

高能环境(603588)

业绩稳健增长，国资有望入股打造国内一流危废处置平台

2017年10月18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:

公司发布三季报, 前三季度实现营收 15.20 亿, 同比增长 71.19%; 归母净利润为 1.29 亿, 同比增长 71.89%; 扣非后为 1.30 亿, 同比增长 73.96%。

投资要点

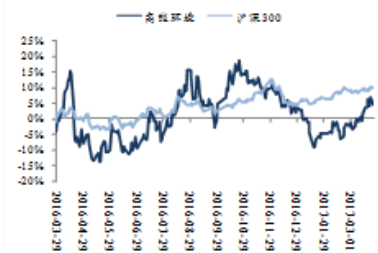
■ **收入增速环比提升, 经营性现金流状况显著改善:** 根据公司公告, 前三季度实现营收 15.20 亿, 同比增长 71.19%; 归母净利润为 1.29 亿, 同比增长 71.89%; 扣非后为 1.30 亿, 同比增长 73.96%, 增长主要来自于: 1) 工程承包类项目完工量增加; 2) 投资并购子公司, 并表范围收入增加。公司前三季度毛利率(27.84%)和净利率(10.67%)与去年同相比(毛利率为 26.90%、净利率为 8.35%)稳定中略有提升, 同时值得注意的是公司经营性现金流净额为-0.73 亿, 与去年同期相比(-2.77 亿)大幅好转, 体现出公司较高的增长质量。

■ **费用管控能力良好, 汇兑损益造成财务费用增速较高:** 前三季度公司费用率为 16.63%, 同比下降 1.34 个百分点(去年同期为 17.97%), 其中: 1) 销售费用为 0.43 亿, 同比增长 29.52%, 主要是业务规模扩大造成; 2) 管理费用为 1.50 亿, 同比增长 40.65%, 主要是人工成本增加、研发费加大投入及实施股权激励费用摊销所致; 3) 财务费用为 0.60 亿, 同比增长 202.32%, 主要是由于银行借款增加导致利息支出大幅增加, 以及汇兑损益增加所致。我们在中报点评中已经分析过, 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%), 造成公司部分汇兑损益。

■ **环境修复订单增速较慢, 工业环境订单显著增长:** 根据公司披露的《2017 年前三季度主要经营信息公告》, 前三季度新增订单金额合计 21.91 亿, 其中环境修复 4.84 亿、城市环境 5.46 亿、工业环境 11.61 亿。由于去年三季报并未披露新签订单情况, 因此我们结合在手信息判断:

1) **环境修复订单增速不达预期。** 2016 年环境修复订单全年合计新签 14.28 亿, 绝大部分集中落地于前三季度, 因此今年环境修复订单落地情况不及去年同期, 我们分析原因主要有: 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; 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周期较长、落地进度较慢; 环保督查严厉形势下, 地方政府部门精力主要集中于解决老百姓体感更为直接的气

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.19
一年最低/最高价	13.49/19.47
市净率(倍)	4.45
流通 A 股市值(百万元)	6,942

基础数据

每股净资产(元)	3.19
资本负债率(%)	57.11
总股本(百万股)	662
流通 A 股(百万股)	489

相关研究

1. 国资有望入股, 打造国内一流危废平台值得期待 -20170920
2. 汇兑损益拖累业绩表现, 静待下半年订单释放 -20170830
3. 债权融资预案发布, 资金助力三年成长加速 -20170622
4. 土壤修复项目再下一城, 静待更多优质治理项目落地 -20170420
5. 一季报释放积极信号, 行业政策催化公司业绩高增长 -20170417
6. 高增长如期兑现, 土壤修复龙头再腾飞 -20170409

和水环境领域，使得土壤修复行业增速有所放缓。

2) **城市环境订单与去年基本相符**。2016 年城市环境订单全年合计新签 10.72 亿，目前截至 2017 年三季度，城市环境修复订单为 5.46 亿，考虑到城市环境修复项目一般规模较大，单个项目金额达到 4-5 亿，因此一旦有新项目落地，基本可达到去年同期水平。

3) **工业环境订单增速较快**。2016 年工业环境订单全年合计新签 5.95 亿，今年截至三季度末新签订单金额已经达到 11.61 亿，超过去年全年水平，因此在环境治理监管和执法力度显著增强的形势下，工业环保释放节奏加速。

- **有望插上国企翅膀，成功打破成长天花板**：根据公司公告，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，如果此次收购深投环保成功，公司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）。同时，只要收购成功，深圳市国资委都会成为公司股东，将有效弥补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。
- **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 年业绩高速增长提供充分助力。
- **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>

