

## 公司研究

## 业绩符合预期，大力拓展危废资源化业务运营资产质量持续提升

## ——高能环境（603588.SH）2020 年年报&amp;2021 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：19.80 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebscn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

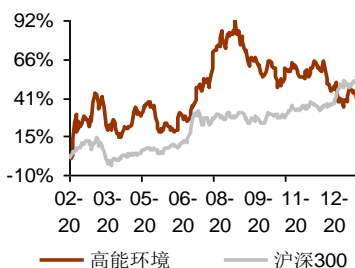
021-52523828

huangshuaibin@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.12
总市值(亿元)	160.78
一年最低/最高(元)	10.90/20.00
近3月换手率	113.30%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.82	64.94	43.05
绝对	13.66	58.90	77.84

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩符合预期，拿单持续保障未来业绩增长——高能环境（603588.SH）2020 年半年度报告点评（2020-08-17）

## 要点

## 事件：

公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 68.27 亿元，同比增长 34.51%，实现归母净利润 5.50 亿元，同比增长 33.51%；公司同时发布 2021 年一季报，2020Q1 实现营业收入 12.65 亿元，同比增长 55.57%，实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 69.22%。

**2020 年各项业务稳健发展，运营板块维持高增。**2020 年在疫情影响下，公司通过合理安排施工进度保障工程类项目的建设，叠加运营资产陆续投产后给公司带来的业绩增长，公司各项业务均实现了较为稳健的发展，分板块来看：

环境修复板块建设进度在一定程度上受到了疫情影响，2020 年营业收入同比-1.45%至 16.18 亿元，毛利率同比+3.54 个 pct 至 32.41%；公司龙头地位依旧稳固，可有效保障市场拓展及拿单，2020 年新签修复工程订单 12.82 亿元（2019 年为 9.47 亿元），可有效保障板块稳健发展。

固废处理工程板块营业收入同比+40.27%至 29.86 亿元，为加快建设进度加大工程机械使用量致毛利率同比下滑 4.14 个 pct 至 12.83%。

**固废运营处理板块是公司发展最大亮点，2020 年营业收入同比+92.74%至 20.06 亿元**，其中危废资源化业务和垃圾焚烧运营业务均实现了较高增长，危废资源化业务受益于高能中色等新建生产线投产及技改带来的产能增加，营业收入同比+93.64%至 13.67 亿元；垃圾焚烧业务则受益岳阳、和田、新沂等项目的顺利投产（20 年底投运产能达 8500 吨/日），2020 年公司上网电量同比高增 298%至 4.18 亿度，带动板块营业收入同比+209.65%至 3.61 亿元。

整体来看，2020 年公司运营服务业务营业收入同比+94.91%至 21.19 亿元，占营业收入的比重提升 9.62 个 pct 至 31.03%，毛利率提升 2.49 个 pct 至 32.61%，**运营服务业务已成为公司最主要的利润贡献来源。**

2021Q1 公司维持了较好的业绩增长态势，营业收入及归母净利润增速均超过 50%，我们认为一方面原因系 2020Q1 工程类项目受疫情影响基数较低，另一方面系公司 2020 年底投运的各类运营资产在 2021 年开始贡献收入和业绩（2021Q1 公司垃圾焚烧项目整体上网电量同比高增 190.8%至 2.06 亿度）。

**深耕资源化利用市场，运营收入占比持续提升将保障公司长远发展。**公司在持续发展环境修复和生活垃圾焚烧发电核心业务的基础上，大力拓展危废资源化利用业务，并将其作为公司未来重点战略方向，随着公司在重庆（10 万吨）和贵州（35 万吨）新建的危废资源化利用项目投产，将大幅提升公司危废资源化产能和运营资产的利润贡献。公司预计 2021 年运营收入占总收入比例将达到 50%（我们预计将达到 47%），虽然垃圾焚烧项目建设收入恐在 2021 年显著减少从而减缓公司收入增速，但是运营服务收入现金流更好且未来确定性更强，其比例的提升将进一步保障公司长远发展。

**维持“买入”评级：**根据公司危废项目规划及建设进度，我们上调 21/22 年盈利预测，新增 23 年盈利预测，预计公司 21-23 年实现归母净利润 7.16/8.64/10.33 亿元（上调 16%/上调 27%/新增），对应 21-23 年 EPS 为 0.88/1.06/1.27 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 22/19/16 倍。公司环境修复龙头地位稳固在手订单充裕，大力拓展危废资源化业务后优质的运营类资产将保障公司未来业绩增长持续，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**公司项目建设进度不及预期；危废行业产能过剩致公司危废运营业务盈利能力不及预期；未来新签订单量较少拖累业绩。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,075	6,827	7,504	8,619	9,844
营业收入增长率	34.90%	34.51%	9.93%	14.85%	14.22%
净利润（百万元）	412	550	716	864	1,033
净利润增长率	26.92%	33.51%	30.16%	20.71%	19.59%
EPS（元）	0.61	0.68	0.88	1.06	1.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.16%	11.63%	13.28%	13.98%	14.50%
P/E	32	29	22	19	16
P/B	4.3	3.4	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-08

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,075	6,827	7,504	8,619	9,844
营业成本	3,899	5,246	5,534	6,284	7,139
折旧和摊销	111	214	436	616	746
税金及附加	20	26	30	34	39
销售费用	71	93	98	112	128
管理费用	271	325	375	414	473
研发费用	157	211	263	293	335
财务费用	145	209	374	513	576
投资收益	78	40	80	80	80
营业利润	566	725	919	1,087	1,280
利润总额	562	719	916	1,084	1,277
所得税	78	82	110	130	153
净利润	484	637	806	954	1,123
少数股东损益	72	87	90	90	90
归属母公司净利润	412	550	716	864	1,033
EPS(按最新股本计)	0.61	0.68	0.88	1.06	1.27

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	787	1,089	1,349	1,982	2,335
净利润	412	550	716	864	1,033
折旧摊销	111	214	436	616	746
净营运资金增加	313	-1,071	324	233	263
其他	-48	1,396	-127	269	292
投资活动产生现金流	-1,706	-2,580	-3,399	-3,420	-1,420
净资本支出	-1,667	-2,577	-3,500	-3,500	-1,500
长期投资变化	706	870	0	0	0
其他资产变化	-745	-872	101	80	80
融资活动现金流	1,086	1,994	2,180	1,650	-682
股本变化	14	136	2	0	0
债务净变化	1,718	1,501	2,611	2,235	-21
无息负债变化	641	800	219	409	452
净现金流	165	500	129	212	233

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.2%	23.2%	26.3%	27.1%	27.5%
EBITDA 率	16.5%	18.1%	22.5%	24.9%	25.8%
EBIT 率	14.2%	14.9%	16.7%	17.8%	18.2%
税前净利润率	11.1%	10.5%	12.2%	12.6%	13.0%
归母净利润率	8.1%	8.1%	9.5%	10.0%	10.5%
ROA	4.2%	4.1%	4.2%	4.2%	4.7%
ROE (摊薄)	13.2%	11.6%	13.3%	14.0%	14.5%
经营性 ROIC	7.8%	9.7%	8.7%	8.6%	9.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	68%	65%	68%	69%	67%
流动比率	1.13	1.14	0.86	0.74	0.79
速动比率	0.54	0.91	0.68	0.58	0.61
归母权益/有息债务	0.62	0.72	0.59	0.54	0.63
有形资产/有息债务	1.34	1.33	1.21	1.18	1.30

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,455	15,430	19,009	22,535	24,003
货币资金	921	1,297	1,426	1,638	1,870
交易性金融资产	0	2	0	0	0
应收帐款	506	869	1,036	1,189	1,358
应收票据	6	49	45	52	59
其他应收款 (合计)	238	209	300	345	394
存货	2,358	1,197	1,354	1,541	1,755
其他流动资产	226	380	380	380	380
流动资产合计	4,479	5,952	6,502	7,144	7,858
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	706	870	870	870	870
固定资产	754	972	2,578	4,111	4,735
在建工程	113	256	492	669	652
无形资产	4,132	6,181	7,404	8,578	8,725
商誉	548	523	523	523	523
其他非流动资产	438	440	440	440	440
非流动资产合计	6,976	9,478	12,507	15,392	16,145
总负债	7,795	10,096	12,926	15,570	16,000
短期借款	1,186	1,517	3,729	5,465	5,244
应付账款	1,903	2,436	2,601	2,953	3,355
应付票据	170	126	166	126	71
预收账款	89	0	0	0	0
其他流动负债	-	26	26	26	26
流动负债合计	3,955	5,237	7,575	9,719	9,950
长期借款	1,965	3,585	4,085	4,585	4,785
应付债券	1,820	1,235	1,235	1,235	1,235
其他非流动负债	45	26	26	26	26
非流动负债合计	3,840	4,859	5,351	5,851	6,051
股东权益	3,661	5,334	6,084	6,965	8,003
股本	674	810	812	812	812
公积金	829	1,951	2,021	2,107	2,199
未分配利润	1,572	2,027	2,615	3,320	4,175
归属母公司权益	3,130	4,730	5,390	6,181	7,129
少数股东权益	531	604	694	784	874

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.40%	1.37%	1.30%	1.30%	1.30%
管理费用率	5.34%	4.77%	5.00%	4.80%	4.80%
财务费用率	2.85%	3.05%	4.99%	5.95%	5.85%
研发费用率	3.09%	3.10%	3.50%	3.40%	3.40%
所得税率	14%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.07	0.07	0.09	0.11	0.12
每股经营现金流	1.17	1.34	1.66	2.44	2.88
每股净资产	4.64	5.84	6.64	7.61	8.78
每股销售收入	7.53	8.43	9.24	10.61	12.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	32	29	22	19	16
PB	4.3	3.4	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.5	18.6	15.2	13.1	11.1
股息率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE