

新签环境修复订单超预期，金额同比增长近60%

买入 (维持)

2018年12月06日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号: S0600518070002

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)	29.45	19.41	16.75	12.94

投资要点

- **事件:** 公司公告, 中标江苏恩华药业股份有限公司、徐州天嘉食用化工有限公司和徐州华辰胶带有限公司原厂址污染土壤及地下水修复治理项目, 项目金额 1.37 亿、工期为 200 天。
- **订单: 新签环境修复订单大超预期, 金额同比提升约 60%**
根据我们的统计 (信息来源为公司公告和招投标网站), 今年以来 (截至 12 月 5 日) 公司新签工程订单合计 71.05 亿, 同比 (2017 年全年为 33.19 亿) 增长 114.08%; 其中工程订单 21.46 亿, 考虑到工程订单中包含了部分污水处理厂项目以及地下水治理修复项目 (来宾市城东污水处理厂总包项目、苏州溶剂厂原址南区地块污染土壤及地下水治理修复项目、常丰农化原厂址场地修复工程污染土壤及污水地下水修复项目、江苏恩华药业股份有限公司、徐州天嘉食用化工有限公司和徐州华辰胶带有限公司原厂址污染土壤及地下水修复治理项目), 将非环境修复订单金额剔除后, 今年新签环境修复订单金额约为 16 亿, 同比 (2017 年是 10.45 亿) 增长 53.11%, 超出市场预期。由于土壤修复项目商业模式清晰、资金来源明确、项目施工期较短 (0.5-2.0 年)、受融资环境影响较小, 伴随着公司在手土壤修复项目集中释放, 预计今明两年业绩高速增长是大概率事件。
- **现金流: 经营性净现金流显著好转, 内生造血能力较强**
我们在公司的中报点评中强调, 需重视公司经营性净现金流转正这一重要信号, 2018 年中报是公司自上市以来首次中报经营性净现金流转正, 三季度延续良好表现, 经营性净现金流为 1.46 亿, 一方面是公司加大了应收款催收力度, 回款较好; 且收回前期 BT 项目部分长期应收款。另一方面, 经营性净现金流的变化, 意味着公司自 2016 年以来深刻布局运营业务、坚定做大做强土壤修复 EPC 业务的战略布局已经显示出效果, 后续现金流状况有望进一步改善。
- **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。其中原股东 (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; 社会公众投资者和主承销商认购金额合计 4.47 亿, 占比总金额为 53.21%。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。
- **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 19、17、13 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)	8.54
一年最低/最高价	7.52/13.46
市净率(倍)	2.31
流通 A 股市值(百万元)	5588.38

基础数据

每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	61.69
总股本(百万股)	660.52
流通 A 股(百万股)	654.38

相关研究

- 1、《高能环境 (603588): 增速高、质量更高, 看好全年业绩表现》2018-10-22
- 2、《高能环境 (603588): 工程+运营业务齐发力, 三季度业绩高速增长》2018-10-16
- 3、《高能环境 (603588): 业务结构显著优化, 实现有质量的高增长》2018-08-12

事件：公司公告，中标江苏恩华药业股份有限公司、徐州天嘉食用化工有限公司和徐州华辰胶带有限公司原厂址污染土壤及地下水修复治理项目，项目金额 1.37 亿、工期为 200 天。

订单：新签环境修复订单大超预期，金额同比提升约 60%

根据我们的统计(信息来源为公司公告和招投标网站)，今年以来(截至 12 月 5 日)公司新签订单合计 71.05 亿，同比(2017 年全年为 33.19 亿)增长 114.08%；其中工程订单 21.46 亿，考虑到工程订单中包含了部分污水处理厂项目以及地下水治理修复项目(来宾市城东污水处理厂总包项目、苏州溶剂厂原址南区地块污染土壤及地下水治理修复项目、常丰农化原厂址场地修复工程污染土壤及污水地下水修复项目、江苏恩华药业股份有限公司、徐州天嘉食用化工有限公司和徐州华辰胶带有限公司原厂址污染土壤及地下水修复治理项目)，将非环境修复订单金额剔除后，今年新签环境修复订单金额约为 16 亿，同比(2017 年是 10.45 亿)增长 53.11%，超出市场预期。由于土壤修复项目商业模式清晰、资金来源明确、项目施工期较短(0.5-2.0 年)、受融资环境影响较小，伴随着公司在手土壤修复项目集中释放，预计今明两年业绩高增长是大概率事件。

表 1：今年以来公司新签工程订单情况

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
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	
18.7	来宾市城东污水处理厂扩建、提标改造及配套设施工程勘察、设计、施工总承包项目	2.13	500 天
18.10	苏州溶剂厂原址南区地块污染土壤及地下水治理修复项目	3.97	
18.10	西藏玉龙铜矿改扩建工程诺玛弄沟尾矿库工程	2.63	项目总金额是 10.53 亿，根据公司公告，公司获取订单为其中的 25% 左右
18.10	常丰农化原厂址场地修复工程污染土壤及污水地下水修复项目	0.51	370 天
18.11	杭州市望江地区红星化工厂土壤修复项目	1.20	300 天
18.12	江苏恩华药业股份有限公司、徐州天嘉食用化工有限公司和徐州华辰胶带有限公司原厂址污染土壤及地下水修复治理项目	1.37	200 天
	谷城县重金属污染土壤修复示范工程设计施工总承包项目	0.30	注：未标明中标日期，是因为这些项目均来自于招投标网站整理。
	远安县军民融合绿色发展示范平台生活垃圾填埋场整改工程项目	0.03	
	桃源县陬市镇垃圾简易填埋场封场工程	0.09	
	北海市铁山港区污水处理工程（厂区）提标改造工程设计-采购-施工总承包（EPC）	0.16	
	溧阳市清安化工原厂址地块污染土壤地下水修复服务	0.00	
	苏州市环境卫生管理处关于 80-120 米库底及边坡防渗材料第二期（含安装）项目	0.08	
	长春市采购中心组织的长春市固体废物管理处蘑菇沟垃圾场 46.8 万立方米调	0.17	

	节水池加浮动膜覆盖公开招标采购项目	
	重庆市开州区垃圾填埋场封场及环境整治工程	0.63
	河池市环境保护局都安瑶族自治县隆坝、光隆砒霜厂遗址治理项目	0.01
	中国科学院高能物理研究所江门中微子实验反符合探测器水池内衬工程	0.06
	JUNO 反符合探测器水池内衬工程	0.06
	Hg 污染耕地原位钝化技术研发及其综合调控示范	0.01
	原南通三印地块污染土壤修复工程施工中标	0.27
	温州市滨江商务区桃花岛片区 ZY-zb01-004 地块污染场地治理工程设计施工总承包	0.05
	温州市滨江商务区桃花岛片区 T05-22 地块场地治理工程设计施工总承包	0.13
	衡水市冀州区农田污染治理与修复项目总承包二标段中标	0.10
	邢台市新河县农田重金属污染修复示范项目施工部分第二标段	0.17
	盘山县太平镇拥军村及周边污染土壤修复示范项目（三标段）	没公开
合计		21.46

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

现金流：经营性净现金流显著好转，内生造血能力较强

我们在公司的中报点评中强调，需重视公司经营性净现金流转正这一重要信号，2018 年中报是公司自上市以来首次中报经营性净现金流转正，三季度延续良好表现，经营性净现金流为 1.46 亿，一方面是公司加大了应收款催收力度，回款较好；且收回前期 BT 项目部分长期应收款。另一方面，经营性净现金流的变化，意味着公司自 2016 年以来深刻布局运营业务、坚定做大做强土壤修复 EPC 业务的战略布局已经显示出效果，后续现金流状况有望进一步改善。

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。其中原股东（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；社会公众投资者和主承销商认购金额合计 4.47 亿，占比总金额为 53.21%。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。

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 19、17、13 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
流动资产	2504.6	3627.3	4236.3	5481.8	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	5961.5	8524.6	10827.6	14092.7	利润总额	274.3	415.3	478.1	622.6
流动负债	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	归属母公司净利润	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
非流动负债	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	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	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)	660.5	660.5	660.5	660.5
负债和股东权益	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%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	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%
企业自由现金流	-550.5	-496.7	-299.7	-387.0	P/E	29.45	19.41	16.75	12.94

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>

