

2019年02月27日

旺能环境 (002034.SZ)

## 18年业绩超预期，项目稳步推进，盈利有望向好

■18年业绩超预期。公司公告2018年业绩快报，实现营业收入9.03亿元，同比降低35.71%；归母净利润3.32亿元，同比增长41.52%。公司2017年完成资产重组，置出纺织印染资产，置入同一控制下环保企业旺能环保，2017年报表数据仍包含置出的印染资产。仅在旺能环保口径上进行比较，归母净利润同比增长32.8%。公司此前公告2018年业绩预计，2018年实现归母净利润2.9-3.2亿元，公司2018年业绩超预期。

■项目稳步推进，预计盈利有望持续向好。公司项目稳步推进，根据公司公告的在建工程转固情况，兰溪二期（400吨/日）、汕头二期（400吨/日）2018年投产，公司已投运处理规模增长7.8%至2018年底的1.1万吨/日。预计公司盈利有望持续改善，从2018年上半年数据看，生活垃圾项目运营毛利率46.3%，同比增长1.18个百分点，公司已经投运产能中有4200吨/日规模采用早期流化床技术，而后续投运项目焚烧技术以炉排炉为主，运营盈利能力更强，随着公司炉排炉产能占比逐步提升，公司垃圾焚烧运营业务整体毛利率有望进入上升通道。

■在手项目充足，区位优势突出，项目优质。根据对公司公告梳理，公司目前已经投运产能约1.2万吨/日，在建+拟建项目产能1.4万吨/日，在手项目充足，未来业绩释放值得期待。公司已经投运产能中59%位于浙江等经济发达地区，垃圾产生量大，地方政府财力雄厚，垃圾处理费较高，且公司存量项目投资强度较低，公司垃圾焚烧业务盈利能力较为突出，处于同行业主要上市公司前列。

■纯垃圾焚烧运营公司，报表质量健康。公司业务以垃圾焚烧运营为主，BOT项目建设期不确认收入。垃圾焚烧作为一种重要的市政生活垃圾处理方式，为城市每天正常运转的必备公共服务，刚需属性强，政府付费周期短，公司现金流表现优秀。2015-2017年以及2018年前三季度，旺能环境经营活动现金流净额/净利润之比分别为3.13、2.86、1.86、1.35。经历资产重组之后，公司资产负债率处于较低水平，截至2018年三季度末达38.41%，具备较强的重资产运营项目承接能力。

■垃圾焚烧推广仍值得期待。政策支持垃圾焚烧推广，“十三五”规划指出，到2020年，我国焚烧处理设施规模59.14万吨/日，焚烧占无害化处理比例达到54%，而2017年垃圾焚烧处理设施规模和处理量占比分别为29.8万吨/日和40.2%，距规划目标仍有较大差距。我们前期报告测算，2017年垃圾焚烧发电上网电价国补占国家再生能源补贴附加比重仅为5.9%，对国家再生能源补贴附加挤占比例较小，电价补贴作为推广垃圾焚烧的重要激励手段，政策支持力度有望保持不减。

■投资建议：预计公司2018-2020年EPS分别为0.80、1.02、1.24元/股，

## 公司深度分析

证券研究报告

印染

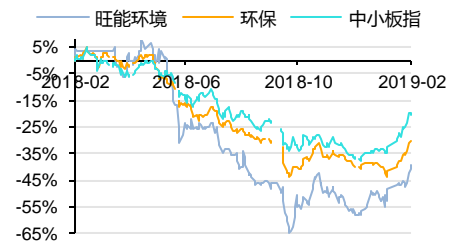
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**18元**  
股价（2019-02-27）**15.83元**

### 交易数据

总市值(百万元)	6,594.22
流通市值(百万元)	3,451.59
总股本(百万股)	416.57
流通股本(百万股)	218.04
12个月价格区间	9.16/48.39元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.42	2.88	-18.23
绝对收益	24.35	20.02	-37.53

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoli@essence.com.cn

021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn

010-83321051

### 相关报告

旺能环境：稀缺的纯运营垃圾焚烧标的，优质项目储备+健康报表质量奠定成长基础/邵琳琳

2019-02-25

对应 PE 为 19.5、15.3、12.5x，维持公司“买入-A”评级，6 个月目标价为 18 元。

■风险提示：项目推进不及预期，垃圾焚烧发电补贴下调风险。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	818.9	1,405.1	903.3	1,130.3	1,329.5
净利润	20.2	234.8	332.1	413.0	488.5
每股收益(元)	0.05	0.56	0.80	1.02	1.24
每股净资产(元)	2.01	7.99	9.04	9.85	10.84

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	320.7	27.6	19.5	15.3	12.5
市净率(倍)	7.7	1.9	1.7	1.6	1.4
净利润率	2.5%	16.7%	36.8%	36.5%	36.7%
净资产收益率	2.4%	7.1%	8.8%	10.1%	10.9%
股息收益率	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%
ROIC	6.0%	66.3%	12.7%	14.5%	16.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	818.9	1,405.1	903.3	1,130.3	1,329.5	成长性					
减:营业成本	677.8	933.6	437.8	549.9	648.0	营业收入增长率	-8.9%	71.6%	-35.7%	25.1%	17.6%
营业税费	8.1	28.6	5.0	5.0	4.4	营业利润增长率	-50.0%	1238.9%	26.3%	26.7%	18.9%
销售费用	42.6	36.9	-	-	-	净利润增长率	-48.5%	1062.6%	41.4%	24.4%	18.3%
管理费用	61.4	116.2	45.2	61.0	69.6	EBITDA 增长率	-43.2%	1106.2%	24.8%	15.3%	13.2%
财务费用	-5.1	48.1	9.5	-5.3	-9.0	EBIT 增长率	-59.0%	1397.3%	46.6%	22.5%	18.3%
资产减值损失	7.1	8.4	3.1	8.2	7.6	NOPLAT 增长率	-59.4%	1917.3%	14.6%	22.5%	17.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.9%	496.6%	7.8%	3.5%	-18.8%
投资和汇兑收益	-2.9	3.1	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	71.5%	294.9%	14.1%	10.1%	10.8%
营业利润	24.1	322.9	407.8	516.5	613.9	利润率					
加:营业外净收支	4.2	-1.1	24.1	30.6	36.2	毛利率	17.2%	33.6%	51.5%	51.3%	51.3%
利润总额	28.3	321.8	431.9	547.0	650.1	营业利润率	2.9%	23.0%	45.1%	45.7%	46.2%
减:所得税	5.3	51.8	62.6	79.3	97.5	净利润率	2.5%	16.7%	36.8%	36.5%	36.7%
净利润	20.2	234.8	332.1	413.0	488.5	EBITDA/营业收入	5.0%	35.0%	67.9%	62.6%	60.2%
						EBIT/营业收入	2.3%	20.3%	46.2%	45.2%	45.5%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	96	190	496	385	317
货币资金	299.1	1,156.9	795.1	1,089.0	2,149.3	流动营业资本周转天数	25	0	-36	50	44
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	241	277	495	425	557
应收账款	101.5	289.3	62.0	409.0	152.4	应收账款周转天数	52	50	70	75	76
应收票据	0.6	2.9	0.8	2.8	1.5	存货周转天数	29	9	15	17	18
预付账款	1.7	3.6	1.4	1.8	2.1	总资产周转天数	415	770	1,829	1,425	1,356
存货	62.7	4.3	68.7	38.2	91.4	投资资本周转天数	160	419	1,160	978	766
其他流动资产	231.4	9.0	90.5	110.3	69.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.4%	7.1%	8.8%	10.1%	10.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	5.5%	8.7%	10.0%	10.4%
长期股权投资	38.8	-	-	-	-	ROIC	6.0%	66.3%	12.7%	14.5%	16.5%
投资性房地产	70.0	37.1	37.1	37.1	37.1	费用率					
固定资产	216.6	1,263.4	1,226.8	1,190.2	1,153.6	销售费用率	5.2%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	17.0	506.7	506.7	506.7	506.7	管理费用率	7.5%	8.3%	5.0%	5.4%	5.2%
无形资产	42.0	1,605.4	1,445.8	1,286.3	1,126.7	财务费用率	-0.6%	3.4%	1.1%	-0.5%	-0.7%
其他非流动资产	7.5	46.0	20.7	23.5	28.0	三费/营业收入	12.1%	14.3%	6.1%	4.9%	4.6%
资产总额	1,088.8	4,924.7	4,255.8	4,694.9	5,318.9	偿债能力					
短期债务	-	45.0	-	-	-	资产负债率	22.3%	32.2%	10.4%	10.6%	12.6%
应付账款	119.5	372.9	97.2	144.9	160.1	负债权益比	28.7%	47.4%	11.6%	11.8%	14.4%
应付票据	78.2	21.1	86.8	34.8	89.1	流动比率	2.98	2.14	3.41	5.34	5.87
其他流动负债	35.9	247.5	114.8	129.6	171.0	速动比率	2.72	2.13	3.18	5.21	5.65
长期借款	-	486.1	-	-	-	利息保障倍数	-3.72	5.91	43.96	-97.15	-66.88
其他非流动负债	9.2	411.0	143.4	187.9	247.4	分红指标					
负债总额	242.7	1,583.6	442.2	497.2	667.6	DPS(元)	0.13	0.15	0.16	0.20	0.25
少数股东权益	9.5	14.6	49.8	103.6	166.2	分红比率	267.5%	26.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	108.0	245.0	416.6	416.6	416.6	股息收益率	0.8%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%
留存收益	728.5	3,081.5	3,347.2	3,677.6	4,068.4						
股东权益	846.1	3,341.1	3,813.6	4,197.8	4,651.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.05	0.56	0.80	1.02	1.24
净利润	22.9	270.0	332.1	413.0	488.5	BVPS(元)	2.01	7.99	9.04	9.85	10.84
加:折旧和摊销	22.1	207.8	196.2	196.2	196.2	PE(X)	320.7	27.6	19.5	15.3	12.5
资产减值准备	7.1	8.4	-	-	-	PB(X)	7.7	1.9	1.7	1.6	1.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-32.5	-4.6	-12.3	19.5	5.8
财务费用	-4.2	51.2	9.5	-5.3	-9.0	P/S	7.9	4.6	7.2	5.6	4.7
投资损失	2.9	-3.1	-5.0	-5.0	-5.0	EV/EBITDA	87.3	26.6	9.3	7.6	5.4
少数股东损益	2.8	35.2	37.1	54.7	64.0	CAGR(%)	175.3%	29.4%	107.4%	175.3%	29.4%
营运资金的变动	-221.4	542.4	-387.9	-303.9	385.2	PEG	1.8	0.9	0.2	0.1	0.4
经营活动产生现金流量	29.7	438.5	182.0	349.7	1,119.9	ROIC/WACC	0.6	6.3	1.2	1.4	1.7
投资活动产生现金流量	-221.3	-485.5	5.0	5.0	5.0	REP	13.2	0.7	1.6	1.2	1.1
融资活动产生现金流量	323.7	751.2	-548.8	-60.7	-64.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034