

高能环境 (603588)

2022 年中报点评: 高基数与疫情影响下的优质增长, 龙头整合打造多品类再生利用平台 买入 (维持)

2022 年 08 月 26 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

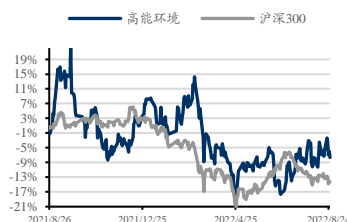
执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

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%	30%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.48	0.66	0.86	1.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.10	18.87	14.47	11.17

投资要点

- **事件:** 2022 年上半年公司实现营业收入 39.97 亿元, 同比增长 18.55%; 归母净利润 4.44 亿元, 同比增长 13.8%; 扣非归母净利润 4.15 亿元, 同比增长 8.86%; 加权平均 ROE 同比降低 0.11pct, 至 7.77%。
- **高基数与疫情影响下的稳健增长。** 2022 年上半年公司实现归母净利润/扣非归母净利润 4.44/4.15 亿元, 同增 13.8%/8.9%。2022 年第二季度实现归母净利润/扣非归母净利润 2.74/2.46 亿元, 单二季度环比增长 60.9%/44.7%, 同比变动 1.0%/-5.5%。2021 年单二季度归母净利润属于季度高基数 (2021 年第二季度/全年实现归母净利润 2.71/7.26 亿元), 公司在高基数背景下, 无惧疫情影响, 收入利润实现稳定增长。
- **资源化维持高增, 新项目&深度资源化产线投运成长加速。已运行项目中:** 高能鹏富实现净利润 6893 万元, 表现优异。靖远高能冶炼废渣综合利用技术提升及产业优化项目 (二期) 项目全力建设, 深度资源化产线即将全面投运。高能中色加大原料采购提高产能, 降低成本, 2022 年上半年收入同增 60.28%; 贵州宏达稳定生产扭亏为盈。在建项目中: 重庆耀辉与金昌高能均已于 2022 年 6 月取得危废经营许可证; 江西鑫科建设计划如期推进, 预计年底前主体可投入运营; 鑫盛源与正弦波氧化亚镍和电池级硫酸镍项目现已经完成建设。
- **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。2022 年上半年运营收入/毛利占比达 59.0%/ 56.9%, 运营毛利占比较 2021 年上半年与 2021 年全年分别提升了 1.3pct 与 2.0pct。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。
- **现金流表现良好, 盈利质量提升。** 2022 年上半年, 公司经营活动现金流净额 5.97 亿元, 同增 505.44%。经营性净现金流表现良好; 投资活动现金流净额-8.68 亿元, 同减 7.47%, 主要是垃圾焚烧电厂投资支出减少。
- **盈利预测与投资评级:** 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, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.66/0.86/1.11 元, 2022-2024 年 PE 18.9/14.5/11.2 倍 (估值日 2022/08/26), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能建设进度不及预期, 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)	12.42
一年最低/最高价	10.49/16.58
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	15,505.80
总市值(百万元)	18,954.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.61
资产负债率(% ,LF)	66.59
总股本(百万股)	1,526.14
流通 A 股(百万股)	1,248.45

相关研究

- 《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》
2022-07-22
- 《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

事件：2022年上半年公司实现营业收入39.97亿元，同比增长18.55%；归母净利润4.44亿元，同比增长13.8%；扣非归母净利润4.15亿元，同比增长8.86%；加权平均ROE同比降低0.11pct，至7.77%。

1. 高基数与疫情影响下的稳健增长，运营占比持续提升

高基数与疫情影响下的稳健增长。2022年上半年公司实现归母净利润/扣非归母净利润4.44/4.15亿元，同增13.8%/8.9%。2022年第二季度实现归母净利润/扣非归母净利润2.74/2.46亿元，单二季度环比增长60.9%/44.7%，同比变动1.0%/-5.5%。2021年单二季度归母净利润属于季度高基数(2021年第二季度/全年实现归母净利润2.71/7.26亿元)，公司在高基数背景下，无惧疫情影响，收入利润实现稳定增长。

