

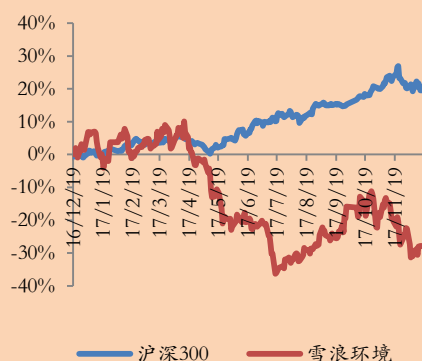


雪浪环境 (300385)

投资评级: 增持 (首次)

报告日期: 2017-12-18

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	130.14
A 股股本(百万股)	130.14
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值 (亿元)	34.0
A 股流通比例(%)	48.9
第一大股东	杨建平
第一大股东持股	39.10%
12 个月最高/最低 (元)	40.79/23.0
总股本(百万股)	130.14

金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

烟气灰渣+危废处理, 双轮驱动促发展

主要观点:

□ 打造环境治理整体解决方案提供商

烟气净化与灰渣处理起家, 公司上市后, 发展战略由“设备制造”向“设备制造+危废运营”转变。截至 2017 年上半年, 烟气系统设备占营收比例约 50%, 危废贡献营收已经超过 30%。公司毛利下降收到钢材价格影响, 未来进一步下探的空间不大。

□ 内生发展: 订单充沛+产能释放, 内生增长稳健

从市政环保来看, 在近期监管文件频发的背景下, 我们认为 PPP 迎来强监管的时代, 垃圾焚烧作为强运营项目必然作为市政环保长效受益的领域之一。从工业环保来看, 全国性的环保督察刺激了工业环保的强劲的内在需求。公司将长期受益于市政环保和工业环保景气度的提升, 在垃圾焚烧和钢铁冶金领域烟气净化与灰渣处理两大业务板块订单有望齐发力, 产能释放叠加满负荷生产, 内生增长动力强劲。

□ 外延布局: 危废处理成为公司下一个风口

我国工业仍处于快速发展, 工业危废产生量快速上升。从现阶段来看, 法律法规开始健全, 执法力度开始加强。公司地处江苏, 通过设立子公司、参股、收购等方式进军危废领域, 地缘优势明显, 协同效应明显, 议价能力强。此外, 公司在 11 月初与四川光大合资设立宜宾能投, 这是公司危废项目跨出长三角第一个项目。

□ 盈利与估值

公司以烟气净化与灰渣处理起家, 经过十余年的发展, 已成为了垃圾焚烧发电领域和钢铁冶金领域烟气净化与灰渣处理的龙头企业, 内生增长强劲。公司立足长三角, 近期积极布局西南市场, 叠加公司定增得到中国证监会批文, 外延增长弹性足。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.77 元、0.89 元、1.08 元, 对应的 PE 分别为 34 倍、29 倍、24 倍, 给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业政策变化风险; 产能释放不及预期, 项目建设不及预期。

盈利预测: 单位: 百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	696	836	1003	1153
收入同比(%)	20%	20%	20%	15%
归属母公司净利润	89	100	116	141
净利润同比(%)	57%	13%	16%	22%
毛利率(%)	32.9%	32.6%	32.6%	33.0%
ROE(%)	12.3%	11.9%	12.7%	13.4%
每股收益(元)	0.68	0.77	0.89	1.08
P/E	38.33	34.02	29.35	24.14
P/B	4.39	3.92	3.51	3.11
EV/EBITDA	27	19	16	14

资料来源: wind、华安证券研究所

目录

1. 打造环境治理整体解决方案提供商	- 4 -
2. 内生发展：烟气治理与灰渣处理齐发力	- 6 -
2.1 市场需求+政府支持，催化垃圾焚烧市场	- 6 -
2.2 非电烟气治理愈发重视，钢铁行业需求逐渐释放	- 8 -
2.3 订单充沛+产能释放，内生增长稳健	- 10 -
3. 外延布局：危废处理成为公司下一个风口	- 11 -
3.1 危废尚处起步阶段，十三五释放两千亿元市场	- 11 -
3.2 长三角新兴龙头，积极开拓西南危废市场	- 13 -
4. 盈利与估值	- 14 -
5. 风险提示	- 14 -
附录：财务报表预测	- 15 -

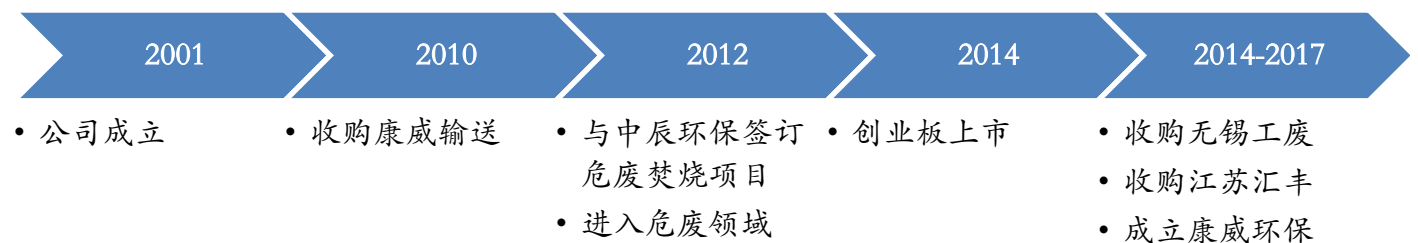
图表目录

图表 1 雪浪环境发展脉络.....	- 4 -
图表 2 雪浪环境股权架构示意图	- 4 -
图表 3 营收增长趋势及同比增长情况	- 5 -
图表 4 归母净利润增长趋势及同比增长情况	- 5 -
图表 5 公司营收分板块占比情况	- 5 -
图表 6 公司 2017H1 营收分板块占比情况	- 5 -
图表 7 我国城市生活垃圾清运量	- 6 -
图表 8 我国城市生活垃圾无害化处理量及处理率	- 6 -
图表 9 十三五期间我国垃圾焚烧处理目标（2020 年底实现）	- 7 -
图表 10 城市生活垃圾焚烧处理量及增速	- 8 -
图表 11 城市生活垃圾焚烧处理量占无害化比例	- 8 -
图表 12 全 2013-2015 年全国近地面 PM _{2.5} 浓度卫星反演图	- 8 -
图表 13 钢铁污染物种类示意图	- 9 -
图表 14 生活垃圾焚烧烟气净化系统	- 10 -
图表 15 钢厂输灰系统	- 10 -
图表 16 公司烟气净化与灰渣处理系统设备产能走势	- 11 -
图表 17 公司烟气净化与灰渣处理在手订单情况	- 11 -
图表 18 危险废物种类、来源及其危害性	- 12 -
图表 19 我国危废构成情况及综合处理率	- 12 -
图表 20 我国危废各省分布情况	- 12 -
图表 21 危废处理处置的技术路线图	- 12 -
图表 22 无锡工废危废焚烧处置设施技改扩建项目及热解汽化炉脱白系统项目	- 13 -
图表 23 南京化工园天宇固废处理有限公司二期烟气系统	- 13 -
图表 24 公司危废项目一览表	- 14 -

1. 打造环境治理整体解决方案提供商

烟气净化与灰渣处理起家，由“设备制造”向“设备制造+危废运营”转变。公司自 2001 年成立后，经过十余年的发展，已成为了垃圾焚烧发电领域和钢铁冶金领域烟气净化与灰渣处理的龙头企业，市占率在 20% 以上。公司在该细分领域在技术、市场占有率、项目经验积累等方面具有明显的竞争优势，与国内主要垃圾焚烧投资运营商和总承包商都有长期稳定的合作关系。2014 年 6 月，公司成功登陆创业板成功上市后，制定了“坚持以烟气净化与灰渣处理技术应用为核心，适时进行产业链延伸，努力成为国际一流的固废、废气处理系统设备集成商、工程服务商，最终成为环境治理整体解决方案提供商”的战略目标。公司先后收购了无锡工废、江苏汇丰，使得公司从环保设备集成制造商拓展到了环保项目运营商，主营业务亦新增了危险废弃物的处理处置业务。

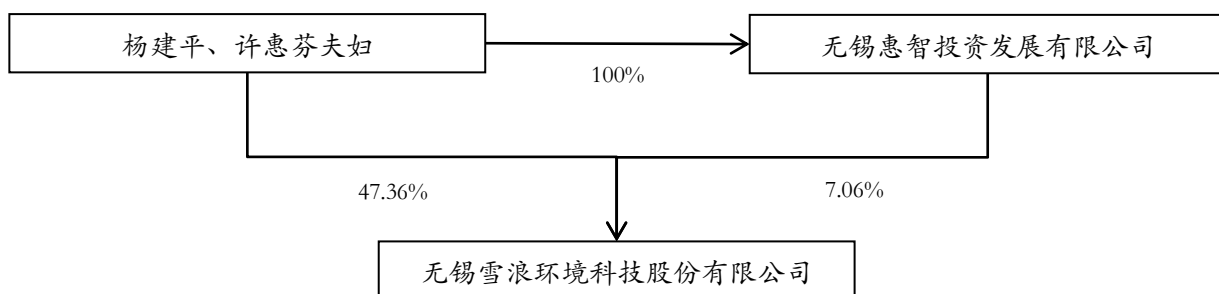
图表 1 雪浪环境发展脉络



资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司为上市民企，定增批文下发助推公司再上新台阶。公司实际控制人是杨建平、许惠芬夫妇，通过直接持股和共同控制的无锡惠智间接持股的方式，合计拥有雪浪环境 54.42% 股权。今年 11 月 8 日，公司定增得到中国证监会批文，核准公司募集资金不超过 3 亿元，其中实际控制人杨建平认购 1.12 亿元。本次非公开发行完成后，杨建平持有股本占公司总股本的 39.10%，仍为公司的控股股东；杨建平与许惠芬夫妇合计持有公司合计持股比例将由发行前的 54.41% 变为 53.10%，仍为本公司实际控制人。此次定增，扣除发行费用后，计划 1.1 亿元用于偿还银行借款，其他部分全部用于补充流动资金。我们认为定增的顺利发行可以极大的缓解发展公司资金瓶颈，减轻公司财务压力，助推公司再上新台阶。

图表 2 雪浪环境股权架构示意图



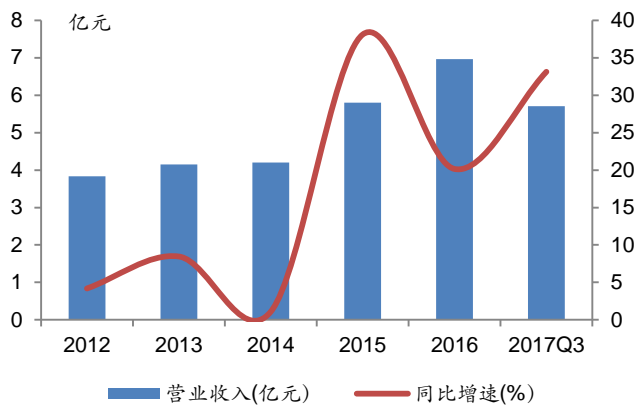
资料来源：公司公告、华安证券研究所¹

¹ 股权架构示意图未考虑定增因素影响



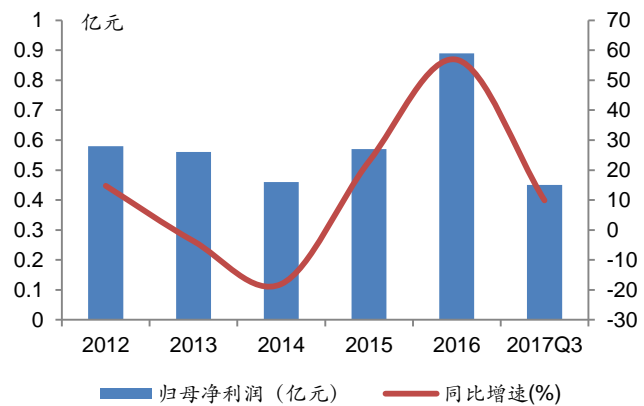
公司取得较快发展，盈利状况大幅改善。公司以烟气净化和灰渣处理系统设备起家，12 年与无锡中辰环保签订了危废焚烧项目总承包合同，标志公司正式进军危废处置领域。14 年公司成功收购无锡工废，并于 2015 年年初将其并表后，业绩开始发力，盈利状况大幅改善。从主营业务构成来看，烟气净化系统设备一直是公司业绩主要贡献者。截至 2017 年上半年，烟气系统设备占营收比例约 50%，危废贡献营收已经超过 30%。从今年前三季度来看，公司实现营收 5.71 亿元，同比增长 33.12%，实现归母净利润 0.45 亿元，同比增长 9.88%，其主要原因来自于烟气设备销售带来的增量，前期积累的订单相继兑现。从毛利率来看，公司自去年以来毛利率呈现不断下滑趋势，前三季度综合毛利率为 29.0%，同比下滑 5.6 个百分点。其主要原因是上游原材料价格上涨，尤其是钢材价格今年以来涨幅较大，导致了毛利率的回落。我们预计原材料价格上涨趋势有望减缓，对毛利率的影响已经被消化，未来毛利率进一步下探的空间不大。

图表 3 营收增长趋势及同比增长情况



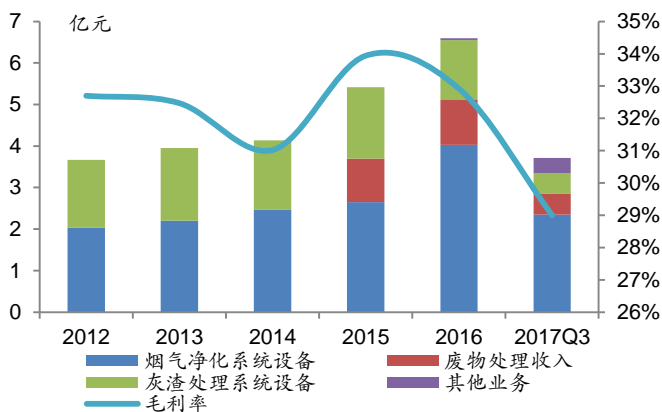
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 4 归母净利润增长趋势及同比增长情况



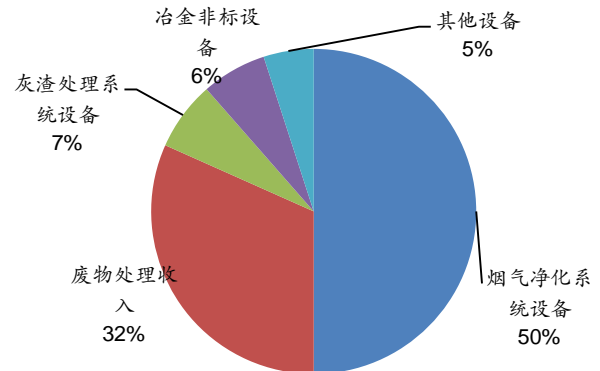
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 5 公司营收分板块占比情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 6 公司 2017H1 营收分板块占比情况



资料来源：wind、华安证券研究所

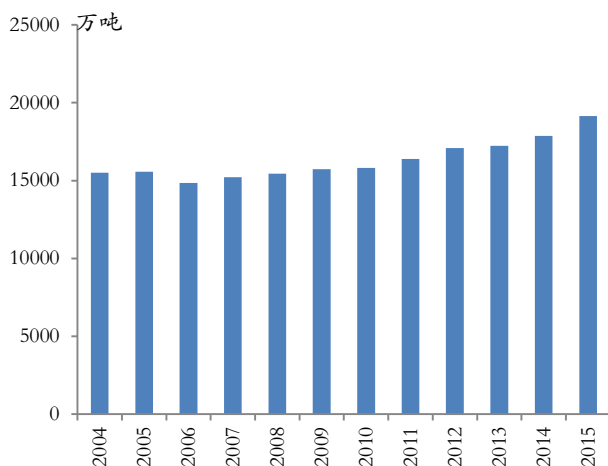
2. 内生发展：烟气治理与灰渣处理齐发力

十九大将生态文明建设提升到新的高度，首次采用“千年大计”表述，定位极高。我们认为无论从中央的态度还是市场对环保的认知已经发生根本性改变。随着美丽写入强国目标，我们认为市政环保和工业环保投资枷锁已经打开。从市政环保来看，PPP 是行业最主要的投资逻辑。在近期监管文件频发的背景下，我们认为 PPP 迎来强监管的时代，垃圾焚烧作为强运营项目必然作为市政环保长效受益的领域之一。从工业环保来看，全国性的环保督察刺激了工业环保的强劲的内在需求，以钢铁有色为代表的周期品业绩回暖加大了业绩释放的速度。未来工业治理的重点逐渐由火电厂转向以钢铁为代表的非电领域。综上，公司将长期受益于市政环保和工业环保景气度的提升，在掌握了垃圾焚烧和钢铁冶金领域烟气净化与灰渣处理的关键工艺和关键技术优势下，两大业务板块有望齐发力，产能释放叠加满负荷生产，内生增长动力强劲。

2.1 市场需求+政府支持，催化垃圾焚烧市场

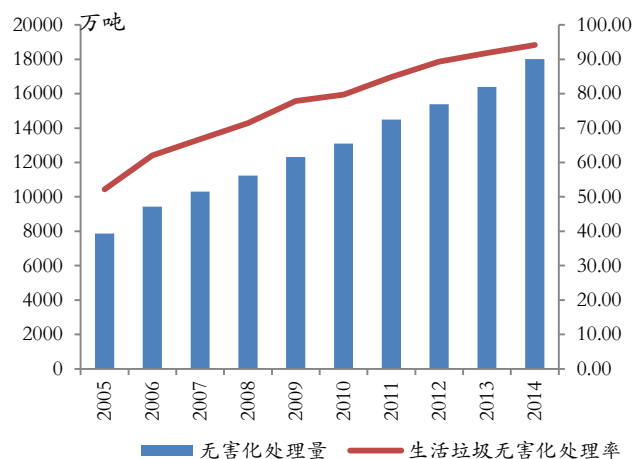
市场需求：垃圾围城困境日益显现，处理需求持续旺盛。随着我国经济的飞速发展和城镇化的推进，城市生活垃圾量显著增长。但我国城市生活垃圾清运系统发展滞后，大量城市生活垃圾未能进行有效的集中收集、清运和无害化处理，导致垃圾积累堆存规模巨大，部分城市垃圾围城现象日益严重。根据最新数据显示，2015 年全国城市生活垃圾清运量为 1.92 亿吨，过去十年的年均复合增长率为 2.11%；城市生活垃圾的无害化处理率在过去十年内提高显著，由 05 年的 52% 提高至 15 年的 94%，过去十年的无害化处理量的年均复合增长率达到 8.38%。但若考虑到市辖区农村部分，无害化处理率仅为 62.02%，且人均生活垃圾清运量已经达到 1.12 千克，处于较高水平²，对垃圾处理有着持续旺盛需求。焚烧法相较于卫生填埋和堆肥法，综合优势突出，是未来主流的垃圾处理方式。

图表 7 我国城市生活垃圾清运量



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 8 我国城市生活垃圾无害化处理量及处理率



资料来源：wind、华安证券研究所

²中国人民大学国家发展与战略研究院《中国城市生活垃圾管理状况评估研究报告》



政府支持：规划+制度+模式，垃圾焚烧在市政环保建设中有较高优先级。随着“垃圾围城”困境的日益凸显，政府部门愈发认识到城市生活垃圾处理的重要性和紧迫性，出台了一系列政策。我们认为主要集中在三个方面：1) **建设规划**。发改委和住建部编制了十三五建设规划，计划投资约 1924 亿元，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的 50%以上。我们保守估计垃圾焚烧发电行业新增市场规模将近千亿元，若加上村镇垃圾处理量，成长规模将更大。2) **制度规范**。环保部等四部委于 2016 年联合下发通知，对城市生活垃圾处理在规划选址、清洁焚烧技术工艺、项目建设、运行监管、邻避效应等方面对焚烧的后续发展提出进一步要求。3) **模式层面**。财政部等四部委今年联合下发通知要求各地新建垃圾处理项目“全面”实施 PPP 模式，对于未有效落实全面实施 PPP 模式政策的项目，原则上不予安排相关预算支出。这是在政府层面硬性要求施行 PPP 模式，在 PPP 政策驱严的背景下，我们认为垃圾焚烧在市政环保建设领域拥有较高优先级。

图表 9 十三五期间我国垃圾焚烧处理目标（2020 年底实现）

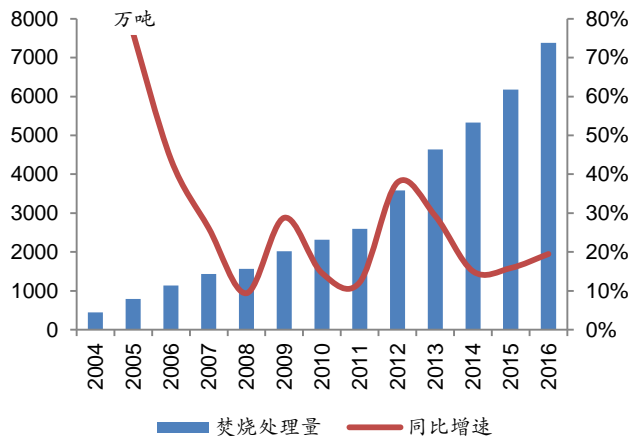
- 到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 100%；其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95% 以上，县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70% 以上，特殊困难地区可适当放宽。
- 到 2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，建制镇实现生活垃圾无害化处理能力全覆盖。
- 到 2020 年底，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50% 以上，其中东部地区达到 60% 以上。
- 到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市生活垃圾得到有效分类；生活垃圾回收利用率达到 35% 以上，城市基本建立餐厨垃圾回收和再生利用体系。
- 到 2020 年底，建立较为完善的城镇生活垃圾处理监管体系。

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》、华安证券研究所

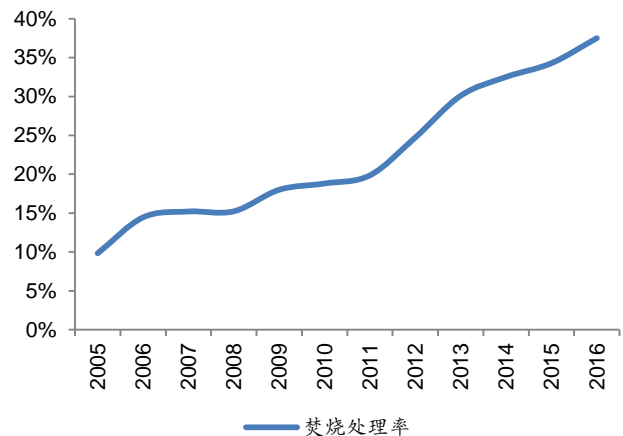
焚烧厂大型化成为趋势，十三五释放规模将百亿市场空间。从海外发达国家的发展经验来看，随着经济的发展以及环保标准的提高，技术落后的小型垃圾焚烧处理厂将逐步淘汰，由高标准、现代化的大型焚烧发电厂取而代之。从我国发展历程来看，垃圾焚烧厂大型化已成为趋势，单厂日处理规模在 2013 年达到 860 吨，是 2013 年的 2.7 倍，年均符合增长率 10.4%。在长三角、珠三角和环渤海等经济发达、人口稠密地区，新建和扩建垃圾焚烧厂产能逐渐向 2000 吨/日以上的大型化项目发展。此外，随着城市圈的不断扩大，早先兴建的焚烧厂逐渐被城市包围，邻避效应显著。综上，我们认为在大型现代化垃圾焚烧项目中，叠加邻避效应会对垃圾焚烧厂采取更严的排放标准，这些都会加大垃圾焚烧过程中产生烟气和灰渣投资力度。在十三五期间，我们认为垃圾费少发点会释放近千亿元市场空间，以垃圾焚烧烟气净

