

环境修复业务增长迅速，加码运营类业务

- **业绩总结:** 2015年上半年公司实现营业收入31297万元,同比增长44.0%;实现归属上市公司净利润1551万元,同比下降15.8%,归属上市公司扣非后净利润1387万元,同比增加20.2%。
- **上半年业绩增长略低于预期,订单签署情况良好。** 业绩低于预期的主要原因是由于我国宏观经济持续不景气,公司部分项目的实施进度低于预期。净利润的下降是由于去年同期政府补助较大,另外今年内尚未结算的BT项目已收回部分款项,计提的利息收入相应减少。2015年上半年新签合同3亿元,同时还中标了贺州市循环经济环保产业园2.7亿元BOT项目和鹤岗市生活垃圾焚烧处理3.5亿元BOO项目。
- **公司是A股稀缺的环境修复标的,上半年环境修复业务增长迅速。** 公司在环境修复领域经验丰富,技术水平处于行业前列。上半年公司环境修复业务同比增长194.7%,公司在环境修复领域的布局逐渐显现成效。市场对于“土十条”的出台预期逐渐增强,一旦市场启动,公司环境修复业绩有望出现爆发式增长。
- **公司运营业务不断加码。** 公司投资建设的内蒙古独贵塔拉废渣废水处理项目进入运营期,以及2014年收购的桂林医废处置项目报告期产生稳定的运营收入。预计未来公司运营业务占比将逐年大幅增长,运营项目具有较高毛利率,能为企业提供长期稳定的现金流。
- **环保并购基金打开外延扩张空间。** 公司成立10亿元的并购基金,主要投资领域为危废处理、垃圾发电、高浓度工业污水处理和基于物联网技术的固废管理系统等,进而帮助公司打造固废处理综合平台。
- **估值与评级:** 公司所处的行业有较为明显的季节性特征,通常上半年经营业绩占全年的比重较低,但根据公司上半年的营收增长情况和对下半年市场状况的预期,我们下调对2015年的营收增长预测由64.9%到48.7%。我们预计公司2015-2017年营收分别为11.54、16.78和24.57亿元,EPS分别为0.99、1.39、2.05元,对应PE分别为54X、39X、26X。考虑市场对于相关政策预期逐渐升温,未来市场前景巨大,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进展速度或低于预期,应收账款回款或不顺利,并购投资项目回报或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	776.51	1154.52	1678.16	2457.26
增长率	-0.70%	48.68%	45.36%	46.43%
归属母公司净利润(百万元)	115.55	159.47	225.42	331.17
增长率	-17.27%	38.00%	41.36%	46.91%
每股收益EPS(元)	0.72	0.99	1.39	2.05
净资产收益率ROE	6.57%	8.31%	10.51%	13.38%
PE	75.20	54.49	38.55	26.24
PB	4.94	4.53	4.05	3.51

数据来源: Wind, 西南证券

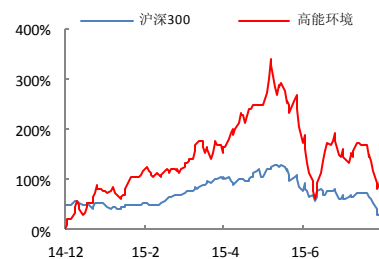
西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
 执业证号: S1250513070002
 电话: 010-57631198
 邮箱: pl@swsc.com.cn

分析师: 姚键
 执业证号: S1250515060002
 电话: 010-57631190
 邮箱: yaoj@swsc.com.cn

联系人: 王颖婷
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.62
流通A股(亿股)	0.4
52周内股价区间(元)	46.01-77.92
总市值(亿元)	86.89
总资产(亿元)	24.75
每股净资产(元)	10.54

相关研究

1. 高能环境(603588): 固废处理综合平台显雏形, 土壤修复纯正标的 (2015-07-05)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	776.51	1154.52	1678.16	2457.26	净利润	115.45	159.33	225.23	330.89
营业成本	528.82	785.20	1136.00	1655.51	折旧与摊销	8.72	12.60	14.97	18.06
营业税金及附加	20.82	28.63	41.63	61.77	财务费用	-25.30	-0.15	-0.21	-0.31
销售费用	32.86	41.63	63.01	93.00	资产减值损失	-2.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.29	127.43	193.63	286.12	经营营运资本变动	-22.60	-161.22	-165.80	-247.10
财务费用	-25.30	-0.15	-0.21	-0.31	其他	-304.76	15.79	3.81	6.05
资产减值损失	-2.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-231.43	26.35	77.99	107.58
投资收益	-0.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.21	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-149.60	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-149.81	-80.00	-80.00	-80.00
营业利润	119.75	171.77	244.10	361.17	短期借款	413.89	-583.89	0.00	40.52
其他非经营损益	5.39	6.89	7.05	6.72	长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.14	178.66	251.16	367.89	股权融资	698.79	0.00	0.00	0.00
所得税	9.68	19.33	25.93	37.00	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	115.45	159.33	225.23	330.89	其他	-18.61	0.15	0.21	0.31
少数股东损益	-0.10	-0.14	-0.19	-0.28	筹资活动现金流净额	1124.07	-583.74	0.21	40.83
归属母公司股东净利润	115.55	159.47	225.42	331.17	现金流量净额	743.13	-637.39	-1.79	68.41
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	816.50	179.11	177.31	245.73	成长能力				
应收和预付款项	158.58	214.73	315.49	466.31	销售收入增长率	-0.70%	48.68%	45.36%	46.43%
存货	705.29	1047.23	1515.10	2207.97	营业利润增长率	-19.26%	43.44%	42.11%	47.96%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-15.65%	38.00%	41.36%	46.91%
长期股权投资	18.63	18.63	18.63	18.63	EBITDA 增长率	-29.63%	78.56%	40.52%	46.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	104.64	177.69	248.37	315.96	毛利率	31.90%	31.99%	32.31%	32.63%
无形资产和开发支出	145.08	139.43	133.79	128.14	三费率	14.15%	14.63%	15.28%	15.42%
其他非流动资产	1053.67	1053.67	1053.67	1053.67	净利率	14.87%	13.80%	13.42%	13.47%
资产总计	3002.40	2830.49	3462.36	4436.40	ROE	6.57%	8.31%	10.51%	13.38%
短期借款	583.89	0.00	0.00	40.52	ROA	8.69%	3.85%	5.63%	6.50%
应付和预收款项	621.97	872.18	1275.48	1873.17	ROIC	18.60%	22.29%	22.99%	25.32%
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	EBITDA/销售收入	13.29%	15.96%	15.43%	15.42%
其他负债	8.08	10.52	13.86	18.81	营运能力				
负债合计	1243.94	912.70	1319.34	1962.49	总资产周转率	0.34	0.40	0.53	0.62
股本	161.60	161.60	161.60	161.60	固定资产周转率	7.42	9.53	10.29	11.32
资本公积	959.39	959.39	959.39	959.39	应收账款周转率	7.99	9.59	9.37	9.47
留存收益	604.04	763.51	988.93	1320.10	存货周转率	0.84	0.90	0.89	0.89
归属母公司股东权益	1725.03	1884.49	2109.91	2441.08	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	53.57%	—	—	—
少数股东权益	33.43	33.30	33.11	32.83	资本结构				
股东权益合计	1758.46	1917.79	2143.02	2473.91	资产负债率	41.43%	32.25%	38.11%	44.24%
负债和股东权益合计	3002.40	2830.49	3462.36	4436.40	带息债务/总负债	49.35%	3.29%	2.27%	3.59%
					流动比率	1.39	1.64	1.56	1.51
					速动比率	0.81	0.45	0.38	0.37
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.99	1.39	2.05
					每股净资产	10.88	11.87	13.26	15.31
					每股经营现金	-1.43	0.16	0.48	0.67
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	103.17	184.22	258.86	378.92					
PE	75.20	54.49	38.55	26.24					
PB	4.94	4.53	4.05	3.51					
PS	11.19	7.53	5.18	3.54					
EV/EBITDA	72.04	40.64	28.93	19.69					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn