

高能环境 (603588)

2021 年年报&2022 年一季报点评: 资源化高增不改, 前端产能扩张&布局深度资源化

买入 (维持)

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	7,827	8,097	9,920	12,690
同比	15%	3%	23%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	726	1,004	1,310	1,697
同比	32%	38%	31%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.68	0.78	1.02	1.32
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.55	17.99	13.79	10.64

投资要点

- **事件:** 2021 年公司实现营收 78.27 亿元, 同增 14.65%; 归母净利润 7.26 亿元, 同增 32.03%; 扣非归母净利润 6.88 亿元, 同增 26.85%; 加权平均 ROE 同降 0.01pct 至 14.24%; 2022 年一季度公司实现营收 15.66 亿元, 同增 23.84%; 归母净利润 1.7 亿元, 同增 42.85%; 扣非归母净利润 1.7 亿元, 同增 39.42%; 加权平均 ROE 同增 0.56pct 至 3.05%。
- **剔除部分子公司减值影响, 2021 年公司业绩高增表现亮眼。** 2021 年公司实现营收 78.27 亿元, 同增 14.65%; 归母净利润 7.26 亿元, 同增 32.03%; 扣非归母 6.88 亿元, 同增 26.85%, 符合我们预期。公司在 2021 年对于贵州宏达进行集中减值计提, 包含贵州宏达商誉减值损失 0.28 亿元及部分信用减值损失。剔除部分子公司带来的减值损失影响, 公司 2021 年业绩表现亮眼, 减值充分计提轻装上阵。
- **2022 年一季度高增趋势不改, 现金流表现良好。** 2022 年一季度公司实现营收 15.66 亿元, 同增 23.84%; 归母净利润 1.7 亿元, 同增 42.85%; 扣非归母 1.7 亿元, 同增 39.42%, 符合我们预期。2022 年一季度公司经营活动现金流净额 3.03 亿元, 同比增加 150.41%, 顺利收回 2021 年末销售回款, 并收回部分以前年度支付的保证金。
- **运营占比持续提升, 资源化业务高增。** 公司固危废资源化、固危废无害化和生活垃圾处理为运营类业务。2021 年运营业务收入/毛利占比达 62%/55%, 同比分别提升 31pct/11pct。随资源化业务持续高增, 运营占比提升, 业绩稳定增长盈利质量提升。**资源化业务迎高增,** 2021 年固危废资源化业务实现营收/毛利 34.94/4.77 亿元, 同比+155.70%/+32.9%; 毛利率-12.62pct 至 13.65%, 主要系公司当期采购的原材料总量较大, 单位价值较高, 一定程度上压缩毛利空间所致。
- **资源化产能快速扩张, 完善深度资源化。** 1) 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司在手资源化项目规模超 100 万吨/年。公告在建项目包括重庆耀辉 (10 万吨/年)、贵州项目一期 (35 万吨/年)、江西鑫科 (31 万吨/年)、金昌项目 (10 万吨/年)、嘉天禾 (3 万吨/年医用废塑料+4 万吨/年医用废玻璃), **资源化规模快速扩张。** 2) 完善深度资源化布局, **江西鑫科新建 10 万吨电解铜及其他多金属深加工生产线, 布局铜、锡、铅等金属及稀贵金属的深度资源化。** **鑫盛源与正弦波,** 产品包括优质氧化亚镍、电子级氧化亚镍、电池级硫酸钴镍, **实现新能源材料产业链切入。** 前端规模扩张同时逐步完善布局深度资源化, **规模与盈利能力有望迎双升。**
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2022-2023 年归母净利润 10.0/13.1 亿元, 预计 2024 年归母净利润 17.0 亿元, 考虑此次非公开发行股票对公司总股本的影响, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.78/1.02/1.32 元, 2022-2024 年 PE 18.0/13.8/10.6 倍 (估值日 2022/04/28), 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)	14.01
一年最低/最高价	12.66/20.00
市净率(倍)	2.63
流通 A 股市值(百万元)	14,342.04
总市值(百万元)	14,927.49

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.34
资产负债率(% ,LF)	64.30
总股本(百万股)	1,065.49
流通 A 股(百万股)	1,023.70

相关研究

- 《高能环境(603588): 2021 年业绩预告点评: 业绩预增 31%~45%, 聚焦固危废资源化》
2022-01-13
- 《高能环境(603588): 布局镍深度资源化, 切入新能源材料》
2021-12-27
- 《高能环境(603588): 董事长认购彰显信心, 定增落地资源化发展加速》
2021-12-01

事件:

2021 年公司实现营业收入 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%; 加权平均 ROE 同比降低 0.01pct, 至 14.24%; 向全体股东每 10 股派发现金股利 0.7 元人民币 (含税), 股息率 (TTM) 0.52%。

2022 年一季度公司实现营业收入 15.66 亿元, 同比增长 23.84%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 42.85%; 扣非归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 39.42%; 加权平均 ROE 同比提高 0.56pct, 至 3.05%。

1. 资源化业务高增, 运营毛利占比达 55% 结构改善盈利提升

剔除部分子公司减值影响, 2021 年公司业绩高增表现亮眼。2021 年公司实现营业收入 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%; 公司毛利率 24.37%, 同比增加 1.22pct, 符合我们预期。固危废资源化子公司贵州宏达历史上运营效益欠佳, 公司在 2021 年对于贵州宏达进行集中减值计提, 包含贵州宏达商誉减值损失 0.28 亿元及部分信用减值损失。剔除部分子公司带来的减值损失影响, 公司 2021 年业绩表现亮眼, 减值充分计提轻装上阵。

2022 年一季度归母同增 43%, 高增趋势不改。2022 年一季度公司实现营业收入 15.66 亿元, 同比增长 23.84%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 42.85%; 扣非归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 39.42%, 符合我们预期。

运营占比持续提升, 资源化业务高增。公司固危废资源化、固危废无害化和生活垃圾处理为运营类业务。2021 年公司运营业务收入占比达 62%, 运营业务毛利占比达 55%, 同比 2020 年分别提升 31pct、11pct。运营毛利占比逐年提升, 成为公司业绩增长的主要动能。我们预计随着公司资源化业务持续高增, 运营利润占比进一步提升。业绩稳定增长, 盈利质量提升。分业务板块来看:

➤ 固废处理运营业务

1) 固废危废资源化利用: 2021 年实现营业收入 34.94 亿元, 同比增长 155.70%; 毛利率同比下降 12.62pct 至 13.65%, 主要系公司当期采购的原材料总量较大, 单位价值较高, 一定程度上压缩毛利空间所致; 实现毛利润 4.77 亿元, 同比增长 32.9%。高能鹏富、靖远高能业绩平稳增长; 杭州新材料公司、高能中色生产线运行良好。

2) 固废危废无害化处置: 2021 年实现营业收入 3.64 亿元, 同比增长 31.13%; 毛利率同比下降 4.56pct 至 40.10%, 实现毛利润 1.46 亿元, 同比增长 17.8%。宁波大

地经营稳定，桂林医废、贺州医废项目等继续保持良好运营。

3) 生活垃圾处理: 2021 年实现营业收入 9.28 亿元，同比增长 156.77%，收入增长主要来源于报告期内投入运营的生活垃圾焚烧发电项目增加；毛利率同比下降 0.07pct 至 44.00%，实现毛利润 4.08 亿元，同比增长 156.3%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司有 12 个成熟运营的生活垃圾焚烧发电项目，运营规模达 9500 吨/日；其余在手垃圾焚烧项目均已进入建设或投入运营，建成后处理规模合计 11600 吨/日，规模成长弹性 22.1%。

➤ **固废处理工程业务**

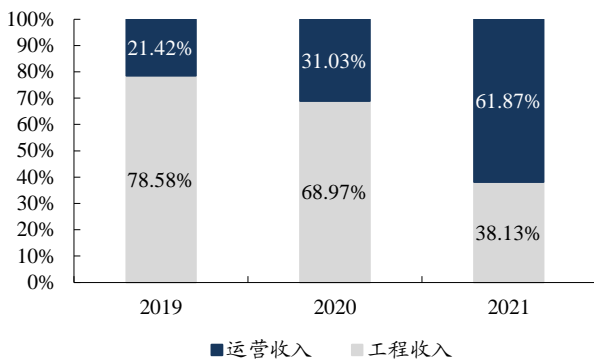
1) 生活垃圾处理工程: 2021 年实现营业收入 6.78 亿元，同比下降 68.00%，主要系 2021 年度相比 2020 年，处于建设期的生活垃圾焚烧发电项目基本已投运，工程量减少所致；毛利率同比增加 25.76pct 至 33.25%。实现毛利润 2.26 亿元，同比增长 42.0%。

2) 固废危废处理工程: 2021 年实现营业收入 11.87 亿元，同比增长 36.99%，主要系报告期内实施泸州市危险废物综合处置及资源化利用等重点项目所致。毛利率同比下降 0.56pct 至 25.33%。实现毛利润 3.01 亿元，同比增长 34.0%。

➤ **环境修复业务**

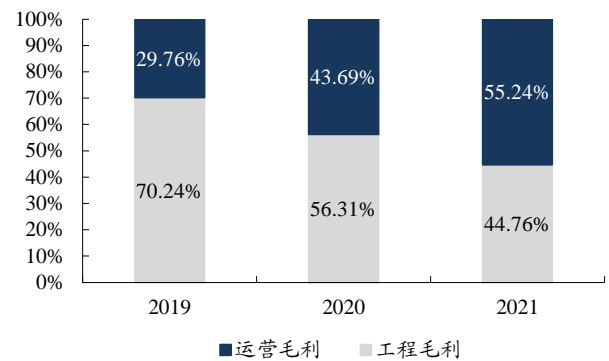
环境修复业务 2021 年实现营业收入 8.65 亿元，同比下降 46.52%。主要系市场竞争激烈，公司严格把控订单风险，加强审核力度，放弃部分订单。目前，环境修复板块的在手订单中，武汉阀门厂地块污染土壤修复项目、徐州汉邦轮胎有限公司原厂址污染场地土壤及地下水修复等重点项目按计划推进。毛利率同比下降 1.45pct 至 30.97%。实现毛利润 2.68 亿元，同比下降 48.9%。

图 1: 2019-2021 运营收入占比逐年增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 2019-2021 运营毛利占比逐年增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发投入加大，期间费用率微增 0.51pct。2021 年公司期间费用同比增长 19.38% 至 10.01 亿元，期间费用率上升 0.51pct 至 12.79%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 5.15%、增加 14.96%、增加 16.97%、增加 35.09% 至 0.98 亿元、3.74 亿元、2.47 亿元、2.82 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.11pct、上升 0.01pct、上升 0.06pct、上升 0.54pct 至 1.25%、4.78%、3.16%、3.6%。

2. 资产负债率略降营运效率提高，净资产收益率 14% 维持稳定

资产负债率略降，营运效率提高。2021 年公司资产负债率为 64.16%，同比下降 1.27pct。2021 年公司应收账款同比增长 58.99% 至 13.81 亿元，应收账款周转天数同比增加 15.51 天至 51.74 天；存货同比增长 4.08% 至 12.46 亿元，存货周转天数同比减少 47.71 天至 74.28 天；应付账款同比减少 11.37% 至 21.59 亿元，应付账款周转天数同比减少 9.16 天至 139.71 天，使净营业周期同比减少 23.06 天至 -13.70 天。

净利率提升、周转率&杠杆率微降，加权平均净资产收益率基本持平。2021 年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.01pct 至 14.24%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2021 年公司销售净利率为 10.61%，同比增加 1.28pct，总资产周转率为 0.48（次），同比下降 0.03（次），权益乘数从 20 年的 3.42 下降至 21 年的 3.20。

3. 现金流表现稳定，垃圾焚烧建设高峰已过资本开支减少

现金流表现稳定，经营性净现金流下滑主要系业务经营周期所致。2021 年公司 1) **经营活动** 现金流净额 6.07 亿元，同比减少 44.26%，主要系公司加大对资源化板块的投入力度，报告期购入价值较高的原材料，形成的商品大部分在四季度销售，而部分回款于 2022 年一季度收回所致；此外，受行业政策变化的影响，公司承接的环境修复项目工程款回款周期较长。2) **投资活动** 现金流净额 -20.48 亿元，同比减少 20.63%，主要系数个生活垃圾焚烧电厂投产运营，PPP 项目投资减少。3) **筹资活动** 现金流净额 8.72 亿元，同比减少 56.27%，主要系本年偿还债务的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。

一季度已成功实现回款，现金流表现提升。2022 年一季度公司 1) **经营活动** 现金流净额 3.03 亿元，同比增加 150.41%，顺利收回 2021 年末销售回款，并收回部分以前年度支付的保证金。2) **投资活动** 现金流净额 -3.68 亿元，同比减少 37.68%，主要系 PPP 建设项目投资减少所致；3) **筹资活动** 现金流净额 3.29 亿元，同比增加 298.38%，主要系短期借款增加所致。

4. 双碳目标下再生资源空间广阔，再生资源龙头产能快速扩张布局深度资源化

双碳目标下再生资源空间广阔，固危废资源化龙头快速扩张显著减碳。再生资源是双碳目标实现的重要途径。双碳实现配套政策在 2021 年逐步落地，《2030 年前碳达峰行动方案》顶层设计十大重点任务中，循环经济助力降碳行动被重点提及，要求推动大宗固废综合利用，并对废纸、废钢、再生有色金属量提出明确要求。公司战略发展资源化业务，不仅符合碳中和趋势，还可有效减少环境污染，提纯出的金属材料可帮助企业节能减排，如每吨精矿铜生产碳排放约为 18.80 吨，而每吨再生铜生产碳排放仅为 4.80 吨，减排比例达 74%。2021 年公司资源化业务领域拓展，已将资源利用领域从原来废金属为主扩展至废金属、废橡胶、废玻璃及废塑料等品类，进一步提升减排成效。2021 年公司首次披露公司 ESG 报告，根据 ESG 报告披露，公司资源化利用板块处置各类固废危废 **38.4 万吨**，生产固废危废资源化利用产品（冰铜、粗铜、粗铅、冰镍等）总量 **8.0 万吨**，有效降低碳排放；生活垃圾焚烧发电全年发电量达到 **12.03 亿度**，项目减少碳排放达 **61 万吨**。

图 3：2021 年公司固危废资源化利用对环境的贡献



数据来源：公司 ESG 报告，东吴证券研究所

图 4：2021 年公司固危废无害化处置对环境的贡献



数据来源：公司 ESG 报告，东吴证券研究所

资源化产能连续翻番,延伸资源化深度+区域品类扩张。截至 2021 年 12 月 31 日，公司在手固危废资源化利用产能已突破 100 万吨/年。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**：公司在建项目包括重庆项目（10 万吨/年危废）、贵州项目一期（35 万吨/年危废）、金昌项目（10 万吨/年危废）、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),公司资源化规模再上台阶,实现重庆、贵州、江西、浙江、江苏多地拓展,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。

图 5: 公司在手固废资源化利用、无害化处置项目情况 (截至 2021 年 12 月 31 日)

类别	公司名称	是否已核准	处理规模 (万吨/年)	合计 (万吨/年)
固废危废资源化利用	靖远高能	是	17.5	102.635
	高能鹏富	是	9.915	
	高能中色	是	7.72	
	正宇高能	是	4	
	贵州宏达	是	8	
	滕州高能	是	4.5	
	重庆耀辉	否	10	
	金昌高能	否	10	
	江西鑫科	否	31	
固废危废无害化处置	滕州高能	是	3	12.264
	宁波大地	是	4.68	
	乐山高能	是	4	
	桂林高能	是	0.438	
	贺州医废	是	0.146	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测: 双碳目标再生资源价值凸显, 公司前端产能快速扩张布局深度资源化。我们维持 2022-2023 年归母净利润 10.0/13.1 亿元, 预计 2024 年归母净利润 17.0 亿元, 考虑此次非公开发行股票对公司总股本的影响, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.78/1.02/1.32 元, 2022-2024 年 PE 18.0/13.8/10.6 倍 (估值日 2022/04/28)。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, 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

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,618	7,908	9,578	11,977	营业总收入	7,827	8,097	9,920	12,690
货币资金及交易性金融资产	856	1,055	1,373	1,703	营业成本(含金融类)	5,919	5,821	7,201	9,354
经营性应收款项	1,646	1,656	2,039	2,624	税金及附加	45	36	46	63
存货	1,246	1,225	1,515	1,968	销售费用	98	109	119	152
合同资产	2,613	2,703	3,312	4,236	管理费用	374	402	437	482
其他流动资产	1,258	1,269	1,339	1,446	研发费用	247	252	278	317
非流动资产	9,715	11,135	13,267	13,919	财务费用	282	296	316	341
长期股权投资	944	1,023	1,111	1,209	加:其他收益	54	52	67	70
固定资产及使用权资产	1,276	1,591	1,869	1,877	投资净收益	101	89	98	108
在建工程	364	1,489	2,614	2,989	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	6,153	6,052	6,692	6,863	减值损失	-136	-35	-35	-35
商誉	564	564	564	564	资产处置收益	29	8	10	13
长期待摊费用	11	11	11	11	营业利润	909	1,296	1,663	2,136
其他非流动资产	403	404	405	406	营业外净收支	-24	3	3	3
资产总计	17,333	19,042	22,845	25,896	利润总额	885	1,299	1,666	2,139
流动负债	6,928	4,615	6,807	7,803	减:所得税	54	136	156	185
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,766	1,487	2,944	2,797	净利润	831	1,163	1,511	1,954
经营性应付款项	2,340	2,301	2,847	3,698	减:少数股东损益	104	159	201	257
合同负债	98	97	120	155	归属母公司净利润	726	1,004	1,310	1,697
其他流动负债	723	730	896	1,153	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.78	1.02	1.32
非流动负债	4,192	4,292	4,392	4,492	EBIT	0	1,478	1,840	2,322
长期借款	4,070	4,170	4,270	4,370	EBITDA	352	1,776	2,205	2,722
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.37	28.12	27.41	26.29
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	9.28	12.40	13.21	13.37
其他非流动负债	114	114	114	114	收入增长率(%)	14.65	3.46	22.51	27.92
负债合计	11,121	8,907	11,199	12,296	归母净利润增长率(%)	32.03	38.23	30.51	29.51
归属母公司股东权益	5,493	9,257	10,567	12,264					
少数股东权益	719	878	1,079	1,337					
所有者权益合计	6,213	10,135	11,646	13,600					
负债和股东权益	17,333	19,042	22,845	25,896					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	607	1,542	1,433	1,635	每股净资产(元)	5.16	7.18	8.20	9.51
投资活动现金流	-2,048	-1,617	-2,386	-929	最新发行在外股份(百万股)	1,065	1,065	1,065	1,065
筹资活动现金流	872	275	1,271	-377	ROIC(%)	0.00	8.86	9.62	10.70
现金净增加额	-569	199	318	330	ROE-摊薄(%)	13.22	10.85	12.40	13.84
折旧和摊销	352	298	365	400	资产负债率(%)	64.16	46.78	49.02	47.48
资本开支	-1,959	-1,622	-2,391	-934	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.55	17.99	13.79	10.64
营运资本变动	-887	-155	-749	-1,110	P/B(现价)	2.71	1.95	1.71	1.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

