

2020年报&2021一季报点评：一季报超预期，危废资源化大增运营占比提升加速买入（维持）

2021年04月13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

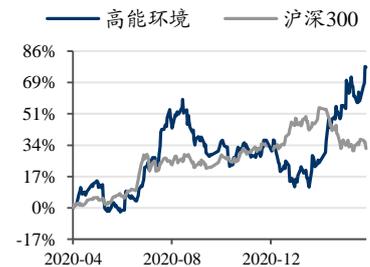
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,827	7,779	8,729	10,389
同比（%）	34.5%	13.9%	12.2%	19.0%
归母净利润（百万元）	550	731	946	1,207
同比（%）	33.5%	32.8%	29.6%	27.6%
每股收益（元/股）	0.68	0.90	1.17	1.49
P/E（倍）	28.46	21.43	16.54	12.97

投资要点

- **事件：2020年**，公司实现营收 68.27 亿元，同增 34.51%；归母净利润 5.50 亿元，同增 33.51%；扣非归母净利润 5.43 亿元，同增 38.23%，符合我们预期；加权平均 ROE 同比提高 0.24pct，至 14.25%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税），以资本公积金转增股本每 10 股转增 3 股。**2021 年一季度**，公司实现营收 12.65 亿元，同增 55.57%；归母净利润 1.19 亿元，同增 69.22%；扣非归母净利润 1.22 亿元，同增 77.52%，超出我们的预期；加权平均 ROE 同比提高 0.26pct，至 2.49%。
- **危废资源化战略重点营收大增 94%，在手项目投运生活垃圾处理营收高增 210%**。固废危废资源化利用 2020 年营收 13.67 亿元，同比大增 93.64%，毛利率同升 0.43pct 至 26.27%。靖远高能、阳新鹏富业绩平稳增长，高能中色生产线运行良好，当期业绩有较大提升，收购杭州新材料公司增加部分收入利润。**生活垃圾处理** 2020 年实现营收 3.61 亿，同比大增 209.65%，主要系投运项目增加。2020 年在手垃圾焚烧项目均已进入建设或投入运营，在手规模 10700 吨/日，已投运规模 8500 吨/日。
- **结构持续优化，运营收入/毛利占比达 31%/44%**。公司固废危废处理与生活垃圾处理主要以运营模式为主，两块业务的高增长促公司收入利润结构改善。2020 年实现运营服务收入 21.19 亿元，同增 94.91%，**运营收入占比同比提升 10pct 到 31.03%**；**运营毛利占比同比提升 14pct 至 43.69%**。随着 2021 年投入运营的项目增加，公司预计 2021 年全年运营收入占比将达到 50%。
- **一季报表现亮眼，收入增速达 56%，归母净利润大增 69%**。2021 年第一季度实现营收 12.65 亿元，同增 55.57%，营收大幅增长主要系垃圾焚烧运营收入增长和 20 年同期危废业务低基数 21 年运营收入大增所致。实现归母净利润 1.19 亿元，同增 69.22%，业绩增速高于收入增速。
- **危废产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头**。20 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。**公司董事长实控人李卫国，同为东方雨虹董事长实控人，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。**
- **盈利预测**：考虑公司危废资源化业务大增&运营业务占比提升加速，我们将 2021-2023 年归母净利润 7.0/9.1/11.8 亿元上调至 7.3/9.5/12.0 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.90/1.17/1.49 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 21/17/13 倍。公司有望复制东方雨虹精细化管理能力，造就危废资源化龙头，维持“买入”评级。
- **风险提示**：危废产能建设不及预期，产能利用率不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.28
一年最低/最高价	10.49/20.50
市净率(倍)	3.20
流通 A 股市值(百万元)	14776.38

基础数据

每股净资产(元)	6.03
资产负债率(%)	63.53
总股本(百万股)	812.01
流通 A 股(百万股)	766.41

相关研究

- 1、《高能环境（603588）：2020 年业绩快报点评：业绩符合预期，危废资源化龙头可期》
2021-03-14
- 2、《高能环境（603588）：复制雨虹优势，造资源化龙头》
2021-03-02

事件:

2020 年公司实现营业收入 68.27 亿元, 同比增长 34.51%; 归母净利润 5.50 亿元, 同比增长 33.51%; 扣非归母净利润 5.43 亿元, 同比增长 38.23%, 符合我们预期; 加权平均 ROE 同比提高 0.24pct, 至 14.25%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.70 元 (含税), 以资本公积金转增股本每 10 股转增 3 股。

2021 年一季度公司实现营业收入 12.65 亿元, 同比增长 55.57%; 归母净利润 1.19 亿元, 同比增长 69.22%; 扣非归母净利润 1.22 亿元, 同比增长 77.52%, 超出我们的预期; 加权平均 ROE 同比提高 0.26pct, 至 2.49%。

1. 战略重点危废资源化大增 94%, 结构优化运营占比有望超 50%

营收业绩双增, 毛利率维持稳定。2020 年公司实现营业收入 68.27 亿元, 同比增长 34.51%; 归母净利润 5.5 亿元, 同比增长 33.51%; 扣非归母净利润 5.43 亿元, 同比增长 38.23%。公司毛利率 23.16%, 同比减少 0.02pct, 同比持平。

危废资源化战略重点营收大增 94%, 在手项目投运生活垃圾处理营收高增 210%。分版块来看:**1) 固废危废资源化利用:**2020 年实现营业收入 13.67 亿元, 同比大增 93.64%, 毛利率同比提升 0.43pct 至 26.27%。资源化业务发展良好, 靖远高能、阳新鹏富业绩平稳增长, 高能中色生产线运行良好, 当期业绩有较大提升, 收购杭州新材料公司增加部分收入利润。**2) 固废危废无害化处置:**2020 年实现营业收入 2.78 亿元, 同比增长 27.26%, 毛利率同比下降 5.10pct 至 44.65%。**3) 生活垃圾处理:**2020 年实现营业收入 3.61 亿, 同比大增 209.65%, 增长主要系投运项目增加。2020 年公司在手垃圾焚烧项目均已进入建设或投入运营, 在手规模 10700 吨/日, 已投运规模 8500 吨/日。生活垃圾处理毛利率同比上升 1.67pct 至 44.08%。**4) 生活垃圾处理工程:**2020 年实现营业收入 21.19 亿, 同比增长 41.35%, 毛利率同比下降 6.96pct 至 7.49%。**5) 固废危废处理工程:**2020 年实现营业收入 8.66 亿, 同比增长 37.70%, 毛利率同比上升 2.90pct 至 25.89%。**6) 环境修复:**2020 年实现营业收入 16.18 亿, 同比下降 1.45%, 毛利率同比上升 3.54pct 至 32.41%。**7) 其他:**2020 年实现营业收入 2.18 亿, 同比下降 17.76%, 毛利率同比上升 13.89pct 至 14.30%。

结构持续优化, 运营收入/毛利占比达 31%/44%。公司固废危废处理与生活垃圾处理主要以运营模式为主, 两块业务的高增长促公司收入利润结构改善, 运营占比持续提升。2020 年公司实现运营服务收入 21.19 亿元, 同比增长 94.91%, 运营收入占总收入比例同比提升 10pct 到 31.03%; 运营服务毛利率同比提升 2.49pct 至 32.61%, 运营毛利占总毛利比例同比提升 14pct 至 43.69%。随着 2021 年投入运营的项目增加, 公司预计 2021 年全年运营收入占比将达到 50%, 收入结构优化。考虑运营毛利率高于工程毛利率, 结

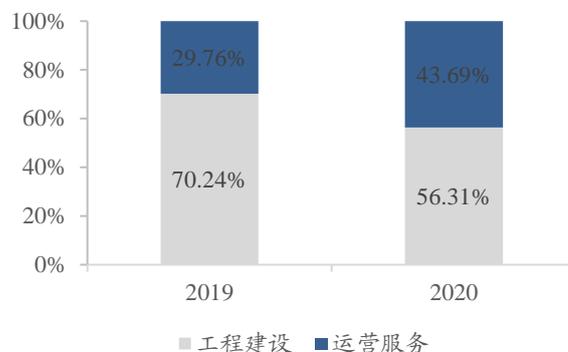
构改善有望抬升整体利润率。

图 1: 公司工程建设与运营服务营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 公司工程建设与运营服务毛利占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新签工程项目金额同增 13%，保持稳定。2020 年，公司签订工程类订单额 27.23 亿元，同比增长 12.75%。其中修复工程订单 12.82 亿元，同比增长 35.37%，其他环保工程类订单 14.41 亿元，同比下降-1.84%。另外，公司签订投资类项目 12.11 亿元，主要为生活垃圾焚烧发电项目，主要是内蒙古呼伦贝尔海拉尔经济技术开发区垃圾焚烧发电项目、伊宁市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目等。

费用率控制良好，期间费用率下降 0.4pct。2020 年公司期间费用同比增长 30.30% 至 8.39 亿元，期间费用率下降 0.4pct 至 12.29%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 31.44%、增加 20.05%、增加 34.75%、增加 44.14% 至 0.93 亿元、3.25 亿元、2.11 亿元、2.09 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.03pct、下降 0.57pct、上升 0.01pct、上升 0.2pct 至 1.37%、4.77%、3.1%、3.05%。公司期间费用有所上升，期间费用率保持良好。

一季报表现亮眼，收入增速达 56%，归母净利润大增 69%。2021 年一季度公司实现营业收入 12.65 亿元，同比增长 55.57%，营收大幅增长主要系 1) 垃圾焚烧运营收入增长：报告期新增天津静海垃圾焚烧电厂等垃圾焚烧电厂正式投入运营和 2) 2020 年同期危废业务低基数：阳新鹏富、靖远高能、高能中色等受疫情原因复工较晚收入较低，2021 年一季度上述公司运营收入大幅增长所致。2020 年一季度公司实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 69.22%；扣非归母净利润 1.22 亿元，同比增长 77.52%。收入结构改善运营占比提升，业绩增速高于收入增速。

2. 资产负债率上升，营运效率提高

资产负债率同降 2.62pct，营运效率提高。2020 年公司资产负债率为 65.43%，同比下降 2.62pct。2020 年公司应收账款同比增长 71.85%至 8.69 亿元，应收账款周转天数同比增加 9.05 天至 36.23 天；存货同比减少 49.25%至 11.97 亿元，存货周转天数同比减少 80.65 天至 121.99 天；应付账款同比增长 27.99%至 24.36 亿元，应付账款周转天数同比增加 7.25 天至 148.87 天，使净营业周期同比减少 78.85 天至 9.36 天。

加权平均净资产收益率同增 0.24pct 至 14.25%。2020 年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.24pct 至 14.25%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年公司销售净利率为 8.06%，同比下降 0.06pct，总资产周转率为 0.51（次），同比下降 0（次），权益乘数从 19 年的 3.43 下降至 20 年的 3.42。

3. 经营性净现金流同增 38%，订单质量好运营占比提升

经营性净现金流持续转好，同增 38.41%至 10.89 亿元。1) 2020 年公司经营活动现金流净额 10.89 亿元，同比增加 38.41%，主要是公司营收规模持续增长的同时继续加强工程项目应收款的催收力度，同时近年新增订单质量较好，回款有保障；另一方面，公司运营项目占比提高，有效改善现金流；2) 投资活动现金流净额-25.8 亿元，主要是报告期生活垃圾焚烧电厂开工项目较多资本性投入增加；3) 筹资活动现金流净额 19.94 亿元，同比增加 83.53%，主要是报告期垃圾发电项目长期银行借款增加。

4. 产能再翻番，“雨虹基因”再造资源化龙头

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 3：2021 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 1：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	2021.1	设立

				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		
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

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，而是具有一定价值的“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。

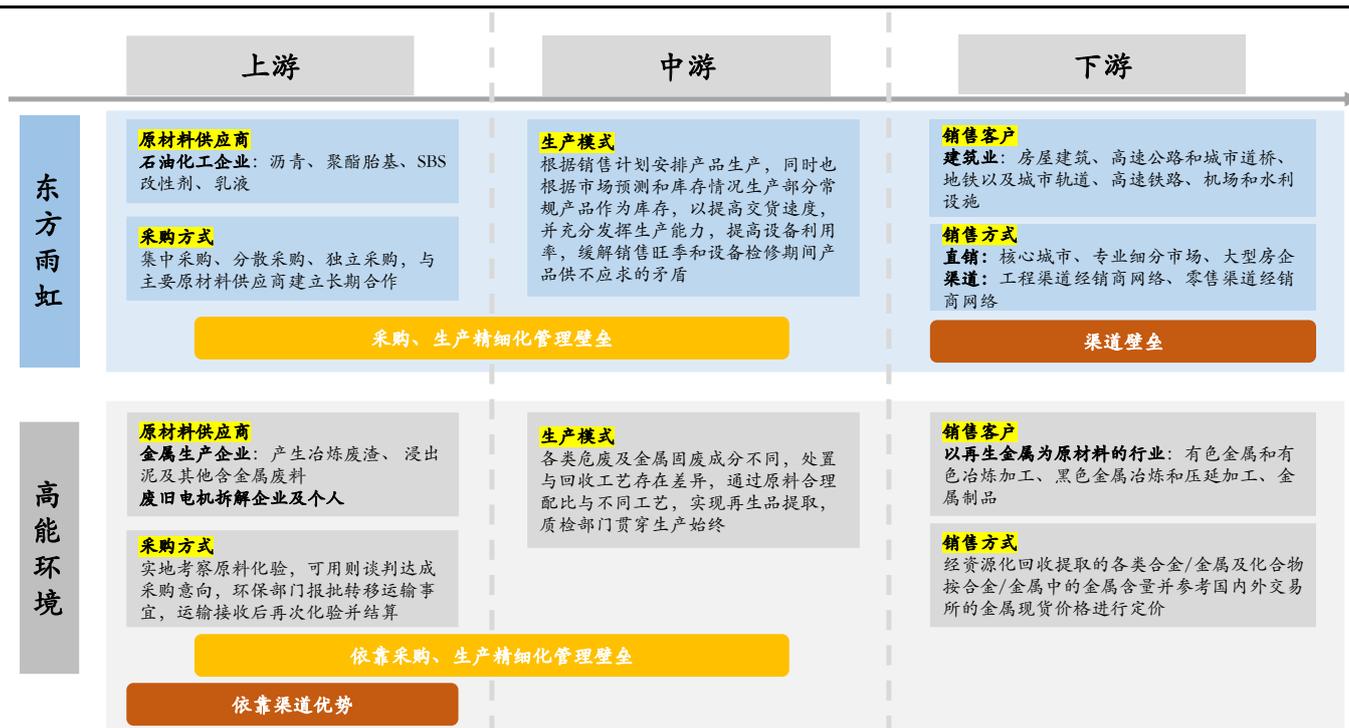
复制东方雨虹龙头基因，精细化管理&渠道优势再造危废龙头。根据中国建筑防水协会，2019 年在规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业中，东方雨虹营业收入市占率达 18.3%，稳居防水行业龙头。

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 4：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

盈利预测：考虑公司危废资源化业务大增&运营业务占比提升加速，我们将 2021-2023 年归母净利润 7.0/9.1/11.8 亿元上调至 7.3/9.5/12.0 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.90/1.17/1.49 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 21/17/13 倍。公司有望复制东方雨虹精细化管理能力，造就危废资源化龙头，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

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,952	6,781	7,930	9,243	营业收入	6,827	7,779	8,729	10,389
现金	1,297	2,304	2,722	3,734	减:营业成本	5,246	5,758	6,318	7,460
应收账款	869	697	1,060	1,031	营业税金及附加	26	31	34	41
存货	1,197	1,106	1,421	1,563	营业费用	93	128	128	155
其他流动资产	2,590	2,674	2,728	2,915	管理费用	325	407	454	530
非流动资产	9,478	10,849	12,385	14,147	研发费用	211	233	262	312
长期股权投资	870	1,074	1,279	1,483	财务费用	209	220	230	231
固定资产	972	1,097	1,211	1,410	资产减值损失	44	39	57	68
在建工程	256	227	205	200	加:投资净收益	40	36	36	34
无形资产	6,181	7,256	8,495	9,859	其他收益	47	10	10	10
其他非流动资产	1,198	1,195	1,195	1,195	资产处置收益	-1	1	1	-1
资产总计	15,430	17,631	20,315	23,390	营业利润	725	1,009	1,293	1,636
流动负债	5,237	5,466	6,018	6,751	加:营业外净收支	-6	-5	-4	-5
短期借款	1,517	1,517	1,517	1,517	利润总额	719	1,004	1,289	1,632
应付账款	2,436	2,327	2,898	3,271	减:所得税费用	82	127	164	207
其他流动负债	1,284	1,622	1,603	1,963	少数股东损益	87	146	178	217
非流动负债	4,859	6,008	7,074	8,056	归属母公司净利润	550	731	946	1,207
长期借款	4,820	5,969	7,034	8,017	EBIT	1,090	1,398	1,734	2,123
其他非流动负债	39	39	39	39	EBITDA	1,307	1,586	1,953	2,383
负债合计	10,096	11,474	13,092	14,807	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	604	750	929	1,146	每股收益(元)	0.68	0.90	1.17	1.49
归属母公司股东权益	4,730	5,406	6,295	7,438	每股净资产(元)	5.83	6.66	7.75	9.16
负债和股东权益	15,430	17,631	20,315	23,390	发行在外股份(百万股)	810	1056	1056	1056
					ROIC(%)	11.2%	13.0%	14.0%	15.7%
					ROE(%)	11.9%	14.2%	15.6%	16.6%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	23.2%	26.0%	27.6%	28.2%
经营活动现金流	1,089	1,505	1,274	2,231	销售净利率(%)	8.1%	9.4%	10.8%	11.6%
投资活动现金流	-2,580	-1,522	-1,717	-1,988	资产负债率(%)	65.4%	65.1%	64.4%	63.3%
筹资活动现金流	1,994	1,024	861	769	收入增长率(%)	34.5%	13.9%	12.2%	19.0%
现金净增加额	500	1,008	418	1,012	净利润增长率(%)	31.6%	37.7%	28.2%	26.7%
折旧和摊销	217	187	219	259	P/E	28.46	21.43	16.54	12.97
资本开支	2,585	1,167	1,331	1,558	P/B	3.31	2.90	2.49	2.11
营运资本变动	-27	257	-262	349	EV/EBITDA	20.07	16.81	14.12	11.68

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>