

高能环境（603588）

证券研究报告
2024年10月28日

政策利好之下，期待公司资源化业务有效产能的持续打开

事件：公司发布2024年三季报。2024年前三季度，公司实现营业收入114.51亿元，同比增长52.88%，归母净利润5.61亿元，同比下降14.69%；其中，单三季度公司实现营业收入39.05亿元，同比增长29.25%，归母净利润1.45亿元，同比下降11.23%。

资源化业务持续推进，公司为何增收不增利？

1、资源化板块：上半年金昌高能、江西鑫科有部分设备、工艺未完全达到预期，导致有效产能不足，因此营业成本的增速高于营业收入的增速；三季度部分生产原材料在二季度价格高点采购，导致材料板块利润有所下降。

2、工程板块：工程板块在手可履行订单减少，工程收入下降，此外三季度验收项目增加，计提合同资产减值增加，导致工程板块利润下降。

国家高度重视资源再生行业，看好公司危废资源化业务长期发展

近期，资源化行业迎来新变化，国家政策利好持续。10月18日，中国资源循环集团有限公司在天津正式挂牌成立，注册资本100亿元；10月24日，海关总署、生态环境部等六部门发布相关公告，符合附表要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口。作为推动大规模设备更新和消费品以旧换新的关键环节，资源循环利用的重要性持续加强。

公司在固废危废资源化利用领域已实现前后端一体化全产业链布局，是国内为数不多的同时具备前后端生产能力的资源化利用企业。政策利好下，我们看好公司危废资源化业务的持续发展。

投资建议：预测25年可实现净利润8.9亿元，维持“买入”评级

预测2024-2026年归母净利润为6.54、8.90、10.56亿元，同比增长29.57%、36.11%、18.65%；摊薄EPS分别为0.43、0.58、0.69元，10月28日股价对应PE分别为12.42、9.12、7.69倍。

我们此前在22年报点评中，对公司24-25年业绩的预测前值为13.60、17.84亿元，由于公司资源化板块的利润率水平相对较薄，且24年利润受到金属价格大幅波动的影响较大，我们下调了对公司的盈利预测。

我们基于可比公司的PE估值法对公司进行估值。截至2024年10月28日，公司可比公司浙富控股、金田股份2025年业绩对应的PE倍数平均为13.66倍，我们给予公司13倍PE（FY2025）估值，对应目标市值为116亿元，对应目标价7.53元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动剧烈的风险、收料不足致使产能利用率下降的风险、投产进度不及预期、行业政策的风险、项目建设安全事故风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,774.23	10,580.37	15,300.15	16,844.90	17,706.35
增长率(%)	12.11	20.58	44.61	10.10	5.11
EBITDA(百万元)	2,019.08	1,955.58	2,028.18	2,250.68	2,442.46
归属母公司净利润(百万元)	692.48	504.64	653.85	889.92	1,055.92
增长率(%)	(4.65)	(27.13)	29.57	36.11	18.65
EPS(元/股)	0.45	0.33	0.43	0.58	0.69
市盈率(P/E)	11.73	16.09	12.42	9.12	7.69
市净率(P/B)	0.91	0.87	0.85	0.80	0.74
市销率(P/S)	0.93	0.77	0.53	0.48	0.46
EV/EBITDA	11.13	10.48	9.69	8.49	7.50

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	5.29元
目标价格	7.53元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,535.07
流通A股股本(百万股)	1,523.23
A股总市值(百万元)	8,120.54
流通A股市值(百万元)	8,057.91
每股净资产(元)	6.29
资产负债率(%)	62.55
一年内最高/最低(元)	8.12/4.21

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
胡冰清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070004	
hubingqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《高能环境-年报点评报告：资源化全产业链布局完善，静待产能释放助力业绩》2023-04-28
- 《高能环境-公司深度研究：深入布局资源化利用，运营加持蓄势待发》2022-12-21
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,596.99	1,865.88	1,530.01	1,684.49	1,770.64	营业收入	8,774.23	10,580.37	15,300.15	16,844.90	17,706.35
应收票据及应收账款	1,755.95	1,820.63	2,002.69	2,102.83	2,207.97	营业成本	6,706.94	8,652.27	13,088.21	14,375.16	15,039.07
预付账款	626.54	320.74	256.60	230.94	242.48	营业税金及附加	50.50	66.34	76.75	81.97	85.30
存货	2,637.96	4,931.28	6,410.66	7,051.73	7,615.87	销售费用	121.70	143.59	103.82	108.59	113.00
其他	1,175.40	1,307.32	4,431.63	4,596.22	4,652.00	管理费用	421.14	504.51	466.93	488.36	508.21
流动资产合计	7,792.84	10,245.86	14,631.60	15,666.21	16,488.95	研发费用	350.78	324.02	327.99	325.00	334.78
长期股权投资	851.84	843.15	863.15	883.15	903.15	财务费用	338.48	436.84	460.80	455.11	421.32
固定资产	1,981.87	3,621.28	3,786.71	3,781.65	3,689.36	资产/信用减值损失	(83.34)	(138.84)	(122.40)	(78.42)	(78.39)
在建工程	948.41	323.19	635.80	698.32	767.10	公允价值变动收益	(17.91)	4.98	0.00	0.00	0.00
无形资产	7,585.09	7,810.97	7,688.27	7,536.10	7,357.39	投资净收益	71.41	120.76	58.55	61.48	64.56
其他	1,041.83	974.91	976.87	975.99	980.02	其他	(20.85)	(98.86)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	12,409.05	13,573.50	13,950.80	13,875.21	13,697.02	营业利润	835.40	564.76	711.80	993.78	1,190.84
资产总计	22,660.13	26,682.91	28,582.40	29,541.42	30,185.97	营业外收入	4.09	8.71	60.02	48.02	38.41
短期借款	3,849.13	6,241.84	6,845.62	7,393.87	8,036.59	营业外支出	10.56	13.84	14.53	15.98	17.58
应付票据及应付账款	2,859.22	3,175.06	3,492.57	3,667.20	3,850.55	利润总额	828.93	559.64	757.29	1,025.81	1,211.67
其他	1,165.77	1,558.75	2,456.92	3,094.95	3,563.40	所得税	84.57	51.48	66.17	85.16	95.56
流动负债合计	7,874.11	10,975.66	12,795.11	14,156.01	15,450.54	净利润	744.36	508.16	691.12	940.66	1,116.11
长期借款	4,665.62	4,956.34	4,851.38	3,710.98	2,218.35	少数股东损益	51.88	3.52	37.27	50.73	60.19
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	692.48	504.64	653.85	889.92	1,055.92
其他	316.57	444.74	533.68	613.74	675.11	每股收益(元)	0.45	0.33	0.43	0.58	0.69
非流动负债合计	4,982.19	5,401.08	5,385.06	4,324.71	2,893.46						
负债合计	12,972.95	16,558.72	18,180.17	18,480.72	18,344.00	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	809.06	824.30	835.48	871.00	913.13	成长能力					
股本	1,525.52	1,537.36	1,535.07	1,535.07	1,535.07	营业收入	12.11%	20.58%	44.61%	10.10%	5.11%
资本公积	3,911.05	3,958.75	3,958.75	3,958.75	3,958.75	营业利润	-8.05%	-32.40%	26.04%	39.61%	19.83%
留存收益	3,469.82	3,876.77	4,072.92	4,695.87	5,435.01	归属于母公司净利润	-4.65%	-27.13%	29.57%	36.11%	18.65%
其他	(28.26)	(73.00)	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	9,687.18	10,124.19	10,402.24	11,060.69	11,841.98	毛利率	23.56%	18.22%	14.46%	14.66%	15.06%
负债和股东权益总计	22,660.13	26,682.91	28,582.40	29,541.42	30,185.97	净利率	7.89%	4.77%	4.27%	5.28%	5.96%
						ROE	7.80%	5.43%	6.83%	8.73%	9.66%
						ROIC	8.53%	5.57%	5.42%	6.29%	7.01%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	57.25%	62.06%	63.61%	62.56%	60.77%
净利润	744.36	508.16	653.85	889.92	1,055.92	净负债率	75.87%	98.85%	106.83%	95.43%	82.18%
折旧摊销	471.04	551.33	652.38	684.48	711.08	流动比率	1.28	1.17	1.14	1.11	1.07
财务费用	349.99	428.18	460.80	455.11	421.32	速动比率	0.95	0.73	0.64	0.61	0.57
投资损失	(71.41)	(120.76)	(58.55)	(61.48)	(64.56)	营运能力					
营运资金变动	(1,872.49)	(2,607.57)	(1,030.94)	(199.09)	(164.35)	应收账款周转率	5.59	5.92	8.00	8.21	8.21
其它	(67.41)	288.07	37.27	50.73	60.19	存货周转率	4.52	2.80	2.70	2.50	2.41
经营活动现金流	(445.91)	(952.58)	714.80	1,819.68	2,019.61	总资产周转率	0.44	0.43	0.55	0.58	0.59
资本支出	2,921.98	1,704.25	918.78	509.71	447.49	每股指标(元)					
长期投资	(92.23)	(8.69)	20.00	20.00	20.00	每股收益	0.45	0.33	0.43	0.58	0.69
其他	(5,442.84)	(2,918.48)	(1,884.48)	(1,054.52)	(908.32)	每股经营现金流	-0.29	-0.62	0.47	1.19	1.32
投资活动现金流	(2,613.09)	(1,222.93)	(945.70)	(524.81)	(440.83)	每股净资产	5.78	6.06	6.23	6.64	7.12
债权融资	772.30	2,489.95	308.11	(858.20)	(1,157.79)	估值比率					
股权融资	2,690.53	(138.90)	(413.07)	(282.20)	(334.83)	市盈率	11.73	16.09	12.42	9.12	7.69
其他	159.32	(83.69)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	0.91	0.87	0.85	0.80	0.74
筹资活动现金流	3,622.15	2,267.37	(104.96)	(1,140.40)	(1,492.63)	EV/EBITDA	11.13	10.48	9.69	8.49	7.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.41	14.47	14.29	12.21	10.58
现金净增加额	563.14	91.86	(335.86)	154.48	86.15						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com