

高能环境 (603588)

证券研究报告

2022年12月21日

深入布局资源化利用，运营加持蓄势待发

运营服务成长，资源化主线明晰

2021年，高能环境通过收购、并购等方式拓展产业链至新能源材料领域，资源化利用业务也扩展至医用废塑料及玻璃的资源化利用领域。2016年后运营服务收入占比逐步提升，**2021年运营收入占公司总营收比例达到61.9%，运营业务比重超过工程建造业务比重，运营板块成长迅速。**在运营加持下，2022前三季度实现营业收入61.9亿元，同比+12.85%；实现归母净利润6.03亿元，同比+3.25%。

深入资源再利用，增强市场竞争力

危废处置行业正处于大洗牌过程：目前，危废行业集中度低，整体呈现“弱”、“散”、“小”特点，但随着环保政策出台，以及危废处置价格下降，市场竞争愈加激烈，**而随着规范化程度+行业集中度渐提高，行业头部企业有望受益。**行业里的大企业有望凭借资金优势去并购扩张，凭借自己在市场上的品牌力和影响力抢占市场更多份额，我们认为危废行业集中度有望逐步提高。

在碳中和背景下，危废资源再利用是碳减排的重要途径之一。危废资源化利用不仅可以实现减量化，而且可以深度资源化提炼废铜、废铅等多种再生金属以及金、银等稀有金属。行业趋势发展+碳中和的需求，危废资源化利用是行业进一步发展的趋势。在行业变化过程中，**高能环境通过“并购+新建”方式扩大产能及公司规模，项目之间起到了很好的协同效应，而且深入布局，继续拓宽危废再利用品类至橡胶、塑料、玻璃等，为公司增加创收来源的渠道，增加市场竞争力。**

传统业务精进发展，与重点板块协同前进

2021年，公司已有12个成熟运营的生活垃圾焚烧发电项目，运营规模达9500吨/日；其余在手垃圾焚烧项目均已进入建设或投入运营，建成后处理规模共为11600吨/日。已投运项目运营情况良好，这些项目有较好的抗波动、抵御风险的属性。垃圾领域+固废板块协同，夯实市场地位：随着在垃圾领域不断布局，协同效应有望进一步发挥。

投资建议：我们预计公司2022-2024年实现归母净利润为8.55、10.27、13.57亿元，分别同比+17.75%、20.15%、32.08%；基于可比公司的估值分析，我们给予高能环境2023年PE18x，对应目标股价为12.06元，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、行业竞争加剧风险、新建项目产能投运不及预期、原材料及产品价格波动风险、应收账款的回收风险、安全生产的风险、疫情影响等风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,826.73	7,826.77	8,923.73	11,125.55	13,112.24
增长率(%)	34.51	14.65	14.02	24.67	17.86
EBITDA(百万元)	1,434.82	1,879.10	1,795.30	2,034.38	2,467.99
归属母公司净利润(百万元)	550.07	726.25	855.14	1,027.47	1,357.11
增长率(%)	33.51	32.03	17.75	20.15	32.08
EPS(元/股)	0.36	0.48	0.56	0.67	0.89
市盈率(P/E)	26.68	20.21	17.16	14.28	10.81
市净率(P/B)	3.10	2.67	2.18	1.92	1.66
市销率(P/S)	2.15	1.88	1.64	1.32	1.12
EV/EBITDA	11.51	13.60	10.38	9.49	7.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	环保/环境治理
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.62元
目标价格	12.06元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,525.52
流通A股股本(百万股)	1,248.34
A股总市值(百万元)	14,675.49
流通A股市值(百万元)	12,009.08
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	56.68
一年内最高/最低(元)	18.83/9.30

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《高能环境-半年报点评:固废处理运营板块发力，21H1业绩高增45%》 2021-08-18
- 《高能环境-年报点评报告:20年业绩同比34%，危废业务逐步发力》 2021-04-11
- 《高能环境-公司点评:20年业绩较快增长，危废布局再下一城》 2021-01-15

内容目录

1. 三十年砥砺前行，与时俱进持续发展	4
1.1. 运营服务成长，资源化主线明晰	4
2. 深入资源再利用，增强市场竞争力	6
2.1. 固危废行业集中度待提高，龙头企业有望受益	6
2.2. 危废处置的发展，资源循环利用是关键	7
2.3. 整合资源发挥协同效应，深入布局资源化利用，	9
3. 传统业务精进发展，与重点板块共前进	11
3.1. 环境修复：国内领军企业，稳且高质量发展	11
3.2. 垃圾焚烧：项目稳定运营，带动公司增长	13
4. 盈利预测	13
5. 风险提示	15

图表目录

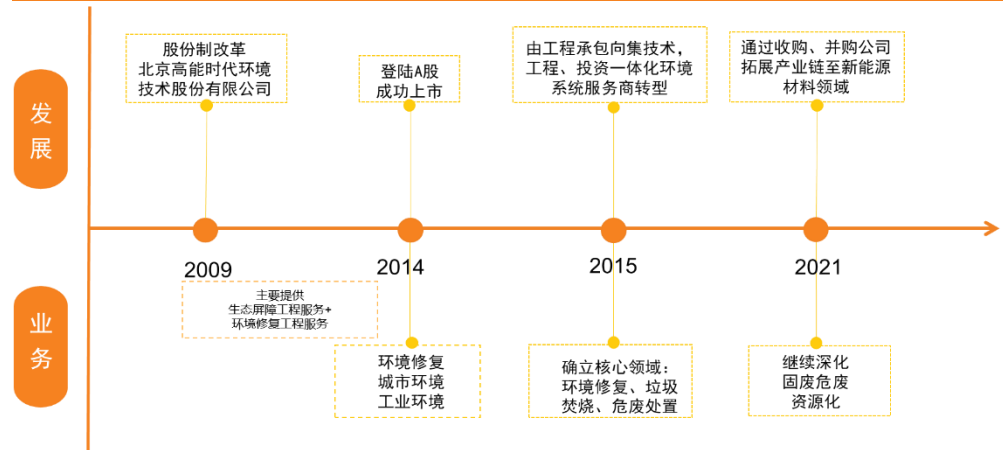
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司业务板块	5
图 3：2015-2022H1 运营服务与工程板块的营收	5
图 4：2015-2021 运营收入与工程收入占比分布	5
图 5：2014-2022Q1-Q3 营收与同比增速	5
图 6：2014-2022Q1-Q3 归母净利润同比增速	5
图 7：2015-2020 全国工业危废产量（万吨）	6
图 8：2009-2019 年全国危废许可证数量（份数）	6
图 9：2019 年各省（区、市）危险废物持证单位核准收集和利用处置能力（单位：万吨/年）	7
图 10：危废资源化前后端一体化的过程	7
图 11：高能环境并购扩建的历程	9
图 12：2017-2021 年公司购建固定无形资产和长期资产支付的现金	9
图 13：高能鹏富的基本情况	10
图 14：高能鹏富、靖远高能净利润呈显著上升趋势	10
图 15：2021 年公司深入布局，纵横发展具体措施	10
图 16：高能环境 2021 年产销量	10
图 17：浙富控股 2021 年再生金属产量与销量（万吨）	10
图 18：过往经典成功案例	11
图 19：2016-2020 年环境修复营收稳步上升	11
图 20：2016-2022H1 环境修复的毛利率	11
图 21：土壤修复治理的相关政策	12
图 22：2017-2021 年土壤修复行业市场规模	12
图 23：2022 年至今中标项目（截至 2022.9.30）	12

图 24: 2015-2021 年资产负债率.....	13
图 25: 2015-2021 年 ROE 变化趋势	13
图 26: 2015-2022H1 经营活动现金流	13
图 27: 2021 年已运营的垃圾焚烧项目	13
表 1: 2022.6.29-2022.10.31 公司高层增持情况	4
表 2: 资源化利用的相关重要政策: 资源循环利用是趋势	8
表 3: 再生金属与原生金属能耗对比.....	8
表 4: 业务拆分	14
表 5: 可比公司估值 (截至 2022 年 12 月 20 日)	15

1. 三十年砥砺前行，与时俱进持续发展

高能环境 2014 年成功登陆 A 股主板，聚焦环境治理大行业，实现了城市环境、工业环境和环境修复三大板块业务的全面布局；于 2015 年，公司确立了环境修复、危废处置、垃圾焚烧三大领域作为核心领域；不断革新，2021 年公司通过收购、并购等方式拓展产业链至新能源材料领域，资源化利用业务也扩展至医用废塑料及玻璃的资源化利用领域。基于 2020 年已确定的战略，通过全面升级经营质量、完善风险管控体系，助力公司成为中国领先的环境系统服务提供商。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，wind，公司官网，公司公告，天风证券研究所

高层增持公司股份，彰显十足信心。自 2022 年 6 月 29 日至 2022 年 10 月 31 日，公司高层以自有资金和股权激励行权的方式累计增持 455.86 万股，金额约 4656 万元，彰显了高层对未来发展充满信心。

表 1：2022.6.29-2022.10.31 公司高层增持情况

日期	姓名	高层	增持股份（万股）	增持金额（万元）
2022.7.25-10.31	刘泽军	副董事长	385	3896.51
2022.7.25	熊辉	副总裁	1	12.16
2022.7.12	陈望明	董事	10	121.00
2022.6.30	凌锦明	董事、总裁	46	532.85
2022.6.29	胡云忠	董事、副总裁	12.86	82.46
2022.6.30	吴秀姣	副总裁、财务总监	1	11.42

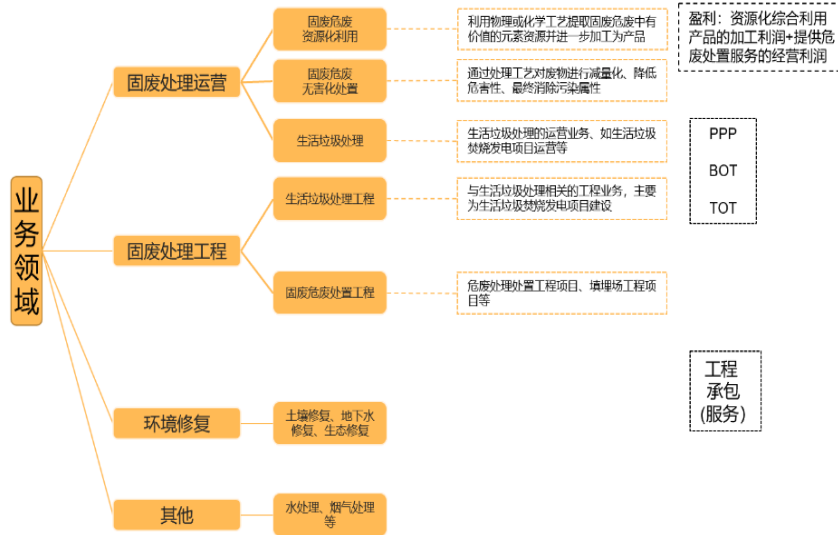
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

注：胡云忠先生增持部分包含股权激励行权的方式

1.1. 运营服务成长，资源化主线明晰

公司目前的业务领域：聚焦于固废处理处置及环境修复两大业务领域，形成了固废危废处理、生活垃圾处理等核心业务板块，且兼顾了水处理、烟气处理、污泥处置等其他领域的协同发展。

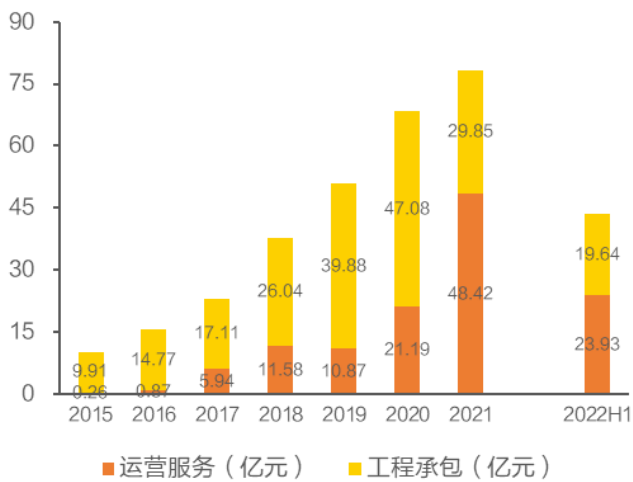
图 2：公司业务板块



资料来源：2021 年度报告，天风证券研究所

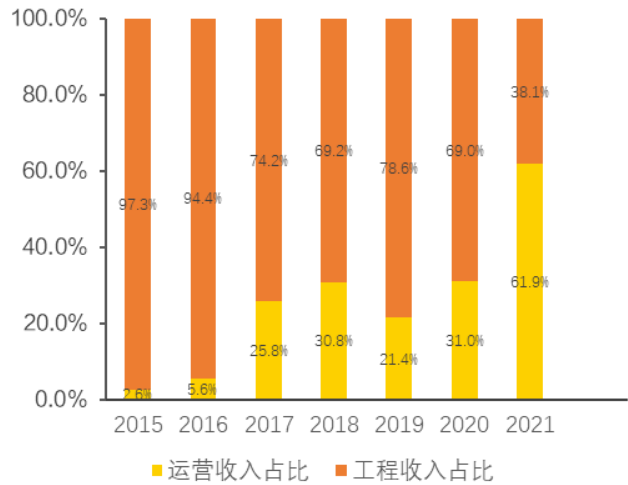
运营投入成效显著。公司固废危废资源化利用、无害化处置及生活垃圾处理主要以运营模式为主，2016 年后运营服务收入占比逐步提升，2021 年运营收入实现 48.42 亿元，同比+128.5%，运营收入占公司总营收比例达到 61.9%，运营业务比重超过工程建造业务比重，运营板块成长迅速。

