

依托隔离技术打造环境修复龙头

买入 首次

27.30-31.20 元

投资要点:

- 📖 以“隔离屏障+环境修复”为技术核心的环境修复龙头企业
- 📖 静待《土壤污染防治行动计划》出台,将为公司带来行业东风
- 📖 相对发行价格 18.23 元, 仍有 149.8%-171.1%的向上空间

报告摘要:

- **综述:** 公司是以“隔离屏障+环境修复”为技术核心的固废处理+环境修复龙头企业。2013 年, 公司营业收入为 7.82 亿元, 利润为 1.37 亿元, 过去三年营业收入年均复合增长 10.66%; 近三年净利率维持在 20%左右; 近三年毛利率维持在 34%左右。

➤ 亮点&看点:

高能环境作为隔离屏障+土壤修复的资深专业公司, 将会成为市场固废处理, 尤其是土壤修复概念的龙头企业。公司亮点有二: 1. 标杆性项目经验丰富; 2. 业绩释放有保证, 预计未来公司的土壤修复方面业务将有较快速发展。

公司最重要的催化剂/看点为: 未来将要出台的《土壤污染防治行动计划》。经过 8 年普查, 环保部 2014 年发布了土壤环境状况公报, 显示土壤污染情况严重, 全国超标率 16.1%。继已颁布的《大气十条》, 即将出台的《水十条》之后, 固废类的治理政策也会陆续出台。将会对土壤修复行业起到促进作用

- **风险:** 政策推动低于预期。
- **盈利预测:** 由于公司处于业务开拓期, 2014 年销售费用和管理费用增长较大, 参考公司给出的盈利预测, 并结合在手项目推算, 预计 2014 年-2016 年公司收入增长分别为 4%, 25%, 40%, 净利润增长为 -10%, 30%, 39%。公司 2014-2016 净利润为 1.26 亿、1.64 亿、2.28 亿元, 分别对应 EPS (按发行 4040 万股, 总股本 16160 万计算) 为 0.78 元、1.01 元、1.41 元。参考同行业上市公司水平, 给予 35-40 倍估值, 对应股价为 27.30-31.20 元。相对于发行价格 18.23 元, 仍有 149.8%-171.1%的向上空间。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	653.76	782.00	813.18	1021.60	1424.05
增长率 (%)	13.29	19.62	3.99	25.63	39.39
归母净利润(百万)	143.12	139.63	125.55	163.80	227.83
增长率 (%)	14.61	-2.44	-10.08	30.46	39.09
每股收益	1.18	1.15	0.78	1.01	1.41
市盈率	-	-	23.46	17.99	12.93

环保研究组

分析师:

肖喆(S1180513070001)

电话: 010-88085269

Email: xiaozhe@hysec.com

研究助理:

董宜安

电话: 010-88085990

Email: dongyian@hysec.com

相关研究

- 《国祯环保: 未来看流域治理&政府项目下放》
2014/11/18
- 《东江环保: 保持稳健增长, 加速异地扩张》
2014/10/28
- 《格林美: 产能陆续投产, 业绩有望迎来拐点》
2014/10/28
- 《碧水源: 收入增长良好, 未来看异地扩张》
2014/10/26
- 《聚光科技: 收入利润双增, 未来看并购》
2014/10/26
- 《国祯环保: 收入增利润平, EPC 业绩放量》
2014/10/23
- 《美国汽车后市场简介》
2014/10/10
- 《环保风欲起: 排污费提价, 市场化在望》
2014/9/8

目录

一、	公司简介：国内最早从事固废防治的企业，“隔离+修复”技术平衡环境污染与资金缺乏窘境.....	4
(一)	公司主营业务收入稳定增长,环境修复业务 CAGR=105%	4
(二)	在手项目待履行 28 亿, 2014 H1 新增订单近 11 亿: 市场开拓能力优异, 产业链延伸发展思路清晰.....	6
(三)	公司技术: 隔离+修复相结合, 平衡环境污染与资金缺乏窘境.....	8
(四)	行业竞争情况: 公司为业内资深龙头企业.....	10
二、	隔离防渗: 填埋市场 429 亿元/年, 隔离工程 104 亿/年	11
(一)	工业固废+生活垃圾+危废填埋市场: 291+126+12=429 亿元/年.....	11
(二)	工业固废+生活垃圾+危废防渗工程市场: 291+126+12=104 亿元/年.....	12
三、	土壤修复: 存量市场十万亿,有效市场千亿.....	12
(一)	高地价地区的工业污染场地是当下的土壤修复有效市场	12
(二)	工业污染场地修复市场: 413 亿元.....	13
(三)	矿区土壤修复有效市场: 391 亿元.....	14
(四)	耕地修复有效市场: 0 亿元.....	14
(五)	全国土壤修复有效市场: 804 亿元.....	15
四、	公司亮点: 项目经验丰富+大量在手订单	16
(一)	标杆型典型项目经验丰富.....	16
(二)	乘行业东风, 大量在手订单, 新签订单激增.....	17
五、	盈利预测.....	18
六、	风险提示.....	18

插图

图 1: 近年公司主营业务收入变动.....	5
图 2: 分行业主营业务收入构成情况.....	5
图 3: 公司环境修复收入变动情况.....	5
图 4: 分地域主营业务收入构成情况.....	5
图 5: 分项目主营业务收入构成情况.....	5
图 6: 隔离技术.....	9
图 7: 环境修复技术.....	9
图 8: 中国固体废物历年结构变化.....	11
图 9: 中国工业固废产生量.....	11
图 10: 中国工业固废处置情况, 2011 年.....	11
图 11: 中国生活垃圾清运量.....	12
图 12: 中国生活垃圾处置情况, 2011 年.....	12
图 13: 中国危险固体废物产生量.....	12
图 14: 中国危险固体废物处置情况, 2011 年.....	12
图 15: 按地区划分中国土壤修复案例分布.....	13
图 16: 2011 年中国重污染规模企业比例图.....	14
图 17: 2008-2011 年七地重污染企业数目变化.....	14
图 18: 全国土壤修复有效市场规模 (亿元).....	15
图 19: 28 亿待履行项目分类情况.....	17
图 20: 28 亿待履行项目进展情况.....	17

表格

表 1: 公司六大技术体系.....	4
表 2: 公司余额超过 500 万在手项目统计.....	6
表 3: 各主要公司历年部分项目数目汇总.....	10
表 4: 中国土壤修复市场.....	16
表 5: 公司土壤修复典型项目汇总.....	17
表 6: 公司盈利预测及估值.....	19

一、 公司简介：国内最早从事固废防治的企业，“隔离+修复”技术平衡环境污染与资金缺乏窘境

公司是国内最早专业从事固体废物污染防治技术研究应用的高新技术企业之一。是一家致力于在垃圾处理、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的固废治理综合解决方案提供商。

公司的核心技术为：隔离屏障+环境修复。隔离屏障对应固废填埋，环境修复对应土壤和地下水修复，为环保板块固废分项概念，参考后文公司项目成果与行业比对，公司为土壤修复行业龙头企业。

表 1：公司六大技术体系

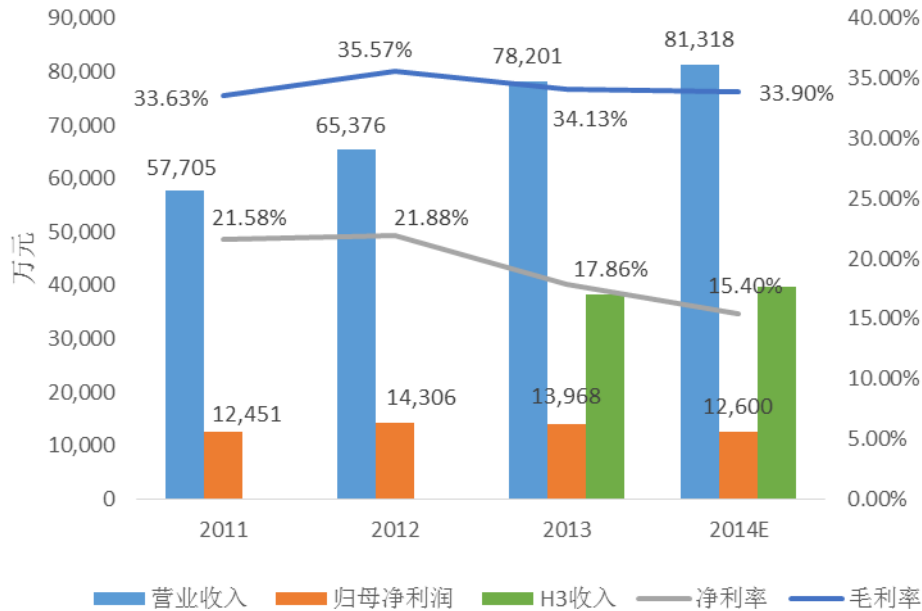
序号	污染防治系统	适用领域	应用方式
1	固体废物填埋屏障系统	(1) 固体废物填埋工程； (2) 污染环境修复工程	(1) 生活垃圾卫生填埋工程：选择单层、复合或双层防渗屏障系统； (2) 工业固体废物填埋工程：选择复合或双层防渗屏障系统； (3) 危险废物安全填埋工程：选择双层防渗屏障系统
2	封场生态屏障系统	(1) 固体废物填埋封场工程； (2) 污染场地生态修复工程	(1) 生活垃圾填埋封场工程：选择单层或复合生态屏障系统； (2) 工业固体废物及危险废物安全填埋封场工程：选择单层或复合生态屏障系统
3	废液厌氧屏障系统	废液、污水等厌氧池（罐）、蒸发塘工程	(1) 一体化厌氧生态屏障系统； (2) 模块化厌氧屏障系统； (3) 寒冷地区保温型厌氧生态屏障系统； (4) 浮动盖型生态水库； (5) 工业高浓度废水、高盐水蒸发塘屏障系统
4	水体生态屏障系统	水体生态及水土保持工程	(1) 代谢屏障系统； (2) 生态支撑系统； (3) 生态滤床系统
5	垂直生态屏障系统	(1) 固体废物填埋场、化工及矿山能源等废渣场、溶液池； (2) 污染场地的环境修复工程； (3) 地下水源及生态保护	(1) “震入式”垂直柔性连续墙系统； (2) “开槽互锁式”垂直柔性连续墙系统； (3) “水平与垂直组合式”生态屏障系统
6	土壤和地下水修复系统	(1) 重金属污染场地修复； (2) 有机物污染场地修复	(1) 固化/稳定化技术； (2) 土壤淋洗技术； (3) 气相抽提技术； (4) 热脱附技术； (5) 原位化学氧化技术

资料来源：公司招股书，宏源证券整理

(一) 公司主营业务收入稳定增长,环境修复业务 CAGR=105%

公司近三年营业收入年均复合增长 10.66%; 近三年净利率维持在 20% 左右; 近三年毛利率维持在 34% 左右。

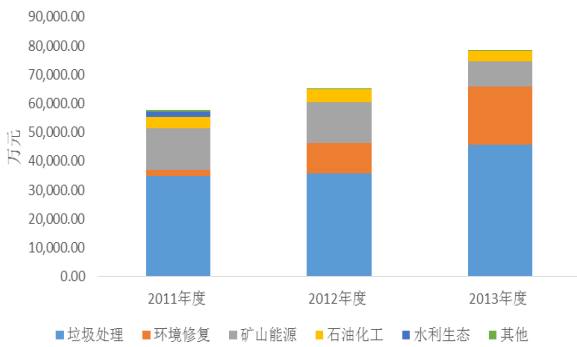
图 1: 近年公司主营业务收入变动



资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

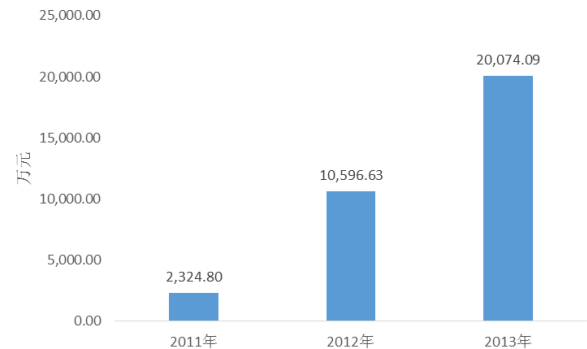
公司近三年环境修复营业收入保持高增长, 年均复合增长 105.16%

图 2: 分行业主营业务收入构成情况



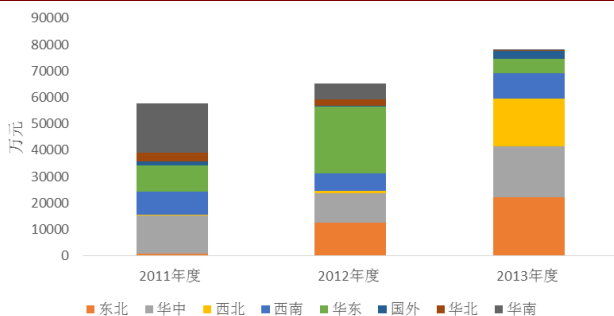
资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

图 3: 公司环境修复收入变动情况



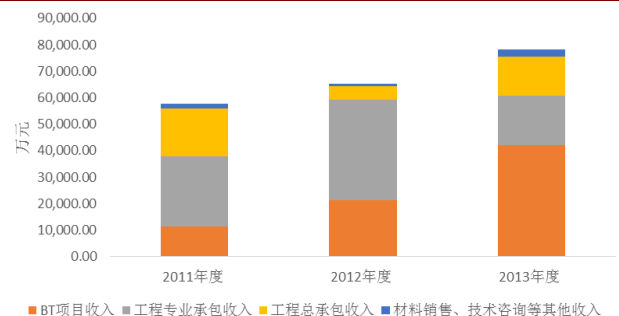
资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

图 4: 分地域主营业务收入构成情况



资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

图 5: 分项目主营业务收入构成情况



资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

(二) 在手项目待履行 28 亿，2014 H1 新增订单近 11 亿：市场开拓能力优异，产业链延伸发展思路清晰

经由公司两版招股书数据比对可以发现，自 2013 年 12 月 31 号到 2014 年 6 月 30 号的半年之间，公司重大项目已履行增加 2.35 亿元，新增订单 10.91 亿元，尚有 28.4 亿元合同待履行。且从订单结构上可以看出，从传统的填埋场隔离，到土壤修复，再到污水处理，危废处置，整个产业链的延伸还是比较明显的。

显示出公司：1. 市场开拓能力优异；2. 产业链延伸发展思路清晰。未来前景十分值得期待。

表 2：公司余额超过 500 万在手项目统计

序号	项目名称	主要内容	合同类型	合同金额/预计收入 (万元)	2014 年 6 月 30 日 已履行	尚可履行	预计完工时间	资金来源
0	桂林市山口生活垃圾卫生填埋场项目	垃圾填埋场	总承包	28,000.00	28,000.00	0	2014 年 6 月	项目资本金和国开行专项贷款
1	新疆伊宁县金山金矿项目伊尔曼德堆浸场	矿山堆场防渗	专业承包	4,668.00	1,687.49	2,980.51	2015 年 10 月	业主自有资金
2	株洲清水塘工业区重金属废渣综合治理一、二期工程项目	重金属污染治理	专业承包	12,301.35	1,315.35	10,986.00	2015 年 10 月	财政资金
3	缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目	矿山堆场防渗	专业承包	20,011.00	-	20,011.00	2016 年 12 月	业主自有资金
4	云南锡业股份有限公司危废渣场项目防渗工程	矿山堆场防渗	专业承包	730.93	-	730.93	2014 年 10 月	业主自有资金
5	中委合资广东石化 2000 万短/年重油加工工程一级地管、罐区防渗工程	原油灌区防渗	专业承包	1281.31	709.87	571.44	2014 年 12 月	业主自有资金
6	靖江市垃圾填埋场库区（一期）及调节池水平防渗工程	垃圾填埋场	专业承包	2186.34	-	2186.34	2014 年 12 月	业主自有资金
7	晋城市苇匠生活垃圾填埋场封场环境整治工程防渗系统专项工程	垃圾填埋场	专业承包	3,909.00	135.41	3,773.59	2015 年 5 月	财政资金
8	江南灰渣填埋场一期建设工程防渗施	垃圾填埋场	专业承包	3,609.73	-	3,609.73	2014 年 11 月	财政资金

工								
9	盐城大丰危险废物安全填埋工程	垃圾填埋场	专业承包	3,398.21	-	3,398.21	2014年11月	业主自有资金
10	连云港刘湾垃圾填埋场防渗工程施工	垃圾填埋场	专业承包	1,461.12		1,461.12	2015年3月	财政资金
11	神华陕西甲醇下游加工项目污水生化装置蒸发塘防渗工程	蒸发塘防渗	专业承包	1,200.00	-	1,200.00	2014年9月	业主自有资金
12	宁东能源化工基地煤化工园区污水处理厂(一期)设计采购施工总承包项目	设计采购安装施工	总承包	6,858.36	-	6,858.36	2015年5月	业主自有资金
工程承包类合同合计				61,615.35	3,848.12	57,767.23		
1	吉林市生活垃圾处理	生活垃圾处理场		24,999.92	16,265.20	8,734.72	2015年5月	国债资金、财政资金
2	长春市餐厨垃圾处理项目	餐厨垃圾处理		33,089.08	13,833.76	19,255.32	2015年9月	财政资金
3	长春市三道垃圾场环保生态公园项目	环境综合整治		25,085.12	12,518.67	12,566.46	2015年9月	财政资金
4	铁山港工业区一般工业固体废物处置场工程项目投资建设合同	工业固废处置		5,218.00	-	5,218.00	2015年8月	财政资金
5	克拉玛依生活垃圾卫生填埋场二期工程项目	生活垃圾处理场		19,060.39	17,952.70	1,107.69	2014年12月	财政资金
6	老河口市城乡一体化生活垃圾收运系统、老河口市建筑垃圾综合利用工程	建筑垃圾处理场及转运站		9,812.00	-	9,812.00	2015年12月	财政资金
BT类合同合计				117,264.51	60,570.33	56,694.19		
1	独贵塔拉工业园区北区固废、废水综合处置利用静脉产业园项目(BOT)	工业固废、废水处理		86,500.00	-	86,500.00	42,430.00	企业自有资金
2	乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区(工业区)固废综合处理静脉产业园(BOT)	工业园废渣处理		73,407.00	-	73,407.00		

3	明水县城市生活垃圾填埋场工程建设和特许 (BOT)	生活垃圾处理	8,000.00	-	8,000.00	
4	桂林医疗废弃物处置项目 (TOT)	医废处理	1,380.00	-	1,380.00	
BOT 和 TOT 类合同合计			169,287.00		169,287.00	
	2014H1 已完成项目	项目合计	合同金额	2014H1 已履行	尚可履行	新增项目
	2014 年新加项目					
	2014H1 与 2013 年底相比无进展项目	2014H1 重大项目收入合计	24,487.47			

资料来源：公司招股书，宏源证券整理

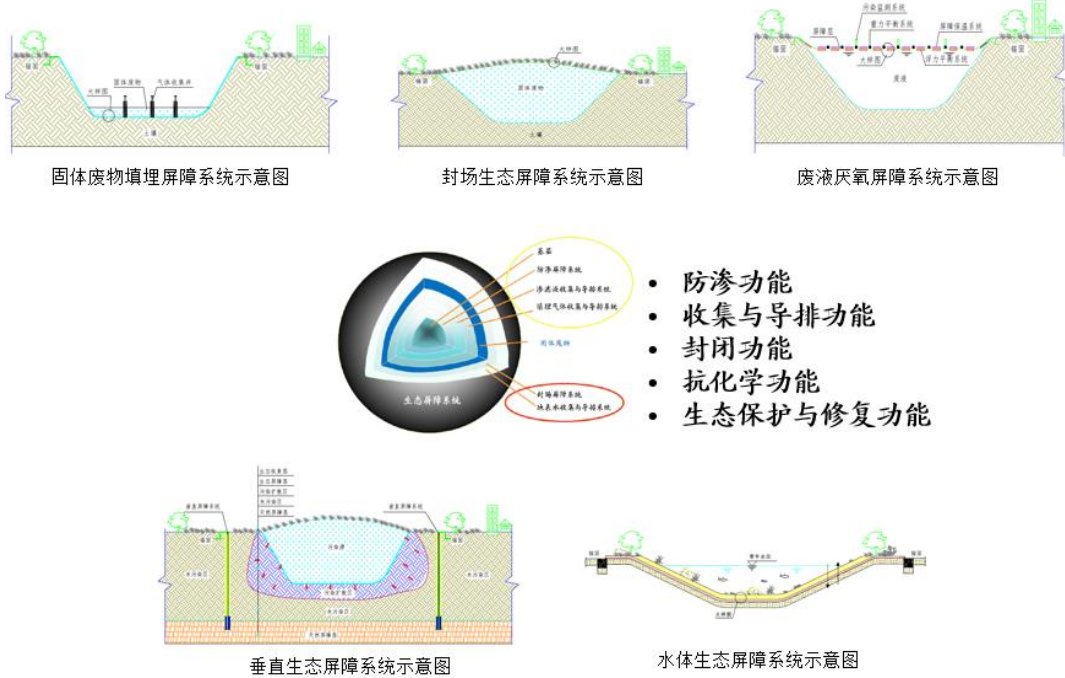
(三) 公司技术：隔离+修复相结合，平衡环境污染与资金缺乏窘境

由后文分析可知，目前国内土壤治理尚未找到合适商业模式，除了高地价区域能够经由地价补偿接近 1000 元/立方米的修复费用之外，矿山和农田土壤污染皆未能找到合适合理的资金来源。但考虑到土壤污染如果置之不理，后果将是严重污染当地地下水并进行大面积长距离扩散，后果严重。

所以未来土壤修复的很大可能会是：首先通过国家将污染严重区域进行隔离，避免引发进一步扩散，之后再寻求合适商业模式将其根除治理。故而我们看好高能环境这种隔离+修复的技术特点，该类技术将会较好的平衡环境污染与资金缺乏的窘境。

图 6: 隔离技术

隔离技术情况

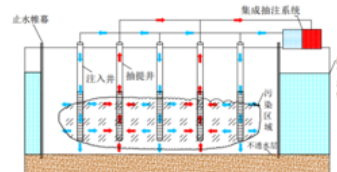
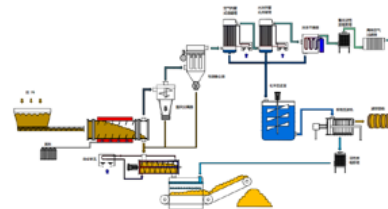
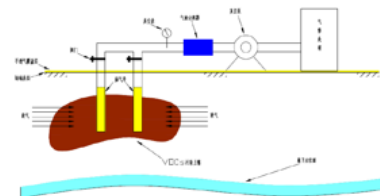


资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

图 7: 环境修复技术

环境修复技术

- 重金属污染场地修复技术体系
 - ① 固化/稳定化技术
 - ② 土壤淋洗技术
- 有机物污染场地修复技术体系
 - ① 气相抽提技术
 - ② 热脱附技术
 - ③ 原位化学氧化技术



资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

(四) 行业竞争情况：公司为业内资深龙头企业

公司成立于1992年，作为最早的引进衬垫技术的企业，经过20多年的发展，积累了较多行业经验。近年来，公司依托隔离技术，对相关领域进行技术渗透，相继开发了封场技术、浮动盖技术、水体生态技术、固废污染环境修复技术等，从简单的隔离封闭扩展到了隔离后的治理，对业务进行了上下游的延伸拓展。

2010年之前，全国涉及重金属污染土壤修复的企业不超过20家，其中真正具备专业能力的只有5家左右。截止2013年底，中国环保产业协会掌握的企业数量已经超过300家。但目前由于缺乏行业统一规范，及相应法律法规；且国内土壤污染情况具有本地特征，各种因地制宜的修复方法仍在摸索中，导致修复价格与国外相比要价偏高且较混乱，仍处于试点工程推行中。下表将国内各大公司近年来的项目统计汇总。

表 3：各主要公司历年部分项目数目汇总

	公司	项目数	处理土壤量(万立方)
土壤修复	北京建工环境修复股份有限公司	>10	>244.7
	北京高能时代环境技术股份有限公司	>8	>204.2
	衡阳弘湘	>7	>56.6
	鼎实环境	>5	>44.4
	江苏省环科院	>1	>40.0
	中节能大地环境修复有限公司	>5	>25.3
	江苏上田环境修复有限公司	>6	>11.3
	重庆美天环保	>2	>6.7
	永清环保	>4	>2.1
	大地益源	>4	>0.3
		项目数	专家打分
防渗隔离	北京高能时代环境技术股份有限公司	>200	134
	上海环境工程技术有限公司	>100	104
	深圳市中兰环保科技有限公司	>100	96
	辽宁大禹防水工程有些公司	>100	76
	深圳市胜义环保有限公司	>200	69
	安徽省通源环境节能有限公司	>40	60
	四川正升环保科技有限公司	>40	53

资料来源：公司资料，宏源证券整理

由上表数据可见，我国已修复的场地数不超过200个，但由前文可知，中国土壤修复虽然有效市场相对较小，但存量市场巨大，与美国已经完成了接近67%的市场相比，仍然是一个未起步的市场。

且市面上的公司由于地缘因素，其市场大多集中于公司本地区域，未形成行业内绝对龙头或者全国性大公司，未来仍将会是一个以中央拨款导向为主，

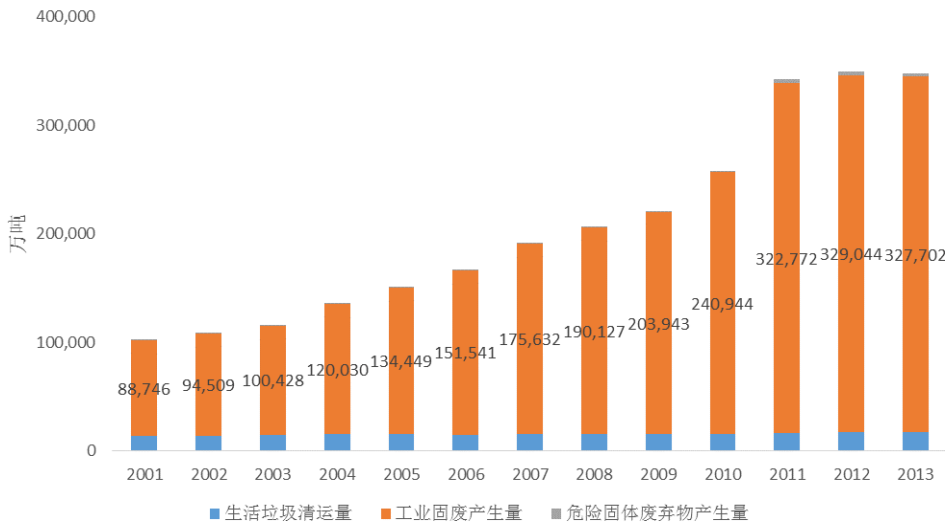
各公司跑马圈地的市场格局。

二、 隔离防渗：填埋市场 429 亿元/年，隔离工程 104 亿/年

(一) 工业固废+生活垃圾+危废填埋市场：291+126+12=429 亿元/年

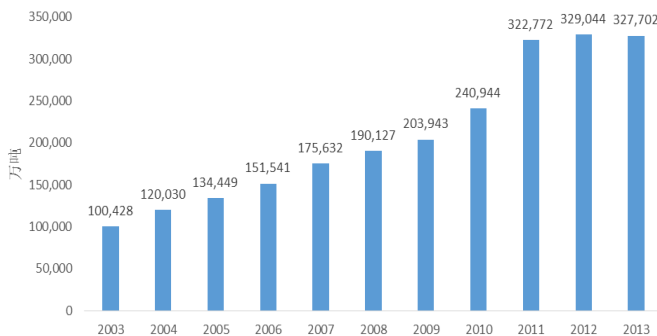
我国固体废弃物总量截止 2012 年已经达到每年 34.6 亿吨产生量，其中 32.9 亿吨为工业固废，生活垃圾为 1.71 亿吨，工业固废中包含 0.34 亿吨的危废。巨量的垃圾产生量如不得到妥善处理，未来会造成垃圾围城的情况。参考中国现状，5 年内，填埋仍将是固废处理的主要手段之一，而填埋中的一项必不可少的关键技术就是公司的隔离防渗技术。

图 8：中国固体废弃物历年结构变化



资料来源：统计局，宏源证券整理

图 9：中国工业固废产生量



资料来源：公司招股书，宏源证券整理

图 10：中国工业固废处置情况，2011 年

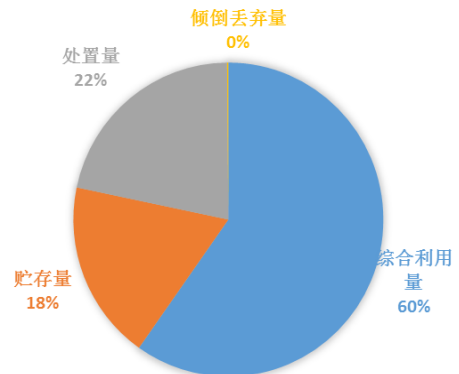
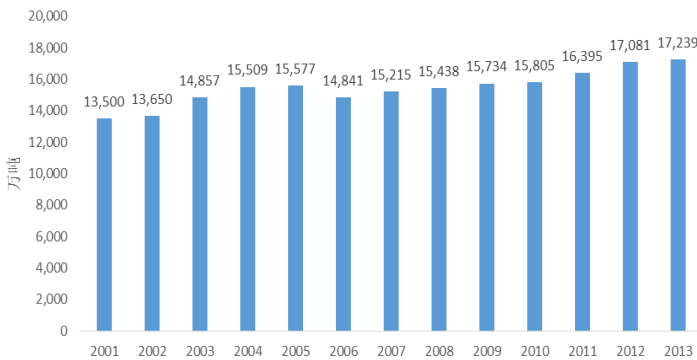


图 11: 中国生活垃圾清运量



资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

图 12: 中国生活垃圾处置情况, 2011 年

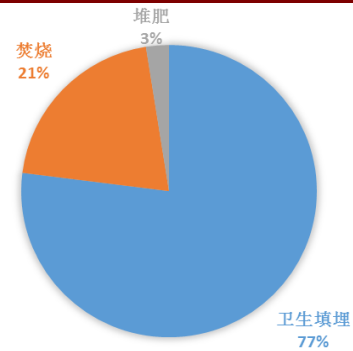
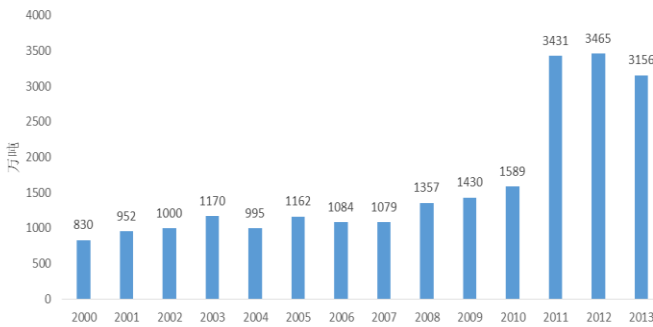
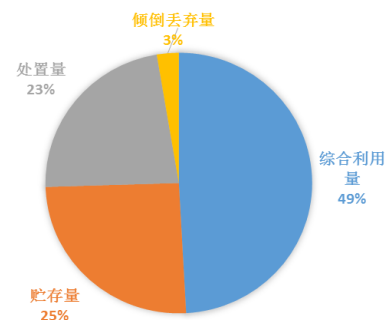


图 13: 中国危险固体废物产生量



资料来源: 公司招股书, 宏源证券整理

图 14: 中国危险固体废物处置情况, 2011 年



以 2011 年为例, 工业固废中有 18% 需要贮存, 为 5.81 亿吨; 生活垃圾中有 77% 需要贮存, 为 1.26 亿吨。危废中有 25% 需要贮存, 为 0.08 亿吨。工业固废填埋按照 50 元/吨, 生活垃圾填埋按照每吨 100 元/吨, 危废填埋按照 150 元/吨保守计算, 每年填埋市场为 $291+126+12=429$ 亿元。

(二) 工业固废+生活垃圾+危废防渗工程市场: $291+126+12=104$ 亿元/年

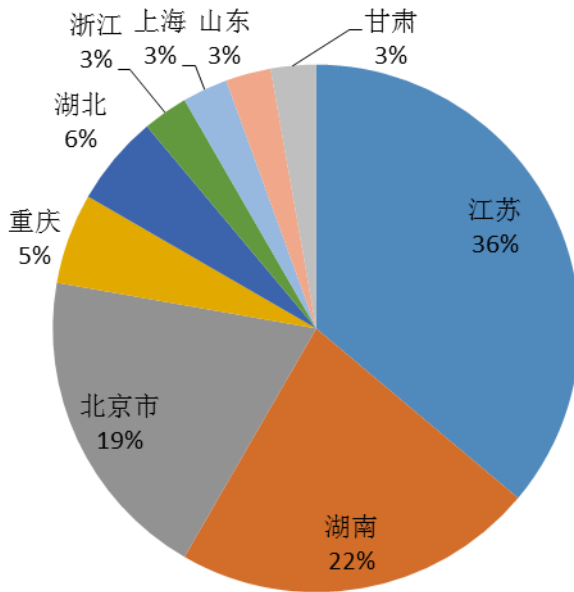
我们按照公司历史典型项目数据进行计算, 生活垃圾堆场平均每吨带来收入 37.0 元, 工业固废堆场平均每吨带来收入 27.5 元; 堆场按照 15 年使用寿命, 按照固废产生量的一半计算新建堆场需求, 可得工业固废+生活垃圾+危废的新建堆场需求为 $79.9+23.3+1.1=104.3$ 亿/年

三、土壤修复: 存量市场十万亿, 有效市场千亿

(一) 高地价地区的工业污染场地是当下的土壤修复有效市场

我们认为土壤修复有两大驱动力, 一是商业利益 (棕地开发), 二是民生驱动 (如湖南镉大米事件)。但从过往案例的分析来看, 我们认为当下真正的驱动力还是地方政府的商业利益:

图 15: 按地区划分中国土壤修复案例分布



资料来源: 统计局, 宏源证券整理

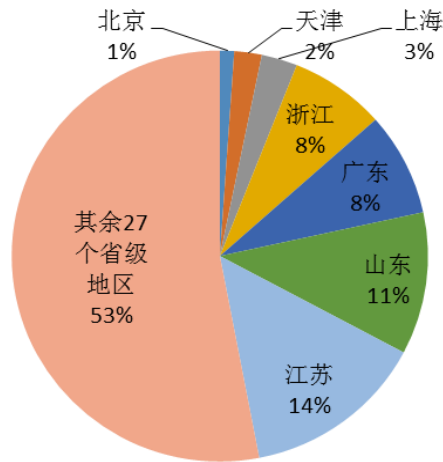
由数据可见, 除了因重金属污染严重而具备国家专项资金治理的湖南以外, 过往大部分项目集中在高地价地区, 即东部沿海经济发达地区, 以京津地区、长三角等地为最多, 该类地区的高地价使得当地政府对污染场地进行土壤修复之后可以通过卖地迅速得到回报, 提高了当地政府或土地开发商开展污染场地修复的主动性。

结合我国国情, 我国土壤治理的重点分为三类: 1. 工业污染场地恢复; 2. 矿区治理及其所相关的水污染治理; 3. 农田污染治理。其中国家在前两方面技术相对成熟, 其中尤其是城市工业污染场地恢复, 投资回报率高, 市场更加活跃。而农田污染由于范围广、回报小, 治理难, 收效慢等因素, 治理项目仅有寥寥几例。以下将分别针对三类市场进行分析。

(二) 工业污染场地修复市场: 413 亿元

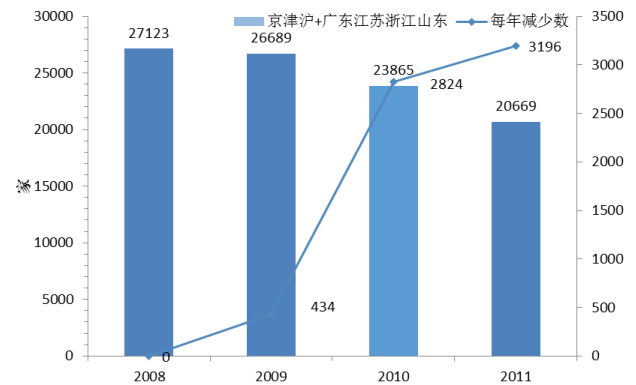
鉴于目前市场土壤修复价格大概在 1000 元/立方米左右, 我们按照修复深度 1 米计算, 合 1000 元/平方米。取全国房价超过 6000 元/平方米, 以容积率 2.0 计算, 地价 3000 元/平米为有效市场, 全国共 70 个城市, 其中“京津沪+苏浙鲁粤”七地共占 38 座, 并结合后文全国规模以上企业 (年收入超过 500 万) 分布, 47% 重污染企业位于“京津沪+苏浙鲁粤”七地, 我们认为可以将此七地作为工业污染场地土壤修复的有效市场加以分析。

图 16: 2011 年中国重污染规模企业比例图



资料来源: 宏源证券整理

图 17: 2008-2011 年七地重污染企业数目变化



资料来源: 宏源证券整理

由图可见,“京津沪+苏浙鲁粤”七地重污染企业数之和可以占到全国的 47%, 将该地区重污染企业数的年变化数目单独取出进行分析可见, 从 2008 年到 2011 年间, 关停并转迁的重污染企业数一共 6454 家, 仅 2011 年就有 3196 家, 呈现上升趋势。

我们假设: 1. 自从 2011 年之后, 城市市区里没有新建重污染企业。2. 已有的重污染企业中仅有 20% 建在目前的市区内。以“京津沪+苏浙鲁粤”七地市区内重污染企业作为我们工业场地土壤修复的有效目标市场, 计算得到截止至 2011 年数据, 符合要求的企业共 4134 个。按照市面了解到每个项目平均规模一千万元计算, 我国工业场地污染土壤修复市场规模为 413 亿元。

(三) 矿区土壤修复有效市场: 391 亿元

矿区修复也是土壤修复领域中一大市场, 但由于资金来源主要靠中央拨款, 并未形成有效的市场机制, 故虽其存量市场大, 但有效市场仍待观察。按照《全国矿山环境保护与治理规划(2010-2015 年)》要求, 规划期间将完成国家级矿山地质环境重点治理工程 2100 处, 治理面积 1.5 万 km²。其中污染严重的金属矿区共 700 余座, 其余为煤炭矿区和非金属矿区。

我国金属矿区土壤修复市场计算以湖南省为例, 省内金属矿区共 36 座, 污染治理共投资 133 亿元, 我们分析了湖南土壤修复专项债的投资情况, 发现其中土壤治理仅占总投资 7.5%, 故而可得全国矿区土壤修复有效市场为 195 亿。

(四) 耕地修复有效市场: 0 亿元

根据 2010 年全国土壤污染调查结果, 我国受污染的耕地约有 3 亿亩, 占 20.27 亿亩耕地的 15%, 其中中重度污染耕地高达 5000 万亩, 多数集中在经济较发达的地区。

在欧美, 没有或很少有农田污染修复这一领域。在全世界, 仅日本进行过一定规模的农田修复, 但是, 其采用的客土法不适合我国 5000 万亩的数量级。

由我国最新的一个农田修复案例试点，可以大致估算一下我国耕地修复市场规模。

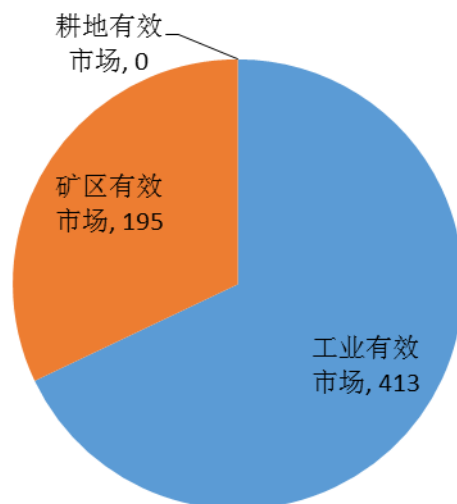
据《国家重金属污染综合防治“十二五”规划》，湖南省石门县雄黄矿区正在进行综合整治，将对核心区近 8000 亩砷污染农田土壤进行修复，根据中国科学院的治理方案，修复这些农田的预算为 13.5 亿元。鉴于中国科学院在土壤砷污染植物修复方面处于世界领先地位。那么这样大规模的修复方案已经是考虑到了当地较为紧迫的财政状况，由此可以保守推广到全国的耕地修复情况。按照这一方案计算，修复一亩砷污染耕地所需资金约为 16.9 万元，5000 万亩中重度耕地约需 8.45 万亿元，加上面积可能更大的轻度污染耕地，我国农田耕地污染修复规模在 10 万亿以上。这一数字同环境保护部自然生态保护司司长庄国泰前期公开透露的是一致的。

但注意到一亩地一年的经济收入通常不会超过 1000 元，而修复一亩耕地要 17 万元，且中重度砷污染土壤的植物修复能否在 5 年内达到国家标准，也需要充分论证。这笔庞大的修复资金当前尚未找到合适的来源出处。

(五) 全国土壤修复有效市场：804 亿元

综上所述，我国待修复土壤总量巨大，但具备修复经济价值的标的稀少，同时由于责任人不明确，并以我国目前的经济情况来看，大部分被污染矿区和农田所在的区域较为偏僻，当地政府不具备土壤修复的财力支持，亦即，存量市场巨大，有效市场较小。

图 18: 全国土壤修复有效市场规模（亿元）



资料来源：宏源证券整理

2015 年，随着政府对水污染治理力度的加大，将不可避免的面对土壤污染形势严峻的问题，作为水污染的源头之一，我们认为土壤污染修复将在水污染治理中后期开始启动并发力。具体时刻我们认为将会是由土壤污染引起严重的民生事件从而倒逼政府正视问题并开始加大实施力度之时。

表 4: 中国土壤修复市场

类型	存量市场 (亿元)	有效市场 (亿元)
工业污染场地	4401	413
矿区	2594	391
耕地	84500	0
总计	91494	804

资料来源: 宏源证券整理

四、 公司亮点: 项目经验丰富+大量在手订单

高能环境作为固废处理+环境修复的资深专业公司, 将会成为市场环境修复概念的龙头企业。公司亮点有二: 1. 标杆性项目经验丰富; 2. 业绩释放有保证, 预计未来公司的土壤修复方面业务将有较快速发展。

公司最重要的催化剂/看点为: 即将出台的《土壤污染防治行动计划》, 中央经济工作会议定调向污染宣战, 土壤修复市场发展将加速。本次中央经济工作会议首提“环境承载能力几乎达到极限”, 指出要朝着“蓝天净水”的目标不断前进, 结合其它信息, 预计《土壤污染防治行动计划》将于近期出台, 土壤修复市场将加速启动。

(一) 标杆型典型项目经验丰富

公司自 1992 年创立, 以衬垫工程技术起家, 经由尾矿治理将业务拓展到土壤修复, 目前已完成土壤修复项目超过 8 个, 能够查到的项目中, 土壤修复土方数超过 204 万立方米, 公司积累了丰富的项目经验。

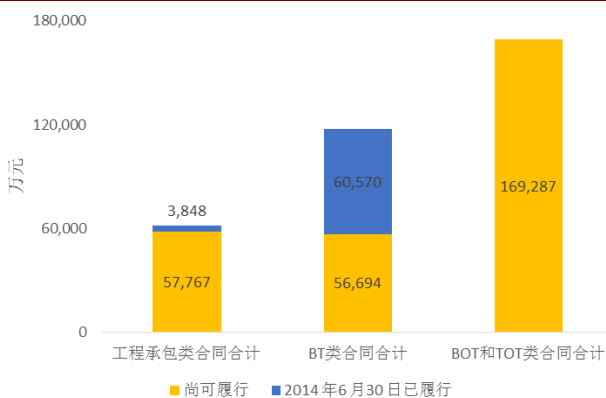
表 5: 公司土壤修复典型项目汇总

项目	项目所在地	污染物类型	修复技术	项目规模(万元)	承建时间	处理土壤多少
株洲清水塘重金属废渣综合治理一、二期工程项目	湖南株洲市	锌 铅 镉 砷(类重金属)	固化稳定化药剂投放	12,301	2013年(一期) 2014年(二期)	渣场治理面积约16.29万m ² ,废渣量约172.41万m ³ +4.33万m ³
湖南株洲霞湾港重金属治污工程	湖南株洲市	重金属 镉、铅、砷		20,283	2011	河床内底泥50342立方米、污水18000立方米及镉、铅、砷、铜等重金属污染物
郟县含镉污染土壤修复示范工程	湖北省郟县	重金属	阻隔填埋处理技术	6,468	2013	工期150天。污染土体积量共约214774m ³
济南裕兴化工有限责任公司原厂区场地土壤修复工程中试项目	山东省济南市	六价铬	异位还原稳定化技术	120	2012	工期60天,修复土壤量1500m ³
福建紫金矿业同康沟堆浸场复产改造方案	福建紫金矿业	铜,酸性土壤	阻隔填埋处理技术		2012	130万m ²
原南京化工厂场地土壤修复工程中试项目	江苏省南京市	有机物	化学氧化			经时56天,修复污染土壤量2210m ³ ;南京化工厂原址也在其中,740亩

资料来源: 公司资料, 宏源证券整理

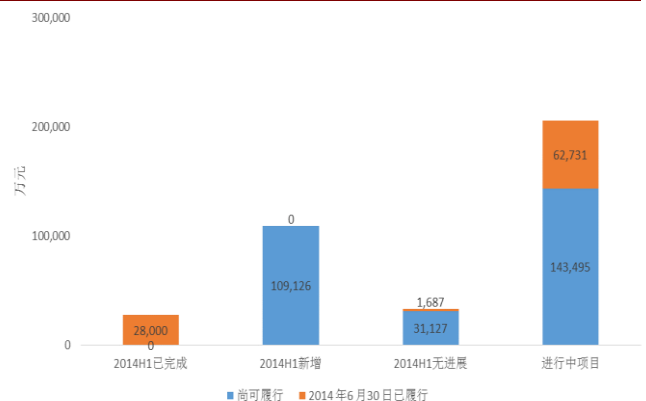
(二) 乘行业东风, 大量在手订单, 新签订单激增

图 19: 28 亿待履行项目分类情况



资料来源: 宏源证券

图 20: 28 亿待履行项目进展情况



资料来源: 宏源证券

公司目前 28 亿在手订单, 近 2014 年 H1 期间新订单增加 11 亿, 保证公司未来 2-3 年的业绩高速增长。同时也确保公司在现有技术积累持续增厚的情况下, 可以熬过土壤修复行业尚未有产生有效商业模式的资金匮乏的萌芽期, 等

待进入行业成长期，作为业内龙头将驶入强者愈强的发展快车道。

五、盈利预测

由于公司处于业务开拓期，2014 年销售费用和管理费用增长较大，参考公司给出的盈利预测，并结合在手项目推算，预计 2014 年-2016 年公司收入增长分别为 4%、25%、40%，净利润增长为-10%、30%、39%，. 公司 2014-2016 净利润为 1.26 亿、1.64 亿、2.28 亿元，分别对应 EPS（按发行 4040 万股，总股本 16160 万计算）为 0.78 元、1.01 元、1.41 元。参考同行业上市公司水平，给予 35-40 倍估值，对应股价为 27.30-31.20 元。相对于发行价格 18.23 元，仍有 149.8%-171.1%的向上空间。

六、风险提示

- 政策推动低于预期
- 业内未能找到成功的商业模式
- 应收账款回款低于预期
- 大订单获得和履行的持续性风险

表 6: 公司盈利预测及估值

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	654	782	813	1,022	1,424	货币资金	190	73	732	529	410
增长率	13.3%	19.6%	4.0%	25.6%	39.4%	应收款项	84	86	87	88	89
主营业务成本	-421	-515	-538	-673	-937	存货	436	548	610	672	734
%销售收入	64.4%	65.9%	66.1%	65.9%	65.8%	其他流动资产	29	37	45	53	61
毛利	233	267	276	348	487	流动资产	739	744	1,474	1,342	1,294
%销售收入	38.9%	43.9%	33.9%	34.1%	34.2%	%总资产	92.2%	81.9%	60.1%	55.5%	47.5%
营业税金及附加	-17	-16	-12	-14	-21	长期投资	376	726	876	726	877
%销售收入	1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.5%	固定资产	106	105	104	350	550
营业费用	-16	-25	-35	-45	-62	%总资产	6.8%	13.4%	4.2%	14.5%	20.2%
%销售收入	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.3%	无形资产	0	0	0	1	1
管理费用	-47	-76	-117	-143	-197	非流动资产	482	831	980	1,076	1,428
%销售收入	10.6%	14.0%	14.3%	14.0%	13.8%	%总资产	7.8%	18.1%	39.9%	44.5%	52.5%
息税前利润 (EBIT)	152	149	112	147	208	资产总计	1,221	1,574	2,454	2,419	2,722
%销售收入	22.8%	24.5%	13.8%	14.4%	14.6%	短期借款	0	170	169	27	52
财务费用	5	9	10	12	17	应付款项	228	258	288	318	348
%销售收入	-0.8%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	其他流动负债	203	219	235	251	267
资产减值损失	4	-10	0	0	0	流动负债	431	647	489	679	995
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	431	647	489	679	995
营业利润	161	148	121	159	225	普通股股东权益	790	928	1,746	1,808	2,043
营业利润率	24.6%	19.0%	14.9%	15.5%	15.8%	少数股东权益	20	18	16	15	12
营业外收支	3	11	19	25	30	负债股东权益合计	1,221	1,574	2,454	2,419	2,722
税前利润	164	159	141	184	255						
利润率	25.1%	20.3%	17.3%	18.0%	17.9%						
所得税	-22	-22	-20	-26	-35						
所得税率	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	13.6%						
净利润	142	137	121	158	220						
少数股东损益	-1	-3	-4	-6	-8						
归属于母公司的净利润	143	140	126	164	228						
净利率	21.9%	17.9%	15.4%	16.0%	16.0%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	142	137	121	158	220	每股指标					
少数股东损益	142	137	121	158	220	每股收益	1.181	1.152	0.777	1.014	1.410
非现金支出	-1	-3	-4	-6	-8	每股净资产	6.518	7.657	10.804	11.188	12.642
非经营收益	7	16	25	34	44	每股经营现金净流	-0.283	-2.243	0.712	0.534	0.682
营运资金变动	-4	-7	-10	-13	-16	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	-178	-415	-17	-87	-130	回报率					
资本开支	-34	-272	115	86	110	净资产收益率	6.05%	6.16%	4.67%	18.12%	15.05%
投资	-55	-14	-1	-271	-204	总资产收益率	11.72%	8.87%	5.12%	6.77%	8.37%
其他	-3	0	0	0	0	投入资本收益率	12.74%	8.53%	5.59%	6.67%	7.79%
投资活动现金净流	83	1	0	0	0	增长率					
股权募资	25	-13	-1	-271	-204	主营业务收入增长率	13.29%	19.62%	3.99%	25.63%	39.39%
债权募资	0	0	707	0	0	EBIT 增长率	13.60%	-2.22%	-24.78%	30.99%	42.12%
其他	-14	170	-150	0	0	净利润增长率	14.61%	-2.44%	-10.08%	30.46%	39.09%
筹资活动现金净流	-1	-2	-12	-18	-26	总资产增长率	31.47%	28.91%	55.90%	-1.44%	12.53%
现金净流量	-15	168	545	-18	-26	资产管理能力					
						应收账款周转天数	37.8	38.1	38.7	39.2	39.8
						存货周转天数	296.1	334.1	393.1	435.2	477.2
						应付账款周转天数	102.3	115.8	129.3	142.7	156.2
						固定资产周转天数	59.0	48.9	46.5	125.0	141.0
						偿债能力					
						净负债/股东权益	54.56%	69.72%	28.01%	37.56%	48.70%
						EBIT 利息保障倍数	-30.4	-16.2	-11.7	-12.2	-12.4
						资产负债率	35.30%	41.10%	19.93%	28.07%	36.56%

作者简介:

肖喆: 宏源证券研究所环保及公用事业研究员，上海交通大学金融学硕士，4年从业时间。主要研究覆盖市政固废污水处理行业，危废、生态修复、餐厨、拆解资源化、生物质能源及节能等细分方向。覆盖A股及H股等海外环保板块。

董宜安: 宏源证券研究所环保及公用事业研究员，北京大学环境科学博士，1年从业时间，目前主要研究方向与关注点为WEEE拆解、土壤修复、污水处理、环境监测仪器以及大气VOCs、POPs治理的投资机会。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源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。