

环保

2025年03月24日

高能环境 (603588)

——减值等拖累业绩表现，期待资源化项目放量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报，全年实现营收 145.0 亿元，yoy +37.04%；归母净利润 4.82 亿元，yoy -4.52%；扣非归母净利润 3.24 亿元，yoy -26.79%，业绩表现低于预期。
- **减值、金属价格波动、工程业务毛利率下降拖累盈利表现。**2024 年公司业绩表现低于预期，主要受如下影响：1) 公司计提信用减值/资产减值损失 0.56 亿元/1.22 亿元，其中主要对经营效益较差的贵州宏达等并购子公司计提商誉减值 0.74 亿元；2) 金属价格波动导致资源化板块利润低于预期；3) 环保工程板块受竞争加剧影响，收入及毛利率均同比大幅下降。
- **固废资源化持续放量，为公司增长核心驱动力。**根据公司年报，2024 年公司该板块营业收入 111.37 亿元 (yoy+72.2%)，毛利率 9.1% (yoy+0.9pct)。2024 年江西鑫科、靖远高能、高能鹏富通过工艺改进、技术升级、加快周转，同比有所增长；金昌高能二期项目投产运营，盈利能力增加；非金属资源化板块新增中鑫宏伟子公司，业绩提升明显。此外，珠海新虹和金昌高能二期投产，公司国内资源化产能基本完成布局。
- **环保运营服务稳健增长，环保工程战略收缩。**根据公司年报，2024 年公司运营板块营业收入 17.29 亿元 (yoy+6.3%)，毛利率 49.9% (yoy+3.4pct)，环保工程收入 16.33 亿元 (yoy-34.3%)，毛利率 12.9% (yoy-12.6pct)，随着公司整体战略转型实施，工程类业务在整体业务中占比逐步下降。
- **现金流表现良好，全年实施大额分红。**2024 年公司经营活动现金流净额 7.6 亿元 (23 年为-9.5 亿元)，主要系去年同期资源化板块江西鑫科产能爬坡，备货量增加，导致集团全年经营活动现金流为负；2024 年公司环保工程板块加大催收力度，同时资源化材料板块随着产能逐步释放，存货周转率提高。在此背景下，公司全年分红约 6.09 亿元 (含税)。
- **盈利预测与估值：**受铜价波动、部分项目技改、工程利润下滑等因素影响，我们下调公司 2025-26 年利润为 6.96/7.68 亿元 (此前为 10.53/10.88 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测 8.43 亿元，当前市值对应 25-27PE 为 13/12/11 倍。考虑公司资源化项目技术逐步成熟，铋、锑、金等小金属提取能力提升及价格提升，公司未来盈利能力有望持续改善，参照可比公司 2025 年平均估值，给予公司 2025 年 14x PE，相比当前市值仍有 5%增长空间，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**金属价格波动、竞争加剧、环保工程下滑等风险。

市场数据： 2025年03月24日

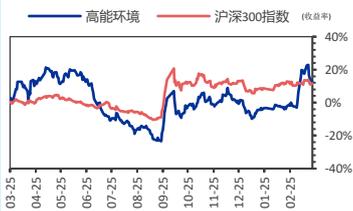
收盘价(元)	6.08
一年内最高/最低(元)	7.17/4.21
市净率	1.0
息率(分红/股价)	7.07
流通A股市值(百万元)	9,261
上证指数/深证成指	3,370.03/10,695.49

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年12月31日

每股净资产(元)	5.94
资产负债率%	63.71
总股本/流通A股(百万)	1,523/1,523
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com
傅浩玮 A0230522010001
fuhw@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230523080005
molt@swsresearch.com

联系人

莫龙庭
(8621)23297818x
molt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10,580	14,500	12,858	13,270	15,290
同比增长率(%)	20.6	37.0	-11.3	3.2	15.2
归母净利润(百万元)	505	482	696	768	843
同比增长率(%)	-27.1	-4.5	44.4	10.4	9.7
每股收益(元/股)	0.33	0.32	0.46	0.50	0.55
毛利率(%)	18.2	14.4	14.8	14.9	14.5
ROE(%)	5.4	5.3	7.6	8.1	8.5
市盈率	18	19	13	12	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,580	14,500	12,858	13,270	15,290
其中: 营业收入	10,580	14,500	12,858	13,270	15,290
减: 营业成本	8,652	12,407	10,955	11,295	13,077
减: 税金及附加	66	69	61	63	73
主营业务利润	1,862	2,024	1,842	1,912	2,140
减: 销售费用	144	98	87	89	103
减: 管理费用	505	511	450	464	535
减: 研发费用	324	509	257	265	306
减: 财务费用	437	451	395	346	334
经营性利润	452	455	653	748	862
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-61	-56	-11	-8	-22
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-78	-122	-26	-28	-31
加: 投资收益及其他	243	269	269	269	269
营业利润	565	620	886	980	1,077
加: 营业外净收入	-5	-12	0	0	0
利润总额	560	608	886	980	1,077
减: 所得税	51	65	103	115	128
净利润	508	543	783	865	949
少数股东损益	4	61	88	97	106
归属于母公司所有者的净利润	505	482	696	768	843

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

表: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元) 2025/3/24	归母净利 (百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002266.SZ	浙富控股	177	1026	907	1004	1358	17	20	18	13
600323.SH	瀚蓝环境	187	1430	1677	1791	1952	13	11	10	10
	平均值							15	14	11
603588.SH	高能环境	93	505	482	696	768	18	19	13	12

资料来源: Wind, 申万宏源研究。注: 可比公司盈利预测选取 Wind 一致预测, 高能环境为申万宏源预测。

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。