

运营稳健，全面布局新能源材料

华泰研究

2023年4月23日 | 中国内地

年报点评

废物管理

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

25.41

研究员	王玮嘉
SAC No. S0570517050002	wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090	+(86) 21 2897 2079
研究员	黄波
SAC No. S0570519090003	huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122	+(86) 755 8249 3570
联系人	李雅琳
SAC No. S0570121040031	liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420	+(86) 21 2897 2228
联系人	胡知
SAC No. S0570121120004	huzhi019072@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

2022 年收入/利润同比微增，维持“买入”评级

伟明环保 2022 年实现营业收入/归母净利 44.46/16.53 亿元，同比增加 3.7/3.0% (调整后)，归母净利低于华泰预期 7%；4Q22 实现营业收入/归母净利 11.41/4.06 亿元，同比增加 24.0/8.4% (调整后)。根据高冰镍项目建设进度，我们下调高冰镍收入预测，预计 23-25 年归母净利 20.45/30.01/35.42 亿元 (前值: 22.70/31.80/-亿元)，考虑到公司营运能力优秀、新能源业务打开成长空间，给予 2023 年 21.0x PE (参考可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE 均值 14.5x)，目标价 25.41 元/股 (前值: 28.70 元，基于 2022 年 27.6xPE)，维持“买入”评级。

全年 10/7 个垃圾焚烧项目投运/试运行，固废运营收入稳健增长

公司 2022 年垃圾焚烧项目运营实现收入 23.01 亿元，同比+36.8%，主要系运营项目数量增加所致，毛利率 59.1%，同比-7.6pp。公司全年共有 10/7 个项目投入正式运营/试运行，截至 2022 年末运营/试运行数量达到 39/7 个，合计处理规模约 3.2 万吨/日 (不含参股和委托运营项目)。餐厨垃圾处置收入 1.63 亿元，同比+20.4%，毛利率 50.0%，同比-3.7pp。截至 2022 年末公司投资控股的餐厨垃圾正式运营项目 11 个。截至 2022 年末公司在建垃圾焚烧/餐厨项目 8/5 个，有望保障未来 3 年固废运营产能和收入稳健增长。

环保/新材料装备销售取得进展

公司 2022 年度装备制造业务实现收入 18.64 亿元，同比-20.0%，我们认为主要受 PPP 在建工程规模下滑影响。公司发挥环保装备制造优势，2022 年 4 月和 2023 年 2 月分别签署谷城/崇义垃圾焚烧设备供应合同，金额为 1.21/0.90 亿元；与长沙有色冶金设计研究院技术合作，开展红土镍矿火法与湿法冶金设备、新材料生产装备的研发制造，2023 年 2 月，公司全资子公司伟明设备与青美邦公司签署采购合同，合同金额 4.83 亿元。

全产业链布局新能源材料业务，股权激励彰显发展信心

伟明环保共投资 3 个高冰镍项目，规划总产能达 13 万吨/年，对应权益产能 7.75 万吨/年；伟明盛青 (伟明持股 60%) 投资年产 20 万吨高镍三元正极材料，根据 2022 年 8 月 8 日公告，伟明盛青拟按不纳入合并报表处理，未来存在纳入公司合并报表范围的可能性。此外，公司与永青科技和格林美合作建设 10 万吨动力电池回收、10 万辆报废汽车回收和新能源材料基地。2023 年 4 月，公司发布股权激励计划，业绩考核目标为以 2022 年净利润为基数，23-25 年净利润增速不低于 12.5%/25%/37.5%，彰显发展信心。

风险提示：垃圾焚烧项目运营风险、镍价波动高于预期、新材料项目建设进度不及预期。

经营预测指标与估值

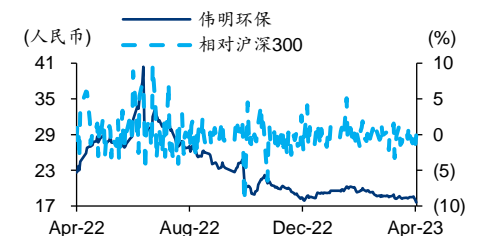
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	4,185	4,446	5,317	8,764	12,201
+/-%	34.00	6.23	19.58	64.83	39.22
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,535	1,653	2,045	3,001	3,542
+/-%	22.13	7.67	23.70	46.74	18.05
EPS (人民币，最新摊薄)	0.91	0.98	1.21	1.77	2.09
ROE (%)	18.78	15.85	16.73	21.19	21.03
PE (倍)	19.42	18.04	14.58	9.94	8.42
PB (倍)	3.90	3.21	2.69	2.16	1.74
EV EBITDA (倍)	16.46	14.38	12.78	8.03	6.20

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	25.41
收盘价 (人民币 截至 4 月 21 日)	17.60
市值 (人民币百万)	29,818
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	112.62
52 周价格范围 (人民币)	17.60-40.40
BVPS (人民币)	5.48

