

## 业务结构显著优化，实现有质量的高增长 买入（维持）

2018年08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)	30.79	20.30	17.51	13.53

### 投资要点

■ **事件：**公司发布2018年半年报，上半年实现营收13.78亿，同比增长59.64%；实现归母净利润1.52亿，同比增长130.03%；扣非后归母净利润为1.51亿，同比增长128.73%。

■ **业绩：**增长符合市场预期，盈利能力有所提升

根据公司公告，上半年实现营收13.78亿，同比增长59.64%；实现归母净利润1.52亿，同比增长130.03%；扣非后归母净利润为1.51亿，同比增长128.73%，符合此前业绩预告的增速区间。分业务来看：环境修复，实现营收4.28亿，同比增长64.29%，主要是因为苏州、上海场地修复项目的进展均较为顺利；毛利率为27.86%，同比下降5.32个百分点，主要由于实施的个别修复项目毛利率水平较低所致。城市环境，实现营收4.12亿，同比增长83.20%，目前泗洪项目进入运营阶段（5月份并网），和田和贺州去年动工，已处于全面开工阶段，濮阳和岳阳项目手续已经走完刚开工。毛利率为29.12%，同比提升8.6个百分点。工业环境，实现营收5.38亿，同比增长42.43%，主要还是来自于危废项目的贡献，新德环保、宁波大地、阳新鹏富、靖远宏达等成熟项目稳定运营，价量起升，同时上半年还有并购贵州宏达，对该板块业务也形成增强，毛利率为34.75%，同比增长3.44个百分点。

综合来看，公司业务毛利率为30.93%，同比提升1.86个百分点；同时上半年工程收入占比为70%、运营占比为30%，预计下半年运营收入占比会进一步提升，业务结构优化、毛利率提升，实现了有质量的高增长。

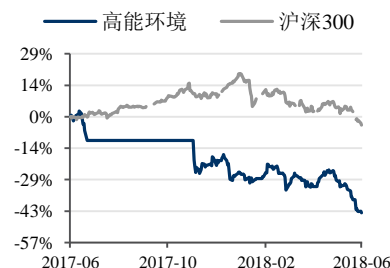
■ **订单：**土壤修复行业订单释放加速，前七月新签订单量已经接近去年全年水平

根据公司公告，上半年新签订单合计22.92亿、去年同期是10.23亿，同比增速为124.05%；土壤修复为7.92亿、去年同期是3.73亿，同比增长112.33%；城市环境为1.58亿、去年同期是0.73亿，同比增长116.44%；工业环境为13.42亿、去年同期是5.77亿，同比增长132.58%。同时根据我们整理的订单信息，7月份以来，公司新中标订单金额合计4亿左右，其中1.70亿为环境修复，加总后环境修复订单新签总额为9.62亿，已经接近去年全年水平（10.45亿），伴随下半年订单逐步落地，预计今年全年新签环境修复订单金额超出市场预期。

■ **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)	8.93
一年最低/最高价	8.31/16.33
市净率(倍)	2.51
流通A股市值(百万元)	5843.61

### 基础数据

每股净资产(元)	3.56
资产负债率(%)	61.62
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：公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 13.78 亿，同比增长 59.64%；实现归母净利润 1.52 亿，同比增长 130.03%；扣非后归母净利润为 1.51 亿，同比增长 128.73%。**

### **业绩：增长符合市场预期，盈利能力有所提升**

根据公司公告，上半年实现营收 13.78 亿，同比增长 59.64%；实现归母净利润 1.52 亿，同比增长 130.03%；扣非后归母净利润为 1.51 亿，同比增长 128.73%，符合此前业绩预告的增速区间。分业务来看：

环境修复，实现营收 4.28 亿，同比增长 64.29%，主要是因为苏州、上海场地修复项目的进展均较为顺利；毛利率为 27.86%，同比下降 5.32 个百分点，主要由于实施的个别修复项目毛利率水平较低所致。

城市环境，实现营收 4.12 亿，同比增长 83.20%，目前泗洪项目进入运营阶段（5 月份并网），和田和贺州去年动工，已处于全面开工阶段，濮阳和岳阳项目手续已经走完刚开工。毛利率为 29.12%，同比提升 8.6 个百分点。

工业环境，实现营收 5.38 亿，同比增长 42.43%，主要还是来自于危废项目的贡献，新德环保、宁波大地、阳新鹏富、靖远宏达等成熟项目稳定运营，价量起升，同时上半年还有并购贵州宏达，对该板块业务也形成增强，毛利率为 34.75%，同比增长 3.44 个百分点。

综合来看，公司业务毛利率为 30.93%，同比提升 1.86 个百分点；同时上半年工程收入占比为 70%、运营占比为 30%，预计下半年运营收入占比会进一步提升，业务结构优化、毛利率提升，真正实现了有质量的高增长。

### **订单：土壤修复行业订单释放加速，前七月新签订单量已经接近去年全年水平**

根据公司公告，上半年新签订单合计 22.92 亿、去年同期是 10.23 亿，同比增速为 124.05%；土壤修复为 7.92 亿、去年同期是 3.73 亿，同比增长 112.33%；城市环境为 1.58

亿、去年同期是 0.73 亿，同比增长 116.44%；工业环境为 13.42 亿、去年同期是 5.77 亿，同比增长 132.58%。同时根据我们整理的订单信息，7 月份以来，公司新中标订单金额合计 4 亿左右，其中 1.70 亿为环境修复，加总后环境修复订单新签总额为 9.62 亿，已经接近去年全年水平（10.45 亿），伴随下半年订单逐步落地，预计今年全年新签环境修复订单金额超出市场预期。

## 财务：汇兑损益冲回降低财务费用，经营性净现金实现显著提升

上半年公司汇兑损益为-557.91 万元，在利息支出增长 85.19%（今年为 0.50 亿，去年同期为 0.27 亿）的形势下，使得综合财务费用同比下降 8.21%（今年为 0.39 亿，去年同期为 0.42 亿）。上半年公司造血能力显著改善，实现经营性净现金流 0.61 亿，是 2011 年以来，上半年公司经营性净现金流首次实现正值，主要是一方面，公司 BOT 项目融资到位，收到的工程建设款增加；另一方面，公司加大应收款催收力度，报告期回款状况较好。

## 资金：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。

## 增持：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。

## 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	30.79	20.30	17.51	13.53

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>

