

公司研究/首次覆盖

2019年06月06日

公用事业/环保 II

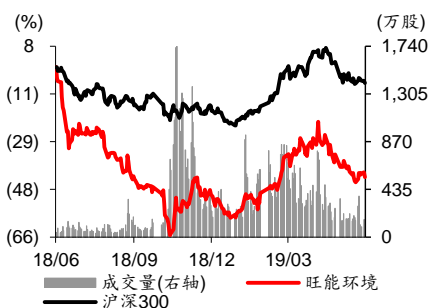
投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 15.00
合理价格区间(元): 17.28~19.20

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

高成长低估值的垃圾发电新星

旺能环境(002034)

环保资产注入, 垃圾发电新星冉冉升起

公司 17 年重大资产重组转型垃圾发电, 是高成长、纯运营、低估值的浙江垃圾发电龙头民企。1) 高成长: 产能加速扩张, 18 年累计投运增速 35%, 预计 19-20 年 38%/38%; 2) 纯运营: 18 年运营收入/毛利润占比 98%/98%, 现金流与净利润匹配度高 (18 年经营性现金流/净利润比为 2); 3) 低估值: (2019/6/4) 旺能市值/已投运产能、市值/在手产能、EV/在手产能为 48/22/27 万元/吨, 均为可比公司中最低。在手产能释放带来盈利高增长, 预计 19-21 年 EPS0.96/1.25/1.52 元, 参考可比公司估值 19 年平均 P/E19x, 给予公司 19 年 18-20x 目标 P/E, 目标价 17.28-19.20 元/股, “买入”评级。

高成长:19-20 年累计投运增速 38%/38%, 扩建占比提升助力盈利增强

垃圾焚烧发电立足浙江, 中西部同步布局。截至 18 年底, 已投运垃圾发电项目产能 1.28 万吨/日, 其中浙江省内 8250 吨/日 (占比 64%); 在建拟建产能 1.6 万吨/日, 其中浙江省内 4500 吨/日 (占比 28%), 外阜产能扩张加速。典型上市公司 18-20 年累计投运增速 24%/24%/33%, 对比来看, 根据调研, 旺能环境 19-20 年计划新增产能为 0.49、/0.67 万吨, 18-20 年累计投运增速 35%/38%/38%, 公司步入高成长期。且扩建项目占比高 (已投运产能中扩建占比由 14 年的 5% 提升至 18 年的 29%), 扩建增量项目吨投资额下降+规模效应促进项目盈利增强。

纯运营: 优质运营标的, 现金流与净利润匹配度高

公司为纯垃圾焚烧运营标的 (垃圾发电 BOT 项目建设期不确认工程收入), 18 年运营收入/毛利润占比 98%/98%, 运营业务单个项目盈利能力较强, 成长性主要来自产能释放。垃圾发电处置垃圾需求刚性, 政府付费机制相对较好, 现金流表现优秀, 18 年经营性活动现金流入净额 6.2 亿, 收现比 111.6%, 2015-2018 年旺能环境经营活动现金流净额/归母净利润之比 3.1/2.9/1.9/2.0, 现金流与净利润流匹配度高, 盈利质量较优。18 年底公司资产负债率 41.1% 处于较低水平, 优质现金流+低负债 (存在加杠杆空间) 有效保障公司在手项目投产所需资本开支。

低估值: 单位产能市值为可比公司最低

1) 项目 IRR: 旺能已投运/在建拟建项目 IRR14.9%/14.0%, 处于可比上市公司中游; 2) 项目 NPV 与市值比: 18 年底已投运/在手未投运项目 NPV 分别占当前市值 (2019/6/4) 31%/38%, 运营项目贡献市值比居可比上市公司前列; 3) 单位产能市值: 旺能市值/已投运产能为 48 万元/吨, 市值/在手产能为 22 万元/吨, EV/在手产能为 27 万元/吨。均为可比公司中最低。

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 17.28-19.20 元

在手产能释放带来盈利高增长, 我们预计 2019-2021 年公司归母净利润 4.0/5.2/6.3 亿元, 对应 EPS 为 0.96/1.25/1.52 元, 当前股价对应 2019-2021 年 16x/12x/10x P/E, 参考可比公司估值 19 年平均 P/E19x, 我们给予公司 2019 年 18-20x 目标 P/E, 对应目标价 17.28-19.20 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 垃圾发电电价下调风险、项目进度不达预期、项目运营风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	416.57
流通 A 股 (百万股)	259.04
52 周内股价区间 (元)	9.16-26.35
总市值 (百万元)	6,248
总资产 (百万元)	6,841
每股净资产 (元)	8.90

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,405	836.48	1,140	1,570	1,920
+/-%	71.59	(40.47)	36.26	37.71	22.32
归属母公司净利润 (百万元)	234.82	306.29	399.82	519.26	631.69
+/-%	1,063	30.44	30.54	29.87	21.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.56	0.74	0.96	1.25	1.52
PE (倍)	26.61	20.40	15.63	12.03	9.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

环保资产注入，垃圾发电新星冉冉升起	4
完成资产重组，打造环保平台	4
立足垃圾发电板块，扩展固废处理空间	5
高成长，纯运营，低估值	8
垃圾焚烧发电行业：成长阶段，产能快速增长	8
19-20 产能加速释放带来高成长，盈利优+估值低	11
19-20 产能加速释放，区位优势显著	11
技术升级+扩建项目吨投资下降，助力盈利增强	13
优质纯运营标的，现金流匹配度高	16
单位产能市值低	18
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 17.28-19.20 元	20
预计公司 2019-2021 业绩处于高成长阶段，19-21 净利润复合增速为 27%	20
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 17.28-19.20 元	21
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

图表目录

图表 1： 公司重组历程	4
图表 2： 公司股权结构图（2019/3/31）	4
图表 3： 美欣达集团业务板块及环保产业板块产业链	5
图表 4： 公司现有业务及新业务方向	5
图表 5： 2015-2018 营业收入情况（百万元）	6
图表 6： 2015-2018 归母净利润情况（百万元）	6
图表 7： 业务收入结构情况（2018）	6
图表 8： 毛利润贡献情况（2018）	6
图表 9： 旺能环保分业务营业收入情况（百万元）	7
图表 10： 旺能环保分业务毛利率情况	7
图表 11： 在手项目产能结构情况（截至 2018.12 底）	7
图表 12： 典型上市公司增量项目产能比例（截至 2018.12 底）	7
图表 13： 旺能环保业绩承诺情况	7
图表 14： 全国城市生活垃圾清运量稳步增长（万吨）	8
图表 15： 全国城市生活垃圾焚烧无害化处理率持续提升	8
图表 16： 我国城市垃圾无害化处理方式逐渐显示出焚烧代替填埋的趋势	8
图表 17： 垃圾焚烧上市公司吨垃圾发电量变化情况（千瓦时/吨）	9
图表 18： 垃圾焚烧产能 2017 年显著增长（全口径）	9
图表 19： 分省份 2020 年垃圾焚烧目标产能与 18H1 已投运产能差值（万吨/日）	10
图表 20： 典型垃圾焚烧上市公司新投运产能情况（吨/日）	10

图表 21: 典型垃圾焚烧上市公司累计投运产能情况 (吨/日)	10
图表 22: 2017 年城市生活垃圾清运量前五省份 (万吨)	11
图表 23: 2017 年城市生活垃圾焚烧处理量分省情况(万吨).....	11
图表 24: 旺能环境已投运项目 (截止 2018 年底)	11
图表 25: 2018 年旺能环境垃圾焚烧发电已投运产能地域分布(吨/日).....	12
图表 26: 2018 年旺能环境垃圾焚烧发电筹建/在建产能地域分布(吨/日).....	12
图表 27: 旺能环境在建/拟建项目	12
图表 28: 旺能环境 2019-2020 预计垃圾发电项目投产加速 (吨/日)	13
图表 29: 机械炉排炉技术正实现对循环流化床的替代 (全国/全口径)	13
图表 30: 截至 2018 年 6 月垃圾焚烧使用技术分布 (万吨/日)	13
图表 31: 旺能环境炉排炉项目 vs 流化床项目平均吨收入 (元/吨)	13
图表 32: 旺能环境炉排炉项目 vs 流化床项目平均成本 (元/吨)	13
图表 33: 旺能环境炉排炉项目 vs 流化床项目毛利率	14
图表 34: 采用流化床技术项目产能占比变化	14
图表 35: 已投运垃圾焚烧项目中预留扩建的项目产能占比 (截止 2018 年底)	14
图表 36: 典型上市公司的在建/拟建垃圾焚烧产能中扩建产能占比 (截止 2018 年底)	14
.....	14
图表 37: 旺能环境已投运产能中扩建产能占比 (截止 2018 年底)	15
图表 38: 在建拟建项目中扩建产能占比 (吨/日) (截止 2018 年底)	15
图表 39: 旺能环境含扩建项目的项目公司毛利率高于公司整体平均	15
图表 40: 旺能环境含扩建项目的项目公司吨成本低于公司平均 (元/吨)	15
图表 41: 各垃圾发电企业 2018 年底已投运项目盈利测算	15
图表 42: 各垃圾发电企业 2018 年底在手未投运项目盈利测算	16
图表 43: 旺能环境收现比 (2015-2018)	16
图表 44: 旺能环境含现金流与净利润匹配度高	16
图表 45: 旺能环境资产负债率	17
图表 46: 旺能环境含应收账款/营收	17
图表 47: 部分垃圾发电行业上市公司主要业务情况	17
图表 48: 垃圾焚烧主要 A 股上市公司运营毛利率变化 (2014-2018)	17
图表 49: 垃圾焚烧主要上市公司市值/已投运产能 (2019/6/4)	18
图表 50: 垃圾焚烧主要上市公司市值/在手产能 (2019/6/4)	18
图表 51: 垃圾焚烧主要上市公司 EV/在手产能 (2019/6/4)	19
图表 52: 分部收入与成本预测 (单位: 百万元)	20
图表 53: 分部毛利率预测 (单位: 百万元)	21
图表 54: 费用及净利润预测 (百万元)	21
图表 55: 可比公司估值	21
图表 56: 旺能环境历史 PE-Bands	22
图表 57: 旺能环境历史 PB-Bands	22

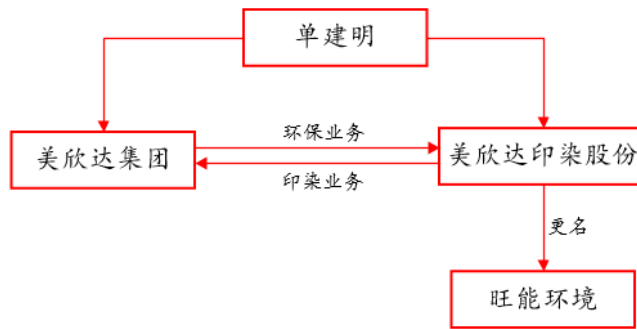
环保资产注入，垃圾发电新星冉冉升起

完成资产重组，打造环保平台

浙江省生活垃圾焚烧发电的龙头民企。公司的前身浙江美欣达印染集团股份有限公司成立于1998年7月7日，于2004年8月26日在深圳证券交易所挂牌交易。2017年12月公司完成重大资产重组事项，公司在同一控制企业下将原纺织印染业务置出，置入垃圾焚烧发电业务，致力于打造以城市生活垃圾焚烧发电为核心业务的平台型环保企业。

剥离印染业务后置入环保业务。2017年10月，美欣达印染股份（上市公司）与美欣达集团进行重大资产重组，重组对象美欣达集团与美欣达印染股份的实际控制人同为单建明，业务涉及环保、地产、投资等。美欣达印染股份以其拥有的印染资产与美欣达集团拥有的旺能环保86%股份的等值部分进行置换，并以非公开发行股份的方式购买重庆财信、新龙实业、永兴达实业、陈雪巍合计持有的旺能环保14%股份。至此，旺能环保全部股权注入上市公司美欣达印染股份，美欣达印染股份于2017年12月26日将公司名称变更为旺能环境股份有限公司。

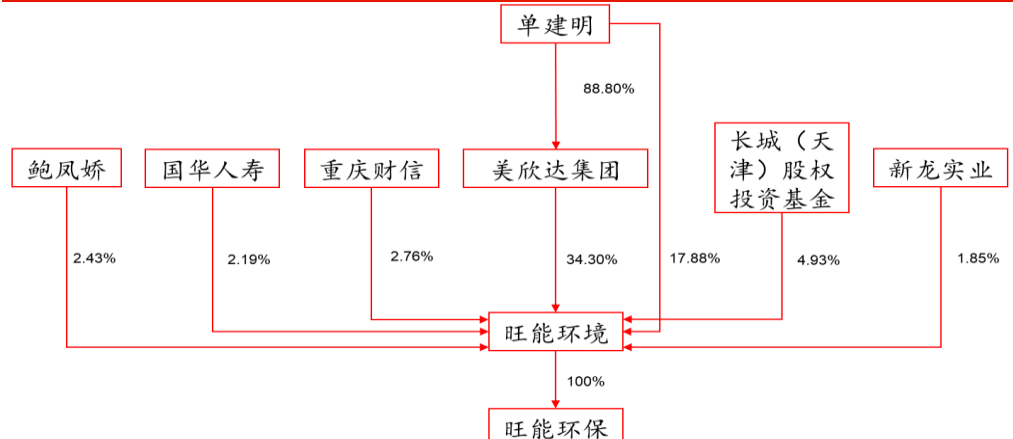
图表1：公司重组历程



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

重大资产重组前后，公司实控人不变仍为单建明。重组前，公司总股本为1.1亿股，第一大股东单建明，持股比例为40%。截至2018年12月31日，第一大股东为美欣达集团，持股比例为34.3%；第二大股东为单建明，持有0.74亿股，持股比例为17.88%。而单建明是美欣达集团的第一大股东，持股比例为88.80%。所以单建明直接和间接持有公司股份的比例合计48.34%，仍然是公司的实际控制人。鲍凤娇是单建明的配偶，属于一致行动人。

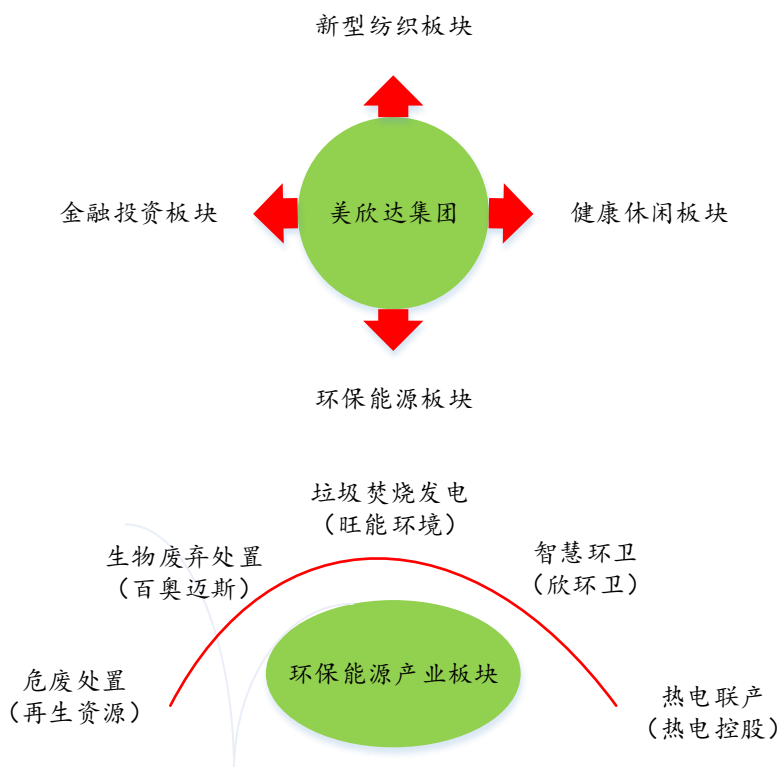
图表2：公司股权结构图（2019/3/31）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

控股集团营建完备环保产业链，为旺能环境未来发展保驾护航。旺能环境的第一大股东美欣达集团最早成立于1993年6月成立，是浙江省大型民营企业，集团下面主要有四大业务板块：新型纺织、健康休闲、环保能源、金融投资。集团在环保能源板块精耕细作，现已建立起较为完善的环保产业链，其中包括危废处置、生物废弃处置、垃圾焚烧发电、智慧环卫和热电联产，从垃圾焚烧发电上游的需求端到下游的供给端全线贯通，产业链上下各端点协同共振，为旺能环保开疆拓土创造更强的竞争力。

图表3：美欣达集团业务板块及环保产业板块产业链

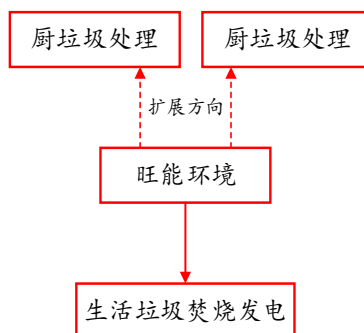


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

立足垃圾发电板块，扩展固废处理空间

主营生活垃圾焚烧发电业务，谋划餐厨垃圾处理、污泥处理等业务。公司以生活垃圾焚烧发电为主营业务，同时积极谋求向餐厨垃圾处理、污泥处理等固废处理新业务进军，不断开拓市场新领域，整合各方资源努力成为全国性环保龙头。

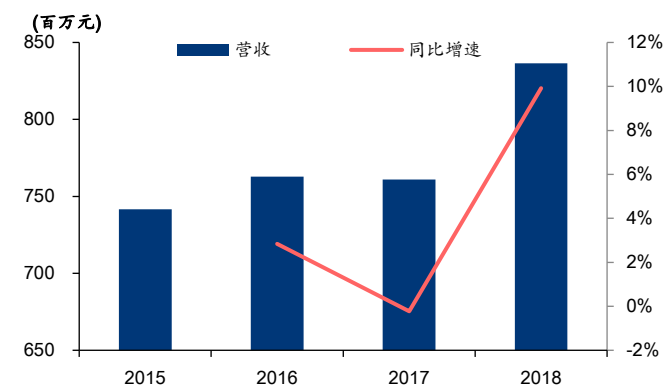
图表4：公司现有业务及新业务方向



资料来源：Wind，华泰证券研究所

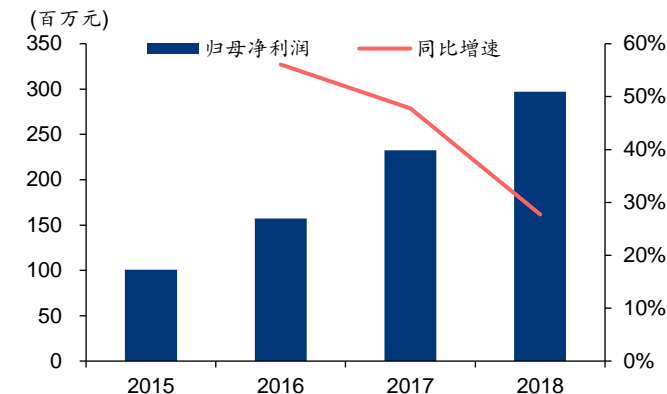
2017 置出印染板块资产，2018 整装再出发。2017年10月公司置出印染资产，置入旺能环保垃圾发电资产，剔除2017年印染资产带来的营收、净利润影响，2015-2018年旺能环保分别实现营业收入7.4亿元、7.6亿元、7.6亿元、8.4亿元，2016-2018年同比增速2.8%、-0.2%、9.9%，2015-2018年实现归母净利润1.01亿元、1.57亿元、2.33亿元、2.97亿元，2016-2018年同比增速56%、48%、28%，复合增长率为43.4%。

图表5：2015-2018 营业收入情况（百万元）



注：2015-2016 营业收入为旺能环保口径财务数据；2017年10月置出印染资产，2017年营收口径为剔除印染板块收入，2018为上市公司口径财务数据
资料来源：Wind、华泰证券研究所

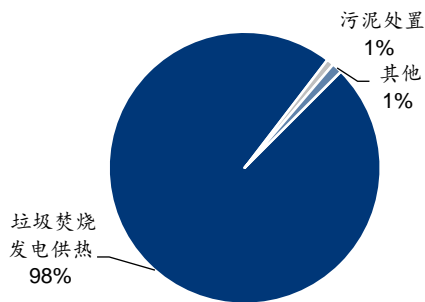
图表6：2015-2018 归母净利润情况（百万元）



注：2015-2016 净利润为旺能环保口径财务数据；2017年10月置出印染资产，2017年初出售前贡献净利润228.86万元，2017年净利润口径为剔除印染板块净利润，2018为上市公司口径财务数据
资料来源：Wind、华泰证券研究所

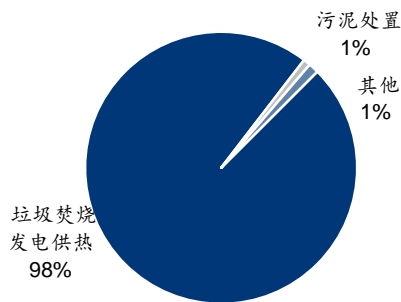
当前业务集中在生活垃圾焚烧发电，辅以污泥处置、设备安装。旺能环境目前业务分布中，2018年垃圾发电收入占比达到98%，贡献毛利润高达98%。业务范围高度集中和单一。

图表7：业务收入结构情况（2018）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

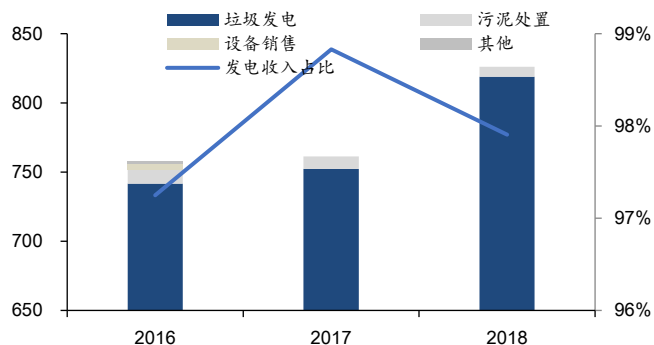
图表8：毛利润贡献情况（2018）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

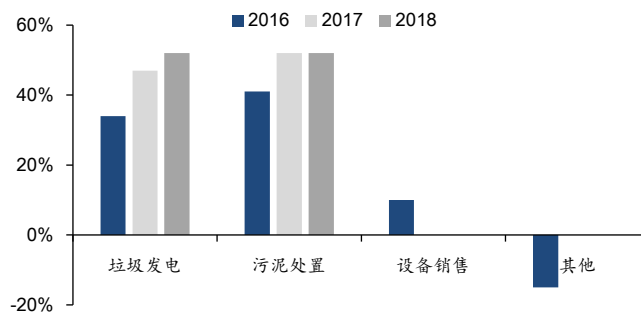
旺能环保为纯垃圾发电运营标的，垃圾发电毛利率高。2015-2018年旺能环保垃圾发电收入分别为7.1/7.4/7.5/8.2亿，2016-2018年均复合增速5%；其中垃圾发电收入占旺能环保总收入的比例在近几年内均高于95%。纯垃圾发电运营标的，18年垃圾发电毛利率为52%，同比+5.4pct，盈利能力较好。18年垃圾处理量合计388万吨，同比增长22.6%。垃圾焚烧发电量约合11.7亿千瓦时，同比增长9.8%。我们认为，随着产能加速释放，助推未来盈利高增长。

图表9: 旺能环保分业务营业收入情况(百万元)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

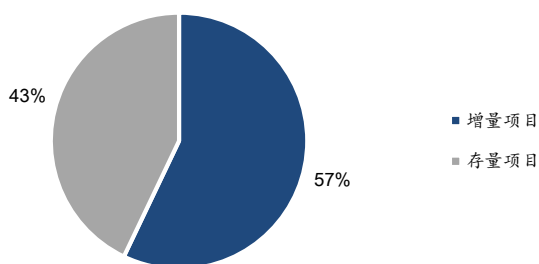
图表10: 旺能环保分业务毛利率情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

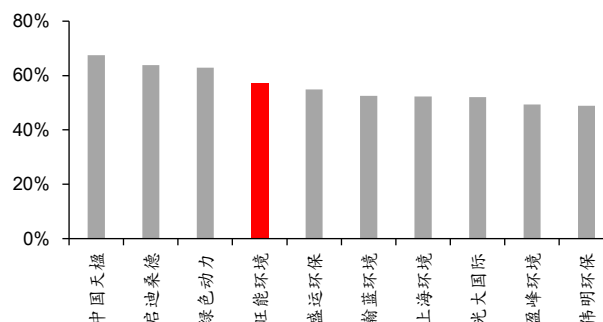
产能储备率高, 在手产能/已投运存量产能达到 139%。根据我们的统计, 截至 2018 年 12 月底, 公司一共拥有 43 个生活垃圾焚烧项目, 合计产能 2.9 万吨/日; 其中已投产项目 21 个, 产能占比 43%, 在建在筹项目 22 个, 产能占比 57%, 储备产能在典型上市公司(中国天楹/启迪桑德/绿色动力/旺能环境/盛运环保/瀚蓝环境/上海环境/光大国际/盈峰环境/伟明环保)当中名列前茅。

图表11: 在手项目产能结构情况(截至 2018.12 底)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

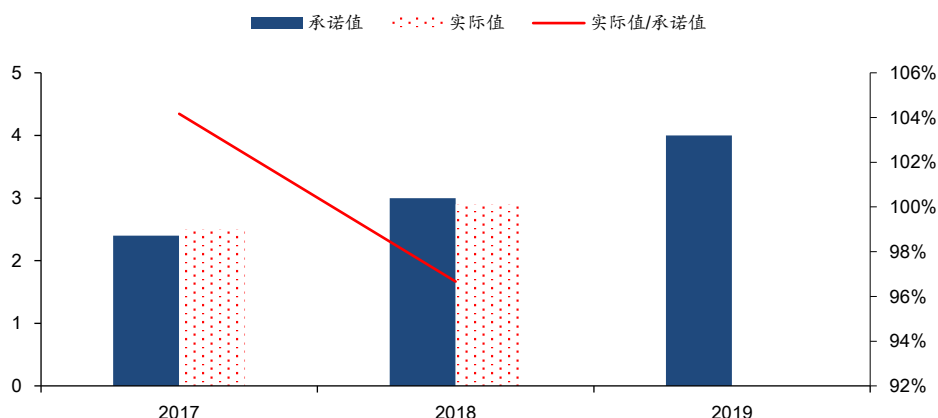
图表12: 典型上市公司增量项目产能比例(截至 2018.12 底)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

17-18 年累计扣非业绩完成值高于业绩承诺。公司完成旺能环保置入时曾做出业绩承诺: 2017-2019 年扣非归母净利润分别为 2.4 亿/3 亿/4 亿元。旺能环保 2017 年扣非归母净利润 2.5 亿, 超过承诺值 1027 万元, 完成当年预测盈利的 104%。2018 年实现扣非归母净利润 2.97 亿, 低于承诺数 335.46 万元; 17-18 累计扣非业绩完成值高于业绩承诺。

图表13: 旺能环保业绩承诺情况



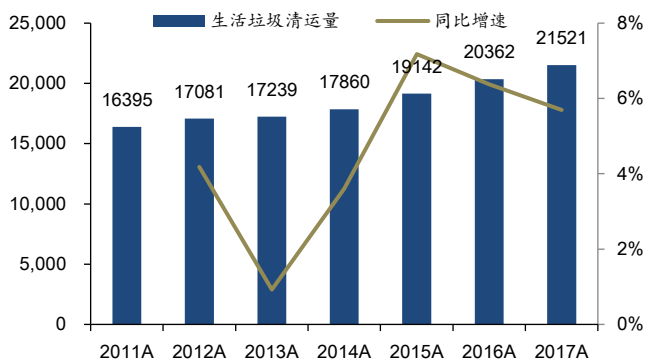
资料来源: Wind、华泰证券研究所

高成长，纯运营，低估值

垃圾焚烧发电行业：成长阶段，产能快速增长

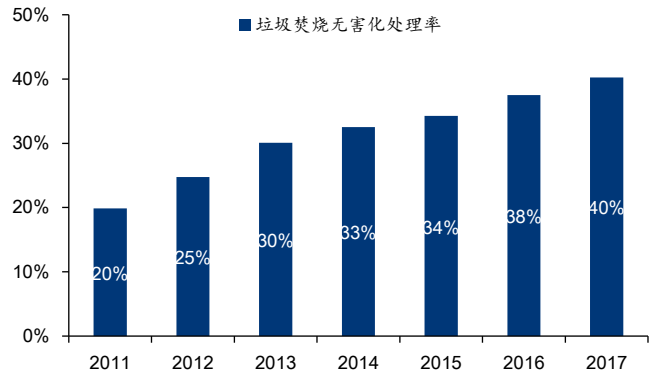
垃圾焚烧发电行业持续扩张的主要驱动因素包括：**1) 需求的持续扩张。**我国城市垃圾清运量由2011年的1.64亿吨上升到2017年的2.15亿吨，年均复合增速4.6%，伴随城镇化的持续推进以及生活水平的逐步提高，我们认为，城市垃圾产生量和清运量仍将保持增长；垃圾焚烧占有率快速提升，垃圾焚烧占生活垃圾无害化处理量的比例从2011年的20%增长到2017年的40%。

图表14：全国城市生活垃圾清运量稳步增长（万吨）



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

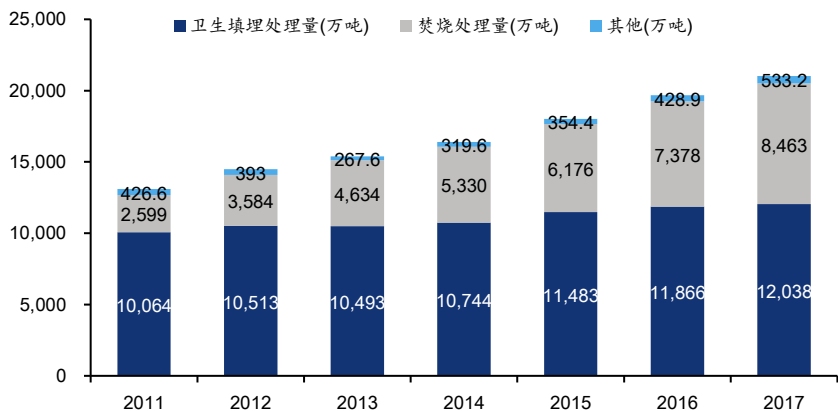
图表15：全国城市生活垃圾焚烧无害化处理率持续提升



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

2) 土地有限，邻避效应减弱驱使填埋转焚烧。近年来，国内主要城市土地供应量总体呈持续下降趋势，而垃圾产生量却在不断增加，导致无地可埋的情况开始出现，并且在一线城市尤为严重。这种背景下，在土地占用和环境保护方面都具有显著优势的垃圾焚烧发电逐步显示出了对卫生填埋的替代趋势。同时，随着行业发展更为成熟、环保督查趋严、公信力提升及向群众宣传和信息公开透明制度更为完善，当前“邻避效应”能够更有效应对，进一步缓解了垃圾发电产能扩张的阻碍因素。根据E2O研究院最新统计数据，城市垃圾填埋场的规模逐渐减小，由2008年的622吨/日座降至2016年的533吨/日座，填埋场的处理对象也从生活垃圾向焚烧残渣转变。

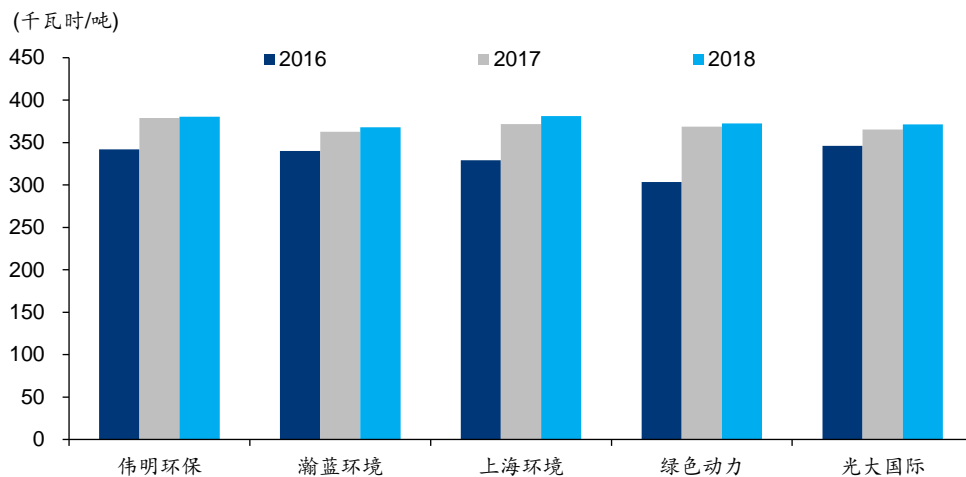
图表16：我国城市垃圾无害化处理方式逐渐显示出焚烧代替填埋的趋势



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

3) 垃圾分类+技术的进步=吨垃圾发电量的提升。2016年以来,国内政策持续加码督促垃圾分类工作全面、有序推进;而2011年以来性能更具优势的机械炉排炉技术也正在逐步实现对循环流化床技术的替代,帮助典型垃圾发电企业在2016-2018年吨垃圾发电量均显著提升。

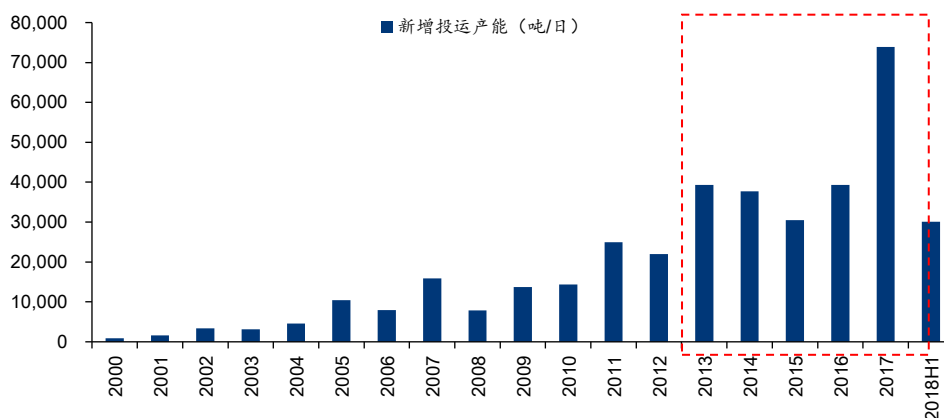
图表17: 垃圾焚烧上市公司吨垃圾发电量变化情况(千瓦时/吨)



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

根据生活垃圾焚烧信息平台最新统计信息,截至2018年6月,我国已投运垃圾焚烧发电产能为**38.2万吨/日**,预计**19-20年年均新增投产产能为8.3万吨/日**,仍处于投产高峰。18年上半年新增产能为3万吨/日,由于下半年一般为垃圾焚烧项目竣工的高峰阶段,我们预计18年全年新增产能也将超过7万吨/日。中性假设下,18年新增投运产能与17年持平为7.4万吨/日,则截至18年底已投运垃圾焚烧产能将达到**42.5万吨/日**,保守假设“十三五”规划2020目标59.1万吨/日的垃圾焚烧处理能顺利实现,则预计19-20年年均新增投产产能为8.3万吨/日,则2019/2020已投运产能为50.8/59.1万吨/日,2017-2020年已投运产能增速为27%/21%/19%/16%,增速虽有下滑,仍处于投产高峰。

图表18: 垃圾焚烧产能2017年显著增长(全口径)

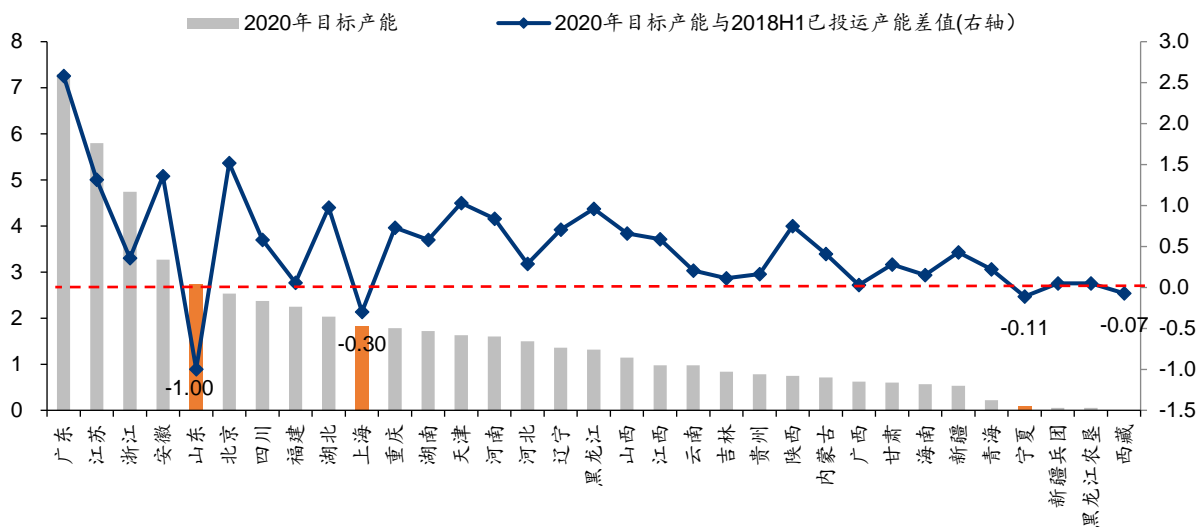


资料来源:生活垃圾焚烧信息平台、华泰证券研究所

分省看: 1) 东部沿海部分地区仍有增长空间。根据“十三五”规划,到2020年底全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力50%以上,其中东部地区占60%以上,根据规划2020年垃圾焚烧处理能力达59万吨/日,“十三五”生活垃圾焚烧处理能力年复合增长率将达20%。从完成计划来看,广东、北京、安徽、江苏等19-20年仍有较大新增产能空间,山东、上海、宁夏等省市已完成“十三五”规划目标。**2) 中西部、北方地区垃圾焚烧产能理论提升空间较大,垃圾焚烧利用率相对较低。**假设各个城市生活垃圾无害化处理能力与垃圾清运量相匹配,则可粗略估算出城市生活垃圾焚烧处理能力占无害

化处理总能力的比例，理论层面粗略探讨各省份垃圾焚烧产能的稀缺度（部分地区可能由于地域广度、人口密度、经济发展程度不同并不适宜加快垃圾焚烧厂建设），我们发现山东/上海/宁夏等省市提前完成十三五目标，广东/北京/安徽/江苏等19-20年仍具较大空间，中西部新增投运崛起，东部部分地区仍有空间。

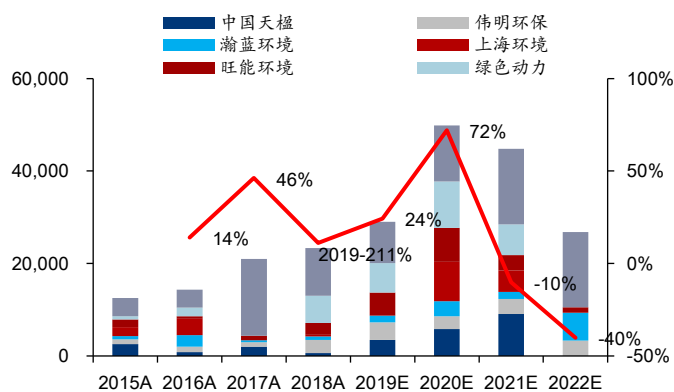
图表19：分省份2020年垃圾焚烧目标产能与18H1已投运产能差值（万吨/日）



资料来源：“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（统计口径：设市城市和县城）、华泰证券研究所

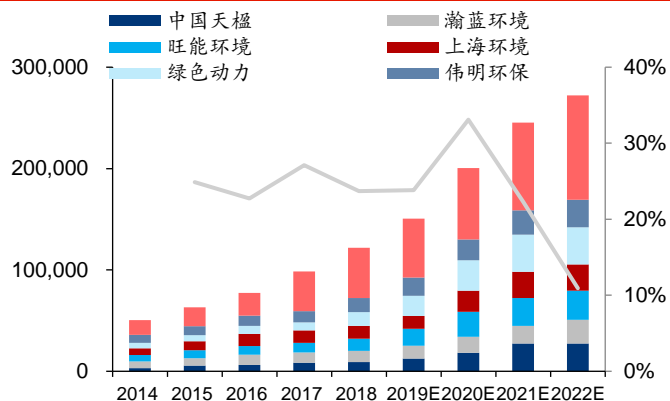
上市公司层面：2019-2020年项目规划投产高峰：2019-2020年新增投运产能同比增速将高达24%、72%；18-20年累计投运增速24%/24%/33%，高成长可期。上述典型垃圾焚烧上市公司的规划新增产能将在2019-2020年间大规模释放，目前处于在建和筹建阶段的项目将会集中投产，预计2019-2020年新增投运总产能将分别达到2.9万吨/日、5.0万吨/日；其中光大国际、绿色动力、旺能环境、中国天楹、上海环境等新增产能居前。

图表20：典型垃圾焚烧上市公司新投运产能情况（吨/日）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表21：典型垃圾焚烧上市公司累计投运产能情况（吨/日）



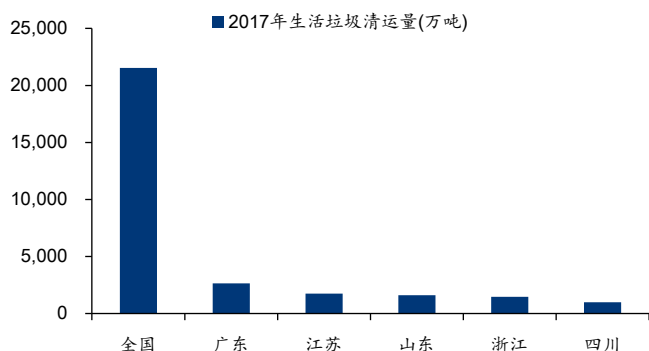
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

19-20 产能加速释放带来高成长，盈利优+估值低

19-20 产能加速释放，区位优势显著

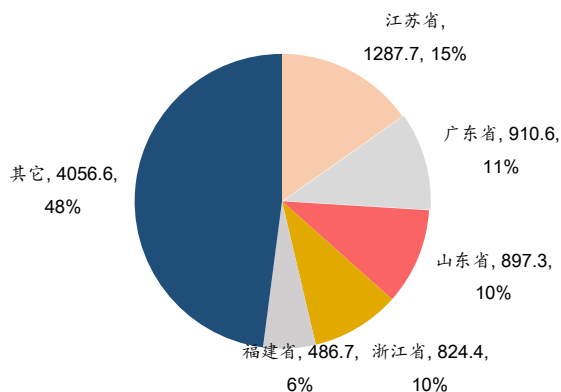
投运项目集中于浙江省等发达地区，垃圾清运量+垃圾焚烧处理量均位居前列。根据国家统计局数据，浙江省 2017 年城市生活垃圾清运量达 1455 万吨，占全国总量的 6.8%，在 31 个省市自治区中位列第 4。此外，根据《中国城乡建设统计年鉴》披露的最新数据，全国 2017 年垃圾焚烧处理量为 8463.3 万吨，其中浙江省垃圾焚烧处理量为 824.4 万吨，占比达到 10%，在全国各省中排名第 4 位。投运项目聚焦垃圾清运量、焚烧量较大的浙江地区，将有力保障公司的垃圾焚烧热值、吨垃圾发电量及项目运营质量。

图表22： 2017 年城市生活垃圾清运量前五省份（万吨）



资料来源：国际统计局，华泰证券研究所

图表23： 2017 年城市生活垃圾焚烧处理量分省情况(万吨)



资料来源：中国城乡建设统计年鉴，华泰证券研究所

垃圾焚烧发电立足浙江，中西部同步布局。截至 2018 年底，已投运项目合计垃圾处理产能达 1.28 万吨/日。分区域看，浙江省内垃圾处理产能达 8250 吨/日，占投运总产能的 64%。公司区域性布局浙江，此外在湖北、安徽、四川、广东、广西也有布局，具有丰富的政企合作经验和项目运营经验丰富，利于实现区域优势和规模优势。

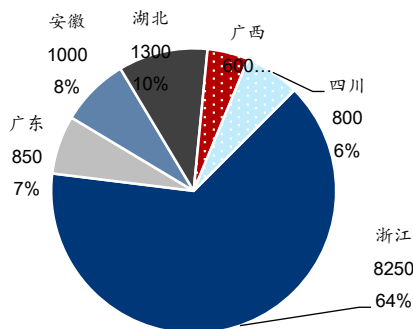
图表24： 旺能环境已投运项目（截止 2018 年底）

项目名称	焚烧炉	固废类型	设计产能(吨/日)	省份	城市	垃圾处置费(元/吨)
南太湖一期项目	炉排炉	BOO	800	浙江	湖州	75
南太湖二期项目	炉排炉	BOO	300	浙江	湖州	75
南太湖三期项目	炉排炉	BOO	400	浙江	湖州	80
舟山一期项目	炉排炉	BOO	700	浙江	舟山	75
舟山二期项目	炉排炉	BOO	350	浙江	舟山	75
安吉一期项目	炉排炉	BOO	300	浙江	湖州	67
安吉二期项目	炉排炉	BOO	250	浙江	湖州	67
台州一期项目	(400吨流化床, 600吨炉排炉)	BOT	1000	浙江	台州	70
台州二期项目	炉排炉	BOO	1000	浙江	台州	80
兰溪一期项目	炉排炉	BOO	400	浙江	金华	80
兰溪二期项目	炉排炉	BOO	400	浙江	金华	90
丽水项目	炉排炉	BOT	400	浙江	丽水	75
汕头澄海一期项目	炉排炉	BOT	450	广东	汕头	78
汕头澄海二期项目	炉排炉	BOT	400	广东	汕头	98
荆州项目	流化床	BOO	1000	湖北	荆州	60
德清项目	流化床	BOT	800	浙江	湖州	105
德清项目二号炉	炉排炉	BOT	400	浙江	湖州	105
淮北宇能项目	流化床	BOT	1000	安徽	淮北	60
监利项目	炉排炉	BOT	300	湖北	荆州	65
河池项目	炉排炉	BOT	600	广西	河池	78
攀枝花项目	炉排炉	BOT	800	四川	攀枝花	38

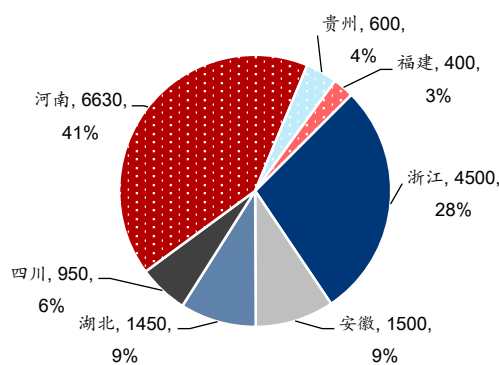
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

外阜产能扩张加速，增量项目向中部地区扩展。截至2018年底，公司在建拟建项目21个，合计产能为16030吨/日。分区域看，在建筹建产能中浙江省内项目合计产能4500吨/日，占在筹在建产能的28%，而浙江省外项目合计产能达11530吨/日，占在筹在建总产能的72%，而前面提到公司前期已投运产能浙江省内占比高达64%；可以看出目前在建项目中公司愈发注重对于传统主营区域之外的项目的布局，扩张公司的经营版图，以期实现公司的战略目标。

图表25：2018年旺能环境垃圾焚烧发电已投运产能地域分布(吨/日)



图表26：2018年旺能环境垃圾焚烧发电筹建/在建产能地域分布(吨/日)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

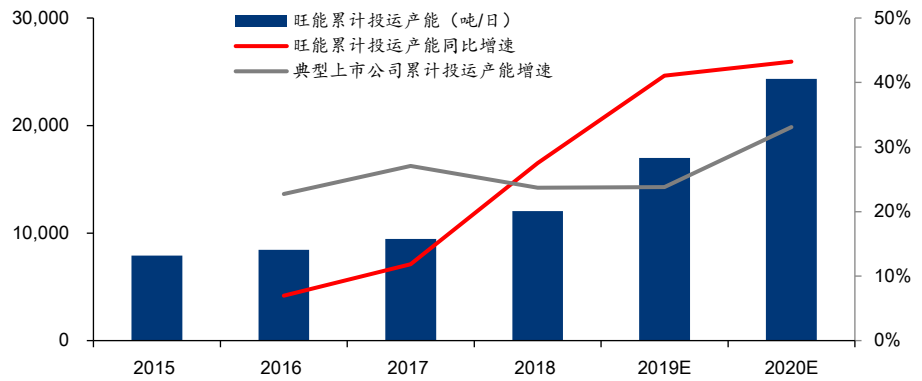
图表27：旺能环境在建/拟建项目

项目名称	业务类型	固废类型	设计产能(吨/日)	省份	城市
南太湖一期项目	垃圾焚烧发电	BOO	800	浙江	湖州
南太湖二期项目	垃圾焚烧发电	BOO	300	浙江	湖州
南太湖三期项目	垃圾焚烧发电	BOO	400	浙江	湖州
舟山一期项目	垃圾焚烧发电	BOO	700	浙江	舟山
舟山二期项目	垃圾焚烧发电	BOO	350	浙江	舟山
安吉一期项目	垃圾焚烧发电	BOO	300	浙江	湖州
安吉二期项目	垃圾焚烧发电	BOO	250	浙江	湖州
台州一期项目	垃圾焚烧发电	BOT	1000	浙江	台州
台州二期项目	垃圾焚烧发电	BOO	1000	浙江	台州
兰溪一期项目	垃圾焚烧发电	BOO	400	浙江	金华
兰溪二期项目	垃圾焚烧发电	BOO	400	浙江	金华
丽水项目	垃圾焚烧发电	BOT	400	浙江	丽水
汕头澄海一期项目	垃圾焚烧发电	BOT	450	广东	汕头
汕头澄海二期项目	垃圾焚烧发电	BOT	400	广东	汕头
荆州项目	垃圾焚烧发电	BOO	1000	湖北	荆州
德清项目	垃圾焚烧发电	BOT	800	浙江	湖州
德清项目二号炉	垃圾焚烧发电	BOT	400	浙江	湖州
淮北宇能项目	垃圾焚烧发电	BOT	1000	安徽	淮北
监利项目	垃圾焚烧发电	BOT	300	湖北	荆州
河池项目	垃圾焚烧发电	BOT	600	广西	河池
攀枝花项目	垃圾焚烧发电	BOT	800	四川	攀枝花

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2019-2020年产能投运加速，高于行业增速。根据2019.2.14日发布的报告《垃圾发电：成长与价值共振》，典型上市公司18-20年累计投运增速24%/24%/33%。对比来看，根据调研，旺能环境19-20年计划新增产能为0.49万吨/日、0.67万吨/日，18-20年累计投运增速35%/38%/38%，步入高速发展阶段。

图表28： 旺能环境 2019-2020 预计垃圾发电项目投产加速（吨/日）

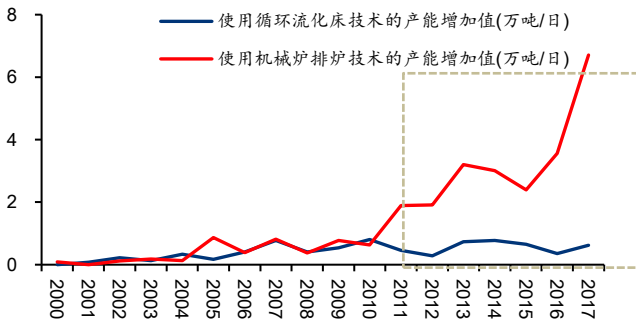


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

技术升级+扩建项目吨投资下降，助力盈利增强

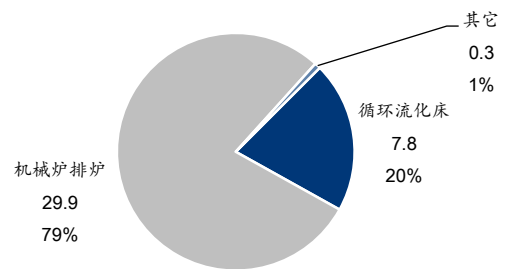
行业整体来看，机械炉排炉正在实现对流化床技术的替代，盈利能力提升。相比循环流化床技术，机械炉排炉拥有单台焚烧炉处理量大、进料垃圾不需要进行预处理、对垃圾的成分要求低、燃烧状态稳定、运行成本低等优势。机械炉排炉垃圾焚烧产能自 2011 年来显著提升，截至 2018 年 6 月，已投运项目机械炉排炉垃圾焚烧产能 29.9 万吨/日，占比 79%。

图表29： 机械炉排炉技术正实现对循环流化床的替代（全国/全口径）



资料来源：生活垃圾焚烧信息平台、华泰证券研究所

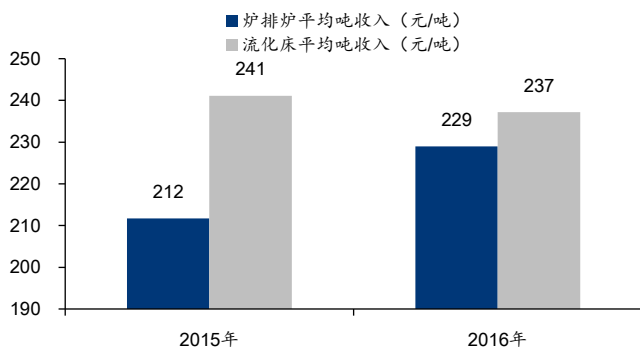
图表30： 截至 2018 年 6 月垃圾焚烧使用技术分布（万吨/日）



资料来源：生活垃圾焚烧信息平台、华泰证券研究所

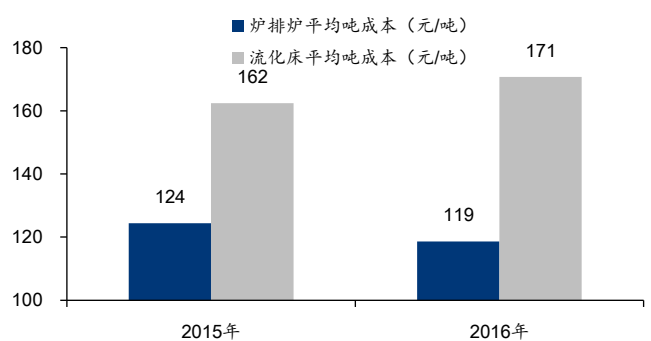
根据公告的存量项目和新签项目采用的炉排炉情况，旺能未来采用流化床技术项目产能占比由 2018 年的 35% 降至 2020 年的 17%，有利于旺能环境的毛利率提升。对比来看，旺能炉排炉项目吨成本显著低于流化床，2015/2016 炉排炉项目吨毛利高于流化床项目 9 元/吨、44 元/吨，炉排炉项目毛利率(17Q1 为 56%)显著高于流化床项目(17Q1 为 28%)。

图表31： 旺能环境炉排炉项目 vs 流化床项目平均吨收入（元/吨）



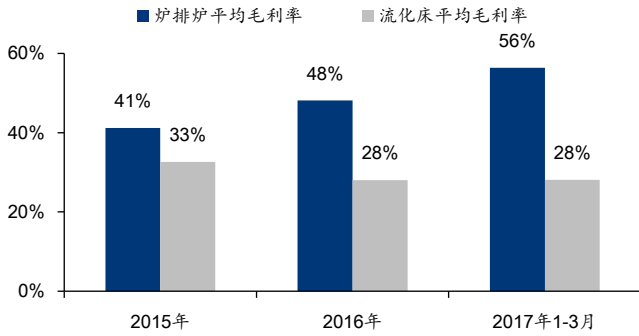
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表32： 旺能环境炉排炉项目 vs 流化床项目平均成本（元/吨）



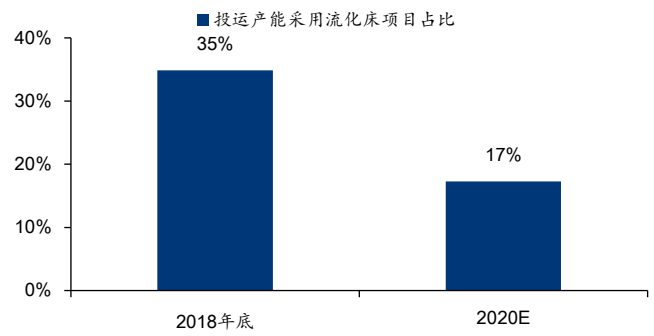
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表33: 旺能环境炉排炉项目 vs 流化床项目毛利率



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

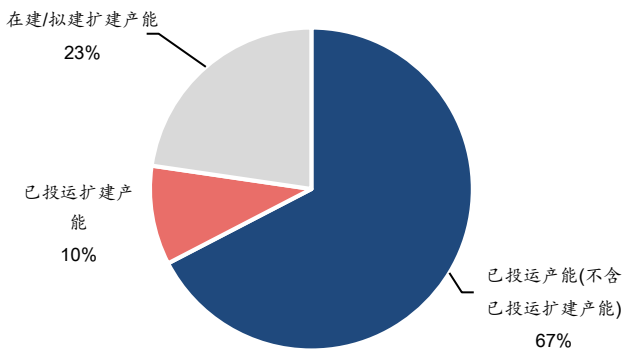
图表34: 采用流化床技术项目产能占比变化



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

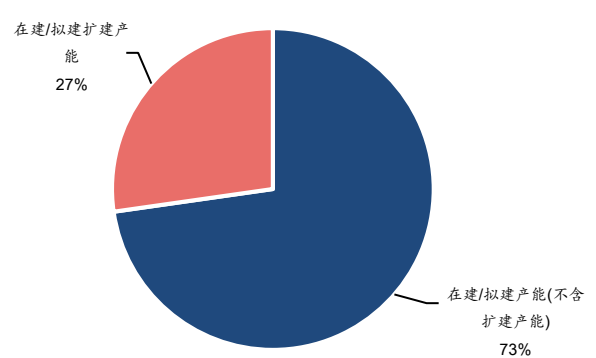
行业整体来看, 扩建项目占比逐步提升。截至2018年中, 已投运的所有垃圾焚烧项目中, 预留扩建的项目产能占比达到33%, 其中已投运的扩建项目产能占比为10%, 尚处于在建/拟建的项目扩建产能占比为23%。一方面, 在垃圾焚烧处理能力不足以满足实际需求的情况下, 很多项目选择在现有焚烧处理厂的基础上进行扩建; 另一方面, 多数项目在最初规划选址时就会在一期项目的焚烧厂附近预留出二期甚至三期项目的场地。而已有厂区周边的居民对于这些扩建项目的接受度相对更高, 邻避效应的作用也会因此得到较大缓解。

图表35: 已投运垃圾焚烧项目中预留扩建的项目产能占比(截止2018年底)



资料来源: 生活垃圾焚烧信息平台、华泰证券研究所

图表36: 典型上市公司的在建/拟建垃圾焚烧产能中扩建产能占比(截止2018年底)

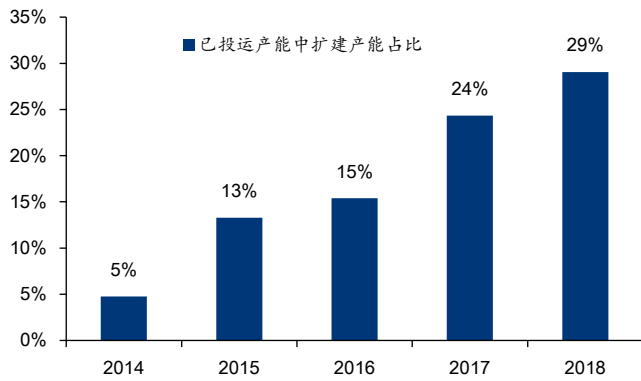


资料来源: 各公司公告、华泰证券研究所

旺能环境扩建项目占比高, 扩建增量项目吨投资额下降+规模效应促进项目毛利率水平提升。已投运产能中扩建产能占比由2014年的5%提升至2018年的29%, 截至2018年底, 在建拟建产能中扩建产能为5550吨/日, 占比达35%。以舟山旺能、南太湖环保、安吉旺能为例, 其在2015、2016年均有扩建产能投运, 其毛利率显著高于公司整体平均。

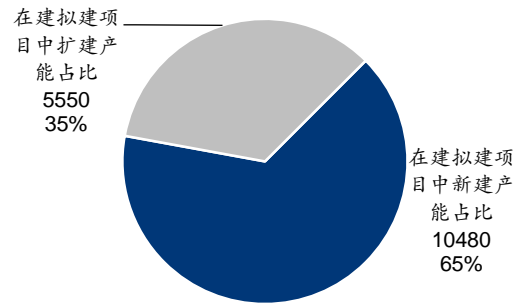
根据调研, 扩建项目回报率&利润率更高: 1) 投资低, 约为新建的一半(新建项目约为45万元单位吨/日产能); 2) 运营成本低, 可以共用场地和管理人员, 只需增加10个运营管理人员; 3) 部分项目扩建后价格有调升。新建项目资本金IRR平均为15%。

图表37: 旺能环境已投运产能中扩建产能占比(截止2018年底)



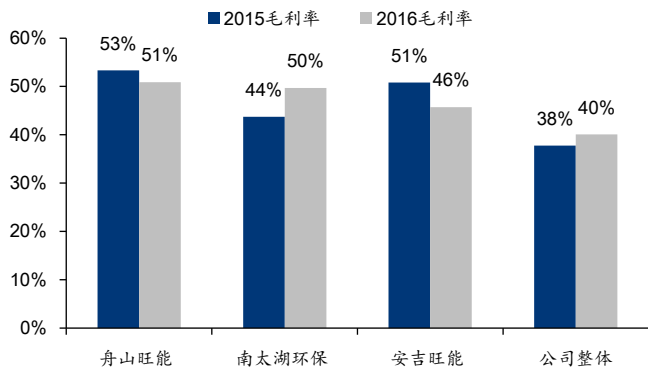
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表38: 在建拟建项目中扩建产能占比(吨/日)(截止2018年底)



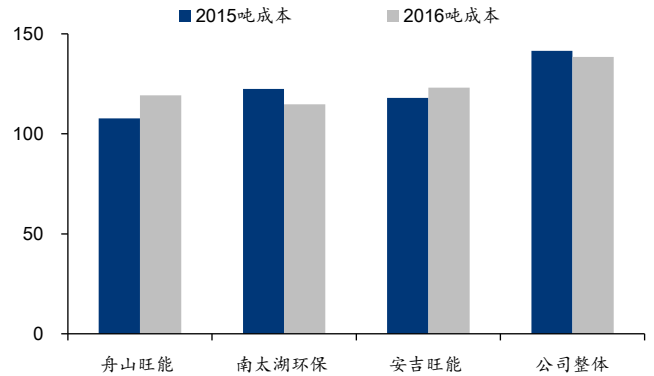
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表39: 旺能环境含扩建项目的项目公司毛利率高于公司整体平均



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表40: 旺能环境含扩建项目的项目公司吨成本低于公司平均(元/吨)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

我们发现从总的资本IRR角度看, 已投运项目总IRR: 旺能环境(14.9%)、在建/筹建项目总IRR: 旺能环境(14.0%)处于所列示可比公司中游, 主要由于在建筹建项目向浙江省外扩展。根据我们的测算, 公司2018年底已投运/在手未投运产能NPV已经分别占到当前市值的31%、38%。

图表41: 各垃圾发电企业2018年底已投运项目盈利测算

公司名称	设计产能(万吨/日)	产能利用率(%) (部分假设)	平均垃圾处置费(元/吨) (部分假设)	单位发电量(千瓦时/吨) (部分假设)	上网比例	电价(元/千瓦时)	总投资(亿元)	单位吨/日产能投资(万元)	资本金IRR	所有项目NPV(假设资本金要求回报率8%) (亿元)	已投运项目NPV/市值(2019/6/4)
盛运环保	7,100	80%	69	200	80%	0.52	37.1	52.3	-5.2%	(14.2)	-80.2%
启迪桑德	11,900	80%	66	285	84%	0.65	48.0	40.3	12.1%	8.3	6.0%
瀚蓝环境	11,300	100%	72	363	84%	0.65	42.0	37.2	25.2%	32.4	27.0%
伟明环保	12,135	94%	82	357	85%	0.65	37.1	33.0	28.6%	42.5	23.9%
上海环境	12,550	102%	130	372	80%	0.64	80.4	64.0	18.3%	40.2	42.4%
中国天楹	9,000	80%	93	275	80%	0.64	40.8	45.4	15.9%	11.8	10.9%
盈峰环境	4,200	100%	43	300	80%	0.65	18.2	43.3	9.6%	1.6	0.7%
绿色动力	13,610	91%	70	328	84%	0.65	60.7	44.6	27.0%	46.9	45.5%
光大国际	49,317	102%	70	293	80%	0.65	265.0	53.7	20.6%	162.7	35.8%
旺能环境	12,050	88%	70	300	80%	0.65	47.4	39.3	14.9%	19.6	31.4%

资料来源: 各公司公告、华泰证券研究所

注: 蓝色为假设值

图表42: 各垃圾发电企业2018年底在手未投运项目盈利测算

公司名称	设计产能 (万吨/日)	产能利用率 假设(%)	平均垃圾处置 费(元/吨)	假设单位发电 量(千瓦时/吨)	上网比例 假设	电价(元/ 千瓦时)	总投资 (亿元)	单位吨/日 产能投资 (万元)	资本金 IRR	所有项目 NPV(假 设资本金要求回 报率8%) (亿元)	在手未投运项 目 NPV/市值 (2019/6/4)
盛运环保	46,527	80%	68	200	80%	0.65	250	53.8	/	/	/
启迪桑德	20,960	82%	65	282	84%	0.65	103	49.3	9.1%	4.5	3.3%
瀚蓝环境	16,550	94%	63	315	84%	0.65	85	56.3	18.4%	35.1	29.3%
伟明环保	13,300	100%	78	357	85%	0.65	52	41.8	17.9%	29	16.2%
上海环境	13,750	100%	128	315	85%	0.64	86	62.7	17.6%	41.0	43.2%
中国天楹	19,900	100%	105	275	80%	0.68	94	50.1	14.5%	22.1	20.5%
盈峰环境	4,100	100%	61	300	80%	0.65	20	48.4	9.4%	1.5	0.7%
绿色动力	23,080	100%	69	328	85%	0.65	104	44.9	26.9%	79.7	77.3%
光大国际	53,650	100%	70	309	80%	0.65	277	51.6	22.6%	216.5	47.6%
旺能环境	16,030	94%	72	300	80%	0.65	76	47.3	14.0%	23.7	37.9%

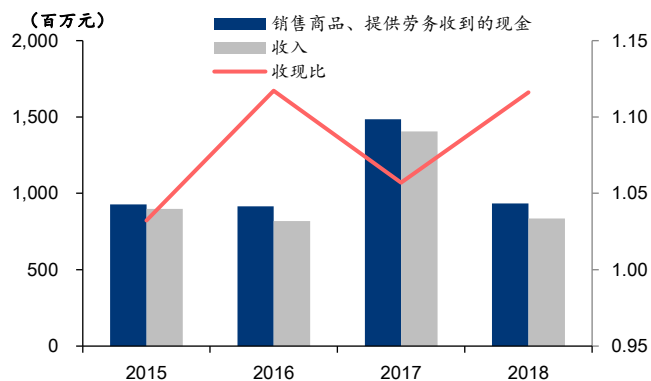
注: 蓝色为假设值

资料来源: 各公司公告、华泰证券研究所

优质纯运营标的, 现金流匹配度高

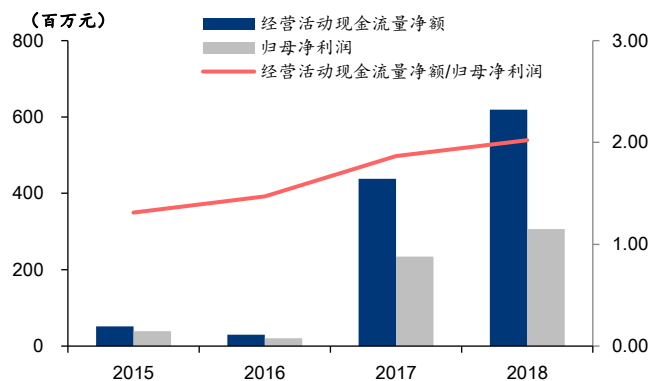
优质运营标的, 现金流与净利润匹配度高。现金流方面, 与2017年相比呈现增长, 经营性活动现金流量净额 18A 的 6.19 亿 vs 17A 的 4.38 亿; 收现比同比上升 (2018A 112% vs 2017A 106%)。2015-2018 年旺能环境经营活动现金流净额/归母净利润之比 1.31/1.47/1.87/2.02, 现金与净利润流匹配度高, 盈利质量优。

图表43: 旺能环境收现比 (2015-2018)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

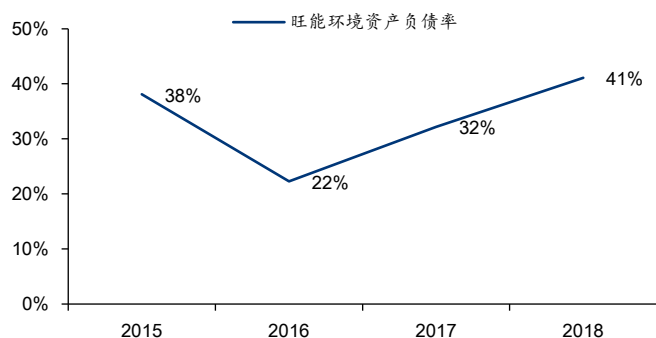
图表44: 旺能环境含现金流与净利润匹配度高



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

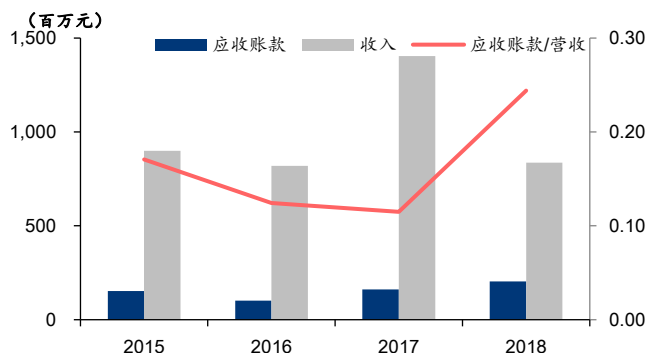
资产负债率仍处于较低水平。2017年9月公司完成重大资产重组后, 负债率降至2017年的32%, 由于在建/拟建项目需要持续的资本投入, 2018年底资产负债率攀升至41.10%, 仍处于同行业较低水平。截止2018年底, 公司在建/拟建项目产能16780吨/日, 考虑这些项目将于2022年全部达产, 单吨日产能投资额为45万元左右, 若在建/拟建项目全部投产, 则2019-2022年产能扩张所需资本开支为76亿元左右, 平均每年为18.9亿元, 假设项目资本金占比为30%, 则平均每年需投入资本金5.7亿元。截至2018年底, 公司在手现金8.36亿元, 经营性现金流净额为6.19亿元, 我们认为可保障项目的正常推进。

图表45: 旺能环境资产负债率



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表46: 旺能环境含应收账款/营收



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

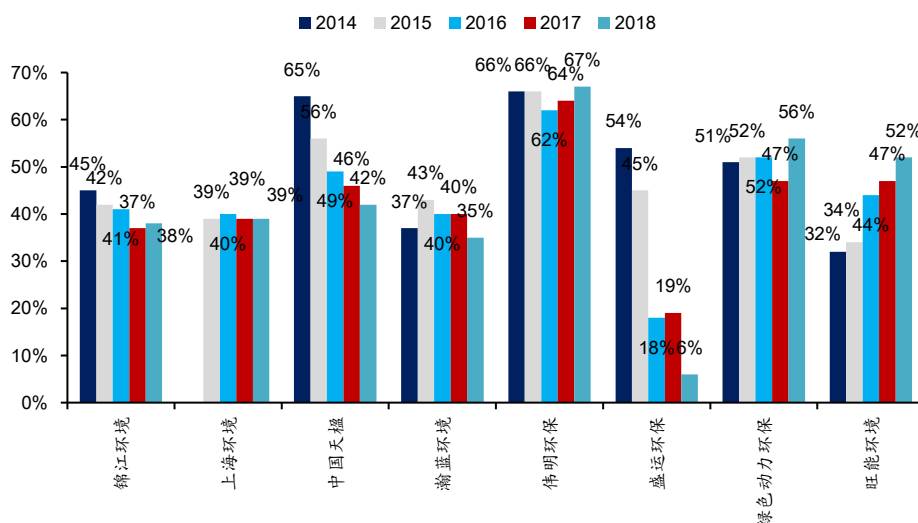
公司毛利率高且增长潜力大。2018年旺能环境实现毛利率52%，同比+5.2pct，得益于：在成本端，投产规模加速增大+改扩建项目产能提高，吨人工成本及吨土地成本降低，规模效应显现，营业成本下降；收入端，炉排炉工艺的项目产能占比显著提升，吨发电量上升。

图表47: 部分垃圾发电行业上市公司主要业务情况

公司	建造			设备			运营					综合毛利率(2018)
	是否土建自己做(2018)	BOT/BOO是否计入建造收(2018)	建造期毛利率(2018)	是否自产设备(2018)	是否计入设备收入(2018)	设备毛利率(2018)	运营项目毛利率(2014)	运营项目毛利率(2015)	运营项目毛利率(2016)	运营项目毛利率(2017)	运营项目毛利率(2018)	
锦江环境	是	是	17%	否	否	-	45%	42%	41%	37%	38%	38%
光大国际	是	是	NA	是	是	NA	NA	NA	NA	NA	NA	35%
上海环境	否	否	-	否	否	-	NA	39%	40%	39%	39%	37%
中国天楹	否	否	-	是	是	36%	65%	56%	49%	46%	42%	36%
瀚蓝环境	部分是	部分是	NA	否	否	-	37%	43%	40%	40%	35%	30%
伟明环保	否	否	-	是	是	46%	66%	66%	62%	64%	67%	60%
盛运环保	是	是	20%	是	是	20%	54%	45%	18%	19%	6%	2%
绿色动力	是	是	NA	否	否	-	51%	52%	52%	47%	56%	56%
旺能环境	否	否	-	否	否	-	32%	34%	44%	47%	52%	52%

资料来源: Wind、公司公告、华泰证券研究所

图表48: 垃圾焚烧主要A股上市公司运营毛利率变化(2014-2018)

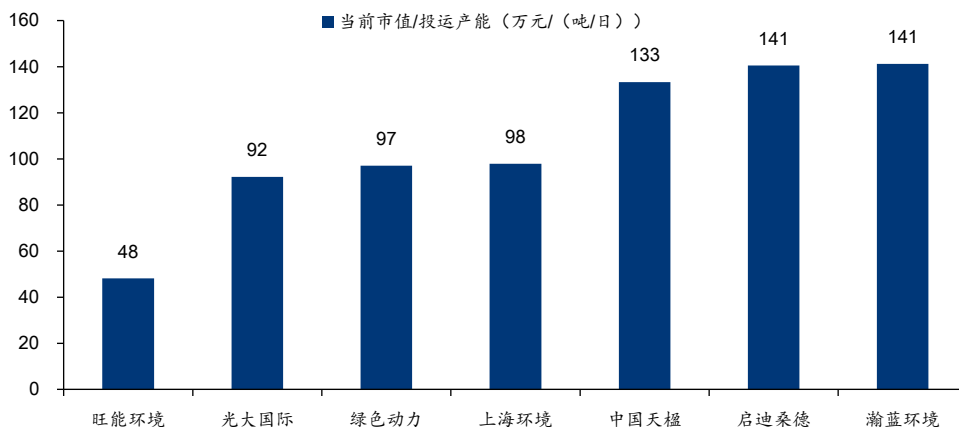


资料来源: 各公司公告、华泰证券研究所

单位产能市值低

旺能环境单位产能市值存在一定低估。我们对垃圾焚烧发电行业主要上市公司的市值和产能进行了分析,发现 1)从市值/投运产能来看,最高的瀚蓝环境达到了 141 万元/(吨/日),而最低的旺能环境仅有 48 万元/(吨/日);

图表49: 垃圾焚烧主要上市公司市值/已投运产能 (2019/6/4)

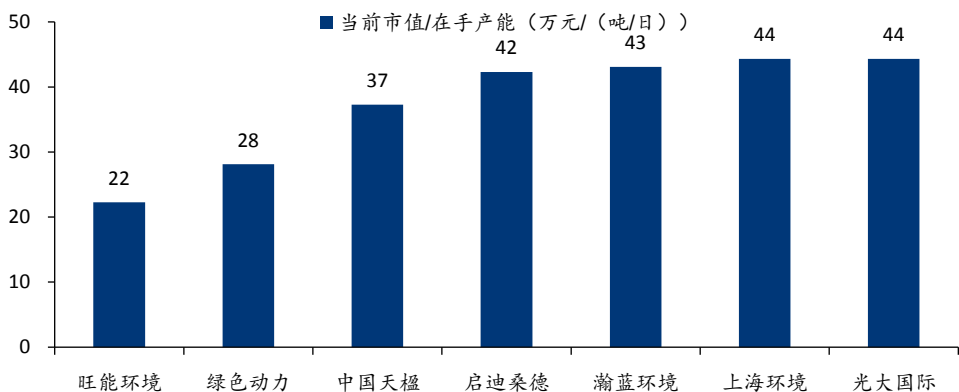


资料来源: 各公司公告、华泰证券研究所

注: 市值剔除有息负债

2)从市值/在手产能来看, 偏低的旺能环境、中国天楹、上海环境分别为 22 万元/(吨/日)、28 万元/(吨/日)、37 万元/(吨/日); 3)从 EV/在手产能来看, 最高的启迪桑德为 77 万元/(吨/日), 而偏低的旺能环境、光大国际则分别仅有 27 万元/(吨/日)、44 万元/(吨/日)。考虑到目前垃圾焚烧发电项目的单位产能投资额一般在 40-50 万元/(吨/日)的水平, 从这三个指标可以看出旺能环境目前从单位产能市值和单位产能企业价值的角度来看都存在一定的低估。

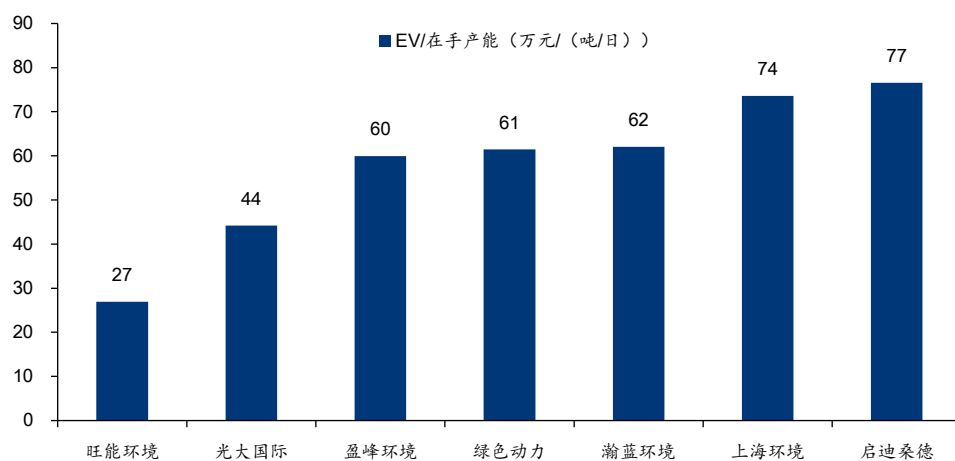
图表50: 垃圾焚烧主要上市公司市值/在手产能 (2019/6/4)



注: 上海环境市值考虑可 21.7 亿可转债 (股东大会通过); 在手产能为已投运/在建/拟建产能之和

资料来源: 各公司公告、华泰证券研究所

图表51：垃圾焚烧主要上市公司 EV/在手产能（2019/6/4）



注：上海环境 EV 考虑可 21.7 亿可转债（股东大会通过）；EV=公司市值+负债+少数股东权益+优先股-现金以及现金等价物。

资料来源：各公司公告、华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 17.28-19.20 元

预计公司 2019-2021 业绩处于高成长阶段，19-21 净利润复合增速为 27%

项目运营：19-21 年收入增速 36.3%/37.7%/22.3%，毛利率 52.1%/52.1%/51.1%

在手垃圾焚烧发电产能逐步释放。考虑在建/拟建产能逐步释放（假设建设周期 18 个月左右），截止 2018 年底，公司目前运营垃圾处理项目的设计日处理能力为 12800 吨/日（其中 18 年新增投运兰溪二期项目 400 吨/日、汕头澄海二期项目 400 吨/日、德清项目二号炉 400 吨/日、河池项目 600 吨/日、攀枝花项目 800 吨/日、南太湖四期项目 750 吨/日，在建筹建项目的合计设计日处理能力为 1.6 万吨/日，项目全部投产后公司拥有及管理设计日处理能力为 28830 吨/日，考虑到在建项目：舟山扩建项目（三期）600 吨/日、淮北改扩建项目 1500 吨/日、许昌项目 2250 吨/日、公安项目 500 吨/日目前开展顺利，预计这些项目 19 年内将会投产，19 年底投运产能将到达 1.77 万吨/年，考虑公司在手项目的签约时间和投产周期，预计 2020 年底投运产能将到达 2.44 万吨/年，2021 年投运产能将达到 2.77 万吨/年。

发电业务吨垃圾发电量（入炉）和上网电价维持较高水平。考虑到公司项目区域布局优异和基于炉排炉工艺的炉排炉项目产能占比提升，垃圾热值和吨垃圾发电量将得到有效保证，同时吨垃圾发电量（入炉）有望提高，根据 2018 年实际数据推算，18 年吨垃圾发电量为 339 千瓦时/吨，平均上网电价（含税）在 0.63 元/千瓦时。我们假设 19-21 年吨垃圾发电量与 18 年基本持平，为 339 千瓦时/吨，平均上网电价（含税）保持在 0.63 元/千瓦时，则垃圾发电业务 19-21 年发电收入预计为 7.44 亿/10.33 亿/12.68 亿。

垃圾处置收入保持平稳增长，蒸汽供热维持不变。结合公司 19-21 年新增产能 0.49 万吨/0.67 万吨/0.33 万吨，同时考虑当年新增产能较多可能会拉低整体产能利用率，公司 18 年垃圾焚烧产能利用率为 88%，我们预计 19-21 年产能利用率为 86%/86%/93%（新增产能会拉低当年产能利用率）。由于新增项目并非公告每个项目具体处置费用，根据调研，每个项目处置费由于区域等差异存在较大差别，但公司总体垃圾处置费维持在相对稳定状态，我们预计 19-21 年加权平均垃圾处置费（含税）与 18 年持平（18 年为 74 元/吨），分别为 74、74、74 元/吨。综合来看，公司垃圾焚烧处置收入预计 19-21 年分别为 3.62 亿/5.03 亿/6.17 亿。同时我们预计公司蒸汽供热收入分别为 0.17 亿/0.17 亿/0.17 亿。

综合垃圾焚烧发电+垃圾处置+蒸汽供热板块情况，预计 19-21 年垃圾焚烧项目运营板块收入分别为 11.22 亿/15.52 亿/19.02 亿，毛利率方面，18 年毛利率为 52.1%，考虑到项目运营毛利率相对较为稳定，预计 19-21 年毛利率分别为 52.1%/52.1%/51.1%。

图表52：分部收入与成本预测（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	742	763	1405	836	1140	1570	1920
同比增速	-	2.8%	84.2%	-40.5%	36.3%	37.7%	22.3%
项目运营	712	742	752	819	1122	1552	1902
污泥处置	11	10	9	7	7	7	7
印染产品	-	-	642	-	-	-	-
其他				11	11	11	11
成本	506	504	404	400	546	751	919
项目运营	483	491	400	392	537	743	910
污泥处置	8	6	4	3	3	3	3
印染产品	-	-	529	-	-	-	-
其他			1	5	5	5	5

资料来源：旺能环保年度报告（2015-2016），上市公司年度报告（2017-2018），华泰证券研究所

图表53: 分部毛利率预测 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利润	235	259	357	436	594	818	1,001
项目运营	229	251	353	427	585	809	992
污泥处置	3	4	5	4	4	4	4
印染产品	-	-	113	-	-	-	-
其他				5	5	5	5
毛利率	33.9%	44.0%	46.9%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
项目运营	33.6%	43.8%	46.3%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
污泥处置	40.7%	51.7%	51.7%	51.7%	51.7%	51.7%	51.7%
印染产品			18%				
其他				51%	51%	51%	51%

资料来源: 旺能环保年度报告 (2015-2016), 上市公司年度报告 (2017), 华泰证券研究所

费用预测: 预计 19-21 年费用率为 18.7%、21.1%、21.3%。

费用率: 公司精耕细作, 强化管理效率和运营效率提升, 我们看好公司管控水平提升, 假设 19 年管理费用率较 18 年小幅下降 0.1pct, 假设 2019-2021 年管理费用率基本维持不变; 假设 19 年研发费用率较 18 年小幅下降 0.1pct, 假设 2019-2021 年管理费用率基本维持不变。公司 18 年销售费用率为 0, 假设 19-21 年基本维持不变; 财务费用方面, 由于 19-21 年新增项目产能较多, 资本开支加大, 有息负债规模增加, 财务费用将呈现增加态势。

图表54: 费用及净利润预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
管理费用	116.2	65.4	88.0	121.2	148.2
占主营业务收入%	8.3%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%
销售费用	36.9	0.0	0.0	0.0	0.0
占主营业务收入%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	48.1	38.7	82.3	151.0	189.4
占主营业务收入%	3.4%	4.6%	7.2%	9.6%	9.9%
研发费用		32.2	42.7	58.8	71.9
占主营业务收入%		3.8%	3.7%	3.7%	3.7%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 17.28-19.20 元

受益于垃圾焚烧发电产能在 19-21 年的逐步释放, 我们预计旺能环境收入规模有望进一步提升, 项目运营毛利率预计依然维持在较高水平。预计 2019-2021 年公司归母净利润 4.0/5.2/6.3 亿元, 对应 EPS 为 0.96/1.25/1.52 元, 当前股价对应 2019-2021 年 16x/12x/10x P/E, 参考可比公司估值 19 年平均 P/E19x, 我们给予公司 2019 年 18-20x 目标 P/E, 对应目标价 17.28-19.20 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表55: 可比公司估值

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
		2019/6/4	2019/6/4	19E	20E	19E	20E	19E	20E
瀚蓝环境	600323	15.66	12000	13	11	1.8	1.6	14%	14%
上海环境	601200	10.38	9480	16	13	1.4	1.3	9%	10%
伟明环保	603568	19.16	17789	14	12	3.5	3.5	24%	24%
绿色动力	601330	11.79	10311	31	20				
平均值			12527	19	14	2.2	2.1	16%	16%
旺能环境	002034	15.00	6248	16	12	1.6	1.4	10%	12%

注: 伟明环保为华泰预测, 其余可比公司为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1) 垃圾发电电价存在下调风险。根据 2012 年发布的《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，为了引导垃圾焚烧发电行业的发展，国家给予垃圾焚烧发电企业一定的上网电价补贴，随着垃圾焚烧发电行业的不断发展以及我国城市垃圾无害化处理方式的不断变革，未来国家对于行业的引导政策可能发生改变，电价补贴可能减少甚至取消，垃圾发电标杆电价可能会进一步向燃煤发电机组标杆电价靠拢。

2) 项目运营风险。

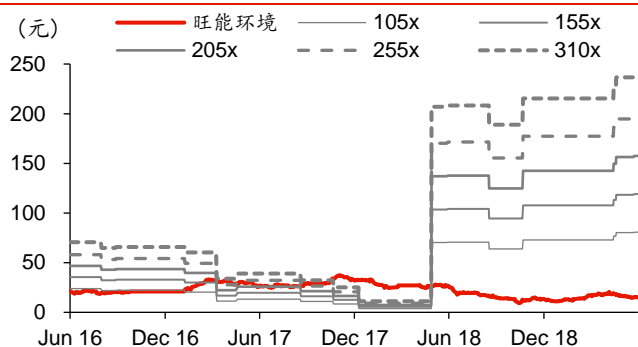
运营期内因环保要求提高、人工耗材等运营成本上升导致公司运营成本上升的可能性较大。公司签订协议中约定：由于国家环保标准调整、产业政策调整、物价指数变化使公司生产成本或收入发生较大变化时，可相应调整垃圾处置费标准。但由于具体调整限定了成本变化幅度、双方重新测算程序等前提，且需双方具体协商，因此公司仍有可能面临因运营成本上升而垃圾处置费标准不能得到及时、到位的调整而导致收益下降的风险。

3) 项目投产不及预期，导致业绩不及预期。

公司垃圾焚烧发电项目投产进度很可能受地方政策、天气、居民抗议等因素影响而不及预期，项目建设滞后无法按计划投产，将导致公司盈利情况不如我们的预测值。

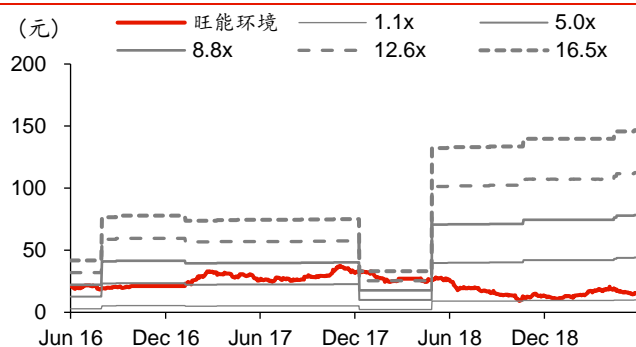
PE/PB - Bands

图表56: 旺能环境历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表57: 旺能环境历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,466	1,192	1,537	1,831	1,617
现金	1,157	836.25	1,149	1,365	1,075
应收账款	161.44	202.17	213.02	250.34	306.22
其他应收账款	127.87	103.70	110.08	130.08	132.82
预付账款	3.64	10.02	13.65	18.80	22.99
存货	4.26	28.58	38.94	53.62	65.59
其他流动资产	11.82	11.26	12.10	13.28	14.25
非流动资产	3,459	5,017	6,933	9,588	10,602
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	216.62	1,263	1,498	2,601	3,768
无形资产	1,605	1,825	2,033	2,230	2,417
其他非流动资产	1,637	1,929	3,402	4,757	4,418
资产总计	4,925	6,209	8,470	11,419	12,219
流动负债	686.42	722.44	918.55	1,194	1,421
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	343.85	439.70	599.10	824.96	1,009
其他流动负债	297.57	282.75	319.45	368.70	411.80
非流动负债	897.15	1,830	3,530	5,730	5,730
长期借款	486.14	1,443	3,143	5,343	5,343
其他非流动负债	411.01	386.10	386.10	386.10	386.10
负债合计	1,584	2,552	4,448	6,923	7,150
少数股东权益	14.57	21.07	28.25	37.58	48.93
股本	245.04	416.57	416.57	416.57	416.57
资本公积	2,471	2,363	2,363	2,363	2,363
留存公积	610.82	855.85	1,214	1,679	2,240
归属母公司股东权益	3,327	3,636	3,994	4,459	5,020
负债和股东权益	4,925	6,209	8,470	11,420	12,219

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	438.47	619.30	938.48	1,262	1,468
净利润	234.82	306.29	399.82	519.26	631.69
折旧摊销	207.76	219.42	285.10	385.71	484.10
财务费用	48.14	38.65	82.33	189.40	0.00
投资损失	(3.10)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(95.74)	(21.04)	164.05	196.77	151.47
其他经营现金	46.59	75.98	7.18	(29.04)	200.74
投资活动现金	(485.53)	(1,637)	(2,201)	(3,041)	(1,498)
资本支出	602.77	1,659	2,201	3,041	1,498
长期投资	(0.19)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(117.05)	(21.42)	0.03	0.03	0.03
筹资活动现金	751.20	718.19	1,576	1,995	(260.02)
短期借款	45.00	(45.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	486.14	957.28	1,700	2,200	0.00
普通股增加	137.00	171.53	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,868	(107.37)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,784)	(258.25)	(123.98)	(205.41)	(260.02)
现金净增加额	704.14	(299.81)	313.03	215.48	(289.93)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,405	836.48	1,140	1,570	1,920
营业成本	933.59	400.39	545.54	751.22	918.88
营业税金及附加	28.57	24.98	28.33	39.02	47.73
营业费用	36.86	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	116.20	65.41	87.98	121.16	148.20
财务费用	48.14	38.65	82.33	151.03	189.40
资产减值损失	8.38	1.98	2.70	3.72	4.55
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.10	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	322.88	358.94	468.49	608.23	739.79
营业外收入	0.66	0.66	0.72	0.79	0.87
营业外支出	1.72	1.33	1.39	1.46	1.53
利润总额	321.82	358.27	467.82	607.57	739.13
所得税	51.83	46.48	60.82	78.98	96.09
净利润	269.99	311.79	407.01	528.58	643.04
少数股东损益	35.17	5.50	7.18	9.33	11.35
归属母公司净利润	234.82	306.29	399.82	519.26	631.69
EBITDA	496.74	564.83	762.69	1,044	1,289
EPS (元, 基本)	0.56	0.74	0.96	1.25	1.52

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	71.59	(40.47)	36.26	37.71	22.32
营业利润	1,239	11.17	30.52	29.83	21.63
归属母公司净利润	1,063	30.44	30.54	29.87	21.65
获利能力 (%)					
毛利率	33.56	52.13	52.13	52.14	52.14
净利率	16.71	36.62	35.08	33.08	32.90
ROE	11.28	8.80	10.48	12.29	13.33
ROIC	14.59	8.57	8.11	7.99	7.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.16	41.10	52.51	60.63	58.52
净负债比率 (%)	44.20	63.16	74.46	79.61	77.08
流动比率	2.14	1.65	1.67	1.53	1.14
速动比率	2.13	1.61	1.63	1.49	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.15	0.16	0.16	0.16
应收账款周转率	10.85	4.60	5.49	6.77	6.90
应付账款周转率	4.12	1.02	1.05	1.06	1.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.74	0.96	1.25	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	1.49	2.25	3.03	3.52
每股净资产(最新摊薄)	7.99	8.73	9.59	10.70	12.05
估值比率					
PE (倍)	26.61	20.40	15.63	12.03	9.89
PB (倍)	1.88	1.72	1.56	1.40	1.24
EV_EBITDA (倍)	15.23	13.39	9.92	7.25	5.87

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。

本公司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，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

本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。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

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