

定增批文落地，危废新贵，启航在即

买入(维持)

2017年11月9日

证券分析师 袁理

执业证书编号:S0600511080001

02160199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	696	870	984	1,328
同比(%)	20.2%	24.9%	13.2%	35.0%
净利润(百万元)	89	100	145	192
同比(%)	56.8%	12.8%	44.8%	32.4%
毛利率(%)	32.9%	29.3%	30.8%	30.8%
ROE(%)	11.4%	8.3%	10.5%	12.1%
每股收益(元)	0.74	0.77	1.11	1.47
P/E	41.11	40.52	28.11	21.22
P/B	4.70	3.36	2.95	2.57

事件：

1) 证监会核准公司非公开发行不超过 1014 万股新股；2) 与四川光大合资设立宜宾能投，公司作为参股方持股 35%。合资公司拟开展危险废物的处理处置等业务，并于近日完成工商设立手续。

投资要点

■定增获批文，外延新阶段：1) 公司拟募集资金 3 亿元，发行价格 29.60 元/股，发行对象为大股东杨建平（认购 1.1 亿元）、嘉实基金（认购 0.9 亿元）、新华基金（认购 0.6 亿元）、金禾创投（认购 0.37 亿元），限售期为 36 个月。募集资金扣除发行费用后，其中 1.1 亿元用于偿还银行贷款，剩余全部用于补充流动资金。2) 此次定增将是外延扩张战略的重要节点，补流为并购提供充裕资金，危废业务增长逻辑理顺。18 年预计成为上市公司的快速布局年。

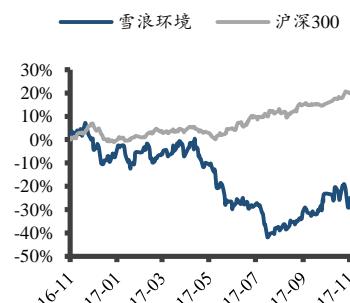
■布局长三角，伏笔四川：

1)缺口凸显，危废高景气：a、从全国来看，根据估算^[1]，目前我国危险废物的产生量约为 1 亿吨，远超 2015 年 3976 万吨的统计量，海量处置缺口下，行业高景气度。b、根据《四川省危险废物集中处置设施建设规划（2017~2022）》（征求意见稿），2016 年，省内工业危险废物申报产生量为 254.41 万吨，而根据四川省环保厅披露，截至 2017 年 10 月，全省危废经营单位共 29 家，处置资质共 79.8 万吨，仅为产生量的 31%。

2)布局长三角：公司先后并购、投资了无锡工废（51%）、江苏汇丰（51%）、增资上海长盈（20%），拟收购宜兴凌霞固废（51%）。体系外大股东并购基金已收购江苏爱科（65%）、美旗环保（20%）。目前进展顺利：上海长盈 2.5 万吨/年的已取得环评批复，预计明年 8 月份左右建成，江苏爱科 1.5 万吨项目已开始运营。预计 18 年在长三角的布局将提速。

3)伏笔四川，标志性意义重大：此次成立合资公司，表明公司在危废领域布局的决心，合作方四川光大（母公司为四川能投和光大国际），背景、资金、技术实力雄厚，公司未来有望借助合作方力量继续在当地拓展。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.20
一年最低/最高价	22.15/42.74
市净率(倍)	4.53
流通 A 股市值(百万元)	1987

基础数据

每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	51.70
总股本(百万股)	120
流通 A 股(百万股)	64

相关研究

1. 雪浪环境：定增轻装上阵，看好后续订单放量- 2017/4/26
2. 雪浪环境：烟气订单连中标，看好危废区域龙头- 2017/4/7
3. 雪浪环境：烟气订单助力主业稳增，看好高景气度危废- 2017/2/15

¹ 参考中金环境公告：《关于深圳证券交易所<关于对南方中金环境股份有限公司的重组问询函>相关问题的回复》

■ 焚烧烟气行业龙头，订单充沛、领域外延：

- 1) 垃圾焚烧行业处于投资高景气周期，订单充沛：**受益于城镇化和填埋场服役到期，十三五规划垃圾焚烧新增 35 万吨/天产能，公司上半年中标深圳&郑州环保电厂烟气净化系统合同（合计约 3.6 亿），在手垃圾焚烧订单充沛；
- 2) 拓展钢铁行业烟气治理业务：**钢铁行业 2017 年以来第三方治理、大气新标等政策集中发布，监管趋严，同时受益供给侧改革，下游钢企支付能力提升，行业新增烟气治理需求。公司将钢铁粉尘治理领域的业务由原来仅配套输送设备拓展到了除尘器系统，并在今年先后新开拓河北龙凤山铸业 3000m² 机力风冷器、安钢集团 100t 电炉除尘系统改造、天津钢铁原料场除尘系统、天津钢铁炼铁厂电除尘系统等项目；
- 3) 开拓危废焚烧设备总成业务。**公司 2016 年以无锡中辰 60t/d 回转窑焚烧总承包项目为契机，拓展市场，先后承建了德州正朔（40t/d）、四川中明（50t/d）、吴中固废（70t/d）、南京威立雅、成都兴蓉等十余套危废、污泥的烟气净化系统 EPC 工程。2017 年继与新加坡八百控股公司签订了污泥焚烧四套烟气净化及输送合同后，近日又斩获了溧南回转窑焚烧系统总承包工程（2×50~60 吨/天）EPC 项目，总额 5000 多万元。

图表 1：上市公司及大股东并购基金投资危废情况一览

标的名称	首次披露 收购时间	持股比例	项目名称	处理能力
上市公司投资危废资产				
无锡工废	2014.10.20	51%	桃花山项目	危废处理能力 3.42 万吨/年，已投产
			惠山固废项目	污泥 9.9 万吨/年，工业危废 0.99 万吨/年
江苏汇丰	2015.08.14	51%	-	处于土地申请阶段
上海长盈	2016.3.16	20%	-	一期 2.5 万吨/年的回转窑已取得环评批复并开始建设，预计 2018 年 8 月建成
宜兴凌霞	2016.5.14	尚未完成	-	目前一期 0.89 万吨/年；二期正在办理立项、环评等手续，规划年处理 3 万吨
大股东并购基金投资危废资产				
江苏爱科	2017.7.8	65%	-	1.5 万吨项目已投入运营
美旗环保	2017.8.15	20%	-	环评阶段，拟建规模 15 万吨/年，其中工程一期处理规模 4.1 万吨/年

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：公司烟气治理业务由垃圾焚烧向钢铁、危废行业延伸

日期	项目名称	处置规模	合同金额（万元）	进展
垃圾焚烧烟气治理				
2015/3/	盐城市大丰生活垃圾焚烧发电项目烟气净化系统设备采购项目	600吨/天	1430	
2015/4/21	《成都市万兴环保发电厂项目烟气净化系统设备采购服务合同》		11487	截至年报告期末，所有货物已经发货完毕，三条线已经调试完毕，最后一条线正在调试中
2015/8/	长沙市生活垃圾深度综合处理（清洁焚烧）项目烟气净化系统设备采购项目	5000吨/天	8200	
2015/10/13	《贵阳花溪项目烟气净化、仁怀项目烟气净化、芜湖项目烟气净化、霸州项目烟气净化项目》		8000	签订合同
2016/7/27	《广州市第六资源热力电厂烟气净化系统采购及相关服务设备采购合同》		9838.8	截至年报告期末，部分主体设备已经发货至现场
2017/1/5	《深圳市东部环保电厂烟气净化系统设备采购》		22000	签订合同
2017/5/9	《郑州（东郊）环保能源工程烟气净化系统及汽轮发电机组成套设备采购》		14360	签订合同
2017/11/1	《常熟市第二生活垃圾焚烧发电厂扩建项目烟气净化系统采购合同》	垃圾日均处理量为 1,830 吨	6,600万元	签订合同
钢铁行业除尘器系统				
2017/11/1	河北龙凤山铸业有限公司 60 万吨超高温炼铁项目	3000m ² 机力风冷器 1 台		签订合同
2017/11/1	安钢集团 100t 电炉除尘系统改造	增加过滤面积 11140m ² ，保证烟气排放浓度≤ 10mg/m ³		签订合同
2017/11/1	天津钢铁集团有限公司炼铁厂原料场火车除尘系统 1 套	系统风量：240000m ³ /h，系统压力：5000Pa，除尘器过滤面积：6540m ² ，烟气排放浓度≤ 10mg/m ³		签订合同
2017/11/1	天津钢铁集团有限公司炼铁厂电除尘系统改造电改袋除尘器 2 套	高炉出铁场 2000m ³ 、2000m ³ 高炉矿焦槽各 1 套；处理风量：750000m ³ /h，除尘器过滤面积：15920m ² ，烟气排放浓度≤ 10mg/m ³		签订合同
危废焚烧设备总成				
2017/11/1	溧南经济开发区工业固废处置利用项目回转窑焚烧系统总承包工程	2×50~60 吨/天	>5000	签订合同
2017	新加坡“800 SuperHoldings”（八百控股公司）市政污泥焚烧处置项目四套烟气净化系统及污泥多样输送设备供货合同			签订合同
2016	四川省中明环境治理有限公司 50 吨/天回转窑焚烧处置项目	50 吨/天		签订合同
2016	苏州市吴中区固体废弃物处理有限公司 70 吨/天回转窑焚烧处置项目	70 吨/天		签订合同
2016/8/16	衢州市环境保护固体废物综合处置中心项目	40 吨/天		签订合同

资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

■ **盈利预测与估值：**考虑到非公开发行，假设 2017 年发行完成，预计 2017-2019 年 EPS0.77、1.11、1.47，对应 PE41、28、21 倍，维持“买入”评级！

■ **风险提示：**异地项目运行低于预期，危废项目进度低于预期，定增获批文速度低于预期。

图表 3 雪浪环境盈利预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	960.1	1543.5	1587.0	1755.1	营业收入	696.3	869.6	984.0	1328.4
现金	145.8	560.3	454.0	243.5	营业成本	467.1	614.9	681.4	919.3
应收款项	518.1	600.6	705.9	935.3	营业税金及附加	7.7	7.5	8.4	11.4
存货	188.4	247.9	274.8	370.7	营业费用	16.2	26.3	29.5	39.9
其他	107.8	134.6	152.4	205.7	管理费用	76.7	80.9	80.7	108.9
非流动资产	658.0	820.4	1021.1	1312.8	财务费用	12.1	9.2	9.9	14.0
长期股权投资	0.0	62.0	124.0	186.0	投资净收益	29.2	29.2	29.2	29.2
固定资产	412.4	515.5	656.8	889.0	其他	-21.3	-25.0	-25.0	-25.0
无形资产	80.0	77.4	74.8	72.3	营业利润	124.4	135.1	178.3	239.2
其他	165.5	165.5	165.5	165.5	营业外净收支	9.1	6.7	7.9	7.3
资产总计	1618.1	2363.9	2608.1	3067.9	利润总额	133.5	141.7	186.2	246.4
流动负债	738.5	1034.8	1100.4	1344.9	所得税费用	30.0	21.3	27.9	37.0
短期借款	252.0	400.0	400.0	400.0	少数股东损益	14.8	20.4	13.4	17.8
应付账款	281.8	371.0	411.1	554.6	归属母公司净利润	88.7	100.0	144.8	191.7
其他	204.6	263.8	289.3	390.3	EBIT	128.6	140.1	184.0	249.0
非流动负债	36.5	36.5	36.5	36.5	EBITDA	161.4	189.0	241.3	319.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	36.5	36.5	36.5	36.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	774.9	1071.2	1136.8	1381.4	每股收益(元)	0.74	0.77	1.11	1.47
少数股东权益	68.0	82.8	92.7	105.7	每股净资产(元)	6.46	9.30	10.59	12.15
归属母公司股东权益	775.2	1209.8	1378.6	1580.8	发行在外股份(百万				
负债和股东权益总计	1618.1	2363.9	2608.1	3067.9	股)	120.0	130.1	130.1	130.1
					ROIC(%)	10.1%	10.4%	12.1%	13.4%
					ROE(%)	11.4%	8.3%	10.5%	12.1%
					毛利率(%)	32.9%	29.3%	30.8%	30.8%
					EBITMargin(%)	18.5%	16.1%	18.7%	18.7%
					销售净利率(%)	12.7%	11.5%	14.7%	14.4%
					资产负债率(%)	47.9%	45.3%	43.6%	45.0%
					收入增长率(%)	20.2%	24.9%	13.2%	35.0%
					净利润增长率(%)	56.8%	12.8%	44.8%	32.4%

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>