

业绩符合市场预期，全年实现高增长可期

——高能环境（603588）三季度报点评

2016年10月29日

强烈推荐/维持

高能环境

财报点评

姓名	分析师：杨若木	执业证书编号：S1480510120014
	Email: yangrm@dxzq.net.cn	
姓名	联系人：刘博	Email: liubo_yjs@dxzq.net.cn
	联系人：于洋	Email: yuyang_yjs@dxzq.net.cn
	联系人：庞天一	Email: pangty@dxzq.net.cn

事件：

公司发布2016年三季度报，1-9月累积实现营收8.88亿元，同比增长60.30%；实现归母净利润0.75亿元，同比增长71.44%。

公司分季度财务指标

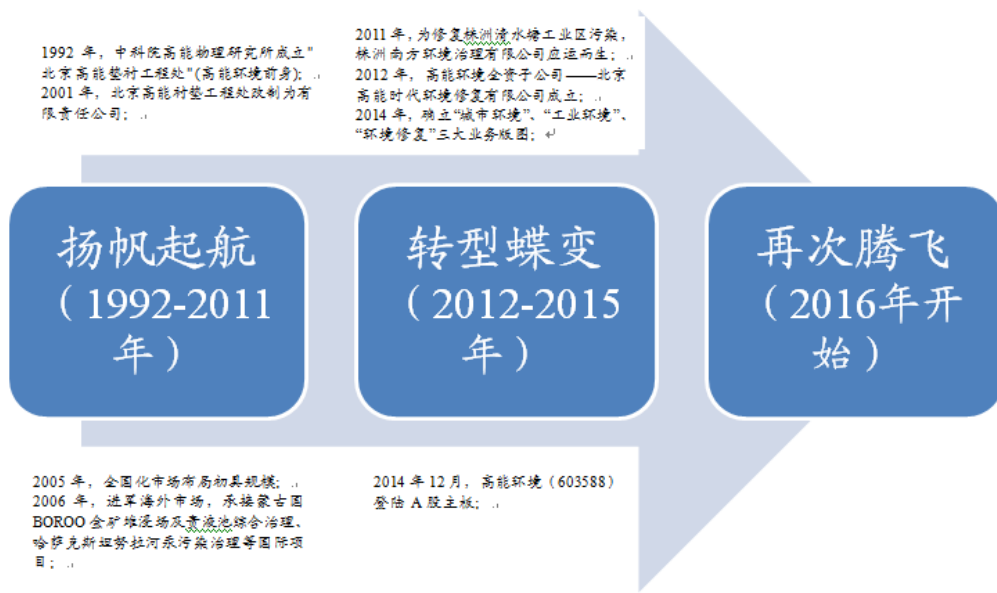
指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	68.25	312.97	553.78	1,018.43	117.05	544.15	887.73
增长率（%）	87.50%	43.99%	39.20%	31.15%	71.50%	73.87%	60.30%
毛利率（%）	30.30%	31.66%	30.86%	29.35%	27.94%	26.99%	26.90%
期间费用率（%）	59.86%	21.56%	19.13%	13.87%	39.45%	18.87%	17.97%
营业利润率（%）	-32.16%	5.15%	8.13%	11.62%	-10.40%	6.68%	8.73%
净利润（百万元）	-22.01	15.53	43.61	106.49	-12.48	36.59	74.11
增长率（%）	5.06%	-10.70%	0.60%	-7.76%	-43.30%	135.61%	69.94%
每股盈利（季度，元）	-0.13	0.10	0.27	0.66	-0.07	0.12	0.23
资产负债率（%）	29.83%	39.24%	42.21%	43.31%	46.65%	50.52%	50.92%
净资产收益率（%）	-1.27%	0.89%	2.51%	5.86%	-0.66%	2.03%	4.00%

观点：

- ▶ **三季度高增速符合预期，全年净利润大概率落于50%-80%之间。**2014、2015年，公司前三季度累积收入增速分别为4%、39%；归母净利润增速分别为-14%、-2%，公司在2015年明确“以土壤修复为核心，危废处置和垃圾焚烧为两翼”的战略规划后，16年前三季度累积收入和净利润增速分别为60%和71%，相比往年业绩增速大幅提升。同时，近三年来公司三项费用合计占比分别为22%、19%、18%，体现了公司良好的费用管控能力。从以往三季度业绩占比全年业绩比例来看，2013-2015年分别为37%、39%、41%，因此行业属性决定了公司在手订单结算时点集中于第四季度，目前公司在手未结算订单合计金额超过100亿，伴随其中部分项目于四季度进入集中结算期，预计公司全年净利润大概率落于50%-80%之间。
- ▶ **公司发展及战略分析：转型基本完成，即将进入高增长期。**我们梳理公司的发展历程，大致可分为三个阶段。

段：1）高速增长期（2007-2011年），公司作为垃圾填埋防渗处理市场上的龙头，牢牢抓住了由城镇化快速发展带来的行业机会，在此期间营收规模由1.18亿增长至5.77亿，CAGR为48.83%；对应净利润由0.03亿增长至1.25亿，CAGR为144.57%。2）转型阵痛期（2012-2015年），行业增速降低&行业内竞争加剧的形势下，公司发展势头有所减缓，同时由于公司将绝大部分精力都放在工程业务上，造成业绩对订单的依赖性较强、业绩波动性较大，12-15年收入增速分别为13.29%、19.62%、-0.70%和31.15%；归母净利润增速分别为14.90%、-2.36%、-17.28%和-7.93%。3）再次腾飞期（2016年开始），经历了转型阵痛期之后，公司在2015年明确了“将环境修复、危废处置、垃圾焚烧三大领域作为核心领域，将工业废水、医废、污泥等作为重点领域”的五年发展战略，并提出“五个第一”（品牌第一、速度第一、技术第一、工程第一、项目第一）的长远发展目标，伴随着公司在手订单进入集中释放期，预计公司将迈入新一轮高速增长期。

图 1：公司发展历程大致可分为三个时期



资料来源：公司网站、东兴证券研究所整理

➤ **土壤修复是核心，在手订单饱满确保短期高增长。**新增环境修复类订单合计15亿，将集中在下半年贡献业绩。根据我们的统计，截至16年三季度末，公司新签环境修复类订单金额合计超过15.51亿，已经提前完成了全年的订单任务（公司全年订单业务为50亿，其中环境修复类15亿、工艺环境类15亿、城市环境类20亿），考虑到环境修复项目前期的规划和设计周期，公司在手订单将集中在下半年贡献业绩。我们预计公司全年将获取环境修复类订单合计15-18亿，保守估计其中30%将在今年转化为业绩，按照净利润率13%做保守测算，下半年环境修复业务将贡献净利润0.59-0.70亿。

行业高景气度下订单集中释放，3-5年内环境修复业务高增长可持续。通过对比15年和16年公司获取的环境修复订单金额，15年为4.4亿，16年保守估计为15-18亿，增长幅度为240%以上。为了解答公司订单爆发性增长是否具有可持续性的疑惑，我们拜访行业专家和公司管理层，总结观点：1）行业层面，进入15年以来环境修复，尤其是土壤修复领域的订单进入高速释放期，这种订单的集中爆发，部分是由于“土十条”政策的催化，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；2）公司层面，在“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%，因此订单更多来自于行业自发性需求的释放。综合行业和公司层面分析，我们认为未来3-5年内，在土壤修复行业始终处于高景气度，市场空间逐步释放的过程中，公司作为土壤修复领域的龙头企业，将充分获益，未来3-5年内土壤修复业务高增长可持续。

表 1: 公司 2015 年和 2016 年新增环境修复类订单

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: 东兴证券研究所

- **“危废处置+垃圾焚烧”为两翼, 平滑公司业绩长期波动。**公司明确“环境修复为核心、危废处置和垃圾焚烧为两翼”的战略规划以后, 1) 危废处置: 先后完成收购新德环保、宁波大地、靖远宏达项目, 参股设立科领环保, 合资组建菏泽高能, 危废版图逐渐显现; 2) 垃圾焚烧: 继15年落地江苏泗洪、广西贺州、黑龙江鹤岗、新疆和田及吉林农安等5个项目后, 16年新签濮阳静脉产业园、岳阳静脉产业园项目。长期来看, 公司在于多个危废处置和垃圾焚烧项目逐渐进入稳定运营期后, 将有效降低公司对工程类订单的依赖、熨平业绩波动, 为长期业绩稳定高速增长保驾护航。

表 2: 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: 东兴证券研究所

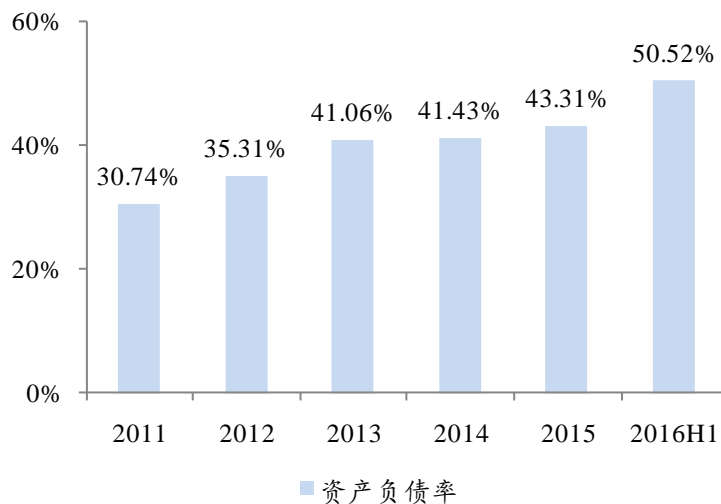
表 3: 公司 2015 年和 2016 年新签的垃圾焚烧项目

时间	项目名称	项目内容	金额 (亿元)
14.12	泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	处理规模为 300 吨/日, 年发电量为 3720 万 KWh	1.78
15.7	鹤岗市静脉产业园投资项目	生活垃圾焚烧发电、危废医废、餐厨粪便、污泥、汽车拆解电子垃圾处理项目, 其中生活垃圾处理规模为 700 吨/日, 投资规模为 3.5 亿	8
15.9	印尼地区垃圾焚烧发电厂	公司持股 50%, 处理规模为 1500 吨/日	1 亿美元
15.10	贺州市循环经济环保产业园 BOT(特许经营权)项目	处理规模为 900 吨/日, 其中一期项目处理能力为 500 吨/日	4.5, 其中一期为 2.5
15.10	农安县合隆区域生活垃圾焚烧发电 BOO 特许经营项目	垃圾处理补贴费报价: 50 元/吨, 年上网电量: 5024 万 KWH, 运营期平均吨垃圾总成本费用 132.14 元, 建设期: 24 个月	2.62
15.11	和田市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	处理费价格为 72.80 元/吨	7.39
16.7	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目	日处理 1500 吨的生活垃圾焚烧厂, 特许经营期 30 年 (不含建设期), 生活垃圾处理项目建设周期为 24 个月, 处理费价格为 90 元/吨	7.5, 其中一期 6.7
16.8	岳阳市静脉产业园 PPP 项目	生活垃圾焚烧发电、医疗固废处理、餐厨垃圾处理、污泥处理、建筑垃圾处理等五个垃圾处理项目	30

资料来源: 东兴证券研究所

- **股价催化剂分析:** 1) **战略转型彻底完成, 业绩目标首次纳入绩效考核。**公司董事、董事会秘书凌锦明, 之前是实际控制人旗下另一家上市公司东方雨虹的财务总监, 管理经验丰富, 且在东方雨虹任职期间与资本市场建立了良好的沟通和合作关系。公司在15年明确战略发展规划和经营管理目标以后, 16年初公司对以凌锦明为核心的新的经营管理团队提出了明确的业绩考核目标, 我们分析认为, 16年无论是对于公司还是对于经营管理团队, 都是具备转折性意义的一年, 从目前公司在手订单和项目进展来看, 全年完成考核目标的确定性较强。2) **危废处置成为重要战略布局, 外延并购是必然。**我们在前文中已经描述, 公司将危废处置业务确定为三大重要战略布局以后, 已经先后落地8个危废处置项目, 目前拥有危废处置资质20万吨/年。考虑到危废处置项目行业门槛较高, 尤其是无害化项目处理资质稀缺, 因此公司主要通过“新建+并购”的方式切入该领域, 根据我们与公司项目管理团队交流获取的信息, 公司自从确定将危废处置作为重要战略版图后, 已经在该领域投入了大量的人力和物力, 后续通过外延并购的方式获得更多优质危废处置项目值得期待。3) **资产负债率达到高点, 上市以来首个再融资方案有望落地。**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, 2011-2016Q3, 公司资产负债率分别为31%、35%、41%、41%、43%、51%, 目前已经达到公司自上市以来最高点。我们分析认为, 伴随公司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, 预计公司上市以来首个再融资方案有望在近期落地。

图 2: 2011-2016H1 公司资产负债率不断上升, 预计首个再融资方案有望在近期出台



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

结论:

预计公司2016-2018年归母净利润分别为1.82亿、4.48亿和6.87亿元, EPS分别为0.55元、1.35元和2.08元, 对应PE分别为63、25、17倍。公司在2015年确立了“环境修复为核心、危废处置和垃圾焚烧为两翼”的战略规划, 在经验丰富、强执行力的管理层的带领下, 各项战略逐步落实, 经历了转型期之后, 目前公司迎来业绩拐点: 1) 土壤修复行业处于高景气度、市场空间逐步释放的过程中, 公司作为土壤修复领域的龙头企业将充分获益, 未来3-5年业绩高速增长可期; 2) 危废处置和垃圾焚烧项目逐渐进入运营期, 有效熨平业绩波动, 为长期业绩稳定高速增长保驾护航; 3) 管理层+外延并购+资产负债率高企, 股价催化剂明显, 维持公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	1680	1640	2912	5174	7943	营业收入	777	1018	1517	2987	4580	营业收入	777	1018	1517	2987	4580	
货币资金	816	245	825	1195	1832	营业成本	529	720	1152	2180	3343	营业税金及附加	21	24	30	59	91	
应收账款	93	109	166	327	502	营业费用	33	43	47	70	105	管理费用	102	127	140	388	595	
其他应收款	50	187	278	548	840	财务费用	-25	-28	-28	-40	-56	资产减值损失	-2.98	14.30	12.00	8.00	9.00	
预付款项	11	27	44	77	127	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-0.25	-0.61	20.00	40.00	60.00	
存货	705	1051	1578	2987	4580	营业利润	120	118	184	505	779	营业外收入	5.43	3.91	11.00	11.00	11.00	
其他流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.05	0.31	0.10	0.10	0.10	利润总额	125	122	195	515	790	
非流动资产合计	1322	1634	2197	2535	2657	所得税	10	15	14	67	103	净利润	115	106	182	448	687	
长期股权投资	19	273	273	273	273	少数股东损益	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	116	106	182	448	687	
固定资产	104.64	100.92	341.80	694.75	622.69	EBITDA	248	384	218	575	832	BPS (元)	0.95	0.66	0.55	1.35	2.08	
无形资产	145	284	379	364	351	主要财务比率												
其他非流动资产	32	4	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E							
资产总计	3002	3273	5110	7709	10600	成长能力												
流动负债合计	1211	1414	1279	2764	5175	营业收入增长	-0.70%	31.15%	48.92%	96.92%	53.35%	营业利润增长	-19.26%	-1.21%	55.92%	173.52%	54.42%	
短期借款	584	549	0	553	1788	归属于母公司净利润	71.14%	146.23	71.14%	146.23%	53.28%	毛利率(%)	31.90%	29.35%	30.00%	30.00%	30.00%	
应付账款	329	447	704	1332	2043	净利率(%)	14.87%	10.46%	12.01%	15.01%	15.01%	总资产净利润(%)	6.70%	5.86%	6.09%	13.57%	18.16%	
预收款项	233	339	490	789	1247	ROE(%)	6.70%	5.86%	6.09%	13.57%	18.16%	偿债能力						
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	资产负债率(%)	41%	43%	41%	57%		流动比率	1.87	1.53				
非流动负债合计	33	4	800	1600	1600	速动比率	0.79	0.65				营运能力						
长期借款	30	0	800	1600	1600	总资产周转率	0.34	0.32	0.36	0.47	0.50	应收账款周转率	9	10	11	12	11	
应付债券	0	0	0	0	0	每股指标(元)						应付账款周转率	2.65	2.62	2.64	2.93	2.71	
负债合计	1244	1418	2079	4365	6775	每股收益(最新摊薄)	0.95	0.66	0.55	1.35	2.08	每股净现金流(最新)	4.60	-3.54	1.75	1.12	1.93	
少数股东权益	33	41	41	41	41	每股净资产(最新摊)	10.67	11.23	9.03	9.98	11.44	估值比率						
实收资本(或股本)	162	162	331	331	331	P/E	35.14	50.90	60.87	24.72	16.13	P/B	3.14	2.98	3.71	3.35	2.93	
资本公积	959	959	1837	1837	1837	EV/EBITDA	21.02	14.90	50.66	20.95	15.19							
未分配利润	562	649	709	857	1084													
归属母公司股东权	1725	1815	2990	3304	3785													
负债和所有者权益	3002	3273	5110	7709	10600													
现金流量表	单位:百万元																	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E													
经营活动现金流	-231	-13	-70	-449	-245	偿债能力												
净利润	115	106	182	448	687	资产负债率(%)	41%	43%	41%	57%		流动比率	1.87	1.53				
折旧摊销	153.37	293.49	0.00	72.05	72.05	速动比率	0.79	0.65				营运能力						
财务费用	-25	-28	-28	-40	-56	总资产周转率	0.34	0.32	0.36	0.47	0.50	应收账款周转率	9	10	11	12	11	
应收账款减少	0	0	-57	-161	-175	应付账款周转率	2.65	2.62	2.64	2.93	2.71							
预收账款增加	0	0	152	299	458													
投资活动现金流	-150	-454	-618	-439	-203	每股指标(元)												
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.95	0.66	0.55	1.35	2.08	每股净现金流(最新)	4.60	-3.54	1.75	1.12	1.93	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	10.67	11.23	9.03	9.98	11.44	估值比率						
投资收益	0	-1	20	40	60	P/E	35.14	50.90	60.87	24.72	16.13	P/B	3.14	2.98	3.71	3.35	2.93	
筹资活动现金流	1124	-105	1267	1258	1085	EV/EBITDA	21.02	14.90	50.66	20.95	15.19							
应付债券增加	0	0	0	0	0													
长期借款增加	0	0	800	800	0													
普通股增加	40	0	169	0	0													
资本公积增加	658	0	878	0	0													
现金净增加额	743	-572	579	370	637													

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

刘博

中国人民大学经济学博士, 1 年证券行业研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

于洋

香港大学工学硕士, 4 年环保产业从业经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

庞天一

吉林大学环境科学硕士, 3 年环保产业从业经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。