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。2022年上半年运营业务收入占比达59.0%，运营业务毛利占比达56.9%，运营毛利占比较2021年上半年与2021年全年分别提升了1.3pct与2.0pct。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：2022年上半年实现营业收入16.70亿元，同比增长51.80%；毛利率14.22%，同比降低4.62pct。2022年上半年受处置所需辅料燃料价格上涨及处置高价值物料较多，二季度金属价格波动较大等综合因素导致毛利率有所下行。剔除金属价格波动影响，我们预计盈利能力维持稳定。**已运行项目中：**高能鹏富实现净利润6893万元，表现优异。**靖远高能**冶炼废渣综合利用技术提升及产业优化项目（二期）项目全力建设，深度资源化产线即将全面投运。**高能中色**加大原料采购提高产能，降低成本，2022年上半年收入同增60.28%；**贵州宏达**稳定生产扭亏为盈。**在建项目中：**重庆耀辉与金昌高能均已于2022年6月取得危废经营许可证；江西鑫科：建设计划如期推进，预计年底前主体可投入运营；鑫盛源与正弦波：氧化亚镍和电池级硫酸镍项目在2022年上半年受疫情影响有所延迟，现已经完成建设。**在建项目下半年逐步投运，发展加速。**

2) 固废危废无害化处置：2022年上半年实现营业收入1.76亿元，同比增长13.43%；毛利率32.62%，同比降低12.98个百分点。危废无害化市场竞争异常激烈，宁波大地、乐山危废等项目处置毛利率水平下降。此外，乐山项目受疫情影响，有效生产时间不足，影响毛利率水平。

3) 生活垃圾处理：2022年上半年实现营业收入5.12亿元，同比增长9.25%，毛利率39.96%，同比降低1.09个百分点。报告期内，二季度受疫情影响，垃圾量减少，而与2021年同期相比燃料成本增加，同时报告期新增了内江和台州项目，因此总体收入

保持增长，毛利率略有下降。

固废处理工程业务

1) **生活垃圾处理工程**：2022 年上半年实现营业收入 6.12 亿元，同比下降 9.31%；毛利率 26.18%，同比增加 6.48 个百分点。生活垃圾处理工程与 2021 年同期相比项目量减少，同时受疫情影响有效开工时间不足导致收入有所下降。

2) **固废危废处理工程**：2022 年上半年实现营业收入 3.73 亿元，同比下降 0.71%；毛利率 21.11%，同比增加 6.89 个百分点。报告期内固废危废处理工程与上年同期相比较为稳定。

➤ 环境修复业务

1) **环境修复业务**：2022 年上半年实现营业收入 4.55 亿元，同比增长 17.21%，毛利率 30.67%，同比降低 4.36 个百分点。报告期环境修复工程毛利率维持较好水平，收入增长主要因为部分新签订单开工，实施项目增加。

期间费用率略增 0.16pct，研发费用率同增 31.78%。2022 年上半年公司期间费用同比增长 20.08%至 4.92 亿元，期间费用率上升 0.16pct 至 12.32%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 4.69%、增加 14.18%、增加 31.78%、增加 25.72%至 0.47 亿元、1.81 亿元、1.02 亿元、1.62 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.16pct、上升 0.08pct、上升 0.26pct、上升 0.23pct 至 1.18%、7.08%、2.55%、4.06%。

2. 资产负债率稳定，净资产收益率 7.77%表现良好

资产负债率稳定。2022 年上半年公司资产负债率为 66.59%，同比上升 0.43pct，较年初上升 2.43pct。2022 年上半年公司应收账款同比增长 34.96%至 13.95 亿元，应收账款周转天数同比增加 11.73 天至 62.51 天；存货同比减少 13.55%至 14.77 亿元，存货周转天数同比减少 23.69 天至 79.88 天；应付账款同比增长 14.3%至 26.02 亿元，应付账款周转天数同比减少 28.3 天至 139.66 天，使净营业周期同比增加 16.33 天至 2.73 天。

净资产收益率 7.77%，维持良好。2022 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.11pct 至 7.77%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2022 年上半年公司销售净利率为 12.1%，同比下降 0.54pct，总资产周转率为 0.21（次），同比上升 0.01（次），权益乘数从 2021 年上半年的 3.28 下降至 2022 年上半年的 3.27。

3. 现金流表现良好，盈利质量提升。

经营性净现金流同增 505%表现良好，投资性净现金流下降。2022 年上半年，公司 1) 经营活动现金流净额 5.97 亿元，同比增加 505.44%。经营性净现金流表现良好，一方面由于上年同期购入原材料较多，且该部分原材料在上年同期尚未完全加工成产品售出导致经营活动产生的现金流量净额较小；另一方面，由于公司 2022 年一季度收回部分上年末销售款项及部分以前年度支付的大额保证金；此外公司新增投运的垃圾焚烧发电项目，增加了公司经营性现金流入；2) 投资活动现金流净额-8.68 亿元，同比下降 7.47%，主要是垃圾焚烧电厂投资支出减少；3) 筹资活动现金流净额 8.23 亿元，同比增加 212.34%。

4. 再生资源空间广阔，龙头整合赛道打造多品类再生利用平台

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 1：2021 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

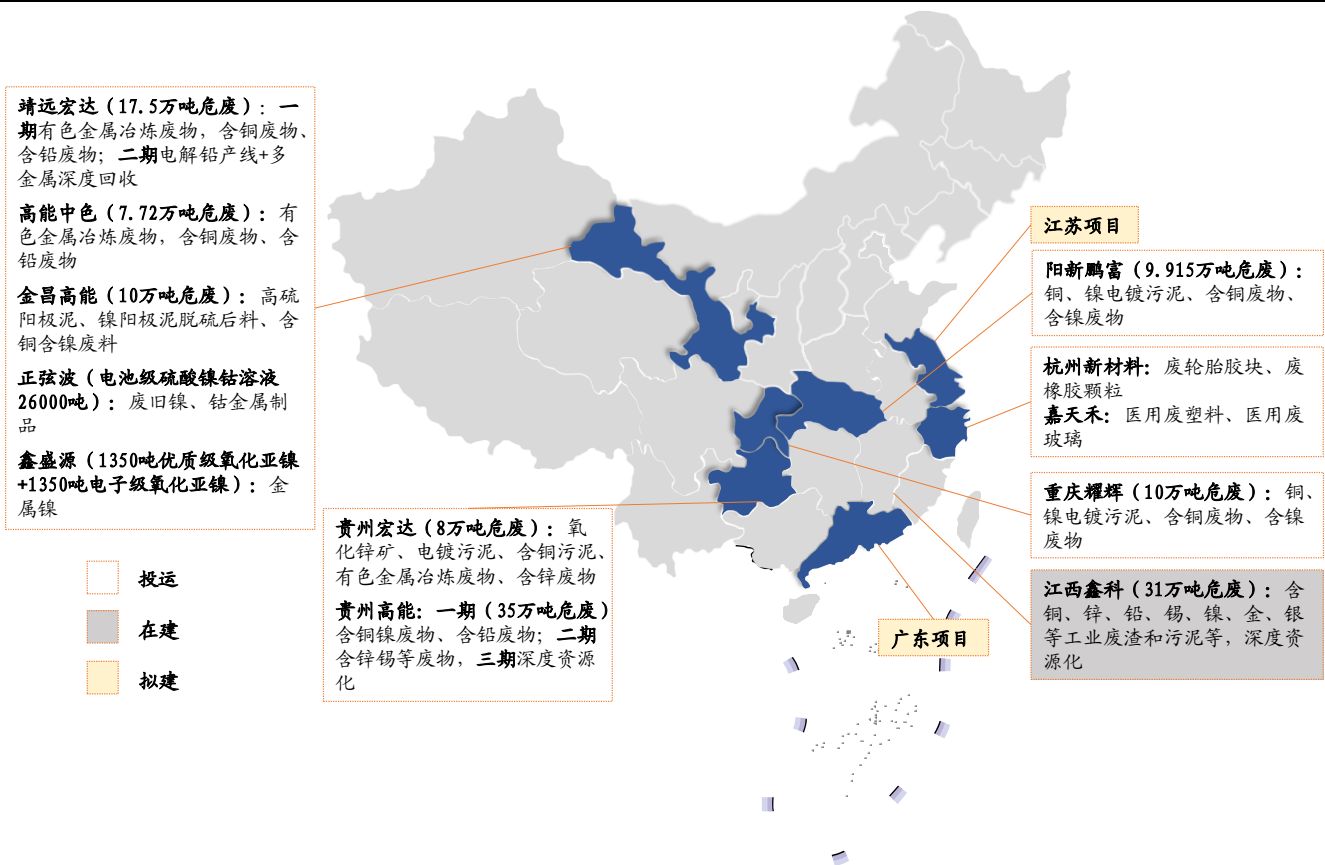
图 2：2021 年公司固危废无害化处置对环境的贡献



数据来源：公司 ESG 报告，东吴证券研究所

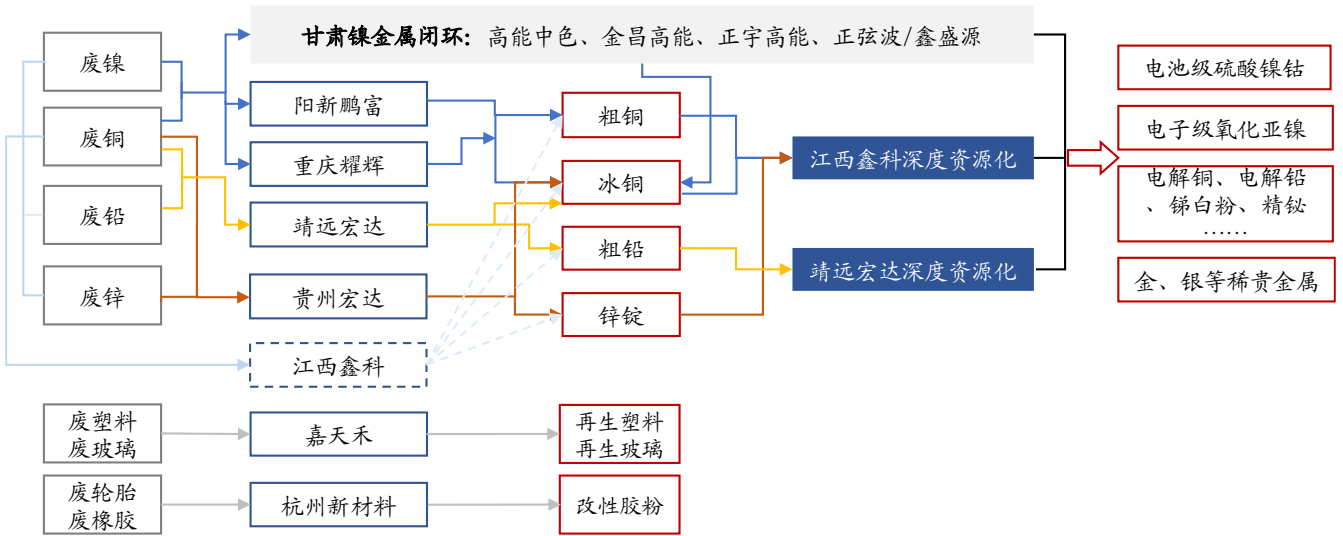
资源化产能连续翻番,延伸资源化深度+区域品类扩张。截至2021年12月31日,公司在手固危废资源化利用产能已突破100万吨/年。公司通过收购、投资设立大力推进资源化扩张。**1) 规模&区域扩张:**公司在建项目包括重庆项目(10万吨/年危废)、贵州项目一期(35万吨/年危废)、金昌项目(10万吨/年危废)、江西鑫科(31万吨/年危废)、浙江嘉天禾(3万吨/年医用废塑料+4万吨/年医用废玻璃),公司资源化规模再上台阶,实现重庆、贵州、江西、浙江、江苏多地拓展,地区发展潜力大。**2) 深度资源化+品类扩张:**江西鑫科新增10万吨/年电解铜及其他多金属深加工能力。布局深度资源化有望实现前后端协同,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1: 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, 项目环境影响评价报告, 东吴证券研究所

图2: 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

盈利预测: 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, 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.66/0.86/1.11 元, 2022-2024 年 PE 18.9/14.5/11.2 倍 (估值日 2022/08/26), 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	5,595	6,935	9,028	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	-1,258	-1,270	-1,246	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	43	61
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	426	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	295	331	339
长期股权投资	944	1,023	1,111	1,209	加:其他收益	54	52	67	67
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	1,297	1,663	2,137
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	16,729	20,203	22,947	利润总额	885	1,300	1,666	2,140
流动负债	6,928	4,599	6,461	7,151	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	1,471	2,598	2,145	净利润	831	1,163	1,511	1,955
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)	0.48	0.66	0.86	1.11
非流动负债	4,192	4,292	4,392	4,492	EBIT	1,094	1,478	1,854	2,323
长期借款	4,070	4,170	4,270	4,370	EBITDA	1,446	1,776	2,219	2,723
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	8,891	10,853	11,643	归母净利润增长率(%)	32.03	38.28	30.46	29.53
归属母公司股东权益	5,493	6,960	8,270	9,967					
少数股东权益	719	879	1,079	1,337					
所有者权益合计	6,213	7,838	9,349	11,304					
负债和股东权益	17,333	16,729	20,203	22,947					

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	1,422	1,606	每股净资产(元)	5.16	4.56	5.42	6.53
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)	1,526	1,526	1,526	1,526
筹资活动现金流	872	-2,038	952	-654	ROIC(%)	7.92	9.61	11.32	12.47
现金净增加额	-569	-2,114	-12	24	ROE-摊薄(%)	13.22	14.43	15.84	17.03
折旧和摊销	352	298	365	400	资产负债率(%)	64.16	53.15	53.72	50.74
资本开支	-1,959	-1,622	-2,391	-934	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.10	18.87	14.47	11.17
营运资本变动	-887	-155	-749	-1,110	P/B(现价)	2.41	2.72	2.29	1.90

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>

