

投资评级 **买入** 维持

危废布局长三角龙头隐现，烟气订单持续助力增长

股票数据

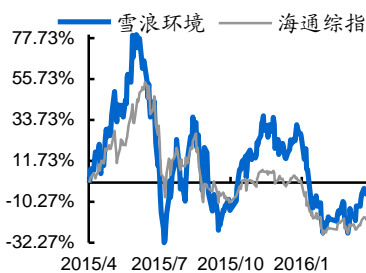
6个月内目标价(元)	42.00
03月29日收盘价(元)	34.04
52周股价波动(元)	24.66-108.18
总股本/流通A股(百万股)	120/48
总市值/流通市值(百万元)	4085/1631

主要估值指标

	2014	2015E	2016E
市盈率	93.4	76.9	63.4
市净率	4.4	4.0	3.6
市销率	10.24	8.51	6.92
EV/EBITDA	60.0	44.3	36.9
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《大笔订单不断 从设备制造商转型固废危废业务》2015.09.08

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	25.1	18.6	-27.7
相对涨幅(%)	16.1	12.1	-11.1

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 上海危废市场需求巨大，收购长盈将带来稳定丰厚回报。**2016年3月，公司拟用自有资金7000万元以增资方式获得上海长盈20%的股权。上海市危废产生量2014年达到62.84万吨，处置量为28.92万吨，处置率只有46%，未来仍存在较大的危废处置潜在需求。上海长盈目前处理能力3600吨/年，未来危废处置能力将扩大到50000吨/年，2015年营业收入、净利润分别为3487、1053万元。据此推算，未来若产能扩至5万吨/年，净利润有望超1亿。公司2018年起，有权以12倍PE的价格优先收购上海长盈剩余80%的股权。若上海长盈整体并入公司，将为公司带来稳定的回报。
- 外延并购异地扩张，长三角危废处理龙头起航。**14年以来，公司积极开展危废处置领域的布局，收购无锡工废，增资江苏汇丰，增资上海长盈。公司在长三角领域的危废年处置产能将达到10.91万吨，对比危废处置龙头东江环保(2015年总产能136万吨，主要产能分布于华南地区，长三角区域如东大恒、南通惠天然、昆山昆鹏危废年处置产能合计6.1万吨)，区域优势明显，龙头地位隐现。
- 国内危废处置缺口大增长快，准入性地域垄断性强。**2014年全国工业危险废物产生量3633.5万吨，同比增长15.1%，处置量929万吨，危废处置率仅25.6%。而企业进入危废处理行业需要拿到许可证，准入门槛较高，并且行业牌照资质运营特征使得地方区域分割严重。外延并购是进入异地危废处理市场的主要途径。公司不断通过并购，实现了在长三角区域的跨地区扩张。
- 垃圾焚烧市场持续扩容，尾气处理迎来快速释放。**公司是国内最早进入垃圾焚烧领域的企业，主要客户为大型钢铁冶金企业和众多垃圾焚烧运营商。我国垃圾焚烧未来随着新建项目的投产运营，14、15、16年的建设空间可达158亿、200亿、250亿。垃圾焚烧烟气处理行业作为垃圾焚烧的下游，有1到2年的滞后期。公司是垃圾焚烧烟气治理细分领域的龙头企业，市场占有率高。2015年，公司规模以上在手订单金额即达到2.77亿元，相当于公司2014年全年营收的65.97%，有望自2016年起显著提升业绩。
- 盈利预测与评级。**预测公司15-16年EPS为0.47、0.56元/股，考虑公司战略转型布局和环保次新股估值溢价，给予16年75倍动态PE，对应目标价42元，给予买入评级。
- 风险提示。**公司转型低于预期、设备合同订单营收回款风险。

主要财务数据及预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	415.19	419.69	504.70	621.05	743.66
(+/-)YoY(%)	8.46%	1.08%	20.26%	23.05%	19.74%
净利润(百万元)	56.15	46.02	55.85	67.76	80.36
(+/-)YoY(%)	-3.72%	-18.04%	21.37%	21.31%	18.60%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.38	0.47	0.56	0.67
毛利率(%)	32.47%	31.02%	33.57%	33.19%	32.93%
净资产收益率(%)	16.24%	7.08%	7.80%	8.54%	9.09%

 资料来源: 公司年报(2013-2014), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

联系人: 张一弛

Tel: (021) 23219402

Email: zyc9637@htsec.com

事件:

公司公告,拟以自有资金7000万增资参股上海长盈,获得其20%股权。

点评:

上海危废市场需求巨大,收购长盈将带来稳定丰厚回报。1) 增资上海长盈,开拓上海危废市场。2016年3月,公司拟用自有资金7000万元以增资方式获得上海长盈20%的股权。上海市近年来危废产生量稳步增长,2014年达到62.84万吨,处置量为28.92万吨,处置率只有46%。未来仍存在较大的危废处置潜在需求。2) 上海长盈产能扩张,未来将达到5万吨/年。上海长盈是奉贤区重要的危废处理企业,目前处理能力3600吨/年,拟进行产能扩增,将危废处置能力扩大到50000吨/年。目前该项目已经进入环评第二次公示阶段。3) 长盈盈利能力强,将带来稳定回报。得益于上海危废焚烧较高的收费水平,上海长盈2015年营业收入、净利润分别为3487、1053万元。据此推算,未来若产能扩至5万吨/年,净利润有望超1亿。公司2018年起,有权以12倍PE的价格优先收购上海长盈剩余80%的股权。若上海长盈整体并入公司,将显著增厚公司业绩,为公司带来稳定的回报。

外延并购异地扩张,长三角危废处理龙头起航。1) 2014年收购无锡工废51%股权,首次进入危废处置领域。公司于2014年12月以1.68亿元现金收购了无锡工废51%股权。无锡工废目前运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,待技改完成后,无害化加资源化的总处置能力将达到59100万吨。2) 15年增资获得江苏汇丰天佑环境51%股权,开启异地扩张之旅。2015年8月12日,公司签署协议拟增资持有江苏汇丰天佑环境发展有限公司51%的股权,将在南京市江南环保产业园开发危险废弃物综合处理项目,主要处置南京市及周边地区的工业危险废物。3) 2016年进军上海危废处置市场,区域龙头地位初现。2016年3月,公司拟用自有资金7000万元以增资方式获得上海长盈20%的股权,长三角危废市场布局再进一步。至此,公司在长三角领域的危废年处置产能将达到10.91万吨,对比危废处置龙头东江环保(2015年总产能136万吨,主要产能分布于华南地区,长三角区域如东大恒、南通惠天然、昆山昆鹏危废年处置产能合计6.1万吨),区域优势明显,龙头地位隐现。

国内危废处置缺口大增长快,准入性地域垄断性强。1) 2014年全国工业危险废物产生量3633.5万吨,同比增长15.1%,处置量929万吨,危废处置率仅25.6%。并且,很多危废的量没有进入统计数据,实际处理量和产生量差距比较大。2) 企业进入危废处理行业需要拿到许可证,准入门槛较高。并且行业牌照资质运营特征使得地方区域分割严重。因此外延并购是进入异地危废处理市场的主要途径。公司不断通过并购,实现了在长三角区域的跨地区扩张。

垃圾焚烧市场持续扩容,尾气处理迎来快速释放。1) 公司是国内最早进入垃圾焚烧领域,完成烟气治理系统集成的企业。公司主要客户包括宝钢集团、武钢集团、中冶赛迪等大型钢铁冶金企业,以及光大国际、深圳能源、粤丰集团、绿色动力、上海城投、首创、中电投、桑德、泰达环保等垃圾焚烧运营商。2) 截至2014年5月,全国共有178座垃圾发电厂,我国城市的生活垃圾无害化处理率已达到89.3%,其中25%-28%为焚烧。根据十三五的规划,到2020年,我国垃圾焚烧处理率将达到50%。我国垃圾焚烧产能2013年约为15.85万吨/天,未来随着新建项目的投产运营,按照25%的产能增速计算,14、15、16年垃圾焚烧的市场建设空间可达160、200、250亿元。3) 垃圾焚烧烟气处理行业作为垃圾焚烧的下游,有1到2年的滞后期,所以2016年起垃圾烟气治理业务开始进入业绩高峰期。4) 公司是垃圾焚烧烟气治理细分领域的龙头企业,市场占有率高。2015年,公司规模以上在手订单数额即达到2.77亿元,相当于公司2014年全年营收的65.97%,有望自2016年起显著提升业绩。

盈利预测与投资建议。预测公司15-16年EPS为0.47、0.56元/股,考虑公司战略转型布局和环保次新股估值溢价,给予16年75倍动态PE,对应目标价42元,给予买入评级。

主要不确定因素。公司转型低于预期、设备合同订单营收回款风险。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net



表 1 雪浪环境垃圾焚烧领域金额大于 500 万元订单统计

年份	项目简称	垃圾处理规模 (T/d)	合同金额 (万元)
2015	贵阳花溪、仁怀、芜湖、霸州项目烟气净化	-	8000.00
2015	长沙市生活垃圾深度综合处理 (清洁焚烧) 项目	5000	8200.00
2015	成都市万兴环保发电厂项目	2400	11487.00
2015 年项目汇总		7400	27687.00
2013	湛江市生活垃圾焚烧发电厂	1500	2300.00
2013	湖州协鑫环保热电有限公司 2X75t/h 循环流化床锅炉脱硫项目	—	1602.00
2013	惠州 TCL 环境科技有限公司金属污泥综合利用项目	—	1250.00
2013	安徽确成硅化学有限公司签订《2x200T/d 硅酸钠窑炉和 2500x104Kcal/H 热风炉烟气 SCR 脱硝 EPC 总承包工程商务合同》	—	1080.00
2013	宝钢德盛烧结机机尾和成品整粒除尘货物采购合同	—	710.70
2013	郴州市城镇生活垃圾焚烧发电项目	700	1448.00
2013	大丰生活垃圾焚烧发电项目	600	930.00
2013	上海奉贤生活垃圾末端处置中心工程项目	1000	3060.00
2013	上海天马生活垃圾末端处置综合利用中心工程项目	2000	5800.00
2013	徐州天成氯碱有限公司 3 台 75 吨煤粉炉低氮燃烧改造+SNCR 脱硝改造工程订货合同	—	558.00
2013	南京威立雅环境服务有限公司危险废弃物处理处置中心 (一期) 项目	—	1056.01
2013	三亚市生活垃圾焚烧发电厂项目	700	1432.50
2013	哈尔滨市双琦环保资源利用有限公司生活垃圾发电改扩建项目	1200	1530.00
2013	广东国华粤电台山有限公司#5 号机组 (600MW) 加装第三层脱硝催化剂采购合同	—	543.76
2013	南昌泉岭生活垃圾焚烧发电厂项目	1200	2998.00
2013	山东金岭化工股份有限公司《工业品买卖合同》	—	1490.00
2013 年项目汇总		8900	27788.97
2012	南京市江南生活垃圾焚烧发电厂项目	2000	3830.82
2012	江苏省沭阳县垃圾发电厂 (一期)	600	1430.00
2012	长治市主城区污水处理改扩建工程项目	—	4680.00
2012	北京悦居热力有限公司 3*80 吨和北京嘉宏供热有限公司燃煤供暖锅炉脱硝设备处理系统及服务合同	—	2000.00
2012	株洲市垃圾焚烧发电项目	1000	3890.00
2012	印度海德拉巴垃圾焚烧锅炉岛项目	1200	1830.00
2012 年项目汇总		4800	17660.82
2011	宜兴市垃圾焚烧发电厂 (二期)	300	900.00
2011 年项目汇总		300	900.00
2010	深圳南山垃圾焚烧发电厂 (二期)	800	1382.80
2010 年项目汇总		800	1382.80

资料来源: 公司项目公告, 公司招股说明书, 公司网站, 海通证券研究所

表 2 环保次新股最新估值比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	PE(TTM)最新
300385.SZ	雪浪环境	2014-06-26	73.92
300388.SZ	国祯环保	2014-08-01	87.30
603588.SH	高能环境	2014-12-29	83.06
300425.SZ	环能科技	2015-02-16	109.44
300422.SZ	博世科	2015-02-17	86.16
603318.SH	派思股份	2015-04-24	189.68
603568.SH	伟明环保	2015-05-28	60.80

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 29 日

资料来源: wind 资讯, 海通证券研究所



表 3 公司危废处置对外扩张一览

收购标的	收购日期	收购金额 (亿元)	股权比例 (%)	2013 年净利润 (万元)	2015 年净利润 (万元)	2014 年净资 产 (万元)	2015 年净资 产 (万元)	2016 年净资 产 (万元)	收购 PE 倍数	收购 PB 倍数
无锡工废	2014.12.23	1.68	51	1074	-	4256	-	-	31	8
江苏汇丰	2015.08.13	0.51	51	-	-	-	50	-	-	200
上海天盈	2016.03.15	0.70	20	-	1053	-	-	2623	33	13

资料来源: wind, 海通证券研究所



信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业

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，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：湘潭电化,新潮实业,神雾环保,上柴股份,上海石化,胜利股份,洲际油气,中国石化,长江电力,康普顿,中天能源,国新能源,安利股份,派思股份,中国石油,新奥股份,金正大,荣盛石化,齐翔腾达,恒逸石化,华鲁恒升

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net