

## 经营业绩表现亮眼，大额订单增长可期

买入 (维持)

2019年04月14日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,762	5,267	6,584	7,901
同比 (%)	63.2%	40.0%	25.0%	20.0%
归母净利润 (百万元)	325	423	508	602
同比 (%)	69.1%	30.4%	20.1%	18.4%
每股收益 (元/股)	0.49	0.64	0.77	0.91
P/E (倍)	23.91	18.34	15.27	12.90

### 投资要点

- **事件:** 2018 年全年公司实现营业收入 37.62 亿元, 同比增长 63.2%; 归母净利润 3.25 亿元, 同比增长 69.12%; 扣非归母净利润 3.02 亿元, 同比增长 60.48%; 加权平均 ROE 同比提高 4.18 个百分点至 13.45%, 同时公告拟每 10 股派发现金股利 0.5 元。2019 年第一季度公司实现营业收入 6.84 亿元, 同比增长 36.83%; 归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 76.71%; 扣非归母净利润 0.53 亿元, 同比增长 70.21%。
- **三大板块齐发力贡献收入增长。** 分板块来看, 1) 因在手订单得到有效执行, 环境修复板块实现营收 12.95 亿元, 同比增长 68.55%; 2) 因并购及自建项目投运, 危废处理板块实现营收 11.62 亿元, 同比增长 89.12%; 3) 生活垃圾处理板块实现营收 9.48 亿元, 同比增长 154.53%, 主要来源于垃圾焚烧、填埋的工程收入。
- **毛利率总体持平。** 2018 年公司总体毛利率为 26.35%, 较去年同期微降 1.3 个百分点。其中, 环境修复板块毛利率提升 2.65 个百分点至 30.19%; 危废处理板块毛利率减少 3.17 个百分点至 30.56%; 生活垃圾处理板块毛利率减少 4.38 个百分点至 21.94%。
- **期间费用率下降。** 期间费用 (加回研发费用) 同比增长 45.7% 至 5.42 亿元, 期间费用率下降 1.75 个百分点至 14.41%。其中, 销售、管理 (加回研发费用)、财务费用同比分别增加 33.79%、增加 52.34%、增加 34.82% 至 0.81 亿元、3.58 亿元、1.03 亿元; 费用率分别下降 0.48、下降 0.69、下降 0.58 个百分点至 2.16%、9.52%、2.73%。
- **经营现金快速增加, 投资规模扩大。** 2018 年公司经营现金净流入 3.22 亿元, 同比增长 217.15%, 高于归母净利润 69.12% 的增速。投资活动现金净流出 13.98 亿元, 同比减少 80.48%, 筹资活动现金净流入 12.64 亿元, 同比增长 87.16%。筹资现金流入和投资现金支出的大幅增加, 反应了公司投资规模的大幅扩张, 无形资产同比增长 104.34% 至 24 亿元。
- **大额订单保障未来增长可期。** 公司 2018 年, 1) 环境修复板块新增订单 20.79 亿元, 同比增长 98.95%, 是当年营收的 1.6 倍; 2) 危废处理板块新增订单 14.07 亿元, 随着乐山、凉山州、蒙西和滕州高能等项目在 2019 年陆续投产, 将新增危废产能超过 30 万吨/年; 3) 生活垃圾处理板块新增订单 38.17 亿元, 是当年营收的 4.03 倍。
- **土壤修复龙头充分受益需求红利释放。** 《土壤污染防治法》从 2019 年 1 月 1 日起开始正式执行, 叠加近期响水爆炸事件加速环保规范整治, 公司作为土壤修复龙头有望充分受益市场需求红利释放。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.64、0.77、0.91 元, 对应 PE 为 18、15、13 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 环境修复订单落地不达预期, 垃圾焚烧、危废项目落地不达预期, 运营及政策风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.75
一年最低/最高价	7.52/12.53
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	7691.55

### 基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	66.21
总股本(百万股)	660.54
流通 A 股(百万股)	654.40

### 相关研究

- 1、《高能环境 (603588): 新签环境修复订单超预期, 金额同比增长近 60%》2018-12-07
- 2、《高能环境 (603588): 增速高、质量更高, 看好全年业绩表现》2018-10-22
- 3、《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

**事件：**

2018 年全年公司实现营业收入 37.62 亿元，同比增长 63.2%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 69.12%；扣非归母净利润 3.02 亿元，同比增长 60.48%；加权平均 ROE 同比提高 4.18 个百分点至 13.45%，同时公告拟每 10 股派发现金股利 0.5 元。

2019 年第一季度公司实现营业收入 6.84 亿元，同比增长 36.83%；归母净利润 0.55 亿元，同比增长 76.71%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比增长 70.21%。

**点评：**

## 1. 三大板块齐发力，新增订单大幅增长

**三大板块齐发力，营收业绩大幅增长。**2018 年公司实现营业收入 37.62 亿元，同比增长 63.2%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 69.12%。分板块来看，1) 环境修复板块实现营收 12.95 亿元，同比增长 68.55%，主要系苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理等在手订单项目的有效执行；2) 危废处理板块实现营收 11.62 亿元，同比增长 89.12%。报告期内，公司通过对贵州宏达的外延并购及宁波大地、中色东方等项目的投资自建使运营收入大幅提升，目前已形成超过 50 万吨/年的危废核准经营规模。3) 生活垃圾处理板块实现营收 9.48 亿元，同比增长 154.53%。报告期内，江苏泗洪垃圾焚烧项目建成投运。生活垃圾焚烧发电项目和垃圾填埋场项目是该板块收入的主要来源。截至 18 年底公司在手垃圾焚烧发电项目处理规模已达 8800 吨/日。

**经营规模扩大、费用率下降，19Q1 业绩同比增长 76%。**2019 年第一季度公司实现营业收入 6.84 亿元，同比增长 36.83%，主要系报告期内开工项目确认收入较上年同期有较大增长；实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 76.71%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比增长 70.21%，主要系经营规模增长，期间费用率下降，且持续加大回款力度，冲回部分坏账准备。

**修复板块毛利率提升，危废/生活垃圾板块毛利率下降。**2018 年公司总体毛利率为 26.35%，较去年同期微降 1.3 个百分点。其中，环境修复板块毛利率提升 2.65 个百分点至 30.19%，营收占比提升 1.09 个百分点至 34.43%；危废处理板块毛利率减少 3.17 个百分点至 30.56%，营收占比提升 4.23 个百分点至 30.88%；生活垃圾处理板块毛利率减少 4.38 个百分点至 21.94%，营收占比提升 9.04 个百分点至 25.2%。

**新增订单大幅增加，保障未来增长可期。**1) 2018 年，环境修复板块新增订单 20.79 亿元，同比增长 98.95%，是修复营收的 1.6 倍。其中，5,000 万元以上金额较大的项目 12 个，合计金额 14.40 亿元，占订单总额的 69.26%。新增订单覆盖江苏、浙江、广东、山东等 13 个省。2) 危废处理板块新增订单 14.07 亿元，主要为乐山项目、凉山州项目等两个新建综合处置项目。2019 年乐山项目、凉山州项目、蒙西项目等新建项目将陆续

进入建设阶段，滕州高能着手技改/扩产计划，上述项目投产后，将新增危废产能超过30万吨/年。3) 生活垃圾处理板块新增订单38.17亿元，是该板块营收的4.03倍。其中，内江项目合同金额22.5亿元，是公司首个城乡一体化的生活垃圾处理项目。和田项目、濮阳项目、岳阳项目、贺州项目等垃圾焚烧发电项目已进入全面建设阶段，计划于2019年投产；新沂项目、临邑项目当前处于前期手续办理阶段。4) 一般工业固废处理板块新增订单3.05亿元，同比增长40.91%。5) 其他业务新增订单2.38亿元，同比减少24.68%。

**表 1：按行业分类，公司 2018 年度新增订单情况：亿元**

订单类别	2018	2017	同比
环境修复	20.79	10.45	98.99%
生活垃圾处理	38.17	10.37	268.17%
危废处理处置	14.07	7.05	99.53%
一般工业固废处理	3.05	2.16	40.91%
其他	2.38	3.15	-24.68%
合计	78.45	33.18	136.44%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**表 2：按经营模式分类，公司 2018 年度新增订单情况：亿元**

项目	2018	2017	同比
工程承包类	29.02	19.35	49.97%
投资运营类	49.43	13.83	257.41%
合计	78.45	33.18	136.44%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**研发投入加大管理费用增长。**2018 年公司期间费用(加回研发费用)同比增长 45.7% 至 5.42 亿元，期间费用率下降 1.75 个百分点至 14.41%。其中，销售、管理(加回研发费用)、财务费用同比分别增加 33.79%、增加 52.34%、增加 34.82% 至 0.81 亿元、3.58 亿元、1.03 亿元。管理费用(加回研发费用)增长较快主要是研发投入加大和管理人员薪酬增加；销售、管理(加回研发费用)、财务费用率分别下降 0.48、下降 0.69、下降 0.58 个百分点至 2.16%、9.52%、2.73%。

**计提商誉减值致资产减值损失增加。**2018 年公司资产减值损失同比增长 245.30% 至 4976 万元，主要是对贵州宏达计提了商誉减值损失 3259 万元。

**参股公司利润增长和处置股权带来投资收益增长。**2018 年公司投资收益同比增长 63.61% 至 5016 万元，主要是参股公司玉禾田环境(持股 19.27%)实现净利润 1.82 亿，同比增长 18.22%，苏州伏泰(持股 11.79%)实现净利润 7533 万元，同比增长 107% 及处置杭州新德 51% 股权实现的投资收益所致。

**财务杠杆增加带动 ROE 提升。**2018 年公司净资产收益率同比提升 4.18 个百分点至 13.45%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2018 年公司销售净利率为 10.55%，同比提高 0.13 个百分点，总资产周转率为 0.52（次）同比提高 0.08（次），权益乘数从 17 年的 2.41 提升至 18 年的 2.78。

## 2. 无形资产快速增长，运营效率提升

**资产负债率增加，现金和无形资产增加较快。**2018 年公司资产负债率为 64.06%，同比提高 5.6 个百分点。货币资金同比增长 90.75%至 6.77 亿元，主要系报告期内回款同比增长 77.90%，另外公司成功发行 8.4 亿元可转债，募集资金到位；无形资产同比增长 104.34%至 24 亿元，主要系公司承接的 BOT、PPP 项目特许经营权形成了较多的无形资产。

**存货/应收账款周转天数减少，缩短净营业周期。**2018 年公司存货周转天数减少 89 天至 236 天，应收账款周转天数减少 3 天至 19 天，应付账款周转天数减少 25 天至 130 天，使得净营业周期缩短 67 天至 125 天。另外，预付账款周转天数增加 3 天至 26 天，预收账款周转天数减少 12 天至 26 天。

## 3. 加强回款稳定现金流，融资到位扩大投资规模

**经营现金净额增长高于业绩增速，大额投融资现金流变化反应投资规模增加。**1) 2018 年公司经营性现金净流入 3.22 亿元，同比增长 217.15%，高于归母净利润 69.12% 的增速，主要是一方面公司加强了工程项目应收账款管理，回款比上年同期增长 77.90%；另一方面是回款周期较短运营收入占比提高。2) 投资活动净现金流同比减少 80.48%至 -13.98 亿元，主要是新建运营类项目的建设投资支出增加以及支付贵州宏达并购款和以前年度收购阳新鹏富、中色东方等公司的剩余股权款。3) 筹资活动净现金流同比增长 87.16%至 12.64 亿元，主要是发行 8.4 亿元可换债，新增项目贷款和并购贷款。筹资现金流入和投资现金支出的大幅增加，反应了公司未来投资规模的大幅增长，无形资产同比增长 104.34%至 24 亿元。

**19Q1 经营活动/筹资活动净现金流大幅增长。**因回款速度加快，较上年同期增长了 84.59%，使得公司 2019 年第一季度经营活动现金流量净额同比增长 142.41%至 5826 万元。筹资活动现金流量净额也同比增长 150.13%至 6.06 亿元，主要系新发行的 6 亿元绿色债券资金到位。

## 4. 运营贡献稳定现金流，龙头受益需求红利释放

**危废处理规模超过 50 万吨，为公司发展贡献稳定现金流。**公司现运营的危废处理项目共有 8 个，种类涵盖《国家危险废物名录》46 大类中的 33 类，已运营项目形成超过 50 万吨/年的核准经营规模。危废作为运营类项目，可为公司提供稳定的经营性现金

流，保障公司未来发展。

表 3：公司危废项目运营情况

名称	所在地	核准规模 (万吨/年)	主要废弃物类型	处理方式	处理后垃圾的处置情况
阳新鹏富	湖北	9.915	铜镍电镀污泥、含铜废物、含镍废物	资源化	富集废物中金属资源并进行回收
靖远宏达	甘肃	17.5	含铜废物、有色金属冶炼废物	资源化	富集废物中金属资源并进行回收
滕州高能	山东	5.2	焚烧危险废物、有机溶剂类废物、废矿物油	资源化/少量无害化	有机溶剂类提纯后卖出/焚烧后填埋
中色东方	甘肃	1.72	含铜废物、含镍废物、有色金属冶炼废物	资源化	富集废物中金属资源并进行回收
贵州宏达及子公司	贵州	11	含锌废物、有色金属冶炼废物	资源化	富集废物中金属资源并进行回收
宁波大地	浙江	4.6	医药废物、废有机溶剂与含有机溶剂废物、废矿物油及含矿物油废物	无害化	无害化焚烧处置后灰渣进行填埋处置
桂林高能	桂林	0.438	医疗废物	无害化	填埋处理
贺州高能	贺州	0.1	医疗废物	无害化	焚烧后填埋
合计		50.473			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**土壤修复龙头充分受益需求红利释放。**《土壤污染防治法》从 2019 年 1 月 1 日起开始正式执行，叠加近期响水爆炸事件加速环保规范整治，公司作为土壤修复龙头有望充分受益市场需求红利释放。资金方面，18 年 7 月公司成功发行 8.4 亿元可转债，且 12 亿元绿债也已获上交所核准，其中 6 亿元已于 19 年 3 月成功发行，加上可提供稳定现金流的运营业务收入占比不断提升，从 15 年的 3% 提升至 18 年的 31%，两者结合为公司未来的资本开支提供充足保障。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.64、0.77、0.91 元，对应 PE 为 18、15、13 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**环境修复订单落地不达预期，垃圾焚烧、危废项目落地不达预期，运营及政策风险

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3,532</b>	<b>4,911</b>	<b>4,649</b>	<b>6,274</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,762</b>	<b>5,267</b>	<b>6,584</b>	<b>7,901</b>
现金	677	389	101	60	减:营业成本	2,771	4,056	5,070	6,084
应收账款	261	292	399	430	营业税金及附加	17	24	29	35
存货	2,031	3,288	3,361	4,618	营业费用	81	111	138	158
其他流动资产	563	942	787	1,167	管理费用	241	342	428	514
<b>非流动资产</b>	<b>4,954</b>	<b>5,792</b>	<b>6,562</b>	<b>7,339</b>	财务费用	103	133	166	221
长期股权投资	545	660	766	877	资产减值损失	50	51	76	84
固定资产	663	922	1,061	1,123	加:投资净收益	50	40	31	36
在建工程	59	68	76	86	其他收益	0	0	0	0
无形资产	2,400	2,855	3,373	3,966	<b>营业利润</b>	<b>457</b>	<b>590</b>	<b>708</b>	<b>841</b>
其他非流动资产	1,286	1,286	1,286	1,286	加:营业外净收支	-1	-0	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>8,486</b>	<b>10,703</b>	<b>11,211</b>	<b>13,613</b>	<b>利润总额</b>	<b>456</b>	<b>590</b>	<b>707</b>	<b>840</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,708</b>	<b>5,295</b>	<b>5,355</b>	<b>6,708</b>	减:所得税费用	59	72	86	105
短期借款	1,645	1,645	1,645	1,645	少数股东损益	72	94	113	134
应付账款	1,165	1,760	1,896	2,491	<b>归属母公司净利润</b>	<b>325</b>	<b>423</b>	<b>508</b>	<b>602</b>
其他流动负债	899	1,890	1,814	2,571	EBIT	656	797	919	1,061
<b>非流动负债</b>	<b>1,727</b>	<b>1,873</b>	<b>1,738</b>	<b>2,083</b>	EBITDA	737	881	1,027	1,188
长期借款	1,674	1,819	1,684	2,030					
其他非流动负债	54	54	54	54	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,436</b>	<b>7,168</b>	<b>7,093</b>	<b>8,791</b>	每股收益(元)	0.49	0.64	0.77	0.91
少数股东权益	361	455	568	702	每股净资产(元)	3.80	4.39	5.10	5.96
归属母公司股东权益	2,689	3,079	3,549	4,120	发行在外股份(百万股)	661	661	661	661
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,486</b>	<b>10,703</b>	<b>11,211</b>	<b>13,613</b>	ROIC(%)	9.4%	9.9%	10.8%	10.8%
					ROE(%)	13.0%	14.6%	15.1%	15.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	26.4%	23.0%	23.0%	23.0%
经营活动现金流	322	160	819	513	销售净利率(%)	8.6%	8.0%	7.7%	7.6%
投资活动现金流	-1,398	-883	-847	-868	资产负债率(%)	64.1%	67.0%	63.3%	64.6%
筹资活动现金流	1,264	434	-258	313	收入增长率(%)	63.2%	40.0%	25.0%	20.0%
现金净增加额	190	-289	-287	-42	净利润增长率(%)	69.1%	30.4%	20.1%	18.4%
折旧和摊销	82	84	108	127	P/E	23.91	18.34	15.27	12.90
资本开支	1,046	723	664	666	P/B	3.10	2.68	2.30	1.97
营运资本变动	-248	-535	-46	-535	EV/EBITDA	14.66	13.39	11.82	10.84

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>

