



危废资源化加速布局，环境修复稳中求进

2022 年 04 月 28 日

➤ **事件概述：**4 月 27 日，公司发布 2021 年度报告，实现营业收入 78.27 亿元，同比增长 14.65%；归母净利润 7.26 亿元，同比增长 32.03%；扣非归母净利润 6.88 亿元，同比增长 26.85%，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.70 元，以资本公积金转增股本每 10 股转增 2 股。公司发布 2022 年一季度报告，实现营业收入 15.66 亿元，同比增长 23.84%；归母净利润 1.70 亿元，同比增长 42.85%；扣非归母净利润 1.70 亿元，同比增长 39.42%。

➤ **资源化业务高速发展，多领域布局：**2021 年，公司资源化利用板块处置各类固废及危废 38.40 万吨，生产再生金属产品总量 8.03 万吨，板块运营收入达 34.94 亿元，同比增长 155.70%，毛利率为 13.65%，同比降低 12.62 个百分点，主要系公司当期采购并储备大量资源化原材料，在一定程度上压缩毛利空间。2021 年，公司收购江西鑫科环保、重庆耀辉环保、金昌鑫盛源、金昌正弦波等项目，进一步延伸产业链，公司资源化利用业务涉及金属、橡胶、塑料、玻璃等多领域，截至 2021 年底，资源化利用投运及在建项目规模已达 102.64 万吨/年。

➤ **运营类资产比重进一步提升，现金流充沛：**2021 年，包括固废资源化利用、生活垃圾处理、固废及危废无害化处置三大板块在内的整个固废处理运营服务收入达 47.86 亿元，同比增长 138.65%，占总收入比重 61.15%，实现毛利率 21.55%，其中生活垃圾处理板块毛利率为 44.00%，保持较高水平。2021 年，公司经营活动产生现金流量净额 6.07 亿元，同比下滑 44.26%，主要受资源化板块原材料投入加大、项目回款及环境修复行业政策变化等影响。2022 年一季度，公司经营活动产生现金流量净额 3.03 亿元，项目回款情况良好。

➤ **环境修复项目储备丰富：**2021 年，环境修复工程业务营收 8.65 亿元，同比下滑 46.52%，毛利率为 30.97%，主要由于公司从项目利润率、业主履约支付能力等方面加强对环境修复订单的审核力度，主动放弃未能达到要求的订单。2021 年，新增环境修复订单金额 14.68 亿元，同比增长 14.53%，项目储备丰富。在手订单中，武汉阀门厂地块污染土壤修复项目、徐州汉邦轮胎有限公司原厂址污染场地等重点项目按计划推进。

➤ **投资建议：**资源化业务高速发展，多领域布局提供持续增长动力；运营类资产比重提升，现金流支撑有保障；传统优势环境修复业务，项目储备丰富，蓄势待发。根据业务经营状况，调整对公司的盈利预测，预计 22/23 年 EPS 分别为 0.86/0.98 元（前值 0.90/1.02 元），新增 24 年 EPS 预测值 1.19 元，对应 4 月 27 日收盘价 PE 分别为 16/14/11 倍。参考公司历史估值及同业可比公司估值水平，给予 22 年 18 倍 PE，目标价 15.45 元/股，维持对公司“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 行业政策风险；2) 行业竞争加剧；3) 原材料及产品价格。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,827	8,883	9,912	11,532
增长率（%）	14.6	13.5	11.6	16.3
归属母公司股东净利润（百万元）	726	915	1,041	1,266
增长率（%）	32.0	25.9	13.8	21.7
每股收益（元）	0.68	0.86	0.98	1.19
PE	20	16	14	11
PB	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 27 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

13.53 元

目标价：

15.45 元



分析师：严家源

执业证号：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

相关研究

1. 高能环境 (603588.SH) 首次覆盖报告：
加码资源化，打造环境综合治理平台

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,827	8,883	9,912	11,532
营业成本	5,919	6,706	7,502	8,685
营业税金及附加	45	51	40	46
销售费用	98	124	139	161
管理费用	374	418	466	542
研发费用	247	284	317	369
EBIT	1,143	1,300	1,448	1,728
财务费用	282	274	285	315
资产减值损失	-41	-50	-50	-50
投资收益	101	107	119	138
营业利润	909	1,136	1,292	1,570
营业外收支	-24	-9	-9	-9
利润总额	885	1,127	1,283	1,561
所得税	54	69	78	95
净利润	831	1,058	1,204	1,466
归属于母公司净利润	726	915	1,041	1,266
EBITDA	1,496	1,693	1,885	2,206

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	856	2,266	3,684	5,315
应收账款及票据	1,385	1,266	1,412	1,643
预付款项	232	335	375	434
存货	1,246	1,470	1,644	1,904
其他流动资产	3,900	3,581	3,973	4,533
流动资产合计	7,618	8,918	11,088	13,829
长期股权投资	944	1,124	1,304	1,484
固定资产	1,266	1,855	2,324	2,714
无形资产	6,153	6,135	6,041	5,909
非流动资产合计	9,715	10,284	10,713	11,064
资产合计	17,333	19,202	21,801	24,893
短期借款	2,791	1,500	1,500	1,500
应付账款及票据	2,340	3,087	3,453	3,998
其他流动负债	1,797	2,252	2,400	2,627
流动负债合计	6,928	6,839	7,354	8,125
长期借款	4,070	5,070	6,070	7,070
其他长期负债	123	123	123	123
非流动负债合计	4,192	5,192	6,192	7,192
负债合计	11,121	12,031	13,546	15,317
股本	1,064	1,065	1,065	1,065
少数股东权益	719	863	1,027	1,227
股东权益合计	6,213	7,171	8,256	9,575
负债和股东权益合计	17,333	19,202	21,801	24,893

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.65	13.50	11.58	16.34
EBIT 增长率	23.60	13.69	11.38	19.31
净利润增长率	32.03	25.92	13.79	21.71
盈利能力 (%)				
毛利率	24.37	24.50	24.31	24.68
净利润率	10.61	11.92	12.15	12.71
总资产收益率 ROA	4.19	4.76	4.77	5.09
净资产收益率 ROE	13.22	14.50	14.40	15.17
偿债能力				
流动比率	1.10	1.30	1.51	1.70
速动比率	0.45	0.66	0.84	1.01
现金比率	0.12	0.33	0.50	0.65
资产负债率 (%)	64.16	62.65	62.13	61.53
经营效率				
应收账款周转天数	64.41	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	76.81	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	0.45	0.46	0.45	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.86	0.98	1.19
每股净资产	5.16	5.92	6.78	7.84
每股经营现金流	0.57	2.82	1.56	1.78
每股股利	0.07	0.10	0.11	0.14
估值分析				
PE	20	16	14	11
PB	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	14.31	11.64	10.23	8.46
股息收益率 (%)	0.53	0.71	0.83	1.01

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	831	1,058	1,204	1,466
折旧和摊销	352	393	437	478
营运资金变动	-876	1,313	-238	-338
经营活动现金流	607	3,009	1,664	1,896
资本开支	-1,959	-841	-745	-707
投资	-58	-180	-180	-180
投资活动现金流	-2,048	-914	-806	-749
股权募资	153	1	0	0
债务募资	1,323	-291	1,000	1,000
筹资活动现金流	872	-684	559	484
现金净流量	-569	1,411	1,417	1,632

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001