

高能环境（603588）

复制雨虹优势，造资源化龙头 买入（维持）

2021年03月02日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

021-60199782

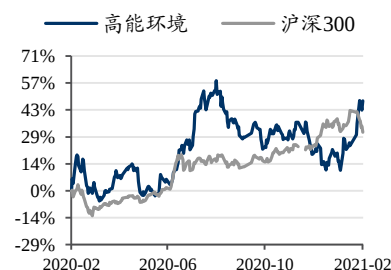
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,075	6,010	7,100	8,505
同比（%）	34.9%	18.4%	18.1%	19.8%
归母净利润（百万元）	412	540	699	911
同比（%）	26.9%	31.0%	29.4%	30.5%
每股收益（元/股）	0.51	0.67	0.86	1.13
P/E（倍）	32.56	24.85	19.21	14.72

投资要点

- **土壤修复龙头布局固废全产业链，结构优化运营占比提升。**公司董事长实控人李卫国，同为防水行业龙头东方雨虹董事长实控人，东方雨虹同为 A 股上市公司，市值过千亿，实控人公司管理运营能力优秀。公司 15-19 年营业收入/归母净利润 CAGR 为 49.4%/40.4%。公司作为土壤修复龙头，15 年起切入垃圾焚烧、危废布局固废产业链。随项目投运收入结构优化，20H1 运营收入/毛利占比 24.9%/28.1%，有望持续提升。运营毛利率高于工程毛利率，收入结构改善有望抬升整体利润率。
- **危废产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头。**19 年公司在手危废处置规模 56.553 万吨/年，资源化占比达 90%。随重庆、贵州项目建成，21 年底产能有望突破 100 万吨/年，资源化占比超 95%。公司重点布局危废资源化，资源化具备“类制造业”属性，市场化程度高企业竞争优势更易体现。资源化行业依赖上游原料采购渠道与上中游精细化管理优势。东方雨虹依托精细化管理与渠道优势实现防水行业市占率第一。商业模式与工业管理存在协同，东方雨虹有望进一步赋能高能环境，助力高能腾飞。
- **垃圾焚烧：资本开支高峰已过，项目投运运营收入持续增长。**垃圾焚烧运营规模预计已达 8500 吨/日，在建 2200 吨/日，筹建 2700 吨/日，仅在手项目可为公司锁定未来近 60%规模扩张。公司垃圾焚烧项目建设高峰已过，预计生活垃圾板块将进入收入规模与利润率双升通道（运营利润率高于工程利润率）。运营收入占比进一步提升。垃圾焚烧项目提供的稳定现金流将促进公司实现内生优质增长，享受优质运营收益。
- **环境修复：模式理顺万亿市场待释放，龙头技术&管理优势维持高增。**我国土壤修复待释放市场规模 4.6 万亿，19 年土壤修复市场规模 104 亿。政策法规出台&中央资金支持，土壤修复市场商业模式理顺健康稳步发展。公司收入规模行业第一，新增订单表现优异，在手订单充沛。龙头地位稳固充分受益土壤修复市场释放。
- **盈利预测与投资评级：**公司有望复制东方雨虹优秀的精细化管理能力，根据在手项目投产节奏与产能布局，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67/0.86/1.13 元，对应 25/19/15 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**危废产能建设不及预期，危废产能利用率不及预期，市场竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.57
一年最低/最高价	10.49/18.24
市净率(倍)	2.94
流通 A 股市值(百万元)	12660.80

基础数据

每股净资产(元)	5.63
资产负债率(%)	64.19
总股本(百万股)	809.67
流通 A 股(百万股)	764.08

相关研究

内容目录

1. 土壤修复龙头布局固废全产业链，结构优化运营占比提升	4
2. 危废处置：产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头	8
2.1. 危废供需错配实际需求远超统计量，行业规范趋于专业化、规模化	8
2.2. 产能再翻番，“雨虹基因”再造资源化龙头	11
3. 生活垃圾处理：资本开支高峰已过，项目投运运营收入持续增长	16
4. 环境修复：模式理顺万亿市场待释放，龙头技术&管理优势维持高增	17
4.1. 土壤修复 4 万亿市场空间待释放，模式理顺市场健康稳定释放	17
4.2. 土壤修复龙头规模行业第一，快速发展复合增速超 40%	21
5. 盈利预测与投资建议	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展沿革	4
图 2：公司股本结构（截至 2020 年三季报）	5
图 3：15-19 年营收/归母复合增速 49.42%/40.41%	6
图 4：19 年公司 ROE 较 15 年提升 8.03pct 至 14.01%	6
图 5：15-19 年资产负债率提升，总资产周转率加快	6
图 6：15-19 年经营性现金流净额逐年增加	6
图 7：两大业务板块收入结构稳定	7
图 8：环境修复板块毛利率高于固废处置	7
图 9：20H1 运营收入占比提升至 24.9%	7
图 10：20H1 运营毛利收入占比提升至 28.1%	7
图 11：运营服务毛利率高于工程承包毛利率	8
图 12：2013-2018 年全国危废产量	9
图 13：2013-2018 年全国危废企业资源化处置占比	9
图 14：2013-2018 年全国危废利用处置产能、实际利用处置量及产能利用率情况	10
图 15：公司危废业务营业收入/毛利情况	11
图 16：公司危废业务毛利率情况	12
图 17：2021 年公司危废产能有望再翻番（万吨/年）	12
图 18：公司以资源化为发展重点	14
图 19：东方雨虹与高能环境（危废资源化）商业模式对比	15
图 20：公司生活垃圾业务营业收入/毛利情况	17
图 21：公司生活垃圾业务毛利率情况	17
图 22：2014 年我国土壤总体超标率为 16.1%	18
图 23：2014 年土壤污染集中于耕地、工业和矿业用地	18
图 24：2014 年土壤污染集中于耕地、工业和矿业用地	18
图 25：2019 年土壤修复市场空间 104 亿	19
图 26：工业场地土壤修复增长迅速	19
图 27：近年来土壤修复行业政策梳理	20
图 28：土壤修复资金来源	20
图 29：中央土壤污染防治资金支持力度加大	20

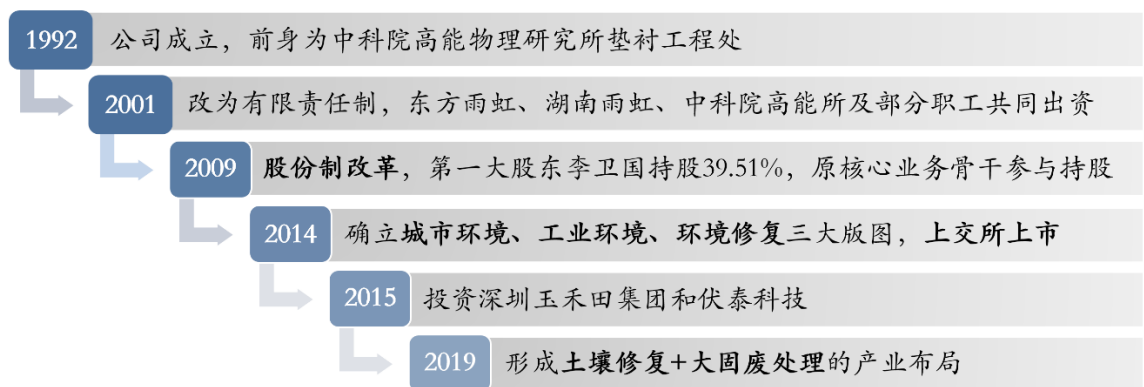
图 30: 土壤修复收入高速增长	21
图 31: 20H1 公司土壤修复收入规模行业领先 (亿元)	21
图 32: 土壤修复毛利率维持高速增长	21
图 33: 土壤修复毛利率维持稳定	21
图 34: 公司土壤修复新增订单情况	22

表 1: 公司股权激励计划	5
表 2: 2018 年全国危废产量测算表	8
表 3: 危废行业相关支持政策	10
表 4: 公司在手危废项目梳理	13
表 5: 无害化与资源化差异	14
表 6: 公司在手垃圾焚烧项目梳理	16
表 7: 根据 14 年《全国土壤污染调查公报》，我国土壤修复潜在市场空间预测	19
表 8: 业务拆分预测	23

1. 土壤修复龙头布局固废全产业链，结构优化运营占比提升

环境修复+固废处置双轮驱动，业态丰富打造综合环保服务平台。1992年，高能环境成立，前身为中科院高能物理研究所垫衬工程处，早期业务包括垃圾填埋场封场、工业场地防渗等。**2001年**，北京高能衬垫工程处改制为有限责任公司，东方雨虹、湖南雨虹及中科院高能所出资比例分别为37.50%、28.50%、22.77%。**2009年**，公司股份制度改革，第一大股东李卫国（东方雨虹实控人）持股比例达39.51%，原核心业务骨干参与持股。**2014年**，公司确立将环境修复、危废处置、垃圾焚烧三大领域作为核心领域，同年12月登陆A股主板上市。**2015年**，公司投资深圳玉禾田集团和伏泰科技，补强了公司在垃圾收集清运环节的能力和环卫信息化的软硬件开发、系统运维能力。**公司已形成了环境修复+固废处置的产业布局**，成为以环境修复、危废处理处置、生活垃圾处理为核心业务板块，兼顾工业废水处理、污泥处置等其他业务协同发展的综合型环保服务平台。

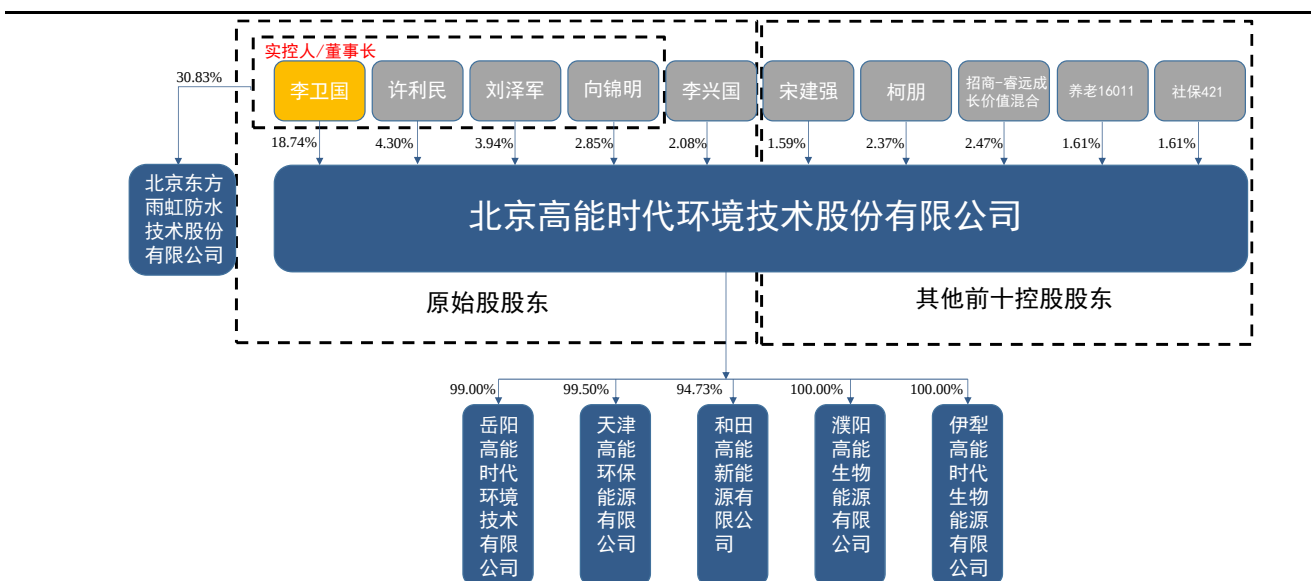
图 1：公司发展沿革



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

股本结构稳定，实控人长期控股运营管理经验丰富。公司实控人李卫国1998年至今任防水行业龙头上市公司东方雨虹董事长，2001年李卫国随东方雨虹出资间接入股公司，为公司注入优秀的运营管理经验。截止2020年三季报，李卫国持有公司股份1.51亿股，占总股本比例18.74%。原始股东许利民、刘泽军、向锦明、李兴国合计持股13.17%。上市以来以上原始股东持有股份数量基本保持稳定。宋建强、柯朋、养老保险基金等其他前十大股东合计持股9.65%，其中，向柯朋、宋建强发行的限售股用于购买其持有的靖远宏达、阳新鹏富的股权，将于未来3年内逐步解禁。各股东所持股份比例相对均衡，公司股本结构较为稳定。

图 2: 公司股本结构 (截至 2020 年三季度)



注: 所列子公司为认缴金额前五大子公司

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股权激励完备, 绑定管理层核心利益驱动公司高效运作。公司于 2016、2018、2020 年分别发布股权激励计划, 向高管、中层管理人员、核心骨干等人员授予限制性股票 1681 万股、股票期权 2803.50 万股、限制性股票 561.90 万股, 考核指标均与公司业绩增速挂钩。公司股权激励机制完备, 激励计划充分, 绑定管理层和核心员工的利益, 有利于驱动公司高效运作。

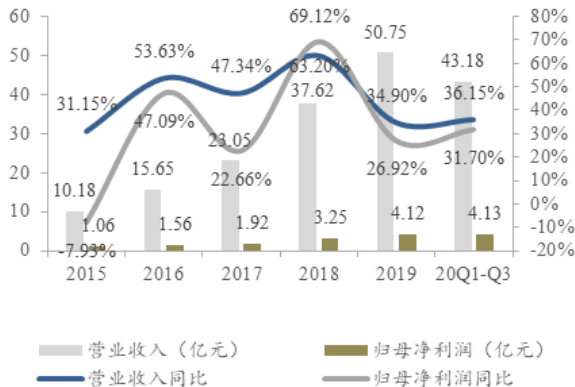
表 1: 公司股权激励计划

年份	授予数量 (万股)	占总股本比例	授予对象	考核指标
2016 年	1681	2.53%	高管、中层管理人员、核心技术/业务骨干、资深优秀员工共 196 人	2016 和 2017 年净利润较 2015 年的增长率不低于 30%和 60%; 相较于 2015 年, 2018 和 2019 年净利润增长率算数平均值不低于 105%
2018 年	2803.50	4.16%	董事、高管、中层管理人员、骨干员工共 219 人	2018-2020 年归母净利润较 2017 年的增长率不低于 30%、60%、90%
2020 年	561.90	0.71%	董事、高管、中层管理人员、核心技术/业务人员、骨干员工共 178 人	2020-2023 年归母净利润较 2019 年的增长率不低于 20%、40%、60%、80%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

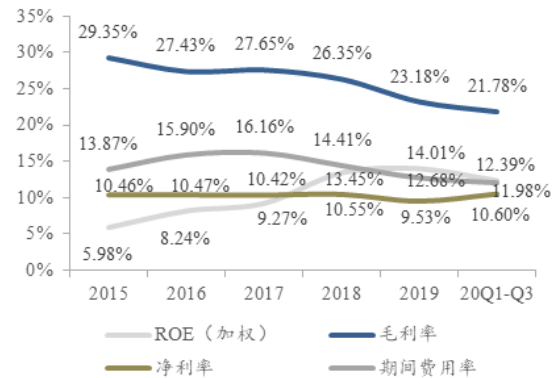
归母净利润五年 CAGR40.41%，19 年 ROE 较 15 年提升 8.03pct 至 14.01%。2019 年公司实现营业收入 50.75 亿元，同比增加 34.90%，2015-2019 年营收 CAGR 为 49.42%；实现归母净利润 4.12 亿元，同比增加 26.92%，2015-2019 年归母净利润 CAGR 为 40.41%。2020Q1-Q3 公司营业收入同比增加 36.15%至 43.18 亿元，归母净利润同比增加 31.70%至 4.13 亿元。公司 ROE 从 2015 年的 5.98%持续提升至 2019 年的 14.01%，2017-2019 年公司期间费用率持续下降，从 2017 年的 16.16%降至 2019 年的 12.68%。

图 3：15-19 年营收/归母复合增速 49.42%/40.41%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：19 年公司 ROE 较 15 年提升 8.03pct 至 14.01%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

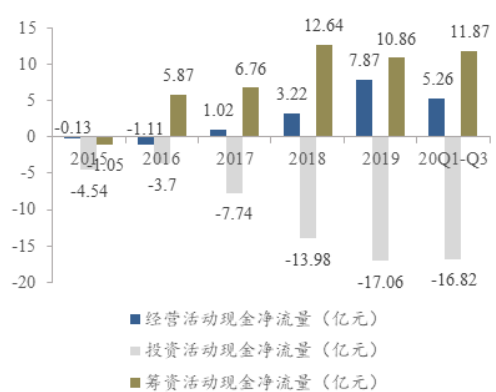
资产负债率提升周转率加快，经营性现金流净额逐年增加。公司资产负债率从 2015 年的 43.31% 升至 2019 年的 68.04%，总资产周转率持续加速，由 2015 年的 0.32 次/年提至 2019 年的 0.51 次/年，资产投资效益日渐向好。公司现金流状况良好，2019 年经营活动现金净流量同比大增 144.24%至 7.87 亿元，主要系一方面公司持续加强工程项目收款力度，BT 项目长期应收款回款较好，另一方面公司把回款作为筛选新订单的重要指标，新增订单回款更有保障。2015-2019 年公司投资和筹资活动现金流净额也维持增长。

图 5：15-19 年资产负债率提升，总资产周转率加快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

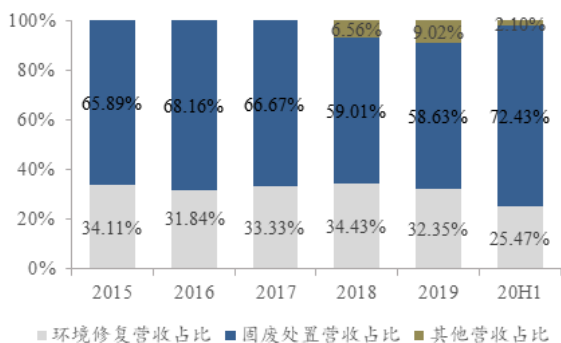
图 6：15-19 年经营性现金流净额逐年增加



数据来源：Wind，东吴证券研究所

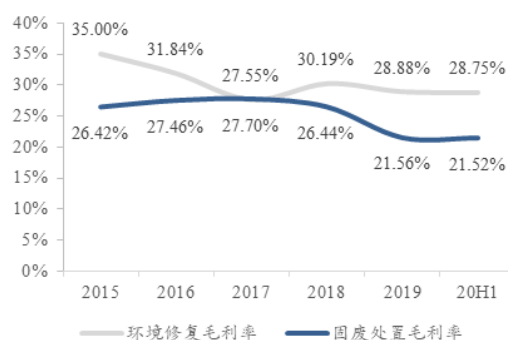
环境修复和固废处置板块均衡增长占比稳定,公司业务包括环境修复和固废处置两大领域。环境修复业务包含土壤修复、地下水修复和填埋场修复治理,固处置业务包含生活垃圾处理、危废处置和一般工业固废处理。15-19 年两大板块营收占比相对稳定,齐头并进。20H1 受疫情影响,环境修复营收占比降至 25.47%,固废处置营收占比提至 72.43%。2015-2020H1,两块业务毛利率小幅波动,环境修复板块毛利率高于固废处置。

图 7: 两大业务板块收入结构稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

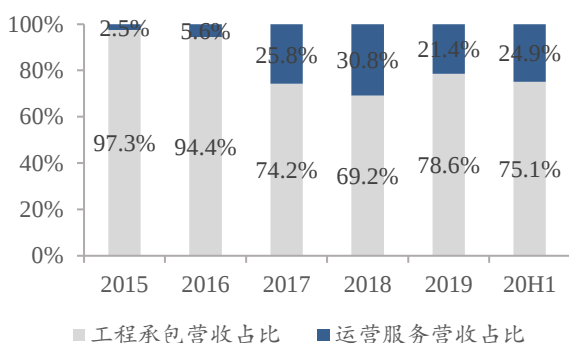
图 8: 环境修复板块毛利率高于固废处置



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

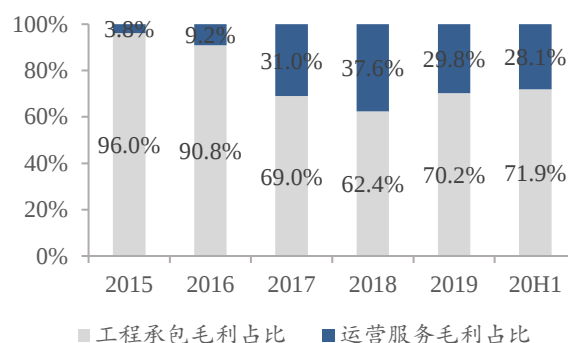
收入结构优化,运营服务营收和毛利占比提升。公司以技术创新推动产业转型升级,形成了工程承包与投资建设运营相结合的经营模式。随着项目投产,公司收入结构优化,运营占比提升。公司运营收入占比已由 15 年 2.5% 提升至 20H1 的 24.9%,运营毛利占比已由 15 年 3.8% 提升至 20H1 的 28.1%。运营占比提升公司发展稳定性加强,同时优质运营资产持续造血带来稳定现金流,满足公司内生发展。此外,运营服务业务毛利率显著高于工程承包毛利率,收入结构优化有助于抬升整体利润率水平。

图 9: 20H1 运营收入占比提升至 24.9%



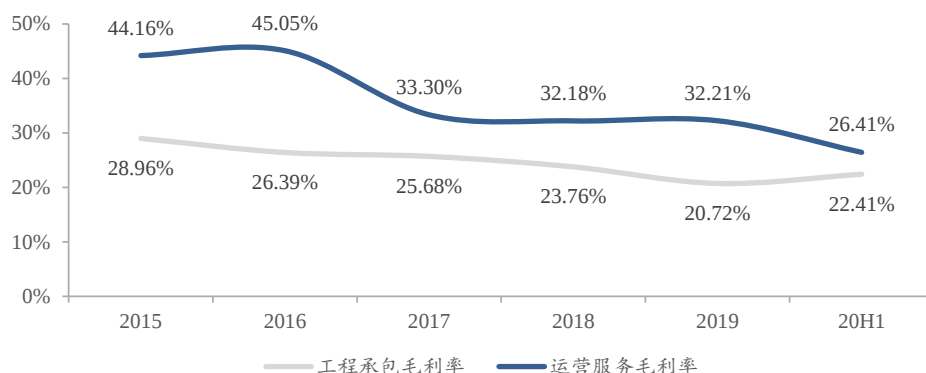
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 10: 20H1 运营毛利收入占比提升至 28.1%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 11: 运营服务毛利率高于工程承包毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 危废处置：产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头

2.1. 危废供需错配实际需求远超统计量，行业规范趋于专业化、规模化

需求端：危废产量持续增长，存量累积庞大，实际需求远超统计量。随着监管趋严，过往瞒报、漏报的存量和当期真实产生的危废量将逐步显现出来，据生态环境部《第二次全国污染源普查公报》，截止 2017 年，全国固废累积贮存量已达 8881.16 万吨。据《2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，2018 年全国 200 个大、中城市的危废产生量为 4643.0 万吨，同比增长 15.78%。以 2017 年大、中城市危废产量占全国的比来推算，2018 年全国危废产量为 8031.7 万吨。但由于统计数据均为企业自行申报数据，企业为逃避高额危废处置费用，统计数据存在较强失真现象。2017 年，中国统计局显示我国一般工业固废产量为 33.16 亿吨，危废产量为 6936.9 万吨，危废占固废的比仅为 2.01%，与发达国家 5%-10% 的水平相差较多。假设危废占一般固废比重为 3%，根据 2018 年中国统计局数据，我们测算 2018 年危废实际产量为 1.18 亿吨，远超统计量。

表 2: 2018 年全国危废产量测算表

项目		2017	2018
以大中城市口径下产废量占全国口径下产废量的比例计算, 2018 年危废产量 8031.7 万吨, 存在低估。	一般固体废物产生量 (万吨): 大、中城市	131000	155000
	一般固体废物产生量 (万吨): 全国	331592	392342
	一般固体废物产生量: 大、中城市/全国	39.51%	39.51%
	危废产生量 (万吨): 大、中城市	4010	4643
	危废产生量 (万吨): 全国	6937	8032

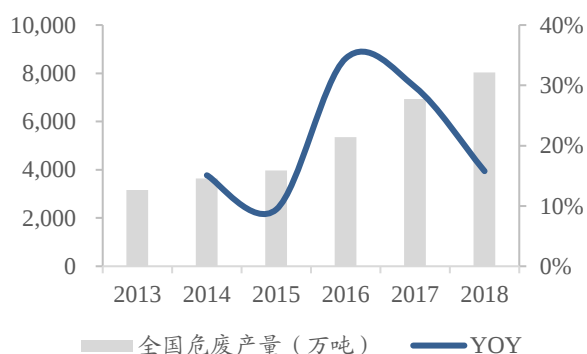
	危废产生量：大、中城市/全国	57.81%	57.81%
以全国口径下，危废产生量与一般固废产生量的比例计算，2018 年危废产量 8208 万吨，存在低估。	一般固体废物产生量（万吨）：全国	331592	392342
	危废产生量（万吨）：全国	6937	8208
	危废产生量/一般固体废物产生量：全国	2.09%	2.09%
以全国口径下，危废占一般固废 3% 的比例计算，2018 年危废产量 11770 万吨，接近真实水平。	一般固体废物产生量（万吨）：全国	331592	392342
	危废产生量/一般固体废物产生量：全国	3.00%	3.00%
	危废产生量（万吨）：全国	9948	11770

数据来源：中国统计年鉴，《2014-2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，东吴证券研究所

注：表中蓝色数字为假设值

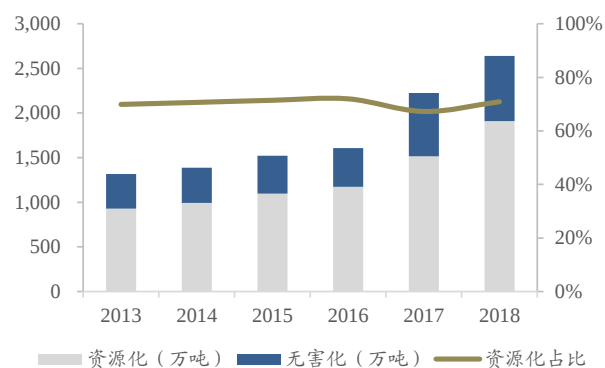
供给端：危废处置供需缺口明显，企业产能利用率低。根据《2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》可知，2018 年全国危废利用处置产能达 1.02 亿吨，与上文所测算的 2018 年危废产量相比仍存在约 1600 万吨的产能缺口。同时，2018 年危废实际利用处置量为 2697 万吨，危废企业产能利用率仅为 26.41%，有效利用率低下主要系危废企业处置利用种类供需不平衡，获取渠道单一，环评及建设期长导致部分企业有牌照却无实际处置能力等现象所致。此外，从危废处置方式的占比来看，2013-2018 年，资源化处置危废占比约 70%，资源化较为主流，且符合“无废城市”“循环经济”理念。

图 12：2013-2018 年全国危废产量



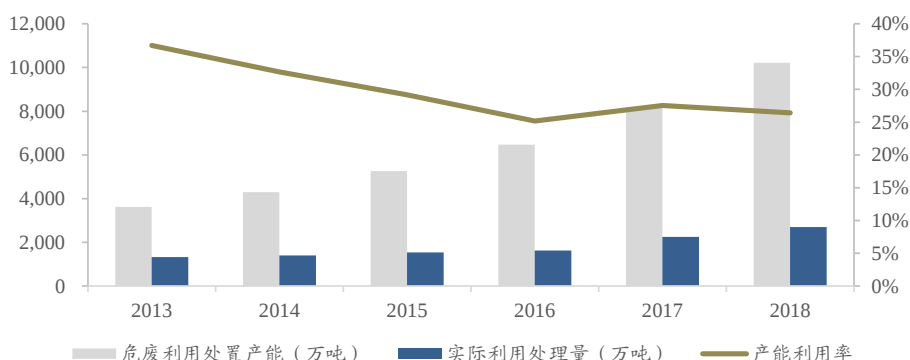
数据来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

图 13：2013-2018 年全国危废企业资源化处置占比



数据来源：《2014-2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，东吴证券研究所

图 14：2013-2018 年全国危废利用处置产能、实际利用处置量及产能利用率情况



数据来源：《2014-2019 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》，东吴证券研究所

政策法规日益完善，危废污染防治持续加强。“十二五”起，国家从政策和监管层面均出台了一系列政策文件与法律规范，提出要不断提高危险废物污染防治水平，开展危险废物专项整治。2013 年，两高司法解释发布，明确四种从重处罚的环境污染犯罪行为情形，进一步降低环境污染的入罪门槛。2016 年，发改委将“加强危险废物污染防治，开展危险废物专项整治”纳入“十三五”规划，提出要实行最严格的环境保护制度。2016 年，环保部发布《中华人民共和国环境保护税法》，鼓励排污企业清洁生产、产生危废集中处理，促进了危废处理企业的发展。2020 年，新固废法正式颁布，着重强调了危废产生者和危废经营者的相关责任，要求产生者依法上报，经营者持证经营，双向发力，释放危废正规处置需求的同时，加强行业发展规范。

表 3：危废行业相关支持政策

年份	政策法规	颁布部门	主要内容
2001	《危险废物污染防治技术政策》	环保部	1) 以危险废物的减量化、资源化和无害化的管理原则，对产生源，收集，储存，利用，预处理到最终处理处置的各个环节提出指导性意见；2) 建立危险废物分级管理体系，推行从产生到处置的全过程管理机制，强化生命周期管理。
2011	《关于进一步加强危险废物和医疗废物监管工作的意见》	环保部、卫生部	1) 危险废物管理进一步规范，产生单位危险废物规范化管理抽查合格率达到 90%；经营单位危险废物规范化管理抽查合格率达到 95%。2) 发展一批危险废物利用处置骨干企业，取缔一批非法利用处置危险废物企业，淘汰一批落后的利用处置设施。
2012	《“十二五”危险废物污染防治规划》	环保部、发改委等四部委	将危险废物污染防治作为“十二五”深化环境保护工作的重要内容，不断提高危险废物污染防治水平，降低危险废物环境风险
2013	《最高人民法院、最高人民检察院关于办理环境污染刑事案件司法解释》	最高人民法院、最高人民检察院	明确四种实施环境污染犯罪应当从重处罚的情形，进一步降低入罪门槛，提升依法惩治环境污染犯罪的效果

	事案件适用法律若干问题的解释》		
2016	《国民经济和社会 发展第十三个五年 规划纲要》	发改委	提出“实行最严格的环境保护制度，强化排污者的主体责任”、“实施环境风险全过程管理， 加强危险废物污染防治，开展危险废物专项整治 ”
2016	《中华人民共和国 环境保护税法》	环保部	落实“多排多缴、少排少缴、不排不缴”的正向激励机制，鼓励节能减排、引导绿色生产，促进企业绿色转型发展
2020	《中华人民共和国 固体废物污染环境 防治法》	环保部	强化工业固体废物产生者和经营者的责任，完善排污许可制度

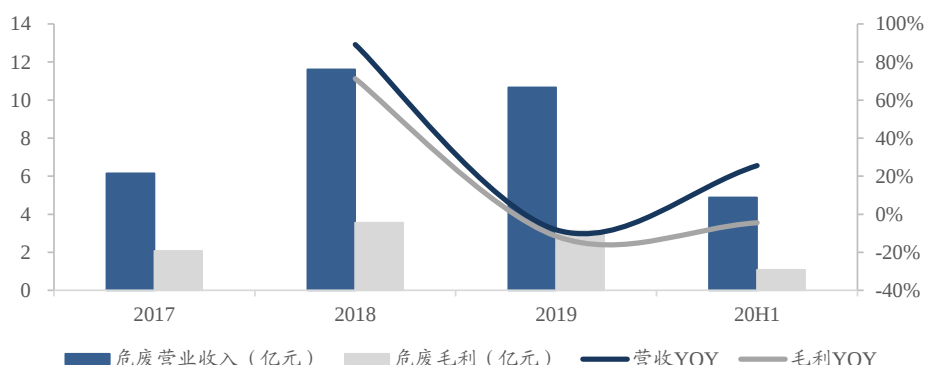
数据来源：环保部，发改委，工信部等，东吴证券研究所

事件不断催化行业规范整治。近年来清废行动 2019、生态环境部集中约谈 7 省市政府、中纪委通报等事件成为行业发展催化剂，政府显著强化监管执法力度。2019 年 3 月，江苏盐城市响水县陈家港镇天嘉宜化工有限公司发生化学储罐爆炸事故，波及周边 16 家企业，导致 794 人伤亡，造成 19.86 亿元的直接损失，引起国家层面的高度重视。经检查，“响水爆炸事件”的起因为企业长期违法贮存危险废物，且企业的多项许可证已经过期。该事件持续发酵将进一步推动该地区甚至全国层面的危废监管力度，加速危废正规处理需求释放，实现危废处理行业的“量价齐升”。

2.2. 产能再翻番，“雨虹基因”再造资源化龙头

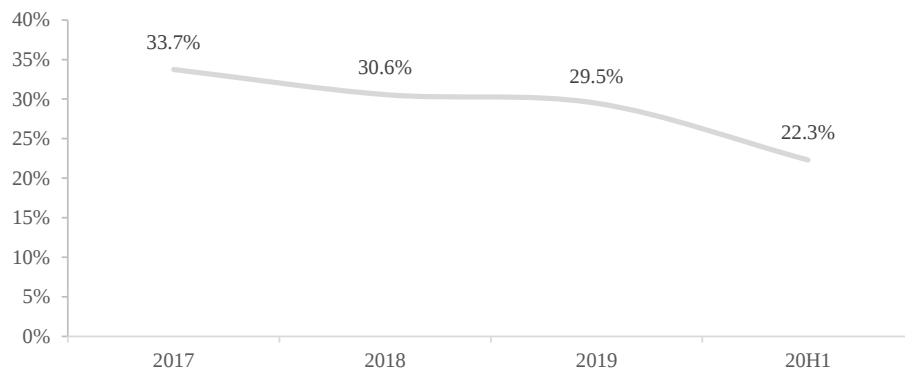
危废业务初具规模。2016 年以来，公司通过“并购+新建”的方式切入危废处置市场，经过 3-4 年的整合公司危废业务初现规模，2018 年起危废收入踏上 10 亿规模台阶，20H1 公司实现危废收入 4.88 亿，同比增长 25.5%，实现毛利 1.09 亿，利润增速低于收入，主要系受贵州宏达单个项目的影响所致。公司危废毛利率维持 30%左右水平，20H1 毛利率有所下滑，同样是受贵州宏达单个项目扰动所致。

图 15：公司危废业务营业收入/毛利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

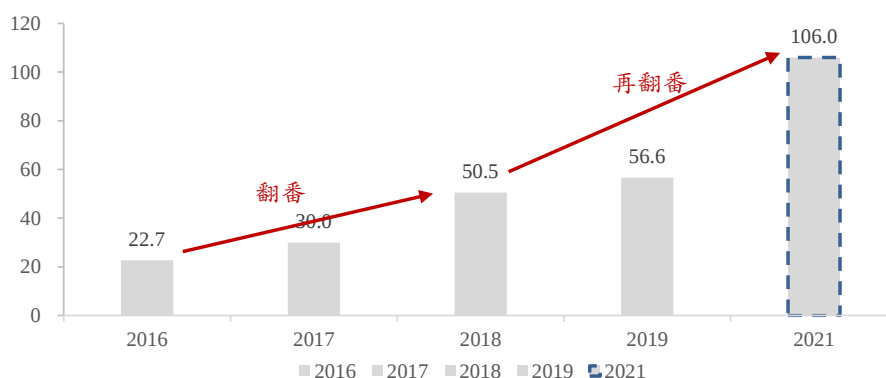
图 16: 公司危废业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能快速扩张 21 年再翻番，聚焦资源化剑指行业龙头。公司在 16 年切入危废行业后，产能规模快速扩张。2016 年公司在手牌照量为 22.66 万吨/年，2018 年在手牌照量突破 50 万吨/年，实现翻番。2021 年 1 月，公司公告对外投资重庆耀辉环保有限公司与贵州高能资源综合利用产业园项目，其中，重庆耀辉环保新建 10 万吨/年的危废多金属综合回收生产线，贵州高能分三期建设，一期新建 15 万吨/年含铜镍及 20 万吨/年含铅废物综合利用项目，预计于 2021 年内投产，届时公司在手牌照量将超过 100 万吨/年，实现再次翻番！公司危废处置以资源化为战略发展重点，当前在手产能资源化占比超 90%，随着贵州和重庆项目落地投产，公司资源化产能占比将超 95%。规模快速扩张叠加重点战略聚焦，公司剑指危废资源化龙头！

图 17: 2021 年公司危废产能有望再翻番 (万吨/年)



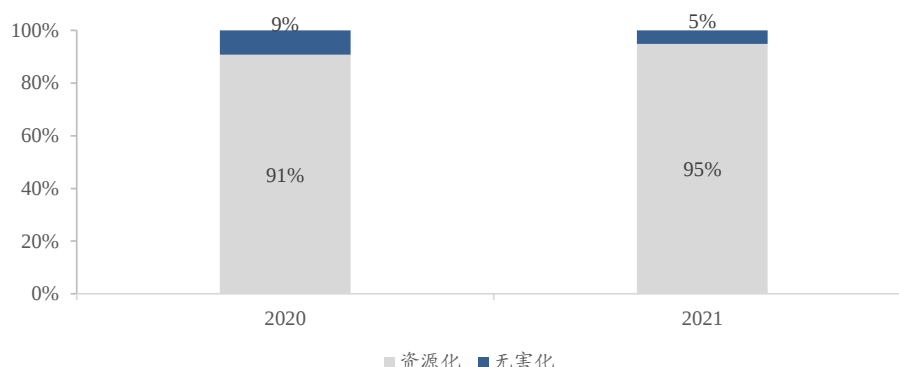
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：公司在手危废项目梳理

处理方式	项目	地区	核准规模 (万吨/ 年)	主要废弃物类型	获取 时间	项目 来源
资源化	阳新鹏富	湖北	9.915	铜、镍、电镀污泥、含铜废物、含镍废物	2017.1	收购
资源化	靖远宏达	甘肃	17.5	含铜废物、有色金属冶炼废物	2016.7	收购
资源化/ 少量无害 化	滕州高能	山东	5.2	焚烧危险废物、有机溶剂类废物、废矿物油	2017.11	收购
资源化	高能中色	甘肃	1.72	含铜废物、含镍废物、有色金属冶炼废物	2017.1	收购
			6	含铜废物、含铅废物、含镍废物、有色金属冶炼废物等	2017.1	收购
资源化	贵州宏达及子公司	贵州	11	含锌废物、有色金属冶炼废物	2018.4	收购
无害化	宁波大地	浙江	4.68	医药废物、废有机溶剂与含有机溶剂废物、废矿物油及含矿物油废物等	2017.1	收购
无害化	桂林高能	广西	0.438	医疗废物	2014.4	设立
无害化	贺州高能	广西	0.1	医疗废物	2014.9	设立
合计 56.553 万吨/年						
资源化	重庆耀辉	重庆	10	危废多金属综合回收	2021.1	收购
资源化	贵州高能	贵州	50	一期: 15 万吨/年含铜镍及 20 万吨/年含铅废物; 二期: 15 万吨/年含锌锡等有色金属; 三期: 铜、铅、锌 10 万吨级电解车间及相应阳极泥回收生产车间, 拟扩展废催化剂稀贵金属综合利用项目	2021.1	设立
合计 121.203 万吨/年, 较 2020 年产能弹性高达 214%!						

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18: 公司以资源化为发展重点



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资源化赋予危废产业类制造业属性，市场化程度提升竞争优势更易体现。通过延长危废产业链，资源化处置危废除向产废企业收取处置费外，下游开拓再生品销售，拓宽收入方式。收入方式的多样化提高了危废企业抗风险能力。此外，再生品销售赋予危废行业“类制造业”属性，而非纯粹的环保属性。资源化上游所采购危废非纯粹危险废弃物，而是具备一定价值的“制造原材料”，经过技术壁垒更高的工艺加工制造后，“产品”统一对外销售，各类合金/金属及化合物按合金/金属中的金属含量并参考国内外交易所的金属现货价格进行定价，市场价格透明度较高。**通过原材料采购、生产制造、产品销售等环节实现危废资源化的“类制造业”全流程。**商业模式促使危废资源化相较其他环保行业市场化程度更高，优质公司竞争力得到更好体现。

表 5: 无害化与资源化差异

	无害化	资源化
收入构成	危废处置费	危废处置费+再生品销售
上游采购	有色金属矿采选、化学原产废企业料与产品制造、有色金属冶炼与压延加工业、造纸与纸制品业等行业	为产生冶炼废渣、浸出泥及其他含金属废料的炼铁、炼钢及其他金属生产企业，此外还包括从事废旧电机拆解的企业及个人
中游制造	固化法、物化法、回转窑焚烧法、卫生填埋法、...	溶剂再生、油脂再生、染料利用、金属回收、...
下游销售	无	以再生金属为材料的行业，包括有色金属和有色冶炼加工、黑色金属冶炼和压延加工、金属制品等行业

数据来源：《浙富控股发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》，东吴证券研究所

复制东方雨虹龙头基因，精细化管理&渠道优势再造危废龙头。根据中国建筑防水协会，东方雨虹 2019 年市占率达 18.31%，超行业第二科顺股份 13pct，防水行业绝对龙头。

通过拆分防水行业商业模式，可以发现：1）上游原材料主要为各类化工品原料，具有一定标品属性。2）中游生产制造环节，东方雨虹已经拥有 150 余细分品种，800 多种规格型号的产品，品类较多。由标品原料向多品类产品生产制造过程中，从成本角度考虑，对于公司上游与中游精细化管理提出较高要求。3）下游通过直销与渠道两种方式实现下游销售，与客户长期合作关系与成熟的经销商体系筑起龙头渠道壁垒。

反观危废资源化商业模式，可以发现：下游销售较为透明顺畅，竞争体现在上游原材料的采购与非标品生产制造过程。1）上游原材料采购直接影响项目平稳运营与产能利用率的提升，对采购渠道依赖较大。2）上中游实现了对一个非标品的采购加工制造，效益与精细化管理程度紧密挂钩。

东方雨虹依靠精细化管理能力与强大渠道两大壁垒，筑起防水行业龙头护城河。对于同样需要精细化管理与渠道优势的危废资源化行业，东方雨虹有望进一步赋能高能环境，助力伟大企业成长。此外，部分上下游供应商、客户以及地区资源等方面仍存在协同可能。

图 19：东方雨虹与高能环境（危废资源化）商业模式对比



数据来源：《东方雨虹可转换公司债券募集说明书》，《浙富控股发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书》，东吴证券研究所绘制

3. 生活垃圾处理：资本开支高峰已过，项目投运运营收入持续增长

垃圾焚烧运营规模预计已达 8500 吨/日，在建筹建项目锁定未来 60%扩张。公司 14 年中标泗洪项目切入垃圾焚烧行业，经过 5 年建设发展，截至 2020 年底，公司在手运营项目预计已达 10 个，运营规模预计已达 8500 吨/日。运营项目已经初具规模。2020 年 5 月和 6 月，公司中标伊宁市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目和海拉尔区生活垃圾焚烧发电工程 BOT 项目，在建项目规模达 2200 吨/日。公司拥有筹建项目规模约 2700 吨/日。仅在手项目可为公司锁定未来近 60%规模扩张。

表 6：公司在手垃圾焚烧项目梳理

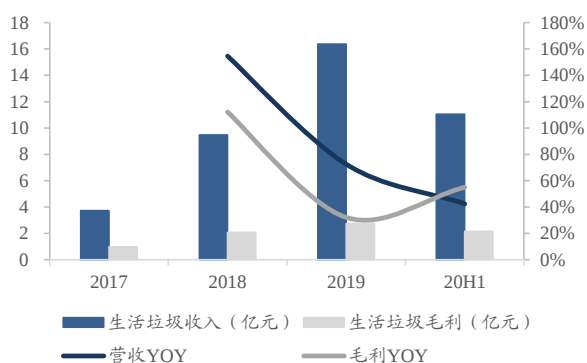
项目状态	项目	地区	规模（吨/日）	获取时间	项目来源
运营	泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目一期	江苏	500	2014.12	招投标
运营	泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目二期	江苏	300	2014.12	招投标
运营	顺义生活垃圾焚烧发电项目	北京	700	-	委托运营
运营	贺州市生活垃圾焚烧发电项目一期	广西	500	2015.3	招投标
运营	和田市生活垃圾焚烧 PPP 项目一期	新疆	1000	2015.11	招投标
运营	岳阳市生活垃圾焚烧发电项目	湖南	1200	2019.5	收并购
运营	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理项目一期	河南	1000	2016.7	招投标
运营	天津市静海区新能源环保发电项目一期	天津	1000	2018.12	招投标
运营	新沂市生活垃圾处理项目	江苏	800	2017.9	招投标
运营	临邑县生活垃圾处理项目一期	山东	800	2018.1	招投标
运营	荆门市中心城区生活垃圾焚烧处置项目	湖北	700	2018.12	招投标
预计 2020 年底运营规模合计达 8500 吨/日					
运营	内江城乡生活垃圾处理项目一期	四川	600	2018.12	招投标
在建	伊宁市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目一期	新疆	1000	2020.6	招投标
在建	海拉尔区生活垃圾焚烧发电工程 BOT 项目	内蒙古	600	2020.5	招投标
预计 2020 年底在建规模为 2200 吨/日					
筹建	濮阳市静脉产业园综合垃圾处理项目二期	河南	500	2016.7	招投标
筹建	天津市静海区新能源环保发电项目二期	天津	500	2018.12	招投标
筹建	临邑县生活垃圾处理项目二期	山东	-	2018.1	招投标
筹建	内江城乡生活垃圾处理项目二期	四川	300	2018.12	招投标
筹建	贺州市生活垃圾焚烧发电项目二期	广西	400	2015.3	招投标

筹建	和田市生活垃圾焚烧 PPP 项目二期	新疆	500	2015.11	招投标
在建	伊宁市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目二期	新疆	500	2020.6	招投标
预计 2020 年底筹建规模约 2700 吨/日					

数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

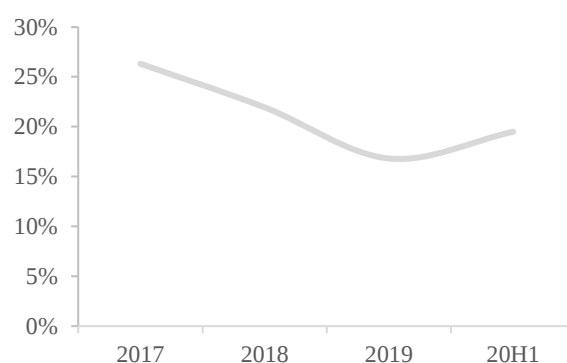
资本开支高峰已过，项目投运运营收入持续增长。公司公告披露生活垃圾处理板块包含 3 块业务，即垃圾焚烧发电项目建设业务、项目运营业务和垃圾填埋场项目工程业务。填埋场工程为公司上市初即有的传统业务。近 5 年是公司垃圾焚烧项目的开拓期，同时也是项目建设的高峰期，带动板块规模快速提升。20H1 公司实现生活垃圾处理营业收入 11.05 亿元，同比增长 42.5%，实现毛利 2.15 亿元，同比增长 55.0%。业务毛利率维持在 20%左右水平，19 年板块毛利率下滑，主要系当期工程收入大增所致，21H1 毛利率企稳回归。当前公司垃圾焚烧项目建设高峰已过，在手 11 个项目均已进入稳定运营期。预计公司生活垃圾业务板块将进入收入规模与利润率双升通道（运营利润率高于工程利润率）。运营收入占比进一步提升，收入结构优化。此外，垃圾焚烧项目提供的稳定现金流将促进公司实现内生优质增长，享受优质运营收益。

图 20：公司生活垃圾业务营业收入/毛利情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21：公司生活垃圾业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

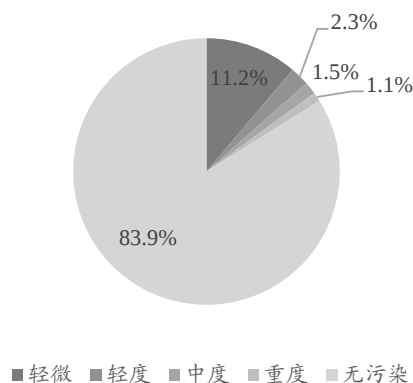
4. 环境修复：模式理顺万亿市场待释放，龙头技术&管理优势维持高增

4.1. 土壤修复 4 万亿市场空间待释放，模式理顺市场健康稳定释放

2014 年 4 月，环保部和国土资源部联合发布《全国土壤污染调查公报》，调查面积占我国陆地国土面积的近 70%。根据《调查公报》，我国土壤总体超标率为 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%。土壤污染问

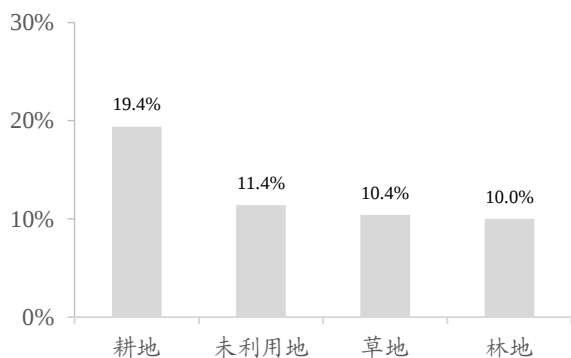
题主要集中于耕地、工业土地和矿业废弃土地等领域。耕地点位超标率为 19.2%、重污染企业用地和废弃工业用地点位超标率约为 35%、采矿区点位超标率为 33%。我们按照全国耕地面积 20.3 亿亩、工业用地和矿区用地面积 0.4 亿亩的数据进行计算，预计中国全部土壤环境修复市场空间高达 4.6 万亿元。

图 22：2014 年我国土壤总体超标率为 16.1%



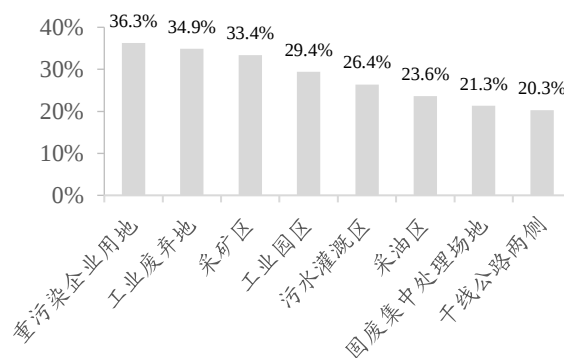
数据来源：《全国土壤污染调查公报》，东吴证券研究所

图 23：2014 年土壤污染集中于耕地、工业和矿业用地



数据来源：《全国土壤污染调查公报》，东吴证券研究所

图 24：2014 年土壤污染集中于耕地、工业和矿业用地



数据来源：《全国土壤污染调查公报》，东吴证券研究所

耕地污染治理潜在投资需求约为 3.8 万亿：根据《全国土壤污染调查公报》，将耕地污染分为重度污染、中度污染、轻度污染和轻微污染，根据不同污染程度对应的超标率，重度污染、中度污染、轻度污染和轻微污染对应的耕地面积分别为 0.22 亿亩、0.36 亿亩、0.57 亿亩、2.78 亿亩。考虑不同污染程度对应修复成本，假设重度污染、中度污染、轻度污染和轻微污染对应的修复成本分别为 60000 元/亩、30000 元/亩、10000 元/亩、3000 元/亩，加总合计耕地修复的市场空间约为 38331 亿元。

