

日期: 2014年12月24日

行业: 环保行业



杨彦

021-53519888-1991

yangyan@shzq.com

执业证书编号: S0870512110002

IPO 定价 18.23 元
上市合理定价 RMB29.60~35.52 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	40.40
发行后总股本 (百万股)	161.60
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	华林证券

主要股东

李卫国	22.30%
绵阳科技城产业投资基金	9.28%
北京君联睿智创业投资中心	6.62%
刘泽军	6.07%
许利民	5.36%

收入结构 (2014H)

垃圾处理	62.54%
环境修复	16.63%
矿山能源	16.49%
石油化工	4.34%

报告编号: YY14-NSP09

首次报告日期: 2014年12月24日

固废污染防治行业龙头**■ 投资要点:****固废治理市场巨大, 行业前景乐观**

固废污染防治行业正逐步成为环保行业核心组成部分, 我国对固废污染防治领域的投资力度也逐渐加大, “十五”、“十一五”期间固废投资占环保投资比重分别达到 11.4% 和 13.7%。“十二五”期间我国环保产业投资规模预计达到 3.4 万亿元, 其中固废治理行业达到 8000 亿元。根据发达国家的经验, 随着环保行业的发展和成熟, 固废治理投资占环境治理投资比重将在现有 13.7% 的基础上逐步增至 30% 左右, 未来固废治理的行业市场空间巨大。

公司技术水平突出, 未来将充分受益于行业增长

高能环境专注于以生态屏障技术体系为核心的固体废物污染防治技术在环境治理领域的研究和系统服务, 是目前国内固废污染防治综合防治和系统服务领域最具竞争力的高新技术企业之一。由于固废治理市场容量巨大, 公司在手订单超过 20 亿元, 但市场占有率仍不到 1%, 预计公司的销售收入在未来几年将持续保持快速增长, 市场占有率和影响力将持续提高。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2014-2016 年归属于母公司的净利润分别为 11905 万元、14286 万元和 17143 万元, 同比增速分别为 -14.77%、20.1% 和 20.0%, 相应的稀释后每股收益为 0.74 元、0.88 元和 1.06 元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况及高能环境自身未来的业绩增长情况, 我们认为给予高能环境合理估值定价为 **29.6 元 -35.52 元**, 对应 2014 年每股收益的 **40-48 倍** 市盈率。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	65,376	78,201	86,021	103,225	123,870
年增长率 (%)	13.29%	19.62%	10.00%	20.00%	20.00%
归属于母公司的净利润	14,306	13,968	11,905	14,286	17,143
年增长率 (%)	14.55%	-2.36%	-14.77%	20.00%	20.00%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.89	0.86	0.74	0.88	1.06

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司是国内最早专业从事固体废物污染防治技术研究和应用的高新技术企业之一，通过对各类生态屏障体系和污染治理系统的构建和实施，致力于在垃圾处理、矿山能源、煤化工、石油化工、水利生态和环境修复等领域提供固体废物污染防治系统解决方案和工程承包服务，旨在打造成为行业领先的固废治理综合解决方案提供商。

公司所属行业为固废污染防治行业

● 行业增长前景

固废污染防治是指减少固体废物产生量、充分合理利用固体废物、无害化处置固体废物、防止固体废物污染环境的活动和措施，包括收集、贮存、运输、处理和处置固体废物以及对固体废物的监测和管理活动。

根据固体废物产生的源头和对环境的危害程度划分，通常将固体废物分为生活垃圾、工业固废、危险废物和建筑垃圾四大类。而目前我国固体废物污染防治管理的重点是城市生活垃圾、工业固废和危险废物。

根据固废的上述分类标准，固废的处置通常分为生活垃圾处置、工业固废处置、危险废物处置和建筑垃圾处置。生活垃圾的处置方式主要包括填埋、焚烧和综合处理等；工业固废的处置方式主要包括综合利用、贮存和填埋等；危险废物的处置方式主要包括综合利用、焚烧、固化处理、物理处理、化学处理、生物处理和填埋等；建筑垃圾的处置方式主要包括综合利用和填埋等。

我国固废污染防治行业起始于 20 世纪 80 年代初期，相对发达国家起步较晚。1996 年 4 月 1 日起实施的《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》是中国第一部针对固体废物污染环境防治的法律，标志着我国固体废物污染防治工作已被纳入了法制化的管理轨道。2000 年后，国家陆续出台了《城市生活垃圾处理及污染防治技术政策》、《矿山生态环境保护与污染防治技术政策》、《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》等政策法规，并制定了《生活垃圾填埋场污染控制标准》、《一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准》等一系列国家标准和行业标准，推动了固废污染防治行业的规范和发展。

随着政策的实施和标准的推行，固废污染防治行业正逐步成为环保行业核心组成部分，我国对固废污染防治领域的投资力度也逐渐加大，“十五”、“十一五”期间固废投资占环保投资比重分别达到 11.4% 和 13.7%。“十一五”期间环保部对固废污染防治领域投资达 2100 亿元，其中主要投资于生活垃圾无害化处理、医疗废物及工业固废的综合利用和危险废物集中处置三大领域，固废处置投资的复合增速达到 18.5%，增速加快并开始超过

大气污染治理领域 16.5% 的投资增速，其中生活垃圾处置更是以 25% 的增速成为环保投资中增长最快的领域。

“十二五”期间我国环保产业投资规模预计达到 3.4 万亿元，其中固废治理行业达到 8,000 亿元，较“十一五”期间约翻两番。根据发达国家的经验，随着环保行业的发展和成熟，固废治理投资占环境治理投资比重将在现有 13.7% 的基础上逐步增至 30% 左右，未来固废治理的行业市场空间巨大。

● 行业竞争结构及公司的地位

固废污染防治行业主要服务于垃圾处理、矿山能源、煤化工、石油化工和水利生态等领域。在垃圾处理领域，由于其投资建设主体主要为各地方政府的环卫部门，在行业发展初期，通常由投资建设方指定承包商，市场化程度相对较低；近年来随着项目单体规模加大、数量增多、技术门槛逐步提高，市场参与者增多，市场化程度呈现快速提高的趋势；在其他固废污染防治领域，投资主体通常为具有污染防治要求的企业，其固废防治业务通常采取招标制，市场化程度较高。

固废污染防治行业的服务领域较广，各项目之间的规模及治理难度存在较大差异。通常，小型项目对参与服务的企业在资金实力、技术实力和管理能力等方面要求不高，进入门槛相对较低，因此面临较激烈的竞争；而在大型项目上，由于业主不仅要求承做单位拥有较高等级的资质，还要求提供包括方案设计、材料及设备选型优化等专业化增值服务，同时还应具备严格的工艺流程管理能力和较强的资金实力，因此参与竞争的企业较少。

高能环境专注于以生态屏障技术体系为核心的固体废物污染防治技术在环境治理领域的研究和系统服务，是目前国内固废污染综合防治和系统服务领域最具竞争力的高新技术企业之一。公司曾荣获 2010 CV Awards 年度最具潜力企业 100 强、2010 年中关村中小创新企业十佳年度企业、2010 年中关村高成长企业 TOP100、2010 年中国环境保护产业骨干企业、德勤 2010-2011 年高科技高成长亚太区 500 强企业、清科 2012 年中国最具投资价值企业第 1 名、2011-2013 年福布斯中国最具潜力企业等荣誉称号；公司参建的部分项目获得了多项荣誉，如北京六里屯垃圾处理场项目荣获中国市政工程金杯奖、奥林匹克森林公园人造水体项目荣获北京市水利系统优质工程奖、苏州七子山垃圾填埋场项目荣获江苏省市政示范工程等。

虽然公司在细分市场具有竞争优势，但由于固废治理市场容量巨大，且每年较快增长，故市场占有率不到 1%，预计公司的销售收入在未来几年将持续保持快速增长，市场占有率和影响力将持续提高。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由北京高能垫衬工程有限公司整体变更设立的股份有限公司。

公司实际控制人为李卫国，本次发行前，其持有公司 3603 万股，约 29.7% 的股份，本次发行后，其持股比例降至 22.3%，但相较于其他股东而言，仍处于控股地位。

表 1：公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	李卫国	3603	29.73%	3603	22.30%
2	绵阳科技城产业投资基金	1500	12.38%	1500	9.28%
3	北京君联睿智创业投资中心	1069	8.82%	1069	6.62%
4	刘泽军	980	8.09%	980	6.07%
5	许利民	867	7.15%	867	5.36%
6	向锦明	577	4.76%	577	3.57%
7	钟佳富	559	4.61%	559	3.46%
8	李兴国	419	3.46%	419	2.59%
9	磐霖东方(天津)股权投资基金	362	2.99%	362	2.24%
10	陈望明	180	1.48%	180	1.11%
11	本次拟发行流通股	-	-	4040	25.00%
	合计	12120	100%	16160	100.00%

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014H		2013		2012		2011	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
垃圾处理	13441	62.54%	45683	58.47%	35629	54.82%	34690	62.58%
环境修复	3574	16.63%	20074	25.69%	10597	16.30%	2325	4.19%
矿山能源	3543	16.49%	8979	11.49%	14182	21.82%	14374	25.93%
石油化工	933	4.34%	3401	4.35%	4585	7.05%	4041	7.29%
合计	21490	100%	78137	100.00%	64993	100.00%	55430	100.00%

资料来源：公司招股说明书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014Q3		2013		2012		2011
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	39797	10.00%	78201	19.62%	65376	13.29%	57705
营业利润	4072	-22.97%	14831	-7.82%	16090	15.22%	13965
利润总额	4481	-22.67%	15918	-3.14%	16433	12.78%	14570

归属于母公司股东的净利润	4465	-14.77%	13968	-2.36%	14306	14.89%	12451
--------------	------	---------	-------	--------	-------	--------	-------

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等;

● 募投项目

表 4: 公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	总投资额(万元)	建设投资(万元)	建设项目投资进度		
				2014 年	2015 年	2016 年
1	扩建企业技术中心	6925	6925	0%	0%	100%
2	补充工程业务营运资金	62975	62975	100%	100%	100%
	合计	69900	69900			

资料来源: 公司招股说明书

扩建技术中心

本项目规划建设期为两年, 总投资 6,925.27 万元, 资金将用于购置研发大楼、购买实验仪器设备和支付技术合作费等。技术中心将重点研发现有技术和工艺的改良和升级、新领域和新技术的前瞻性开发、污染环境调查与分析、系统方案产品研发等四个方向。技术中心扩建完成后, 将成为国内装备一流、技术领先、人才集中的固废污染防治技术研发基地, 为企业创新提供强大的技术平台。本项目不产生直接经济收益。

补充工程营运资金

截至 2013 年末, 公司正在履行、尚可实现收入的合同金额超过 20 亿元。结合国家固废污染防治行业的投资规划和公司目前跟踪、储备的项目情况, 未来三年公司仍将保持较快的增长态势, 预计年平均新增合同金额不低于 22 亿元。因经营规模扩大, 公司需要的工程业务营运资金也将相应增加。

根据公司现有工程业务营运资金与经营规模的匹配关系以及公司未来业务规模的增长情况, 公司预计未来三年需要新增工程业务营运资金累计约 141000 万元, 其中 62975 万元以本次募集资金投入, 其余由公司自筹资金解决。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2014-2016 年归于母公司的净利润分别为 11905 万元、14286 万元和 17143 万元, 同比增速分别为 -14.77%、20.1% 和 20.0%, 相应的稀释后每股收益为 0.74 元、0.88 元和 1.06 元。

表 5 公司损益简表及预测 (单位: 万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	65376	78201	86021	103225	123870

营业总成本	49283	63371	74597	89516	107419
营业成本	42124	51509	58210	69853	83823
营业税金及附加	1749	1626	1789	2146	2576
销售费用	1601	2539	5358	6430	7716
管理费用	4680	7642	11613	13935	16722
财务费用	(500)	(920)	-1012	-1214	-1457
资产减值损失	(370)	976	-1362	-1634	-1961
其他经营收益	(4)	2	0	0	0
营业利润	16090	14831	11424	13709	16451
加：营业外收入	454	1191	884	1061	1273
减：营业外支出	111	104	0	0	0
利润总额	16433	15918	12309	14770	17724
减：所得税	2248	2230	404	485	581
净利润	14185	13688	11905	14286	17143
减：少数股东损益	(121)	(280)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	14306	13968	11905	14286	17143
摊薄 EPS	0.89	0.86	0.74	0.88	1.06

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

四、风险因素

经营业绩季节性波动风险

报告期内，公司业务主要集中于固体废物污染防治领域，主要客户以市政管理部门及下属单位等为主。对于政府主导的环保项目，从政府决策机制上看，上半年履行项目报批程序、下半年进入建设的情况比较普遍。其次，国内南方地区上半年雨季长，而北方地区冬季气温低、不利于工程施工，尤其是西北、东北地区，冬季施工季节较短。此外，每年一、二月份通常是我国的元旦和春节期间，工程施工人员假期较长，公司多数工程项目在三月份以后才陆续开工。因此，通常情况下，上半年尤其是第一季度是公司业务的淡季，公司 2011 年至 2013 年上半年收入占当年营业收入的比重分别为 29.13%、26.75%、22.60%，未来公司仍存在经营业绩季节性波动风险。

经营活动现金流持续为负的风险

公司经营规模处于快速扩张阶段，应收账款和存货占用流动资金较多，同时报告期公司承接 BT 项目较多，导致经营活动现金持续处于流出状态，并对报告期内经营活动现金流量净额影响较大。2011 年度、2012 年度、2013 年度和 2014 年度 1-6 月，公司经营活动所产生的现金流量净额分别为 -7,026.01 万元、-3,375.81 万元、-27,217.98 万元和 -8,173.87 万元，均大幅低于当期所实现的净利润。如果公司的项目无法及时结算、应收账款不能及时收回，或 BT 项目投资款不能按期收回等，公司营运资金将面临一定压力。

应收款项不能按期收回的风险

公司应收款项主要包括应收账款和长期应收款。固体废物污染防治行业具有项目体量大、复杂程度高、建设周期长等特点，行业普遍存在应收款项回款周期相对较长的情形。尤其是近年来 BT、BOT 等产业和资本相结合的创新模式的应用，公司需要投入更多的资金用以扩大规模和承接项目，应收款项呈现逐年增加的趋势。公司各期末应收账款余额相对较大，报告期各期末应收账款和进入回购期 BT 项目形成的长期应收款余额之和分别为 18,748.06 万元、14,790.65 万元、33,884.96 万元和 28,412.70 万元，其中逾期未回款金额占全部项目垫付资金的比例分别为 30.77%、14.84%、13.56%和 11.72%。随着公司经营规模的进一步扩大，应收款项余额将相应增加，公司存在应收款项回收风险，以及由此引起的流动资金紧张的风险。

募投资金投向风险

本次发行募集资金主要用于公司扩建企业技术中心和补充工程业务营运资金。扩建企业技术中心将进一步增强公司的技术研发实力，提高市场竞争力，保持可持续发展的动力；补充工程业务营运资金将进一步增强公司的资金实力，提高公司承揽和实施项目的的能力，扩大公司的经营规模，进而实现公司战略目标。公司扩建企业技术中心将购置金额较大的固定资产，相应产生的折旧将增加公司费用水平，从而影响公司的经营业绩；补充工程业务营运资金后，如果公司的经营规模未能如预期相应增加，或因管理与组织方面的原因，项目延期实施、市场环境突变或行业竞争加剧等情况，都可能给募集资金运用的预期效益带来较大影响，进而影响公司的经营业绩。

税收优惠政策变动风险

2009 年公司被北京市科学技术委员会等部门联合认定为国家级高新技术企业，自 2009 年至 2011 年公司按照 15% 的适用税率缴纳企业所得税。2012 年公司通过高新技术企业复审，自 2012 年至 2014 年按照 15% 的适用税率缴纳企业所得税。公司在 2011 年、2012 年和 2013 年因享受高新技术企业所得税税收优惠而减免的所得税分别为 1,399.20 万元、1,339.86 万元和 1,063.84 万元，占当期归属于母公司股东净利润比重的 11.24%、9.37% 和 7.62%。若高新技术企业认证到期后，公司因国家政策调整或自身条件变化而导致其不再享受上述税收优惠，公司所得税费用将会上升，从而对公司的经营业绩产生一定的影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均静态市盈率为 87.7 倍，2014 年平均动态市盈率为 51.5 倍；最近上市的十家主板企业中，2013 年平均静态市盈率为 62.3 倍、2014 年平均动态市盈率 63.1 倍。

表 6: 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300187.SZ	永清环保	31.28	0.27	0.34	0.53	115.9	92.0	59.0	6.98
300190.SZ	维尔利	26.17	0.16	0.57	0.83	163.6	45.9	31.5	3.19
300172.SZ	中电环保	23.37	0.41	0.51	0.64	57.0	45.8	36.5	4.42
000826.SZ	桑德环境	28.23	0.61	0.94	1.26	46.3	30.0	22.4	4.88
002672.SZ	东江环保	33.50	0.60	0.77	1.19	55.8	43.5	28.2	4.67
国内同行业整体平均						87.7	51.5	35.5	4.8

数据来源: Wind (12月24日最新价)

表 7: 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
603019.SH	中科曙光	40.97	0.32	0.37	0.48	0.57	127.1	110.4	85.7	72.0
601015.SH	陕西黑猫	14.96	0.28	0.21	0.38	0.44	53.0	70.3	39.3	33.8
603011.SH	合锻股份	21.85	0.21	0.21	0.25	0.30	102.8	104.7	87.0	71.8
603088.SH	宁波精达	32.87	0.44	0.51	0.69	0.91	75.2	64.2	47.6	36.1
603166.SH	福达股份	18.90	0.31	0.28	0.34	0.41	60.3	66.7	54.9	45.7
603518.SH	维格娜丝	33.27	0.92	0.99	1.21	1.41	36.3	33.5	27.6	23.5
603368.SH	柳州医药	51.41	1.33	1.58	1.94	2.36	38.7	32.5	26.5	21.7
603998.SH	方盛制药	35.92	0.67	0.83	0.98	1.11	53.3	43.4	36.7	32.4
601969.SH	海南矿业	17.16	0.54	0.26	0.25	0.24	31.9	66.5	67.6	70.2
601226.SH	华电重工	20.30	0.46	0.52	0.59	0.66	43.8	38.8	34.3	30.9
平均值							62.3	63.1	50.7	43.8

资料来源: Wind; 股价以 12 月 24 日最新收盘价计算

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及高能环境自身未来的业绩增长情况,我们认为给予高能环境合理估值定价为 **29.6 元-35.52 元**,对应 2014 年每股收益的 **40-48 倍** 市盈率。

分析师承诺

分析师 杨彦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。