

高能环境 (603588)

从 0 到 1 突破资源化彰显龙头 α ，从 1 到 N 复制打造多金属再生利用平台

买入 (维持)

2022 年 07 月 22 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)	0.57	0.67	0.87	1.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.63	18.39	14.09	10.88

投资要点

- **优质市场化赛道格局分散，行业趋于头部集中亟待龙头整合。**固危废资源化为双碳目标下的高景气赛道，截止 2021/12/31 行业 CR6 仅为 7.2%。竞争格局分散。考虑上下游充分市场化与行业监管力度加大，行业头部集中趋势明显。公司已实现资源化赛道从 0 到 1 的突破，彰显技术管理经营 α 。定增即将发行资金资源到位，公司将实现从 1 到 N 的复制，资源化产能连续翻番，布局深度资源化，打造多金属多品类再生利用平台，龙头地位初现。
- **从 0 到 1 突破：8 年求索切入资源化，转型中彰显公司 α 。**公司 2014 年以环保工程和土壤修复业务上市，同年向投资运营类业务转型，2015 年实现垃圾焚烧业务突破，2016 年通过收并购切入固危废资源化。依托技术优势与团队绑定，收购资源化项目运营成绩斐然，重点项目阳新鹏富、靖远宏达净利润分别于 2017 年 0.45 亿元/0.31 亿元，稳步提升至 2021 年的 0.97 亿元/0.75 亿元，项目 ROE 维持 20%至 25%。公司归母净利润实现上市以来七年复增 30%，运营收入/毛利占比达 62%/55%结构优化。2021 年以来资源化已成为公司核心主业，围绕高成长赛道，公司发展有望加速，运营占比持续提升成长确定性增强。典型固危废资源化项目 ROE 可达 25%，受益资源化业务发展，公司 ROE 有望持续提升。
- **从 1 到 N 复制：龙头整合赛道，打造多品类再生利用平台。**继续收并购切入资源化赛道后，公司正通过自投自建方式持续拓展，实现全区域、多品类、深度资源化的横纵布局。公司通过重点区域项目布局，废料回收已形成全国影响力，同时布局多金属品类回收，实现深度资源化。在 1 到 N 复制的过程中，公司竞争力进一步增强：**1) 深度资源化赋能，释放盈利潜力：**深度资源化进一步提纯，增加金属产品种类&提高销售端折价系数，单位盈利提升；同时可扩大前端收料范围，扩大废料市占率及竞争力。**2) 打造多金属多品类再生利用平台，从废料到材料：**公司围绕甘肃金昌 5 个资源化项目，已实现金属镍再生利用闭环，项目互为上下游将含镍废料最终制成新能源材料对外销售。纵览全国，多金属多品类回收再生平台逐步形成，涵盖金属(铜、镍、铅、锌、锡等以及稀贵金属)、塑料玻璃、轮胎橡胶。平台将有效激发项目间协同效应，为废料回收范围扩大，运营效率提高带来保障。同时随品类扩张，公司盈利能力稳定性将进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2022-2024 年归母净利润 10.0/13.1/17.0 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 0.67/0.87/1.13 元，2022-2024 年 PE 18.4/14.1/10.9 倍 (估值日 2022/07/21)，维持“买入”评级。
- **风险提示：**金属价格剧烈波动，产能投运节奏不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.28
一年最低/最高价	11.07/19.82
市净率(倍)	2.30
流通 A 股市值(百万元)	15,324.76
总市值(百万元)	15,710.80

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)	1,279.38
流通 A 股(百万股)	1,247.94

相关研究

《高能环境(603588): 2022 中报业绩快报点评: 高基数与疫情影响下的稳增长, 新项目&深度资源化成长加速》

2022-07-10

《高能环境(603588): 高管增持显信心, 定增发行整合资源化大赛道》

2022-07-01

内容目录

1. 从0到1突破：8年求索切入资源化，转型中彰显公司 α	4
1.1. 8年求索，战略布局资源化再度起航.....	4
1.2. 转型中的 α ，技术优势&团队建设，资源化项目稳步提升	5
1.3. 战略转型资源化高景气度赛道，项目提振公司整体 ROE.....	7
2. 从1到N复制：龙头整合赛道，打造多品类再生利用平台	9
2.1. 资源化行业趋于头部集中，从1到N项目纵横布局就位.....	9
2.2. 深度资源化赋能，释放盈利潜力.....	12
2.3. 打造多金属再生利用平台，从废料到材料.....	12
3. 投资建议	14
4. 风险提示	16

图表目录

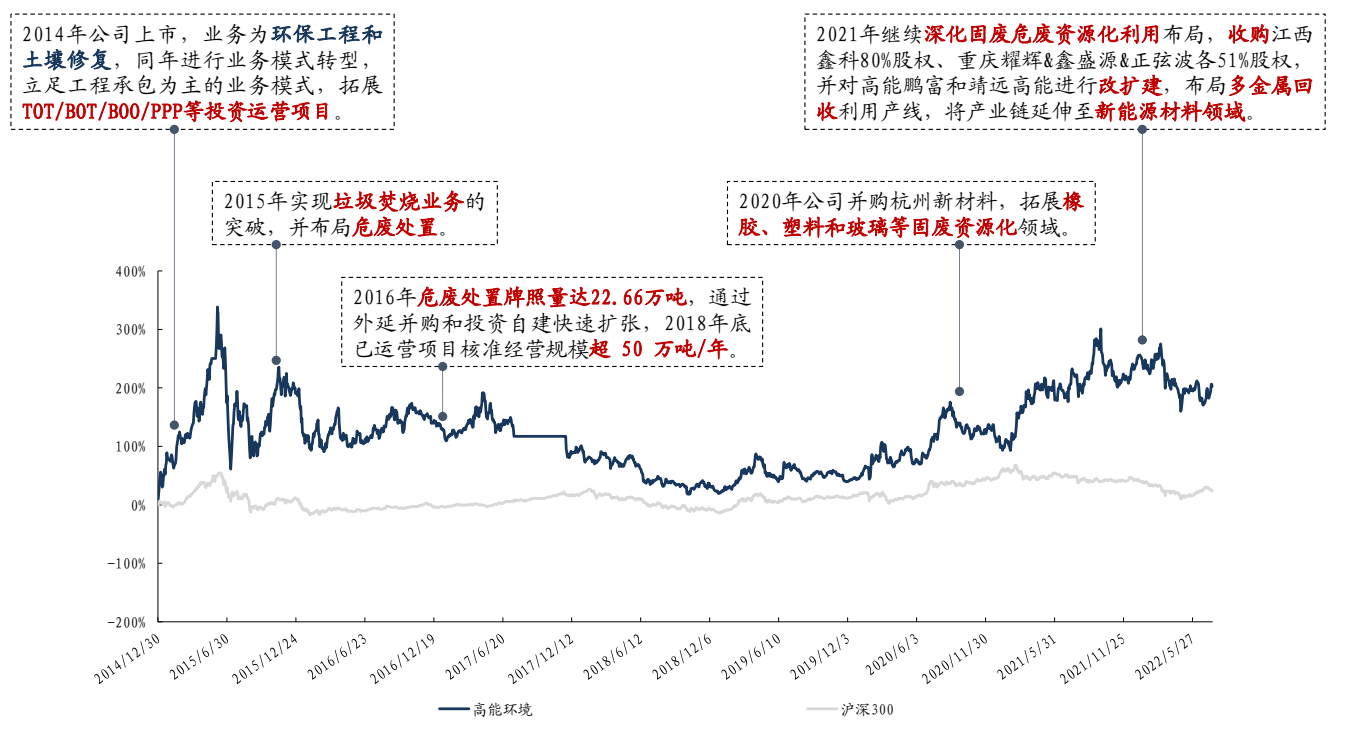
图 1:	高能环境&沪深 300 股价走势 (2014/12~2022/7)	4
图 2:	公司 2014~2021 年收入稳增	5
图 3:	公司 2014~2021 年归母净利润稳增	5
图 4:	公司 2014~2021 年收入结构 (按业务模式)	5
图 5:	2021 年运营业务中固废资源化毛利占比最高	5
图 6:	公司收购资源化项目盈利规模逐年提升	6
图 7:	资源化项目 ROE (摊薄) 高于上市公司	8
图 8:	公司资源化项目所在区域均可以接受综合利用危废跨省转入	9
图 9:	公司资源化项目实现多金属品类覆盖, 布局深度资源化	10
图 10:	固危废资源化市场化程度高	11
图 11:	危废行业格局分散亟待整合	11
图 12:	公司项目规模均列于区域内头部	11
图 13:	深度资源化增加产品种类&提高折价系数	12
图 14:	公司于甘肃金昌市已形成镍金属闭环	13
图 15:	公司打造多金属多品类再生利用平台, 从废料到材料	13
表 1:	技改后, 项目生产效率&生产能力提升	6
表 2:	阳新鹏富&靖远宏达原股东与公司深度绑定	7
表 3:	双碳目标下再生资源政策加速出台	7
表 4:	再生资源减污降碳	8
表 5:	高能环境业务营收拆分 (亿元)	14

1. 从 0 到 1 突破：8 年求索切入资源化，转型中彰显公司 α

1.1. 8 年求索，战略布局资源化再度起航

公司历经两次转型，固危废资源化业务主线确立。公司 2014 年上市并向投资运营项目转型，2015 年实现垃圾焚烧业务的突破，并布局危废处置。通过外延并购和投资自建快速扩张，2016 年公司危废处置牌照量达 22.66 万吨，2018 年底已运营项目核准经营规模超 50 万吨/年。2020 年公司向固废资源化领域拓展。2021 年深化资源化布局，通过收购&技改，布局多金属回收利用产线，将产业链延伸至新能源材料领域。

图1：高能环境&沪深 300 股价走势（2014/12~2022/7）

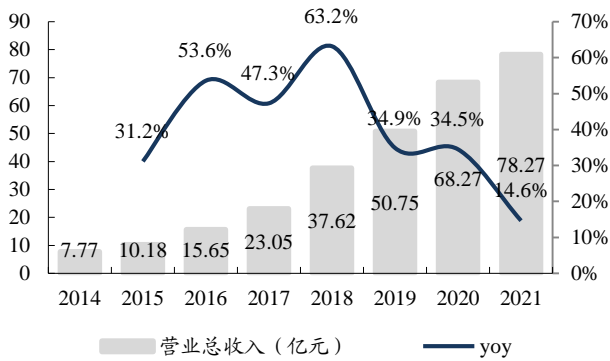


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

董事长认购定增增持彰显信心，资金资源到位资源化业务发展加速。2021 年底公司公告非公开发行预案，发行对象为包括李卫国（实控人）在内的不超过 35 名的特定投资者，本次非公开发行的募集资金总额为不超过 27.58 亿元，其中的 11.61 亿元将用于危废资源综合利用项目（金昌危废资源综合利用项目、江西多金属资源回收综合利用项目），7.72 亿元将用于生活垃圾焚烧发电项目（伊宁市生活垃圾焚烧发电项目（一期）、贺州市生活垃圾焚烧发电项目（二期）），其余 8.25 亿补充流动资金。2022 年 6 月，公司非公开发行 A 股股票申请获得中国证监会核准批复。定增即将发行资金资源到位，战略发展资源化业务发展有望加速。

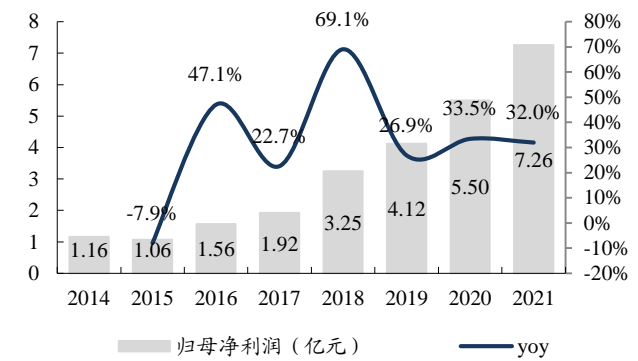
公司上市以来收入/归母净利润七年复增 39%/30%，发展强劲；收入结构改善，运营占比超 60%。自 2014 年上市以来，公司始终通过业务转型谋求发展，环境修复、危废处理和垃圾焚烧三大业务协同发展，收入和归母净利润稳步提升。公司业务模式转型战略已见成效，运营类业务收入占比稳定提升，从初上市时的 0.7% 提升至 2021 年的 61.9%。在运营类业务中固废资源化利用毛利占比最高，达 45%，随公司资源化项目逐步落地，该比例将继续提升，资源化主线确立。

图2：公司 2014~2021 年收入稳增



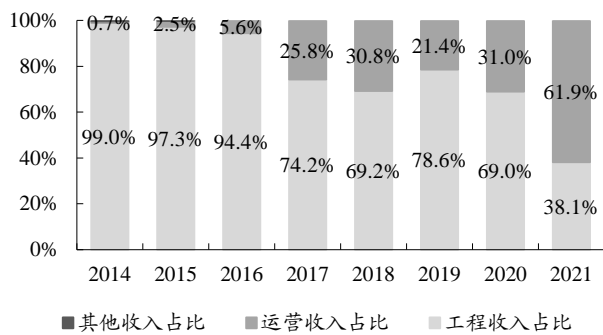
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司 2014~2021 年归母净利润稳增



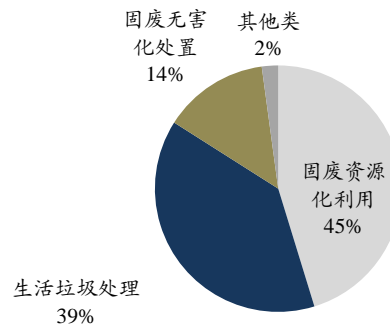
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司 2014~2021 年收入结构（按业务模式）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2021 年运营业务中固废资源化毛利占比最高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 转型中的 α ，技术优势&团队建设，资源化项目稳步提升

凭借多年经验积累，公司对新控股项目进行技改，盈利能力提升。公司 2020 年继续收购阳新鹏富和靖远宏达项目股权，实现 100% 控股。控股后，公司凭借多年积累的经验对项目进行技改，通过技术升级/设备系统改造，使得项目生产效率&生产能力提升，带来项目盈利能力的提升。目前，我国危废处理能力存在结构性不足，行业集中度偏低；

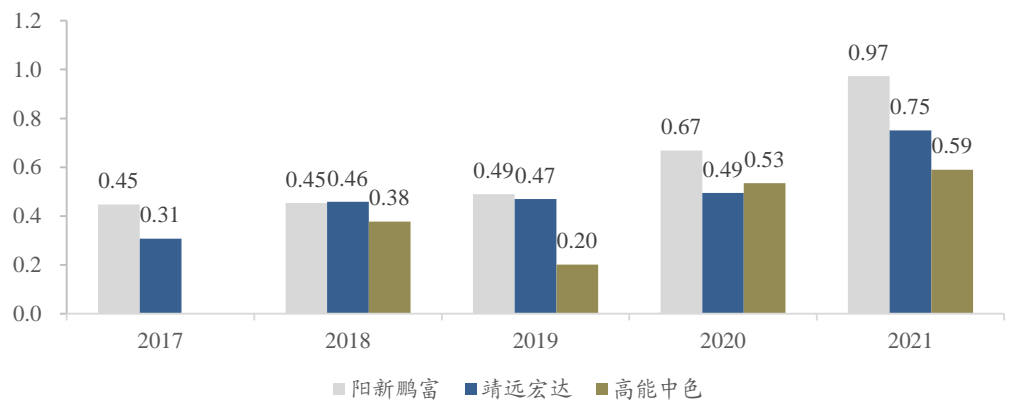
中小型企业，技术、资金、研发能力偏弱，处理资质单一。公司有望凭借资金优势、不断技改升级工艺迭代的成本优势以及全国布局的市场渠道，持续提升市场规模。

表1: 技改后，项目生产效率&生产能力提升

项目名称	处理规模 (万吨/年)	经营范围	控股情况	发展情况
阳新鹏富	9.915	铜、镍电镀污泥、含铜废物、含镍废物。	2016 年控股 51% 2020 年控股 100%	2021 年营收大幅增加；改造熔炼系统、烘干系统、烟气超低排放系统，提升生产效率和原料适用性， 产能提升超过 30% ；2021 年完成专利申请 8 个，专利授权 16 个（其中发明 1 项）
靖远宏达	17.5	有色金属冶炼废物，含铜废物、含铅废物	2016 年控股 51% 2020 年控股 100%	冶炼废渣综合利用 技术提升及产业优化 项目（二期）于 2021 年 3 月列入甘肃省重点项目，二期深度资源化项目 6 月投入试生产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6: 公司收购资源化项目盈利规模逐年提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收购项目原股东与公司深度绑定，利益理顺。在收购阳新鹏富及靖远宏达 100% 股权时，公司首先通过发行股份及支付现金的形式向柯朋（阳新鹏富原始股东）、宋建强和谭承锋（靖远宏达原始股东）购买其持有的股权，初步绑定老股东利益。除此之外，三位原股东已在公司其他子公司内担任法人、高管等职位，公司与阳新鹏富&靖远宏达原股东利益一致，深度绑定，共同谋划技术发展及业务布局。

表2: 阳新鹏富&靖远宏达原股东与公司深度绑定

收购公司原法人	公司	职位
柯朋 (阳新鹏富原始股东)	贵州高能环保科技有限公司、江西鑫科环保高新技术有限公司	法定代表人
	金昌高能环境技术有限公司	公司股东
宋建强 (靖远宏达原始股东)	湖北高能鹏富环保科技有限公司、甘肃高能中色环保科技有限公司、重庆耀辉环保有限公司	公司高管
	靖远高能环境新材料技术有限公司	公司高管
谭承锋 (靖远宏达原始股东)	靖远高能环境新材料技术有限公司	法定代表人、公司高管
	金昌高能环境技术有限公司	公司股东

数据来源: 爱企查, 东吴证券研究所

1.3. 战略转型资源化高景气度赛道, 项目提振公司整体 ROE

公司此次转型资源化赛道, 为双碳目标下高景气度赛道。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, 为固危废资源化利用行业市场奠定政策基础。

表3: 双碳目标下再生资源政策加速出台

发文日期	政策名称	主要内容
2021 年 3 月	关于“十四五”大宗固体废弃物综合利用的指导意见	大力推进大宗固废源头减量、资源化利用和无害化处置。
2021 年 3 月	第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	加快发展方式绿色转型, 全面推行循环经济理念, 构建多层次资源高效循环利用体系。加强大宗固体废弃物综合利用, 规范发展再制造产业。
2021 年 7 月	“十四五”循环经济发展规划	明确至 2025 年主要资源产出率比 2020 年提高约 20%, 大宗固废综合利用率达 60%, 废纸利用量达 6000 万吨; 废钢利用量达 3.2 亿吨; 再生有色金属产量达到 2000 万吨, 其中再生铜、再生铝和再生铅产量分别达到 400 万吨、1,150 万吨、290 万吨, 资源循环利用产业产值达 5 万亿元。
2021 年 9 月	中华人民共和国循环经济促进法	重点规范: 1) 生产者责任延伸制度、全生命周期管理、绿色供应链管理; 2) 废旧物资特别是废弃电子信息产品、动力电池等回收体系建设。3) 资源再生循环利用、再制造及再生原料和再制造产品推广使用; 4) 水资源循环利用; 5) 垃圾分类与生活垃圾、厨余垃圾、餐厨废弃物、建筑废弃物、园林废弃物、城市污泥资源化利用。
2021 年 10 月	2030 年前碳达峰行动方案	碳达峰行动方案对循环经济提出更为细致、全面及深入的目标, 政策要求: 1) 推进产业园区循环化发展; 2) 健全资源循

环体系；3) 大宗固废综合利用，到 2025 年，废钢铁、废铜、废铝等 9 种主要再生资源循环利用量达到 4.5 亿吨，到 2030 年达到 5.1 亿吨；4) 生活垃圾减量，资源化协同。

2021 年 11 月 “十四五”工业绿色发展规划

大宗工业固废综合利用率达 57%，主要再生资源回收利用率从碳达峰行动方案的 4.5 亿吨提升至 4.8 亿吨。

数据来源：政府网站，东吴证券研究所

资源化符合碳中和趋势，减污降碳。有色金属协会和再生金属分会的数据指出，生产一吨再生铜可比原生铜减少能耗、水耗和污染排放量，减碳 3.5 吨。公司现有固废危废资源化利用项目以有色金属冶炼加工企业、工矿企业等产生的废渣为原料，从中加工提炼有价值的有色金属，属于再生资源回收利用，可减少提取过程中的碳排放，且公司已将资源利用领域扩展至废橡胶、废玻璃及废塑料等品类，减排成效进一步提升。

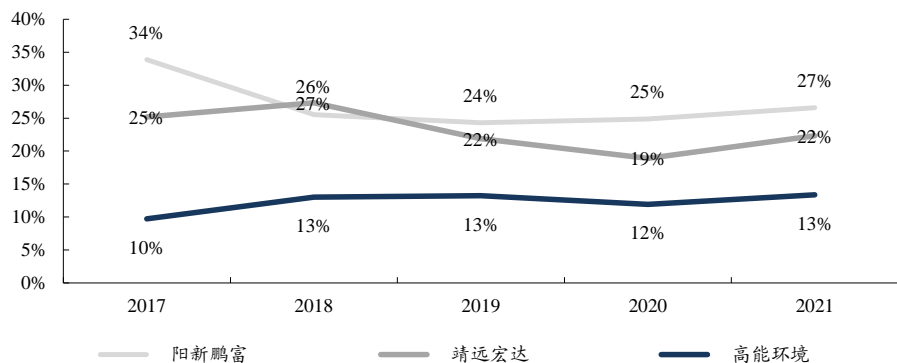
表4: 再生资源减污降碳

金属	能耗 (千克煤/吨)			水耗 (立方米/吨)			固废排放 减少量 (吨)	SO ₂ 排放 减少量 (吨)	CO ₂ 排放 减少量 (吨)
	原生金属	再生金属	节能量	原生金属	再生金属	节水量			
铜	1444	390	1054	397	2	395	380	0.137	3.5
铝	3916	150	3766	22.7	0.5	22	20	-	-
锌	1223	-	-	78	-	-	52	0.062	-
铅	844	185	659	235.5	0.5	235	128	0.03	-

数据来源：有色金属协会，再生金属分会，东吴证券研究所

资源化项目 ROE 较高，有效提振公司整体盈利能力。2021 年公司进行阳新鹏富和靖远宏达项目技改后，项目 ROE 提升；纵观历年项目数据，我们发现项目 ROE 基本维持在 20% 以上的水平，明显高于公司自身 ROE。随公司资源化布局逐渐深入，资源化项目的投产和稳定运行将有效提振公司整体 ROE，公司投资价值提升。

图7: 资源化项目 ROE (摊薄) 高于上市公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 从 1 到 N 复制：龙头整合赛道，打造多品类再生利用平台

2.1. 资源化行业趋于头部集中，从 1 到 N 项目横纵布局就位

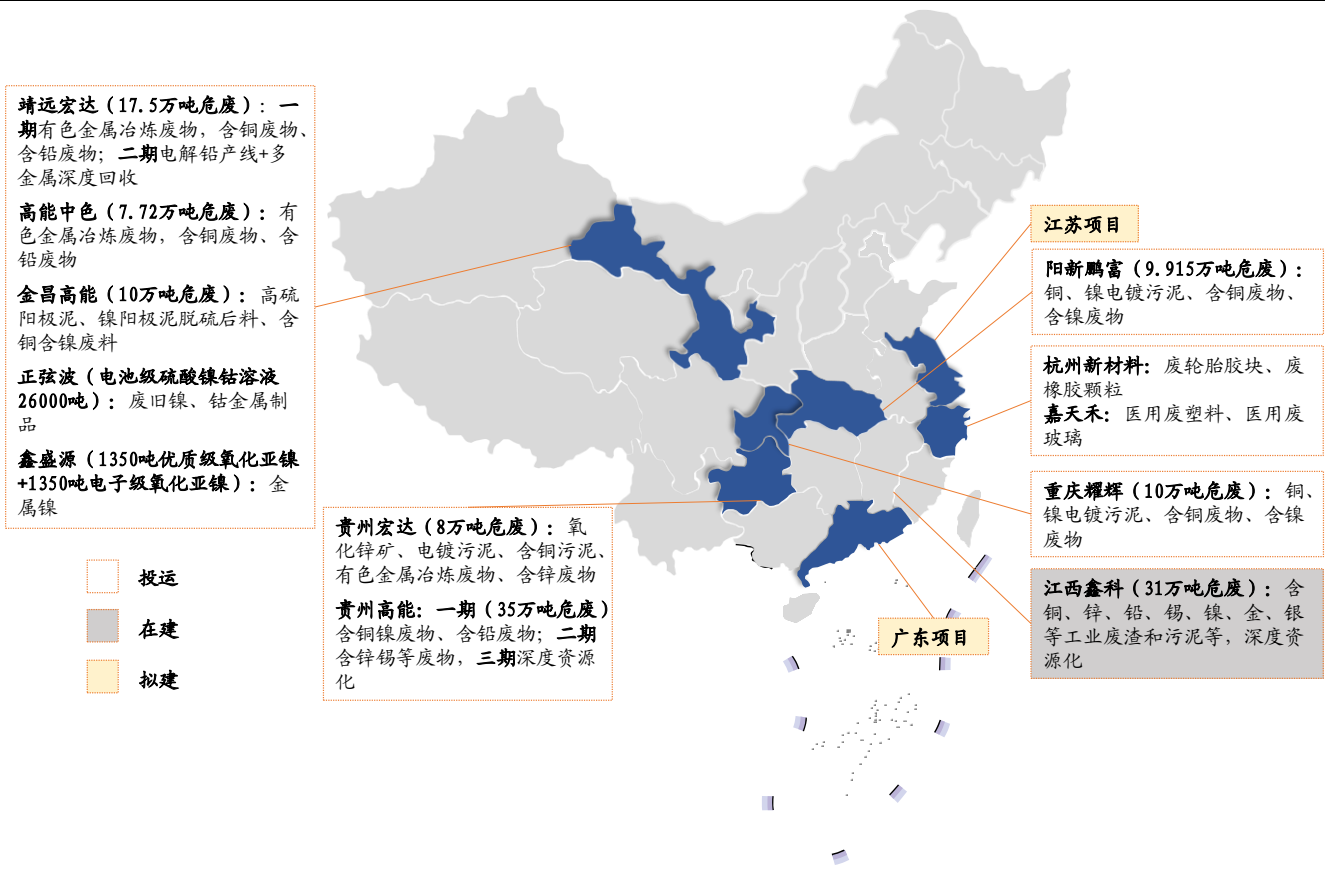
从 1 到 N，项目横纵布局就位。通过收并购切入资源化赛道后，公司项目运营成绩斐然。公司正通过自投自建的方式进一步拓展资源化业务，实现全区域、多品类、深度资源化横纵布局。1) 通过重点区域项目布局，废料回收已形成全国影响力。项目所在地覆盖湖北、甘肃、江西、贵州、浙江、江苏、广东，覆盖区域对于跨省转入危废废物进行综合利用政策均较为支持，2) 实现多金属品类回收，布局深度资源化。项目可回收再生金属品类已涵盖铜、镍、铅、锌、锡及多种稀贵金属。

图8：公司资源化项目所在区域均可以接受综合利用危废跨省转入

序号	项目	所在地	危废跨省转移政策
1	靖远宏达	甘肃	1) 危废转移推行就近原则 2) 加强焚烧、填埋危废跨省转入管理。落实跨省转移白名单 3) 维护跨区域转移公平竞争市场秩序，不得设置不合理行政壁垒
2	高能中色		
3	正宇高能		
4	金昌高能		
5	正弦波		
6	鑫盛源		
7	阳新鹏富	湖北	1) 执行生态环境部《危险废物转移管理办法》 2) 不接收以焚烧和填埋处置方式的外省危险废物转入
8	重庆耀辉	重庆	1) 深化拓展跨省转移白名单，鼓励危险废物优先利用、就近就地处置，完善“点对点”常备通行路线和通行时间
9	江西鑫科	江西	1) 对于环境风险大，处理污染大的危废将纳入黑名单，严禁跨省转入 2) 对于环境风险相对可控，综合利用价值高的利用类危废简化审批程序，加快审批进程
10	贵州宏达	贵州	1) 纳入跨省转移白名单的危险废物类别，以形成上下游产业链和国家或省统一布局的特定类别为主 2) 禁止转入单纯以填埋方式处置的危险废物 3) 单独收集企业须与省内有关利用、处置企业形成收运处一体化发展格局
11	贵州高能		
12	杭州新材料	浙江	1) 坚持危险废物就近处置原则，维护危险废物跨界转移公平竞争市场秩序 2) 落实长三角区域固体废物和危险废物污染防治联防联控合作协议，以白名单方式简化跨省转移手续
13	嘉天禾		
14	江苏项目	江苏	1) 严禁从省外移入利用价值低、危害性大、环境风险大、次生固废产生量大的危险废物和需要进行贮存、处置（焚烧、填埋和物化处置）的危险废物 2) 从严控制危险废物移入我省进行综合利用。
15	广东项目	广东	1) 危废跨省遵循就近原则，转移范围为相邻的福建、江西、湖南、海南四省及广西壮族自治区，开展区域合作的省、自治区、直辖市，以及全国统筹布局的危险废物处置设施 2) 已建立危险废物跨省转移“白名单”合作机制的，可简化审批程序 3) 豁免管理清单的危险废物实施跨省运输，依法按程序办理跨省许可 4) 严格控制较大环境风险的危险废物转入我省

数据来源：政府网站，东吴证券研究所

图9： 公司资源化项目实现多金属品类覆盖，布局深度资源化



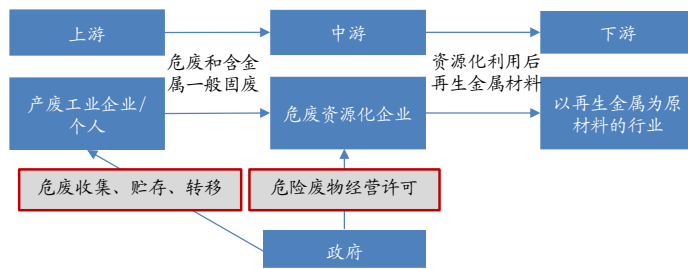
数据来源：公司公告，项目环评报告，东吴证券研究所

政策严苛与市场化竞争，行业亟待整合头部集中。固危废资源化 ToB 赛道，上下游充分市场化，政府主要以发放危废经营许可证和审批危废转移参与行业监管，不直接参与经营。截至 2021 年 12 月 31 日行业头部上市公司 CR6 仅为 7.2%，格局分散亟待整合集中。随着危废处置监管力度加大与市场化竞争，龙头公司有望实现行业整合：

1) **违法违规处置危废入刑法，监管力度大，头部企业规范化程度高。**根据刑法第三百三十八条，违规排放、倾倒或处置危险废物处三年以下有期徒刑或拘役，并处罚金；后果特别严重的（3 吨以上），处三年以上七年以下有期徒刑。

2) **龙头公司项目规模均列省内头部，市场化竞争中优势明显。**公司项目规模均位列区域内前列，区域内竞争力突出，规模效益体现。公司正同步布局深度资源化项目，项目竞争力进一步加强，头部公司项目自身质地与项目间协同效益突出，有望在市场化赛道中胜出，整合分散市场。

图10: 固危废资源化市场化程度高



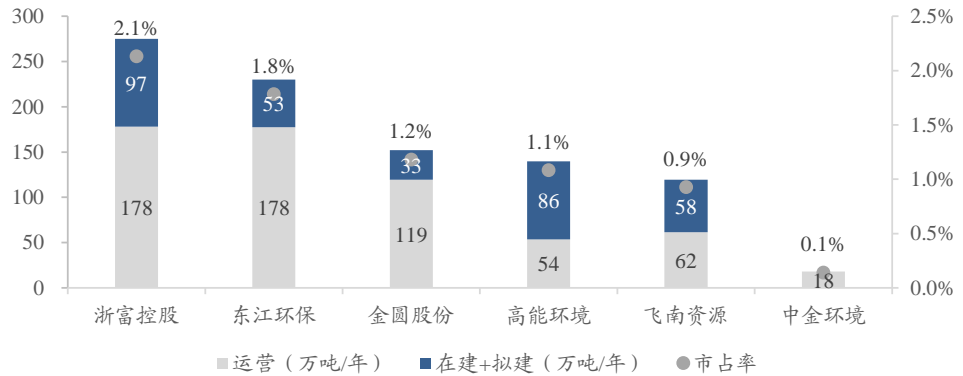
$$\text{原料采购金额} = M_{\text{原料}} \times \text{原料品位}\% \times P_{\text{金属}} \times D(\text{原料品位}\%)$$

$$\text{产品销售金额} = M_{\text{产品}} \times \text{产品品位}\% \times P_{\text{金属}} \times D(\text{产品品位}\%)$$

其中, M: 质量; 品位: 含金属质量/总质量; P: 价格; D: 折价系数

数据来源: 东吴证券研究所整理

图11: 危废行业格局分散亟待整合



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所整理

图12: 公司项目规模均列于区域内头部

序号	湖北		甘肃		江西		贵州		重庆	
	项目名	规模 (万吨)	项目名	规模 (万吨)	项目名	规模 (万吨)	项目名	规模 (万吨)	项目名	规模 (万吨)
1	金洋冶金	20	宏电铁合金	20	江西鑫科 (在建)	31	贵州高能 (拟建)	35	吉鑫再生	13
2	大冶有色	16	靖远宏达 (投运)	18	齐劲材料	31	火麒麟能源	15	中明港桥环保	13
3	鑫资再生	13	银泰化工	15	新金叶	20	鼎鑫冶金	13	立源化工	10
4	碧海新能源	10	金昌高能 (投运)	10	德孚环保	19	融晟环保	12	春兴再生	10
5	润驰环保	10	石晋矿业	8	巨联环保	18	永鑫冶金	11	重庆耀辉 (投运)	10
6	中环信环保	10	高能中色 (投运)	8	自立环保	18	金龙金属	11	德能再生	8
7	阳新鹏雷 (投运)	10	金川集团镍盐	7	美廉化工	15	三和金属	11	华维实业	7
8	楚凯冶金	9	金川集团铜业	6	瑞府环保石化	15	贵州宏达 (投运)	8	嘉惠环保	6

数据来源: 公司公告, 各省份生态环境厅, 东吴证券研究所

2.2. 深度资源化赋能，释放盈利潜力

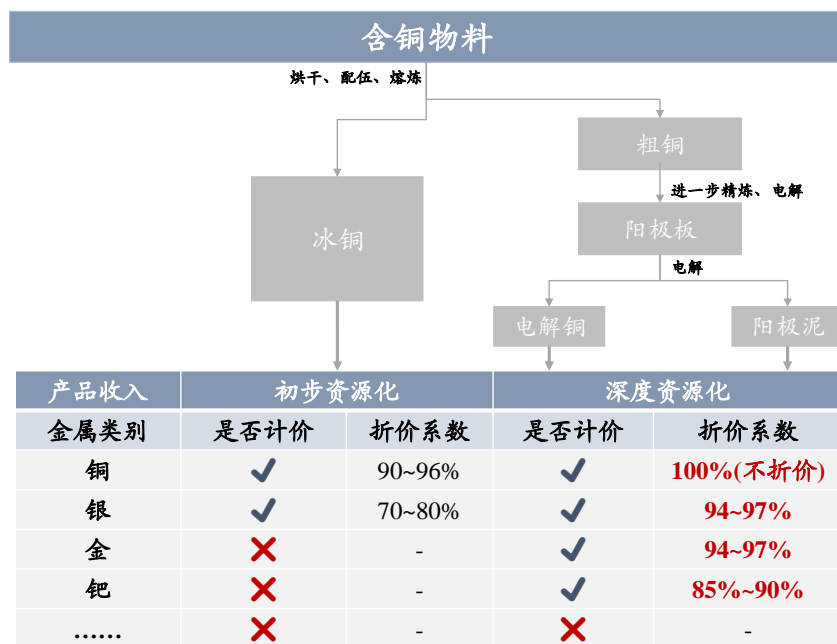
深度资源化提升盈利能力，赋能前端。资源化可分为前端初步资源化和后端深度资源化两个环节，初步资源化生成冰铜、粗铜等初步产物，而深度资源化可在此基础上进一步提炼出铜、铅等多种再生金属及金、银等稀有金属。**深度资源化带来整体项目盈利能力提升的同时，赋能前端：**

1) **增加产品种类。**深度资源化可将初步产物进一步提纯，生成**金、钯**等价值量更高的产品，提升项目整体盈利能力。

2) **提高产品折价系数。**深度资源化产品金属品味更高，对应**更高的折扣系数**，提高整体售价，提升盈利能力。

3) **扩大公司收料范围，增强收料能力。**公司在进行收料决策时要衡量产品价值与目标收益率的匹配程度，后端深度资源化的引入可扩大公司前端初步资源化收料范围，提升行业竞争力和市占率。

图13: 深度资源化增加产品种类&提高折价系数

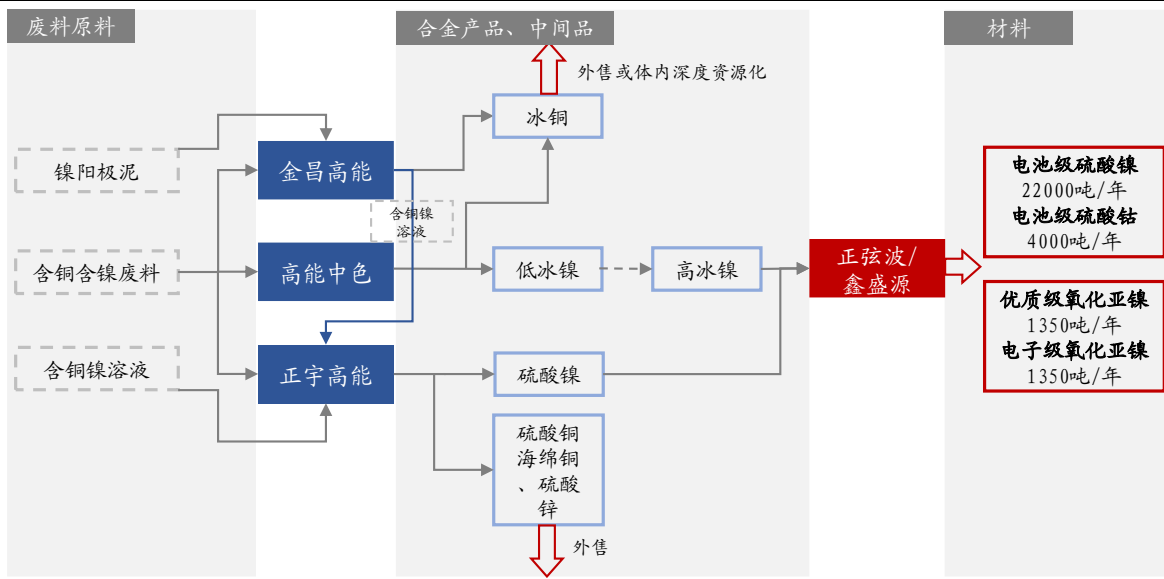


数据来源：公司公告，长江有色市场，东吴证券研究所

2.3. 打造多金属再生利用平台，从废料到材料

公司已成功打造金属镍“废料—材料”闭环。公司已于甘肃金昌市落地5个资源化项目，围绕“中国镍都”，5个项目互为上下游，已经实现金属镍从废料到材料闭环。公司通过高能中色、金昌高能、正宇高能收集获取上游含铜镍废料、镍阳极泥、含铜镍溶液等废料，通过项目间再生利用，最终形成电池级硫酸钴镍、电子级氧化亚镍，以新能源材料形式实现外销。

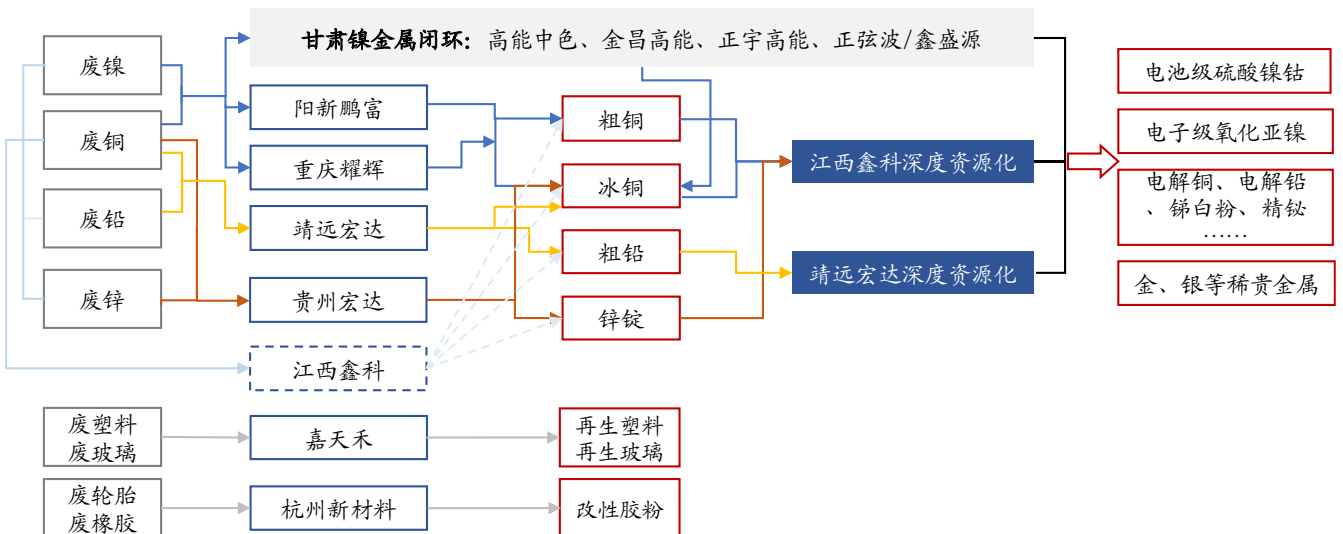
图14: 公司于甘肃金昌市已形成镍金属闭环



数据来源: 公司公告, 项目环境影响评价报告, 东吴证券研究所

全国性多金属、多品类回收再生平台打造形成。随着公司深度资源化产线、项目投运, 公司已在全国范围内形成涵盖金属、塑料玻璃、轮胎橡胶等多品类再生资源平台公司。其中, 金属类废料已包含铜、镍、铅、锌、锡等以及稀贵金属, 多金属多品类布局将 1) **有效激发项目间协同效应:** 全品类回收利用能力为项目废料获取提供坚实保障, 为非标准化的废料匹配最适合的产能; 处理过程中形成各类含金属中间品可在项目间流转制造效率提升。铜富集过程中形成的富铅渣可送往铅再生项目利用。2) **抗风险能力提升:** 通过加快周转, 实物对冲, 套期保值等管理方式, 资源化“类制造业”属性可获取稳定加工制造利润, 随着涉及领域扩张, 公司抗风险能力有望进一步提升, 盈利稳定性提升, 竞争力得到突出体现。

图15: 公司打造多金属多品类再生利用平台, 从废料到材料



数据来源: 公司公告, 项目环境影响评价报告, 东吴证券研究所

3. 投资建议

基于以上分析，我们预测：

- 1) **固危废资源化**：根据公司资源化项目建设投产进度及产能利用率提升节奏，我们预计 2022-2024 年公司固危废资源化营业收入同比增速分别为-1%、51%、50%，毛利率分别为 20%、21%、21%。考虑相关金属价格回落，2022 年收入同比变动不大，盈利能力提升。
- 2) **固危废无害化**：根据公司无害化项目建设投产进度及产能利用率提升节奏，我们预计 2022-2024 年公司固危废无害化营业收入同比增速分别为 27%、7%、0%，毛利率维持 50%左右水平。
- 3) **生活垃圾处理**：根据公司在运、在建垃圾焚烧项目规模及建设投产节奏，我们预计 2022-2024 年公司垃圾焚烧营业收入同比增速分别为 11%、11%、13%，毛利率维持 44%左右水平。
- 4) **固废处理处置工程**：随着公司垃圾焚烧项目建设完毕及业务战略中心转移，固废工程业务发展放缓，我们预计 2022-2024 年公司固废工程营业收入同比增速分别为 1%、-4%、0%，毛利率维持 28%左右水平。
- 5) **环境修复工程**：公司作为环境修复行业龙头维持巩固行业地位，我们预计 2022-2024 年公司环境修复工程营业收入同比增速分别为 0%、0%、0%，毛利率维持 31%左右水平。

表5：高能环境业务营收拆分（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
固废危废资源化利用				
收入	34.94	34.60	52.18	78.35
yoy	155.70%	-0.98%	50.82%	50.14%
成本	30.17	27.68	41.23	61.90
毛利	4.77	6.92	10.96	16.45
毛利率（%）	13.64%	20.00%	21.00%	21.00%
固废危废无害化处置				
收入	3.64	4.63	4.94	4.94
yoy	31.13%	27.10%	6.84%	0.00%
成本	2.18	2.77	2.96	2.96
毛利	1.46	1.86	1.98	1.98
毛利率（%）	40.10%	40.1%	40.1%	40.1%
生活垃圾处理				
收入	9.28	10.33	11.42	12.95
yoy	156.77%	11.36%	10.56%	13.37%
成本	5.20	5.79	6.40	7.25

毛利	4.08	4.55	5.03	5.70
毛利率 (%)	44.00%	44.00%	44.00%	44.00%
固废处理处置工程				
收入	18.65	18.76	18.00	18.00
yoy	-37.54%	0.59%	-4.05%	0.00%
成本	13.39	13.47	12.97	12.97
毛利	5.26	5.29	5.03	5.03
毛利率 (%)	28.21%	28.19%	27.97%	27.97%
环境修复工程				
收入	8.65	8.65	8.65	8.65
yoy	-46.52%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	5.97	5.97	5.97	5.97
毛利	2.68	2.68	2.68	2.68
毛利率 (%)	30.97%	30.97%	30.97%	30.97%
其他				
收入	3.10	4.00	4.00	4.00
yoy	42.51%	28.94%	0.00%	0.00%
成本	2.28	3.00	3.00	3.00
毛利	0.82	1.00	1.00	1.00
毛利率 (%)	26.54%	25.00%	25.00%	25.00%
合计				
收入	78.27	80.97	99.20	126.90
yoy	14.65%	3.46%	22.51%	27.92%
成本	59.19	58.68	72.52	94.05
毛利	19.07	22.29	26.68	32.85
毛利率 (%)	24.37%	27.53%	26.90%	25.89%

数据来源：定期报告，公司公告，东吴证券研究所

公司定增审核通过资金就位，资源化项目投运发展加速。管理精细化+激励机制，复制东方雨虹优势整合固危废资源化非标大市场。我们维持 2022-2024 年归母净利润 10.0/13.1/17.0 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 0.67/0.87/1.13 元，2022-2024 年 PE 18.4/14.1/10.9 倍（估值日 2022/07/21），维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) **金属价格剧烈波动:** 公司通过加快周转、实物对冲、套期保值等管理手段可较好减少金属价格波动对项目经营的影响, 获得稳定加工制造利润。若金属价格发生剧烈波动, 对于公司短期盈利能力仍存在影响。
- 2) **产能投运节奏不及预期:** 公司战略布局资源化高景气度赛道, 产能快速扩张彰显公司成长性。若项目建设进度不及预期或产能利用率提升不及预期, 将影响公司短期业绩成长。
- 3) **竞争加剧:** 资源化赛道景气度高, 盈利能力优异。若未来有更多公司参与或现有竞争对手加速项目扩产节奏, 将导致公司废料原料获取竞争区域激烈, 将影响公司整体盈利能力。

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	8,365	9,718	11,837	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	1,500	1,500	1,550	营业成本(含金融类)	5,919	5,868	7,252	9,405
经营性应收款项	1,646	1,658	2,041	2,626	税金及附加	45	34	42	57
存货	1,246	1,235	1,526	1,979	销售费用	98	106	119	152
合同资产	2,613	2,703	3,312	4,236	管理费用	374	364	419	457
其他流动资产	1,258	1,269	1,339	1,446	研发费用	247	243	248	311
非流动资产	9,715	11,135	13,267	13,919	财务费用	282	303	317	327
长期股权投资	944	1,023	1,111	1,209	加:其他收益	54	55	68	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	1,664	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	19,499	22,985	25,756	利润总额	885	1,299	1,667	2,139
流动负债	6,928	4,858	6,733	7,449	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	1,707	2,846	2,419	净利润	831	1,163	1,511	1,954
经营性应付款项	2,340	2,320	2,867	3,719	减:少数股东损益	104	159	201	257
合同负债	98	97	120	156	归属母公司净利润	726	1,004	1,310	1,697
其他流动负债	723	733	899	1,156	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	0.67	0.87	1.13
非流动负债	4,192	4,292	4,392	4,492	EBIT	1,094	1,481	1,840	2,308
长期借款	4,070	4,170	4,270	4,370	EBITDA	1,446	1,780	2,205	2,709
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.37	27.53	26.90	25.89
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	9,150	11,125	11,942	归母净利润增长率(%)	32.03	38.23	30.52	29.50
归属母公司股东权益	5,493	9,471	10,781	12,478					
少数股东权益	719	878	1,079	1,337					
所有者权益合计	6,213	10,349	11,860	13,814					
负债和股东权益	17,333	19,499	22,985	25,756					

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	1,559	1,437	1,621	每股净资产(元)	5.16	6.30	7.17	8.30
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)	1,279	1,503	1,503	1,503
筹资活动现金流	872	702	949	-643	ROIC(%)	7.92	8.76	9.47	10.65
现金净增加额	-569	644	0	50	ROE-摊薄(%)	13.22	10.60	12.15	13.60
折旧和摊销	352	298	365	400	资产负债率(%)	64.16	46.93	48.40	46.36
资本开支	-1,959	-1,622	-2,391	-934	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.63	18.39	14.09	10.88
营运资本变动	-887	-147	-748	-1,110	P/B(现价)	2.38	1.95	1.71	1.48

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>

