

高能环境 (603588.SH)

管理赋能促成长，资源化龙头正启航

技术领先的固废处置企业，管理能力优异促成长。公司是国内最早从事固废污染防治技术研究应用的国家级高新技术企业之一，形成以固废危废处理为主、生活垃圾处理与环境修复协同发展的核心业务布局。依托于产能持续释放，2017-2021年，公司营收 CAGR 35.7%；归母净利润 CAGR 39.5%。公司背靠东方雨虹，有望依靠优秀的管理能力在危废资源化领域持续做大做强。

环保督察&碳中和提升资源化板块景气度。过去环保监察不力导致行业偷排漏排现象严重，行业规范化处置能力明显不足。2020年，我国企业报告的危废产生量为 7281.8 万吨，小于实际产生量，而专业持证机构实际收集和利用处置量仅为 4160.0 万吨。随着环保督察趋严，过去漏报的处置需求将加速显现。与此同时，供给端将进一步收缩，不符合环保标准的中小企业将淘汰出局，市场份额有望向技术资质齐全的头部企业集中。此外，危废资源化细分板块技术壁垒高、盈利空间大，“碳中和”催化下有望加速发展。

公司为资源化业务龙头之一，产业链与技术优势突出。2016年起，公司持续布局危废资源化业务，通过投资并购快速切入甘肃、贵州、重庆、浙江、江西等地市场，产业链已拓展至新能源及深加工领域，处于行业头部地位。2019-2021年，公司资源化板块业务营收从 7.1 亿元增长至 34.9 亿元，年复合增长率 122.5%。公司金属回收能力强、技术优势突出，截至 2021 年末，公司具备富集至少 9 种金属的能力。

土壤修复&生活垃圾焚烧发电齐头并进。公司是土壤修复领域领军企业之一，技术储备完备、品牌优势明显，2019-2021年新增订单金额年复合增速 24.5%。与此同时，公司生活垃圾处理业务在手产能充足，截至 2021 年末，公司有 12 个成熟运营的垃圾焚烧发电项目，合计产能达 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，支撑业绩稳定增长。

投资建议：维持“买入”评级。公司是固废处置领域领先企业，金属富集产业链与技术优势明显，且依靠良好的管理能力，业绩有望实现高速增长。我们预计 2022/2023/2024 年公司实现归母净利润 9.3/13.1/17.4 亿元，对应 PE 18.4/12.9/9.7x，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，原材料价格波动风险，订单获取不及预期

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,827	7,827	10,044	16,035	23,058
增长率 yoy (%)	34.5	14.6	28.3	59.6	43.8
归母净利润(百万元)	550	726	925	1,313	1,743
增长率 yoy (%)	33.5	32.0	27.4	41.9	32.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.48	0.61	0.86	1.14
净资产收益率(%)	11.9	13.4	15.0	17.6	19.1
P/E(倍)	30.9	23.4	18.4	12.9	9.7
P/B(倍)	3.6	3.1	2.7	2.2	1.8

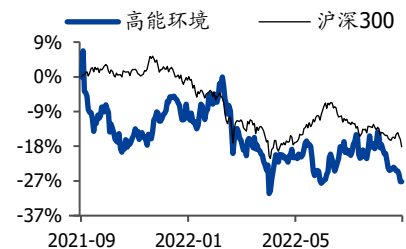
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 9 月 16 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
9月16日收盘价(元)	11.13
总市值(百万元)	16,985.95
总股本(百万股)	1,526.14
其中自由流通股(%)	81.80
30日日均成交量(百万股)	7.91

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

研究助理 沈佳纯

执业证书编号: S0680122070016

邮箱: shenjiachun@gszq.com

相关研究

- 《高能环境 (603588.SH): 业绩稳定增长, 资源化前景可期》2022-08-26
- 《高能环境 (603588.SH): 业绩稳中有进, 静待在手产能释放》2022-04-28
- 《高能环境 (603588.SH): 业绩持续高增, 危废资源化值得期待》2021-10-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5952	7618	8238	11945	14101
现金	1297	856	372	594	855
应收票据及应收账款	918	1385	1571	3147	3637
其他应收款	209	302	354	693	813
预付账款	264	232	405	612	851
存货	1197	1246	1938	3300	4348
其他流动资产	2067	3598	3598	3598	3598
非流动资产	9478	9715	11858	14884	17955
长期投资	870	944	1081	1222	1363
固定资产	972	1266	1845	3396	5177
无形资产	6181	6153	7107	8017	8762
其他非流动资产	1454	1352	1824	2249	2654
资产总计	15430	17333	20096	26829	32056
流动负债	5237	6928	8746	13838	17180
短期借款	1517	2791	4009	5663	7473
应付票据及应付账款	2562	2340	2804	5659	6697
其他流动负债	1158	1797	1934	2516	3010
非流动负债	4859	4192	4123	4322	4274
长期借款	4820	4070	4000	4199	4152
其他非流动负债	39	123	123	123	123
负债合计	10096	11121	12869	18160	21454
少数股东权益	604	719	880	1093	1371
股本	810	1064	1279	1279	1279
资本公积	1796	1633	1420	1420	1420
留存收益	2183	2852	3823	5187	6996
归属母公司股东权益	4730	5493	6347	7576	9231
负债和股东权益	15430	17333	20096	26829	32056

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1089	607	1023	1752	2059
净利润	637	831	1086	1526	2020
折旧摊销	217	352	414	555	738
财务费用	209	282	117	89	47
投资损失	-40	-101	-67	-71	-70
营运资金变动	-27	-887	-528	-347	-678
其他经营现金流	94	131	0	0	0
投资活动现金流	-2580	-2048	-2490	-3510	-3739
资本支出	2585	1984	1742	2929	2989
长期投资	-11	-3	-137	-142	-140
其他投资现金流	-5	-67	-885	-723	-890
筹资活动现金流	1994	872	-234	326	130
短期借款	331	1274	0	0	0
长期借款	1034	-750	-70	199	-48
普通股增加	136	254	215	0	0
资本公积增加	1088	-163	-213	0	0
其他筹资现金流	-596	256	-167	127	178
现金净增加额	500	-569	-1701	-1432	-1550

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6827	7827	10044	16035	23058
营业成本	5246	5919	7716	12694	18533
营业税金及附加	26	45	45	72	106
营业费用	93	98	155	223	321
管理费用	325	374	535	810	1148
研发费用	211	247	313	500	720
财务费用	209	282	117	89	47
资产减值损失	-44	-41	0	0	0
其他收益	47	54	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	40	101	67	71	70
资产处置收益	-1	29	0	0	0
营业利润	725	909	1230	1718	2252
营业外收入	1	4	2	2	2
营业外支出	7	28	11	13	15
利润总额	719	885	1222	1708	2240
所得税	82	54	136	182	220
净利润	637	831	1086	1526	2020
少数股东损益	87	104	161	213	277
归属母公司净利润	550	726	925	1313	1743
EBITDA	1307	1649	1957	2676	3492
EPS (元)	0.36	0.48	0.61	0.86	1.14

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	34.5	14.6	28.3	59.6	43.8
营业利润(%)	28.1	25.3	35.4	39.7	31.1
归属于母公司净利润(%)	33.5	32.0	27.4	41.9	32.7
获利能力					
毛利率(%)	23.2	24.4	23.2	20.8	19.6
净利率(%)	8.1	9.3	9.2	8.2	7.6
ROE(%)	11.9	13.4	15.0	17.6	19.1
ROIC(%)	8.5	9.1	8.9	10.1	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	65.4	64.2	64.0	67.7	66.9
净负债比率(%)	98.7	113.1	120.2	122.5	117.3
流动比率	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
应收账款周转率	9.6	6.8	6.8	6.8	6.8
应付账款周转率	2.3	2.4	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.48	0.61	0.86	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.40	0.67	1.15	1.35
每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.60	4.16	4.96	6.05
估值比率					
P/E	30.9	23.4	18.4	12.9	9.7
P/B	3.6	3.1	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.4	13.3	12.2	9.7	8.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 9 月 16 日收盘价

内容目录

1、持续聚焦固废危废资源化的固废处置企业	5
1.1 技术领先的固废处置企业	5
1.2 营收与利润持续高增，毛利率稳步提升	6
1.3 收入结构优化，运营收入占比持续提升	7
1.4 费用控制能力强，经营现金流稳健	9
1.5 背靠东方雨虹，员工利益深度绑定	10
2、危废处置行业持续高景气，资源化前景广阔	13
2.1 危废规范化处置缺口明显，行业持续高景气	13
2.2 危废资源化进入壁垒高，政策催化强劲需求	17
3、公司资源化业务布局完善、技术领先	18
3.1“内生+外延”相结合快速完善资源化业务布局	18
3.2 固废危废资源化技术实力强劲，提升竞争壁垒	20
4、土壤修复龙头地位稳固、垃圾焚烧在手项目充足	22
4.1 土壤修复行业市场规模超百亿	22
4.2 环境修复龙头在手订单充足，技术经验领先	23
4.3 垃圾焚烧板在手产能充沛，支撑业绩稳定增长	25
盈利预测	26
风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司业务板布局	6
图表 3: 2018-2022H1 公司营业收入及增速	6
图表 4: 2018-2022H1 公司归母净利润及增速	6
图表 5: 2017-2022H1 公司整体毛利率情况	7
图表 6: 公司收入结构（分经营模式）及占比	7
图表 7: 公司工程承包与投资运营模式毛利率（%）	7
图表 8: 公司经营模式概览	8
图表 9: 公司收入结构（分业务板块，亿元）	8
图表 10: 公司各板块业务营收占比（%）	9
图表 11: 公司各业务板块毛利率（%）	9
图表 12: 公司费用率情况	10
图表 13: 公司在手现金情况（亿元）	10
图表 14: 公司现金流情况	10
图表 15: 公司股权结构	11
图表 16: 2012-2022 年东方雨虹营收与归母净利润及增速	11
图表 17: 2018 年股票激励计划方案	12
图表 18: 2020 年股票激励计划方案	12
图表 19: 公司高管团队增持情况	12
图表 20: 公司募投项目（亿元）	13
图表 21: 本次定增发行对象及配售结果	13
图表 22: 固废危废处理处置产业链与商业模式	14

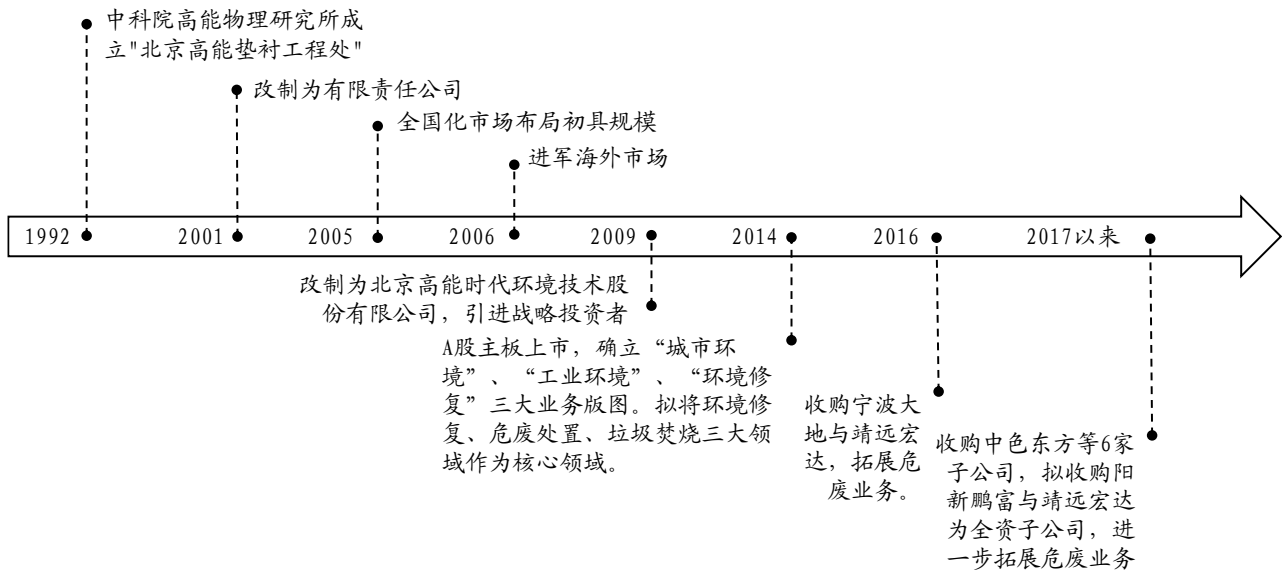
图表 23: 危废处理处置业务收入来源.....	14
图表 24: 2015-2020 年工业危废产生量及增速	15
图表 25: 2015-2020 年全国危险废物产量、核准规模与实际收集和利用处置量 (万吨)	15
图表 26: 危废处理处置市场规模及增速	16
图表 27: 全国危险废物许可证数量及增速	16
图表 28: 危废企业平均核准处理规模及增速.....	16
图表 29: 2021 年主要危废处置上市企业投运产能及市占率	16
图表 30: 2018-2021 年上市公司经营规模 CR5	16
图表 31: 危废处理处置行业进入壁垒.....	17
图表 32: 再生资源节能减排量.....	17
图表 33: 减污降碳与循环经济相关政策文件.....	18
图表 34: 2015-2019 年我国主要品种再生资源回收量及增速	18
图表 35: 2020 与 2025 年再生金属资源产量对比 (万吨)	18
图表 36: 2016 年以来公司资源化项目并购案例.....	19
图表 37: 2019-2021 年公司固废危废资源化利用板块营收及增速.....	20
图表 38: 2019-2022E 公司危废资源化投运项目核准经营规模 (万吨/年)	20
图表 39: 公司资源化项目分布情况 (截至 2022 年 9 月)	20
图表 40: 危废资源化主要企业及其富集金属种类对比	21
图表 41: 2019-2021 年公司资源化子公司靖远高能与高能鹏富净利润情况 (万元)	21
图表 42: 公司在甘肃金昌形成镍产业链闭环.....	22
图表 43: 2018-2022 年中央土壤污染防治资金预算 (亿元)	23
图表 44: 2017-2021 年公司环境修复板块营收、增速及毛利率	23
图表 45: 2017-2021 年公司环境修复板块订单金额及增速.....	23
图表 46: 2021 年公司环境修复重点项目	24
图表 47: 公司土壤修复核心技术体系.....	25
图表 48: 2019-2021 年公司垃圾焚烧发电板块营收及增速.....	25
图表 49: 2019-2021 年公司垃圾焚烧发电项目运营规模及上网电量	25
图表 50: 公司已运营垃圾焚烧发电项目 (截至 2021 年末)	26
图表 51: 公司营收及毛利率预测	27

1、持续聚焦固废危废资源化的固废处置企业

1.1 技术领先的固废处置企业

公司为技术领先的固废处置企业。公司成立于1992年，前身是中科院高能物理所垫衬工程处，是国内最早从事固废污染防治技术研究应用的国家级高新技术企业之一，后改制为股份公司，并于2014年在A股主板上市，目前，公司总资产超过180亿。

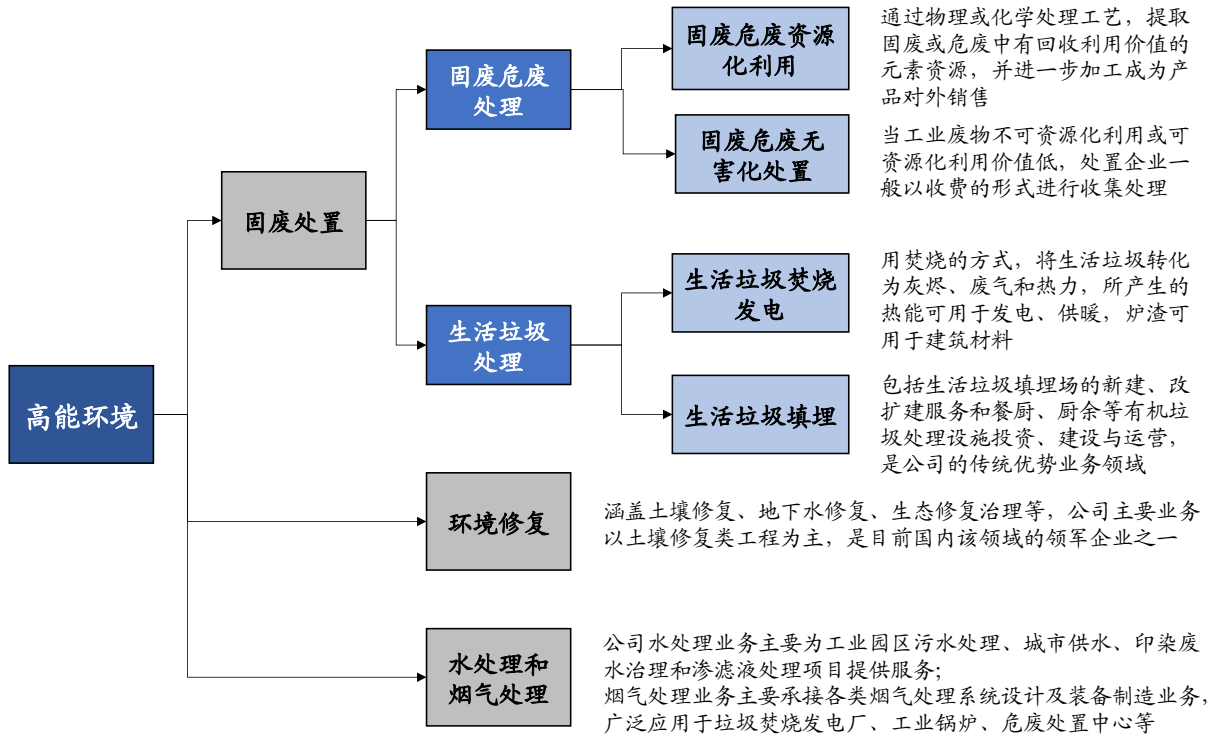
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

环境修复与固废处置协同发展，固废危废资源化利用为重点方向。公司主业涵盖环境修复与固废处置两大领域，形成了固废危废处理、生活垃圾处理、环境修复三大核心业务板块，兼顾水处理、烟气处理、污泥处置等其他领域协同发展。近年来，公司顺应减污降碳的时代趋势，深化固废危废资源化利用为重点战略方向的业务布局。

图表 2: 公司业务板布局



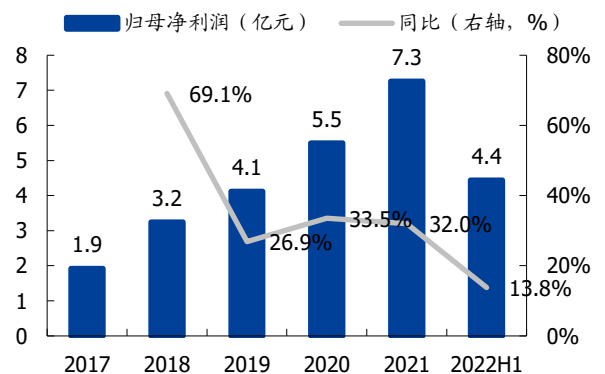
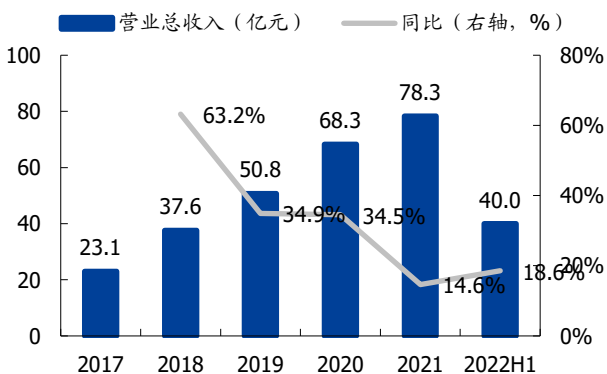
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 营收与利润持续高增, 毛利率稳步提升

公司营收与利润持续高增。2017-2021年, 受益于垃圾焚烧与危废处置产能的扩张, 公司营收由 23.1 亿元增长至 78.3 亿元, 年复合增长率达 35.7%; 归母净利润由 1.9 亿元增长至 7.3 亿元, 年复合增长率达 39.5%。2022 年上半年, 公司实现营收 40.0 亿元, 同比增长 18.6%; 实现归母净利润 4.4 亿元, 同比增长 13.8%。

图表 3: 2018-2022H1 公司营业收入及增速

图表 4: 2018-2022H1 公司归母净利润及增速

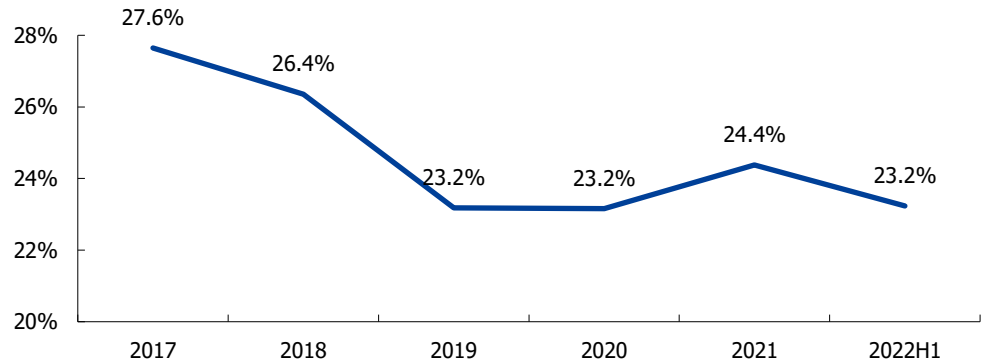


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司毛利率水平稳中有升。2019-2020 年公司毛利率水平较低, 主要由于部分垃圾焚烧项目前期投入较大, 以及部分订单毛利率较低导致, 2021 年, 随着垃圾焚烧项目的陆续投运, 公司整体毛利率有所上升。

图表 5: 2017-2022H1 公司整体毛利率情况

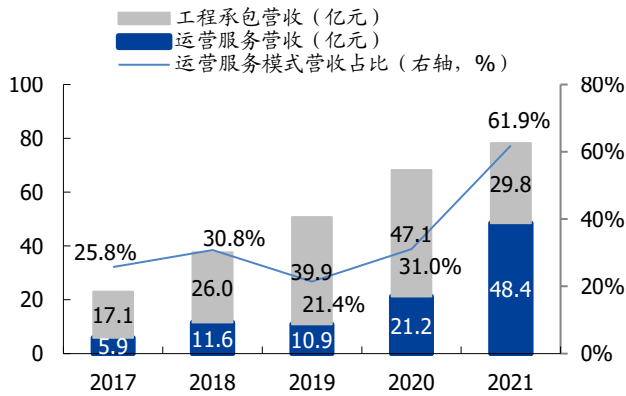


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 收入结构优化, 运营收入占比持续提升

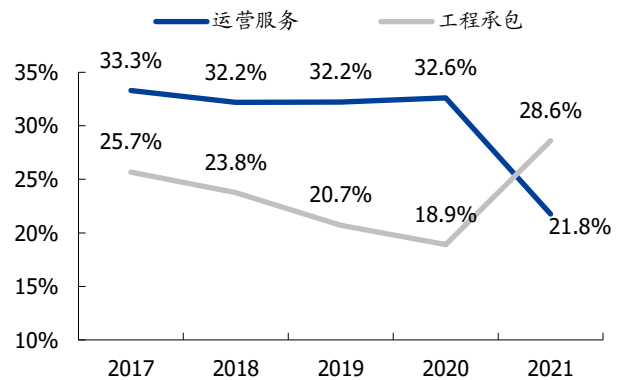
投资运营模式成为公司经营主流, 收入稳健性提升。公司经营模式主要分为工程承包与投资运营两类, 工程承包项目主要集中在环境修复、固废填埋场、水处理、烟气处理等业务领域, 2021 年收入 29.8 亿元, 同比下降 36.6%, 营收占比由 69.0% 下滑至 38.1%; 投资运营项目主要集中在危废处理处置、生活垃圾焚烧发电等业务领域, 2021 年收入 48.4 亿元, 同比增长 128.6%, 营收占比由 31.0% 上升至 61.9%, 主要系公司转型大力发展资源化业务。由于投资运营模式利润来源包括项目经营利润, 相比于工程承包模式, 盈利更具持续性与稳健性。

图表 6: 公司收入结构 (分经营模式) 及占比



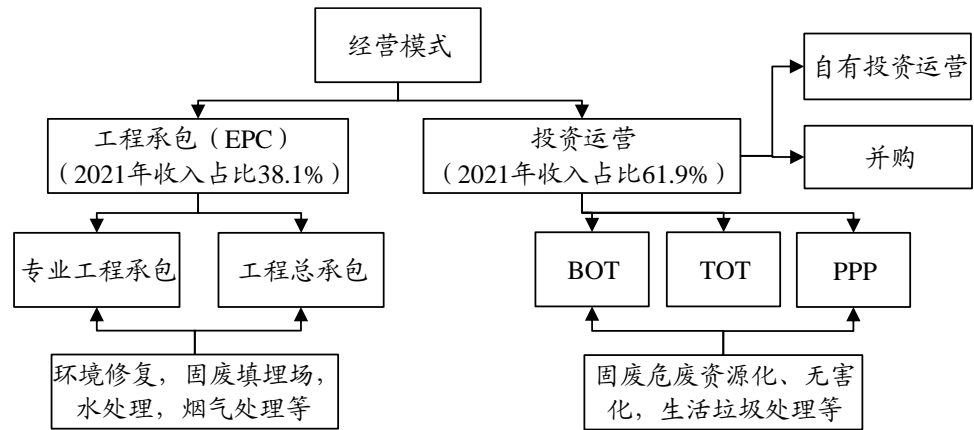
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司工程承包与投资运营模式毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 公司经营模式概览

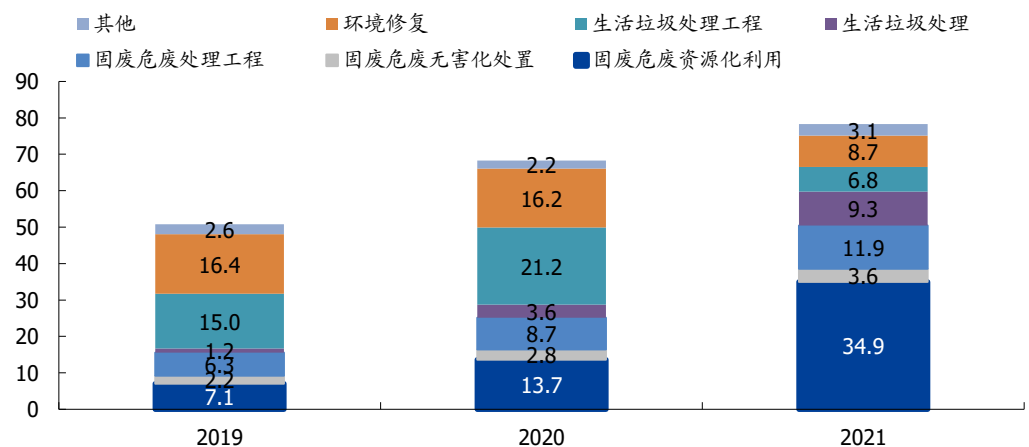


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

细分板块角度, 固废危废资源化利用业务营收占比大幅提升, 为公司战略重点方向。

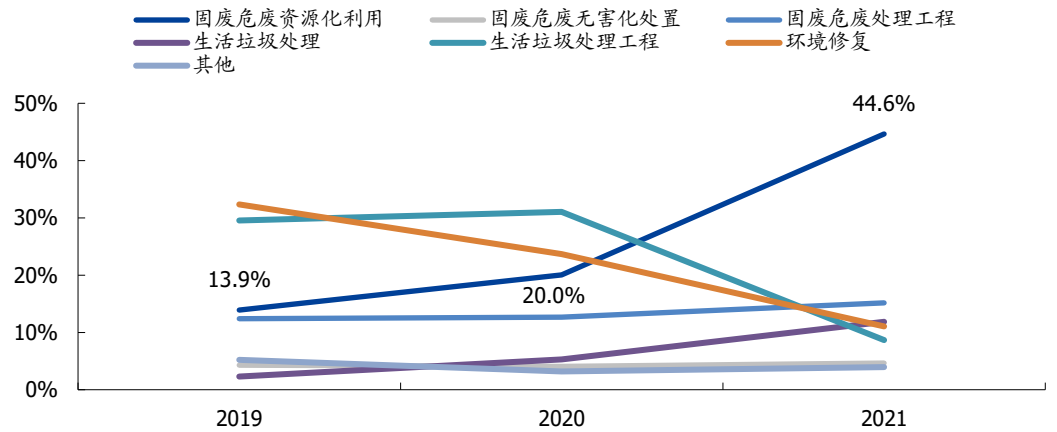
- 2021年, 固废处理运营业务整体实现高速增长。固废危废资源化利用板块营收 34.9 亿元, 同比增长 155.7%, 延续高增长趋势; 固废危废无害化处置板块营收 3.6 亿元, 同比增长 31.1%; 生活垃圾处理板块营收 9.3 亿元, 同比增长 156.8%, 主要是由于投入运营的生活垃圾焚烧发电项目增加。
- 固废处理工程业务收入分化。生活垃圾处理工程板块营收 6.8 亿元, 同比下降 68.0%, 主要因为处于建设期的生活垃圾焚烧发电项目基本已投入运营, 工程量减少; 固废危废处理工程营收 11.9 亿元, 同比增长 37.0%。
- 环境修复板块营收下降。2021 年营收 8.7 亿元, 同比下降 46.5%, 主要由于公司在近年市场激烈竞争中严格把控订单风险, 从利润率、业主履约支付能力等方面加强了订单审核力度, 主动放弃未能达到要求的订单。
- 整体而言, 固废危废资源化利用板块营收占比大幅攀升。由 2020 年的 20.0% 上升至 2021 年的 44.6%, 公司重点方向明确。

图表 9: 公司收入结构 (分业务板块, 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

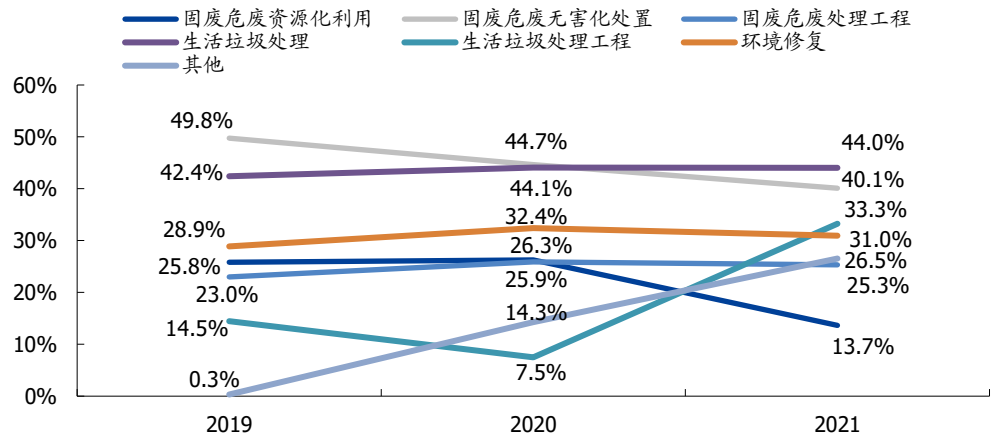
图表 10: 公司各板块业务营收占比 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

生活垃圾处理与固废危废无害化处理业务毛利率较高, 固废危废资源化业务毛利率有所降低。2021年, 生活垃圾处理、固废危废无害化处置、环境修复、固废危废处理工程板块的毛利率分别为 44.0%、40.1%、31.0%、25.3%。固废危废资源化利用板块毛利率为 13.7%, 同比减少 12.62pct, 主要系公司当期采购的固废危废资源化利用原材料总量较大、单价较高, 压缩了毛利空间。生活垃圾处理工程板块毛利率为 33.3%, 同比增加 25.76pct, 主要系上年度部分生活垃圾焚烧发电项目投资成本较高致使毛利率偏低。

图表 11: 公司各业务板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

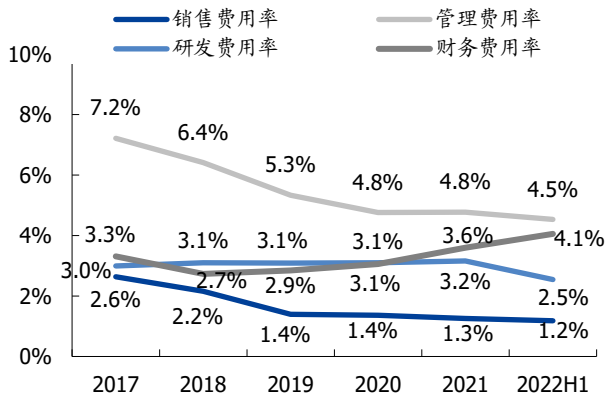
1.4 费用控制能力强, 经营现金流稳健

管理优异, 公司费用控制能力强。2017-2021年, 公司销售费用率与管理费用率整体呈下降趋势, 财务费用率有所增加, 主要是有息负债增加相应利息支出与生活垃圾焚烧电厂及资源化生产线建成投产利息资本化金额减少所致。此外, 公司研发费用率呈现稳步上升趋势, 体现出公司对于技术研发的重视。

公司经营现金流稳健。2019-2022H1, 公司经营现金流整体稳健, 2021年经营净现金流/净利润比例 73.1%, 与前期相比有所下降, 主要系公司加大对资源化板块的投入力度, 购入价值较高的固废危废原材料, 而加工形成的产品销售尚未回款。2022H1 经营净现金流/净利润比例上升至 123.5%, 主要是收回部分上年末销售回款以及以前年度支付的

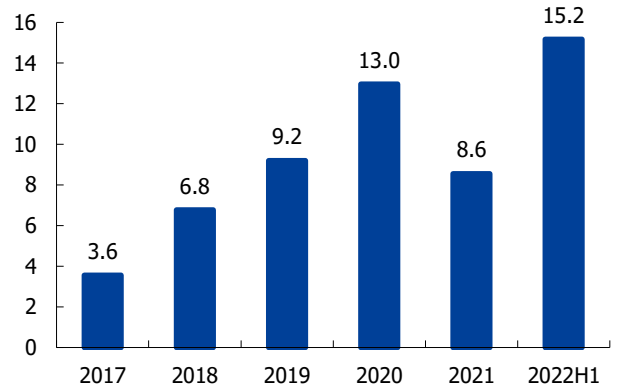
保证金所致。此外，公司运营项目增多带来收入增加持续保障稳定的现金流，总体收益质量上升。

图表 12: 公司费用率情况



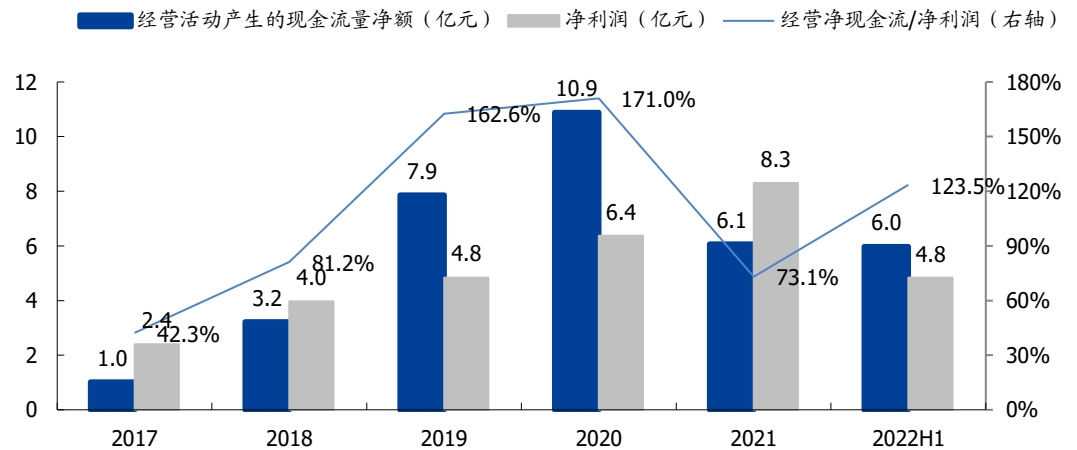
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司在手现金情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 公司现金流情况

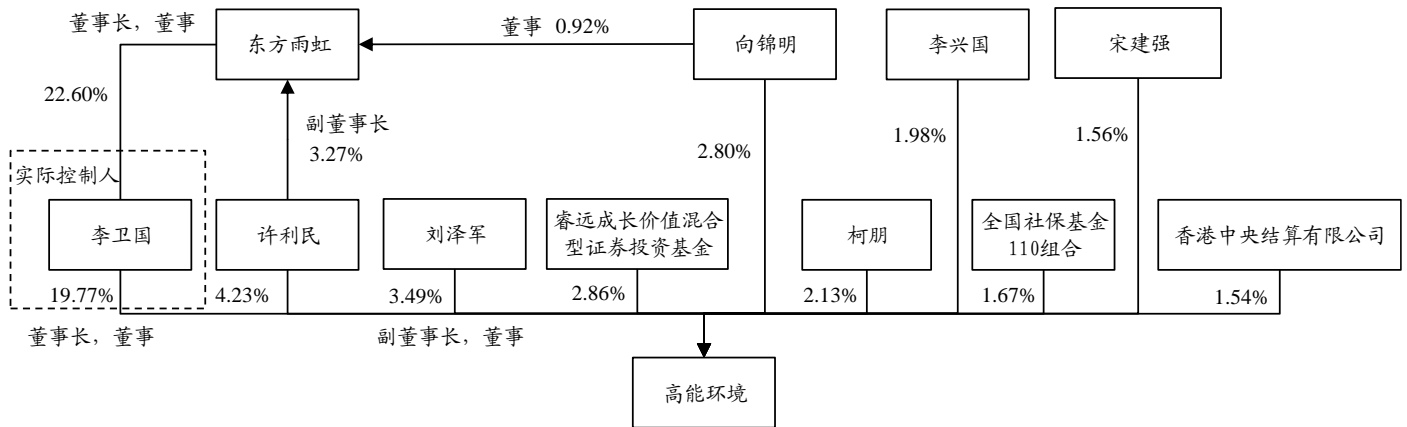


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.5 背靠东方雨虹, 员工利益深度绑定

公司背靠东方雨虹, 核心管理团队一致。截至 2022 年 7 月, 李卫国为公司控股股东及实际控制人, 控股比例 19.8%, 与此同时, 李卫国为防水建筑材料龙头企业东方雨虹实控人及董事长, 持股比例 22.6%。此外, 公司与东方雨虹还具有多位相同的核心高管人员, 管理经验丰富, 为公司发展提供强劲支撑。

