

增持 首次

高能环境 (603588)

2015年1月16日

培育新增长点 打造专业固废处置运营商

2015年1月15日收盘价: 40.04元

6个月目标价: 45.60元

 石化行业首席分析师: 邓勇
SAC 执业证书编号: S0850511010010
dengyong@htsec.com

021-23219404

联系人: 韩佳蕊

hjr9753@htsec.com

021-23212259

联系人: 张一弛

zyc9637@htsec.com

021-23219402

总体观点:

(1) **谋求转型, 定位为专业固废处理处置解决方案提供商:** 生活垃圾处置业务目前是公司重要的业绩支撑, 但是受限于行业发展已接近天花板, 公司目前积极谋求转型, 布局工业废物处置、医疗废物处置和污水处理等新业务板块, 配合已有高成长性土壤修复业务, 将支持公司未来几年业绩高速增长, 构成**专业固废处理处置解决方案提供商**的战略布局。

(2) **业务的标的稀缺性与高成长性, 将提升公司估值水平:** 工废医废处置、土壤修复和生态屏障等业务, 均为市场空间较大, 成长性较强的行业, 且 A 股市场上相关标的较为稀缺的业务概念, 有助于拉升公司的估值水平。

一、优秀管理运营团队 打造环保板块的“东方雨虹”

高能环境最早由中科院高能所投资组建, 随后引入大股东东方雨虹和湖南雨虹, 2007年东方雨虹上市前夕, 为了专注主营业务, 将高能环境股权转让给东方雨虹/高能环境的高管及员工。目前, 高能环境与东方雨虹的实际控制人均为李卫国。

东方雨虹作为防水材料行业的龙头企业, 自上市以来实现了业绩的迅速增长, 由2008年收入7.12亿元、归属净利润0.40亿元, 增长至2013年收入29.8亿元、归属净利润3.42亿元, 市值由上市之初的9.0亿元上涨至147.0亿元。**我们认为, 东方雨虹优秀的管理运营团队将是公司未来业绩增长最重要的动力来源, 以其优秀的渠道拓展能力、高效的运营执行和前瞻性的战略布局, 配合以资本市场通畅的融资途径, 公司有望成为环保板块的“东方雨虹”。**

图 1 东方雨虹上市以来股价表现 (2008-9 至今)



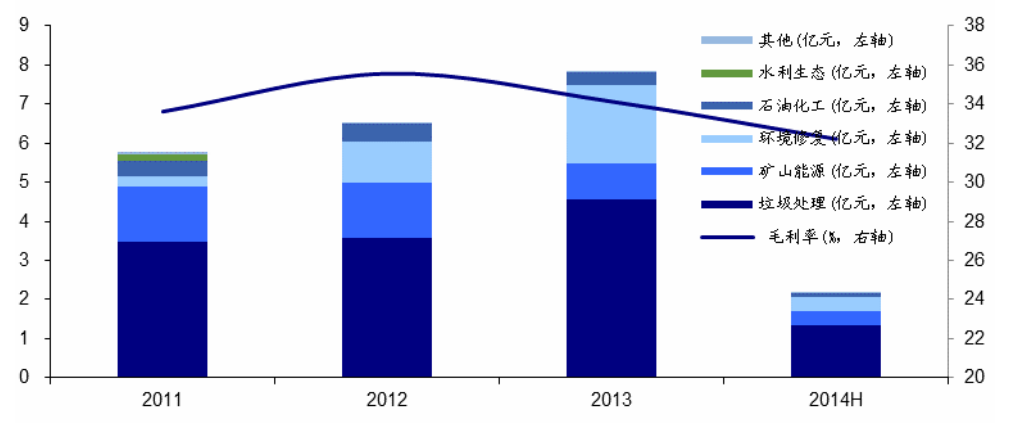
资料来源: wind, 海通证券研究所

二、传统业务或触顶 积极拓展多元化固废处置业务

生活垃圾卫生填埋恐有行业触顶风险: 虽然卫生填埋仍旧是我国目前生活垃圾处置的主流方式,市占率维持在70%左右,但在蓬勃发展的垃圾焚烧技术面前,已显现出颓势。截至2012年底,全国生活垃圾无害化处置中25%由焚烧方式完成,较之2004年6%的水平增长19pct。

生活垃圾填埋场防渗工程是公司的重点业务板块,该项业务收入分别占2011-2013年营业总收入的60%、54%和58%。截至2014年前9月,公司在手订单中,生活垃圾填埋处置类订单量达到8.54亿元。该业务仍是公司重要的业绩支撑。目前全国各地,尤其是县级地区,尚有大量不规范的露天垃圾填埋场需要提标改造,或者封场加盖,这部分的订单陆续涌现,仍能对公司未来几年的业绩有所贡献。但是,公司已经意识到这一行业触顶的风险,并开始积极筹划布局多元化的业务板块,培育新的业绩增长点。

图2 高能环境营业收入构成与毛利率(2011-2014H1)



资料来源:高能环境招股说明书,海通证券研究所

多元固废处理业务布局之一,深耕已有土壤修复业务: 2015年1月14日,环保部有关负责人表示,现行《土壤环境质量标准》的修订草案《农用地土壤环境质量标准》与《建设用地土壤污染风险筛选指导值》已完成征求意见稿,即日起向社会公开征求意见。虽然《土壤环境保护法》落地尚需时日,但是相关行业标准有望在2015年内陆续出台,并为“土壤十条”的落地储备基础。因此,土壤修复板块不乏催化剂,将提升板块活跃度。

公司正式开始拓展环境修复业务约在4年前,目前该项业务收入分别占2011-2013年营业总收入的4.03%、16.21%和25.67%。由于土壤修复难度大、且缺乏明确的核算体系,这一板块给市场留下了广阔的想法空间。目前A股已上市公司中,有过大型土壤修复项目经验的标的仅有永清环保一家。因此,土壤修复行业的成长性与标的稀缺性,将提升其估值水平。

土壤修复作为环保产业中,技术与资金壁垒较高的子版块。 尽管目前国内已有上千家公司注册业务涵盖土壤修复业务。但是,环境修复市场中拥有成功项目经验,且技术成熟的参与者总数在10家以内,主要包括北京建工、鼎实环境和杭州大地等。高能环境目前的市场份额处于行业三甲的位置,成功登陆A股不仅打通融资渠道,也有助于提升公司的行业影响力,巩固行业翘楚的地位。

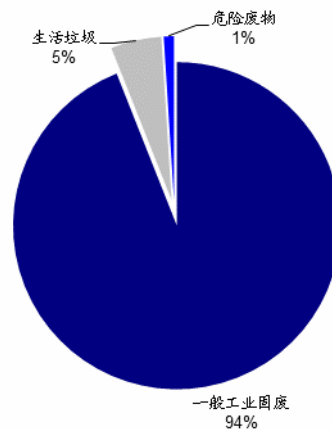
多元固废业务布局之二,配置工废医废处置运营类资产: 截至2014年底,公司已承接了独贵塔拉工业园区北区固废、废水综合处置利用静脉产业园项目(BOT)、桂林医疗废弃物处置项目(TOT)、榆神工业区工业废渣一期BOT协议和邵阳市污

泥集中处置工程 BOT 项目等多个运营类固废处置项目。单个项目的建设周期约为 1 年，签约业主方园区管委会对于固废生成量做出保底承诺，承诺范围内的固废处置费用由管委会向污染企业收集，并转交给环保公司；不足承诺时管委会将对环保公司做出赔偿。

固废处置第三方运营业务是各类环境污染治理运营资产中较为优质的一类。一方面，支付方主要为工业企业，偿付能力较强；另一方面，目前工业企业园区化管理成为各地规划的主流方式，催生出规模化的固废处置需求。**并且，第三方运营也是国家引导环保产业发展的大势所趋。**2015 年 1 月 14 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于推行环境污染第三方治理的意见》，提出推进环境公用设施投资运营市场化、创新企业第三方治理机制、健全第三方治理市场、强化政策引导和支持，对符合条件的第三方治理企业的上市融资、发行企业债券实行优先审批。

工业固废处置运营业务将成为公司的一大亮点。一方面，工业固废处置市场存在巨大的存量空间，2012 年中国工业固废在固废总量中占比已达到 94%（如图 3），约为生活垃圾产生量的 20 倍。固废处置业务有望成为公司新的业绩增长点，且标的稀缺性与行业成长性特点，有助于拉升公司估值水平。另一方面，积极配置运营类资产，既可以保证业绩的高速增长，也可以对冲订单式增长的不确定性，为公司提供稳定现金流。

图 3 2012 年中国固体废物总量构成



资料来源：高能环境招股说明书，海通证券研究所

多元固废业务布局之三，生活垃圾焚烧：公司于 2014 年 3 月与碧水源和珠海水务共同成立了广东海清环境技术有限公司（公司控股 31%），经营范围涵盖生活垃圾焚烧发电及其设备生产销售，目前公司已完成相关技术储备，正在积极的开拓垃圾焚烧业务板块。公司在过去十几年以垃圾填埋场建设为主业的发展中，积累了大量政府环卫系统的客户资源，树立了良好口碑，可借此撬动该业务板块。

三、公司基本面良好

在手订单饱满 业绩增长有支撑：2014 年前 9 月，公司新增订单量达到 21.18 亿元，较 2013 全年水平（15.61 亿元）增长 36%。前 9 月公司在手订单合计 35.09 亿元。在手订单多为工期 1-3 年的项目，可保障今明两年的公司业绩稳健增长。

毛利率稳定 费用率较高：2011-2014H1，高能环境的营业毛利率分别为 33.63%、35.57%、34.13%和 32.22%，波动幅度较小。尽管不同项目的利润率差别较大，但不同业务板块的毛利率水平较为接近，业绩发展较为平稳。

2013 年公司销售费用与管理费用分别达到 0.25 亿与 0.76 亿元（由于工程业务年底结算的特点，2014H1 营收与费用率的确认进度一致性较弱，不作分析），较 2011 年的费用水平复合增速约为 54.64%和 61.42%，占营业收入比例 3.25%和 9.77%，同比增长 0.8pct 和 2.6pct。由于调整引进人才、加大研发投入和增强营销等原因，公司在过去三年中费用率与费用水平均维持快速上涨。未来随着公司业绩增长，费用规模仍将扩大，但费用率水平涨势将放缓。

表1 高能环境期间费用及其同比变化(2011-2014H1)

单位: 亿元	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率
2014H1	0.17	7.84%	0.50	22.81%	-0.11	-5.12%
2013年	0.25	3.25%	0.76	9.77%	-0.09	-1.18%
2012年	0.16	2.45%	0.47	7.16%	-0.05	-0.77%
2011年	0.11	1.84%	0.29	5.08%	-0.03	-0.55%
复合增速	54.64%		61.42%		--	

资料来源: 高能环境招股说明书, 海通证券研究所

盈利预测和投资评级:

根据公司现有在手订单数量与历史年度结算比例, 我们维持对高能环境 2015-2016 年 EPS1.14 元/股和 1.33 元/股的盈利预测。2015 年 1 月 15 日收盘价为 40.04 元/股, 对应 PE 为 35 倍和 30 倍。公司目前积极拓展的土壤修复和工废医废处置等业务均有较强成长性和标的稀缺性, 给予公司 2015 年 40 倍 PE, 对应目标价 45.6 元/股, 给与增持评级。

表2 高能环境盈利预测(2012-2016E)

单位: 亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	65376	78201	89858	117897	139487
营业收入 YOY		19.62%	14.91%	31.20%	18.31%
营业成本	42124	51509	58909	77291	91445
期间费用率	8.84%	11.84%	13.80%	14.16%	14.38%
销售费用	1601	2539	3010	4140	4947
管理费用	4680	7641	9220	12460	14889
财务费用	-500	-920	171	95	222
期间费用	5780	9260	12401	16695	20058
营业利润	16090	14833	15648	20395	23907
利润总额	16433	15918	16325	21072	24583
减: 所得税	2248	2230	2260	2917	3404
净利润	14185	13688	14065	18155	21180
归属母公司所有者净利润	14306	13968	14269	18471	21518
归属净利润 YOY		-2.36%	2.15%	29.46%	16.49%
全面摊薄每股收益(元)	0.89	0.86	0.88	1.14	1.33

资料来源: 高能环境招股说明书, 海通证券研究所

风险提示:

1.公司在招股说明书中披露, 受销售费用和管理费用增长较大的影响, 预计 2014 年全年净利润较 2013 年全年下降 10%-15%。2014 年业绩增幅有限甚至负增长是大概率事件, 可能影响公司股价表现。

2.土壤修复行业的支付方主要为政府直接支付或间接转移支付, 大量的资金需求或将超越地方政府偿付能力, 商业模式与法制不成熟或将阻碍市场放量。

相关报告:

高能环境（603588）新股研究报告：土壤修复+垃圾处置+工业防渗 业务布局对准环保产业风口 20141217

信息披露

分析师声明

邓勇：石化行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国石化、中国石油、中海油服、齐翔腾达、东华能源、卫星石化、辽通化工、兴发集团、盐湖股份、湖北宜化、云天化、华鲁恒升、金正大、久联发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。