

# 新签订单总额超预期, 转债发行+股权激励助成长

买入 (维持)

2018年07月30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)	32.48	21.41	18.47	14.27

## 投资要点

■ **事件:** 1) 公司发布股权激励计划, 向 221 名激励对象发行 0.29 亿份股票期权, 行权价格为 9.48 元/股, 首次授予行权条件为以 2017 年为基础, 未来三年归母净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%。2) 中标宁波江东路场地修复工程项目, 中标金额为 0.90 亿元。

■ **订单方面:** 已中标金额超过 10 亿, 达到去年全年水平

我们根据公开信息统计 (公司公告、招投标网), 截至 2018 年 7 月底, 公司中标修复类订单合计 9.65 亿, 占比去年全年 (10.45 亿) 为 92.34%, 考虑到部分中标信息并未达到公告和招投标网站公示的标准, 预计今年 1-7 月公司中标订单总额已经超过去年全年水平, 订单落地情况超出市场预期。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、订单总额超预期的形势下, 预计今年公司业绩增长将维持良好态势。

■ **资金方面:** 8.4 亿转债发行助成长, 后续还有 12 亿绿色债待发行

2018 年 7 月, 公司公开发行可转债, 金额合计 8.4 亿, 转股期从 2019 年 2 月 1 日开始, 转股价格为 9.38 元/股。根据公司公告的网上中签率及优先配售结果显示, 原股东 (包括有限售条件和无限售条件) 认购金额合计 3.93 亿元, 占比总金额为 46.79%, 其中实际控制人全额认购优先配售份额合计 1.92 亿, 且承诺在转债上市之日起 6 个月内不会减持; 社会公众投资者认购金额合计 4.47 亿, 占比总金额为 53.21%。如果此次转债发行成功, 8.4 亿资金到位 (公司在手货币资金 2.01 亿), 将为公司业绩释放提供充足动力, 同时公司于 2017 年 6 月发布 12 亿绿色债券预案, 多种融资手段并用, 为公司业绩增长保驾护航。

■ **激励方面:** 股权激励计划发布, 行权价格为 9.48 元/股

根据公司发布的股权激励计划 (草案), 拟向 221 名激励对象 (包括公司董事、财务总监、董秘、中高层管理人员、骨干员工等), 合计发行 0.29 亿份股票期权, 行权价格为 9.48 元/股, 首次授予行权条件为以 2017 年为基础, 未来三年归母净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%。

■ **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 21、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)	9.42
一年最低/最高价	8.31/16.33
市净率(倍)	2.84
流通 A 股市值(百万元)	6164.26

## 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：1) 公司发布股权激励计划，向 221 名激励对象发行 0.29 亿份股票期权，行权价格为 9.48 元/股，首次授予行权条件为以 2017 年为基础，未来三年归母净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%。2) 中标宁波江东路场地修复工程项目，中标金额为 0.90 亿元。

### 订单方面：已中标金额超过 10 亿，达到去年全年水平

我们根据公开信息统计（公司公告、招投标网），截至 2018 年 7 月底，公司中标修复类订单合计 9.65 亿，占比去年全年（10.45 亿）为 92.34%，考虑到部分中标信息并未达到公告和招投标网站公示的标准，预计今年 1-7 月公司中标订单总额已经超过去年全年水平，订单落地情况超出市场预期。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：今年以来公司公告中标的修复类项目金额合计 7.33 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	湘阴县附山垅生活垃圾填埋场治理修复	0.70	228 天

	项目		
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
18.7	宁波江东甬江东南岸区域 JD01-02-04、JD01-02-05、JD01-02-10 地块及周边道路场地修复工程施工项目	0.90	
<b>合计</b>		<b>7.33</b>	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 资金方面：8.4 亿转债发行助成长，后续还有 12 亿绿色债待发行

2018 年 7 月，公司公开发行可转债，金额合计 8.4 亿，转股期从 2019 年 2 月 1 日开始，转股价格为 9.38 元/股。根据公司公告的网上中签率及优先配售结果显示，原股东（包括有限售条件和无限售条件）认购金额合计 3.93 亿元，占比总金额为 46.79%，其中实际控制人全额认购优先配售份额合计 1.92 亿，且承诺在转债上市之日起 6 个月内不会减持；社会公众投资者认购金额合计 4.47 亿，占比总金额为 53.21%。如果此次转债发行成功，8.4 亿资金到位（公司在手货币资金 2.01 亿），将为公司业绩释放提供充足动力，同时公司于 2017 年 6 月发布 12 亿绿色债券预案，多种融资手段并用，为公司业绩增长保驾护航。

### 激励方面：股权激励计划发布，行权价格为 9.48 元/股

1) 根据公司发布的股权激励计划（草案），拟向 221 名激励对象（包括公司董事、财务总监、董秘、中高层管理人员、骨干员工等），合计发行 0.29 亿份股票期权，行权价格为 9.48 元/股，首次授予行权条件为以 2017 年为基础，未来三年归母净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%。2) 根据此前公告，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 7.04 元/股、预留部分股权授予价格为复权后 8.33 元/股）。

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 21、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	32.48	21.41	18.47	14.27

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>

