨，毛利率为 30.00%，2024 年预计在此块收入为 18.00 亿人民币。

表 4：盈利预测

分业务	项目	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入(亿元)	20.38	31.23	41.85	46.32	59.88	85.41
	yoy	31.73%	53.24%	34.01%	10.67%	29.27%	42.64%
	毛利	12.63	17.25	19.73	22.45	29.65	39.41
	yoy				13.78%	32.08%	32.89%
	毛利率(%)	61.99%	54.11%	47.74%	48.47%	49.52%	46.14%
项目运营	收入(亿元)	12.45	13.05	15.81	21.49	28.81	34.30

	yoy	25.87%	4.78%	21.16%	35.91%	34.10%	19.03%
	毛利	8.26	8.61	10.28	13.54	18.15	21.78
	毛利率(%)	66.34%	66.00%	65.00%	63.00%	63.00%	63.50%
<b>设备销售及技术服务</b>	收入 (亿元)	6.90	16.89	23.32	21.69	24.94	28.68
	yoy	36.72%	144.80%	38.07%	-7.00%	15.00%	15.00%
	毛利	3.95	8.25	8.09	7.48	8.98	10.18
	毛利率(%)	57.24%	48.82%	34.69%	34.50%	36.00%	35.50%
<b>餐厨垃圾处理收入</b>	收入 (亿元)	0.50	0.51	1.33	1.64	2.41	2.89
	yoy	96.78%	1.56%	160.18%	23.46%	46.80%	20.07%
	毛利	0.28	0.26	0.74	0.85	1.28	1.52
	毛利率(%)	56.49%	50.46%	55.54%	52.00%	53.00%	52.50%
<b>垃圾清运</b>	收入 (亿元)	0.34	0.66	0.87	1.01	1.17	1.34
	yoy		100.00%	60.00%	16.00%	16.00%	15.00%
	毛利	0.00	0.01	0.10	0.10	0.12	0.13
	毛利率(%)	0.29%	1.21%	11.52%	9.50%	10.00%	10.00%
<b>新能源业务</b>	收入 (亿元)					2.00	18.00
	毛利					0.59	5.31
	毛利率(%)					29.50%	30.00%

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4.2. 估值

### (1) 主营业务-环保板块

我们预计 2024 年公司传统主营业务的归母净利润为约 25.62 亿元; 我们选取了上海环境、盈峰环境、高能环境作为可比公司对象, 给予公司 2024 年 PE13.5x, 对应目标市值 345.90 亿元。

表 5: 环保板块估值

代码	证券简称	市值	2021	2022E	2023E	2024E
601200.SH	上海环境	107.25	20.77	18.20	15.81	13.60
000967.SZ	盈峰环境	169.15	23.22	21.83	18.11	16.10
603588.SH	高能环境	153.77	21.17	18.39	13.57	10.65
	均值		21.68	19.44	15.80	13.45

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 截至 2023 年 4 月 17 日收盘, 均为 wind 一致预期; 上海环境已发布 2022 年年报。

### (2) 新能源业务

我们预计 2024 年公司新能源业务逐步开始贡献业绩, 预计其归母净利润约 4.06 亿元; 我们选取了华友钴业、格林美和中伟股份作为可比公司对象, 给予公司 2024 年 PE10x, 对应目标市值 40.58 亿元。

表 6: 新能源业务可比公司

代码	证券简称	市值	2021	2022E	2023E	2024E
002340.SZ	格林美	387.74	41.16	25.51	16.01	11.07
603799.SH	华友钴业	897.30	23.02	20.09	10.97	8.02
300919.SZ	中伟股份	449.46	46.26	26.35	14.13	10.34
	均值		36.81	23.98	13.70	9.81

资料来源: 天风证券研究所

注：截至 2023 年 4 月 17 日收盘，均为 wind 一致预期；中伟股份已发布 2022 年业绩快报。

综合来看，我们根据分部估值法，分别测算了公司主营业务与新能源业务，合计市值约 386.48 亿元，对应目标价为 22.8 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

1. 行业发展及竞争的风险：近年来大量企业开始进军固废处理领域，使公司难以获取新项目、寻找新的利润增长点，可能导致公司经营利润的下降。
2. 项目建设风险：若项目建设期间设备材料及人工成本等大幅度上涨，将导致施工建设和设备采购成本上升；或面临由于审批或自然灾害影响导致建设进度缓慢或被迫暂停的风险，以及产能利用率提升不及预期的风险。
3. 行业政策风险：存在特许经营权到期时因不可预期的因素而无法继续取得特许经营权的风险。公司可能无法享受所得税优惠政策或增值税即征即退政策，同时国家有关垃圾焚烧补贴电价的政策也可能发生变化，从而导致公司的盈利水平受到不利影响。
4. 技术风险：随着公司业务规模的扩张及技术人员数量的增加，未来公司核心技术存在扩散的风险；同时随着垃圾分类的开展，也不排除未来出现新的垃圾焚烧发电技术甚至其他垃圾处理技术，对公司的技术路线产生替代性威胁，进而对公司的业务产生不利影响。
5. 应收账款回收风险：随着公司收入的增加，应收账款金额相应增加。若客户未能按时支付应收账款，则会影响公司现金流，导致流动性风险以及坏账风险。
6. 介入新业务风险：报告期内公司介入新材料业务，面临制造工艺及海外经济、生产环境等多方面风险，从而对未来项目的盈利性带来不确定性。
7. 测算及假设具有一定主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	964.73	813.61	6,911.87	8,509.37	11,427.78	营业收入	3,123.49	4,185.37	4,632.08	5,987.84	8,540.97
应收票据及应收账款	560.94	1,143.15	612.24	1,741.34	1,555.58	营业成本	1,433.28	2,187.44	2,386.83	3,022.41	4,600.34
预付账款	14.10	21.90	17.38	54.17	32.60	营业税金及附加	32.40	31.90	45.77	52.40	34.16
存货	158.99	138.30	186.09	276.94	374.79	销售费用	22.46	22.04	28.85	37.29	53.20
其他	720.40	709.56	987.80	949.02	1,389.80	管理费用	90.76	120.89	134.20	173.48	247.20
<b>流动资产合计</b>	<b>2,419.16</b>	<b>2,826.51</b>	<b>8,715.38</b>	<b>11,530.84</b>	<b>14,780.55</b>	研发费用	60.15	99.07	92.25	125.43	183.73
长期股权投资	27.47	202.35	202.35	202.35	202.35	财务费用	74.26	111.56	134.36	57.79	58.45
固定资产	472.64	1,427.00	1,653.47	1,816.17	1,933.57	资产/信用减值损失	(46.70)	(49.52)	(36.14)	(17.47)	(43.71)
在建工程	3,069.23	304.62	222.54	177.40	152.57	公允价值变动收益	0.00	0.00	125.00	(62.50)	31.25
无形资产	3,968.12	9,390.26	9,104.14	8,818.01	8,531.88	投资净收益	0.00	3.61	1.83	1.82	2.42
其他	198.47	370.70	365.19	359.68	354.17	其他	4.64	(29.08)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,735.93</b>	<b>11,694.93</b>	<b>11,547.68</b>	<b>11,373.60</b>	<b>11,174.54</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,452.23</b>	<b>1,687.45</b>	<b>1,900.52</b>	<b>2,440.88</b>	<b>3,353.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,473.23</b>	<b>14,651.38</b>	<b>20,263.06</b>	<b>22,904.44</b>	<b>25,955.09</b>	营业外收入	9.51	6.00	6.06	7.19	6.41
短期借款	150.18	500.58	500.00	500.00	500.00	营业外支出	5.71	1.93	3.36	2.00	2.68
应付票据及应付账款	985.10	1,522.42	1,213.66	2,030.81	2,907.53	<b>利润总额</b>	<b>1,456.03</b>	<b>1,691.52</b>	<b>1,903.22</b>	<b>2,446.07</b>	<b>3,357.59</b>
其他	399.67	547.16	406.39	497.00	524.20	所得税	200.27	153.43	220.29	283.12	388.62
<b>流动负债合计</b>	<b>1,534.95</b>	<b>2,570.17</b>	<b>2,120.05</b>	<b>3,027.81</b>	<b>3,931.73</b>	<b>净利润</b>	<b>1,255.76</b>	<b>1,538.09</b>	<b>1,682.94</b>	<b>2,162.95</b>	<b>2,968.96</b>
长期借款	1,093.92	2,614.69	1,000.00	1,000.00	1,000.00	少数股东损益	(1.51)	2.63	(1.20)	(0.15)	0.92
应付债券	1,050.07	0.00	525.04	525.04	350.02	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,257.27</b>	<b>1,535.46</b>	<b>1,684.13</b>	<b>2,163.10</b>	<b>2,968.05</b>
其他	1,241.72	1,269.75	6,500.00	6,300.00	6,000.00	每股收益(元)	0.74	0.91	0.99	1.28	1.75
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,385.72</b>	<b>3,884.44</b>	<b>8,025.04</b>	<b>7,825.04</b>	<b>7,350.02</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,924.53</b>	<b>6,461.85</b>	<b>10,145.09</b>	<b>10,852.85</b>	<b>11,281.76</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	59.22	541.36	540.30	540.16	540.98	营业收入	53.25%	34.00%	10.67%	29.27%	42.64%
股本	1,256.56	1,303.24	1,694.21	1,694.21	1,694.21	营业利润	31.67%	16.20%	12.63%	28.43%	37.40%
资本公积	494.81	1,515.63	1,515.63	1,515.63	1,515.63	归属于母公司净利润	29.02%	22.13%	9.68%	28.44%	37.21%
留存收益	3,629.66	4,829.30	6,327.61	8,252.03	10,892.59	<b>获利能力</b>					
其他	108.45	0.00	40.23	49.56	29.93	毛利率	54.11%	47.74%	48.47%	49.52%	46.14%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,548.70</b>	<b>8,189.53</b>	<b>10,117.97</b>	<b>12,051.59</b>	<b>14,673.33</b>	净利率	40.25%	36.69%	36.36%	36.12%	34.75%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,473.23</b>	<b>14,651.38</b>	<b>20,263.06</b>	<b>22,904.44</b>	<b>25,955.09</b>	ROE	22.90%	20.08%	17.58%	18.79%	21.00%
						ROIC	31.19%	25.07%	17.38%	45.39%	56.96%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	1,255.76	1,538.09	1,684.13	2,163.10	2,968.05	资产负债率	47.02%	44.10%	50.07%	47.38%	43.47%
折旧摊销	221.08	257.69	391.74	418.57	443.55	净负债率	25.66%	31.03%	-47.02%	-52.52%	-64.08%
财务费用	81.17	118.44	134.36	57.79	58.45	流动比率	1.78	1.15	4.11	3.81	3.76
投资损失	0.00	(3.61)	(1.83)	(1.82)	(2.42)	速动比率	1.68	1.09	4.02	3.72	3.66
营运资金变动	(606.34)	(1,145.20)	5,351.94	(592.65)	289.36	<b>营运能力</b>					
其它	0.81	428.52	123.80	(62.65)	32.17	应收账款周转率	5.70	4.91	5.28	5.09	5.18
<b>经营活动现金流</b>	<b>952.47</b>	<b>1,193.92</b>	<b>7,684.14</b>	<b>1,982.34</b>	<b>3,789.16</b>	存货周转率	23.21	28.16	28.56	25.86	26.21
资本支出	2,674.42	4,012.46	(4,980.25)	450.00	550.00	总资产周转率	0.36	0.33	0.27	0.28	0.35
长期投资	17.62	174.88	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(4,859.31)	(6,306.88)	4,484.44	(573.18)	(860.08)	每股收益	0.74	0.91	0.99	1.28	1.75
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,167.27)</b>	<b>(2,119.54)</b>	<b>(495.80)</b>	<b>(123.18)</b>	<b>(310.08)</b>	每股经营现金流	0.56	0.70	4.54	1.17	2.24
债权融资	1,311.93	855.12	(1,335.58)	(32.33)	(213.44)	每股净资产	3.24	4.51	5.65	6.79	8.34
股权融资	(58.84)	789.62	245.51	(229.33)	(347.22)	<b>估值比率</b>					
其他	121.08	(839.84)	0.00	0.00	0.00	市盈率	24.79	20.30	18.51	14.41	10.50
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,374.17</b>	<b>804.91</b>	<b>(1,090.07)</b>	<b>(261.66)</b>	<b>(560.67)</b>	市净率	5.68	4.08	3.25	2.71	2.21
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	13.89	24.70	10.77	8.58	5.63
<b>现金净增加额</b>	<b>159.37</b>	<b>(120.71)</b>	<b>6,098.26</b>	<b>1,597.50</b>	<b>2,918.41</b>	EV/EBIT	15.75	28.21	12.81	10.02	6.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com