

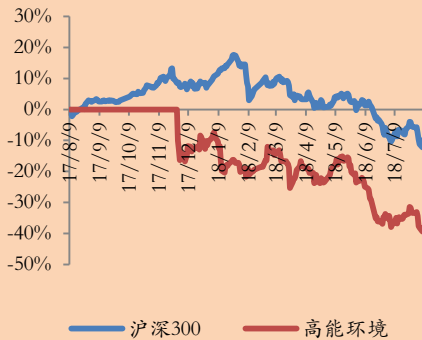


高能环境 (603588)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-08-10

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

业绩持续高增长, 积极布局运营类资产

事件:

公司近期发布了半年报: 2018 年上半年实现营收 13.78 亿元, 同比增长 59.64%, 实现归母净利润 1.52 亿元, 同比增长 130.03%。

主要观点:

□ 营收净利实现高增长, 运营资产贡献显著

公司上半年营收和净利润均实现高速增长, 创上市以来新高。公司自 2015 年起加大对运营资产布局, 保证自身造血能力。公司报告期内经营性现金流净额为 0.61 亿元, 实现了上市以来首次中期转正。运营类项目贡献营收占比为较去年年底增加 4.71 个百分点至 30.48%。目前在手运营类项目 37 个, 其中已投运 17 个, 建设期 20 个。运营类项目毛利率同比提高 4.65 个百分点至 39.38%, 其原因是部分项目改扩建和技改相继完成, 产能和经营效率提升, 危废处理价格同比上升等因素影响。

□ 上半年拿单规模翻倍, 新增订单以运营类项目为主

报告期内环境修复类、城市环境类、工业环境类新增订单分别为 7.92、1.58、13.42 亿元, 分别同比增长 112.3%、116.4%、132.6%, 三大业务板块订单均实现翻倍增长。尚可履行订单分别为 16.88、29.90、39.26 亿元, 在手订单充裕为公司持续扩张打下坚实基础。在今年上半年宏观环境趋紧的条件下, 公司对发展战略进行了调整, 聚焦长期可持续性经营的优质项目。上半年投资运营类订单同比增长 482%, 占总订单的 58%, 首次超过工程类订单。公司上半年危废牌照量已近 40 万吨, 比去年年底增长约 10 万吨; 在手垃圾焚烧项目设计处理能力为 6600 吨/日, 较去年年底增加 800 吨/日, 泗洪项目于今年上半年进入试运营阶段, 成为公司首个垃圾发电项目。

□ 盈利预测与估值

在上半年宏观环境趋紧的条件下, 公司三大业务板块持续推进, 新增订单翻倍增长, 运营资产业绩贡献愈加显著。此外, 公司 7 月成功发行可转债 8.4 亿元, 今年 6 月已提交不超过 12 亿元的绿色债券, 融资渠道畅通为公司成长保驾护航。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.76 元、1.11 元, 对应的 PE 分别为 17 倍、12 倍、8 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观及政策风险; 项目经营性风险; 项目拓展不及预期。

盈利预测: 单位: 百万元

| 财务指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2305 | 3716 | 5152 | 6816 |
| 收入同比 (%) | 47% | 61% | 39% | 32% |
| 归属母公司净利润 | 192 | 346 | 504 | 736 |
| 净利润同比 (%) | 23% | 80% | 46% | 46% |
| 毛利率 (%) | 27.6% | 30.7% | 30.0% | 30.4% |
| ROE (%) | 9.7% | 13.0% | 16.6% | 20.2% |
| 每股收益 | 0.29 | 0.52 | 0.76 | 1.11 |
| P/E | 30.57 | 16.96 | 11.65 | 7.98 |
| P/B | 2.68 | 2.27 | 1.93 | 1.59 |
| EV/EBITDA | 24 | 12 | 9 | 7 |

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 2,505 | 4,343 | 6,140 | 7,827 | 营业收入 | 2,305 | 3,716 | 5,152 | 6,816 |
| 现金 | 355 | 0 | 420 | 460 | 营业成本 | 1,668 | 2,575 | 3,606 | 4,747 |
| 应收账款 | 373 | 888 | 1,142 | 1,414 | 营业税金及附加 | 9 | 55 | 60 | 59 |
| 其他应收款 | 239 | 567 | 734 | 906 | 销售费用 | 61 | 132 | 174 | 217 |
| 预付账款 | 132 | 207 | 320 | 508 | 管理费用 | 235 | 437 | 587 | 759 |
| 存货 | 1,603 | 3,144 | 4,114 | 5,258 | 财务费用 | 76 | 103 | 109 | 105 |
| 其他流动资产 | (197) | (462) | (590) | (718) | 资产减值损失 | 14 | 15 | 0 | (5) |
| 非流动资产 | 3,457 | 2,986 | 2,637 | 2,264 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 467 | 383 | 420 | 423 | 投资净收益 | 31 | 28 | 28 | 28 |
| 固定资产 | 460 | 431 | 402 | 373 | 营业利润 | 282 | 428 | 644 | 963 |
| 无形资产 | 1,175 | 1,096 | 1,023 | 955 | 营业外收入 | 0 | 3 | 3 | 2 |
| 其他非流动资产 | 1,355 | 1,076 | 792 | 513 | 营业外支出 | 8 | 3 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 5,962 | 7,329 | 8,777 | 10,091 | 利润总额 | 274 | 429 | 643 | 961 |
| 流动负债 | 3,025 | 3,917 | 4,799 | 5,263 | 所得税 | 34 | 52 | 78 | 114 |
| 短期借款 | 1,482 | 1,755 | 1,753 | 1,750 | 净利润 | 240 | 377 | 566 | 846 |
| 应付账款 | 833 | 1,325 | 1,855 | 2,419 | 少数股东损益 | 48 | 31 | 62 | 111 |
| 其他流动负债 | 710 | 837 | 1,191 | 1,095 | 归属母公司净利润 | 192 | 346 | 504 | 736 |
| 非流动负债 | 460 | 511 | 563 | 639 | EBITDA | 396 | 638 | 855 | 1,165 |
| 长期借款 | 404 | 404 | 404 | 404 | EPS (元) | 0.29 | 0.52 | 0.76 | 1.11 |
| 其他非流动负债 | 56 | 107 | 159 | 235 | | | | | |
| 负债合计 | 3,485 | 4,428 | 5,362 | 5,902 | | | | | |
| 少数股东权益 | 289 | 320 | 382 | 493 | | | | | |
| 股本 | 662 | 662 | 662 | 662 | | | | | |
| 资本公积 | 602 | 602 | 602 | 602 | | | | | |
| 留存收益 | 1,010 | 1,316 | 1,769 | 2,431 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 2,187 | 2,581 | 3,034 | 3,695 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,962 | 7,329 | 8,777 | 10,091 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|---------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 经营活动现金流 | 102 | (638) | 476 | 185 |
| 净利润 | 240 | 346 | 504 | 736 |
| 折旧摊销 | 49 | 107 | 102 | 97 |
| 财务费用 | 61 | 103 | 109 | 105 |
| 投资损失 | (31) | (28) | (28) | (28) |
| 营运资金变动 | (429) | (1,211) | (272) | (831) |
| 其他经营现金流 | 211 | 46 | 62 | 106 |
| 投资活动现金流 | (774) | 112 | (9) | 25 |
| 资本支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | (59) | 84 | (37) | (4) |
| 其他投资现金流 | (716) | 28 | 28 | 28 |
| 筹资活动现金流 | 676 | 98 | (157) | (174) |
| 短期借款 | 936 | 273 | (3) | (3) |
| 长期借款 | 254 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 331 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (312) | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | (533) | (175) | (154) | (172) |
| 现金净增加额 | 3 | (427) | 311 | 35 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 47.34% | 61.20% | 38.65% | 32.30% |
| 营业利润 | 52.86% | 52.06% | 50.42% | 49.49% |
| 归属于母公司净利 | 22.66% | 80.19% | 45.64% | 46.02% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 27.65% | 30.70% | 30.02% | 30.36% |
| 净利率(%) | 45.09% | 8.33% | 9.31% | 9.78% |
| ROE(%) | 9.70% | 12.99% | 16.56% | 20.21% |
| ROIC(%) | 21.49% | 14.54% | 14.69% | 19.66% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 58.46% | 60.42% | 61.09% | 58.49% |
| 净负债比率(%) | 51.05% | 53.40% | 53.64% | 65.01% |
| 流动比率 | 0.83 | 1.11 | 1.28 | 1.49 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.31 | 0.42 | 0.49 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.44 | 0.56 | 0.64 | 0.72 |
| 应收账款周转率 | 16.47 | 16.37 | 14.14 | 14.88 |
| 应付账款周转率 | 3.21 | 3.44 | 3.24 | 3.19 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.29 | 0.52 | 0.76 | 1.11 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.15 | (0.96) | 0.72 | 0.28 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.30 | 3.90 | 4.58 | 5.58 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 30.6 | 17.0 | 11.6 | 8.0 |
| P/B | 2.7 | 2.3 | 1.9 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 23.84 | 12.21 | 8.90 | 6.84 |

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。