

# 土壤修复订单加速落地, 工程+运营全年业绩高增长可期

买入 (维持)

2018年07月12日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

| 盈利预测预估值    | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,305 | 3,313 | 3,806 | 4,921 |
| 同比 (%)     | 47.3% | 43.7% | 14.9% | 29.3% |
| 净利润 (百万元)  | 192   | 291   | 335   | 436   |
| 同比 (%)     | 22.7% | 51.6% | 15.1% | 30.2% |
| 每股收益 (元/股) | 0.29  | 0.44  | 0.51  | 0.66  |
| P/E (倍)    | 30.86 | 20.34 | 17.55 | 13.56 |

## 投资要点

■ **事件:** 公司公告, 中标原民乐铬盐厂旧厂区铬污染场地及铬渣场土壤修复项目 (第一标段), 中标金额为 1.13 亿元, 工期为 407 天。

■ **土壤修复订单加速落地, 新签总额占比去年全年超过 60%:**

根据公司公告, 中标原民乐铬盐厂旧厂区铬污染场地及铬渣场土壤修复项目 (第一标段), 中标金额为 1.13 亿元, 工期为 407 天。根据我们的统计, 今年以来仅公司公告的修复项目, 合计金额已经达到 6.43 亿, 占比去年全年修复订单总额 (10.45 亿) 为 61.53%, 考虑到以往下半年落地的项目金额占比全年要达到三分之二, 预计今年公司土壤修复订单总额有望超过 2016 年的峰值 (15 亿左右)。公司中报业绩预告显示, 工程、运营业务齐发力, 预计上半年实现归母净利润为 1.40-1.60 亿, 同比增长 112%-142%, 超出此前市场预期, 在订单落地加速、订单总额有望超预期的形势下, 预计今年公司业绩增长将维持良好态势。

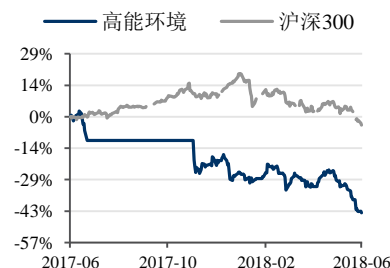
■ **实际控制人人数增持+承诺保底, 彰显对公司发展十足信心:**

公司公告, 实际控制人李卫国先生拟对公司已经实施的员工股权激励计划产生亏损的部分进行保底, 即到 2019 年 6 月 28 日, 公司员工持有的通过激励计划买入并已经解锁的公司股票对应市值低于其买入该部分股票总成本的差额部分, 由实际控制人全额现金补偿, 补偿资金来源于实际控制人的自有资金 (首次授予限制性股票的授予价格为复权后 7.01 元/股、预留部分股权授予价格为复权后 8.30 元/股)。2017 年底至今, 实际控制人及公司高管团队累计增持 11 轮 (实际控制人增持金额合计 0.62 亿), 充分彰显对公司未来发展的信心。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2018-2020 年实现 EPS 0.44、0.51、0.66 元, 对应 PE 20、18、14 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

## 股价走势



## 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 8.95       |
| 一年最低/最高价      | 8.31/16.33 |
| 市净率(倍)        | 2.70       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5856.70    |

## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 3.32   |
| 资产负债率(%)    | 60.86  |
| 总股本(百万股)    | 662.19 |
| 流通 A 股(百万股) | 654.38 |

## 相关研究

1、《高能环境 (603588): 工程+运营促中报业绩超预期, 大股东增持+承诺保底显信心》

2018-06-27

2、《高能环境: 环境修复项目持续落地, 全年业绩高增长可期》

2018-05-14

3、《高能环境: 转债发行获核准, 管理层数轮增持显信心》

2018-04-12

**事件：公司公告，中标原民乐铬盐厂旧厂区铬污染场地及铬渣场土壤修复项目（第一标段），中标金额为 1.13 亿元，工期为 407 天。**

### 土壤修复订单加速落地，新签总额占比去年全年超过 60%

根据公司公告，中标原民乐铬盐厂旧厂区铬污染场地及铬渣场土壤修复项目（第一标段），中标金额为 1.13 亿元，工期为 407 天。根据我们的统计，今年以来仅公司公告的修复项目，合计金额已经达到 6.43 亿，占比去年全年修复订单总额（10.45 亿）为 61.53%，考虑到以往下半年落地的项目金额占比全年要达到三分之二，预计今年公司土壤修复订单总额有望超过 2016 年的峰值（15 亿左右）。公司中报业绩预告显示，工程、运营业务齐发力，预计上半年实现归母净利润为 1.40-1.60 亿，同比增长 112%-142%，超出此前市场预期，在订单落地加速、订单总额有望超预期的形势下，预计今年公司业绩增长将维持良好态势。

