

2016年11月29日

证券研究报告·动态跟踪报告

高能环境 (603588) 公用事业

买入 (首次)

当前价: 33.07元

目标价: 46.00元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 高景气业务“三足鼎立”，厚积薄发

### 投资要点

- **高景气度业务“三足鼎立”，厚积薄发。**公司传承自中科院，20多年深耕“生态屏障”领域，近年突破原有业务空间限制，以核心技术为“基”拓展大固废产业，目前高景气度业务—土壤修复、危废处理、垃圾焚烧“三足鼎立”，2016年前三季度业绩拐点已现，全年有望实现60%以上增长，17年更将大概率实现利润翻倍，薄发在即。同时，业务大幅扩展下公司资金或面临压力，有望启动上市后首个非公开发行。
- **土壤修复加速释放，公司龙头地位突出，内生爆发时点已至。**土壤修复存在万亿存量市场，“土十条”落地后配套政策密集出台，中央财政支持力度明显加大，实质促进行业加速发展。公司技术、资金、经验优势明显，持续接单能力强劲，标的稀缺，龙头地位突出。前三季度新签13亿修复订单为15年全年的三倍，目前订单多已开工转化为业绩，16、17年业绩有望持续翻倍，爆发时点已至。
- **危废处理景气度高企，公司收购+新建多点开花，产能迅速释放。**我国危废年实际产量约1亿吨，处理率偏低仅约30%。目前危废处理市场供不应求，壁垒高企，利润丰厚。竞争格局尚未形成下布局时点天时地利人和。公司收购新德环保、宁波大地、靖远宏达迅速切入市场，目前实际处理能力约6万吨/年，且已制定产能翻倍计划，17年有望集中贡献丰厚利润。后续公司将加大力度“跑马圈地”占领制高点、稳步推进自建项目，看点十足。
- **垃圾焚烧全面开工，城市环境拼图进一步完善。**“垃圾围城”国情和政策助推下，焚烧发电景气度仍然良好，我们测算“十三五”期间尚存31万吨/日处理缺口。同时，项目本身具备较强融资能力，运营后现金流稳定，后续公司仍将重点拓展。当前公司泗洪项目已开工，鹤岗、印尼、贺州项目预计年底开工，17年有望确认大量工程建设收入，城市环境拼图进一步完善。
- **盈利预测与投资建议。**公司业绩拐点已现，土壤修复业务爆发式增长；危废处理和垃圾焚烧业务进展顺利，业绩快速放量，预计2016-2018年EPS分别为0.53元、1.15元和1.84元。考虑到公司业绩高成长性，同时参考行业平均估值水平，给予公司2017年40倍估值，对应目标股价46元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**工程进度不及预期风险，产能释放低于预期风险等，并购企业业绩实现或不及承诺和预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷

执业证号: S1250515090004

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.31
流通A股(亿股)	2.43
52周内股价区间(元)	26.72-85.18
总市值(亿元)	109.44
总资产(亿元)	40.88
每股净资产(元)	5.68

### 相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1018.43	1746.29	3427.85	5143.55
增长率	31.15%	71.47%	96.29%	50.05%
归属母公司净利润(百万元)	106.39	173.87	379.00	608.73
增长率	-7.93%	63.43%	117.98%	60.62%
每股收益EPS(元)	0.32	0.53	1.15	1.84
净资产收益率ROE	5.74%	8.64%	16.01%	20.82%
PE	103	63	29	18
PB	5.90	5.43	4.62	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

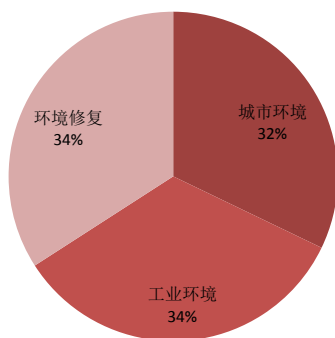
请务必阅读正文后的重要声明部分

## 1 公司概况：由垫衬起家到环境综合服务，业务布局“三足鼎立”，拐点已现

公司成立于 1992 年，由中科院高能研究所改制而成，以垫衬技术起家，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，于 2014 年上市，业务涵盖环境修复、城市环境和工业环境三大领域，通过工程承包、投资运营和技术服务等方式为政府和企业用户提供环境治理系统解决方案，致力于成为全球领先的环境系统服务提供商。

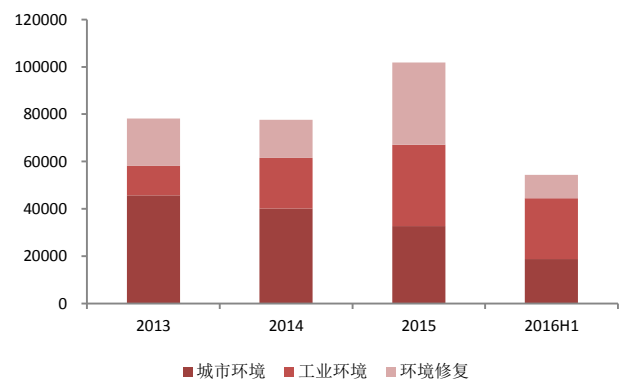
**公司主营业务结构：**公司是国内最早引进应用垫衬技术（防渗）的企业，近年以防渗技术为“基”，丰富各类生态屏障和污染防治技术，逐步将业务范围从最初的矿山防渗拓展至土壤及地下水修复、生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、危废、医废处理、工业固废处理和污泥处置等领域，并在 2015 年将环境修复、危废处理、垃圾焚烧作为未来五年发展核心。2015 年环境修复、城市环境和工业环境三大板块分别实现营业收入 3.3 亿元、3.4 亿元和 3.5 亿元，“大固废”格局初显。

图 1：公司 2015 年主营业务收入结构



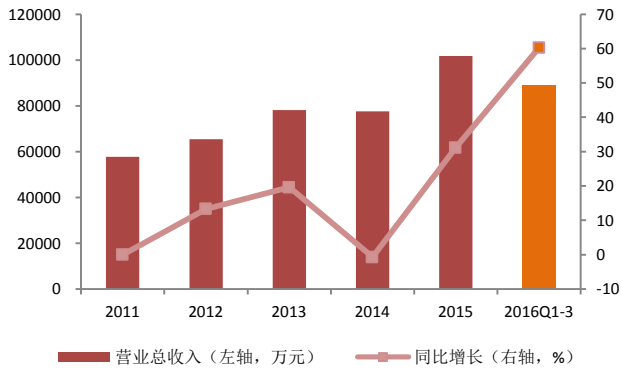
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司近年来主营业务收入情况（单位：万元）

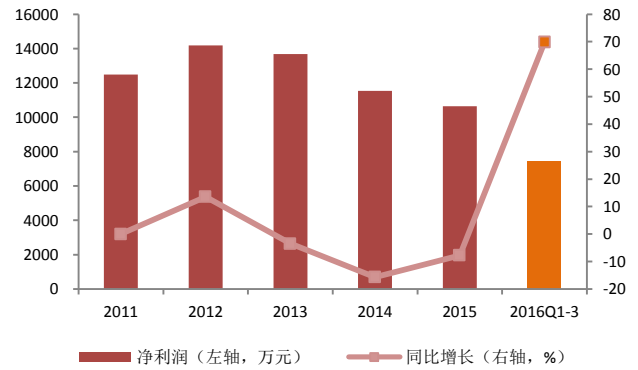


数据来源：公司公告，西南证券整理

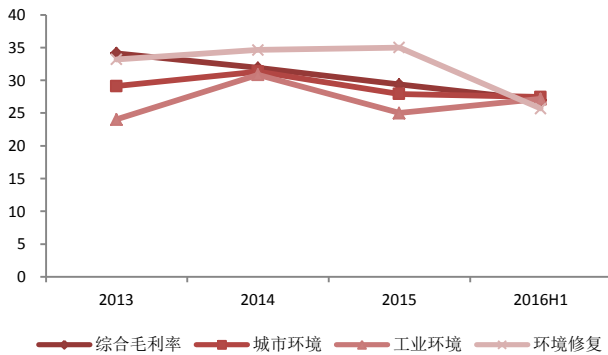
**公司业绩状况：**公司近年来转型布局迅速，订单丰厚，但受制于订单转化周期较长，业绩释放缓慢。同时，业务拓展和施工准备导致成本和费用上升，致使 2013-2015 年归母净利润出现下滑。目前公司 70 亿在手订单体量庞大，且大部分开工建设进入业绩转化阶段，2016 年前三季度公司实现营业收入 8.9 亿元，同比增长 60.3%，实现归母净利润 7529 万元，同比增长 71.4%，业绩拐点已现，后续有望持续高速增长。

**图 3: 公司 2011 年以来营业收入及增速**


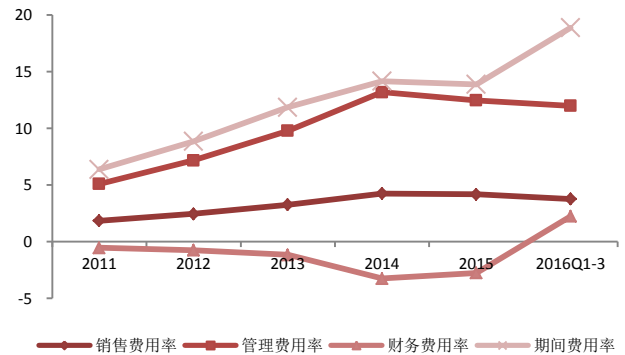
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 4: 公司 2011 年以来净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 5: 公司 2013 年以来毛利率情况 (单位: %)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 6: 公司 2011 年以来费用率情况 (单位: %)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 土壤修复龙头标的, 业绩爆发可期

我国土壤污染问题严重, 修复市场存量空间巨大。

2014 年 4 月 17 日发布的《全国土壤污染状况调查公报》显示全国土壤总超标率 16.1%。其中“退二进三”、“退城进园”产生大量棕地, 保守估计约 30 万块; 耕地超标率 19.4%; 待治理损毁矿山 220 万公顷。污染严重突出显示修复市场巨大存量空间, 我们保守测算全国土壤修复存量市场空间 1.7 万亿元。

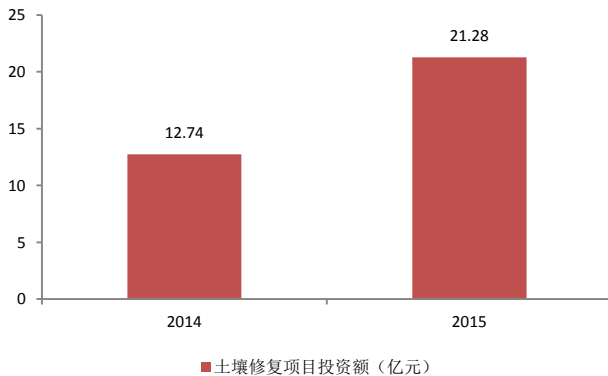
**表 1: 土壤修复存量市场空间**

污染场地 (万块)	每块场地修复资金 (万元/块)	存量市场空间 (万亿元)
30-50	300	0.9-1.5
重、中度污染耕地 (万亩)	每块场地修复资金 (万元/亩)	存量市场空间 (万亿元)
5887	1-2	0.6-1.2
废弃矿山面积 (万公顷)	修复成本 (万元/公顷)	存量市场空间(亿元)
220	10	2200
<b>合计存量空间 (万亿元)</b>		<b>1.72-2.92</b>

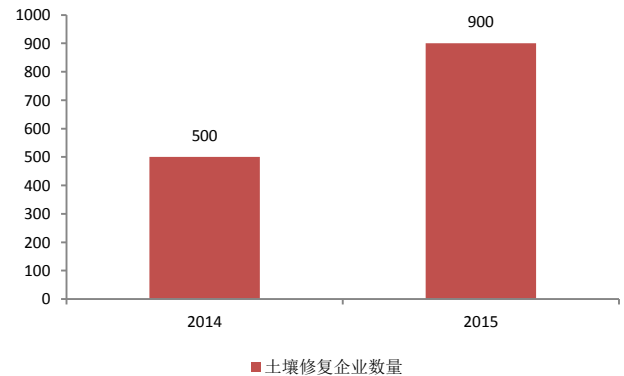
数据来源: 《全国土壤污染状况调查公报》, 中国环境修复网, 西南证券整理测算

### 政策发力下，市场空间加速释放。

相较于万亿存量空间，目前修复市场尚处于起步阶段，基数较低，但加速发展态势已现。2015年土壤修复项目签约额21.3亿元，较2014年12.7亿元增长幅度达67%。同时，土壤修复企业从2010年的10家增加至目前的约1000家，从业人员从2000人增加至1万人，累计项目达300多项，土壤淋洗、原位加热、微生物化学还原等一批高精尖修复技术被实际运用在土壤及地下水修复工程项目中。

**图7：土壤修复项目投资额**


数据来源：2015中国土壤修复发展白皮书，西南证券整理

**图8：土壤修复企业数量**


数据来源：2015中国土壤修复发展白皮书，西南证券整理

同时，2016年政策端出现众多积极变化，随“土十条”政策落实和后续《土壤污染防治法》出台，行业痛点有望逐步化解，进而促进行业进一步加速发展。

1) 2016年5月“土十条”正式出台，土壤修复行业顶层设计落地。“土十条”中明确提出到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，土壤防治目标清晰。同时针对行业痛点提出加快立法进程、严格考核、严格追责、建立专项资金等针对性内容，可操作性强。

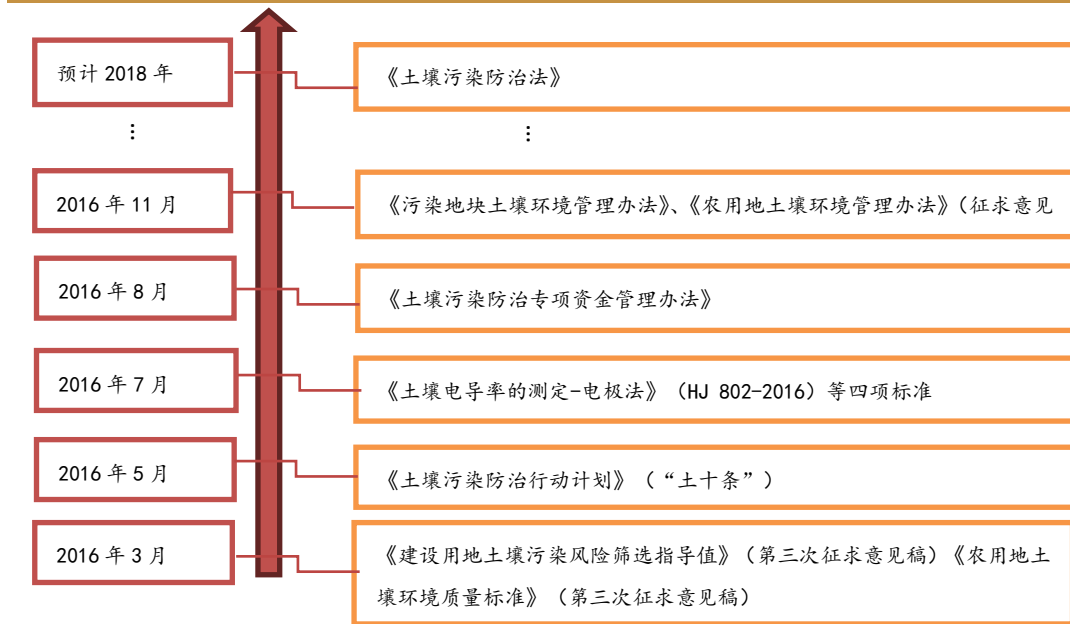
**表2：“土十条”亮点性内容**

项目	亮点性内容
总体目标	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，受污染耕地和污染地块安全利用率达到95%以上。
加快立法进程、健全法律法规体系	2016年底前完成农药管理条例修订工作，发布污染地块土壤环境管理办法、农用地土壤环境管理办法，2017年底前，发布农用地、建设用地土壤环境质量标准，到2020年，土壤污染防治法律法规体系基本建立等
追责机制	按照“谁污染，谁治理”原则，造成土壤污染的单位或个人要承担治理修复的主体责任；责任主体发生变更的，由变更后继承其债权、债务的单位或个人承担相关责任；土地使用权依法转让的，由土地使用权受让人或双方约定的责任人承担相关责任；责任主体灭失或责任主体明确的，由所在地县级人民政府依法承担相关责任。
专项资金	设立土壤污染防治专项资金，为土壤修复提供了资金支持
示范项目、具体治理	明确了1000万亩耕地治理目标、6个示范区以及200个修复和技术应用示范点等建设目标
严格考核	2016年底前，国务院各省（区、市）人民政府签订土壤污染防治目标责任书，分解落实目标任务。对年度评估结果较差或未通过考核的省（区、市），要提出限期整改意见，整改完成前，对有环评限批；整改不到位的，要约谈负责人；对构成犯罪的，要依法追究刑事责任，已经调离、提拔或者退休的，也要终身追究责任。

数据来源：《土壤污染防治行动计划》，西南证券整理

2) 配套政策标准密集发布, 土壤立法预计 2018 年正式出台。2016 年多项土壤修复标准出台, 土壤修复专项资金管理办法落地, “土十条” 计划内容开始兑现, 密集的发布频率彰显土壤修复防治工作的加速推进。此外, 《土壤污染防治法》作为我国首部土壤污染防治治理的法律, 其草案已经制定完毕, 预计 2018 年初正式出台, 有望为行业发展提供强支撑。

图 9: 土壤防治政策出台密集



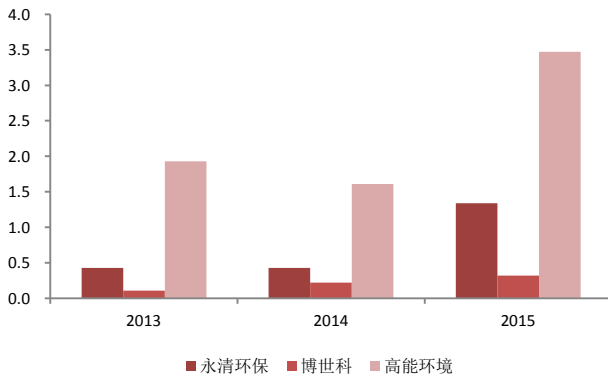
数据来源: 政府官网, 西南证券整理

3) 中央财政力度加大。在财政部公布的《2016 年中央对地方税收返还和转移支付预算表》中, 新增了土壤污染防治专项预算项目 (原为重金属治理专项), 预算额 91 亿元, 2015 年执行数仅 37 亿元, 同比增长 145.6%。

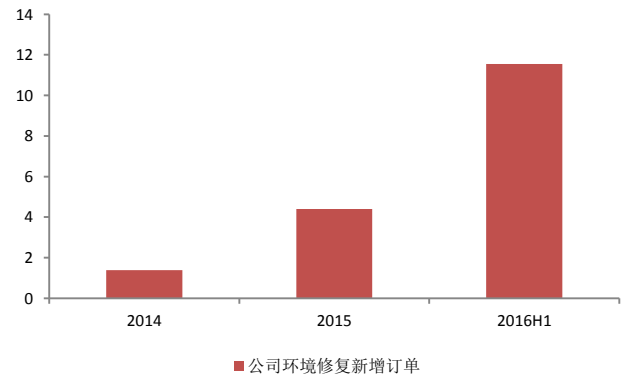
综合来看, 土壤修复法律体系的建立正有条不紊进行, 追责机制逐步清晰, 后续修复责任将逐步由政府转移到企业。财政力度的加大有望起到以点带面作用, 解决责任主体不明的土壤污染问题。众多积极变化有望进一步促进土壤修复行业加速发展。

公司竞争力强劲, 为 A 股龙头标的, 市场加速释放下公司有望超越行业增速快速发展。

公司 2015 年土壤修复营业收入 3.5 亿元, 同比增长 115.5%, 2016 年前三季度修复订单 13 亿元, 为 2015 年全年订单量的 3 倍, A 股市场中土壤修复标的稀缺, 公司龙头价值突出。

**图 10: A 股上市公司土壤修复业务营收对比 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 11: 公司环境修复新增订单情况 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司的行业龙头地位主要得益于资金、技术、修复经验和品牌方面的突出优势, 强劲的综合竞争力有望保证公司后续订单持续增长, 获得高于行业增速的长期发展能力, 具体来看:

**上市公司平台打破资金瓶颈。**公司 2014 年末上市, 募集资金 7 亿元, 其中 6.3 亿元用于补充工程业务流动资金。同时, 上市后信贷额度大幅提高, 制约公司发展的资金瓶颈得以破除。目前公司业绩向好, 市值渐大, 后续可通过非公开发行方式再度扩大资金规模, 前景光明。

**传承自中科院, 优秀人才团队打造技术优势。**公布依托中科院, 研发体系和技术团队优势突出, 土壤修复技术体系趋于完备。针对重金属污染土壤, 公司拥有稳定化/固化技术、土壤洗涤技术、氧化还原技术、生物修复等技术工艺, 同时拥有修复效果理想的稳定化/固化药剂、稳定化/固化装备和土壤洗涤装备。有机物污染方面, 气相抽提技术、热脱附技术、原位化学氧化技术、生物修复等技术工艺已实现多个项目应用。全面的技术体系能够满足各类污染土壤的修复需求, 推动公司后续持续接单。

**众多修复案例彰显丰富经验, 靓丽修复业绩打造品牌优势。**公司是国内修复成功案例最多的企业之一, 拥有 2.8 亿株洲清水塘重金属废渣综合治理一、二期工程项目、1.3 亿湖北郧县含铬污染土壤修复示范工程项目、1.5 亿南京小南化土壤修复示范项目等大型经典项目。靓丽的历史修复业绩促使公司行业地位持续提高, 市场高度认可。

**公司土壤修复业务爆发时点已至, 驶入增长快车道。**

截至 2016 年 3 季度末环境修复订单超 13 亿元, 呈爆发态势。根据公司历史经验, 4 季度为订单签订高峰期, 全年修复订单有望超 15 亿元。根据订单工期和工程进度测算, 全年环境修复业务收入有望超 6 亿元。同时, 2016 年末确认收入订单中的大部分将于 2017 年确认收入, 叠加 2017 年部分新签订单确认收入, 2017 年环境修复营收有望超 10 亿元。

**表 3: 2016 年主要新签环境修复订单情况**

时间	项目	项目金额 (亿元)
2016.01	钟祥市南泉河重金属污染治理项目	0.75
2016.03	上海桃浦科技智慧城核心区场地土壤污染及地下水修复工程	0.92
2016.03	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	2.56
2016.03	蕲春县废弃矿山土壤污染治理与修复示范项目	0.14

时间	项目	项目金额 (亿元)
2016.03	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
2016.03	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
2016.04	西宁市中兴化工厂铬污染场地治理项目	1.4
2016.05	泸州市铬渣场地生态修复工程	0.37
2016.06	苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理	2.59
2016.06	苏州七子山垃圾填埋场乌泥塘治理修复服务外包项目	1.17
2016.06	太原市小店区污灌区重金属污染农田土壤修复示范工程	0.05
2016.07	青岛市李沧区场地土壤污染治理与修复项目	0.22

数据来源：政府官网、公司公告，西南证券整理

### 3 危废处理+垃圾焚烧进展良好，增量业务助推业绩增长

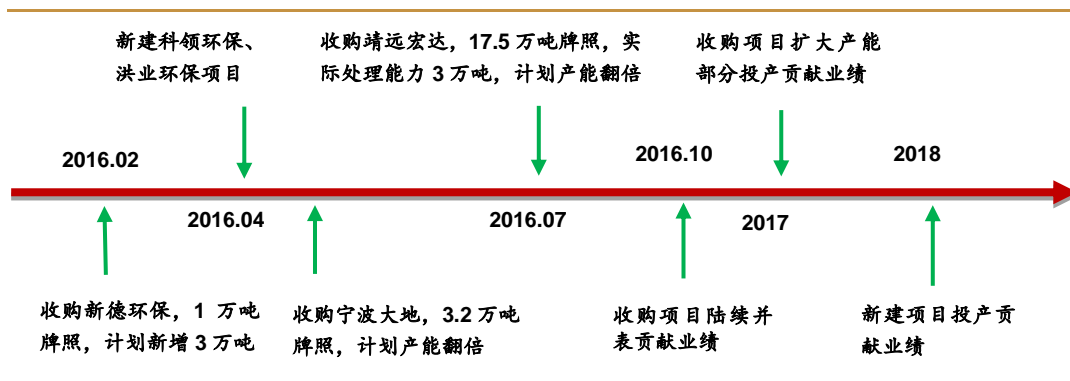
**危废处理景气度上行，公司收购+新建快速切入，17年贡献丰厚利润和现金流。**

我国危废年实际产量约1亿吨，处理率偏低仅约30%。“两高”司法解释、新环保法出台和天津港爆炸事件催化作用下，行业监管趋严，处理需求激增。而危废资质审批严格，落地周期较长约3年，产能释放缓慢，市场供不应求。同时，危废处理盈利模式清晰，利润高企，竞争格局尚未形成下发展时机优良，景气度有望持续上行。

2016年公司危废布局迅速落实，先后收购宁波大地、新德环保、靖远宏达三家危废处理企业，合计牌照量20万吨/年，目前实际处理量约6万吨/年，现已并表。三家企业现均已制定并实施产能扩大（翻倍）计划，扩产改造周期较短约6-9个月，公司危废处理产能有望于2017年集中释放并持续贡献丰厚现金流。

同时，公司合资新建危废项目科领环保和洪业环保，新建项目均处于工业园区，选址审慎，基本消除落地障碍，预计2018年投产，未来利润增长可期（释放进度见图43）。

图 12：公司收购和新建危废项目情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

具体来看：

**新德环保：**新德环保位于杭州建德市，危废处理资质1万吨/年，以资源化为主。16年2月公司和新德环保原股东共同增资新德环保8000万元（公司增资7000万），增资后公司持有其51%股权，此次增资主要用于3万吨/年危废综合利用搬迁入园技改项目，该项目预

计 2017 年投产，同时承诺 2018-2020 年公司扣非净利润不低于 1500 万元、1700 万元和 2000 万元。

**宁波大地：**宁波大地拥有 22 项、3.2 万吨/年危废处理资质，其中 2.2 万吨为危废焚烧无害化处理，2016 年 4 月公司出资 9588 万元收购其 51% 股权。同时，宁波大地现已制定产能翻倍计划，预计 2017 年投产。

**靖远宏达：**靖远宏达地处甘肃省白银市，牌照量 17.5 万吨/年，目前实际处理能力约 3 万吨/年，主要为资源化利用。16 年 7 月公司对靖远宏达进行增资，首笔增资款 4780 万元，增资后公司持有靖远宏达 50.98% 股权，同时计划持股方按股权比例再次增资 5000 万元，增资款项主要用于生产线升级改造，预计 2017 年实际产能将达 6 万吨/年。

**洪业环保和科领环保：**2016 年 4 月公司投资 8750 万元与洪业化工计划于山东菏泽合资新建无害化危废处理项目，计划产能 3 吨/年，公司持股比例 70%，负责该项目的投资建设、技术及运营管理。同时出资 1200 万元与伊泰集团和东华工程于内蒙古合资新建无害化危废处理项目科领环保，计划产能 3 吨/年，公司持股比例 24%。两项新建项目均位于工业园区，落地障碍基本消除，预计 2018 年投产。

危废处理作为三大核心领域之一，公司高度重视，目前正积极筹备更多并购和新建项目，预计短期内仍有项目落地，未来业务前景良好，外延催化因素众多。

**表 4：公司危废项目情况**

时间	项目	处理能力 (万吨/年)	处理方式	金额 (万元)	后续动作
2016.02	收购新德环保 51% 股权	1	主要为资源化	7000	搬迁入园，扩产至 3 万吨/年， 预计 2017 完成扩产
2016.04	收购宁波大地 51% 股权	3.2	主要为无害化	9588	产能翻倍，预计 2017 完成扩产
2016.04	新建菏泽高能洪业，股权比例 70%	3	无害化	8750	预计 2018 年投产
2016.04	新建科领环保，股权比例 24%	3	无害化	1200	预计 2018 年投产
2016.07	收购靖远宏达 50.98% 股权	牌照量 17.5， 实际处理能力 3	资源化	7329	产能翻倍，预计 2017 完成扩产。

数据来源：公司公告、环保厅，西南证券整理

### 垃圾焚烧全面开工，17 年确认大量建设收入。

“垃圾围城”国情和政策助推下，焚烧发电景气度持续良好，根据“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划（征求意见稿），我们测算“十三五”期间尚存 31 万吨/日处理缺口，约 1240 亿市场待投资。同时，垃圾焚烧作为城市环境产业链上重要一环，项目融资能力强、运营后现金流稳定，仍具备较强投资价值。

2015 年公司横向拓展垃圾焚烧发电业务，城市环境拼图进一步完善。公司目前已签订 7 个项目合同，累计处理能力 6600 吨/日，其中一期项目 4850 吨/日，垃圾焚烧发电业务突飞猛进。

从单个项目来看，垃圾处理费 50-90 元/吨，处于当前行业较高水平，项目优质。目前泗洪、鹤岗现已开工建设，印尼、贺州预计年底开工。除泗洪外，其他垃圾焚烧发电项目均为公司自建，将于 17、18 年集中确认工程建设收入，预计 2018 年项目密集进入运营期，为

公司提供持续稳定现金流。同时，公司后续仍将积极拓展垃圾焚烧发电业务，未来更多项目有望落地。

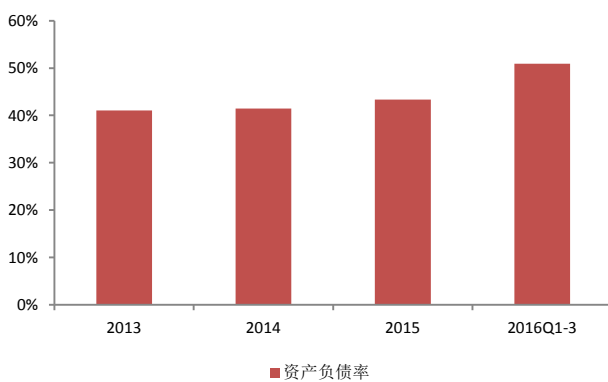
**表 5：公司垃圾焚烧发电项目详情**

时间	项目名称	项目规模	项目进度
2014.12	江苏省宿迁市泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	处理能力 500 吨/日，总投资 2.5 亿元	在建
2015.07	鹤岗市生活垃圾焚烧处理 BOO 项目	一期处理能力 700 吨/日，二期追加 350 吨/日，一期总投资 3.5 亿元	预计年底开工
2015.09	印尼垃圾焚烧发电厂 BOO 项目	处理能力 1500 吨/日，公司持股 50%，总投资额不超过 1 亿美元	预计年底开工
2015.10	贺州市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	处理能力 900 吨/日，其中一期 500 吨/日，预计总投资 4.5 亿元，其中一期投资 2.5 亿元	预计年底开工
2015.11	和田市生活垃圾焚烧发电厂 PPP 项目	处理能力 1500 吨/日，一期规模 1000 吨/日，预计总投资 7.5 亿元，	预计 2017 年 3 月开工
2016.07	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目	处理能力 1500 吨/日，一期 1000 吨/日，总投资 7.5 亿元，其中一期投资 6.7 亿元，处理费 90 元/吨	注册项目公司
2016.08	岳阳市静脉产业园 PPP 项目	生活垃圾焚烧发电、医废处理、餐厨垃圾处理、污泥处理、建筑垃圾处理五大子项目	已签订投资框架协议，尚未签订合同

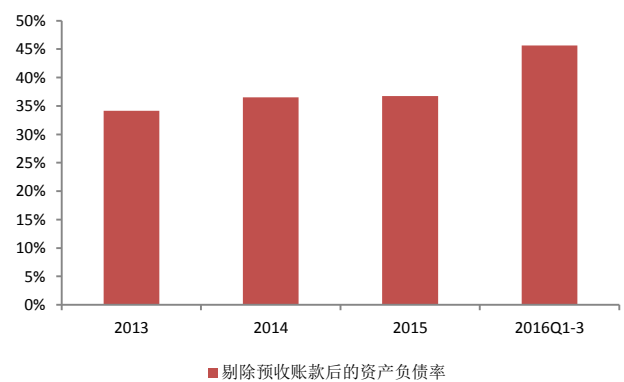
数据来源：政府官网、公司公告，西南证券整理

## 4 业务大幅扩展或面临资金压力，有望启动上市后首次资本运作

截至 2016 年 9 月公司资产负债率已攀升至 50.9%，同时大幅拓展土壤修复业务、收购和新建危废处理项目、垃圾焚烧开工建设等均需大量资本投入，后续资金压力逐步凸显，或将成为公司发展瓶颈。公司自 2014 年上市以来尚无资本运作，资金紧缺背景下，启动上市后首个非公开发行为大概率事件，有望成为公司股价的重要催化因素。

**图 13：公司资产负债率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 14：剔除应收账款后的资产负债率**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

公司三大核心布局基本完成，项目进展顺利，大量环境修复订单、危废和垃圾焚烧项目进入业绩释放期，业绩高增长拐点已现。现对 2016-2018 年主营业务关键假设如下：

1) 环境修复业务。公司目前环境修复在手订单 13 亿元，假设 2016 年全年完成订单目标 15 亿元，订单转化率 50%。2017-2018 公司进一步增强行业龙头地位，新签订单稳定增长，同时假设公司土壤修复毛利率保持稳定为 35%。

2) 工业环境业务。假设公司原有的防渗业务、工业固废处理业务保持稳定，2016-2018 年毛利率取近三年均值 27%。危废业务方面，假设收购项目产能翻倍计划进展顺利并实现相应业绩承诺，新建项目稳步推进并于 2018 年投产运营。同时假设公司后续危废业务拓展顺利，未来项目持续落地，危废毛利率处于行业平均水平，即无害化处理毛利率 50%，资源化毛利率 30%。

3) 城市环境业务。假设公司原有的餐厨垃圾、污泥处置等项目进展顺利，业绩保持稳定，2016-2018 年毛利率取近三年均值 29.5%。垃圾焚烧发电方面，假设项目按照预定工期施工顺利，工程建设期毛利率 33%。

4) 公司持有玉禾田 20% 股权，持有伏泰科技 13.8% 股权，假设玉禾田与伏泰科技保持历史经营状态，增长稳定。

5) 期间费用率。假设销售和管理费用率保持稳定取近 3 年平均值，由于环境修复、垃圾焚烧等大量工程施工融资，预计财务费用率由历史负值上升至约 2%。

**表 6：公司业务收入预测（百万元）**

项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计收入	782.01	776.51	1,018.43	1,746.29	3,427.85	5,143.55
yoy	19.62%	-0.70%	31.15%	71.47%	96.29%	50.05%
合计成本	515.09	528.82	719.51	1,205.59	2,320.56	3,423.95
毛利率	34.13%	31.90%	29.35%	30.96%	32.30%	33.43%
<b>环境修复</b>						
收入	200.74	161.17	347.39	694.78	1,389.57	2,223.31
yoy	-	-19.7%	115.5%	100.00%	100.00%	60.00%
成本	134.11	105.34	225.81	451.61	903.22	1,445.15
毛利率	33.19%	34.64%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>工业环境</b>						
收入	124.08	213.01	343.75	638.76	1086.26	1543.58
yoy	-	71.7%	61.4%	85.8%	70.1%	42.1%
成本	94.26	147.29	257.78	463.69	764.37	1,041.02
毛利率	24.03%	30.85%	25.01%	27.41%	29.63%	32.56%
<b>其中：原有业务</b>						
收入	124.08	213.01	343.75	618.76	866.26	883.58
yoy	-	71.7%	61.4%	80.00%	40.00%	2.00%
成本	94.26	147.29	257.78	454.17	635.83	648.55

项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率	24.03%	30.85%	25.01%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>新增危废业务</b>						
收入	-	-	-	20.00	220.00	660.00
yoy	-	-	-		1000.00%	200.00%
成本	-	-	-	12.00	132.00	396.00
毛利率	-	-	-	40.00%	40.00%	40.00%
<b>城市环境</b>						
收入	457.20	402.33	327.29	412.75	952.02	1376.66
yoy	-	-12.0%	-18.7%	26.1%	130.7%	44.6%
成本	324.11	276.20	235.94	290.29	652.97	937.79
毛利率	29.11%	31.35%	27.91%	29.67%	31.41%	31.88%
<b>其中：原有业务</b>						
收入	457.20	402.33	327.29	392.75	432.02	440.66
yoy	-	-12.0%	-18.7%	20.00%	10.00%	2.00%
成本	324.11	276.20	235.94	276.89	304.57	310.67
毛利率	29.11%	31.35%	27.91%	29.50%	29.50%	29.50%
<b>新增垃圾焚烧</b>						
收入	-	-	-	20.00	520.00	936.00
yoy	-	-	-		2500.00%	80.00%
成本	-	-	-	13.40	348.40	627.12
毛利率	-	-	-	33.00%	33.00%	33.00%

数据来源：wind，西南证券

公司业绩拐点已现，土壤修复业务爆发式增长；危废收购项目完成并表并实施产能翻倍计划，新建项目和更多外延稳步推进；垃圾焚烧全面开工，业绩快速放量。考虑到公司业绩高成长性，同时参考行业平均估值水平，给予公司 2017 年 40 倍估值，对应目标股价 46 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

工程进度不及预期风险，产能释放不及预期风险，并购企业业绩实现或不及承诺和预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1018.43	1746.29	3427.85	5143.55	净利润	106.49	174.05	379.38	609.35
营业成本	719.51	1205.59	2320.56	3423.95	折旧与摊销	17.89	23.47	28.79	34.16
营业税金及附加	24.48	42.65	84.65	126.00	财务费用	-28.13	34.93	68.56	102.87
销售费用	42.50	70.52	141.08	210.86	资产减值损失	14.30	4.24	0.51	5.58
管理费用	126.86	221.69	432.44	650.25	经营营运资本变动	-292.62	36.15	-479.84	-511.35
财务费用	-28.13	34.93	68.56	102.87	其他	169.07	-23.18	-43.10	-61.22
资产减值损失	14.30	4.24	0.51	5.58	<b>经营活动现金流净额</b>	-13.00	249.65	-45.70	179.38
投资收益	-0.61	24.00	42.00	59.00	资本支出	-143.24	-155.00	-155.00	-155.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-310.69	124.00	142.00	159.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-453.93	-31.00	-13.00	4.00
<b>营业利润</b>	118.30	190.67	422.05	683.05	短期借款	-35.14	-239.44	319.72	144.06
其他非经营损益	3.60	5.41	4.80	4.81	长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	121.90	196.07	426.85	687.85	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.41	22.03	47.47	78.50	支付股利	-16.16	-14.88	-24.32	-53.00
净利润	106.49	174.05	379.38	609.35	其他	-24.15	-34.93	-68.56	-102.87
少数股东损益	0.11	0.18	0.38	0.62	<b>筹资活动现金流净额</b>	-105.45	-289.24	226.85	-11.81
归属母公司股东净利润	106.39	173.87	379.00	608.73	<b>现金流量净额</b>	-572.20	-70.59	168.16	171.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	245.22	174.63	342.78	514.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	343.78	436.64	825.13	1227.82	销售收入增长率	31.15%	71.47%	96.29%	50.05%
存货	1050.53	1493.79	2970.30	4443.78	营业利润增长率	-1.21%	61.17%	121.35%	61.84%
其他流动资产	0.03	0.05	0.10	0.15	净利润增长率	-7.76%	63.43%	117.98%	60.62%
长期股权投资	272.90	272.90	272.90	272.90	EBITDA 增长率	4.74%	130.48%	108.55%	57.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	102.61	99.20	95.55	91.63	毛利率	29.35%	30.96%	32.30%	33.43%
无形资产和开发支出	284.28	419.23	549.10	673.88	三费率	13.87%	18.73%	18.73%	18.74%
其他非流动资产	974.11	874.10	774.08	674.07	净利率	10.46%	9.97%	11.07%	11.85%
<b>资产总计</b>	3273.45	3770.53	5829.95	7898.57	ROE	5.74%	8.64%	16.01%	20.82%
短期借款	548.75	309.31	629.03	773.10	ROA	3.25%	4.62%	6.51%	7.71%
应付和预收款项	846.51	1421.60	2783.46	4128.81	ROIC	10.00%	18.27%	27.87%	29.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.61%	14.26%	15.15%	15.94%
其他负债	22.40	24.67	47.42	70.29	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1417.66	1755.57	3459.92	4972.20	总资产周转率	0.32	0.50	0.71	0.75
股本	161.60	330.92	330.92	330.92	固定资产周转率	9.91	17.75	36.62	57.66
资本公积	959.39	790.06	790.06	790.06	应收账款周转率	10.06	11.03	11.37	10.49
留存收益	694.27	853.26	1207.94	1763.67	存货周转率	0.82	0.95	1.04	0.92
归属母公司股东权益	1815.25	1974.25	2328.93	2884.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.95%	—	—	—
少数股东权益	40.54	40.72	41.10	41.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1855.79	2014.96	2370.03	2926.37	资产负债率	43.31%	46.56%	59.35%	62.95%
负债和股东权益合计	3273.45	3770.53	5829.95	7898.57	带息债务/总负债	38.71%	17.62%	18.18%	15.55%
					流动比率	1.16	1.20	1.20	1.25
					速动比率	0.42	0.35	0.34	0.35
					股利支付率	15.19%	8.56%	6.42%	8.71%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.32	0.53	1.15	1.84
					每股净资产	5.61	6.09	7.16	8.84
					每股经营现金	-0.04	0.75	-0.14	0.54
					每股股利	0.05	0.04	0.07	0.16
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	108.06	249.06	519.40	820.08					
PE	102.87	62.94	28.88	17.98					
PB	5.90	5.43	4.62	3.74					
PS	10.75	6.27	3.19	2.13					
EV/EBITDA	43.25	40.97	20.13	12.84					
股息率	0.15%	0.14%	0.22%	0.48%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn