

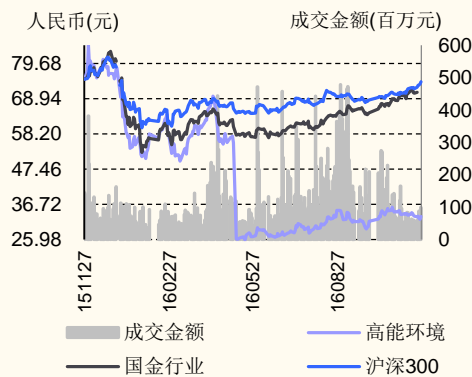
市场价格(人民币): 33.04元

土壤修复为核心, 全方位打造环卫综合服务商

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	242.76
总市值(百万元)	10,933.70
年内股价最高最低(元)	85.18/25.98
沪深300指数	3521.30
上证指数	3261.94



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.324	0.281	0.216	0.607	0.843
每股净资产(元)	10.67	11.23	12.14	14.89	18.74
每股经营性现金流(元)	-1.43	-0.08	1.51	-2.68	0.19
市盈率(倍)	46.52	223.57	152.74	54.26	39.03
行业优化市盈率(倍)	48.26	124.27	137.67	137.67	137.67
净利润增长率(%)	-17.27%	-7.93%	52.49%	181.49%	39.02%
净资产收益率(%)	6.70%	5.86%	8.27%	18.97%	20.97%
总股本(百万股)	356.50	377.95	752.70	752.70	752.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **土壤修复释放万亿蓝海市场, 龙头企业订单增量不断:** “土十条”颁布, 正式开启土壤修复万亿蓝海市场。仅十三五期间, 我国土壤修复的市场容量估算可达千亿。公司作为土壤修复龙头企业, 拥有顶尖土壤修复技术。2016年土壤修复订单增量位居全国第一, 共计13亿订单, 同比实现翻倍增长, 预计全年订单总额可达17亿, 可实现营收7亿元。明年营收目标10亿元, 可实现净利润约1.5亿元。
- **打造垃圾处置综合平台, 全面建设“静态产业园”:** 我国固废市场前景广阔, 十三五期间可集中释放万亿固废市场空间。2015年起, 公司陆续落实了江苏泗洪、广西贺州、黑龙江鹤岗、新疆和田和吉林农安等五个城市垃圾焚烧项目, 带动城市环境板块总订单金额22.2亿元, 同比大幅增长170%, 项目2017年落地贡献净利润预计可达到2亿元。同时, 公司中标多个“静态产业园”PPP项目, 其中岳阳PPP项目投资额30亿PPP项目经验的积累为公司以后发展奠定了基础。
- **外延并购, 公司积极拓展危废业务:** 公司主要通过环保基金对危废行业进行并购整合。在2016年上半年, 公司先后完成对新德环保、宁波大地股权收购的投资决策, 并参股成立科领环保股份有限公司, 并于2016年7月审议通过了对靖远宏达矿业有限责任公司的股权收购议案, 合资组建菏泽高能洪环保科技有限公司, 危废行业的布局雏形已经形成。处理产能有望从目前的10万吨/年增至明年的30万吨/年。2017年可确认利润约3500万元。
- **多方式拓展新业务, 全方位布局环卫产业:** 公司参股环卫龙头企业玉和田及环卫IT服务商伏泰科技, 不断完善环保产业链, 2016-17二者合计贡献投资收益预计2300/3800万元。公司与华夏幸福签订战略合作协议, 公司将在华夏幸福郑州区域和武汉区域的项目上投资环保装备产业园项目, 有望借助华夏幸福在PPP大潮下的快速扩张, 充分发挥二者的协同作用, 加速打开新的市场空间。

投资建议

- 我们看好公司未来在全国范围内环保项目的战略部署, 项目储备丰富, 盈利能力强, 公司先进的土壤修复技术等因素, 预计公司2016-2018年营业收入分别为13.17/31.20/45.14亿元, 净利润分别为1.61/4.57/6.35亿元, EPS 0.23/0.61/0.84元, 对应PE为153/54/39。考虑到公司订单增量、可复

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

制盈利的环保项目持续不断等因素，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 项目不达预期，政府政策改变。

内容目录

土壤修复+垃圾处理+危废，打造环境修复综合服务商	5
土壤修复释放万亿蓝海市场，龙头企业订单增量不断	6
中国土壤污染问题突出，土壤污染总超标率 16.1%	6
“十三五”带来土壤修复春天，千亿蓝海市场有待开发	7
环保执政理念升级，土壤防治政策法规仍待完善	8
公司以土壤修复为核心，订单饱满位居行业榜首，确保短期高速增长	9
打造垃圾处置综合平台，全面建设“静态产业园”	9
固废市场前景广阔，十三五期间集中释放万亿市场空间	9
固废污染防治起步较晚，进入门槛低，政策法规频出推动行业发展	10
走出垃圾围城，公司进军垃圾焚烧业务	11
公司大力发展“静脉产业园区”，打破工业固废处理“瓶颈”	11
外延并购，公司积极拓展危废业务	12
危废市场前景广阔，保持高速增长	12
危废行业壁垒高，缺口大，区域性强	13
公司积极并购，外延拓展危废业务	14
多方式涉足新业务，全方位布局环卫产业	14
参股玉和田与伏泰科技，完善产业链	14
与华夏幸福签订合作协议，投资环保产业园	14
盈利及估值预测	14

图表目录

图表 1: 公司股权结构图	5
图表 2: 2015 年收入占比按行业分类	5
图表 3: 2015 年收入占比按产品分类	5
图表 4: 公司 2011-2016H1 营业收入和净利率	6
图表 5: 不同土地利用类型土壤的污染比例	7
图表 6: 无机污染物点位超标比率	7
图表 7: 土壤修复耕地部分市场空间测算	7
图表 8: 十三五期间土壤修复市场空间测算	8
图表 9: 2014 年来土壤防治政策梳理	8
图表 10: 2016 年公司新增土壤订单	9
图表 11: 固废及环保投资额	10
图表 12: 公司部分垃圾焚烧项目	11
图表 13: 公司静脉产业园区项目	12
图表 14: 2001-2014 我国工业危废产量	13
图表 15: 2011-2014 环保部门颁布危险废物许可证数量	13

土壤修复+垃圾处理+危废，打造环境修复综合服务商

- 高能环境于 1992 年成立，高能环境最早由中科院高能物理研究所投资组建，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薪技术企业之一。2006 年，进军海外市场，承接蒙古国 BOROO 金矿堆浸场及贵液池综合治理、哈萨克斯坦努拉河汞污染治理等国际项目。公司随后引入大股东东方雨虹和湖南雨虹，2007 年东方雨虹上市前夕，为了专注主营业务，将高能环境股权转让给东方雨虹/高能环境的高管及员工。2014 年 12 月，公司于 A 股主板上市。目前，公司主要控制人李卫国拥有 22.02% 的股权。

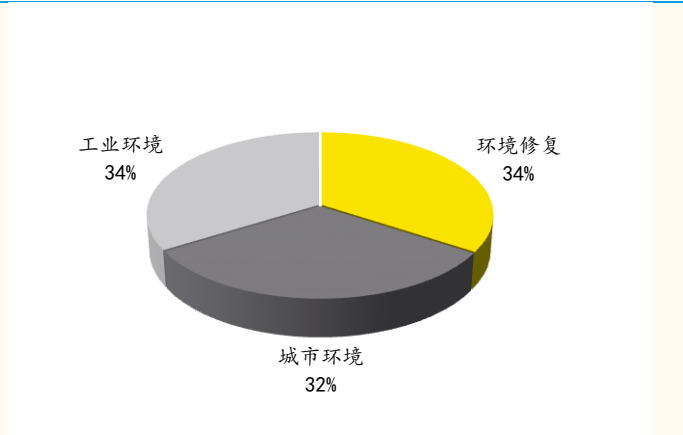
图表 1：公司股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

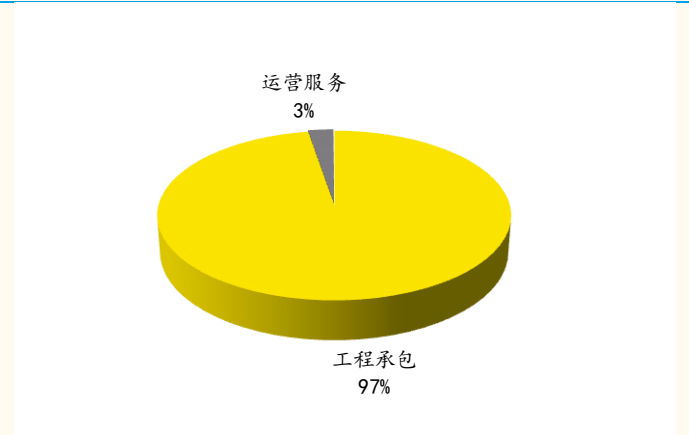
- 目前公司的业务涉及环境修复、城市环境及工业环境三大板块。环境修复业务主要以土壤和地下水修复为重点。城市环境业务是以生活垃圾处理领域为重点，致力于探索垃圾全流程城市环境服务。工业环境业务主要为工业企业和工业园区在工业生产中因排放各类工业固废所产生的环境污染问题提供整体的解决方案和系统环境服务。
- 公司经营模式主要采用工程承包与投资运营相结合的经营模式，将快速增长和现金流快速回笼相结合。其中工程承包模式是指为有环境污治理需求的客户提供的工程施工服务，具体模式包括工程专业承包和工程总承包。投资运营模式主要采取特许经营或托管运营等方式，在特定或不定期限及区域内为客户提供治理的环境治理服务，具体模式包括 BOT、BOO、TOT、PPP 等。

图表 2：2015 年收入占比按行业分类



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：2015 年收入占比按产品分类

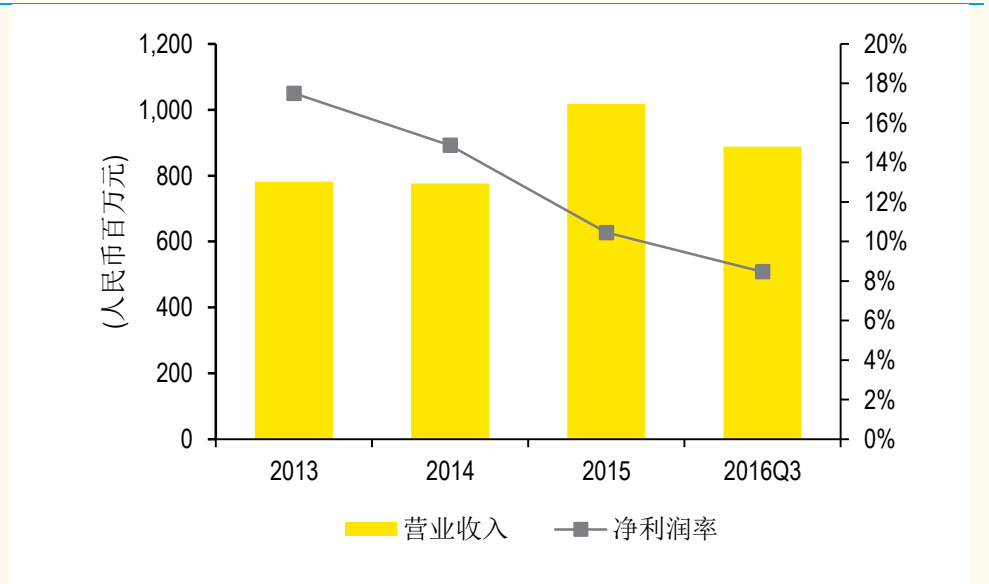


来源：公司公告、国金证券研究所

- 2015 年，公司营业收入达到 10.2 亿元，同比增长 31.15%，净利润达到 1 亿元，较上年同期较低 7.93%。2016 年初至第三季度，营业收入达到

