

餐厨垃圾提油能力领先，生物柴油打开长期增长空间

山高环能 (000803.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件:**山高环能发布 22 年报和 23 年一季报,公司 22 年实现营业收入 17.9 亿元,同比增长 116.6%;实现归母净利润 0.85 亿元,同比增长 5.55%。23Q1 实现营业收入 6.80 亿元,同比增长 101.2%;实现归母净利润 0.40 亿元,同比下降 0.01%。
- **外购油脂占比高拖累整体毛利率,自产率提升未来有望得到改善。**22 年公司毛利率为 19.27%,同比减少 10.52pct;净利率为 4.44%,同比减少 5.66pct。公司利润率的下降是由于 22 年工业级混合油加工与销售业务中主要以外购工业油的贸易业务为主,该类业务毛利率偏低,因此拉低了整体毛利率,23Q1 公司增收不增利也是同样的原因。我们认为,随着公司餐厨垃圾处理规模和产能利用率的提升,自提 UCO 量将有明显提升,公司盈利能力有望改善。
- **公司持续布局餐厨垃圾处理业务,已形成规模化发展格局。**截至 2022 年末,公司已实现在国内十余个城市垃圾处理布局,投资建设运营了济南、青岛、烟台、石家庄、太原、湘潭、武汉、兰州、大同等地区多个大型城市餐厨垃圾处理和资源化利用项目,形成规模化发展格局。目前公司合并报表内运营产能已达 4630 吨/日,处于行业领先地位。根据规划,未来公司将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模,保障业绩持续增长。
- **提油能力全国领先,销售规模提升有望进一步增厚业绩。**公司目前在手餐厨项目产能对应油脂提取量为 5.5-6.0 万吨/年,提油能力超过 4%,高于国内同行平均水平。我国是全球最有潜力的 UCO 供应市场,潜在供应量或超 600 万吨,目前国内已开发原料规模不足一半,未来仍有较大的拓展空间。公司已通过欧盟可持续和碳认证 (ISCC),获得 UCO 销往欧盟各国的通行证,22 年公司积极开拓客户市场,创造更高价值。未来伴随着油脂收集力度加大,油脂销售规模的提升有望进一步增厚业绩。
- **以餐厨项目为核心,打通生物柴油产业链上下游。**22 年 9 月公司与山东尚能签署《合作协议》,双方共同投资建设 10 万吨/年酯基生物柴油和 40 万吨/烃基生物柴油项目,合作项目总工期拟为 15 个月,努力促成项目公司在 2023 年 10 月 31 日前完成主要装置建设并具备投产条件,届时公司将成为国内少有的完整布局生物柴油全产业链的上市公司。随着总规模 50 万吨/年的生物柴油项目逐步落地,将为公司后续业绩增长注入强劲动力。
- **拟发行公募 REITs,盘活优质供热资产。**2022 年,公司供热业务实现营业收入 2.58 亿元,同比增长 3.7%。目前,供热业务子公司新城热力共计运行 68 个热力站,70 个小区,7 万余户,管理面积约 740.9 万平方米,全部位于北京城市副中心区域内。公司拟以新城热力为主体发行公募 REITs,盘活存量供热项目,加快公司资金周转,加速资源化业务布局。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

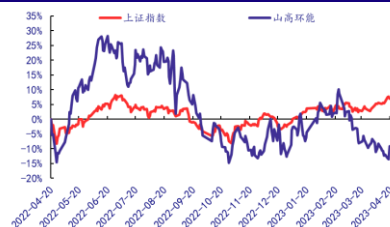
市场数据

2023-04-19

A 股收盘价(元)	11.72
A 股一年内最高价(元)	17.33
A 股一年内最低价(元)	10.84
上证指数	3370.13
市盈率	48.55
总股本(万股)	35,199.41
实际流通 A 股(万股)	28,334.25
限售的流通 A 股(万股)	6,865.16
流通 A 股市值(亿元)	33.21

相对上证指数表现

2022-04-19



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

投资建议：预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.02/2.94/3.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.84/1.10 元/股，对应 PE 分别为 20x/14x/11x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期的风险；再生油脂价格下行的风险；项目产能利用率不足的风险；行业竞争加剧的风险。

附录：

1. 盈利预测

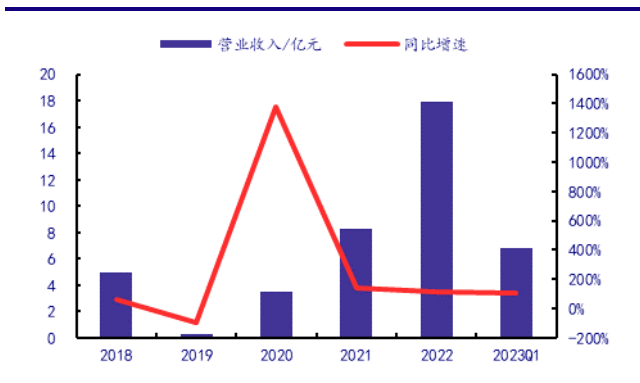
表 1. 山高环能盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1790.87	1962.71	2627.13	3221.10
收入增长率	116.62%	9.60%	33.85%	22.61%
归母净利润（百万元）	84.98	202.65	294.14	386.62
利润增速	5.55%	138.47%	45.15%	31.44%
毛利率	19.27%	25.61%	26.95%	28.16%
摊薄 EPS（元）	0.24	0.58	0.84	1.10
PE	48.55	20.36	14.03	10.67

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

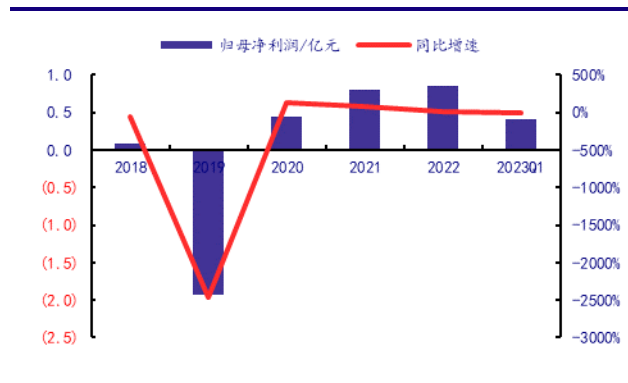
2. 公司经营情况

图 1：2018-2023Q1 山高环能营业收入/亿元



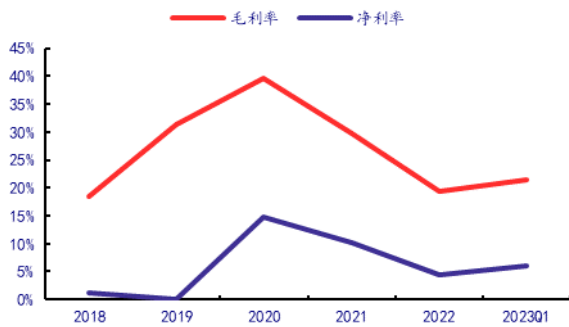
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 2：2018-2023Q1 山高环能归母净利润/亿元



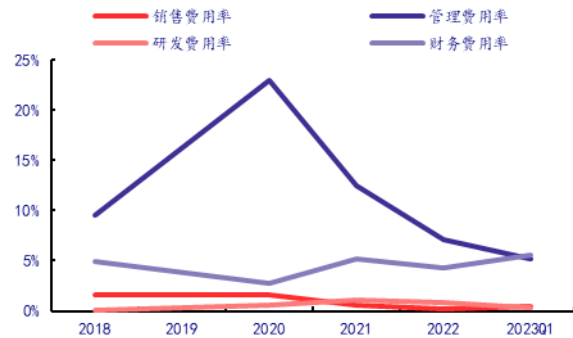
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 3：2018-2023Q1 山高环能毛利率与净利率



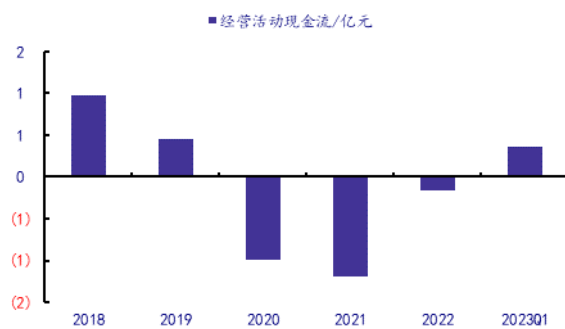
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 4：2018-2023Q1 山高环能费用率情况



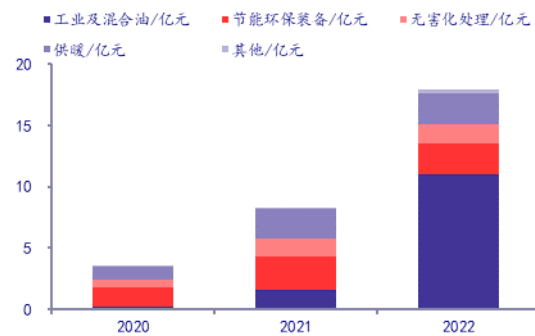
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 5：2018-2023Q1 山高环能经营活动现金流/亿元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 6：2020-2022 山高环能分业务收入/亿元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表 2. 2021-2023Q1 山高环能分季度营收和净利润情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入/亿元	1.92	0.79	0.66	4.89	3.38	3.97	4.20	6.36	6.80
营业收入同比增长率	-	139.00%	-2.52%	98.97%	75.73%	400.64%	531.96%	30.13%	101.17%
归母净利润/亿元	0.10	0.04	-0.08	0.74	0.40	0.31	0.19	-0.06	0.40
归母净利润同比增长率	168.67%	-77.24%	-3432.3%	74.32%	300.69%	687.41%	338.98%	-107.43%	-0.01%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn