

原主业景气+新布局持续，带来业绩加速

投资要点

- **垃圾焚烧建设高峰持续，公司主业持续高景气。**垃圾焚烧建设高峰持续，预计“十三五”期间复合增速达 20.3%，烟气治理作为垃圾焚烧末端必备处理设施，未来 3 年设备销量有望维持高景气。公司现阶段市场占有率约 40%，为垃圾焚烧烟气治理龙头，多年耕耘下技术领先、大量超大型项目成功经验背书下公司市占率有望进一步提升。截至 2017 年 3 月，公司在手订单量 10.8 亿元，约为 2016 全年烟气净化和灰渣处理设备收入的 2 倍，订单储备丰富。同时，2017 年前三季度存货（主要为在产品和库存商品）、预收账款（主要为设备定金）同比增量显著，有力支撑公司 17、18 年主业快速增长。
- **聚焦危废，布局华东打造又一利润增长点。**当前危废处置和综合利用产能处于供不应求状态，处理价格维持高位，环保执法力度持续趋严下，危废行业高景气度有望持续较长时间。公司早在 2012 年就已开拓了国内危废处理设备总成业务，先后承接了十余套危废、污泥的烟气净化系统 EPC 工程，具备上游设备总包能力和产业链协同优势。2014 年公司收购无锡工废 51% 股权顺利完成产业链延伸介入危废处置运营领域，后续通过收购汇丰天佑 51% 股权、增资上海长盈 20% 股权、合资设立宜宾能投（公司持股 35%）持续拓展危废布局，此外，公司实际控制人旗下产业基金现已培育江苏爱科和美琪环保 2 家危废处置公司，助力公司危废产业持续做大。目前公司危废处置能力约 5 万吨/年，远期规划处置能力 20 万吨/年，力争成为华东地区危废龙头，现危废处置业务仍处于快速布局阶段，后续新项目有望涌现，持续带来业绩增量。
- **定增落地，助力公司加速扩张。**2017 年 12 月公司成功以 29.6 元/股的价格非公开发行 1014 万股，募资总额 3 亿元，锁定期 3 年，其中实际控制人杨建平认购金额 1.23 亿元，占总筹资额的 37.5%，彰显对公司未来发展信心。募集资金中 1.1 亿元用于偿还银行贷款，余款将全部用于补充流动资金，助力公司持续扩张发展。此外，公司目前股价相对发行价倒挂 15.6%，存在一定安全边际。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.72 元、1.07 元和 1.60 元，对应 PE34X、23X 和 15X，公司主业高景气，危废布局持续拓展，预计未来三年复合增速 33%，给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价 32.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**烟气治理订单拓展或不及预期风险，危废投产、并购进度或不及预期风险。

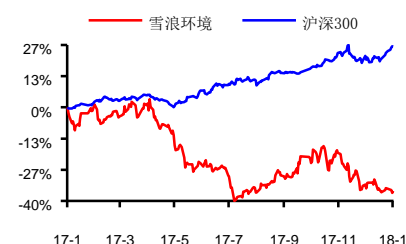
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	696.32	819.05	1123.12	1608.41
增长率	20.15%	17.63%	37.12%	43.21%
归属母公司净利润 (百万元)	88.71	94.12	139.69	208.63
增长率	56.84%	6.11%	48.41%	49.35%
每股收益 EPS (元)	0.68	0.72	1.07	1.60
净资产收益率 ROE	12.28%	8.82%	11.55%	14.69%
PE	36	34	23	15
PB	4.15	2.79	2.53	2.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn
 联系人: 沈猛
 电话: 021-58351679
 邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.30
流通 A 股(亿股)	0.64
52 周内股价区间(元)	23.09-40.03
总市值(亿元)	32.16
总资产(亿元)	18.19
每股净资产(元)	6.71

相关研究

目 录

1 公司概况：垃圾焚烧烟气治理专家，拓展危废处理业务	1
2 垃圾焚烧厂建设高峰持续，公司主业维持高景气	2
3 聚焦危废，布局华东打造又一利润增长点	4
4 定增落地，助力公司加速扩张	7
5 盈利预测与估值	8
6 风险提示	9

图 目 录

图 1：公司 2012 年以来营业收入及增速	1
图 2：公司 2012 年以来归母净利润及增速	1
图 3：公司主营业务情况（单位：亿元）	2
图 4：2016 年公司主营业务占比	2
图 5：公司主营业务毛利率	2
图 6：公司期间费用率	2
图 7：全国垃圾无害化处理量持续增长	3
图 8：全国垃圾焚烧量占比持续提升	3
图 9：烟气净化系统设备收入和存货正相关（亿元）	4
图 10：烟气净化系统设备收入和预收账款正相关（亿元）	4
图 11：危废产生量官方统计数据	5
图 12：危废处理（处置+利用）量和处理率情况	5

表 目 录

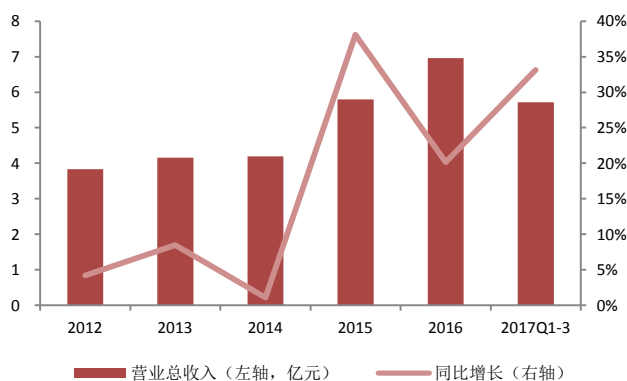
表 1：公司近两年部分重大合同情况	3
表 2：危废处置重大项目（不完全统计）	5
表 3：公司危废项目布局情况	6
表 4：公司本次非公开发行情况	7
表 5：公司募集资金用途	8
表 6：分业务收入及毛利率（单位：百万元）	8
附表：财务预测与估值	10

1 公司概况：垃圾焚烧烟气治理专家，拓展危废处理业务

公司为烟气净化与灰渣处理系统整体解决方案服务商，2014年6月于创业板上市，其烟气净化与灰渣处理系统在垃圾焚烧发电和钢铁冶金领域具备较强的技术优势和品牌优势，是垃圾焚烧烟气净化领域的龙头企业，业务区域立足长三角，覆盖新加坡、巴西以及国内广东、河南、四川等省份。2014年公司收购无锡工废51%股权介入危废处置领域，随后逐步通过外延式投资纳入汇丰天佑、上海长盈、宜兴凌霞等危废处置公司，长三角危废布局已初具规模。近期公司与四川光大合资设立宜宾能投，伏笔四川，“20万吨危废处理规模”长期目标持续推进。

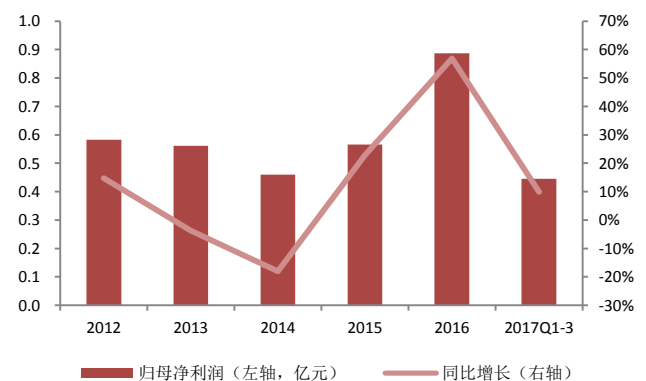
公司业绩状况：公司2014-2016年分别实现营收4.20亿元、5.80亿元和6.96亿元，同比增长1.08%、38.09%和20.15%；实现归母净利润4602万元、5656万元和8871万元，同比增长-18.04%、22.91%和56.84%。2015年无锡工废并表带动公司营收利润双增长；2016年公司积极开拓市场、执行订单增加、提高运营效率，营业收入较快增长，而出售全资子公司江苏康威机电工程有限公司100%的股权实现投资收益2919万元、政府补助同比增加使营业外收入增加559万元等原因共同促进了2016年利润增速大幅高于营收增速。2017年前三季实现营收5.71亿元，同比增长33.12%，实现净利润4450万元，同比增长9.88%，扣非后归母净利润4314万元，同比增长22.81%，业绩保持良好。

图1：公司2012年以来营业收入及增速



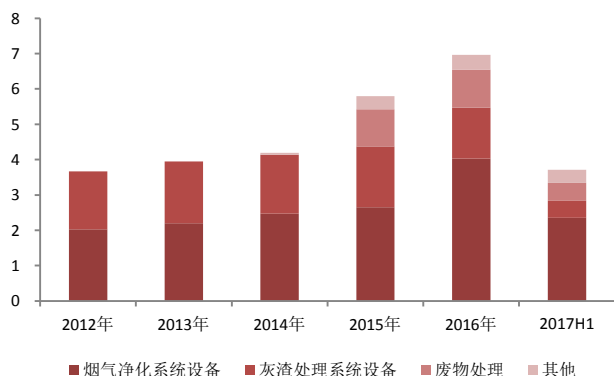
数据来源：公司公告，西南证券整理

图2：公司2012年以来归母净利润及增速

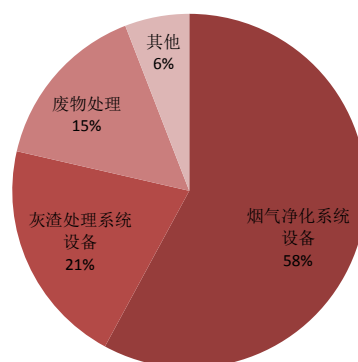


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司烟气治理设备主要客户为垃圾焚烧发电厂，灰渣处理系统设备主要售往钢铁领域，危废处置收入主要来自子公司无锡工废，2016年三大业务分别实现营收4.03亿元、1.44亿元和1.08亿元，占总营收的比例分别为57.93%、20.70%和15.56%，合计占比94.19%，为主要收入来源。其中烟气净化设备2014-2016年分别营收2.47、2.65和4.03亿元，同比增长12.27%、7.29%和52.08%，2017年上半年营收2.35亿元，同比增长33.99%，业务持续保持良好增长；灰渣处理业务2014-2016年营收1.67、1.72和1.44亿元，同比增长-4.57%、2.99%和-16.28%，2017年上半年营收4813万元，同比下降7.88%，呈现小幅下滑趋势；危废处理业务（2015年并表）2015-2016年营收1.05和1.08亿元，2017年上半年营收5094万元，同比下滑9.25%，整体较为稳定。

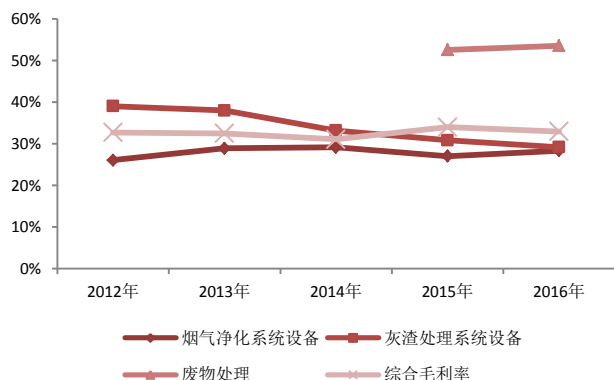
图 3：公司主营业务情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

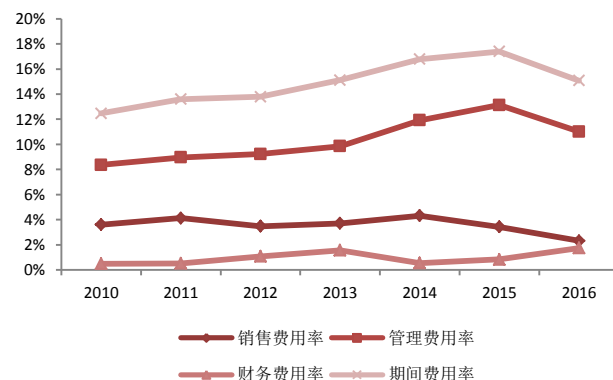
图 4：2016 年公司主营业务占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力：公司 2014-2016 年综合毛利率分别为 31.02%、33.94%和 32.92%，整体保持稳定，2017 年前三季度毛利率为 29%，同比下降 5.64 个百分点，推测主要系毛利率略低的烟气净化业务占比不断提升所致。费用率方面，2014-2016 年公司的期间费用率为 16.74%、17.22%和 15.09%，2017 年前三季度期间费用率为 15.76%，同比下降 2.17 个百分点，费用水平稳定，管控良好。

图 5：公司主营业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

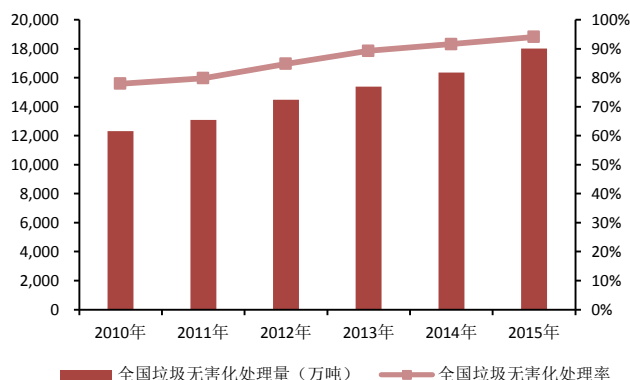
图 6：公司期间费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 垃圾焚烧厂建设高峰持续，公司主业维持高景气

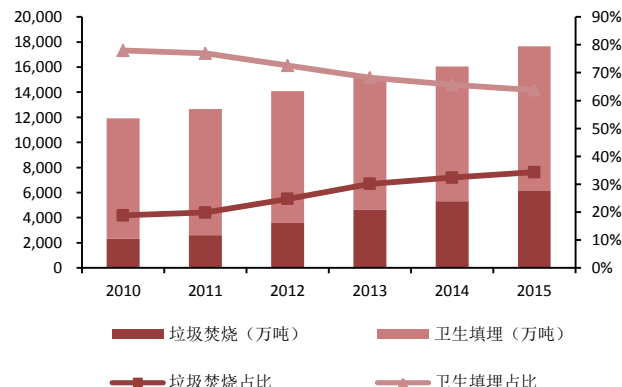
近年来我国垃圾焚烧发电规模快速增长，全国垃圾焚烧处理厂由 2010 年的 119 座增长至 2015 年的 257 座，处理能力由 2010 年的 8.9 万吨/日增长至 2015 年的 23.5 万吨/日，复合增速达 21.4%。根据“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划，2020 年全国城镇垃圾焚烧规模计划达到 59.14 万吨/日，占总处理能力的 54%，由此测算“十三五”期间垃圾焚烧建设规模复合增速达 20.3%，垃圾焚烧厂建设高峰有望持续到 2020 年。烟气治理作为垃圾焚烧末端必备处理设施，未来 3 年设备销量有望维持高景气。

图 7：全国垃圾无害化处理量持续增长



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 8：全国垃圾焚烧量占比持续提升



数据来源：国家统计局，西南证券整理

公司为垃圾焚烧烟气治理龙头企业，多年耕耘垃圾焚烧领域烟气治理市场，早在 2010 年公司市场占有率就达到了 20.23%，根据设备招标和公司中标情况统计，现阶段公司在垃圾焚烧烟气治理设备新招标项目中市场占有率约为 40%，持续保持领先地位，行业高景气背景下公司烟气治理业务有望维持高增长态势，市场占有率有望进一步提升。支撑理由如下：

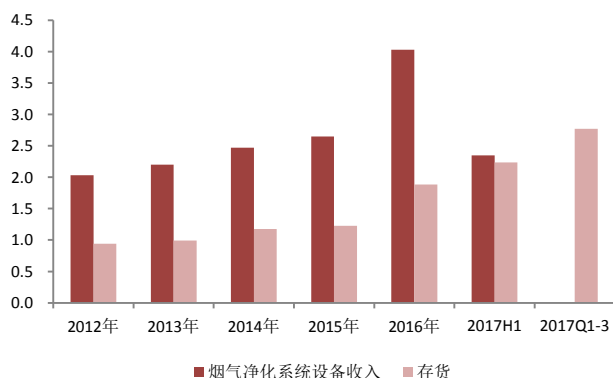
- 烟气治理系统设备是由除尘、除酸、除二噁英和重金属等各独立单元优化组合而成的一个完整系统，包括了脱硝系统、脱酸系统、活性炭吸附系统、除尘系统。同时，系统具有较高的个性化成分，需根据每一个项目客户的具体需求进行方案设计、设备选型和设定技术参数，确定之后再行进行产品设计、制造集成，具备较高的技术壁垒。截至 2016 年末公司共拥有专利证书 96 项，其中发明专利 41 项，并通过不断研发和技术升级，公司生产工艺和处理技术持续保持领先。
- 公司多年深耕垃圾焚烧烟气治理领域，承接了大量国内超大型项目，包括日处理垃圾规模 3550 吨的苏州垃圾焚烧发电厂、国内一次性建成的 3000 吨/日北京鲁家山垃圾分类处理焚烧发电项目、合计处理能力 4200 吨/日的郑州(东部)环保能源工程烟气净化系统项目、总处理能力 5000 吨/日的长沙市生活垃圾深度综合处理项目和总处理能力 5000 吨/日深圳市东部环保电厂烟气净化系统项目，积累了良好的品牌声誉，行业认可度高。

表 1：公司近两年部分重大合同情况

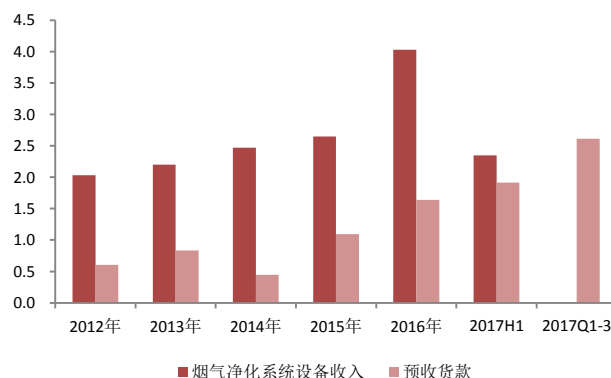
签订日期	订单金额（亿）	合同名称	处理规模
2017 年 11 月	0.47	许昌生活垃圾焚烧发电项目烟气净化系统系列设备供货及安装调试合同	4x750 吨/日
2017 年 11 月	0.66	常熟市第二生活垃圾焚烧发电厂扩建项目	3x610 吨/日
2017 年 4 月 28 日	1.43	郑州(东部)环保能源工程烟气净化系统采购项目	6x700 吨/日
2017 年 3 月 13 日	2.20	深圳市东部环保电厂烟气净化系统采购项目	5000 吨/日
2016 年 7 月 11 日	9.83	广州市第六资源热力电厂烟气净化系统采购项目	2000 吨/日
2015 年 10 月	0.80	第七批集中招标基建工程(4 个城市生活垃圾发电项目烟气净化)-贵阳花溪项目、仁怀项目、芜湖项目、霸州项目	--
2015 年 9 月	0.82	长沙市生活垃圾深度综合处理(清洁焚烧)项目	5000 吨/日和 850 吨/日
2015 年 4 月 18 日	1.15	成都市万兴环保发电厂项目	2400 吨/日
2015 年 3 月	0.14	江苏省盐城市大丰生活垃圾焚烧发电项目	600 吨/日

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 2016 年公司签订烟气净化系统设备和灰渣处理设备订单 8.7 亿元。根据公司公告，截至 2017 年 3 月 8 日，公司在手订单量达 10.8 亿元，约为 2016 全年烟气净化和灰渣处理设备收入的 2 倍，订单储备丰富。同时，从公司资产负债表来看，公司存货主要为在产品和库存商品(合计占存货总额的 75%)，预收账款主要为设备定金，两项指标均能够较强且较灵敏反应公司未来业绩状况。2017 年三季报显示公司存货金额 2.77 亿元，同比增长 81.3%，预收账款 2.61 亿元，同比增长 54.4%，增量显著，能够有力支撑公司 17、18 年业绩快速增长。

图 9：烟气净化系统设备收入和存货正相关（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：烟气净化系统设备收入和预收账款正相关（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

综合来看，垃圾焚烧建设高峰期有望持续 3 年以上，烟气治理作为其必备设施维持高景气，公司市占率 40% 为行业绝对龙头，在技术领先和大量超大型项目成功经验背书下，公司订单量持续增长，市占率稳步提升，垃圾焚烧烟气治理业务有望维持 2-3 年高速增长。

3 聚焦危废，布局华东打造又一利润增长点

当前环保执法力度空前，危废处置和综合利用产能处于供不应求状态，处理价格维持高位，在当前环保执法力度持续趋严下，危废行业高景气度有望持续较长时间。具体来看：

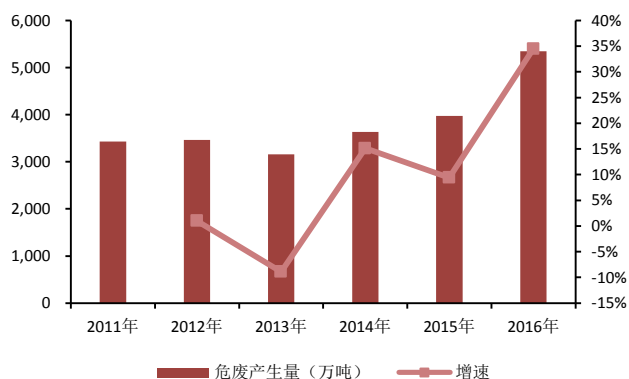
危废处理需求端：根据第一次全国污染源普查公报显示数据与当年环保部披露数据比例以及国外危废产量占固废总量比例经验估算，我国危废年实际产量约为 1 亿吨。官方统计数据（主要为企业自主申报）显示 2016 年全国工业危险废物产生量为 5347 万吨，同比大幅增长 34%；综合利用量 2824 万吨，同比增长 38%；处置量 1606 万吨，同比增长 37%；贮存量 1158 万吨，同比增长 43%。在当前产废企业规模基本稳定背景下，危废产量的大幅增长预示着高压执法促使企业上报数据日趋真实，大量隐藏的危废产量有望得到快速释放。考虑到纳入统计的危废产量有严格的跟踪记录，隐藏的危废产量释放后总体处理需求有望大幅提升。

同时，2016 年产废企业自行处理量 2801 万吨，占统计总产量 5347 万吨的 52%，当前排污许可证制度+环保税实施+环保督察等多重执法压力下，企业自行处理监管大幅加强，大量危废或将持续进入第三方处理市场，带动处理需求旺盛。

危废处理供给端：截至 2016 年末我国危废牌照量 6471 万吨，但实际处理量仅为 1629 万吨。主要原因系危废企业实际产能远低于牌照量，执法趋严下危废处理供需失衡，实际产

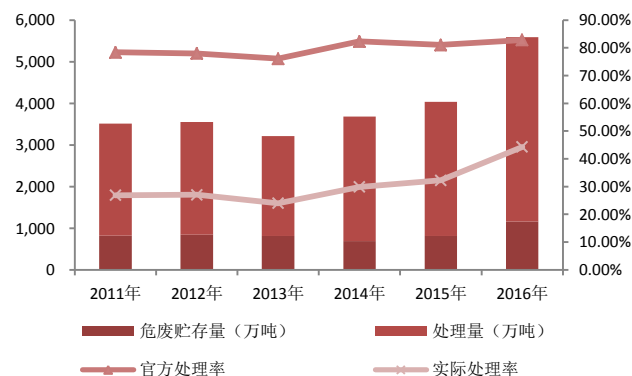
能不足。考虑到新建和扩建产能周期较长约 1-3 年且审批极为严格，危废产量巨大约 1 亿吨的背景下，产能缺口或将在未来较长时期内持续存在。

图 11：危废产生量官方统计数据



数据来源：WIND，西南证券整理

图 12：危废处理（处置+利用）量和处理率情况



数据来源：WIND，西南证券整理

早在 2012 年公司就以获得无锡中辰环境 60t/d 回转窑焚烧总承包项目为契机，开拓了在国内危险废弃物焚烧处理行业的设备总成业务。后顺利承建了德州正朔环保 40t/d 的回转窑焚烧 EPC 工程、四川省中明环境 50t/d 的回转窑焚烧项目、苏州市吴中区固废处置公司 70t/d 的回转窑焚烧项目以及南京威立雅、成都市兴蓉危险废物处理公司等十多家公司的十余套危废、污泥的烟气净化系统 EPC 工程。2017 年 11 月公司中标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，签订了 2×50~60 吨/天回转窑危险废物焚烧系统 EPC 项目合同，总额 5000 多万元，再次彰显公司在危废领域具备上游设备总包能力和产业链协同优势。

表 2：危废处置重大项目（不完全统计）

签约方	签订日期	项目名称	项目情况
溧南经济开发区	2017 年 11 月	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/天回转窑危险废物焚烧系统 EPC，总额约 0.5 亿元
新加坡八百控股公司	2017 年	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
德州正朔环保有限公司	2016 年 8 月	德州市环境保护固体废物综合处置中心回转窑项目	设计焚烧系统处理量为 10000-13200 t/a，年工作≥8000 小时 合同内容涵盖焚烧系统及辅助设施（EPC），并提供一年试运行、运行服务
苏州市吴中区固体废物处理有限公司	2016 年	苏州市吴中区固体废物处理有限公司回转窑项目	70 吨/天回转窑焚烧处置
四川省中明环境治理有限公司	2016 年	四川省中明环境治理有限公司回转窑项目	50 吨/天回转窑焚烧处置

数据来源：公司公告，西南证券整理

2014 年公司收购无锡工废 51%股权顺利完成产业链延伸介入危废处置运营领域，后通过收购汇丰天佑 51%股权、增资上海长盈 20%股权、合资设立宜宾能投（公司持股 35%）持续拓展危废布局，现有危废处置能力约 5 万吨/年。此外，2016 年 11 月公司实际控制人设立产业基金无锡雪浪金茂，现已培育江苏爱科和美琪环保 2 家危废处置公司，助力公司危废产业做大。具体来看：

- **无锡工废：**公司 2014 年 12 月以 1.68 亿元收购无锡工废 51%股权，无锡工废在无锡市内拥有桃花山和惠山两个项目，其中桃花山项目年焚烧危废产能 3.42 万吨（其中医疗废物 4000 吨），处置利用有机溶剂 1.5 万吨；惠山项目年处理危废 0.99 万吨，处理污泥 9.9 万吨。现无锡工废正常运营，2016 年实现营收 1.09 亿元，同比增长 2.9%，实现净利润 3229 万元，同比增长 10.5%，为当前公司危废业务利润主力。
- **上海长盈：**2017 年 9 月公司以 6200 万元增资上海长盈获得其 20%股权，同时约定 2018 年 1 月 1 日以后，公司有权按照 12 倍估值，通过发行股份或支付现金的方式向上海长盈原股东优先收购其持有的上海长盈 80%股权。目前上海长盈在运工业固废处理规模 3600 吨/年，在建项目包括 2.5 万吨/年危废焚烧和 1.6 万吨/年工业固废处置，预计 2018 年下半年投产。上海长盈 2016 年实现营收 3604 万元，同比增长 3.4%，实现净利润 1272 万元，同比增长 20.8%，业绩良好，后续危废处置投产后公司有望启动剩余股权收购，增强公司处置规模。
- **汇丰天佑：**公司 2015 年 8 月以 510 万元投资江苏汇丰天佑 51%股权。汇丰天佑地处江苏南京，规划危废处置能力 2 万吨/年，目前尚处于土地申请阶段。
- **宜宾能投：**公司 2017 年 11 月与四川光大合资设立宜宾能投，地处四川宜宾，公司持股比例 35%，目前危废业务尚处于规划阶段。
- **宜兴凌霞：**公司 2016 年 5 月与宜兴凌霞签订协议，计划根据其危废一期利润和二期进度情况收购浙江宜兴凌霞 51%股权，由于尚未达成一致，2017 年 12 月 29 日公司终止收购计划。
- **美琪环保：**2016 年 11 月公司实际控制人旗下无锡惠智投资设立环保产业并购基金——无锡雪浪金茂。2017 年 8 月无锡雪浪金茂通过股权转让的形式收购连云港美琪环保 20%的股权且完成了工商变更登记手续，拟投资建设灌云工业废物综合处理中心项目以处理江苏省灌云县临港产业区内危险废物为主，兼顾灌云、灌南、徐圩新区、响水等地危险废物，总设计处理规模 15 万吨/年，其中工程一期处理规模 4.1 万吨/年，目前处于规划建设期。
- **江苏爱科：**2017 年 7 月并购基金无锡雪浪金茂通过股权转让的形式收购江苏爱科 65%的股权且完成了工商变更登记手续，江苏爱科位于江苏泰兴，目前年处理 1.5 万吨危险废物，正常运营。

表 3：公司危废项目布局情况

	投资/公告时间	危废项目	股权比例	项目概况	目前进展
直接控股 / 参股	2014-12-23	无锡工废	51%	桃花山项目： 年焚烧危废产能 3.42 万吨（其中医疗废物 4000 吨）；处置利用有机溶剂 1.5 万吨 惠山项目： 年处理危废 0.99 万吨；处理污泥 9.9 万吨	公司控股，正常运营
	2017-09-20	上海长盈	20%	在运工业固废处理： 3600 吨/年 在建危废项目： 2.5 万吨/年危废焚烧，1.6 万吨/年工业固废处置	公司参股，2.5 万吨/年的危废处置回转窑在建，预计 18 年下半年建成
	2016-5-13	宜兴凌霞	51%（计划）	目前在运（一期）年处理能力 8900 吨，二期处	2017 年 12 月 29 日公司终止

	投资/公告时间	危废项目	股权比例	项目概况	目前进展
				理规划年处理量 3 万吨	收购协议，放弃收购
	2017-11-06	宜宾能投	35%	与四川光大合资设立，四川光大股权比例 65%	公司参股，完成工商设立，尚未开展具体业务
	2015-8-13	江苏汇丰天佑	51%	规划危废处置能力 2 万吨/年	公司控股，目前尚处于土地申请阶段
产业基金	2017-08-15	美旗环保	20%	总设计处理规模 15 万吨/年，其中一期处理规模 4.1 万吨/年。	实际控制人设立的基金参股，现处于规划建设期
	2017-07-07	江苏爱科	65%	年处置 1.5 万吨危险废物	实际控制人设立的基金控股，现已正常运营

数据来源：公司公告，西南证券整理

综合来看，公司以谨慎投资，加强风险控制为基础，持续布局以长三角地区为主的工业危废项目，远期规划处置能力 20 万吨/年，力争做成华东地区危废龙头。现危废处置业务仍处于快速布局阶段，后续新项目有望涌现，持续带来业绩增量。

4 定增落地，助力公司加速扩张

2016 年 7 月公司启动非公开发行事项，于 2017 年 12 月 13 日成功以 29.6 元/股的价格，向实际控制人杨建平、嘉实基金、新华基金、金禾创投非公开发行共 1013.51 万股，募集资金总额 3 亿元，锁定期 3 年，其中实际控制人杨建平认购金额 1.23 亿元，占总筹资额的 37.5%，彰显对公司未来发展信心。

当前公司烟气治理设备业务量快速增长，危废处理业务正处于扩张期，投资规模较大，存在一定现金压力，截止 2017 年 9 月，公司资产负债率已攀升至 51.7%，本次定增扣除发行费用后实际募集资金 2.83 亿元，其中 1.1 亿元用于偿还银行贷款，剩余 1.73 亿元将全部用于补充流动资金，公司资产负债率有望下降至 40% 以下，现金流有望得到有效补充，助力公司持续扩张发展。

表 4：公司本次非公开发行情况

发行对象	发行价格（元/股）	认购数量（股）	认购金额（万元）	占认购总额比例
杨建平	29.60	3,800,674	11,250	37.5%
嘉实基金	29.60	3,040,539	9,000	30%
新华基金	29.60	2,027,026	6,000	20%
金禾创投	29.60	1,266,891	3,750	12.5%
合计		10,135,130	29,999.98	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：公司募集资金用途

用途	金额（万元）	占比
偿还银行贷款	11000	38.89%
补充流动资金	17286.97	61.11%
扣除费用后募资总额	28286.97	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：烟气治理业务保持技术和市场优势，市占率稳中有增，在手订单按照进度消化，毛利率保持稳定。

假设 2：危废业务方面，上海长盈 2018 年下半年顺利投产，公司启动剩余股权收购；实际控制人旗下产业基金中危废项目 18 年顺利注入上市公司；公司其他危废并购项目持续落地，毛利率基本保持稳定。

假设 3：灰渣处理系统设备和其他业务基本保持稳定。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	419.7	579.5	696.3	819.1	1123.1	1608.4
yoy	1.1%	38.1%	20.2%	17.6%	37.1%	43.2%
营业成本	289.5	382.8	467.1	559.4	767.9	1098.0
毛利率	31.0%	33.9%	32.9%	31.7%	31.6%	31.7%
烟气净化系统设备						
收入	247.46	264.96	403.4	524.4	786.5	1179.8
yoy		7.1%	52.2%	30.0%	50.0%	50.0%
成本	175.43	193.45	289.1	377.5	566.3	849.5
毛利率	29.1%	27.0%	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%
危废处理						
收入		105.01	108.4	113.8	159.3	254.9
yoy			3.2%	5.0%	40.0%	60.0%
成本		49.82	50.4	55.8	78.1	127.4
毛利率		52.6%	53.5%	51.0%	51.0%	50.0%
灰渣处理系统设备						
收入	167.24	171.71	144.1	141.2	138.4	135.6
yoy		2.7%	-16.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成本	111.77	118.83	102.1	100.3	98.3	96.3
毛利率	33.2%	30.8%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
其他						
收入	5.0	37.9	40.5	39.7	38.9	38.1
yoy		660.2%	7.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
成本	2.3	20.7	25.6	25.8	25.3	24.8
毛利率	53.4%	45.3%	36.8%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.72 元、1.07 元和 1.60 元，对应 PE34X、23X 和 15X，公司主业高景气，危废布局持续拓展，预计未来三年复合增速 33%，给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价 32.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

烟气治理订单拓展或不及预期风险，危废投产、并购进度或不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	696.32	819.05	1123.12	1608.41	净利润	103.52	108.81	158.74	231.82
营业成本	467.13	559.36	767.90	1097.96	折旧与摊销	33.86	36.81	36.81	36.81
营业税金及附加	7.70	6.63	10.76	14.21	财务费用	12.14	4.38	-0.19	0.13
销售费用	16.17	23.52	29.16	43.98	资产减值损失	21.32	20.00	20.00	20.00
管理费用	76.68	81.91	112.31	160.84	经营营运资本变动	-223.28	16.99	-108.59	-214.77
财务费用	12.14	4.38	-0.19	0.13	其他	34.16	-20.00	-18.00	-21.00
资产减值损失	21.32	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	-18.28	167.00	88.78	52.99
投资收益	29.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-179.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	152.39	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-27.07	0.00	0.00	0.00
营业利润	124.38	123.26	183.17	271.29	短期借款	130.81	-252.01	0.00	0.00
其他非经营损益	9.10	7.84	8.09	8.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	133.48	131.10	191.26	279.30	股权融资	0.00	300.00	0.00	0.00
所得税	29.96	22.29	32.51	47.48	支付股利	-12.00	-17.74	-18.82	-27.94
净利润	103.52	108.81	158.74	231.82	其他	-75.41	-4.38	0.19	-0.13
少数股东损益	14.82	14.69	19.05	23.18	筹资活动现金流净额	43.40	25.87	-18.64	-28.07
归属母公司股东净利润	88.71	94.12	139.69	208.63	现金流量净额	-1.96	192.87	70.14	24.92
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	145.83	338.70	408.85	433.77	成长能力				
应收和预付款项	620.70	715.93	979.52	1413.55	销售收入增长率	20.15%	17.63%	37.12%	43.21%
存货	188.36	225.55	307.64	441.72	营业利润增长率	55.67%	-0.90%	48.60%	48.11%
其他流动资产	5.20	6.12	8.39	12.02	净利润增长率	47.11%	5.11%	45.88%	46.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	53.02%	-3.47%	33.65%	40.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	412.42	380.47	348.53	316.58	毛利率	32.92%	31.71%	31.63%	31.74%
无形资产和开发支出	209.70	205.48	201.26	197.05	三费率	15.08%	13.41%	12.58%	12.74%
其他非流动资产	35.85	35.20	34.55	33.90	净利率	14.87%	13.29%	14.13%	14.41%
资产总计	1618.07	1907.46	2288.73	2848.59	ROE	12.28%	8.82%	11.55%	14.69%
短期借款	252.01	0.00	0.00	0.00	ROA	6.40%	5.70%	6.94%	8.14%
应付和预收款项	481.64	631.02	870.23	1222.81	ROIC	13.14%	10.93%	15.20%	19.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.47%	20.08%	19.57%	19.16%
其他负债	41.26	42.21	44.36	47.76	营运能力				
负债合计	774.91	673.23	914.59	1270.57	总资产周转率	0.46	0.46	0.54	0.63
股本	120.00	130.14	130.14	130.14	固定资产周转率	2.27	2.08	3.11	4.89
资本公积	316.93	606.79	606.79	606.79	应收账款周转率	1.79	1.71	1.88	1.90
留存收益	338.25	414.64	535.50	716.20	存货周转率	3.00	2.70	2.87	2.92
归属母公司股东权益	775.18	1151.56	1272.43	1453.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.92%	—	—	—
少数股东权益	67.97	82.66	101.71	124.89	资本结构				
股东权益合计	843.15	1234.23	1374.14	1578.02	资产负债率	47.89%	35.29%	39.96%	44.60%
负债和股东权益合计	1618.07	1907.46	2288.73	2848.59	带息债务/总负债	32.52%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.30	2.02	1.94	1.86
					速动比率	1.05	1.67	1.59	1.51
					股利支付率	13.53%	18.85%	13.48%	13.39%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.72	1.07	1.60
					每股净资产	5.96	8.85	9.78	11.17
					每股经营现金	-0.14	1.28	0.68	0.41
					每股股利	0.09	0.14	0.14	0.21
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	170.37	164.45	219.80	308.24					
PE	36.25	34.16	23.02	15.41					
PB	4.15	2.79	2.53	2.21					
PS	4.62	3.93	2.86	2.00					
EV/EBITDA	17.86	17.32	12.64	8.93					
股息率	0.37%	0.55%	0.59%	0.87%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn