

公司研究

强化激励+加速转型，推动公司高速增长

——高能环境（603588.SH）跟踪报告

要点

强化激励高效经营，高能环境与东方雨虹具有相似基因。在李卫国董事长的领导下，高能环境较好的继承了东方雨虹的狼性文化，建立了完善的激励制度，高能环境自上市以来累计进行3次股权激励，每次间隔约2年，累计激励对象783人次，整体激励成本约6370万元，较好的保障了团队稳定和公司发展。在此背景下，高能环境董事会6位董事均在公司长期任职，高管团队任职时间均超过5年，员工人数也从2011年的488人增长至2020年的超3000人，在管理和人才端为公司发展打下了坚实的基础。

从轻资产工程业务到重资产固废运营再到危废资源化业务，公司具有快速调整经营能力，从而实现了业绩高速增长。2016-2020年高能环境营业收入/归母净利润年均增速分别达到46.30%/38.90%，这得益于公司成功转型后运营资产利润的持续提升。2020年末，公司在运垃圾焚烧项目8500吨/日，危废牌照量近54万吨/年，未来随着公司贵州高能（50万吨/年）和重庆耀辉（10万吨/年）等项目建成并投运，**公司资源化产能将突破100万吨/年。**作为激励到位且无资产负债端负担的民企，公司较好的把握宏观经济形势及环保行业变化，能够快速调整自身发展，最终维持公司高速增长。从经营策略角度来说，公司能够及时调整经营，拥抱成长性更快、天花板更高、技术壁垒更强、市场化程度更好的领域。

对标优美科，循环经济与精细加工赛道天花板更高，有望持续支撑公司业绩维持高速增长。类比优美科及其所在行业的发展，我们认为，循环经济模式下，制造业下游的景气程度将决定中游资源化加工业务的盈利和估值水平。公司强化危废资源化战略目标后：首先需要通过融资性增长模式，即收购或产业链一体化实现体量的扩大，并维持盈利的高速增长；其次需要利用上、下游业务的协同实现对危废资源化业务的纵向一体化，对产业链赋能并实现盈利最大化；最后需要通过研发或收购的方式，培育和深化自身在加工制造领域的核心竞争力，实现业务转型，达到业绩和估值双重提升的目的。

维持“买入”评级：我们维持原盈利预测，预计公司21-23年实现归母净利润7.16/8.64/10.33亿元，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22/18/15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高速增长持续；更重要的是，优异的管理层表现已经得到了市场的广泛认可，公司的成长空间广阔，循环经济与精细加工赛道有望持续支撑公司业绩维持高速增长，**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。

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	18	15
P/B	4.2	3.3	2.9	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-16

买入（维持）

当前价：19.43元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsec.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	8.12
总市值(亿元):	157.77
一年最低/最高(元):	10.90/20.60
近3月换手率:	118.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.65	53.81	32.05
绝对	4.01	43.81	61.39

资料来源：Wind

相关研报

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&2021年一季报点评（2021-04-09）

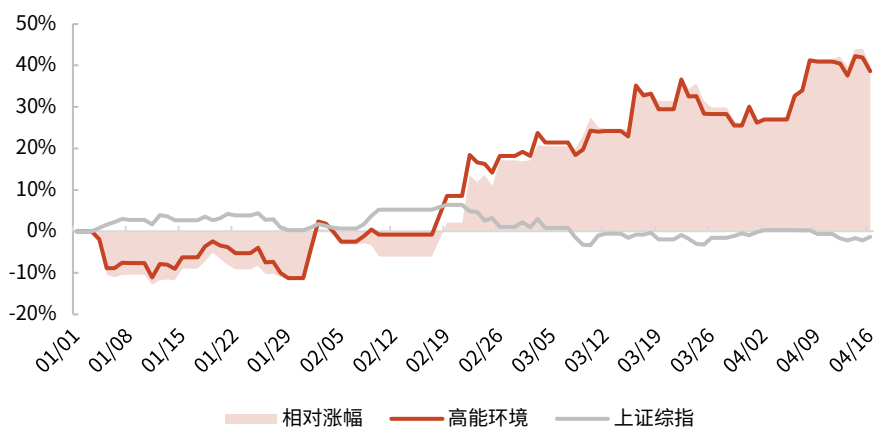
目 录

1、 强化激励高效经营：与东方雨虹具有相似基因	3
2、 加速转型拥抱成长：建设到运营，再到循环经济	7
3、 维持“买入”评级.....	14
4、 风险分析.....	14

1、强化激励高效经营：与东方雨虹具有相似基因

2020年在疫情影响下，高能环境仍实现了收入和业绩的快速增长。2020年公司实现营业收入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%。随着公司危废及垃圾焚烧多个项目在2020年顺利投运，2021年运营类资产的收入和业绩贡献正加速提升（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），2020Q1公司实现营业收入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%，已彻底走出了疫情带来的影响并维持了高速增长态势。在此背景下，公司自2021年年初至2021年4月16日累计涨幅38.59%，跑赢上证综指39.93%。

图1：高能环境2021年至今股价走势



资料来源：Wind，截至2021年4月16日

在宏观和行业基本面不断变化的过程中，维持业绩的高速增长需要快速而准确的战略调整及经营执行能力。公司在出色的管理文化加持下，通过强化经营质量和快速调整商业模式，实现了高增的业绩。

东方雨虹已经通过十年来的经营和资本市场表现证明了管理层的能力。

高能环境董事长李卫国也是我国防水系统龙头东方雨虹(002271.SZ)的董事长，其拥有出色的领导能力和独到的战略眼光，通过**产品质量、持续培训、股权激励、善待员工**等四方面抓手带领东方雨虹从1995年的长沙长虹防水工程有限公司一路成长为2020年收入破200亿的中国建筑防水行业第一。复盘东方雨虹上市之后的表现，归母净利润从2008年的0.44亿元高增75倍至2020年的33.89亿元（年均复合增速44%），股价亦从上市伊始的0.47元/股增长112倍至2021年4月16日收盘的53.09元/股（前复权）；无论是东方雨虹在自身经营管理方面的高质量高增长，还是在股价年化收益率超47%的优异表现，在企业经营和二级市场表现上均证明了管理层的能力。

图 2: 东方雨虹股价走势及归母净利润复盘



资料来源: Wind, 左轴: 元/股, 右轴: 亿元; 截至 2021 年 4 月 16 日

持续且合理的股权激励是保障团队稳定和推动公司发展最有效的手段。

除了管理层的领导能力之外,作为东方雨虹核心护城河、最重要企业基因狼性文化亦离不开企业制度的建立,而其中的重中之重便是持续且到位的股权激励。东方雨虹自上市以来已累计进行 4 次股权激励(2021 年第四次正在进行),每次间隔约 3 年,累计激励对象 7529 人次,整体激励成本超过 16 亿元,这种高频次且高质量的激励极大提升了团队的凝聚力,亦是公司高速发展的重要推手。

无独有偶,高能环境同样有着相同的激励制度建设,高能环境自上市以来累计进行 3 次股权激励,每次间隔约 2 年,累计激励对象 783 人次,整体激励成本约 6370 万元,同样较好的保障了团队稳定和公司发展。在此背景下,高能环境董事会 6 位董事均在公司长期任职,高管团队任职时间均超过 5 年,员工人数也从 2011 年的 488 人增长至 2020 年的超 3000 人,在管理和人才端为公司发展打下了坚实的基础。

表 1: 东方雨虹历次股权激励计划情况

期数	授予日	激励方式	占总股本比例 (%)	期权初始行权价格 (股票转让价格)	公告日期 股价	估算成本 (亿元)	激励对象	行权条件
1	2013/8/19	限制性股票	4.95%	6.83	25.91	1.28	高管 9 人, 中层/骨干 302 人	以 2012 年净利润为基数, 13-16 年净利润增长率不低于 25%/55%/95%/145%
	2014/7/14	限制性股票 (预留)	0.19%	12.8	26.25		高管 1 人, 中层/骨干 18 人	以 2012 年净利润为基数, 14-17 年净利润增长率不低于 55%/95%/145%/205%
2	2016/8/25	限制性股票	7.70%	8.24	21.99	3.94	高管 9 人, 中层/骨干 1254 人	以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 17-20 年净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%
	2017/7/17	限制性股票 (预留)	0.10%	18.31	37.3		高管 1 人, 中层/骨干 23 人	以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 18-21 年净利润增长率不低于 56%/95%/144%/205%
3	2019/11/11	限制性股票	1.84%	10.77	23.68	4.26	高管 1 人, 中层/骨干 1751 人	20/21 年净利润不低于 19.13/23.91 亿元; 以 2019 年净利润为基数, 22-23 年净利润增长率不低于 72.80%/107.36%
4	2021/4/13	股票期权	2.22%	48.99	51.15	6.41	中层/骨干 4160 人	以 2020 年净利润为基数, 21-24 年净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%
汇总						16.01	7529 人次	

资料来源: Wind; 行权价格及股价单位: 元/股
注: 第四次日期为公告日, 暂未明确授予日

表 2: 高能环境历年股权激励计划情况

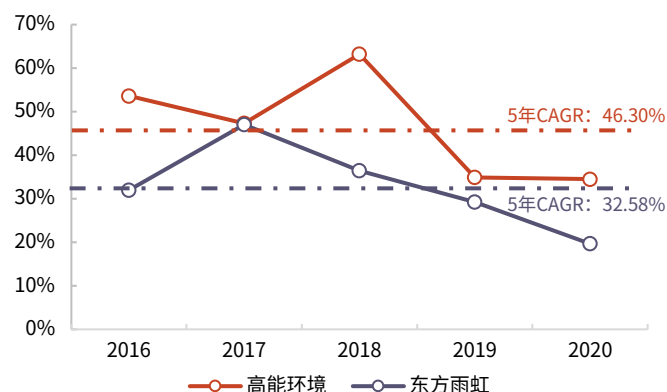
期数	授予日	激励方式	占总股本比例 (%)	期权初始行权价格 (股票转让价格)	公告日期 股价	估算成本 (万元)	激励对象	行权条件
1	2016/6/14	限制性股票	2.65%	28.36	26.94	2576	高管 1 人, 中层/骨干 189 人	以 2015 年净利润为基数, 16-17 年净利润增长率不低于 30%/60%; 18、19 年两年净利润增长率的算术平均值不低于 105%
	2017/4/19	限制性股票 (预留)	0.21%	8.33	33.88	515	高管 1 人, 中层/骨干 47 人	以 2015 年净利润为基数, 17 年净利润增长率不低于 60%; 18、19 年两年净利润增长率的算术平均值不低于 105%
2	2018/9/17	股票期权	4.25%	9.48	8.54	1023	高管 4 人, 中层/骨干 215 人	以 2017 年净利润为基数, 18-20 年净利润增长率不低于 30%/60%/90%
	2019/8/15	股票期权 (预留)	0.84%	9.9	9.1	238	中层/骨干 148 人	以 2017 年净利润为基数, 19-20 年净利润增长率不低于 60%/90%
3	2020/11/9	限制性股票	0.71%	8.51	15.1	2018	高管 2 人, 中层/骨干 176 人	以 2019 年净利润为基数, 20-23 年净利润增长率不低于 20%/40%/60%/80%
汇总						6370	783 人次	

资料来源: Wind, 行权价格及股价单位: 元/股

高能环境和东方雨虹的同与不同: 同样的高增速, 不同的实现路径。

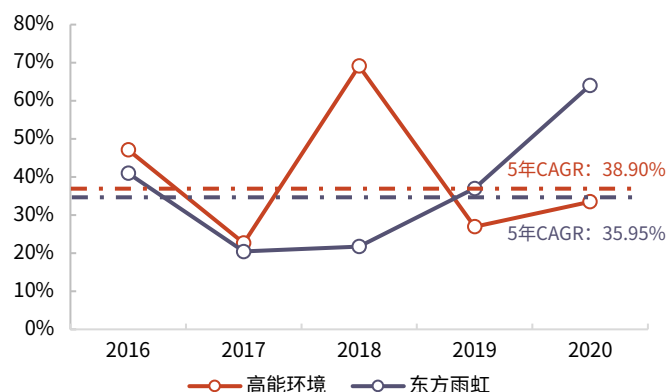
在管理层的出色表现和制度的建立和保障下, 东方雨虹和高能环境均实现了收入和业绩的高速增长。2016-2020 年, 高能环境/东方雨虹的营业收入年均增速分别达到 46.30%/32.58%, 归母净利润年均增速分别为 38.90%/35.95%, 两家公司在两个不同的行业在 5 年间均实现了年均增速超过 30% 的高速且持续的增长。

