

高瞻深铸链 能炼十足金

——高能环境（603588.SH）首次覆盖报告

环保

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

环保工程起家，逐步向运营服务转型。公司自环保工程与环境修复业务起家，14 年上市后确立了环境修复、危废处置及垃圾焚烧三个核心业务领域。在环保行业进入工程向运营切换的时期，公司着力提升危废资源化/无害化及生活垃圾焚烧等运营服务业务。22 年运营服务板块营收占比已提升至 60% 以上。

运营转型聚焦危废资源化。从公司营收毛利构成来看，随着垃圾焚烧投运规模提升及处理能力的释放，22 年生活垃圾运营业务毛利及占比显著提升；此外，危废资源化项目开始逐步释放业绩，22 年营收占比近增至 46.2%，毛利占比提升至 27.5%，成为公司业绩主要贡献板块。

我国危废产能过剩，区域差异明显，资源化成整合抓手。随着法律政策监管法规的逐步加严，我国危废产量过去 10 年间快速攀升，而危废核准利用处置规模增速更甚，导致产能过剩，且区域分布不均，华东华南过剩而西北有一定缺口，且不同省份危废种类、利用处置产能利用率差异明显。过剩产能导致处置经济性承压，而资源化成为“小散弱”危废市场整合的重要抓手。

针对重点区域布局，深度回收闭环放量增利。

- ◆ **公司针对重点区域的重点危废进行布局，在区域内围绕重点危废类型形成龙头竞争优势。**公司在构筑资源化闭环的探索中，着眼区域工业危废特点，针对重点资源化品类延伸深加工资源化链条，主要针对甘肃、川渝、云贵、江西等省市地区，围绕区域内重点危废类型（HW22 含铜废物、HW46 含镍废物、HW23 含锌废物、HW48 有色金属采选和冶炼废物等），形成了甘肃地区镍铅资源化闭环，西部地区铜、铅及其他金属资源化闭环，构筑了重点区域重点危废品类的规模龙头优势，同时，深度资源化产能开始爬坡释放。
- ◆ **深度资源化提升盈利水平，区域联动增强巩固产业链。**随着金属资源化回收程度逐步加深，回收产物品位逐步提升，且可进一步回收废料中的镉铋金银等金属产生额外收益，进一步提升资源化盈利水平；而危废区域间联动的增强，则加深巩固了深度资源化产业链的联动。

投资建议：公司已打通危废多金属资源化回收闭环，深度回收产能释放在即，在资源化业务聚焦的地区均为规模龙头，资源化产业链联动充分，在行业整合阶段具有一定竞争优势。我们给予公司 23 年 16 倍估值，目标价 11.68 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：危废利用及深度资源化产能释放不及预期，危废资源化竞争加剧，金属价格发生剧烈波动等。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,827	8,774	12,797	15,919	19,548
增长率（%）	14.6%	12.11%	45.9%	24.4%	22.8%
归母净利润（百万元）	726	692	1,118	1,476	1,845
增长率（%）	32.0%	-4.7%	61.4%	32.1%	25.0%
净资产收益率（%）	13.22%	7.8%	11.19%	12.9%	14%
每股收益（元）	0.69	0.51	0.73	0.97	1.21
PE	14.01	18.96	13.2	9.99	7.99
PB	1.87	1.66	1.48	1.29	1.12

资料来源：公司公告、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2023 年 5 月 3 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

张远澄

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122020006

电子邮箱：zhangyuancheng@shgsec.com

交易数据

时间 2023.5.3

总市值/流通市值（亿元）	150.6/146.6
总股本（亿股）	15.26
资产负债率	58.28%
每股净资产（元）	5.96
收盘价（元）	9.87
一年内最低价/最高价（元）	9.3/13.38

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

证券研究报告

内容目录

1. 顺时而动 转型运营专注资源化.....	4
2. 过剩与区域差异下 资源化成整合关键抓手.....	6
2.1 产废端：产量存量齐增 区域差异显著.....	6
2.2 处理端：产能过剩分布不均 资源化为整合抓手.....	9
2.2.1 处理能力快速增长 过剩导致利用率不足.....	9
2.2.2 产能过剩面临整合 资源化成重要抓手.....	10
3. 针对重点区域危废 深度回收闭环开始转动.....	12
3.1 构筑多品类危废深度资源化利用产业链.....	12
3.2 区域性针对布局.....	14
3.2.1 甘肃省.....	14
3.2.2 重庆市.....	16
3.2.3 湖北省.....	17
3.2.4 贵州省.....	18
3.2.5 广东省.....	18
3.2.6 江西省.....	18
3.3 覆盖区域联动增强 资源化产业链巩固.....	20
3.3.1 深度回收贯通 提升盈利水平.....	20
3.3.2 公司覆盖区域联动持续推进 促进产业链成型.....	21
4. 盈利预测.....	21
4.1 关键假设.....	21
4.1.1 危废资源化.....	21
4.1.2 危废无害化.....	23
4.1.3 垃圾焚烧.....	23
4.1.4 环境修复.....	24
4.1.5 环保工程.....	25
4.2 业绩预测.....	25
4.3 估值.....	26
5. 风险提示.....	27

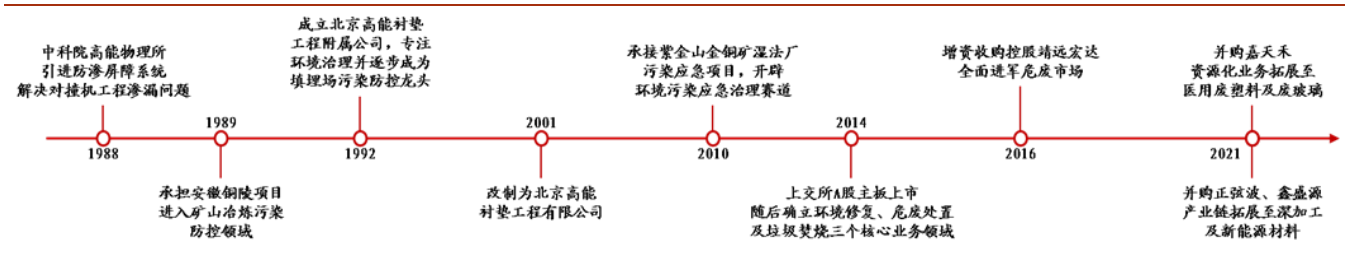
图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构与核心业务板块.....	4
图 3：公司历年工程与运营服务营收（百万元）.....	4
图 4：公司历年工程与运营服务营收占比.....	4
图 5：公司 11-23Q1 归母净利润及同比增速.....	5
图 6：公司 11-23Q1 经营性净现金流净额.....	5
图 7：公司 19-22 年各业务营收（百万元）.....	6
图 8：公司 19-22 年各业务毛利（百万元）.....	6
图 9：01-21 年我国危险废物产量及同比增速.....	6
图 10：16-21 年全国媒体曝光的危险废物典型环境违法案件数及危废产量同比增速.....	7
图 11：01-21 年我国危险废物利用处置量、综合处置率及累计未利用处置量.....	7
图 12：21 年我国分省危险废物产量（万吨）.....	8
图 13：21 年我国各省危废产量占比.....	8

图 14:	21 年各省危废产量 CAGR-10 与 CAGR-5 增速.....	8
图 15:	我国各行业危险废物产量占比.....	8
图 16:	全国危废核准收集利用处理能力及经营许可证颁发数.....	9
图 17:	危险废物核准收集利用处置能力及利用率.....	9
图 18:	我国各地区危险废物产量、利用处置量与处置率 (万吨)	10
图 19:	2021 年各省危险废物利用处置产能利用率.....	10
图 20:	18-21 年全国典型危废焚烧价格.....	11
图 21:	18-21 年全国典型危废填埋价格.....	11
图 22:	公司危废资源化与处置公司分布.....	12
图 23:	16-22 公司危废资源化与无害化核准产能.....	12
图 24:	公司金属资源化产业链.....	13
图 25:	公司非金属资源化产业链.....	13
图 26:	公司金属资源化产业链详图.....	14
图 27:	我国镍矿储量.....	14
图 28:	我国铅矿储量.....	14
图 29:	17-21 年甘肃省危废产生利用处置量 (万吨)	15
图 30:	16-20 年甘肃省危废产量构成.....	15
图 31:	公司甘肃地区危废深度资源化产业链情况.....	16
图 32:	重庆市危险废物产生、利用处置量及缺口 (万吨)	17
图 33:	重庆市含 HW22 含铜废物的核准利用处置规模构成.....	17
图 34:	湖北省危险废物产生利用处置量 (万吨)	17
图 35:	湖北省危险废物产生量构成.....	17
图 36:	我国各省份铜储量占比.....	18
图 37:	2021 年江西省危险废物产生量构成.....	18
图 38:	江西危险废物产量.....	19
图 39:	2020 年江西省危废产生、接收、贮存情况.....	19
图 40:	公司危废回收产品链不断加深.....	20
图 41:	公司持有核准危废资源化产能 (万吨)	21
图 42:	公司实际危废资源化产能释放估算 (万吨)	21
图 43:	16-22 年公司资源化利用的主要金属年均价格走势.....	22
图 44:	19-22 年公司资源化业务营收及同比增速.....	22
图 45:	19-22 年公司资源化业务毛利率.....	22
图 46:	19-22 年公司危废处置业务营收及同比增速.....	23
图 47:	19-22 年公司危废处置业务毛利率.....	23
图 48:	16-21 年公司环境修复与环保工程新签合同额 (百万元)	24
图 49:	11-22 年公司环境修复营收及同比增速.....	24
图 50:	11-22 年公司环境修复毛利率.....	24
图 51:	公司环境修复营收、新签订单及按预估项目执行进度平滑处理后的新签订单释放情况.....	24
图 52:	公司 11-22 环保工程营收及同比增速.....	25
图 53:	公司 11-22 环保工程毛利率.....	25
表 1:	公司营业收入预测.....	26
表 2:	公司及可比公司 PE 估值.....	26
表 3:	公司盈利预测表.....	28

1. 顺时而动 转型运营专注资源化

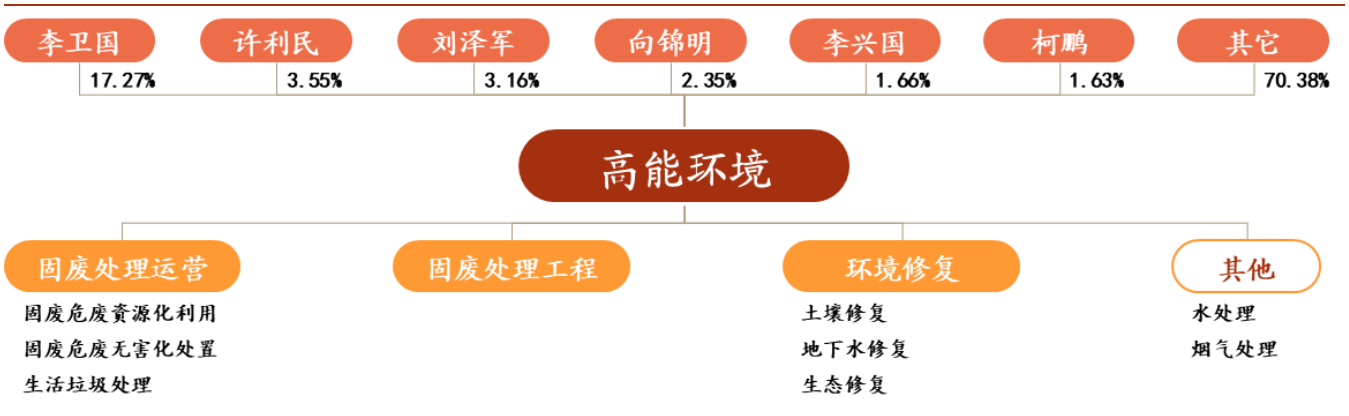
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

公司成立于1992年，前身为中科院高能物理所，自环保工程与环境污染治理修复起家。上市后确立了环境修复、危废处置及垃圾焚烧三个核心业务领域，并通过收购逐步确立在危废处理处置行业的龙头地位，公司22年投运及在建项目危废经营许可证核准处理规模已达近115万吨/年。

图2：公司股权结构与核心业务板块

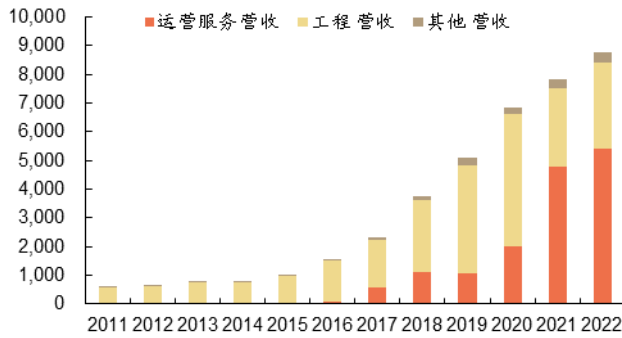


资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

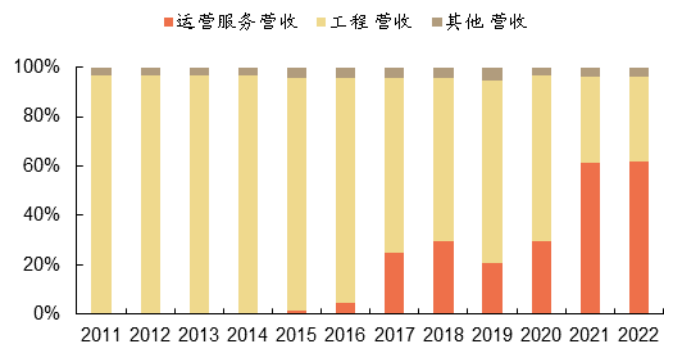
环保工程起家，逐步向运营服务转型。过去数十年是环保建设的黄金年代，政策领域对于污染治理与环境保护能力提升的重视使得环保工程建设领域维持了较长时间的旺盛。但随着能力提升逐步饱和，工程建设市场空间必然承压，而十三五期间PPP等模式的出台及相关政策的调整，已可明确预见环保领域将进入由能力建设向运营提升的发展主线切换。公司在十二五末期上市，在十三五期间着力提升运营服务业务的占比，自16年至今，运营服务营收占比已由不足5%提升至60%左右。

