



其他公用事业/公用事业

高能环境 (603588)

成立并购基金,外延扩张加速

	鲍雁辛 (分析师)	王威 (分析师)	黄涛 (研究助理)
	0755-23976830	021-38676694	0755-23976764
	baoyanxin@gtjas.com	wangw@gtjas.com	huangtao@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880511010024	S0880113110040

本报告导读:

公司公告与磐霖资产成立环保产业并购基金,外部借力加速进军危废处理、垃圾发电、高浓度工业污水处理领域的步伐,维持“增持”评级,投资要点:

- 外延扩张加速到来,维持“增持”评级。公司公告与磐霖资本共同设立“磐霖高能环保产业投资基金合伙企业(有限合伙)”,有助公司加速进军危废处理、垃圾发电、高浓度工业污水处理等领域。我们维持 2015~16 年 EPS 预测 1.31、2.08 元,参考可比公司 2016 年 58 倍 PE 水平,上调目标价至 120 元(原 82.53 元),维持“增持”评级。
- 并购基金助力外延扩张加速,围绕危废、垃圾发电、污水处理领域。公司借助上市资本之利,全面布局“防”和“治”的一体化业务链条,而环保行业独特性决定了收购兼并对于公司发展具有至关重要的作用:1) 细分领域牌照经营,具备垄断性质(例如垃圾发电、污水处理),需要通过收购兼并切入;2) 环保标准提高,业内企业经营风险加大,愿意寻求有技术优势、规模优势的企业并购。公司与磐霖资本共同发起成立环保产业投资并购基金,规模拟为 10 亿元(公司出资 3 亿元,占基金份额 30%;磐霖资本作为普通合伙人,占基金份额 1%),我们认为外延拓展步伐可显著加快。
- 设立新疆子公司,服务新疆园区大单,工业环境板块扩张进入快车道。我们注意到 3 月份以来公司相继设立新疆、珠海子公司,而子公司设立主要面向所在辖区内工业园区服务,印证工业园区大单落地加速。我们认为国内工业园区治理市场巨大,公司凭借一揽子施工治理能力有望成为龙头,预计 2015 年工业环境板块增速超过 50%。
- 风险提示:PPP 模式推广慢于预期。

财务摘要(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	782	777	1,320	2,125	2,975
(+/-)%	20%	-1%	70%	61%	40%
经营利润(EBIT)	149	92	239	372	547
(+/-)%	-2%	-38%	161%	55%	47%
净利润	140	116	211	336	489
(+/-)%	-2%	-17%	83%	59%	45%
每股净收益(元)	0.86	0.72	1.31	2.08	3.03
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率(%)	19.0%	11.8%	18.1%	17.5%	18.4%
净资产收益率(%)	15.3%	6.7%	10.9%	14.8%	17.7%
投入资本回报率(%)	42.2%	16.2%	32.8%	51.2%	61.9%
EV/EBITDA	72.9	148.0	60.2	38.7	26.1
市盈率	107.9	130.4	71.4	44.8	30.8
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 120.00

上次预测: 85.15

当前价格: 93.26

2015.06.18

交易数据

52 周内股价区间(元)	21.88-123.58
总市值(百万元)	15,071
总股本/流通 A 股(百万股)	162/40
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量(百万股)	184.54
日均成交值(百万元)	141.26

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,703
每股净资产	10.54
市净率	8.8
净负债率	-6.93%

EPS(元)	2014A	2015E
Q1	-	-0.13
Q2	0.11	0.27
Q3	0.16	0.31
Q4	0.44	0.86
全年	0.72	1.31

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	61%	0%
相对指数	-2%	19%	-142%

相关报告

《环保行业的东方雨虹, 代言高成长》
2015.04.07《乘政策东风, 综合环境服务渐入佳境》
2015.01.22《领先的生态屏障及环境修复系统服务商》
2014.12.14

模型更新时间: 2015.06.17

股票研究

公用事业

其他公用事业

高能环境 (603588)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **120.00**

上次预测: 85.15

当前价格: 93.26

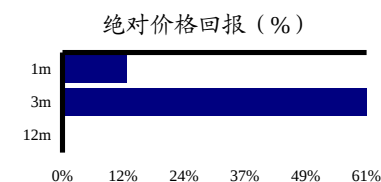
公司网址

www.bgechina.cn

公司简介

公司是专业从事环境技术研究和提供污染防治系统解决方案的高新技术企业。

公司拥有北京市企业技术中心和工程研究中心,是中国环境保护产业协会理事单位、中国城市环境卫生协会副理事长单位、国际土工合成材料协会和国际土工合成材料施工协会会员单位、中国环境修复产业联盟发起单位。



52 周价格范围

21.88-123.58

市值 (百万)

15,071

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	782	777	1,320	2,125	2,975
营业成本	515	529	855	1,377	1,904
税金及附加	16	21	27	45	62
销售费用	25	33	54	89	125
管理费用	76	102	144	242	336
EBIT	149	92	239	372	547
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-9	-25	1	-13	-18
营业利润	148	120	238	385	565
所得税	22	10	37	59	86
少数股东损益	-3	0	0	0	0
净利润	140	116	211	336	489
货币资金、交易性金融资产	75	816	175	363	568
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	720	1,035	1,205	1,355	1,505
固定资产合计	105	105	101	97	93
无形及其他资产	0	177	290	434	578
资产合计	1,575	3,002	2,970	3,885	4,730
流动负债	647	1,211	970	1,549	1,905
非流动负债	0	33	30	30	30
股东权益	911	1,725	1,936	2,273	2,762
投入资本(IC)	303	521	620	617	751
NOPLAT	128	85	203	316	465
折旧与摊销	7	9	9	9	10
流动资金增量	-53	-45	9	143	6
资本支出	-14	-143	-108	-140	-140
自由现金流	68	-94	113	328	341
经营现金流	-272	-231	245	480	497
投资现金流	-13	-150	-278	-290	-290
融资现金流	168	1,124	-608	-2	-2
现金流净增加额	-117	743	-642	188	205
收入增长率	19.6%	-0.7%	70.0%	61.0%	40.0%
EBIT 增长率	-2.2%	-38.4%	160.8%	55.5%	47.2%
净利润增长率	-2.4%	-17.3%	82.7%	59.3%	45.4%
利润率					
毛利率	34.1%	31.9%	35.2%	35.2%	36.0%
EBIT 率	19.0%	11.8%	18.1%	17.5%	18.4%
净利率	17.9%	14.9%	16.0%	15.8%	16.4%
净资产收益率(ROE)	15.3%	6.7%	10.9%	14.8%	17.7%
总资产收益率(ROA)	8.9%	3.8%	7.1%	8.7%	10.3%
投入资本回报率(ROIC)	42.2%	16.2%	32.8%	51.2%	61.9%
存货周转天数	349	433	360	300	270
应收账款周转天数	40	42	28	25	25
总资产周转天数	652	1076	826	589	528
净利润现金含量	-1.95	-2.00	1.16	1.43	1.02
资本支出/收入	2%	18%	8%	7%	5%
资产负债率	41.1%	41.4%	33.7%	40.6%	40.9%
净负债率	10.4%	-11.7%	-7.5%	-14.7%	-19.5%
PE	107.9	130.4	71.4	44.8	30.8
PB	12.4	8.7	7.8	6.6	5.5
EV/EBITDA	72.9	148.0	60.2	38.7	26.1
P/S	14.5	19.4	11.4	7.1	5.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

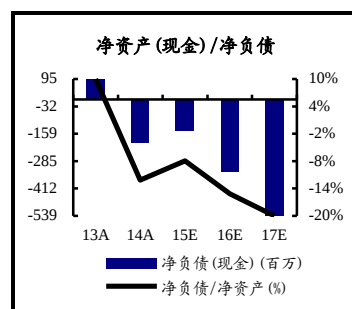
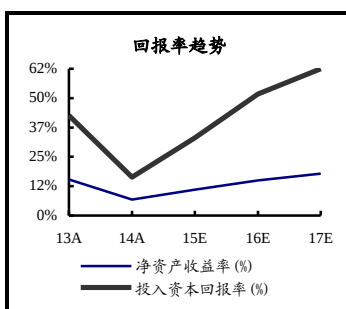
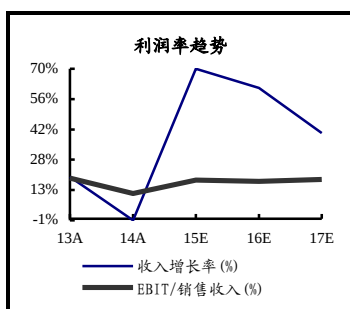


表 1: 可比公司估值

	股票代 码	股价	EPS(2016E)	PB (最新一 期)	PE (2016E)
永清环保	300187	54.46	0.75	12.13	72.61
中电环保	300172	22.47	0.40	8.22	56.18
东江环保	002672	69.00	1.45	9.53	47.59
维尔利	300190	34.34	0.60	8.09	57.23
平均				9.49	58.40

注: 股价截止 2015 年 6 月 17 日,均为 wind 一致预期

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		