

终止收购宜兴凌霞，不改危废战略

买入(维持)

2018年1月1日

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%
净资产收益率(%)	11.4%	8.3%	10.5%	12.1%
每股收益(元)	0.74	0.77	1.11	1.47
PE	33.14	31.87	22.01	16.63
PB	3.79	2.64	2.31	2.02

事件：

公司公告，拟终止收购宜兴凌霞 51%的股权。

投资要点

■ 宜兴凌霞仅占公司当前危废布局不到 5%，终止收购对布局无影响：

1) 公司于 2016 年 5 月与 8 月与交易方签订投资合作框架协议及补充协议，拟收购宜兴凌霞 51% 股份。此次终止收购主要因为尽职调查后与交易方无法达成一致。终止收购后，交易方将返还 500 万定金，不影响公司业绩。2) 根据《江苏省最新危废经营许可证颁发情况(2017 年 9 月)》，宜兴凌霞危废资质为 4950 吨/年，在公司当前危废布局体量中仅占 4.4%，终止收购不影响公司布局(除宜兴凌霞外，公司体内外危废布局：无锡工废资质 2.65 万吨，江苏爱科资质 1.5 万吨，拟建设上海长盈一期 2.5 万吨、美琪环保一期 4.1 万吨)。

■ 定增落地，危废战略不改：1) 17 年 12 月，公司定增 3 亿补流发行完成，发行价 29.6 元/股，为公司上市以来首次进行股权融资，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，公司危废业务增长逻辑理顺，补流为并购提供充裕资金，预计 18 年成为上市公司的快速布局年。

■ 高景气主业一：布局长三角，伏笔四川，危废高景气度：

1) 危废高景气，长三角地区缺口千万吨：a、全国层面：根据环保部、统计局、农业部联合发布的《第一次全国污染源普查公报》数据显示，2007 年中国实际危废产生量为 4574 万吨。而《2007 年环境统计年报》数据显示，当年危废产生量为 1079 万吨，严重低于普查公报的公布数据。由于普查公报的数据来自于实地调研和现场排查，因此我们相信 4574 万吨的产生量更符合实际情况。同时在普查公报数据公布后，环保部在发布统计年报时，已经在有意识地逐步调整统计精度。假设到 2016 年环境统计年报的危废产生量数据与实际数据之间的差距已经由 1/4 逐渐缩小为 1/2，那么根据对比全国大中城市固废数据口径与全国口径，我们测算(详细过程见附录)，16 年全国危废统计量产生量约为 4992 万吨，而全国危废实际产生量约为 9984 万吨。b、长三角地区：根据《2017 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》浙江、江苏、上海三省份危废产生

证券分析师 袁理

执业证书编号:S0600511080001

02160199782

yuanl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.50
一年最低/最高价	22.15/40.65
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	1560

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)	130
流通 A 股(百万股)	63.7

相关研究

- 雪浪环境：定增批文落地，危废新贵，启航在即 -20171109
- 雪浪环境：定增轻装上阵，看好后续订单放量 -20170426
- 雪浪环境：烟气订单连中标，看好危废区域龙头 -20170407
- 雪浪环境：烟气订单助力主业稳增，看好高景气度危废 -20170216
- 雪浪环境：烟气治理订单递延放量，长期看好高景气危废业务 -20170126

量在全国大中城市危废产生量占比约为 18%，考虑到年份间波动，我们预计占比的区间为 17%-19%，则三省危废环保部统计量约为 848-948 万吨，实际产生量为 1697-1896 万吨/年，实际危废缺口达千万吨。

2) 长三角布局加速，分享红利：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%）。体系外大股东并购基金已收购江苏爱科（65%）、美旗环保（20%）。目前上海长盈 2.5 万吨/年已取得环评批复，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。18 年长三角布局提速，分享行业红利。

3) 伏笔四川，标志性意义重大：11 月公司在四川成立合资公司，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）实力雄厚，公司未来有望借助合作方力量继续在当地拓展。

