

高能环境（603588）

证券研究报告

2023 年 04 月 28 日

资源化全产业链布局完善，静待产能释放助力业绩

事件

公司发布 2022 年度报告和 2023 一季度报告：2022 年实现营收 87.74 亿元，同比增长 12.11%；实现归母净利润 6.92 亿元，同比下降 4.65%。2023Q1，公司实现营业收入 17.35 亿元，同比增长 10.80%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比增长 21.12%。

公司营收稳增长，原料上涨及固废处置费下降至业绩短期下滑

公司工程及运营收入稳步增长，归母净利润小幅下滑，业绩波动的原因主要有：①子公司合金产品协同致内部利润合并抵消；②公司采用金属期货套期保值期交易致期末账面价值出现亏损；③无害化处置市场竞争激烈，处置费价格下降致此块毛利率同比减少 6.14pct；④销售费用同比增加 23.9%，主要系固废资源化利用板块采购致使市场费用增加。

我们认为：因 2022 年公司完成存量项目富氧熔炼、炉窑冷却等技改，有效提升了熔炼产线处理产能，提高炉窑使用寿命、降低燃料使用比例，实现降本增效。未来，随着上游原料生产商复工，成本有望回落、且固废资源化利用项目继续顺利推进，公司的毛利率或提升，业绩有望改善。

推进产业链纵深布局，内部项目协同加深有望提升盈利能力

1) 垃圾焚烧：新增 2022 年底投运的贺州二期项目、2023 年一月投运的伊宁项目，产能新增 1500 吨/日，合计日处理规模达 11000 吨。公司立足现有垃圾焚烧发电项目，延伸产业链条，拓展焚烧炉渣的处置业务来增加协同收益。

2) 资源化方面：靖远高能二期项目已于 2022 年内陆续投产，具备年产电解铅 20,000 吨、锑白粉 1,200 吨、精铋 6,000 吨等深加工产品的生产能力。此外，10 万吨产能的金昌高能和重庆耀辉分别于 2022 年 8 月、9 月投产。

随着靖远高能和江西鑫科电解铜生产线的建成投产，公司在固废资源化利用领域实现前后端一体化全产业链布局，内部协同拓宽多金属资源化业务盈利空间。静待产能释放，迎业绩增长。

盈利预测：鉴于鑫科项目的逐步投产和在建项目产能释放，以及 2023Q1 经营情况，我们调整 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 11.17、13.60、17.84 亿元（2023-2024 年前值为 8.55、10.27 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动剧烈的风险、收料不足致使产能利用率下降的风险、投产进度不及预期、行业政策的风险、项目建设安全事故风险等

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,826.77	8,774.23	11,902.70	15,665.37	18,560.14
增长率(%)	14.65	12.11	35.66	31.61	18.48
EBITDA(百万元)	1,879.10	2,019.08	2,240.60	2,572.53	3,045.12
归属母公司净利润(百万元)	726.25	692.48	1,117.06	1,359.67	1,783.74
增长率(%)	32.03	(4.65)	61.31	21.72	31.19
EPS(元/股)	0.48	0.45	0.73	0.89	1.17
市盈率(P/E)	20.35	21.35	13.23	10.87	8.29
市净率(P/B)	2.69	1.67	1.48	1.31	1.13
市销率(P/S)	1.89	1.68	1.24	0.94	0.80
EV/EBITDA	13.60	11.13	8.49	8.69	5.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	环保/环境治理
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,525.52
流通 A 股股本(百万股)	1,485.74
A 股总市值(百万元)	15,056.87
流通 A 股市值(百万元)	14,664.29
每股净资产(元)	5.96
资产负债率(%)	58.28
一年内最高/最低(元)	15.51/9.30

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《高能环境-公司深度研究:深入布局资源化利用，运营加持蓄势待发》2022-12-21
- 《高能环境-半年报点评:固废处理运营板块发力，21H1 业绩高增 45%》2021-08-18
- 《高能环境-年报点评报告:20 年业绩同比 34%，危废业务逐步发力》2021-04-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	855.51	1,596.99	1,300.97	1,712.22	2,331.16
应收票据及应收账款	1,384.84	1,755.95	2,125.54	2,525.93	2,985.08
预付账款	232.22	626.54	530.01	830.39	928.64
存货	1,245.65	2,637.96	1,840.84	4,610.94	2,769.54
其他	1,287.20	1,175.40	4,391.43	6,521.48	5,845.95
流动资产合计	5,005.41	7,792.84	10,188.78	16,200.97	14,860.38
长期股权投资	944.07	851.84	851.84	851.84	851.84
固定资产	1,265.74	1,981.87	1,797.27	1,612.67	1,428.07
在建工程	364.10	948.41	948.41	948.41	948.41
无形资产	6,153.11	7,585.09	7,244.04	6,902.99	6,561.94
其他	988.30	1,041.83	1,090.25	1,031.38	1,045.26
非流动资产合计	9,715.33	12,409.05	11,931.81	11,347.29	10,835.52
资产总计	17,333.44	22,660.13	22,120.59	27,548.26	25,695.90
短期借款	2,791.06	3,849.13	2,024.42	4,971.93	1,000.00
应付票据及应付账款	2,340.34	2,859.22	4,143.39	5,163.18	5,911.64
其他	1,698.58	1,165.77	1,850.29	1,680.55	2,120.62
流动负债合计	6,829.97	7,874.11	8,018.09	11,815.66	9,032.26
长期借款	4,069.62	4,665.62	2,500.00	3,121.15	2,000.00
应付债券	0.00	0.00	411.61	137.20	182.94
其他	122.73	316.57	316.57	159.55	264.23
非流动负债合计	4,192.35	4,982.19	3,228.18	3,417.91	2,447.17
负债合计	11,120.55	12,972.95	11,246.27	15,233.57	11,479.43
少数股东权益	719.47	809.06	892.75	1,019.99	1,164.02
股本	1,064.04	1,525.52	1,525.52	1,525.52	1,525.52
资本公积	1,632.97	3,911.05	3,911.05	3,911.05	3,911.05
留存收益	2,851.91	3,469.82	4,586.88	5,900.01	7,653.22
其他	(55.51)	(28.26)	(41.88)	(41.88)	(37.34)
股东权益合计	6,212.89	9,687.18	10,874.32	12,314.69	14,216.47
负债和股东权益总计	17,333.44	22,660.13	22,120.59	27,548.26	25,695.90

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	830.58	744.36	1,117.06	1,359.67	1,783.74
折旧摊销	352.03	471.04	525.65	525.65	525.65
财务费用	296.56	349.99	268.07	249.08	262.72
投资损失	(100.60)	(71.41)	(120.00)	(95.71)	(107.85)
营运资金变动	(775.38)	(1,872.49)	1,552.73	(5,129.26)	3,313.35
其它	3.73	(67.41)	(34.28)	14.40	146.03
经营活动现金流	606.92	(445.91)	3,309.25	(3,076.16)	5,923.64
资本支出	753.03	2,921.98	0.00	157.02	(104.68)
长期投资	73.95	(92.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,874.65)	(5,442.84)	150.94	224.64	247.70
投资活动现金流	(2,047.67)	(2,613.09)	150.94	381.66	143.02
债权融资	1,015.93	772.30	(3,742.59)	3,156.82	(5,419.22)
股权融资	19.13	2,766.80	(13.62)	(51.05)	(28.49)
其他	(163.31)	83.04	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	871.75	3,622.15	(3,756.22)	3,105.77	(5,447.72)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(569.00)	563.14	(296.03)	411.26	618.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,826.77	8,774.23	11,902.70	15,665.37	18,560.14
营业成本	5,919.10	6,706.94	9,032.70	12,004.59	14,285.47
营业税金及附加	44.64	50.50	60.33	86.31	101.05
销售费用	98.22	121.70	159.11	213.34	250.44
管理费用	373.96	421.14	569.06	750.42	888.22
研发费用	247.36	350.78	406.91	580.91	661.38
财务费用	281.70	338.48	268.07	249.08	262.72
资产/信用减值损失	(136.10)	(83.34)	(98.49)	(107.76)	(98.87)
公允价值变动收益	(0.99)	(17.91)	(117.97)	(117.35)	(0.50)
投资净收益	100.60	71.41	120.00	95.71	107.85
其他	(10.29)	(20.85)	0.00	0.00	0.00
营业利润	908.57	835.40	1,310.06	1,651.31	2,119.35
营业外收入	3.57	4.09	4.09	3.92	4.00
营业外支出	27.57	10.56	6.80	13.10	9.95
利润总额	884.58	828.93	1,307.35	1,642.13	2,113.40
所得税	53.99	84.57	106.59	150.71	183.13
净利润	830.58	744.36	1,200.76	1,491.42	1,930.27
少数股东损益	104.33	51.88	83.69	131.75	146.53
归属于母公司净利润	726.25	692.48	1,117.06	1,359.67	1,783.74
每股收益（元）	0.48	0.45	0.73	0.89	1.17

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	14.65%	12.11%	35.66%	31.61%	18.48%
营业利润	25.31%	-8.05%	56.82%	26.05%	28.34%
归属于母公司净利润	32.03%	-4.65%	61.31%	21.72%	31.19%
获利能力					
毛利率	24.37%	23.56%	24.11%	23.37%	23.03%
净利率	9.28%	7.89%	9.38%	8.68%	9.61%
ROE	13.22%	7.80%	11.19%	12.04%	13.67%
ROIC	11.29%	8.53%	8.87%	12.14%	11.53%
偿债能力					
资产负债率	64.16%	57.25%	50.84%	55.30%	44.67%
净负债率	112.35%	75.87%	38.36%	58.19%	9.78%
流动比率	1.10	1.28	1.27	1.37	1.65
速动比率	0.92	0.95	1.04	0.98	1.34
营运能力					
应收账款周转率	6.80	5.59	6.13	6.74	6.74
存货周转率	6.41	4.52	5.32	4.86	5.03
总资产周转率	0.48	0.44	0.53	0.63	0.70
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.45	0.73	0.89	1.17
每股经营现金流	0.40	-0.29	2.17	-2.02	3.88
每股净资产	3.60	5.82	6.54	7.40	8.56
估值比率					
市盈率	20.35	21.35	13.23	10.87	8.29
市净率	2.69	1.67	1.48	1.31	1.13
EV/EBITDA	13.60	11.13	8.49	8.69	5.50
EV/EBIT	16.69	14.41	11.09	10.92	6.65

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com