

公司经营稳健，资源化业务保持高增长

高能环境 (603588.SH)

推荐 (维持评级)

核心观点:

● 事件:

高能环境发布 2023 年半年报，上半年实现营收 44.69 亿元，同比增长 11.80%；实现归母净利润 4.94 亿元（扣非 4.31 亿元），同比增长 11.16%（扣非同比增长 3.77%）。23Q2 单季度实现营收 27.33 亿元，同比增长 12.44%；实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长 4.98%。

● 运营业务占比持续提升，工程业务新增订单有所下滑

2023H1 公司销售毛利率为 21.89%(同比-1.35pct)，销售净利率为 12.02%(同比-0.08pct)；期间费用率为 12.46%(同比+0.14pct)；经营活动现金流净额为-13.61 亿元(同比-327.82%)。公司为保障江西鑫科顺利生产运营，支付原材料采购款 19.27 亿元，目前大部分原材料尚未加工售出，导致公司经营性净现金流大幅下降。

分业务来看，公司固废处理运营业务实现收入 32.63 亿元(同比+38.38%)，占总收入 73.01%，毛利率 18.83%(同比-2.36pct)；固废处理工程业务实现收入 5.86 亿元(同比-40.49%)，占总收入 13.11%，毛利率 25.28%(同比-1.03pct)；环境修复业务实现收入 4.58 亿元(同比+0.83%)，占总收入 10.25%，毛利率 30.26%(同比-0.41pct)。上半年公司新签工程订单 18.79 亿元(同比-9.1%)，随着工程项目的实施，将为业绩增长提供支撑和保障。

● 金属资源化存量项目运行良好，新增项目顺利投产

2023H1 公司固废危废资源化利用板块实现收入 24.78 亿元(同比+48.42%)；毛利率 11.66%(同比-2.56pct)，已投运的固危废处理核准规模为 102.635 万吨/年。此外，公司也在积极拓展废塑料、废轮胎等非金属类资源化利用业务，目前项目设备产能 45.50 万吨。

分具体项目来看，江西鑫科项目电解铜产线于今年 3 月投产，贵金属产线于 5 月投产，产品线于 6 月全部打通，23H1 实现净利润 4282.89 万元；靖远高能项目通过不断提升精细化管理水平，产能达到满产且运行效果良好，23H1 实现净利润 1.01 亿元；高能鹏富项目积极应对市场竞争激烈，采购成本上涨等不利因素，总体运营正常，23H1 实现净利润 2808.68 万元；重庆耀辉及金昌高能项目上半年根据市场及运营情况及时调整项目内部管理及时运营策略，继续大力开拓收料市场，盈利能力有望在下半年得以提升。

● 生活垃圾焚烧运营稳步增长，供热与 CCER 有望增加项目收益

2023H1 公司生活垃圾处理板块实现收入 5.93 亿元(同比+15.85%)；毛利率 42.44%(同比+2.48pct)。目前公司在运项目有 13 个，合计 11000 吨/日；在建有海拉尔项目和岳阳项目(二期)两个，合计规模 1400 吨/日，上半年处理垃圾量同比增长 20.30%。公司积极拓展“焚烧+供热”协同处置模式，利用焚烧产生的蒸汽对外提供热能，增加项目运营收益。通过技改提质增效实现绿色低碳的焚烧厂运营，积极研究绿证及 CCER 碳交易等，为绿色循环经济贡献力量。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

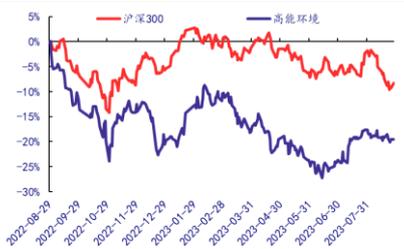
分析师登记编码: S0130523070002

市场数据

2023-8-28

A 股收盘价(元)	9.82
股票代码	603588.SH
A 股一年内最高价(元)	12.39
A 股一年内最低价(元)	8.88
沪深 300	3,752.62
市盈率(TTM)	20.19
总股本(万股)	152,551.89
实际流通 A 股(万股)	151,068.78
流通 A 股市值(亿元)	148.35

相对沪深 300 表现图



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

● **激励计划明确公司未来发展前景**

今年8月，公司发布限制性股票与股票期权激励计划（草案修订稿），拟向中高级管理人员、核心技术/业务/生产人员、骨干员工等授予权益总计2693.10万股，占总股本1.76%。设置的业绩考核目标为23-26年归母净利润相较22年增速不低于30%/50%/80%/100%。公司此前2016、2018年的两期激励计划的业绩考核目标均超额完成，我们认为公司后续年度完成业绩考核目标确定性强。

● **估值分析与评级说明**

预计公司2023-2025年净利润分别为10.69/14.20/17.28亿元，对应EPS分别为0.70/0.93/1.13元/股，对应PE分别为13.1x/9.8x/8.1x。维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

项目产能利用率不及预期的风险；固危废资源化产品跌价的风险；行业政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8774.23	11813.22	13961.90	15790.66
收入增长率	12.11%	34.64%	18.19%	13.10%
归母净利润（百万元）	692.48	1069.23	1419.63	1728.17
利润增速	-4.65%	54.41%	32.77%	21.73%
毛利率	23.56%	22.93%	22.68%	23.59%
摊薄EPS(元)	0.45	0.70	0.93	1.13
PE	20.18	13.07	9.84	8.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10251.08	13966.13	15263.73	18555.12	营业收入	8774.23	11813.22	13961.90	15790.66
现金	1596.99	4273.19	2914.45	5748.15	营业成本	6706.94	9104.58	10795.73	12065.52
应收账款	1752.30	1885.28	2595.22	2499.09	营业税金及附加	50.50	63.83	77.78	87.57
其它应收款	239.61	465.06	390.66	569.69	营业费用	121.70	158.28	187.29	212.94
预付账款	626.54	620.78	774.80	895.04	管理费用	421.14	565.46	668.72	756.42
存货	2637.96	2278.74	3462.44	3082.09	财务费用	338.48	440.74	278.28	308.28
其他	3397.68	4443.08	5126.16	5761.05	资产减值损失	-31.50	0.00	0.00	0.00
非流动资产	12409.05	12477.04	13129.93	13867.36	公允价值变动收益	-17.91	0.00	0.00	0.00
长期投资	851.84	751.84	951.84	1151.84	投资净收益	71.41	110.25	132.94	145.72
固定资产	1981.87	1965.90	2130.80	2277.24	营业利润	835.40	1263.55	1692.73	2055.77
无形资产	7585.09	7385.09	7585.09	7785.09	营业外收入	4.09	0.00	0.00	0.00
其他	1990.24	2374.21	2462.19	2653.18	营业外支出	10.56	0.00	0.00	0.00
资产总计	22660.13	26443.17	28393.66	32422.47	利润总额	828.93	1263.55	1692.73	2055.77
流动负债	7990.76	10024.47	9833.51	11395.33	所得税	84.57	114.21	151.29	188.77
短期借款	3849.13	3849.13	3849.13	3849.13	净利润	744.36	1149.34	1541.44	1867.00
应付账款	2576.93	4247.94	3735.81	5160.27	少数股东损益	51.88	80.11	121.80	138.83
其他	1564.70	1927.40	2248.58	2385.93	归属母公司净利润	692.48	1069.23	1419.63	1728.17
非流动负债	4982.19	5582.19	6182.19	6782.19	EBITDA	1611.39	1726.04	1985.18	2380.90
长期借款	4665.62	5265.62	5865.62	6465.62	EPS (元)	0.45	0.70	0.93	1.13
其他	316.57	316.57	316.57	316.57					
负债合计	12972.95	15606.65	16015.70	18177.51	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	809.06	889.17	1010.97	1149.80	营业收入	12.11%	34.64%	18.19%	13.10%
归属母公司股东权益	8878.13	9947.35	11366.99	13095.16	营业利润	-8.05%	51.25%	33.97%	21.45%
负债和股东权益	22660.13	26443.17	28393.66	32422.47	归属母公司净利润	-4.65%	54.41%	32.77%	21.73%
					毛利率	23.56%	22.93%	22.68%	23.59%
					净利率	7.89%	9.05%	10.17%	10.94%
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	7.80%	10.75%	12.49%	13.20%
经营活动现金流	-445.91	2606.68	-1013.39	3296.26	ROIC	5.49%	7.11%	7.43%	8.06%
净利润	744.36	1149.34	1541.44	1867.00	资产负债率	57.25%	59.02%	56.41%	56.06%
折旧摊销	472.06	132.00	147.11	162.57	净负债比率	133.92%	144.02%	129.39%	127.61%
财务费用	349.99	440.74	278.28	308.28	流动比率	1.28	1.39	1.55	1.63
投资损失	-71.41	-110.25	-132.94	-145.72	速动比率	0.49	0.69	0.63	0.81
营运资金变动	-2012.96	994.85	-2847.28	1104.13	总资产周转率	0.39	0.45	0.49	0.49
其它	72.04	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	5.01	6.27	5.38	6.32
投资活动现金流	-2613.09	-89.75	-667.06	-754.28	应付帐款周转率	3.40	2.78	3.74	3.06
资本支出	-2490.58	-400.00	-700.00	-700.00	每股收益	0.45	0.70	0.93	1.13
长期投资	-234.12	200.00	-100.00	-200.00	每股经营现金	-0.29	1.71	-0.66	2.16
其他	111.60	110.25	132.94	145.72	每股净资产	5.82	6.52	7.45	8.58
筹资活动现金流	3622.15	159.26	321.72	291.72	P/E	20.18	13.07	9.84	8.09
短期借款	1058.07	0.00	0.00	0.00	P/B	1.57	1.40	1.23	1.07
长期借款	596.00	600.00	600.00	600.00	EV/EBITDA	13.88	11.16	10.69	7.97
其他	1968.08	-440.74	-278.28	-308.28	P/S	1.59	1.18	1.00	0.88
现金净增加额	564.29	2676.19	-1358.73	2833.70					

数据来源: iFind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深沪地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn