

高能环境(603588)

环境修复项目接连落地，管理层数轮增持彰显信心

买入(维持)

2018年3月26日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001

021-60199782

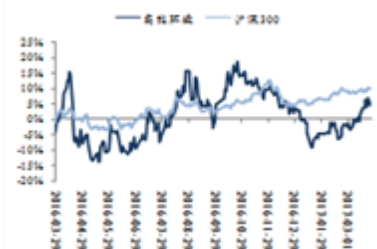
yuanl@dwzq.com.cn

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	2,369	3,452	3,779
同比(%)	53.6%	51.4%	45.7%	9.5%
净利润(百万元)	156	203	291	341
同比(%)	47.1%	29.8%	43.1%	17.3%
毛利率(%)	27.4%	28.9%	27.2%	27.1%
ROE(%)	7.9%	9.5%	12.3%	13.0%
每股收益(元)	0.47	0.31	0.44	0.52
P/E	22.53	34.16	24.07	20.36
P/B	1.78	3.30	2.97	2.67

股价走势



事件:

公司公告, 1) 签署常德市桃树岗垃圾填埋场封场治理工程施工合同, 合同金额为 0.50 亿元, 工期为 240 天; 2) 中标重庆市开州区垃圾填埋场封场及环境整治工程项目, 项目金额为 0.63 亿元, 工期为 120 天; 3) 灌云县垃圾焚烧飞灰安全填埋场项目 EPC 总承包项目, 项目金额为 0.52 亿。

投资要点

■ 公司层面: 一季度环境修复订单持续落地, 为全年业绩增长奠定基础:

1) 根据公司公告, 此次签约的常德垃圾填埋场封场治理工程合同金额合计 0.50 亿元, 工期为 240 天; 中标重庆市开州区垃圾填埋场封场及环境整治工程项目金额为 0.63 亿元, 工期为 120 天; 中标的灌云县垃圾焚烧飞灰安全填埋场项目 EPC 项目金额为 0.52 亿, 按照工期推算, 这些项目将从下半年开始为公司贡献业绩。

2) 今年一季度以来, 公司中标项目不断: 1月9日作为联合体施工方中标武汉市智造园北区污染场地修复项目, (金额为 1.02 亿、工期为 721 天); 1月15日, 中标杭州南郊化学、电镀厂(A、B)地块土壤及地下水修复工程(金额为 0.64 亿、工期为 180 天); 1月10日签署临邑县生活垃圾处理项目投资协议书, 项目总投资为 6 亿元, 其中一期投资规模为 4 亿元, 处理规模为 800 第一年/日。

3) 根据我们的不完全统计, 公司在 2018 年一季度, 新签工程类订单金额合计超过 5 亿元, 投资运营类订单接近 5 亿元, 考虑到工程类订单的工期普遍为 0.5-1.5 年, 因此充足订单为全年业绩增长奠定坚实基础。

■ 行业层面: 多因素造成 2017 年订单释放不及预期, 2018 年开始行业空间有望逐步打开:

1) 2017 年, 政策、监管、项目等多方面因素造成行业释放进度不达预期:

政策: 《土壤污染防治法》和相关行业标准出台时点慢于此前市场预期, 已出台的部分政策并没有严格量化标准指标, 所以在缺乏行业政策引导和标准规范的情况下, 行业订单释放速度有所放缓。

监管: 环保部已经划分为气、水、土司, 但是在地方政府层面, 还没有成立专门的土壤处或者相应的其他监管部门, 再加上一些部门领导经历人事的更迭之后, 项目在基层操作层面遇到了一些阻碍。

市场数据

收盘价(元)	10.59
一年最低/最高价	10.45/19.47
市净率(倍)	3.32
流通 A 股市值(百万元)	6884

基础数据

每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	57.11
总股本(百万股)	662
流通 A 股(百万股)	650

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

项目：2017 年开始，土壤修复项目单体规模和金额都更大，因此由项目转换为订单落地的周期更长、流程更复杂。

2) 我们判断，土壤修复行业空间有望于“十三五”中后期逐步打开：

1、“土十条”明确要求，在现有相关调查基础上，2018 年底前查明农用地土壤污染的面积、分布及其对农产品质量的影响，2020 年底前掌握重点行业企业用地中的污染地块分布及其环境风险情况。

2、环保部土壤环境管理司司长邱启文表示，目前环保部正在开展第二次全国土壤污染状况详查，截至 2017 年上半年，中央财政下达财政预算约 146 亿，支持地方开展土壤污染防治工作。

3、我们在追踪行业信息和走访土壤修复企业时发现，从 2017 年二季度开始，土壤调查类订单数量和规模明显增加，截至目前调查+评估+治理项目合计 500 个左右，其中调查+评估项目约占到 50%以上，与此同时治理项目增速逐渐下降。

因此我们预计，2017-2018 年将是土壤污染状况调查类项目集中释放的阶段，等到土壤详查行动基本完成、调查信息搜集完毕，伴随着《土壤污染防治法》以及与之相配套的一系列技术标准和政策细则的落地，土壤修复市场有望于“十三五”中后期开始集中释放。

■ 实际控制人及管理层数轮增持，彰显对公司发展充满信心：

1) 2017 年 12 月 1 日，实际控制人李卫国以 12.29 元/股的价格增持股份 162.66 万股，并拟在之后 6 个月内，增持不低于 100 万股的公司股票；监事会主席甄胜利、高管文爱国、赵欣分别增持公司股票 9.08、15、10 万股。

2) 2017 年 12 月 2 日，公司发布公告，实际控制人及高管进行增持，实际控制人李卫国以 12.23 元/股的价格增持公司股份 55 万股；高管吴秀姣、张炯分别以 11.83、12.27 元/股的价格增持公司股份 1.19、2.00 万股。

3) 2017 年 12 月 15 日，公司实际控制人及高管进行增持，实际控制人李卫国以 12.01 元/股的价格增持公司股份 25 万股；高管刘泽军、陈望明、凌锦明、刘力奇分别增持公司股份 86、71、128、1.52 万股。

4) 2017 年 12 月 26 日，高管刘泽军以 12.34 元/股的价格增持公司股份 104 万股。

5) 2018 年 1 月 12 日，高管齐志奇以 11.46 元/股的价格增持公司股份 2.8 万股。

6) 2018 年 1 月 15 日，高管甄胜利以 11.31 元/股的价格增持公司股份 21.19 万股。

7) 2018 年 1 月 18 日，高管刘泽军、文爱国分别以 11.60 元/股、11.58 元/股的价格增持公司股份 21.63 万股、21.80 万股。

8) 2018 年 2 月 1 日，高管文爱国以 11.38 元/股的价格增持公司股份 10 万股。

9) 2018 年 2 月 7 日，实际控制人李卫国、高管文爱国分别以 11.36 元/股、11.24 元/股的价格增持公司股份 133.38 万股、22 万股。

10) 2018 年 3 月 23 日，实际控制人李卫国以 10.83 元/股的价格增持公司股份 87 万股。

在这一系列增持事件中，1) 覆盖范围大，实际控制人及数名高管均参与；2) 增持频率高，短短 4 个月时间内完成 10 次增持，充分彰显公司管理层对未来发展的信心。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到土壤修复行业政策、空间、项目落地速度存在一定的不确定性，我们预测公司 2018、2019 年实现 EPS 0.44、0.52 元，对应 PE 24、20 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**土壤修复项目拓展低于预期；垃圾焚烧发电项目进展不及预期。

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	3153.5	4034.1	4214.7	营业收入	1564.6	2368.9	3451.7	3779.1
现金	353.0	744.0	461.5	300.0	营业成本	1135.4	1685.3	2513.8	2755.7
应收款项	439.9	486.8	709.2	776.5	营业税金及附加	6.1	9.5	13.8	13.6
存货	1408.9	1851.5	2761.8	3027.5	营业费用	49.8	59.0	69.7	82.0
其他	46.6	71.3	101.5	110.7	管理费用	174.7	254.9	314.8	354.9
非流动资产	2183.4	2597.1	3088.9	3673.6	财务费用	24.3	85.5	144.0	112.0
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	615.4	1124.8	1726.6	其他	-15.7	9.5	11.8	17.1
无形资产	547.1	528.9	511.2	494.2	营业利润	184.2	284.3	407.2	478.0
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	5750.6	7123.0	7888.3	利润总额	184.4	285.3	408.2	479.0
流动负债	2157.8	3179.0	4268.8	4702.5	所得税费用	20.5	31.4	44.9	52.7
短期借款	546.5	1500.0	1300.0	1720.5	少数股东损益	7.4	50.8	72.7	85.3
应付账款	600.9	466.3	1013.0	936.5	归属母公司净利润	156.5	203.1	290.7	341.0
其他	1010.4	1212.7	1955.8	2045.5	EBIT	198.5	360.3	539.5	572.9
非流动负债	158.0	258.0	258.0	258.0	EBITDA	226.7	404.9	606.4	670.4
长期借款	150.0	250.0	250.0	250.0					
其他	8.0	8.0	8.0	8.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2315.8	3437.0	4526.8	4960.5	每股收益(元)	0.47	0.31	0.44	0.52
少数股东权益	145.6	185.1	241.6	307.9	每股净资产(元)	5.95	3.21	3.56	3.96
归属母公司股东权益	1970.5	2128.5	2354.6	2619.9	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	5750.6	7123.0	7888.3	ROIC(%)	7.8%	11.4%	14.2%	12.7%
					ROE(%)	7.9%	9.5%	12.3%	13.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	27.4%	28.9%	27.2%	27.1%
经营活动现金流	-111.1	-170.8	539.0	172.8	EBIT Margin(%)	12.7%	15.2%	15.6%	15.2%
投资活动现金流	-370.1	-446.6	-556.9	-679.2	销售净利率(%)	10.0%	8.6%	8.4%	9.0%
筹资活动现金流	586.9	1008.4	-264.6	344.8	资产负债率(%)	52.3%	59.8%	63.6%	62.9%
现金净增加额	105.9	391.0	-282.4	-161.5	收入增长率(%)	53.6%	51.4%	45.7%	9.5%
折旧和摊销	327.8	-518.9	141.1	-375.5	净利润增长率(%)	47.1%	29.8%	43.1%	17.3%

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>