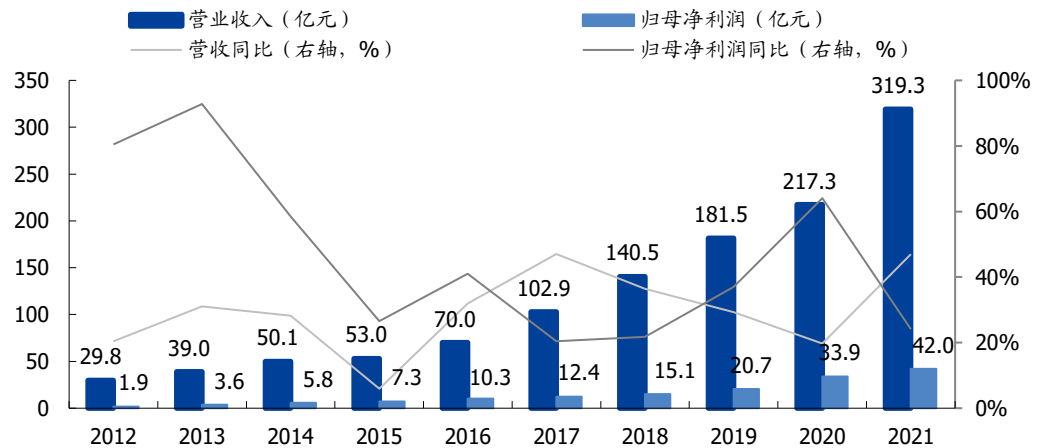
图表 15: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

卓越管理带领东方雨虹长期高歌猛进，公司有望再创辉煌。东方雨虹的防水建材业务与公司的危废处置业务均具有市场化程度高、区域性强、集中度低、产品非标等特征，对公司管理能力提出极高要求。以李卫国为核心的管理团队能力卓越，具备强大的业务管控与人才管理能力，在此基础上，东方雨虹业绩实现多年持续高增。2012-2021年，东方雨虹营收由 29.8 亿元上升至 319.3 亿元，年复合增长率高达 30.2%，归母净利润由 1.9 亿元上升至 42.0 亿元，年复合增速高达 41.2%。东方雨虹作为公司管理团队的成功实践，为公司未来业绩高增长提供了强有力的管理背书。

图表 16: 2012-2021 年东方雨虹营收与归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

股权激励频出，深度绑定管理层利益。2018 年与 2020 年，公司连续发布两期股权激励计划，业绩考核目标年份由 2018 覆盖至 2023 年，激励对象全面涵盖中高层管理人员至技术/业务骨干员工。其中，2018 年激励计划拟首次授予激励对象总人数 221 人，授予股票期权数量 2317.0 万份，预留激励对象 148 名，授予股票期权共计 557.5 万份；2020 年激励计划拟授予激励对象总人数 225 人，授予股票数量 615.0 万股，显示出公司推动业绩持续快速发展的坚定决心。

图表 17: 2018 年股票激励计划方案

行权期	业绩考核目标	行权比例
首次授予的股票期权第一个行权期	相比 2017 年, 2018 年归属于上市公司股东净利润增长率不低于 30%;	40%
首次授予的股票期权第二个行权期	相比 2017 年, 2019 年归属于上市公司股东净利润增长率不低于 60%;	30%
首次授予的股票期权第三个行权期	相比 2017 年, 2020 年归属于上市公司股东净利润增长率不低于 90%。	30%
预留授予的股票期权第一个行权期	相比 2017 年, 2019 年归属于上市公司股东净利润增长率不低于 60%;	50%
预留授予的股票期权第二个行权期	相比 2017 年, 2020 年归属于上市公司股东净利润增长率不低于 90%。	50%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 2020 年股票激励计划方案

解除限售安排	业绩考核目标	可解除限售数量占限制性股票数量比例
第一次解除限售	相比 2019 年, 2020 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 20%	25%
第二次解除限售	相比 2019 年, 2021 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 40%	25%
第三次解除限售	相比 2019 年, 2022 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 60%	25%
第四次解除限售	相比 2019 年, 2023 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 80%	25%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

高管团队持续增持, 彰显未来发展信心。2021.02-2022.07, 公司大股东及高管团队成员持续以自有资金或自筹资金增持公司股票, 增持价格的均值约为 12.2 元/股。彰显对公司业绩及发展的信心。

图表 19: 公司高管团队增持情况

日期	股东名称	职务	累计增持数量 (万股)	占总股本比例 (%)	增持均价 (元/股)	增持金额 (万元)
2021/2/1 -2022/1/13	李卫国	控股股东、董事长	1409.6	1.32%	12.3	17392.0
2022/6/30	凌锦明	董事、总经理	46.3	0.04%	11.5	532.9
2022/6/29	胡云忠	董事、副总裁	11.7	0.01%	5.9	68.8
2022/6/29	胡云忠	董事、副总裁	1.2	<0.01%	11.4	13.6
2022/6/30	吴秀蛟	财务总监	1.0	<0.01%	11.4	11.4
2022/7/12	陈望明	董事	10.0	0.01%	12.1	121.0
2022/7/25	刘泽军	副董事长	42.5	0.03%	12.2	518.3
2022/7/25	熊辉	副总裁	1.0	<0.01%	12.2	12.2
	合计		1523.2	1.43%	12.2	18561.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

定增落地, 在手项目加速推进。公司定增于 2022 年 8 月落地, 实际发行数量 2.46 亿股, 募集资金总额 27.6 亿元, 发行价格 11.2 元/股, 发行对象最终确定为 15 家, 其中李卫国获配 1071.4 万股, 获配金额 1.2 亿元。募资将用于: (1) 危废资源综合利用项目, 包括金昌危废资源综合利用项目 (4.2 亿元)、江西多金属资源回收综合利用项目 (7.4 亿元); (2) 生活垃圾焚烧发电项目, 包括伊宁市生活垃圾焚烧发电项目一期 (4.9 亿元)、

贺州市生活垃圾焚烧发电项目二期(2.9亿元);(3)补充流动资金(8.3亿元)。公司获得充足资金,为项目推进提供保障。

图表 20: 公司募投项目(亿元)

承诺投资项目	投资总额	募集资金拟投入金额	预计内部收益率	项目进度
危废资源综合利用项目	36.5	11.6		
金昌危废资源综合利用项目	10.1	4.2	17.80%	2021年已开工,建设期2年
江西多金属资源回收综合利用项目	26.4	7.4	18.84%	已开展少量建设工作,但尚未取得施工许可证,建设期1年
生活垃圾焚烧发电项目	8.6	7.7		
伊宁市生活垃圾焚烧发电项目(一期)	5.6	4.9	6.38%	2021年已开工,建设期2年
贺州市生活垃圾焚烧发电项目(二期)	3.0	2.9	9.51%	2022年已开工,建设期1年
补充流动资金	8.3	8.3		
合计	53.4	27.6		

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 21: 本次定增发行对象及配售结果

序号	发行对象名称	获配股数(股)	获配金额(元)	锁定期(月)
1	李卫国	10,714,285	119,999,992.00	18
2	南方基金管理股份有限公司	84,285,714	943,999,996.80	6
3	财通基金管理有限公司	25,803,571	288,999,995.20	6
4	诺德基金管理有限公司	21,250,000	238,000,000.00	6
5	UBSAG	15,625,000	175,000,000.00	6
6	华安基金管理有限公司	13,392,857	149,999,998.40	6
7	江阴毅达高新股权投资合伙企业(有限合伙)	11,607,142	129,999,990.40	6
8	睿远基金管理有限公司	9,821,428	109,999,993.60	6
9	大家资产管理有限公司(大家资产-工商银行-大家资产-蓝筹精选5号集合资产管理产品)	9,821,428	109,999,993.60	6
10	广发证券股份有限公司	8,928,571	99,999,995.20	6
11	招商基金管理有限公司	7,142,857	79,999,998.40	6
12	中泰证券(上海)资产管理有限公司	7,142,857	79,999,998.40	6
13	许哲人	7,142,857	79,999,998.40	6
14	刘谷珍	7,142,857	79,999,998.40	6
15	国泰基金管理有限公司	6,428,576	72,000,051.20	6
合计		246,250,000	2,758,000,000	-

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

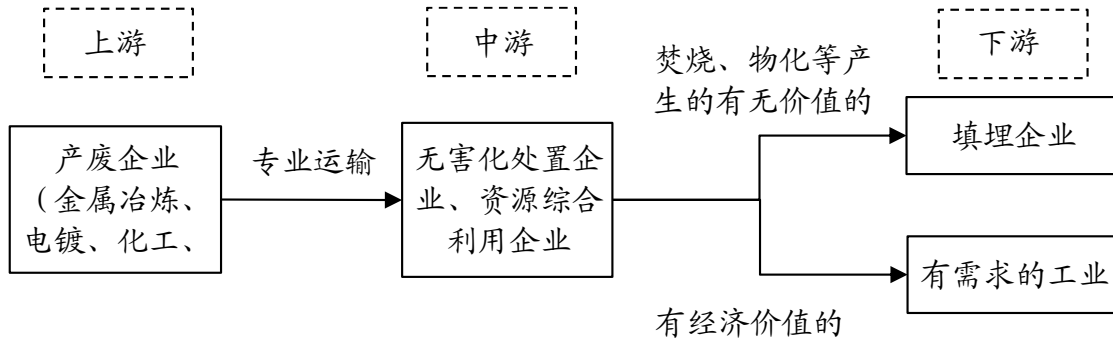
2、危废处置行业持续高景气,资源化前景广阔

2.1 危废规范化处置缺口明显,行业持续高景气

固废危废处理业务位于产业链中游,包括资源化利用和无害化处置两大类型。(1)固废危废资源化利用是指通过熔炼、萃取、电解、提纯等物理或化学的处理工艺,提取固废或危废中有回收利用价值的元素资源,并进一步加工成合金等资源化产品的过程。资源

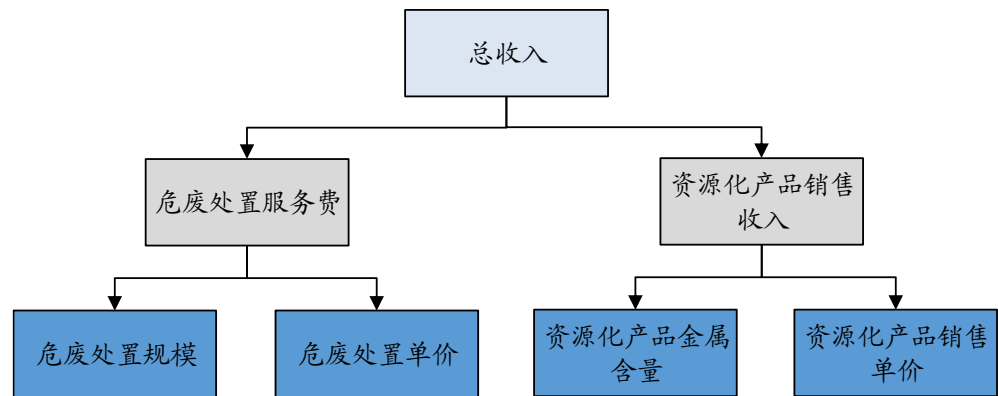
化利用由处置企业向上游产废企业付费购买危废，收入来源包括产废企业支付的处置服务费与资源化产品的销售收入；（2）固废危废无害化处置是指通过焚烧、填埋、物化等处理工艺，对废物进行无害化最终处置，收入来源主要为处置服务费。