表 1：今年以来公司中标的修复类项目金额合计 6.43 亿元

| 工程类项目 |   |        |         |
|-------|---|--------|---------|
| 时间    | 项目  | 金额（亿元） | 具体内容和工期 |
| 18.1  | 杭州高新技术产业开发区（滨江）智慧新天地建设指挥部的南郊化学、电镀厂（A、B）地块土壤及地下水修复工程 | 0.64   | 180 天   |
| 18.3  | 灌云县垃圾焚烧飞灰安全填埋场项目 EPC 总承包项目                          | 0.52   | -       |
| 18.5  | 武汉市北洋桥生活垃圾简易填埋场生态修复工程封场覆盖及土建工程（二次）工程（联合体中标，非主体单位）   | 1.08   | 180 天   |
| 18.5  | 江阴凯江农化污染土壤风险管控治理项目                                  | 0.84   | 240 天   |
| 18.5  | 钟祥市 2017 年农田安全利用与污染治理工程项目（联合体中标，牵头人单位）              | 0.92   | -       |
| 18.5  | 湘阴县附山垸生活垃圾填埋场治理修复项目                                 | 0.70   | 228 天   |
| 18.5  | 白银区东大沟河道重金属污染治理工程（梁家窑-四龙镇段）施工（第 001 标段）             | 0.60   | 414 天   |

|           |                                |             |       |
|-----------|--------------------------------|-------------|-------|
| 18.7      | 原民乐铬盐厂旧厂区铬污染场地及铬渣场土壤修复项目（第一标段） | 1.13        | 407 天 |
| <b>合计</b> |                                | <b>6.43</b> |       |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 实际控制人轮番增持+承诺保底，彰显对公司发展十足信心

公司公告，实际控制人李卫国先生拟对公司已经实施的员工股权激励计划产生亏损的部分进行保底，即到 2019 年 6 月 28 日，公司员工持有的通过激励计划买入并已经解锁的公司股票对应市值低于其买入该部分股票总成本的差额部分，由实际控制人全额现金补偿，补偿资金来源于实际控制人的自有资金（首次授予限制性股票的授予价格为复权后 7.01 元/股、预留部分股权授予价格为复权后 8.30 元/股）。同时，自 2017 年 12 月份以来，实际控制人及公司高管团队已经进行数轮增持：

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 15 日，公司实际控制人及高管进行二次增持，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。

3) 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。

4) 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。

5) 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。

6) 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。

7) 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。

8) 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。

9) 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。

10) 2018 年 6 月 13 日，实际控制人李卫国以 10.11 元/股的价格增持公司股份 25 万股；董事凌锦明以 10.06 元/股的价格增持公司股份 12 万股。

11) 2018 年 6 月 15 日，实际控制人李卫国以 9.85 元/股的价格增持公司股份 22 万

股。

自 2017 年 11 月 28 日公司股票复牌后至今，公司实际控制人李卫国累计增持公司股份 535.04 万股，累计增持金额为 0.62 亿元，充分彰显对公司未来发展的信心。

## 行业层面：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，中央财政下达财政预算约 146 亿（截至 2017 年上半年数据），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。