■ 高景气主业二：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 35.6 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承包业务。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，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	处理能力
上市公司投资危废资产			
无锡工废	2014.10.20	51%	危废处理能力 2.65 万吨/年，已投产
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
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，已投产
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：江苏省环保厅危废经营许可情况（截止 17 年 9 月），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	截至年报报告期末，所有货物均已经发货完毕，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合同》		22000	签订合同
2017/5/9	《郑州（东部）环保能源工程烟气净化系统及汽轮发电机组配套设备采购》		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1,630吨	6,600万元	签订合同
钢铁行业除尘器系统				
2017/11/1	河北龙凤山特立有限公司60万吨超高纯净铁项目	3000m ² 机力通风机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111140m 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仓除尘系统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袋除尘器2套	高炉出铁场2000m ³ 、2000m ³ 高炉焦炭堆各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	湖南经济开发区工业固废处置利用项目固种类焚烧系统承包工程	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点输送设备供货合同			签订合同
2016	四川省中明环境治理有限公司50吨/天固种类焚烧处置项目	50吨/天		签订合同
2016	苏州市吴中区固体废物处理有限公司70吨/天固种类焚烧处置项目	70吨/天		签订合同
2016/8/16	海州市环境救护中心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 PE32、22、17 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。

附录：

市场空间测算：我们分三步测算出 2016 年危废行业实际产生量约为 9984 万吨，长三角地区为 1697-1896 万吨/年。

测算步骤：

- 1) 由于环保部口径发布的危废产生量数据只披露至 2015 年，所以我们得先算出 2016 年环保部口径下披露的危废产生量（需借助《全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》）。
- 2) 我们需根据《第一次全国污染源普查公报》和环保部口径下披露的危废行业数据之间的差距，结合行业发展的趋势，估计出 2016 年环保部口径下披露的危废产生量和实际危废产生量之间的差距。
- 3) 根据 2016 年环保部口径下披露的危废产生量，测算出行业的实际产生量数值。
- 4) 按长三角地区占比估算实际产生量。

具体测算过程：

- 1) 根据《2015 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》、《2016 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》和《2015 年环境统计年报》、《2016 年环境统计年报》，2014、2015 年，我国大、中城市危废产生量分别为 2436.7、2801.8 万吨，占比环保部口径下披露的危废产生量（3634、4220 万吨）分别为 67.05%、66.39%，因此我们可以估算出一年中大、中城市危废产生量占比占比环保部口径下披露的危废产生量大约为 67%。
- 2) 根据《2017 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，2016 年我国大、中城市危废产生量为 3344.6 万吨，假设占比环保部口径下全国危废总量 67% 比例不变，可算出 2016 年环保部口径下披露的危废产生量约为 4992 万吨。
- 3) 根据环保部、统计局、农业部联合发布的《第一次全国污染源普查公报》数据显示，2007 年中国实际危废产生量为 4574 万吨，其中综合利用量为 1576 万吨、处理量为 2181 万吨。而《2007 年环境统计年报》数据显示，当年危废产生量为 1079 万吨，其中综合利用量为 650 万吨、处置量为 346 万吨，各项数据均严重低于普查公报的公布数据。时我们注意到，在普查公报数据公布后，环保部已经意识到危废产生量数据存在严重失真，因此从 2011 年开

始，环保部在发布统计年报时，已经在有意识地逐步调整统计精度，假设到 2016 年该差距已经由四分之一缩小为二分之一，那么我们可以测算出 2016 年全国危废实际产生量约为 9984 万吨。

4) 根据《2017 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》，16 年江苏、浙江、上海危废约为 401、151、61 万吨，而全国大中城市合计 3344 万吨，三地占比约为 18.33%，考虑到年份波动因此取三地危废占全国比例为 17%-19%。等比例外推，则三省份危废环保部统计产生量约为 848-948 万吨，而实际产生量为 1697-1896 万吨/年。

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(百万股)	120.0	130.1	130.1	130.1
负债和股东权益总计	1618.1	2363.9	2608.1	3067.9	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%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	EBITMargin(%)	18.5%	16.1%	18.7%	18.7%
经营活动现金流	-18.3	146.9	152.8	166.1	销售净利率(%)	12.7%	11.5%	14.7%	14.4%
投资活动现金流	-27.1	-153.0	-221.0	-325.2	资产负债率(%)	47.9%	45.3%	43.6%	45.0%
筹资活动现金流	43.4	420.6	-38.1	-51.4	收入增长率(%)	20.2%	24.9%	13.2%	35.0%
现金净增加额	-2.0	414.5	-106.3	-210.5	净利润增长率(%)	56.8%	12.8%	44.8%	32.4%
企业自由现金流	-114.8	-26.9	-91.6	-177.1					

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>