图 3：2015-2022H1 运营服务与工程板块的营收



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2015-2021 运营收入与工程收入占比分布

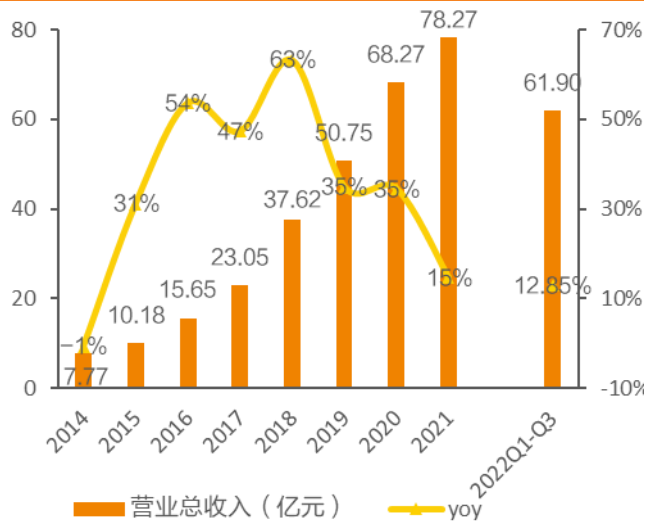


资料来源：wind，天风证券研究所

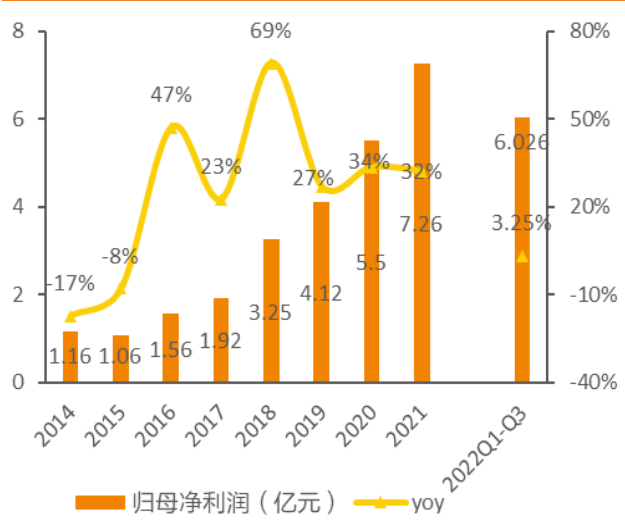
2014-2022 公司营收与归母净利润呈现递增态势，2022 前三季度实现营收 61.9 亿元，同比+12.85%；归母净利润 6.03 亿元，同比+3.25%。

图 5：2014-2022Q1-Q3 营收与同比增速

图 6：2014-2022Q1-Q3 归母净利润同比增速



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

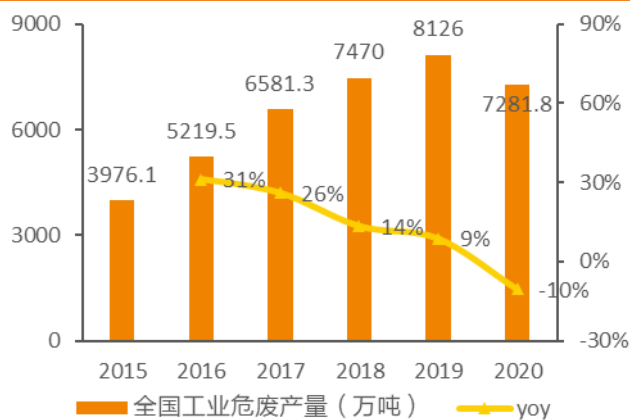
2. 深入资源再利用, 增强市场竞争力

2.1. 固危废行业集中度待提高, 龙头企业有望受益

从需求端看, 2015-2019 年, 工业危废产生量处于稳步上升阶段。2020 年, 工业危废产生量为 7281.81 万吨, 同比减少 10%; 2020 年受疫情影响, 上下游工业企业开工减少, 工业危废产量因而减少, 因此, 危险废物处置需求降低。2021 年国务院印发了《**强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案**》, 其中提及了**推动源头减量化**, 支持研发、推广减少工业危险废物产生量和降低工业危险废物危害性的生产工艺和设备, 促进从源头上减少危废产生量、降低危害性; 因此, 我们认为未来工业固废危废产生量的增长速度有望放缓。

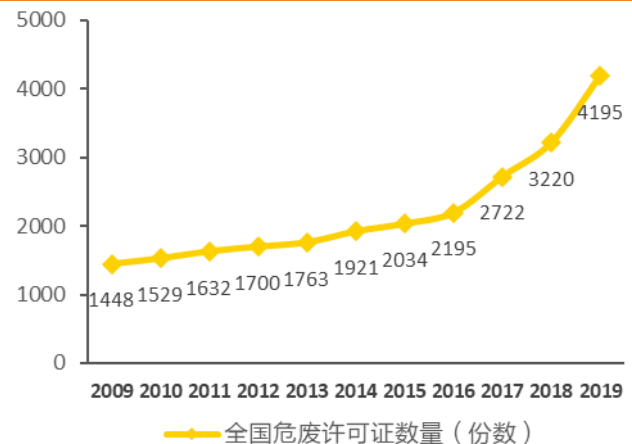
从供给端看, 2009 年-2019 年, 全国危废许可证颁发份数处于快速增长的趋势, 2019 年已达到 4195 份; 截至 2022 年 5 月, 我国核发危废资质 18302 吨/年, 较 2019 年底新增了 5406 万吨/年, 危废处理行业快速发展, 行业参与者众多; 但行业集中度相对较低, 2021 年 CR10 不到 12%, 市场竞争整体呈现“散”、“小”、“弱”的特点。但随着环保政策出台, 以及危废处置价格下降, 市场竞争愈加激烈, 行业正处于大洗牌过程。

图 7: 2015-2020 年全国工业危废产量 (万吨)

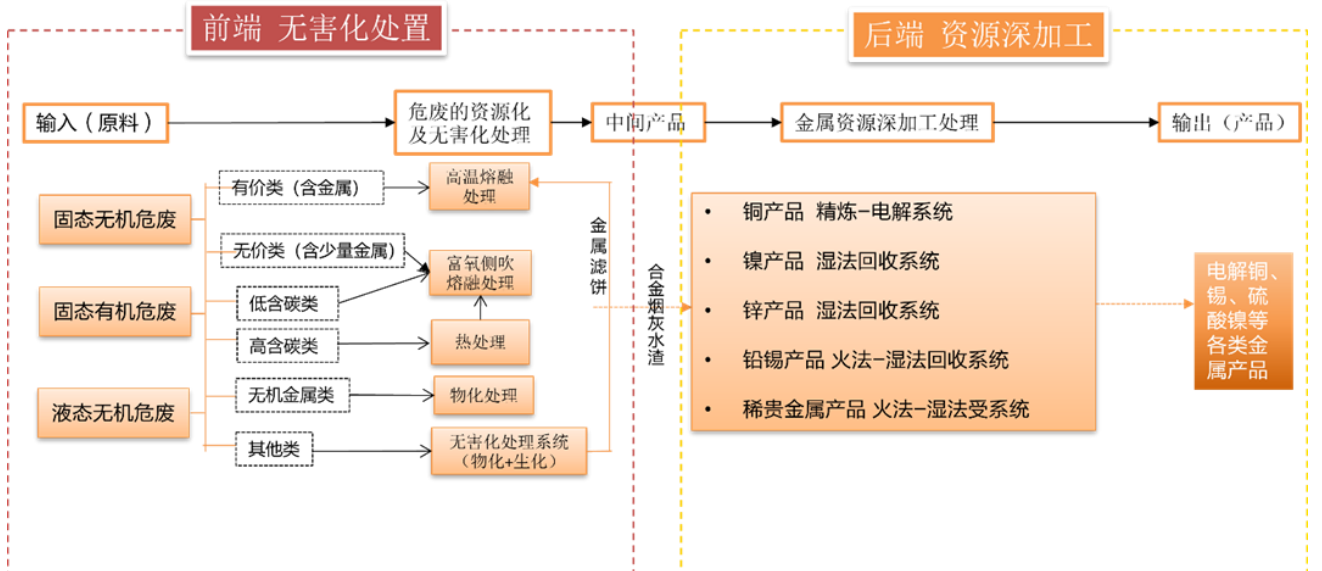


资料来源: 生态环境部, 天风证券研究所

图 8: 2009-2019 年全国危废许可证数量 (份数)



资料来源: 《2020 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》, 天风证券研究所



资料来源：浙富控股年报，天风证券研究所

表 2：资源化利用的相关重要政策：资源循环利用是趋势

政策	发布日期	主要内容
《“十四五”循环经济发展规划》	2021.7	到 2025 年，主要资源产出率比 2020 年提高约 20%，再生有色金属产量达到 2,000 万吨，其中再生铜、再生铝和再生铅产量分别达到 400 吨、1,150 万吨、290 万吨，资源循环利用产业产值达到 5 万亿元。
《危险废物转移管理办法》	2021.11	新修订实施的《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》(以下简称《固废法》)规定危险废物转移管理应当全程管控、提高效率。
《2030 年前碳达峰行动方案》	2021.10	到 2025 年，大宗固废年利用量达到 40 亿吨左右；到 2030 年，年利用量达到 45 亿吨左右。到 2025 年，废钢铁、废铜、废铝、废铅、废锌、废纸、废塑料、废橡胶、废玻璃等 9 种主要再生资源循环利用量达到 4.5 亿吨，到 2030 年达到 5.1 亿吨。
《关于加快推动工业资源综合利用的实施方案》	2022.1	到 2025 年，力争大宗工业固废综合利用率达到 57%，其中，冶炼渣达到 73%；主要再生资源品种利用量超过 4.8 亿吨，推动构建高效再生资源回收体系。

资料来源：生态环境部，国家发改委，中国政府网，天风证券研究所

根据有色金属协会和再生金属分会的统计，若生产 1 吨原生铜要消耗 1444kg 煤/吨，而再生金属能耗只需消耗 390kg 煤/吨，不仅大幅度减少了能耗，还可以节约 99%的水耗、减少污染排放量和减碳。

再生金属的生产成本低于原生金属，而因再生金属仅小幅折价，基本为原生金属价格 96%-98%；因此，通过危废资源化利用得到再生金属，不仅符合当下“双碳”的大背景，而且又能降本扩大利润空间。

表 3：再生金属与原生金属能耗对比

金属名称	能耗(千克煤/吨)			水耗(立方米/吨)			固废排放减少量(吨)	SO ₂ 排放减少量(吨)	CO ₂ 排放减少量(吨)
	原生金属能耗	再生金属能耗	节能量	原生金属水耗	再生金属水耗	节能量			
铜	1444	390	1054	397	2	395	380	0.137	3.5
铝	3916	150	3766	22.7	0.5	22	20	-	-
锌	1223	-	-	78	-	-	52	0.062	-
铅	844	185	659	235.5	0.5	235	128	0.03	-

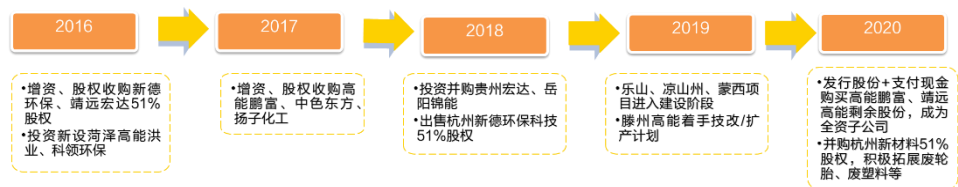
资料来源：浙富控股年报，有色金属协会，再生金属分会，天风证券研究所

2.3. 整合资源发挥协同效应，深入布局资源化利用，

➢ 公司通过“并购+新建”的方式不断拓展

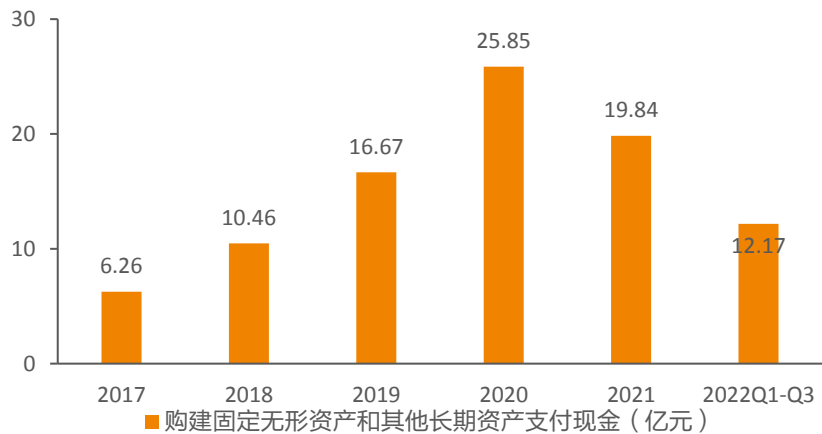
2020年，公司通过发行股份及支付现金方式购买了高能鹏富及靖远高能的剩余少数股权，使其成为全资子公司；在购建固定无形资产和长期资产支付了25.85亿元，有望通过“并购+新建”将公司的产能提升到新水平。

图 11：高能环境并购扩建的历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2017-2021 年公司购建固定无形资产和长期资产支付的现金



资料来源：wind，天风证券研究所

➢ 由点到面，项目实力稳步提升，协同效应渐显

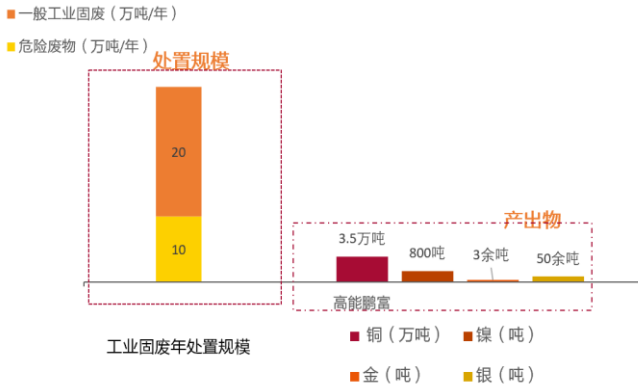
以高能鹏富、靖远宏达为例：

高能鹏富：位于湖北省黄石市，客户逐步拓展到长三角、珠三角等地，危险废物处置种类覆盖 HW17 表面处理废物、HW22 含铜废物、HW46 含镍废物、HW48 有色金属冶炼废物；危废资源化利用的核准规模为 9.9 万吨/年。2021 年，完成了熔炼系统、烟气超低系统改造，实现了烘干预处理与深度烘干系统联动运行，产能提升超过 30%，盈利能力得到提升。

靖远高能：位于甘肃省白银市，主要从事危废无害化处置、综合回收利用有色金属。生产工艺采用成熟的侧吹还原熔炼技术；主要产品为粗铅合金和冰铜，同时附含金、银等多种有价金属。靖远高能仍在不断前进中，2021 年实施扩建电解铝、稀贵金属、物料烘干预处理等四条生产线，目前，冶炼废渣综合利用技术提升及产业优化项目（二期）在全力建设中。

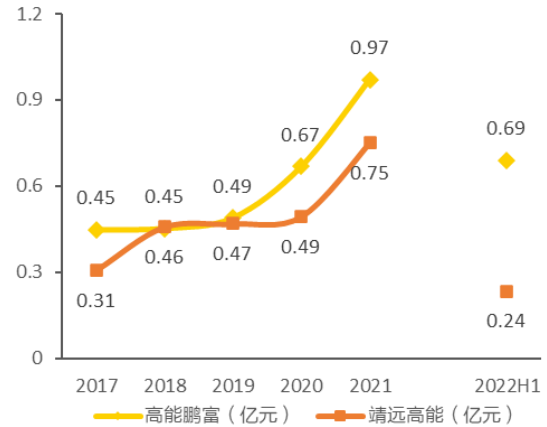
2017-2021 年，高能鹏富与靖远高能的净利润分别由 0.45 亿元/0.31 亿元增加至 0.97 亿元/0.75 亿元，两个项目的净利润逐步提升。项目之间的协同效应逐渐显著，甘肃高能中色、高能鹏富可将含铅的尾渣运往靖远宏达处置，而靖远宏达的含铜废料作为高能鹏富的原料处置；项目间的协同性不断增强，公司有望实现危废资源化全品类、全国化布局，带动业绩继续攀升。

图 13：高能鹏富的基本情况



资料来源：中国固废网，天风证券研究所

图 14：高能鹏富、靖远高能净利润呈显著上升趋势

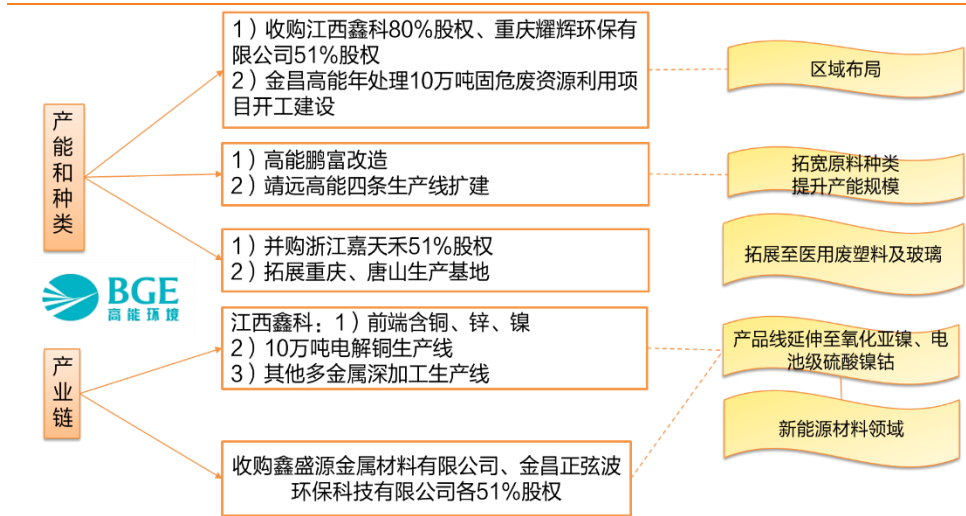


资料来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 深入布局，拓宽危废再利用品类

多维度的策略，从各方面增强了公司的竞争力。1) 核准规模：2018-2021 年公司危废核准规模逐步扩大，2021 年核准规模达到（无害化+资源化）63.9 万吨/年。2) 创收来源增加：进一步拓宽资源利用种类至橡胶、塑料、玻璃等资源回收利用品类。

图 15：2021 年公司深入布局，纵横发展具体措施

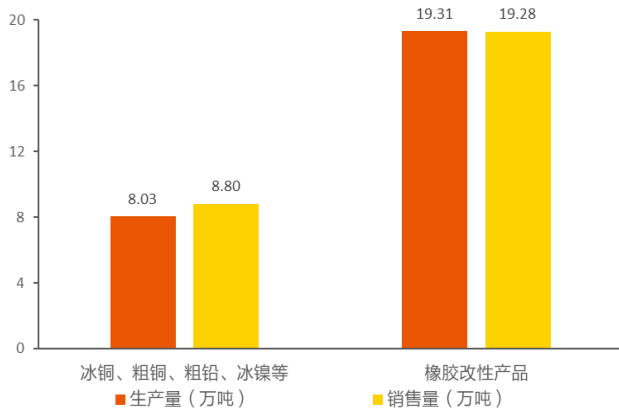


资料来源：公司公告，天风证券研究所

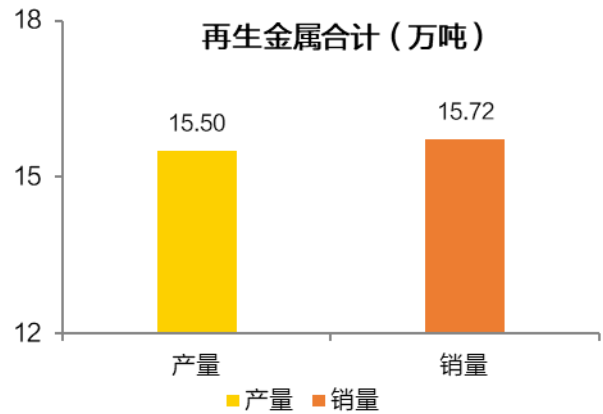
2021 年，高能环境危废固废处理总量为 38.4 万吨，提炼冰铜、粗铅、冰镍等产品 8.03 万吨，同比增加 24.38%，销售量同比增加 55.53%；高能环境在再生金属产品种类及总规模仍低于完全实现危废深度资源化全产业链布局，及后端多金属的深度资源化的浙富控股。但待公司的深加工生产线逐步投产，公司的全产业链布局有望完善，成长空间进一步打开。

图 16：高能环境 2021 年产销

图 17：浙富控股 2021 年再生金属产量与销量 (万吨)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：浙富控股年报，天风证券研究所

3. 传统业务精进发展，与重点板块共前进

3.1. 环境修复：国内领军企业，稳且高质量发展

环境修复板块涵盖土壤修复、地下水修复、生态修复等多个修复领域，其中土壤修复以场地修复、矿山修复、耕地修复为重点。在环境修复领域，公司的主要业务以土壤修复工程为主，是目前国内该领域的领军企业之一。储备的修复技术基本涵盖所有大类的技术路径，公司已经具备针对不同污染类型开展定制化修复的技术集成能力；在环境修复领域具备先发优势，已经有较强的市场地位和品牌知名度。

图 18：过往经典成功案例

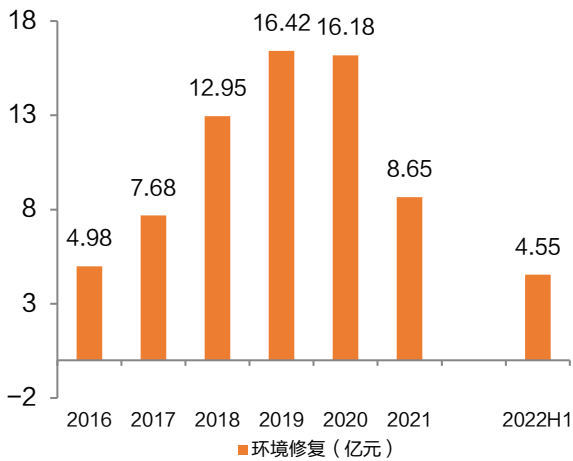


资料来源：公司官网，天风证券研究所

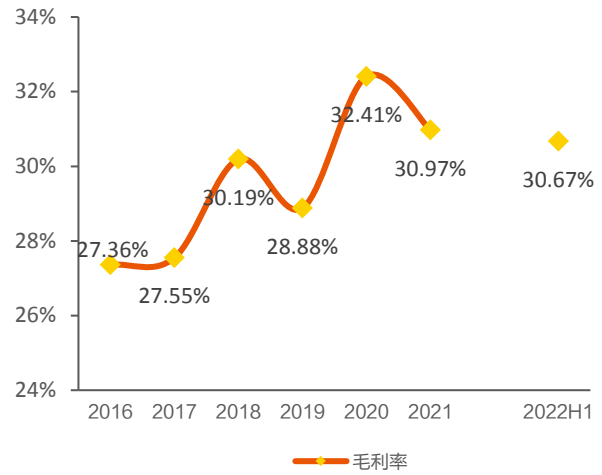
2016 年-2020 年环境修复呈向上增长态势，2021 年，环境修复领域的营收同比-46.52%，主要系公司对订单风险的把控战略，重视订单的质量。公司从项目利润率、业主履约支付能力等方面加强了对环境修复订单的审核力度，控制了一定的风险，提高经营的质量。2022H1 毛利率为 30.67%，维持在较好的水平，实现收入 4.55 亿元，同比增长 17.21%；收入增加主要系部分新签订单开工，实施项目的增加；环境修复工程新签订单 5.67 亿元，随着更多工程项目的实施，有望为业绩增长提供保障。

图 19：2016-2020 年环境修复营收稳步上升

图 20：2016-2022H1 环境修复的毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

土壤修复远期空间广阔。土壤修复行业的发展前景受着政府对土壤修复等环境保护和治理的投入规模和企业修复需求的直接影响。国家不断出台相关政策及规划，仍十分重视土壤污染相关治理。

2017-2021 年我国土壤修复行业公开招投标项目数量逐年递增，2021 年市场规模达到 156.6 亿元。为了落实《土壤污染防治行动计划》，促进土壤环境的改善，2022 年财政部对土壤污染防治资金预算安排合计 44 亿元，其中各省份重点任务合计 22 亿元。因此，土壤修复的市场空间有望进一步释放。作为环境修复的龙头企业之一的高能，在市场上已有自己的品牌影响力，2022 年以来，环境修复相关项目中标已达 6.75 亿元，未来有望进一步受益。

图 21: 土壤修复治理的相关政策

2021.12.《“十四五”土壤、地下水、农村生态环境保护规划》

2022.4.印发《土壤污染防治资金管理办法》通知

2022.2.《关于开展第三次全国土壤普查的通知》

2022.6.下达2022年土壤防治资金预算通知: 总计44亿元

资料来源: 公司公告, 中国政府网, 财政部, 天风证券研究所

图 22: 2017-2021 年土壤修复行业市场规模



资料来源: 生态环境规划院, 天风证券研究所

图 23: 2022 年至今中标项目 (截至 2022.9.30)

公告日期	名称	中标价(万元)	工期(天数)
2022.9.17	绥化市三爱垃圾填埋场综合治理和生态修复(EPC)	9371	366
2022.9.08	桃花溪(重庆发电厂毛线沟灰场)生态环境系统整治项目(一期)EPC总承包(第三次)	9382	195
2022.07.07	青钢老厂区II号、III号地块土壤修复工程总承包	25924	270
2022.03.16	沛县生活垃圾填埋场生态修复EPC工程	11388	270
2022.01.05	大连地铁4号线一期工程梭鱼湾施工区域污染土修复治理施工	11441	180
总金额		67505	

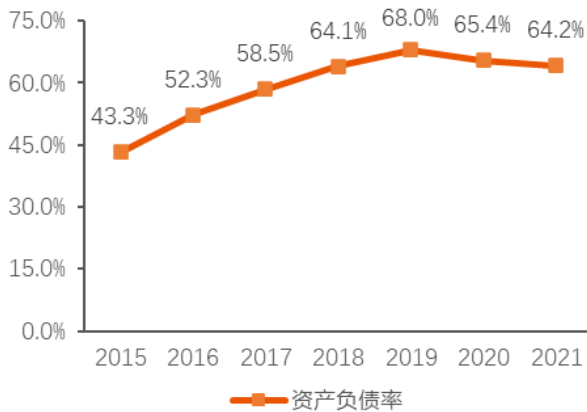
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.2. 垃圾焚烧：项目稳定运营，带动公司增长

2019 年、2020 年公司的生活垃圾焚烧发电项目进入集中建设期，为项目贷款相应较多，从而资产负债率有所上升。截至 2021 年，公司已有 12 个成熟运营的生活垃圾焚烧发电项目，运营规模达 9500 吨/日，其余在手垃圾焚烧项目均已进入建设或投入运营，建成后处理规模共为 11600 吨/日；随着更多项目的投运，资产负债率有望进一步降低。自 2015 年起，公司 ROE 逐步上升，盈利能力较为稳定。

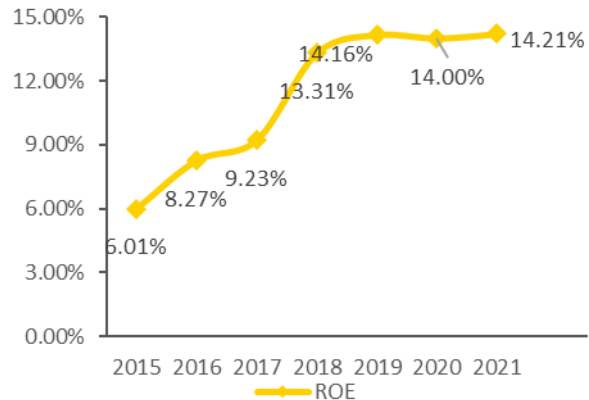
2022H1 生活垃圾处理板块实现收入 5.12 亿元，同比增加 9.25%，毛利率 39.96%，同比下降 1.09pct。主要系 Q2 疫情影响，垃圾量减少且燃料成本有所增加，但新增了内江和台州项目，总体收入保持增长，毛利率略下降。已投运项目运营情况良好，这些项目有良好的抗波动、抵御风险的属性。

