

信义山证汇通天下

证券研究报告

环保及水务

山高环能（000803.SZ）

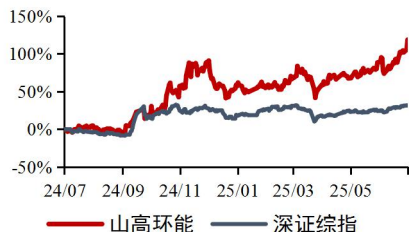
增持-A(首次)

生物航煤元年启动，UCO 供应商有望受益

2025 年 7 月 16 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 7 月 15 日

收盘价（元）：	7.13
年内最高/最低（元）：	7.36/3.05
流通 A 股/总股本（亿）：	4.60/4.71
流通 A 股市值（亿）：	32.78
总市值（亿）：	33.58

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益（元）：	0.06
摊薄每股收益（元）：	0.06
每股净资产（元）：	3.12
净资产收益率（%）：	1.93

资料来源：最闻

分析师：

冀泳洁

执业登记编码：S0760523120002

邮箱：jiyongjie@sxzq.com

王锐

执业登记编码：S0760524090001

邮箱：wangrui1@sxzq.com

行业机遇：2025 年 SAF 元年启动，UCO 市场有望量价齐升

➢ 国外：2025 年欧盟 UCO 需求有望超 249 万吨，近期 SAF 及 UCO 价格持续上行。欧盟理事会通过《Refuel EU 航空法规》，对未来 SAF 强制掺混比例提出明确要求，2025 年达到 2%，2030 年需达到 6%，到 2050 年占比需达 70%。保守估计下，以 2019 年欧盟航空燃料使用量 6854 万吨为参考标准，预计 2025 年欧洲 SAF 需求量约为 137 万吨，2030 年将达到 411 万吨。根据隆众资讯，6 月 1 日，国际航空运输协会（IATA）表示，2025 年可持续航空燃料（SAF）产量预计将达到 200 万吨（25 亿升），占航空公司总燃料消耗量的 0.7%。从产业格局来看，目前大部分 SAF 流向欧洲，欧盟和英国的强制掺混政策已于 2025 年 1 月 1 日生效。考虑到餐厨费油（UCO）碳减排高于其他原料路线，假设所有 SAF 使用 UCO 作为原料，预计 2025 年/2030 年仅欧盟区的 UCO 增量需求达 249/747 万吨。根据隆众资讯，由于欧盟生物航煤机场补贴主要集中在下半年，因此支撑近期 SAF 及 UCO 价格快速上涨。根据百川盈孚，欧洲 SAF FOB 价格由 5 月末低于 1800 美元/吨上涨至 6 月末超 2200 美元/吨。餐厨费油价格（普-低端价）由 5 月末 7000 元/吨上涨至 6 月末 7300 元/吨。

➢ 国内：SAF 支持政策频出，部分航线启动 SAF 加注，国内企业出口获批有望带动 UCO 增量需求。2024 年 9 月 18 日，发改委等部门举行 SAF 应用试点启动仪式，12 个航班正式加注 SAF。2024 年 10 月 30 日，发改委《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》提出支持有条件的地区开展生物航煤在航空领域试点运行。根据中国能源报，2025 年 5 月嘉澳环保首获生物航油出口许可证标志着国内生物航煤出口市场化打通，后续有望公布第二批白名单企业，将带来增量 UCO 需求。

公司成长性：1）24 年公司收购及中标项目带来 UCO 处理能力增量；2）投建废弃油脂精炼装置，有望满足增量 SAF 需求

➢ 1）陆续收购中标餐厨废弃物处理项目，UCO 生产能力将显著提升。2024 年 11 月，公司接连收购株洲和郑州项目，合计新增餐厨废弃物处理规模 500 吨/日，中标成都温江区餐厨垃圾处理中心（一期）委托运营服务，新增处理规模 200 吨/日。2）公司投建废弃油脂精炼装置将产出高品质混合油，有望满足增量 SAF 需求。根据《关于收购天津碧海环保技术咨询服务股份有限公司 100%股权的进展公告》，公司拟在滨海项目利用特许经营业务之外资产投资建设废弃油脂精炼设施及配套设施，开展废弃油脂精炼项目，产出高品质工业级混合油，满足生物航煤原料需求。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

投资建议

公司作为国内领先的 UCO 供应商，持续推进餐厨费油处理项目收购，有望受益于 SAF 政策落地带来的上游 UCO 需求增量。我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 15.6/17.38/19.25 亿元，同比增长 7.6%/11.4%/10.8%；实现归母净利润 0.87/1.43/2.19 亿元，同比增长 569.8%/63.6%/53.4%，对应 EPS 分别为 0.19/0.3/0.47 元，PE 为 36.1/22.1/14.4 倍，首次覆盖给予“增持-A”评级。

风险提示

- 1) 若 SAF 需求不及预期，UCO 价格向下波动对公司盈利波动带来的风险；
- 2) 若海外 UCO 进口政策收紧，可能对公司出口业务带来负面影响；
- 3) 项目收购不及预期的风险；
- 4) 诉讼计提预计负债风险；
- 5) 汇率波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,101	1,449	1,560	1,738	1,925
YoY(%)	17.3	-31.0	7.6	11.4	10.8
净利润(百万元)	9	13	87	143	219
YoY(%)	-89.6	47.3	569.8	63.6	53.4
毛利率(%)	14.7	19.2	23.3	23.8	28.7
EPS(摊薄/元)	0.02	0.03	0.19	0.30	0.47
ROE(%)	-0.2	0.2	7.0	10.3	13.7
P/E(倍)	356.5	242.0	36.1	22.1	14.4
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7
净利率(%)	0.4	0.9	5.6	8.2	11.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	872	744	763	782	890
现金	252	178	98	110	122
应收票据及应收账款	326	311	374	390	457
预付账款	28	14	31	19	36
存货	49	51	52	62	56
其他流动资产	217	190	208	202	220
非流动资产	4525	4459	4802	5132	5434
长期投资	29	67	67	67	67
固定资产	593	968	963	960	952
无形资产	2280	2185	2541	2891	3217
其他非流动资产	1623	1239	1231	1214	1197
资产总计	5397	5203	5565	5914	6324
流动负债	1857	1999	2346	2638	2947
短期借款	513	882	1220	1476	1716
应付票据及应付账款	302	270	315	333	339
其他流动负债	1041	847	810	828	892
非流动负债	2099	1761	1667	1545	1373
长期借款	945	979	885	763	591
其他非流动负债	1154	782	782	782	782
负债合计	3955	3760	4013	4183	4319
少数股东权益	26	14	36	72	127
股本	477	471	471	471	471
资本公积	1019	992	992	992	992
留存收益	-21	-8	101	280	554
归属母公司股东权益	1416	1429	1516	1659	1878
负债和股东权益	5397	5203	5565	5914	6324

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	770	374	427	462	531
净利润	-2	3	109	179	274
折旧摊销	163	216	155	173	191
财务费用	152	124	110	107	113
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	494	-5	54	4	-46
其他经营现金流	-36	36	-1	-1	-1
投资活动现金流	-782	-360	-497	-502	-492
筹资活动现金流	59	-127	-349	-205	-267

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.02	0.03	0.19	0.30	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	0.79	0.91	0.98	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.03	3.22	3.52	3.99

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2101	1449	1560	1738	1925
营业成本	1792	1171	1196	1325	1373
营业税金及附加	14	12	12	14	15
营业费用	6	2	3	3	4
管理费用	114	135	109	70	77
研发费用	11	2	2	3	3
财务费用	152	124	110	107	113
资产减值损失	-47	-35	-31	-35	-39
公允价值变动收益	39	-2	0	0	0
投资净收益	1	-0	0	0	0
营业利润	30	1	130	217	336
营业外收入	19	54	54	54	54
营业外支出	24	48	48	48	48
利润总额	25	7	136	223	343
所得税	28	5	27	45	69
税后利润	-2	3	109	179	274
少数股东损益	-11	-10	22	36	55
归属母公司净利润	9	13	87	143	219
EBITDA	237	286	339	451	592

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.3	-31.0	7.6	11.4	10.8
营业利润(%)	-71.8	-96.6	12581.7	66.7	54.9
归属于母公司净利润(%)	-89.6	47.3	569.8	63.6	53.4
获利能力					
毛利率(%)	14.7	19.2	23.3	23.8	28.7
净利率(%)	0.4	0.9	5.6	8.2	11.4
ROE(%)	-0.2	0.2	7.0	10.3	13.7
ROIC(%)	-0.1	0.6	3.2	4.6	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	73.3	72.3	72.1	70.7	68.3
流动比率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	5.0	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	4.4	4.1	4.1	4.1	4.1
估值比率					
P/E	356.5	242.0	36.1	22.1	14.4
P/B	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	24.9	20.7	18.1	14.0	10.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