## 盈利预测与估值

我们预测公司 2018-2020 年实现 EPS 0.44、0.51、0.66 元，对应 PE 20、18、14 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)        |             |              |              |              |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |                  | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>流动资产</b>        | 2504.6      | 3627.3       | 4236.3       | 5481.8       | <b>营业收入</b>      | 2305.2      | 3312.6       | 3806.2       | 4921.4       |
| 现金                 | 355.2       | 461.7        | 600.2        | 780.3        | 减:营业成本           | 1667.9      | 2412.6       | 2770.9       | 3582.8       |
| 应收账款               | 383.9       | 680.7        | 782.1        | 1011.3       | 营业税金及附加          | 9.4         | 13.3         | 15.2         | 17.7         |
| 存货                 | 1603.2      | 2318.9       | 2663.3       | 3443.7       | 营业费用             | 60.8        | 82.5         | 76.9         | 106.8        |
| 其他流动资产             | 162.3       | 165.9        | 190.7        | 246.5        | 管理费用             | 235.5       | 314.0        | 333.8        | 497.6        |
| <b>非流动资产</b>       | 3457.0      | 4897.3       | 6591.3       | 8610.9       | 财务费用             | 76.3        | 85.5         | 144.0        | 112.0        |
| 长期股权投资             | 467.2       | 467.2        | 467.2        | 467.2        | 资产减值损失           | 14          | 1            | 2            | 3            |
| 固定资产               | 574.9       | 1270.0       | 2047.4       | 2936.1       | 加:投资净收益          | 30.7        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 在建工程               | 115         | 250          | 324          | 383          | 其他收益             | -4.5        | 9.5          | 11.7         | 17.1         |
| 无形资产               | 1174.6      | 1919.9       | 2836.4       | 3967.4       | <b>营业利润</b>      | 281.5       | 414.3        | 477.1        | 621.6        |
| 其他非流动资产            | 1240.3      | 1240.3       | 1240.3       | 1240.3       | 加:营业外净收支         | -7.3        | 1.0          | 1.0          | 1.0          |
| <b>资产总计</b>        | 5961.5      | 8524.6       | 10827.6      | 14092.7      | <b>利润总额</b>      | 274.3       | 415.3        | 478.1        | 622.6        |
| <b>流动负债</b>        | 3025.2      | 5150.0       | 7063.7       | 9831.5       | 减:所得税费用          | 34.0        | 51.5         | 59.2         | 77.1         |
| 短期借款               | 1532.0      | 2967.2       | 4595.7       | 6594.9       | 少数股东损益           | 48.3        | 72.8         | 83.8         | 109.1        |
| 应付账款               | 833.5       | 667.6        | 1075.7       | 1191.1       | <b>归属母公司净利润</b>  | 191.9       | 291.1        | 335.1        | 436.4        |
| 其他流动负债             | 659.6       | 1515.2       | 1392.3       | 2045.4       | EBIT             | 331.7       | 490.3        | 609.4        | 716.6        |
| <b>非流动负债</b>       | 460.0       | 615.2        | 678.7        | 751.7        | EBITDA           | 380.0       | 593.8        | 777.0        | 964.4        |
| 长期借款               | 404.0       | 504.0        | 504.0        | 504.0        |                  |             |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 56.0        | 111.2        | 174.7        | 247.7        | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| <b>负债合计</b>        | 3485.2      | 5765.2       | 7742.4       | 10583.2      | 每股收益(元)          | 0.29        | 0.44         | 0.51         | 0.66         |
| 少数股东权益             | 289.0       | 345.6        | 410.7        | 495.6        | 每股净资产(元)         | 3.30        | 3.65         | 4.04         | 4.55         |
| 归属母公司股东权益          | 2187.4      | 2413.8       | 2674.5       | 3013.9       | 发行股份(百万股)        | 662.2       | 662.2        | 662.2        | 662.2        |
| <b>负债和股东权益</b>     | 5961.5      | 8524.6       | 10827.6      | 14092.7      | ROIC(%)          | 9.2%        | 8.8%         | 7.9%         | 7.0%         |
|                    |             |              |              |              | ROE(%)           | 8.8%        | 12.1%        | 12.5%        | 14.5%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | 毛利率(%)           | 27.6%       | 27.2%        | 27.2%        | 27.2%        |
| 经营活动现金流            | 101.6       | 164.5        | 444.3        | 542.2        | 销售净利率(%)         | 8.3%        | 8.8%         | 8.8%         | 8.9%         |
| 投资活动现金流            | -774.3      | -1528.5      | -1859.8      | -2264.4      | 资产负债率(%)         | 58.5%       | 67.6%        | 71.5%        | 75.1%        |
| 筹资活动现金流            | 675.6       | 1470.5       | 1554.1       | 1902.3       | 收入增长率(%)         | 47.3%       | 43.7%        | 14.9%        | 29.3%        |
| 现金净增加额             | 2.9         | 106.5        | 138.5        | 180.1        | 净利润增长率(%)        | 22.7%       | 51.6%        | 15.1%        | 30.2%        |
| 折旧和摊销              | -550.5      | -496.7       | -299.7       | -387.0       | P/E              | 30.86       | 20.34        | 17.55        | 13.56        |

数据来源: 贝格数据, 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>

