

Q3 业绩持续高增，生物柴油打开长期成长空间

核心观点：

- 事件：**山高环能发布2022年三季报，前三季度实现营收11.55亿元，同比增长241.56%；实现归母净利润9051万元（扣非后8266万元），同比增长1402.08%（扣非同比增长1333.78%）。
- Q3 业绩持续高增，毛利率有望逐步恢复。**Q3单季度实现营业收入4.20亿元，同比增长531.96%；实现归母净利润1910万元，同比增长338.98%，业绩保持高速增长。截至三季度末，公司毛利率为25.97%，同比减少7.53pct；净利率为7.72%，同比增加4.47pct，公司毛利率下降主要是上半年受疫情影响餐厨垃圾收运量、处置量降低，运营项目达产率也有所下降。随着疫情恢复和公司处理规模的提升，预计全年公司有望恢复正常盈利水平。
- 政策限制叠加能源危机影响，废油脂资源供不应求。**我国UCO出口价格快速上涨，2022年9月平均出口单价已达1375美元/吨。生物柴油+生物航煤具备确定性需求潜力，其重要原材料UCO预计未来价格有望保持高位。公司在加强内部项目运营、提高项目提油率的同时向拟收购企业及市场多渠道扩大收油网络。前三季度公司全资子公司十方环能与天津碧海、天津德丰、四川健骑士、驰奈威德等多家公司签订《油脂独家销售协议》，约定交易对方需提供足额油脂。未来伴随着油脂收集力度加大，油脂销售规模的提升有望进一步增厚业绩。
- 公司餐厨垃圾处理规模快速增长。**今年以来，公司进一步加大新签、收并购力度，新增大同、银川、武汉、兰州、天津、菏泽等多个项目布局。目前公司投资运营产能达到4030吨/日，拟收购项目产能300吨/日。根据测算，公司2022年餐厨垃圾处理能力可达5000吨/日，对应4-6万吨/年的废油脂提取能力，2024年公司餐厨垃圾处置能力占全国6%-8%，逐步成为行业龙头。随着拓展加速，未来2-3年快速增长可期。
- 完善生物质柴油布局，将成公司未来重要的利润增长点。**9月公司发布公告，拟与山东尚能成立合资公司，共同建设10万吨/年酯基生物柴油和40万吨/年烃基生物柴油项目，合作项目总工期拟为15个月，双方将共同努力促成项目公司在2023年10月31日前完成主要装置建设并具备投产条件。届时公司将成为国内少有的完整布局生物柴油全产业链的上市公司，随着总规模50万吨/年的生物柴油项目（酯基10万吨/年，烃基40万吨/年）逐步落地，将为公司后续业绩增长注入强劲动力。
- 投资建议：**预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.80/2.73/4.08亿元，对应EPS分别为0.51/0.78/1.16元/股，对应PE分别为23x/15x/10x，公司UCO-生物柴油高景气可期，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**项目推进速度不及预期的风险；再生油脂价格下行的风险；项目产能利用率不足的风险；行业竞争加剧的风险。

山高环能 (000803.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

✉: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

✉: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

✉: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-10-25

A股收盘价(元)	11.67
A股一年内最高价(元)	18.42
A股一年内最低价(元)	10.84
上证指数	2977.56
市盈率	29.79
总股本(万股)	35,199.41
实际流通A股(万股)	28,376.79
限售的流通A股(万股)	6,822.62
流通A股市值(亿元)	33.12

相对上证指数表现

2022-10-25



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

附录：

1. 盈利预测

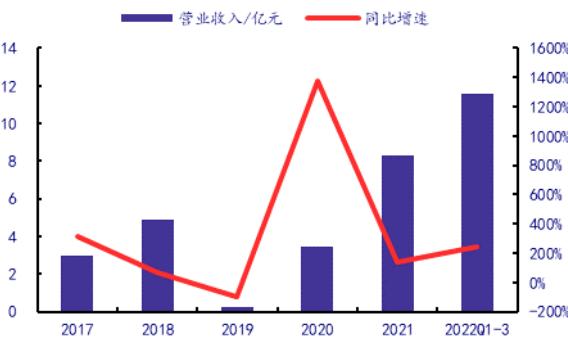
表 1. 山高环能盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	826.74	1751.98	2414.04	3210.64
收入增长率	138.33%	111.92%	37.79%	33.00%
归母净利润 (百万元)	80.51	180.21	273.35	407.66
利润增速	78.38%	123.84%	51.69%	49.14%
毛利率	29.79%	26.00%	28.98%	30.16%
摊薄 EPS (元)	0.23	0.51	0.78	1.16
PE	51.02	22.79	15.03	10.08

