

山高环能 (000803)

证券研究报告
2024年04月10日

废弃物资源化加速推进，餐厨垃圾处理龙头一马当先

事件：公司发布 2023 年年度业绩预告，2023 年公司归母净利润盈利区间为 600 万元-900 万元，同比降 89.41%-92.94%；2024 年 2 月，国务院办公厅发布关于加快构建废弃物循环利用体系的意见，提出要推进废弃物资源化利用；3 月，国家能源局综合司发布关于公示生物柴油推广应用试点的通知。

1、废弃物循环利用产业发展加速推动，资源化利用为重要方向之一

国务院《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》提出，到 2025 年，初步建成覆盖各领域、各环节的废弃物循环利用体系，主要废弃物循环利用取得积极进展。资源循环利用产业年产值达到 5 万亿元；到 2030 年，建成覆盖全面、运转高效、规范有序的废弃物循环利用体系，各类废弃物资源价值得到充分挖掘，再生材料在原材料供给中的占比进一步提升，废弃物循环利用水平总体居于世界前列。同时，《意见》在提高废弃物资源化和再利用水平中提出，要推进废弃物资源化利用，有序推进厨余垃圾处理设施建设，提升废弃油脂等厨余垃圾资源化、资源化利用水平。

生物柴油及其原料油 UCO 是我国厨余垃圾资源化产品之一——废弃油脂的主要应用方向。我国是全球以废弃油脂为原料的酯基生物柴油的主要出口国、也是全球生物柴油原料油 UCO 的主要供给国。长期以来，欧盟是我国此二产品的主要市场，而自 22H2 后，根据 Argus 数据，截至 2024 年 3 月底，欧洲对我国的需求仍然疲软。2023 年底至今，国家能源局开始加速在我国国内推进生物柴油推广应用试点的工作。我们认为，此举或为我国生物柴油产业发展带来新的生机。

2、公司是国内餐厨垃圾处理领先企业，也是国内 UCO 生产龙头

截至 23H1，公司已投资建设运营了济南、青岛、烟台、石家庄、太原、湘潭、武汉、兰州、大同等地区多个大型城市餐厨垃圾处理和资源化利用项目，形成了规模化发展格局，运营产能已达 4630 吨/日，规模位居国内前茅。未来公司还将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模。在 24 年 3 月国家能源局综合司《关于公示生物柴油推广应用试点的通知》中，公司母公司山东高速集团名列牵头组织实施单位之一。我们认为，尽管公司目前未直接生产生物柴油，但由于公司布局了广泛的、且拥有在政府特许经营授权下的正规餐厨废弃油脂收运渠道，未来有望率先分享国内生物柴油市场增长红利。

3、盈利预测&投资建议：我们看好国内废弃物资源化相关产业政策向好趋势，而由于公司主要产品 UCO 价格下滑、负债增幅较大，我们下调公司业绩。预计 23-25 年，公司实现营收 21.45/26.75/39.04 亿元（23-24 年前值：29.22/37.43 亿元），归母净利润 0.07/0.41/1.46 亿元（23-24 年前值：4.41/5.82 亿元），对应 PE 分别为 335/61/17x，调低评级为“持有”。

风险提示：预告所载数据为未经审计，准确财务数据请以公司正式披露的年报为准；国内相关政策进展/餐厨项目进展/产能扩张不及预期；主要产品价格变动/国际贸易政策变化风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	826.74	1,790.87	2,145.11	2,674.77	3,904.27
增长率(%)	138.33	116.62	19.78	24.69	45.97
EBITDA(百万元)	207.68	314.62	348.43	431.72	590.76
归属母公司净利润(百万元)	80.51	84.98	7.45	40.67	145.82
增长率(%)	78.38	5.55	(91.23)	445.67	258.56
EPS(元/股)	0.17	0.18	0.02	0.09	0.31
市盈率(P/E)	31.03	29.40	335.15	61.42	17.13
市净率(P/B)	1.94	1.78	1.58	1.54	1.42
市销率(P/S)	3.02	1.39	1.17	0.93	0.64
EV/EBITDA	25.28	15.02	6.32	7.76	6.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	持有（调低评级）
当前价格	5.24 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	476.70
流通 A 股股本(百万股)	456.34
A 股总市值(百万元)	2,497.89
流通 A 股市值(百万元)	2,391.23
每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	74.45
一年内最高/最低(元)	11.88/3.12

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
戴飞	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004	
daifei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山高环能-公司点评:加速布局生物柴油全产业链，或有望率先受益全球航空/航海需求崛起》2022-10-10
- 《北清环能-公司点评:22H1 业绩继续高速增长，受益“双碳”时代可再生能源需求增加》2022-07-13
- 《北清环能-公司点评:卡位生物经济重点赛道，实控人变更加速绿色能源主业发展》2022-05-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	323.64	196.10	2,310.14	732.79	312.34
应收票据及应收账款	132.75	517.15	239.92	717.42	670.24
预付账款	153.19	81.47	166.35	232.37	403.69
存货	42.95	163.54	46.66	214.93	168.51
其他	51.39	241.80	318.70	441.09	571.82
流动资产合计	703.92	1,200.06	3,081.77	2,338.60	2,126.59
长期股权投资	20.29	91.55	121.55	131.55	141.55
固定资产	316.77	636.81	703.16	792.61	881.88
在建工程	25.19	417.80	463.35	497.51	523.13
无形资产	896.21	2,208.10	2,203.11	2,168.63	2,131.64
其他	734.16	962.31	932.53	913.90	891.83
非流动资产合计	1,992.61	4,316.56	4,423.71	4,504.20	4,570.04
资产总计	2,760.24	5,582.93	7,505.47	6,842.80	6,696.63
短期借款	118.04	258.02	600.00	500.00	580.41
应付票据及应付账款	240.54	505.91	386.24	748.29	908.41
其他	294.57	1,537.94	1,455.18	1,244.64	1,238.91
流动负债合计	653.15	2,301.87	2,441.42	2,492.93	2,727.73
长期借款	143.84	665.66	1,200.00	1,000.00	900.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	547.66	1,033.85	2,193.17	1,644.88	1,233.66
非流动负债合计	691.50	1,699.52	3,393.17	2,644.88	2,133.66
负债合计	1,441.93	4,103.51	5,834.59	5,137.80	4,861.38
少数股东权益	31.40	78.32	78.32	78.32	78.32
股本	240.22	350.30	478.92	476.70	476.70
资本公积	1,193.82	1,210.75	1,210.75	1,210.75	1,210.75
留存收益	(114.84)	(29.87)	(22.42)	18.25	164.08
其他	(32.28)	(130.07)	(74.68)	(79.01)	(94.59)
股东权益合计	1,318.31	1,479.42	1,670.88	1,705.00	1,835.25
负债和股东权益总计	2,760.24	5,582.93	7,505.47	6,842.80	6,696.63

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	83.57	79.58	7.45	40.67	145.82
折旧摊销	93.93	116.58	150.08	160.88	172.09
财务费用	45.37	81.13	181.31	211.82	219.43
投资损失	(0.75)	(0.49)	1.00	0.00	0.00
营运资金变动	(48.99)	117.68	966.17	(1,098.51)	(360.31)
其它	(291.89)	(411.26)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	(118.77)	(16.77)	1,306.01	(685.14)	177.03
资本支出	212.04	1,934.71	(902.32)	798.29	661.22
长期投资	19.41	71.26	30.00	10.00	10.00
其他	(602.97)	(2,954.61)	614.32	(1,058.29)	(921.22)
投资活动现金流	(371.52)	(948.64)	(258.00)	(250.00)	(250.00)
债权融资	226.92	766.71	882.02	(635.66)	(331.90)
股权融资	608.00	29.22	184.00	(6.55)	(15.58)
其他	(106.45)	43.99	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	728.47	839.92	1,066.03	(642.22)	(347.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	238.18	(125.50)	2,114.04	(1,577.35)	(420.44)

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	826.74	1,790.87	2,145.11	2,674.77	3,904.27
营业成本	580.43	1,445.70	1,784.29	2,232.61	3,286.57
营业税金及附加	4.98	9.52	10.02	10.69	13.02
销售费用	4.55	3.71	4.29	4.01	3.90
管理费用	103.49	128.26	128.71	133.74	156.17
研发费用	8.82	15.73	18.45	22.87	25.94
财务费用	43.23	76.23	181.31	211.82	219.43
资产/信用减值损失	(2.75)	(14.77)	(7.00)	(5.00)	(5.00)
公允价值变动收益	0.54	0.22	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.75	0.49	(1.00)	0.00	0.00
其他	(3.83)	19.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	86.51	105.82	10.04	54.02	194.23
营业外收入	0.71	3.75	2.20	2.50	2.50
营业外支出	6.94	1.69	2.30	2.30	2.30
利润总额	80.28	107.88	9.94	54.22	194.43
所得税	(3.28)	28.30	2.48	13.56	48.61
净利润	83.57	79.58	7.45	40.67	145.82
少数股东损益	3.06	(5.40)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	80.51	84.98	7.45	40.67	145.82
每股收益(元)	0.17	0.18	0.02	0.09	0.31

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	138.33%	116.62%	19.78%	24.69%	45.97%
营业利润	115.98%	22.32%	-90.51%	438.24%	259.52%
归属于母公司净利润	78.38%	5.55%	-91.23%	445.67%	258.56%
获利能力					
毛利率	29.79%	19.27%	16.82%	16.53%	15.82%
净利率	9.74%	4.74%	0.35%	1.52%	3.73%
ROE	6.26%	6.06%	0.47%	2.50%	8.30%
ROIC	38.20%	13.21%	6.69%	15.52%	12.51%
偿债能力					
资产负债率	52.24%	73.50%	77.74%	75.08%	72.59%
净负债率	4.97%	70.02%	-0.88%	66.79%	78.83%
流动比率	1.02	0.53	1.26	0.94	0.78
速动比率	0.97	0.46	1.24	0.85	0.72
营运能力					
应收账款周转率	5.83	5.51	5.67	5.59	5.63
存货周转率	31.35	17.35	20.41	20.45	20.36
总资产周转率	0.36	0.43	0.33	0.37	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.18	0.02	0.09	0.31
每股经营现金流	-0.25	-0.04	2.74	-1.44	0.37
每股净资产	2.70	2.94	3.33	3.41	3.69
估值比率					
市盈率	31.03	29.40	335.15	61.42	17.13
市净率	1.94	1.78	1.58	1.54	1.42
EV/EBITDA	25.28	15.02	6.32	7.76	6.22
EV/EBIT	38.06	22.11	11.10	12.38	8.77

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com