图 3: 高能环境与东方雨虹营业收入增速情况



资料来源: Wind

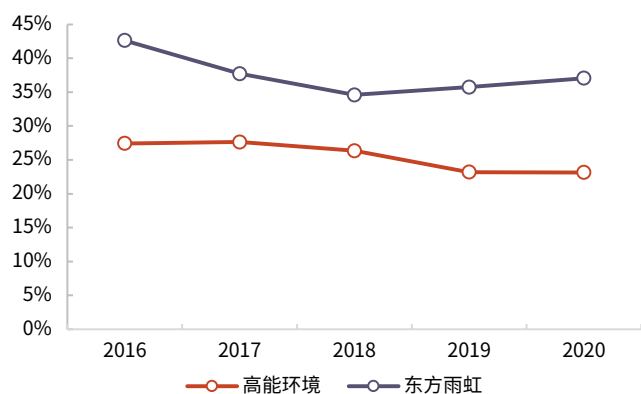
图 4: 高能环境与东方雨虹归母净利润增速情况



资料来源: Wind

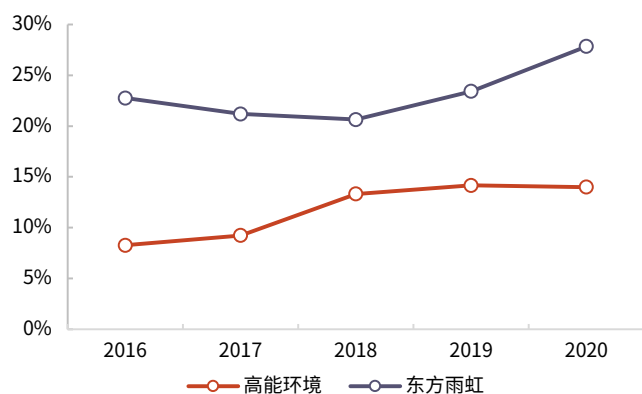
5 年间, 两家公司所处的行业以及各自的商业模式均有较大的不同: 高能环境主要的收入和利润仍来自土壤修复、垃圾焚烧及配套工程建设等 to G 的工程建设业务, 而东方雨虹则主要通过防水业务和建筑建材系统服务等 to B 的材料销售和施工推动公司发展, 这种商业模式和下游客户的不同可以从几项重点指标中有所体现: 东方雨虹的毛利率高于高能环境 10~15 个 pct, ROE 水平较高能环境也有 10 个 pct 左右的优势。

图 5: 高能环境与东方雨虹毛利率情况



资料来源: Wind

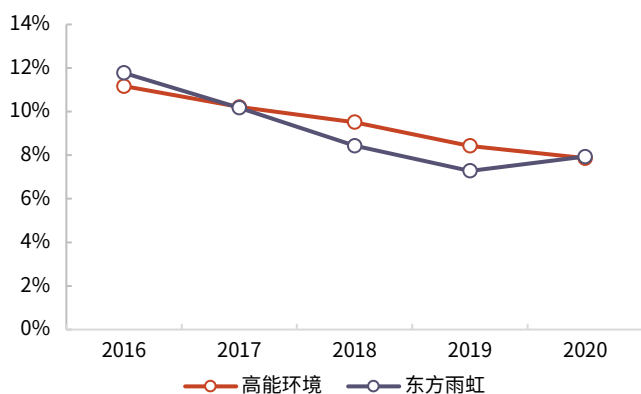
图 6: 高能环境与东方雨虹 ROE 情况



资料来源: Wind

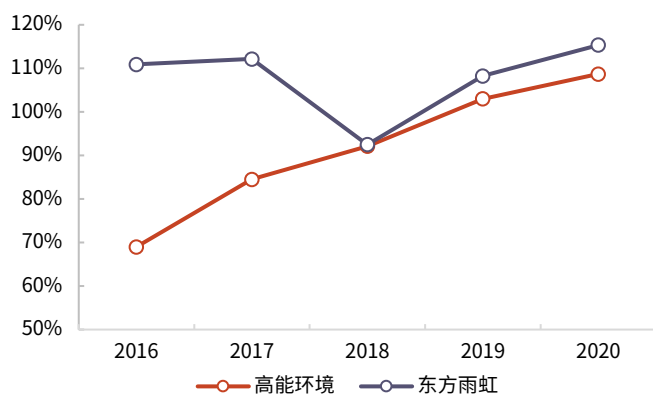
虽然两个公司所处行业不同,但是从特定数据中也可以体现出管理层和狼性文化在两家公司发展过程中所带来的相似之处。两家公司的管理费用率 5 年来基本保持一致,这也在一定程度上体现出了管理层的控制能力和管理水平;高能环境通过商业模式的逐渐优化,收现比从 2016 年的不到 70%提升至 2020 年超过 100%,已经逐步赶上东方雨虹的收现比水平。

图 7: 高能环境与东方雨虹管理费用/营业收入情况



资料来源: Wind

图 8: 高能环境与东方雨虹收现比情况



资料来源: Wind

综合来看,我们认为高能环境在过去 10 年的发展过程中虽然和东方雨虹在行业格局、商业模式等方面均有显著不同,但是公司在行业和商业模式的天然条件劣势的情况下仍实现了和东方雨虹同样的收入和业绩高速增长,这离不开管理层出色的领导能力、以及制度建立过程中复刻激励制度所带来的团队稳定和发展动力。未来,随着高能环境商业模式的逐步优化,我们看好高能环境通过强化激励复刻“雨虹”模式并实现成功。

2、加速转型拥抱成长：建设到运营，再到循环经济

高能环境前身是中科院高能物理研究所衬垫工程处，是国内最早从事专业固废污染防治技术研究、成果转化和提供污染防治系统解决方案的高新技术企业之一。

(1) 公司利用传统优势的技术创新不断推动产业升级，在公司成长过程中通过早期的技术优势大力拓展市场获取工程类订单，迅速提升公司收入规模和体量，包括填埋场防渗业务和环境修复类业务；

(2) 公司工程业务的承接有一定天花板，同时土壤修复行业增长也低于预期，公司同步抓住我国另一环保基建短板，切入垃圾焚烧发电和危废投资运营领域，利用融资性增长快速实现业绩快速提升，也凭借运营资产稳定的盈利保障公司的健康发展；

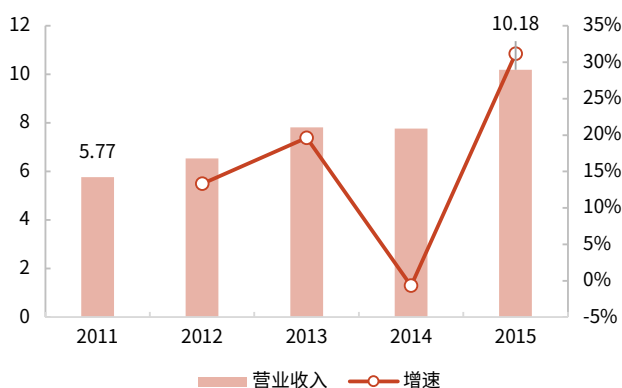
(3) 垃圾焚烧发电行业增速预计将在“十四五”放缓，公司审时度势，再次转型重点开拓危废资源化业务，切入天花板更高、商业模式更市场化、格局更为分散、也更体现核心技术的细分领域，以期实现进一步增长；

(4) 在碳中和背景下，循环经济和精细加工制造领域大有可为，公司一方面通过快速的战略转型，实现阶段性资源化业务利润的最大化；另一方面，通过打造自身闭环的业务模式，推动公司在循环经济领域迎来新一轮发展。

通过轻资产的工程承包业务开拓市场，但工程业务天花板低竞争激烈，土壤修复商业模式仍限制市场释放，公司环境修复业务发展面临增收不增利。

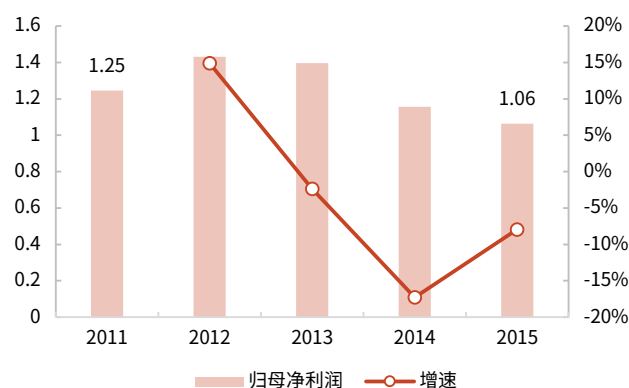
在公司上市前的 2011-14 年，公司主要依靠其行业领先的研发实力和完备的技术体系开拓市场获取工程类订单，一方面在生活垃圾处置由填埋转向焚烧的变革之际，依托自己的新一代焚烧技术和老旧填埋场改造扩容技术进行垃圾焚烧厂的建设 and 老旧填埋场的改造封场工作，另一方面在我国加大对重金属污染治理、污染场地土壤修复等领域重视和布局之时依托自己行业领先的污染土壤固化/稳定化修复技术和热脱附修复技术获取订单；在此背景下，公司营业收入从 2011 年的 5.77 亿元基本翻倍增长至 2015 年的 10.18 亿元。但是，随着环境修复市场的日益竞争激烈，以及建设标准提升所带来的成本上升，叠加政策影响环境修复市场空间释放节奏，公司的发展在这段时间面临“增收不增利”，归母净利润从 2011 年的 1.25 亿元下滑至 2015 年的 1.06 亿元。公司亟需新的商业模式和发展业态实现利润端的持续提升。

图 9：高能环境 2011-15 年营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

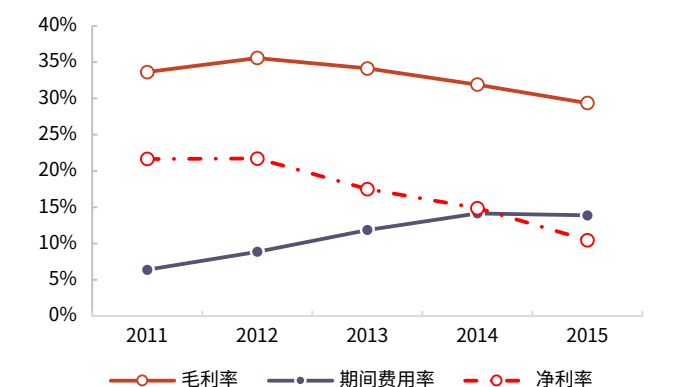
图 10：高能环境 2011-15 年归母净利润情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

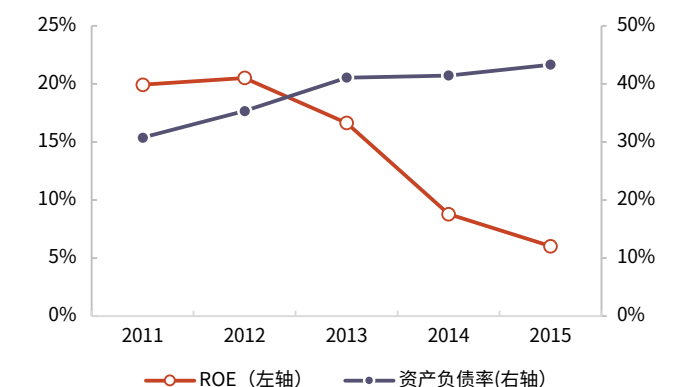
从其他财务指标上也可以看出公司这段时间的发展正进入瓶颈。虽然公司于 14 年开始加大对运营类订单的获取，但是从项目中标到建成再到贡献业绩仍需时日，2015 年公司毛利率从 2011 年的 33.63% 下降至 2015 年的 29.35%，运营类市场开拓所带来的三费提升也使得净利润率下降至 2015 年的 10.46%，ROE 水平从 2011 年的近 20% 下降至 2015 年的 6.01%，这也是公司近 10 年以来的最低点。

图 11: 高能环境 2011-15 年毛利率、净利率、期间费用率情况



资料来源: Wind

图 12: 高能环境 2011-15 年 ROE 及资产负债率情况



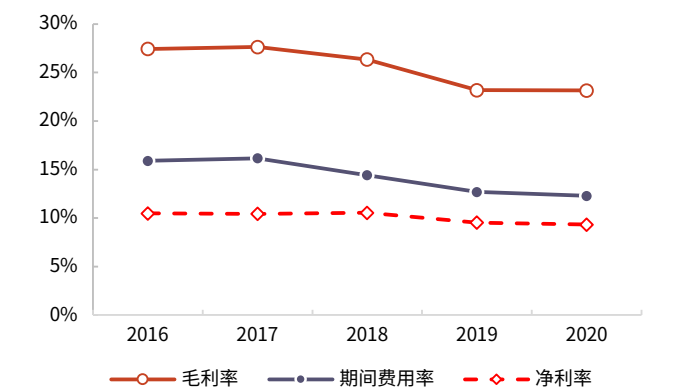
资料来源: Wind

通过融资性增长模式，投资、扩展固废运营资产，模式转型获得成效，公司业绩实现了高速增长。

2014 年，公司以固废污染防治为基础，基于自身优势的技术和经验，进一步拓宽经营领域和业务范围，形成了以工业环境、城市环境和环境修复为主的三大业务板块。在此基础上，公司立足以工程承包为主的业务模式，逐步建立和拓宽工程、投资、运营相结合的经营模式，加大运营类资产的项目获取和投资建设，通过融资驱动运营类资产建设并起到显著成效，业绩实现了高速增长。

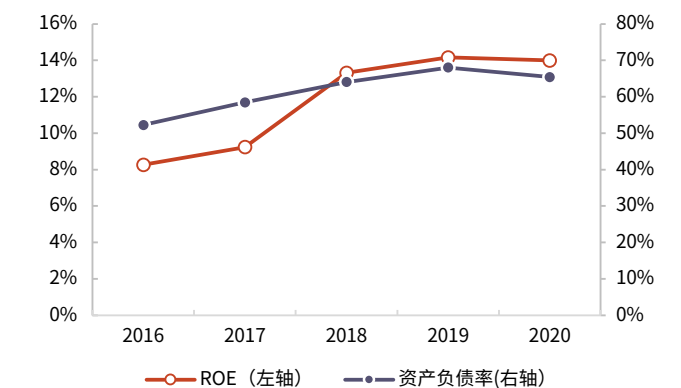
2016-2020 年，公司在营业收入和利润维持高速增长的同时，部分财务指标有了明显改善，期间费用率控制成果显著，净利率近 5 年来稳定在 10% 左右；资产负债率企稳维持在 65% 水平；ROE 止住了 11-15 年的持续下滑趋势，20 年相较 16 年提升 5.73 个 pct 至 14%。

图 13: 高能环境 2016-20 年毛利率、净利率、期间费用率情况



资料来源: Wind

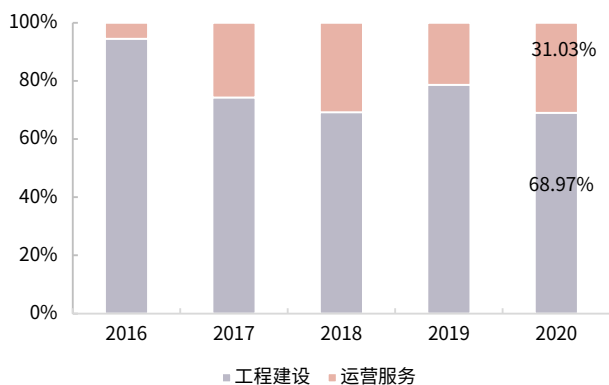
图 14: 高能环境 2016-20 年 ROE 及资产负债率情况



资料来源: Wind

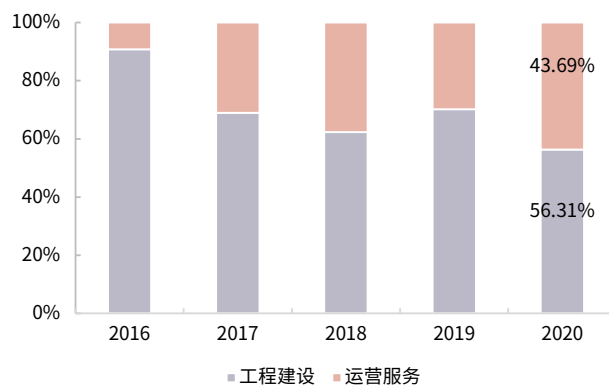
上述财务指标的改善主要源自商业模式的转变。公司自 2014 年起大力发展运营类业务并于 2016 年初显成效以来，运营服务的收入和利润占比均有显著提升。2020 年，公司运营服务收入占比达 31.03%，该类业务的高毛利率更是使得其毛利占比首次突破 40% 达到 43.69%。公司预计 2021 年在垃圾焚烧项目和危废资源化项目逐步投运并贡献收入利润的背景下，运营服务类收入占比将首次突破 50%；而根据我们的测算，公司 2021 年运营服务类收入占比有望达到 47%，毛利占比有望突破 50% 至 59.76%。

