

山高环能 (000803)

证券研究报告

2022 年 10 月 10 日

加速布局生物柴油全产业链，或有望率先受益全球航空/航海需求崛起

事件：1) 9 月 27 日，公司发布关于拟签署《合作协议》暨投资设立子公司的公告，公司拟与山东尚能共同出资建设生物柴油项目并成立合资公司；2) 10 月 10 日，公司发布关于投资设立子公司山高环能（广饶）新能源完成工商注册登记的公告。

核心观点：公司持续大力布局生物柴油全产业链，或有望率先受益全球航空/航海燃料关于减碳和替代的需求崛起。

1、UCO 原料环节：餐厨垃圾处理规模+外购保持高速增长，产能持续增加

公司餐厨废油脂业务商业模式持续优化中，目前公司 UCO 产品的原料油主要有 3 大来源：1) 自产油脂。公司餐厨垃圾处理规模 2021 年底为 1830 吨/日，2022 年 8 月已达 4030 吨/日，较年初再增 120%，并另有拟收购项目产能 300 吨/日。若假设提油率在 4%，则以自产油脂为原料的 UCO 产量可达近 6 万吨/年；2) 外采油脂。公司持续扩大收油网络，2022 年来，公司全资子公司十方环能与天津碧海、天津德丰、四川健骑士签订《油脂独家销售协议》，合计原料油供应量不少于 1.72 万吨/年；3) 对餐厨垃圾处理厂所在地周边的地沟油、泔水油基本做到应收尽收。目前，公司餐厨垃圾资源化处理投运规模位居国内前茅。我们认为，随国内疫情影响减弱，公司达产率逐渐提升，公司 UCO 产能将有望释放对应的增长潜力。

2、生物柴油环节：第三方加工+设立合资公司建产线，正式切入赛道

22H2，公司在生物柴油生产环节的布局逐渐铺开。9 月，公司与四川蓝邦签订了《废弃油脂及生物柴油销售协议》。后者已通过欧盟 ISCC 认证，具备每年生产 7 万吨生物柴油的生产能力。公司与四川蓝邦约定自协议签订起至 22 年 12 月 31 日试运行期间，后者加工后销售给公司的生物柴油累计重量应不低于 8000 吨，此后每年保底销售量 6 万吨/年；10 月，公司与山东尚能设立子公司山高环能新能源，拟建设 10 万吨/年酯基生物柴油和 40 万吨/年烃基生物柴油项目。合作项目分两期建设，第一期设计生产规模为 10 万吨/年酯基生物柴油和 20 万吨/年烃基生物柴油。

3、需求环节：全球航空&航海需求渐起，山高环能携关键原料有望率先受益

航空部门需求来看，2022 年来，全球多个国家的航空公司相继在航班中掺混生物航煤、或与生产商签署 SAF 未来供应协议、或开展关于碳中和的合作研究。山高环能的 UCO 是生物航煤类 SAF 的主要原料；航海部门需求来看，酯基生柴对于船舶发动机是一种可行的加油选择。根据鹿特丹港务局，22H1 船用生物燃料混合燃料的销售量达到 33 万吨，比去年同期增长 168%。我们认为，随欧洲能源供给结构的持续变化，国内拥有酯基生柴产能的供应商或将持续受益。

4、盈利预测&投资建议：我们预计 2022-24 年，公司实现营收 17.79/ 29.22/ 37.43 亿元，同比增长 115.24%/ 64.21%/ 28.10%；归母净利润 2.45/ 4.41/ 5.82 亿元，同比增长 204.41%/ 80%/ 31.94%，维持“买入”评级。

风险提示：餐厨项目进展不及预期的风险；环保产业政策和地方补贴变化的风险；与子公司新城热力相关的风险；产能扩张不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	346.88	826.74	1,779.46	2,922.05	3,743.26
增长率(%)	1374.26	138.33	115.24	64.21	28.10
EBITDA(百万元)	72.24	207.68	389.80	598.80	740.16
归属母公司净利润(百万元)	45.13	80.51	245.07	441.14	582.03
增长率(%)	(123.42)	78.38	204.41	80.00	31.94
EPS(元/股)	0.13	0.23	0.70	1.25	1.65
市盈率(P/E)	95.15	53.34	17.52	9.73	7.38
市净率(P/B)	7.18	3.34	2.58	2.03	1.59
市销率(P/S)	12.38	5.19	2.41	1.47	1.15
EV/EBITDA	32.03	25.28	9.69	5.82	3.58

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.94 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	351.99
流通 A 股股本(百万股)	283.77
A 股总市值(百万元)	4,202.81
流通 A 股市值(百万元)	3,388.19
每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	62.38
一年内最高/最低(元)	25.80/10.84

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《北清环能-公司点评:22H1 业绩继续高增长，受益“双碳”时代可再生能源需求增加》 2022-07-13
- 2 《北清环能-公司点评:卡位生物经济重点赛道，实控人变更加速绿色能源主业发展》 2022-05-22
- 3 《北清环能-季报点评:22Q1 业绩开门红，受益全球减碳大势带动可再生能源需求高增长!》 2022-04-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	85.98	323.64	711.78	1,168.82	1,882.44
应收票据及应收账款	150.78	132.75	509.83	518.83	815.91
预付账款	17.66	153.19	224.03	401.01	401.22
存货	9.79	42.95	63.81	77.73	43.38
其他	46.92	51.39	229.31	309.03	326.04
流动资产合计	311.14	703.92	1,738.76	2,475.42	3,469.00
长期股权投资	0.88	20.29	20.29	20.29	20.29
固定资产	362.47	316.77	277.98	239.20	200.42
在建工程	57.27	25.19	25.19	25.19	25.19
无形资产	396.28	896.21	857.14	818.07	779.00
其他	687.52	734.16	682.79	669.68	648.22
非流动资产合计	1,504.42	1,992.61	1,863.39	1,772.42	1,673.10
资产总计	1,815.56	2,760.24	3,602.15	4,247.84	5,142.10
短期借款	38.40	118.04	235.96	351.93	130.00
应付票据及应付账款	239.52	240.54	257.68	273.11	302.17
其他	505.71	294.57	677.24	719.91	1,157.87
流动负债合计	783.63	653.15	1,170.87	1,344.95	1,590.04
长期借款	50.00	143.84	176.26	192.73	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	248.40	547.66	550.00	550.00	550.00
非流动负债合计	298.40	691.50	726.26	742.73	800.00
负债合计	1,174.11	1,441.93	1,897.13	2,087.69	2,390.04
少数股东权益	43.03	31.40	38.98	47.98	53.86
股本	191.09	240.22	351.99	351.99	351.99
资本公积	664.36	1,193.82	1,193.82	1,193.82	1,193.82
留存收益	(195.35)	(114.84)	130.23	571.36	1,153.39
其他	(61.68)	(32.28)	(10.00)	(5.00)	(1.00)
股东权益合计	641.45	1,318.31	1,705.02	2,160.16	2,752.06
负债和股东权益总计	1,815.56	2,760.24	3,602.15	4,247.84	5,142.10

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	51.29	83.57	245.07	441.14	582.03
折旧摊销	24.88	93.93	77.85	77.85	77.85
财务费用	14.24	45.37	55.06	67.68	73.06
投资损失	(0.42)	(0.75)	(0.59)	(0.67)	(0.63)
营运资金变动	17.04	(48.99)	(159.54)	(220.99)	194.51
其它	(206.62)	(291.89)	7.88	9.30	6.18
经营活动现金流	(99.60)	(118.77)	225.74	374.31	933.00
资本支出	960.84	212.04	(2.34)	0.00	0.00
长期投资	0.88	19.41	0.00	0.00	0.00
其他	(1,018.72)	(602.97)	2.63	0.37	0.33
投资活动现金流	(57.00)	(371.52)	0.29	0.37	0.33
债权融资	(61.99)	226.92	28.06	77.36	(223.71)
股权融资	646.00	608.00	134.05	5.00	4.00
其他	(391.47)	(106.45)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	192.54	728.47	162.11	82.36	(219.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	35.94	238.18	388.14	457.04	713.62

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	346.88	826.74	1,779.46	2,922.05	3,743.26
营业成本	209.14	580.43	1,281.13	2,123.15	2,725.03
营业税金及附加	3.04	4.98	7.12	11.69	14.97
销售费用	5.38	4.55	4.98	5.26	5.99
管理费用	79.41	103.49	160.15	233.76	299.46
研发费用	2.20	8.82	16.02	29.22	37.43
财务费用	9.74	43.23	55.06	67.68	73.06
资产/信用减值损失	(1.35)	(2.75)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
公允价值变动收益	0.01	0.54	0.30	0.30	0.30
投资净收益	0.42	0.75	0.59	0.67	0.63
其他	(1.16)	(3.83)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	40.06	86.51	254.89	451.27	587.25
营业外收入	30.93	0.71	0.50	0.50	0.50
营业外支出	3.53	6.94	5.24	6.09	5.66
利润总额	67.45	80.28	250.15	445.68	582.08
所得税	16.16	(3.28)	(2.50)	(4.46)	(5.82)
净利润	51.29	83.57	252.65	450.14	587.91
少数股东损益	6.16	3.06	7.58	9.00	5.88
归属于母公司净利润	45.13	80.51	245.07	441.14	582.03
每股收益（元）	0.13	0.23	0.70	1.25	1.65

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	1374.26%	138.33%	115.24%	64.21%	28.10%
营业利润	-115.23%	115.98%	194.62%	77.05%	30.13%
归属于母公司净利润	-123.42%	78.38%	204.41%	80.00%	31.94%
获利能力					
毛利率	39.71%	29.79%	28.00%	27.34%	27.20%
净利率	13.01%	9.74%	13.77%	15.10%	15.55%
ROE	7.54%	6.26%	14.71%	20.89%	21.57%
ROIC	-22.67%	38.20%	30.80%	45.60%	51.08%
偿债能力					
资产负债率	64.67%	52.24%	52.67%	49.15%	46.48%
净负债率	5.14%	4.97%	-14.05%	-25.53%	-51.45%
流动比率	0.36	1.02	1.49	1.84	2.18
速动比率	0.34	0.97	1.43	1.78	2.15
营运能力					
应收账款周转率	4.30	5.83	5.54	5.68	5.61
存货周转率	27.71	31.35	33.34	41.29	61.81
总资产周转率	0.32	0.36	0.56	0.74	0.80
每股指标（元）					
每股收益	0.13	0.23	0.70	1.25	1.65
每股经营现金流	-0.28	-0.34	0.64	1.06	2.65
每股净资产	1.70	3.66	4.73	6.00	7.67
估值比率					
市盈率	95.15	53.34	17.52	9.73	7.38
市净率	7.18	3.34	2.58	2.03	1.59
EV/EBITDA	32.03	25.28	9.69	5.82	3.58
EV/EBIT	44.89	38.06	12.11	6.69	4.00

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