

证券研究报告—深度报告

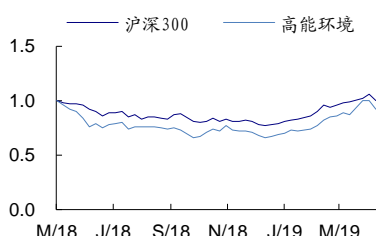
公用事业

环保 II

高能环境(603588)
买入

合理估值: 17.7-23.7 元 昨收盘: 9.69 元 (维持评级)

2019年05月13日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	661/654
总市值/流通(百万元)	6,401/6,341
上证综指/深圳成指	2,851/8,877
12个月最高/最低(元)	12.53/7.52

相关研究报告:

《高能环境-603588-重大事件快评: 拟发行可交换债与绿色债券筹集资金支持项目建设, 缓解资金压力促进业绩释放》——2017-06-23

《高能环境-603588-季报点评: 一季度扭亏为盈显全年高增长潜力》——2017-04-16

《高能环境-603588-年报点评: 经营稳健订单足, 看好今年业绩放量》——2017-03-30

《高能环境-603588-2016 年年报预告点评: 土壤优质龙头价值体现, 订单保障今年业绩放量》——2017-01-20

《高能环境-603588-2016 年三季报点评: 布局完善的土壤修复龙头, 业绩将进入快速增长期》——2016-10-28

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301
 E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

土壤修复与固废运营齐头并进 持续高增长可期

● 土壤修复龙头, 危废和垃圾焚烧运营类占比不断提升

公司在原有以垃圾填埋场防渗等工程为主要业务的基础上, 逐步发展成为土壤修复龙头, 并在近两年不断加码运营类业务。目前形成来以环境修复、危废处理处置、生活垃圾处理、一般工业固废处理为核心业务板块的综合型环保服务平台, 工程和运营收入均实现了高速增长。

● 土壤修复市场快速推进, 公司技术全面, 呈现龙头态势

我国土壤污染情况严重, 在政策和资金的推动下, 市场进入快速释放阶段。未来五年行业复合增速达 40%, 潜在空间在 5000 亿左右。公司技术和资质全面, 具有丰富的大型项目经营, 市场拓展能力强, 逐渐成为修复行业龙头。在行业竞争日趋激烈的形势下, 公司市占率稳步提升到 18 年底的 15% 左右。公司新增修复订单增长快速。而土壤修复的轻资产模式, 可以使订单快速转化业绩。

● 通过收购快速形成一批危废运营资产, 提供稳定运营现金流

我国现阶段危废处置缺口仍然巨大, 监管加严使得行业发展正当时。公司抓住机遇, 通过并购与投资自建相结合的方式, 快速形成超过 50 万吨/年的核准经营规模, 已进入行业第一梯队。危废资产的增加是公司 18 年的收入快速增长的重要原因, 公司的业绩也将更为平滑。公司在手危废储备项目丰富, 储备核准经营规模合计超过 30 万吨/年, 逐渐投运将显著扩大产能。

● 生活垃圾填埋技术龙头快速拓展垃圾焚烧业务

公司原是城市填埋领域技术龙头, 市场份额领先。垃圾焚烧商业模式清晰, 国家大力政策支持, 行业发展快速。公司快速拓展生活垃圾焚烧业务, 整合固废处置能力, 快速提升工程和运营业绩。当前公司在手垃圾焚烧发电项目 11 个, 日处理规模达到 8800 吨/日, 已有 3 个项目投运, 4 个在建。垃圾焚烧项目建设的推进将显著提升公司的工程业绩, 而随着投运, 运营业绩也迈上新台阶。

● 给予“买入”评级

公司三大业务稳步推进, 营收业绩均处在高速增长阶段且有望持续。我们预计公司 19-21 年利润分别为 4.5/6.2/8.0 亿, 对应估值为 15/11/8X, 给予“买入”评级。通过多角度估值, 得出公司合理估值区间 17.7-23.7 元。

风险提示: 项目推进或不及预期, 投资加大导致资金紧张, 政策风险

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,305	3,762	5,066	6,390	7,625
(+/-%)	47.3%	63.2%	34.7%	26.1%	19.3%
净利润(百万元)	192	325	448	617	803
(+/-%)	22.7%	69.1%	38.0%	37.7%	30.2%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.49	0.68	0.93	1.22
EBIT Margin	14.4%	17.3%	15.6%	16.6%	17.5%
净资产收益率(ROE)	8.8%	12.1%	15.1%	18.6%	21.1%
市盈率(PE)	37.4	20.3	14.7	10.7	8.2
EV/EBITDA	28.1	16.4	14.0	11.6	9.7
市净率(PB)	3.28	2.45	2.23	1.99	1.73

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司所处土壤修复行业近两年具有高增长性，且公司龙头地位稳固，而生活垃圾焚烧和危废业务推进迅速，营收业绩均处在高速增长阶段且有望持续。预计公司 19-21 年利润分别为 4.5/6.2/8.0 亿，对应估值为 15/11/8X，给予“买入”评级。通过多角度估值，得出公司合理估值区间 17.7-23.7 元。

核心假设与逻辑

第一，土壤修复得益于所处行业在近三年以 40%+复合增长率快速增长，公司龙头地位明显，市场集中度稳中有升。

第二，公司生活垃圾焚烧发电业务得益于在手项目的全面开工及投运，近三年工程和运营收入快速增长。

第三，公司危废业务在接下来两年将逐步改造扩产，毛利率稳步小幅提升。

与市场的差异之处

第一，公司 2018 年前业绩连续三年不达市场预期，公司对于工程业务的推进设想过于乐观，市场认为公司执行力差，业绩仍可能不达预期。我们认为，公司运营资产快速增长，特别是危废和垃圾焚烧业务的推进带来了 2018 年业绩的高增长，而土壤修复业务行业在 2018 年《土壤污染防治法》实施后进入了确定性的快速发展阶段，政府资金支持力度也提升。此外，公司近期加大的对员工的激励机制，实行“我的薪酬我做主”的制度，薪酬与业绩直接挂钩，极大的激发了员工的积极性。

第二，市场认为作为工程类环保工程的估值水平不能超过 15 倍。我们认为，公司的工程类业务土壤修复行业处在行业高增长的初期，增速有望持续五年，可以给予相对一般工程企业更高的估值。另外，公司的危废和垃圾焚烧运营比例不断提升，运营资产的持续性应享有更高的估值水平。

股价变化的催化因素

第一，江苏化工园区爆炸后，江苏和山东等化工大省加快了化工企业搬迁改造的步伐，带来较大的场地修复市场的释放。公司土壤修复订单在一季度增长与行业增速基本持平，后续有望凭借公司在化工场地修复的经验和技术优势，实现订单的快速增长。

第二，公司在手垃圾焚烧厂有 3 个进入试运营期，试运营情况良好的话将给市场带来积极信号。而且公司还有 4 个项目在前期手续阶段，手续的进度也将影响公司项目的推进。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，项目推进速度不及预期

第二，危废和垃圾焚烧等项目投资加大导致资金紧张

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 17.7-26.8 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 20.6-23.7 元	7
投资建议	7
公司概况: 多业务齐头并进的综合环保服务平台	8
业务范围不断拓展, 构建综合性环保服务平台	8
2018 年营收利润双双高速增长, 现金流质量不断改善	8
拓宽融资渠道, 优化债务结构	11
订单爆发式增长, 支撑未来业绩持续高增长	11
土壤修复快速推进, 公司技术全面, 呈现龙头态势	12
我国土壤污染情况严重, 修复技术复杂多样	12
政策法规体系趋于完善, 助推土壤修复行业发展	13
污染治理需求大, 市场空间前景广阔且快速释放	15
公司技术全面, 市场拓展能力强, 逐渐成为修复行业龙头	18
危废行业景气提供稳定运营现金流, 公司通过收购快速形成一批危废运营资产	21
低处置效率+强政策监管, 危废市场空间待释放	21
公司危废项目以资源化为主, 已进入行业第一梯队, 未来还将逐步进行扩产改造	23
公司在危废行业具备收入端和成本端的多项优势	24
生活垃圾填埋技术龙头快速拓展垃圾焚烧业务	25
垃圾焚烧效益好, 监管进入新阶段	25
公司是城市填埋领域技术龙头, 市场份额领先	26
快速拓展生活垃圾焚烧业务, 整合固废处置能力, 快速提升工程和运营业绩	27
盈利预测	29
假设前提	29
未来 3 年盈利预测	30
盈利预测的敏感性分析	31
风险提示	32
附表: 财务预测与估值	33
国信证券投资评级	34
分析师承诺	34
风险提示	34
证券投资咨询业务的说明	34

图表目录

图 1: 公司业务结构图.....	8
图 2: 公司营业收入和归母净利润 (亿元, %)	9
图 3: 主营业务收入与毛利率净利率 (亿元, %)	9
图 4: 货币资金与资产负债率 (亿元, %)	9
图 5: 经营性现金流与投资性净现金流 (亿元)	9
图 6: 公司各业务板块收入增长趋势 (亿元)	10
图 7: 公司工程收入和运营收入及占比 (亿元, %)	10
图 8: 公司工程利润和运营利润及占比 (亿元, %)	10
图 9: 上市以来新签订单增长情况 (亿元)	11
图 10: 全国超标土壤污染程度占比 (%)	12
图 11: 全国超标土壤污染类型占比 (%)	12
图 12: 2018 年全国各类修复项目启动情况 (%)	15
图 13: 2018 年全国土壤修复项目分布 (%)	16
图 14: 市场容量变化趋势预测 (亿元)	16
图 15: 土壤污染防治专项资金变化情况 (亿元)	17
图 16: EPC 商业模式流程图	17
图 17: 公司主要修复技术	18
图 18: 苏化项目现场沙盘剖面	19
图 19: 苏化项目作业面	19
图 20: 高能修复板块订单及收入 (亿元)	19
图 21: 公司在土壤修复行业的市占率 (%)	19
图 22: 2018 高能新签订单额 (%)	20
图 23: 2006-2017 年全国危险废物经营许可证数量情况 (份)	21
图 24: 2006-2017 年危险废物实际收集和利用处置量 (万吨)	21
图 25: 主要危废处理公司截止 2018 年底的危废核准经营牌照量 (万吨/年)	23
图 26: 公司在填埋全产业链上的技术储备	27

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 可转债募集资金用途 (万元)	11
表 6: 常用土壤修复技术	13
表 7: 我国土壤修复的发展趋势	13
表 8: 近年来有关部门出台的土壤修复相关政策	14
表 9: 2018 年全国各类修复项目启动情况	15
表 10: “十三五”期间土壤修复空间测算	16
表 11: 近年来有关部门出台的危险废物相关政策	22
表 12: 2018 年各省市出台的危险废物相关政策 (部分)	22
表 13: 公司危废在手运营项目	23
表 14: 公司危废在手新建或储备项目	24
表 15: 近年来有关部门出台的垃圾焚烧相关政策	26
表 16: 行业各公司中标项目数量及合同额	27
表 17: 公司在手生活垃圾焚烧项目进度	28
表 18: 公司垃圾焚烧发电厂进度预计	29
表 19: 公司各业务收入和毛利率预测表	30
表 20: 未来 3 年盈利预测表	30
表 21: 垃圾焚烧发电厂项目推进情景分析 (乐观、中性、悲观)	31

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：17.7-26.8 元

公司三大业务均处在快速发展阶段：

- 土壤修复得益于所处行业在近三年以 40%+符合增长率快速增长，公司龙头地位明显，市场集中度稳中有升，3-5 年后市场趋于稳定；
- 生活垃圾焚烧发电业务得益于在手项目的全面开工，近三年工程收入快速增长，项目建成后进入稳定运营期，运营收入逐年提升，毛利率逐步提升；
- 危废业务通过收购资产快速形成稳定的运营资产，并在这两年逐步改造扩充，危废运营业务稳步增长。

我们预计公司在 2019-2021 年收入增速分别为 35%/26%/19%，毛利率因运营资产比例的提升而小幅提升，费用率保持稳定，股利分配比率预期为 40%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	53.63%	47.34%	63.20%	34.66%	26.13%	19.32%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本/营业收入	72.57%	72.35%	73.65%	73.79%	73.29%	72.58%	73.22%	72.72%	72.22%
管理费用/营业收入	10.15%	9.50%	5.81%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
销售费用/销售收入	3.18%	2.64%	2.16%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	1.70%	1.20%
营业税及附加/营业收入	0.39%	0.41%	0.45%	0.50%	0.45%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
所得税税率	11.13%	12.39%	12.95%	12.15%	12.50%	12.53%	12.39%	12.39%	12.39%
股利分配比率	32.86%	47.08%	38.36%	39.43%	41.62%	39.80%	40.29%	40.29%	40.29%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	12.50%
无风险利率	4.50%	Ka	10.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.44
公司股价（元）	10.04	Ke	13.88%
发行在外股数（百万）	661	E/(D+E)	61.42%
股票市值(E, 百万元)	6632	D/(D+E)	38.58
债务总额(D, 百万元)	4165	WACC	10.32%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 17.71-26.80 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		12.9%	13.4%	13.88%	14.4%	14.9%
永续 增 长 率 变 化	2.5%	26.80	24.96	23.30	21.79	20.42
	2.0%	25.91	24.18	22.61	21.18	19.88
	1.5%	25.10	23.46	21.98	20.62	19.38
	1.0%	24.35	22.80	21.39	20.10	18.92
	0.5%	23.67	22.20	20.85	19.62	18.49
	0.0%	23.04	21.64	20.35	19.17	18.09
	-0.5%	22.45	21.12	19.89	18.75	17.71

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 20.6-23.7 元

选取与公司相近的国内上市公司做比较, 采用 PE 法估值, 可以看到当前公司的估值低于行业平均水平。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 20-23 倍 PE 是合理的, 对于 2020 年的合理价格区间分别为 20.6-23.7 元。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (5月6日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
603588.SH	高能环境	10.04	0.49	0.68	0.93	20.3	14.7	10.7	2.23	0.52	66.32
同类公司:											
000711.SZ	京蓝科技	5.45	0.12	0.27	0.27	45.42	20.52	20.29	1.69	1.21	55.79
000826.SZ	启迪桑德	10.93	0.38	0.73	0.83	28.69	15.02	13.16	1.68	0.91	156.36
603568.SH	伟明环保	25.00	1.08	1.35	1.63	23.15	18.47	15.32	6.21	0.25	171.93
601200.SH	上海环境	10.60	0.82	0.67	0.81	12.89	15.87	13.09	1.86	-0.19	96.81
002672.SZ	东江环保	11.26	0.47	0.62	0.76	23.96	18.28	14.80	2.73	0.31	91.54
300070.SZ	碧水源	8.41	0.40	0.55	0.64	21.03	15.35	13.13	1.60	0.37	264.96
均值						25.85	17.25	14.96	2.63	0.48	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

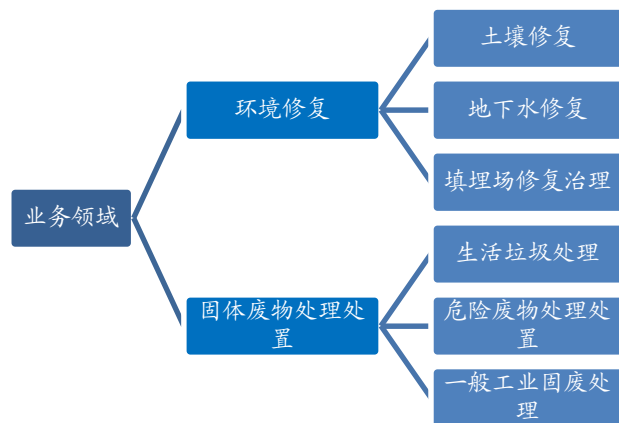
综合上述两个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 17.7-23.7 元之间, 相对于公司目前股价有 75%-105% 溢价空间。我们认为, 公司所处土壤修复行业近两年具有高增长性, 且公司龙头地位稳固, 而生活垃圾焚烧和危废业务推进迅速, 给予“买入”评级, 建议现价买入, 看好公司 2019-2021 年的业绩快速增长。

公司概况：多业务齐头并进的综合环保服务平台

业务范围不断拓展，构建综合性环保服务平台

高能环境脱胎于中科院高能物理研究所，是国内最早专业从事固废污染防治技术研究、成果转化和提供系统解决方案的国家级高新技术企业之一。公司 1992 年成立，前身为中科院高能物理研究所垫衬工程处，2014 年在 A 股主板上市（603588），传统业务集中在垃圾填埋场防渗和场地修复。随着近年来业务的拓展和重点领域的聚焦，2018 年公司重新划分了业务结构，分为环境修复和固废处理处置两大业务领域，形成了以环境修复、危废处理处置、生活垃圾处理、一般工业固废处理为核心业务板块，兼顾工业废水处理、污泥处置等其他领域协同发展的综合型环保服务平台。

图 1：公司业务结构图

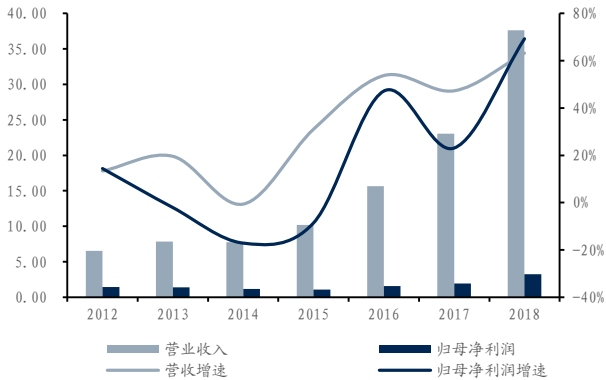


数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2018 年营收利润双双高速增长，现金流质量不断改善

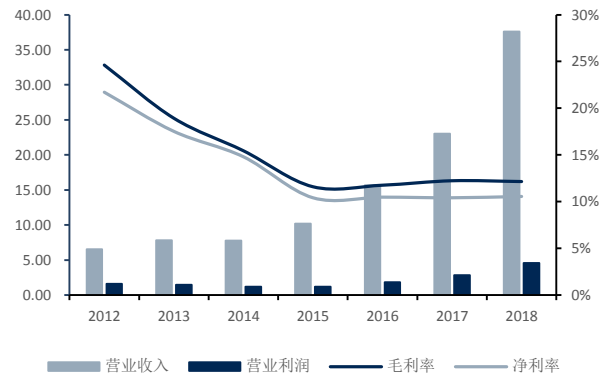
公司经营业绩高速增长，质量显著改善。2016-2018 年，随着公司业务结构的调整和业务规模的拓展，公司营收分别为 15.65、23.05 和 37.62 亿元，CAGR 为 55%；归母净利润为 1.56、1.92 和 3.25 亿元，CAGR 为 44%。收入与利润规模均保持了十分强劲的增长。2016-2018 年，公司净利率分别为 10%、10% 和 11%，保持稳定水平；经营现金流分别为 -1.11、1.02 和 3.22 亿元，其中 2018 年现金流量净额较上年同期增长 217.15%，主要是一方面公司加强了工程项目应收账款管理力度，回款比上年同期增长 77.90%；另一方面公司运营服务收入占比逐年提高，与工程项目相比运营服务类业务回款周期短且稳定，能够获得较稳定的现金流。

图 2: 公司营业收入和归母净利润 (亿元, %)



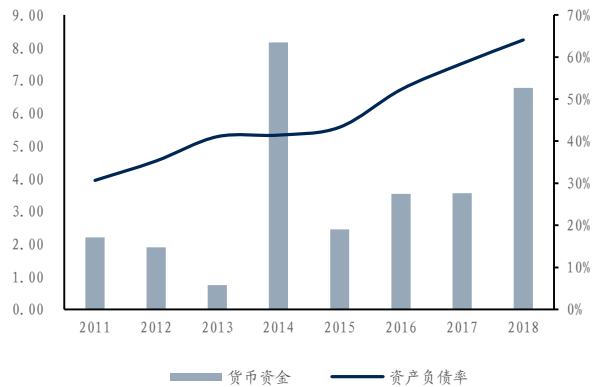
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 主营业务收入与毛利率净利率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 货币资金与资产负债率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 经营性现金流与投资性净现金流 (亿元)



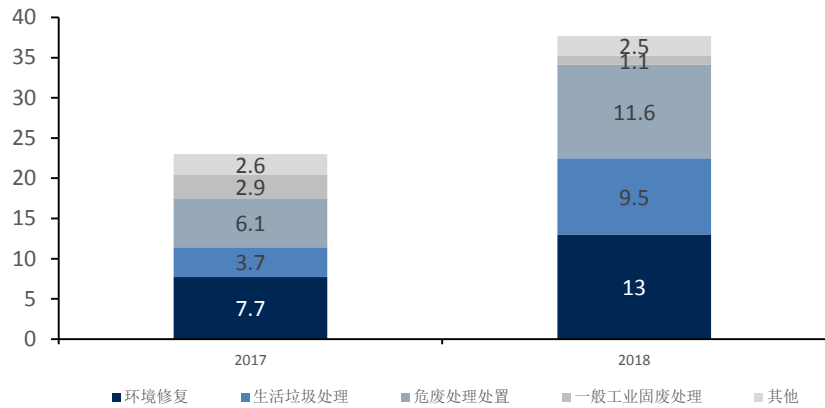
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从收入结构来看,环境修复、危废及生活垃圾处理处置是公司的三大收入来源。公司的主营业务主要有环境修复、危废处理处置和生活垃圾处理。其中,环境修复业务营收占比最高,2018 年为 38.03%,危废处理处置业务次之,为 34.12%。

- **环境修复业务:** 公司依靠技术手段和应用工程措施,实现污染土壤、场地、水体的生态修复,维护并改善其正常的生态结构和功能。目前公司业务以土壤修复为主。2018 年,环境修复板块成绩斐然,实现收入 12.95 亿元,同比增长 68.55%,收入的增长主要依赖于在手订单的有效执行。同时,该板块新增订单 20.79 亿元,同比增长 98.95%,新增订单覆盖了江苏、浙江、广东、山东等 13 个省,充分体现了公司在该领域的竞争实力。
- **危废处理处置业务:** 除了处理工业生产过程中的危险废弃物外,公司也能处理医疗机构经营产生的医疗废弃物,实现对其的资源化回收利用或无害化最终处置,此外还提供有危废焚烧、填埋等无害化设施的新建、改扩建服务。2018 年,危废处理处置板块实现收入 11.6 亿元,同比增长 89.12%,收入主要来源于运营收入的增加。公司目前已运营项目产能超过 50 万吨/年。2018 年新建凉山乐山两个项目,投产后产能将再增 30 万吨/年。
- **生活垃圾处理业务:** 公司处理生活垃圾以焚烧发电为主,并提供生活垃圾填埋场的新建、改扩建服务,此外通过参股其他公司拓展生活垃圾清扫清

运和环卫信息化领域。2018年，生活垃圾处理板块实现收入9.48亿元，同比大增154.53%，收入增长主要来源于生活垃圾焚烧发电项目建设和垃圾填埋场项目的工程收入。2018年公司新增订单38.17亿元，年末公司在手垃圾焚烧发电项目处理规模已达8,800吨/日。

图6：公司各业务板块收入增长趋势（亿元）

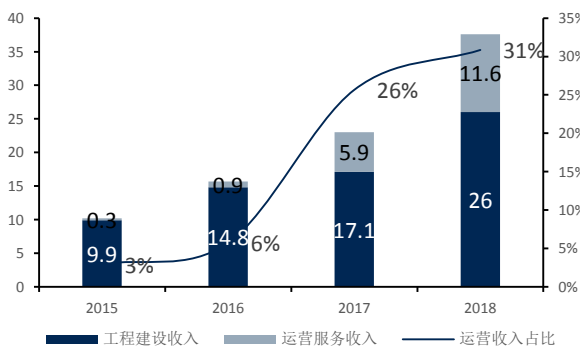


数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从经营模式来看，公司收入分为工程建设收入和运营服务收入两项。公司采用工程承包与投资建设运营相结合的经营模式。2018年，公司工程建设和运营服务的收入和毛利额均有较大幅度增长，工程建设收入的增长主要来源于环境修复订单的快速落地实施和生活垃圾焚烧发电项目的建设投入增加；运营服务收入的增长主要来源于危废处理处置板块中新增并购子公司的收入并表，以及原有子公司的业绩提升。由于运营项目的不断增加，运营服务的收入和毛利占比逐年快速提升。2018年公司运营服务的收入金额同比增长95%，占比达30.79%；运营服务的毛利额同比增长88.47%，占比达37.60%。

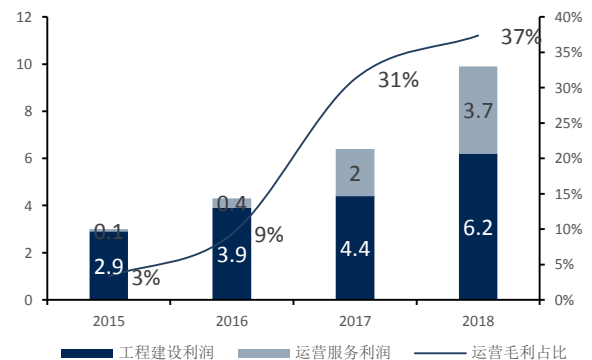
公司采取工程和运营并重的策略。一方面，在国家环保持续投入的基础上，公司在环境修复等领域通过工程承包实现业绩快速增长和现金流快速回笼的短中期目标；另一方面，公司在危废处理处置和生活垃圾焚烧发电等领域，通过新建项目的投资建设运营和成熟运营项目的投资并购，快速沉淀了一批资产优质、经营良好的运营类资产。公司运营资产占比的提升平滑了公司的之前以工程类业务为主导的业绩波动，也给公司日常经营提供了稳定的现金流，保障了公司的健康和持续发展。

图7：公司工程收入和运营收入及占比（亿元、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图8：公司工程利润和运营利润及占比（亿元、%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

拓宽融资渠道，优化债务结构

资产负债率逐年上升，可转债转股优化债务结构。公司近年来资产负债率呈逐年上升趋势，2018年底达64%。公司在2018年7月公司成功发行总额8.4亿元可转换公司债券，完成了2014年上市以来的首次再融资。自2019年2月1日起可以9.38元/股的价格转股，截止2019年3月31日，累计已有人民币251,000元高能转债转换为公司A股普通股，累计转股数为26,716股，占高能转债转股前公司已发行普通股股份总额的0.0040%。转股期截止到2024年7月25日，未来转股数量的不断增加将有效调整公司资本结构。

表 5: 可转债募集资金用途 (万元)

序号	项目名称	总投资	募集资金使用额
1	邵阳市污泥集中处置工程 BOT 项目一期工程	15,946.57	10,000.00
2	贺州生活垃圾焚烧发电厂项目一期工程	26,154.00	13,200.00
3	和田生活垃圾焚烧 PPP 项目一期工程	55,446.06	40,000.00
4	泗洪生活垃圾焚烧发电厂项目一期工程	16,542.00	10,000.00
5	苏州溶剂厂污染场地治理项目	25,896.64	10,800.00
合计		139,985.27	84,000.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

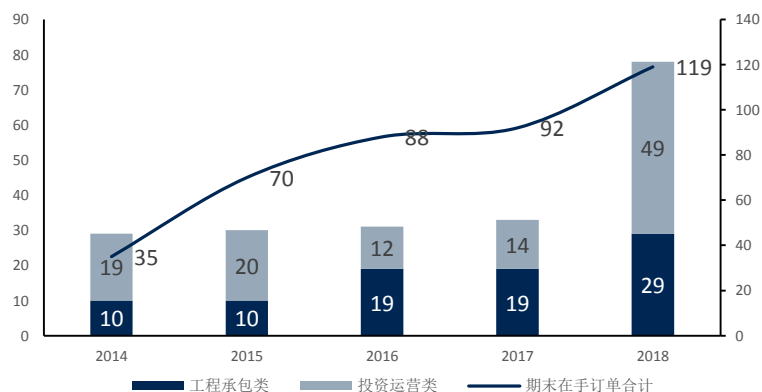
此外，2018年8月，公司申请发行总额不超过12亿元的绿色公司债券获得上交所核准，其中一期6亿元已于2019年3月成功发行，二期正在准备中。

公司融资来源畅通，提供充足的项目资金。垃圾焚烧发电是贷款支持项目，项目贷款无障碍，公司可进一步加大项目贷款和并购贷款的申请力度，增加中长期贷款的占比，为公司投资、建设项目提供必要的资金支持。

订单爆发式增长，支撑未来业绩持续高增长

公司订单迎来爆发式增长，未来业绩增长具备可持续性。2018年公司聚焦长期可持续经营的优质项目，集中优势资源，实施“东进南下”的策略，重点开发经济相对发达地区的市场。公司全年承接项目100余项，覆盖18省市，新签订单78.5亿元，同比增长136%。其中投资运营类项目迅速增加，高达49亿元。

图 9: 上市以来新签订单增长情况 (亿元)



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

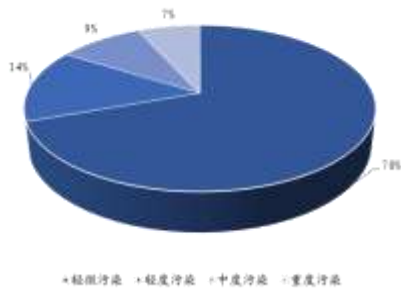
土壤修复快速推进，公司技术全面，呈现龙头态势

我国土壤污染情况严重，修复技术复杂多样

土壤环境长期污染严重，各地情况不同。看得见的污染可怕，看不见的污染更可怕，土壤污染就属于后者。相比于大气和污水治理，土壤污染具有很强的隐蔽性和累积性。我国曾于 2005 年 4 月-2013 年 12 月，开展了首次全国土壤污染状况调查。对于大陆的全部耕地、部分林地草地、未利用地和建设用地共计约 630 万平方公里进行调查。

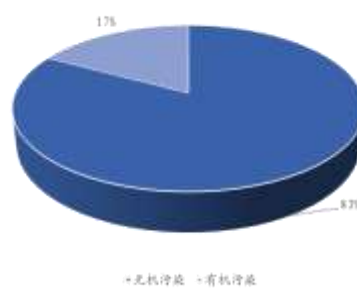
据调查公报数据显示，全国土壤环境状况总体不容乐观，总的超标率 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%。污染类型以无机型为主，无机污染物超标点位数占全部超标点位的 82.8%，其中，镉、汞、砷、铜 4 种无机污染物点位超标率分别为 7.0%、1.6%、2.7%、2.1%。有机型污染中六六六、滴滴涕、多环芳烃 3 类有机污染物点位超标率分别为 0.5%、1.9%、1.4%。从污染分布情况来看，南方土壤污染重于北方，长江三角洲、珠江三角洲、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大，镉、汞、砷、铅 4 种无机污染物含量分布呈现从西北到东南、从东北到西南方向逐渐升高的态势。

图 10: 全国超标土壤污染程度占比 (%)



资料来源:《全国土壤污染状况调查公报》、国信证券经济研究所整理

图 11: 全国超标土壤污染类型占比 (%)



资料来源:《全国土壤污染状况调查公报》、国信证券经济研究所整理

根据污染类型不同，采用针对性技术修复。我国土壤污染呈现多样性和地域性的特点，因此需要针对不同类型，有选择性地、针对性地选择修复技术。土壤污染修复是指利用物理、化学和生物的方法转移、吸收、降解和转化土壤中的污染物，使其浓度降低到可接受的水平，或将有毒有害的污染物转化为无害的物质。土壤污染物大致可分为无机污染物和有机污染物两大类。其中，重金属污染物因具有不能被化学或生物降解、易通过食物链途径在植物、动物和人体内积累以及毒性大等特性，对生态环境、食品安全和人体健康构成严重威胁，是重点关注对象。

经过多年来的研究与应用，土地修复技术已从物理修复、化学修复和物理化学修复发展到生物修复和基于监测的自然修复，从单一的修复技术发展多技术联合的修复技术、综合集成的工程修复技术，并出现了污染土壤的原位生物修复技术和基于监测的自然修复技术等研究的新热点。在设备上，从基于固定式设备的离场修复发展到移动式设备的现场修复。在应用上，已从服务于重金属污染土壤、农药或石油污染土壤、持久性有机化合物污染土壤的修复技术发展

到多种污染物复合或混合污染土壤的组式修复技术，包括生物修复、物理修复、化学修复及其联合修复的污染土壤修复技术体系已经基本形成。

表 6: 常用土壤修复技术

方法	类型	适用范围	应用	投资/元·t-1	修复周期/月
植物修复 解吸脱附技术	原位/异位	矿区、农田土壤 具有挥发性的污染物	费用低，操作简易。 分为常温解吸和热解吸（又分为低温热脱附及高温热脱附）。国内工程中应用的主要是滚筒式热脱附系统。有效去除挥发性物质并收集其蒸气。	<130 <3000	>12 6-12
	原位/异位				
化学氧化/还原技术	原位/异位	能发生氧化还原反应的污染物	适用于重污染土壤治理。	1000-3000	<6
化学淋洗技术	原位/异位	可溶性的污染物	该技术对于污染物集中的大颗粒土壤更为有效，对黏土的处理较为困难。适用于重污染土壤治理。	350-1000	<12
固化/稳定化技术	原位/异位	高污染区	土壤和药剂的混合程度是该技术能否成功应用的关键性指标。物料便宜，操作简单。	450-1000	<6
联合修复	原位/异位	复合污染区	优化效果，降低成本		

资料来源：《我国污染场地土壤修复技术的工程应用与商业模式分析》，《国际污染场地土壤修复技术综合分析》，国信证券经济研究所整理

从整体上来看，我国土壤修复的技术展现出三大发展趋势。**第一，向绿色和环境友好的土壤生物修复技术发展；第二，从异位向原位的土壤修复技术发展；第三，从单项向联合的土壤综合修复技术发展。**

表 7: 我国土壤修复的发展趋势

趋势	原因
向绿色和环境友好的土壤生物修复技术发展	农田耕地土壤污染的修复技术要求能原位地有效消除影响到粮食生产和农产品质量的微凉有毒有害污染物，同时既不能破坏土壤肥力和生态环境功能，又不能导致二次污染的发生。发展绿色安全、环境友好的土壤生物修复技术能满足这些需求。
从异位向原位的土壤修复技术发展	异位修复过程不仅处理成本高，而且很难治理深层土壤及地下水均受污染的场地，不能修复建筑物下面的污染土壤或紧靠重要建筑物的污染场地。
从单项向联合的土壤综合修复技术发展	土壤中污染物种类多，复合污染普遍，污染组合类型复杂，污染程度与厚度差异大。一些场地不仅污染范围大，不同性质的污染物复合、土壤与地下水同时受污染，而且修复后土壤再利用方式的孔家规划要求不同。因此单项修复技术往往很难达到修复目标。

资料来源：国信证券经济研究所整理

政策法规体系趋于完善，助推土壤修复行业发展

国家政策大力扶持，土壤修复行业逐渐兴起。土壤污染由于其隐蔽性难以被及时发现并治理，极易造成二次污染，可能产生极为不利的社会影响。因此，近年来国家政策不断出台，助力土壤污染的修复发展。

- 2016 年，国务院印发素有“土十条”之称的《土壤污染防治行动计划》，提出主要目标：到 2020 年，受污染耕地安全利用率达到 90%左右，污染地块安全利用率达到 90%以上。到 2030 年，受污染耕地安全利用率达到 95%以上，污染地块安全利用率达到 95%以上。
- 同年，《污染地块土壤环境管理办法》出台，明确了“谁污染、谁治理”的原则，明确修复主体责任，土壤污染与修复实行终身问责制。
- 2017-2018 年，《农用地土壤环境管理办法》和《工矿用地土壤环境管理办法》相继出台，强调了对于农用地、工矿用地土壤和地下水的环境保护重视及监督管理。

2019 年，《中华人民共和国土壤污染防治法》正式实施，首次将土壤污染防治上升到法律层面，在立法的高度上对土壤污染的预防、风险评估、风险管控、修复、评估、后期管理等方面做出了明确规定，提出土壤污染责任人追究制，

明确“污染担责”的原则，设立中央土壤污染防治专项资金和省级土壤污染防治基金，鼓励系统性修复工程，侧重点在“修复”而不是“处罚”，从法律责任和资金来源两方面建立土壤修复责任制度。至此，土壤修复行业已经建立较为完整的法律法规、管理办法、标准导则。

表 8：近年来有关部门出台的土壤修复相关政策

时间	政策名称
2004	《关于切实做好企业搬迁过程中环境污染防治工作的通知》
2008	《关于加强土壤污染防治工作的意见》
2009	《关于加强重金属污染防治工作的指导意见》
2011	《土地复垦条例》
2012	《关于保障工业企业场地再开发利用环境安全的通知》
2013	《近期土壤环境保护和综合治理工作安排》
2013	《矿山地质环境修复治理》
2014	《污染场地土壤修复技术导则》
2014	《关于加强工业企业关停、搬迁及原址场地再开发利用过程中污染防治工作的通知》
2014	《工业企业场地环境调查评估及修复工作指南（试行）》
2015	《国家环境保护“十三五”科技发展规划》
2016	《建设用地土壤污染风险筛选指导值（三次征求意见稿）》
2016	《土壤污染防治行动计划》（土十条）
2016	《全国土壤污染状况详查总体方案》
2016	《污染地块土壤环境管理办法（试行）》
2017	《全国土地整治规划 2016-2020》
2017	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》
2017	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》
2017	《环境影响评价技术导则土壤环境（征求意见稿）》
2017	《土壤和沉积物金属元素总量的测定微波消解法》（HJ832-2017）等四项标准
2017	《农用地土壤环境管理办法（试行）》
2017	《工业和信息化部关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》
2017	《土壤污染治理与修复成效技术评估指南（试行）》
2018	《土壤污染防治先进技术装备目录》
2018	《工矿用地土壤环境管理办法（试行）》
2018	《中华人民共和国土壤污染防治法》

资料来源：生态环境部、全国人大、国土资源部、国信证券经济研究所整理

各省市纷纷积极推进土壤污染防治工作，来配合全国土壤修复政策的实施。截止目前，全国几乎所有的省市，均已出台土壤污染防治相关政策及技术、资金支持方案，为我国全面实施土壤修复和防治提供有力的支撑。

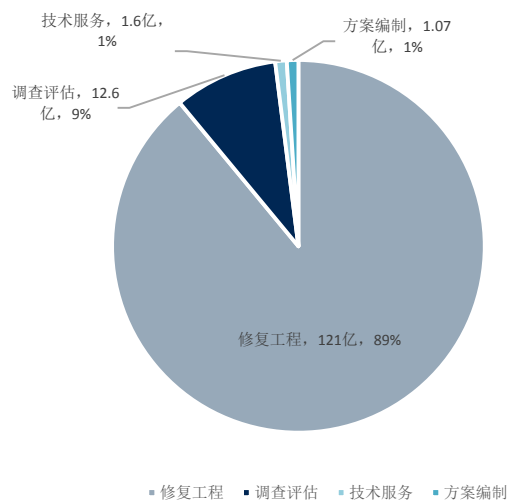
- 山东省发布的《山东省土壤污染防治工作方案》提出，到 2020 年，受污染耕地安全利用率达到 90%左右，污染地块安全利用率达到 90%以上。到 2030 年，受污染耕地安全利用率达到 95%以上，污染地块安全利用率达到 95%以上。
- 安徽省发布的《安徽省“十三五”环境保护规划》中提出，以影响农产品质量和人居环境安全的突出土壤污染问题为重点，制定土壤污染治理与修复规划。到 2020 年，受污染耕地治理与修复面积达到 11 万亩。
- 上海发布的《上海市 2018 年-2020 年环境保护和建设三年行动计划(纲要)》（征求意见稿）中指出，聚焦水、大气、土壤、固废、工业、农业农村、生态、循环经济、崇明生态岛建设等 9 个专项领域和若干保障措施，安排项目约 250 个。

污染治理需求大，市场空间前景广阔且快速释放

土壤污染修复需求大。来自国土资源部土地整治中心提供的数据显示，我国的土壤污染修复产业产值尚不及环保产业总产值的 1%，而这一指标在发达国家中达到 30%以上。上世纪 90 年代美国用于污染土壤修复方面的投资约 1000 亿美元，直到目前美国环保局地图上仍标注有 50 万幅需要治理的地块，而我国有待修复的地块超过 200 万块。

土壤修复市场快速释放。通过中国采购与招标网、中国采招网等公开途径不完全统计，2018 年我国公开招标的环境修复相关项目近 1300 项，场地调查与评价类项目金额约 15 亿元，各类修复类工程项目金额约 120 亿元。

图 12: 2018 年全国各类修复项目启动情况 (%)



数据来源: 采招网等、国信证券经济研究所整理

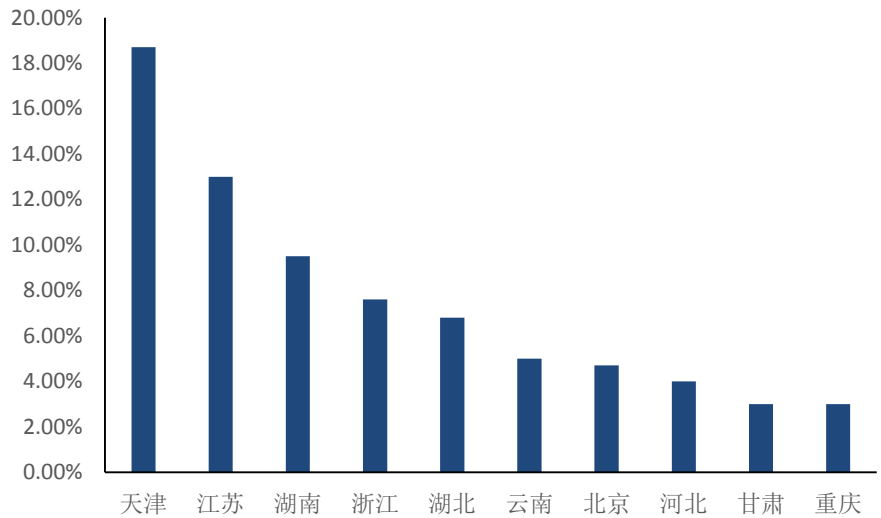
表 9: 2018 年全国各类修复项目启动情况

序号	项目类别	项目数量 (个)	数量占比	投资金额 (亿)	投资占比
1	修复工程	400+	32%	120+	89%
2	调查评估	680+	55%	10+	9%
3	方案编制	110+	9%	1+	1%
4	技术服务	50+	4%	1+	1%
合计		1270+		150+	

资料来源: 采招网等、国信证券经济研究所整理

此外，2018 年全国 31 省/直辖市/自治区（除港澳台未统计）均启动土壤修复工程/调查项目。其中，天津、江苏、湖南、浙江省/市的项目投资额均在 10 亿元以上；江苏、浙江、上海、天津、湖南省/市的项目数量均超过 80 项。

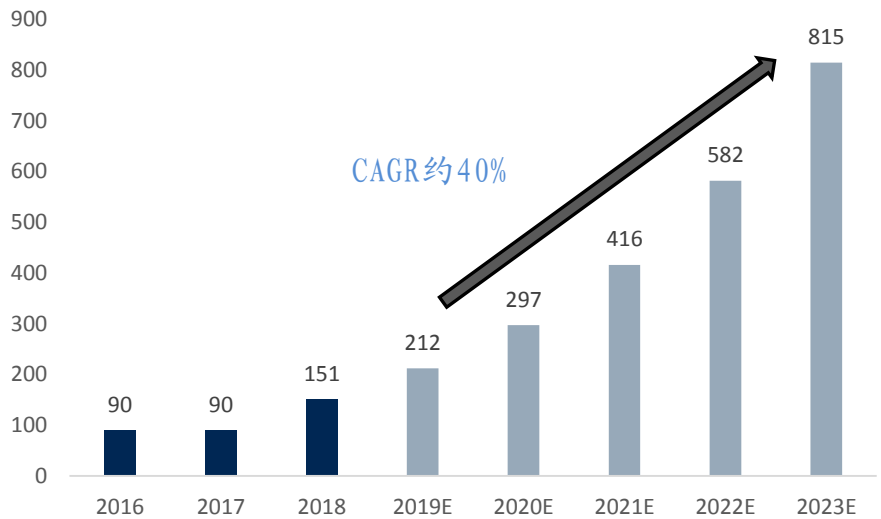
图 13: 2018 年全国土壤修复项目分布 (%)



数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

根据测算土壤修复的潜在市场空间约在 5000 亿元左右, 而公开市场上可招标的市场总订单容量预计能保持年化 40% 的增长, 到 2022 年达到 600 亿元的规模。

图 14: 市场容量变化趋势预测 (亿元)



数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

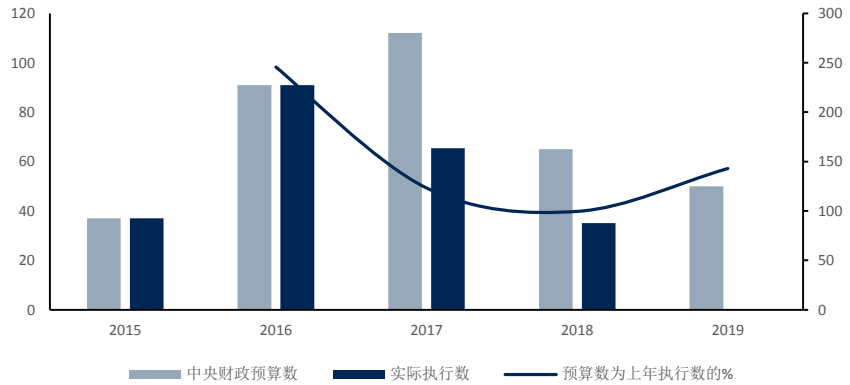
表 10: “十三五”期间土壤修复空间测算

修复类型	待修复面积 (万亩)	修复成本 (万元/亩)	“十三五”修复比例	“十三五”市场空间 (亿)
场地	20	50	25%	2500
耕地	39200	1	5%	1960
矿山	300	10	1%	300
合计				4760

资料来源: 采招网等、国信证券经济研究所整理

对土壤修复的资金支持也日渐充裕。近年来，中央的土壤修复支出预算呈现快速增长态势（2018年预算下降是缘于2017年的预算剩余结转）。而根据财政部2019年3月5日《关于2018年中央和地方预算执行情况与2019年中央和地方预算草案的报告》，2019年中央财政将积极支持污染防治，支持全面落实土壤污染防治行动计划，土壤污染防治资金安排50亿元，增长42.9%。除了国家资金投入之外，随着《中华人民共和国土壤污染防治法》等办法、政策的实施，国家资金投入、地方和企业的投入也都在增加。

图 15: 土壤污染防治专项资金变化情况 (亿元)

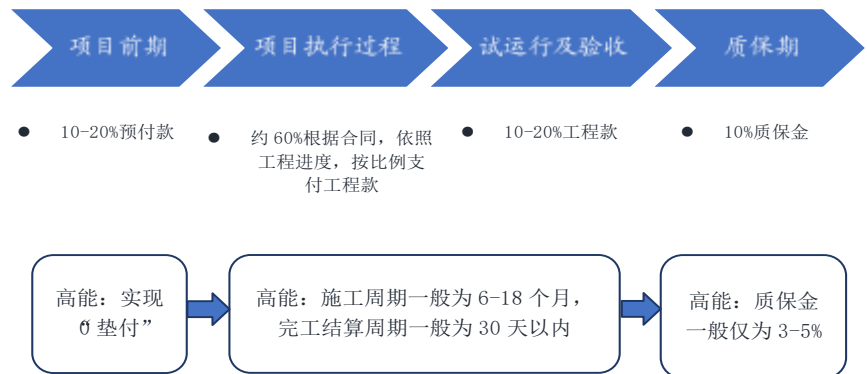


数据来源: 财政部预算司、国信证券经济研究所整理

现阶段环境修复行业的商业模式仍以轻资产的 EPC 工程为主，企业回款较快，可快速扩大工程规模。从成熟国家来看，土壤修复企业可以选择多种商业模式——BOT/BT 模式、EPC 模式、PPP 模式。其中我国目前比较多见的是 EPC 模式，即业主方将整个项目承包给承包商，承包商负责项目的设计、采购、施工等过程，最终由业主验收。当前业主方仍以政府为主，约占 90%，项目资金主要来自中央财政和地方财政。该商业模式下，项目付款周期短，回款快，项目周转率有保证，企业一次性获得收益，风险较小。

在 EPC 商业模式下，资金来源进一步强化，主要包括国家划拨、地方政府资金和其他渠道等。其中弱发达地区的土壤修复资金主要依靠国家划拨，即通过中央财政设立的土壤污染防治专项预算资金来获得支持。而发达地区的项目资金主要来自地方政府的出让金，据估算，一线城市土壤修复成本占土地出让金比例仅为 9%；二线城市占土地出让金比例仅为 22%。

图 16: EPC 商业模式流程图



数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

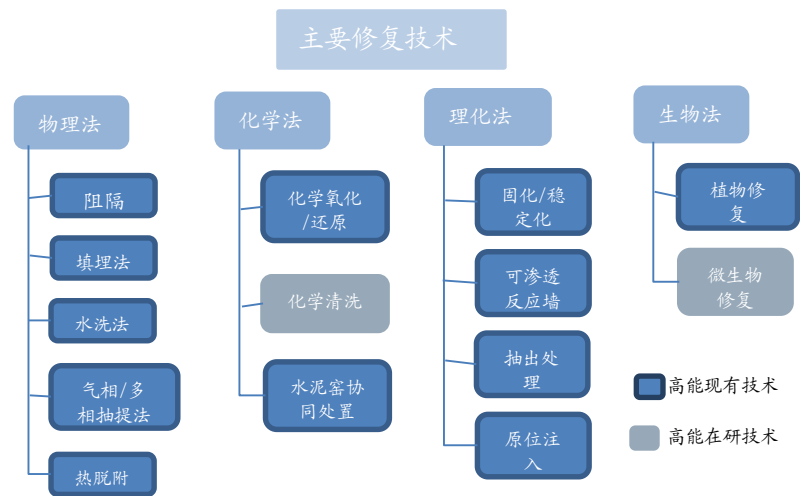
公司技术全面，市场拓展能力强，逐渐成为修复行业龙头

土壤修复行业的广阔前景引来众多参与者，市场竞争不断加剧。但随着政策的不断完善、技术的持续升级以及修复标准的逐步细化，行业壁垒将明显提升，预计未来企业数量增速将放缓，先期进入土壤修复行业的龙头企业具备更强的竞争力，一些在细分领域专业性强的技术企业也将脱颖而出。

公司在环境修复行业具备领先的技术研发能力、完备的核心技术体系、丰富成熟的项目实施经验，是国内环境修复行业的领军企业，具有提供大型系统解决服务所需具备的资质、资金、技术、经验等多方面优势。

- **公司具有多项硬性资质牌照。**提供系统化的环境解决方案需具有环境工程专项资质、建筑及市政工程等全产业链的硬性资质牌照，公司当前拥有市政公用工程施工总承包壹级、环保工程专业承包壹级、环境工程设计专项（固体废物处理处置工程、污染修复工程）甲级等多类一级资质，先发优势使得公司更容易符合未来趋严的行业标准。
- **公司具有完备的修复技术体系和强大的定制化修复技术集成能力。**技术领先是公司的核心战略，土壤修复技术种类繁多，组合复杂，而公司储备的修复技术基本涵盖所有大类的技术路径，具备针对不同污染类型开展定制化修复的技术集成能力。凭借领先的技术，公司参编行业标准 7 项，多项技术应用入选国家重点技术名录、并获得有国家技术进步奖。

图 17: 公司主要修复技术

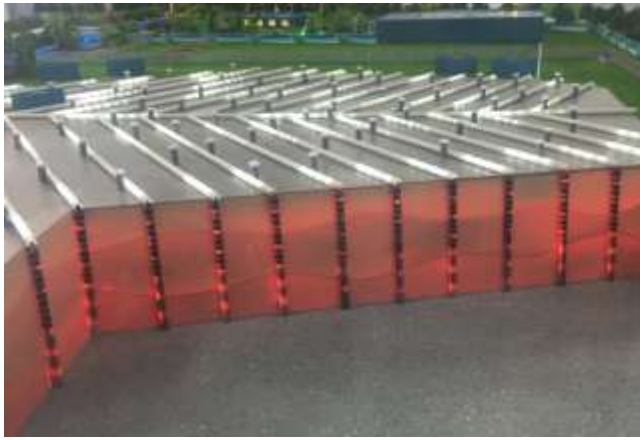


数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **公司具有丰富的系统大型项目经验。**公司已完成百余项专业修复项目，其中多项成为行业示范工程。在有机物污染修复典型项目中，原位热脱附技术及设备在苏州溶剂厂原址北区场地治理项目实施中取得了良好效果，修复土方量约 28.5 万 m³ 全球领先，有机物（氯苯）去除率达 99.99% 以上；重金属污染类修复典型项目中，六价铬污染土壤修复处理的优化设计在济南裕兴化工原厂区污染土壤修复项目中修复效果显著。2018 年 10 月 16 日，公司联合中标“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”，金额 3.97 亿元。该项目公司采用从美国引进全球领先的原位热脱附修复技术，确保了从源头上规避二次污染，永久去除污染物，且处理过程无异味，该技术的成功运用为我国污染场地治理开辟了新途径，是目前全球最大的原位热脱附项目。生态环境部部长和江苏省委书记都曾到项目现场考察，

并给予高度评价。

图 18: 苏化项目现场沙盘剖面



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 19: 苏化项目作业面

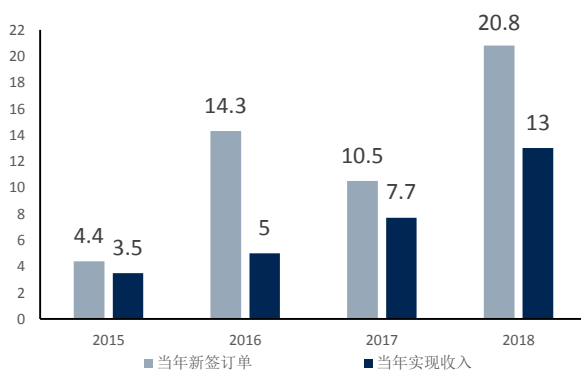


资料来源: 国信证券经济研究所整理

- **公司具有强大市场开拓能力，市占率行业领先。**发达地区的土壤修复意愿和支付能力较强，要求企业具备强大市场开拓能力，公司目前也已实现重点区域全面布局，重点省市多数覆盖。2018 年公司深化了“东进南下”的区域布局战略，集中在经济发达的长三角、珠三角地区开展业务，承接项目 100 余项，覆盖 18 省市，同时项目优质率高，典型、示范项目数量多。土壤修复市场的招标通常要求土壤修复企业具备相当的资金实力，作为为数不多的土壤修复上市企业，公司优势明显。2018 年公司新签订单翻倍，收入增长超七成。

在行业参与企业大幅增长，行业竞争加剧的形式下，公司 2018 年市占率反而有所提升，达到了 15%，位列行业第一，显示了公司强大的市场竞争优势。

图 20: 高能修复板块订单及收入（亿元）



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

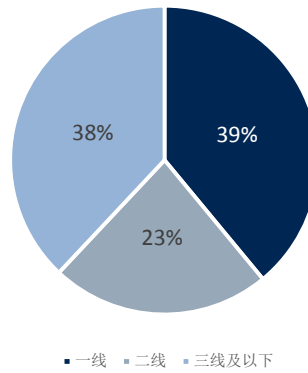
图 21: 公司在土壤修复行业的市占率 (%)



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

公司项目优质，且回款管控良好。2018 年高能新签修复订单中，一二线城市项目占比超六成，有充分的支付保障。公司对于土壤修复项目回款管控良好，基本上实现了项目前期的“0 垫付”。因为土壤修复项目通常周期较短，小项目 6 - 12 个月，大项目 16 - 24 个月基本可以完成。而且项目支付通常由 30% 的预付款，60% 的工程进度款和 10% 的质保金组成。回款管控出色的企业，项目回款基本可全覆盖资本开支。

图 22: 2018 高能新签订单额 (%)



数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

土壤修复行业属于轻资产模式，出色的回款管控使得公司可以快速推进项目而不受到资金投入的制约。所以，公司出色的土壤修复市场拿单能力和充足的订单储备可以快速转化为工程业绩，带动公司营收利润快速增长。

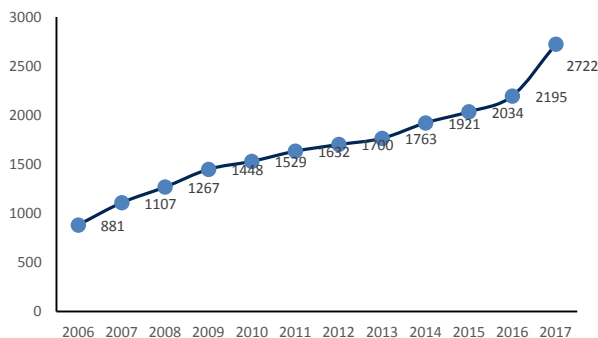
危废行业景气提供稳定运营现金流，公司通过收购快速形成一批危废运营资产

低处置效率+强政策监管，危废市场空间待释放

我国现阶段危废待处置量不断增长，经营许可证颁发数量同步上升。在不考虑少报漏报的情况下，仅从生态环境部对外发布的《2018年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》数据来看，此次发布信息的202个大、中城市2017年工业危险废物产生量为4010.1万吨，医疗废物产生量为78.1万吨。其中工业危废产生量较2016年的3344.6万吨，同比+19.90%。同时，截至2017年底，全国各省（区、市）颁发的危险废物（含医疗废物）经营许可证共2722份，相比2006年，2017年全国危险废物经营许可证数量增长209%。

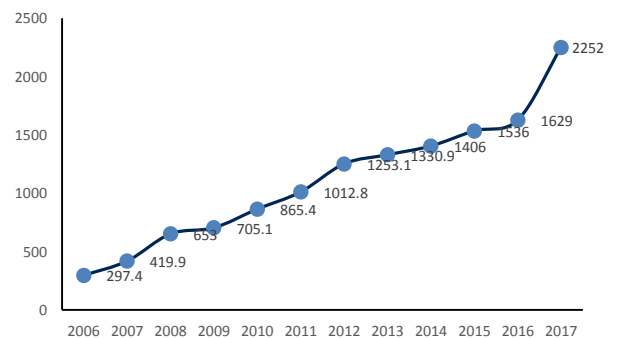
当前危废经营许可证存在结构性不足、地区分布不均、利用率低的特点，实际处理处置水平远低于经营许可量。2017年，全国危险废物经营单位核准收集和利用处置能力达到8178万吨/年（含收集能力678万吨/年），而2017年度实际收集和利用处置量仅为2252万吨（含收集28万吨）。其中，利用危险废物1515万吨，处置医疗废物91万吨，采用填埋方式处置危险废物143万吨，采用焚烧方式处置危险废物137万吨，采用水泥窑协同方式处置危险废物71万吨，采用其他方式处置危险废物267万吨。我国各地已根据实际需求规划新建危废处理处置设施，但考虑到项目选址、审批和建设，危废处理处置设施从立项到投产至少需要2-4年时间，产能提升慢于需求提升。因此，短期内我国危废的当期增量和历史存量将形成双重叠加，对危废处理处置形成较大压力，危废处理处置价格将维持较高水平。

图 23: 2006-2017 年全国危险废物经营许可证数量情况(份)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24: 2006-2017 年危险废物实际收集和利用处置量(万吨)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我国工业危废处理行业当前待处置的危险废弃物数量巨大，现有处理处置能力不能满足实际需求，新建危废处理处置设施投入使用需要时间，危险废弃物待处置量增大和处理处置能力不足的矛盾愈加明显。

监管加强，危废产业发展正当时。随着国家环保督查成为常态，危废作为环保行业唯一处罚入刑的子板块，成为监管的重中之重。自2018年5月生态环境部启动了“打击固体废物环境违法行为专项行动”，即“清废行动2018”，对长江经济带固体废物倾废情况进行全面摸排核实和查处清废行动以来，危废处置需求加速释放，危废产业发展如火如荼。5月22日，生态环境部印发《关于坚决遏制固体废物非法转移和倾废进一步加强危险废物全过程监管的通知》，危废排

查范围由“清废 2018”的长江沿线 11 个省扩展至全国，行动定位上升至“政治站位”高度，统一思想，危废景气度提升，彻底激发了危废处置需求的释放。

为了治理危废排放问题，有关主管部门制定了危险废物的目录；发布了一系列关于危险废物填埋、焚烧的污染控制标准与技术规范，以及进口废物环境保护的标准和危险废物鉴别标准等；建立了危险废物集中处置收费制度，促进了危险废物处置的产业化等一系列经济政策的制定。

表 11：近年来有关部门出台的危废政策

年份	部门	政策
2001	生态环境部	《危险废物污染防治技术政策》
2002	生态环境部	《危险废物污染控制标准》
2003	国务院	《医疗废物管理条例》
2004	国务院	《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》
2004	生态环境部	《危险废物经营许可证管理办法》
2008	发改委	《国家危险废物名录》（2008 版）
2008	生态环境部	《危险废物出口核准管理办法》
2012	生态环境部、发改委	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2012	生态环境部	《危险废物收集、贮存、运输技术规范》
2013	最高人民法院、最高人民检察院	《关于办理环境污染刑事案件适用于若干问题的解释》
2014	全国人大委员会	修订《中华人民共和国环境保护法》
2016	生态环境部	《危险废物产生单位管理计划制定指南》
2016	发改委	《国家危险废物名录》（2016 版）
2016	生态环境部	《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》
2017	生态环境部	《“十三五”全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》
2017	生态环境部	《建设项目危险废物环境影响评价指南》
2017、18	生态环境部	两次更新及调整《进口废物管理目录》
2018	生态环境部	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）（征求意见稿）》

资料来源：生态环境部、全国人大、国家发改委、国信证券经济研究所整理

表 12：2018 年各省市出台的危废政策（部分）

时间	省份	政策
2018.3	北京	《北京市危险废物污染环境防治条例（草稿送审稿）》
2018.6	天津	《天津市坚决遏制固体废物非法转移和倾倒进一步加强危险废物全程监管实施方案》
2018.3	上海	《上海市环境保护局关于本市危险废物经营单位报送危险废物处理处置收费情况的通知》
2018.3	上海	《关于进一步规范危险废物处置和收集单位市场行为、提升服务质量的通知》
2018.11	重庆	《重庆市危险废物集中处置设施建设布局规划（2018-2022 年）》
2018.7	河南	《关于进一步加强河南省危险废物产排系数研究成果应用的通知》
2018.12	河南	《河南省危险废物集中处置设施建设布局规划指导意见》
2018.3	河北	《河北省固体（危险）废物跨省转移审批工作程序》
2018.12	河北	《关于严格执行固体（危险）废物管理规定加强跨省转移监督管理的通知》
2018.12	河北	《关于进一步开展涉危险废物环境隐患排查整治工作的通知》
2018.8	江苏	《江苏省危险废物处置收费管理办法（征求意见稿）》
2018.11	江苏	《江苏省政府办公厅关于加强危险废物污染防治工作的意见》
2018	浙江	《关于印发<“十三五”浙江省危险废物规范化管理督查考核工作方案>的通知》
2018	浙江	《宁波市 2018 年度危险废物规范化管理考核工作实施方案》
2018.8	山东	《山东省打好危险废物治理攻坚战作战方案（2018-2020 年）》
2018	山东	《济南市打好危险废物治理攻坚战作战方案（2018-2022 年）》
2018.12	广西	《广西壮族自治区加强危险废物全程监管实施方案》

资料来源：各省市环境保护厅、国信证券经济研究所整理

医疗废物处置将纳入中央生态环境保护督察范畴。2019年3月28日，国家生态环境部召开例行新闻发布会，生态环境部固体废物与化学品司司长邱启文在会上表示，今后要将医疗废物处置情况纳入中央生态环境保护督察的范畴，压实地方的政府责任。环保督查监督力度的加强进一步激发了危废处理处置需求的释放，行业进入高速发展时期。

公司危废项目以资源化为主，已进入行业第一梯队，未来还将逐步进行扩产改造

公司这两年通过外延并购与投资自建相结合的方式，已运营项目形成超过50万吨/年的核准经营规模，2018年实际运营产能17.08万吨。公司现有运营的危废处理处置项目8个（其中两个医废项目），处理处置种类涵盖《国家危险废物名录》46大类中的33类。同时2018年，公司完成了对贵州宏达的并购；宁波大地提前完成三期100吨/日焚烧线并顺利投产，靖远宏达、中色东方二期也相继完成提标改造并运行。

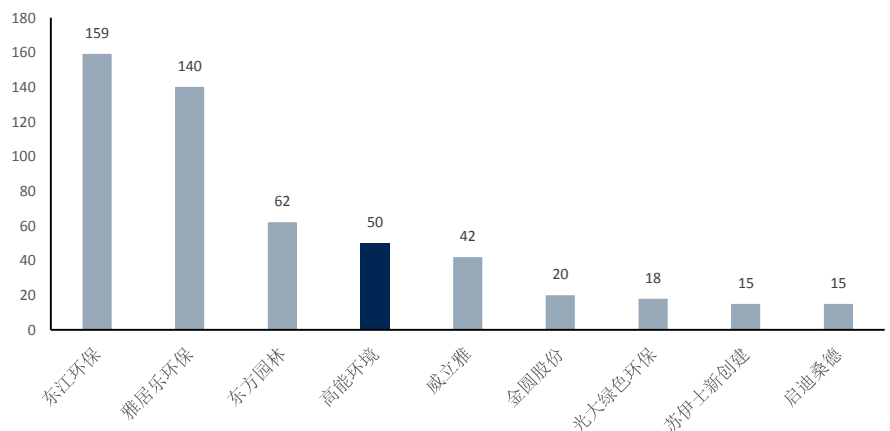
表 13: 公司危废在手运营项目

项目名称	牌照量 (万吨/年)	2018年实际 产量(万吨)	处置方式	所在地	业务区域范围
阳新鹏富	9.915	3.38	资源化	湖北阳新	湖北、广东、天津、河北、江苏、江西、重庆
贵州宏达	11	3	资源化	贵州兴义	广西、广东、云南、四川、重庆、湖南
靖远宏达	17.5	5	资源化	甘肃白银	白银市，重点客户为白银有色；四川、青海
扬子化工	5.2	1.76	资源化+少量无害化	山东滕州	当地化工园区为主
中色东方	1.72	0.55	资源化	甘肃白银	金昌市，重点客户为金川集团
宁波大地	4.6	3	无害化	浙江宁波	宁波市
桂林医废	0.292	0.292	无害化	广西桂林	桂林市医院
贺州医废	0.1	0.1	无害化	广西贺州	贺州市医院
合计	50.33	17.08			

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

以当前公司运营牌照50万吨/年的产能已进入行业第一梯队，仅落后于东江环保、雅居乐和东方园林等企业。

图 25: 主要危废处理公司截止 2018 年底的危废核准经营牌照量 (万吨/年)



数据来源：公司资料，公开资料，国信证券经济研究所整理

公司在手危废储备项目丰富，逐渐投运将显著扩大产能。公司 2018 年危废处

理处置板块新增订单 14.07 亿元，主要为乐山高新区犍为新型工业基地静脉产业园固废项目（以下简称“乐山项目”）、四川省凉山州甘洛危废项目（以下简称“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，将新增危废项目核准经营规模合计超过 30 万吨/年。

表 14: 公司危废在手新建或储备项目

项目名称	牌照量(万吨/年)	处置方式	所在地	业务区域范围
科领环保	6	无害化	内蒙古	工业园区内，大股东伊泰集团产生的废物
曲靖银发	3	无害化	云南曲靖	曲靖、昭通、大理、保山、丽江、临沧、德宏、迪庆、怒江、楚雄
光大高能固废处置(东明)有限公司	2	无害化	山东东明	当地园区及周边化工企业
内蒙古青蓝危废	4	无害化	内蒙古乌海	蒙西高新技术园区，以及周边地区
乐山危废	4	无害化	四川乐山	华服农药厂、四川金口最大化工园区
凉山州危废	3.85(无害化)+10(资源化)	无害化+资源化	四川凉山州	凉山州、甘孜、雅安
合计	32.85			

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在危废行业具备收入端和成本端的多项优势

从收入端来看，公司已具备 40 大类以上的危废处理资质，在当前新危废经营牌照申请难度加大，牌照门槛变高的情形下，公司具有明显的资质牌照优势。同时，危废处理项目投资规模大、设备价格高、建设周期长，是典型的资金密集型行业，而公司危废项目的资本扩张期高峰已过，目前项目进入自我造血阶段，资本充足，公司具有较大的资本优势。此外，在危废处理处置领域，各废金属资源化项目在上下游、区域间能形成较强的协同作用，可以充分降低运营成本，提高产能利用率，公司在靖远宏达、阳新鹏富等多个危废项目之间具备有协同效益，有较强的整合与协同能力优势。

从成本端来看，新危废项目从开始申请到落地投产最快耗时 2-3 年，公司近年来快速初入市场，危废产能快速投运，装备能力不断提高。同时，公司形成了危废资源化与无害化处理处置全产业链技术体系，具有复合型强、门槛较高的危废处理技术优势。其中资源化主要为针对废有机溶剂、有色金属废渣的综合回收利用技术，无害化主要包括含重金属废酸液（含铬废液、铅锌废液）、废碱类的物化处理技术、回转窑焚烧处置技术、稳定化/固化安全填埋技术。公司还研究开发了危险废弃物处理处置全过程管理系统，以实现危废从产生到终端处置全生命周期的精细化、实时化闭环管理以及全过程跟踪，从而控制危废从产生到处置全过程风险。此外，公司还具备填埋、焚烧、危废处理和资源化利用等固废领域的建设运营能力，从单个固废项目向医废、污泥、危废等静脉产业园项目扩展，提升了固废处理全产业链的系统服务能力。

生活垃圾填埋技术龙头快速拓展垃圾焚烧业务

垃圾焚烧效益好，监管进入新阶段

随着我国城镇化进程和城市人口的增加，城镇生活垃圾产生量和清运量呈逐年上升的趋势。据国家统计局数据，2017 年我国城镇生活垃圾清运总量达 2.83 亿吨，其中城市 2.15 亿吨，同比增长 5.7%；县城 0.67 亿吨，同比增长 1.2%。

焚烧工艺相较于填埋、堆肥等无害化处理工艺，具有处理效率高、占地面积小、对环境影响相对较小等优点，是生活垃圾最清洁、最环保的处理方式。同时，焚烧处理的方式还能利用焚烧产生的热能，实现垃圾的资源化，高度匹配符合“无害化、减量化、资源化”的原则。此外，在环保细分领域中，垃圾焚烧的利润率、现金收入比等经营指标均位于前列，表现出盈利性强、现金流优的特点，具备良好的运营价值，垃圾焚烧处理已逐渐成为我国大中城市主要处理方式。

在国务院印发的《“十三五”生态环境保护规划》中提出，“十三五”大中型城市将重点发展生活垃圾焚烧发电技术，鼓励区域共建共享焚烧处理设施，到 2020 年，垃圾焚烧处理率达到 40%。“十三五”规划中，垃圾焚烧的规划产能也将从 2015 年的 23.5 万吨/日上升至 59 万吨/日，预计到 2035 年将达到 124.55 万吨/日，焚烧占比 75%，产业进入产能加速扩张阶段。2017 年初，生态环境部在垃圾焚烧发电行业开展了“装、树、联”工作，标志着垃圾焚烧的环境监管进入了新阶段。

表 15: 近年来有关部门出台的垃圾焚烧相关政策

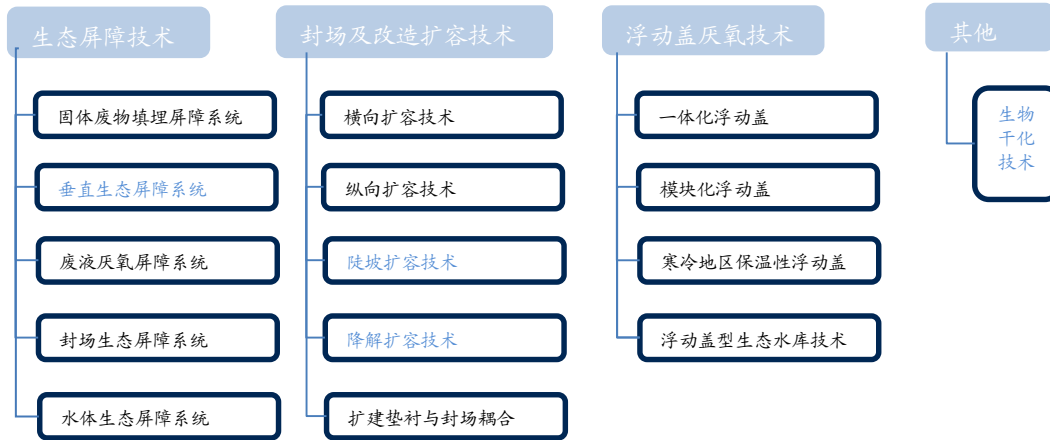
年份	政策	影响
2005	《中华人民共和国可再生能源法》	“鼓励发展生活垃圾焚烧处理”，为垃圾焚烧发电项目电力并网和收购提供了保障
2006	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	明确了垃圾焚烧发电电价补贴政策及实施期限
2008	《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	垃圾发电产品实行增值税即征即退政策
2011	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知》	国务院提出土地资源紧张、人口密度高的城市要优先采用焚烧处理技术
2012	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	“有条件的地区优先采用焚烧等资源化处理技术，到 2015 年，全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上，其中东部地区达到 48%以上、鼓励焚烧发电和供热等资源化利用方式”
2012	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》	国家发改委明确了垃圾发电的补贴政策；被誉为生活垃圾焚烧发电行业走向快速发展的里程碑。
2013	《国务院关于加快发展节能环保产业的意见》	在 2015 年前把环保产业打造成国民经济新的支柱产业，并重申“城镇生活垃圾无害化处理能力达到 87 万吨/日以上，生活垃圾焚烧处理设施能力达到无害化处理总能力的 35%以上。
2015	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	明确了“垃圾处理的退税比例为 70%”。
2016	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》	“到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市(建成区)生活垃圾无害化处理率达到 100%;其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95%以上(新疆、西藏除外)，县城(建成区)生活垃圾无害化处理率达到 80%以上(新疆、西藏除外)，建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70%以上。全国城镇新增生活垃圾无害化处理设施能力 34 万吨/日。不鼓励建设处理规模小于 300 吨/日的焚烧设施”。
2016	《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》	“将垃圾焚烧处理设施建设作为维护公共安全、推进生态文明建设、提高政府治理能力和加强城市规划建设管理工作的重点”、“项目用地纳入城市黄线保护范围，规划用途有明显标示。”、“根据焚烧厂服务区域现状和预测的垃圾产生量，适度超前确定设施处理规模”。该《意见》首次提升了生活垃圾焚烧发电的地位(黄线保护范围)
2016	《生物质能发展“十三五”规划》	“鼓励建设垃圾焚烧热电联产项目。加快应用现代垃圾焚烧处理及污染防治技术，提高垃圾焚烧发电环保水平。”
2018	《生活垃圾焚烧发电建设项目环境准入条件(试行)》	鼓励利用现有生活垃圾处理设施用地改建或扩建生活垃圾焚烧发电设施，新建项目鼓励采用生活垃圾处理产业园区选址建设模式，预留项目改建或者扩建用地，并兼顾区域供热。生活垃圾焚烧发电项目应当选择技术先进、成熟可靠、对当地生活垃圾特性适应性强的焚烧炉，在确定的垃圾特性范围内，保证额定处理能力。严禁选用不能达到污染物排放标准的焚烧炉。

资料来源：生态环境部、全国人大、国土资源部、国信证券经济研究所整理

公司是城市填埋领域技术龙头，市场份额领先

公司是垃圾填埋行业的先驱，具备填埋全产业链的系统服务能力。公司作为行业先驱，在填埋全产业链上建立了完善的技术体系，具备强大的全产业链服务能力，主编了 3 项行业标准，参编 22 项国家及行业标准。公司是国内最早引进垫衬技术的企业，积累了“城市生活垃圾卫生填埋场垫衬技术”、“一般工业固体废物废弃物储存、处置场污染防治垫衬技术”、“危险废弃物贮存场与安全填埋库污染防治技术”等一系列国际先进和国内领先的垫衬技术。同时公司独有的柔性垂直屏障系统是唯—满足国家环保标准的地下污染阻隔防控技术，获得 2017 年“国家科技进步二等奖”。

图 26: 公司在填埋全产业链上的技术储备



数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司市场份额稳居垃圾填埋行业榜首。截止到 2018 年 10 月底, 全国招投标的垃圾填埋项目共计 263 个, 高能环境中标 25 个项目, 占比近 10%, 合同额 85888 万元, 占比约 12%, 从项目数量到合同额均排在全国第一位。

表 16: 行业各公司中标项目数量及合同额

公司名称	项目数量	合同额 (万元)
北京高能时代环境技术股份有限公司	25	85,888
广州市市政工程机械施工有限公司	1	32,310
中节能大地 (杭州) 环境修复有限公司	1	29,712
广东省第五建筑工程有限公司	1	18,922
安徽省通源环境节能股份有限公司	9	18,844
深圳市中兰环保科技股份有限公司	7	16,075
广西建工集团第三建筑工程有限责任公司及广西博世科环保科技股份有限公司	1	15,663
广州市第二市政工程有限公司	2	14,832
北京首创环境科技有限公司	1	12,200
南京万德斯环保科技股份有限公司	1	11,496
广东三新能源环保有限公司及佛山威立雅垃圾填埋处理有限公司	1	10,752
天津建昌环保股份有限公司	2	6,180
上海环境卫生工程设计院有限公司	1	5,208
上海环境工程技术有限公司	2	4,609

数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

快速拓展生活垃圾焚烧业务, 整合固废处置能力, 快速提升工程和运营业绩

发展垃圾焚烧有助于公司提升固废处理系统服务能力, 降低整体经营风险。公司发展垃圾焚烧, 与原有填埋业务形成了有效协同, 从而完善了静脉产业园项目的扩展能力, 整体提升固废处理全产业链的系统服务能力, 从单个固废项目向医废、污泥、危废等静脉产业园项目扩展, 从而提升拿单能力, 提高效率,

降低成本。同时，在修复、填埋等传统业务已具备龙头属性的基础上，实施多元化战略，发展垃圾焚烧不但可以提升短期工程业绩，还可以增加公司的运营型资产及收入，既能带来新的利润增长点，又能保持现金流的稳定性和可预见性，降低公司整体经营风险。

公司垃圾焚烧技术先进。在焚烧的专业技术方面，公司的第三代蓝色焚烧技术体系涵盖生物干化预处理、水冷炉排焚烧、二噁英催化分解、垃圾焚烧协同处置等各个环节，可针对不同项目提供最适宜的解决方案，加强透明度与安全指标管理，使焚烧中的各项指标达到欧盟标准。

公司大力开拓垃圾焚烧发电项目，日处理规模达 8800 吨。公司进入生活垃圾焚烧发电行业较晚，但目前在手垃圾焚烧发电项目 11 个，日处理规模达到 8,800 吨/日。其中内江城乡生活垃圾处理项目合同总金额 22.5 亿元，包含生活垃圾收集运输到焚烧填埋处置全过程，涉及转运站、填埋场、焚烧发电厂等十余个项目的建设实施，处置种类涵盖生活垃圾、餐厨垃圾、市政污泥等，是公司首个城乡一体化的生活垃圾处理项目。

公司当前大力推进垃圾焚烧项目建设，持续开拓垃圾焚烧发电优质项目，同时提升与其他项目的协同发展，提高效率，降低成本。公司注重将垃圾焚烧系统与其他工业固废协同处置，如市政污泥协同处置和餐厨垃圾协同处置，通过焚烧处理实现其资源化利用，将能够焚烧利用的部分转化为热能，减少其他固废处理的投资和污染问题，达到节约投资、节省占地及成本、同时实现减量化和资源化的目的。

垃圾焚烧发电厂 BOT 建设有助快速提升公司业绩，运营收入逐渐提升。公司在手的垃圾焚烧发电项目，除泗洪项目为外包不确认建设工程收入外，其他项目均采用 BOT 投资自建模式，确认建设期工程收入，2019 年多个项目全面开工，工程收入有望实现快速增长。而且，随着泗洪、贺州和顺义项目的投运，公司 2019 年生活垃圾焚烧运营收入将有显著提升，随着在建项目的投运，公司运营资产将再迈上一个台阶。

表 17: 公司在手生活垃圾焚烧项目进度

	项目名称	处理能力(吨/日)	一期总投资额(亿元)	投产时间
运营项目(3个)	泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	一期 500, 二期规划 300	2.65	2018 年四季度
	贺州市生活垃圾焚烧发电厂项目	一期 500, 二期规划 400	2.62	2019 年一季度
	顺义生活垃圾处理中心——焚烧二期工程	700	-	2019 年一季度
在建项目(4个)	和田市生活垃圾焚烧发电厂项目	一期 1000, 二期规划 500	5.54	2019 年四季度
	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理项目	一期 1000, 二期规划 500	6.72	2019 年四季度
	岳阳市生活垃圾焚烧发电项目	一期 1200, 二期规划 800	6	2019 年四季度
	天津市静海区新能源环保发电项目	一期 1000, 总规模规划 1500	7.9	
前期手续(4个)	新沂市生活垃圾处理项目	800	4	
	临邑县生活垃圾处理项目	800	4	
	荆门市中心城区生活垃圾焚烧处置项目	700	5.2	
	内江城乡生活垃圾处理项目	一期 600, 二期规划 300	4.6	
	合计	一期规模合计: 8800	总计: 49.2	

数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们将公司业务分为三大块，分别根据在手订单和项目的情况进行预测。

● 土壤修复业务维持高增长

土壤修复得益于所处行业在近三年以 40%+符合增长率快速增长，公司龙头地位明显，市场集中度稳中有升。因为土壤项目的周期较快，通常订单在 6-16 个月内就可转化为收入。根据目前公司在 2018 年拿到的土壤修复订单(20.8 亿)和 2019 年预计拿单(28 亿)情况，我们给予板块 19-21 年收入增长 70%/35%/32% 的预测。

● 生活垃圾焚烧项目全面开工建设

公司生活垃圾焚烧发电业务得益于在手项目的全面开工及投运，近三年工程和运营收入快速增长。

根据公司当前的项目开工进度情况，我们预计了 19-21 年公司垃圾焚烧发电厂的建设和投运情况，工程收入增长快速。此外，随着运营项目的增多，公司运营收入逐年提升，运营具有较高的毛利率，生活垃圾处置业务整体毛利率逐步提升。我们预计生活垃圾处理业务收入增长为 65%/25%/5%。

表 18: 公司垃圾焚烧发电厂进度预计

时间	预计投运垃圾焚烧发电厂(座)	预计在建垃圾焚烧发电厂(座)
2019 年	3	4
2020 年	6	4
2021 年	8	3

资料来源:国信证券经济研究所预测

● 危废业务继续推进改造扩产，业绩稳健提升

公司危废业务通过前期收购资产已快速形成一批稳定的运营资产，在接下来两年将逐步改造扩产，因出售浙江新德，19 年危废收入略减。我们预计公司危废运营业务收入增长分别为-5%/5%/5%，毛利率稳步小幅提升。

总体我们预期公司在 2019-2021 年收入增速分别为 37%/26%/19%，毛利率因运营资产比例的提升而小幅提升，费用率保持稳定，股份分配比率预期为 40%。

未来3年盈利预测

表 19: 公司各业务收入和毛利率预测表

报告期	2018	2019 E	2020 E	2021 E
环境修复				
收入	12.95	22.02	29.72	39.23
yoy	68.6%	70%	35%	32%
成本	9.04	15.63	21.01	27.66
毛利	3.91	6.38	8.71	11.57
毛利率(%)	30.19%	29.00%	29.30%	29.50%
固废处理处置 (按 2018 年新分类)				
其中: 生活垃圾处理				
收入	9.48	15.64	19.55	20.53
yoy	156.2%	65%	25%	5%
成本	7.40	12.23	15.15	15.71
毛利	2.08	3.41	4.40	4.82
毛利率(%)	21.9%	21.8%	22.50%	23.50%
其中: 危废处理处置				
收入	11.62	10.46	12.03	13.83
yoy	89.1%	-10%	15%	15%
成本	8.07	7.28	8.38	9.65
毛利	3.55	3.18	3.64	4.18
毛利率(%)	30.56%	30.40%	30.30%	30.20%
其中: 一般工业固废处理				
收入	1.10	1.05	1.10	1.15
yoy	62.3%	-5%	5%	5%
成本	0.86	0.82	0.86	0.90
毛利	0.24	0.23	0.24	0.25
毛利率(%)	22%	22%	22%	22%
其他				
收入	2.47	1.5	1.5	1.5
成本	2.34	1.4	1.4	1.4
毛利	0.14	0.08	0.08	0.08
毛利率(%)	5.36%	5%	5%	5%
总收入	37.62	50.66	63.90	76.24
yoy		34.7%	26.1%	19.3%
总成本	27.71	37.382	46.829	55.341
总毛利	9.92	13.28	17.07	20.90
总毛利率	26.4%	26%	27%	27%

资料来源: 国信证券经济研究所分析

表 20: 未来3年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3762	5066	6390	7625
营业成本	2771	3738	4683	5534
销售费用	81	111	141	168
管理费用	241	400	479	554
财务费用	103	149	177	193
营业利润	457	622	861	1121
利润总额	456	622	861	1121
归属于母公司净利润	325	448	617	803
EPS	0.49	0.68	0.93	1.22
ROE	12%	15%	19%	21%

资料来源: 国信证券经济研究所分析

按上述假设条件, 我们得到公司 19-21 年收入分别为 50.7/63.9/76.3 亿元, 归属母公司净利润 4.48/6.17/8.03 亿元, 利润年增速分别为 38.0%/37.7%/30.2%。

每股收益 19-21 年分别为 0.68/0.93/1.22 元。

盈利预测的敏感性分析

公司三项主要业务中，土壤修复行业增速高，公司业绩增速较为确定，危废业务则较为稳定，而生活垃圾固废处置业务业绩很大程度上与在建工程推进和新开工项目速度有很大关系。当前公司在手 11 个项目，其中三个试运营，四个在建，四个拟建。我们在上文对公司的垃圾焚烧项目进度进行了预测，由此推算出相应的板块业绩，若项目推进显著快于或慢于以上的预测，则会对公司业绩产生显著影响。

表 21：垃圾焚烧发电厂项目推进情景分析（乐观、中性、悲观）

		2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测	投运项目（个）	1	4	7	9
	在建项目（个）	3	5	4	2
生活垃圾处置业务营收（亿）		9.48	18.01	26.12	31.34
		156%	90%	45%	20%
营业收入(亿元)		38	53	70	87
(+/-%)		63.20%	41.07%	32.77%	23.55%
净利润(百万元)		324.62	500	700	900
(+/-%)		69.12%	54.03%	40.00%	28.57%
中性的预测	投运项目（个）	1	3	6	8
	在建项目（个）	3	4	4	3
生活垃圾处置业务营收（亿）		9.48	15.60	19.55	20.53
		156.2%	65.0%	25.0%	5.0%
营业收入(亿元)		37.62	50.66	63.90	76.24
(+/-%)		63.20%	34.66%	26.13%	19.32%
净利润(百万元)		324.62	448.08	616.92	803.08
(+/-%)		69%	38%	38%	30%
悲观的预测	投运项目（个）		3	5	6
	在建项目（个）		4	3	3
生活垃圾处置业务营收（亿）		9.48	13.75	16.50	17.32
		156.2%	45.0%	20.0%	5.0%
营业收入(亿元)		37.62	48.81	60.84	73.03
(+/-%)		63.20%	29.73%	24.66%	20.04%
净利润(百万元)		324.62	410.00	550.00	730.00
(+/-%)		69%	26.30%	34.15%	32.73%

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 17.7-23.7 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2018 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 20-23 倍 PE，当前环保板块估值中枢位置在 15-20 倍，虽然很多是 PPP 工程类公司拖累了整体估值水平，但市场尚无法给予运营类和优质工程类公司更高估值。

盈利预测的风险

公司生活垃圾固废处置业务业绩很大程度上取决于在建工程推进和新开工项目速度。我们对公司的垃圾焚烧项目进度进行了预测，但若项目推进显著低于我们的预测，则会出现公司盈利不及预期的风险。

政策和日常经营风险

公司所处行业是政策性非常强的行业，土壤修复行业受到政策推动影响较大，如果政策和资金支持不及当前市场的预期，则可能出现盈利不及预期的风险；危废行业受到近期化工园区爆炸案的影响整体监管加严，可能出现利润率下降和部分工厂因安全不合规而停产的风险。

财务风险

公司资产负债率为 66%尚处在合理区间，但因公司垃圾焚烧和危废改造项目都需要前期投资，公司资金需求大，债务和财务费用有继续升高的可能。公司已进行可转债发行，下一步将发行绿色债券，如果发行出现问题，则可能出现短期流动性的风险和财务费用上升吞噬利润的风险。

其它风险

主要股东减持股份，股价波动风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	677	700	700	700	营业收入	3762	5066	6390	7625
应收款项	510	833	1050	1253	营业成本	2771	3738	4683	5534
存货净额	2031	3005	3732	4395	营业税金及附加	17	25	29	36
其他流动资产	314	253	434	512	销售费用	81	111	141	168
流动资产合计	3532	4792	5917	6860	管理费用	241	400	479	554
固定资产	722	1701	2435	2734	财务费用	103	149	177	193
无形资产及其他	2400	2304	2208	2112	投资收益	50	30	30	30
投资性房地产	1286	1286	1286	1286	资产减值及公允价值变动	(50)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	545	625	705	785	其他收入	(92)	0	0	0
资产总计	8486	10708	12551	13777	营业利润	457	622	861	1121
短期借款及交易性金融负债	1645	1705	2141	2228	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	1386	1853	2301	2710	利润总额	456	622	861	1121
其他流动负债	678	1222	1519	1640	所得税费用	59	76	108	141
流动负债合计	3708	4780	5961	6578	少数股东损益	72	99	136	178
长期借款及应付债券	1674	2474	2674	2674	归属于母公司净利润	325	448	617	803
其他长期负债	54	74	94	114					
长期负债合计	1727	2547	2767	2787	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5436	7327	8729	9365	净利润	325	448	617	803
少数股东权益	361	420	502	609	资产减值准备	35	64	44	29
股东权益	2689	2960	3320	3804	折旧摊销	80	203	267	319
负债和股东权益总计	8486	10708	12551	13777	公允价值变动损失	50	50	50	50
					财务费用	103	149	177	193
关键财务与估值指标					营运资本变动	(148)	(141)	(315)	(366)
每股收益	0.49	0.68	0.93	1.22	其它	9	(5)	38	78
每股红利	0.19	0.27	0.39	0.48	经营活动现金流	351	619	701	913
每股净资产	4.07	4.48	5.03	5.76	资本开支	(190)	(1200)	(1000)	(600)
ROIC	12%	12%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	15%	19%	21%	投资活动现金流	(268)	(1280)	(1080)	(680)
毛利率	26%	26%	27%	27%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	17%	16%	17%	17%	负债净变化	605	0	0	0
EBITDA Margin	19%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(125)	(177)	(257)	(320)
收入增长	63%	35%	26%	19%	其它融资现金流	(723)	60	436	87
净利润增长率	69%	38%	38%	30%	融资活动现金流	240	683	379	(233)
资产负债率	68%	72%	74%	72%	现金净变动	322	23	0	0
息率	1.9%	2.7%	3.9%	4.8%	货币资金的期初余额	355	677	700	700
P/E	20.3	14.7	10.7	8.2	货币资金的期末余额	677	700	700	700
P/B	2.5	2.2	2.0	1.7	企业自由现金流	309	(443)	(122)	520
EV/EBITDA	16.4	14.0	11.6	9.7	权益自由现金流	191	(514)	159	438

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032