股价走势图



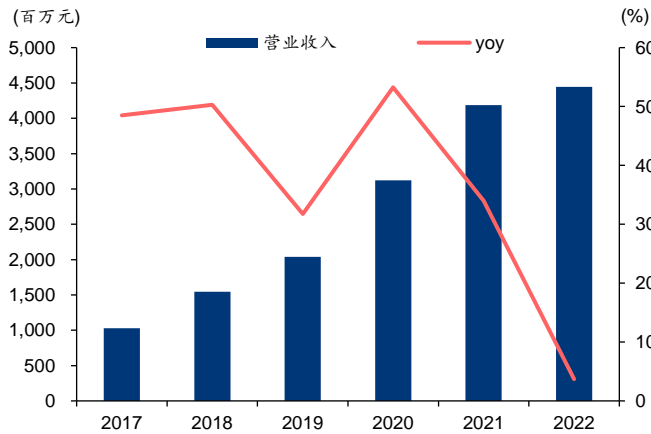
资料来源：Wind

图表1: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价 (元/股)	市值 (百万元)	PE (x)		PB (x)		ROE (%)	
		2023/4/21	2023/4/21	23E	24E	23E	24E	23E	24E
601200 CH	上海环境	9.41	10,557	17.8	15.5	1.0	0.9	5.6	6.0
600323 CH	瀚蓝环境	19.22	15,671	10.9	9.5	1.3	1.1	11.8	11.9
300919 CH	中伟股份	64.17	43,035	14.0	9.9	2.8	2.2	20.7	22.8
002340 CH	格林美	7.13	36,617	15.1	10.5	2.0	1.7	14.1	17.5
平均值				14.5	11.3	1.8	1.5	13.1	14.6
603568 CH	伟明环保	17.60	29,818	14.6	9.9	2.7	2.2	16.7	21.2

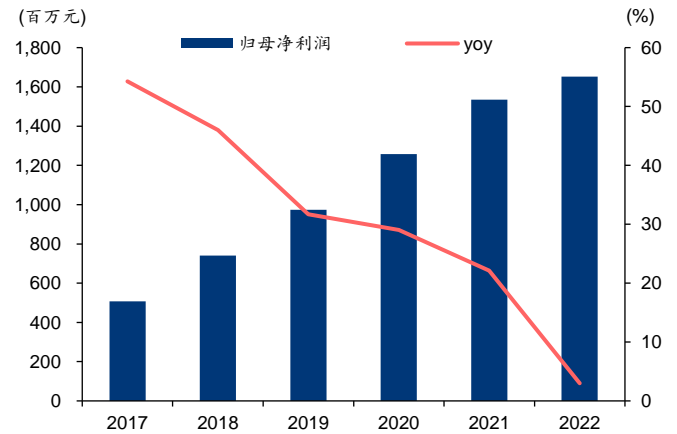
注: 1) 可比公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期; 2) 伟明环保盈利预测数据为华泰预测
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 伟明环保: 营业收入及同比增速



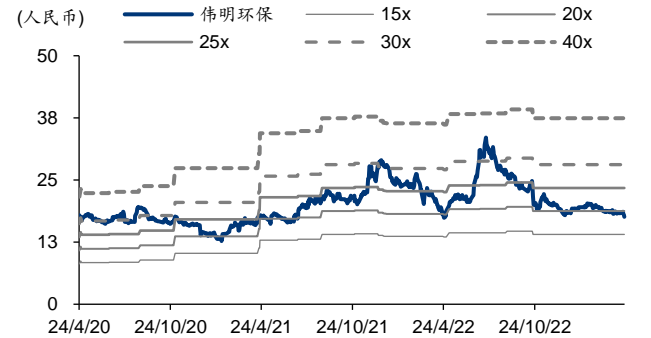
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 伟明环保: 归母净利润及同比增速



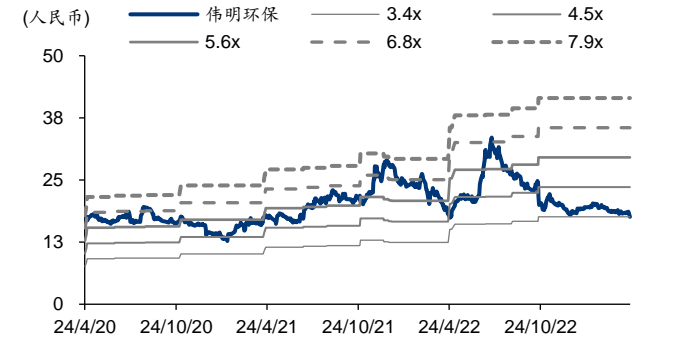
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 伟明环保 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 伟明环保 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,956	4,708	5,400	8,056	10,871
现金	813.61	2,375	2,733	4,330	6,028
应收账款	1,138	976.42	1,156	1,918	2,679
其他应收账款	55.31	65.35	105.07	173.19	241.11
预付账款	21.90	54.41	26.45	44.80	68.00
存货	138.30	159.99	298.21	505.18	766.78
其他流动资产	789.68	1,078	1,082	1,085	1,088
非流动资产	11,695	15,515	17,625	19,655	21,537
长期投资	202.35	387.67	391.63	395.59	399.55
固定投资	1,427	1,670	1,646	1,743	1,931
无形资产	9,390	12,465	14,231	14,994	15,722
其他非流动资产	675.31	993.02	1,356	2,523	3,485
资产总计	14,651	20,224	23,026	27,711	32,409
流动负债	2,577	2,535	3,690	5,722	6,908
短期借款	500.58	496.17	1,630	2,258	1,883
应付账款	1,522	1,312	1,473	2,495	3,788
其他流动负债	554.40	727.17	586.95	967.67	1,237
非流动负债	3,884	7,145	6,978	6,632	6,376
长期借款	2,615	3,843	3,586	3,330	3,074
其他非流动负债	1,270	3,302	3,392	3,302	3,302
负债合计	6,462	9,680	10,669	12,354	13,284
少数股东权益	541.36	1,255	1,277	1,530	2,010
股本	1,303	1,694	1,694	1,694	1,694
资本公积	1,516	1,121	1,121	1,121	1,121
留存公积	4,829	6,383	8,132	10,886	14,290
归属母公司股东权益	7,648	9,289	11,080	13,827	17,115
负债和股东权益	14,651	20,224	23,026	27,711	32,409

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	1,194	2,193	2,432	4,355	5,327
净利润	1,538	1,671	2,067	3,254	4,022
折旧摊销	266.15	490.20	535.49	582.34	636.98
财务费用	111.56	232.85	131.53	187.73	193.72
投资损失	(3.61)	(12.52)	(12.52)	(12.52)	29.57
营运资金变动	(752.75)	(69.50)	(178.11)	491.81	650.67
其他经营现金	34.48	(119.25)	(111.43)	(148.26)	(206.19)
投资活动现金	(2,120)	(3,035)	(2,632)	(2,599)	(2,549)
资本支出	(2,363)	(2,253)	(2,638)	(2,603)	(2,509)
长期投资	217.47	(176.65)	(3.96)	(3.96)	(3.96)
其他投资现金	26.32	(605.54)	9.47	8.29	(35.61)
筹资活动现金	804.91	2,382	(575.11)	(788.03)	(704.02)
短期借款	350.40	(4.42)	1,134	628.21	(375.73)
长期借款	1,521	1,228	(256.17)	(256.17)	(256.17)
普通股增加	46.68	390.97	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,021	(394.70)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,134)	1,163	(1,453)	(1,160)	(72.12)
现金净增加额	(120.72)	1,540	(775.41)	968.56	2,074

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,185	4,446	5,317	8,764	12,201
营业成本	2,187	2,347	2,688	4,554	6,912
营业税金及附加	31.90	41.44	44.24	55.40	77.12
营业费用	22.04	20.29	27.18	49.03	67.45
管理费用	120.89	178.93	193.46	260.53	303.75
财务费用	111.56	232.85	131.53	187.73	193.72
资产减值损失	43.17	(10.56)	(7.32)	5.47	7.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.61	12.52	12.52	12.52	(29.57)
营业利润	1,687	1,763	2,185	3,653	4,622
营业外收入	6.00	20.80	20.80	20.80	20.80
营业外支出	1.93	3.86	4.05	4.25	4.47
利润总额	1,692	1,780	2,202	3,670	4,638
所得税	153.43	109.22	135.10	415.49	616.24
净利润	1,538	1,671	2,067	3,254	4,022
少数股东损益	2.63	17.84	22.07	253.68	479.45
归属母公司净利润	1,535	1,653	2,045	3,001	3,542
EBITDA	2,014	2,432	2,783	4,298	5,272
EPS (人民币, 基本)	1.23	0.98	1.21	1.77	2.09

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	34.00	6.23	19.58	64.83	39.22
营业利润	16.20	4.50	23.94	67.17	26.51
归属母公司净利润	22.13	7.67	23.70	46.74	18.05
获利能力 (%)					
毛利率	47.74	47.22	49.44	48.04	43.35
净利率	36.75	37.58	38.88	37.13	32.96
ROE	18.78	15.85	16.73	21.19	21.03
ROIC	15.71	14.42	14.06	21.22	25.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.10	47.86	46.33	44.58	40.99
净负债比率 (%)	33.98	36.95	36.27	20.63	4.38
流动比率	1.15	1.86	1.46	1.41	1.57
速动比率	0.83	1.46	1.15	1.22	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.25	0.25	0.35	0.41
应收账款周转率	4.93	4.21	4.99	5.70	5.31
应付账款周转率	1.74	1.66	1.93	2.30	2.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.98	1.21	1.77	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.29	1.44	2.57	3.14
每股净资产(最新摊薄)	4.51	5.48	6.54	8.16	10.10
估值比率					
PE (倍)	19.42	18.04	14.58	9.94	8.42
PB (倍)	3.90	3.21	2.69	2.16	1.74
EV EBITDA (倍)	16.46	14.38	12.78	8.03	6.20

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 瀚蓝环境（600323 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中伟股份（300919 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 中伟股份（300919 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 瀚蓝环境（600323 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司