

吴剑雄

执业证书编号: S0730511010007

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

立足烟气净化, 拓展固废处置领域

——雪浪环境 (300385) 调研简报

证券研究报告-调研简报

增持 (首次)

发布日期: 2016年3月25日

报告关键要素:

雪浪环境在钢铁和垃圾焚烧的烟气净化细分领域处于领先地位, 上市之后开始战略转型进入工业固废和危废处置领域。公司未来将在工业发达的长三角区域通过并购和内生增长等方式进一步拓展深耕该领域, 垃圾焚烧和工业固废处置领域正处于行业的快速发展阶段, 公司有望凭借自身技术及施工经验等竞争优势, 保持较快发展, 首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

事件:

近日, 对雪浪环境做了实地调研, 公司高管详细介绍了垃圾焚烧和工业固废处置行业发展现状及前景、公司发展现状和转型过程等, 并回答了投资者关注的关于公司及行业发展的主要问题。

点评:

1、公司原主营设备制造业务, 15年开始战略转型进入工业固废和危废处置领域。公司前身为无锡雪浪输送机械有限公司, 以钢铁和垃圾焚烧行业的烟气净化和灰渣处理产品为主。14年底之前, 公司收入来自烟气净化与灰渣处理系统设备。在钢铁和垃圾焚烧行业的烟气净化和灰渣处理细分领域, 公司处于行业龙头地位, 拥有一批大型钢铁和垃圾焚烧企业客户。14年底开始, 公司通过增资并购等方式, 收购无锡工废、增资江苏汇丰和上海长盈, 进军工业固废和危废处置领域。公司目前业绩构成以设备制造为主, 固废处置为辅。

图1: 雪浪环境近5年业绩构成比例变化

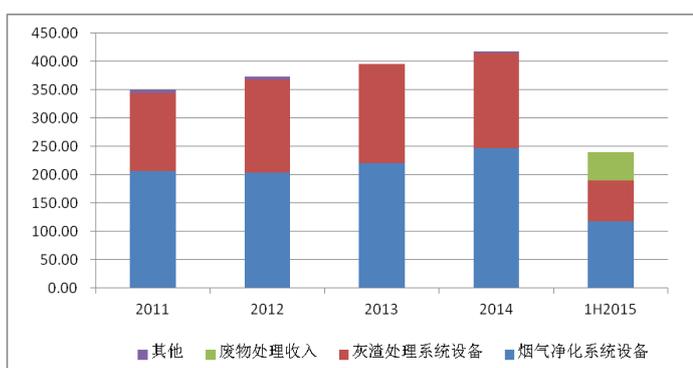
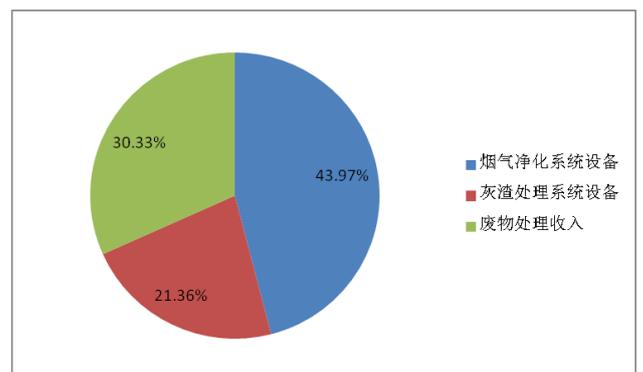


图2: 雪浪环境1H2015年毛利构成比例

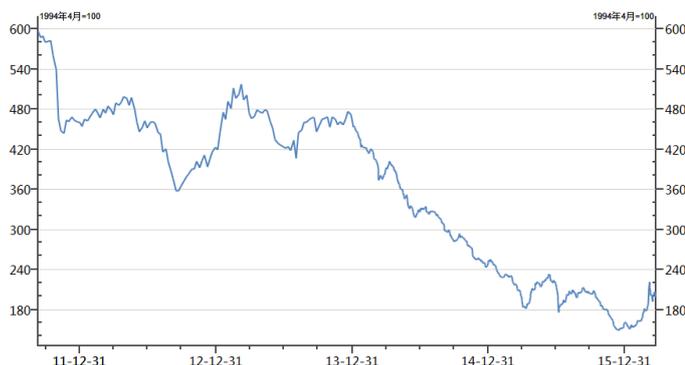


数据来源: Wind, 中原证券研究所

数据来源: Wind, 中原证券研究所

2、公司钢铁行业的烟气净化和灰渣处理设备未来两年将出现业绩增长困难。公司最早以钢铁行业烟气净化设备起家，且在该领域处于龙头地位。但是由于钢铁行业过去两年处于全行业亏损的不景气阶段，且16年将处于去产能的艰难时期，钢铁企业用于减排环保的资金投入将会明显减少。因此，我们预计公司在钢铁烟气净化和灰渣处理领域的业绩未来两年将难以增长，甚至可能会出现较大的下滑。

图3：中国铁矿石价格指数（CIOPI）



数据来源：Wind，中原证券研究所

图4：国际钢铁价格指数（全球）



数据来源：Wind，中原证券研究所

3、公司未来增长亮点之一：垃圾焚烧行业领域的烟气净化业务将会保持较快增长。（1）公司在垃圾焚烧烟气净化处理领域处于领先地位。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。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，与光大国际、深圳能源、粤丰集团、绿色动力、上海城投、首创、中电投、桑德、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。（2）垃圾焚烧发电在严格政策的支持下将处于高速增长阶段。根据《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》要求，到2015年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的35%以上（其中东部48%以上）。但数据显示，实际完成只能达到25-28%的水平。无论是补历史欠账，还是新增处理角度看，行业的市场空间都很大。尽管行业因邻避现象而导致垃圾焚烧发电项目实际建设进度较预期和政策要求慢，但是随着关键的选址因素更加科学和透明，这一问题有所缓解，尤其是2012年之后，行业建设进度加快。（3）公司在该领域订单较多，且未来获取订单数将会继续增加。13年公司获取14个项目，14年27个项目，15年达到59个项目。随着订单落地，业绩将会逐步释放。