图 15: 高能环境 2016-20 年工程建设及运营服务收入占比



资料来源: Wind

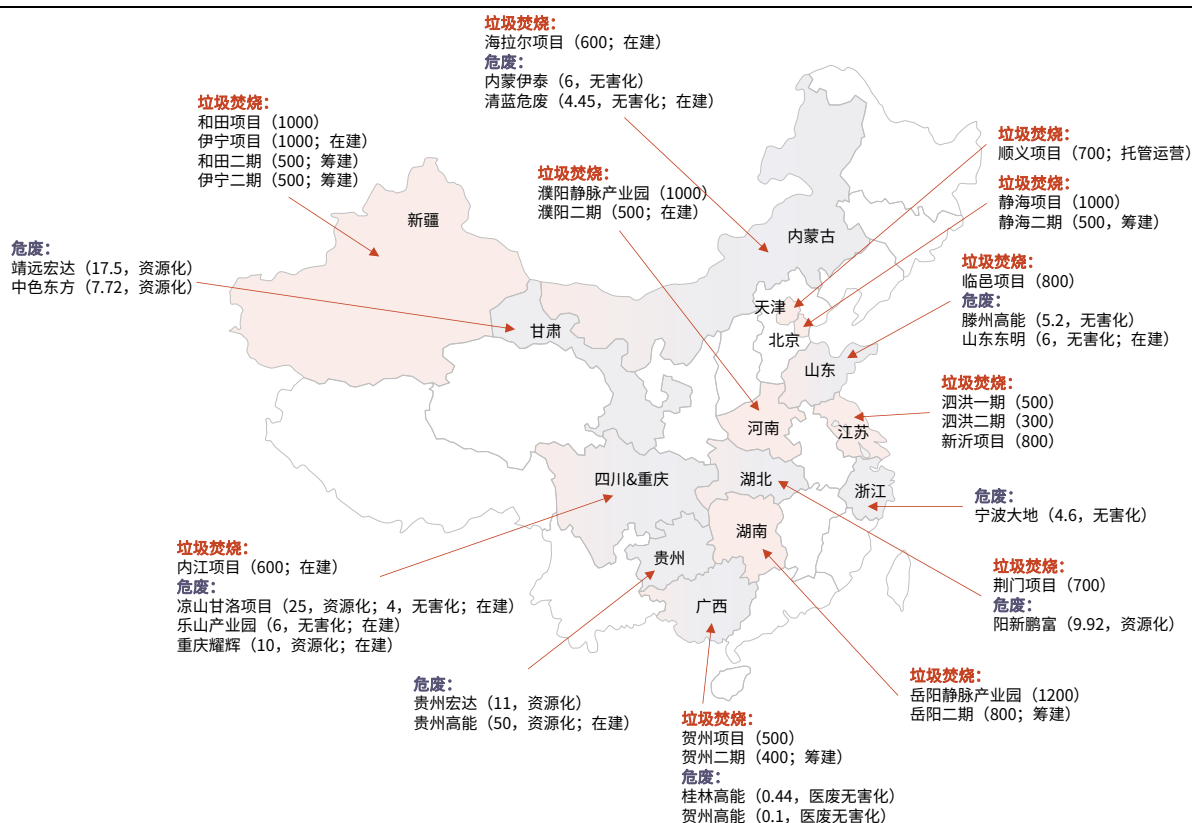
图 16: 高能环境 2016-20 年工程建设及运营服务毛利占比



资料来源: Wind

截至 2020 年底，公司在全国 15 个省市自治区拥有垃圾焚烧及危废运营项目，垃圾焚烧运营项目 10 个，累计规模 8500 吨/日；危废运营项目 8 个，危废牌照量 53.599 万吨/年（其中资源化约 40 万吨/年，无害化约 14 万吨/年）。在此基础上，公司持续推进运营资产类项目的投资和建设，储备垃圾焚烧项目超 5000 吨/日，危废资源化产能约 60 万吨/年，投运后将进一步提升公司运营资产的收入和利润贡献，并为公司未来发展提供更加稳定且充裕的现金流。

图 17: 高能环境运营项目分布情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理; 垃圾焚烧项目单位为吨/日, 危废项目单位为万吨/年, 截至 2020 年底

危废资源化 to B 业务可较好发挥公司民企业体制机制灵活特点, 市场化竞争背景下更具优势, 该细分天花板高、格局分散, 通过转型以期实现进一步高速增长。

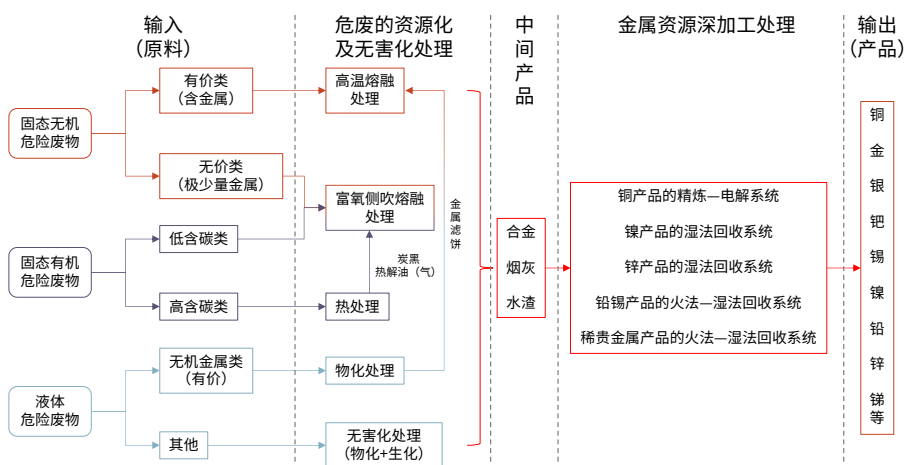
面对垃圾焚烧业务和危废无害化处置业务市场恐在“十四五”增速放缓的情况, 2020 年公司正式提出以“危废资源化”作为重点战略板块及方向。危废资源化市场空间广阔且竞争格局分散。

(1) 充分利用其技术研发创新的传统优势, 在危废资源化利用通过技术迭代更新一方面提升各项金属的回收率(阳新鹏富的“重金属污泥高校与处理与资源化利用关键技术”使得还原熔炼能力提升 20%, 铜、镍等有价值金属回收率提高 5%), 另一方面提升可回收金属的品类和范围;

(2) 适时切入危废处置的金属资源深加工领域以实现产业链价值的最大化获取;

(3) 持续加大危废资源化产能的建设, 公司已投运危废资源化领域中, 公司旗下的高能中色、靖远高能和阳新鹏富技改完成, 生产产能实现进一步的提升并为未来的产能利用率提升和收益增长奠定基础; 公司已成功完成对阳新鹏富和靖远高能的少数股权收购, 进一步夯实公司在危废资源化业务领域开拓的基础; 未来随着公司贵州高能 (50 万吨/年) 和重庆耀辉 (10 万吨/年) 等项目建成并投运, 公司资源化产能将突破 100 万吨/年。

图 18: 危废处置全流程示意图



资料来源：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

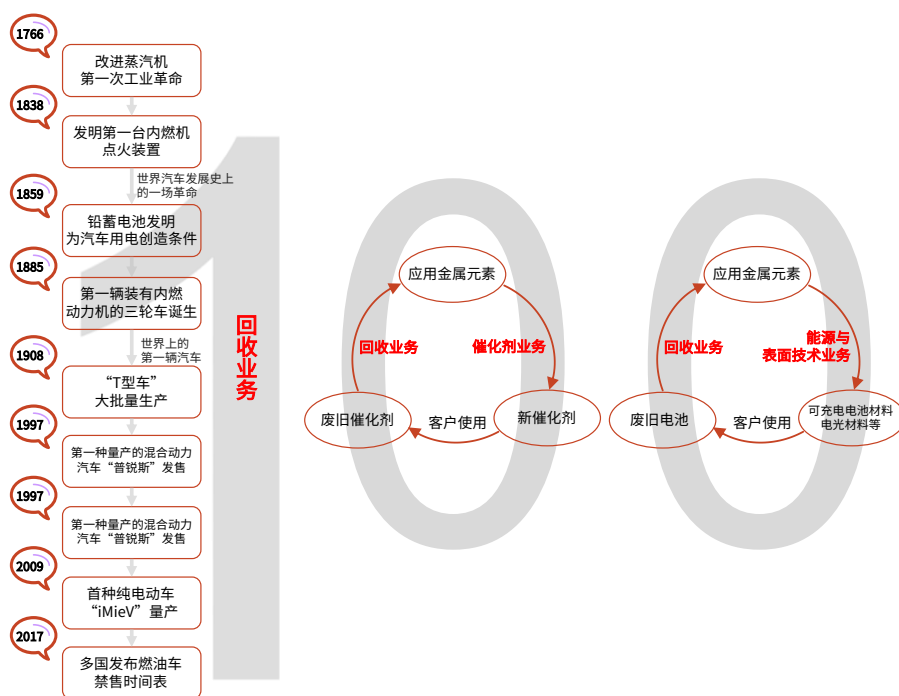
在危废资源化产能提升的基础上,公司已开始提前建立以循环经济为核心的战略目标,强化自身精细加工制造能力,切入制造业,最终有望打破环保行业自身成长和融资束缚。

公司于 2020 年 4 月通过投资方式完成对杭州结加改性材料科技有限公司 51% 股权的收购并成功切入回收废轮胎领域,一方面有利用公司进一步开拓再生资源综合利用市场,另一方面通过轮胎回收再加工制成的硫化橡胶粉可应用于防水材料(橡胶沥青卷材、防水油膏)制造中,未来有望与东方雨虹的相关业务实现有机协同整合。

对标“优美科”,建立循环经济闭环商业模式实现资源化业务赋能,切入制造业,保障长期业绩高增长。

高能环境在 2021 年 4 月举行的线下业绩发布会上曾提出,未来将加大循环经济产业的开发,并进一步对标国际领先的企业“优美科”。优美科(Umicore)自 1805 年从经营比利时和德国边境线的老山矿起家,通过不断的并购和业务整合,目前致力于材料技术研发以及金属回收制造,2020 年实现营业收入 207 亿欧元,是全球领先的金属回收和材料制造公司。优美科通过金属回收业务切入循环经济体系,目前已形成以汽车行业发展为主线(回收业务贯穿全过程),催化剂与回收业务、能源与表面技术及回收业务等两个闭环为辅线的“100 分”商业模式。

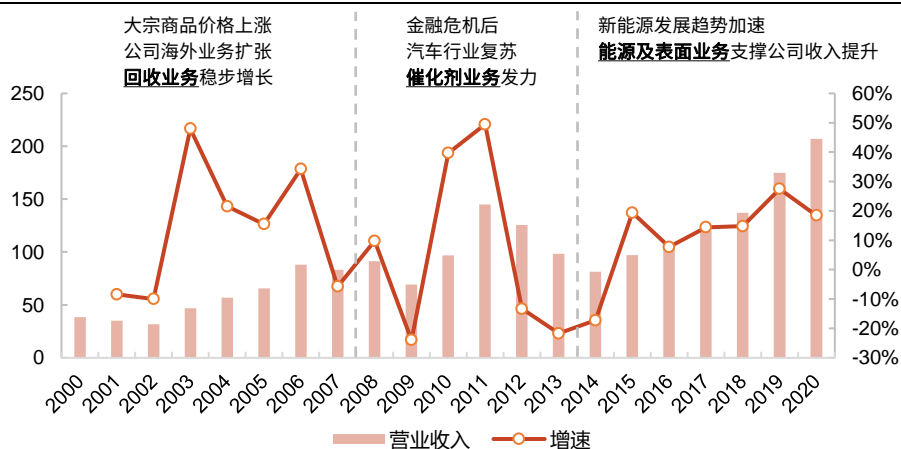
图 19: 优美科的“100”分商业模式



资料来源: 优美科公司官网, 光大证券研究所绘制

在循环经济商业模式的保障下, 优美科近年的营业收入增速基本保持在 6%上下; 2009 年营业收入下滑系金融危机的冲击影响; 2016 年优美科投资 1.6 亿英镑扩建其在中国和韩国的三元材料工厂, 投扩建镍钴锰正极材料产能使得产能翻番, 收购北京巨壁光电技术公司、中国苏州合金材料厂有限公司等公司的股份, 从而提高优美科在亚洲光学材料市场的份额, 加强其在全球技术材料业务领域的市场地位, 并持续改善其业务能力, 持续促进公司营业收入稳步增长; 为了满足客户对汽车锂电池正极材料持续快速增长的需求, 优美科正在进一步扩大其生产能力, 2018 年在中国和韩国已如期完成了 4.6 亿欧元的投资计划。

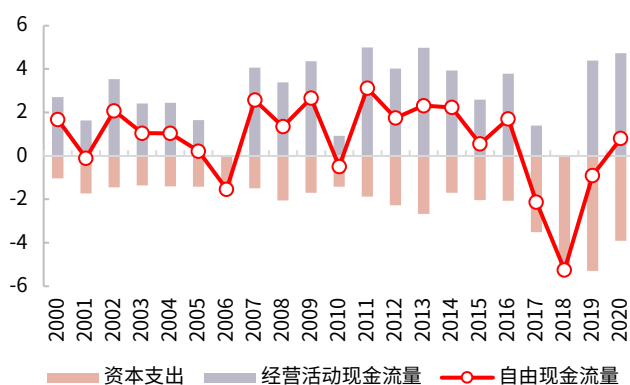
图 20: 优美科营业收入走势



资料来源: Bloomberg, 左轴: 亿欧元

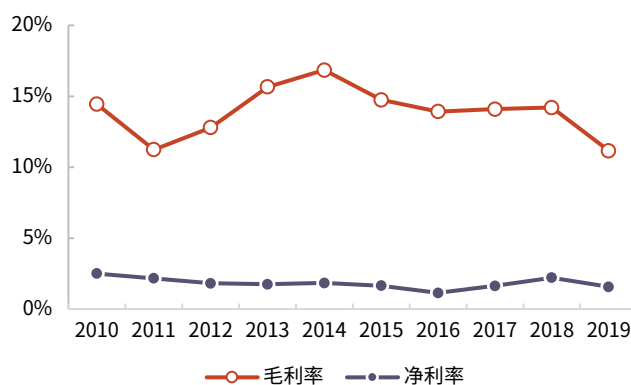
2000-2020 年间，优美科现金流整体表现较为稳健，除 2006/2010 年金属价格波动影响经营活动所得现金，导致自由现金流量出现负值外，其他年份均表现稳定。2017 年，优美科从 3M 公司购得三个用于正极材料的镍锰钴(NMC)系列专利的所有权（US6964828-Lu-Dahn，US6660432-Paulsen，US7211237-Eberman），上述专利广泛应用于锂离子充电电池；同期，优美科计划投资 3 亿欧元，用以进一步提高锂离子可充电电池所需 NMC(镍锰钴)正极材料的产能，这使得当年的资本支出显著上升（主要集中在欧洲）；2018 年，优美科为了扩大正极材料的生产能力，在中国和韩国投资 4.6 亿欧元，使得资本支出进一步上升，从而影响公司现金流表现；但阶段性的资本开支支出在未来均可带来稳健可期的经营性现金流，优美科长期发展向好。

图 21: 优美科现金流情况



资料来源: Bloomberg, 单位: 亿欧元

图 22: 优美科毛利率及净利率走势



资料来源: Wind

回顾优美科整体的股价和估值表现，优美科发展初期以金属回收业务为主，模式相对单一，股价整体走势不甚理想；

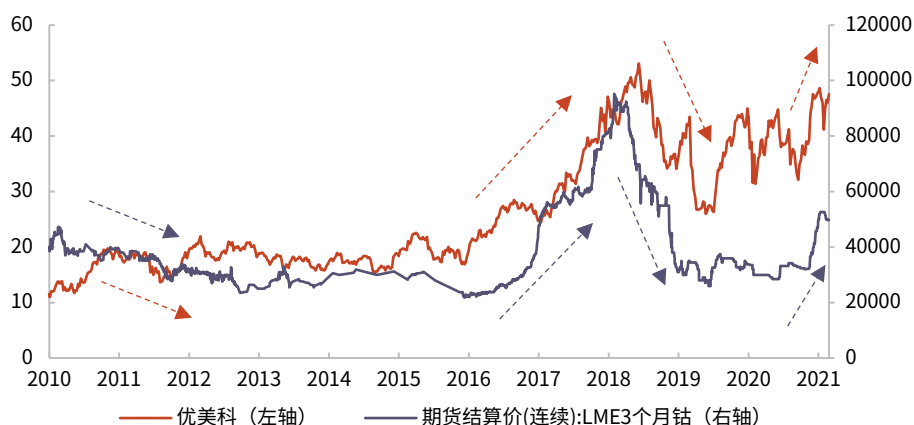
- (1) 优美科于 2003 年收购 PMG 公司后，加速在汽车尾气排放控制催化剂领域的发展，叠加汽车行业高景气期，优美科股价上行；
- (2) 金融危机后，优美科进一步切入锂电池正极材料制造领域，完善公司的“100 分”商业模式，叠加新能源车行业景气程度与钴价在 2016 年进入上行区间，公司股价和估值一路走高。

图 23: 优美科 PE (TTM) 走势及主要业务收购及剥离情况



资料来源: Bloomberg, 优美科公司公告, 光大证券研究所整理, 截至 2021 年 4 月 16 日

图 24：优美科股价走势和下游行业景气度及钴价高度相关



资料来源：Bloomberg，左轴：欧元/股；右轴：美元/吨，截至 2021 年 4 月 16 日

针对优美科的估值及超额收益，我们认为其原因主要有以下三点：一是对行业发展趋势具有较好的前瞻性从而可以顺应行业发展切入新的赛道并保持业绩的高速增长；二是关键环节核心技术（3M 正极材料制造专利）带来的核心竞争力保障公司护城河的维持；三是闭环商业模式带来的可持续发展和产业链价值最大化获取。

类比优美科及其所在行业的发展，我们认为，循环经济模式下，制造业下游的景气程度将决定中游资源化加工业务的盈利和估值水平。公司强化危废资源化战略目标后：

- (1) 需要通过融资性增长模式，即收购或产业链一体化实现体量的扩大，并维持盈利的高速增长；**
- (2) 需要利用上、下游业务的协同实现对危废资源化业务的纵向一体化，对产业链赋能并实现盈利最大化；**
- (3) 需要通过研发或收购的方式，培育和深化自身在加工制造领域的核心竞争力，实现业务转型、达到业绩和估值的双重提升的目的。**

3、维持“买入”评级

我们维持原盈利预测，预计公司 21-23 年实现归母净利润 7.16/8.64/10.33 亿元，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 22/18/15 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高速增长持续；更重要的是，优异的管理层表现已经得到了市场的广泛认可，公司的成长空间广阔，循环经济与精细加工赛道有望持续支撑公司业绩维持高速增长，**维持“买入”评级。**

4、风险分析

- (1) 经营建设风险：**公司项目建设进度不及预期；
- (2) 行业发展风险：**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；
- (3) 市场竞争风险：**未来新签订单量较少拖累业绩。

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	18	15
PB	4.2	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	22.2	18.3	15.1	12.9	11.0
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