

高能环境(603588)

汇兑损益拖累业绩表现，静待下半年订单释放

2017年08月30日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001
02160199782

yuanl@dwzq.com.cn

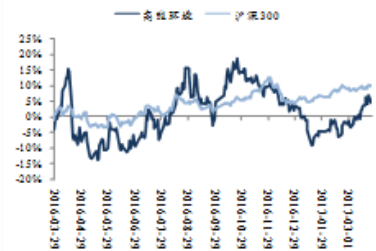
研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	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%
ROE(%)	7.9%	17.6%	22.2%	25.2%
每股收益(元)	0.47	0.61	0.92	1.30
P/E	30.19	23.26	15.42	10.91
P/B	4.78	4.11	3.40	2.74

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

股价走势



事件:

公司发布 2017 年半年报, 上半年实现收入 8.63 亿, 同比增长 58.58%; 归母净利润 0.66 亿, 同比增长 76.86%; 扣非后归母净利润为 0.66 亿, 同比增长 78.46%。

投资要点

■ **将汇兑损益纳入考虑后增速超过 100%，业绩基本符合预期:** 公司上半年实现收入 8.63 亿, 同比增长 58.58%; 归母净利润 0.66 亿, 同比增长 76.86%; 扣非后归母净利润为 0.66 亿, 同比增长 78.46%。单季度来看, Q2 实现收入 5.82 亿, 同比增长 36.26%; 归母净利润为 0.63 亿, 同比增长 27.53%; 扣非后归母净利润为 0.63 亿, 同比增长 26.52%。值得注意的是, 公司有 3100 万欧元的短期借款, 由于上半年欧元兑人民币汇率一路上升 (7.3 上升至 7.8, 涨幅为 6.85%), 为公司带来 0.14 亿汇兑损益, 如果将该部分汇兑损益纳入考虑, 公司实际归母净利润约为 0.80 亿, 同比增长 116.22%, 基本符合预期。分业务板块来看:

环境修复收入为 2.60 亿, 同比增长 161.00%, 主要是由于上半年公司土壤修复项目集中释放, 且毛利率相对较高, 因此该业务毛利率同比增长 6.76 个百分点, 为 32.45%。

工业环境收入为 3.78 亿, 同比增长 47.60%, 增长主要来自于收购的危废项目, 且由于危废业务毛利率较高, 使得该板块毛利率增长 4.15 个百分点, 为 31.31%。

城市环境收入为 2.25 亿, 同比增长 19.27%, 原材料价格上涨使得该业务毛利率下降 6.10 个百分点, 为 21.36%。

■ **期间费用率相对平稳, 现金流状况有所改善:** 1) 公司上半年期间费用率为 19.37%, 与去年同期相比保持平稳 (去年为 18.87%), 其中销售费用为 0.30 亿, 同比增长 34.15%; 管理费用为 0.95 亿, 同比增长 42.61%; 财务费用为 0.42 亿, 同比增长 209.09%, 主要是由于银行借款增加导致利息支出增加, 以及汇兑损益。2) 经营性净现金流为 -0.49 亿, 与去年同期相比 (-2.51 亿) 显著改善, 主要是由于公司加大对于应收账款的催收以及收购危废公司的现金流状况良好; 投资活动产生的净现金流为 -3.90 亿, 主要是由于对外收购和 BOT 项目建设支出增加。

市场数据

收盘价(元)	14.19
一年最低/最高价	13.49/18.96
市净率(倍)	4.61
流通 A 股市值(百万元)	6,942

基础数据

每股净资产(元)	3.08
资本负债率(%)	54.88
总股本(百万股)	662
流通 A 股(百万股)	489

相关研究

1. 高能环境: 债权融资预案发布, 资金助力三年成长加速 -20170622
2. 高能环境: 土壤修复项目再下一城, 静待更多优质治理项目落地 -20170420
3. 高能环境: 一季报释放积极信号, 行业政策催化公司业绩高速增长 -20170417
4. 高能环境: 高增长如期兑现, 土壤修复龙头再腾飞 -20170409

- **新增订单规模低于市场预期，静待下半年表现：**根据公司半年报披露，上半年新增订单总额为 12.57 亿，同比下降 27.47%；其中环境修复为 3.73 亿，同比下降 67.71%；城市环境为 0.81 亿，同比下降 56.45%；工业环境为 8.02 亿，同比增长 104.59%。总体来看，上半年订单数量和规模低于市场预期，我们分析主要有三方面原因：1) 土壤修复行业政策和标准不断规范完善，相比之前粗放式发展，新订单释放速度有所放缓；2) 新的土壤修复项目普遍规模较大，因此业主形成订单的决策时间较长、落地进度较慢；3) 高基数原因，去年同期取得订单较多，且项目在上半年集中落地。
- **可转债已获受理，多渠道募集资金资金到位助力未来 3 年高成长：**公司公告，发行 8.40 亿可转债事项已获证监会受理，同时，公司在 6 月份已经公告拟申请非公开发行 12 亿绿色债，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。
- **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)》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。
- **盈利预测：**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 23、15、11 倍，公司目前由于重大资产重组处于停牌状态，复牌后我们再给予具体评级。
- **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。

高能环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2248.4	5139.5	8422.3	9696.5	营业收入	1564.6	3076.2	5747.3	7163.9
现金	353.0	1963.7	2384.2	2124.2	营业成本	1135.4	2232.4	4270.2	5365.7
应收款项	439.9	632.1	1180.9	1472.0	营业税金及附加	6.1	12.3	23.0	25.8
存货	1408.9	2452.6	4691.4	5894.9	营业费用	49.8	93.8	192.0	204.2
其他	46.6	91.0	165.7	205.4	管理费用	174.7	250.7	477.0	512.9
非流动资产	2183.4	2270.6	2341.6	2412.6	财务费用	24.3	53.4	126.4	126.1
长期股权投资	408.7	408.7	408.7	408.7	投资净收益	25.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	183.5	288.9	377.6	465.6	其他	-15.7	1.0	1.8	3.1
无形资产	547.1	528.9	511.2	494.2	营业利润	184.2	434.5	660.4	932.2
其他	1044.2	1044.2	1044.2	1044.2	营业外净收支	0.2	1.0	1.0	1.0
资产总计	4431.8	7410.1	10763.9	12109.1	利润总额	184.4	435.5	661.4	933.2
流动负债	2157.8	2680.9	5553.7	6220.7	所得税费用	20.5	30.4	43.0	61.5
短期借款	546.5	500.0	500.0	500.0	少数股东损益	7.4	4.1	6.1	8.7
应付账款	600.9	617.7	1720.8	1823.5	归属母公司净利润	156.5	401.0	612.4	863.0
其他	1010.4	1563.2	3332.9	3897.3	EBIT	198.5	487.0	785.1	1055.2
非流动负债	158.0	2298.0	2298.0	2298.0	EBITDA	226.7	525.1	828.3	1104.2
长期借款	150.0	250.0	250.0	250.0					
其他	8.0	2048.0	2048.0	2048.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2315.8	4978.9	7851.7	8518.8	每股收益(元)	0.47	0.61	0.92	1.30
少数股东权益	145.6	148.7	153.5	160.2	每股净资产(元)	2.97	3.45	4.17	5.18
归属母公司股东权益	1970.5	2282.4	2758.7	3430.1	发行在外股份(百万股)	330.9	662.2	662.2	662.2
负债和股东权益总计	4431.8	7410.1	10763.9	12109.1	ROIC(%)	7.8%	16.3%	23.1%	26.8%
					ROE(%)	7.9%	17.6%	22.2%	25.2%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	27.4%	27.4%	25.7%	25.1%
经营活动现金流	-111.1	-280.1	669.0	48.5	EBIT Margin(%)	12.7%	15.8%	13.7%	14.7%
投资活动现金流	-370.1	-113.6	-112.5	-116.8	销售净利率(%)	10.0%	13.0%	10.7%	12.0%
筹资活动现金流	586.9	2004.4	-136.0	-191.7	资产负债率(%)	52.3%	67.2%	72.9%	70.4%
现金净增加额	105.9	1610.8	420.4	-260.0	收入增长率(%)	53.6%	96.6%	86.8%	24.6%
企业自由现金流	327.8	-338.9	675.2	50.6	净利润增长率(%)	47.1%	156.3%	52.7%	40.9%

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

