

高能环境

再推股权激励，长效机制稳定军心

公司动态

公司近况

高能环境披露股权激励草案，拟向激励对象授予 446 万股限制性股票，占总股本数 2.8%；其中 90% 为首次授予，价格 28.36 元/股；激励对象为副总刘力奇、中高层管理人员、核心技术或业务骨干、资深优秀员工等 243 人。

业绩目标：相比 2015 年，2016、2017 年净利润增速不低于 30%、60%，2018~19 年增速均值不低于 105%。

评论

▶ 对于员工来说，这是一个“实惠”的激励方案。1) 行权价格大幅低于现价。首次授予价格低于 2 月 25 日收盘价(57.84 元) 51%。2) 业绩目标实现压力不大。按照我们的预测，公司 2015 年将实现净利润 1.5 亿元，则上述激励目标对应 2016、2017 年净利润 YoY 增速为：30%、23%；若 2018、2019 年相比 2015 年净利润增速均取 105%，则对应 YoY 增速 28%、0%。

▶ 对股价的直接催化作用不大，更多是激励团队、稳定军心。1) 本次激励方案的利润增长目标，显著低于我们对公司的盈利预测(2016~17 年净利润增长 63%/58%)，也低于市场的一致预期(2016~17 年净利润增长 61%/50%)。2) 本次激励的首个解锁期为授予 12 个月后，而解锁前若员工离职，则激励股份将被回购注销。

估值建议

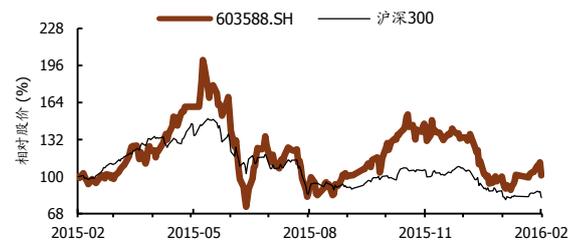
维持推荐，目标价 80 元。维持 2015~17 年 EPS 0.96/1.57/2.47 元，对应利润增速 35%/63%/58%。目标价对应 2015~17 年 P/E 为 83/51/32 倍。我们预计土十条将于 2016 年底出台，此前的波段性炒作或成为股价的短期催化剂。

风险

地方政府财力不佳影响工期和回款；并购时点不确定；系统风险。

维持推荐

股票代码	603588.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 57.84
目标价	人民币 80.00
52 周最高价/最低价	人民币 123.41~39.95
总市值(亿)	人民币 93
30 日日均成交额(百万)	人民币 64.39
发行股数(百万)	162
其中：自由流通股(%)	75
30 日日均成交量(百万股)	1.12
主营行业	节能环保



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	777	1,300	2,000	2,950
增速	-0.7%	67.4%	53.8%	47.5%
归属母公司净利润	115	156	253	399
增速	-17.4%	34.9%	62.5%	57.6%
每股净利润	0.71	0.96	1.57	2.47
每股净资产	10.67	11.54	12.97	15.44
每股股利	0.10	0.14	0.00	0.00
每股经营现金流	0.33	0.47	0.78	13.32
市盈率	81.0	60.1	36.9	23.4
市净率	5.4	5.0	4.5	3.7
EV/EBITDA	96.9	49.6	28.7	15.1
股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	5.0%	4.9%	6.8%	8.9%
平均净资产收益率	8.8%	8.7%	12.8%	17.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

汤砚卿

分析员
 yanqing.tang@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080514080003
 SFC CE Ref: BEI871

孙维容

联系人
 weirong.sun@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080114110021

李敏

联系人
 min3.li@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080114110026
 SFC CE Ref: ASU506



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	777	1,300	2,000	2,950	营业收入	-0.7%	67.4%	53.8%	47.5%
营业成本	529	885	1,367	2,027	营业利润	-19.3%	58.7%	63.4%	58.1%
营业税金及附加	21	35	54	79	EBITDA	-31.9%	109.4%	78.1%	51.7%
营业费用	33	52	70	89	净利润	-17.4%	34.9%	62.5%	57.6%
管理费用	102	130	160	224	盈利能力				
财务费用	-25	0	30	31	毛利率	31.9%	31.9%	31.6%	31.3%
其他	0	0	0	1	营业利润率	15.4%	14.6%	15.5%	16.6%
营业利润	120	190	311	491	EBITDA 利润率	12.2%	15.3%	17.7%	18.2%
营业外收支	5	3	3	3	净利润率	14.9%	12.0%	12.6%	13.5%
利润总额	125	193	313	494	偿债能力				
所得税	10	29	47	74	流动比率	1.39	0.94	0.93	1.11
少数股东损益	0	8	13	21	速动比率	0.81	0.27	0.13	1.11
归属母公司净利润	115	156	253	399	现金比率	0.67	0.12	-0.04	0.89
EBITDA	95	198	353	536	资产负债率	41.4%	43.1%	47.0%	47.4%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	22.1%	31.1%	净现金
货币资金	816	171	-67	2,003	回报率分析				
应收账款及票据	93	142	218	322	总资产收益率	5.0%	4.9%	6.8%	8.9%
预付款项	11	13	21	31	净资产收益率	8.8%	8.7%	12.8%	17.4%
存货	705	941	1,455	0	每股指标				
其他流动资产	55	47	72	128	每股净利润 (元)	0.71	0.96	1.57	2.47
流动资产合计	1,680	1,315	1,698	2,483	每股净资产 (元)	10.67	11.54	12.97	15.44
固定资产及在建工程	105	787	1,074	1,091	每股股利 (元)	0.10	0.14	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	1,199	1,228	1,263	1,283	每股经营现金流 (元)	0.33	0.47	0.78	13.32
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	3,002	3,348	4,054	4,876	市盈率	81.0	60.1	36.9	23.4
短期借款	584	584	584	584	市净率	5.4	5.0	4.5	3.7
应付账款及票据	337	458	707	1,027	EV/EBITDA	96.9	49.6	28.7	15.1
其他流动负债	290	353	543	628	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%
流动负债合计	1,211	1,394	1,834	2,239					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	30	45	68	68					
负债合计	1,244	1,442	1,905	2,309					
股东权益合计	1,725	1,864	2,096	2,494					
少数股东权益	33	42	55	76					
负债及股东权益合计	3,002	3,348	4,055	4,879					
现金流量表									
净利润	115	156	253	399					
折旧和摊销	8	8	12	13					
营运资本变动	-45	-97	-183	1,688					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	53	75	126	2,153					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-499	-719	-335	-51					
投资活动现金流	-500	-719	-335	-51					
股权融资	702	0	0	0					
银行借款	444	15	23	0					
其他	0	0	0	1					
筹资活动现金流	1,174	-1	-30	-31					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	1					
现金净增加额	728	-645	-239	2,070					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

高能环境主营生态屏障系统（垃圾填埋场、矿山场地防渗层）工程、环境修复工程建设等，为上述领域的领先企业。公司实际控制人为李卫国先生，李卫国同为东方雨虹（002271.SZ）实际控制人，后者主营建筑、交通领域的防水材料制售，与高能环境的产品、面向客户群有本质差异。高能环境致力于成为大型的综合环境服务商。



图表 1：股权激励股份解锁安排和业绩考核目标

类型	分次	解锁时间	解锁比例	考核目标
首次授予	第一次解锁	自授予日起满 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	30%	相比 2015 年，2016 年净利润增长率不低于 30%
	第二次解锁	自授予日起满 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	30%	相比 2015 年，2017 年净利润增长率不低于 60%
	第三次解锁	自授予日起满 48 个月后的首个交易日起至首次授予日起 60 个月内的最后一个交易日止	40%	相比 2015 年，2018 年、2019 年两年净利润增长率的算数平均值不低于 105%
预留	第一次解锁	自预留部分限制性股票的授予日起 12 个月后的首个交易日起至相应的授予日起 24 个月内的最后一个交易当日止	50%	相比 2015 年，2017 年净利润增长率不低于 60%
	第二次解锁	自预留部分限制性股票的授予日起 36 个月后的首个交易日起至相应的授予日起 48 个月内的最后一个交易当日止	50%	相比 2015 年，2018 年、2019 年两年净利润增长率的算数平均值不低于 105%

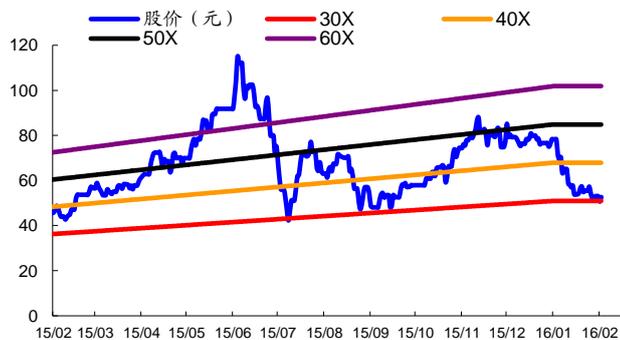
资料来源：高能环境股权激励计划草案，中金公司研究部

图表 2：股权激励人员结构

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	约占授予限制性股票 总数的比例(%)	约占股本总额的比例 (%)
刘力奇	副总经理	3	0.67%	0.02%
中高层管理人员、核心技术/业务骨干、 资深优秀员工 (242 人)		398.65	89.38%	2.47%
预留人员		44.35	9.94%	0.27%
合计		446	100.00%	2.76%

资料来源：高能环境股权激励计划草案，中金公司研究部

图表 3：历史股价表现和市盈率区间 (2016/2/25)



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 4：历史股价表现和市净率区间 (2016/2/25)



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表5：环保公司估值表

领域	A股公司	2016/2/25	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	EPS (元)			P/E			P/B			ROE		
		股价 Rmb					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
工业节能	科达洁能	13.60	中性	706	655	10	0.78	1.10	1.57	17	12	9	2.8	2.4	1.9	16%	20%	21%
	天壕环境	19.65	推荐	387	229	8	0.36	0.48	0.59	55	41	33	5.5	4.9	4.4	10%	12%	13%
废气	清新环境	22.44	推荐	1,066	531	24	0.25	0.48	0.69	90	47	33	9.9	8.6	7.5	11%	18%	23%
	中电远达	13.33	中性	781	512	10	0.30	0.45	0.52	44	30	26	2.2	2.1	2.0	5%	7%	8%
	龙源技术	8.14	中性	513	513	4	0.45	0.49	0.37	18	17	22	1.9	1.7	1.6	11%	10%	7%
废水	碧水源	36.70	推荐	1,259	647	46	0.75	1.12	1.59	49	33	23	7.6	6.3	5.1	16%	19%	22%
	兴蓉环境	5.28	中性	2,986	1,731	16	0.25	0.30	0.35	21	18	15	2.1	1.9	1.7	10%	11%	11%
	维尔利	16.92	中性	348	64	6	0.28	0.44	0.55	60	38	31	4.0	5.2	4.6	7%	14%	15%
	重庆水务	6.84	中性	4,800	4,800	33	0.30	0.33	0.34	23	21	20	2.5	2.4	2.3	11%	11%	12%
	津膜科技	16.03	中性	276	105	4	0.39	0.55	0.70	41	29	23	5.0	4.3	3.7	12%	15%	16%
	首创股份	7.75	中性	2,410	2,200	19	0.25	0.35	0.43	31	22	18	3.0	2.8	2.6	10%	13%	14%
	中电环保	12.71	中性	338	102	4	0.25	0.33	0.41	51	39	31	4.6	4.2	3.8	9%	11%	12%
万邦达	16.96	中性	735	172	12	0.26	0.50	0.68	65	34	25	6	5	5	9%	15%	20%	
固废	格林美	9.57	推荐	1,455	1,169	14	0.15	0.23	0.34	64	42	28	3	3	3	5%	7%	11%
	东江环保	14.51	中性	869	207	13	0.29	0.43	0.56	50	34	26	5.2	2.9	1.9	10%	9%	7%
土壤修复	高能环境	57.84	推荐	162	40	9	0.71	1.09	1.59	81	53	36	5.4	5.0	4.4	7%	9%	12%
环境监测	雪迪龙	17.00	推荐	605	75	10	0.33	0.53	0.74	52	32	23	7.6	6.4	5.2	15%	20%	23%
生物质	凯迪生态	8.33	推荐	1,507	940	13	0.14	0.27	0.37	60	31	23	4.5	4.1	3.5	8%	13%	15%
	平均值								51	35	25	4.7	4.1	3.6	10%	12%	16%	
	中位数								51	33	24	4.5	4.0	3.6	10%	11%	15%	

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