化与灰渣处理装置占总投资 10% 测算，对应市场空间约为 100 亿元。

图表 10 城市生活垃圾焚烧处理量及增速



图表 11 城市生活垃圾焚烧处理量占无害化比例



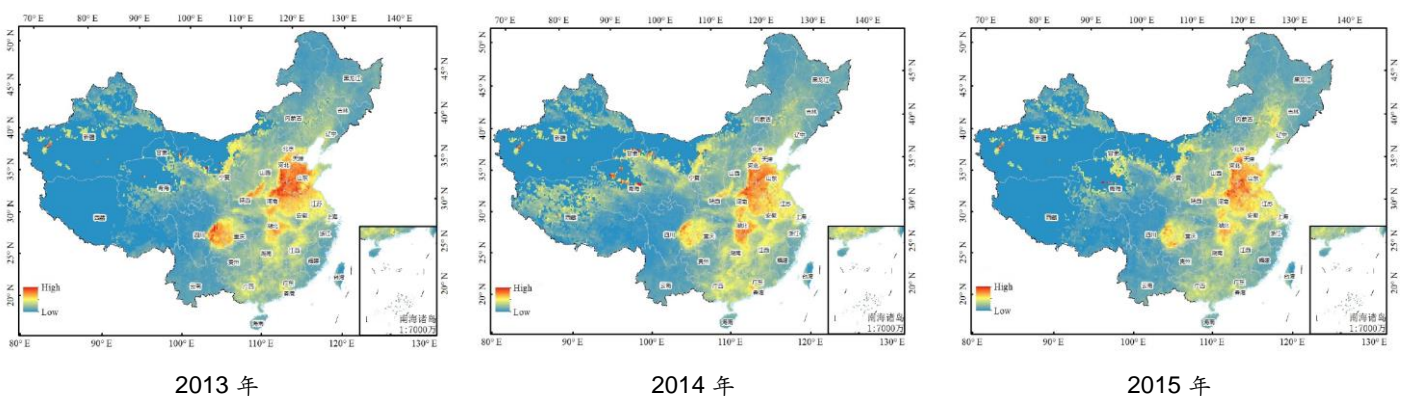
资料来源：choice 数据、华安证券研究所

资料来源：choice 数据、华安证券研究所

2.2 非电烟气治理愈发重视，钢铁行业需求逐渐释放

打赢蓝天保卫战，以钢铁冶金为代表的非电领域愈发受到市场关注。每年冬季，北方地区频频遭受重污染天气，“雾霾”已经成为困扰中国北方大部分居民的最大难题。今年以来，大气环保专项督查、京津冀地区大气治理秋冬攻势等等一系列措施，开启了蓝天保卫战的号角。从治理的方向来看，国家近 10 年来的治理主要集中在火电厂，现在已经进入攻坚期，按计划，2020 年要完成全部燃煤机组的超低排放改造任务。在未来的治理趋势上，我们认为以钢铁为代表的非电领域大气烟气治理愈发受到市场关注。今年 6 月，环保部发布《钢铁烧结、球团工业大气污染排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改单的征求意见稿，对污染物的排放标准提升大幅超过市场预期。我们认为随后正式稿的下发，会打开钢铁冶金行业对于烟气治理设备的的更换以及新增的市场需求。

图表 12 全 2013-2015 年全国近地面 PM_{2.5} 浓度卫星反演图

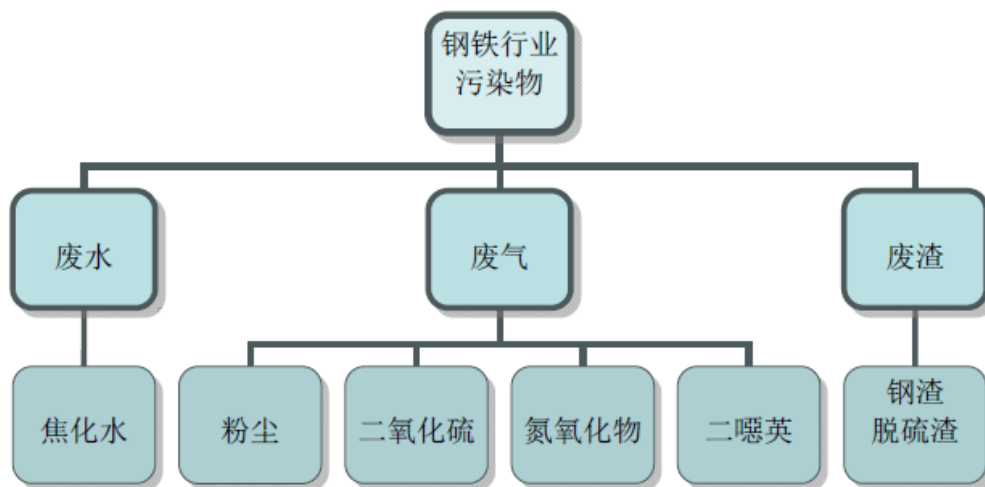


资料来源：《中国空气质量管理评估报告（2016）》、华安证券研究所



烧结烟气是钢铁烟气治理的重点，钢铁行业盈利改善有利环保需求释放。钢铁工业是国民经济的基础，也是继电力行业之后又一大污染性行业。钢铁生产工艺流程长，污染物众多，其中烧结工序是钢铁行业主要废气污染工序，钢铁行业产生的二氧化硫主要由烧结球团烟气产生，烧结球团烟气产生的二氧化硫占钢铁行业二氧化硫排放总量的 70%-80%，产生的氮氧化物和二噁英均占钢铁行业相应排放总量的 50%。钢铁行业废气治理的关键就是烧结烟气污染物治理。而现阶段，国内重点大中型钢厂节能环保投入不足，特别是部分历史落后产能，环保设备技术改造的难度较大。今年以来，受益于钢铁供给侧改革，钢铁企业的盈利逐渐好转，叠加政策端大气治理不断加码和执行段环保督查高压持续，这势必加大环保设备的投资力度，烟气治理治理空间有望打开。

图表 13 钢铁污染物种类示意图



资料来源：《中国空气治质量管理评估报告（2016）》、华安证券研究所

2.3 订单充沛+产能释放，内生增长稳健

公司客户遍及主要垃圾焚烧企业及钢厂，产品烟气排放达欧盟标准。公司从2003年开始进入垃圾焚烧烟气治理领域，是国内最早进入垃圾焚烧领域，完成系统集成企业之一。在垃圾焚烧烟气灰渣设备方面，公司与光大国际、深圳能源、粤丰集团、绿色动力上海城投、首创环境、中电投、桑德环境、泰达环保等国内主要垃圾焚烧投资运营商和总承包商都有长期稳定的合作关系；在钢铁厂烟气和灰渣设备方面，公司先后为首钢、宝钢、鞍钢、武钢、莱钢、马钢、太钢等国内大型钢铁企业做配套，此外，公司产品远销日本、美国、巴西、马来西亚等10多个国家和地区，成为国内生产灰渣输送处理系统的龙头企业。公司在引进消化国外先进技术的基础上，成功研发出适合中国国情的烟气净化系统成套产品，可以按照不同的排放标准选取不同的工艺路线，在保证排放指标的同时使得设备投资和运行费用将至最低，满足欧盟2000的排放标准。

图表 14 生活垃圾焚烧烟气净化系统



资料来源：公司官网、华安证券研究所

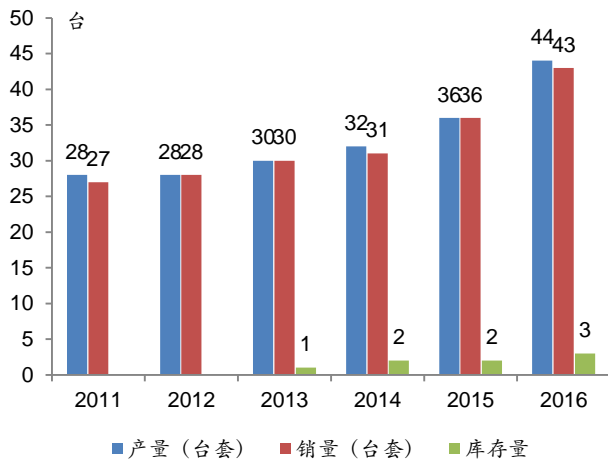
图表 15 钢厂输灰系统



资料来源：公司官网、华安证券研究所

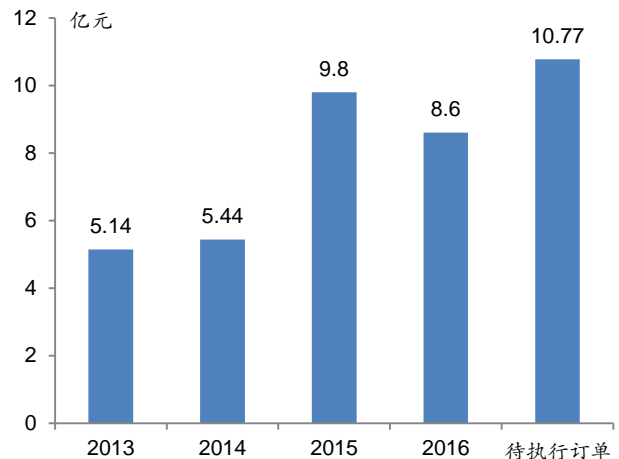
首发项目产能达产，产能释放促公司稳健增长。公司烟气净化与灰渣处理系统设备为非标产品，产品工序和价格均存在较大差异，在测算产能过程中以日处理500吨垃圾的烟气净化与灰渣处理系统设备为标准，折成标准产能。在公司上市前，受到产能制约，设备制造对业绩推动作用不明显。随着首发募集资金项目“年产20套烟气净化与灰渣处理系统”于2016年9月1日达产，合计产能达到38套/年。从近年来的生产情况来看，烟气净化与灰渣设备均处于满产状态，新产能的释放大力推动了公司业绩的释放。从订单来看，公司未执行订单还有10.77亿元。我们认为公司在手订单丰厚，产能释放叠加满负荷生产，内生增长稳健。

图表 16 公司烟气净化与灰渣处理系统设备产能走势



资料来源: choice 数据、华安证券研究所

图表 17 公司烟气净化与灰渣处理在手订单情况



资料来源: choice 数据、华安证券研究所

3. 外延布局: 危废处理成为公司下一个风口

根据环保部最新发布的全国大中型城市固体废物污染环境防治年报数据显示, 2016 年 214 个大中城市危废产生量达 3344.6 万吨。我国工业仍处于快速发展, 工业危废产生量快速上升。从现阶段来看, 法律法规开始健全, 执法力度开始加强。但我国危废行业牌照壁垒高, 选址相对困难, 危废处理产能提升短时间内快速提高可能性不大。公司地处江苏, 通过设立子公司、参股、收购等方式进军危废领域, 地缘优势明显, 协同效应明显, 议价能力强。此外, 公司在 11 月初与四川光大合资设立宜宾能投, 这是公司危废项目跨出长三角第一个项目, 我们认为公司积极布局危废, 立足长三角, 积极开拓西南市场, 为公司业绩带来极大的弹性。

3.1 危废尚处起步阶段, 十三五释放两千亿元市场

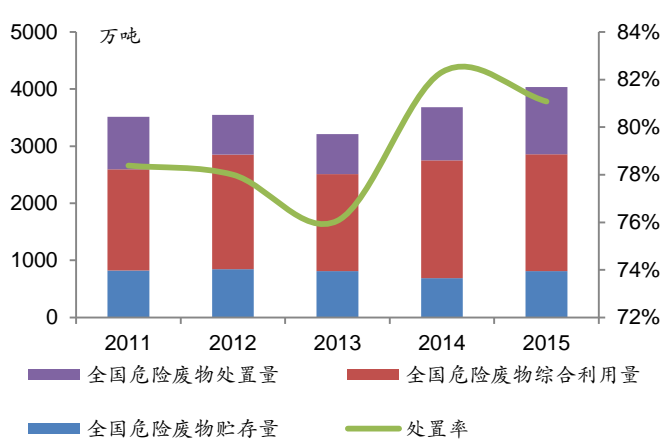
危废对环境危害性大, 地域性强, 处置形势依旧严峻。危废的产生的行业主要集中在工业领域, 例如医疗医药、化工、电子元器件制造、日化制造、印染、毛皮制品加工、有色金属开采冶炼等。对危废的界定, 2016 年环保部对《国家危险废物名录》进行了重新修订, 将危废调整为 46 大类别 479 种 (其中 362 种来自原名录, 新增 117 种)。从现阶段来看, 我国危险废物的主要处置方式包括综合利用、贮存和安全处置。安全处置包括填埋、焚烧、固化处理、物理处理、化学处理、生物处理等方式, 所有危险废物经预处理或其他方式处理后的残渣都需要进行最终填埋处置。制度上看, 我国危废行业施行的是牌照制度, 故而具有天然的垄断性、区域性, 技术强, 较高的准入壁垒。从产生量来看, 尽管危险废物的总量相对较少, 2016 年 214 个大中城市危废产生量达 3344.6 万吨。但因对环境危害的后果严重, 始终是固废处置的重点和难点。由于处置危险废物的成本相对更高, 难度更大, 面临不断增量和巨大的历史存量, 其处置形势依然严峻。

图表 18 危险废物种类、来源及其危害性



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

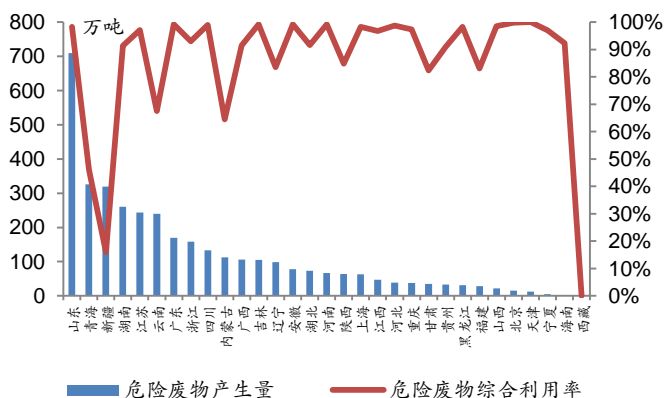
图表 19 我国危废构成情况及综合处理率



资料来源：wind、华安证券研究所

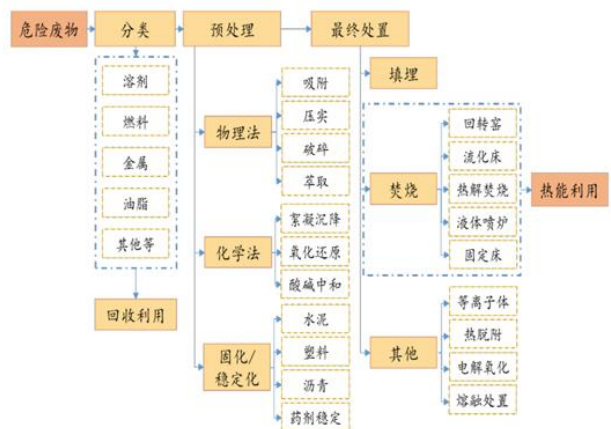
危废处置尚处于起步阶段，供需矛盾加剧，未来市场空间巨大。危废处置作为法律、政策引导型行业，随着 2016 年新版危废名录和两高司法解释的出台，危险废物精细化管理成为行业目标。政策上，“十三五”环境保护规划中涉及危废处理的内容，更加具体和明确。其中涉及到的核心问题就是建设危废集中处置设施，比如将焚烧、填埋场纳入当地公共基础设施建设，这对危废经营单位非常有利。作为公共基础设施，企业在建设用地的時候，国土部门能给予政策支持和倾斜。从各省分布上，我国危废主要集中在以山东为首的 5 个主要省份，占到全国总量的 50% 以上，就目前危废产业结构而言，据统计有大约 65% 危废得不到有效处置，现有的处置能力缺口巨大，短时间难以填补。新建项目审批慢、落地周期长，来不及满足短期强烈的需求。与此对应的是，危废产生量仍在逐年增长，存量与增量并存的局面短期内无法发生根本性的扭转。从市场空间来看，据统计，目前市场上危废无害化处理的价格集中在 3500-400 元/吨，远远高于一般工业固废 100 元/吨的平均水平。如将资源化处置按 3000 元/吨的保守估算，再按照危废综合处置率 85%、资源化处置比例 60% 计算，到 2020 年我国危废市场空间将超过 2000 亿元。

图表 20 我国危废各省分布情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 21 危废处理处置的技术路线图



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

3.2 长三角新兴龙头，积极开拓西南危废市场

外延拓展布局危废，以长三角地区为核心。我国危废处置行业具有区域性，拥有多个项目的大型企业非常少。如果公司在某一市场已布局，这会提升公司在当地市场的溢价能力，未来扩大项目规模或者新建项目有着较强的协同能力。公司以外延拓展的角度，加快推进危废这一战略布局，重点推进长三角地区。我们可以看到1) 公司地处江苏，地缘优势明显；2) 长三角地区经济发达，市场比较成熟，政府的监管水平比较，政府的硬约束能力比较强，产废企业的购买力相对较强；3) 区域自身产业结构完善，产业链发达，利于公司后期继续进行外延式扩张；4) 公司外延式扩张也为公司烟气净化与灰渣处理设备进入工业危废焚烧领域提供了较大的协同支持，公司在危废领域的烟气净化设备订单呈现快速增长。

图表 22 无锡工废危废焚烧处置设施技改扩建项目及热解汽化炉脱白系统项目



资料来源：公司官网、华安证券研究所

图表 23 南京化工园天宇固废处理有限公司二期烟气系统



资料来源：公司官网、华安证券研究所

长三角布局日益完善，现积极开拓西南市场。年处理规模有望突破 30 万吨。2012 年，公司与无锡中辰环保签订了危废焚烧项目总承包合同，标志公司正式进军危废处置领域。此后，公司通过设立子公司、参股、并购等方式进行了一系列投资，积极拓展危废领域。公司实际控制人杨建平先生于 2016 年 11 月出资 4.2 亿元，以 LP 的身份，成立了无锡雪浪金茂产业并购基金。今年 7 月、8 月，分别以股权转让和收购的方式，取得江苏爱科、美旗环保 65% 和 20% 股权。值得注意的是，公司在布局长三角的同时，今年 11 月与四川光大合资设立宜宾能投。此举是公司跨出长三角地区的第一个项目，公司以此为战略支点，积极布局西南市场，公司后续发展可期。现阶段，公司在危废处置领域的业务收入主要来自无锡工废，在运工业危废处理规模约为 5 万吨/年，规划未来处理规模有望突破 30 万吨。