图 24：2015-2021 年资产负债率



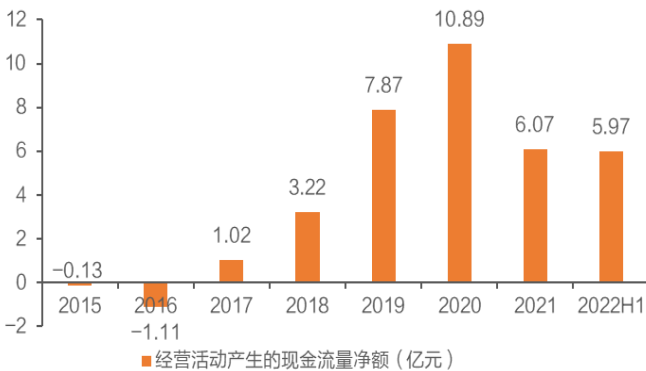
资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：2015-2021 年 ROE 变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：2015-2022H1 经营活动现金流



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：2021 年已运营的垃圾焚烧项目

项目	处理 (吨/日)
江苏泗洪县生活垃圾焚烧发电厂	800
广西贺州市生活垃圾焚烧发电厂	500
新疆和田市生活垃圾焚烧发电厂	1,000
湖南岳阳市生活垃圾焚烧发电厂	1,200
河南濮阳市静脉产业园综合垃圾焚烧发电厂	1,000
湖北荆门市中心城区生活垃圾焚烧发电厂	700
天津市静海区新能源环保发电厂	1,000
江苏新沂市生活垃圾焚烧发电厂	800
山东临邑县生活垃圾焚烧发电厂	800
北京顺义区生活垃圾焚烧发电厂	700
四川资中县生活垃圾焚烧发电厂	600
浙江天台县生活垃圾综合处理厂	400
合计	9500

资料来源：wind，天风证券研究所

在“碳中和”目标驱动下，循环利用理念倡导下，更多板块能互相协同发展，公司若能在前端固废回收处理延伸至后端金属类产品的深度加工，资源得到充分的整合，运营能力及经营效益有望更上一层楼，在固废行业成为领军企业。

4. 盈利预测

基于以上分析以及公司未来布局，我们预测：

1. 固废处理运营板块：1) 考虑疫情影响+西南地区限电，重庆耀辉、金昌高能、靖远高能、鑫盛源和正弦波等在建项目，建设进度略晚于预期；2) 部分原材料的成本上涨较大，市场竞争异常激烈，利润盈利空间减少，因此预计 2022 年收入增长速度为

17%，毛利率为 21%；2023-2024 年，我们考虑到新增生产线还需产能爬坡的时间，我们预估 2023-2024 年收入增长分别为 33%/22%，毛利率分别为 20.09%/21.91%。

2. **固废处理工程板块：**1) 2022 上半年，生活垃圾处理工程较去年同期项目量减少，以及疫情原因导致有效开工时间不足，因此我们预计 2022 年收入增长为 7%，涨幅较小；2) 基于公司未来业务重心的转移，我们认为公司未来此块业务增速放缓，2023-2024 年收入增长分别为 10%/8%，2023-2024 年毛利率分别为 26%/27%。
3. **环境修复工程：**我们预计此块业务 2022-2024 年收入增长分别为 16%/16%/15%，2022-2024 年毛利率分别为 27%/27%/28%。

表 4：业务拆分

(单位：亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	68.27	78.27	89.24	111.26	131.12
yoy	34.51%	14.65%	14.02%	24.67%	17.86%
总成本	59.67	59.19	68.71	86.60	100.38
yoy	50.08%	-0.81%	16.09%	26.04%	15.90%
毛利	8.6	19.07	20.52	24.65	30.74
毛利率	13%	24%	23.00%	22.15%	23.44%
固废处理运营					
收入	20.06	47.86	55.8	74.0	90.2
yoy	-33%	139%	17%	33%	22%
成本	13.64	37.55	44.12	58.57	70.43
毛利	6.42	10.31	11.73	14.87	19.76
毛利率	32.00%	21.54%	21.00%	20.09%	21.91%
业务收入比例	29%	61%	63%	67%	69%
固废处理工程					
收入	29.85	18.65	20.00	22.00	23.76
yoy		-38%	7%	10%	8%
成本	26.03	13.39	14.76	16.28	17.46
毛利	3.82	5.26	5.25	5.72	6.30
毛利率	12.80%	28.20%	26.23%	26.00%	27%
业务收入比例	44%	24%	22.41%	19.78%	18.12%
环境修复					
收入	16.18	8.65	10.03	11.59	13.33
yoy	-1%	-47%	16%	16%	15%
成本	10.93	5.97	7.32	8.46	9.66
毛利	5.24	2.68	2.71	3.13	3.67
毛利率	32%	31%	27%	27%	28%
业务收入比例	24%	11%	11%	10%	10%
其他					
收入	2.18	3.10	3.35	3.62	3.84
yoy	-52%	42%	8%	8%	6%
成本	1.87	2.28	2.51	2.70	2.82
毛利	0.31	0.82	0.84	0.92	1.02
毛利率	14%	27%	25%	26%	27%
业务收入比例	3%	4%	4%	3%	3%

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑到：1) 危废处置行业市场竞争激烈，处置价格下跌，2) 疫情影响了项目投运+发展速度，3) 新项目建成需要产能爬坡时间等原因，我们下调了 2022-2023 年归母净利润

10.1/13.3 亿元（前次预测时间 2021 年 8 月 17 日）至 8.55/10.27 亿元。

我们选取了与高能环境业务板块与模式相似及环保行业领域相关标的凯美特气（002549.SZ）、伟明环保（603568.SH）、中国天楹（600323.SH）和浙富控股（002266.SZ）作为可比公司，可比公司 2023 年对应 PE17.4x，我们给予高能环境 2023 年 PE18x，对应目标股价为 12.06 元，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值（截至 2022 年 12 月 20 日）

代码	证券简称	市值（亿元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002549.SZ	凯美特气	113.38	0.35	0.56	0.77	50.33	31.45	22.90
603568.SH	伟明环保	312.41	1.08	1.42	1.95	17.12	12.98	9.47
000035.SZ	中国天楹	139.31	0.24	0.38	0.51	23.47	14.79	10.77
002266.SZ	浙富控股	214.79	0.31	0.39	0.41	13.01	10.29	9.64
	均值					25.98	17.38	13.20

资料来源：wind，天风证券研究所

注：根据 wind 一致预测

5. 风险提示

- 行业政策风险：**环保行业受行业及地方政策的影响较大，行业的景气度与其密切相关。若国家对相关细分行业的政策进行调整，将会影响公司在该领域的获取订单量，从而影响业绩；公司从事的生活垃圾焚烧发电业务，若补贴标准政策波动，将影响项目收益的稳定性。
- 行业竞争加剧风险：**目前市场集中度较低，竞争对手在其各自擅长领域谋求发展，在不断地拓展和延伸，若未来有更多公司通过项目投资、合作经营等方式进入，将导致公司的市场份额受到影响，影响公司的业绩增长的风险。
- 新建项目产能投运不及预期：**若公司目前新建生产线的建设进度及产能利用率提升不及预期，将影响公司未来的业绩增长。
- 原材料及产品价格波动风险：**固危废资源化利用项目中，涉及铜、铅等金属产品，原材料与大宗商品价格相关，大宗商品价格波动将对原材料价格产生影响；公司适时会用套期保值去锁定利润，但若短期内剧烈波动，会影响项目短期的盈利能力。
- 应收账款的回收风险：**随着公司收入规模增加，应收账款金额相应增加；若客户未按时支付或支付出现问题，从而会影响应收账款的按期收回，影响公司的现金流，存在一定的流动性风险或坏账风险。
- 安全生产的风险：**公司已完成和在建的项目区域分布广，在研发、技术服务和项目实施过程中，若发生安全生产事故，会给公司经营管理者带来一定风险，且对相应的工程项目的顺利实施产生影响，从而影响公司正常经营。
- 疫情影响：**若工程项目的建设地发生疫情，将直接影响人员、材料、设备的到场和实施；运营项目不仅影响原辅材料的采购、收集和运输，甚至具有暂停生产经营的风险，从而影响项目的盈利。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,296.59	855.51	993.15	1,216.02	1,433.17
应收票据及应收账款	918.16	1,384.84	862.39	1,671.52	1,314.87
预付账款	264.33	232.22	344.23	409.30	443.22
存货	1,196.82	1,245.65	2,500.69	1,647.10	3,493.02
其他	591.43	1,287.20	2,146.40	3,754.34	3,621.91
流动资产合计	4,267.33	5,005.41	6,846.86	8,698.28	10,306.19
长期股权投资	870.12	944.07	944.07	944.07	944.07
固定资产	972.33	1,265.74	1,890.69	2,463.77	2,237.34
在建工程	256.30	364.10	266.03	266.51	266.51
无形资产	6,181.39	6,153.11	5,912.02	5,670.92	5,429.83
其他	1,198.06	988.30	1,166.99	1,123.16	1,087.20
非流动资产合计	9,478.19	9,715.33	10,179.80	10,468.43	9,964.95
资产总计	15,430.25	17,333.44	17,026.65	19,166.71	20,271.14
短期借款	1,517.11	2,791.06	1,000.00	1,739.28	1,177.01
应付票据及应付账款	2,561.55	2,340.34	3,350.39	3,822.03	4,491.15
其他	922.15	1,698.58	1,484.27	1,599.54	1,903.34
流动负债合计	5,000.81	6,829.97	5,834.66	7,160.85	7,571.50
长期借款	3,585.09	4,069.62	2,500.00	2,573.47	2,000.00
应付债券	1,234.83	0.00	1,018.37	751.07	589.81
其他	39.36	122.73	122.73	72.06	105.84
非流动负债合计	4,859.28	4,192.35	3,641.10	3,396.60	2,695.65
负债合计	10,095.83	11,120.55	9,475.76	10,557.45	10,267.15
少数股东权益	604.09	719.47	829.70	966.34	1,143.11
股本	809.67	1,064.04	1,525.52	1,525.52	1,525.52
资本公积	1,795.71	1,632.97	1,632.97	1,632.97	1,632.97
留存收益	2,182.52	2,851.91	3,619.25	4,540.98	5,758.58
其他	(57.58)	(55.51)	(56.55)	(56.55)	(56.20)
股东权益合计	5,334.42	6,212.89	7,550.89	8,609.27	10,003.99
负债和股东权益总计	15,430.25	17,333.44	17,026.65	19,166.71	20,271.14

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	636.73	830.58	855.14	1,027.47	1,357.11
折旧摊销	216.84	352.03	414.23	467.53	467.53
财务费用	225.24	296.56	252.91	172.86	219.19
投资损失	(40.11)	(100.60)	(120.00)	(110.30)	(115.15)
营运资金变动	8.66	(775.38)	1,784.76	(1,216.07)	(355.74)
其它	41.46	3.73	123.63	152.15	196.53
经营活动现金流	1,088.82	606.92	3,310.67	493.65	1,769.47
资本支出	2,779.29	753.03	700.00	850.67	(33.78)
长期投资	164.35	73.95	0.00	0.00	0.00
其他	(5,523.42)	(2,874.65)	(1,076.57)	(1,488.79)	47.43
投资活动现金流	(2,579.78)	(2,047.67)	(376.57)	(638.12)	13.65
债权融资	1,292.94	1,015.93	(3,156.48)	488.77	(1,406.56)
股权融资	1,054.22	19.13	360.02	(121.42)	(159.42)
其他	(353.59)	(163.31)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,993.57	871.75	(2,796.46)	367.35	(1,565.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	502.61	(569.00)	137.64	222.87	217.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,826.73	7,826.77	8,923.73	11,125.55	13,112.24
营业成本	5,245.81	5,919.10	6,871.62	8,660.78	10,038.27
营业税金及附加	25.58	44.64	39.82	51.60	64.70
销售费用	93.41	98.22	111.55	139.34	164.07
管理费用	325.30	373.96	379.26	502.21	574.58
研发费用	211.47	247.36	279.23	349.87	411.32
财务费用	208.53	281.70	252.91	172.86	219.19
资产/信用减值损失	(77.57)	(136.10)	(65.34)	(93.61)	(93.52)
公允价值变动收益	(0.04)	(0.99)	0.79	(0.17)	(0.50)
投资净收益	40.11	100.60	120.00	110.30	115.15
其他	29.10	(10.29)	0.00	0.00	0.00
营业利润	725.03	908.57	1,044.79	1,265.42	1,661.25
营业外收入	1.26	3.57	3.57	2.80	3.19
营业外支出	7.47	27.57	6.80	11.74	9.27
利润总额	718.83	884.58	1,041.56	1,256.49	1,655.17
所得税	82.10	53.99	63.58	76.69	101.03
净利润	636.73	830.58	977.99	1,179.79	1,554.14
少数股东损益	86.66	104.33	122.85	152.32	197.03
归属于母公司净利润	550.07	726.25	855.14	1,027.47	1,357.11
每股收益 (元)	0.36	0.48	0.56	0.67	0.89

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	34.51%	14.65%	14.02%	24.67%	17.86%
营业利润	28.10%	25.31%	14.99%	21.12%	31.28%
归属于母公司净利润	33.51%	32.03%	17.75%	20.15%	32.08%
获利能力					
毛利率	23.16%	24.37%	23.00%	22.15%	23.44%
净利率	8.06%	9.28%	9.58%	9.24%	10.35%
ROE	11.63%	13.22%	12.72%	13.44%	15.32%
ROIC	11.73%	11.29%	9.86%	12.64%	14.39%
偿债能力					
资产负债率	65.43%	64.16%	55.65%	55.08%	50.65%
净负债率	98.26%	112.35%	52.17%	50.85%	29.72%
流动比率	1.14	1.10	1.17	1.21	1.36
速动比率	0.91	0.92	0.74	0.98	0.90
营运能力					
应收账款周转率	9.55	6.80	7.94	8.78	8.78
存货周转率	3.84	6.41	4.76	5.36	5.10
总资产周转率	0.51	0.48	0.52	0.61	0.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.48	0.56	0.67	0.89
每股经营现金流	0.71	0.40	2.17	0.32	1.16
每股净资产	3.10	3.60	4.41	5.01	5.81
估值比率					
市盈率	26.68	20.21	17.16	14.28	10.81
市净率	3.10	2.67	2.18	1.92	1.66
EV/EBITDA	11.51	13.60	10.38	9.49	7.30
EV/EBIT	13.53	16.69	13.49	12.32	9.00

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com