

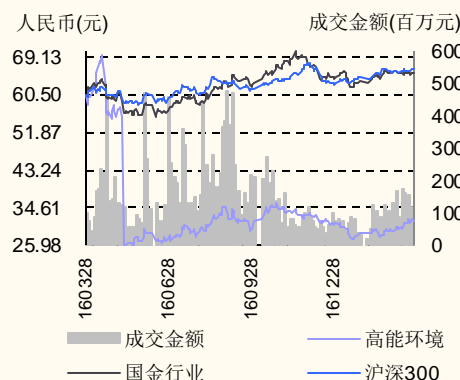
市场价格 (人民币): 31.49 元

业绩增速拐点显现, 土壤修复实力增强

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) | 10,420.77 |
| 年内股价最高最低(元) | 69.70/25.98 |
| 沪深 300 指数 | 3478.04 |
| 上证指数 | 3266.96 |



相关报告

- 《订单充足释放业绩, 未来高速增长可期-高能环境公司点评》, 2017.1.20
- 《土壤修复为核心, 全方位打造环卫综合服务商-高能环境公司深度研...》, 2016.11.27

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

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.658 | 0.473 | 1.211 | 1.671 | 2.115 |
| 每股净资产(元) | 11.23 | 5.95 | 7.17 | 8.84 | 10.95 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.08 | -0.34 | -1.22 | 0.62 | 1.28 |
| 市盈率(倍) | 118.89 | 66.19 | 26.00 | 18.85 | 14.89 |
| 行业优化市盈率(倍) | 22.16 | 22.16 | 22.16 | 22.16 | 22.16 |
| 净利润增长率(%) | -7.93% | 47.09% | 156.10% | 37.98% | 26.60% |
| 净资产收益率(%) | 5.86% | 7.94% | 16.90% | 18.91% | 19.32% |
| 总股本(百万股) | 161.60 | 330.92 | 330.92 | 330.92 | 330.92 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2016 年年度报告。2016 年实现营收 15.6 亿元, 同比增长 53.63%; 归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 47.09%, 每股收益 0.48 元。公司拟每 10 股转增 10 股, 派息 0.5 元 (含税)。

经营分析

- 业绩增长符合预期, 新老订单进入施工收入及投资收益增加提升全年业绩。公司预计 2016 年实现归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 47.09%。业绩的增长一方面来自于历史和新签订单的收入增加。15 年公司签约订单 29.98 亿, 其中大部分订单于 16 年实施。同时 16 年新增订单 30.95 亿元, 部分项目已进入开工阶段。其中核心业务土壤修复订单增量位居全国第一, 共计约 14.28 亿订单 (+224%), 16 年确认收入 5 亿元, (+43%), 但因行业竞争加剧, 毛利率下降 2.57 个百分点; 新增的高毛利的危废业务收入及订单实现快速增长。同时 16 年费用管控得当, 实现期间费用增速低于收入增速。另一方面公司投资并购企业实现的投资收益的增加增厚归母净利润, 玉禾田及伏泰科技合计贡献投资收益为 2500 万。
- 公司业绩拐点基本确定, 在手订单充足。中期来看, 公司经历三年的负增长后, 公司迎来业绩拐点。一是上市后加速扩张, 订单爆发并逐步进入结算期。二是公司积极拓展新业务, 并购投资开始贡献利润。我们预计 17 年新签订单超过 50 亿元, 实现净利润约 4 亿元。整体上受益前期布局相对完善, 公司在平台上的新业务将有望实现迅速嫁接及拓展, 同时在手订单充足保证未来业绩。
- 环境修复订单爆发, 危废、环卫项目有望成为新增长点。核心业务环境修复受益于公司战略重新聚焦、土十条政策等催化发展提速。土壤污染防治法预计 2017 年下半年落地。预计 17 年公司签约环境修复订单 30 亿, 毛利率达 30% (提升 2.64 个百分点)。同时公司传统修复项目具有开工后资金结转快的特点, 因此随着新签订单的开工, 业绩有望进入释放阶段。2016 年 6 月公司中标的苏州溶剂厂项目规模高达 2.59 亿元, 与国际领先的热脱附技术公司 TRS Group Inc. 进行全面技术合作, 公司自身的技术实力得到提升。项目示范效应强, 未来有望获取苏州溶剂厂二期、三期的项目, 提升订单量。另外公司通过外延并购, 积极拓展危废业务 (收购新建 8 个项目), 进军 PPP 领域; 并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，为公司打开新的增长空间。