图3：公司历年工程与运营服务营收（百万元）

图4：公司历年工程与运营服务营收占比



资料来源: iFinD, 申港证券研究所; 18年之前数据为根据披露口径估算

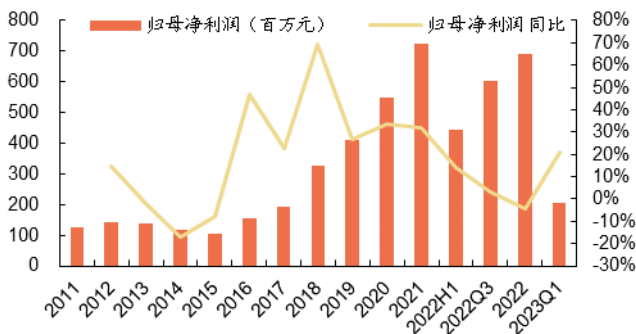


资料来源: iFinD, 申港证券研究所; 18年之前数据为根据披露口径估算

- ◆ 公司经营模式主要分为工程承包和投资运营两种。上市之初，公司主要以工程承包为主，具体包括土壤修复、地下水修复、流域治理等环境修复工程，以及固废处理处置设施建设工程、水/烟气处理设施建设工程等。而投资运营模式主要通过PPP、BOT、BOO、TOT等模式提供垃圾焚烧、工业危废处理处置等环境治理服务。
- ◆ 经过公司14年上市前后的经营，至16年末，公司积累了27个运营类项目，包括以垃圾焚烧为主的城市环境领域运营项目11个，以工业固废处理处置为主的工业环境领域运营项目16个。随着项目逐步进入运营期，公司运营服务板块的营收占比逐步提升至22年的61.7%。

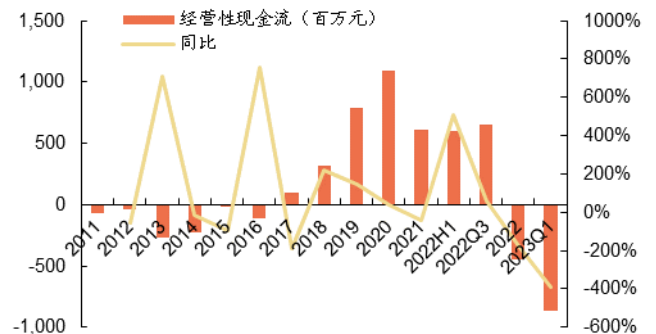
营收净利持续增长，运营占比提升改善现金流。16年至21年，随着运营项目的逐步投运，公司营收及归母净利润持续攀升，5年间营收的CAGR达38%，归母净利润的CAGR达35.9%。同时，随着运营项目的投产，公司经营性现金流获得显著改善，由17年前0~3亿元左右，最高提升至20年10.89亿元。进入21年，由于公司为危废资源化项目投产做准备，购入较多原材料，导致经营性现金流净额相对较低；22年及23年Q1，公司为保障江西鑫科投产后能顺利生产运营，第四季度继续支付10.97亿的原材料采购款，使经营性现流转负。

图5: 公司11-23Q1归母净利润及同比增速



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

图6: 公司11-23Q1经营性净现金流净额

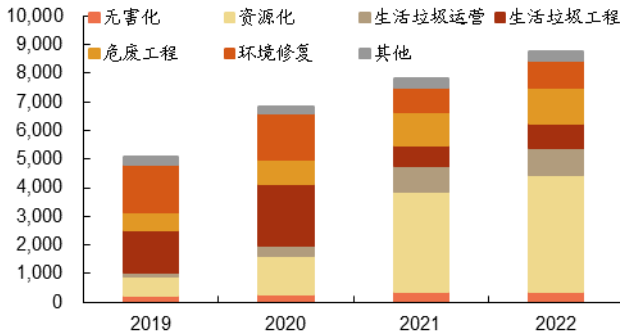


资料来源: iFinD, 申港证券研究所

运营转型侧重危废资源化。从公司营收毛利构成来看，工程业务主要以环境修复为主，但随着公司向运营服务的战略倾斜，对于工程业务的内部审核门槛提高，21年环境修复业务营收毛利双降。而随着垃圾焚烧投运规模提升及处理能力的释放，21年生活垃圾运营业务毛利及占比显著提升；此外，危废资源化项目开始逐步释放业绩，22年营收占比近增至46.2%，毛利占比提升至27.5%，成为公司业绩主要

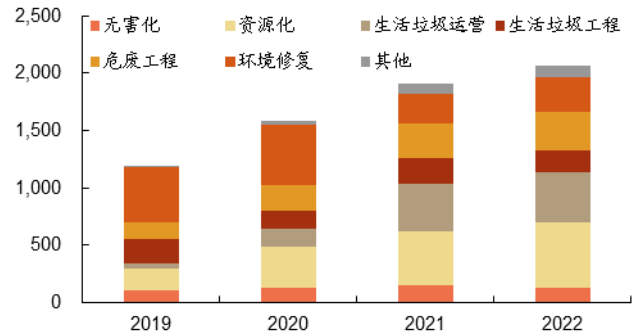
贡献板块。

图7: 公司 19-22 年各业务营收 (百万元)



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

图8: 公司 19-22 年各业务毛利 (百万元)



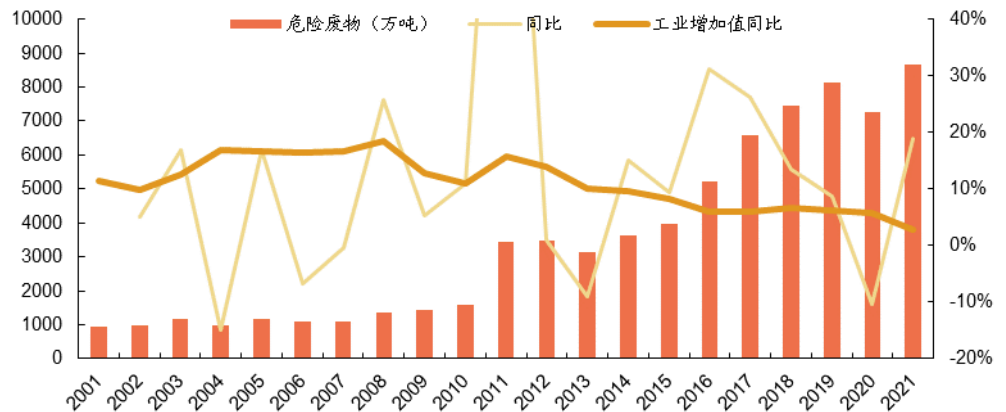
资料来源: iFinD, 申港证券研究所

2. 过剩与区域差异下 资源化成整合关键抓手

2.1 产废端: 产量存量齐增 区域差异显著

危险废物一般指具有毒性、腐蚀性、易燃性、反应性或者感染性中一种或几种危险特性的、或者不排除具有危险特性且可能对生态环境或人体健康造成有害影响故需要按照危险废物进行管理的固体废物 (包括液态废物)。而根据最新版《危险废物名录》，我国目前共有 50 大类 467 种危险废物，废物来源包括石油化工、金属开采冶炼加工、钢铁煤炭、造纸印染、医疗卫生等绝大多数工业产业。

图9: 01-21 年我国危险废物产量及同比增速



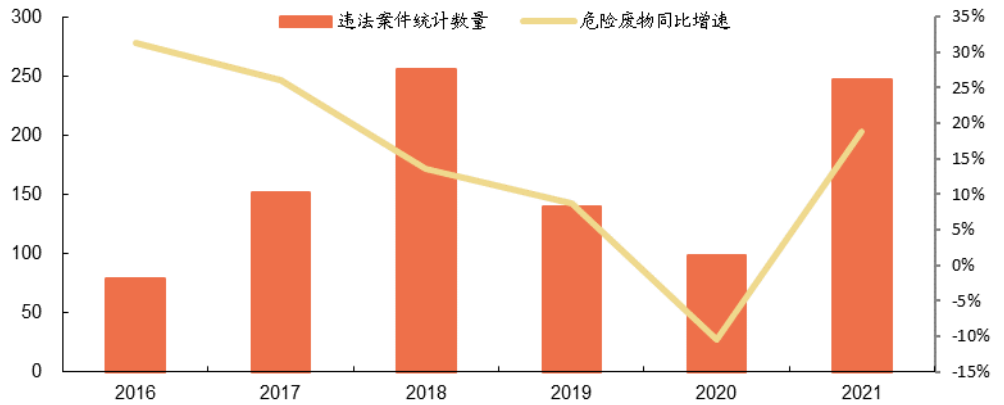
资料来源: 中国生态环境统计年报, 申港证券研究所

危废监管政策的完善与加严, 是危废产量提升的重要影响因素。我国目前危险废物的产生量由企业自行申报, 生态环境部门进行汇总, 统计数据并未完全覆盖实际危废产量。因此, 过去十年来, 危废持续增长一方面是由于我国城镇化与工业化得推进, 另一方面也得益于危废监管政策的逐步加严, 使得越来越多未纳入监管统计范畴的危险废物得以显现。

- ◆ 2011 年, 国家工业危废申报口径从一年产生 10 千克纳入统计改为 1 千克, 统计数据由 2010 年的 1586 万吨激增至 3431 万吨, 增幅超过 100%。

- ◆ 2013 年，国家“两高”司法解释出台，明确了“严重污染环境”等条款内容的认定条件，规定了 14 项具体情形，非法排放、倾倒、处置危废三吨以上即可入刑。危废产生量在 2014 年提升近 500 万吨。
- ◆ 2016 年，“两高”再次发布司法解释，将可认定“严重污染环境”的情形由 14 种提升到 18 种。此外，生态环境部会同公安部联合开展打击涉危险废物环境违法犯罪行为专项行动，对可能违法违规堆存、填埋地点进行全面排查。司法与执法的提升带动当年危废产生量同比增长近 1/3。

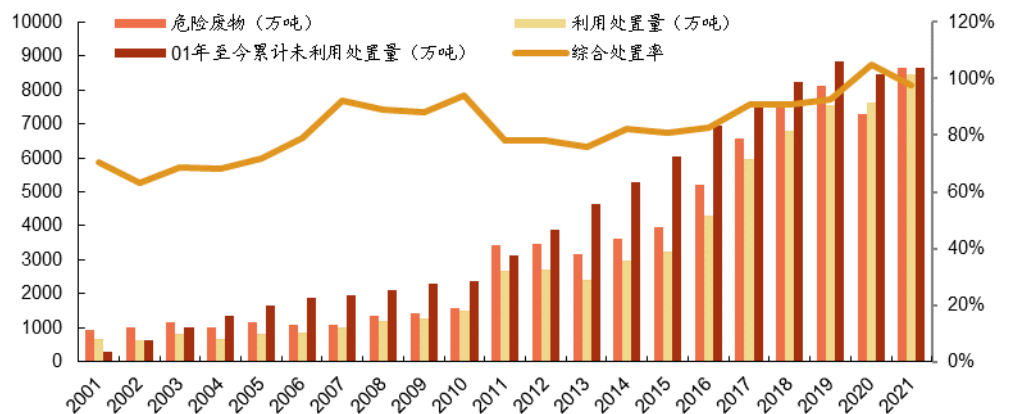
图10: 16-21 年全国媒体曝光的危险废物典型环境违法案件数及危废产量同比增速



资料来源: 李静《2016-2021 年我国危险废物环境管理及市场变化研究》, 中国生态环境统计年报, 申港证券研究所

- ◆ 2016 年后，危险废物环境违法犯罪执法力度持续提升。16-18 年，在危废环境违法犯罪打击专项行动的催动下，全国媒体曝光危险废物违法案件数量显著提升。2015-2019 年，危险废物产量持续增长，CAGR 超 15%。2020 年，因客观因素影响，我国除医疗废物外的危险废物产量同比首次转负。21 年随着经济恢复，执法力度加严，全年危废产量升高至 8600 万吨以上，同比高增 18.8%，相比 2019 年亦有 6% 的同比增长。

图11: 01-21 年我国危险废物利用处置量、综合处置率及累计未利用处置量

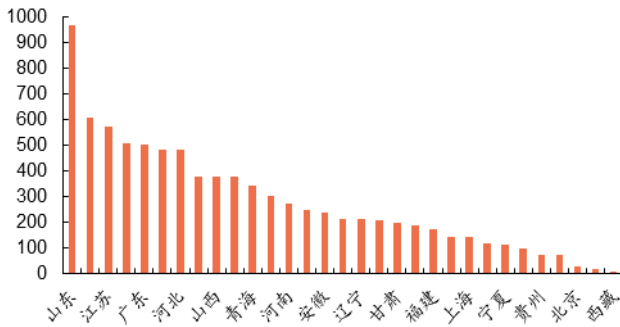


资料来源: 生态环境部, 申港证券研究所

贮存未处理量大，存量处理迫在眉睫。我国危险废物整体的综合利用及处置率自 11 年起由 78.4% 逐年攀升至 21 年的 97.8%，但与产量增速相比仍有一定缺口。按产量与利用处置量的差值估算，自 01 年至今，未经利用处置的危险废物量累计已超 8600 万吨。而根据国家统计局数据显示，我国 2020 年底未利用处置的危废存量

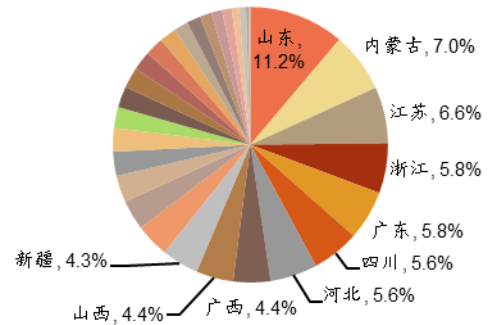
已接近 1.2 亿吨左右。

图12：21 年我国分省危险废物产量 (万吨)



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

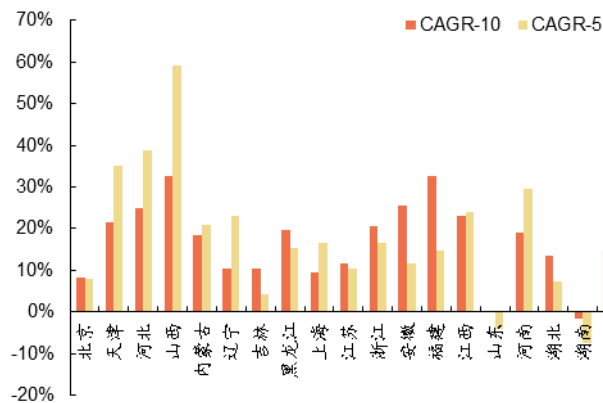
图13：21 年我国各省危废产量占比



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

华东地区为主要产废地。从产废地区来看，我国危险废物主要集中在华东地区，2021 年危险废物产量占全国总量的 32.2%，其次是华北 (18.1%)、华南 (17.6%) 和西北地区 (14.4%)。分省来看，山东地区危废产量遥遥领先，21 年产量占比达 11.2%，其次分别为内蒙古 (7%)、江苏 (6.6%)、浙江 (5.8%)、广东 (5.8%)。

图14：21 年各省危废产量 CAGR-10 与 CAGR-5 增速

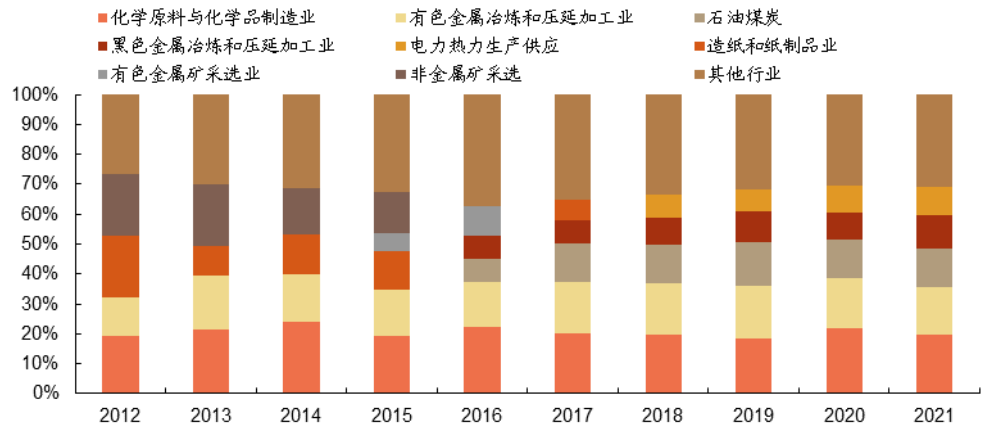


资料来源：国家统计局，申港证券研究所

我国各地区危险废物产量因当地主导产业差异而各有不同，危废的分布呈现出显著的地域性。

- ◆ 从产废行业来看，我国危险废物主要来源为化学原料与化学品制造业及有色金属冶炼和压延加工业，此二产业危险废物产量常年维持在总产量的 35% 左右。

图15：我国各行业危险废物产量占比



资料来源：中国生态环境统计年报，申港证券研究所

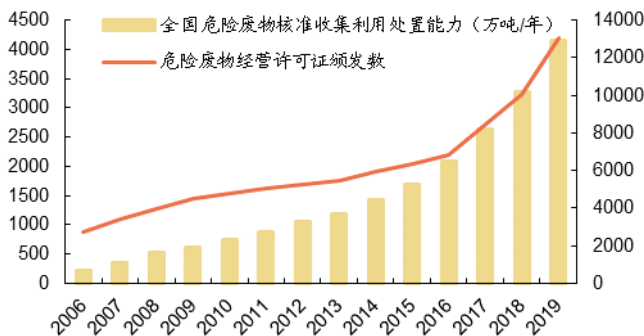
- ◆ 化工与有色金属危废是我国危废的主要类型。我国危险废物流量较大的类别是 HW11 蒸（精）馏残渣、HW33 无机氟化物废物、HW34 废酸、HW48 有色金属冶炼废物、HW35 废碱、HW17 表面处理废物、HW08 废矿物油与含矿物油废物、HW22 含铜废物，以上种类的危险废物产量占总量的 75%左右。
- ◆ 各省主导产业不同，导致危废产物种类亦不尽相同。山东和湖南废碱总产量占全国废碱总量的 86%；广西、四川、江苏、云南、山东五省废酸产量占全国总量的 70%；云南、内蒙古、甘肃、湖南、江西、青海六省有色金属冶炼废物产量占全国总量的 79%；此外，广东、江苏二省含铜废液产量占全国总量的 79%。

2.2 处理端：产能过剩分布不均 资源化为整合抓手

2.2.1 处理能力快速增长 过剩导致利用率不足

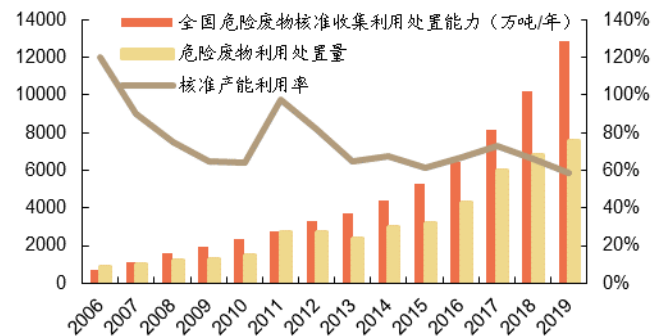
我国危险废物主要的处理处置方式有综合利用、专业回转窑焚烧、水泥窑协同处置、填埋、物化和其他方式。其中，综合利用 70%、专业回转窑焚烧处置 6.5%、水泥窑协同处置 3.9%、填埋处置 5.1%、物化处置 5.8%、其他方式 8.6%。

图16：全国危废核准收集利用处理能力 & 经营许可证颁发数



资料来源：全国大、中城市固体废物污染环境防治年报，申港证券研究所

图17：危险废物核准收集利用处置能力及利用率



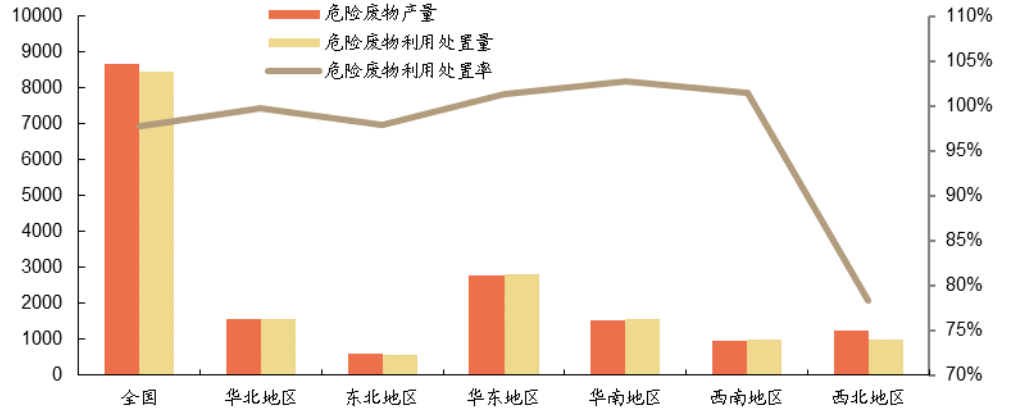
资料来源：中国生态环境统计年报，申港证券研究所

核准收集利用处理能力增长迅速，利用率走低。进入 16 年后，随着危废法规政策与执法监管一道加速发展的，是我国危险废物核准收集利用处置能力。根据生态环境部大中城市固体废物污染环境防治年报显示，15-19 年，我国危废经营许可证颁发数由 2000 张左右提升至 4195 张，危废核准收集利用处置能力由 5000 万吨/年提升至近 1.3 亿吨/年。而到 2021 年，危废核准收集利用处置能力更是达到了 1.6

亿吨/年。然而，核准产能利用率却逐年走低，根据生态环境统计年报数据核算，21年危废核准产能利用率仅在53%左右。

我国危险废物利用处置呈现区域非均态化分布。华东地区和华中地区危险废物利用处置与产废规模相匹配；近年来华北和华南地区危险废物利用处置能力迅速提升；东北地区危废处理能力相对不足，而西北地区危险废物利用处置能力则有一定缺口。

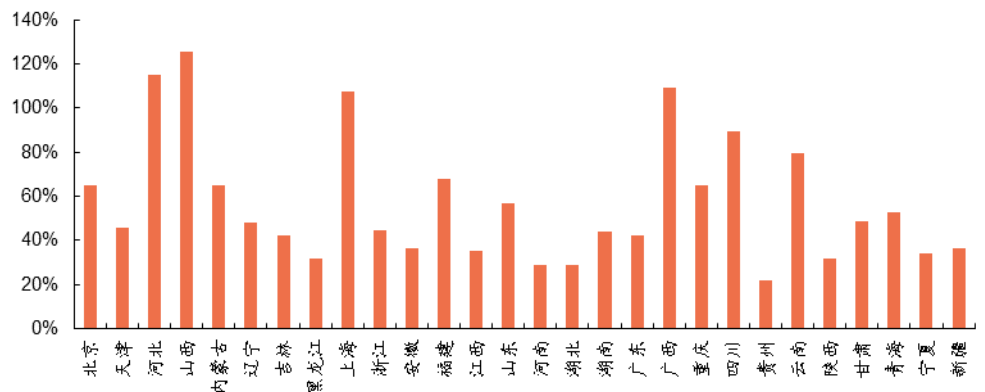
图18：我国各地区危险废物产量、利用处置量与处置率（万吨）



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

跨区转运限制使得各省危险废物利用处置产能利用率水平有较大差距。2019年全国共跨省转移189万吨危险废物，占危险废物利用处置总量的5%。区域间流动的限制使得各省间危险废物处置能力利用率有较大差异。河北、山西、上海、广西、速传、云南利用率相对较高，而全国平均利用处置产能（不含收集贮存等）的利用率约为48.6%。

图19：2021年各省危险废物利用处置产能利用率

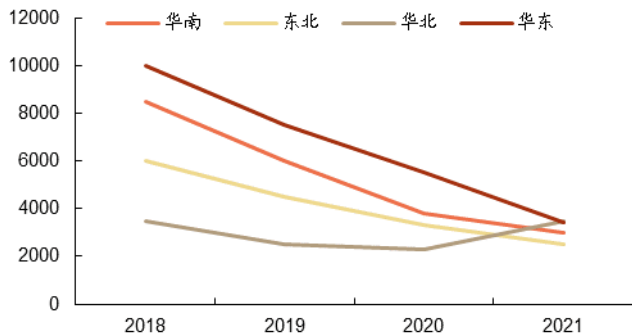


资料来源：各生态环境厅网站，国家统计局，申港证券研究所

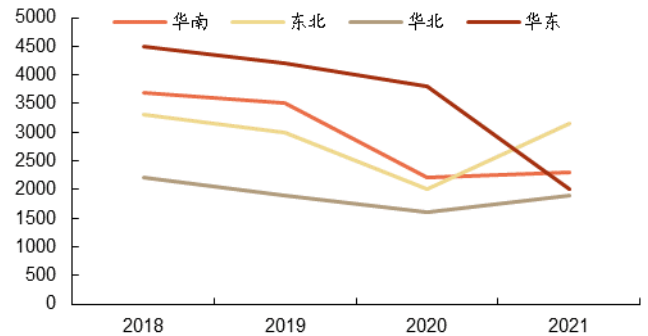
2.2.2 产能过剩面临整合 资源化成重要抓手

原料竞争加剧，危废处置价格快速下跌。进入18年后，危废产能利用率快速走低，部分省份危废产能利用甚至不足40%，同时大量水泥窑协同处置产能进入市场加剧竞争，导致危废处理处置费用快速走低，华南、华东地区危废焚烧处置价格腰斩后

仍持续下降，激烈的原料争夺使得危废处理处置设施建设较早，产能规模扩张较快的华东南地区危废处理处置的收益显著下降。

图20：18-21年全国典型危废焚烧价格


资料来源：李静《2016-2021年我国危险废物环境管理及市场变化研究》，申港证券研究所

图21：18-21年全国典型危废填埋价格


资料来源：李静《2016-2021年我国危险废物环境管理及市场变化研究》，申港证券研究所

区域性特征使行业集中度较低，行业竞争加剧存在整合机遇。危险废物产生与处理处置的区域性特征使得危废行业集中度处于较低水平。19年全国4195张危废经营许可证，对应1.3亿吨危废收集利用处置能力，平均单个危废经营企业规模仅略超3万吨/年；21年全国1.6亿吨危废收集利用处置能力，若仍按4200-4500张危废经营许可证估算，单个危废经营企业规模仍未超4万吨/年。危废产业竞争加剧，处理处置价格快速走低，行业盈利水平下降的现状，叠加小散弱的格局，为行业内的整合提供了机遇。

联防联控联治政策助推资源化成为危废行业整合的重要抓手。在危废处置因竞争剧烈而经济性承压、零填埋趋势导致政策端相对不利，短期内不易恢复的背景下，危废资源化则在经济性与政策支持方面更为有利，在危险废物联防联控联治政策的持续推进下，成为危废行业整合的重要抓手。

- ◆ 我国危废处置的定价各省不尽相同，目前较为普遍采用的定价方式为政府指导价模式，各地收费政策多采用对指导价设置上限或上浮上限，下浮不限的定价方法。在危废竞争加剧与零填埋的政策趋势下，危废处置价格恢复恐将较为缓慢。同时，由于涉及最终处置的危废往往带有较高环境安全风险，通过处置端推动区域间危废治理整合的模式相较通过资源化整合的模式而言，可行性相对较低。
- ◆ 我国近年来一直着力推动危险废物的资源化处理，在危废的收运、利用、处置全过程中为可资源化危废设置便利政策条件。最新的2021年版《危险废物豁免管理清单》相比2016年版，增加了15种在收集、运输、利用、处置过程中可被豁免的危废类别，其中新增了15种利用环节的豁免条件。同时，《清单》还强调在环境风险可控的前提下，对于危险废物的“点对点”定向利用的资源化闭环模式，其利用过程可不按危险废物管理。
- ◆ 在国务院办公厅21年5月发布的《强化危险废物监管利用处置能力改革实施方案》中，着重强调了在严守危险废物环境与安全风险底线的同时，实施联防联控联治，并要求在22年年底，于京津冀、长三角、珠三角和成渝地区等区域建立完善合作机制，加强危险废物管理信息共享与联动执法，实现危险废物集中处置设施建设和运营管理优势互补。区域的联防联控联治，在平衡危险废物与处理处置产能区域性建设不平衡的同时，亦为危废行业通过资源化产业链联动整合区

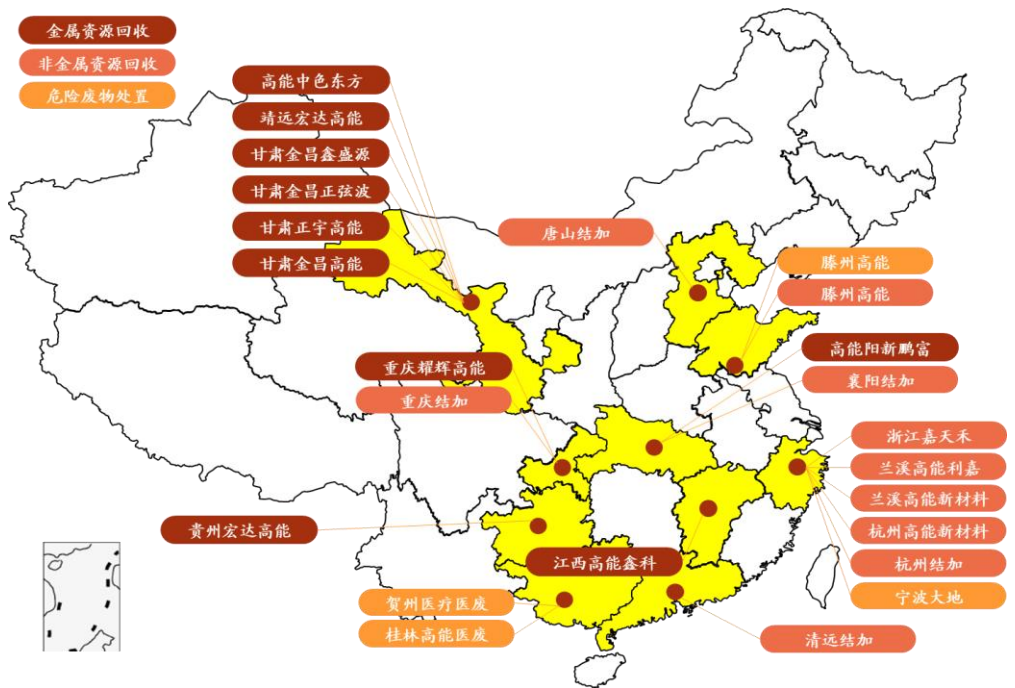
域危险废物治理提供了有力政策支持。

3. 针对重点区域危废 深度回收闭环开始转动

3.1 构筑多品类危废深度资源化利用产业链

公司的金属、非金属固废资源化以及危废处置业务历经 14 年来的收并购与投资共建，现已覆盖甘肃、江西、贵渝、江浙等十省市自治区。其中，危废金属资源化业务主要集中在中西部地区，非金属资源化业务主要集中在东部地区，危废处置业务主要集中在华东华南地区。

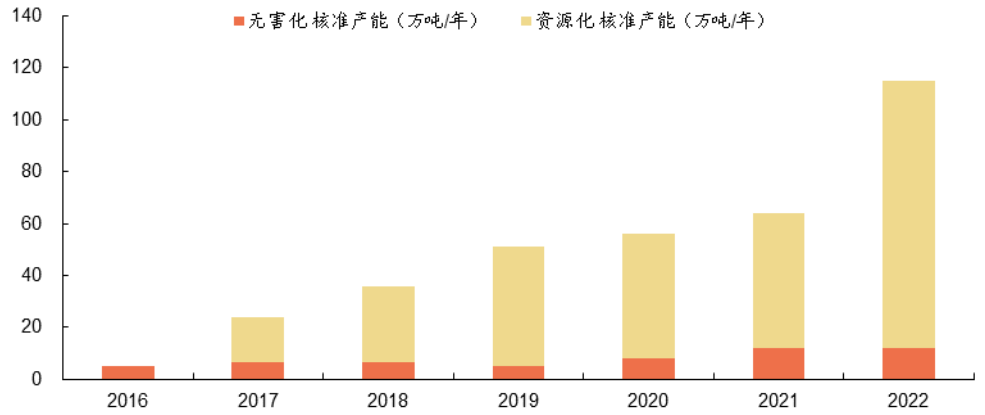
图22：公司危废资源化与处置公司分布



资料来源：公司官网，公司公告，申港证券研究所

产能结构以资源化为主，最终处置为辅。公司通过持续收并购，危废资源回收及最终处置在全国十省份均有布局。截至 22 年，共有资源化产能约 102.6 万吨/年，无害化产能近 12.3 万吨/年。在资源化领域，公司聚焦重点区域、重点废物品类，在金属资源化与非金属资源领域逐步形成了完整的深度资源化产业链。

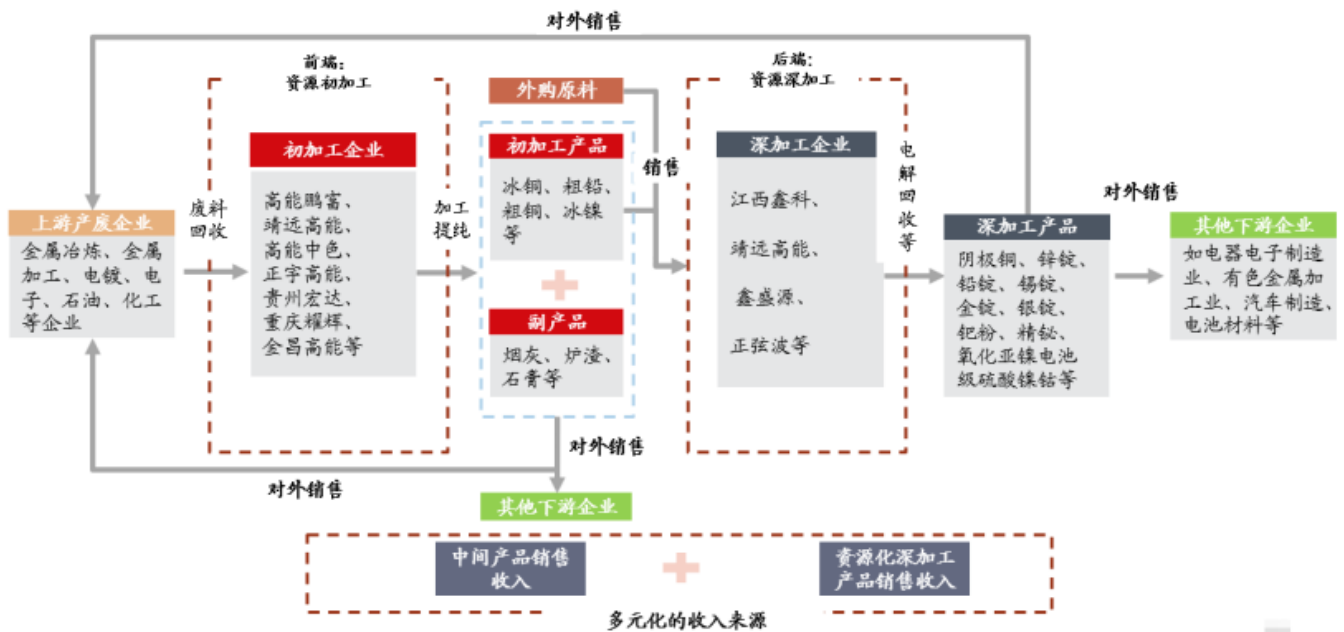
图23：16-22 公司危废资源化与无害化核准产能



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 在金属资源化领域, 公司在重点区域、围绕铜镍铅锌等金属形成危废资源化利用闭环。目前, 公司通过收并购与合资建设, 围绕重点区域, 在甘肃形成了区域金属深度回收闭环; 围绕铜镍锌铅等金属, 在重点产废区域着力覆盖, 形成了铜、镍、锌、铅等金属品类的资源化回收闭环。

图24: 公司金属资源化产业链



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 在非金属资源化领域, 公司围绕废橡胶、废塑料、废玻璃及医疗可回收物等品类, 形成了资源化回收闭环。

图25: 公司非金属资源化产业链

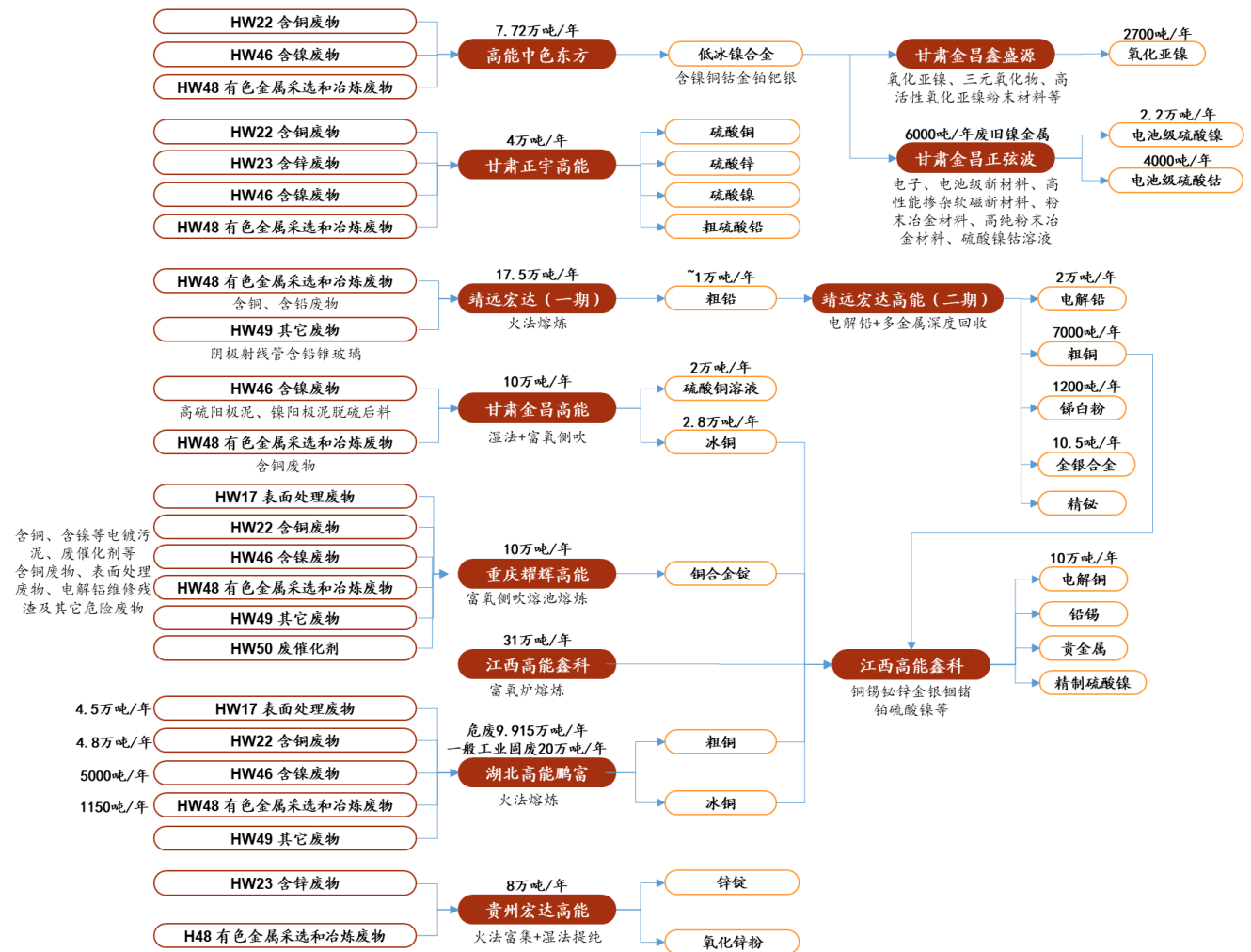


资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

3.2 区域性针对布局

公司针对重点区域的重点危废进行布局, 在区域内围绕重点危废类型形成龙头竞争优势。公司在构筑资源化闭环的探索中, 着眼区域工业危废特点, 针对重点资源化品类延伸深加工资源化链条, 主要针对甘肃、川渝、云贵、江西等省市地区, 围绕 HW22 含铜废物、HW46 含镍废物、HW23 含锌废物、HW48 有色金属采选和冶炼废物等, 形成了甘肃地区镍铅资源化闭环, 西部地区铜、铅及其他金属资源化闭环。

图26: 公司金属资源化产业链详图



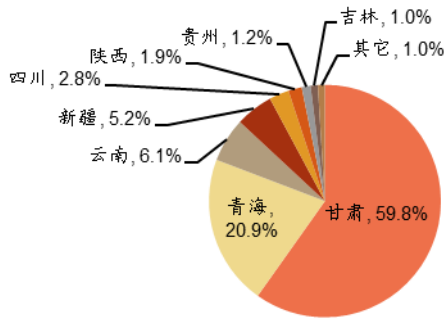
资料来源: 公司公告, 公司官网, 各省生态环境厅, 申港证券研究所

3.2.1 甘肃省

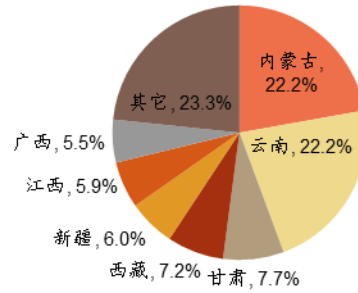
甘肃省镍矿储量占全国总储量的近 60%, 铅储量占全国储量的 7.7%, 排名第三, 是全国矿产资源比较丰富的省份之一, 在矿产资源开采加工使用过程中均会产生大量危险废物。

图27: 我国镍矿储量

图28: 我国铅矿储量



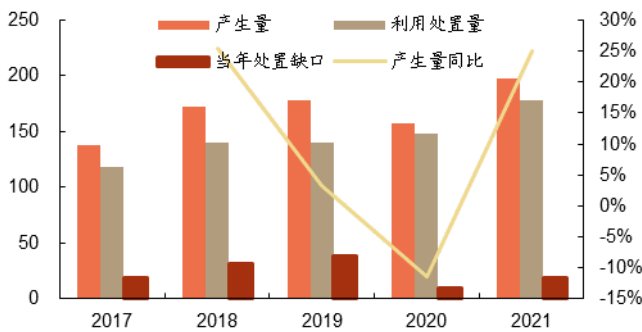
资料来源: iFinD, 申港证券研究所



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

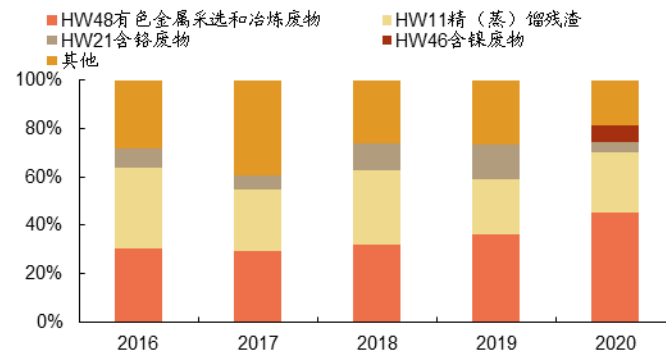
监管提升, 危废产量逐年攀升。16-21年, 甘肃省持续提升对危险废物的监管, 纳入管理的产废企业数量快速攀升, 由16年的278家增长至20年的6810家, 5年间翻了近25倍。而危险废物的产量亦随之逐年攀升, 由17年的137万吨提升至21年的近200万吨。

图29: 17-21年甘肃省危废产生利用处置量 (万吨)



资料来源: 甘肃生态环境厅, 申港证券研究所

图30: 16-20年甘肃省危废产量构成



资料来源: 范学田《甘肃省危险废物现状调查及防治对策研究》, 申港证券研究所

危废产生量以有色金属采选冶炼废物为主。16-20年, 甘肃省危险废物产生量中, HW48有色金属采选和冶炼废物产量占比逐年攀升, 由40万吨升高至71万吨, 占比由30%提升至超45%; 此外, HW46含镍废物亦于20年超过HW21含铬废物, 成为产生量第三大的危废类型, 占比达到6.4%, 约超10万吨。

过半核准利用处置能力针对有色金属危废。截至23年3月, 根据甘肃省生态环境厅公告数据, 全省共核准危险废物收集利用处置产能350.6万吨/年, 其中, 有158万吨/年的核准产能涉及HW48、HW46的收集利用处置, 占比达45%。

构筑区域龙头优势。公司通过收并购及与当地主要产废企业合作共建的模式, 在甘肃金昌市及白银市构建了针对HW48有色金属采选和冶炼废物、HW46含镍废物、HW22/23含铜/锌废物及HW49其他废物的危废利用处置产能。区域内主要子公司包括靖远宏达、甘肃金昌、高能中色、正宇高能, 合计共有危险废物利用处置规模近40万吨, 占甘肃涉及HW48和HW46危废核准产能的超1/4。且在白银、金昌地区, 公司均为区域内的危险废物处理处置龙头。

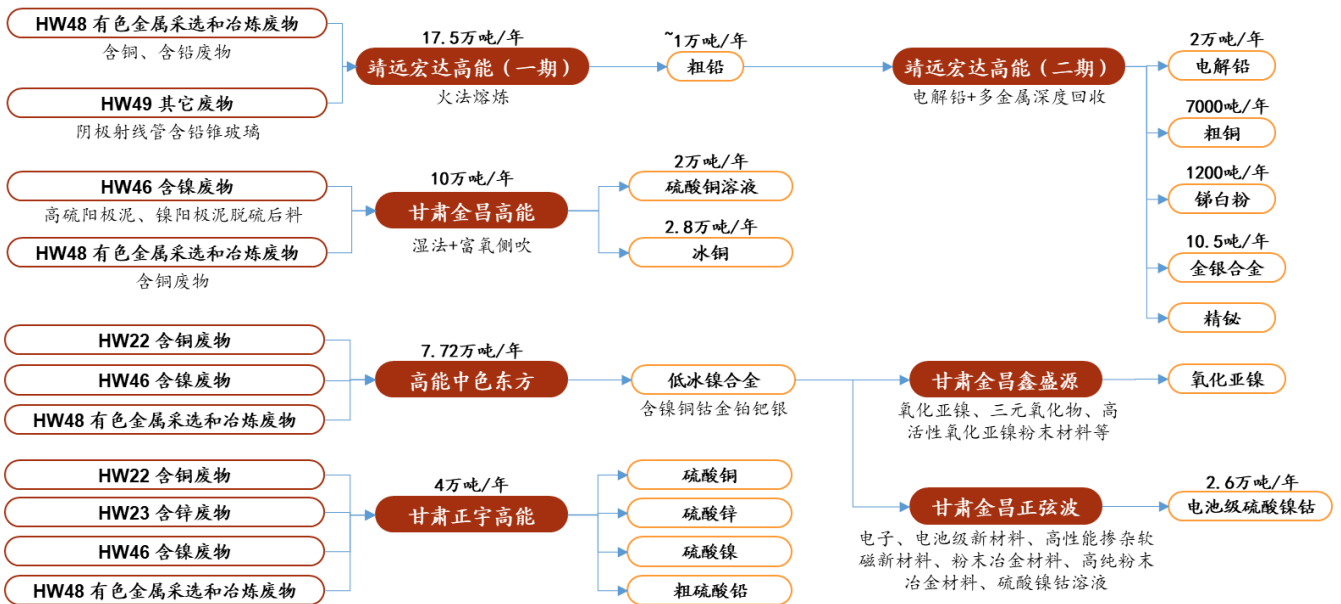
金昌市:

- ◆ **金昌市 21 年全市危险废物产生量达 26.4 万吨**，其中 HW46 含镍废物产量 10.26 万吨，占比 38.8%；HW48 有色金属采选和冶炼废物产量 5.6 万吨，占比 21.3%；HW22 含铜废物产量 4.5 万吨，占比 17.1%：公司在金昌合计拥有 HW46/HW48/HW22 等危废核准处理规模 21.72 万吨/年，是金昌市规模最大的危废利用企业。
- ◆ **金昌市的重点排污企业金川集团的危废产生量 20 年即已达到 11.3 万吨**，占全省总量的 6.24%，是甘肃省 20 年第四大危险废物产废企业。金川集团是甘肃省人民政府控股的特大型采、选、冶、化、深加工联合企业，拥有世界第三大硫化铜镍矿床，是中国最大、世界领先的镍钴生产基地和铂族金属提炼中心；镍产量世界第三位，钴产量世界第四位，铜产量国内第四位，矿产铂族金属产量亚洲第一位。公司 19 年与金川集团合资成立正宇高能，着眼进一步扩展含铜/锌/镍等危废的资源化产能规模。公司背靠大山，原料来源有一定保障。

白银市：

- ◆ **白银市 21 年全市危险废物产量为 46.54 万吨**，但利用处置量仅为 20.36 万吨，还包括了综合利用往年贮存量 1 万吨。靖远高能 17.5 万吨核准产能是白银市规模最大的危废资源化企业。
- ◆ **白银市重点排污企业为白银有色集团**，其西北铅锌冶炼厂 20 年危废产量 28 万吨，占甘肃省总量 15.5%；第三冶炼厂 20 年危废产量 10.45 万吨，占比 5.8%：二者分别是甘肃省 20 年第 2、第 5 大危废产废企业。可见公司重点布局的含铜含铅危废在白银市危废产量中占比较高。

图 31：公司甘肃地区危废深度资源化产业链情况

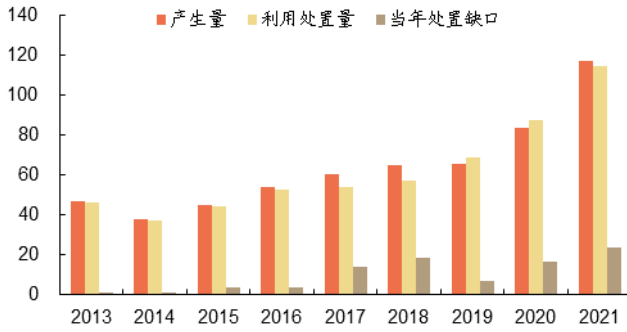


资料来源：公司官网，公司公告，申港证券研究所

3.2.2 重庆市

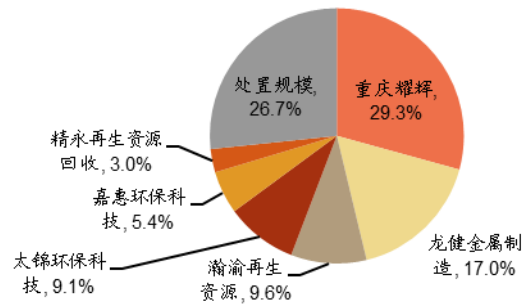
2021 年，重庆全市危险废物产量 116.81 万吨，利用处置量 114.25 万吨，且自 18 年以来利用处置缺口在逐年扩大。21 年前，含铜废物一直是产废种类排名前五的危废，年产量自 18 年的 3.4 万吨提升至 20 年的 5.16 万吨。

图32: 重庆市危险废物产生、利用处置量及缺口 (万吨)



资料来源: 重庆市生态环境局, 申港证券研究所

图33: 重庆市含 HW22 含铜废物的核准利用处置规模构成



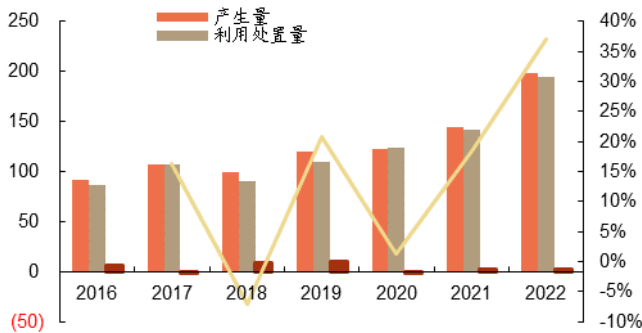
资料来源: 重庆市生态环境局, 申港证券研究所

公司子公司重庆耀辉是川渝地区含铜及贵金属固体废物综合利用规模最大的企业, 核准资源化规模 10 万吨/年, 占重庆市含有 HW22 含铜废物企业中总利用处置规模的 29.3%, 占总核准危废利用处置规模的 6.5%。目前该项目已于 22 年中进入试生产阶段, 产能开始逐步释放, 产出铜合金锭可被用于江西鑫科产线的原料。

3.2.3 湖北省

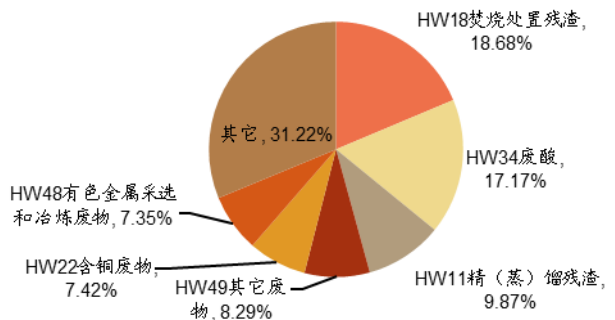
湖北省危险废物年产量由 16 年的 92 万吨提升至 22 年的 198 万吨, CAGR 高达 13.6%。其中主要的危废类型为 HW18 焚烧处置残渣 (18.68%) 及 HW34 废酸 (17.2%)。而 HW22 含铜废物与 HW48 有色金属采选和冶炼废物占比合计亦可达到 14.77%。截至 23 年初, 湖北共有危险废物利用处置核准产能 488.9 万吨/年。其中, 涉及 HW22 含铜废物、HW48 有色金属采选和冶炼废物、HW17 表面处理废物类危废利用处置的核准产能约 253 万吨/年。

图34: 湖北省危险废物产生利用处置量 (万吨)



资料来源: 湖北省生态环境厅, 申港证券研究所

图35: 湖北省危险废物产生量构成



资料来源: 湖北省生态环境厅, 申港证券研究所

公司 17 年收购湖北阳新鹏富, 具有危废核准利用处置规模 9.915 万吨, 主要处理 HW22 含铜废物 (4.8 万吨/年), HW48 有色金属采选和冶炼废物 (1150 吨/年) 及 HW46 含镍废物 (5000 吨/年) 等, 在省内涉及同类危险废物利用处置的核准经营企业中, 产能排名第四。产出的粗铜冰铜, 与江西鑫科的深度回收产线亦能够形成产业链联动。

3.2.4 贵州省

含钡危废与焚烧飞灰为主，有色金属危废产量排名第四。根据贵州省“十四五”危废集中处置设施建设规划，2020年，贵州全省危废总产量103.94万吨。其中，工业危废产量87万吨，产生量较大的类别分别为HW47含钡废物（57.3%）、HW18焚烧处置残渣（13.4%）、HW33无机氰化物废物（11.6%）、HW48有色金属采选和冶炼废物（5.5%）、HW08废矿物油与含矿物油废物（2.7%）。

含钡危废与焚烧飞灰存在短板，其他危废利用处置至25年仍有富余。截至21年11月，贵州省共有核准危废收集利用处置能力438万吨。根据贵州省生态环境厅预测，至25年，全省危废产量预计将达132万吨，含钡废物与焚烧残渣产量将增长至56万吨、47万吨，利用处置缺口高达52万吨、43万吨。而其他类别的危废利用处置能力至25年仍有富余。

贵州宏达针对含锌废物与有色金属废物。公司于18年通过收购贵州宏达取得8万吨/年的HW23含锌废物、HW48有色金属采选和冶炼废物的核准产能，成为公司资源化产业链的补充环节。

3.2.5 广东省

广东省是我国危废产量排名前五的重点省份，21年危废产量与利用处置量均超500万吨。23年4月，公司公告收购珠海市新虹环保有限公司，并将在子公司新建年处理19.8万吨危废综合回收生产线，包含年处理重金属污泥15万吨、废线路板4万吨、废活性炭及退锡废液8000吨。

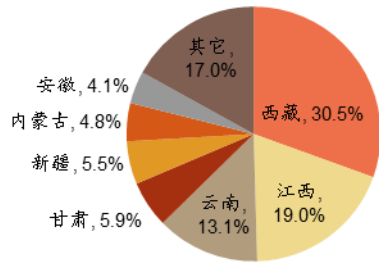
根据广东省危废许可审批情况公示，新虹环保已有核准危废产能1.85万吨，包括HW08废矿物油与含矿物油废物处置2000吨；HW17表面处理废物、HW22含铜废物、HW46含镍废物资源化产能1.65万吨；主要资源化危废类型仍是公司重点布局的铜镍锡等危废类型，与现有资源化产能联动充分。

3.2.6 江西省

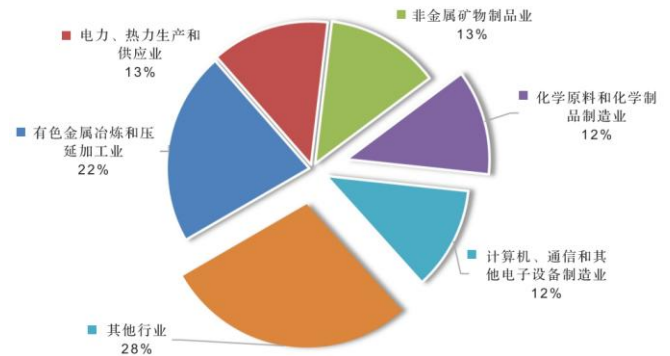
危废构成以有色产业危废为主。江西省铜矿储量占我国总储量的19%，是除西藏外铜储量最高的省份，有色产业是江西省工业的第一大支柱产业，产业规模居全国同行业第一，其中铜、钨、稀土产业为分行业第一。这也使得江西危险废物产生量中，有色金属冶炼和压延加工业危废产量占比常年高居首位，21年有色危废产量占比达22%，约41万吨。

图36：我国各省份铜储量占比

图37：2021年江西省危险废物产生量构成



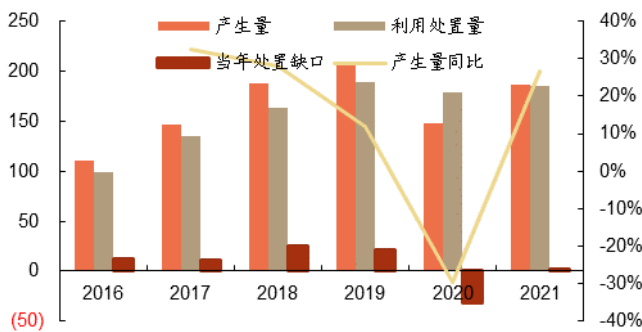
资料来源: iFinD, 申港证券研究所



资料来源: 21年江西省环境统计年报, 申港证券研究所

有色危废产生大省, 亦是有色危废接收大省。16-19年, 随着危废监管政策加严, 江西危险废物产量快速攀升由16年的110万吨提升至19年的210万吨。20年危废产量出现显著下滑后, 随着经济恢复, 21年危废产量快速反弹至187万吨。除20年外, 江西省历年危废处理处置均存在10-25万吨左右的缺口。此外, 从20年产生、接收、贮存情况来看, 对于排名首位的有色金属危废, 除产生量较高外, 贮存量亦有超20万吨左右, 且作为危险废物接收大省, 每年亦有近20万吨的外省有色金属危废输入。

图38: 江西危险废物产量



资料来源: 江西省生态环境厅, 申港证券研究所

图39: 2020年江西省危废产生、接收、贮存情况



资料来源: 江西省生态环境厅, 申港证券研究所

在有色危废资源化大省, 构筑龙头与深度资源化终端。

- ◆ **有色危废资源化大省:** 据江西省生态环境厅公告显示, 截至23年1月, 江西省共有危废核准收集利用处置能力536万吨/年, 其中有292万吨/年的核准能力涉及有色金属冶炼危废和/或含铜/镍等金属危废的收集利用处置, 占比超54%。
- ◆ **构筑区域有色危废资源化龙头:** 公司在江西子公司高能鑫科位于抚州市, 采用富氧熔池熔炼工艺回收金银铜铂钯镍铅锡等金属, 规划危险废物利用规模31万吨/年, 深度回收部分包括10万吨/年电解铜及铅锡贵金属以及精制硫酸镍等生产线。危废利用规模占江西省现有危废核准总量的近6%, 占现有有色金属冶炼等危废核准处置能力的超10%。在危废经营许可获批后, 高能鑫科将成为江西危险废物, 尤其是有色金属危废处理处置领域规模最大的区域龙头。
- ◆ **建设深度资源化终端:** 23年3月末, 高能鑫科产出首批阴极铜, 标志着10万吨/年电解铜产线产能开始逐步释放。公司成功打通危险废物中金属铜的深度回收产业链, 以危废接收大省江西作为公司危废金属资源化产业链的终端, 有望进一步

提升公司危险废物金属回收产业链的整体盈利能力。

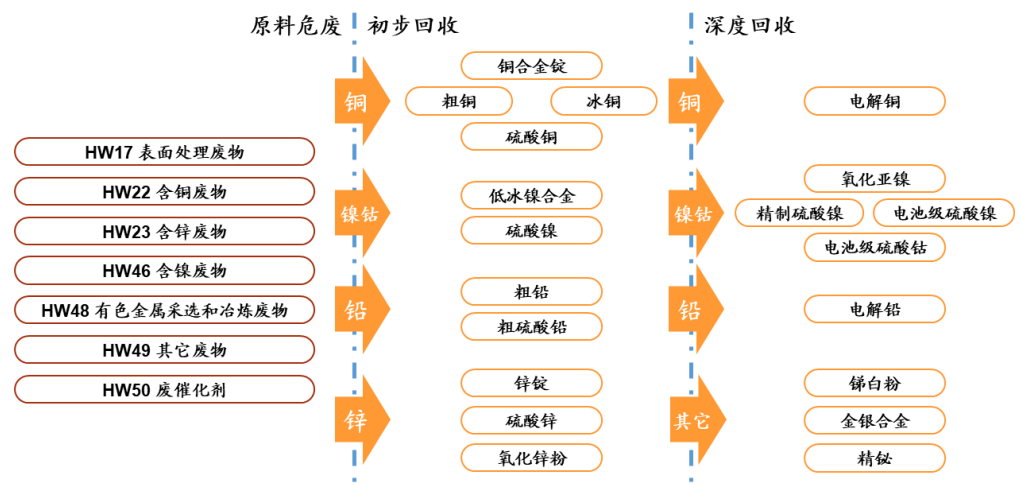
3.3 覆盖区域联动增强 资源化产业链巩固

3.3.1 深度回收贯通 提升盈利水平

金属资源化回收程度逐步加深、品类持续扩张，有利提升整体资源化收益。

- ◆ 公司秉持“内生+外延”模式，围绕 HW17 表面处理废物、HW22 含铜废物、HW23 含锌废物、HW48 有色金属采选和冶炼废物等危险废物原料，构筑了铜、镍、铅、锌资源回收产业链。
- ◆ 产业链初步成型后，公司逐步加深各类金属资源回收产业链的回收深度：将含铜危废的资源化由品位较低的冰铜（60%）、粗铜（98.5%）、铜合金锭，延伸至高品位的电解铜（>99.5%）；将低冰镍合金及硫酸镍，延伸至氧化亚镍、精制/电池级硫酸镍/钴；将粗铅（96~99%）延伸至电解铅。更深度的回收带来的是更高水平的加工费，能够有效提升公司危废资源化的单位盈利水平。
- ◆ 此外，在延伸重点金属深度资源化的同时，公司还能进一步提取危废中含量相对较低的锑铋与稀贵金属等，为整体资源化过程提供额外的收益。

图40：公司危废回收产品链不断加深



资料来源：公司官网，各省生态环境厅，申港证券研究所

深度回收产能逐步释放，整体盈利水平提升在即。公司铅铜镍深度回收产能均已完成建设进入试生产或产能爬升阶段，随着该部分产能的持续释放，有望为公司近年业绩带来持续的攀升。

- ◆ 针对铜金属，公司开发的江西鑫科多金属资源回收综合利用项目，形成了 10 万吨/年电解铜深度回收产能，前端可利用金昌高能、重庆耀辉、高能鹏富、靖远高能等子公司初步回收产出的冰铜、粗铜及铜合金锭作为原料；同时还配有铅锡、贵金属及精制硫酸镍回收线。目前该项目已于 23 年 3 月底产出第一批阴极铜产品，随着产能逐步爬坡，将为铜金属深度资源化回收带来利润端的提升。
- ◆ 针对铅金属，公司开发的靖远宏达电解铅及多金属深度回收项目，将靖远宏达的回收产业链由粗铅与粗硫酸铅延伸至电解铅深度，同时回收额外的锑铋及其他稀贵金属，形成 2 万吨/年电解铅、7000 吨/年粗铜、1200 吨/年锡白粉、10.5 吨/

年金银合金的多金属资源化产能，并已于 22 年逐步投产。

- ◆ 针对镍金属的深度回收，公司通过收购获得了金昌鑫盛源及金昌正弦波正弦波，针对高能中色产出的低冰镍合金资源化产品，生产氧化亚镍（年产能 2700 吨）、电池级硫酸镍（年产能 2.2 万吨）及电池级硫酸钴（年产能 4000 吨）。目前两项日均已于 22 年投产，随着产能爬坡释放，将为资源化整体利润带来进一步提升。

3.3.2 公司覆盖区域联动持续推进 促进产业链成型

“白名单”制度简化跨省市危险废物转移流程，根据《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》相关规定，危险废物跨省转移需向移出地省级生态环境部门申请获批后方可实施，审批过程中移出地需征求移入地同级生态环境部门意见。在企业实际经营过程中，危险废物跨省转移频次较高，但移出地和移入地相互征询意见周期较长，影响审批进度。国务院《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》提出危险废物跨省转移“白名单”方式，简化危险废物跨省转移审批程序。

- ◆ 危险废物跨省转移“白名单”机制是在现有跨省转移审批制度框架下，以双方合作协议代商榷环节，进而缩短审批时限的制度。建立“白名单”机制的省级生态环境部门分别提出拟接收的危险废物类别、数量及危废利用处置单位，经协商后纳入“白名单”，符合约定条件的危废跨省转移，无需发商榷函，可直接予以核准转移。

省际联动助推公司深度回收产业链的巩固发展。在公司重点布局的重庆市、贵州省、江西省，危险废物联防联控持续推进，川渝黔滇西南四省建立“白名单”跨省转移机制，江西、福建两省签订跨省转移合作协议。危险废物更为便利的跨区流动，公司区域危废深度资源化产业链运转有望更为顺畅。

- ◆ 20 年 11 月，渝川黔滇四省签订《关于建立长江经济带上游四省市危险废物联防联控机制协议》与《四省市危险废物跨省市转移“白名单”合作机制》，危险废物“白名单”跨省转移覆盖面进一步推广，四省市将根据各自危险废物利用处置能力和危险废物产生情况，视制度执行和跨省市转移类别数量变化情况，对纳入危险废物跨省市转移“白名单”制度的危险废物类别进行调整，简化危险废物跨省、市转移审批程序
- ◆ 22 年 2 月，江西省与福建省签订了《福建省生态环境厅江西省生态环境厅危险废物跨省转移“白名单”合作协议》。双方约定将 HW48 有色金属采选与冶炼废物、HW31 含铅废物等 6 大类 8 小类，共 12.7 万吨危废纳入“白名单”制度管理。

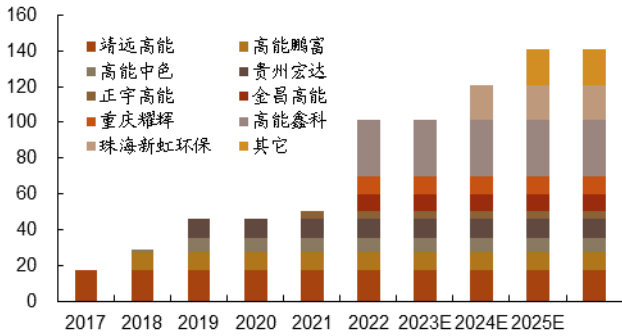
4. 盈利预测

4.1 关键假设

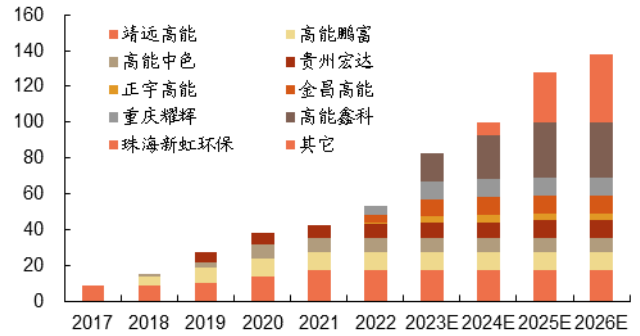
4.1.1 危废资源化

图41：公司持有核准危废资源化产能（万吨）

图42：公司实际危废资源化产能释放估算（万吨）



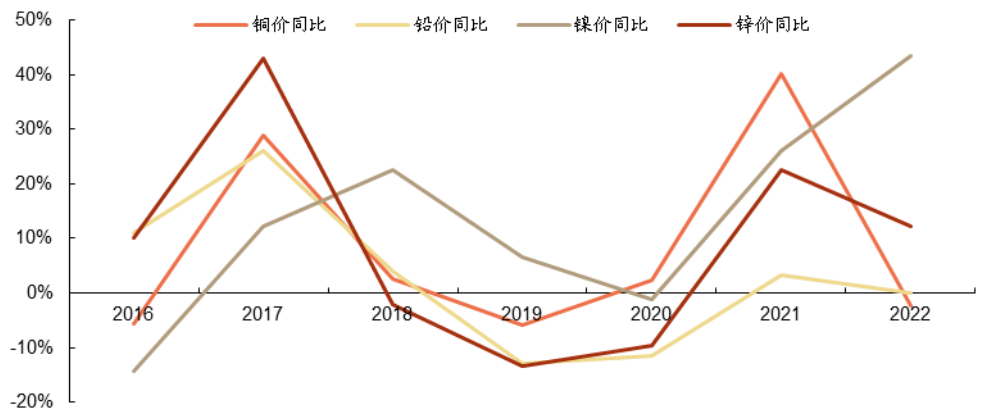
资料来源：公司公告，各省生态环境厅，申港证券研究所



资料来源：公司公告，各省生态环境厅，申港证券研究所

19-22年，公司资源化业务营收水平随着公司产能的持续释放而不断提升。危废资源化业务主要聚焦含铜、镍、铅、锌等金属的危险废物的资源化利用，其原料与产物计价与金属价格挂钩。因21年金属价格的普遍显著上涨，推高了原料及产物的价格，导致营收同比大幅上涨。而在资源化回收的加工费相对变动不大的情况下，毛利率出现较大程度下降，由25%以上下降至14%左右。22年四类金属价格水平与21年接近，毛利率稳中微升。

图43：16-22年公司资源化利用的主要金属年均价格走势

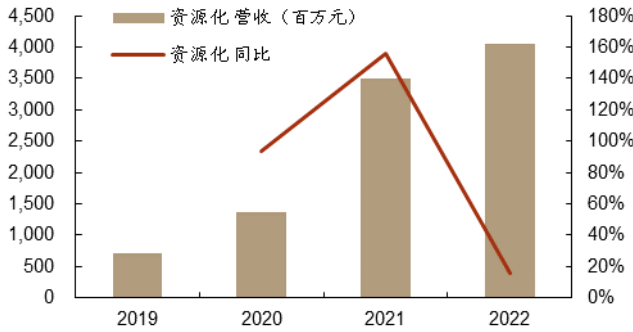


资料来源：iFinD，申港证券研究所

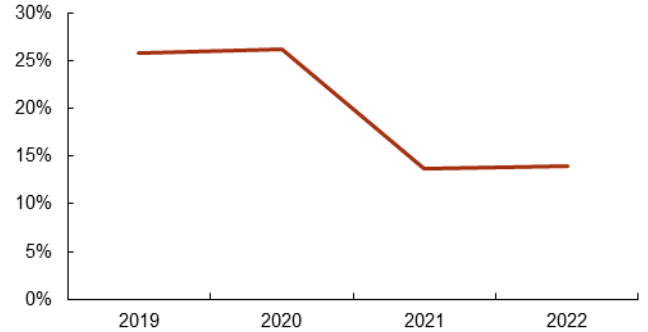
根据公司危废资源化产能的释放情况，我们预估23/24/25年公司资源化业务营收同比增速为86%/37%/33.2%。而随着公司深度资源化产能的逐步释放，提升回收产物品位的同时，新增稀贵金属等回收产物，公司毛利率有望逐步回升。我们预估23/24/25年公司资源化业务毛利率为16.4%/16.9%/17.3%。

图44：19-22年公司资源化业务营收及同比增速

图45：19-22年公司资源化业务毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

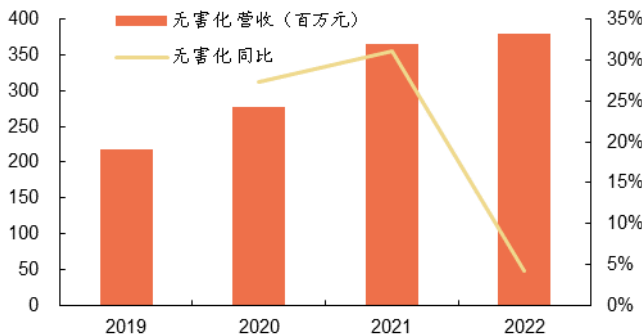


资料来源：公司公告，申港证券研究所

4.1.2 危废无害化

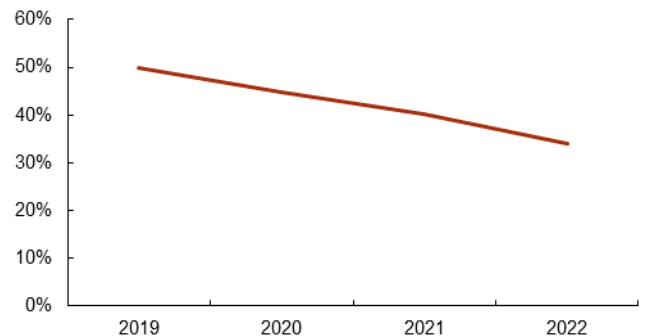
因危废无害化市场自 18-19 年后竞争加剧，多地处置费用显著下行，导致公司危废无害化业务毛利率呈持续下降趋势，且 22 年因客观因素影响部分项目有效生产时间，毛利率下降水平甚于往年。我们预估，随着经济社会生活恢复正常，23 年毛利率将有小幅恢复，23/24/25 三年毛利率水平维持在 34%。同时，根据公司危废无害化产能释放及客观影响因素解除带来的有效生产时间恢复的情况，预估营收 23/24/25 年同比增速为 29.3%/7.5%/4.7%。

图46：19-22 年公司危废处置业务营收及同比增速



资料来源：iFinD，申港证券研究所

图47：19-22 公司危废处置业务毛利率



资料来源：iFinD，申港证券研究所

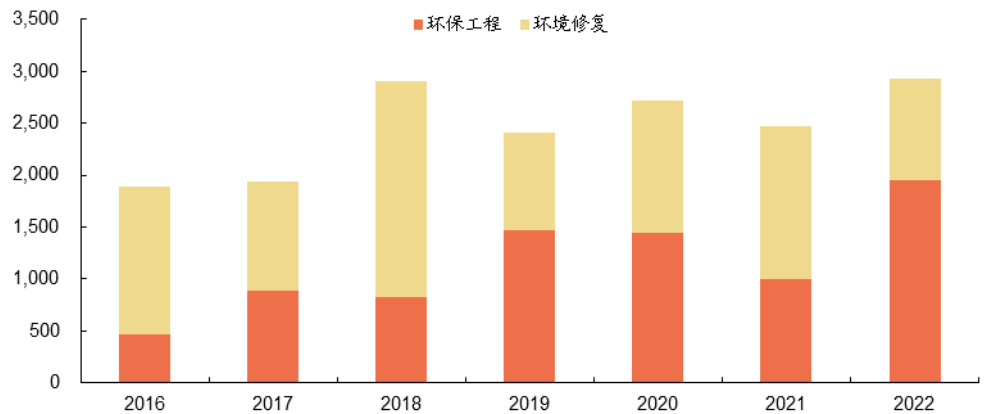
4.1.3 垃圾焚烧

营收：公司垃圾焚烧营收受焚烧项目总运营规模影响有关，截至 22 年，公司共有投入运营项目 12 个，另有伊宁一期项目等建设工作逐步推进，根据焚烧项目总运营规模及投运产能爬坡情况，我们预估公司 23/24/25 三年生活垃圾焚烧业务同比增长 8.8%、13.2%、7.3%。

毛利率：19-22 年，公司生活垃圾焚烧毛利率在 42-45% 左右。进入 22 年，尤其是二季度开始，垃圾收量不足与处理辅料价格提升导致成本承压，但公司通过多种措施降本增效，毛利率反而有所恢复。预计经济复苏、社会活动常态化后，毛利率水平维持在 45% 左右。

4.1.4 环境修复

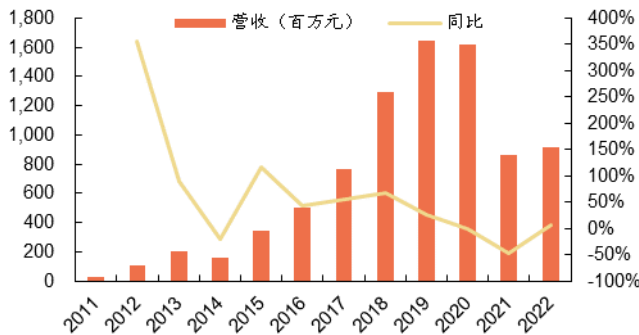
图48: 16-21年公司环境修复与环保工程新签合同额 (百万元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

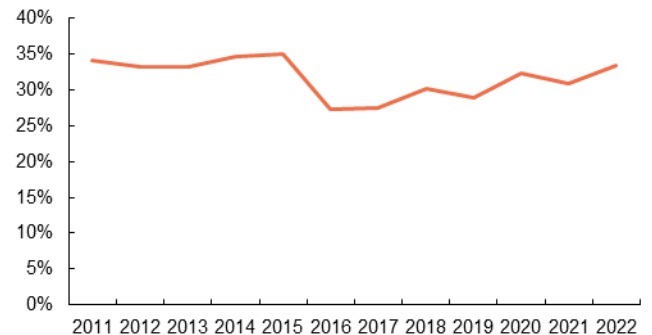
毛利率方面, 随着环境修复的市场热度不断提升, 竞争较为激烈, 公司逐步加严项目订单把控, 从项目利润率与业主履约支付能力角度加强审核力度。毛利率有望持续回升。预计 23/24/25 三年毛利率为 34%/35%/35%。

图49: 11-22年公司环境修复营收及同比增速



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

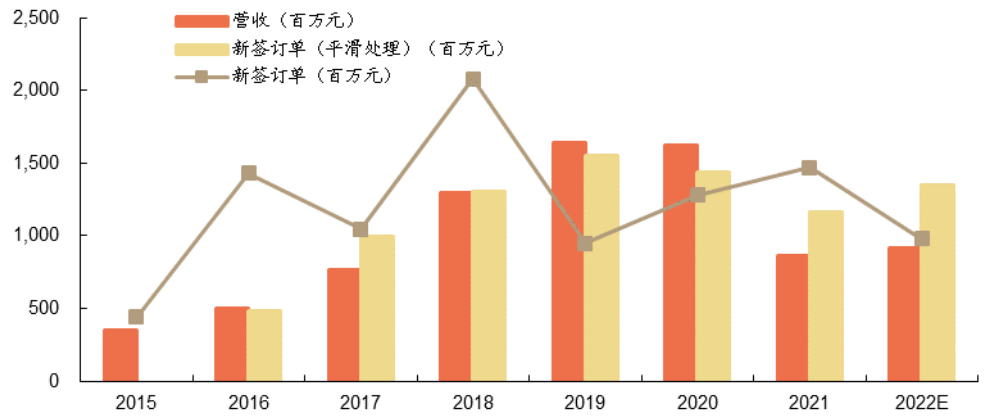
图50: 11-22年公司环境修复毛利率



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

- ◆ 14年国土部与环保部的联合调研显示出土壤环境修复治理的迫切性, 16-18年《土壤污染防治行动计划》(“土十条”)、《土壤污染防治法》及各类土壤环境管理办法的颁布正式开启了土壤环境污染防治与修复的热潮, 公司土壤与环境修复业务在14年上市后借此热潮, 获得快速发展。
- ◆ 热潮带动下, 快速发展的同时竞争加剧, 使得公司16年毛利率罕见出现下降, 跌至27.4%。而随着公司逐步加严项目把控, 土壤修复部分毛利率水平逐步恢复, 20年至22年, 毛利率稳步提升至34%。

图51: 公司环境修复营收、新签订单及按预估项目执行进度平滑处理后的新签订单释放情况



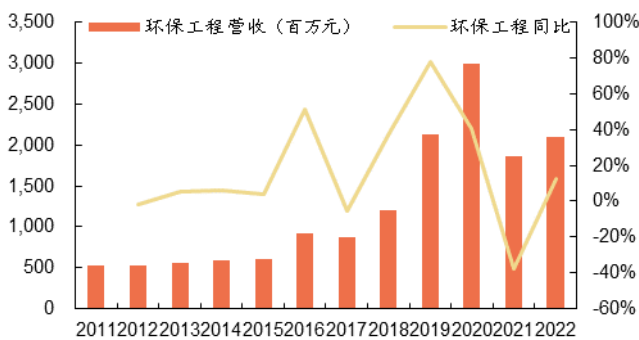
资料来源: 公司公告, iFinD, 申港证券研究所; 22年订单情况为根据总体订单及22H1订单情况预估得出

营收方面, 22H1 新签修复合同额 5.67 亿元, 且全年公告披露合同额已达 7.3 亿元, 结合 20/21 年 12.82 亿元及 14.68 亿元的新签合同额逐步执行, 预计营收会在 21 年低点后有一定恢复。预计 23/24/25 三年营收同比增速为 10%/0%/5%。

4.1.5 环保工程

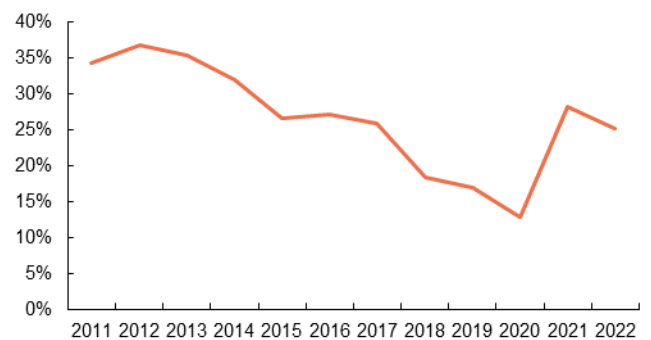
营收方面, 客观环境影响开工率与工程进度, 同时公司加严项目审批, 新签项目 21 年有一定下滑, 导致 21 年营收增速降低显著。22H1 公司新签环保工程合同金额 15 亿元, 相比 21 年全年近 10 亿元水平有显著提升, 随着新签项目的逐步投建, 预计营收水平将有一定回升。假设 23/24/25 年公司环保工程业务营收同比增速为 10%/5%/0%。

图52: 公司 11-22 环保工程营收及同比增速



资料来源: iFinD, 申港证券研究所, 数据为根据披露口径估算

图53: 公司 11-22 环保工程毛利率



资料来源: iFinD, 申港证券研究所, 18年及以前数据为根据披露口径估算

毛利率方面, 近年因项目投资成本较高影响了当年工程业务的毛利率, 随着公司不断推进项目成本控制, 及对工程项目审批的加严, 毛利率已于 21 年有显著恢复, 并有望维持稳固。据此, 假设 23/24/25 年公司环保工程业务毛利率为 24%/24%/24%。

4.2 业绩预测

根据相关假设, 我们预测公司 2023-2025 年营业收入为 127.97 亿元, 159 亿元, 195 亿元; 归母净利润为 11.2 亿元, 14.76 亿元, 18.45 亿元。

表1: 公司营业收入预测

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入 (百万元)	7826.8	8774.2	12797.4	15918.7	19547.8
	YOY	14.6%	12.1%	45.9%	24.4%	22.8%
	营业成本 (百万元)	5919.1	6706.9	9906.2	12399.5	15313.8
	毛利率	24.37%	23.56%	22.59%	22.11%	21.66%
危废资源化	主营业务收入 (百万元)	3494.4	4055.3	7545.3	10355.4	13821.1
	YOY	155.7%	16.1%	86.1%	37.2%	33.5%
	主营业务成本 (百万元)	3017.4	3486.7	6308.5	8609.5	11426.1
	毛利率	13.6%	14.0%	16.4%	16.9%	17.3%
危废无害化	主营业务收入 (百万元)	364.1	379.3	490.6	527.4	551.9
	YOY	31.1%	4.2%	29.3%	7.5%	4.7%
	主营业务成本 (百万元)	218.1	250.5	323.8	348.1	364.2
	毛利率	40.1%	34%	34%	34%	34%
生活垃圾运营	主营业务收入 (百万元)	927.91	978.7	1064.5	1204.6	1293
	YOY	156.8%	5.5%	8.8%	13.2%	7.3%
	主营业务成本 (百万元)	519.6	543.7	585.5	662.5	711.2
	毛利率	44.0%	44.4%	45%	45%	45%
环境修复	主营业务收入 (百万元)	865.2	916.8	1008.5	1008.5	1058.9
	YOY	-46.5%	6%	10%	0%	5%
	主营业务成本 (百万元)	597.3	610.8	665.6	655.5	688.3
	毛利率	31.0%	33.4%	34%	35%	35%
环保工程	主营业务收入 (百万元)	1864.9	2101.7	2311.9	2427.5	2427.5
	YOY	-37.5%	12.7%	10%	5%	0%
	主营业务成本 (百万元)	1338.8	1573.6	1757.1	1844.9	1844.9
	毛利率	28.2%	25.1%	24%	24%	24%

资料来源: Wind, 申港证券研究所, 部分数据为申港证券研究所测算

4.3 估值

公司主业含危废资源化与无害化、生活垃圾运营、环境修复、环保工程等。其中公司运营占比逐年提升, 其中更以危废资源化营收占比最高, 且为公司未来重点发展的方向, 垃圾焚烧营收次之。因此主要选择危废与垃圾焚烧主业的公司为可比公司。

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.73、0.97 和 1.21 元, 对应 PE 分别为 13.2、9.99、7.99 倍。公司已打通危废多金属资源化回收闭环, 深度回收产能释放在即, 在资源化业务聚焦的地区均为规模龙头, 资源化产业链联动充分, 在行业整合阶段具有一定竞争优势。考虑以上因素, 给予公司 23 年 16 倍估值, 目标价 11.68 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 公司及可比公司 PE 估值

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	PE			EPS		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002266.SZ	浙富控股	3.82	205.1	14.32	11.58	9.79	0.27	0.33	0.39
603568.SH	伟明环保	18.28	309.7	18.99	15.45	10.16	0.98	1.18	1.8

资料来源: iFinD, 申港证券研究所

5. 风险提示

危废利用及深度资源化产能释放不及预期。公司正处于危废资源化产能爬坡、深度资源化产能逐步放量阶段。若前端危废处理利用产能不及预期，将影响公司整体业绩增速；若后端深度回收产能释放不及预期，则将影响公司资源化业务盈利能力提升。

危废资源化竞争加剧，原料供应不足或价格提升致有效生产时间缩短或盈利能力下降。危废资源化是危废利用处置重点发展方向，亦是未来危废产业整合的重要抓手。若有更多企业切入资源化赛道，加速自身资源化产业链的构建，或战略切入西北西南等公司重点布局区域，将会引起危废来料端更为激烈的竞争。原料供应不足将导致资源化产能有效生产时间降低，产能利用率不足，固定成本占比提升，影响整体盈利水平；原料价格在激烈竞争中上涨亦将压低资源化盈利。

金属价格发生剧烈波动。虽然从资源化业务基于危废中金属成分进行定价的机制来看，利润主要来源于危废资源化过程的加工费，但金属价格在库存生产周期内的剧烈波动亦会挤占或扩大整体盈利水平。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要针对公司危废资源化业务进行分析，基于公司资源化业务线主要子公司产能释放节奏确定公司营收增速，并根据公司深度回收业务线的投产假设公司资源化毛利率水平会有所提升。若实际情况因以上或其它意外因素不及假设预期，将导致盈利预测与实际经营结果出现偏差。对于 2023 年业绩：

- ◆ 若公司整体产能释放、产能利用率因风险因素导致不及预期，导致资源化营收较假设下降 5%，则公司归母净利润将减少 0.18 亿元，降幅 1.6%；
- ◆ 若公司深度资源化回收产能释放不及预期，或金属价格剧烈波动压制盈利，导致资源化毛利率相较假设下降 1pct，则公司归母净利润将减少 0.6 亿元，降幅 5.4%。

表3: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7827	8774	12797	15919	19548	流动资产合计	7618	10251	10666	13054	15904						
营业成本	5919	6707	9906	12400	15314	货币资金	856	1597	1536	1910	2346						
营业税金及附加	45	50	74	91	112	应收账款	1381	1752	2104	2399	2678						
营业费用	98	122	178	221	271	其他应收款	302	240	349	435	534						
管理费用	374	421	589	732	899	预付款项	232	627	317	397	804						
研发费用	247	351	448	557	684	存货	1246	2638	2991	4310	5673						
财务费用	282	338	443	397	399	其他流动资产	546	638	828	1099	1345						
资产减值损失	-41	-32	-39	-37	-36	非流动资产合计	9715	12409	12770	13146	13256						
公允价值变动收益	-1	-18	-1	-1	-1	长期股权投资	944	852	889	895	878						
投资净收益	101	71	86	79	82	固定资产	1266	1982	2305	2592	2669						
营业利润	909	835	1279	1646	2044	无形资产	6153	7585	7627	7668	7707						
营业外收入	4	4	4	4	4	商誉	564	580	556	556	556						
营业外支出	28	11	11	11	11	其他非流动资产	34	147	128	159	195						
利润总额	885	829	1272	1639	2037	资产总计	17333	22660	23435	26199	29160						
所得税	54	85	76	98	120	流动负债合计	6928	7991	7641	8891	10023						
净利润	831	744	1196	1541	1917	短期借款	2791	3849	2278	2541	2375						
少数股东损益	104	52	78	65	72	应付账款	2159	2577	3754	4619	5770						
归属母公司净利润	726	692	1118	1476	1845	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	1538	1634	2157	2515	2927	一年内到期的非流动负债	975	432	432	432	432						
EPS (元)	0.69	0.51	0.73	0.97	1.21	非流动负债合计	4192	4982	4919	4947	4933						
主要财务比率						长期借款	4070	4666	4666	4666	4666						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	11121	12973	12560	13837	14956						
营业收入增长	14.6%	12.1%	45.9%	24.4%	22.8%	少数股东权益	719	809	887	952	1024						
营业利润增长	25.3%	-8.1%	53.0%	28.7%	24.2%	实收资本 (或股本)	1064	1526	1526	1526	1526						
归属于母公司净利润增长	32.0%	-4.7%	61.4%	32.1%	25.0%	资本公积	1633	3911	3911	3911	3911						
获利能力						未分配利润	2672	3221	4225	5525	7158						
毛利率(%)	24.4%	23.6%	22.6%	22.1%	21.7%	归属母公司股东权益合计	5493	8878	9988	11410	13181						
净利率(%)	10.6%	8.5%	9.3%	9.7%	9.8%	负债和所有者权益	17333	22660	23435	26199	29160						
总资产净利润(%)	4.2%	3.1%	4.8%	5.6%	6.3%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	13.2%	7.8%	11.2%	12.9%	14.0%	经营活动现金流	607	-446	2460	1269	1567						
偿债能力						净利润	831	744	1196	1541	1917						
资产负债率(%)	64%	57%	54%	53%	51%	折旧摊销	348	460	435	472	484						
流动比率	1.10	1.28	1.40	1.47	1.59	财务费用	282	338	443	397	399						
速动比率	0.92	0.95	1.00	0.98	1.02	应付帐款减少	-512	-371	-351	-295	-279						
营运能力						预收帐款增加	0	0	0	0	0						
总资产周转率	0.48	0.44	0.56	0.64	0.71	8 投资活动现金流	-2048	-2613	-444	-734	-478						
应收账款周转率	7	6	7	7	8	公允价值变动收益	-1	-18	-1	-1	-1						
应付账款周转率	3.41	3.71	4.04	3.80	3.76	长期股权投资减少	-74	92	-37	-6	16						
每股指标 (元)						投资收益	101	71	86	79	82						
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.51	0.73	0.97	1.21	筹资活动现金流	872	3622	-2077	-161	-653						
每股净现金流(最新摊薄)	-0.53	0.37	-0.04	0.25	0.29	应付债券增加	-1235	0	0	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	5.16	5.82	6.55	7.48	8.64	长期借款增加	485	596	0	0	0						
估值比率						普通股增加	254	461	0	0	0						
P/E	14.01	18.96	13.20	9.99	7.99	资本公积增加	-163	2278	0	0	0						
P/B	1.87	1.66	1.48	1.29	1.12	现金净增加额	-569	563	-61	375	435						
EV/EBITDA	11.23	13.53	9.55	8.14	6.79												

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上