

静待资源化产能释放，环保运营夯实现金流

2024 年 04 月 26 日

► **事件概述：**4 月 25 日，公司发布 2023 年年报，实现营业收入 105.80 亿元，同比增长 20.58%；归母净利润 5.05 亿元，同比下降 27.13%；扣非归母净利润 4.42 亿元，同比下降 32.64%。每 10 股派发现金红利人民币 1.00 元（含税）。公司发布 2024 年一季度报告，实现营业收入 31.25 亿元，同比增长 80.10%，归母净利润 1.94 亿元，同比下降 5.95%；扣非归母净利润 1.66 亿元，同比下降 9.53%。

► **项目备料增长叠加产能待释放，业绩有所承压：**公司固废危废金属资源化的市场布局和一体化全产业链布局已基本完成，项目核准危废处理牌照合计 78.54 万吨/年。2023 年，危废资源化板块实现营收 64.68 亿元，同比增长 59.50%；毛利率 8.29%，同比减少 5.73pct。主要由于江西鑫科陆续投产，2023 年贡献收入 27.45 亿元，但各产线尚处于产能爬坡阶段，且进行多次工艺升级改造，导致产能负荷较低；另外重庆耀辉、金昌高能等受收料区域、物料结构、投产节奏等影响，产能利用率不足，盈利能力不及预期。2024 年 4 月，江西鑫科已实现全面投产，金昌高能二期正式点火投产，进一步深化公司在固废、危废资源化利用领域前后端一体化全产业链布局。随着重点项目产能逐步释放，公司业绩或将迎来拐点，现金流有望改善。

► **环保运营稳步推进，有望持续贡献现金流：**2023 年，公司在手运营 13 个垃圾焚烧发电项目，合计产能 11000 吨/日；7 个危废无害化项目，合计危废处置牌照量 16.18 万吨/年；医废处置牌照量 22 吨/日。2023 年，公司完成生活垃圾处理量 454.54 万吨，发电量 15.03 亿度。2023 年，环保运营服务实现营业收入 16.28 亿元，同比增长 11.71%，毛利率 46.57%，同比增长 4.95pct。主要由于公司新增投运伊宁项目，并拓展外供蒸汽项目，在技术改造和内部优化的加持下，运营能力有所提升，有望为公司整体业绩改善持续贡献现金流。

► **投资建议：**受项目备料增长叠加产能利用较低影响，公司业绩及现金流有所承压，待项目进入全面稳态化运营，将有望缓解；环保运营稳步推进，盈利能力持续提升，有望为公司整体业务发展提供安全垫。结合公司经营情况，调整对公司的盈利预测，预计 24/25 年 EPS 分别为 0.57/0.73 元/股（前值 0.76/0.94 元/股），新增 26 年 EPS 为 0.83 元，对应 4 月 25 日收盘价 PE 分别为 11/9/8 倍，考虑公司新增产能释放，维持公司 24 年 14 倍 PE，目标价 7.98 元/股，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**行业政策风险；行业竞争加剧；原材料及产品价格波动。

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

6.54 元

目标价：

7.98 元



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

分析师 尚硕

执业证书：S0100524030002

邮箱：shangshuo@mszq.com

相关研究

1. 高能环境 (603588.SH) 2023 年三季报点评：加强原材料储备，布局再生塑料利用领域-2023/10/30

2. 高能环境 (603588.SH) 2023 年中报点评：完善全产业链布局，金属资源化增长可期-2023/08/29

3. 高能环境 (603588.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：夯实危废全产业链布局，激励落地提升士气-2023/07/12

4. 高能环境 (603588.SH) 2022 年年报及 2023 年一季度点评：产能释放叠加技术加持，危废资源化蓄势待发-2023/04/25

5. 高能环境 (603588.SH) 2022 年业绩预告点评：疫情防控优化加快行业复苏，产能投运带动成长-2023/01/17

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,580	11,795	12,989	13,288
增长率 (%)	20.6	11.5	10.1	2.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	505	876	1,128	1,275
增长率 (%)	-27.1	73.6	28.7	13.0
每股收益 (元)	0.33	0.57	0.73	0.83
PE	20	11	9	8
PB	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,580	11,795	12,989	13,288
营业成本	8,652	9,443	10,293	10,436
营业税金及附加	66	71	78	80
销售费用	144	165	182	186
管理费用	505	566	623	638
研发费用	324	330	364	372
EBIT	920	1,303	1,580	1,710
财务费用	437	389	389	356
资产减值损失	-78	-58	-63	-64
投资收益	121	142	156	159
营业利润	565	998	1,283	1,450
营业外收支	-5	-5	-5	-5
利润总额	560	993	1,278	1,445
所得税	51	89	115	130
净利润	508	903	1,163	1,315
归属于母公司净利润	505	876	1,128	1,275
EBITDA	1,473	1,649	1,972	2,135

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,866	3,340	3,614	4,336
应收账款及票据	1,821	1,881	2,071	2,119
预付款项	321	378	412	417
存货	4,931	3,823	4,167	4,225
其他流动资产	4,171	4,664	5,034	5,127
流动资产合计	13,109	14,085	15,298	16,223
长期股权投资	843	985	1,141	1,300
固定资产	3,621	3,974	4,317	4,600
无形资产	7,811	8,000	8,179	8,358
非流动资产合计	13,573	14,187	14,797	15,423
资产合计	26,683	28,272	30,095	31,646
短期借款	6,242	6,742	7,242	7,742
应付账款及票据	3,175	3,493	3,807	3,860
其他流动负债	1,741	1,652	1,760	1,783
流动负债合计	11,158	11,886	12,809	13,384
长期借款	4,956	4,956	4,956	4,956
其他长期负债	445	554	554	554
非流动负债合计	5,401	5,510	5,510	5,510
负债合计	16,559	17,396	18,319	18,894
股本	1,537	1,537	1,537	1,537
少数股东权益	824	851	886	926
股东权益合计	10,124	10,876	11,776	12,752
负债和股东权益合计	26,683	28,272	30,095	31,646

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.58	11.48	10.12	2.30
EBIT 增长率	-19.22	41.58	21.23	8.25
净利润增长率	-27.13	73.65	28.72	13.05
盈利能力 (%)				
毛利率	18.22	19.94	20.75	21.46
净利润率	4.77	7.43	8.68	9.60
总资产收益率 ROA	1.89	3.10	3.75	4.03
净资产收益率 ROE	5.43	8.74	10.36	10.78
偿债能力				
流动比率	1.17	1.18	1.19	1.21
速动比率	0.36	0.47	0.48	0.52
现金比率	0.17	0.28	0.28	0.32
资产负债率 (%)	62.06	61.53	60.87	59.70
经营效率				
应收账款周转天数	62.72	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	208.03	150.00	150.00	150.00
总资产周转率	0.43	0.43	0.45	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.57	0.73	0.83
每股净资产	6.05	6.52	7.08	7.69
每股经营现金流	-0.62	1.58	0.86	1.21
每股股利	0.00	0.17	0.22	0.25
估值分析				
PE	20	11	9	8
PB	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	13.94	12.45	10.41	9.62
股息收益率 (%)	0.00	2.62	3.37	3.81

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	508	903	1,163	1,315
折旧和摊销	324	346	392	425
营运资金变动	-2,436	786	-643	-259
经营活动现金流	-953	2,433	1,318	1,856
资本开支	-1,501	-829	-851	-897
投资	248	0	0	0
投资活动现金流	-1,223	-829	-851	-897
股权募资	115	-2	0	0
债务募资	1,957	415	500	500
筹资活动现金流	2,267	-130	-192	-237
现金净流量	92	1,474	274	721

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026