工业用地+矿区治理修复市场潜在空间约为 8000 亿元：根据《调查公报》，工业用地和矿区土地的污染程度远高于耕地，此外工矿土地的污染物治理难度也高于耕地，使得单位面积治理成本高企，估计修复成本约为 2 万元/亩左右，据此计算工业用地+矿区治理修复市场空间约为 **8000 亿元**。

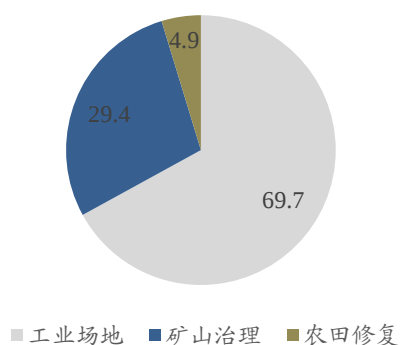
表 7：根据 14 年《全国土壤污染调查公报》，我国土壤修复潜在市场空间预测

土壤类型	超标率 (%)	污染面积 (亿亩)	修复成本 (元/亩)	市场空间 (亿元)
污染耕地				
其中：重度污染	1.1	0.22	60000	13378
中度污染	1.8	0.36	30000	10946
轻度污染	2.8	0.57	10000	5676
轻微污染	13.7	2.78	3000	8331
工业用地+采矿区	-	0.40	20000	8000
合计	-	4.33	-	46331

数据来源：《全国土壤污染调查公报》，东吴证券研究所测算

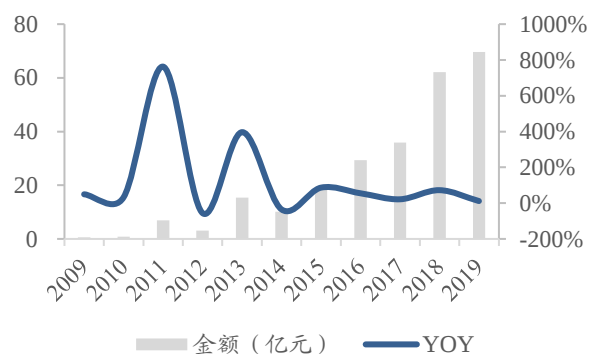
2019 年土壤修复市场空间 104 亿。根据《土壤与地下水修复行业发展报告》，2019 年我国土壤修复市场空间约 104 亿，其中工业场地 69.7 亿，矿山治理 29.4 亿，农田修复 4.9 亿。工业场地土壤修复市场增长迅速，2011 年起市场释放初具规模，2011-2019 年工业场地土壤修复市场 CAGR 达 34%。

图 25：2019 年土壤修复市场空间 104 亿



数据来源：《土壤与地下水修复行业发展报告》，东吴证券研究所

图 26：工业场地土壤修复增长迅速



数据来源：《土壤与地下水修复行业发展报告》，东吴证券研究所

政策法规配合中央财政专项资金支持，模式理顺市场健康稳定释放。2019 年 1 月 1 日，《土壤污染防治法》出台首次将土壤污染防治上升至法律层面，同时明确责任主体，其中，**1) 污染者责任**：土壤污染风险管控和修复；**2) 使用权人责任**：土壤污染责任人无法认定的，土地使用权人应当实施土壤污染风险管控和修复义务；**3) 政府责任**：地方人民政府及其有关部门可以根据实际情况组织实施土壤污染风险管控和修复。责任主体明确，商业模式理顺。此外，**中央财政支持力度持续加大**，2019 年中央财政安排土壤污染防治专项资金 50 亿元，同比大增 43%。**商业模式理顺叠加中央资金支持，土壤修复市场健康稳定扩张。**

图 27：近年来土壤修复行业政策梳理



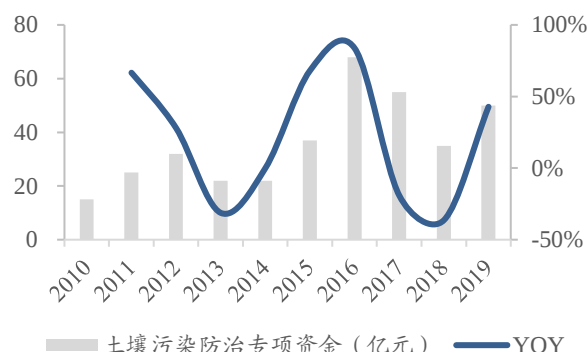
数据来源：国务院，中国人大网，东吴证券研究所

图 28：土壤修复资金来源



数据来源：《土壤污染防治法》，东吴证券研究所整理

图 29：中央土壤污染防治资金支持力度加大

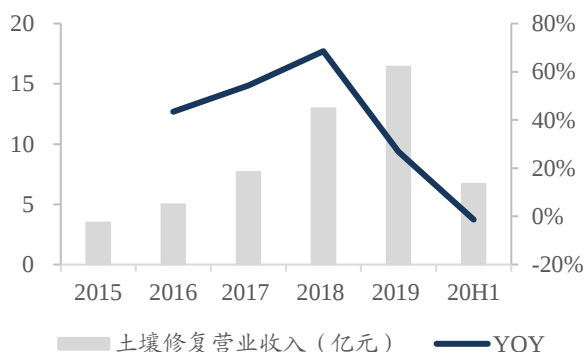


数据来源：《土壤与地下水修复行业发展报告》，东吴证券研究所

4.2. 土壤修复龙头规模行业第一，快速发展复合增速超 40%

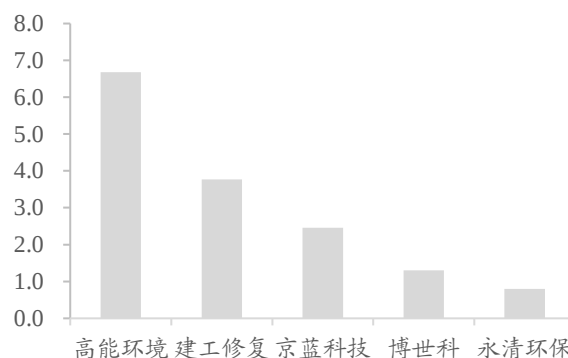
土壤修复收入快速扩张，行业龙头规模领先。公司土壤修复营业收入维持高增速，2015-2019 年营业收入 CAGR 为 47.4%。20H1 实现营业收入 6.68 亿，同比下滑 1.4%，主要系疫情影响所致。同业公司中，公司收入规模行业领先，龙头地位明显。

图 30: 土壤修复收入高速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 31: 20H1 公司土壤修复收入规模行业领先 (亿元)



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

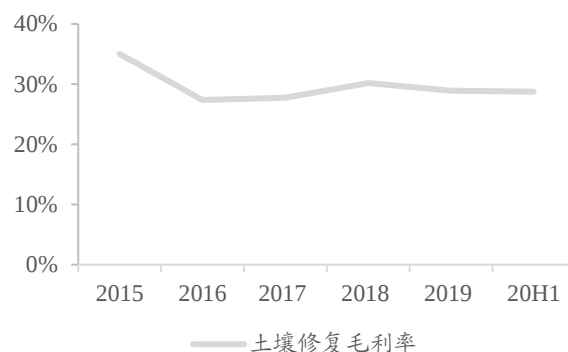
土壤修复毛利润增长迅速，毛利率维持稳定展现优秀管理与技术优势。公司土壤修复毛利维持高增速，2015-2019 年毛利 CAGR 为 40.5%。20H1 实现毛利 1.92 亿，不惧疫情影响，同比持平。土壤修复毛利率维持 30% 左右较为稳定。土壤修复项目属非标准类业务，项目间差异较大，稳定的毛利率依靠公司优秀管理能力与技术优势。环境修复领域，公司储备的修复技术基本涵盖所有大类的技术路径，具备针对不同污染类型开展定制化修复的技术集成能力，研发的技术工艺获国家技术进步二等奖。凭借领先的技术，公司在该领域参编行业标准 7 项，提升了我国污染场地修复实施技术和管理水平。

图 32: 土壤修复毛利率维持高速增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

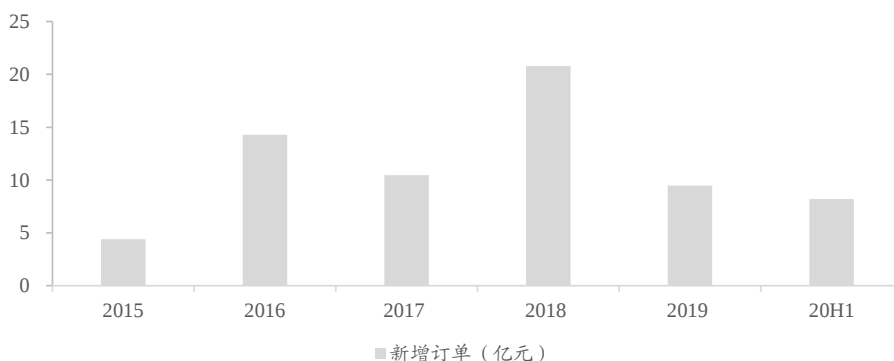
图 33: 土壤修复毛利率维持稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新增订单稳定伴市场释放，在手订单充足锁定未来发展。公司新增订单随行业发展稳步扩张，总体保持稳定，年新增订单维持在 10 亿以上。截至 2019 年底，公司土壤修复在手订单达 14.74 亿，在手订单充沛。20H1 公司新增订单获佳绩，土壤修复新增订单达 8.21 亿，同比大增 33.55%。

图 34：公司土壤修复新增订单情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

基于以上分析，我们认为

- 1) 危废处理处置：公司战略发展重点，随重庆、贵州项目投产落地，2021 年底在手牌照量有望翻番突破 100 万吨/年，东方雨虹赋能公司，物料采购渠道能力与生产制造精细化能力有望提升，预计 20-22 年危废处理处置业务营业收入增速分别为 31%、36%、35.0%，毛利率分别为 25%、26%、27%。
- 2) 生活垃圾处理：项目建造高峰期已过，运营占比提升板块毛利率回升，预计 20-22 年生活垃圾处理业务营业收入增速分别为 65%、0%、15%，毛利率分别为 20%、22%、24%。
- 3) 环境修复：预计 20-22 年生活垃圾处理业务营业收入增速分别为-15%、21%、20%，毛利率分别为 29%、29%、29%。
- 4) 一般工业固废：预计 20-22 年生活垃圾处理业务营业收入分别为 4 亿、4 亿、4 亿，毛利率分别为 20%、20%、20%。
- 5) 其他业务：预计 20-22 年生活垃圾处理业务营业收入分别为 1.1 亿、4 亿、4 亿，毛利率分别为 20%、20%、20%。

表 8: 业务拆分预测

亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
危废处置					
营业收入	11.62	10.66	14.00	19.00	25.65
同比	89.12%	-8.25%	31.32%	35.71%	35.00%
毛利率	30.56%	29.47%	25.00%	26.00%	27.00%
毛利	3.55	3.14	3.50	4.94	6.93
同比	71.32%	-11.51%	11.39%	41.14%	40.19%
生活垃圾处理					
营业收入	9.48	16.37	27.00	27.00	31.00
同比	154.53%	72.60%	64.96%	0.00%	14.81%
毛利率	21.94%	16.80%	20.00%	22.00%	24.00%
毛利	2.08	2.75	5.40	5.94	7.44
同比	112.14%	32.18%	96.35%	10.00%	25.25%
环境修复					
营业收入	12.95	16.42	14.00	17.00	20.40
同比	68.55%	26.75%	-14.72%	21.43%	20.00%
毛利率	30.19%	28.88%	29.00%	29.00%	29.00%
毛利	3.91	4.74	4.06	4.93	5.92
同比	83.68%	21.21%	-14.35%	21.43%	20.00%
一般工业固废					
营业收入	1.10	2.73	4.00	4.00	4.00
同比	62.27%	147.93%	46.56%	0.00%	0.00%
毛利率	21.76%	19.13%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	0.24	0.52	0.80	0.80	0.80
同比	59.42%	117.98%	53.21%	0.00%	0.00%
其他业务					
营业收入	2.47	4.58	1.10	4.00	4.00
同比	4.40%	85.58%	-75.95%	263.09%	0.00%
毛利率	5.36%	13.35%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	0.13	0.61	0.22	0.80	0.80
同比	-66.98%	361.77%	-63.96%	263.09%	0.00%
合计					
营业收入	37.62	50.75	60.10	71.00	85.05
同比	82.67%	34.90%	18.42%	18.13%	19.79%
毛利率	26.35%	23.18%	23.26%	24.52%	25.73%
毛利	9.91	11.77	13.98	17.41	21.88
同比	72.91%	18.68%	18.82%	24.53%	25.68%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

公司有望复制东方雨虹优秀的精细化管理能力，根据在手项目投产节奏与产能布局，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67/0.86/1.13 元，对应 25/19/15 倍 PE，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) **危废产能投产不及预期：**公司 2021 年在建危废项目包括贵州项目与重庆项目，合计产能 45 万吨/年，若项目建设投产不及预期，将对公司危废业务造成负面影响；
- 2) **危废产能利用率不及预期：**危废行业产能利用率普遍较低，若公司上游原料采购不能匹配公司危废产能规模扩张，影响公司产能利用率，将对公司危废业务造成负面影响；
- 3) **市场竞争加剧：**市场竞争加剧将对公司各项业务利润率造成负面影响。

高能环境三大财务预测表

资产负债表(百万 元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,479	5,943	6,922	7,433	营业收入	5,075	6,010	7,100	8,505
现金	921	2,087	2,202	2,086	减:营业成本	3,899	4,612	5,359	6,317
应收账款	506	402	670	614	营业税金及附加	20	24	28	33
存货	2,358	2,834	3,199	3,912	营业费用	71	124	133	151
其他流动资产	694	620	851	821	管理费用	271	440	452	539
非流动资产	6,976	8,055	9,199	10,439	财务费用	145	117	229	262
长期股权投资	706	917	1,106	1,299	资产减值损失	-37	18	-15	4
固定资产	754	905	1,018	1,098	加:投资净收益	78	54	32	37
在建工程	113	107	108	116	其他收益	0	0	0	0
无形资产	4,132	4,855	5,697	6,655	营业利润	566	729	947	1,235
其他非流动资产	1,272	1,271	1,271	1,270	加:营业外净收支	-4	-3	-4	-4
资产总计	11,455	13,998	16,121	17,872	利润总额	562	725	943	1,232
流动负债	3,955	5,180	6,097	6,858	减:所得税费用	78	91	122	162
短期借款	1,186	1,186	1,186	1,186	少数股东损益	72	94	122	159
应付账款	1,903	1,726	2,491	2,479	归属母公司净利润	412	540	699	911
其他流动负债	866	2,268	2,420	3,193	EBIT	870	1,044	1,285	1,587
非流动负债	3,840	4,435	4,861	4,822	EBITDA	983	1,181	1,451	1,783
长期借款	3,786	4,381	4,807	4,768					
其他非流动负债	54	54	54	54					
负债合计	7,795	9,615	10,958	11,680	重要财务与估值指标	2019A	2020A	2021A	2022A
少数股东权益	531	624	747	905	每股收益(元)	0.51	0.67	0.86	1.13
					每股净资产(元)	3.68	4.45	5.27	6.34
归属母公司股东权益	3,130	3,758	4,416	5,287	发行在外股份(百万 股)	674	810	810	810
负债和股东权益	11,455	13,998	16,121	17,872	ROIC(%)	9.1%	8.7%	9.4%	10.5%
					ROE(%)	13.2%	14.5%	15.9%	17.3%
					毛利率(%)	23.2%	23.3%	24.5%	25.7%
现金流量表(百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.1%	9.0%	9.8%	10.7%
经营活动现金流	787	732	856	1,264	资产负债率(%)	68.0%	68.7%	68.0%	65.4%
投资活动现金流	-1,706	-1,162	-1,277	-1,398	收入增长率(%)	34.9%	18.4%	18.1%	19.8%
筹资活动现金流	1,086	1,596	536	18	净利润增长率(%)	26.9%	31.0%	29.4%	30.5%
现金净增加额	165	1,167	114	-116	P/E	32.56	24.85	19.21	14.72
折旧和摊销	112	137	166	195	P/B	4.51	3.72	3.15	2.61
资本开支	1,667	868	955	1,046	EV/EBITDA	18.43	15.79	13.42	11.26
营运资本变动	53	-102	-328	-226					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>