

# 高能环境（603588）研究报告

## 一季报释放积极信号，行业政策催化公司业绩高增长

买入（维持）

盈利预测及估值

2017年4月17日

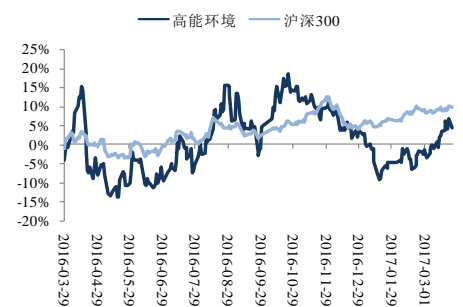
首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

[yuanl@dwzq.com.cn](mailto:yuanl@dwzq.com.cn)

021-60199782

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	34.79
一年最低价/最高价	24.46/36.33
市净率	5.29
流通 A 股市值（百万元）	8445

### 基础数据

每股净资产（元）	5.95
资产负债率（%）	52.3
总股本（百万股）	331
流通 A 股（百万股）	243

### 相关研究

1. 高增长如期兑现，土壤修复龙头再腾飞  
2017年4月7日

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,565	3,331	5,156	7,192
同比(+/-%)	53.6%	112.9%	54.8%	39.5%
净利润(百万元)	156	401	612	863
同比(+/-%)	47.1%	156.6%	52.5%	41.0%
毛利率(%)	27.4%	25.8%	24.8%	24.7%
净资产收益率(%)	7.9%	17.6%	22.2%	25.2%
每股收益（元）	0.47	1.21	1.85	2.61
PE	73.57	28.68	18.81	13.33
PB	5.84	5.04	4.17	3.36

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

### 事件：

1) 公司发布 2017 年一季报，实现收入 2.81 亿，同比增长 140.04%；归母净利润 0.03 亿，业绩实现扭亏为盈。2) 4 月 6 日，住建部、国土资源部联合发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，鼓励房地产开发企业参与工业厂房改造，完善配套设施后改造成租赁住房，按年缴纳土地收益。

### 投资要点：

#### ■ 一季报实现扭亏为盈，为全年业绩高增长奠定基础：

1) **上市以来首次 Q1 扭亏释放积极信号**：公司 14Q1、15Q1、16Q1 归母净利润分别为 -0.21、-0.22、-0.12 亿，17Q1 受到三方面利好影响：危废子公司并表贡献（靖远宏达、新德环保、宁波大地、阳新鹏富）、玉禾田投资收益、母公司业绩增长，公司自上市以来首次出现 Q1 业绩扭亏，释放出积极信号。

2) **仅凭 Q1 业绩推测全年指导意义有限**：由于工程类公司 Q1 业绩占比全年往往较低，公司 14Q1、15Q1、16Q1 净利润绝对值占比全年净利润总额较小（16Q1 净利润绝对值占比全年尚不到 8%），因此仅凭 Q1 业绩推测全年，指导意义有限。

3) **结合预付款项高增速判断全年高增长可期**：公司 Q1 预付款项为 1.72 亿元，同比大幅增长 391.68%，对于工程类公司来说，预付款项实质上对应着新开工项目和新成立子公司，因此，**Q1 扭亏+预付款项大幅增加，为公司全年业绩高增长奠定基础**。

4) **预计 Q2 进入订单集中落地期**：公司公布 Q1 经营性信息

简报，Q1 新签订单 5.33 亿，其中环境修复 2.02 亿、城市环境 0.09 亿、工业环境 3.22 亿。2016 年公司新签订单合计 30.95 亿，我们结合行业发展趋势和公司市场份额判断，2017 年公司有望签下 50-70 亿订单，为可持续增长奠定根基。考虑到：一、从以往情况来看，政府订单往往从 Q2 开始逐渐投放；二、环境修复类订单经历了前几年的分散式、小规模发展过程后，目前已经逐渐发展成为综合治理型的较大规模订单，因此招投标过程更为规范和严格，落地时点相比以往有所滞后。结合以上两点判断，从 Q2 开始公司将进入订单集中落地签约期。

- **毛利率相对稳定，财务费用上升明显：**公司 17Q1 毛利率为 27.76%，与上年相比基本持平，在收入规模大幅增加的同时保持毛利率相对稳定；由于 Q1 增加银行借款，导致财务费用上升明显，与去年同期相比增加 498.43%，在工程项目开工增加和财务费用上升明显的情况下，公司 Q1 经营性现金流为-1.41 亿，相比去年-0.81 亿出现 74.07%的增幅。
- **行业政策催化，为公司未来业绩持续高增长保驾护航：**4 月 6 日，住建部、国土资源部联合发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，其中“（六）增加租赁住房有效供应”中明确提出，“鼓励房地产开发企业参与工业厂房改造，完善配套设施后改造成租赁住房，按年缴纳土地收益。”

1) 工业厂房改租赁住房问题由来已久。在国土资源部发布的《工业项目建设用地控制指标》中明确规定：“工业用地在出让时，配套项目（主要是行政办公和员工宿舍）用地面积不得超过工业项目总用地面积的 7%”，但是随着城镇化的快速发展，原本存在于城市内的工业企业被要求迁出城市，大量闲置工业厂房直接面临二次利用的问题，部分工业企业就将原有厂房改造为酒店式公寓或者学生公寓出租。由于闲置工业厂房普遍存在：污染严重、房屋质量堪忧、缺乏必要的消防等安保设施和规范的管理体系等问题，因此 2017 年 1 月，深圳市出台《宝安区坚决整治厂房改公寓等违法行为分类处置工作细则》，全面叫停厂房改公寓的行为。我们认为，此次两部委出台政策鼓励工业厂房改租赁住房，主要还是基于盘活工业库存、缓解大城市住房压力、抑制房价过快上涨的目的。

2) 空间上，保守估计 900 亿市场空间加速释放。目前我国城市建设用地面积约为 5 万平方公里，工业用地面积占比一般为 15%-25%，我们取平均值 20%概算城市工业用地合计 1 万平方公里，保守假设 30%工业用地上的厂房需改建为租赁住房，那么不考虑拆迁、重建成本，仅考虑土壤修复环节，按照我们估算的修复成本为 2 万元/亩计算，该政策即将释放 900 亿市场空间，如果将土壤修复过程中的地下水监测、治理考虑在内，市场空间将在 1000-2000 亿之间。

3) 模式上，为土壤修复 PPP 模式提供借鉴。土壤修复项目由于缺乏运营环节，因此目前以 PPP 模式进行的土壤修复项目屈指可数，此次政策出台后，有望为土壤修复 PPP 项目提供借鉴，类比 PPP 项目的一般架构，我们认为土壤修复项目的 PPP 模式可能为房地产开发企业与地方土地储备中心成立 SPV，将工业厂房改造成租赁住房后形成租赁收入，从而满足 PPP 模式从建设到运营的环节要求。我们分析认为，一旦这种土壤修复的 PPP 模式建立，将彻底解决此前一直阻碍土壤修复行业发展的资金来源和商业模式问题，结合目前正在如火如荼进行的资产证券化，预计万亿土壤修复市场空间释放速度将远远快于市场预期。

4) 此外，进入 2016 年以来：中央政策层面，“土十条”业已出台，市场对于《土壤污染防治法》在 2017 年出台的预期较强，更有望将土壤治理提升至法律保障层面；地方

**政策层面**，北京、山西、河北等多个省市已经出台土壤污染防治工作方案；**专项资金层面**，2016 年大幅增加至 90 亿，在资金支持下预计 2017 年土壤修复市场规模将有望达到 200 亿；**产业发展层面**，行业自发性需求助力市场空间释放，因此我们结合多方面因素判断，**未来 3-5 年土壤修复领域维持高景气度是大概率事件，预计到“十三五”末土壤修复行业年均增速维持在 50% 以上，公司作为行业龙头将率先获益。**

- **盈利预测与估值：**预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 4.01 亿、6.12 亿、8.63 亿元，EPS 分别为 1.21、1.85、2.61 元，对应 PE 分别为 29、19、13 倍。考虑到：1) 短期在手土壤修复订单充沛，1-3 年业绩高增长无忧；2) 长期垃圾焚烧和危废处置项目进入稳定运营期后，为公司业绩持续高增长提供充足动力；3) 资产负债率创新高，未采用股权融资手段形势下，有望多渠道解决资金问题；4) 2016 年授予的限制性股票激励计划满足第一期解锁条件，解锁时间为 2017 年 4 月 25 日，我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**行业空间释放不达预期、政策出台慢于市场预期、订单释放不达预期。



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

