

高能环境 (603588.SH)

公司快报

订单快速增长，环境修复潜能可期

投资要点

事件：8月18日公司发布2016年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入5.44亿元，同比增长73.86%，实现归属于母公司的净利润3,732.84万元，同比增长140.71%，业绩增长符合预期。

◆ **工业环境业务增长突出，整体业绩符合预期：**报告期内公司工业环境项目陆续开工，在报告期内确认收入，带来该板块营业收入大幅增长268.30%；城市环境营业收入增长40.55%；虽然环境修复业务收入同比有所下滑，但不影响公司整体营收高速增长。同时，报告期内公司通过间接持有环卫标的玉禾田20%股权实现投资收益830.42万元，贡献净利润的22.6%，公司在垃圾清运方面的布局开始为公司贡献业绩。在不考虑该部分投资收益的情况下，公司净利润也实现了80%以上的同比增速。

◆ **环境修复拿单速度加快，增长潜能可期：**报告期内，“土十条”的正式发布带动我国土壤修复行业市场空间逐步释放，公司拿单速度明显加快。上半年公司相继中标长春热电厂、西宁中星化工厂、白马湖流域治理、苏州溶剂厂和上海桃浦等共计20单环境修复类项目，总金额11.55亿元，较2015年全年增长161.9%。由于新增订单尚未开始贡献收入，因此报告期内环境修复业务收入有所下降，但随着公司大量新增订单开始确认收入，2016年全年环境修复业务高增长可期。公司将凭借成熟的环境修复技术在万亿土壤修复市场分得蛋糕，未来增长可持续。

◆ **通过并购快速切入危废处置领域：**报告期内公司完成对新德环保51%股权、宁波大地51%股权收购的投资决策，参股成立科领环保，并于2016年7月审议通过对靖远宏达矿业有限责任公司的股权收购议案，合资组建菏泽高能洪业环保科技有限公司，公司在危废行业的布局已初具雏形。危废处置行业的经营许可证制度决定了企业自建项目所需时间之长，而通过外延式并购可加快公司获取危废处置资质的速度。危废处置业务作为公司三大核心之一，未来有望成为业绩亮点。

◆ **PPP模式不断探索，业绩增长可持续：**公司工业环境、城市环境业务板块垃圾焚烧发电PPP项目、静脉产业园PPP项目不断落地，2016年上半年也实现了环境修复板块的首个生态修复PPP大单，公司积极探索PPP模式在各业务领域的发展机会，尤其是环境修复PPP项目的实践使得公司成为行业新模式的先行者，未来拿单速度有望加快，业绩增长可持续。

◆ **投资建议：**我们预测公司2016年至2018年每股收益分别为0.43、0.73和1.14元。净资产收益率分别为7.3%、11.2%和15.2%，给予增持-B建议，6个月目标价为36.6元，相当于2017年50.1倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**项目落地不及预期、危废行业竞争加剧

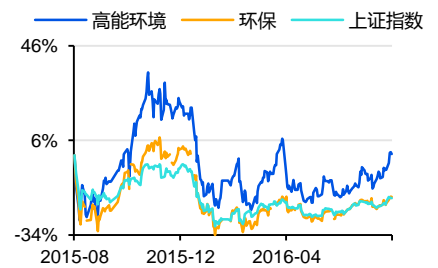
电力及公用事业 | 环保 III

投资评级 **增持-B(首次)**
6个月目标价 36.6元
股价(2016-08-18) 32.67元

交易数据

总市值(百万元) 10,811.25
流通市值(百万元) 7,930.85
总股本(百万股) 330.92
流通股本(百万股) 242.76
12个月价格区间 26.00/88.98元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.13	15.19	11.34
绝对收益	9.12	25.75	-5.84

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsc.cn
021-20655643

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsc.cn
021-20655737

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	776.5	1,018.4	1,731.3	2,943.3	3,826.3
同比增长(%)	-0.7%	31.2%	70.0%	70.0%	30.0%
营业利润(百万元)	119.7	118.3	181.9	315.4	498.4
同比增长(%)	-19.3%	-1.2%	53.7%	73.4%	58.0%
净利润(百万元)	115.6	106.4	142.3	241.0	378.7
同比增长(%)	-17.3%	-7.9%	33.8%	69.3%	57.2%
每股收益(元)	0.35	0.32	0.43	0.73	1.14
PE	84.0	91.3	68.2	40.3	25.6
PB	5.6	5.3	5.0	4.5	3.9

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	776.5	1,018.4	1,731.3	2,943.3	3,826.3	年增长率					
减:营业成本	528.8	719.5	1,229.2	2,060.3	2,601.9	营业收入增长率	-0.7%	31.2%	70.0%	70.0%	30.0%
营业税费	20.8	24.5	41.4	73.3	92.9	营业利润增长率	-19.3%	-1.2%	53.7%	73.4%	58.0%
销售费用	32.9	42.5	67.2	120.6	155.0	净利润增长率	-17.3%	-7.9%	33.8%	69.3%	57.2%
管理费用	102.3	126.9	204.3	367.2	468.5	EBITDA 增长率	-29.6%	4.7%	87.6%	65.8%	54.4%
财务费用	-25.3	-28.1	-	-	-	EBIT 增长率	-32.1%	-4.5%	101.7%	73.4%	58.0%
资产减值损失	-3.0	14.3	7.0	6.1	9.1	NOPLAT 增长率	-27.2%	-9.6%	73.2%	73.4%	58.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	66.8%	136.0%	-7.6%	78.7%	-13.8%
投资和汇兑收益	-0.2	-0.6	-0.3	-0.4	-0.4	净资产增长率	89.4%	5.5%	7.3%	10.5%	15.0%
营业利润	119.7	118.3	181.9	315.4	498.4	盈利能力					
加:营业外净收支	5.4	3.6	6.6	5.2	5.1	毛利率	31.9%	29.4%	29.0%	30.0%	32.0%
利润总额	125.1	121.9	188.5	320.6	503.6	营业利润率	15.4%	11.6%	10.5%	10.7%	13.0%
减:所得税	9.7	15.4	47.1	80.1	125.9	净利润率	14.9%	10.4%	8.2%	8.2%	9.9%
净利润	115.6	106.4	142.3	241.0	378.7	EBITDA/营业收入	13.3%	10.6%	11.7%	11.4%	13.6%
						EBIT/营业收入	12.2%	8.9%	10.5%	10.7%	13.0%
						偿债能力					
						资产负债率	41.4%	43.3%	44.2%	61.3%	53.3%
						负债权益比	70.7%	76.4%	79.2%	158.6%	114.1%
						流动比率	1.39	1.16	1.38	1.57	1.49
						速动比率	0.81	0.42	0.30	0.41	0.39
						利息保障倍数	-3.73	-3.21			
						营运能力					
						固定资产周转天数	49	36	20	11	7
						流动营业资本周转天数	100	135	120	130	130
						流动资产周转天数	562	587	397	393	390
						应收帐款周转天数	59	78	63	67	69
						存货周转天数	291	310	286	296	287
						总资产周转天数	1,061	1,109	728	586	538
						投资资本周转天数	186	298	237	187	172
						费用率					
						销售费用率	4.2%	4.2%	3.9%	4.1%	4.1%
						管理费用率	13.2%	12.5%	11.8%	12.5%	12.2%
						财务费用率	-3.3%	-2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	14.1%	13.9%	15.7%	16.6%	16.3%
						投资回报率					
						ROE	6.7%	5.9%	7.3%	11.2%	15.2%
						ROA	3.8%	3.3%	3.8%	4.1%	6.8%
						ROIC	28.9%	15.7%	11.5%	21.6%	19.1%
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.05	0.04	0.09	0.14
						分红比率	14.0%	15.2%	9.7%	13.0%	12.6%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.5%
						资产负债表					
						货币资金	816.5	245.2	138.5	235.5	306.1
						交易性金融资产	-	-	-	-	-
						应收帐款	143.3	295.9	306.2	782.4	682.9
						应收票据	4.5	21.2	9.0	31.8	31.4
						预付帐款	10.8	26.6	18.7	66.5	46.4
						存货	705.3	1,050.5	1,703.4	3,138.8	2,959.0
						其他流动资产	-	0.0	0.0	0.0	0.0
						可供出售金融资产	-	0.4	0.1	0.2	0.2
						持有至到期投资	-	-	-	-	-
						长期股权投资	18.6	272.9	272.9	272.9	272.9
						投资性房地产	-	-	-	-	-
						固定资产	104.6	100.9	91.5	82.2	72.8
						在建工程	-	1.7	1.7	1.7	1.7
						无形资产	145.1	284.3	272.8	261.3	249.8
						其他非流动资产	1,053.7	973.7	916.6	981.3	957.2
						资产总额	3,002.4	3,273.5	3,731.4	5,854.5	5,580.5
						短期债务	583.9	548.7	159.0	190.2	238.0
						应付帐款	333.1	464.4	839.3	1,421.9	1,411.1
						应付票据	3.8	-	13.7	9.6	14.4
						其他流动负债	290.1	400.5	563.7	1,083.1	1,038.3
						长期借款	30.0	-	-	783.9	182.9
						其他非流动负债	3.0	3.9	2.3	3.1	3.1
						负债总额	1,243.9	1,417.7	1,578.1	3,491.9	2,887.9
						少数股东权益	33.4	40.5	40.6	40.1	39.1
						股本	161.6	161.6	330.9	330.9	330.9
						留存收益	1,563.4	1,653.7	1,620.3	1,830.0	2,161.0
						股东权益	1,758.5	1,855.8	1,991.8	2,201.0	2,531.0
						现金流量表					
						净利润	115.5	106.5	142.3	241.0	378.7
						加:折旧和摊销	8.7	17.9	20.9	20.9	20.9
						资产减值准备	-2.9	14.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-25.3	25.0	-	-	-
						投资损失	0.2	0.6	0.3	0.4	0.4
						少数股东损益	-0.1	0.1	-1.0	-0.5	-1.0
						营运资金的变动	-645.0	-93.1	-35.7	-948.2	273.2
						经营活动产生现金流量	-231.4	-13.0	126.8	-686.6	672.1
						投资活动产生现金流量	-149.8	-453.9	-0.0	-0.4	-0.5
						融资活动产生现金流量	1,124.1	-105.4	-233.5	783.9	-601.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.35	0.32	0.43	0.73	1.14
						BVPS(元)	5.21	5.49	5.90	6.53	7.53
						PE(X)	84.0	91.3	68.2	40.3	25.6
						PB(X)	5.6	5.3	5.0	4.5	3.9
						P/FCF	27.1	-15.1	-30.4	50.2	101.9
						P/S	12.5	9.5	5.6	3.3	2.5
						EV/EBITDA	34.1	38.1	43.7	28.3	17.2
						CAGR(%)	27.7%	52.5%	1.1%	27.7%	52.5%
						PEG	3.0	1.7	63.0	1.5	0.5
						ROIC/WACC	2.8	1.5	1.1	2.1	1.8

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn