

高能环境(603588)

国资有望入股，打造国内一流危废处置平台 值得期待

2017年09月20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

事件:

公司公告, 1) 本次重大资产重组标的资产为深圳市深投环保科技有限公司 100% 的股权, 该标的资产实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会。2) 资产重组拟采用发行股份购买资产的方式, 可能涉及配套融资事项, 有可能导致公司实际控制人发生变更。3) 公司签署《新沂市生活垃圾处理特许经营协议》, 该项目总投资约 4 亿元。

投资要点

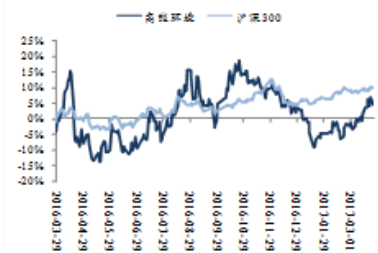
■ 标的资产在手危废处置资质 45 万吨/年, 收购完成后一跃成为国内第二大危废处置企业: 此次拟收购的深圳市深投环保科技有限公司成立于 1988 年 4 月, 是国内首家为工业企业提供危险废物处理处置配套服务的专业机构, 也是首批国家高新技术企业, 实际控制人为深圳市国有资产监督管理委员会。

历史沿革: 深投环保原为深圳市环境保护局下属的事业单位, 2006 年作为深圳市第一批事业单位整体划转单位, 改制为国有企业, 由深圳市人居环境委员会和深圳市投资控股有限公司共同管理; 2014 年结束深圳市人居委和深圳投控公司的共同管理, 正式划为深圳市投资控股有限公司管理的国有企业; 2017 年更名为深圳市深投环保科技有限公司。

在手资质: 公司拥有《国家危险废物名录》46 大类废物中除放射性废物和爆炸性废物外的 39 大类危险废物, 处理能力为 45 万吨/年; 目前拥有梅林预处理生产基地、松岗生产基地、福田安全填埋场处置基地、龙岗焚烧处置基地等四大基地, 近年来累计接收处理危废量超过 300 万吨, 约占深圳市工业废弃物总量的 60%。

资产状况: 公司下设 10 家子公司, 分别为 廊坊市莱索思环境技术有限公司、深圳市环翔精饰工业有限公司、深圳益盛环保技术有限公司、深圳市艾科尔特检测公司、韶关乳源鑫源环保科技有限公司、秦皇岛瑞思科环保科技有限公司、遂宁瑞思科环保科技有限公司、深圳绿环化工有限公司、云浮市信安达环保科技有限公司、深圳环境工程技术中心有限公司。业务分布华北、西南、珠三角等区域, 服务客户超 3000 家, 包括华为、富士康、比亚迪、华星光电、中兴、华大基因、深超光电、杜邦、爱普生、奥林巴斯等知名企业。2016 年公司实现营业收入 6.7 亿元, 同比增长 6.4%; 资产总额达 14.9 亿元, 同比增长 7.2%。

股价走势



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

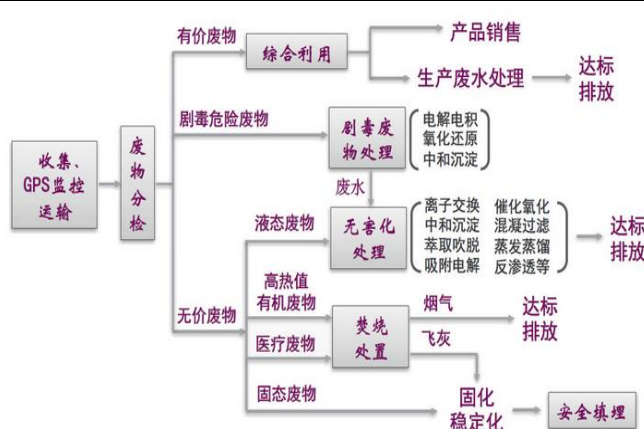
1. 汇兑损益拖累业绩表现, 静待下半年订单释放 -20170830
2. 债权融资预案发布, 资金助力三年成长加速 -20170622
3. 土壤修复项目再下一城, 静待更多优质治理项目落地 -20170420
4. 一季报释放积极信号, 行业政策催化公司业绩高增长 -20170417
5. 高增长如期兑现, 土壤修复龙头再腾飞 -20170409

图表 1：深投环保拥有的四大危废处置基地



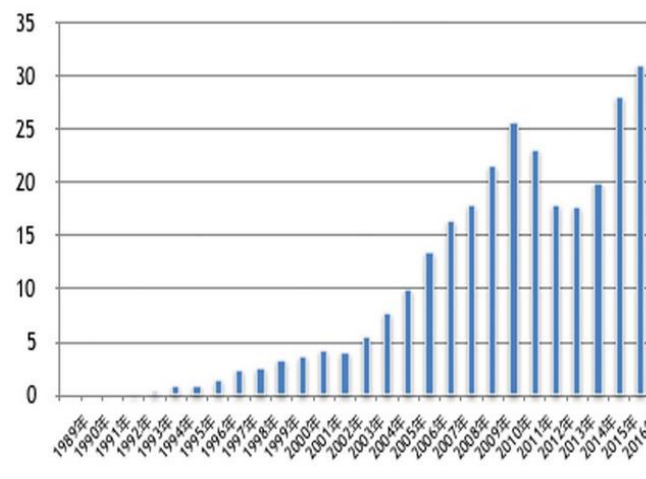
资料来源：深投环保官网，东吴证券研究所

图表 2：深投环保的业务覆盖区域



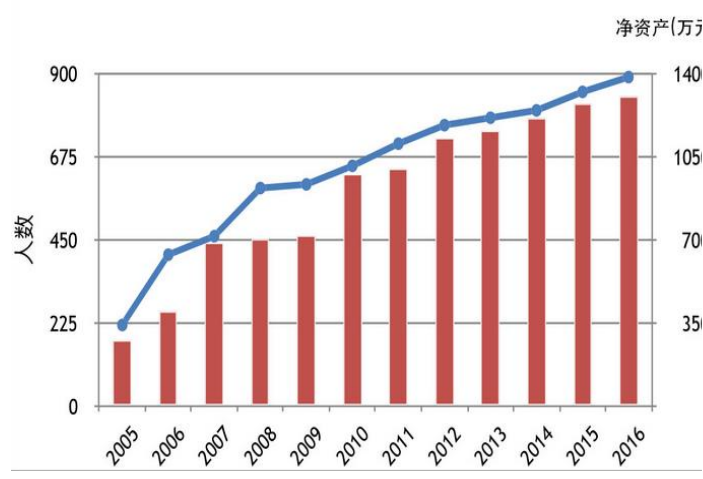
资料来源：深投环保官网，东吴证券研究所

图表 3：深投环保历年的危废处置量情况



资料来源：深投环保官网，东吴证券研究所

图表 4：深投环保的员工数量和净资产情况



资料来源：深投环保官网，东吴证券研究所

根据我们的统计，2016 年以来，高能通过收购新德环保、科领环保、宁波大地、靖远宏达、阳新鹏富等一系列危废处置公司，目前在手危废处置资质合计已经超过 30 万吨/年，如果此次收购深投环保成功，在手危废处置资质将达到 75 万吨/年，将超过威立雅（42 万吨/年）和光大国际（29 万吨/年），一跃成为国内第二大危废处置公司（第一为东江环保）。

- **有望插上国企翅膀，成功打破成长天花板：**由于目前资产重组方式和具体金额尚不明确，因此此次资产重组是否会导致公司实际控制人发生变更尚不能确定，但是无论控制权是否发生变化，只要收购成功，深圳市国资委都会成为公司股东，有效地弥补了公司作为民营企业在项目资源和资金渠道方面的短板。在地方政府倾向于将危废处置和其他环境治理项目整体打包为综合整治项目的行业发展趋势下，引入国企股东将是公司发展历程中的里程碑事件，成长天花板有望充分打开。
- **城市环境项目再落一子，稳定运营后有效平滑业绩波动：**公司同时公告，签署《新沂市生活垃圾处理特许经营协议》，项目投资约为 4 亿元。结合公司此前在手泗洪（试运营）、贺州（开工建设）、和田（开工建设）、鹤岗（办理前期手续）、濮阳（办理

前期手续)等项目,目前在手垃圾处理规模已经超过 3000 吨/日,按照项目建设周期 18-24 个月计算,预计在建项目有望于 2018 年底和 2019 年初集中投入运营,稳定运营后将有效平滑公司由于土壤修复 EPC 项目带来的业绩波动。

- **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,复牌后再给予具体评级。
- **风险提示:** 本次收购存在不确定性,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>

