

高能环境 (603588)

高增长如期兑现, 土壤修复龙头再腾飞 买入 (首次)

2017年4月7日

盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,565	4,009	6,288	9,248
同比(+/-%)	53.6%	156.2%	56.9%	47.1%
净利润(百万元)	156	401	612	863
同比(+/-%)	47.1%	156.0%	52.7%	41.0%
毛利率(%)	27.4%	27.0%	26.0%	26.0%
净资产收益率(%)	7.9%	17.6%	22.2%	25.2%
每股收益(元)	0.47	1.21	1.85	2.61
PE	68.60	26.64	17.43	12.35
PB	5.29	4.57	3.78	3.04

资料来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

投资要点

- **16年高增长如期兑现, 17年在手订单进入集中释放期。** 1) 环境修复、城市环境、工业环境三大业务板块全面增长; 2) 销售、管理费用占比下降, 彰显公司良好费用管控能力; 3) 在手土壤修复订单合计超过 15 亿, 2017 年进入集中释放期; 4) 预计 2017 年公司净利润有望达到 4 亿左右。
- **公司分析: 技术+管理+项目, 奠定土壤修复行业龙头地位。** 1) 核心竞争力一: 先进技术水平+资深研发团队, 是公司立足之本; 2) 核心竞争力二: 专业化施工+精细化管理, 是项目实施的关键所在; 3) 核心竞争力三: 项目经验+品牌优势, 是公司持续斩获订单的保障; 4) 核心竞争力四: 上市平台+资金优势, 为公司发展提供充足助力。
- **政策+资金加速土壤修复行业释放, 公司作为龙头率先获益:** 我国土壤修复的市场空间为万亿级别, 进入 2016 年以来: 1) **中央政策层面**, “土十条”业已出台, 市场对于《土壤污染防治法》及相关配套细则在 2017 年出台的预期较强; 2) **地方政策层面**, 北京、山西、河北等多个省市已经出台土壤污染防治工作方案; 3) **专项资金层面**, 2016 年大幅增加至 90 亿, 在资金支持下预计 2017 年土壤修复市场规模将有望达到 200 亿; 4) **产业发展层面**, 行业自发性需求助力市场空间释放, 因此我们结合多方面因素判断, **未来 3-5 年土壤修复领域维持高景气度是大概率事件, 预计到“十三五”末土壤修复行业年均增速维持在 50% 以上**, 公司作为行业龙头将率先获益。
- **危废处置、垃圾焚烧协同发展, 稳定运营后可平滑公司业绩波动:** 1) 危废处置项目相继落地, 战略型布局逐步形成; 2) 垃圾焚烧精挑细选, 斩获多个优质项目。
- **盈利预测:** 资产负债率达到公司自上市以来最高点, 此前未进行过股权融资; 限制性股票激励计划一期将于下个月解锁, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.21、1.85、2.61 元, 对应 PE 分别为 27、17、12 倍, 首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 土壤修复订单释放周期长于预期、垃圾焚烧项目进展不达预期、应收账款坏账风险。

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.24
一年最低价/最高价	24.46/ 36.33
市净率(倍)	5.29
流通 A 股市值(百万元)	7404

基础数据

每股净资产(元)	5.95
资本负债率(%)	52.3
总股本(百万股)	331
流通 A 股(百万股)	243

相关研究

目录

1. 高增长如期兑现，17 年在手订单集中释放	4
2. 公司分析：技术+管理+项目，奠定土壤修复行业龙头地位	5
2.1. 核心竞争力一：先进技术水平+资深研发团队，是公司立足之本	6
2.2. 核心竞争力二：专业化施工+精细化管理，是项目实施的关键所在	6
2.3. 核心竞争力三：项目经验+品牌优势，是公司持续斩获订单的保障	6
2.4. 核心竞争力四：上市平台+资金优势，为公司发展提供充足助力	7
3. 政策+资金加速土壤修复行业释放，公司作为龙头率先获益	7
3.1. 市场空间：耕地+工业+矿区修复空间合计 4.6 万亿	8
3.2. 中央政策：“土十条”之后，《土法》呼之欲出	9
3.3. 地方政策：多个省市出台土壤污染防治工作方案	9
3.4. 专项资金：17 年土壤专项资金规模有望继续增加	9
3.5. 产业发展：自发性需求为订单持续释放提供保障	10
4. 危废处置、垃圾焚烧协同发展，稳定运营后可平滑公司业绩波动	11
5. 上市以来未有股权融资，资产负债率创新高	13
6. 盈利预测与估值	13
7. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 2011-2016 公司收入和净利润情况 (百万)	4
图表 2: 2011-2016 公司的毛利率和净利率情况	4
图表 3: 2011-2016 公司各业务板块收入 (百万)	5
图表 4: 2011-2016 公司各业务板块增速情况	5
图表 5: 公司发展历程大致可分为三个时期	5
图表 6: 公司获得的多项荣誉证书	5
图表 7: 固体废物填埋屏障系统示意图	7
图表 8: 固体封场生态屏障系统示意图	7
图表 9: 我国土壤污染普查数据: 超标率 16.1%	8
图表 10: 污染问题集中于耕地、工业和矿业土地	8
图表 11: 我国土壤修复潜在市场空间预测	9
图表 12: 公司 2015 年和 2016 年新增环境修复类订单 (亿元)	10
图表 13: 公司通过“新建+并购”获取多个危废处置项目和公司	11
图表 14: 公司 2015 年和 2016 年新签的垃圾焚烧项目	12
图表 15: 土壤修复行业可比公司估值情况	13

1. 高增长如期兑现，17 年在手订单集中释放

16 年年报发布，环境修复、城市环境、工业环境三大业务板块全面增长：1) 环境修复为核心，实现收入 4.98 亿，同比增长 43.39%，受到个别低毛利率修复项目拖累，该业务整体毛利率下降 7.64 个百分点；2) 工业环境为重点，实现收入 6.44 亿，同比增长 87.48%，一方面是在手工业项目进展顺利，另一方面部分前期布局的危废项目进入运营期，提振该业务整理毛利率 5.45 个百分点；3) 城市环境协同发展，实现收入 4.22 亿，同比增长 28.95%，目前在手多个垃圾焚烧项目已经进入全面建设阶段，由于行业竞争加剧导致部分运营项目毛利率较低，拖累该业务整体毛利率下降 5.02 个百分点。

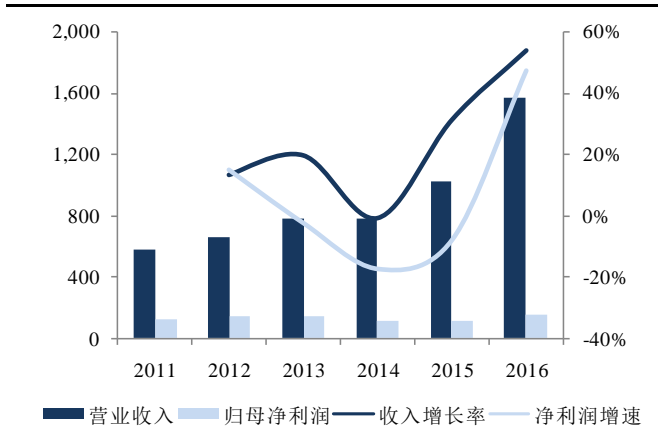
销售、管理费用占比下降，彰显公司良好费用管控能力：1) 公司营收、净利润大幅增长的同时，销售、管理费用占比分别为 3.18%、11.17%，同比下降 0.99、1.29 个百分点，彰显公司管理层良好的费用管控能力；2) 财务费用占比为 1.55%，同比增长 186.41%，主要是由于上年同期募集资金到位及时偿还银行贷款，利息支出大幅减少，而报告期发行短期融资券及新增银行借款，利息支出大幅增加。3) 研发费用方面，公司一直秉承“技术创新是第一核心竞争力”的理念，报告期内研发投入经费 0.43 亿，同比增长 65.60%，占比营收为 2.72%，同比增长 0.19 个百分点。

在手土壤修复订单合计超过 15 亿，2017 年进入集中释放期：我们通过搜集公司公告和部分招投标网站信息获知，2016 年公司新签土壤修复订单合计为 15.63 亿，考虑到土壤修复项目的释放周期一般为 0.5-1.5 年，因此预计公司在手订单将于 2017 年进入集中释放期，保守估计土壤修复业务营收和净利润将实现 100% 以上增长。

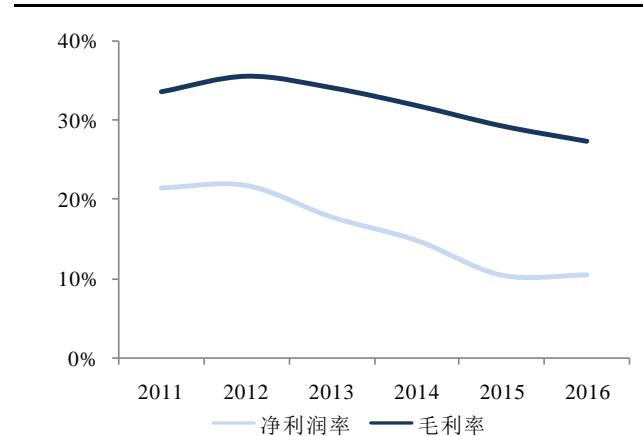
在手土壤修复订单集中释放+垃圾焚烧项目全面开工，预计 2017 年公司净利润有望达到 4 亿左右。1) 土壤修复业务有望贡献净利润 1.5 亿，公司目前在手未确认订单超过 10 亿，考虑 2017 年新签订单可部分确认收入，预计土壤修复板块合计贡献净利润 1.5 亿；2) 垃圾焚烧业务有望贡献净利润 1.25-1.50 亿，根据公司年报披露，2016 年，泗洪项目已进入全面建设阶段、贺州和和田项目进入实质审核阶段，那么随着公司在手垃圾焚烧项目集中于 2017 年开工，预计垃圾焚烧板块可贡献净利润 1.25-1.50 亿；3) 危废处置业务有望贡献净利润 0.35-0.55 亿，公司在手危废处置牌照量已达到 22.66 万吨，其中靖远宏达和新德环保已于 2016 年开始贡献业绩，预计 2017 年公司危废业务板块可贡献净利润 0.35-0.55 亿；4) 工业环境业务（危废处置之外）有望贡献净利润 0.3-0.5 亿；5) 持有玉禾田 19.27% 股权、伏泰科技 13.80% 股权投资收益有望达到 0.4 亿，加总后公司 2017 年净利润有望达到 3.80-4.45 亿元。