投资建议

- 我们认为随着收购项目的并表及新签订单的开工，公司业绩有望进入快速释放期，拐点基本确定。长期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，预计 2017-2019 年 EPS 为 1.21 元、1.67 元和 2.12 元，对应 PE 为 26X、19X、15X，维持“买入”评级。

风险提示

项目不达预期，政府政策改变。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 777 | 1,018 | 1,565 | 3,218 | 4,493 | 5,614 |
| 增长率 | | 31.2% | 53.6% | 105.6% | 39.6% | 24.9% |
| 主营业务成本 | -529 | -720 | -1,135 | -2,312 | -3,228 | -4,038 |
| %销售收入 | 68.1% | 70.6% | 72.6% | 71.8% | 71.9% | 71.9% |
| 毛利 | 248 | 299 | 429 | 906 | 1,265 | 1,575 |
| %销售收入 | 31.9% | 29.4% | 27.4% | 28.2% | 28.1% | 28.1% |
| 营业税金及附加 | -21 | -24 | -6 | -3 | -4 | -6 |
| %销售收入 | 2.7% | 2.4% | 0.4% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业费用 | -33 | -43 | -50 | -93 | -135 | -168 |
| %销售收入 | 4.2% | 4.2% | 3.2% | 2.9% | 3.0% | 3.0% |
| 管理费用 | -102 | -127 | -175 | -354 | -494 | -618 |
| %销售收入 | 13.2% | 12.5% | 11.2% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 92 | 105 | 199 | 455 | 631 | 784 |
| %销售收入 | 11.8% | 10.3% | 12.7% | 14.2% | 14.0% | 14.0% |
| 财务费用 | 25 | 28 | -24 | -43 | -58 | -51 |
| %销售收入 | -3.3% | -2.8% | 1.6% | 1.3% | 1.3% | 0.9% |
| 资产减值损失 | 3 | -14 | -16 | -5 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | -1 | 26 | 50 | 65 | 75 |
| %税前利润 | n.a | n.a | 13.9% | 10.8% | 10.2% | 9.3% |
| 营业利润 | 120 | 118 | 184 | 457 | 636 | 806 |
| 营业利润率 | 15.4% | 11.6% | 11.8% | 14.2% | 14.2% | 14.4% |
| 营业外收支 | 5 | 4 | 0 | 4 | 4 | 4 |
| 税前利润 | 125 | 122 | 184 | 461 | 640 | 810 |
| 利润率 | 16.1% | 12.0% | 11.8% | 14.3% | 14.2% | 14.4% |
| 所得税 | -10 | -15 | -21 | -51 | -71 | -90 |
| 所得税率 | 7.7% | 12.6% | 11.1% | 11.1% | 11.1% | 11.1% |
| 净利润 | 115 | 106 | 164 | 410 | 569 | 720 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 7 | 9 | 16 | 20 |
| 归属于母公司的净利润 | 116 | 106 | 156 | 401 | 553 | 700 |
| 净利率 | 14.9% | 10.4% | 10.0% | 12.5% | 12.3% | 12.5% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 115 | 106 | 164 | 410 | 569 | 720 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 7 | 9 | 16 | 20 |
| 非现金支出 | 6 | 32 | 44 | 42 | 47 | 54 |
| 非经营收益 | -25 | 26 | 17 | 1 | 0 | -18 |
| 营运资金变动 | -327 | -177 | -336 | -857 | -411 | -335 |
| 经营活动现金净流 | -231 | -13 | -111 | -404 | 204 | 422 |
| 资本开支 | -143 | -109 | -233 | -154 | -170 | -184 |
| 投资 | -7 | -255 | -117 | -11 | -10 | -10 |
| 其他 | 1 | -90 | -20 | 50 | 65 | 75 |
| 投资活动现金净流 | -150 | -454 | -370 | -115 | -115 | -119 |
| 股权募资 | 706 | 7 | 144 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 444 | -71 | 494 | 521 | -21 | -242 |
| 其他 | -26 | -41 | -51 | -55 | -69 | -61 |
| 筹资活动现金净流 | 1,124 | -105 | 587 | 466 | -89 | -303 |
| 现金净流量 | 743 | -572 | 106 | -53 | 0 | 0 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 816 | 245 | 353 | 300 | 300 | 300 |
| 应收款项 | 148 | 317 | 440 | 870 | 1,227 | 1,526 |
| 存货 | 705 | 1,051 | 1,409 | 2,217 | 3,096 | 3,872 |
| 其他流动资产 | 11 | 27 | 47 | 93 | 124 | 130 |
| 流动资产 | 1,680 | 1,640 | 2,248 | 3,480 | 4,747 | 5,829 |
| %总资产 | 56.0% | 50.1% | 50.7% | 60.1% | 65.9% | 69.2% |
| 长期投资 | 1,035 | 1,238 | 1,369 | 1,379 | 1,389 | 1,399 |
| 固定资产 | 105 | 103 | 184 | 229 | 250 | 281 |
| %总资产 | 3.5% | 3.1% | 4.1% | 4.0% | 3.5% | 3.3% |
| 无形资产 | 145 | 284 | 597 | 678 | 786 | 891 |
| 非流动资产 | 1,322 | 1,634 | 2,183 | 2,314 | 2,453 | 2,598 |
| %总资产 | 44.0% | 49.9% | 49.3% | 39.9% | 34.1% | 30.8% |
| 资产总计 | 3,002 | 3,273 | 4,432 | 5,794 | 7,199 | 8,427 |
| 短期借款 | 584 | 549 | 547 | 1,070 | 1,050 | 807 |
| 应付款项 | 570 | 803 | 1,154 | 1,796 | 2,553 | 3,136 |
| 其他流动负债 | 57 | 62 | 457 | 181 | 253 | 395 |
| 流动负债 | 1,211 | 1,414 | 2,158 | 3,048 | 3,856 | 4,337 |
| 长期贷款 | 30 | 0 | 150 | 150 | 150 | 151 |
| 其他长期负债 | 3 | 4 | 8 | 71 | 99 | 124 |
| 负债 | 1,244 | 1,418 | 2,316 | 3,268 | 4,105 | 4,612 |
| 普通股股东权益 | 1,725 | 1,815 | 1,970 | 2,371 | 2,924 | 3,624 |
| 少数股东权益 | 33 | 41 | 146 | 155 | 171 | 191 |
| 负债股东权益合计 | 3,002 | 3,273 | 4,432 | 5,794 | 7,199 | 8,427 |

比率分析

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.715 | 0.658 | 0.473 | 1.211 | 1.671 | 2.115 |
| 每股净资产 | 10.675 | 11.233 | 5.954 | 7.165 | 8.836 | 10.952 |
| 每股经营现金净流 | -1.432 | -0.081 | -0.336 | -1.221 | 0.618 | 1.275 |
| 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 6.171 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 6.70% | 5.86% | 7.94% | 16.90% | 18.91% | 19.32% |
| 总资产收益率 | 3.85% | 3.25% | 3.53% | 6.92% | 7.68% | 8.31% |
| 投入资本收益率 | 3.57% | 3.82% | 6.27% | 10.81% | 13.07% | 14.60% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -0.70% | 31.15% | 53.63% | 105.65% | 39.64% | 24.94% |
| EBIT增长率 | -38.39% | 14.57% | 88.94% | 129.40% | 38.59% | 24.16% |
| 净利润增长率 | -17.27% | -7.93% | 47.09% | 156.10% | 37.98% | 26.60% |
| 总资产增长率 | 90.65% | 9.03% | 35.39% | 30.74% | 24.25% | 17.05% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 42.0 | 36.3 | 29.8 | 29.0 | 29.0 | 29.0 |
| 存货周转天数 | 432.5 | 445.4 | 395.3 | 350.0 | 350.0 | 350.0 |
| 应付账款周转天数 | 202.6 | 196.9 | 168.4 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| 固定资产周转天数 | 49.2 | 36.2 | 36.3 | 21.8 | 16.6 | 14.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -11.52% | 16.36% | 16.24% | 36.44% | 29.07% | 17.25% |
| EBIT利息保障倍数 | -3.6 | -3.7 | 8.2 | 10.5 | 10.8 | 15.4 |
| 资产负债率 | 41.43% | 43.31% | 52.25% | 56.41% | 57.01% | 54.73% |

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 | 4 | 20 |
| 增持 | 0 | 1 | 3 | 7 | 17 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 2.00 | 2.00 | 1.64 | 1.46 |

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。

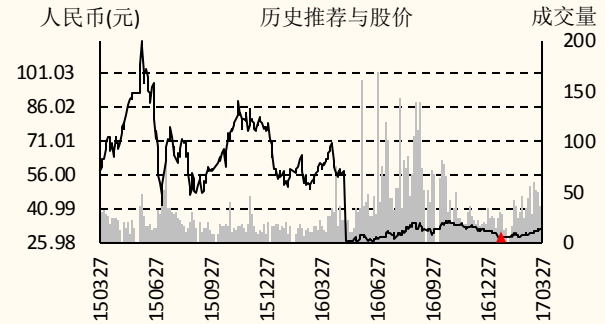
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2016-11-27 | 买入 | 33.04 | 45.00~50.00 |
| 2 | 2017-01-20 | 买入 | 28.14 | 34.00~36.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



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