

2021年11月24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

资源化赣浙苏连中三元，延伸资源化深度+区域品类扩张

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,827	6,757	7,550	9,364
同比（%）	34.5%	-1.0%	11.7%	24.0%
归母净利润（百万元）	550	770	1,004	1,310
同比（%）	33.5%	40.0%	30.3%	30.5%
每股收益（元/股）	0.52	0.73	0.95	1.23
P/E（倍）	30.32	21.65	16.61	12.73

投资要点

- **事件：**2021年11月23日，公司公告收购江西鑫科环保高新技术有限公司80%的股权和浙江嘉天禾环保科技有限公司51%的股权，公告投资设立泗洪高能新材料技术有限公司。
- **资源化赣浙苏连中三元，延伸资源化深度+区域品类扩张。**公司通过收购、投资设立大力推进资源化扩张。**1）规模&区域扩张：**江西鑫科（31万吨/年危废）、浙江嘉天禾（3万吨/年医用废塑料+4万吨/年医用废玻璃）、江苏泗洪新材料（未披露规模）合计新增规模超38万吨/年，截止2020年12月31日公司在手危废核准规模98,599万吨/年（在建45万吨/年）。公司资源化规模再上台阶，实现江西、浙江、江苏三地拓展，地区发展潜力大。**2）深度资源化+品类扩张：**江西鑫科新增10万吨/年电解铜及其他多金属深加工能力。布局深度资源化有望实现前后端协同，提升产品价值，公司竞争力与盈利能力有望进一步提升。浙江嘉天禾业务为输液瓶（袋）等塑料玻璃类医废的综合利用，资源化品类增加。
- **收购江西鑫科80%股权，新建31万吨/年产能布局深度资源化。**公司拟以9315.79万元收购江西鑫科80%的股权。交易完成后，江西鑫科新建年处理31万吨危险废物的多金属综合回收生产线，危废类别包括HW17、HW22、HW23、HW31、HW46、HW48、HW49、HW50等8个大类，涉及铜回收冶炼、镍回收、锌回收系统、铅锡铋冶炼、稀贵金属回收等5个系统。根据2020年2月《江西鑫科环保高新技术有限公司多金属资源回收综合利用项目环境影响报告书》，项目拟投资金额11.37亿元，总规模为年产10万吨阴极铜，0.8155万吨六水硫酸镍，2.45万吨锌铋，0.7万吨锡，1.005万吨铅，0.183万吨精铋，0.95吨金和57吨银。项目目前正在开展厂区建设等工作。**公司进一步扩张产能规模，产业延伸至危废综合利用的深加工环节。**
- **收购嘉天禾51%股权，切入塑料玻璃类医废综合利用。**公司拟对浙江嘉天禾投资4000万元，购股、增资后将持有浙江嘉天禾51%股权。浙江嘉天禾目前正在推进实施年回收利用3万吨医用废塑料、4万吨医用废玻璃改扩建项目。2022年至2024年经审计税后净利润（扣非）承诺不低于800万元/1000万元/1200万元。收购完成后该项目可为公司子公司杭州新材料（废旧轮胎、橡胶资源再生利用业务）提供原料来源，实现协同。**公司切入塑料玻璃类医废的综合利用，资源化品类增加。**
- **设立泗洪新材料，资源化项目外拓江苏。**公司投资设立全资子公司泗洪新材料项目位于宿迁市泗洪县，**江苏有望形成公司新的利润增长点。**
- **盈利预测：**我们维持2021-2023年归母净利润7.7/10.0/13.1亿元，考虑2021年公司转增与股权激励行权对公司总股本的影响，对应2021-2023年EPS分别为0.73/0.95/1.23元。当前市值对应2021-2023年PE 22/17/13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，运营占比提升利润结构改善，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)	15.70
一年最低/最高价	9.45/20.00
市净率(倍)	3.12
流通A股市值(百万元)	15995.35

基础数据

每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	65.17
总股本(百万股)	1062.26
流通A股(百万股)	1018.81

相关研究

- 1、《高能环境（603588）：2021 三季报点评：业绩高增延续，资源化大增运营提升》2021-10-29
- 2、《高能环境（603588）：2021 年中报点评：中报超预期，资源化产能翻番高增趋势延续》2021-08-18
- 3、《高能环境（603588）：2021 年中报业绩预告点评：中报预告超预期，危废资源化持续高增&运营占比提升》2021-07-06

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	5,961	8,015	8,612	营业收入	6,827	6,757	7,550	9,364
现金	1,297	2,229	2,908	3,766	减:营业成本	5,246	4,778	5,220	6,436
应收账款	869	491	1,028	857	营业税金及附加	26	27	30	37
存货	1,197	714	1,373	1,201	营业费用	93	111	111	140
其他流动资产	2,590	2,525	2,705	2,789	管理费用	325	372	393	483
非流动资产	9,478	10,689	12,232	14,059	研发费用	211	209	234	290
长期股权投资	870	1,095	1,324	1,551	财务费用	209	243	248	245
固定资产	972	940	1,036	1,268	资产减值损失	44	41	42	52
在建工程	256	203	182	185	加:投资净收益	40	57	61	56
无形资产	6,181	7,256	8,495	9,859	其他收益	47	31	35	38
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	16,650	20,247	22,671	营业利润	725	1,064	1,371	1,775
流动负债	5,237	4,505	5,902	5,864	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	1,059	1,367	1,770
应付账款	2,436	1,516	2,801	2,522	减:所得税费用	82	134	174	225
其他流动负债	1,284	1,472	1,585	1,824	少数股东损益	87	154	189	236
非流动负债	4,859	6,008	7,074	8,056	归属母公司净利润	550	770	1,004	1,310
长期借款	4,820	5,969	7,034	8,017	EBIT	1,090	1,454	1,811	2,259
其他非流动负债	39	39	39	39	EBITDA	1,307	1,635	2,017	2,505
负债合计	10,096	10,514	12,976	13,920	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	604	758	947	1,183	每股收益(元)	0.52	0.73	0.95	1.23
归属母公司股东权益	4,730	5,378	6,324	7,568	每股净资产(元)	4.45	5.12	6.02	7.19
负债和股东权益	15,430	16,650	20,247	22,671	发行在外股份(百万股)	810	1062	1062	1062
					ROIC(%)	11.2%	13.4%	14.8%	16.6%
					ROE(%)	11.9%	14.9%	16.3%	17.5%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	23.2%	29.3%	30.9%	31.3%
经营活动现金流	1,089	1,335	1,522	2,119	销售净利率(%)	8.1%	11.4%	13.3%	14.0%
投资活动现金流	-2,580	-1,336	-1,687	-2,016	资产负债率(%)	65.4%	63.1%	64.1%	61.4%
筹资活动现金流	1,994	933	843	755	收入增长率(%)	34.5%	-1.0%	11.7%	24.0%
现金净增加额	500	933	679	858	净利润增长率(%)	31.6%	45.2%	29.0%	29.5%
折旧和摊销	217	182	206	246	P/E	30.32	21.65	16.61	12.73
资本开支	2,585	987	1,313	1,599	P/B	3.53	3.06	2.61	2.18
营运资本变动	-27	43	-62	139	EV/EBITDA	17.25	14.10	11.76	9.65

数据来源: Wind, 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>