

伟明环保 (603568)

2022 年报点评：固废运营稳健增长&现金流改善，新材料一体化布局完备

买入 (维持)

2023 年 04 月 24 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057
chenzw@dwzq.com.cn

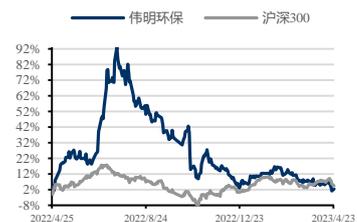
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,446	5,164	8,918	12,118
同比	4%	16%	73%	36%
归属母公司净利润 (百万元)	1,653	1,984	2,774	3,394
同比	3%	20%	40%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.98	1.17	1.64	2.00
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.25	15.21	10.88	8.89

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件**：2022 年公司实现营收 44.46 亿元，同增 3.66%；归母净利润 16.53 亿元，同增 3.01%；扣非归母净利润 15.87 亿元，同增 1.91%。
- **固废运营收入同增 37%，装备制造业务承压**。2022 年销售毛利率 47.22% (-0.52pct)，销售净利率 37.58% (+0.83pct)。1) **项目运营**：营收 23.01 亿元 (+36.76%)，毛利率同降 7.62pct 至 59.12%；2) **餐厨处置**：营收 1.63 亿元 (+20.38%)，毛利率同降 3.70pct 至 49.98%；3) **设备、EPC 及服务**：营收 18.64 亿元 (-20.04%)，毛利率同增 0.84pct 至 33.89%；4) **垃圾清运**：营收 0.94 亿元 (+8.06%)，毛利率同降 0.50pct 至 11.02%。
- **垃圾焚烧投运规模达 3.2 万吨/日，固废协同处置持续增长**。1) **垃圾焚烧**：2022 年末投运规模约 3.2 万吨/日 (不含参股和委托运营)。2022 年生活垃圾入库量 889.10 万吨 (+34%)，上网电量 26.08 亿度 (+24%)，外供蒸汽量 4.06 万吨。2) **餐厨及污泥处置**：处理餐厨垃圾 33.71 万吨 (+16%)，油脂销售 1.03 万吨 (+26%)，处理污泥 8.77 万吨 (+30%)。2) **垃圾清运**：生活垃圾清运量 117.45 万吨，餐厨垃圾清运量 27.32 万吨。3) **渗滤液处理**：对外处理渗滤液 14.25 万吨 (+9%)。2023 年公司计划完成垃圾入库量 1100 万吨 (+24%)，完成上网电量 32 亿度 (+23%)。
- **大力推进锂电新材料一体化布局，装备制造向新材料领域外拓**。2022 年公司投资年产高冰镍含镍金属 13 万吨项目、温州年产 20 万吨高镍三元正极材料项目，合作共建年 10 万辆报废汽车回收利用和 10 万吨动力电池与电池废料回收项目，其中 4 万吨高冰镍项目于 2022 年 9 月开工。公司携手青山、盛屯、格林美等优质合作方打造前端矿产供应&后端材料消纳闭环。公司开展镍火法与湿法冶金设备、新材料生产装备的研发制造工作，2022 年签署青美邦镍资源项目二期设备设计制造安装协议，2023 年 2 月就该项目签署 4.83 亿元槽罐采购合同，装备业务空间打开。
- **销售回款增加&存量国补兑付，经营性现金流净额大幅改善**。2022 年公司经营活动现金流净额 21.93 亿元，同比增加 83.66%。
- **发布 2023 年限制性股票激励计划，激发团队活力**。1) **授予数量**：不超过 1308 万股，占公告时股本的 0.77%。其中首次授予不超过 1048 万股，预留 260 万股。2) **首次授予对象**：不超过 160 人，包括董事、中高管、技术和业务骨干。3) **首次授予价格**：9.21 元/股。4) **业绩考核**：以 2022 年净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率不低于 12.5%/25%/37.5%。
- **盈利预测与投资评级**：根据公司项目建设进展，我们将 2023-2024 年归母净利润预测从 24.36/32.72 亿元调整至 19.84/27.74 亿元，预计 2025 年归母净利润为 33.94 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 20%/40%/22%，对应当前 15/11/9 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.81
一年最低/最高价	17.43/40.88
市净率(倍)	3.28
流通 A 股市值(百万元)	30,173.94
总市值(百万元)	30,173.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.42
资产负债率(% ,LF)	47.86
总股本(百万股)	1,694.21
流通 A 股(百万股)	1,694.21

相关研究

《伟明环保(603568)：签署红土镍矿湿法冶金设备协议，装备制造外拓期待新材料领域订单释放》

2022-11-23

《伟明环保(603568)：2022 年三季报点评：固废运营稳健增长，新材料业务积极推进》

2022-10-20

事件：2022年公司实现营收44.46亿元，同增3.66%；归母净利润16.53亿元，同增3.01%；扣非归母净利润15.87亿元，同增1.91%；加权平均ROE同降5.46pct至19.45%。

1. 固废运营稳健增长，新材料产业链一体化外拓

固废运营收入同比增长37%，装备制造业务收入承压。2022年公司实现营收44.46亿元，同比增长3.66%；归母净利润16.53亿元，同比增长3.01%，销售毛利率47.22%，同比降低0.52pct，销售净利率37.58%，同比增长0.83pct。分业务来看，**1) 项目运营：**实现营收23.01亿元，同增36.76%，毛利率同比降低7.62pct至59.12%，主要系疫情影响下部分项目垃圾量不及预期，同时整合国源、盛运项目所致；**2) 餐厨垃圾处置：**实现营收1.63亿元，同增20.38%，毛利率同比降低3.70pct至49.98%；**3) 设备、EPC及服务：**实现营收18.64亿元，同减20.04%，毛利率同比增加0.84pct至33.89%；**4) 垃圾清运：**实现营收0.94亿元，同增8.06%，毛利率同比降低0.50pct至11.02%。

垃圾焚烧投运规模达3.2万吨/日，固废协同处置业务持续增长。**1) 垃圾焚烧：**2022年末公司投资控股的垃圾焚烧正式运营及试运营项目达46个（其中试运行7个），项目投运规模约3.2万吨/日（不含参股和委托运营项目）。2022年公司生活垃圾入库量889.10万吨，同比增长33.81%；完成上网电量26.08亿度，同比增长24.14%，下属项目对外供蒸汽量达到4.06万吨。**2) 餐厨及污泥处置：**2022年公司合计处理餐厨垃圾33.71万吨，同比增长16.40%，副产品油脂销售1.03万吨，同比增长25.59%，处理污泥8.77万吨，同比增长29.89%。**2) 垃圾清运：**全年完成生活垃圾清运量117.45万吨，完成餐厨垃圾清运量27.32万吨。**3) 渗滤液处理：**2022年对外共处理渗滤液14.25万吨，同比增长8.66%。**2023年公司计划做好环保项目投资建设和运营，全年公司各运营电厂计划完成垃圾入库量1100万吨，同比提升23.72%；完成上网电量32亿度，同比增长22.70%，保持增长态势。**

携手青山等优质合作方，大力推进锂电新材料业务布局。2022年，公司投资印尼年产高冰镍含镍金属13万吨项目、温州年产20万吨高镍三元正极材料项目；完成温州绿色循环经济产业园项目战略合作框架协议和温州新能源电池材料低碳产业园项目投资框架协议签约，涉足动力电池与电池废料回收及报废汽车回收等领域。公司与青山控股、盛屯矿业、欣旺达、格林美等优质企业建立了合作关系，与中南大学共建新材料研究院，培育锂电新材料业务，导入技术资源优势，形成新能源全产业链闭环，全方位布局新能源新材料产业链。

装备制造向新材料领域外拓，整合盛运装备业务&装备产能扩张在即。固废领域，公司完成谷城垃圾焚烧发电项目承包合同、崇义县生活垃圾焚烧发电项目工程总承包协议签约，合同金额合计2.11亿元。公司装备制造能力从固废领域向新材料领域延伸，开

展镍火法与湿法冶金设备、新材料生产装备的研发制造工作，并与长沙有色冶金设计研究院有限公司进行技术合作，2022 年公司签署青美邦镍资源项目二期设备设计制造安装协议，2023 年 2 月，就该项目签署 4.83 亿元槽罐采购合同。2022 年公司完成重整投资盛运环保，并通过盛运环保下属装备公司开展输送设备研发制造销售业务。伟明设备成套环保装备制造产业基地一期项目土建已完成，新的制造产业基地将进一步增加公司装备板块产能和提升装备制造能力。

整合国源、盛运使得管理和财务费用率增加。2022 年公司期间费用同比增长 46.11% 至 5.17 亿元，期间费用率上升 3.17pct 至 11.62%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 7.95%、增加 48.00%、减少 14.69%、增加 108.72% 至 0.20 亿元、1.79 亿元、0.85 亿元、2.33 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.07pct、上升 1.14pct、下降 0.47pct、上升 2.57pct 至 0.46%、4.02%、1.90%、5.24%。其中，管理费用变动主要系公司工薪支出增加，收购国源环保、盛运环保纳入合并范围增加的费用所致；财务费用变动主要系公司利息费用和未确认融资费用增加，收购国源环保、盛运环保纳入合并范围增加的财务费用所致。

2. 销售回款增加&存量国补兑付，经营性现金流净额同增 84%

资产负债率同增 3.76pct 至 47.86%。2022 年公司资产负债率为 47.86%，同比上升 3.76pct。2022 年公司应收账款同比减少 14.17% 至 9.76 亿元，应收账款周转天数同比增加 12.54 天至 85.59 天；存货同比增长 15.69% 至 1.6 亿元，存货周转天数同比减少 10.06 天至 51.28 天；应付账款同比减少 13.83% 至 13.12 亿元，应付账款周转天数同比增加 11.06 天至 217.4 天，使净营业周期同比减少 8.58 天至 -80.54 天。

销售回款增加&存量国补兑付，经营性现金流净额大幅改善。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 21.93 亿元，同比增加 83.66%，主要系公司经营良好，收到销售回款增加，同时收到前期应收可再生能源补贴款增加所致。；2) 投资活动现金流净额 -30.35 亿元，上年同期为 -20.82 亿元；3) 筹资活动现金流净额 23.82 亿元，同比增加 195.98%，主要为公司取得借款及发行可转换债券收到的现金增加所致。

3. 发布 2023 年限制性股票激励计划，激发团队活力

公司发布 2023 年限制性股票激励计划，激发团队活力。2023 年 4 月 21 日，公司发布 2023 年本限制性股票激励计划（草案），1) **授予数量：**拟授予的限制性股票总量不超过 1,308 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本的 0.77%。其中首次授予不超过 1,048 万股，预留 260 万股，预留部分约占本次授予权益总量的 19.88%。2) **首次授予对象：**不超过 160 人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、技术和业务骨

千人员。3) 首次授予价格: 每股 9.21 元 (为激励计划公告前 20 个交易日公司股票交易均价的 50%), 即满足授予条件后, 激励对象可以每股 9.21 元的价格购买公司向激励对象定向增发的公司 A 股普通股。4) 业绩考核: 以 2022 年净利润为业绩基数, 2023-2025 年净利润增长率不低于 12.5%、25%、37.5%。

表1: 激励对象获授的限制性股票分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
一、董事、高级管理人员					
1	陈革	副董事长、副总裁	15	1.15%	0.01%
2	程鹏	副总裁、董事会秘书、财务总监	15	1.15%	0.01%
3	章小建	副总裁	15	1.15%	0.01%
4	程五良	副总裁	15	1.15%	0.01%
5	朱达海	副总裁	15	1.15%	0.01%
6	李建勇	副总裁	15	1.15%	0.01%
7	李凌	副总裁	15	1.15%	0.01%
二、中层管理人员、技术和业务骨干人员					
中层管理人员、技术和业务骨干人员 (153 人)			943	72.09%	0.56%
首次授予合计 (160 人)			1,048	80.12%	0.62%
预留部分			260	19.88%	0.15%
合计			1,308	100%	0.77%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标

首次授予限制性股票的解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2022 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 12.5%
第二个解除限售期	以 2022 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 25%
第三个解除限售期	以 2022 年净利润为基数, 2025 年净利润增长率不低于 37.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 固废运营规模稳步增长, 新能源一体化布局完备

固废运营规模稳步扩张, 补贴兑付加速现金流改善。2022 年底公司已投运+试运行规模 3.2 万吨/日 (不含参股和委托运营项目), 在筹建/已建的比例超 50%, 运营规模仍具有较大提升空间。公司纵横拓展一体化布局, 打造大固废综合平台, 餐厨处置、垃圾清运量和渗滤液处理量稳步提升。2022 年存量项目补贴发放加速, 全年经营性现金流净额显著改善。同时, 国补竞价上网落地, 新老划断低价优先, 市场化机制加强, 补贴退

坡促处理费调升并顺价至 C 端，商业模式理顺，有利于长期现金流改善。

积极推动新能源材料一体化布局，合作方保障资源供应&材料消纳。公司规划于印尼建设年产 4+4+5 万吨高冰镍项目，其中 2022 年 9 月印尼嘉曼公司 4 万吨项目开工建设；与盛屯、青山、欣旺达共同建设年产 20 万吨高镍三元正极材料及相关配套项目，2022 年 9 月已取得项目一期用地并完成项目备案；与格林美、永青科技合作共建年 10 万辆报废汽车回收利用和 10 万吨动力电池与电池废料回收项目。公司携手众多优质合作方打造前端矿产供应&后端材料消纳闭环。1) 资源供应：全球不锈钢龙头青山掌握丰富镍矿资源，盛屯布局钴、锂，废旧电池回收实现资源循环，保障原料供应。2) 产品消纳：按照 1GWh 高镍三元电池对应 1700 吨高镍正极测算，20 万吨高镍正极材料对应约 120GWh 电池规模。青山子公司瑞浦能源规划到 2025 年动力、储能电池产能将达 200GWh，欣旺达当前产能规划已超 200GWh，对材料的消纳形成支撑。

装备制造能力向新材料领域延伸，期待首单验证后订单快速释放。2022 年 11 月 21 日下属全资子公司伟明环保设备有限公司与青美邦公司在印度尼西亚签署《设备设计制造安装协议》。此次协议的落地意味着公司将装备制造能力从环保拓展到新材料领域，打开装备制造业务的成长空间。青美邦公司由格林美下属公司、印尼经贸合作区青山园区开发有限公司（青山控股集团下属公司）、香港邦普循环科技有限公司（CATL 旗下企业）等联合投资，客户方在新材料领域布局广泛，资源丰富。期待装备制造能力在新材料领域得到认可和首次验证后，导入合作方资源，对外订单快速释放。同时，在公司新材料项目建设过程中，可凭借装备制造的优势，实现投资成本的节约，将固废领域“建造+运营”优势向新材料领域复制。

盈利预测：根据公司项目建设进展，我们将 2023-2024 年归母净利润预测从 24.36/32.72 亿元调整至 19.84/27.74 亿元，预计 2025 年归母净利润为 33.94 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 20%/40%/22%，对应当前 15/11/9 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

伟明环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,708	4,706	7,780	11,664	营业总收入	4,446	5,164	8,918	12,118
货币资金及交易性金融资产	2,380	1,967	3,605	6,221	营业成本(含金融类)	2,347	2,646	4,933	6,881
经营性应收款项	1,060	1,255	2,132	2,902	税金及附加	41	46	98	133
存货	160	180	336	469	销售费用	20	23	70	135
合同资产	240	279	482	655	管理费用	179	155	312	430
其他流动资产	868	1,024	1,225	1,418	研发费用	85	93	169	242
非流动资产	15,515	18,296	20,907	23,312	财务费用	233	237	291	320
长期股权投资	388	573	758	944	加:其他收益	118	125	134	137
固定资产及使用权资产	1,684	1,739	2,030	2,724	投资净收益	13	13	13	15
在建工程	374	431	733	647	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	12,465	14,874	16,677	18,259	减值损失	91	25	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	38	44	44	44	营业利润	1,763	2,127	3,192	4,128
其他非流动资产	567	635	665	695	营业外净收支	17	5	5	5
资产总计	20,224	23,002	28,687	34,976	利润总额	1,780	2,132	3,197	4,133
流动负债	2,535	2,763	4,459	5,904	减:所得税	109	128	208	289
短期借款及一年内到期的非流动负债	776	776	776	776	净利润	1,671	2,004	2,989	3,844
经营性应付款项	1,340	1,511	2,816	3,928	减:少数股东损益	18	20	215	450
合同负债	36	41	77	107	归属母公司净利润	1,653	1,984	2,774	3,394
其他流动负债	383	435	791	1,093	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.98	1.17	1.64	2.00
非流动负债	7,145	7,645	8,645	9,645	EBIT	1,983	2,201	3,335	4,297
长期借款	3,843	4,343	5,343	6,343	EBITDA	2,473	2,888	4,140	5,307
应付债券	1,356	1,356	1,356	1,356	毛利率(%)	47.22	48.77	44.69	43.22
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	37.18	38.42	31.10	28.01
其他非流动负债	1,938	1,938	1,938	1,938	收入增长率(%)	3.66	16.15	72.70	35.88
负债合计	9,680	10,407	13,104	15,548	归母净利润增长率(%)	3.01	20.00	39.82	22.35
归属母公司股东权益	9,289	11,320	14,094	17,488					
少数股东权益	1,255	1,275	1,490	1,940					
所有者权益合计	10,544	12,595	15,584	19,427					
负债和股东权益	20,224	23,002	28,687	34,976					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,193	2,793	4,374	5,402	每股净资产(元)	5.42	6.45	8.04	9.99
投资活动现金流	-3,035	-3,450	-3,397	-3,396	最新发行在外股份(百万股)	1,694	1,694	1,694	1,694
筹资活动现金流	2,382	244	660	610	ROIC(%)	13.23	11.62	14.80	15.68
现金净增加额	1,540	-412	1,637	2,616	ROE-摊薄(%)	17.80	17.53	19.68	19.41
折旧和摊销	490	687	804	1,010	资产负债率(%)	47.86	45.25	45.68	44.45
资本开支	-2,242	-3,201	-3,195	-3,195	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.25	15.21	10.88	8.89
营运资本变动	-69	-53	105	67	P/B(现价)	3.28	2.76	2.22	1.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