图5: 生活垃圾焚烧无害化处理量近三年快速增长



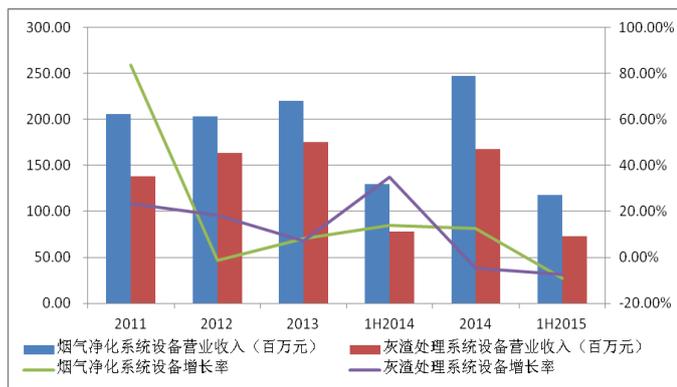
数据来源: Wind, 中原证券研究所

图6: 生活垃圾焚烧无害化处理厂近三年快速增长



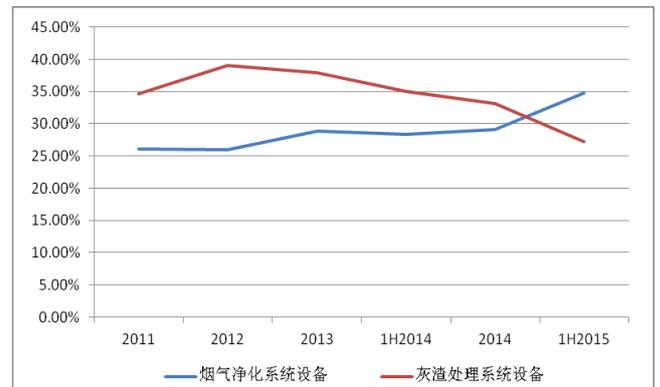
数据来源: Wind, 中原证券研究所

图7: 雪浪环境烟气净化营业收入及增长率



数据来源: Wind, 中原证券研究所

图8: 雪浪环境烟气净化毛利率

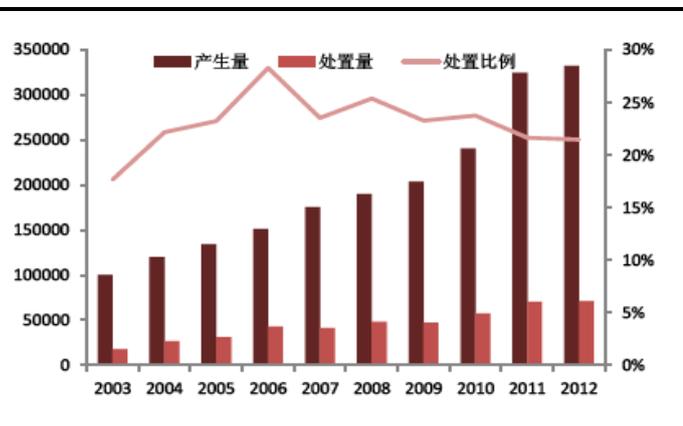


数据来源: Wind, 中原证券研究所

4、公司未来增长亮点之二：工业固废和危废处置将是公司重点发展领域，也将是长期利润增长点。公司自14年上市后开始谋求转型，增加新的利润增长点，经过深思熟虑后，公司决定选择长三角区域的工业固废和危废处置领域，并通过增资并购等方式正式进军工业固废处置领域。(1) 14年12月，公司以1.68亿元收购无锡工废51%股权，无锡工废主要负责无锡市区工业废弃物和医疗废弃物等的安全焚烧处理运营，目前经营无锡桃花山危废处置项目和无锡惠山固废焚烧处置项目。桃花山危废处置项目拥有危险废物回转窑焚烧炉、干馏气化热解炉以及废有机溶剂蒸馏浓缩等设施，竣工验收后总处置能力达到年焚烧处置危险废物34200吨（其中医疗废物4000吨），处置利用有机溶剂15000吨的规模。惠山固废焚烧处置项目主要服务于惠山区内各污水处理厂和工业企业，兼顾无锡地区的污泥及工业废物的处理，竣工验收后将具备99000吨/年的污泥焚烧处理能力及9900吨/年的工业危废处理能力。无锡工废在2015年上半年已经并表，并贡献了5000万的营业收入（毛利率达到55.85%）。(2) 15年8月，公司签订投资合作框架

协议，拟增资江苏汇丰（目前注册资本1000万元），增资后将使其注册资本增至1亿元，公司将占51%股权。公司将在南京市江南环保产业园开发危险废弃物综合处置项目，主要处置南京市及周边地区的工业危废，产能20000吨/年。公司目前正在推进各项相关工作，争取16年能获得土地及环评的相关手续，预计离达产并贡献利润还有较长距离。（3）16年3月，公司拟以增资7000万元方式获得上海长盈20%的股权，公司将处置来自上海奉贤区及周边其他工业园区的工业固废。上海长盈目前处置能力为3600吨/年，目前上海长盈拟在其现有场地内进行全面的技术改造及产能扩增，将危险废物处置能力扩大到50000吨/年。目前该项目已经进入环评第二次公示阶段，预计上海长盈可于今年5、6月份动工开建。

图9：工业固废处置量情况及处置比例



数据来源：环保部，中原证券研究所

图10：工业固废治理投资完成额



数据来源：环保部，中原证券研究所

5、盈利预测和投资评级。预计公司 2016-2017 年的营业收入分别为 755.04 百万元和 962.68 百万元，归母净利润分别为 86.50 百万元和 113.97 百万元，每股收益分别为 0.72 元和 0.95 元。公司 2016 年 3 月 24 日股价对应的市盈率分别为 48.67 倍和 36.94 倍。公司所处的垃圾焚烧和工业固废处置行业正处于行业快速增长周期，公司的垃圾焚烧烟气净化系统在行业处于领先地位，公司未来两年业绩有望凭着自身的竞争优势和行业的上涨保持较快增长，首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

6、风险提示：（1）A股估值的系统性风险；（2）地方财政是收入压力增大带来的固废处置需求萎缩的风险；（3）公司营收账款规模大，且增长较快，公司若不能及时收回应收账款，会导致公司资金链更加紧张的经营风险；（4）公司子公司增多带来的管理跟不上的经营风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。