8.88 亿元，同比增长 60.3%，实现净利润为 7,529 万元，同比增长 71.44%。我们可看到公司利润率有所下滑，这是由于行业竞争激烈导致部分业务毛利率下降所致。

图表 4：公司 2011-2016H1 营业收入和净利率



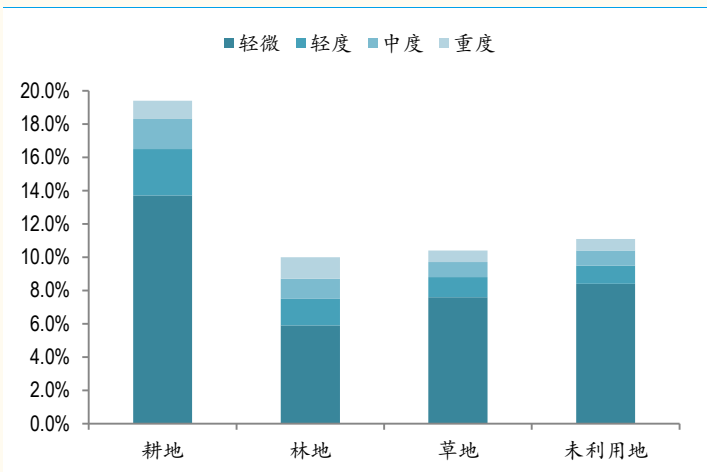
来源：公司公告、国金证券研究所

土壤修复释放万亿蓝海市场，龙头企业订单增量不断

中国土壤污染问题突出，土壤污染总超标率 16.1%

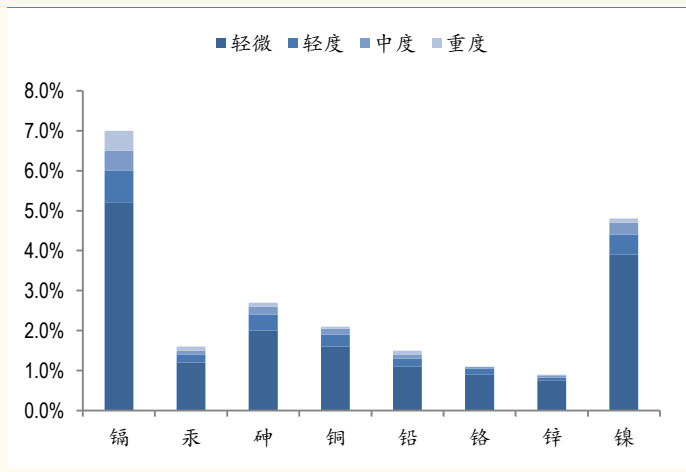
- 2014 年 4 月出台的《全国土壤污染状况调查公报》显示，全国土壤环境状况总体不容乐观，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。工矿业、农业等人为活动以及土壤环境背景值高是造成土壤污染或超标的主要原因。
- 全国土壤总的超标率为 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%。
- 土壤土地利用类型属耕地污染较为严重。耕地、林地、草地、未利用地的土壤污染点位超标率分别为 19.4%、10.0%、10.4%和 11.4%。
- 污染物类型以无机污染物为主，有机型次之，复合型污染比重较小。无机污染物超标点位数占全部超标点位的 82.8%。
- 污染物区域分布显南方土壤污染重于北方。长江三角洲、珠江三角洲、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大；镉、汞、砷、铅 4 种无机污染物含量分布呈现从西北到东南、从东北到西南方向逐渐升高的态势。

图表 5：不同土地利用类型土壤的污染比例



来源：国金证券研究所

图表 6：无机污染物点位超标比率



来源：国金证券研究所

“十三五”带来土壤修复春天，千亿蓝海市场有待开发

- 中国土壤修复市场尚处于起步阶段。我国约 43.75% 土壤修复项目规模较小，集中在 5000 万以下。2 亿以上相对大规模项目比例仅占 18.75%。与美国和欧洲分别已修复 30,283 处和 80,700 处污染场地项目相比，我国已修复的场地数不超过 200 个，土壤修复市场尚处萌芽阶段，但发展态势良好。
- 土壤修复市场增速快。2015 年全国土壤修复合同签约额达到 21.28 亿元，比 2014 年的 12.74 亿元增长 67%。全国从事土壤修复业务的企业数量增长至 900 家以上，在 2014 年约 500 家企业的基础上翻了将近一番。2015 年全国土壤修复工程项目超过 100 个。
- 土壤修复市场空间保守估计上万亿元。我国土壤污染状况较为严重，土壤污染类型主要分为场地、耕地及矿山。以耕地为例，仅耕地总涉及土地面积约为 1.5 亿亩受污染，即使仅修复污染物超标 5 倍以上重度污染区域为 2000 万亩，根据湖南省石门县雄黄地区 8000 亩砷污染农田修复预算 13.5 亿元估算，每亩修复需要 16.9 万元。因此，仅修复重度污染耕地对应总市空间也已达 3.4 万亿。

图表 7：土壤修复耕地部分市场空间测算

	污染面积(万亩)	修复单价(万元)	修复总预算额(亿元)
重度污染	2,000	16.9	33,800
中度污染	3,000	5.0	15,000
轻度污染	10,000	1.0	10,000
合计	15,000	3.9	58,800

来源：国金证券研究所

- “土十条”颁布，十三五期间，土壤修复市场空间可达千亿。2016 年 5 月 28 日，国务院印发了《土壤污染防治行动计划》，简称“土十条”。“土十条”提出主要目标为到 2020 年，受污染耕地安全利用率达到 90% 左右，污染地块安全利用率达到 90% 以上。到 2030 年，受污染耕地安全利用率达到 95% 以上，污染地块安全利用率达到 95% 以上。其中在第三条“实施农用地分类管理，保障农业生产环境安全”中提到“2017 年底前，出台受污染耕地安全利用技术指南。到 2020 年，轻度和中度污染耕地实现安全利用的面积达到 4000 万亩。重度污染耕地种植结构调整或退耕还林还草面积力争达到 2000 万亩。”我们估算十三五期间能修复场地 2.5 万块，耕地 1000 万亩，矿山 8 万公顷，修复总额可达 5 千亿元。2015 年土壤修复合同总额为 21.28 亿元，根据测算，2016-2020 年土壤修复市场平均年增速 (CAGR) 可达 180.7%，假设 2016 年市场产值可达 60 亿元，预计土壤修复市场将会在 2017-2020 年迅猛增长。

图表 8：十三五期间土壤修复市场空间测算

土壤类型	污染面积	修复单价 (万元)	修复总预算额 (亿元)
场地	2.5 (万块)	500.0	1,250
耕地	1,000 (万亩)	4.0	4,000
矿山	8 (万公顷)	15.0	120
合计			5,370

来源：国金证券研究所

环保执政理念升级，土壤防治政策法规仍待完善

- “土十条”颁布是政府环保执政理念的升级。国务院 5 月 31 日印发《土壤污染防治行动计划》(简称“土十条”)。“土十条”指出：坚持预防为主、保护优先、风险管控，突出重点区域、行业和污染物，实施分类别、分用途、分阶段治理，严控新增污染、逐步减少存量，形成政府主导、企业担责、公众参与、社会监督的土壤污染防治体系，促进土壤资源永续利用。

“土十条”是土壤防治法规制定方面迈出的扎实一步，为未来 5 年我国的土壤防治工作指明了方向。该行动计划要求加强各类土地的环境管理，逐步开展土壤治理与修复。
- 现行技术政策、标准缺乏基础依据。尽管相关部门出台了一些文件和标准，包括《场地环境调查技术导则》等 5 个导则及《工业企业场地环境调查评估与修复工作指南(试行)》等指南，但是，基于目前我国土壤污染的严峻形势及复杂程度，距离科学合理地提供符合各地实际情况、有针对性、具有可操作性的技术政策、标准规范尚存差距。我国尚未形成系统有效的法律法规与管理体系、标准体系、监测监控体系等土壤污染综合防治体系。

图表 9：2014 年来土壤防治政策梳理

政策	颁布时间	相关政策
污染场地风险评估技术导则	2014. 7. 1	规定了污染场地风险评估的原则、内容、程序、方法和技术要求
污染场地土壤修复技术导则	2014. 7. 1	规定了污染场地土壤修复技术方案编制的基本原则、程序、内容和技术要求
污染场地环境检测技术导则	2014. 7. 1	场地环境监测的原则、程序、工作内容和技术要求
建设用地突然污染风险筛选指导值	2015. 1. 1	规定了 118 种土壤污染物的风险筛选指导值
国家环境保护“十三五”科技发展规划	2015. 11	土壤地下水污染防治领域中央预计投入将达 30 亿元，占到中央环保科技预计总投入的 10%。
农用地土壤环境质量标准	2016. 3. 10	删除了现行标准中“一刀切”规定的自然背景值和高背景值，按照土壤 pH 条件将原标准规定的镉(Cd)限值由两档细化为四档，收严了铅、六六六、滴滴涕三项污染物限值，增加了总锰、总钴等 10 项污染物选测项目，更新了监测规范。
十三五规划	2016. 3	计划开展土壤污染加密调查。完成 100 个农用地和 100 个建设用地污染治理试点，建设 6 个土壤污染防治先行示范区。做好化工企业安全环保搬迁后的土壤污染治理工作。开展 1000 万亩受污染耕地治理修复和 4000 万亩受污染耕地风险管控。深入推进以湘江流域为重点的重金属污染综合治理。
土壤污染防治行动计划“土十条”	2016. 5. 31	土壤修复领域的顶层设计行动计划

地下水环境质量标准修订	2016.4	提升细分标准，或将在增加指标数量和严格指标域值两方面着重展开，重金属、有害物质有望成为重要修订指标
土壤污染防治法	预计 2017	土壤修复领域的顶层设计法律

来源：国金证券研究所

公司以土壤修复为核心，订单饱满位居行业榜首，确保短期高速增长

- 公司 2016 年新签土壤修复订单近 13 亿，预计全年可实现翻倍增长。公司为土壤修复行业龙头企业，2015 年土壤修复订单量为 7 亿元，2016 年已实现土壤修复订单增量目前有 13 亿，订单增量居全国首位。预计全年订单量可达 17 亿左右，可实现营收约为 7 亿元。

图表 10：2016 公司新增土壤订单

时间	签署合同名称	工期	合同金额 (亿元)
2016.3.24	淮南市白马湖上游九条中小河道整治及生态修复工程 PPP 项目投资合作协议	10 年	5.80
2016.3.21	长春市铁北老工业区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	6 个月	1.23
2016.3.21	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
2016.3.23	蕲春县废弃矿山场地土壤污染治理与修复项目	180 天	0.14
2016.3.28	上海桃浦科技智慧城核心区场地污染土壤修复项目		0.14
2016.4.1	青海西宁市中星化工厂铬污染场地治理项目招标	3 个月	1.40
2016.6.8	苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理项目	550 天	2.59
2016.6.28	苏州七子山垃圾填埋场污泥塘治理修复服务外包项目	12 个月	1.17
2016.6	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
2016.7	青岛市李沧区场地土壤污染治理与修复项目	120 天	0.22
2016.7	河北盛华化工有限公司原厂址场地污染修复		0.42
合计			13.25

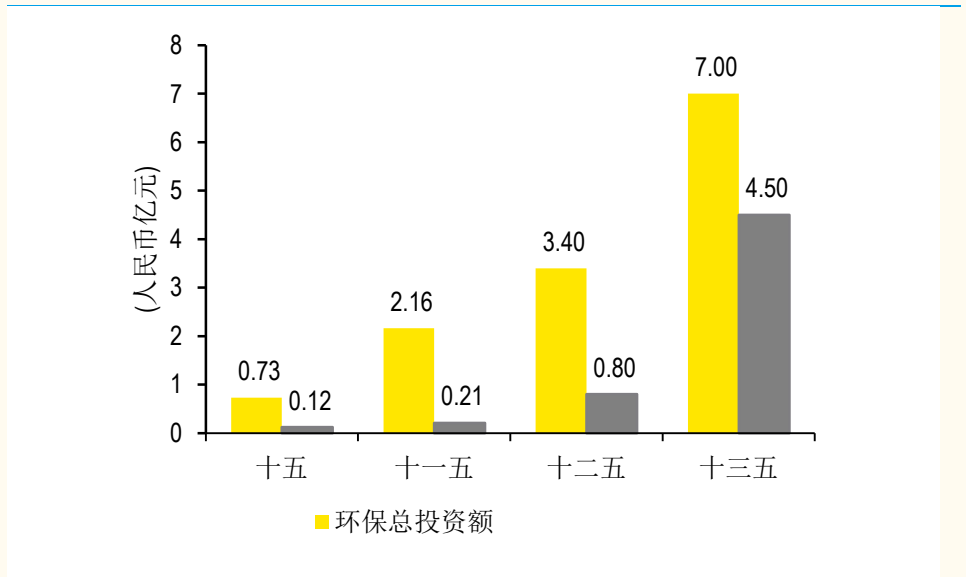
来源：国金证券研究所

打造垃圾处置综合平台，全面建设“静态产业园”

固废市场前景广阔，十三五期间集中释放万亿市场空间

- “十三五”期间固废市场预计行业空间可达万亿。“十五”期间，我国环保投资总额不足万亿元，到“十一五”期间，我国环保总投资额与固废处理投资额分别达到 2.16 万亿和 0.21 万亿，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。市场规模将急剧扩大。十三五固废处理行业投资区间在 4.25-5.10 万亿之间，那么到 2020 年前，我国固废处理行业市场规模有望达到万亿元。

图表 11：固废及环保投资额



来源：国金证券研究所

- 我国人口基数大，生活垃圾是固废的重要组成部分。我国人口众多，据中商产业研究院大数据显示，2015年，城市垃圾年产量2.1亿吨，全国城市生活垃圾清运量为1.92亿吨，城市生活垃圾无害化处理量1.80亿吨。其中，焚烧处理量为0.61亿吨，占33.9%。政府对垃圾焚烧处理进行补贴，补贴金额为70-80元/吨，若对垃圾进行第三方处理，能产生280元/吨的处理服务费。此外，垃圾焚烧发电，一吨垃圾可产生280度上网电量。根据《2009年中国环境保护产业发展报告》预计2030年，中国每年的垃圾产生量将近5亿吨。
- 工业固废持续增长，待处置存量巨大。2012年，全国工业固废产生量为32.9亿吨，排放量为144.2万吨；综合利用量、贮存量、处置量分别为20.2亿吨、6.0亿吨和7.1亿吨。由于我国产业发展的特点，对环境和安全影响较大的工业固废主要包括能源及煤化工粉煤灰、炉渣、冶炼废渣、煤矸石、赤泥、工业副产石膏、电石渣和采矿尾矿等。而年产生量在1,000万吨以上的各工业领域工业固废又称为大宗工业固体废物。根据《大宗工业固体废物综合利用“十二五”规划》，“十一五”期间，我国大宗工业固体废物产生量快速攀升，总产生量118亿吨，堆存量净增82亿吨，总堆存量将达到190亿吨，“十二五”期间，随着我国工业的快速发展，大宗工业固体废物产生量也将随之增加，预计总产生量将达150亿吨，堆存量将净增80亿吨，总堆存量将达到270亿吨，大宗工业固体废物堆存将新增占用土地40万亩。

固废污染防治起步较晚，进入门槛低，政策法规频出推动行业发展

- 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。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。
- 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。

走出垃圾围城，公司进军垃圾焚烧业务

- 截至2014年底，全国生活垃圾焚烧处理厂共有222座，垃圾处理能力达到20.06万吨/日，比2013年增长18.49%。城市生活垃圾焚烧率由2005年的12.88%上升到2014年的34.9%，垃圾焚烧出现了快速增长。
- 垃圾焚烧领域“跑马圈地”现象普遍，大中城市优质垃圾焚烧项目已经成为稀缺资源，行业竞争越加激烈。多数公司已经转向县城及以下垃圾处理市场。此外，2015年垃圾焚烧发电项目低价竞争趋势越加明显，垃圾焚烧政府补贴价格出现快速下降，将给垃圾焚烧发电市场带来较大的冲击。
- 公司进军垃圾焚烧板块。公司的传统垃圾处理业务主要为填埋及其封场处理项目。2015年起，公司将垃圾焚烧作为三大战略领域之一。公司对“第三代垃圾焚烧技术”的研发对我国现有技术进行了有力提升。当年的最大亮点就是在生活垃圾焚烧领域实现了零突破，而且落实了江苏泗洪、广西贺州、黑龙江鹤岗、新疆和田和吉林农安等五个城市垃圾焚烧项目，带动城市环境板块总订单金额22.2亿元，同比大幅增长170%。此外，2015年4月，公司与新疆弘安签订三份借款合同，合同分别约定公司向新疆弘安提供借款2000万元、3000万元、4000万元，用于乌鲁木齐市大浦沟生活垃圾焚烧发电项目（后改为米东固废综合处理项目）。

图表 12：公司部分垃圾焚烧项目

项目名称	投资金额（亿元）	设计规模（吨/日）
2014.12 江苏宿迁泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	4	2x400
2015.7 黑龙江鹤岗市生活垃圾焚烧发电项目	4	一期 2x350
2015.10 广西贺州市生活垃圾焚烧发电厂特许经营项目	5	2x300
2015.10 吉林长春市农安县合隆区域生活垃圾焚烧发电 B00 特许经营项目	3	1,500
2015.11 新疆和田市生活垃圾焚烧发电厂 PPP 项目	8	1,500

来源：国金证券研究所

公司大力发展“静脉产业园区”，打破工业固废处理“瓶颈”

- 静脉产业园是指建立以静脉产业（资源再生利用产业）为主导的生态工业园，通过静脉产业尽可能地把传统的“资源—产品—废弃物”的线性经济模式，改造为“资源—产品—再生资源”闭环经济模式，实现生活和工业垃圾等固废、废水变废为宝、循环利用、以及协同处理。针对各类大宗工业固体废物的产生和利用的区域性特征，建设大宗工业固体废物综合处置与综合利用产业化基地，形成产业集聚效应；以大宗工业固体废物综合利用产业及其关联产业立体化链接为纽带，构建循环经济产业链，即发展工业固体废物“静脉产业园区”模式，是解决工业固体废物处理“瓶颈”的重要途径与方式之一。通过工业“静脉产业园区”、“循环经济园区”和“生态工业园区”的建设，把各种工业固体废物和工业废水

纳入统一协同处理、处置与综合利用。

- 公司重点发展“静脉产业园”，以 PPP 运营模式为核心，相关订单总额超 50 亿元。公司在近一年内披露的 3 大订单总金额超过 45 亿元。

2015 年 7 月，公司与黑龙江省鹤岗市人民政府签署《鹤岗市静脉产业园项目投资协议》，确定公司作为投资、建设、运营与维护生活垃圾焚烧发电、危废医废、餐厨粪便、污泥、汽车拆解电子垃圾处理等项目的承担人，并授予公司向鹤岗市政府收取处理服务费的特许经营权，项目总投资约 8 亿元。

2016 年 7 月 14 日，公司中标濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目，总投资额为 7.5 亿元人民币，第一期投资额为 6.7 亿元。项目特许经营期限为 30 年，采用 BOT 运营模式，公司在濮阳市投资、建设、运营垃圾处理项目，并收取垃圾处理服务费，价格为 90 元/吨。

2016 年 8 月 2 日，公司中标岳阳市静脉产业园 PPP 项目，公司为该项目的投资、建设、运营供应商，预估总投资为 30 亿元。静脉产业园是公司发展的固废处理等业务的重要途径，也是 PPP 订单落地的重点领域，将为公司成为优质的环境系统服务提供商奠定坚实的基础。

图表 13：公司静脉产业园区项目

时间	签署合同名称	特许经营期	合同金额 (亿元)	设计规模(吨/日)
2013.11	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		8.65	
2014.1	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		7.34	
2014.12	阜康市固废综合处置静脉园特许经营项目			
2015.7	鹤岗市静脉产业园项目	30 年	8.00	1,500
2016.7	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目	30 年	7.50	700
2016.8	岳阳市静脉产业园 PPP 项目	不超过 30 年	30.00	
合计				61.49

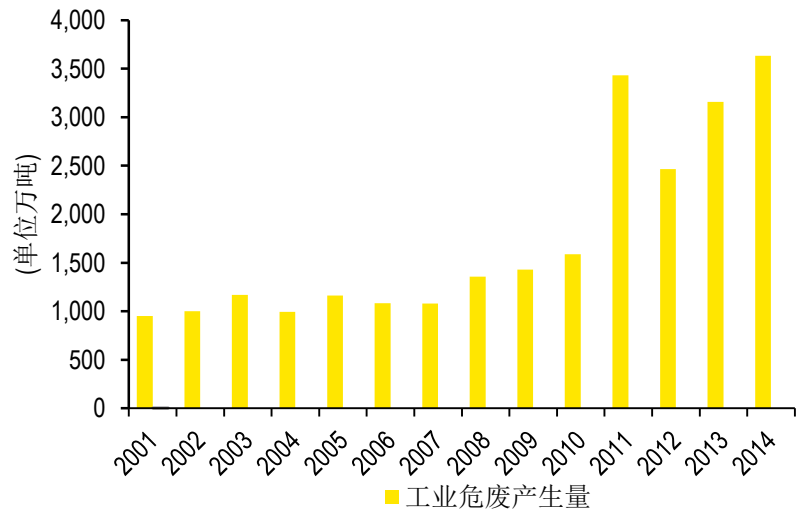
来源：国金证券研究所

外延并购，公司积极拓展危废业务

危废市场前景广阔，保持高速增长

- 近几年，随着我国经济的发展，危废产生量也不断提升。危废产生量从 2009 年的 1537.63 万吨，迅速增加至 2014 年的 3634 万吨，作为固废领域的一个重要分支，危废处理市场前景被广泛的看好。
- 2012 年，国家发布了《“十二五”危险废物污染防治规划》，分别从产能建设、负荷率和投资计划三方面制定了“十二五”期间的发展目标。规划预计“十二五”期间，危险废物利用产业总产值将超过 2000 亿元，焚烧、填埋等集中处置费用预计超过 500 亿元。而在投资方面，危废“十二五”规划安排投资 261 亿元，包括危废利用处置工程 239 亿元、监管能力和人才建设工程 19 亿元、危险废物产生与堆存情况调查工程 3 亿元。
- 危废行业发展空间被严重低估。工业企业排放监管薄弱，大量废物未进入合法渠道。《环境状况公报》和《国家统计年鉴》统计数据均为企业自行上报的产量，为降低处置费用，加之监管不严为企业私自偷排提供方便。同时，对于年产生危废量在 10 吨以下的中小微企业并没有纳入统计口径使得上报废物量低于实际排污量。环保部、国家统计局和农业部在 2010 年联合发布的《第一次全国污染源普查公报》显示，2007 年全国危废产量为 4574 万吨，远大于统计年鉴上企业自行申报的 1079 万吨。因此，工业危废行业发展空间被严重低估，相关治理工作依旧任重而道远。

图表 14：2001-2014 我国工业危废产量

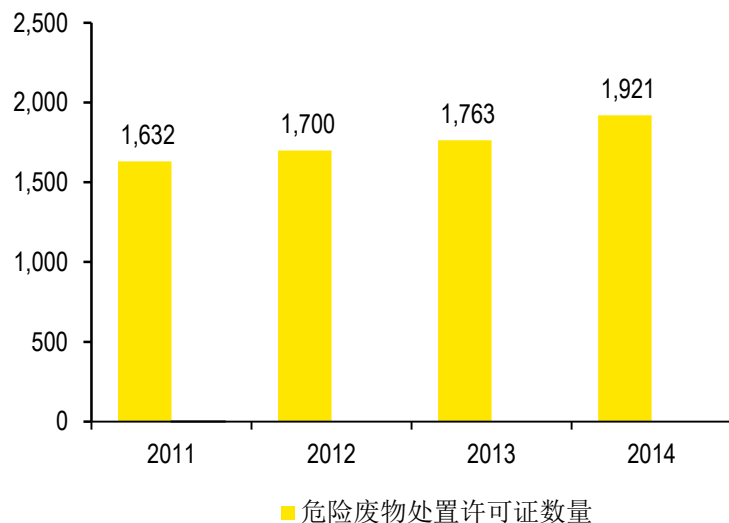


来源：国金证券研究所

危废行业壁垒高，缺口大，区域性强

- 危险废物处理处置行业存在较高的进入壁垒，具体体现在资质、技术、资金和管理等方面。目前全国危废核准资质的处理规模相比产量严重不足，尚存在 3000-4000 万吨/年的巨大缺口。近年来，政策出台、监管的加严，倒逼企业进行危险废物处理，促使危废收集走向正规渠道。今年 6 月，《国家危险废物名录》(2016 版)发布，未来动态监管逐步加强，危险废物管制将更加规范化、严格化、精细化。
- 我国危废处理处置行业实行许可证制度，这是危废行业最大的壁垒，也是危废处理市场参与者的优势。2014 年，全国危废经营单位核准利用处置规模达到 4304 万吨/年，实际处理处置量仅为 1387 万吨/年，说明当前危废处理处置的实际利用率还很低，缺口大。缺口大的原因，一方面是很多危废没有纳入统计，没有处理；另一方面也存在大量不具有资质的单位对危险废物进行处理利用，存在处理不规范、不彻底、不安全等现象，带来环境隐患，造成直接污染或二次污染。

图表 15：2011-2014 环保部门颁布危险废物许可证数量



来源：国金证券研究所

- 我国危废处置行业具有区域性。危废处置企业具有比较明显的区域性特征，拥有多个项目的大型企业非常少。现有危废处理企业大多非专业出身，部分技术不过关、无法做到达标排放，这种小而分散的状况使得我国许多危废处理不能满足环保要求。此外，危废本身种类多、处理难度大，小企业资金实力弱，在技术投入上有限，随着处理标准的不断提高，技术、资金实力弱的企业可能会从市场上退出。随着国家环保法规的完善及执行力度的加强，国家对危废废弃物处理监督日益严格，具有专业化处置能力的企业凸显价值。

公司积极并购，外延拓展危废业务

- 在危险废物处置领域，公司外延并购多家企业。公司危废业务主要集中在危废渣场防渗工程。目前，公司主要通过环保基金对危废行业进行并购整合。在 2016 年上半年，公司先后完成对新德环保、宁波大地股权收购的投资决策，并参股成立科领环保股份有限公司，并于 2016 年 7 月审议通过了对靖远宏达矿业有限责任公司的股权收购议案，合资组建菏泽高能洪环保科技有限公司，危废行业的布局雏形已经形成。

多方式涉足新业务，全方位布局环卫产业

参股玉和田与伏泰科技，完善产业链

- 参股国内环卫龙头企业。公司以 1.70 亿元获得玉和田 20% 的股权（第二大股东，对应 2015 年 13 倍 PE），标的承诺未来两年净利润复合增长率不低于 30%。玉和田是国内环卫服务的龙头企业。创立于 1997 年 10 月 27 日，玉和田于 2015 年实现 11.17 亿收入，位居行业前列。其业务范围覆盖北京、上海、哈尔滨、天津、长沙、重庆、昆明等 70 多个大中型城市。公司主营业务包括物业清洁以及城市道路生活垃圾的清扫、收集等市政环卫服务。
- 参股国内领先环卫 IT 服务商。公司以 9.15 元/股价格，合计 4140 万元参与伏泰科技增发，获得 13.8% 的股份（第二大股东）。伏泰综合运用 IOT、云计算、大数据、3S 等技术，集环境卫生信息化咨询、规划、建设、运营为一体，致力于为城市生活垃圾、餐厨垃圾、工业废弃物、建筑渣土、危险废弃物、医疗废弃物、城市污水、污泥、城市保洁、环境治理等业务全流程提供最全面的信息化解决方案。

与华夏幸福签订合作协议，投资环保产业园

- 公司与华夏幸福基业公司签订《战略合作框架协议书》，将在华夏幸福郑州区域和武汉区域的项目上投资环保装备产业园项目。环保装备项目需另行签署专门协议后方能生效。产业新城内环保需求和投资大，盈利性好，公司有望借助华夏幸福在 PPP 大潮下的快速扩张，充分发挥二者的协同作用，加速打开新的市场空间。双方合作前景看好，有可能成为公司市场拓展的重要一步。

盈利及估值预测

- 公司目前在手订单超过 70 亿，2016 年新签订单规模在 32 亿，受 2016 年 5 月“土十条”影响，市场空间加速释放，公司作为行业龙头受益明显。新签订单中，土壤修复类近 13 亿，预计全年可实现 17 亿左右，明年有望达到 100 亿元，毛利率维持在 30% 左右，或略有下降。公司为土壤修复行业龙头企业，2015 年土壤修复订单量为 7 亿元，2016 年已实现土壤修复订单增量目前有 13 亿，订单增量居全国首位。营收方面，预计土壤修复业务可实现营收约 7 亿元，明年目标 10 个亿并有望产生 1.5 亿净利润。其他城市环境及工业环境修复业务预计贡献 2 亿净利润。

- 固危废处理：公司在手垃圾焚烧项目已有 6 个，总投资额近 30 亿元，今年下半年到明年是开工建设集中期，预计正式投产确认收入在 2018 年底，贡献未来业绩增量。另外，公司现有危废项目 8 个，下半年将合并报表 2 个，拥有近 10 万吨/年的危废处理产能，明年有望翻两倍达 30 万吨/年（仅甘肃白银项目就 17.5 万吨/年），近期还会有项目落实，预计每年新增 3-5 个，预计 2017 年贡献利润 3500 万，2018 年或达 5000 万。
- PPP 领域：公司先后签订了白马湖、濮阳和岳阳市三个 PPP 项目，投资规模接近 50 亿元，打开市场增长空间，助业绩持续长期增长。
- 项目投资方面：玉禾田 2015 年净利润 6000 多万，2016 年前三季度 7700 万，2016-18 预计分别可达 1.1/1.6/2.0 亿。公司现在持有其 20% 股权，明年可能再增持 13% 股权。伏泰信息属于环卫 IT 服务企业，成长很快，2015 年承诺 1000 万净利润，实际 2000 万；2016 年预计净利润 4000 万，2017 年 4400 万。公司现持有伏泰信息 13.8% 股份。预计 2016/2017 年投资收益分别为 2300/3800 万。
- 预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 13.17/31.20/45.14 亿元，净利润分别为 1.61/4.57/6.35 亿元，EPS 0.23/0.61/0.84 元，对应 PE 为 153/54/39。
- 我们看好公司未来在全国范围内环保项目的战略部署，项目储备丰富，盈利能力强，公司先进的土壤修复技术等因素。考虑到公司订单增量、可复制盈利的环保项目持续不断等因素，首次覆盖给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	782	777	1,018	1,317	3,120	4,514	货币资金	75	816	245	220	180	150
增长率		-0.7%	31.2%	29.3%	137.0%	44.7%	应收款项	113	148	317	387	917	1,339
主营业务成本	-515	-529	-720	-945	-2,246	-3,273	存货	548	705	1,051	1,061	2,462	3,542
%销售收入	65.9%	68.1%	70.6%	71.8%	72.0%	72.5%	其他流动资产	8	11	27	83	94	147
毛利	267	248	299	372	874	1,241	流动资产	744	1,680	1,640	1,751	3,653	5,179
%销售收入	34.1%	31.9%	29.4%	28.2%	28.0%	27.5%	%总资产	47.3%	56.0%	50.1%	47.2%	62.4%	68.6%
营业税金及附加	-16	-21	-24	-9	-22	-32	长期投资	720	1,035	1,238	1,346	1,381	1,423
%销售收入	2.1%	2.7%	2.4%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	105	105	103	154	176	199
营业费用	-25	-33	-43	-39	-69	-90	%总资产	6.6%	3.5%	3.1%	4.1%	3.0%	2.6%
%销售收入	3.2%	4.2%	4.2%	3.0%	2.2%	2.0%	无形资产	0	145	284	443	632	733
管理费用	-76	-102	-127	-132	-250	-361	非流动资产	831	1,322	1,634	1,956	2,203	2,371
%销售收入	9.8%	13.2%	12.5%	10.0%	8.0%	8.0%	%总资产	52.7%	44.0%	49.9%	52.8%	37.6%	31.4%
息税前利润 (EBIT)	149	92	105	191	534	758	资产总计	1,575	3,002	3,273	3,707	5,857	7,550
%销售收入	19.0%	11.8%	10.3%	14.5%	17.1%	16.8%	短期借款	170	584	549	298	903	1,003
财务费用	9	25	28	-23	-35	-59	应付款项	432	570	803	862	1,784	2,456
%销售收入	-1.2%	-3.3%	-2.8%	1.7%	1.1%	1.3%	其他流动负债	45	57	62	492	600	845
资产减值损失	-10	3	-14	0	0	0	流动负债	647	1,211	1,414	1,652	3,287	4,304
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	30	0	0	0	1
投资收益	0	0	-1	16	18	20	其他长期负债	0	3	4	54	125	181
%税前利润	0.0%	n.a.	n.a.	8.6%	3.5%	2.8%	负债	647	1,244	1,418	1,706	3,412	4,486
营业利润	148	120	118	184	517	719	普通股股东权益	911	1,725	1,815	1,961	2,407	3,028
营业利润率	19.0%	15.4%	11.6%	14.0%	16.6%	15.9%	少数股东权益	18	33	41	39	38	36
营业外收支	11	5	4	1	1	1	负债股东权益合计	1,575	3,002	3,273	3,707	5,857	7,550
税前利润	159	125	122	185	517	720	比率分析						
利润率	20.4%	16.1%	12.0%	14.1%	16.6%	15.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-22	-10	-15	-24	-62	-86	每股指标						
所得税率	14.0%	7.7%	12.6%	13.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.784	0.324	0.281	0.216	0.607	0.843
净利润	137	115	106	161	455	633	每股净资产	7.514	10.675	11.233	12.137	14.894	18.735
少数股东损益	-3	0	0	-1	-2	-2	每股经营现金净流	-2.246	-1.432	-0.080	1.512	-2.680	0.194
归属于母公司的净利润	140	116	106	162	457	635	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
净利率	17.9%	14.9%	10.4%	12.3%	14.6%	14.1%	回报率						
							净资产收益率	15.34%	6.70%	5.86%	8.27%	18.97%	20.97%
							总资产收益率	8.87%	3.85%	3.25%	4.38%	7.80%	8.41%
							投入资本收益率	11.66%	3.57%	3.82%	7.25%	14.03%	16.40%
							增长率						
							主营业务收入增长率	19.62%	-0.70%	31.15%	29.27%	137.01%	44.66%
							EBIT增长率	-2.22%	-38.39%	14.57%	82.20%	178.88%	41.97%
							净利润增长率	-2.36%	-17.27%	-7.93%	52.49%	181.49%	39.02%
							总资产增长率	29.00%	90.65%	9.03%	13.23%	58.01%	28.91%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	39.6	42.0	36.3	30.0	28.0	26.0
							存货周转天数	348.7	432.5	445.4	410.0	400.0	395.0
							应付账款周转天数	172.0	202.6	196.9	150.0	145.0	140.0
							固定资产周转天数	48.9	49.2	36.2	39.7	18.8	14.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	10.23%	-11.52%	16.36%	3.88%	29.59%	27.87%
							EBIT利息保障倍数	-16.2	-3.6	-3.7	8.3	15.1	12.8
							资产负债率	41.06%	41.43%	43.31%	46.03%	58.26%	59.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD