

高能环境（603588）研究报告

债权融资预案发布，资金助力三年成长加速

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,565	3,076	5,747	7,164
同比(+/-%)	53.6%	96.6%	86.8%	24.6%
净利润(百万元)	156	401	612	863
同比(+/-%)	47.1%	156.3%	52.7%	40.9%
毛利率(%)	27.4%	27.4%	25.7%	25.1%
净资产收益率(%)	7.9%	17.6%	22.2%	25.2%
每股收益(元)	0.47	0.61	0.92	1.30
PE	33.92	26.49	17.35	12.31
PB	5.40	4.65	3.85	3.10

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司发布公告，1) 公开发行可转债（预案），募集资金 8.40 亿；2) 非公开发行绿色债券（预案），募集资金 12 亿；3) 限制性股票激励计划首次解锁，解锁数量为 369.28 万股。

投资要点：

■ **可转债+绿色债双管齐下，20.4 亿募集资金资金到位助力未来 3 年高成长：**考虑到可转债平均发行周期为 220 天、绿色债平均发行周期虽不明确，但我们判断目前在再融资新规约束下，监管部门对可转债、绿色债支持力度加大，发行周期有望缩短，我们估计募集资金有可能于年底到位，届时公司有望突破资金对于业务开展的限制、进一步打消市场对于公司资金缺口的疑虑、为未来 3 年业绩高增长提供充分助力。

我们梳理公司自上市以来的发展历程：

1) 公司 2014 年底上市，垃圾填埋场防渗系统工程起家，起初业务更多是 To B，2014-2015 年受制于宏观经济下行、上游工业企业景气度不高因素的影响，业绩释放慢于市场预期；

2) 2015 年痛定思痛，转换公司发展战略，业务转型为“土壤修复为主、危废处置为辅、垃圾焚烧平滑短期工程业绩扰动”，业务模式转换为 To G；

3) 2016 年，经历了转型的阵痛之后，公司业务开展和业绩释放初显成效，2016 年当年承接土壤修复订单 13 亿，一跃成为土壤修复行业龙头企业之一，当年归母净利润增速接近 50%；

4) 2017 年，我们判断将是公司业绩爆发的一年，也是公司

2017 年 6 月 22 日

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

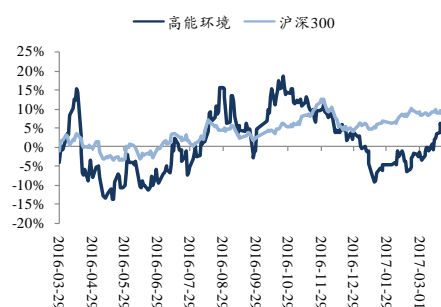
yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

研究助理：刘博

liub@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.04
一年最低价/最高价	12.99/19.47
市净率	5.40
流通 A 股市值(百万元)	7788

基础数据

每股净资产(元)	2.97 (除权后)
资产负债率(%)	52.3
总股本(百万股)	663
流通 A 股(百万股)	486

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
2. 一季报释放积极信号，行业政策催化公司业绩高速增长
2017 年 4 月 17 日
3. 土壤修复项目再下一城，静待更多优质治理项目落地
2017 年 4 月 20 日

成长过程中极为重要的一年，清晰明确的战略+在手饱满的订单+管理团队活力释放，为公司业绩和市值规模进入高增长通道奠定了基础，一季报业绩扭亏更是验证了我们对公司的判断。公司自上市以来尚未尝试过股权和债权融资，伴随着业务规模的扩张，尤其是自去年以来订单暴增、在手项目也进入集中释放期，在这种形势下，资金缺口和融资需求就成为局限公司发展的阿喀琉斯之踵，此次募集资金到位后，公司将突破成长瓶颈，未来业绩持续高增长可期。

- **土壤修复行业利好不断，“土法”出台有望快于市场预期：**6月21日环保部召开例行新闻发布会，土壤司司长邱启文和研究员林玉锁在会上表示《农用地土壤环境标准》和《建设用地土壤环境标准》正在修订中，计划年底前出台。结合近期土壤修复行业热点事件不断：可持续环境修复大会在北京召开、《污染地块土壤环境管理办法(试行)》将于7月1日起施行、《土壤污染防治法(草案)》将于月底提交人大审议等，我们预计年内《土壤污染防治法》出台进程有望快于市场预期，公司作为土壤修复行业龙头有望率先获益。
- **我们再次重申公司的核心推荐逻辑：**

一、我们对行业的判断：土壤修复是未来 5-10 年环保领域景气度最高的细分之一！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 18 省市已经出台土壤污染防治工作方案；**专项资金层面**，2016 年为 91 亿、2017 年为 112 亿（根据 21 日环保部新闻发布会的内容，截至今年上半年专项资金规模为 146 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。

二、我们对公司的理解：最高景气度细分领域中已上市最纯正标的，一季度业绩扭亏已释放积极信号！1) **业绩层面**：此次一季报是公司自上市以来一季度业绩首次扭亏，除了外延（危废子公司+玉禾田投资收益）贡献以外，**母公司内生增长显著（去年 Q1 亏损 2000 万以上，今年 Q1 亏损几百万），释放出积极信号。**2) **订单层面**：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 开始公司有望进入订单集中落地签约期**，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。**3) **模式层面**：**在江浙等发达地区，公司已经与地产开发商合作项目**，这种合作模式的好处：一是提前进行风险评估，估计修复成本，利于开发商关于拿地时候地价的谈判；二是污染土地修复好后对于周边地区的示范效应。4) **项目进展**：环境修复方面，2016 年新签 13 亿订单，除了苏州溶剂厂项目，其他其他全部在今年完成。城市环境方面，泗洪项目 2017 年年底投运，鹤岗、贺州项目前期手续已经办理完成，濮阳、和田正在办理手续，按照建设工期 18-20 个月估算，**2018 年底四个项目全部可以投入运行。**

- **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 0.61、0.92、1.30 元，对应 PE 分别为 26、17、12 倍，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>

