高能环境（603588）2019 年三季报点评

固废项目稳步前行，精细化管理提效现成效，修复行业政策不断完善未来仍可期

强推（维持）

目标价：13.1 元

当前价：10.09 元

事项：

- 公司发布 2019 年三季报，2019Q1-Q3 实现营收 31.7 亿元，同比增长 41.9%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 30.1%。其中 Q3 营业收入 10.9 亿元，同比增长 27.0%，单季归母净利润 1.1 亿元，同比增长 22.2%。

评论：

- **各板块稳步推进，运营收入占比提升使毛利率环比改善。**公司 2019Q3 各业务板块正常推进收入仍维持高增，由于垃圾焚烧项目建设推进且前期多个项目进入前期运营期，对应盈利能力相对较低，因此阶段性拉低公司 Q1-Q3 综合毛利率，同比下降 7.1pct 至 23.2%。但由于运营收入提升至 7.2 亿元，其占比进一步环比提升 1.5pct 至 22.6%，因此 Q3 单季毛利率 24.3%，较 H1 的 22.6%水平有所提升。
- **管理提效，费用和现金流持续优化。**公司 2019 年以来在费用管控方面体现显著，2019Q1-Q3 销售、管理（含研发）、财务费用率均同比下降 0.9、2.1、0.2pct，Q3 单季度各项费用率同样保持稳中趋降的水平，虽然 Q1-Q3 净利润率同比下降 1.9pct 至 11.3%，但 Q3 单季 11.7%的净利润率（同比-0.3pct）已经与上年同期保持同一水平。**现金流仍不断优化，**公司 2019Q3 经营性现金流同比大幅增长 160%至 2.2 亿元，自 2018 年起公司现金流和回款不断优化，精细化管理下公司费用现金流双改善仍为未来扩张打下坚实基础。
- **新增订单略有放缓，在手订单相对充足保增长。**2019Q3 单季度**土壤修复**订单新增 1.3 亿元；**生活垃圾处理**新增 1.0 亿元；**一般工业固废**新增订单 0.6 亿元。截至 Q3 期末公司在手订单金额共计 125.82 亿元，其中已履行 38.39 亿元，尚可履行 87.43 亿元。其中**土壤修复**我们根据公司历史新增订单情况和当年收入确认比例测算，2018 年末公司在手未执行土壤修复订单约 21 亿元，较为充裕的订单仍能够保障公司 2019-2020 年的土壤业务增长。**垃圾焚烧**方面，公司泗洪、贺州各 500 吨/日项目已经投运，根据 Q3 发电量 1484、1341 万千瓦时的发电量和假设约 330 度/吨的吨发电量倒推，两项目产能利用率均达 90%以上，项目投运后产能释放良好。
- **Q3 修复政策持续推出，行业由粗向细快速推进。**当前土壤修复行业的重心逐步向工业场地转移，Q3 以来又有广东、河北等地出台工业用地修复名录，且上海等对土壤修复的细节政策同样不断出台，行业高速发展的同时更高标准的操作也逐步开始在先进地区推行。公司作为行业龙头，尽管新增订单增速略有放缓，但重质量、严把控的项目拓展模式有望在当前趋势下获得更长远的发展。
- **投资建议：**考虑到公司新增订单增速略缓，我们略下调公司 2019-2021 年归母净利润至 4.2、5.7 和 7.1 亿元（前值为 4.4、6.0 和 7.6 亿元），对应 PE 为 16、12、9 倍。当前公司在手订单充裕，未来业绩值得期待，对标行业按三大业务分部给予公司 21 倍估值，对应目标价 13.1 元，维持“强推”评级。
- **风险提示：**工程进度不及预期；政策推进不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	3,762	5,070	6,393	7,681
同比增速(%)	63.2%	34.8%	26.1%	20.2%
净利润(百万)	325	422	525	658
同比增速(%)	69.1%	29.9%	24.6%	25.2%
每股盈利(元)	0.48	0.63	0.78	0.98
市盈率(倍)	21	16	13	10
市净率(倍)	2	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 10 月 17 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：庞天一
电话：010-63214659
邮箱：pangtianyi@hcyjs.com
执业编号：S0360518070002

联系人：黄秀杰
电话：021-20572561
邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

联系人：王兆康
电话：010-66500855
邮箱：wangzhaokang@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	67,402
已上市流通股(万股)	66,834
总市值(亿元)	68.01
流通市值(亿元)	67.44
资产负债率(%)	67.6
每股净资产(元)	4.6
12 个月内最高/最低价	12.47/7.53

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《高能环境（603588）深度研究报告：土壤修复今非昔比领衔增长，大固废全面推进——业绩稳定性和成长性的讨论》 2019-05-24

《高能环境（603588）2019 年中报业绩预告点评：稳步前行符合预期，土壤修复市场长短期看点兼具》 2019-07-12

《高能环境（603588）2019 年中报点评：现金流出色，业绩超预期》 2019-08-28

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	677	1,883	1,605	2,236
应收票据	17	25	32	38
应收账款	261	348	407	489
预付账款	242	329	377	452
存货	2,031	2,258	2,829	3,393
其他流动资产	304	411	517	622
流动资产合计	3,532	5,254	5,767	7,230
其他长期投资	639	854	1,072	1,284
长期股权投资	545	545	545	545
固定资产	663	679	735	832
在建工程	59	513	932	1,139
无形资产	2,400	3,070	3,793	4,139
其他非流动资产	648	648	647	646
非流动资产合计	4,954	6,309	7,724	8,585
资产合计	**8,486**	**11,563**	**13,491**	**15,815**
短期借款	1,645	1,845	2,045	2,245
应付票据	221	300	376	451
应付账款	1,165	1,582	1,982	2,377
预收款项	272	367	463	556
其他应付款	156	156	156	156
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	250	277	291	302
流动负债合计	3,709	4,527	5,313	6,087
长期借款	1,009	3,009	4,209	5,009
应付债券	665	665	0	0
其他非流动负债	53	20	20	20
非流动负债合计	1,727	3,694	4,229	5,029
负债合计	**5,436**	**8,221**	**9,542**	**11,116**
归属母公司所有者权益	2,689	2,862	3,321	3,885
少数股东权益	361	480	628	814
所有者权益合计	**3,050**	**3,342**	**3,949**	**4,699**
负债和股东权益	**8,486**	**11,563**	**13,491**	**15,815**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	456	941	930	1,185
现金收益	581	909	1,207	1,521
存货影响	-428	-228	-571	-564
经营性应收影响	-293	-222	-149	-189
经营性应付影响	433	591	571	564
其他影响	163	-110	-129	-146
投资活动现金流	-1,398	-1,395	-1,520	-1,045
资本支出	-1,403	-1,396	-1,520	-1,045
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	4	1	0	0
融资活动现金流	1,264	1,660	312	491
借款增加	1,383	2,200	735	1,000
财务费用	-125	-211	-121	-152
股东融资	2	0	0	0
其他长期负债变化	4	-329	-302	-357

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,762	5,070	6,393	7,681
营业成本	2,771	3,764	4,715	5,656
营业税金及附加	17	23	29	34
销售费用	81	106	128	138
管理费用	358	482	582	668
财务费用	103	113	211	281
资产减值损失	50	40	35	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	50	60	60	70
其他收益	18	20	20	20
营业利润	457	623	774	969
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	3	3	1	1
利润总额	456	621	774	969
所得税	59	80	100	125
净利润	397	541	674	844
少数股东损益	72	119	149	186
归属母公司净利润	325	422	525	658
NOPLAT	486	639	857	1,088
EPS(摊薄)（元）	0.48	0.63	0.78	0.98

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	63.2%	34.8%	26.1%	20.2%
EBIT 增长率	59.4%	31.4%	34.1%	27.0%
归母净利润增长率	69.1%	29.9%	24.6%	25.2%
获利能力				
毛利率	26.4%	25.8%	26.2%	26.4%
净利率	10.5%	10.7%	10.5%	11.0%
ROE	10.6%	12.6%	13.3%	14.0%
ROIC	11.2%	10.1%	11.7%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	64.1%	71.1%	70.7%	70.3%
债务权益比	110.6%	165.7%	158.8%	154.8%
流动比率	95.2%	116.1%	108.5%	118.8%
速动比率	40.5%	66.2%	55.3%	63.0%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	19	22	21	21
应付账款周转天数	130	131	136	139
存货周转天数	236	205	194	198
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.63	0.78	0.98
每股经营现金流	0.68	1.40	1.38	1.76
每股净资产	3.99	4.25	4.93	5.76
估值比率				
P/E	21	16	13	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	21	13	10	8

资料来源：公司公告，华创证券预测

环保与公用事业组团队介绍

组长、高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王兆康

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500