图表 1：2011-2016 公司收入和净利润情况（百万）

图表 2：2011-2016 公司的毛利率和净利率情况

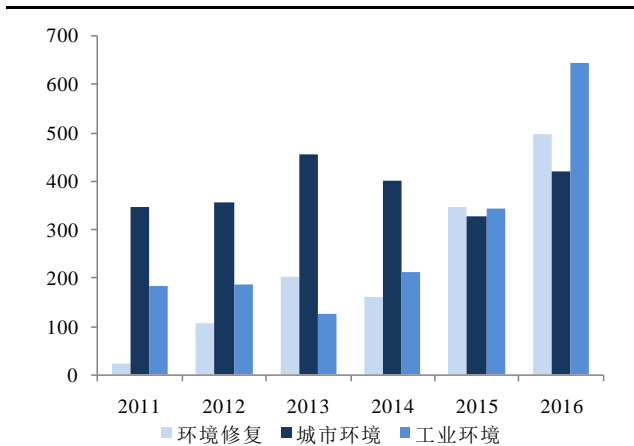


资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所



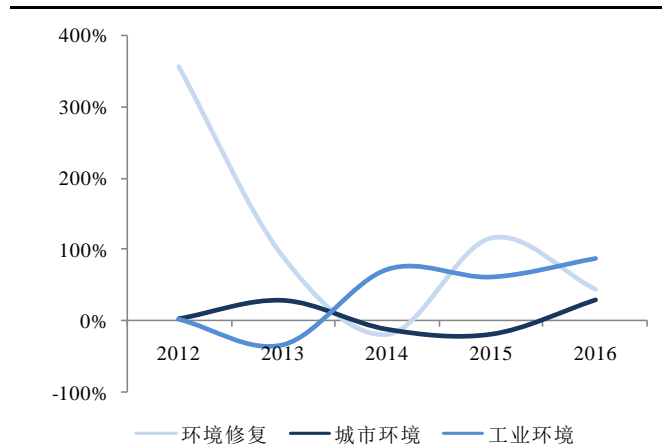
资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 3：2011-2016 公司各业务板块收入（百万）



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 4：2011-2016 公司各业务板块增速情况



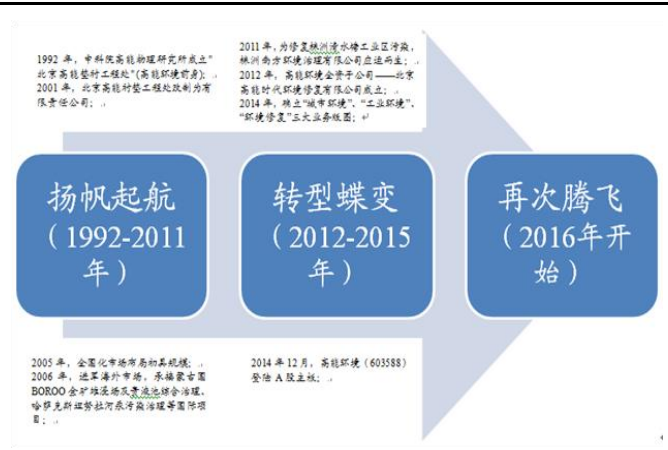
资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

2. 公司分析：技术+管理+项目，奠定土壤修复行业龙头地位

公司自 1992 年成立以来，通过国外引进和自主研发，储备了包括固体废物填埋屏障系统、封场生态屏障系统、废液厌氧屏障系统等多项环境修复的核心技术，累计完成 600 项国内外大型环保工程，获得多项奖励和荣誉称号；同时与国内外多家知名科研院所和环保企业建立了长期战略合作关系，拥有完备的环保技术研发咨询团队和工程服务管理团队，并培养了一批经验丰富、获得国内外认证的高级技师，在环境综合治理行业中的龙头地位进一步巩固和强化。

图表 5：公司发展历程大致可分为三个时期

图表 6：公司获得的多项荣誉证书



资料来源：公司网站，东吴证券研究所



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

2.1. 核心竞争力一：先进技术水平+资深研发团队，是公司立足之本

公司在建立之初主要依靠中国科学院高能物理研究所的专业科研团队，在20余年的发展过程中，逐步建立了以技术委员会为主体、专家委员会和管理委员会为指导的开放性研发体系，通过不断引进国内外高端技术人才，扩充技术研发队伍，优化研发组织结构，不断拓展研发领域。根据公司年报内容披露，仅2016年公司就申请专利108项，获得“BGE第三代垃圾焚烧技术”等6项北京市新技术新产品认证，参编国家标准、规范、导则共计25项，其中环境修复领域参编环保部标准3项，取得6项北京市新技术新产品认证，各项技术均达到国内领先水平，部分技术达到国际先进水平。

2.2. 核心竞争力二：专业化施工+精细化管理，是项目实施的关键所在

公司拥有行业领先的专业施工团队，培养了一支近300人的高素质、高技能、经验丰富的施工管理队伍和技术工人队伍，其中包括20多位国际焊接技师、40多位高级焊接技师、60多位中级焊接技师、30多位经验丰富的项目经理。他们在应对不同技术难题、不同工程环境、复杂施工节点及关键施工工艺方面具备专长、工法和经验，是公司在保证工程质量及开拓新领域、新技术、新方法、新工艺上的强大支持。同时，公司核心管理团队年富力强、经验丰富，多年从业经验和成熟完善的运作机制确保公司始终把握环境治理行业发展的大方向。

2.3. 核心竞争力三：项目经验+品牌优势，是公司持续斩获订单的保障

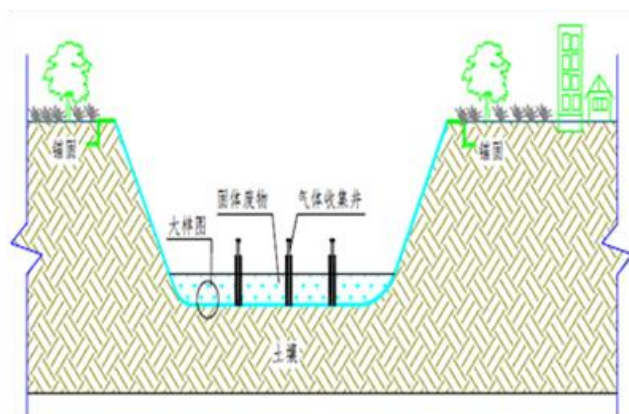
公司凭借品牌优势和专业化服务体系，在24年的发展历程中已经成

功实施了 600 个环保工程项目，其中近百个项目获得国内外机构授予的重点和精品工程荣誉称号，这些项目技术含量高、实施难度大，不仅使公司积累了丰富的项目实施经验，而且为公司赢得了良好的市场声誉，是在行业竞争不断加剧的今天，公司仍然能够持续斩获大型和优质环保工程项目的重要保障。

2.4. 核心竞争力四：上市平台+资金优势，为公司发展提供充足助力

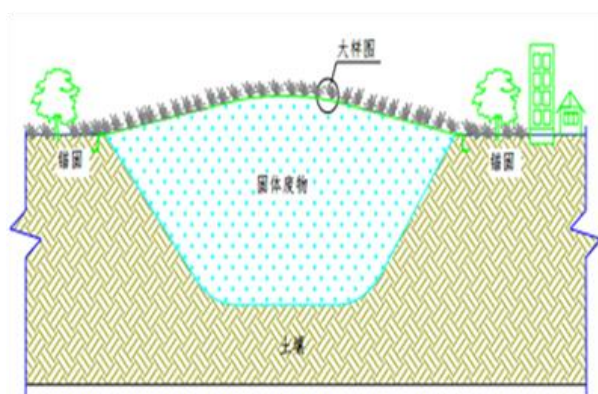
目前土壤修复领域的上市公司标的比较稀缺，仅有三家（由于建工修复正在 IPO 排队过程中，具体上市时间尚不能确定，因此未纳入考虑中）：高能环境、永清环保、博世科，其中高能环境自成立以来一直深耕土壤修复领域，无论在技术储备、人员培养，还是项目经验方面均具备巨大优势，上市后公司市场影响力进一步扩大，原本限制公司快速发展的资金瓶颈得到破除，伴随着公司战略落实和转型完成，业绩增长将进入快车道。

图表 7：固体废物填埋屏障系统示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 8：固体封场生态屏障系统示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

3. 政策+资金加速土壤修复行业释放，公司作为龙头率先获益

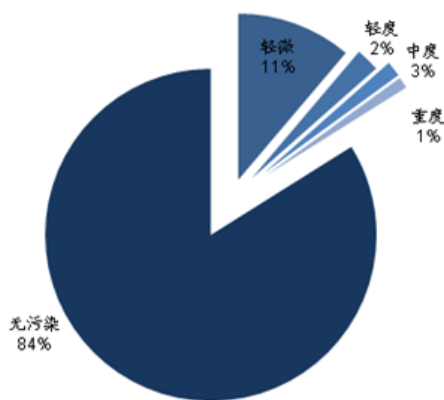
我们根据《全国土壤污染状况调查公报》的数据测算，我国土壤修复的市场空间为万亿级别，进入 2016 年以来：1) **中央政策层面**，“土十条”业已出台，市场对于《土壤污染防治法》及相关配套细则在 2017 年出台的预期较强；2) **地方政策层面**，北京、山西、河北等多个省市已经出台土壤污染防治工作方案；3) **专项资金层面**，2016 年大幅增加至 90 亿，在资金支持下预计 2017 年土壤修复市场规模将有望达到 200 亿；4) **产业发展层面**，行业自发性需求助力市场空间释放，因此我们结合多方面因素判断，未来 3-5 年土壤修复领域维持高景气度是大概率事件，预

计到“十三五”末土壤修复行业年均增速维持在 50% 以上，公司作为行业龙头将率先获益。

3.1. 市场空间：耕地+工业+矿区修复空间合计 4.6 万亿

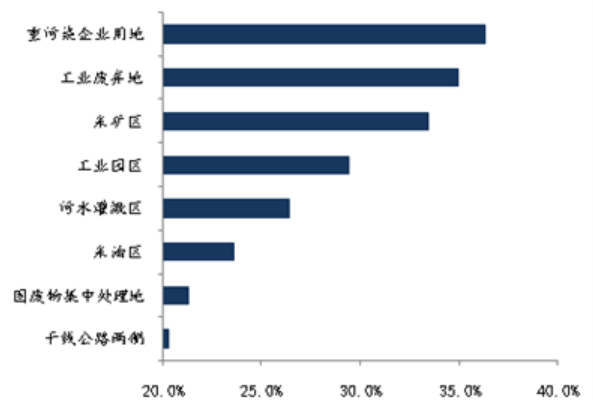
2014 年 4 月，环保部和国土资源部联合发布了《全国土壤污染状况调查公报》，此次调查始于 2006 年，实际调查面积超过 630 万平方公里，占我国陆地国土面积的近 70%。根据《调查公报》显示，我国土壤的总体超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5% 和 1.1%。

图表 9：我国土壤污染普查数据：超标率 16.1%



资料来源：《全国土壤污染状况调查公报》、东吴证券研究所

图表 10：污染问题集中于耕地、工业和矿业土地



资料来源：《全国土壤污染状况调查公报》、东吴证券研究所

根据我们的测算，土壤修复的市场空间高达 4.6 万亿元。《调查公报》的数据显示，目前土壤污染问题主要集中于耕地、工业土地和矿业废弃土地等领域，其中耕地点位超标率为 19.2%、重污染企业用地和废弃工业用地点位超标率约为 35%、采矿区点位超标率为 33%。我们按照全国耕地面积 20.3 亿亩、工业用地和矿区用地面积 0.4 亿亩的数据进行计算，预计中国全部土壤环境修复市场空间高达 4.6 万亿元。

耕地污染治理投资需求约为 3.8 万亿：1) 重度污染耕地面积为 0.22 亿亩，修复成本为 60000 元/亩，对应市场空间 13378 亿元；2) 中度污染耕地面积为 0.36 亿亩，修复成本为 30000 元/亩，对应市场空间 10946 亿元；3) 轻度污染耕地面积为 0.57 亿亩，修复成本为 10000 元/亩，对应市场空间 5676 亿元；4) 轻微污染耕地面积为 2.78 亿亩，修复成本为 3000 元/亩，对应市场空间 8331 亿元。四者加总，耕地修复的市场空间约为 38331 亿元。

工业用地+矿区治理修复市场空间约为 8000 亿元：从环保部《全国土壤污染状况调查公报》的数据来看，工业用地和矿区土地的污染程度

远高于耕地，另一方面工矿土地的污染物治理难度也高于耕地，使得单位面积治理成本高企，我们估计修复成本可能约为2万元/亩左右，据此计算工业用地+矿区治理修复市场空间为8000亿元。

图表 11：我国土壤修复潜在市场空间预测

土壤类型	超标率 (%)	污染面积 (亿亩)	修复成本 (元/亩)	市场空间 (亿元)
重度污染耕地	1.1	0.22	60000	13378
中度污染耕地	1.8	0.36	30000	10946
轻度污染耕地	2.8	0.57	10000	5676
轻微污染耕地	13.7	2.78	3000	8331
工业用地+采矿区	-	0.40	20000	8000
合计	-	4.33	-	46331

资料来源：东吴证券研究所

3.2. 中央政策：“土十条”之后，《土法》呼之欲出

2016年5月28日，《土壤污染防治行动计划》（“土十条”）正式发布，之后《土壤污染防治法（草稿）》已完成并列入全国人大2017年立法计划，市场对于《土壤污染防治法》在2017年落地的预期较强。“土十条”和《土壤污染防治法》是专门用于保护土壤环境的政策法规，后续将持续落地的还包括农用地和集中式饮用水水源地土壤环境保护、新增建设用地土壤环境调查、被污染地块环境监管管理办法等相关实施细则。我们分析认为，“十三五”期间，伴随着“土十条”、《土壤污染防治法》等中央政策的出台以及相关实施细则的逐步落实，土壤修复行业空缺已久的行业标准和监管体系将有效建立。

3.3. 地方政策：多个省市出台土壤污染防治工作方案

截至2016年底，按照“土十条”的要求，全国所有省（区、市）均已完成本地区土壤污染防治工作方案编制工作。其中，北京等17个省（区、市）工作方案已经发布，山西等6个省（区、市）工作方案已通过省政府审议即将发布，河北等8个省（区、市）工作方案已提交省政府待审议。在地方政府中，采用“先行先试”的原则，选取具有典型代表性的地区，开展先行区建设，主要目的是在土壤污染源预防、风险管控、治理与修复、监管能力建设等方面进行探索。浙江台州、湖北黄石、湖南常德、广东韶关、广西河池和贵州铜仁等6市要开展土壤污染综合防治先行区建设，京津冀、长三角、珠三角也可因地制宜开展先行区建设。在环保部的指导下，截至2017年初，6个先行区已基本完成建设方案编制，部分方案已批准实施，福建等地还自行开展了先行区建设。

3.4. 专项资金：17年土壤专项资金规模有望继续增加

“土十条”发布之后，由于中央政府大幅提高土壤治理专项基金预算，因此 2016 年土壤专项资金规模已达到 90.89 亿，相比此前 37 亿/年的资金规模增长 145.65%。展望 2017 年，我们认为土壤专项资金仍保持如此高增速的可能性不大，但是资金规模持续增加的趋势不会发生逆转，在中央专项和地方配套资金支持下，预计 2017 年土壤修复市场规模有望达到 200 亿。

3.5. 产业发展：自发性需求为订单持续释放提供保障

我们通过拜访行业专家，总结观点：从产业发展和行业趋势来看，2016 年以来土壤修复市场释放速度加快，部分是由于“土十条”政策的催化，但是更多还是来自于经济发展水平到了一定程度之后，政府和人民对于环境质量的要求在不断提升，此前在发展过程中积压的土壤污染问题日益被重视；从公司在手订单来看，“土十条”出台前获取的订单金额占到目前在手订单总额的 70%，充分验证订单更多来自于行业自发性需求的释放，因此行业空间和订单释放具备较强的可持续性。综合政策、资金、行业、公司等多方面因素分析，我们认为未来 3-5 年内，土壤修复行业仍将维持较高景气度，行业空间加速释放的趋势较为确定，预计到“十三五”末土壤修复行业年均增速维持在 50% 以上，公司作为土壤修复领域的龙头企业，将充分获益。

图表 12：公司 2015 年和 2016 年新增环境修复类订单（亿元）

时间	项目名称	项目内容	金额
15.8	腾格里经济技术开发区旧工业区废弃地芒硝湖场地综合修复治理工程		0.48
15.8	天津港爆炸事故某冷库冷藏肉填埋场项目		
15.9	容里电镀城受污染场地土壤修复试点示范项目	场地调查费为 0.02 亿，修复价格为 950.66 元/立方米	
15.10	兰州市自来水管线(兰州石化公司厂区周边自流沟段)周边地下水和土壤污染修复工程第一标段		
15.11	扶绥县中东镇录井铅锌矿区历史遗留重金属污染综合治理项目		0.2
15.11	义乌塔山二期填埋场封场及生态修复工程		0.16
15.11	靖江市马桥镇原侯河石油化工厂场地环境综合治理工程		
15.12	广州广日电梯工业有限公司污染场地土壤修复项目		0.05
15 年合计			0.89
16.1	钟祥市南泉河重金属污染治理项目		0.75
16.3	上海桃浦科技智慧城核心区场地污染土壤与地下水修复工程		0.92

16.3	淮安市白马湖上游九条中小河道整治及生态修复工程 PPP 项目	公司持股 44.10%，特许经营期为 10 年(含建设期)	5.8
16.3	蕲春县 2015 年度废弃矿山场地土壤污染治理与修复示范项目		0.14
16.3	河池市金城江区原五圩三境砒霜厂旧址无害化处置项目		0.09
16.3	长春市长发置业有限公司热电一厂原址土地综合治理项目		1.23
16.4	西宁市中星化工厂铬污染场地治理项目		1.4
16.5	泸州市铬渣场地生态修复工程		0.37
16.5	恩施市城市生活垃圾填埋场(堰塘湾)设备采购及安装项目		0.08
16.6	苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤修复项目	总工期为 550 天	2.59
16.6	苏州七子山垃圾填埋场污泥塘治理修复服务外包项目	总工期为 360 天	1.17
16.6	太原市小店区污灌区重金属污染农田土壤修复示范项目		0.05
16.6	太仓市生活垃圾无害化应急卫生填埋场项目	总工期为 180 天	0.28
16.7	青岛市李沧区场地土壤污染治理与修复项目	总工期为 120 天	0.22
16.8	曲靖银发危险废物集中处置中心	总工期为 90 天	0.12
16.8	河北盛华化工有限公司原厂址场地污染修复		0.42
16 年合计			15.63

资料来源：中国建设工程招标网、中国招标网、公司公告、东吴证券研究所

4. 危废处置、垃圾焚烧协同发展，稳定运营后可平滑公司业绩波动

危废处置：项目相继落地，战略型布局逐步形成。2016 年以来，公司通过“并购+新建”的方式，先后完成新德环保、宁波大地、靖远宏达项目的收购，参股设立科领环保，合资组建菏泽高能，截至目前在手多个危废处置项目，拥有危废处置资质 22.66 万吨/年。我们分析认为，公司已将危废处置作为极为重要的战略性布局，并已在该业务领域倾注了大量的资源和精力，目前项目管理团队在长三角、珠三角、东三省等地区进行广泛的洽谈和合作，预计未来仍将有优质的危废处置项目持续落地。

图表 13：公司通过“新建+并购”获取多个危废处置项目和公司

时间	项目名称	项目情况
----	------	------

16.2	杭州新德环保科技有限公司	公司持股 51%，新建 3 万吨/年综合利用
16.4	菏泽高能洪业环保科技有限公司	公司持股比例为 70%
16.4	内蒙古科领环保股份有限公司	公司持股 24%，打造以危险废物处置、工业废水污染治理等为主的综合性环境服务平台
16.4	宁波大地化工环保有限公司	公司持股 51%
16.7	靖远宏达矿业有限责任公司	公司持股 51%，处理资质为 17.5 万吨、以资源化为主

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

垃圾焚烧：精挑细选，斩获多个优质项目。公司从 15 年进入垃圾焚烧行业，截止目前共签约江苏泗洪、广西贺州、黑龙江鹤岗、新疆和田、吉林农安、河南濮阳、湖南岳阳等 7 个垃圾焚烧项目，其中泗洪项目已经基本建设完成、贺州和和田项目预计于 2017 年进入全面建设阶段，我们查询项目相关信息，除了农安项目垃圾处理费为 50 元/吨以外，其他项目的垃圾处理费都在 60 元/吨以上，濮阳项目处理费高达 90 元/吨。公司的项目管理团队会在前期做大量准备工作，以濮阳项目为例，在项目落地前，公司已经与地方政府、相关企业和居民进行了深入细致的沟通，对于项目前期准备、工期进展、融资流程和盈利能力做了详细的测算，因此确保目前获取的垃圾焚烧项目均是具备较强盈利能力的优质项目。我们结合垃圾焚烧行业发展和公司战略规划判断：1) 垃圾焚烧行业最景气的时间段已经过去，公司集中布局垃圾焚烧项目主要是出于平滑公司业绩波动、降低对工程业务依赖程度的考虑；2) 垃圾焚烧项目本身具备融资能力，并不需要公司在前期投入大量资金；3) 随着公司在手多个垃圾焚烧项目进入稳定运营期，预计公司后续将不会在该领域投入太多精力。

图表 14：公司 2015 年和 2016 年新签的垃圾焚烧项目

时间	项目名称	金额 (亿元)	项目进展
14.12	泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	1.78	建设阶段基本完成，预计 2017 年下半年投运
15.7	鹤岗市静脉产业园投资项目	8	前期手续完成，2017 年上半年开工
15.9	印尼地区垃圾焚烧发电厂	1 亿美元	前期选址
15.10	贺州市循环经济环保产业园 BOT(特许经营权)项目	4.5，其中一期为 2.5	前期手续完成，2017 年上半年开工
15.10	农安县合隆区域生活垃圾焚烧发电 BOO 特许经营项目	2.62	项目前期实质审核阶段
15.11	和田市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	7.39	前期手续完成，2017 年上半年开工
16.7	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目	7.5，其中一期 6.7	2017 年上半年开工

16.8	岳阳市静脉产业园 PPP 项目	30	前期征地工作尚未完成，争取年内开工
------	-----------------	----	-------------------

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

5. 上市以来未有股权融资，资产负债率创新高

内生层面，公司业务规模不断扩大，带来更多资金需求；外延层面，危废处置和垃圾焚烧项目相继落地，也在日益增加公司的资金压力，2011-2016 年，公司资产负债率分别为 31%、35%、41%、41%、43%、52%，目前已经达到公司自上市以来最高点。我们分析认为，公司自上市以来还没有进行过股权融资，伴随在手环境修复订单集中释放，以及部分危废处置项目进入新建和技改阶段，预计公司将采用多融资手段解决资金需求问题。

6. 盈利预测与估值

预计公司 2017-2019 年营收分别为 40.09、62.88、92.48 亿元，同比增速分别为 156.2%、56.9%、47.1%；归母净利润分别为 4.01 亿、6.12 亿、8.63 亿元，同比增速分别为 156.0%、52.7%、41.0%；EPS 分别为 1.21、1.85、2.61 元，对应 PE 分别为 27、17、12 倍。考虑到：1) 短期在手土壤修复订单充沛，1-3 年业绩高增长无忧；2) 长期垃圾焚烧和危废处置项目进入稳定运营期后，为公司业绩持续高增长提供充足动力；3) 资产负债率创新高，未采用股权融资手段形势下，有望多渠道解决资金问题；4) 2016 年授予的限制性股票激励计划满足第一期解锁条件，解锁时间为 2017 年 4 月 25 日，我们首次给予公司“买入”评级。

图表 15：土壤修复行业可比公司估值情况

	EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	市值
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	(亿)
博世科	0.49	0.95	1.42	101	47	32	63.97
永清环保	0.24	0.33	0.41	51	37	30	81.00
高能环境	0.47	1.21	1.85	70	27	17	107
平均值	0.40	0.83	1.23	74	37	26	83.99

资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

7. 风险提示

土壤修复订单释放周期长于预期、垃圾焚烧项目进展不达预期、应收账款坏账风险。

高能环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2248.4	4128.1	7193.6	9751.1	营业收入	1564.6	4009.0	6288.5	9247.5
现金	353.0	1703.2	3361.9	4117.9	营业成本	1135.4	2927.8	4653.5	6845.0
应收款项	439.9	823.8	1292.2	1900.2	营业税金及附加	6.1	71.4	122.6	185.0
存货	1408.9	1484.0	2358.6	3469.4	营业费用	49.8	133.1	208.1	323.7
其他	46.6	117.1	180.9	263.6	管理费用	174.7	400.5	607.5	932.1
非流动资产	2183.4	2270.6	2341.6	2412.6	财务费用	24.3	39.6	27.5	10.7
长期股权投资	408.7	408.7	408.7	408.7	投资净收益	25.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	183.5	288.9	377.6	465.6	其他	-15.7	1.0	1.7	3.1
无形资产	547.1	528.9	511.2	494.2	营业利润	184.2	437.7	671.0	954.2
其他	1044.2	1044.2	1044.2	1044.2	营业外净收支	0.2	1.0	1.0	1.0
资产总计	4431.8	6398.7	9535.2	12163.7	利润总额	184.4	438.7	672.0	955.2
流动负债	2157.8	3409.9	6065.7	8016.4	所得税费用	20.5	34.0	54.1	83.9
短期借款	546.5	500.0	500.0	500.0	少数股东损益	7.4	4.1	6.1	8.7
应付账款	600.9	810.2	1875.2	2326.2	归属母公司净利润	156.5	400.6	611.9	862.6
其他	1010.4	2099.7	3690.5	5190.2	EBIT	198.5	476.3	696.8	961.7
非流动负债	158.0	558.0	558.0	558.0	EBITDA	226.7	514.4	740.0	1010.7
长期借款	150.0	550.0	550.0	550.0					
其他	8.0	8.0	8.0	8.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2315.8	3967.9	6623.7	8574.4	每股收益(元)	0.47	1.21	1.85	2.61
少数股东权益	145.6	148.7	153.5	160.2	每股净资产(元)	5.95	6.90	8.33	10.36
归属母公司股东权益	1970.5	2282.1	2758.0	3429.0	发行在外股份(百万股)	330.9	330.9	330.9	330.9
负债和股东权益总计	4431.8	6398.7	9535.2	12163.7	ROIC(%)	7.8%	21.5%	59.6%	196.6%
					ROE(%)	7.9%	17.6%	22.2%	25.2%
					毛利率(%)	27.4%	27.0%	26.0%	26.0%
					EBIT Margin(%)	12.7%	11.9%	11.1%	10.4%
					销售净利率(%)	10.0%	10.0%	9.7%	9.3%
					资产负债率(%)	52.3%	62.0%	69.5%	70.5%
					收入增长率(%)	53.6%	156.2%	56.9%	47.1%
					净利润增长率(%)	47.1%	156.0%	52.7%	41.0%

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

