

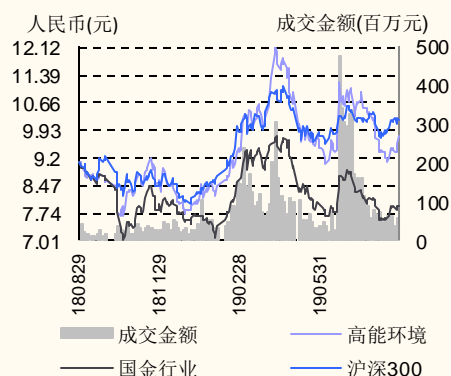
高能环境 (603588.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.77 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	668.34
总市值(百万元)	6,585.10
年内股价最高最低(元)	10.23/9.10
沪深 300 指数	3802.58
上证指数	2893.76



相关报告

1. 《业绩符合预期, 项目拓展速度加速-高能环境业绩预告点评》, 2019.1.19
2. 《接连获大单, 业绩高增长有保障-高能环境点评报告》, 2018.11.29
3. 《业绩保持高成长, 看好公司土壤修复业务发展-三季报点评》, 2018.10.21
4. 《危废处置产能逐步释放, 土壤修复行业全面向好-高能环境报告》, 2018.9.17

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

业绩高增长, 关注事件性驱动投资机会

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.290	0.491	0.629	0.813	0.996
每股净资产(元)	3.30	4.07	4.67	5.48	6.46
每股经营性现金流(元)	0.15	0.49	1.06	1.32	1.51
市盈率(倍)	43.88	15.97	15.52	12.02	9.81
净利润增长率(%)	22.66%	69.12%	30.69%	29.12%	22.51%
净资产收益率(%)	8.78%	12.07%	13.75%	15.14%	15.74%
总股本(百万股)	662.19	660.52	674.01	674.01	674.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 8 月 28 日发布 2019 年中报, 2019 年上半年实现营业收入 20.81 亿, 同比增长 51.04%, 归母净利润为 2.05 亿元, 同比增长 35.07%, 扣非后归母净利润为 2.00 亿元, 同比增长 31.95%。

经营分析

- **业绩维持高增长, 毛利率有所下滑, 费用控制水平提升:** 公司 2019 年上半年营收增速为 51%, 维持了 2018 年 63% 的高增速, 公司 2019 年上半年归母净利润为 2.05 亿, 增速为 35.07%, 相比 2019 年归母净利 69% 的增速有所下滑。公司 2019 年上半年毛利率为 20.63%, 同比去年同期下滑 8.3 个百分点, 主要原因是危废处理处置板块营收 3.89 亿元, 同比下降 14.47%, 主要由于公司转让子公司股权、子公司中色东方实施技术改造、子公司贵州宏达上半年更换新证的影响。环境修复和固废处理业务维持高增长, 环境修复业务营收 6.78 亿, 同比增长 41%, 固废处置业务营收 7.76 亿, 同比增长 145%。公司环境修复和固废处置项目充足, 进展顺利, 预计全年将维持高增速。公司费用管控能力提升, 期间费用率为 12.47%, 同比下降 3.36%。
- **现金回流状况好转, 营运能力提升:** 报告期内公司加大应收账款催收力度, 回款良好, 经营活动现金净额为 1.32 亿元, 同比增长 116%; 筹资活动现金净额为 7.85 亿元, 同比增长 52%, 主要系报告期发行绿色公司债券 (第一期) 6 亿, 并取得项目长期贷款 5.29 亿。公司营运能力提升显著, 应收账款周转率同比提升 1.28 至 7.59, 存货周转率提升 0.22 至 0.77。
- **公司业务处于高景气, 关注环保行业事件性投资机会:** “响水爆炸”事件发生后, 各地政府加大了危险废物和污染土壤的监管力度, 土壤修复行业和危废处理行业依然处于高景气状态, 公司将受益于事件性驱动的环保治理需求提升带来的投资机会。公司参股子公司伏泰科技受益于垃圾分类的大力推动, 净利润由 2018 年上半年的 170 万元迅速提升至今年上半年的 2836 万元。

投资建议

- 由于公司环境修复和固废处理业务项目充足且进展顺利, 我们上调公司 19-20 年的营收预期 6.0% 和 5.78%, 上调盈利预期 4.7% 和 10.3%, 预计 19-21 年营收为 49.15 亿、62.18 亿和 76.16 亿, 归母净利润为 4.24 亿、5.48 亿和 6.71 亿元, 对应 EPS 分别为 0.63、0.81 和 1.00 元, 对应动态 PE 为 16、12、10 倍。给予 19 年 20 倍估值, 目标价 12.6 元, 维持“买入”评级。

风险提示

政策执行力度不达预期, 危废项目运营风险, 垃圾焚烧补贴电价下滑的风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,565	2,305	3,762	4,915	6,218	7,616
增长率		47.3%	63.2%	30.6%	26.5%	22.5%
主营业务成本	-1,135	-1,668	-2,771	-3,699	-4,701	-5,795
%销售收入	72.6%	72.4%	73.6%	75.3%	75.6%	76.1%
毛利	429	637	991	1,216	1,517	1,821
%销售收入	27.4%	27.6%	26.4%	24.7%	24.4%	23.9%
营业税金及附加	-6	-9	-17	-21	-25	-30
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-50	-61	-81	-103	-131	-160
%销售收入	3.2%	2.6%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用	-175	-235	-241	-270	-348	-426
%销售收入	11.2%	10.2%	6.4%	5.5%	5.6%	5.6%
研发费用	0	0	-117	-147	-187	-228
%销售收入	0.0%	0.0%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	199	332	535	674	827	975
%销售收入	12.7%	14.4%	14.2%	13.7%	13.3%	12.8%
财务费用	-24	-76	-103	-152	-158	-158
%销售收入	1.6%	3.3%	2.7%	3.1%	2.5%	2.1%
资产减值损失	-16	-14	-50	-7	-14	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	26	31	50	70	80	85
%税前利润	13.9%	11.2%	11.0%	11.9%	10.8%	9.6%
营业利润	184	282	457	584	735	887
营业利润率	11.8%	12.2%	12.1%	11.9%	11.8%	11.6%
营业外收支	0	-7	-1	6	4	3
税前利润	184	274	456	590	739	890
利润率	11.8%	11.9%	12.1%	12.0%	11.9%	11.7%
所得税	-21	-34	-59	-76	-96	-116
所得税率	11.1%	12.4%	12.9%	12.9%	13.0%	13.0%
净利润	164	240	397	514	643	774
少数股东损益	7	48	72	90	95	103
归属于母公司的净利润	156	192	325	424	548	671
净利率	10.0%	8.3%	8.6%	8.6%	8.8%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164	240	397	514	643	774
少数股东损益	7	48	72	90	95	103
非现金支出	44	63	131	102	129	153
非经营收益	17	32	43	72	88	87
营运资金变动	-336	-234	-249	13	13	-17
经营活动现金净流	-111	102	322	701	873	996
资本开支	-233	-626	-997	-1,402	-1,370	-1,300
投资	-117	-251	-381	0	0	0
其他	-20	102	-19	120	80	85
投资活动现金净流	-370	-774	-1,398	-1,282	-1,290	-1,215
股权募资	144	35	2	-13	0	0
债权募资	494	772	1,476	964	593	625
其他	-51	-132	-213	-202	-214	-219
筹资活动现金净流	587	676	1,265	748	379	406
现金净流量	106	3	190	167	-39	187

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	353	355	677	845	806	993
应收账款	440	384	511	598	722	848
存货	1,409	1,603	2,031	2,128	2,447	2,858
其他流动资产	47	162	313	379	475	562
流动资产	2,248	2,505	3,532	3,950	4,450	5,261
%总资产	50.7%	42.0%	41.6%	38.7%	37.1%	37.6%
长期投资	1,369	1,269	1,184	1,164	1,178	1,195
%总资产	184	575	722	820	915	1,017
%总资产	4.1%	9.6%	8.5%	8.0%	7.6%	7.3%
无形资产	597	1,554	2,974	4,203	5,374	6,437
非流动资产	2,183	3,457	4,954	6,252	7,538	8,724
%总资产	49.3%	58.0%	58.4%	61.3%	62.9%	62.4%
资产总计	4,432	5,962	8,486	10,202	11,988	13,985
短期借款	547	1,532	1,645	1,140	832	558
应付款项	1,171	1,386	1,823	2,104	2,611	3,175
其他流动负债	440	107	240	228	285	343
流动负债	2,158	3,025	3,708	3,472	3,729	4,076
长期贷款	150	404	1,009	1,709	2,009	2,309
其他长期负债	8	56	718	1,484	2,086	2,688
负债	2,316	3,485	5,436	6,665	7,824	9,072
普通股股东权益	1,970	2,187	2,689	3,085	3,618	4,264
其中：股本	331	662	661	661	661	661
未分配利润	781	945	1,226	1,617	2,125	2,755
少数股东权益	146	289	361	451	546	649
负债股东权益合计	4,432	5,962	8,486	10,202	11,988	13,985

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.473	0.290	0.491	0.629	0.813	0.996
每股净资产	5.954	3.303	4.071	4.671	5.477	6.456
每股经营现金净流	-0.336	0.153	0.488	1.061	1.321	1.508
每股股利	0.050	0.030	0.050	0.050	0.060	0.063
回报率						
净资产收益率	7.94%	8.78%	12.07%	13.75%	15.14%	15.74%
总资产收益率	3.53%	3.22%	3.83%	4.16%	4.57%	4.80%
投入资本收益率	6.27%	6.59%	7.31%	7.48%	7.93%	8.12%
增长率						
主营业务收入增长率	53.63%	47.34%	63.20%	30.64%	26.51%	22.48%
EBIT 增长率	88.94%	67.05%	61.36%	25.98%	22.59%	18.02%
净利润增长率	47.09%	22.66%	69.12%	30.69%	29.12%	22.51%
总资产增长率	35.39%	34.52%	42.34%	20.22%	17.50%	16.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.8	22.2	19.1	22.0	21.0	20.0
存货周转天数	395.3	329.6	239.4	210.0	190.0	180.0
应付账款周转天数	168.4	156.9	131.6	132.0	128.0	126.0
固定资产周转天数	36.3	72.9	64.3	52.8	44.4	38.2
偿债能力						
净负债/股东权益	16.24%	63.84%	86.61%	98.11%	98.48%	92.38%
EBIT 利息保障倍数	8.2	4.3	5.2	4.4	5.2	6.2
资产负债率	52.25%	58.46%	64.06%	65.33%	65.27%	64.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	8	11	13	45
增持	2	3	6	9	17
中性	0	1	2	3	6
减持	0	0	0	0	1
评分	1.29	1.42	1.53	1.60	1.46

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

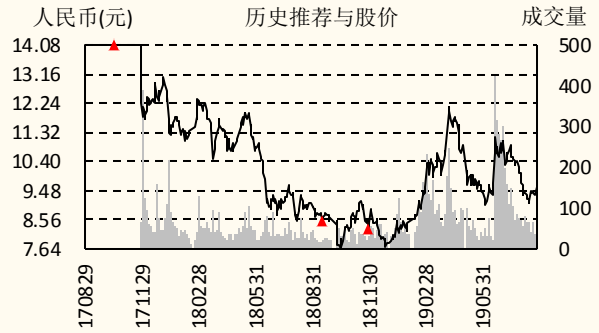
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-18	买入	14.19	N/A
2	2018-09-17	买入	8.73	11.75~14.10
3	2018-10-21	买入	7.91	N/A
4	2018-11-29	买入	8.65	N/A
5	2019-01-19	买入	8.32	10.95~10.95

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH