

## 公司研究

环保/土壤污染治理

|           |         |
|-----------|---------|
| 投资评级      | 买入      |
| 评级变动      | 首次评级    |
| 总股本       | 3.31 亿股 |
| 流通股本      | 2.43 亿股 |
| EPS (TTM) | 0.35 元  |
| 每股净资产     | 5.58 元  |
| 当前股价      | 29.49 元 |
| 目标价       | 40.5 元  |

注：上述财务数据截止报告发布日

长城国瑞证券研究所

分析师：

刘宾

lb@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120001

联系电话：0592-5169081

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5160876

地址：厦门市莲前西路2号

莲富大厦17楼

主要财务数据及预测

| 会计年度            | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)       | 1018.43 | 1364.00 | 1966.65 | 2663.30 |
| 增长率(%)          | 31.15%  | 33.93%  | 44.18%  | 35.42%  |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 106.39  | 157.70  | 267.84  | 373.65  |
| 增长率(%)          | -7.93%  | 48.24%  | 69.84%  | 39.51%  |
| EPS—最新股本摊薄(元)   | 0.32    | 0.48    | 0.81    | 1.13    |
| 销售毛利率           | 29.35%  | 29.54%  | 31.99%  | 32.52%  |
| 净资产收益率(ROE)     | 5.86%   | 8.09%   | 12.31%  | 14.99%  |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

### 高能环境(603588)

#### ——潜行土壤环境修复20载，厚积薄发可期

##### 主要观点：

◆高能环境前身为中科院高能物理研究所衬垫工程处，成立于1992年，经历20多年技术与人才的积累，目前已成为土壤环境污染“防”“治”领域的领先企业之一。

◆我国土壤污染总体不容乐观，在2014年《全国土壤污染状况调查公报》发布后，土十条依然将“开展土壤污染调查，掌握土壤环境质量状况”作为首要任务。土壤污染治理的序幕才刚刚开启。

◆高能环境在土壤修复领域的技术研发能力和人才储备处于行业领先地位，经营管理层共持有34.95%股份，股权激励对象覆盖范围较广，企业发展愿景与途径清晰，凝聚力强。

◆公司目前订单饱满，能保障公司业绩增长。2016年中标PPP项目已经超过50亿，远超去年水平，其中岳阳市静脉产业园PPP项目，预估总投资30亿元，说明公司在固废治理领域的综合服务能力和获认可，具备拿大订单的实力。

##### 投资建议：

预计公司2016-2018年EPS为0.48元、0.81元、1.13元。“土十条”政策出台对土壤环境治理具有催化作用，我们认为行业领先企业将有望率先受益，且公司已有充足的订单，业绩增长确定性高。因此，我们首次关注高能环境，给予“买入”评级，目标价40.5元，对应2017年50倍PE。

**风险提示：**应收款项不能按期收回的风险；业务扩张导致资产负债结构和偿债能力发生变化的风险等。



## 目 录

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>1 公司概况</b> .....         | <b>3</b>  |
| 1.1 公司主营业务情况 .....          | 3         |
| 1.2 公司行业地位 .....            | 4         |
| <b>2 土壤环境修复市场空间广阔</b> ..... | <b>6</b>  |
| 2.1 我国土壤污染总体不容乐观 .....      | 6         |
| 2.2 “土十条” 出台将开启土壤环境治理 ..... | 7         |
| <b>3 蓄势待发高增长</b> .....      | <b>9</b>  |
| 3.1 优秀的经营管理团队 .....         | 9         |
| 3.2 股权激励形成强大的凝聚力 .....      | 9         |
| 3.3 订单饱满保障增长 .....          | 10        |
| <b>4 盈利预测与评级</b> .....      | <b>11</b> |
| 4.1 基本假设 .....              | 11        |
| 4.2 盈利预测 .....              | 11        |
| 4.3 投资评级 .....              | 11        |
| <b>5 风险提示</b> .....         | <b>12</b> |



## 1 公司概况

### 1.1 公司主营业务情况

公司是国内最早专业从事环境污染防治技术研究和应用的高新技术企业之一，成立于1992年，前身为中科院高能物理研究所衬垫工程处。公司主营业务为环境修复、城市环境和工业环境三大板块，具体细分领域涵盖土壤修复、地下水修复、垃圾焚烧、危废、医废、工业固废、工业废水、污泥处置等。

2016年起，公司进一步将环境修复、危废处置、垃圾焚烧三大领域作为核心领域，工业废水、医废、污泥等作为重点领域，致力于成为全球领先的环境系统服务提供商。

图表 1 高能环境主营业务结构

| 业务类别 | 2015 年        |               |            | 2014 年        |               |            |
|------|---------------|---------------|------------|---------------|---------------|------------|
|      | 营业收入<br>(百万元) | 营业利润<br>(百万元) | 毛利率<br>(%) | 营业收入<br>(百万元) | 营业利润<br>(百万元) | 毛利率<br>(%) |
| 城市环境 | 327.29        | 91.34         | 27.91      | 402.33        | 126.14        | 31.35      |
| 工业环境 | 343.75        | 85.98         | 25.01      | 213.01        | 65.72         | 30.85      |
| 环境修复 | 347.39        | 121.60        | 35.00      | 161.17        | 55.84         | 34.64      |

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

环境修复业务板块，受益于环境修复市场需求的释放，公司在该领域积累的品牌影响力和市场竞争力逐步体现。2015年公司新增订单的数量、金额和当年实现的收入相比上年同期均有了大幅度增长，并且在重大环保事件中承接了相关的环境修复项目或工程。如公司为内蒙古腾格里沙漠污染事件承接的中卫市中卫工业园区氧化塘现存废水集中处理项目和阿拉善腾格里经济技术开发区旧区工业废弃地及芒硝湖综合修复治理工程项目；为天津滨海新区大爆炸事件承接的天津港爆炸事故某冷库冷藏肉填埋场项目；为江苏靖江毒地事件承接的靖江市马桥镇原侯河石油化工厂场地环境综合治理工程等。

2016年上半年，公司继续拓展环境修复业务，承接了苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理工程，合同金额2.59亿，约合2015年主营业务收入25.4%。公司还通过参股源洁高能参与淮安市白马湖上游九条中小河道整治及生态修复工程PPP项目。

城市环境业务板块，重点在垃圾处理领域。2015年公司在生活垃圾焚烧领域实现了零的突破，落实签订了江苏泗洪、广西贺州、黑龙江鹤岗、新疆和田及吉林农安等五个城



市垃圾焚烧项目。2015 年公司新增城市环境订单 22.22 亿，2014-2015 年累积新增订单 30.46 亿。2016 年 7 月，公司中标濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目，将建设一座垃圾处理规模为日处理 1500 吨的生活垃圾焚烧厂，预计总投资 7.5 亿元。

工业环境板块，2015 年主营业务收入同比有较大增长，重点在于工业园区的综合治理和危险废物的处置。工业园区方面，宁东能源化工基地煤化工园区、阜康市固废综合处置静脉园、内蒙古独贵塔拉工业园、榆神工业区清水工业园等多个项目相继开工；危废处置方面，公司已在 2015 年开展了对项目的甄别、筛选、调查和谈判，储备了大量的项目。

图表 2 高能环境新增订单业务类型

| 项目   | 2015 年（亿元） | 2014 年（亿元） | 变动比例（%） |
|------|------------|------------|---------|
| 环境修复 | 4.41       | 1.39       | 217.71  |
| 城市环境 | 22.22      | 8.24       | 169.70  |
| 工业环境 | 3.35       | 18.92      | -82.28  |
| 合计   | 29.98      | 28.54      | 5.05    |

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

## 1.2 公司行业地位

公司是目前土壤污染治理行业的领军企业之一，技术水平始终处于行业的领先地位。公司所拥有的多项专利与专有技术已成功应用于近百个国内外重点工程建设项目，并编入多个国家与行业的技术、建设与污染控制标准。公司已经主编 3 项行业标准，参编 22 项国家级行业标准。

公司也是 A 股中场地污染修复领域的稀缺品种。在中国环境修复产业联盟的污染场地修复从业单位推荐名录中，公司是目前唯一一家同时入选调查评估、修复方案设计、修复工程实施领域推荐名录的上市公司。

国内土壤修复行业起步较晚，专业型公司较少，技术研发能力、技术团队、管理团队、专业施工经验、质量控制能力等构成行业较高的准入门槛，并且需要较高的资金门槛，这就决定了土壤修复企业的数量无法在短期内快速增长。像高能环境一样的专业型公司将在较长的一段时期内受益于行业需求的高成长。



图表 3 中国环境修复产业联盟污染场地调查评估修复从业单位推荐名录

| 污染场地调查评估修复从业单位推荐名录   |                   |                   |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 调查评估（28 家）           | 修复方案设计（21 家）      | 修复工程实施（13 家）      |
| 北京高能时代环境技术股份有限公司     | 北京高能时代环境技术股份有限公司  | 北京高能时代环境技术股份有限公司  |
| 上海达恩贝拉环境科技发展有限公司     | 中节能六合天融环保科技有限公司   | 上海岩土工程勘察设计研究院有限公司 |
| 上海岩土工程勘察设计研究院有限公司    | 中环循（北京）环境技术中心     | 中节能六合天融环保科技有限公司   |
| 广东科诺勘测工程有限公司         | 中国环境科学研究院         | 北京生态岛科技有限责任公司     |
| 中环循（北京）环境技术中心        | 中国科学院地理科学与资源研究所   | 北京市勘察设计研究院有限公司    |
| 中国环境科学研究院            | 北京市环境保护科学研究院      | 北京矿冶研究总院          |
| 中国科学院地理科学与资源研究所      | 北京市勘察设计研究院有限公司    | 北京金隅红树林环保技术有限责任公司 |
| 北京中地泓科环境科技有限公司       | 北京宜为凯姆环境技术有限公司    | 北京建工环境修复股份有限公司    |
| 北京市环境保护科学研究院         | 北京建工环境修复股份有限公司    | 永清环保股份有限公司        |
| 北京市勘察设计研究院有限公司       | 永清环保股份有限公司        | 武汉中地时代生态环境科技有限公司  |
| 北京建工环境修复股份有限公司       | 江苏省环境科学研究院        | 武汉都市环保工程技术股份有限公司  |
| 江苏省环境科学研究院           | 环境保护部环境规划院        | 河北煜环环保科技有限公司      |
| 江苏润环环境科技有限公司         | 武汉市环境保护科学研究院      | 湖南凯天重金属污染治理工程有限公司 |
| 安徽省四维环境工程有限公司        | 武汉都市环保工程技术股份有限公司  |                   |
| 环境保护部环境规划院           | 杭州市固体废物处理有限公司     |                   |
| 武汉市环境保护科学研究院         | 河北圣洁环境生物科技工程有限公司  |                   |
| 英环（上海）咨询有限公司         | 河北煜环环保科技有限公司      |                   |
| 杭州利环环境技术有限公司         | 绍兴益壤环保科技有限公司      |                   |
| 河北圣洁环境生物科技工程有限公司     | 轻工业环境保护研究所        |                   |
| 河北省众联能源环保科技有限公司      | 美华环境工程（上海）有限公司    |                   |
| 河北煜环环保科技有限公司         | 湖南凯天重金属污染治理工程有限公司 |                   |
| 河南省郑州地质工程勘察院         |                   |                   |
| 绍兴益壤环保科技有限公司         |                   |                   |
| 轻工业环境保护研究所           |                   |                   |
| 重庆市地质矿产勘查开发局 205 地质队 |                   |                   |
| 美华环境工程（上海）有限公司       |                   |                   |
| 高达（上海）工程咨询有限公司       |                   |                   |
| 浙江环龙环境保护有限公司         |                   |                   |

数据来源：中国环境修复产业联盟，长城国瑞证券研究所

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

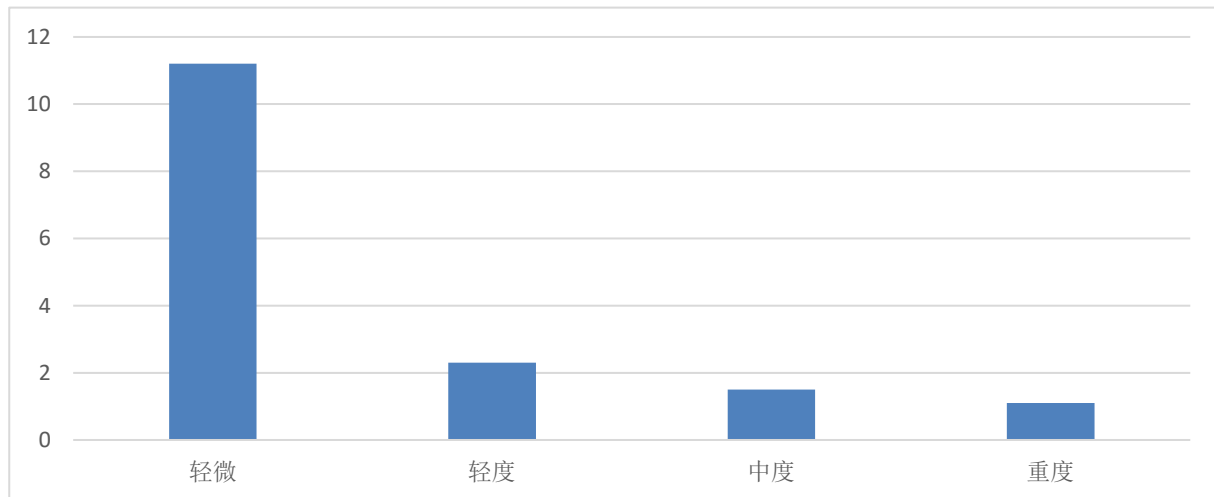


## 2 土壤环境修复市场空间广阔

### 2.1 我国土壤污染总体不容乐观

我国对于土壤污染的关注起步较晚。2005 年 4 月至 2013 年 12 月，我国开展了首次全国土壤污染状况调查，实际调查面积约 630 万平方公里，调查点位覆盖全部耕地，部分林地、草地、未利用地和建设用地。据 2014 年 4 月公布的《全国土壤污染状况调查公报》显示，全国土壤环境状况总体不容乐观，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。全国土壤总的超标率为 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%。

图表 4 全国土壤点位超标率 (%)



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



图表 5 全国土壤点位超标率 (%)

| 土壤环境         | 超标点位占比 (%) | 涉及行业   | 主要污染物  |
|--------------|------------|--|--|
| 重污染企业用地      | 19.4       | 黑色金属、有色金属、皮革制品、造纸、石油煤炭、化工医药、化纤橡塑、矿物制品、金属制品、电力等 |  |
| 工业废弃地        | 34.9       | 化工业、矿业、冶金业等                                    | 为锌、汞、铅、铬、砷和多环芳烃                                      |
| 工业园区         | 29.4       | 冶金、化工  | 金属冶炼类工业园区及其周边土壤主要污染物为镉、铅、铜、砷和锌，化工类园区及周边土壤的主要污染物为多环芳烃 |
| 固体废物集中处理处置场地 | 21.3       |  | 以无机污染为主，垃圾焚烧和填埋场有机污染严重                               |
| 采油区          | 23.6       |  | 石油烃和多环芳烃   |
| 采矿区          | 33.4       |  | 镉、铅、砷和多环芳烃   |
| 污水灌溉区        | 26.4       |  | 镉、砷和多环芳烃   |
| 干线公路两侧       | 20.3       |  | 铅、锌、砷和多环芳烃   |

数据来源：全国土壤污染状况调查公报，长城国瑞证券研究所

## 2.2 “土十条” 出台将开启土壤环境治理的序幕

2016年5月31日国务院发布《土壤污染防治行动计划》，即“土十条”。“土十条”明确了土壤污染治理的工作目标是：从短期看，到2020年，要初步遏制全国土壤污染加重趋势，保持土壤环境质量总体稳定，基本保障农用地和建设用地土壤环境安全，基本管控土壤环境风险；从长远看，到2030年，全国土壤环境质量稳中向好，农用地和建设用地土壤环境安全得到有效保障，土壤环境风险得到全面管控。到本世纪中叶，土壤环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。土十条的发布，真正开启了全国土壤环境治理的序幕。

土十条强化了政府的主导作用，明确地方政府主体责任，实施目标责任制，并由环保部牵头组织严格的评估考核，进一步落实中央全面深化改革领导小组对环境保护“党政同责”和“一岗双责”的要求，对领导干部造成生态受损构成犯罪的，要依法追究刑事责任，已经调离、提拔或者退休的，也要终身追究责任。



图表6 《土壤污染防治行动计划》第十条内容

| 目标要求              | 责任分工   | 具体内容   |
|-------------------|--|--|
| <b>明确地方政府主体责任</b> | 环境保护部牵头，国家发展改革委、财政部、国土资源部、住房城乡建设部、农业部等参与                       | 地方各级人民政府是实施本行动计划的主体，要于2016年底前分别制定并公布土壤污染防治工作方案，确定重点任务和工作目标。要加强组织领导，完善政策措施，加大资金投入，创新投融资模式，强化监督管理，抓好工作落实。各省（区、市）工作方案报国务院备案。  |
| <b>加强部门协调联动</b>   | 环境保护部牵头，国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、财政部、国土资源部、住房城乡建设部、水利部、农业部、国家林业局等参与 | 建立全国土壤污染防治工作协调机制，定期研究解决重大问题。各有关部门要按照职责分工，协同做好土壤污染防治工作。环境保护部要抓好统筹协调，加强督促检查，每年2月底前将上年度工作进展情况向国务院报告。  |
| <b>落实企业责任</b>     | 环境保护部牵头，工业和信息化部、国务院国资委等参与                                      | 有关企业要加强内部管理，将土壤污染防治纳入环境风险防控体系，严格依法依规建设和运营污染治理设施，确保重点污染物稳定达标排放。造成土壤污染的，应承担损害评估、治理与修复的法律责任。逐步建立土壤污染治理与修复企业行业自律机制。国有企业特别是中央企业要带头落实。   |
| <b>严格评估考核</b>     | 环境保护部牵头，中央组织部、审计署参与  | 实行目标责任制。2016年底前，国务院与各省（区、市）人民政府签订土壤污染防治目标责任书，分解落实目标任务。分年度对各省（区、市）重点工作进展情况进行评估，2020年对本行动计划实施情况进行考核，评估和考核结果作为对领导班子和领导干部综合考核评价、自然资源资产离任审计的重要依据。   |
|                   | 财政部牵头，环境保护部参与  | 评估和考核结果作为土壤污染防治专项资金分配的重要参考依据。  |
|                   | 环境保护部牵头，中央组织部、监察部参与  | 对年度评估结果较差或未通过考核的省（区、市），要提出限期整改意见，整改完成前，对有关地区实施建设项目环评限批；整改不到位的，要约谈有关省级人民政府及其相关部门负责人。对土壤环境问题突出、区域土壤环境质量明显下降、防治工作不力、群众反映强烈的地区，要约谈有关地市级人民政府和省级人民政府相关部门主要负责人。对失职渎职、弄虚作假的，区分情节轻重，予以诫勉、责令公开道歉、组织处理或党纪政纪处分；对构成犯罪的，要依法追究刑事责任，已经调离、提拔或者退休的，也要终身追究责任。 |

资料来源：《土壤污染防治行动计划》，长城国瑞证券研究所



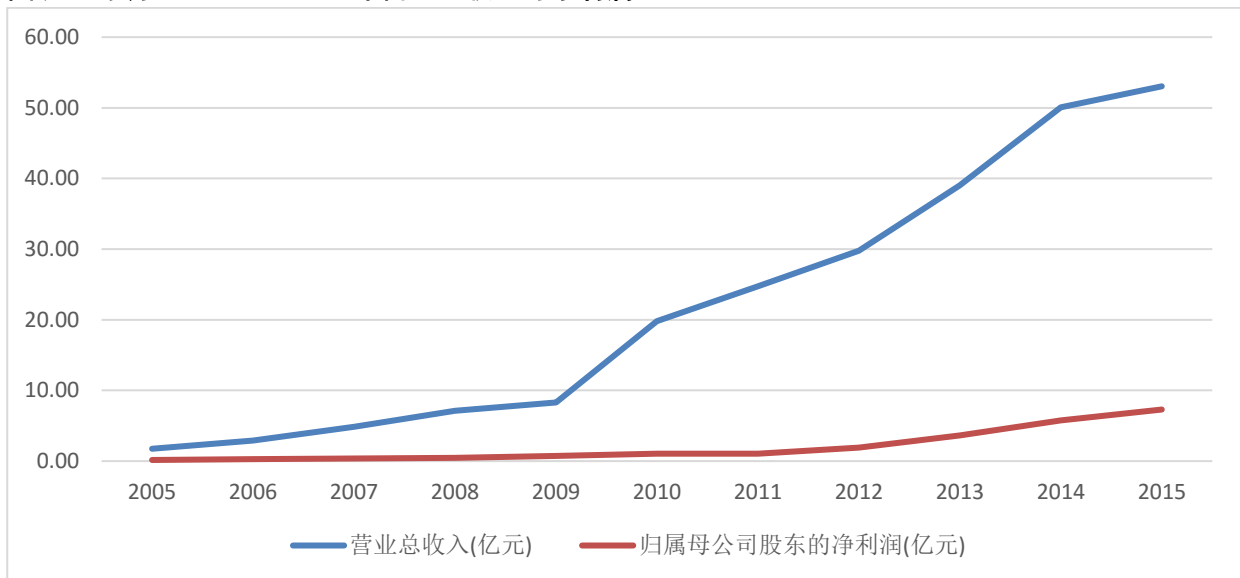


### 3 蓄势待发高增长

#### 3.1 优秀的经营管理团队

高能环境董事长、实际控制人李卫国先生 2001 年至今任公司董事长, 现兼任东方雨虹董事长。李卫国先生 1995 年创办长沙长虹建筑防水工程有限公司, 1998 年至今任东方雨虹董事长, 东方雨虹 2005 年至 2015 年营业总收入由 1.75 亿增长至 53.04 亿, 净利润由 0.16 亿元增长至 7.3 亿元, 十年之间分别增长了 30.3 倍、45.6 倍。

图表 7 东方雨虹 2005-2015 年营业总收入与净利润



资料来源：东方雨虹公告，长城国瑞证券研究所

#### 3.2 股权激励形成强大的凝聚力

2015 年年报显示, 高能环境经营管理团队共计持有公司 34.95% 股份, 除实际控制人持有的 22.53% 外, 其余高管持有 12.43%。

2016 年 4 月份公司实施股权激励计划, 进一步提高员工凝聚力, 共向 190 名激励对象授予 428.5 万 (占总股本 2.65%) 股限制性股票, 授予对象包括公司核心高管和中高层管理人员、核心技术、业务骨干、资深优秀员工 190 人, 超过公司员工总数 1/4。股权激励授予价格为 28.36 元/股, 对应除权后价格 14.13 元/股, 解锁业绩为: 以 2015 年为基准, 2016 和 2017 年的净利润增长率分别不低于 30% 和 60%, 2018 和 2019 年净利润增长率的算术平均值不低于 105%。



图表 8 高能环境经营管理团队

| 姓名  | 职务       | 持股比例 (%) | 学历 | 出生年份 |
|-----|----------|----------|----|------|
| 李卫国 | 董事长      | 22.52%   | 本科 | 1965 |
| 刘泽军 | 副董事长     | 6.07%    | 本科 | 1966 |
| 陈望明 | 总经理,董事   | 1.11%    | 硕士 | 1967 |
| 凌锦明 | 董事会秘书,董事 | 0.56%    | 本科 | 1974 |
| 文爱国 | 副总经理     | 0.93%    | 高中 | 1966 |
| 赵欣  | 副总经理     | 0.50%    | 大专 | 1964 |
| 齐志奇 | 副总经理     | 0.32%    | 本科 | 1970 |
| 刘力奇 | 副总经理     |          | 本科 | 1960 |
| 吴秀姣 | 财务总监     |          | 本科 | 1970 |

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

### 3.3 订单饱满保障增长

公司 2013-2015 年新增订单分别为 15.62 亿元、28.54 亿元、29.98 亿元。2016 年以来，公司参与的淮安市白马湖上游九条中小河道整治及生态修复工程 PPP 项目金额达 10 亿元；签署苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理项目，金额达 2.59 亿元；中标濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目，预估总投资 7.5 亿元；中标岳阳市静脉产业园 PPP 项目，预估总投资 30 亿元；累积中标项目已超过 50 亿元，远超 2015 年水平。饱满的订单将支撑公司未来的业绩增长。

公司的工程结算模式导致应收账款、工程施工余额以及长期应收款金额较大，且持续增长，也能够说明公司业务正处于快速增长期。

图表 9 高能环境项目资金占用情况(百万元)

| 项目     | 2016 年一季度 | 2015 年   | 2014 年   | 2013 年 |
|--------|-----------|----------|----------|--------|
| 应收账款   | 102.99    | 109.23   | 93.21    | 85.40  |
| 无形资产   | 293.95    | 284.28   | 145.08   | 0.24   |
| 长期应收款  | 937.55    | 964.49   | 1,016.46 | 716.83 |
| 长期股权投资 | 319.70    | 272.90   | 18.63    | 3.38   |
| 合计     | 1,654.19  | 1,630.89 | 1,273.38 | 805.85 |

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

## 4 盈利预测与评级

### 4.1 基本假设

(1) 假设公司 2013-2015 年新签工程类订单能在 2016 年、2017 年顺利回款，经营性现金流获得改善。

(2) 环境修复业务在政策驱动下获得 50% 的高增长，危废处理业务在 2015 年项目筛选的基础上取得突破。

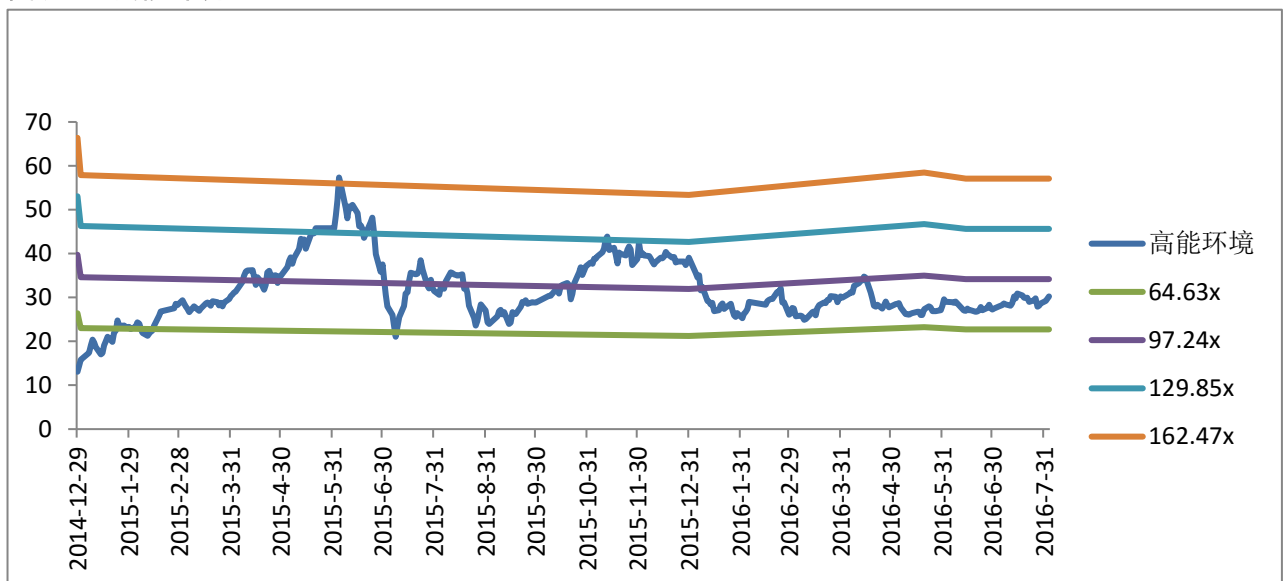
### 4.2 盈利预测

预计公司 2016-2018 年主营业务收入分别为 13.64 亿元、19.67 亿元、26.63 亿元，净利润分别为 1.58 亿元、2.68 亿元、3.74 亿元，EPS 为 0.48 元、0.81 元、1.13 元。

### 4.3 投资评级

鉴于“土十条”政策的催化作用及公司在土壤环境修复领域处于领先地位，并且有充足的订单作为业绩增长的保障，我们首次关注高能环境，给予“买入”评级，目标价 40.5 元，对应 2017 年 50 倍 PE。

图表 10 高能环境 PE Band



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



## 5 风险提示

应收款项不能按期收回的风险：如果公司的项目无法及时结算、应收账款不能及时收回，或 BT 项目投资款不能按期收回等，将使公司营运资金面临一定压力。

业务扩张导致资产负债结构和偿债能力发生变化的风险：如果公司未来业务扩张过快，未能合理安排投融资规划，负债管理不够谨慎，将使公司存在一定偿债风险，对公司的经营可能产生不利影响。