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

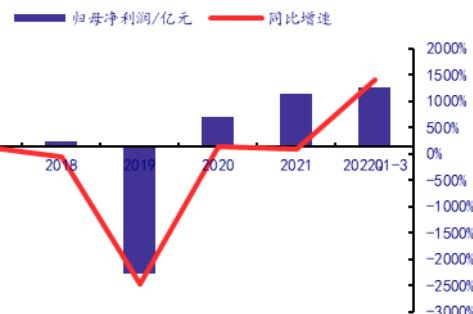
2. 公司经营情况

图 1: 2017-2022Q3 山高环能营业收入



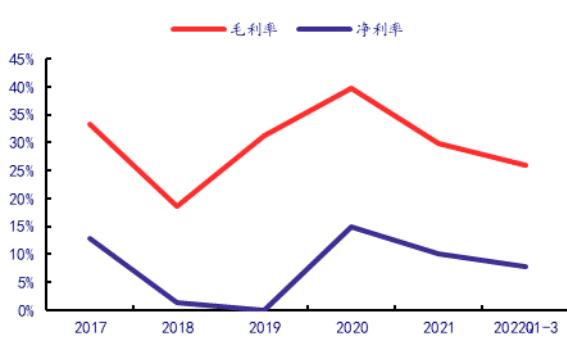
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2: 2017-2022Q3 山高环能归母净利润



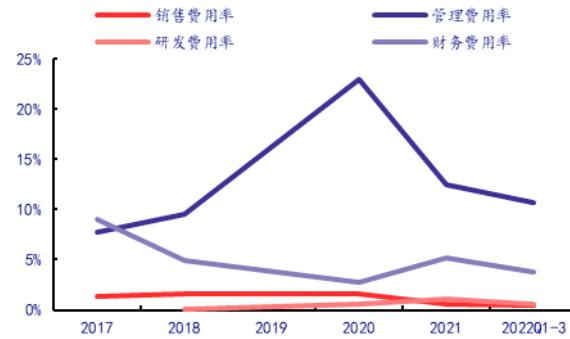
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 3: 2017-2022Q3 山高环能毛利率与净利率



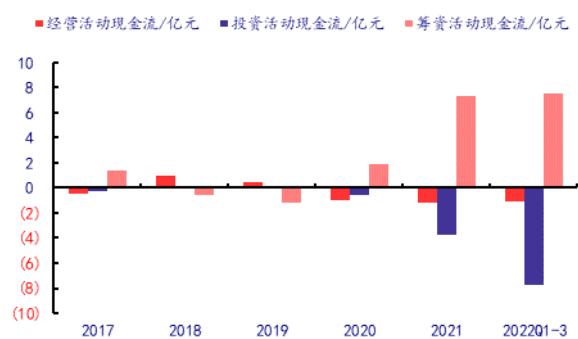
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 2017-2022Q3 山高环能费用率



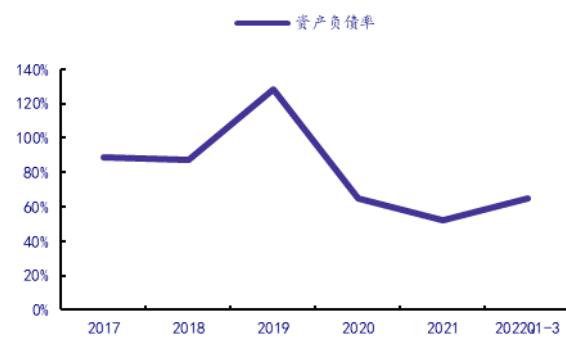
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 2017-2022Q3 山高环能现金流情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 2017-2022Q3 山高环能资产负债率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 2. 2021-2022Q3 山高环能分季度营收和净利润情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
营业收入/亿元	1.92	0.79	0.66	4.89	3.38	3.97	4.20
营业收入同比增长率	-	139.00%	-2.52%	98.97%	75.73%	400.64%	531.96%
归母净利润/亿元	0.10	0.04	-0.08	0.74	0.40	0.31	0.19
归母净利润同比增长率	168.67%	-77.24%	-3432.28%	74.32%	300.69%	687.41%	338.98%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyan_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn