

环保 (II)

评级: **增持** 前次: **增持**

分析师

霍也佳

S0740515040002

huoyj@r.qlzq.com.cn

2016年7月4日

蛰伏待春、伺机而动

基本状况

上市公司数	113
行业总市值(百万元)	2376889.107
行业流通市值(百万元)	2376889.107

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2015	2016E	2017E
东江环保	股价(元)	18.15	30.47	30.47
	摊薄每股收益(元)	0.38	0.54	0.73
	总股本(亿股)	8.69	8.69	8.69
	总市值(亿元)	157.02	264.90	264.90
雪浪环境	股价(元)	46.76	35.67	35.67
	摊薄每股收益(元)	0.47	0.79	1.13
	总股本(亿股)	1.20	1.20	1.2
	总市值(亿元)	56.11	42.80	42.80
博世科	股价(元)	45.06	30.47	30.47
	摊薄每股收益(元)	0.34	0.55	0.79
	总股本(亿股)	1.27	1.27	1.27
	总市值(亿元)	57.35	38.78	38.78

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 上半年环保行业回顾: 截至 16 年 6 月末, 上证指数上涨-17.1%, 创业板指数上涨-18.5%, 环保指数上涨幅度-25.5%, 跑输指数; 在约 100 个申万二级子行业中, 涨幅位列 84 位。上半年环保板块大幅跑输, 主要源于:
 - 一是环保行业已步入成长后期, 逐步进入成熟期 (从工程到运营、商业模式由轻变重; 竞争加剧), 行业本身面临估值降低;
 - 二是从过去 A 股环保板块走势来看, 环保政策、订单和环境事件是驱动板块机会的三大核心因素; 而 2016 年这三大因素均无超预期, 缺乏催化剂;
 - 三是 15 年环保板块业绩低于预期, 订单落地进展较慢, 引发市场对 PPP 订单未来落地的担忧, 行业从简单粗暴的订单驱动, 到不仅关注订单额、更注重订单质量 (包括落地情况、政府付费能力考察以及项目回款情况等);
 - 四是今年再融资相对去年收紧, 环保股“订单-再融资-更多订单”逻辑受到一定程度破坏。
- 展望下半年, 目前环保板块平均估值为 33x16PE、4xPB (A 股环保板块历史 PE 估值大致在 27-55 倍之间波动); 考虑行业仍处于降估值过程中以及参考海外环保板块估值, 目前 A 股环保板块估值水平尚不能言“低估”, 仅处于合理水平。而从上述压制板块走势的几大因素来看, 下半年也并无较大改善, 因而我们维持对板块较为谨慎的观点, 建议投资者耐心等待、蛰伏待春。
- 从子行业选择方面, 以景气度较高的细分为优先考虑, 重点推荐危废处理; 另外从“新”角度出发, 考虑“土十条出台+十三五规划新增重点”, 建议积极关注土壤修复主题。

- **危废处理：供需格局紧张，仍处高景气周期中。**预计全国危废产量大概 1 亿吨左右，其中 30%左右需要无害化处理，而目前全国发的牌照大概 4000 万吨左右，其中无害化占比不超过 10%，缺口仍然较大。考虑新产能从规划到正式投产的周期较长（3-5 年），因而我们危废行业供需紧张格局在未来两年仍将持续。6 月新版危废名录发布，新增 117 种危险废物。
- **土壤修复：土十条出台，推动行业边际改善。**5 月 31 日，国务院正式印发《土壤污染防治行动计划》。《行动计划》分别从工作目标、具体措施、监管责任、标准体系建设等方面进行了详细阐述，但资金来源问题仍待进一步措施解决。土十条是土壤污染治理的纲领性政策，预计后续相关配套政策将陆续出台，政策刺激不断。

投资建议及相关标的

- **投资策略：整体板块维持谨慎观点，等待估值消化和压制因素改善，建议投资者蛰伏待春；**从子行业选择方面，以景气度较高的细分为优先考虑，重点推荐危废处理；另外从“新”角度出发，考虑“土十条出台+十三五规划新增重点”，建议积极关注土壤修复主题。
- **各子板块重点公司：危废-东江环保、雪浪环境；PPP-博世科、江南水务、环能科技；土壤修复-博世科、永清环保、高能环境。**

重点公司估值表

类别	股票名称	投资评级	总市值	净利润（亿）				PE		
			亿元	2014A	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
危废处理	东江环保	买入	138.7	2.52	3.32	4.80	6.50	45.5	28.9	21.3
	雪浪环境	买入	42.8	0.46	0.56	0.92	1.33	75.7	46.5	32.1
水治理PPP	博世科	买入	42.3	0.31	0.43	0.72	1.08	92.4	58.7	39.3
	环能科技	增持	54.6	0.54	0.52	1.20	1.64	103.1	45.6	33.3
	江南水务	买入	75.3	1.77	2.7	3.50	4.50	13.1	21.5	16.7
土壤修复	博世科	买入	42.3	0.31	0.43	0.72	1.08	92.4	58.7	39.3
	高能环境	增持	91.0	1.16	1.06	1.73	2.55	40.6	52.6	35.7
	永清环保	增持	85.3	0.55	1.13	1.70	2.37	25.7	50.2	36.0

来源：中泰证券研究所

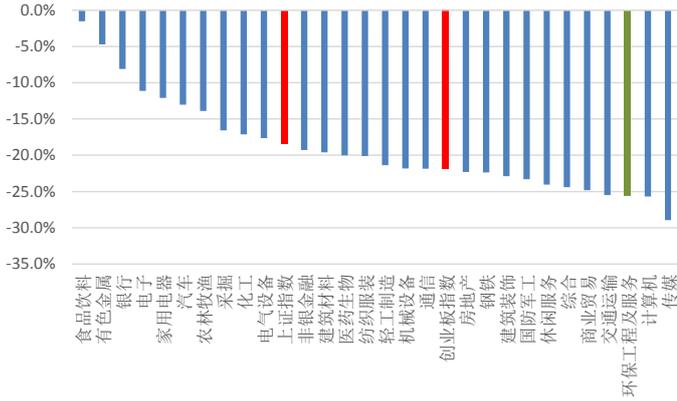
内容目录

上半年环保行业回顾	- 4 -
下半年环保行业展望：景气度为上-危废&PPP，关注土壤修复主题	- 5 -
危废：供需格局紧张，仍处高景气周期中	- 5 -
PPP：项目库扩容，快速推广于水环境治理，关注落地情况	- 6 -
土壤修复：土十条出台，推动行业边际改善	- 8 -
投资策略及各子版块重点公司	- 9 -
投资策略	- 9 -
东江环保：剥离家电拆解，进一步聚焦无害化业务；大幅溢价引入国资，步入发展新征途	- 9 -
雪浪环境：转型危废，长三角危废版图初具雏形	- 12 -
博世科：订单获取能力强、土壤修复开始发力	- 13 -
江南水务：成立环保产业基金，PPP 对外扩张或提速	- 15 -
环能科技：接连收购，水环境治理全产业链布局	- 15 -

上半年环保行业回顾

- 截至 16 年 6 月末，上证指数上涨-17.1%，创业板指数上涨-18.5%，环保指数上涨幅度-25.5%，跑输指数；在约 100 个申万二级子行业中，涨幅位列 84 位，在每一次市场反弹过程中，环保行业显示弱弹性。分子板块看，水处理、固废、大气治理、环境监测板块分别上涨-24.5%、-19.9%、-26.2%、-24.5%。

图表 1：上半年环保板块大幅跑输



图表 2：上半年环保板块弹性弱

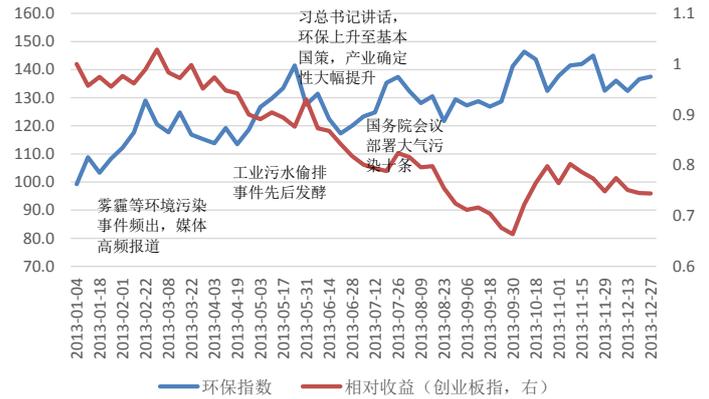
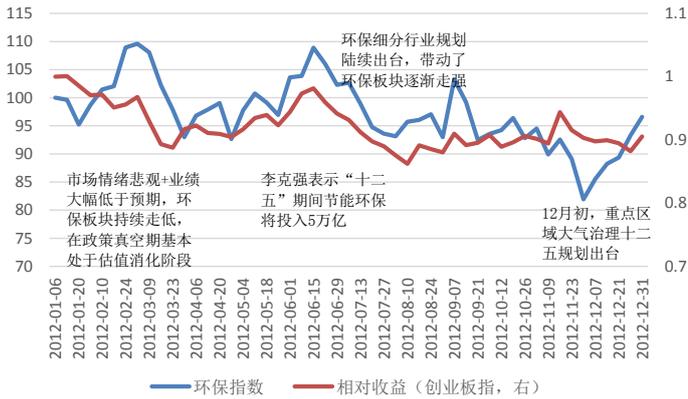


来源：公开资料，中泰证券研究所

- 上半年环保板块大幅跑输：
 - 一是源于环保行业已步入成长后期，逐步进入成熟期（从工程到运营、商业模式由轻变重；竞争加剧），行业本身面临估值降低；
 - 二是从过去 A 股环保板块走势来看，环保政策、订单和环境事件是驱动板块机会的三大核心因素；而 2016 年这三大因素均无超预期，缺乏催化剂；
 - 三是 15 年环保板块业绩低于预期，订单落地进展较慢，引发市场对 PPP 订单未来落地的担忧，行业从简单粗暴的订单驱动，到不仅关注订单额、更注重订单质量（包括落地情况、政府付费能力考察以及项目回款情况等）。
 - 四是今年再融资相对去年收紧，环保股“订单-再融资-更多订单”逻辑受到破坏。

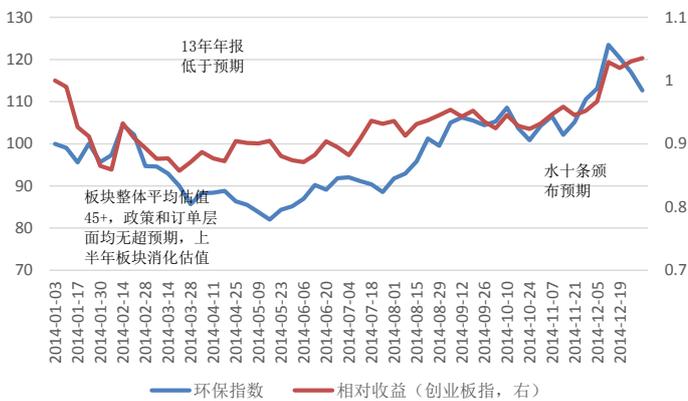
图表 3：2012 年环保板块走势回顾

图表 4：2013 年环保板块走势回顾

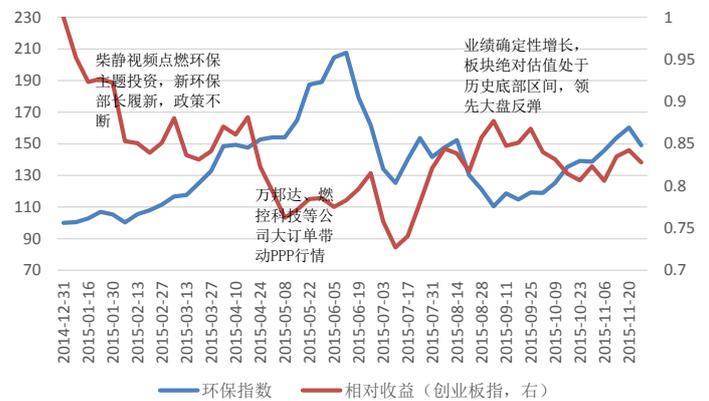


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2014 年环保板块走势回顾



图表 6: 2015 年环保板块走势回顾



来源: wind, 中泰证券研究所

- 展望下半年, 目前环保板块平均估值为 33x16PE、4xPB (A 股环保板块历史 PE 估值大致在 27-55 倍之间波动); 考虑行业仍处于降估值过程中以及参考海外环保板块估值, 目前 A 股环保板块估值水平尚不能言“低估”。而从上述压制板块走势的几大因素来看, 下半年也并不有较大改善, 因而我们维持对板块较为谨慎的观点, 建议投资者蛰伏待春。
- 从子行业选择方面, 以景气度较高的细分为优先考虑, 重点推荐危废处理; 另外从“新”角度出发, 考虑“土十条出台+十三五规划新增重点”, 建议积极关注土壤修复主题。

下半年环保行业展望: 景气度为上-危废&PPP, 关注土壤修复主题

危废: 供需格局紧张, 仍处高景气周期中

- 危废无害化处置缺口仍然较大。根据产业调研, 预计全国危废产量大概 1 亿吨左右, 其中 30% 左右需要无害化处理, 而目前全国发的牌照大概

4000 万吨左右，其中无害化占比不超过 10%。

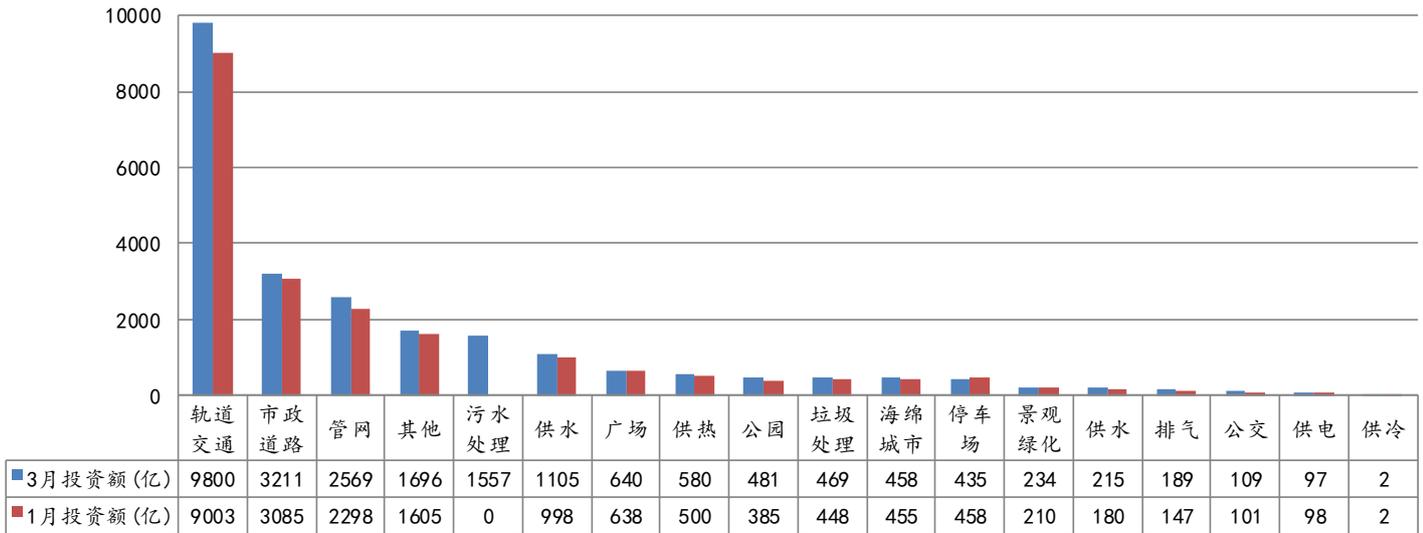
- **广东省：**目前无害化资质不到 100 万吨/年，仅为实际处理需求的 1/3-1/2；其中焚烧资质仅 5 万吨左右，仅为广东省焚烧需求的 1/4 左右。
- **江苏省：**全省下发的危废处置资质质量约 700 万吨/年，其中 90% 以上是资源综合利用类，无害化处置能力极度缺乏，不到实际处理需求的一半；其中焚烧资质仅 23 万吨/年，填埋 14 万吨/年，资质稀缺。

- 由于无害化处置能力稀缺、缺口仍然较大，工业危废行业自 14 年下半年以来呈现量价齐升态势，该格局在 16 年仍在持续；考虑新产能从规划到正式投产的周期较长（3-5 年），因而我们危废行业供需紧张格局在未来两年仍将持续。
- **新版危废名录发布，新增 117 种危险废物：**6 月 21 日，环保部修订发布了新版《国家危险废物名录》，新名录将危险废物调整为 46 大类别 479 种，较原名录新增 117 种危废；主要是对 HW11 精蒸馏残渣和 HW50 废催化剂类废物进行了细化。此外修订还新增了《危险废物豁免管理清单》，旨在提高管理效率。

PPP：项目库扩容，快速推广于水环境治理，关注落地情况

- **PPP 项目库扩容，投资金额大幅增加。**截至 16 年 3 月底，PPP 项目平台共发布 7721 个项目，投资金额达到 8.78 万亿。与 16 年 1 月末相比，市政工程、交通运输、旅游和教育等 4 个行业的新增项目数较多，分别为 876、128、85 和 41 个；市政工程、交通运输和水利建设等 3 个行业的新增投资较大，分别为 3235、2502 和 393 亿。
- **污水处理项目投资金额大幅增加。**2016 年 3 月底，市政工程 PPP 项目总计达 2704 个，投资总额为 2.38 万亿，其中污水处理、供水、垃圾处理细分行业的项目数分别为 647、319、226 个，占市政工程项目总数 44%，投资金额约占市政工程项目总额 20%。与 1 月末相比，增长率高达 48%，其中污水处理、供热、市政道路的新增项目较多；市政工程新增投资总计 3235 亿，污水处理、轨道交通、管网投资额分别增加 1557、797、126 亿。

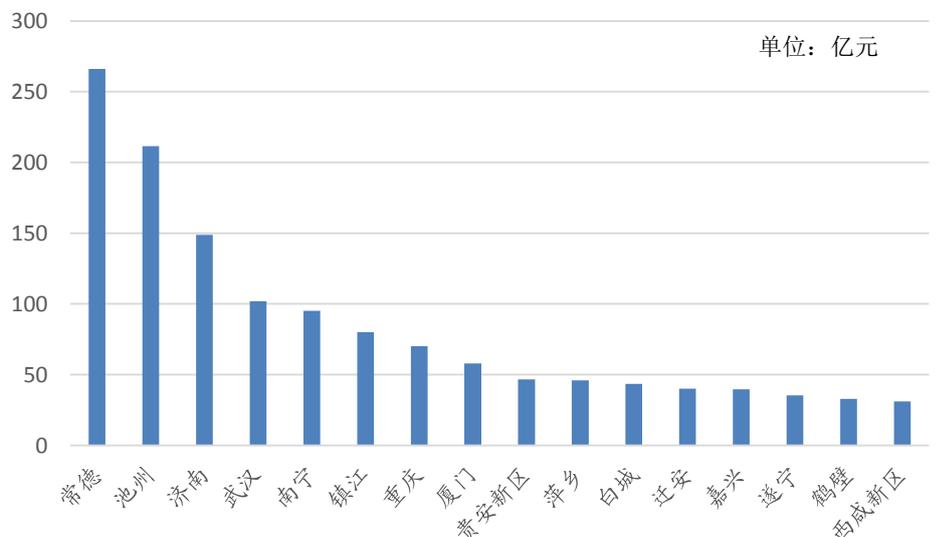
图表 7：市政工程类投资情况



来源：中泰证券研究所

- 截至 2016 年 5 月底，全国 PPP 项目总数已达 8665 个，总投资金额约 9.86 万亿，与 3 月的统计数据相比，PPP 项目数量增长 12.2%，总项目投资金额增长 12.6%，PPP 项目推广持续加速。
- 2016 年 PPP 订单仍处于快速释放周期，并从市政水务项目大规模复制到水环境综合治理含海绵城市、黑臭河治理等。
- 海绵城市：16 个试点城市先行开展，涉及总投资额 865 亿元。目前财政部、住建部、水利部已选择 16 个城市开展“海绵城市”建设试点，计划 3 年内投资 865 亿元，建设面积 450 多平方公里，在此基础上推出一批可复制、可推广的经验和模式。随着《指导意见》的下发和未来建设标准的进一步明晰，海绵城市建设有望加快。

图表 8： 16 个海绵城市建设试点城市的投资



来源：中泰证券研究所

- **黑臭河治理：**主要通过截污纳管、河道清淤、生态修复等方式进行治理，建立河道自净功能才是可持续之路。第一阶段是控源截污，包括清淤工作、源头治理，这是基础；第二阶段，需要大幅度提升水体自净能力，这又建立在以微生物为基础的生物链生态系统上，需要在河道内部建立高效直接净化体系，全面提升水质。
- **关注 PPP 项目落地情况：**我们细察近两年水环境治理 PPP 项目包里的子项目，除了污水处理厂、供水厂等成本能传导至终端的项目商业模式较为成熟，其他如管网建设、河道治理项目的长效付费机制尚不明确，目前阶段仍较为依赖于政府投入。而在目前财政紧张背景下，政府财力有限，需要进一步关注 PPP 项目的具体落地进展情况。

土壤修复：土十条出台，推动行业边际改善

- **5月31日，国务院正式印发《土壤污染防治行动计划》。**《行动计划》分别从工作目标、具体措施、监管责任、标准体系建设等方面进行了详细阐述，是土壤污染治理的纲领性政策。“土十条”下发后，预计后续相关配套政策将陆续出台（包括详细标准体系、修复成效评估办法、修复规划、修复项目库等），并推动试点项目逐步落地，行业发展存边际改善。
- **工作目标：**到2020年，受污染耕地安全利用率达到90%左右，污染地块安全利用率达到90%以上。到2030年，受污染耕地安全利用率达到95%以上，污染地块安全利用率达到95%以上。
- **调查先行，建设土壤环境质量监测网络，土壤监测企业受益。**2017年底前，完成土壤环境质量国控监测点位设置，建成国家土壤环境质量监测网络；2020年底前，实现土壤环境质量监测点位所有县(市、区)全覆盖。
- **立法进程加快，标准体系将逐步完善。**作为纲领性政策的土十条下发后，土壤污染防治法出台进程预计将加快；此外，农用地、建设用地等土壤环境质量标准也将陆续下发，为后续治理工作开展打下基础。
- **资金瓶颈问题有所缓解，但仍需进一步明晰：加大财政投入、设立专项基金。**中央和地方各级财政加大对土壤污染防治工作的支持力度；中央财政整合重金属污染防治专项资金等，设立土壤污染防治专项资金。
- **监管考核加严，实行目标责任制。**明确地方政府主体责任，各省(区、市)人民政府将签订土壤污染防治目标责任书，分解落实目标任务，2020年将对具体实施情况进行严格考核。
- **建设土壤污染防治先行区，到2020年，受污染耕地治理与修复面积达到1000万亩。**明确“谁污染，谁治理”原则，责任主体灭失或责任主

体不明确的，由所在地县级人民政府依法承担相关责任。以拟开发建设居住、商业、学校、医疗和养老机构等项目的污染地块为重点，开展治理与修复；在江西、湖北、湖南、广东、广西、四川、贵州、云南等省份污染耕地集中区域优先组织开展治理与修复。2016 年底前，在浙江省台州市、湖北省黄石市、湖南省常德市、广东省韶关市、广西壮族自治区河池市和贵州省铜仁市启动土壤污染综合防治先行区建设。

投资策略及各子版块重点公司

投资策略

- **投资策略：**整体板块维持谨慎观点，等待估值消化和压制因素改善，建议投资者蛰伏待春；从子行业选择方面，以景气度较高的细分为优先考虑，重点推荐危废处理；另外从“新”角度出发，考虑“土十条出台+十三五规划新增重点”，建议积极关注土壤修复主题。
- **各子版块重点公司：**危废-东江环保、雪浪环境；PPP-博世科、江南水务、环能科技；土壤修复-博世科、永清环保、高能环境。

重点公司估值表

类别	股票名称	投资评级	总市值	净利润（亿）				PE		
			亿元	2014A	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
危废处理	东江环保	买入	138.7	2.52	3.32	4.80	6.50	45.5	28.9	21.3
	雪浪环境	买入	42.8	0.46	0.56	0.92	1.33	75.7	46.5	32.1
水治理PPP	博世科	买入	42.3	0.31	0.43	0.72	1.08	92.4	58.7	39.3
	环能科技	增持	54.6	0.54	0.52	1.20	1.64	103.1	45.6	33.3
	江南水务	买入	75.3	1.77	2.7	3.50	4.50	13.1	21.5	16.7
土壤修复	博世科	买入	42.3	0.31	0.43	0.72	1.08	92.4	58.7	39.3
	高能环境	增持	91.0	1.16	1.06	1.73	2.55	40.6	52.6	35.7
	永清环保	增持	85.3	0.55	1.13	1.70	2.37	25.7	50.2	36.0

来源：中泰证券研究所

东江环保：剥离家电拆解，进一步聚焦无害化业务；大幅溢价引入国资，步入发展新征途

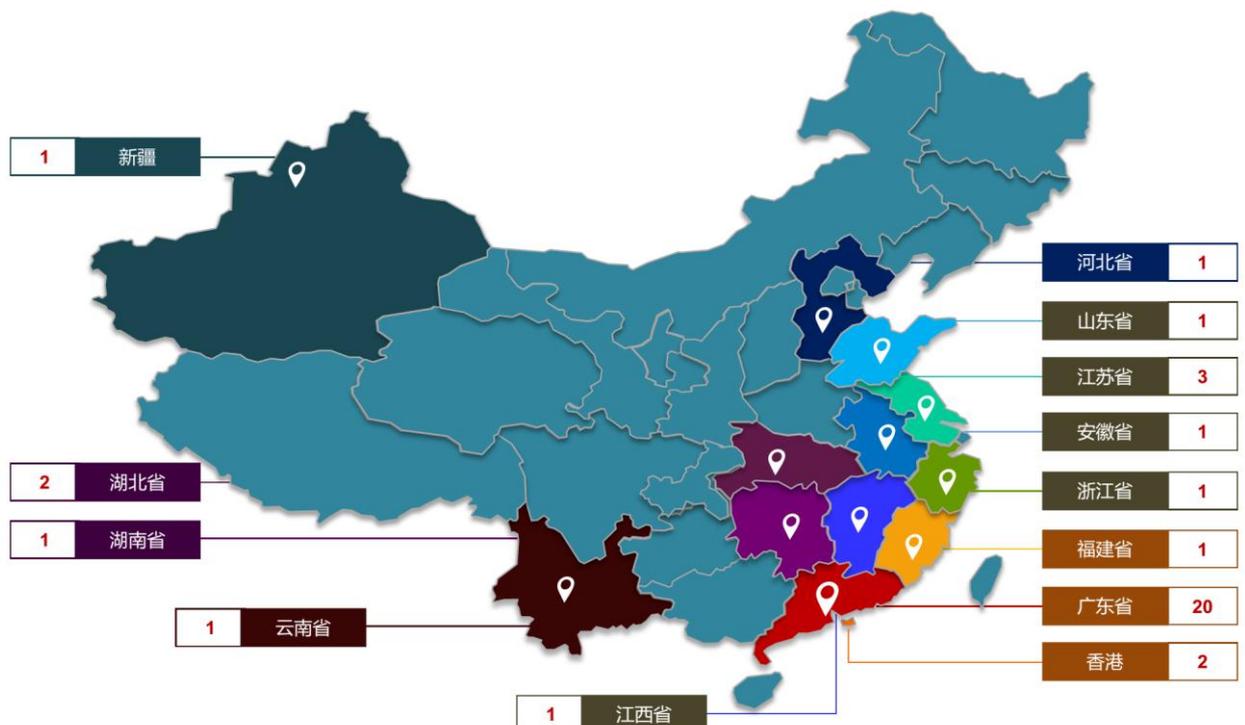
- **剥离家电拆解，进一步聚焦无害化业务。**4 月，公司公告剥离旗下家电拆解资产和业务，此次交易完成后公司将回笼现金约 8 亿并提升公司整体 ROE、改善应收账款情况，未来公司将进一步聚焦危废业务，特别是无害化处理。
- **大幅溢价引入国有资本，步入发展新征途：**6 月，公司公告拟将其持有的 6068.3 万股（占总股本 6.98%）协议转让给广晟公司，转让价格为 22.126 元/股（较公司停牌前股价 17.41 元溢价 27.09%）。根据约定，双方同意在符合条件的前提下由广晟公司继续受让张维仰先生所持东江

环保 6103 万股。此次广晟大幅溢价入股东江，彰显国有资本对公司危废龙头地位的肯定以及未来发展前景的看好；将进一步稳固公司危废龙头地位，建立起更加显著的竞争优势。

- **增强融资能力，国资背书、或降低公司融资成本。**
- **政府资源助力，战略地位进一步提高。**广晟资产为广东省属大型国有骨干企业，地位举足轻重，助于公司省内继续扩大市占率以及提高公司省外业务谈判时的地位

- **危废处理领域的龙头地位稳固。**公司自 1999 年成立以来，便专注于工业废弃物处理处置和资源化业务，14 年以来战略转型，将工业无害化处置业务作为业务发展重点。目前无论是从潍坊经营资质核定量还是区域布局上，均已奠定危废龙头地位。
 - **区域布局领先：**公司近两年来已形成以珠三角和长三角为核心的产业布局，“夯实珠三角、做大长三角、布局京津冀和中部市场”的战略规划稳步推进。未来将立足于已进入的 9 个省份（广东、江苏、浙江、福建、山东、江西、湖北、河北、新疆），通过新建、扩建项目，不断扩大在当地的市占率。
 - **危废资质处理量：**至 2015 年底，公司取得工业危废处理资质达 136 万吨/年，同比增长 89%，其中填埋、焚烧、物化等无害化处置能力达 65 万吨/年。目前公司在建+投运的危废产能合计共 220 万吨左右，预计 16 年公司核定处理量将增加至 175 万吨左右，按照规划，预计 2020 年核定处理量达到 350 万吨以上。

图表 9：东江环保区域布局领先，龙头地位稳固



来源：公司资料，中泰证券研究所

- **外延扩张步伐加快，华东地区业务布局深化。**公司自 14 年以来加快无害化业务外延扩张步伐，完成 4 个无害化项目收购，新进入厦门、新疆、江西等地。15 年以来继续加大外延扩张力度，完成 6 个无害化项目收购，（新增无害化处置能力约 33 万吨/年左右），在 14 年基础上又新进入河北、山东、湖北、珠海等地，并深化了华东区域的业务布局（江联环保、如东大恒），进一步提升在华东危废处理的市场份额以及综合竞争力。考虑危废行业的商业模式和区域性较强特征，未来公司将继续外延收购方式进入新省份。

图表 10：东江环保近两年无害化业务外延扩张加快

业务领域	收购时间	标的企业	完成后持股比例	增资及收购价格（百万元）	公司简介
无害化处置	2014.3	沿海固废	60.00%	51.20	主营业务包括处置医药企业产生的危险废物，现核准规模为危废焚烧6000吨/年，拟扩建至9000吨/年
	2014.6	厦门绿洲	60.00%	375.00	主营业务涵盖工业危险废物处理处置、医疗废物处置及废电器电子产品拆解；拥有年处理6,900吨的工业危险废物的处置（焚烧）能力及资质、8,400吨/年的医疗废物处置能力以及45,375吨/年的电器电子产品处理能力
	2014.8	克拉玛依	82.82%	5317.40	克拉玛依沃森拥有克拉玛依危险废物综合处置示范中心项目30年特许经营权，该项目总体危险废物处置规模为49,900吨/年，是本市唯一一座集焚烧、填埋及物化为一体的综合危废处置中心，预计2015年上半年建成投产
	2014.9	江西康泰	51.00%	3122.45	核准处理规模为2.96万吨/年，其中焚烧处理0.44万吨/年，固化填埋1.50万吨/年，物化处理1.00万吨/年，含汞废物收集、贮存0.02万吨/年；积累客户资源600余家。公司与江西省环保厅正式签订江西省危险废物处理处置特许经营权协议，项目设计规模为年处置危废量8.1万吨，项目建设期为2年，特许经营期为25年
	2015.3	湖北天银	60.00%	7350.00	100万台/年（单班）的废弃电器电子产品处理资质，处理产品类别为“四机一脑”，目前该项目已投产。无害化处理报废汽车车壳2万辆/年、拆解破碎报废汽车车壳5万辆/年，目前该项目已基本建设完成。危险废物35,000吨/年（其中焚烧4,000吨/年、物化及固化1000吨/年、废矿物油2万吨/年、含重金属污泥1万吨/年）目前处于建设期，预计2015年年底建设完成并投入试生产。2015年及2016年承诺净利润分别不低于1000万元及2000万元
	2015.5	珠海永兴盛	80.00%	220.10	业务涉及废有机溶剂、废矿物油、含铜废物等危废处理利用，以及废线路板/覆铜板等严控废物综合利用项目；拥有广东省环保厅颁发的危废经营资质（规模46270万吨/年）和严控废物处理许可证（7000吨/年）
	2015.6	河北睿韬环保	85.00%	85.00	主要从事危险废物的焚烧及物化处置和利用，拥有河北省综合类危废许可证，危废处理规模为9.06万吨/年（含二期7万吨拟建），其中焚烧处理2.96万吨/年（含二期2万吨拟建），物化处置及利用经营6.1万吨/年（含二期5万吨拟建）
	2015.9	山东潍坊蓝海环保	75.00%	94.00	东江蓝海公司未来将承接蓝海环保运营的一期项目危险废物综合利用项目，包括有机溶剂废物5000吨/年、废矿物油10000吨/年、废卤化有机溶剂1000吨/年、废有机溶剂9000吨/年。同时规划投资建设二期项目一危险废物焚烧及综合利用项目，拟建设内容至少包括焚烧3万吨/年、危险废物的物化处理6万吨/年、废矿物油的处理处置5万吨/年、废包装桶的处理处置20万只/年。二期项目预计2016年4月底前取得环评批复及立项批复
	2015.11	浙江江联环保	60.00%	75.56	江联环保目前拥有工业危废焚烧资质0.66万吨/年，医废处置20吨/日；此外危废焚烧二期项目（1.32万吨/年）将于2015年底前投入试运行，届时工业危险废物焚烧规模将达至1.98万吨/年。

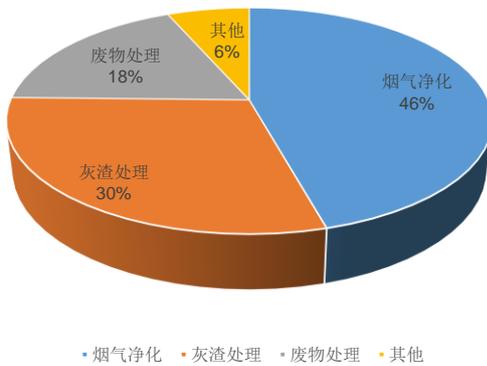
来源：公司资料，中泰证券研究所

- **成立东江环保产业并购基金，加快环保及关联业务板块发展。**16年3月，公司与国安基金、汇海远方共同全签订《东江环保产业并购基金框架协议》，共同设立东江环保产业并购基金，基金总规模30亿元，第一期规模为12亿元，由东江环保认缴2亿元劣后级资金。并购基金主要用于投资环保产业（包括水治理、固废治理、土壤修复、第三方环境服务等）领域内的优质企业以及资产，以此加快环保以及关联业务板块发展，扩大东江环保资产规模。

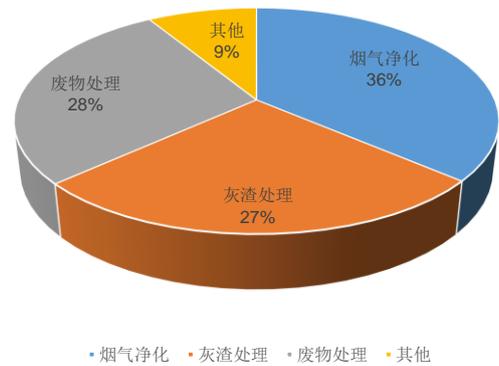
雪浪环境：转型危废，长三角危废版图初具雏形

- **烟气净化与灰渣处理龙头。**公司主营业务为烟气净化与灰渣处理系统设备，主要面向垃圾焚烧发电、钢铁冶金领域。公司占有国内垃圾焚烧烟气净化与灰渣处理系统 20% 左右的市场份额，下游客户包括光大、中电投、桑德、上海城投等。
- **转型危废，布局长三角。**考虑烟气净化行业天花板较为明显，公司自 14 年以来就开始转型危废处理，斥资 1.68 亿元收购无锡工废 51% 股权，成为无锡最大工业危废处置商，负责运营无锡桃花山和无锡惠山项目，正式进入危废领域。15 年公司实现危废处置业务收入 1.05 亿元，毛利 5518 万（毛利占比 28%），净利润 2923 万元（51% 股权）。

图表 11：15 年雪浪环境营业收入



图表 12：15 年雪浪环境营业毛利



来源：wind，中泰证券研究所

- **加速扩张，长三角危废版图逐步成型。**15 年以来在危废领域动作不断，接连拿下江苏南京汇丰、上海长盈、宜兴市凌霞固废项目，长三角危废版图扩张加速。目前公司正在筹划非公开发行股票事项，资本实力增强后利于后续进一步外延扩张。

图表 13：雪浪长三角危废布局

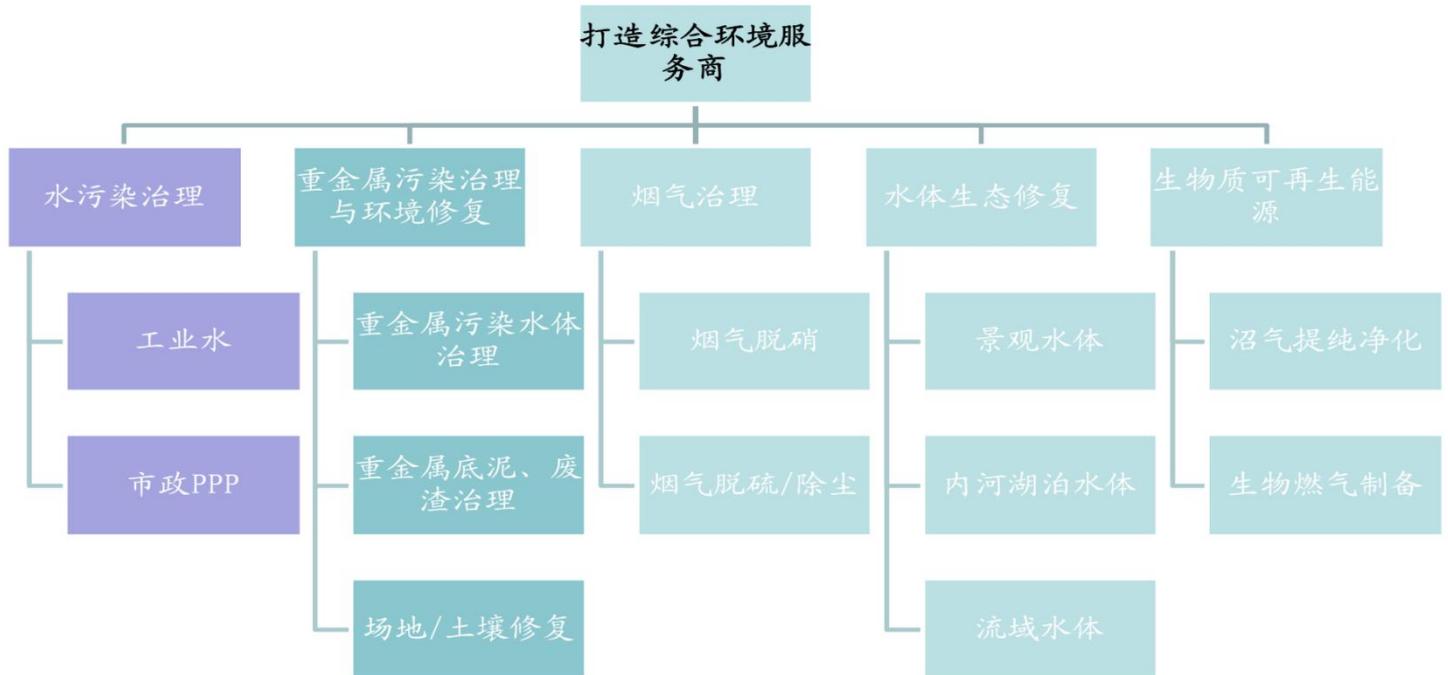
收购时间	标的企业	增资及收购金额	完成后持股比例	标的情况
2014年12月	无锡工废	1.68亿	51%	主营无锡市区工业废物和医疗废气物的安全焚烧处理，桃花山危废处理项目可处理危废3.42万吨/年（包括医疗废物0.4万吨），处置有机溶剂1.5万吨/年；惠山危废处理项目处理兼顺污泥以及危废处理，可处理9.9万吨污泥/年以及工业危废0.99万吨/年。15年实现收入1.05亿元，毛利5518万，净利润2923万元。
2015年8月	江苏汇丰	增资至1亿	51%	标的拟在南京市江南环保产业园开发危废处理项目，处置南京市及周边地区工业危险废物。预计于17年建成
2016年3月	上海长盈	7000万	20%	主营工业废弃物的收集、综合利用，焚烧处理残渣，技改从0.36万吨到5万吨焚烧，覆盖上海化工区奉贤分区、上海市工业综合开发区以及其它企业。18年有权优先收购剩余80%股权。
2016年5月	凌震固废	1.02亿	51%	主营为危废焚烧，持有19个HW处置号码资质，危废处理项目一期0.89万吨/年，项目二期规划年处理量3万吨。2016-2018业绩承诺1600/1700/1800万。

来源：中泰证券研究所

博世科：订单获取能力强、土壤修复开始发力

- 小而美的环保平台公司（工业水+市政 PPP+土壤修复），未来三年进入高速成长期。公司管理层均为科班出身，技术实力强、作风踏实，三大业务板块（工业水+市政 PPP+土壤修复）均具备较大看点，是 A 股环保板块中极具稀缺性的小而美的环保平台公司，未来三年进入高速成长期。
 - 工业水治理。以前端控制+末端治理的工业废水治理业务为核心，受益新环保法实施和监管加严，下游需求旺盛（主要为造纸行业）。
 - 转型市政 PPP。顺应行业 PPP 大趋势，已签订沅洪 PPP 供水项目（3 亿）、南宁/贺州/河池 PPP 项目《战略合作框架协议》，还将继续推进 PPP 项目拓展。
 - 土壤修复。公司立足广西、湖南两地，借助株洲清水塘和广西河池生态修复标杆项目，公司重金属污染治理业务有望在十三五期间迎来爆发。

图表 14：立足水污染治理，打造综合环境服务商



来源：中泰证券研究所

- **广西地区土壤修复领头者，土壤修复再下一城。**16年4月，公司与江苏省交通规划设计院组成投标联合体。成功中标南化公司搬迁地块土壤治理修复 EPC 项目。项目金额约为 2 亿元，项目规划修复地块共 1280.8 亩，修复的总土方量为 66.31 万立方米，其中一号地块约 519 亩，占总修复面积 40%，将于 2016 年 6 月 30 日前完成，2号地块 761.8 亩，将于 2016 年 10 月 30 日前完成。
- **整体接受广西环科院，新增环评新增长点。**16年5月，公司支付对价 3024 万元以整体接收广西省环科院环保公司的环评业务，同时整体接收所涉及的相关无形资产，包括但不限于客户资源、人力资源和环评技术等，为广西省最大、最全的环评业务。
- **订单获取能力强，在手充裕订单保证未来成长。**在项目承接方面，公司 15 年发力水处理 PPP，全年签订合同额 12.13 亿元，目前公司在手未执行合同额累计达到 17 亿，保证未来两年业绩高增。公司今年除了继续加大水处理 PPP 订单拓展力度（市政&工业园区），将在土壤治理领域持续发力，预计今年新签订单将超过 15 年。
- **定增 5.5 亿，提供资金保障。**公司 1 月公布非公开发行预案，拟非公开发行股票数量不超过 2,500 万股，募集资金 5.5 亿元，分别用于泗洪和花垣供水 PPP 项目（合计 3.9 亿元），以及补充流动资金（1.6 亿元）；其中实际控制人参与不低于 20%，彰显发展信心。目前该方案已获证监会受理。

江南水务：成立环保产业基金，PPP 对外扩张或提速

- 16 年 3 月，公司联手华控赛格、环能德美、内蒙古泰弘生态共同发起设立 PPP 项目投资运作的产业基金，基金总规模 50 亿元，首期规模 15 亿元，其中江南水务出资 2 亿元，占首期出资比例 13.33%。产业基金将投向华控赛格中标的“海绵城市”、“黑臭水体”等环保部试点 PPP 项目以及环保技术研发、高端设备制造及环境监测评估机构的股权投资等。
- **借力华控赛格，或积极参与海绵城市建设。**华控赛格子清控人居依托清华大学，提供海绵城市规划咨询、工程建设、运营管理和投资的全产业链服务，项目资源和经验丰富，与迁安市、萍乡市、贵安新区、池州市等第一批海绵城市建设试点开展合作。此次与华控赛格共同成立产业基金，公司或借助华控赛格在海绵城市建设中的项目经验和资源，跨出江阴、积极参与到海绵城市建设中
- **现有资产盈利能力突出，奠定股价安全边际：**1) 水务资产盈利能力突出，每年贡献稳定现金流，水价存 7-10% 提价空间。2) 工程业务快速增长：受益于管道工程增加以及水厂改造和新建水厂工程业务增长，贡献增量收入。
 - **水务资产提供稳定现金流：**目前公司供水能力 116 万吨/日，供水业务毛利率 55% 左右，漏损率、能耗等指标均好于行业平均。
 - **工程业务增长较快：**受益市政管道工程、城市小区二次加压改造等建设，公司工程业务收入增长较快，每年都有约 2.5 亿左右工程收入；16-17 年由于绮山应急备用水源工程项目（9 亿）的实施，还有额外增量贡献。
 - **仅考虑公司目前存量水务资产和工程业务收入，我们预计公司 16-17 年利润 3.5 亿、4.4 亿。目前公司在手现金 14 亿，扣除现金后公司实际市值仅 60 亿，奠定股价极高安全边际。**
- **开启价值重估之路：**1) 存量供水资产和工程业务已保证 16-17 年 25% 复合增速。2) 现金使用效率提高带来增量利润贡献，迎来业绩估值双击。公司目前在手现金 14 亿，以 3:7 杠杆测算，可撬动 47 亿工程业务，贡献 4.7 亿净利润（假设 10% 净利率），再造一个江南水务。此外，外延扩张之路开启打开增长空间，助于提升估值中枢。

环能科技：接连收购，水环境治理全产业链布局

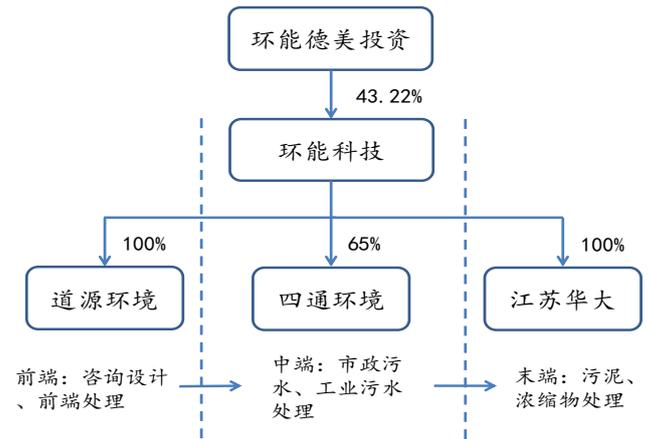
- 公司上市以来，加码水处理产业链布局，继 15 年收购江苏华大步入污泥处理领域之后，于 16 年 3 月 31 日继续收购市政污水处理专家四通环境 65% 股权以及具有工程设计资质的道源环境 100% 股权，实现咨询设计、前端预处理、污水处理、污泥处置的全产业链布局，水环境治理平台初具雏形。

图表 15: 上市以来收购不断

收购时间	标的企业	收购价格	公司简介
2015.6	江苏华大	3.83亿	江苏华大为国内离心设备制造领域技术领军企业，产品应用于污水处理、化工、制药、食品等多个领域，特别是在离心机大型化的研发上处于行业前列；2014年江苏华大实现营业收入1.77亿元，净利润2044万元，15-17年江苏华大的业绩承诺为3000、3300、3700万元
2016.3	四通环境	2.15亿	四通环境主要从事市政污水处理投资运营和污水处理工程总包服务，目前污水处理能力共计20.34万吨/日，其中已投运5万吨/日，在建和拟建项目15.34万吨。四通环境2016-2018年业绩承诺为1700、2500、2800万元
2016.3	道源环境	900万	道源环境持有工程前期咨询、设计相关资质，并已成功完成各类工程近200个项目

来源：公开资料，中泰证券研究所

图表 16: 环能科技水处理全产业链布局



- **成立产业基金，联合水务行业各巨头提前布局海绵城市建设和黑臭河治理。**公司自上市之后先后三次参与成立产业基金，通过产业基金形式牵手水务行业资源方，借助巨头之力提前布局海绵城市建设和黑臭河治理。15年下半年先后参与成立首都水环境治理基金（出资比例5%）以及环能睿泽环境产业基金（出资比例10%）；16年3月联手华控赛格、江南水务、内蒙古泰弘生态共同发起设立PPP项目投资运作的产业基金，首期规模15亿元（出资比例2%），产业基金将投向华控赛格中标的“海绵城市”、“黑臭水体”等环保部试点PPP项目等。
- 公司目前运营的水环境治理项目约为30万吨/日；今年1月斩获深圳市茅洲河流域（宝安片区）河道水质提升服务项目污水处理设备提供及相关运营管理技术服务，该项目合同总价5520万元，污水总处理规模约为9.2万m³/日。考虑公司水处理平台搭建已初具雏形，并通过产业基金形式深度参与到海绵城市和黑臭河治理当中，未来项目拓展进度可期。