图表 24 公司危废项目一览表

设立时间	公司名称	设立方式	投资金额 (亿元)	持股比例	状态	备注
2014 年 12 月	无锡工废	收购	1.68	51%	投运	工业危废：3.02 万吨/年 医疗废物：0.4 万吨/年 有机溶剂：1.5 万吨/年
						惠山项目 污泥：9.9 万吨/年 工业危废：0.99 万吨/年
2015 年 4 月	康威环保	设立	0.065	65%	已设立	工业危废处置项目的技术研发和项目开发；
2015 年 8 月	汇丰天佑	增资	0.051	51%	在建	工业危废：2 万吨/年 (2017 年底-2018 年年初投运)
2016 年 3 月	上海长盈	增资	0.62	20%	扩建	工业危废：3,600 吨/年 (已投运) 工业危废：2.5 万吨/年 (在建中) 一般工业固废：1.6 万吨/年 (在建中)
2016 年 5 月	凌霞固废	股权转让	2	51%	扩建	工业危废：8,900 吨/年 (项目一期，已投运) 工业危废：30,000 吨/年 (项目二期，在建中)
2017 年 7 月	江苏爱科	股权转让	1	65%	已建成	工业危废：1.5 万吨/年 (已建成，申请经营许可证)
2017 年 8 月	美旗环保	收购	0.1	20%	在建中	工业危废：15 万吨/年 (在建中，一期处理规模 4.1 万吨/年)
2017 年 11 月	宜宾能投	合资	0.1855	35%		
合计						工业危废：约 5 万吨/年 工业危废：约 30 万吨/年

资料来源：公司公告、华安证券研究所

注：上海长盈项目于 2017 年 3 月进行一次调整；江苏爱科、美旗环保由无锡雪浪金茂产业并购基金取得股权。

4. 盈利与估值

公司以烟气净化与灰渣处理起家，经过十余年的发展，已成为了垃圾焚烧发电领域和钢铁冶金领域烟气净化与灰渣处理的龙头企业，内生增长强劲。公司立足长三角，近期积极布局西南市场，叠加公司定增得到中国证监会批文，外延增长弹性足。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.70 元、0.78 元，对应的 PE 分别为 36 倍、13 倍、12 倍，给予“增持”评级。

5. 风险提示

行业政策变化风险；产能释放不及预期，项目建设不及预期。

附录：财务报表预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	960	1,308	1,633	1,879	营业收入	696	836	1,003	1,153	营业成本	467	563	676	772	营业收入	696	836	1,003	1,153
现金	146	392	558	634	营业税金及附加	8	6	8	9	营业费用	16	29	34	36	营业税金及附加	8	6	8	9
应收账款	484	535	646	761	管理费用	77	96	119	137	财务费用	12	9	5	3	销售费用	16	29	34	36
其他应收款	31	29	38	45	资产减值损失	21	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	管理费用	77	96	119	137
预付账款	103	125	126	126	投资净收益	29	0	0	0	营业利润	124	133	161	195	财务费用	12	9	5	3
存货	188	212	248	295	营业外收入	11	8	9	8	营业外支出	2	3	2	2	资产减值损失	21	0	0	0
其他流动资产	9	16	16	18	利润总额	133	138	168	201	所得税	30	25	31	38	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产	658	546	534	525	净利润	104	113	136	163	少数股东损益	15	13	21	22	投资净收益	29	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	归属母公司净利润	89	100	116	141	EBITDA	169	172	197	229	营业利润	124	133	161	195
固定资产	409	383	357	331	EPS (元)	0.68	0.77	0.89	1.08						营业外收入	11	8	9	8
无形资产	80	75	70	65											营业外支出	2	3	2	2
其他非流动资产	169	88	107	128											利润总额	133	138	168	201
资产总计	1,618	1,855	2,167	2,404											所得税	30	25	31	38
流动负债	738	871	1,059	1,150											净利润	104	113	136	163
短期借款	252	250	247	243											少数股东损益	15	13	21	22
应付账款	169	231	270	302											归属母公司净利润	89	100	116	141
其他流动负债	318	390	542	605											EBITDA	169	172	197	229
非流动负债	36	34	36	36											EPS (元)	0.68	0.77	0.89	1.08
长期借款	0	0	0	0															
其他非流动负债	36	34	36	36															
负债合计	775	905	1,096	1,186															
少数股东权益	68	81	101	123															
股本	120	130	130	130															
资本公积	317	309	309	309															
留存收益	338	429	531	655															
归属母公司股东权益	775	869	970	1,095															
负债和股东权益	1,618	1,855	2,167	2,404															

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(18)	191	205	119	成长能力				
净利润	104	100	116	141	营业收入	20.15%	20.00%	20.00%	15.00%
折旧摊销	34	31	31	31	营业利润	55.67%	6.64%	21.29%	21.27%
财务费用	12	9	5	3	归属于母公司净利润	56.84%	12.66%	15.91%	21.59%
投资损失	(29)	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	(37)	39	33	(78)	毛利率(%)	32.92%	32.59%	32.62%	33.02%
其他经营现金流	(102)	13	21	22	净利率(%)	35.16%	12.74%	11.96%	11.55%
投资活动现金流	(27)	7	0	0	ROE(%)	12.28%	11.87%	12.73%	13.38%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	20.15%	12.89%	17.65%	22.12%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	(27)	7	0	0	资产负债率(%)	47.89%	48.82%	50.56%	49.33%
筹资活动现金流	43	(17)	(23)	(23)	净负债比率(%)	45.96%	13.80%	9.06%	17.65%
短期借款	131	(2)	(3)	(4)	流动比率	1.30	1.50	1.54	1.63
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.05	1.26	1.31	1.38
普通股增加	0	10	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	(7)	0	0	总资产周转率	0.46	0.48	0.50	0.50
其他筹资现金流	(87)	(18)	(20)	(20)	应收账款周转率	1.79	1.74	1.80	1.74
现金净增加额	(2)	181	183	96	应付账款周转率	4.19	4.18	4.00	4.03

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.77	0.89	1.08	P/E	38.3	34.0	29.4	24.1
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.14)	1.47	1.58	0.92	P/B	4.4	3.9	3.5	3.1
每股净资产(最新摊薄)	5.96	6.67	7.45	8.41	EV/EBITDA	27.03	19.31	16.13	13.63

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。