图表 22: 固废危废处理处置产业链与商业模式



资料来源: 公司公告, 公开资料, 国盛证券研究所整理

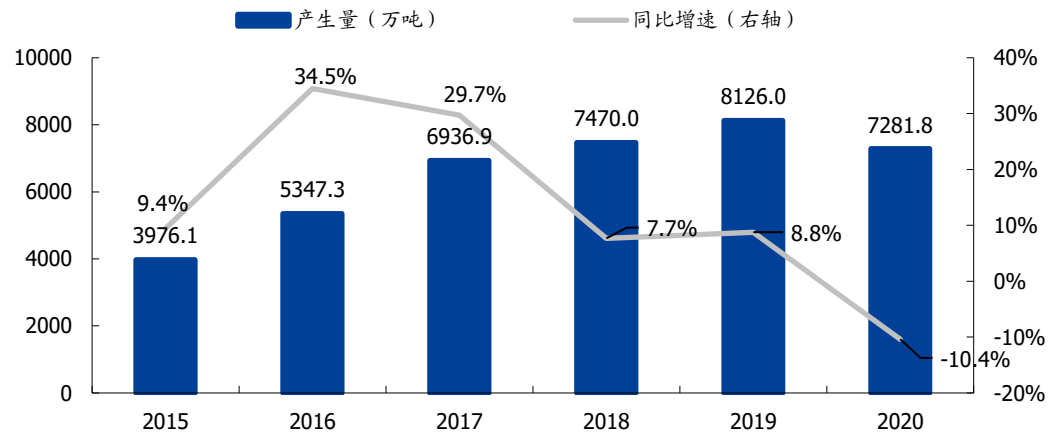
图表 23: 危废处理处置业务收入来源



资料来源: 公司公告, 公开资料, 国盛证券研究所整理

需求端现状: 危废处置需求持续增长。新版《国家危险废弃物名录》共定义了 46 大类别 479 种危险废弃物, 其中工业危废占比最大, 占到所有危险废弃物的 70%左右。随着我国经济的快速发展, 工业危废的产量也在持续稳定增加, 从 2015 年的 3976.1 万吨增加到 2019 年的 8126.0 万吨, 年均复合增长率 19.6%, 2020 年受疫情影响短期有所下降, 但由于历年未得到利用处置的危废累积, 年末危险废弃物贮存量达 11900.0 万吨。

图表 24: 2015-2020 年工业危废产生量及增速



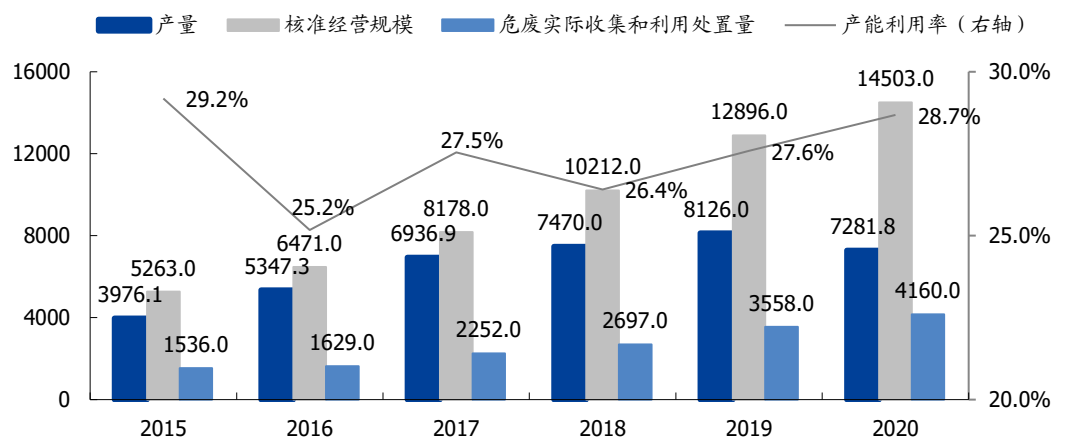
资料来源: 生态环境部, 中国环境统计年鉴, 国盛证券研究所 注: 2016 年, 生态环境部会同公安部联合开展打击涉危险危废环境违法犯罪行为专项行动, 对可能违法违规堆存、填埋地点进行全面排查, 危废产生量同比增长约 1/3。

需求端趋势: 环保督察趋严背景下企业漏报产量的处置需求将加速显现。 由于产废数据为企业自行申报, 过去环保督察不力使得行业偷排漏排现象严重, 可能存在产废企业为降低处置成本, 低报危废产生量的情况, 随着环保趋严, 漏报的处置需求将加速显现。

供给端现状: 危废规范化处置能力不足。

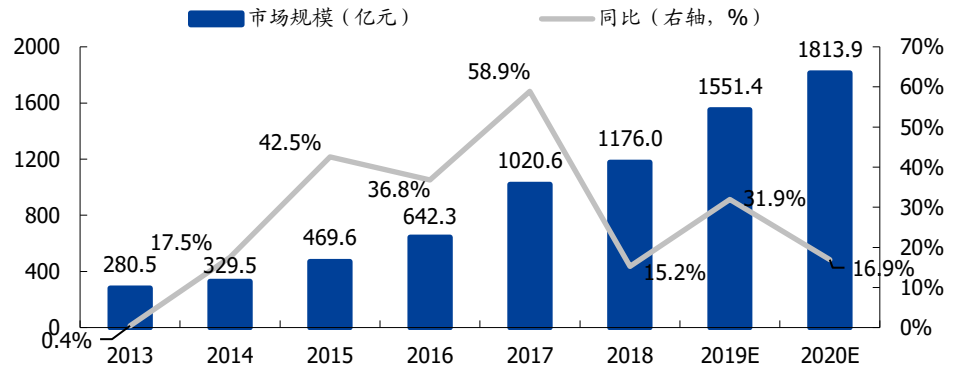
- **供需缺口明显:** 2020 年, 全国危废经营单位核准收集和利用处置能力达到 14503 万吨/年, 但实际收集和利用处置量仅为 4160 万吨, 占核准经营规模的 28.7%, 占当年危废产生量的 57.1%, 剩余危废产量由产废单位自行利用处理, 真实去向难以追踪, 形成灰色地带, 危废规范化处置供给不足。2020 年, 危废处理处置测算市场规模约为 1814 亿元, 有较大提升空间。
- **行业参与者众多、集中度极低:** 2019 年全国危废许可证数量达 4195 份, 同比增长 30.3%, 企业以民营企业为主, 大部分企业技术、资金、研发能力弱, 处理资质单一, 2019 年危废企业平均核准处理规模仅为 3.1 万吨/家/年。2018-2021 年, 基于危废经营规模口径, 已披露相关信息的上市公司 CR5 均低于 5%, 中国危废处置行业市场集中度极低。

图表 25: 2015-2020 年全国危险废物产量、核准规模与实际收集和利用处置量 (万吨)



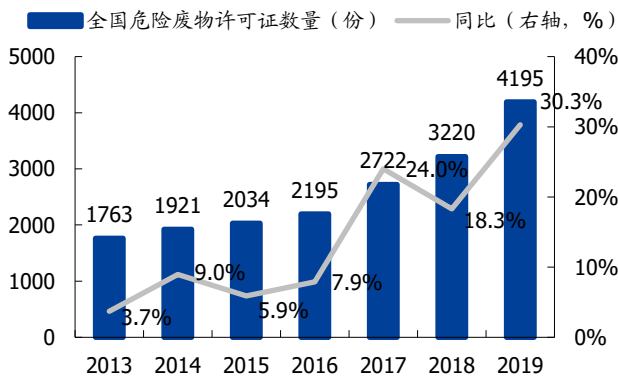
资料来源: 生态环境部, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 26: 危废处理处置市场规模及增速



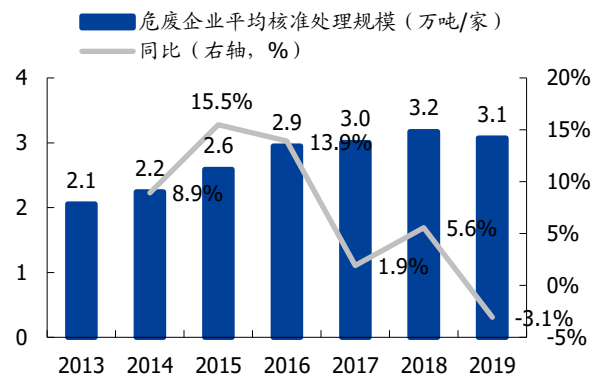
资料来源: 根据公开资料测算, 国盛证券研究所

图表 27: 全国危险废物许可证数量及增速



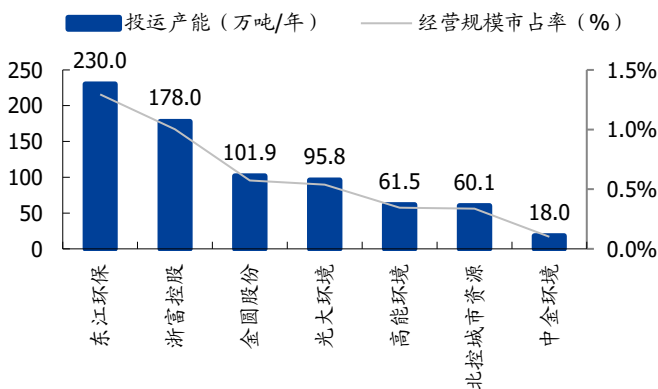
资料来源: 《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 国盛证券研究所

图表 28: 危废企业平均核准处理规模及增速



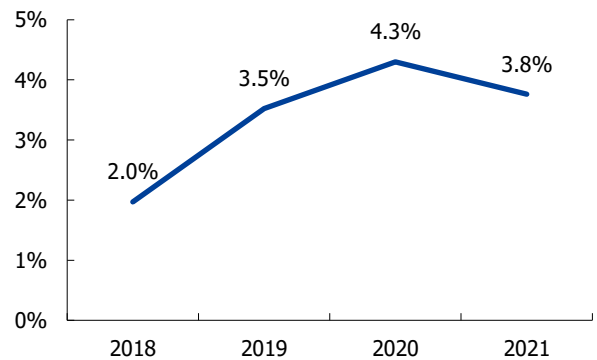
资料来源: 《2020年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 国盛证券研究所

图表 29: 2021年主要危废处置上市企业投运产能及市占率



资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 国盛证券研究所 注: 经营规模市占率=公司投运产能/全国危废核准经营规模

图表 30: 2018-2021年上市公司经营规模 CR5



资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 国盛证券研究所

供给端趋势: 随着环保趋严, 行业供给将进一步收缩, 头部企业有望收益。

- **环保政策与督察趋严:** 《刑法修正案(十一)》自2021年3月1日起施行, 第三百三十八条规定, 违反国家规定, 排放、倾倒或者处置有放射性的废物、含传染病病原体的废物、有毒物质或者其他有害物质, 严重污染环境的, 处三年以下有期徒刑或者拘役, 并处或者单处罚金; 情节严重的, 处三年以上七年以下有期徒刑, 并处

罚金；在饮用水水源保护区等地区排放危险废物处七年以上有期徒刑，并处罚金。2021年11月，生态环境部发布《危险废物转移管理办法》，要求危废转移和处置遵循就近原则，增强行业区域性特征。随着环保要求趋严、危废利用处置核准经营规模快速提升、水泥窑协同处置等新技术兴起，市场竞争进一步加剧。

- **供给收缩，行业向头部集中：**随着环保督察趋严，不符合环保标准的中小企业将淘汰出局，供给将进一步收缩，市场份额有望向技术资质齐全头部企业集中。
- **供给短期难以有效释放：**此外，由于行业存在较高进入壁垒，对设备技术能力要求高，新项目投资建设时间长，供给在短期难以有效释放，行业将继续保持高度景气。

图表 31: 危废处理处置行业进入壁垒

壁垒类别	具体说明
资质壁垒	根据国家的相关规定，从事危废收集、贮存、处置经营活动的单位，须具有危废经营许可资质。具体分为危废收集、贮存、处置综合经营许可资质和危废收集经营许可资质。一般情况下新的危废项目从开始申请到落地投产最快需要耗时 2-3 年，一般则要 3-5 年，改扩建的项目也要 1 年以上的时间。 除经营方式外，危废经营许可资质还对危废处理种类和规模进行规范。
资金壁垒	危废处理项目通常投资规模较大，与土地价格、危废处置规模有关，填埋处置和焚烧处置的万吨投资大概在 6000-8000 万元，加上建设周期长，成本回收需要一定的时间
技术壁垒	危废一般具有腐蚀性、毒性等危险特性，如风险控制经验不足，会给环境造成严重的二次污染，对技术管理的要求较高
管理壁垒	目前我国危废处理行业还处在快速发展阶段，经验相对匮乏、人才短缺现象凸显。专业的技术能力和丰富的项目经验储备也形成了危废处置行业的管理壁垒，影响企业的盈利能力和竞争实力

资料来源：北极星环保网，国盛证券研究所

2.2 危废资源化进入壁垒高，政策催化强劲需求

相比于无害化处置，资源化业务技术与渠道壁垒更高、盈利弹性更大。资源化需要在无害化预处理的基础上进一步对铜、金、银、钨、锡、镍等有色金属进行提取再销售，金属提取的数量与纯度决定了业务利润空间。由于危废原材料中金属种类及品位高低直接影响回收利用效率，因此资源化业务对渠道也有更高要求。技术实力雄厚、渠道拓展能力强的企业具备绝对优势。

固废危废资源化业务符合“碳中和”长期发展趋势。固废危废资源化利用能够有效减少原生生产过程中矿山开采的能耗、排放量与环境污染，例如每吨再生铜可以有效减少 3.5 吨碳排放，此外还能够减少能耗、水耗与固废排放量，符合碳中和的长期趋势。

图表 32: 再生资源节能减排量

金属名称	能耗 (千克煤/吨)			水耗 (立方米/吨)			固废排放减少量 (吨)	SO2 排放减少量 (吨)	CO2 排放减少量 (吨)
	原生金属能耗	再生金属能耗	节能量	原生金属水耗	再生金属水耗	节能量			
铜	1,444	390	1,054	397	2	395	380	0.137	3.5
铝	3,916	150	3,766	22.7	0.5	22	20	-	-
锌	1,223	-	-	78	-	-	52	0.062	-
铅	844	185	659	235.5	0.5	235	128	0.03	-

资料来源：有色金属协会和再生金属分会，国盛证券研究所

减污降碳政策频出，推动下游需求持续释放。《“十四五”循环经济发展规划》提出，到 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到 60%，建筑垃圾综合利用率达到 60%，废纸、废钢利用量分别达到 6000 万吨和 3.20 亿吨，再生有色金属产量达到 2000 万吨，资源循环利用产业产值达到 5 万亿元。根据《中国再生

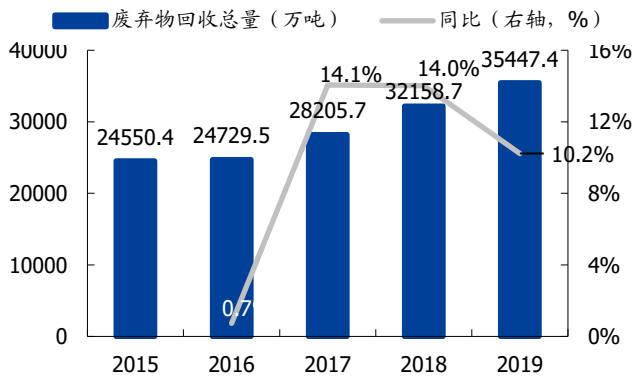
资源回收行业发展报告》，截至2019年底，包含废钢铁、废有色金属、废塑料等在内的十大废弃物品种的回收总量约3.54亿吨，同比增长10.20%，回收总额约9003.8亿元，同比增长3.70%。

图表 33: 减污降碳与循环经济相关政策文件

时间	文件名	发布机构	主要内容
2022.08	《关于开展2022年工业节能监管工作的通知》	工业和信息化部	深入开展国家专项工业节能监察，聚焦钢铁、石化化工、建材、有色金属冶炼等重点行业领域。抓好重点企业、重点用能设备的节能监管，发挥强制性节能标准约束作用，提高能源利用效率。
2022.06	《减污降碳协同增效实施方案》	生态环境部等七部门	到2025年，减污降碳协同推进的工作格局基本形成；重点区域、重点领域结构优化调整和绿色低碳发展取得明显成效；形成一批可复制、可推广的典型经验；减污降碳协同度有效提升。到2030年，减污降碳协同能力显著提升，助力实现碳达峰目标；大气污染防治重点区域碳达峰与空气质量改善协同推进取得显著成效；水、土壤、固体废物等污染防治领域协同治理水平显著提高。
2021.07	《“十四五”循环经济发展规划》	国家发展改革委	到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到60%，建筑垃圾综合利用率达到60%，废纸、废钢利用量分别达到6,000万吨和3.20亿吨，再生有色金属产量达到2,000万吨，资源循环利用产业产值达到5万亿元
2021.05	《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》	国务院办公厅	到2022年底，危险废物监管体制机制进一步完善，建立安全监管与环境监管联动机制；危险废物非法转移倾倒案件高发态势得到有效遏制。

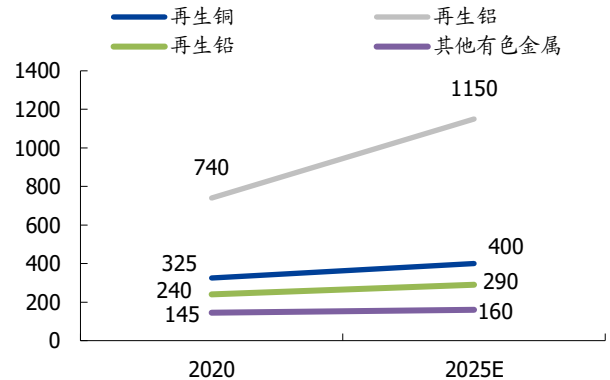
资料来源：政府管网，国盛证券研究所

图表 34: 2015-2019 年我国主要品种再生资源回收量及增速



资料来源：《中国再生资源回收行业发展报告》(2016-2020)，国盛证券研究所

图表 35: 2020 与 2025 年再生金属资源产量对比 (万吨)



资料来源：《“十四五”循环经济发展规划》，国盛证券研究所

3、公司资源化业务布局完善、技术领先

3.1 “内生+外延”相结合快速完善资源化业务布局

2016年以来，公司持续通过新建+并购相结合的方式快速布局资源化业务，2020年起进一步加大步伐，产品种类与产业链不断延申。

- 进军危废资源化案例: 公司分别于2016/2017年收购靖远宏达/阳新鹏富51%股权(后均成为全资子公司)，从事含铜、铅、镍等有色金属冶炼废渣综合利用和加工销售业务，正式进军危废资源化领域。
- 产品种类拓展案例: (1)公司于2020上半年完成对杭州新材料51%股权的并购，积极拓展废轮胎、废塑料等固废资源化回收利用领域；(2)2022年并购浙江嘉禾

51%股权，进一步扩展至医用废塑料及废玻璃的资源化利用领域，目前公司资源化利用已涉及金属、橡胶、塑料、玻璃等资源回收用品类。

- **产业链延伸案例：**（1）2021年，公司收购鑫盛源与正弦波公司各51%股权，将产品线延伸至氧化亚镍和电池级硫酸镍钴，产业链拓展至新能源材料领域；（2）2022年，公司收购江西鑫科环保80%股权，包含10万吨电解铜生产线及其他多金属深加工生产线，产业链将从原来前端固危废回收处理延伸至后端金属类产品的深度加工，有利于加强内部协同，提升整体盈利能力。

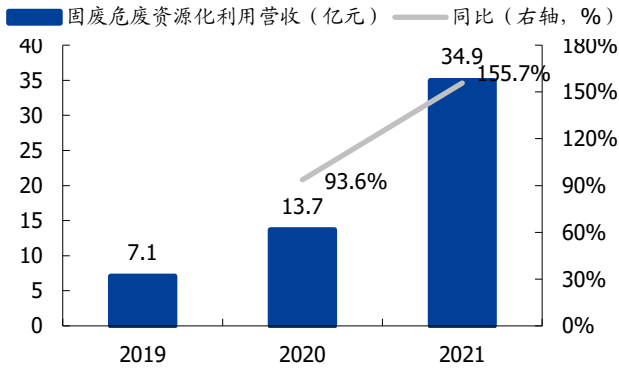
图表 36: 2016 年以来公司资源化项目并购案例

时间	事件	交易金额（万元）	完成后公司持股比例	备注
2022-04-28	收购江西鑫科环保 80% 股权	9316	80%	危险废物的多金属综合回收生产线，其中包含 10 万吨电解铜及其他多金属深加工生产线
2022-04-28	收购浙江嘉天禾 51% 股权	4000	51%	医用废塑料及废玻璃的资源化利用
2022-04-28	收购重庆耀辉 51% 股权	2346	51%	危险固体废物的多金属综合回收生产线
2021-12-22	收购鑫盛源公司 51% 股权；正弦波公司 51% 股权	5054	51%	氧化亚镍和电池级硫酸镍钴生产线，进一步拓展产业链至新能源材料领域
2020-07-25	收购阳新鹏富（高能鹏富）40% 股权；靖远宏达（靖远高能）49.02% 股权	46735	100%	靖远高能实施扩建电解铅、稀贵金属、物料烘干预处理等四条生产线
2020 上半年	杭州新材料 51% 股权		51%	拓展废轮胎、废塑料等固废资源化回收利用领域
2019-04-10	阳新鹏富（高能鹏富）9% 股权	3600	60%	含铜、镍电镀污泥、含铜废物、含镍废物、铜镍冶炼烟道灰回收利用
2019-01-31	宏达环保（贵州宏达）70.9% 股权	0	26.4%	含锌废物 HW23 和有色金属冶炼废物 HW48，核准经营规模为 8 万吨/年
2018-08-10	宏达环保（贵州宏达）70.9% 股权	30489	70.9%	含锌废物 HW23 和有色金属冶炼废物 HW48，核准经营规模为 8 万吨/年
2018-04-26	扬子化工（滕州高能）100% 股权	10000	100%	化工产品的收集、利用和处置，甲醇、乙醛、二甲醚、乙酸等销售
2017-09-07	中色东方（高能中色）51% 股权	8680	51%	金属材料、矿产品、化工产品加工及销售
2017-08-30	阳新鹏富（高能鹏富）51% 股权	16830	51%	含铜、镍电镀污泥、含铜废物、含镍废物、铜镍冶炼烟道灰回收利用
2016 年 7 月	靖远宏达（靖远高能）51% 股权	4780	51%	有色金属冶炼废渣综合利用和加工销售，危废经营许可证登载核准经营规模为 17.5 万吨/年
2016 上半年	新德环保 51% 股权	7000	51%	医药废物、有机溶剂废物、精（蒸）馏残渣、废卤化有机溶剂、废有机溶剂的收集、贮存、利用。2019 年再次将股权转让

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

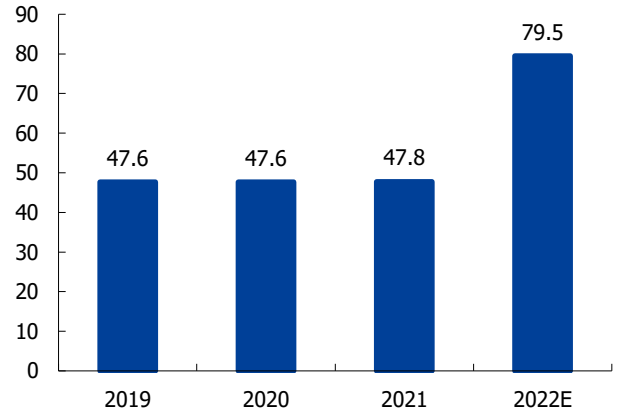
公司已形成较完善的资源化产业布局。2021 年公司资源化利用板块处置各类固废危废 38.40 万吨，生产冰铜、粗铜、粗铅、冰镍等金属资源化利用产品总量 8.0 万吨，同比增长 24.4%，生产橡胶改性资源化利用产品总生产量 19.3 万吨，同比增长 55.9%。此外，随着前期储备项目陆续投产，2022 年公司危废资源化投运项目核准经营规模预计将由 2021 年的 47.8 万吨/年大幅提升至 79.5 万吨/年。截至 2022 年 8 月，公司资源化项目已覆盖甘肃、湖北、四川、重庆、贵州、江西、山东、浙江等 8 个省市，此外还在江苏和广东拥有筹建项目。

图表 37: 2019-2021 年公司固废危废资源化利用板块营收及增速



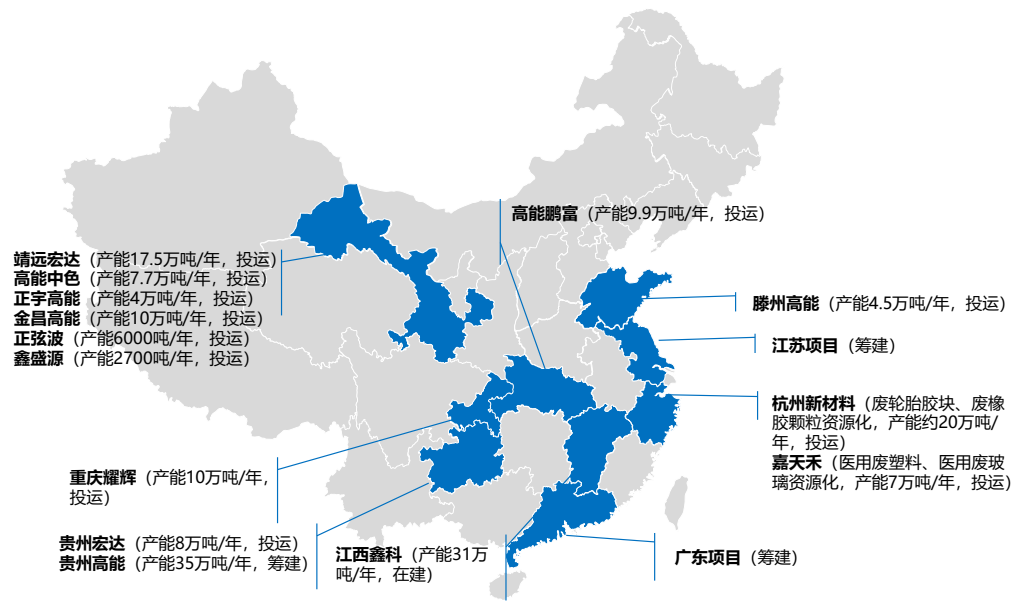
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 2019-2022E 公司危废资源化投运项目核准经营规模 (万吨/年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 公司资源化项目分布情况 (截至 2022 年 9 月)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 固废危废资源化技术实力强劲, 提升竞争壁垒

公司掌握领先的贵金属提取与加工工艺, 有效降低成本、提升产品附加值。

- **金属提取种类丰富:** 截至 2021 年末, 公司具备富集铜、铅、镍、金、银、铂、钯、铈、铋等至少 9 种金属的能力。
- **金属回收率不断提升:** 2020 年, 子公司高能鹏富的“重金属污泥高效预处理与资源化利用关键技术”使得还原熔炼能力提升 20%, 铜、镍等有价值金属回收率提高 5%。
- **技改促进产能不断提升:** 2021 年高能鹏富完成了熔炼系统、烘干系统、烟气超低系统改造, 完成后实现烘干预处理与深度烘干系统联动运行, 产能提升超过 30%。
- **产业链延伸至高附加值产品:** 传统资源化业务的产出为合金等中间品, 利润空间受限, 公司进一步延伸产业链至后端深加工领域, 形成高附加值终端产品。

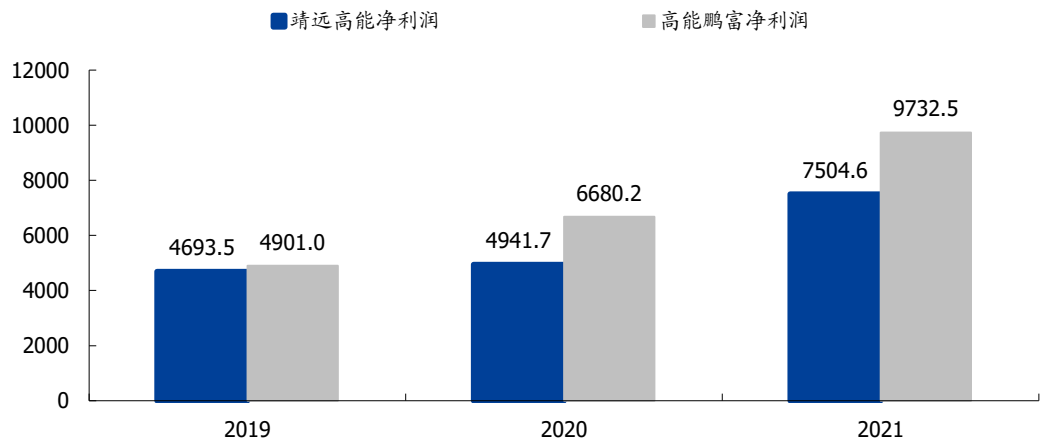
图表 40: 危废资源化主要企业及其富集金属种类对比

公司名称	富集金属种类数量	具体金属类别
浙富控股	>=11	铜、金、银、钨、镍、锡、锌、铅、铂、铋、铑
高能环境	>=9	铜、铅、镍、金、银、铂、钨、铋、铑
东江环保	>=8	主要为铜、锡, 21 年完成雄风环保项目收购, 拓展贵金属回收利用细分市场(银、铋、铅、金、钨、铑)
飞南资源(待上市)	>=5	铜、镍、金、银、钨
金圆股份	>=2	主要为铜, 江西新金叶公司目前已具备量产粗制硫酸镍和硫酸钴的能力
中金环境	>=2	铜、镍等

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

技术进步促进资源化板块盈利水平不断提升。受益于技术水平的不断进步及技改实施后产能利用水平的提升, 公司资源化子公司靖远高能与高能鹏富的盈利水平不断提高, 2019-2021 年, 靖远高能净利润由 4693.5 万元提升至 7504.6 万元, 年复合增长率达 26.4%, 高能鹏富净利润由 4901.0 万元提升至 9732.5 万元, 年复合增长率达 40.9%。

图表 41: 2019-2021 年公司资源化子公司靖远高能与高能鹏富净利润情况(万元)



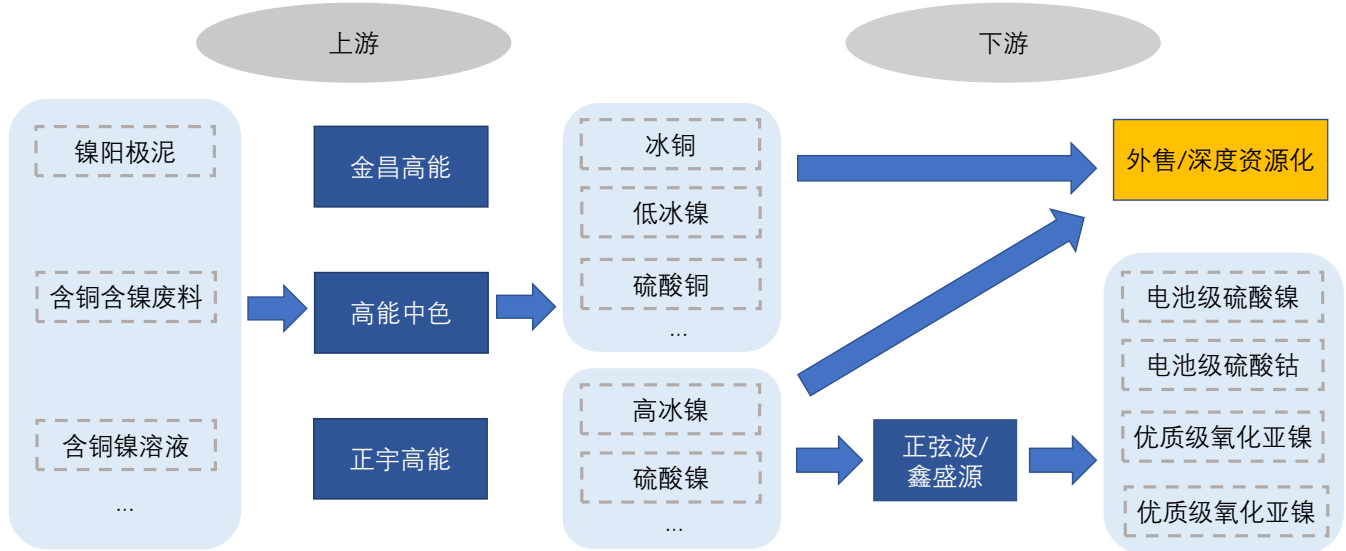
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产业链闭环增厚利润空间, 经验有望异地复制。

- **公司危废板块在甘肃金昌已形成产业链闭环, 吃尽各环节利润空间:**截至 2022 年 8 月, 公司在甘肃金昌共拥有 5 家可互为上下游的子公司, 投运产能合计约为 23 万吨/年, 占总运营产能的 28.4%。具体而言, 金昌高能、高能中色、正宇高能位于产业链上游, 承接当地含铜、含铅、含镍等工业废料的资源化处理, 产出冰铜、粗铜、粗铅、冰镍等中间产品。正弦波与鑫盛源位于产业链下游, 可承接另外三家公司生产的含镍中间品作为原材料, 再进行深度加工形成氧化亚镍和电池级硫酸镍钴等新能源材料产品, 上下游协同效益明显, 利润环节由粗加工延伸至整个下游深加工与终端产品, 增厚利润空间。
- **项目区位得天独厚, 原材料供应充足、下游需求旺盛:**(1) 我国西北地区的镍矿资源主要集中在甘肃和新疆, 其中甘肃省的镍矿资源储量占全国总储量的 70%以上。公司项目地处镍都金昌市金川区, 已与中国最大的镍钴和贵金属生产基地金川集团等供应商建立良好合作关系, 据金川集团官网数据, 金川集团具备镍 20 万吨、铜 100 万吨、钴 1.5 万吨、铂族金属 7000 千克的生产能力, 公司原材料供应充足。(2) 公司产品硫酸铜溶液、铜镍合金下游需求旺盛。硫酸铜溶液可用于电解铜冶炼, 而铜镍合金具有优异的耐蚀性, 广泛用于造船、石油、化工、建筑等行业, 不存在产能过剩风险。
- **依托于先进完备的资源化技术, 金昌经验有望异地复制:**产业链闭环异地复制的关

键在于覆盖资源化全产业链的技术和能力,目前,公司已具备多金属回收利用技术,此外,江西鑫科项目还包含 10 万吨电解铜生产线及其他多金属深加工生产线。江西鑫科项目所处江西省是我国主要铜产地之一,当地铜资源丰富,且阳新鹏富、重庆耀辉等子公司产品均可为项目提供原料,随着 2022 年底项目投入运营,金川产业链闭环经验有望实现异地复制。

图表 42: 公司在甘肃金昌形成镍产业链闭环



资料来源: 公司公告, 公开资料, 国盛证券研究所

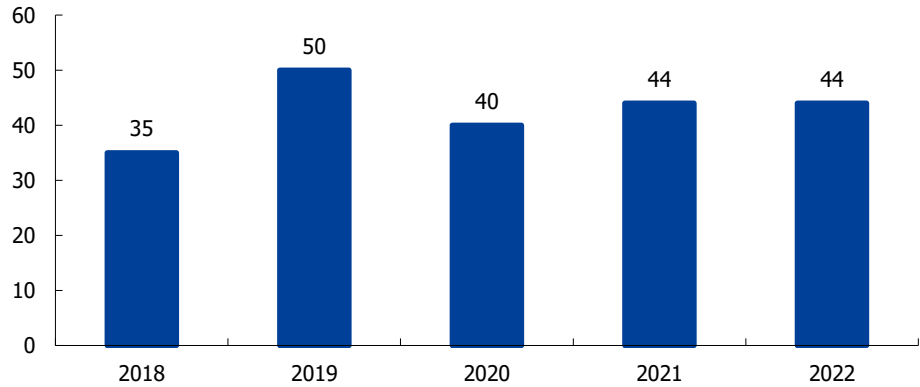
4、土壤修复龙头地位稳固、垃圾焚烧在手项目充足

4.1 土壤修复行业市场规模超百亿

相关法律法规与政策体系逐步完善,行业迎来新机遇。2016年5月28日,我国颁布《土壤污染防治行动计划》,即“土十条”,拉开了土壤污染治理的序幕,此后,《污染地块土壤环境管理办法》、《农用地土壤环境管理办法》、《工矿用地土壤环境管理办法》等土壤污染治理的相关政策陆续出台,2018年8月31日,《中华人民共和国土壤污染防治法》正式颁布,2019年1月1日正式实施,中国土壤污染防治、土壤修复行业迎来了一个新的发展阶段。

专项资金提供有力支撑,市场规模超百亿。出台配套法律法规的同时,国家对土壤污染治理行业提供稳定的资金支持,2022年中央土壤污染防治资金预算为44亿元,与2021年持平。根据生态环境部环境规划院数据,2021年全国公开招投标文件的土壤治理修复项目共计3626个,项目总金额约156.8亿元,其中修复工程项目503个,项目金额121.56亿元。

图表 43: 2018-2022 年中央土壤污染防治资金预算 (亿元)



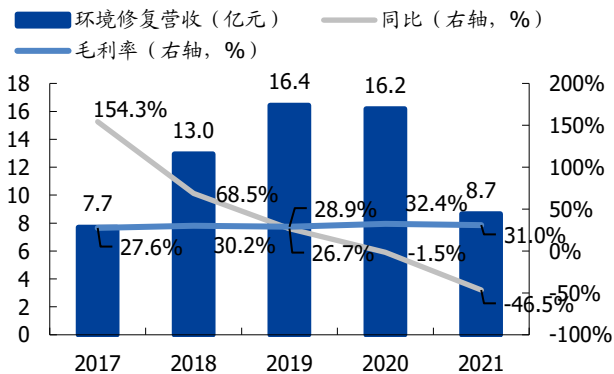
资料来源: 财政部自然资源和生态环境司, 国盛证券研究所

4.2 环境修复龙头在手订单充足, 技术经验领先

公司环境修复业务以土壤修复为重点, 同时涵盖地下水修复、填埋场修复治理等多个修复领域。土壤修复以场地修复、矿山修复、耕地农田修复为重点, 业务模式以 EPC 工程总承包为主, 业主方主要是政府与相关公共管理机构, 项目资金主要来自中央财政和地方财政。

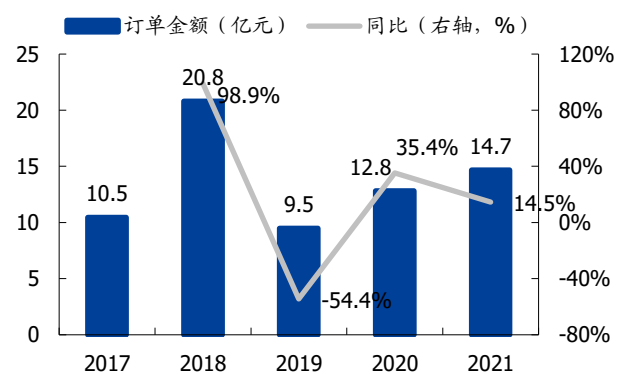
积极拓展高质量订单, 支撑业绩稳定增长。2021 年, 环境修复板块实现收入 8.65 亿元, 同比下降 46.52%。主要由于公司严格把控订单风险, 从项目利润率、业主履约支付能力等方面加强了对环境修复订单的审核力度, 主动放弃未能达到公司审核要求的订单。另一方面, 公司订单拓展力度不减, 2019-2021 年新增订单金额持续增长。2021 年, 公司环境修复板块新增订单金额 14.7 亿元, 同比增长 14.5%, 保障未来业绩持续高质量增长。

图表 44: 2017-2021 年公司环境修复板块营收、增速及毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 2017-2021 年公司环境修复板块订单金额及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 2021 年公司环境修复重点项目

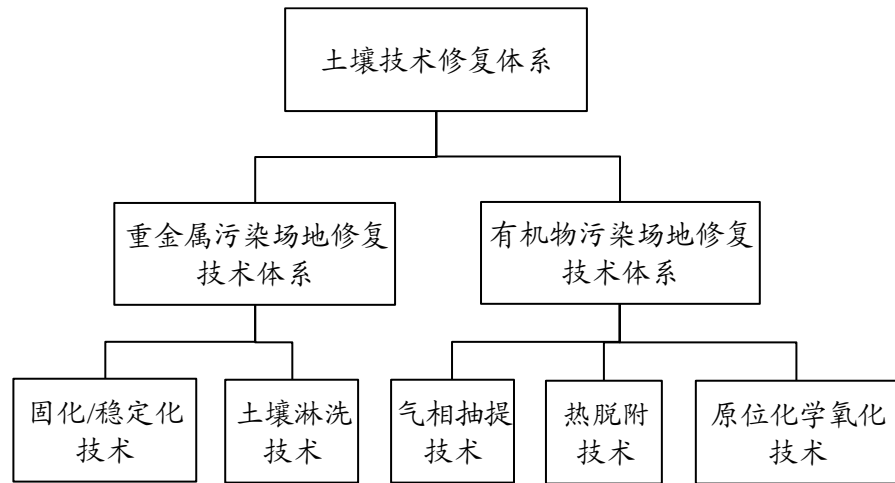
项目名称	中标金额 (万元)	项目周期
湖北襄阳垃圾处理场生态修复总承包项目	6382.2	540 天
重钢烧结厂原址场地污染土壤治理修复项目设计及施工 1 标段	20728.0	660 天
合肥市龙泉山生活垃圾填埋场生态修复项目第二标段	18486.0	540 天
天津农药厂地块污染土壤与地下水修复项目	7987.0	20 个月
龙岩市永定区全域废弃矿山生态修复项目 (一期)	16975.4	子项目一整体实施时间为 3 年,子项目二工期 6 个月

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司是土壤修复龙头企业, 技术领先。公司储备的修复技术基本涵盖所有大类的技术路径, 具备针对重金属污染、有机物污染等不同污染类型开展定制化修复的技术集成能力。公司研发的“重金属污染土壤/底泥的稳定化处理技术”入选了 2014 年度国家重点环境保护实用技术名录。“填埋场地下水污染系统防控与强化修复技术关键技术及应用”被评为国家技术进步二等奖。凭借领先的技术, 公司在该领域参编行业标准 7 项。公司还与美国 TRS 成立合资公司, 引进并优化原位热脱附技术, 大大提升了我国污染场地修复实施技术和管理水平。

多项目入选示范工程, 实操经验丰富。截至 2021 年末, 公司已完成百余项专业修复项目, 在有机物污染修复项目中, 苏州溶剂厂原址北区场地治理项目运用了原位热脱附技术及设备, 修复土方量全球领先, 有机物去除率达 99.99% 以上; 在重金属污染类修复项目中, 济南裕兴化工原厂区污染土壤修复项目运用了六价铬污染土壤修复处理的优化设计, 效果良好。2021 年, “苏州溶剂厂原址北区 28 万 m³有机污染土壤原位电流加热热脱附修复工程”、“南通印染厂原址污染土壤异位间接热脱附修复工程”等 2 个项目入选重点生态环境保护技术示范工程。

图表 47: 公司土壤修复核心技术体系



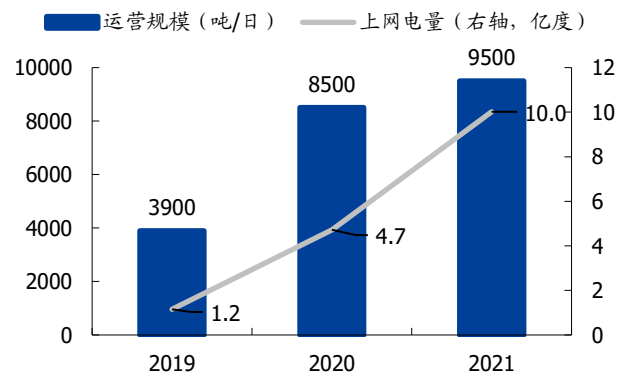
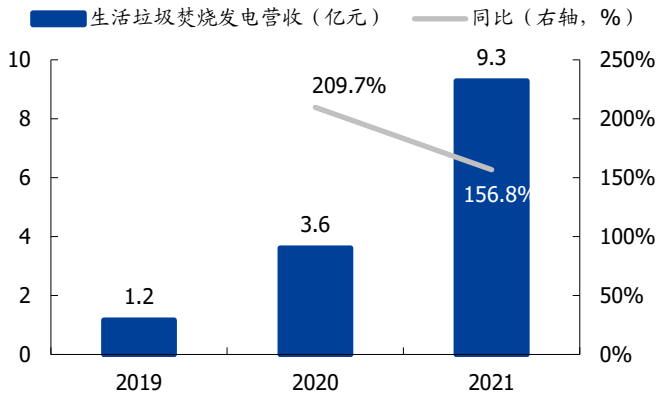
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3 垃圾焚烧板在手产能充沛, 支撑业绩稳定增长

公司垃圾焚烧发电业务在手产能充沛, 增长迅速。2019-2021年, 随着垃圾焚烧发电项目陆续投产, 公司垃圾焚烧发电板块业务营收由 1.2 亿元大幅提升至 9.3 亿元, 年复合增长率达 182.0%。公司在手产能充沛, 截至 2021 年末, 公司有 12 个成熟运营的垃圾焚烧发电项目, 合计产能达 9500 吨/日, 对应上网电量 10 亿度, 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, 支撑业绩持续增长。

图表 48: 2019-2021 年公司垃圾焚烧发电板块营收及增速

图表 49: 2019-2021 年公司垃圾焚烧发电项目运营规模及上网电量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 公司已运营垃圾焚烧发电项目 (截至 2021 年末)

序号	项目名称	处理能力 (吨/日)
1	江苏泗洪县生活垃圾焚烧发电厂	800
2	广西贺州市生活垃圾焚烧发电厂	500
3	新疆和田市生活垃圾焚烧发电厂	1,000
4	湖南岳阳市生活垃圾焚烧发电厂	1,200
5	河南濮阳市静脉产业园综合垃圾焚烧发电厂	1,000
6	湖北荆门市中心城区生活垃圾焚烧发电厂	700
7	天津市静海区新能源环保发电厂	1,000
8	江苏新沂市生活垃圾焚烧发电厂	800
9	山东临邑县生活垃圾焚烧发电厂	800
10	北京顺义区生活垃圾焚烧发电厂	700
11	四川资中县生活垃圾焚烧发电厂	600
12	浙江天台县生活垃圾综合处理厂	400
合计		9500

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司是垃圾填埋领域的龙头企业与先驱。除了垃圾焚烧发电, 公司还提供生活垃圾填埋场建设以及厨余等有机垃圾处理设施投资、建设与运营。其中, 生活垃圾填埋是公司的传统优势业务, 先后参与多项国家、行业标准制定, 始终保持龙头地位。

盈利预测

根据公司危废处置、环境修复与垃圾焚烧等业务实际发展情况, 我们作出以下假设:

- 危废处理处置: 根据公司危废在手产能情况, 我们预计公司 22-24 年产能分别达到 91.8/122.8/165.7 万吨, 综合已投运产能与预计新投运产能情况, 假设产能利用率为 60%/85%/95%。
- 环境修复: 公司环境修复板块发展相对成熟稳定, 我们假设 2022-2024 年全年营收增速与 2022 年中报保持一致。
- 生活垃圾处理: 目前已有 12 个运营的生活垃圾焚烧发电项目, 运营规模达 9500 吨/日, 今年新项目投产后预计规模合计 11600 吨/日。
- 固废处理工程及其他业务: 板块发展相对稳定, 假设收入保持不变。

图表 51: 公司营收及毛利率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
危废处理处置营收 (百万元)	1644.2	3858.5	5808.7	11559.3	18313.0
同比增速 (%)	78.0%	134.7%	50.5%	99.0%	58.4%
毛利率 (%)	29.4%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
生活垃圾处理营收 (百万元)	361.4	927.9	1046.5	1111.9	1177.3
同比增速 (%)	-	156.8%	12.8%	6.2%	5.9%
毛利率 (%)	44.1%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
固废处理处置营收合 计 (百万元)	2005.6	4786.4	6855.3	12671.2	19490.3
同比增速 (%)	-	138.7%	43.2%	84.8%	53.8%
毛利率 (%)	32.0%	21.5%	20.4%	18.6%	17.8%
环境修复营收 (百万元)	1617.8	865.2	1014.1	1188.5	1392.9
同比增速 (%)	-1.5%	-46.5%	17.2%	17.2%	17.2%
毛利率 (%)	32.4%	31.0%	31.7%	31.7%	31.7%
固废处理工程营收 (百万元)	2985.6	1864.9	1864.9	1864.9	1864.9
同比增速 (%)	-	-37.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	12.8%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%
其他行业营收 (百万元)	217.7	310.2	310.2	310.2	310.2
同比增速 (%)	-52.5%	42.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	14.3%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
总营收 (百万元)	6,826.7	7,826.8	10,044.5	16,034.9	23,058.4
同比增速 (%)	34.5%	14.6%	28.3%	59.6%	43.8%
毛利率 (%)	23.2%	24.4%	23.2%	20.8%	19.6%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算 注: 2019年固废处理工程收入被并入固废处理处置收入, 统计口径不一致

投资建议: 维持“买入”评级。公司是固废处置领域领先企业, 股东背景资源丰富, 产业链与技术优势明显, 业绩有望实现高速增长。我们预计 2022/2023/2024 年公司实现归母净利润 9.3/13.1/17.4 亿元, 对应 PE 18.4/12.9/9.7x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 1、政策不及预期。公司危废处理处置业务较为依赖环保政策与督察力度, 环境修复板块较为依赖财政资金预算, 可能存在政策支持不及预期影响行业需求的风险。
- 2、原材料价格波动风险。大宗商品价格波动将对公司危废资源化业务原材料价格以及后端销售的产品价格产生一定影响, 增加盈利不确定性。
- 3、订单获取不及预期。公司工程业务板块盈利水平受订单获取金额及质量影响较大, 可能存在订单获取不及预期影响收入与利润的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com