

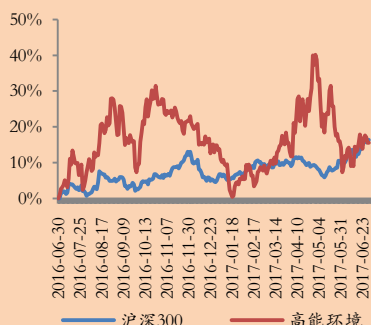


高能环境 (603588)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-06-30

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	662.19
A股股本(百万股)	662.19
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	104.1
A股流通比例(%)	73.3
第一大股东	李卫国
第一大股东持股比例	22.03
12个月最高/最低(元)	38.2/14.61
总股本(百万股)	662.19

金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161592

ivanyiyang@163.com

双核战略, 再融资促公司再腾飞

主要观点:

□ 致力于全球领先的环境系统服务提供商

公司是国内最早从事固体废物污染防治技术研究和应用的高技术民营企业之一, 坚持技术为先的发展导向。公司自上市以来, 营收规模虽有所扩大, 但净利润出现下滑迹象。公司2016年确立土壤和危废和战略核心发展领域后, 业绩开始回暖。16年全年营收15.6亿元, 同比增长53%; 盈利1.5亿元, 同比增长54.2%。公司一季度实现营收同比大增140%, 归母净利润334.3万; 往年公司受一季度春节等因素影响, 工程开工率低, 往往是亏损, 今年一季度实现盈利释放出了积极信号。

□ 土壤+危废为核心, 双轮驱动促公司发展

公司在2016年确定了土壤加危废为核心的发展战略, 分别引领公司的环境修复和工业环境板块, 这一战略在未来数年内贯彻落实。

土壤修复方面, 近日《土壤污染防治法》已经通过人大常委会审议, 现正在征求意见, 预计明年三月前有望出台, 蓝海市场逐渐打开。公司隶属行业第一梯队, 涉足该领域最早、所做案例最多的公司之一。

危废领域方面, 我国危废产生量大, 法律法规逐渐健全并严格执行, 处理价格趋势向上, 行业景气度处于上升周期。公司近年来通过新建和收购布局危废, 目标2-3年内达到行业前三, 在局部地区形成优势, 未来拓展可期。

□ 垃圾焚烧为建设重点, 再融资促公司再腾飞

垃圾焚烧发电成为公司未来营运类项目增长极。公司城市环境板块主要以垃圾焚烧发电为重点, 采取的模式主要以近年来大热的PPP模式, 是未来公司运营类项目的主要担当。垃圾焚烧属于技术与资金密集型的行业。在前期建设期, 固定资产投入较大, 资金是制约公司项目落地与执行的重要因素之一。公司近期发布了再融资方案, 涉及垃圾焚烧项目4个, 后期所带来的业绩提振可期。

□ 风险提示

行业政策变化风险; 项目推动落地不及预期; 再融资推进不及预期。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1565	3051	4577	5949
收入同比 (%)	54%	95%	50%	30%
归属母公司净利润	156	343	469	613
净利润同比 (%)	47%	119%	37%	31%
毛利率 (%)	27.4%	30.7%	29.8%	29.3%
ROE (%)	7.7%	12.1%	14.5%	16.3%
每股收益	0.24	0.52	0.71	0.93
P/E	67.58	30.87	22.57	17.25
P/B	5.37	3.89	3.38	2.87
EV/EBITDA	42	22	17	13

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 致力于全球领先的环境系统服务提供商	- 4 -
1.1 前身中科院高能所，技术为先的发展导向	- 4 -
1.2 主营业务清晰，订单充足，全年业绩翻倍可期	- 5 -
2 土壤+危废为核心，双轮驱动促公司发展	- 8 -
2.1 土壤修复：政策东风助推蓝海市场打开	- 8 -
2.2 订单高增长，土壤修复龙头地位凸显	- 11 -
2.3 危废无害化产能相对不足，未来市场超两千亿元	- 12 -
2.4 发展势头迅猛，布局危废版图逐渐显现	- 14 -
3 垃圾焚烧为建设重点，再融资促公司再腾飞	- 15 -
3.1 垃圾焚烧成为趋势，打造公司新增长极	- 15 -
3.2 启动再融资计划，垃圾焚烧成为建设重点	- 17 -
4 盈利与估值	- 20 -
5 风险提示	- 20 -
附录：财务报表预测	- 21 -

图表目录

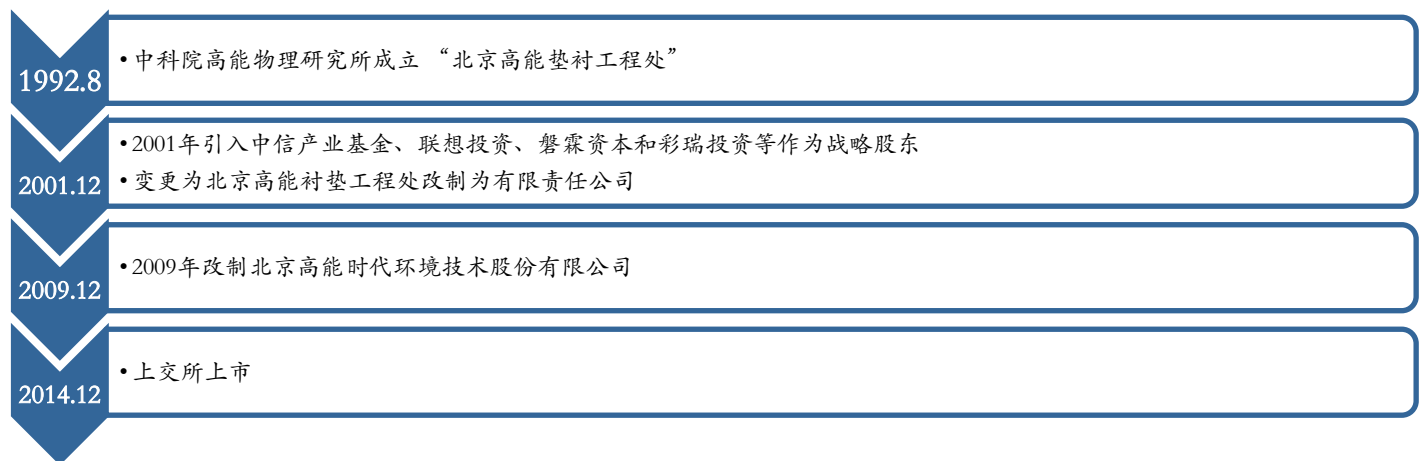
图表 1 高能环境发展脉络.....	- 4 -
图表 2 高能环境股权架构示意图.....	- 4 -
图表 3 主营业务收入及同比增速.....	- 5 -
图表 4 归母净利润及增速.....	- 5 -
图表 5 公司新增订单情况（截至 2017 年 3 月末）.....	- 6 -
图表 6 公司订单情况.....	- 6 -
图表 7 高能环境主营业务脉络.....	- 7 -
图表 8 高能环境主营业务毛利率变化情况.....	- 7 -
图表 9 高能环境各主营业务营收增长情况.....	- 7 -
图表 10 高能环境各主营业务占比情况.....	- 7 -
图表 11 不同土地利用类型土壤污染情况.....	- 8 -
图表 12 河北省大城县巨大工业污水渗坑航拍图.....	- 8 -
图表 13 近年来我国国家层面土壤治理政策回顾.....	- 9 -
图表 14 未来土壤修复政策将形成体系结构.....	- 10 -
图表 15 环境修复类订单增长情况.....	- 11 -
图表 16 环境修复类订单占订单比重.....	- 11 -
图表 17 典型生态屏障系统结构.....	- 12 -
图表 18 苏州溶剂厂原址北区场地治理项目.....	- 12 -
图表 19 危险废物种类、来源及其危害性.....	- 12 -
图表 20 我国危废构成情况及综合处理率.....	- 12 -
图表 21 我国危废各省分布情况.....	- 13 -
图表 22 危废处理处置的技术路线图.....	- 13 -
图表 23 近年来我国国家层面土壤治理政策回顾.....	- 14 -
图表 24 PPP 模式的特征.....	- 15 -
图表 25 十三五期间我国垃圾焚烧处理目标（2020 年底实现）.....	- 16 -
图表 26 公司垃圾焚烧发电项目统计.....	- 16 -
图表 27 资产负债率变化情况.....	- 17 -
图表 28 经营性现金流净额变化情况.....	- 17 -
图表 29 财务费用增长情况.....	- 18 -
图表 30 工程类和营运类占比情况.....	- 18 -
图表 31 公司再融资预案.....	- 18 -
图表 32 可转换债券募集资金投资项目明细.....	- 19 -
图表 33 垃圾焚烧项目占总投资额比重.....	- 19 -
图表 34 垃圾焚烧项目占可债券募集资金比重.....	- 19 -

1 致力于全球领先的环境系统服务提供商

1.1 前身中科院高能所，技术为先的发展导向

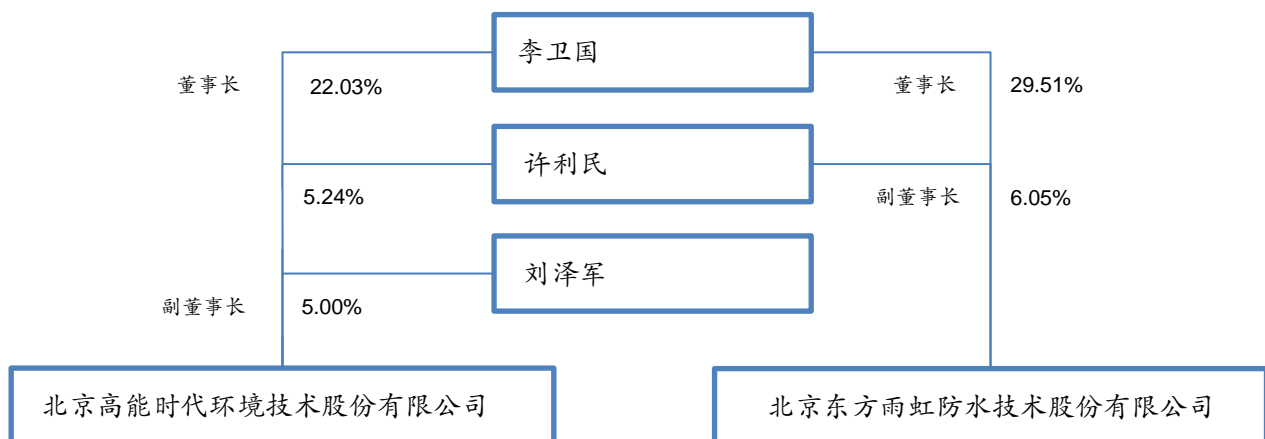
专业从事环境技术研究，提供污染防治系统解决方案。公司是国内最早从事固体废物污染防治技术研究和应用的高技术民营企业之一，坚持技术为先的发展导向。公司前身是中科院高能物理研究所垫衬工程处，成立于1992年，系中科院高能物理研究院。2001年引入中信产业基金、联想投资、磐霖资本和彩瑞投资等作为战略股东后变更为有限责任公司，2009年完成改制，2014年12月登陆A股主板上市。目前，公司主要控制人李卫国先生，同时他也是东方雨虹董事长，拥有公司22.02%股权，占总股本22.03%。原第二大股东北京君联睿智创业投资中心去年完成了减持；目前，除了李卫国（公司董事长）、许利民（东方雨虹副董事长）、刘泽军（公司副董事长）外，其他的股东持股比例都不超过5%，股权结构比较稳定，未来减持压力不大。

图表 1 高能环境发展脉络



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 2 高能环境股权架构示意图

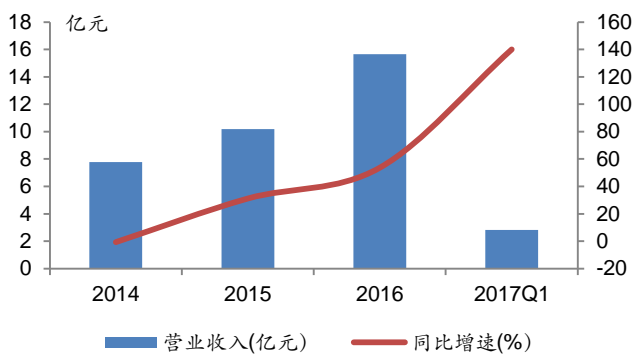


资料来源：公司公告、wind、华安证券研究所

1.2 主营业务清晰，订单充足，全年业绩翻倍可期

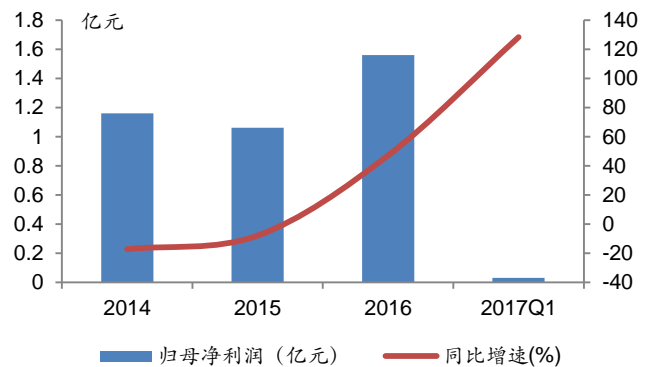
营收和净利润实现高增长，一季度扭亏为盈奠定全年高增长基石。公司自上市以来，营收规模虽有所扩大，但净利润出现下滑迹象。公司2016年确立土壤和危废和战略核心发展领域后，业绩开始回暖。16年全年营收15.6亿元，同比增长53%；盈利1.5亿元，同比增长54.2%；其主要原因是工程承包类项目完成量增加和公司投资并购子公司并表的影响。从一季度来看，公司一季度实现营收同比大增140%，归母净利润334.3万；往年公司受一季度春节等因素影响，工程开工率低，往往是亏损，今年一季度实现盈利释放出了积极信号。此外，公司预付款项为1.72亿元，同比大幅增长391.68%；对于工程类公司来说，一季度的预付款项实质上对应着今年大批工程的开工建设，这奠定了公司全年业绩高增长的基石。

图表 3 主营业务收入及同比增速



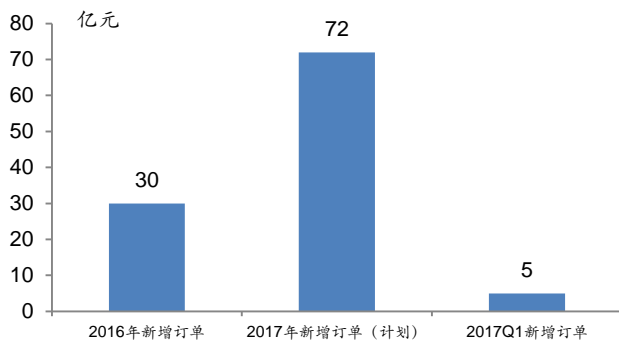
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 4 归母净利润及增速

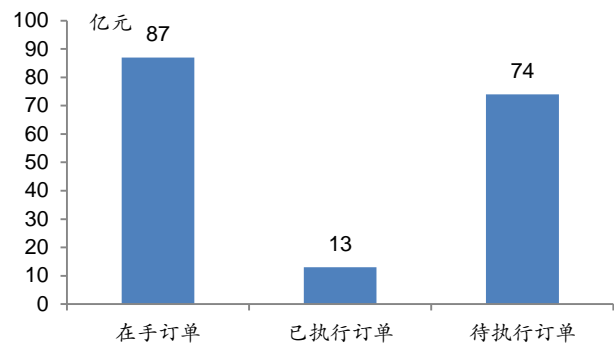


资料来源：wind、华安证券研究所

订单充足，促公司高成长。从新增订单来看，公司2016年新增订单30亿元，预计今年的订单将达到72亿元，在2016年的技术上再翻一番。从一季度的经营数据来看，截至3月底，新增订单5.33亿元，在手订单共87.68亿元，其中已执行13.05亿元、待执行74.63亿元。从全年订单预期上来看，考虑到1) 一季度属于订单淡季，政府订单往往从二季度开始逐渐释放；2) 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，落地时点相比以往有所滞后；3) 土壤修复订单施工周期短，转化为业绩快，甚至部分今年的新增订单能在当年内确认收入。综上，我们认为公司今年新增订单和订单落地的速度或将加快，这为达到公司预期全年营收30亿元的目标提供了强有力的支撑。

图表 5 公司新增订单情况 (截至 2017 年 3 月末)


资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 6 公司订单情况


资料来源：公司公告、华安证券研究所

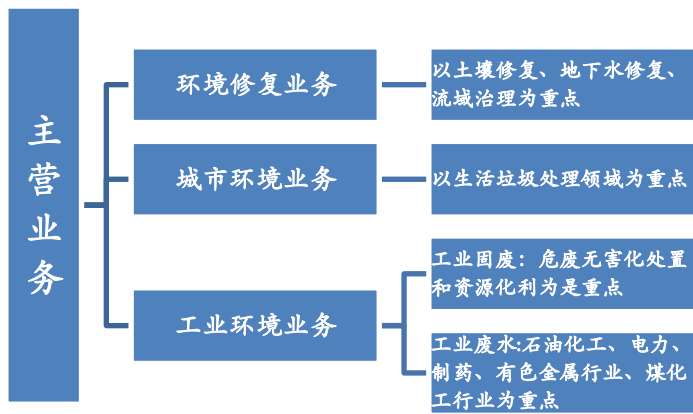
三大业务体系，脉络清晰，致力于全球领先的环境系统服务提供商。目前公司已形成了以环境修复、城市环境和工业环境为主的三大经营体系，业务脉络清晰明确。这三大体系专注于固体废物、废液等污染防治技术及污染土壤、工业场地、矿山、水体等环境修复技术研发、环境工程技术服务、环保设施投资运营等，公司朝着全球领先的环境系统服务提供商迈进。

1) **环境修复领域**：16 年营收 5 亿元，同比增长 43%，实现同比大幅增长，这主要源自于公司在土壤修复领域技术和项目的积累。2016 年的一些新增订单实施需要一定的时间，部分订单并没有在 2016 年转化为业绩，这对 2017 年的业绩带来积极的影响。

2) **城市环境领域**：16 年营收 4 亿元，同比增长 29%，呈平稳增长的态势。**垃圾处理领域**，公司的一些垃圾处理的 BOT 项目进入了实质性阶段，随着未来逐步转入运营期。截至今年一季度，泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目进入全面建设阶段；贺州市循环经济环保产业园 BOT 项目、和田市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目手续进入实质审核阶段；新承接了濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目和岳阳市静脉产业园 PPP 项目。**污泥处置领域**，西宁市污泥集中处置工程、邵阳市污水处理厂污泥集中处置工程 BOT 目进入项目实施阶段；**医废处置领域**，桂林医废项目和贺州医废项目进入稳定运营阶段。

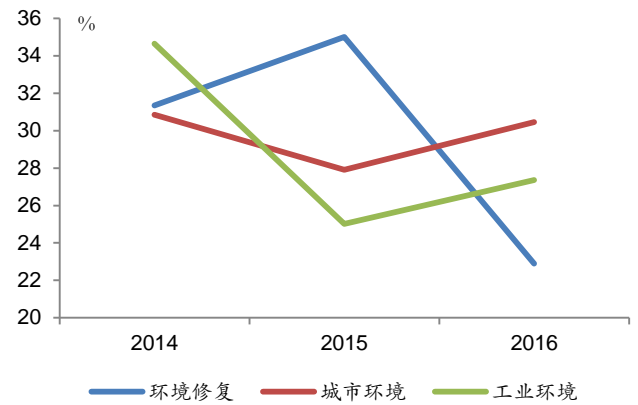
3) **工业环境领域**：16 年营收 6 亿元，同比增长，87%，收入实现大幅度增长。主要原因是 a) 前期签订项目已经逐步落地。(宁东能源化工基地南湖中水厂项目、缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目、鄂尔多斯独贵塔拉工业园区项目、阜康市东部城区污水处理厂项目、冀州市润泽污水处理厂工程项目、大理市凤仪污水及再生水系统工程等项目等逐步进入实施阶段)；b) 公司拓展危废处置领域的战略得到落实，通过收购了新德环保和靖远宏达，并投资新设菏泽高能洪业环保、科领环保。截至 2016 年末，公司危废处理处置牌照量已达到 22.66 万吨。

图表 7 高能环境主营业务脉络



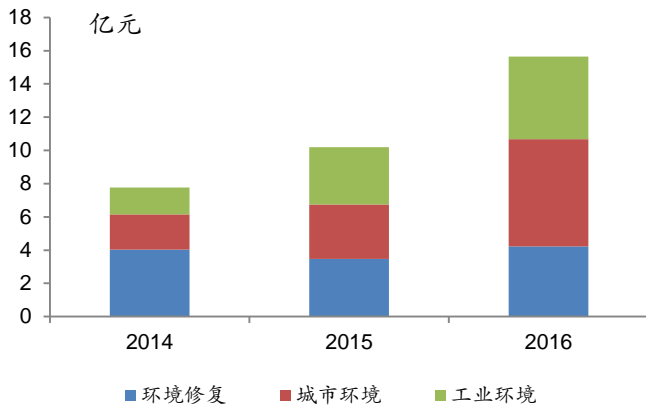
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 8 高能环境主营业务毛利率变化情况



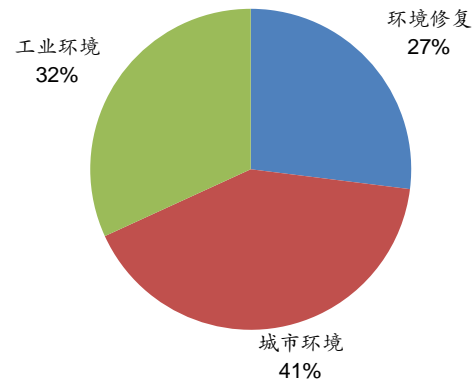
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 9 高能环境各主营业务营收增长情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 10 高能环境各主营业务占比情况



资料来源：wind、华安证券研究所

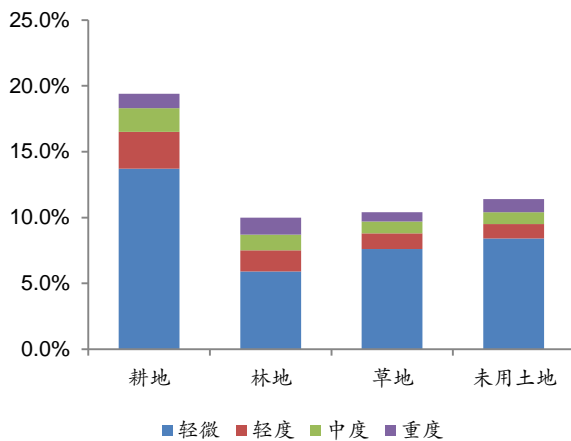
2 土壤+危废为核心，双轮驱动促公司发展

公司战略确定以土壤修复和危废处理为核心发展领域。公司在 2016 年确定了土壤加危废为核心的发展战略，分别引领公司的环境修复和工业环境板块，这一战略在未来数年内贯彻落实。土壤修复方面，公司隶属行业第一梯队，涉足该领域最早、所做案例最多的公司之一。危废领域方面，我国危废产生量大，法律法规逐渐健全并严格执行，处理价格趋势向上，行业景气度处于上升周期，公司近年来通过新建和收购布局危废，目标 2-3 年内达到行业前三，在局部地区形成优势，未来拓展可期。我们着重从土壤修复和危废处理两个公司战略核心领域，对公司进行深度分析。

2.1 土壤修复：政策东风助推蓝海市场打开

土壤污染触目惊心，治理迫在眉睫。我国于 2005 年首次对全国范围的土壤污染状况调查，由环保部和国土资源部联合启动，历时十年之久。2014 年 4 月发布《全国土壤污染状况调查公报》，我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。在土壤调查点位中，共有 16.1% 的土壤受到了污染；污染类型以无机型为主，有机型次之，无机污染物超标点位数占全部超标点位的 82.8%。近年来，土壤污染事件频发，其土壤程度令人发指，例如常州外国语学校、腾格尔沙漠和今年曝光的河北渗坑事件。这些只是当下我国土壤污染现状的一个缩影，土壤污染已成为我国面临的必须解决的问题，治理迫在眉睫。

图表 11 不同土地利用类型土壤污染情况



资料来源：全国土壤污染状况调查公报、华安证券研究所

图表 12 河北省大城县巨大工业污水渗坑航拍图



资料来源：公开资料、华安证券研究所

土壤修复行业处于初始阶段，政策是主要推动力。目前我国土壤修复行业整体还处于成长期的初级阶段，近年来我国大力推动土壤修复方面的标准、法规等制度建设，推动土壤修复市场的不断释放。2014 起开始陆续颁布污染场地系列标注和土壤修复技术相关导则。2016 年 5 月，国务院颁布土十条，这在土壤修复领域中具有里程碑的意义。土十条同意开展全国土壤状况详查，提出了到 2020 年土壤污染家中的趋势得到初步遏制，土壤环境质量总体保持稳，到 2030 年土壤环境风险得到全面管控，到 2050 年土壤环境质量得到全面改善，生态系统实现良性循环。今年年初，时任环保部部长陈吉宁环保工作会议上强调，将全面启动土壤污染状况详查，开展建设用地土壤污染调查评估，指导省会城市建立污染地块名录及其开发利用的负面清单。在今年政府工作报告中，首次出现了有关土壤治理相关描述，尚属首次，体现了国家当前对土壤污染的高度重视。

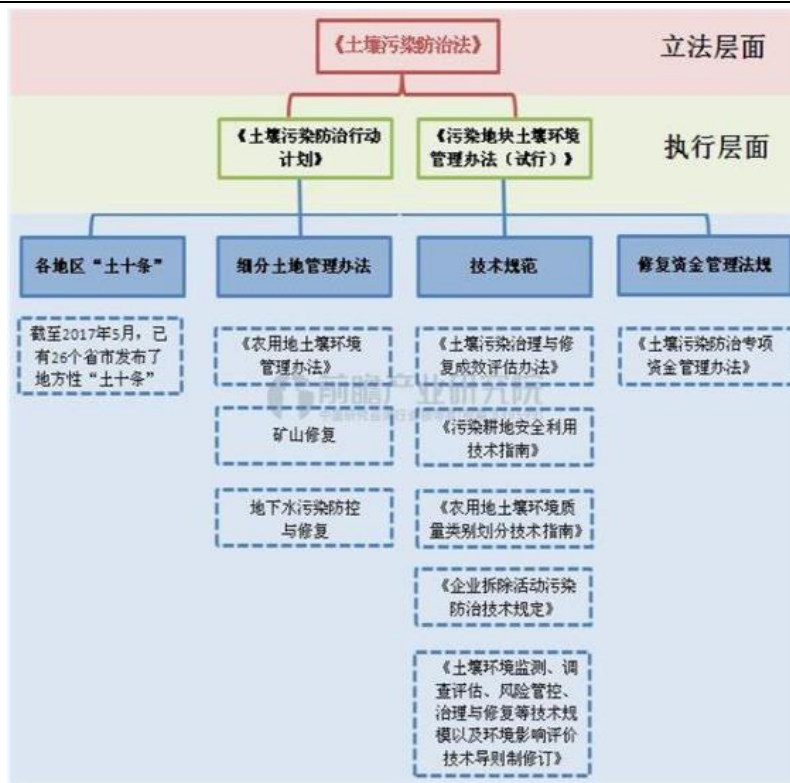
图表 13 近年来我国国家层面土壤治理政策回顾

时间	政策名称	主要内容
2009 年 8 月	场地环境调查技术规范	确定场地环境调查三个阶段的工作程序和具体工作方法。
2009 年 12 月	污染场地土壤修复技术导则	对污染场地修复工程内容、技术、施工进行了说明。
2011 年 3 月	土地复垦条例	强调无敌复垦过程要保护土壤质量与生态环境。
2012 年 11 月	关于保障工业企业场地再开发利用环境安全的通知	提出对城镇工业企业污染场地管理的基本任务，排查污染场地，以“谁污染，谁负责”的原则确认责任主题。
2013 年 1 月	近期土壤环境环保和综合治理工作安排	到 2015 年全面摸清我国土壤环境状况，确保全国耕地土壤质量调查点位达标率不低于 80%；力争到 2020 年建成国家土壤环境保护体系。
2013 年 3 月	矿山地质环境恢复治理	成立专项资金，用于矿山地质环境修复治理工程支出及其他相关支出。
2014 年 12 月	工业企业场地环境调查评估及修复工作指南（试行）	1、搬迁关停工业企业应当及时公布场地的土壤和地下水环境质量情况；2、组织开展关停搬迁工业企业场地环境调查；3、严控勿让场地流转和开发建设审批；4、加强场地调查评估及治理修复监管。
2015 年 1 月	关于推行环境污染第三方治理意见	首次提出把污染场地修复纳入治理范围，建议采用环境绩效合同服务模式引入第三方治理。
2016 年 3 月	建设用地土壤污染风险筛选指导值	规定了 118 种土壤污染物的风险筛选指导值，适用于建设用地土壤风险的筛查和风险评估的启动。
2016 年 5 月	土壤污染防治行动计划	到 2020 年，土壤污染恶化趋势得到遏制；农用地土壤得到有效保护；建设用地土壤安全得到基本保障；土壤污染防治示范取得明显成效；敲掉政府和社会资本合作（PPP）模式，带动更多社会资本参与土壤污染防治。
2016 年 12 月	农用地土壤环境管理办法（试行）（征求意见稿）	规定了农用地土壤环境调查、监测、农用地土壤环境质量类别划分，优先保护、风险管控或者治理与修复、应急管理等内容。
2017 年 2 月	土地整治规划 2016-2020	确保建成 4 亿亩高标准农田，力争建成 6 亿亩，全国基本农田整治率达到 60%。

资料来源：北极星环保网、政府官网、公开资料、华安证券研究所

看好土壤修复政策端发力，蓝海市场打开。政策面，大气污染防治法和水污染防治法分别与1988和1984年开始实施，中途几经修订，日趋完善；此外，国务院印发了针对大气和水环境治理的污染防治行动计划，指导大气和水环境治理的落实情况。而对于土壤污染领域，目前尚无基础法律，仅有只有土十条作为行动纲领。随着土壤污染日益严重，我们预计土壤污染相关的法律体系、管理办法、技术规范，及各省市的政策，都将会在“十三五”期间内陆续落地，持续看好土壤市场政策端发力。值得注意的是，在6月22日在京举行的第十二届全国人大常委会第二十八次会议审议通过了《土壤污染防治法》草案，市场明年三月前有望出台的预期较高。**专项资金面**，中央财政下达土壤污染防治资金从2014年的19.9亿元猛增至2017年的112亿元。绝对数上，已经和大气和水污染防治专项资金处于同一数量级；增长率上，今年土壤修复专项资金是唯一实现了两位数同比增长。**市场空间方面**，对标美国土壤修复历史，其土壤修复资金占GDP比重曾一度高达0.70%以上，而我国土壤修复专项资金占GDP比重非常低；此外，截至到2016年财年，美国“超级基金”（Superfund）已花费了36亿美元在土壤清理项目中，未来仍将投入33亿美元¹。由此可见，相较于美国，我国土壤修复行业仍处于起步阶段，未来市场有巨大的想象空间。

图表 14 未来土壤修复政策将形成体系结构



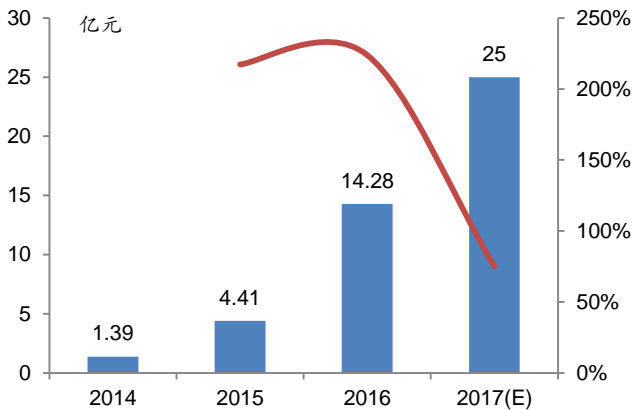
资料来源：前瞻产业研究院、华安证券研究所

¹ 资料来源：Fiscal Year 2016 Superfund Remedial Program Accomplishments Report, EPA。

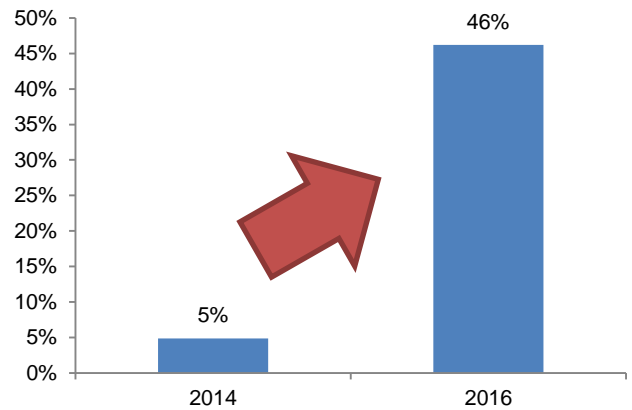
2.2 订单高增长，土壤修复龙头地位凸显

环境修复类订单高增长，促进公司业绩腾飞。就行业整体来看，土壤的治理修复是世界性的难题，妥善解决不可一蹴而就。我国土壤修复行业目前还处于起步阶段，土壤防治以预防为主，不会有“大治理、大修复”的行业格局短期内不会发生根本性变化。近几年来，虽然进入土壤修复市场公司的数量不断攀升，呈现更加分散的局面。现阶段，每年订单不足百亿，市场集中度较高，行业前五家订单占比约在60%左右。就公司而言，土壤修复作为公司发展战略之一，拿单能力较强，市场占有率约20%，龙头地位凸显。从环境修复的订单来看（主要是土壤修复），订单投资额呈指数型增长。订单总额从14年的1.39亿元猛增至16年14.28亿元，符合年均复合增长率达到220%以上，环境修复类的订单从14年的不足5%猛增至16年的46%，实现跨越式增长。根据公司的财务预计，17年的新增总额将达到25亿元，在16年的基础上再增长75%，所带来的业绩提振可期。

图表 15 环境修复类订单增长情况



图表 16 环境修复类订单占订单比重

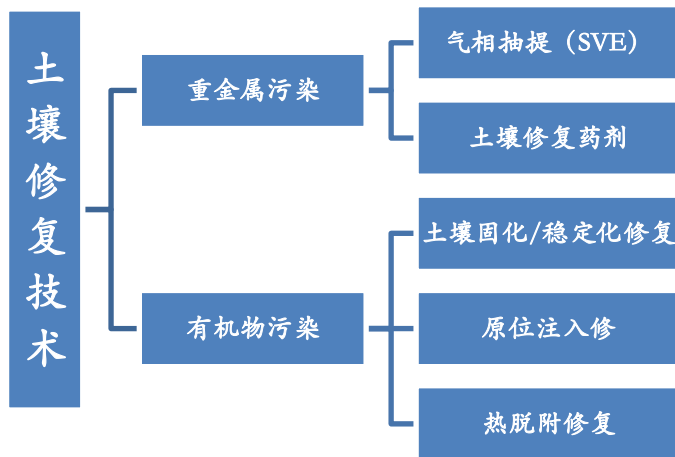


资料来源：公司公告、华安证券研究所

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司处于土壤修复行业第一梯队，两大优势奠定公司龙头地位。公司处于土壤修复行业第一梯队，优势主要集中在两个方面：1) 时间早，项目多。纵观整个土壤修复行业，市场热度起源于是从14年公布《全国土壤污染状况调查公报》，很多公司是从13年之后开始涉足该领域。而公司是从事土壤修复领域最早的公司之一，早在2010年做了第一个土壤修复类项目，截至目前，已完成了约60-70个项目，其中包括由环保部督办的天津港爆炸和腾格里沙漠污染事件后土壤修复项目。2) 专业、独有的技术体系。公司拥有完整、独立、完善的技术体系，目前已建立了专家顾问、技术研究、技术应用三个层次的技术团队，团队之间相互协调、配合，形成公司强大的研发、实施、支持与服务优势。重金属污染治理是公司的传统强项，目前也在积极拓展有机物污染场地模式。苏州溶剂厂原址北区场地治理项目是目前全球范围内最大的污染场地原位热脱附修复项目，采取国际领先的原位电加热热脱附处置技术和水泥窑协同处置技术。公司以此项目为契机，与美国TRS公司成立合资公司并控股，为我国有机物污染场地引进优质解决方案，大力提升我国污染场地修复实施技术和管理水平。

图表 17 典型生态屏障系统结构



资料来源：公司官网、公司公告、华安证券研究所

图表 18 苏州溶剂厂原址北区场地治理项目

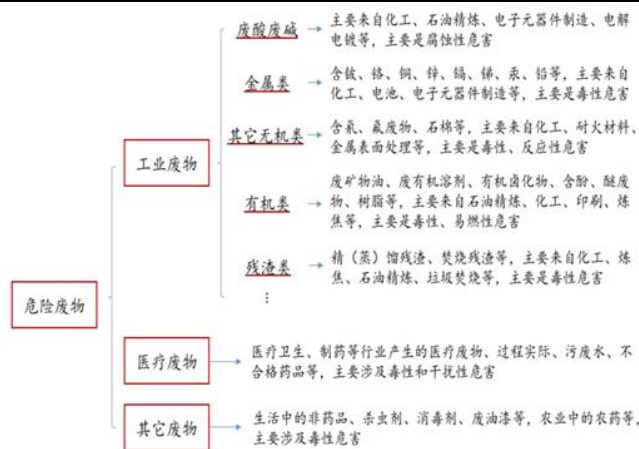


资料来源：公司官网、华安证券研究所

2.3 危废无害化产能相对不足，未来市场超两千亿元

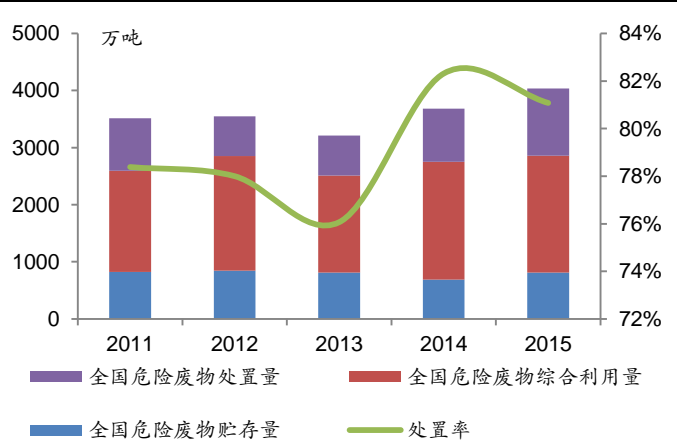
危废对环境危害性大，地域性强，处置形势依旧严峻。危废的产生的行业主要集中在工业领域，例如医疗医药、化工、电子元器件制造、日化制造、印染、毛皮制品加工、有色金属开采冶炼等。对危废的界定，2016 年环保部对《国家危险废物名录》进行了重新修订，将危废调整为 46 大类别 479 种（其中 362 种来自原名录，新增 117 种）。从现阶段来看，我国危险废物的主要处置方式包括综合利用、贮存和安全处置。安全处置包括填埋、焚烧、固化处理、物理处理、化学处理、生物处理等方式，所有危险废物经预处理或其他方式处理后的残渣都需要进行最终填埋处置。制度上看，我国危废行业施行的是牌照制度，故而具有天然的垄断性、区域性，技术强，较高的准入壁垒。从产生量来看，尽管危险废物的总量相对较少，2015 年危险废物产生量为不足 4000 万吨，。但因对环境危害的后果严重，始终是固废处置的重点和难点。由于处置危险废物的成本相对更高，难度更大，面临不断增量和巨大的历史存量，其处置形势依然严峻。

图表 19 危险废物种类、来源及其危害性



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

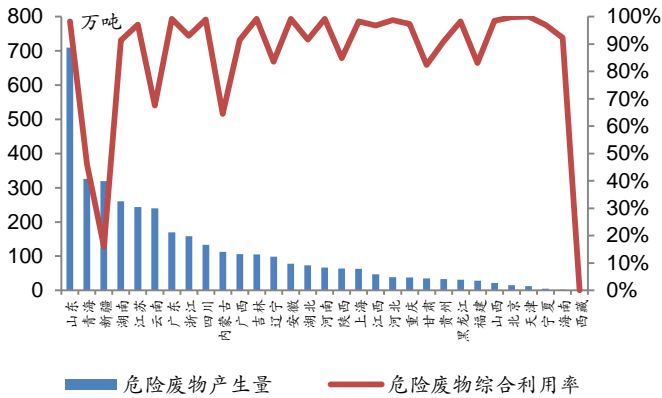
图表 20 我国危废构成情况及综合处理率



资料来源：wind、华安证券研究所

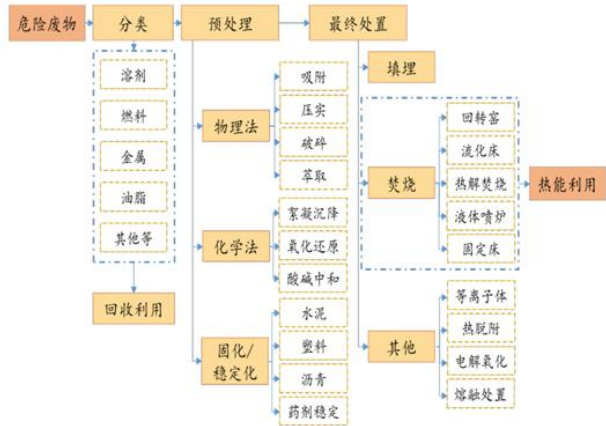
危废处置尚处于起步阶段，供需矛盾加剧，未来市场空间巨大。危废处置作为法律、政策引导型行业，随着 2016 年新版危废名录和两高司法解释的出台，危险废物精细化管理成为行业目标。政策上，“十三五”环境保护规划中涉及危废处理的内容，更加具体和明确。其中涉及到的核心问题就是建设危废集中处置设施，比如将焚烧、填埋场纳入当地公共基础设施建设，这对危废经营单位非常有利。作为公共基础设施，企业在建设用地的時候，国土部门能给予政策支持和倾斜。从各省分布上，我国危废主要集中在以山东为首的 5 个主要省份，占到全国总量的 50% 以上，就目前危废产业结构而言，据统计有大约 65% 危废得不到有效处置，现有的处置能力缺口巨大，短时间难以填补。新建项目审批慢、落地周期长，来不及满足短期强烈的需求。与此对应的是，危废产生量仍在逐年增长，存量与增量并存的局面短期内无法发生根本性的扭转。从市场空间来看，据统计，目前市场上危废无害化处理的价格集中在 3500-400 元/吨，远远高于一般工业固废 100 元/吨的平均水平。如将资源化处置按 3000 元/吨的保守估算，再按照危废综合处置率 85%、资源化处置比例 60% 计算，到 2020 年我国危废市场空间将超过 2000 亿元。

图表 21 我国危废各省分布情况



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 22 危废处理处置的技术路线图



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

2.4 发展势头迅猛，布局危废版图逐渐显现

重点区域布局，战略版图显现。我国危废处置行业具有区域性，拥有多个项目的大型企业非常少。如果公司在某一市场已布局，这会提升公司在当地市场的溢价能力，未来扩大项目规模或者新建项目有着较强的协同能力。公司重点布局是在市场较好和产业链发达的地区。其原因是 1) 经济发达的地区市场比较成熟，政府的监管水平比较，政府的硬约束能力比较强，产废企业的购买力相对较强；2) 区域自身产业结构完善，产业链发达，利于公司进入和后期拓展。近年来，面对国家日益严格的监督管理，公司在资金实力和专业化处置能力突出，价值凸显。公司自 2016 年开始，公司通过“收购/并购+新建”的方式，先后完成收购新德环保、宁波大地、靖远宏达、阳新鹏富项目，参股设立科领环保，合资组建菏泽高能，危废战略版图逐渐显现。现有危废项目约 10 个，截至 2016 年年末，处置牌照量已达到 22.66 万吨。与此同时，公司积极重点拓展危废版图，预计今年还有新增项目落地。此外，宁波大地和新德环保两家公司已接近满产，目前处在扩建周期，预计要 1 到 1.5 年的建设周期，后续完成后业绩提振可期。

图表 23 近年来我国国家层面土壤治理政策回顾

时间	公司名称	设立方式	状态	投资金额 (万元)	持股比例	类型	处理能力 (万 吨/年)
2016 年 2 月	新德环保	收购	升级	7000	51%	资源化	1
2016 年 4 月	宁波大地	收购	升级	9588	51%	无害化	3
2016 年 4 月	洪业环保	新建	在建	8750	70%	无害化	3
2016 年 7 月	靖远宏达	收购	升级	7329	51%	资源化	17.5
2016 年 8 月	科领环保	新建	在建	1200	24%	无害化	3
2017 年 1 月	阳新鹏富	收购	营运	16830	51%	资源化	10
合计							37.5

资料来源：公司公告、华安证券研究所

3 垃圾焚烧为建设重点，再融资促公司再腾飞

垃圾焚烧发电成为公司未来营运类项目增长极。公司城市环境板块主要以垃圾焚烧发电为重点，采取的模式主要以近年来大热的 PPP 模式，是未来公司运营类项目的主要担当。垃圾焚烧属于技术与资金密集型的行业。在前期建设期，固定资产投入较大，资金是制约公司项目落地与执行的重要因素之一。公司近期发布了再融资方案，涉及垃圾焚烧项目 4 个，后期所带来的业绩提振可期。我们主要从垃圾焚烧发电业务和再融资的预案两个角度进行重点分析。

3.1 垃圾焚烧成为趋势，打造公司新增长极

垃圾焚烧发电的运营模式是近年来大热的 PPP 模式。PPP 在我国被译为“政府与社会资本合作”。究其本质，PPP 机制明确了公共部门和私人部门之间的伙伴关系，强调全生命周期理念，在长达 20-30 年的合作关系中，政府与社会资本需要“利益共享、风险共担”。针对垃圾发电领域，财政部去年发文要求各地新建垃圾处理项目要“强制”应用 PPP 模式，由此可见，PPP 模式已然成为未来垃圾焚烧领域主导模式。一般来说，垃圾焚烧公司与政府签订的合同主要以 BOT 或 BOO 为主，负责项目的投资、建设、运营，商业模式清晰，盈利保障力度较大。

图表 24 PPP 模式的特征

伙伴关系	利益共享	风险分担
<ul style="list-style-type: none"> 项目目标一致 以最少的资源，实现最多的产品或服务 	<ul style="list-style-type: none"> 不以利润最大化为目的 私营部门分享相对平和、稳定的投资回报 	<ul style="list-style-type: none"> 公共部门承担伴生风险等 私营部门承担管理职责等

资料来源：《财政研究》、华安证券研究所

焚烧法综合优势突出，未来主流垃圾处理方式，新增市场规模近千亿元。我国通用的垃圾无害化处理方式主要有三类：卫生填埋、堆肥和垃圾焚烧。目前，我国的垃圾处理方式主要是以填埋为主。卫生填埋缺点是严重耗费土地资源，且旧有填埋场库容达到极限后又需要新建设施；此外滤液处理成本较高、易造成二次污染，这些都不符合社会的实际需求。堆肥法，对垃圾分类收集的要求较高，而目前我国的垃圾主要以混合垃圾为主，含水量比较高，不适合直接堆肥。垃圾焚烧，能更有效的实现“减量化、资源化、无害化”。相对前两种方法而言，焚烧法对垃圾原料的要求较低，而又具备处置效率高、占地面积小和后端资源化利用的优点。因此，在人口密度较高而土地资源紧缺的地区，垃圾焚烧已经逐渐成为生活垃圾处理的主要方式。从近十年的发展态势来看，我国城市生活垃圾焚烧处理增长迅猛，从 2005 年的 791 万吨增长值 2015 年的 6175 万吨，年均复合增长率达到 22.81% 以上，焚烧率也由 2005 年的 9.83% 增长至 2015 年的 34.28%。由此可见，垃圾发展速度远快于其他两种方式，是未来主流垃圾处理方式。从“十三五”规划来看，到 2020 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50% 以上，这意味着垃圾焚烧处理量在不考虑市场增量的情况下，比 2015 年 34% 垃圾焚烧处理率的基础上再增加一半，根据我们的保守估测，未来垃圾焚烧新增市场规模近千亿元。

图表 25 十三五期间我国垃圾焚烧处理目标（2020 年底实现）

- 到2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到100%；其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到95%以上，县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到80%以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到70%以上，特殊困难地区可适当放宽。
- 到2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，建制镇实现生活垃圾无害化处理能力全覆盖。
- 到2020 年底，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的50%以上，其中东部地区达到60%以上。
- 到2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市生活垃圾得到有效分类；生活垃圾回收利用率达到35%以上，城市基本建立餐厨垃圾回收和再生利用体系。
- 到2020 年底，建立较为完善的城镇生活垃圾处理监管体系。

资料来源：《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》、华安证券研究所

现有垃圾焚烧项目建筑逐渐进入建设阶段。订单方面，公司 2015 年实现了生活垃圾焚烧领域零的突破，并已经取得 6 个焚烧发电项目订单，合计垃圾日处理能力达到 4000 吨；随着项目推进，将逐步进入建设期。**技术方面**，公司 2016 年获得了“BGE 第三代垃圾焚烧技术”北京市新技术新产品认证，并建立了“BGE-STIEFEL”垃圾焚烧发电技术（欧洲）研发中心，积极拓展公司在焚烧技术上面积累。**后期建设方面**，公司现有垃圾项目订单已经逐渐进行进入到建设周期，建设周期在在 1 年半左右。我们预计，泗洪项目预计今年可以完工，其他项目预计明年陆续可以完工，后续进入到营运阶段后，业绩提振可期。

图表 26 公司垃圾焚烧发电项目统计

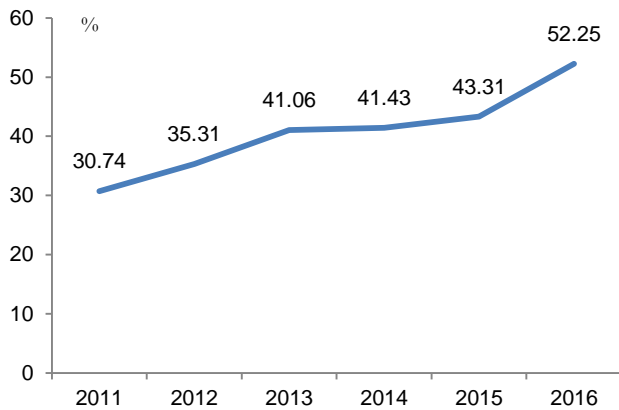
签署日期	项目	投资金额（亿元）	日处理量（吨/日） （含未来建设计划）	建设阶段
2015 年 7 月	鹤岗市生活垃圾焚烧处理项目	3.5	700	前期准备阶段
2015 年 8 月	泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	3.85	800	建设阶段，预期 2017 年基本完工
2015 年 10 月	贺州市循环经济环保产业园 BOT 项目	5	900	前期工作基本完成
2015 年 11 月	和田市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	7	1500	前期工作基本完成
2016 年 8 月	岳阳市静脉产业园 PPP 项目	30 (产业园总投资)	1500	签订合同
2016 年 10 月	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目	7.5	1500	审批阶段

资料来源：公司公告、华安证券研究所

3.2 启动再融资计划，垃圾焚烧成为建设重点

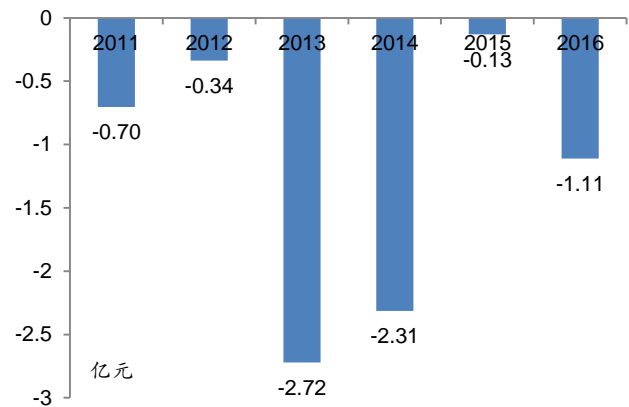
公司处在快速发展期，未来持续性投入仍将保持。从发展阶段来看，公司目前处于快速成长阶段，业务规模持续的扩大，这意味着资金的持续性投入仍将保持。资产负债率从2011年30%上升到2016年的52%，呈持续上升态势。公司于2014年年底上市，之前的募集资金主要投向了2015、2016年项目，且今年预计营收规模在16年的基础在翻将近一番，负债率增大是必然的趋势。从财务费用来看，由于公司16年经营规模的不断扩大，财务费用高涨。根据公司17年的财务预算，财务费用仍有大幅度增长。此外，受春节后市场利率上扬影响，公司的融资成本也略有提高。从订单结构来看，公司目前的订单以工程类为主，占到90%左右。公司前期签订的经营性项目现在大都处于建设期状态，且投入较大。根据公司规划，未来将增加更多的运营类项目，预计未来2-3年内将运营的收入占比提高到40%-50%左右，这意味着仍需大量的、持续性的资金投入。

图表 27 资产负债率变化情况



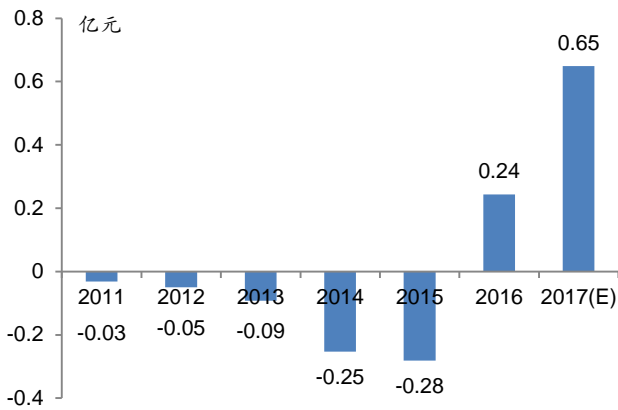
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 28 经营性现金流净额变化情况



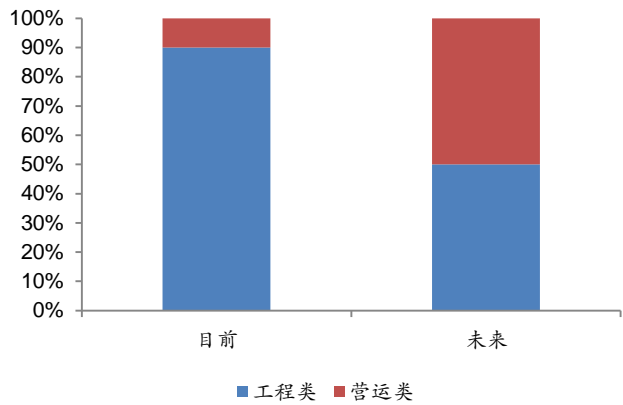
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 29 财务费用增长情况



资料来源：wind、华安证券研究所

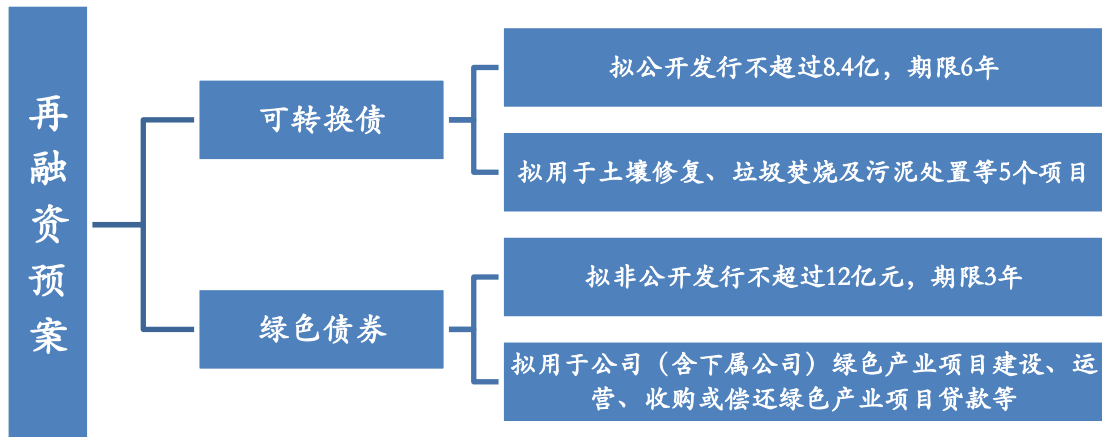
图表 30 工程类和营运类占比情况



资料来源：wind、华安证券研究所

公司发布再融资预案，合计分为 12 亿元绿色债券和 8.4 亿元可转债。为了加快公司业务发展，应对公司持续的投资和资金的安排需求，公司启动了再融资工作并发布了再融资预案：1) 公开发行可转债，期限 6 年，募集资金 8.40 亿，募集资金将拟用于土壤修复、垃圾焚烧及污泥处置等 5 个项目；2) 非公开发行绿色债券，期限 3 年，募集资金 12 亿，拟用于公司（含下属子公司）绿色产业项目建设、运营、收购或偿还绿色产业项目贷款等。公司上市后直接融资规模较小，利息支出增加较快，绿色债券和可转债的利率较低，若顺利发行，将极大的缓解公司资金压力，将推动未来订单加速落地，提升业绩弹性。此外，在当下再融资新规约束下，监管部门对绿色债支持力度加大，发行周期有望缩短。

图表 31 公司再融资预案



资料来源：公司公告、华安证券研究所

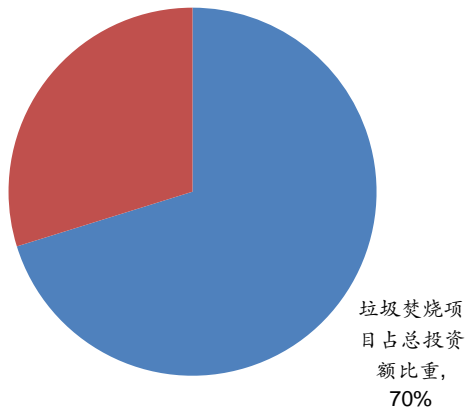
垃圾焚烧发电成为公司营运类项目增长极。公司城市环境板块主要以垃圾焚烧发电为主，去年营收4亿元，同比增速29%，弱于与其他2个板块发展速度。垃圾焚烧项目资金密集型的行业，前期的固定资产投入较大，资金是制约公司项目落地与执行的重要因素之一。我们从此次可转债募集项目可以看出，垃圾焚烧项目共有4个，预计使用募集资金的比例占到75%，占据此次可转债计划的主要地位。公司对垃圾焚烧项目投资占到未来这5个项目投资额的70%，凸显公司未来对垃圾焚烧业务板块的投资力度。目前公司在建/筹建的垃圾焚烧项目共有6个，除了泗洪县项目预计今年完工外，其他项目预计明年年底完工。若公司可转债预案顺利实施，未来随着项目相继进入投运阶段，贡献营收可期，垃圾焚烧项目或成为公司新增长极。

图表 32 可转换债券募集资金投资项目明细

项目	总投资额	募集资金使用额	处理量（吨/日）	财务内部收益率
泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	15,947	10,000	300	不低于 8.31%
贺州生活垃圾焚烧发电厂项目	26,554	13,200	900	9.07%。
和田生活垃圾焚烧 PPP 项目一期工程	55,446	40,000	1,000	不低于 6.04%
泗洪生活垃圾焚烧发电厂项目一期工程	16,542	10,000	不低于 500	不低于 6.68%。
苏州溶剂厂污染场地治理项目	25,897	10,800		
合计	140,385	84,000		

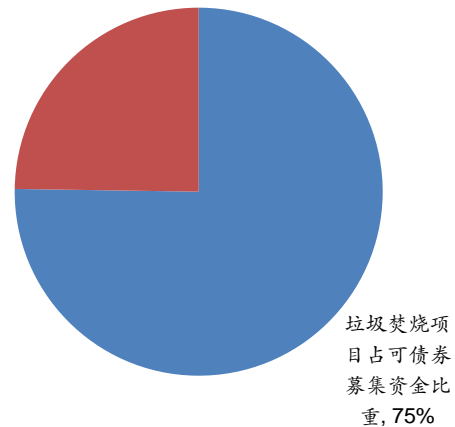
资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 33 垃圾焚烧项目占总投资额比重



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 34 垃圾焚烧项目占可债券募集资金比重



资料来源：公司公告、华安证券研究所

4 盈利与估值

公司在 2016 年确定了土壤加危废为核心的发展战略。土壤修复方面，近日《土壤污染防治法》已经通过人大常委会审议，现正在征求意见，预计明年三月前有望出台，蓝海市场逐渐打开。公司隶属行业第一梯队，涉足该领域最早、所做案例最多的公司之一。危废领域方面，我国正加强法律法规建设并严格执行，处理价格趋势向上，行业景气度处于上升周期。公司近年来通过新建和收购布局危废，未来拓展可期。公司近日公布了再融资预案，在当下再融资新规约束下，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，若顺利发行将解决公司目前的资金瓶颈，有利于公司业绩释放。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.71 元、0.93 元，对应的 PE 分别为 31 倍、23 倍、17 倍，维持“买入”评级。

5 风险提示

行业政策变化风险；项目推动落地不及预期；再融资推进不及预期。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,248	4,265	6,337	8,487	营业收入	1,565	3,051	4,577	5,949
现金	353	543	564	1,131	营业成本	1,135	2,114	3,211	4,204
应收账款	414	752	1,223	1,543	营业税金及附加	6	58	84	97
其他应收款	268	426	754	943	销售费用	50	113	175	221
预付账款	35	59	103	149	管理费用	175	355	554	705
存货	1,409	2,843	4,330	5,514	财务费用	24	30	28	23
其他流动资产	(230)	(360)	(637)	(792)	资产减值损失	16	0	0	0
非流动资产	2,183	1,980	1,841	1,783	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	409	233	305	316	投资净收益	26	6	8	10
固定资产	156	146	136	126	营业利润	184	387	532	708
无形资产	547	511	477	445	营业外收入	4	6	5	5
其他非流动资产	1,072	1,090	924	896	营业外支出	3	1	1	2
资产总计	4,432	6,244	8,178	10,270	利润总额	184	392	536	712
流动负债	2,158	3,211	4,711	6,226	所得税	21	45	57	82
短期借款	547	544	542	537	净利润	164	348	478	630
应付账款	601	1,216	1,847	2,354	少数股东损益	7	5	10	17
其他流动负债	1,010	1,451	2,322	3,335	归属母公司净利润	156	343	469	613
非流动负债	158	166	175	183	EBITDA	237	463	604	773
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.24	0.52	0.71	0.93
其他非流动负	8	16	25	33					
负债合计	2,316	3,377	4,886	6,409					
少数股东权益	146	151	161	178					
股本	331	662	662	662					
资本公积	914	906	906	906					
留存收益	835	1,148	1,563	2,115					
归属母公司股东权	1,970	2,716	3,132	3,683					
负债和股东权益	4,432	6,244	8,178	10,270					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	53.63%	95.00%	50.00%	30.00%
营业利润	55.69%	110.35%	37.40%	33.09%
归属于母公司净利润	47.09%	118.90%	36.82%	30.81%
获利能力				
毛利率(%)	27.43%	30.70%	29.85%	29.33%
净利率(%)	35.16%	10.00%	11.23%	10.24%
ROE(%)	7.75%	12.13%	14.53%	16.32%
ROIC(%)	15.81%	25.38%	23.25%	23.30%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.25%	54.09%	59.74%	62.41%
净负债比率(%)	24.38%	37.53%	64.36%	79.34%
流动比率	1.04	1.33	1.35	1.36
速动比率	0.39	0.44	0.43	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.57	0.63	0.65
应收账款周转率	12.25	12.91	11.51	11.12
应付账款周转率	2.99	3.36	2.99	2.83
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.52	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.17)	(0.56)	0.23	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.98	4.10	4.73	5.56
估值比率				
P/E	67.6	30.9	22.6	17.3
P/B	5.4	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	41.66	21.64	16.95	12.64

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(111)	(370)	151	657
净利润	164	343	469	613
折旧摊销	28	46	44	42
财务费用	43	30	28	23
投资损失	(26)	(6)	(8)	(10)
营运资金变动	15	(788)	(391)	(28)
其他经营现金	(336)	5	10	17
投资活动现金流	(370)	190	(64)	(1)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(136)	175	(72)	(11)
其他投资现金	(234)	14	8	10
筹资活动现金流	587	262	(83)	(90)
短期借款	(2)	(2)	(2)	(5)
长期借款	150	0	0	0
普通股增加	169	331	0	0
资本公积增加	(45)	(8)	0	0
其他筹资现金	315	(59)	(81)	(85)
现金净增加额	106	81	4	566

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。