

环保行业 2023 年中期策略：精选成长赛道，关注价值重估机会

核心观点：

- **“双碳”引领下，再生资源和配套污染治理企业成长性突出。**“十四五”以来，在“双碳”政策引领下，涉及节能、降耗、减排等重大节能环保政策迎来密集发布出台期，环保行业有望充分分享政策红利，进入新一轮高景气周期。“双碳”的目标是建立绿色低碳循环发展经济体系，循环经济兼具重要资源以及减碳、减排等多重经济效益和社会效益，与之相关的再生资源、高景气行业配套环保设备等板块“十四五”期间将会有亮眼表现。
- **优质环保国企有望价值重估。**22 年末至今，国家多个部门在各类会议中多次提及建设中国特色估值体系，明确指出要推动提升估值定价科学性有效性，更好发挥资本市场的资源配置功能。国资委也强调今年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，对盈利能力、价值实现能力的考核更加重视。在补齐乡镇环境基础设施、建设“无废城市”等政策刺激下，环保行业中水务与固废处理业绩有望持续增长，叠加其低估值、高股息率和强现金流的属性，水务和固废处理类的国企面临盈利提升和价值重估的机会，未来有望带动板块上涨。
- **投资策略：**投资策略：目前环保行业估值为 18 倍，处于近 10 年的低位，从政策推进以及行业需求来看，当前时点具备较高投资价值。建议重点挖掘两大方向，一是有政策催化、市场空间大、行业景气度高的成长性板块，例如再生资源、高景气行业配套环保设备等；二是符合“中特估”概念，具有低估值、高股息率、强现金流属性的水务和固废处理企业。
- **重点公司：**建议关注以下领域及重点公司：（1）下游行业景气度较高的配套污染治理企业，重点覆盖的公司有光伏制程污染治理仕净科技（301030.SZ）、泛半导体工艺废气治理盛剑环境（603324.SH）、臭氧设备龙头国林科技（300786.SH）、压滤设备及配件龙头景津装备（603279.SH）、国内半导体洁净室龙头美埃科技（688376.SH）；（2）涉及再生资源、新能源新材料业务的环保企业，重点覆盖的公司有金属危废资源化龙头高能环境（603588.SH）、酒糟资源化龙头路德环境（688156.SZ）、餐厨垃圾资源化领航者山高环能（000803.SZ）、布局锂电正极材料的伟明环保（603568.SH）、切入盐湖提锂的陶瓷膜龙头久吾高科（300631.SZ）、重金属污染治理行业龙头赛恩斯（688480.SH）。（3）符合“中特估”概念，具有低估值、高股息率、强现金流属性的企业，重点覆盖的公司有瀚蓝环境（600323.SH）、清新环境（002573.SZ）。
- **风险提示：**政策推进力度不及预期的风险；项目建设进度不及预期的风险；环境治理需求不及预期的风险；下游行业配套治理需求不及预期的风险；资源化产品价格下行的风险；行业竞争加剧的风险。

环保行业

推荐（维持评级）

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

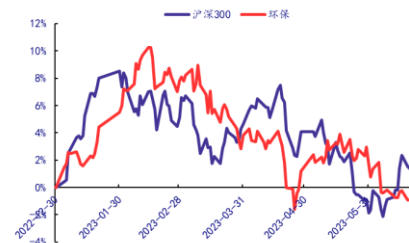
梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

行业数据

2023.06.27



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河环保公用】公司深度报告_环保公用_高能环境：产能提升+品类拓宽，深度资源化打造循环再生产业链

【银河环保公用】行业动态报告_环保_22 年报及 23 年 Q1 业绩总结：多因素致业绩承压，关注细分领域机会

【银河环保公用】公司点评_环保_仕净科技（301030.SZ）：充足在手项目保障业绩持续高增，TOPCon 电池打开成长空间

【银河环保公用】公司点评_环保_景津装备（603279.SH）：一季度业绩高增，新能源应用占比显著提升

【银河环保公用】公司点评_环保_路德环境（688156.SH）：白酒糟饲料量价齐升，高附加值产品有望提升盈利空间

目 录

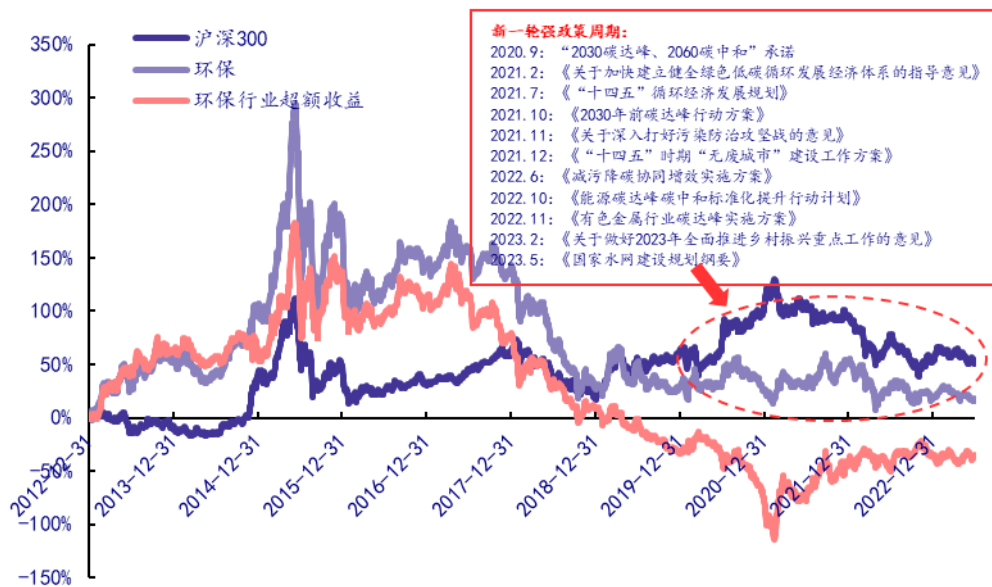
一、环保行业：政策提振景气度，行业基本面持续向好.....	2
（一）“双碳”提升行业景气度，优质环保国企有望价值重估.....	2
（二）23Q1 环保企业业绩回暖.....	4
（三）大气治理：火电装机提速带动烟气治理业务重回增长.....	6
（四）水务及水治理：关注地方水务龙头价值重估机会.....	8
（五）固废治理：板块业绩恢复增长，资源化业务空间广阔.....	9
（六）环保设备：国产替代背景下，高端设备需求有望增加.....	11
二、投资建议.....	13
（一）行业表现与估值.....	13
（二）公募基金持仓情况.....	13
（三）投资策略.....	16
（四）重点公司盈利预测.....	17
三、重点推荐个股.....	18
（一）路德环境：白酒糟饲料量价齐升，高附加值产品有望提升盈利空间.....	18
（二）高能环境：资源化产能快速提升，业绩重回增长轨道.....	19
（三）景津装备：订单带动业绩增长，新能源新材料应用占比显著提升.....	20
（四）仕净科技：充足项目保障业绩高增，TOPCon 电池有望打开成长空间.....	20
（五）美埃科技：国内半导体洁净室龙头，产能提升带动业绩增长.....	21
（六）盛剑环境：三端发力打造多产品矩阵，国产替代背景下成长空间广阔.....	22
（七）国林科技：乙醛酸、半导体等新业务有望带来改善.....	23
（八）山高环能：餐厨垃圾提油能力领先，生物柴油打开长期增长空间.....	24
（九）伟明环保：传统固废业务增长稳健，新能源材料业务完成一体化产业布局.....	25
（十）瀚蓝环境：固废运营业务占比提升，能源业务全年有望实现盈利.....	26
（十一）久吾高科：盐湖提锂、资源化等新兴领域打开长期成长空间.....	27
（十二）赛恩斯：订单带动增长，方案、产品、服务三位一体构建公司核心竞争力.....	28
（十三）清新环境：火电提速大气业务迎拐点，资源化有望持续高增长.....	29
四、风险提示.....	30

一、环保行业：政策提振景气度，行业基本面持续向好

（一）“双碳”提升行业景气度，优质环保国企有望价值重估

“十四五”以来，在“双碳”政策引领下，涉及节能、降耗、减排等重大节能环保政策迎密集发布出台期，环保行业有望充分享受政策红利，进入新一轮高景气周期。“双碳”的目标是建立绿色低碳循环发展经济体系，循环经济兼具重要资源以及减碳、减排等多重经济效益和社会效益，与之相关的新能源新材料、废旧资源回收再生、高景气行业配套环保设备等板块“十四五”期间将会有亮眼表现。

图 1：近十年环保行业走势复盘



资料来源：iFind，中国银河证券研究院整理

2022年11月，证监会主席易会满在金融街论坛年会上提出，要探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源更好发挥配置功能；23年1月，国资委在中央企业负责人会议上强调2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，对盈利能力、价值实现能力的考核更加重视；2023年2月证监会系统工作会议再次提及中国特色估值体系，进一步指出要推动提升估值定价科学性有效性，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。

表 1：中特估相关政策

日期	部门	政策/会议	内容
2022.5	国资委	国企改革三年行动推进会	建立进退有序的国有资本动态调整机制，进一步加强对国有资本运营的监管。围绕促进高水平科技自立自强，加快提升企业自主创新能力，推动国有企业打造原创技术“策源地”，着力突破一批关键技术核心，全方位推动国有企业转型升级创新发展
2022.10	全国代	党的二十大报告	深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优

表大会			
2022.11	证监会	2022 金融街论坛年会	国有上市公司和上市国有金融企业市值占比将近一半，体现了国有企业作为国民经济重要支柱的地位，建设中国特色现代资本市场，探索建立具有中国特色估值体系
2023.1	国资委	中央企业负责人会议	提出 2023 年中央企业考核指标为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”。相较于 2022 年的变化主要是用净资产收益率指标替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，对盈利能力、价值实现能力的考核更加重视。
2023.2	证监会	2023 年系统工作会议	逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能
2023.2	国资委	《关于做好 2023 年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》	提出要持续推动国有资本向重要行业和关键领域集中，深入推进战略性重组和专业化整合。加大关键核心技术协同攻关力度；加大能源资源、粮食供应保障、战备性物资储备等领域布局力度；推动绿色化数字化智能化转型发展。
2023.3	国资委	国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议	国有企业在效率效益、战略性新兴产业布局、科技创新能力支撑等方面仍存在差距。突出效率效益，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平；突出创新驱动，提升基础研究能力。
2023.3	国务院	《政府工作报告》	深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理
2023.6	国资委	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	中央企业要把握新定位、扛起新使命，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能，同时要进一步增强责任感和紧迫感，锁定提高上市公司质量重点任务，以更加务实有力的行动做优基本面、夯实基本功，为中央企业实现高质量发展、在构建新发展格局中更好发挥作用提供坚实支撑。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院整理

我们从 SW 环保指数中挑选了 39 家符合“中特估”概念的环保公司，分业务类型来看，大气治理领域 4 家，环保设备领域 4 家，综合环境治理领域 3 家，固废治理领域 8 家，水务及水处理领域 20 家。其中，如首创环保、洪城环境、兴蓉环境、三峰环境、瀚蓝环境、绿色动力等地方国资控股的水务和固废企业具有较高的 ROE 和股息率，但却显著低于行业平均估值水平。未来优质国企业的价值重估有望带动板块上涨。

表 2：SW 环保指数中符合“中特估”概念的公司

股票代码	股票简称	PE (TTM)	PB (MRQ)	股息率 (2022)	加权 ROE (2022)	实控人
600008.SH	首创环保	6.6	1.10	4.58%	11.45%	北京市国资委
600461.SH	洪城环境	9.1	1.24	5.36%	13.49%	南昌市国资委
000685.SZ	中山公用	9.3	0.68	2.99%	6.97%	中山市国资委
000598.SZ	兴蓉环境	9.6	1.05	2.11%	11.48%	成都市国资委
601827.SH	三峰环境	9.9	1.18	3.16%	12.45%	重庆市国资委
300388.SZ	节能国祯	11.3	1.16	2.75%	9.90%	国资委
600323.SH	瀚蓝环境	11.6	1.34	1.20%	11.03%	佛山市南海区国资委
600874.SH	创业环保	11.9	1.05	2.48%	9.88%	天津市国资委
601330.SH	绿色动力	13.9	1.40	1.64%	10.64%	北京市国资委
601158.SH	重庆水务	13.8	1.44	5.18%	11.54%	重庆市国资委
000544.SZ	中原环保	14.6	0.98	2.19%	6.50%	郑州市人民政府

002573.SZ	清新环境	17.2	1.18	1.86%	7.13%	四川省国资委
300425.SZ	中建环能	18.9	1.52	1.17%	9.22%	国资委
601200.SH	上海环境	20.6	1.00	1.07%	5.16%	上海市国资委
603817.SH	海峡环保	22.0	1.29	0.92%	6.59%	福州市国资委
600796.SH	钱江生化	22.1	1.46	1.99%	6.98%	海宁市人民政府
601199.SH	江南水务	22.6	1.88	1.26%	8.26%	江阴市国有企业改革发展服务中心
600388.SH	ST龙净	24.0	2.64	2.38%	11.18%	上杭县财政局
300958.SZ	建工修复	24.7	2.14	1.05%	9.01%	北京市国资委
000551.SZ	创元科技	25.9	1.84	0.66%	7.64%	苏州市人民政府
600283.SH	钱江水利	25.6	2.27	1.03%	8.05%	水利部综合事业局
600526.SH	菲达环保	26.0	1.05	0.00%	3.53%	浙江省国资委
300070.SZ	碧水源	26.7	0.71	0.57%	2.77%	国资委
603126.SH	中材节能	29.8	2.30	1.15%	7.94%	国资委
601368.SH	绿城水务	39.8	0.98	1.08%	3.55%	南宁市国资委
301175.SZ	中科环保	40.5	2.77	0.89%	9.16%	中国科学院
003039.SZ	顺控发展	46.7	4.18	0.67%	10.27%	佛山市顺德区国资委
000605.SZ	渤海股份	107.8	1.00	0.33%	0.74%	天津市国资委
600217.SH	中再资环	159.5	2.51	0.00%	2.54%	中华全国供销合作总社
600769.SH	祥龙电业	316.5	45.07	0.00%	14.68%	武汉东湖新技术开发区管理委员会
600292.SH	远达环保	-	0.87	0.00%	-0.55%	国资委
600168.SH	武汉控股	-	0.82	0.00%	0.07%	武汉市国资委
002778.SZ	中晟高科	-	3.10	0.00%	-6.58%	苏州市吴中区人民政府
300385.SZ	雪浪环境	-	2.60	0.00%	-12.60%	常州市新北区人民政府
000068.SZ	华控赛格	-	155.40	0.00%	-140.99%	山西省国资委
300072.SZ	海新能科	-	1.19	0.00%	-10.66%	北京市海淀区国资委
002672.SZ	东江环保	-	1.63	0.00%	-11.59%	广东省国资委
300422.SZ	博世科	-	1.39	0.00%	-17.94%	广州市人民政府
300266.SZ	兴源环境	-	3.88	0.00%	-35.11%	宁波市奉化区财政局

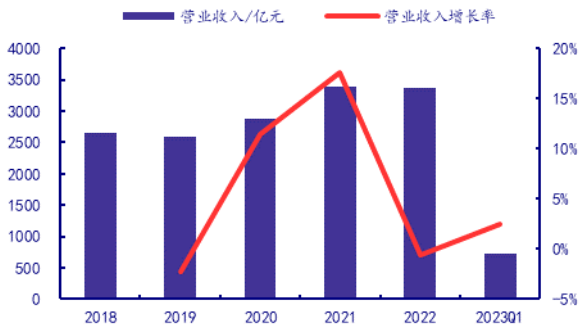
资料来源：iFind，中国银河证券研究院整理

在补齐乡镇环境基础设施、建设“无废城市”等政策刺激下，环保行业中水务与固废处理业绩有望持续增长，而随着国资委考核标准的更新，叠加其低估值、高股息率和强现金流属性，水务和固废处理类的国企面临盈利提升和价值重估的机会，未来表现值得关注。

（二）23Q1 环保企业业绩回暖

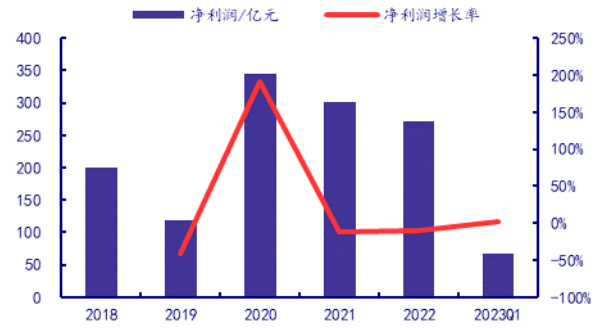
23Q1 环保企业业绩恢复增长。22 年度及 23 年一季度环保企业业绩披露完毕，我们选取了 SW 行业分类中环保上市公司共计 132 家作为分析对象。22 年受疫情、经济下行等多重因素影响，环保工程项目建设进度较慢，运营项目产能利用率较低，随着影响因素逐步消散，23Q1 业绩恢复增长。2022 年 132 家环保行业上市公司实现营业收入 3370 亿元，同比下降 0.6%；实现归母净利润 250 亿元，同比下降 9.6%。23Q1 实现营业收入 727 亿元，同比上涨 2.5%；实现归母净利润 64 亿元，同比增长 2.5%。

图 2：2018-2023Q1 环保行业营业收入



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

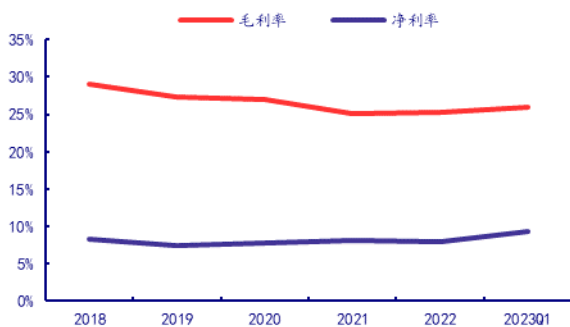
图 3：2018-2023Q1 环保行业归母净利润



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

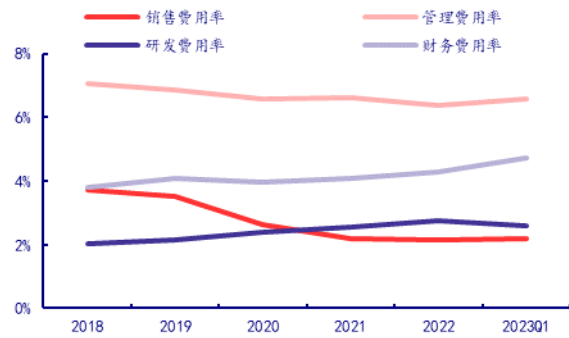
一季度行业净利润呈改善趋势。22 年环保行业综合毛利率为 25.32%，同比增加 0.14pct；净利率为 9.14%，同比下降 1.69pct。23Q1 环保行业综合毛利率为 25.97%，同比减少 0.2pct；净利率为 9.36%，同比增加 0.41pct。22 年环保行业期间费用率为 15.58%，同比增加 0.17pct，23Q1 行业期间费用率为 16.10%。

图 4：2018-2023Q1 环保行业毛利率与净利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 5：2018-2023Q1 环保行业各项费用率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

资产负债率持续下降，现金流有所改善。23Q1 环保行业资产负债率为 57.61%，较 22 年末下降 0.52pct，板块整体资产负债率呈现下降趋势。22 年环保板块经营活动现金流净额为 374 亿元，同比增长 15%，收现比为 0.86，收现比有所回升。

图 6：2018-2023Q1 环保行业资产负债率

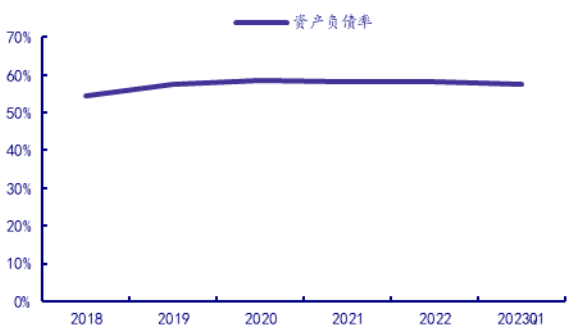
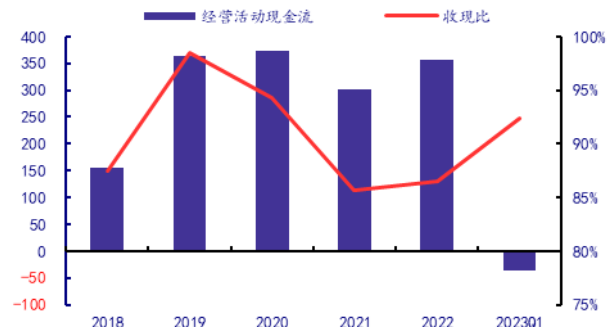


图 7：2018-2023Q1 环保行业现金流和收现比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）大气治理：火电装机提速带动烟气治理业务重回增长

火电投资提速或将带动烟气治理重回增长轨道。2022年1月发布的《“十四五”现代能源体系规划》提出，发挥煤电支撑性调节性作用，统筹电力保供和减污降碳，根据发展需要合理建设先进煤电，保持系统安全稳定运行必需的合理裕度。火电既要给新能源消纳让出空间，又要承担系统支撑和可靠供电的保障作用。新能源出力不稳定性导致电力缺口，火电压舱石作用愈发凸显。

2022年，全国火电基建投资完成额909亿元，同比增长35%，全年新增火电装机容量达到4471万千瓦，其中燃煤发电新增装机2823万千瓦，同比略有增加。伴随着火电项目审批提速，火电烟气治理投资需求也将得到释放。

图 8：2008-2022 火电投资完成额/亿元

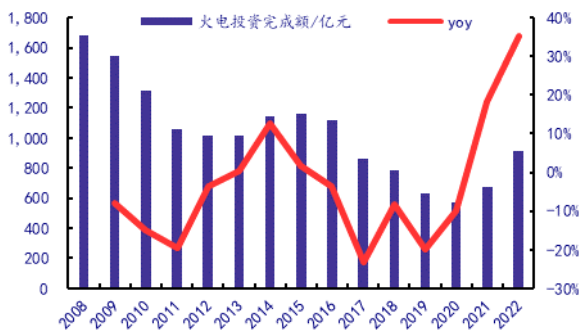
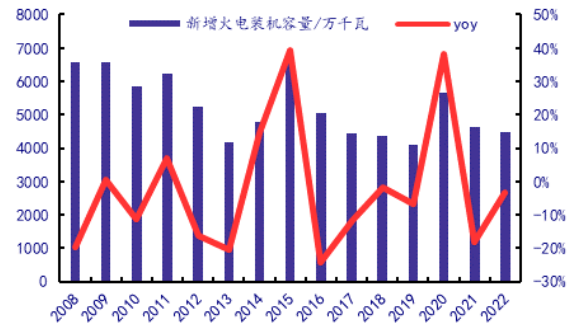


图 9：2008-2022 火电装机规模/亿千瓦



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

营业收入及利润：2022年SW大气治理板块企业合计实现营业收入270亿元，同比增长16%；合计实现归母净利润-3.4亿元，同比下降163%。23Q1实现收入59亿元，同比下降3.6%；实现归母净利润0.66亿元，同比增长66%。

图 10：2018-2023Q1 大气治理企业营业收入

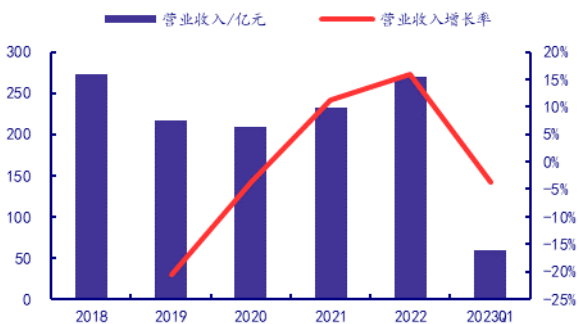
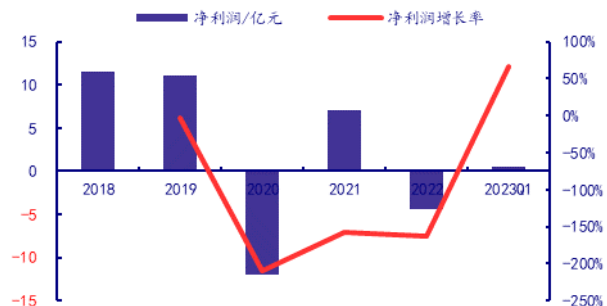


图 11：2018-2023Q1 大气治理企业归母净利润



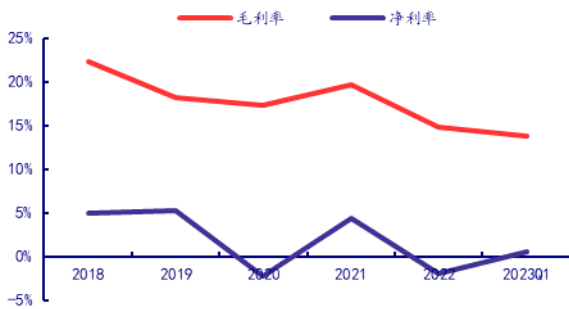
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

盈利能力及现金流：22年SW大气治理板块企业的毛利率为15.0%，同比减少3.2pct；净利率为-1.6%，同比减少4.6pct，主要是由于板块内个别公司亏损所致。23Q1毛利率为14.1%，

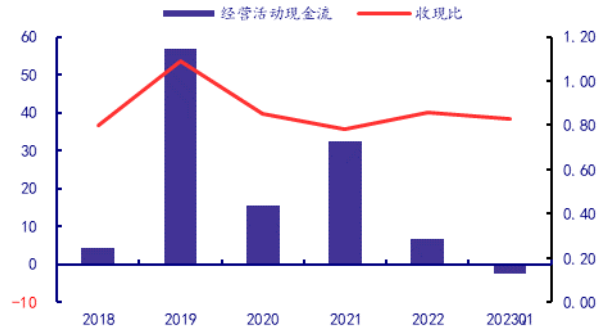
净利率为 1.0%，盈利能力有所改善。现金流方面，22 年 SW 大气治理板块企业合计经营性现金流净额为 11.55 亿元，同比下降 40%，收现比为 0.88。

图 12：2018-2023Q1 大气治理企业毛利率与净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

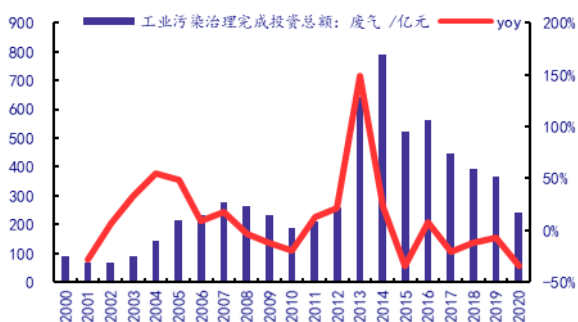
图 13：2018-2023Q1 大气治理企业现金流与收现比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

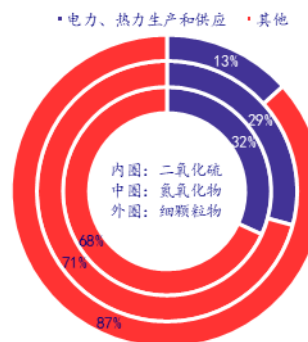
非电行业排放占比提高，政策与市场需求逐渐向其倾斜。非电行业主要包括钢铁、焦化、水泥、平板玻璃等，2017-2019 年，电力、热力生产和供应业的废气排放量占比呈下降趋势，非电行业排放占比逐步提高。根据生态环境部的数据，2020 年我国工业源二氧化硫排放量为 253.2 万吨，其中电力、热力生产和供应业占比为 31.8%，其他行业占比为 68.2%。工业源氮氧化物排放量为 417.5 万吨，其中电力、热力生产和供应业占比为 29.2%，其他行业占比 70.8%；工业源颗粒物排放量为 400.9 万吨，其中电力、热力生产和供应业占比为 13.3%，其他行业占比为 86.7%。总体来看，非电行业污染物排放量占比较高，烟气排放问题逐渐显现，政策和市场需求向非电行业烟气治理倾斜，我国工业烟气治理开始进入深度专项治理阶段。

图 14：2000-2020 工业废气治理投资完成额/亿元



资料来源：fFinD，中国银河证券研究院

图 15：2020 年工业源废气排放占比（电力和非电）



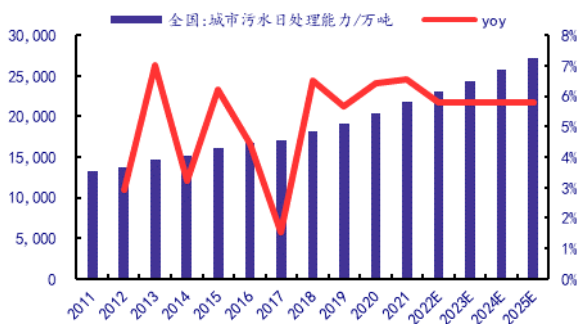
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

第三方专业化运营是符合行业的发展趋势。烟气处理设施的运营稳定性直接影响企业的生产经营，若烟气处理设施运营不稳定导致污染物排放不达标，客户可能会面临罚款、停产、关停等处罚，对其生产经营产生不利影响。根据行业情况来看，专业的第三方运营服务商通常对反应温度控制、工艺参数调试、应急状况处理等操作及维护较为熟悉，并能够对原料、备品备件等进行集中化采购，发挥规模优势，而且对运营流程实现专业化、标准化、精细化管理。因此，优质的第三方专业化运营服务商的引入，既能确保烟气治理设施的稳定运行，保障企业的生产经营，又能降低企业的烟气治理运行成本。

(四) 水务及水治理：关注地方水务龙头价值重估机会

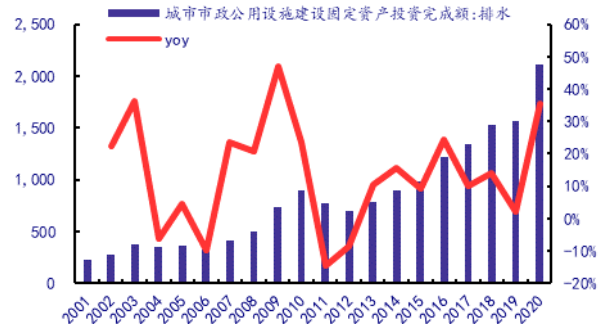
污水处理行业仍有成长空间。近年来，我国污水排放量持续增长，伴随着污水处理设施建设的稳步增长，污水收集管网的有序规划建设，污水处理量稳步提升。在城镇化率的稳步增长、污水提质增效、水环境治理下，“十四五”初期，污水处理设施建设会有一定的增幅，但“十四五”中后期增速会放缓，“十四五”时期城镇污水处理厂累计增长规模达到 0.55 亿立方米/日，2022 年到 2025 年增长规模 0.38 亿立方米/日，年均增长规模超过 0.09 亿立方米/日。污水处理量方面，到 2025 年，城镇污水处理厂处理量预计将突破 750 亿立方米。

图 16：全国日污水处理能力情况



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

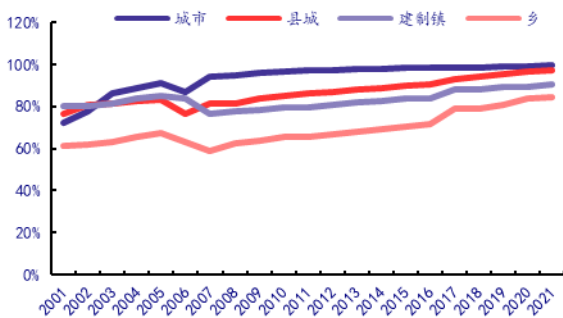
图 17：2001-2020 城市排水固定资产投资规模/亿元



资料来源：住建部，中国银河证券研究院

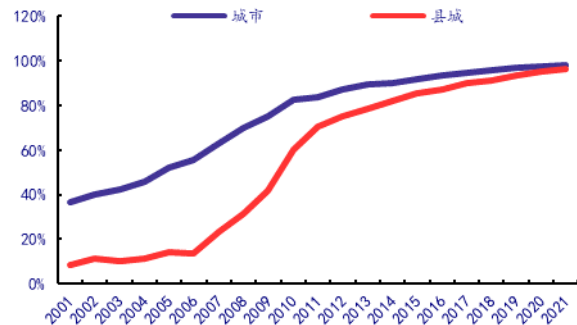
供水行业相对稳定，处于成熟期。从用水普及率来看，近年来，我国城市、县城、建制镇和乡用水普及率小幅增长，基本保持稳定，2016 年以来地级市和县城用水普及率均在 90% 以上，乡镇用水普及率相对较低，未来尚有一定空间。

图 18：2001-2021 我国城乡用水普及率变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

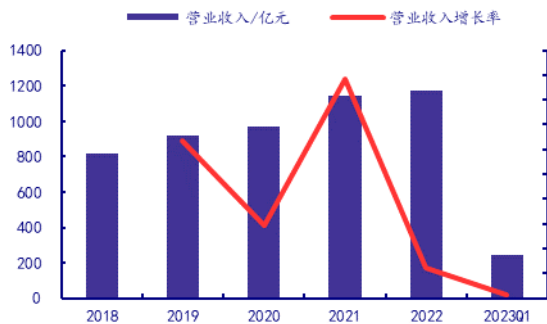
图 19：2001-2021 我国城市和县城污水处理率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

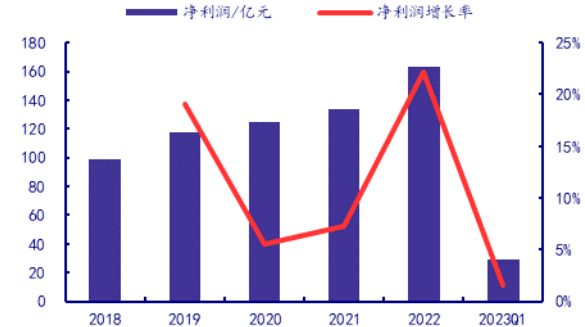
营业收入及利润：22 年 SW 水务及水治理板块企业实现营业收入 1170 亿元，同比增长 2.5%；实现归母净利润 147 亿元，同比增长 22.2%。23Q1 实现营业收入 242 亿元，同比增长 0.2%，实现归母净利润 27 亿元，同比增长 1.5%。污水运营板块较为稳定，工程业务在疫情等不利因素消退后也将加快推进，带动板块业绩增长。

图 20：2018-2023Q1 水务及水治理企业营业收入



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

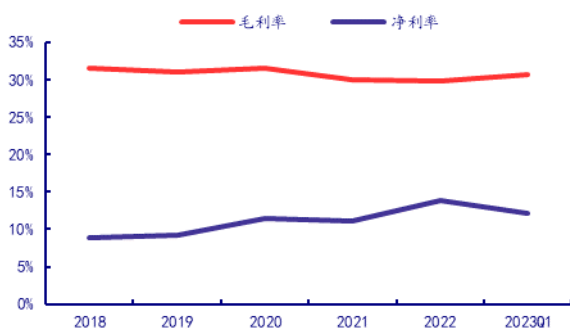
图 21：2018-2023Q1 水务及水治理企业归母净利润



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

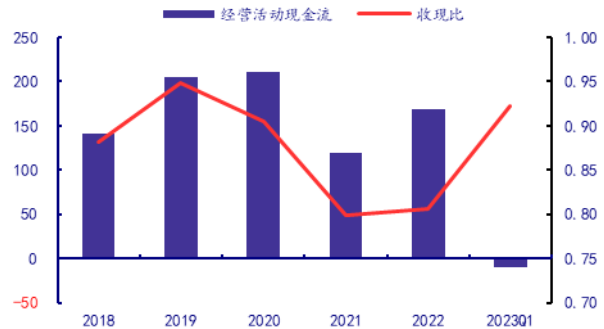
盈利能力及现金流：22 年 SW 水务及水治理板块企业的毛利率为 30.1%，同比减少 0.2pct；净利率为 13.9%，同比增加 2.2pct。23Q1 毛利率为 30.9%，净利率为 12.1%，板块内企业盈利能力维持稳定。现金流方面，22 年 SW 水务及水治理板块企业合计经营性现金流净额为 176 亿元，同比增长 41%，收现比为 0.80。该板块商业模式成熟，经营稳定，现金流充足。中特估背景下，拥有优质资产的地方水务龙头具备价值重估机会。

图 22：2018-2023Q1 水务及水治企业块毛利率与净利率



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图 23：2018-2023Q1 水务及水治理企业现金流与收现比

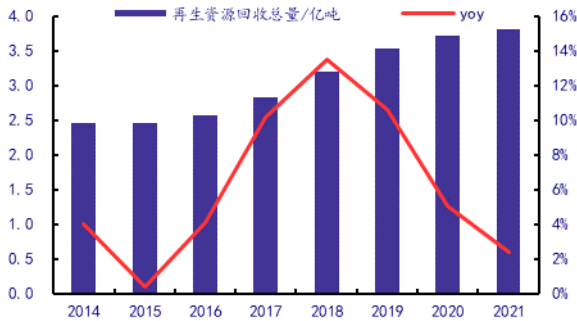


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

（五）固废治理：板块业绩恢复增长，资源化业务空间广阔

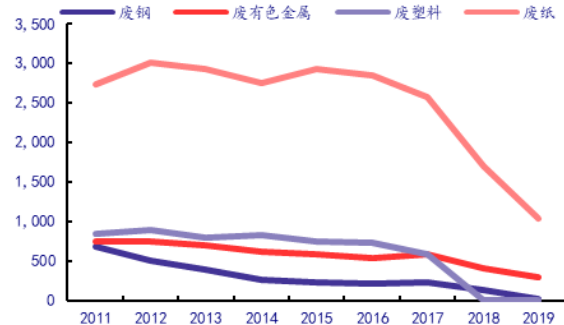
在建设循环经济体系的背景下，再生资源领域迎来发展良机。国家发改委于 2021 年 7 月印发的《“十四五”循环经济发展规划》提出，到 2025 年，主要资源产出率比 2020 年提高约 20%，单位 GDP 能源消耗、用水量比 2020 年分别降低 13.5%、16%左右，农作物秸秆综合利用率保持在 86%以上，大宗固废综合利用率达到 60%，建筑垃圾综合利用率达到 60%，废纸、废钢利用量分别达到 6000 万吨和 3.2 亿吨，再生有色金属产量达到 2000 万吨，资源循环利用产业产值达到 5 万亿元。在建设循环经济体系的背景下，再生资源领域迎来发展良机。

图 24：2014-2021 年我国再生资源回收总量变化情况



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图 25：四种废品进口量变化



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

循环经济体系可有效降低碳排放强度。从“双碳”视角来看，大力推广循环经济，通过减少高能耗的原料加工环节，最终来实现单位产品碳排放强度的降低。数据显示，以废钢为原料相比以铁矿石为原料炼钢，生产 1 吨钢可以减少约 1.6 吨二氧化碳排放，中国 2020 年废钢利用量约 2.6 亿吨，仅此一项就可以减少二氧化碳排放量约 4.16 亿吨。

表 3：主要再生资源品种减排量

品种	节省能耗	减少排放 (吨二氧化碳当量/吨)
再生纸	60%-70%	5.42
再生塑料	-	0.36
再生铜	87%	14
再生铝	88%	0.8
再生铅	78%	3
废钢	60	0.15

资料来源：《再生资源回收利用与碳减排的定量分析研究》，中国银河证券研究院整理

营业收入及利润：22 年 SW 固废处理板块企业实现营业收入 1028 亿元，同比下降 8.2%；实现归母净利润 102 亿元，同比下降 33.0%。23Q1 实现营业收入 240 亿元，同比增长 8.4%，实现归母净利润 29 亿元，同比增长 8.7%。22 年业绩增速下滑主要是运营项目产能利用率不足、在建项目建设进度迟缓所致。23Q1 影响因素已经消除，随着“垃圾分类”、“无废城市”的进一步推动以及固废行业补短板的推进，板块业绩恢复增长。

图 26：2018-2023Q1 固废治理企业营业收入

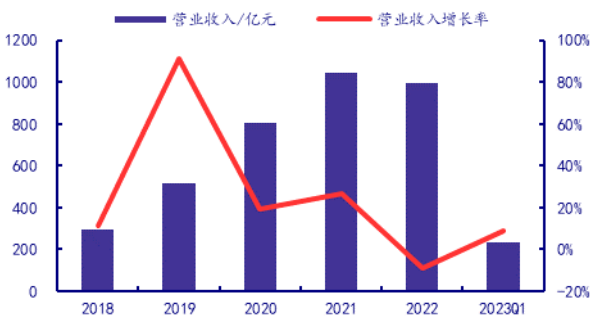
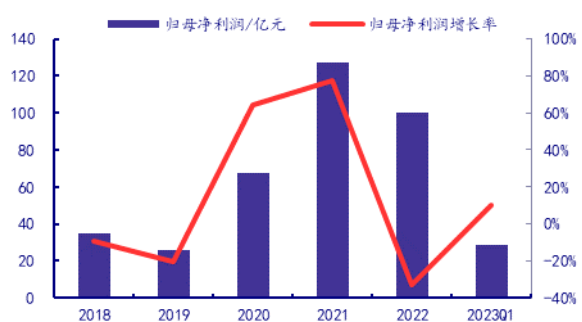


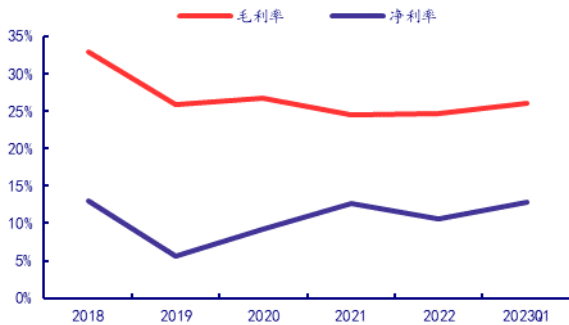
图 27：2018-2023Q1 固废治理企业归母净利润



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

盈利能力及现金流：22年SW固废治理板块企业毛利率为24.7%，同比减少0.3pct；净利率为10.4%，同比减少3.8pct，23Q1毛利率为26.0%，净利率为12.7%。现金流方面，22年SW固废治理板块企业合计经营性现金流净额为134亿元，同比增长4%，收现比为0.93。

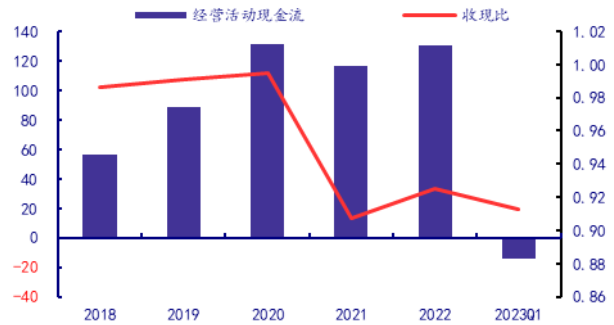
图 28：2018-2023Q1 固废治理企业毛利率与净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 29：2018-2023Q1 固废治理企业现金流与收现比



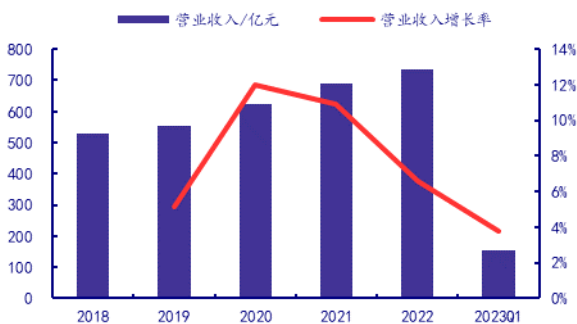
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（六）环保设备：国产替代背景下，高端设备需求有望增加

环保设备板块中除了传统的环境治理设备外，还包括用于光伏制程治理、半导体制程治理、科学分析等高端设备，在自主可控和国产替代背景下，本土化成为趋势，高端设备国产替代逻辑持续强化，相关需求有望快速释放。

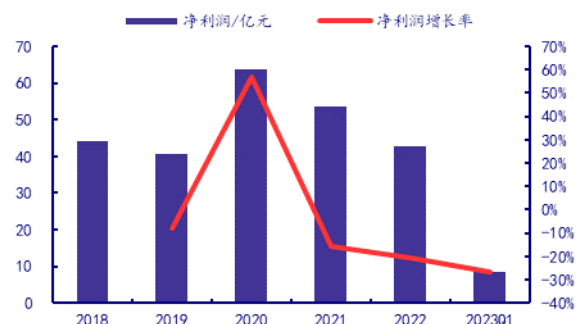
营业收入及利润：22年SW环保设备板块企业实现营业收入735亿元，同比增长6.6%；实现归母净利润40亿元，同比下降20.4%。23Q1实现营业收入155亿元，同比增长3.8%，实现归母净利润8亿元，同比下降26.8%。受原材料价格上涨、物流受阻等影响，相关企业业绩增速有所下滑。

图 30：2018-2023Q1 环保设备企业营业收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

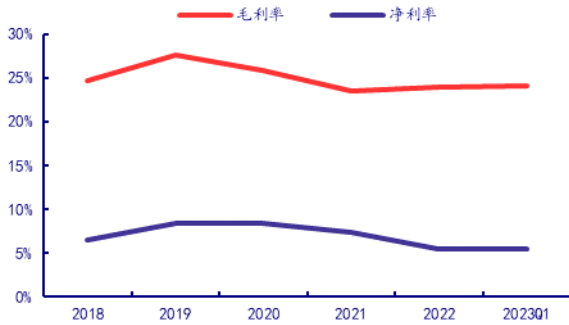
图 31：2018-2023Q1 环保设备企业归母净利润



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

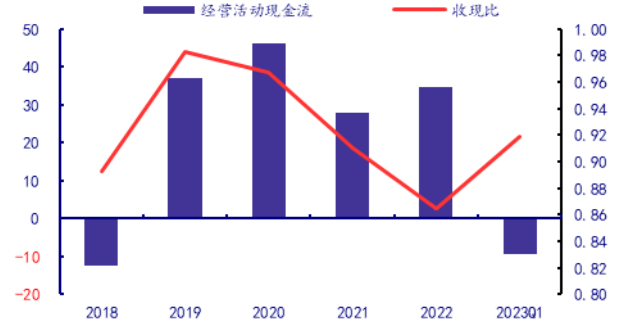
盈利能力及现金流：22年SW环保设备板块企业毛利率为24.7%，同比减少0.8pct；净利率为5.8%，同比减少2.0pct，23Q1毛利率为24.6%，净利率为5.5%。现金流方面，22年SW环保设备板块企业合计经营性现金流净额为37.3亿元，同比增长25%，收现比为0.86。

图 32：2018-2023Q1 环保设备企业毛利率与净利率



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图 33：2018-2023Q1 环保设备企业现金流与收现比



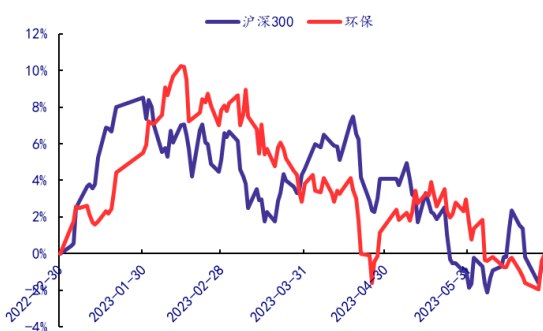
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

二、投资建议

(一) 行业表现与估值

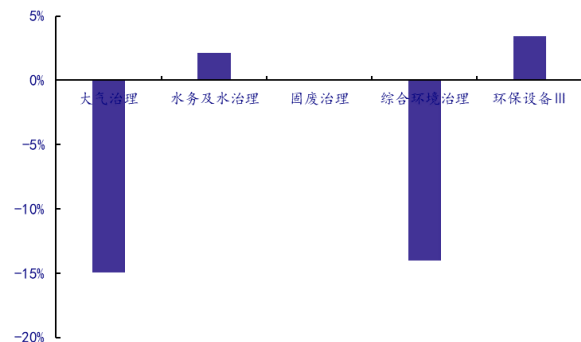
截至6月28日，今年SW环保指数下跌0.09%，同期沪深300下跌0.80%，环保指数跑赢沪深300指数0.71pct。在31个一级行业中排第14名。分子行业来看，年初至今大气治理/水务及水治理/固废治理/综合环境治理/环保设备涨跌幅分别为-14.93%/+2.13%/+0.01%/-14.00%/+3.42%。受市场环境及行业趋势影响，环保板块整体走势较弱，水务及水治理、环保设备板块表现优于整体。

图 34：年初至今环保与沪深 300 走势对比



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

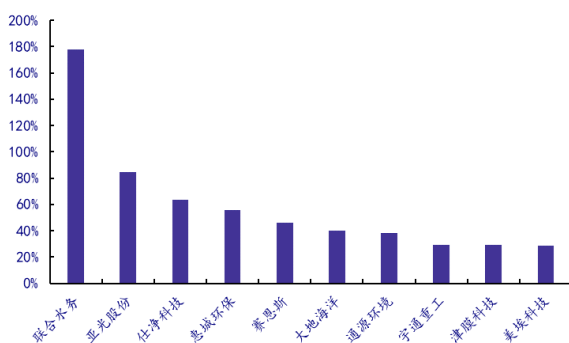
图 35：年初至今环保三级子行业涨跌幅



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

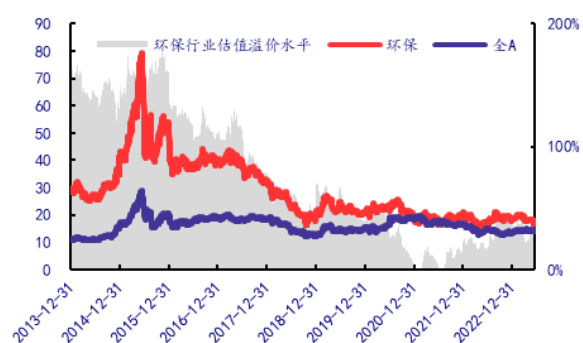
截至6月27日，环保行业的动态市盈率为17.8倍。相对全部A股溢价率为27%，处于十年估值的5%分位点，仍有较大提升空间，当前时点具备较高投资价值。

图 36：年初至今环保行业个股表现



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图 37：环保行业估值 (PE)



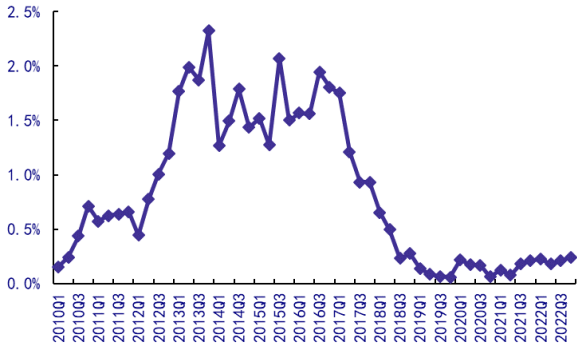
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

年初至今环保行业涨幅排名前十公司主要有联合水务、亚光股份、仕净科技、惠城环保、赛恩斯、大地海洋、通源环境、宇通重工、津膜科技、美埃科技等，所属细分领域包括水务及水处理，再生资源，高端环保设备等有政策催化的和上下游景气度较高的行业。

(二) 公募基金持仓情况

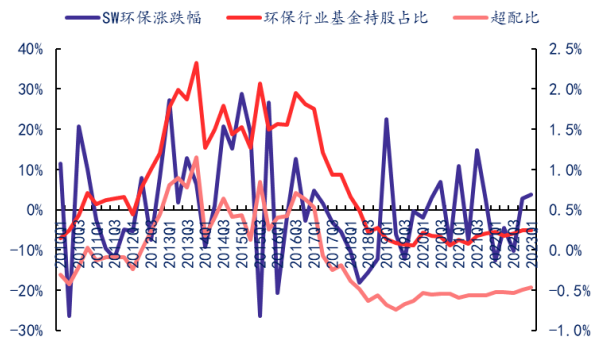
我们对公募基金的重仓股明细数据进行统计和分析。2023 一季度 SW 环保板块基金重仓持股市值比例为 0.24%，较前一季度无明显变化。

图 38: 全部基金环保重仓持股比例变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

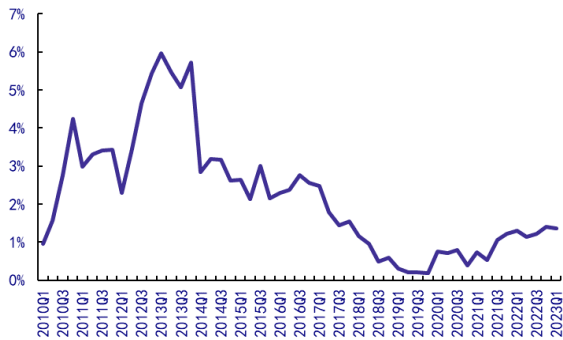
图 39: 基金持股占比、超配比 (右) 与指数涨跌幅 (左)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

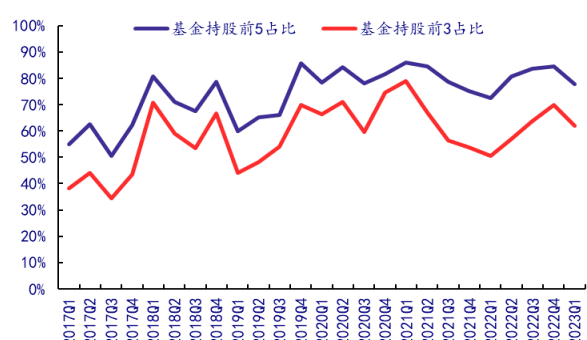
目前环保板块处于低配状态, 我们认为随着环保企业逐步转型新赛道、拓展新业务, 公司未来业绩增长也有保障, 行业具备长期投资潜力, 当前时点配置的性价比较高。

图 40: 公募基金持环保股市值和占行业流通总市值比例



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 41: 重仓持有市值前 3、5 名占持有环保股总市值比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

从基金重仓市值来看, 2023Q1 末公募基金重仓市值前十的有聚光科技 (21.7 亿元)、景津装备 (17.0 亿元)、高能环境 (9.6 亿元)、伟明环保 (7.0 亿元)、瀚蓝环境 (5.5 亿元)、中国天楹 (4.0 亿元)、仕净科技 (2.7 亿元)、ST 龙净 (2.3 亿元)、首创环保 (2.1 亿元)、洪城环境 (1.2 亿元)。

从重仓基金数量来看, 景津装备 (35 个)、高能环境 (29 个)、瀚蓝环境 (29 个)、聚光科技 (28 个)、仕净科技 (17 个)、ST 龙净 (16 个)、洪城环境 (14 个)、中国天楹 (12 个)、伟明环保 (11 个) 等公司重仓基金产品数量领先。环比 22Q4, ST 龙净新增重仓基金产品 15 个, 瀚蓝环境新增 6 个、伟明环保新增 5 个, 首创环保新增 5 个, 市场对于以上几个公司的关注度相对较高。

表 4: 23Q1 公募基金环保行业重仓股排序 (按基金重仓持市值排序)

证券代码	证券名称	重仓市值 (万元)	重仓股数季变动 (万股)	重仓持有量 (只)	环比变化量 (只)
1	300203.SZ 聚光科技	217366.76	-200.72	28	-22

2	603279.SH	景津装备	169808.32	315.13	35	-1
3	603588.SH	高能环境	95898.62	1644.51	29	-1
4	603568.SH	伟明环保	70297.70	2872.18	11	5
5	600323.SH	瀚蓝环境	54812.28	289.92	29	6
6	000035.SZ	中国天楹	40095.81	-3891.65	6	-4
7	301030.SZ	仕净科技	27350.20	-132.03	17	-4
8	600388.SH	ST龙净	22872.80	1267.27	16	15
9	600008.SH	首创环保	21308.15	3377.43	12	5
10	600461.SH	洪城环境	12067.70	84.86	14	4
11	000598.SZ	兴蓉环境	9838.26	1927.73	3	2
12	688600.SH	皖仪科技	7413.85	193.17	7	4
13	002887.SZ	绿茵生态	3536.59	384.83	1	1
14	603324.SH	盛剑环境	3378.18	71.94	1	0
15	002034.SZ	旺能环境	2734.23	-890.54	7	3
16	600217.SH	中再资环	2584.97	513.91	1	1
17	300137.SZ	先河环保	1955.58	251.95	1	0
18	000967.SZ	盈峰环境	1570.44	227.42	3	2
19	603817.SH	海峡环保	1495.24	253.86	1	1
20	688156.SH	路德环境	1493.82	-77.25	2	-3
21	600168.SH	武汉控股	1488.11	244.75	1	1
22	300867.SZ	圣元环保	1344.12	67.75	2	2
23	300266.SZ	兴源环境	1334.52	0.13	2	0
24	301109.SZ	军信股份	1321.95	2.74	2	0
25	601330.SH	绿色动力	1284.00	172.58	2	2
26	688501.SH	青达环保	1206.53	48.63	5	4
27	002645.SZ	华宏科技	1063.30	62.98	3	2
28	688335.SH	复洁环保	1033.93	43.08	5	5
29	300779.SZ	惠城环保	533.59	-52.01	1	-1
30	300815.SZ	玉禾田	370.64	22.15	2	2
31	300334.SZ	津膜科技	245.06	29.28	1	1
32	688069.SH	德林海	237.41	7.93	1	1
33	300631.SZ	久吾高科	217.34	-33.01	1	-1
34	300692.SZ	中环环保	180.70	-16.00	2	-1
35	688376.SH	美埃科技	166.93	4.19	8	7
36	000890.SZ	法尔胜	48.02	9.20	1	1
37	688679.SH	通源环境	43.47	3.38	1	1
38	000605.SZ	渤海股份	37.82	6.08	1	1
39	688480.SH	赛恩斯	16.97	0.59	3	3
40	002573.SZ	清新环境	9.18	-86.36	1	0

41	301259.SZ	艾布鲁	8.01	0.00	1	0
42	301265.SZ	华新环保	3.13	0.26	4	4
43	603282.SH	亚光股份	2.57	0.07	2	2
44	300070.SZ	碧水源	1.26	-1722.17	1	-2

资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

（三）投资策略

“十四五”以来，在“双碳”政策引领下，涉及节能、降耗、减排等重大节能环保政策迎来密集发布出台期，环保行业有望充分享受政策红利，进入新一轮高景气周期。“双碳”的目标是建立绿色低碳循环发展经济体系，循环经济兼具重要资源以及减碳、减排等多重经济效益和社会效益，与之相关的新能源新材料、废旧资源回收再生、高景气行业配套环保设备等板块“十四五”期间将会有亮眼表现。

22 年末至今，国家多个部门在各类会议中多次提及建设中国特色估值体系，明确指出要推动提升估值定价科学性有效性，更好发挥资本市场的资源配置功能。国资委也强调今年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，对盈利能力、价值实现能力的考核更加重视。在补齐乡镇环境基础设施、建设“无废城市”等政策刺激下，环保行业中水务与固废处理业绩有望持续增长，叠加其低估值、高股息率和强现金流的属性，水务和固废处理类的国企面临盈利提升和价值重估的机会，未来有望带动板块上涨。

投资策略：目前环保行业估值为 18 倍，处于近 10 年的低位，从政策推进以及行业需求来看，当前时点具备较高投资价值。建议重点挖掘两大方向，一是有政策催化、市场空间大、行业景气度高的成长性板块，例如新能源新材料、废旧资源回收再生、高景气行业配套环保设备等；二是符合“中特估”概念，具有低估值、高股息率、强现金流属性的水务和固废处理企业。

建议关注以下重点行业及重点公司：

(1) 下游行业景气度较高的配套污染治理企业，重点覆盖的公司有光伏制程污染治理仕净科技 (301030.SZ)、泛半导体工艺废气治理盛剑环境 (603324.SH)、臭氧设备龙头国林科技 (300786.SH)、压滤设备及配件龙头景津装备 (603279.SH)、国内半导体洁净室龙头美埃科技 (688376.SH)；

(2) 涉及再生资源、新能源新材料业务的环保企业，重点覆盖的公司有金属危废资源化龙头高能环境 (603588.SH)、酒糟资源化龙头路德环境 (688156.SZ)、餐厨垃圾资源化领航者山高环能 (000803.SZ)、布局锂电正极材料的伟明环保 (603568.SH)、切入盐湖提锂的陶瓷膜龙头久吾高科 (300631.SZ)、重金属污染治理行业龙头赛恩斯 (688480.SH)。

(3) 符合“中特估”概念，具有低估值、高股息率、强现金流属性的企业，重点覆盖的公司有瀚蓝环境 (600323.SH)、清新环境 (002573.SZ)。

(四) 重点公司盈利预测

表 5: 重点环保公司盈利预测与估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000803.SZ	山高环能	10.27	0.24	0.58	0.84	1.10	42.8	17.7	12.2	9.3
002573.SZ	清新环境	5.50	0.32	0.45	0.59	0.70	17.2	12.2	9.3	7.9
300631.SZ	久吾高科	34.42	0.35	0.76	1.48	2.26	97.5	45.5	23.2	15.2
300786.SZ	国林科技	18.17	0.10	0.90	1.32	1.70	185.6	20.2	13.7	10.7
301030.SZ	仕净科技	68.25	0.68	1.90	6.83	9.21	100.7	35.9	10.0	7.4
600323.SH	瀚蓝环境	18.82	1.41	1.76	2.13	2.38	13.4	10.7	8.9	7.9
603279.SH	景津装备	30.50	1.45	1.86	2.31	2.79	21.1	16.4	13.2	10.9
603324.SH	盛剑环境	36.86	1.04	1.70	2.18	2.81	35.4	21.7	16.9	13.1
603568.SH	伟明环保	17.54	0.98	1.14	1.73	2.14	18.0	15.4	10.1	8.2
603588.SH	高能环境	9.30	0.45	0.75	1.02	1.17	20.5	12.4	9.1	7.9
688156.SH	路德环境	29.06	0.26	0.99	1.38	1.97	112.9	29.4	21.0	14.7
688376.SH	美埃科技	40.15	0.92	1.31	1.70	1.99	43.8	30.7	23.6	20.2
688480.SH	赛恩斯	31.59	0.70	1.08	1.54	2.15	45.2	29.4	20.5	14.7

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院。收盘价为 2023 年 6 月 28 日。

三、重点推荐个股

(一) 路德环境：白酒糟饲料量价齐升，高附加值产品有望提升盈利空间

路德环境是一家从事于先进环保技术研发及产业化应用的高新技术企业，业务领域从河湖淤泥和工程泥浆拓展至白酒糟生物发酵饲料。公司于 2015 年开始进入酱香型白酒糟资源化领域，目前酒糟饲料规划产能已达到 52 万吨/年。2022 年该领域业务实现营收 1.58 亿元，占收入比重达到 46%，已成为公司最主要的业绩增长点。

盈利能力保持稳定，河湖淤泥业务拖累业绩。。22 年公司毛利率为 37.32%，同比增加 1.03pct；期间费用率为 16.91%，同比增加 2.40pct。22 年公司河湖淤泥处理业务收入、毛利下降幅度较大，应收账款付款延迟，回款较慢，导致减值计提大幅增加。此外，公司业务扩张带来费用增加，加之新增的固定资产投资导致折旧增加压制了盈利空间。

白酒糟饲料量价齐升，带动板块业绩高速增长。22 年公司白酒糟生物发酵饲料业务实现营业收入 1.58 亿元，同比增长 39%，占总收入 46%。2022 年公司白酒糟生物发酵饲料销量为 7.31 万吨，同比增长 27%；销售均价为 2168 元/吨，同比提升 90 元/吨，公司产品量价齐升带动板块业绩增长。23Q1 公司白酒糟饲料业务实现产品销量 1.47 万吨，同比增长 21%；实现销售收入 3088 万元，同比增长 27%。随着重点项目金沙路德一期（10 万吨/年）在今年 4 月初正式投产，公司全年白酒糟饲料销量有望达到 17 万吨，板块业务有望维持高速增长。

目前公司在手产能规划已达 52 万吨/年（40 万吨酱香+12 万吨浓香），白酒糟处理量达 136 万吨/年。古蔺路德和金沙路德一期已经正式投产，遵义路德（8 万吨/年酱香）和亳州路德（12 万吨/年浓香）正在筹建。预计 2023-2025 年，公司白酒糟饲料产量分别为 17 万吨、35 万吨、50 万吨，对比当前依然有较大提升空间。

打造高附加值产品，提升盈利空间。公司在白酒糟资源化利用的基础上，进一步扩展到酒企其他发酵底物的高附加值再利用，以此打造出“菌福”系列新产品。“菌福”较“倍肽德”产品增加了有机酸、糖类指标，显著提高了蛋白利用率，而粗纤维、粗灰分等均有一定程度的降低，整体营养成分和饲用价值进一步提升，功能性更加突出。公司目前在赤水河沿岸酱香型白酒核心产区已具备生产“菌福”生物发酵饲料的能力，目前已开始试销售。高附加值产品有望进一步提升公司盈利空间。

股权激励彰显公司发展信心。23 年 4 月公司发布限制性股票激励计划，拟向 54 名激励对象共计授予 150 万股限制性股票。通过计算，本次激励计划 23-25 年对应收入目标分别为 6.16/7.70/10.09 亿元，净利润为 0.82/0.96/1.51，业务目标为新增两个发酵饲料项目/发酵饲料销量不低于 35 万吨/发酵饲料销量不低于 50 万吨。高增长目标彰显公司对未来高速发展的信心。

投资建议：预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.00/1.39/1.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.99/1.38/1.97 元/股，对应 PE 分别为 30x/21x/15x，维持“推荐”评级。

风险提示：酒糟饲料产能释放不及预期的风险；酒糟原材料价格上涨的风险；酒糟资源化产品价格下滑的风险；传统环保业务业绩下滑的风险；行业竞争加剧的风险。

（二）高能环境：资源化产能快速提升，业绩重回增长轨道

公司是国内最早从事固废污染防治技术研究应用的国家级高新技术企业之一，目前公司主要从事固废处理和环境修复两大业务领域，形成了以固废处理运营、固废处理工程、环境修复等核心业务板块。公司背靠东方雨虹，有望依靠优秀的管理能力在危废资源化领域持续做大做强。

运营业务占比维持高位，工程业务订单稳定增长。22年公司毛利率为23.56%，同比减少0.81pct；净利率为8.48%，同比减少2.13pct。期间费用率14.04%，同比增加1.25pct。经营性现金流净额-4.64亿元，主要是公司为保障江西鑫科投产后能顺利生产运营，第四季度支付10.97亿的原材料采购款所致。22年运营服务实现收入55.1亿元，同比增长13.8%，占总收入62.8%，是公司主要收入来源。公司签订工程类订单29.35亿元，同比增长18.97%，充足订单也将保障工程业务稳健成长。

金属资源化项目陆续投产，延续高速发展势头。22年公司固废危废资源化利用板块实现收入40.6亿元，同比增长16.0%，占总收入46.2%，毛利率14.0%，同比增加0.37pct。22年高能鹏富、高能中色通过技改实现了降本增效；新投产的靖远高能二期、金昌高能、重庆耀辉、鑫盛源四个项目也逐步释放产能，贡献业绩；重点项目江西鑫科电解铜生产线于今年3月正式投入运营。公司危废核准处理规模快速增长，目前已超过102万吨/年，较21年末增长近一倍。22年公司通过资源化利用生产冰铜、粗铜、粗铅、冰镍等产品10.32万吨，同比增长28.43%，成为国内为数不多同时具备前后端生产能力的资源化利用企业。

收购珠海新虹股权，完善资源化业务在珠三角布局。今年4月，公司发布公告拟以9100万元取得珠海新虹65%的股权。交易完成后，珠海新虹新建年处理19.80万吨危险废物综合回收生产线。该项目预计总投资3亿元，建设周期一年。处置能力包含重金属污泥15万吨，废线路板4万吨，废活性炭及退锡废液0.80万吨。珠海市作为未来广东省PCB产业规模最大的聚集地之一，将产生大量可资源化利用的重金属污泥。本次收购完成后，将与现有危废资源化项目形成区域协同和优势互补，增强公司危废综合利用的处置能力，进一步推动在珠三角区域的市场布局。

公司持续探索和加大非金属资源化领域的拓展。公司非金属资源化业务可以分为医疗废弃物资源化和废轮胎废橡胶资源化两大类。废塑料资源化领域，22年公司完成对高能利嘉的投资收购，与浙江嘉天禾的医用废塑料回收利用形成协同互补，形成回收—处置—再生—制品—回销的闭环；废轮胎资源化领域，杭州新材料完善市场布局，投资新建了唐山和重庆两个基地，新增废轮胎处理能力13.5万吨/年。公司发展非金属资源化业务，有助于进一步完善产业布局，增强核心竞争力。

投资建议：预计2023-2025年公司归母净利润分别为11.4/15.5/17.8亿元，对应EPS分别为0.75/1.02/1.17元/股，对应PE分别为12x/9.0x/7.8x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期的风险；固危废资源化产品跌价的风险；行业政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

（三）景津装备：订单带动业绩增长，新能源新材料应用占比显著提升

公司主要从事过滤成套设备的生产和销售，致力于为固液分离、提纯提供专业的成套解决方案，主要产品是隔膜压滤机、厢式压滤机、滤板、滤布、其他配件及配套设备。目前景津装备已成为专业成套过滤装备制造，中国制造业单项冠军示范企业，压滤机国家标准主起草人，连续 20 年世界压滤机产销量第一，产品远销世界各地。

订单增加带动业绩增长，成本下降提升盈利水平。22 年公司毛利率为 30.73%，同比增加 0.74pct；净利率为 14.68%，同比增加 0.77pct，聚丙烯、钢材等主要原材料采购成本下降，公司盈利能力有所上升。期间费用率为 10.97%，同比减少 1.04pct，公司费用管控良好。经营活动现金流净额 10.23 亿元，同比增长 77.2%，主要原因是订单增加，公司销售产品收到的现金增加。

下游应用中新能源新材料占比显著提升。2022 年公司产品在新能源新材料、矿物及加工、砂石、生物医药等领域得到广泛应用，带动公司业绩持续发展。22 年矿物及加工超越环保成为下游应用中收入占比最高的行业，达到 27.35%；新能源新材料收入占比大幅提升接近 10 个百分点，达到 20.02%，公司产品在新能源行业的广泛应用推动了公司的业绩发展，并进一步扩大了公司产品的下游市场空间。

大力开拓海外市场，打造世界领先的过滤成套装备品牌。分地区来看，22 年公司出口销售收入 2.72 亿元，同比增加 63.9%，占总收入 4.8%，毛利率 48.68%，同比增加 3.42pct，公司去年出口销售收入增加较多，毛利率显著高于国内。公司致力于发展成为世界领先的过滤成套装备制造，规划 23 年加大力度实施营销、售后服务网络建设，扩大全球范围内的品牌知名度，以可靠的产品品质和优异的服务，不断提升品牌的美誉度和客户忠诚度，进一步提升海外营收规模，增厚业绩。

持续扩大成套装备产能，为公司发展提供产业支撑。22 年公司“年产 1000 台压滤机项目”与“环保专用高性能过滤材料产业化项目”均已完工结项，投入生产经营中，当年合计实现经济效益 3719 万元。为了满足未来市场增长和公司自身发展需要，公司持续扩大产品产能。23 年公司计划积极推动“过滤成套装备产业化一期项目”建设，促进公司产能的进一步提升，打造领先的高端装备生产基地。随着产品技术水平不断提高，成套装备产业化不断推进，公司持续发展和战略转型有保障。

投资建议：预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.7/13.4/16.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.86/2.31/2.79 元/股，对应 PE 分别为 16x/13x/11x，维持“推荐”评级。

风险提示：政策变化的风险；下游需求不及预期的风险；项目建设进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

（四）仕净科技：充足项目保障业绩高增，TOPCon 电池有望打开成长空间

公司主要从事制程污染防控设备、末端污染治理设备的研发、生产和销售，是一家具有自主研发和创新能力的高新技术企业。公司是多行业领域的工业污染治理整体解决方案提供商，以环境污染协同处理技术应用为核心，根据多行业客户的不同处理需求，针对各类复杂污染物提供定制化、精细化的工业污染治理整体解决方案。

光伏电池扩产景气延续，公司业绩持续高增。2022 年全年公司毛利率为 28.15%，同比增加 0.78pct，净利率为 6.84%，同比减少 0.57pct。22 年公司期间费用率为 16.71%，同比增加 0.55pct。22 年公司经营性现金流为-7.41 亿元，主要原因是报告期内公司在执行订单大幅度增长，支付的采购款项和工薪费用增加，使得公司经营活动支付的现金大幅增加。

分业务来看，公司制程污染防控业务实现收入 12.89 亿元，同比增长 108%，占总收入 89.9%，光伏行业维持高景气发展，公司光伏废气设备等工艺配套产品需求旺盛。末端污染治理业务实现收入 1.10 亿元，同比降低 29%，占总收入 7.7%，在环保政策的不断趋严背景下，其他下游客户环保治理需求也有望维持增长。

持续中标多个新项目，业绩增长确定性高。今年以来，公司陆续公告中标多个重大项目，涉及多个业务领域。包括广西梧州高新区 10GW 高效光伏电池生产项目中特气&化学品和生产基地工艺配套系统，合计 5.61 亿元；阿特斯阳光电力（泰国）年产 5.3GW 组件扩产项目工艺配套系统 1.34 亿元；宁国市新能源高端智能制造产业园 EPC 项目 19.6 亿元；联合体中标阜阳经开区产业发展综合配套服务中心二期设计施工总承包项目 12.3 亿元；湖北安博制药项目、湖北长江源大健康产业园项目合计 3.35 亿元。截至目前，公司今年累计中标金额已超过 42 亿元，是 22 年收入的 3 倍以上，未来业绩增长确定性高。

投建 TOPCon 太阳能电池，向下延伸光伏产业链。今年 1 月公司发布公告，计划与宁国经开区管委会合作建设 24GW 光伏电池项目，分两期建设。一期 18GW 计划总投资 75 亿元，目前正在推进中，预计今年 11 月竣工投产。公司作为光伏电池污染防控设备龙头，依托相关经验切入下游电池片领域，有助于公司提升核心竞争力，支撑公司快速成长。

探索工业协同固碳，提升公司盈利空间。今年 4 月，公司与济源科创集团、济钢集团、沁北发电、济源中联签署了《战略合作协议》，计划由仕净科技牵头，与科创集团和相关资源方组建项目公司，分别在济源中联、济钢集团、沁北发电建设水泥、钢铁、煤电行业新型 CCUS 脱碳固碳示范项目。济钢集团和沁北发电承诺同等条件下优先为合作项目提供钢渣（粉）、水渣（粉）、炉渣、粉煤灰等资源支持，济源中联承诺同等条件下优先采购项目公司产品。公司借助和建材行业龙头企业的既往合作，加速公司固碳业务在水泥、钢铁、煤电行业中复制落地，提升公司盈利空间。

投资建议：预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.73/9.81/13.23 亿元，对应 EPS 分别为 1.90/6.83/9.21 元/股，对应 PE 分别为 34x/9.4x/7.0x，维持“推荐”评级。

风险提示：光伏行业发展不及预期风险；项目建设进度不及预期的风险；应收账款坏账的风险；行业竞争加剧的风险。

（五）美埃科技：国内半导体洁净室龙头，产能提升带动业绩增长

公司自 2001 年成立以来致力于空气净化产业的发展，拥有 20 多年空气净化设备的制造、研发与服务经验。目前主营业务聚焦于半导体超洁净厂房，是半导体领域洁净装备（风机过滤单元）和耗材（过滤器）的国产化龙头，市场占有率在 30%左右。2022 年公司洁净室空气净化领域收入占比为 71.16%，室内空气品质优化领域收入占比为 20.62%；大气污染排放治理领域收入占比为 8.21%。洁净室空气净化是公司的核心业务。

高效管理降本增效，公司盈利能力有所提升。2022 年全年公司毛利率为 27.82%，同比增加 0.91pct，净利率为 10.10%，同比增加 0.75pct。2022 年，公司研发费用为 0.52 亿元，同比增长 10.6%，占公司营业收入的比例为 4.21%，同比增加 0.13pct，公司专利数量、产品参数、品牌声誉、市占率水平均领先国产厂商，2021 年底获国家级专精特新“小巨人”称号。报告期内，公司积极开拓市场，业务收入规模同比上年增加，整体销售业绩有所提升；同时，公司高效管理，持续降本增效，导致利润水平较上年同期有所提升。

加速布局海外市场，进入核心国际客户供应链。公司立足于中国市场，不断向东南亚等半导体新兴产业区域布局，目前已经拥有 6 个境内生产基地和 2 个境外生产基地，未来公司将继续开拓欧盟，北美和中东市场。此外，公司通过了多个国际著名厂商的合格供应商认证并已开展商业实质业务，著名厂商的认证有望为公司带来海外发展的便利，有助于公司加速入库其他国际著名厂商的全球业务。2022 年公司境外业务收入为 1.30 亿元，占总营收比重为 10.6%，2019-2022 CAGR 为 49.4%，公司近几年依托境外生产基地与海外销售，海外收入规模快速增长。

募投项目预计下半年投产，公司产能将迎大幅提升。根据公司招股说明书，2022 年上半年，公司风机过滤单元、过滤器产品的产能利用率均已超过 100%。2021 年公司风机过滤单元产能为 25.35 万台，过滤器产品产能合计 224.9 万片，为解决产能不足，公司计划投资 4.23 亿元用于南京生产工厂二期扩能，投产后将分别新增风机过滤单元 24 万台、过滤器产品 192 万片。根据公司发布的纪要，二期项目于 22 年 7 月初动工，预计 23 年下半年开始投入生产，满产后的产能可达到目前南京工厂产能的 1.5 倍，有望缓解目前产能不足的短板和瓶颈。

投资建议：预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 1.76/2.28/2.67 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.70/1.99 元/股，对应 PE 分别为 29x/22x/19x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期的风险；政策支持力度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

(六) 盛剑环境：三端发力打造多产品矩阵，国产替代背景下成长空间广阔

公司深耕泛半导体工艺废气治理领域多年，持续服务于中芯国际、华虹半导体、格科、卓胜微、长电科技、士兰微电子、京东方、华星光电、惠科光电、天马微电子、维信诺、和辉光电、中电系统、通威股份等业内领军企业，积累了领先的设计能力、专业的管理团队及丰富的实战经验，奠定了公司在国内泛半导体产业工艺废气治理领域的领先地位。

充足在手订单保障业绩增长。22 年公司毛利率为 28.01%，同比增加 0.79pct；净利率为 9.81%，同比减少 2.55pct。期间费用率 14.52%，同比增加 3.11pct。公司 22 年新增订单含税总额为 15.85 亿元，同比增长 10.2%。目前在手订单含税金额为 14.07 亿元（含已中标未签合同），其中集成电路、光电显示、新能源领域在手订单含税金额分别为 9.23 亿元、2.90 亿元、1.91 亿元，订单结构持续优化，为公司后续业务良性发展提供保障。

泛半导体业务优势稳固，国产替代背景下成长空间广阔。在中美关系震荡、地缘政治不确定性升级的宏观环境冲击下，半导体产业链安全自主可控的战略意义凸显。随着国产半导体设备的技术突破和下游验证加速，以及国产晶圆产线扩产潮的兴起，半导体设备的国产替代空间和前景广阔，核心半导体生产工艺设备国产替代进程持续推进。

公司是泛半导体废气治理龙头企业，22年在光电显示领域实现收入4.24亿元，新增含税订单3.47亿元。在集成电路领域实现收入6.92亿元，新增订单含税9.79亿元。22年公司在集成电路领域加大业务拓展，取得显著成效，为公司业绩增长持续注入动能。

新能源行业拓展顺利，成为公司新增长极。凭借在泛半导体领域多年的积累，22年公司成功将产品应用领域拓展至锂电、光伏等新能源产业，实现收入1.97亿元，新签订单含税2.46亿元，成功中标多个新能源行业头部客户项目，同时通过成功中标“隆基绿能越南电池G5项目废气处理系统包”项目，顺利进军海外市场，进一步打开业务空间。

湿电子化学品业务发展迅速，结合系统、设备打造多产品矩阵。公司在持续巩固泛半导体工艺废气治理系统的领先地位的同时，稳步打造“系统、设备、材料”的多产品矩阵，提升自身核心竞争力。22年公司湿电子化学品供应与回收再生系统业务实现收入1.12亿元，同比增长29.9%。22年8月，北京盛剑微、上海盛剑微就适用于FPD的剥离剂和蚀刻液，与长濑化成株式会社达成技术使用合作，目前已基本具备生产条件，并已经启动面板行业客户的光刻胶剥离液送样工作，并取得积极反馈。

投资建议：预计2023-2025年公司归母净利润分别为2.12/2.72/3.52亿元，对应EPS分别为1.70/2.18/2.81元/股，对应PE分别为21x/17x/13x，维持“推荐”评级。

风险提示：市场开拓不及预期的风险；下游行业需求下滑的风险；行业竞争加剧的风险。

（七）国林科技：乙醛酸、半导体等新业务有望带来改善

公司于1994年成立，专业从事臭氧产生机理研究、臭氧设备设计与制造、臭氧应用工程方案设计与臭氧系统设备安装、调试、运行及维护，是国内臭氧行业龙头企业。公司产品以大型臭氧发生器为主，涵盖全系列臭氧发生器及臭氧系统集成设备。

多重因素导致公司业绩阶段性承压。2022年全年公司毛利率为37.34%，同比增加1.91pct，净利率为6.06%，同比减少9.27pct；期间费用率为30.36%，同比增加15.43pct；经营性现金流净额为0.58亿元，同比增长402%。截至22年末，公司未执行合同总额约3.61亿元。公司新疆2.5万吨/年高品质晶体乙醛酸项目于2022年中期进入试生产阶段，固定资产折旧及期间费用大幅增加，叠加疫情压制传统工业污水、市政供水/污水领域的需求，22年公司业绩下滑明显。

乙醛酸产能持续爬坡，有望带动公司业绩改善。公司2.5万吨/年高品质晶体乙醛酸项目于22年6月初建成开始试生产，预计23年上半年产能爬坡到100%，产品主要为高品质乙醛酸晶体和副产物甲酸钾。公司充分发挥在臭氧应用技术以及产品制造等方面的优势，将高品质乙醛酸晶体实现产业化生产，积极开拓乙醛酸产品新的应用领域，抢占乙醛酸高端市场，提高盈利空间和抗风险能力。

半导体清洗设备取得突破，国产替代背景下成长空间广阔。公司用于半导体行业的高浓度臭氧发生器和高浓度臭氧水设备技术取得突破，产品臭氧出气浓度可达200-300mg/L，臭氧水浓度可达80-150ppm，并能实现臭氧水不同浓度的精准控制，满足半导体行业应用需求。首台套订单设备已于22年下半年交付客户，目前处于产品验证阶段，预计今年有望实现商业化销售突破。在美国对我国半导体产业制裁持续升级背景下，半导体产业链安全自主可控的战略

意义凸显，半导体设备的国产替代空间和前景广阔。

开发家用、医疗等应用场景，打造新的增长点。公司近年来围绕电解水式臭氧产生机理、应用场景、规模化生产工艺及材料等进行技术研究，目前已完成家用水处理终端系统、富氢水机、富氧原子机等系列产品的开发，目前样机陆续下线，待完成可靠性检测及客户试用体验后将针对家用场景及特殊用途场景进行规模化、定制化生产及销售，未来公司将以此为依托，研制臭氧治疗仪等医疗器械产品，不断发展臭氧科技产业，为企业打造新的利润增长点。

投资建议：预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.66/2.44/3.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.90/1.32/1.70 元/股，对应 PE 分别为 20x/14x/11x，维持“推荐”评级。

风险提示：乙醛酸业务产能爬坡进度不及预期风险；半导体清洗设备需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

（八）山高环能：餐厨垃圾提油能力领先，生物柴油打开长期增长空间

公司主营业务为有机固废领域的无害化处理与资源化利用、餐厨废油脂深度资源化、城市清洁供暖等。是国内有机固体废物投资运营细分领域领先企业，也是国内唯一以餐厨废弃物资源化利用为主业的上市公司。

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》，双方共同出资建设 10 万吨/年酯基生物柴油和 40 万吨/烷基生物柴油项目，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。

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 18x/12x/9.3x，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。

（九）伟明环保：传统固废业务增长稳健，新能源材料业务完成一体化产业布局

伟明环保是国内垃圾民营焚烧发电行业龙头，是中国固废处理行业领军企业。公司作为我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一，拥有技术研究开发、设备设计制造、项目投资建设、项目运营管理等全产业链一体化优势。随着公司垃圾焚烧项目的不断投产和进军新能源领域带来新的盈利点，业绩增长可期。

业绩稳健增长，盈利水平高。2022 年全年公司毛利率为 47.22%，同比减少 0.52pct，净利率为 37.58%，同比增加 0.83pct 公司依然维持较高盈利水平。22 年公司期间费用率为 11.62%，同比增加 3.17pct，主要是收购国源环保和盛运环保增加了管理费用和财务费用。22 年公司经营性现金流达到 21.93 亿元，同比增长 89.55%，主要为公司收到销售回款和可再生能源补贴款增加所致。

运营业务快速增长，在手项目储备充足。22 年公司环保项目运营实现收入 25.58 亿元，同比增长 42.0%，占总收入 57.5%。公司项目储备充足，运营管理和成本控制能力行业领先，随着运营项目规模的增加，持续为业绩增长提供强劲动力。

生活垃圾焚烧方面，2022 年末公司投资控股的垃圾焚烧处理正式运营及试运营项目已达 46 个（其中试运行 7 个），投运规模约 3.2 万吨/日（不含参股和委托运营项目），目前在手项目规模约 5.4 万吨/日。22 年合计完成生活垃圾入库量 889.10 万吨，同比增长 33.81%，完成上网电量 26.08 亿度，同比增长 24.14%。

餐厨垃圾方面，截至 22 年末，公司投资控股的餐厨垃圾处理正式运营项目 11 个，合计处理餐厨垃圾 33.71 万吨，同比增长 16.40%，副产品油脂销售 10,321 吨，同比增长 25.59%。

积极开展新材料相关设备研发，提升装备制造能力。22 年公司设备、EPC 及服务实现收入 18.64 亿元，同比下降 20.0%，占总收入 41.9%。报告期内，公司积极开展镍火法与湿法冶金设备、新材料生产装备的研发制造工作，并与长沙有色冶金设计研究院有限公司进行技术合作，提前布局以支持自身新能源业务发展对相关设备需求。此外，伟明设备成套环保装备制造产业基地一期项目土建已完成，新的制造产业基地将进一步增加公司装备板块产能和提升装备制造能力。

快速推进新材料业务，打造一体化产业布局。2022 年公司完成了从高冰镍到锂电材料再到电池回收一体化布局，投资印尼年产高冰镍含镍金属 13 万吨项目、年产 20 万吨高镍三元正极材料，完成温州绿色循环经济产业园项目战略合作框架协议和温州新能源电池材料低碳产业园项目投资框架协议签约，涉足动力电池与电池废料回收及报废汽车回收等领域。公司与青山

控股、盛屯矿业、欣旺达、格林美等企业建立了合作关系，与中南大学合建新材料研究院，形成新能源全产业链闭环，全方位布局新能源新材料产业链。目前公司温州锂电池新材料项目进入建设阶段，第一个4万吨印尼高冰镍项目已正式开工。

投资建议：预计2023-2025年公司归母净利润分别为19.2/29.4/36.2亿元，对应EPS分别为1.14/1.73/2.14元/股，对应PE分别为15x/10x/8.1x，维持“推荐”评级。

风险提示：垃圾焚烧发电项目投产进度不及预期的风险；新能源材料项目建设进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

（十）瀚蓝环境：固废运营业务占比提升，能源业务全年有望实现盈利

公司业务主要覆盖固废综合处理、能源、供排水三大领域。其中固废综合处理为公司业绩的主要驱动力，公司拥有固废处理纵横一体化产业链，对标“无废城市”建设，具备固废处理全产业链的综合服务能力。

固废运营业务占比持续提升，降本增效保障稳定成长。2022年公司固废业务实现收入68.8亿元，同比增长4.7%，占主营业务收入55%；实现净利润7.51亿元，同比增长32.03%。剔除工程与装备业务后，实现收入44.5亿元，净利润8.1亿元。公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模35750吨/日（不含参股项目），其中22年底已投产项目规模为28050吨/日，23Q1新投产1750吨/日，在建1450吨/日，随着在手项目陆续建成投产，公司固废业务运营能力持续提升，成为公司核心增长动力。

运营管理方面，2022年公司生活垃圾焚烧发电产能利用率达到110%，锅炉有效运行小时数超过8100小时。在对外供热量上升205%的情况下，生活垃圾吨垃圾发电量达383度，吨垃圾上网电量达324度，基本维持去年水平。公司积极探索利用智慧化手段提高各项目运营管理水平，降低运营成本，提升项目的运行效率与经济效益，保障公司固废业务稳定成长。

天然气进销价差改善，23年能源业务有望实现盈利。2022年公司能源业务实现收入40.7亿元，同比增长21.2%，占主营业务收入32.5%；净利润净亏损约0.65亿元，同比减少1亿元。能源业务亏损的主要原因是国际能源价格持续上涨导致天然气综合采购成本不断攀升，而销售端又受限于限价出现进销价差倒挂的情况。公司也采取了顺价、优化气源结构等手段提升盈利水平。23Q1公司天然气业务进销价差有所改善，已经实现盈利，如延续目前市场趋势，预计全年燃气业务有望扭亏为盈。

此外，公司也在加强固废处理业务与能源业务的协同，2022年启动在佛山南海建设餐厨垃圾制氢项目，设计规模年产约2200吨氢气，预计2023年上半年完工。结合在南海已建设运营的5个加氢站（3.5吨/日），以及氢能环卫车和公交车的应用，形成制氢、加氢、用氢一体化模式。

优秀的运营管理能力保障供排水业务稳定发展。2022年公司供水业务实现收入9.6亿元，同比下降2.33%，占主营业务收入7.7%；排水业务实现收入6.0亿元，同比增长7.23%，占主营业务收入4.8%。供水方面，公司积极提升智慧水务水平，全面提高供水服务水平。全年水损率控制在8.26%，同比下降0.3pct，处于行业前列，体现公司优秀的运营管理能力。排水方面，公司积极推进5个扩建项目（总规模13.5万方/日）陆续建成投产。也向雨水管网运营等

轻资产运营服务领域拓展，持续扩大水环境综合治理领域业务。

推动发行基础设施公募 REITs，盘活公司存量资产。2022 年，公司启动以排水业务和固废处理业务相关资产发行基础设施公募 REITs，规模预计为 10-30 亿元，目前相关工作正有序推进。通过发行基础设施公募 REITs，能盘活存量基础设施资产，拓宽融资渠道，拓宽公司轻资产运作的途径，促进公司投资的良性循环。

投资建议：预计公司 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 14.3/17.3/19.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.76/2.13/2.38 元/股，对应 PE 为 10.4x/8.6x/7.7x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期风险，垃圾焚烧发电电价下调风险，补贴拖欠风险，燃气购销差价倒挂的风险。

(十一) 久吾高科：盐湖提锂、资源化等新兴领域打开长期成长空间

久吾高科技主营要从事膜材料和膜分离技术的研发与应用，并以此为基础面向下游客户提供系统化的膜集成技术整体解决方案。公司的主要产品包括膜集成技术整体解决方案及其成套设备、膜材料及配件，是国内生产规模最大、品种规格最多、研发能力最强的无机陶瓷膜元件及成套设备的专业化生产企业。

需求提升带动收入增长，成本上涨挤压盈利空间。22 年公司毛利率为 22.53%，同比减少 14.5pct；净利率为 5.83%，同比减少 9.59pct，期间费用率为 17.02%，同比减少 9.17pct。受益于盐湖提锂、磷酸铁清洁生产、钛白酸性废水资源化利用等下游应用领域需求增长，公司全年收入规模同比有所增长，但由于市场竞争加剧、原材料成本上升、工程施工成本上升、人力成本上涨等因素影响，公司整体毛利率出现下滑。公司计划进一步加强企业流程管理，持续推进信息化进程，严格落实“低成本，保交付”的经营方针，降低生产成本，激发组织活力，提升人均效能，增强企业盈利能力。

盐湖提锂领域综合实力强劲，陆续获得相关订单。公司是行业内少数既拥有盐湖提锂核心材料及工艺，又具备大型工业化项目实施经验的解决方案供应商。报告期内，公司陆续签订了金海锂业 1000 吨/年氯化锂 EPC 项目及藏格锂业吸附剂销售合同。进入到 2023 年，又先后签订了盛鑫锂能阿根廷 SDLA 盐湖 2500t/a 氯化锂膜段精制项目、新疆国投罗钾罗布泊盐湖 5000t/a 老卤提锂膜处理系统项目、吉布茶卡盐湖和班戈错盐湖各 2000 吨/年氯化锂生产线 BOT 项目。目前，公司还与西藏矿业、藏格矿业等盐湖资源企业合作开展小试、中试研究，公司在盐湖提锂领域的行业竞争力及影响力进一步提升。22 年公司自主研发的第三代锂吸附剂生产线开工建设，并于当年建成 2000 吨/年的产能，保障了公司吸附剂材料订单的及时交付。

推进钛石膏资源化项目，拓展陶瓷膜应用领域。钛石膏废渣是制约硫酸法钛白粉企业发展的生产废弃物，公司通过自主研发的 MCM 技术能够消减钛石膏废渣，生产出高强度的石膏产品，具有良好的社会价值以及经济价值。22 年公司于徐州钛白实施的首个钛石膏资源化项目建成投产，运行情况保持良好。该项目在消减钛石膏废渣排放的同时，使铁、酸、水等资源得到有效回收利用，为业主创造了可观的经济效益，形成了良好的行业推广示范效应。此外，公司开发的陶瓷膜连续反应分离工艺，还可应用于冶金钢铁行业 CO 制燃料乙醇，目前累计应用规模超 20 万吨。公司持续拓展传统陶瓷膜业务应用领域，有望带动板块快速增长。

投资建议：预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 0.93/1.82/2.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.76/1.48/2.26 元/股，对应 PE 分别为 46x/23x/15x，维持“推荐”评级。

风险提示：下游行业波动风险；应收账款回收风险；核心技术失密风险；行业竞争加剧的风险。

（十二）赛恩斯：订单带动增长，方案、产品、服务三位一体构建公司核心竞争力

赛恩斯环保股份有限公司是一家专业从事重金属污染防治的高新技术企业，以成为重金属污染防治领域的领航者为核心发展目标，业务涵盖重金属污酸、废水、废渣治理和资源化利用、环境修复、药剂与设备生产销售等领域。

订单带动业绩增长，盈利能力保持稳定。22 年公司毛利率为 30.70%，同比减少 0.45pct；净利率为 12.91%，同比增加 0.28pct。公司经营活动产生的现金流量净额 2631.75 万元，较上年同期减少 68.54%，主要是公司重金属解决方案订单增长，采购额增长同时新增的开工项目垫付前期采购款增加所致。

解决方案+药剂产品+运营服务，三位一体构建公司核心竞争力。分业务来看，22 年公司重金属污染防治综合解决方案业务实现收入 2.45 亿元，同比增长 57%，占总收入 45%，项目签单数量与金额大幅增长，与多个新能源企业签订项目合同，为业务未来发展提供了重要支撑；运营服务业务实现收入 1.95 亿元，同比增长 68%，占总收入 36%，运营站点拓展到 22 个，继续保持快速增长态势；药剂销售业务实现收入 0.97 亿元，同比增长 3%，占总收入 18%，达到年度销售目标。公司已构建起重金属污染防治综合解决方案、药剂产品、运营服务三位一体的经营体系。

持续加大研发投入，保持业内领先地位。我国重金属污染防治行业处于发展期，行业格局分散，市场集中度较低，具有企业进入壁垒高、规模化不足、区域分散等特点。公司重视科技创新，持续加大研发投入及科研平台建设，现有 2 个国家级产业化基地，5 个省部级科研创新平台，拥有 100 余人的研发团队。公司根据行业创新发展趋势有针对性地进行技术创新，核心技术全面应用覆盖重金属相关采选矿、冶炼、化工、电镀、金属压延加工、新能源电池生产及再生等行业，保持业内领先地位。

股权激励彰显公司发展信心。23 年 3 月公司发布限制性股票激励计划（草案），4 月获得董事会和股东大会的通过，向符合授予条件的 121 名激励对象共计授予 167.50 万股限制性股票，授予价格为 13.93 元/股。本次激励计划考核目标为 2023 年营收不低于 8 亿元，2023-2024 年营收不低于 19 亿元，2023-2025 年营收不低于 34 亿元。则公司 23-25 年收入目标分别为 8/11/15 亿元，增速不低于 46%/38%/36%。高增长目标彰显公司对未来高速发展的信心。

投资建议：预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 1.02/1.46/2.04 亿元，对应 EPS 分别为 1.08/1.54/2.15 元/股，对应 PE 分别为 26x/18x/13x，维持“推荐”评级。

风险提示：政策变化的风险；重金属污染治理需求不及预期的风险；应收账款回款较慢的风险；行业竞争加剧的风险。

(十三) 清新环境：火电提速大气业务迎拐点，资源化有望持续高增长

公司是以工业烟气治理为基础，逐步延伸供热、资源综合利用、节能、危废、水务咨询、智慧环境及生态修复业务，集技术研发、工程设计、施工建设、运营服务、资本投资为一体的综合性环境服务企业。公司自主研发的 SPC-3D 超净脱硫除尘技术是目前燃煤烟气超低排放领域应用最为广泛的技术路线，为公司火电烟气治理业务发展带来了很大市场空间和机遇。

23Q1 净利率呈改善趋势，年度现金流状况持续稳健向好。2022 年公司销售毛利率、期间费用率、净利率分别为 22.95%、15.42%、6.86%，分别+0.35、+1.88、-2.26 个百分点，期间费用率增加以及合计 1.84 亿的减值损益大幅增加是公司净利率水平下降的主因。2023Q1 公司净利率 7.18%，同比、环比均有不同程度提升，我们判断随着生产经营恢复正常状态以及业务结构持续改善，公司盈利能力将持续改善。

公司 2022 年经净额 10.54 亿，收现比 97.70%，连续两年大幅提升，已处于较优异水平。23Q1 公司资产负债率 67.60%，同比小幅增加 0.29 个百分点，未来有一定优化空间。

在手订单充裕，烟气治理龙头有望受益火电建设提速。2022 年公司新增电力业务合同，非电业务合同 7.1 亿元。公司在烟气治理领域深耕多年，累计承接火电工程燃煤机组容量超 2.9 亿千瓦、机组超 1100 台套，运营脱硫、脱硝等特许经营项目 16 个、总装机容量达 15520MW，连续多年均居于行业前列；累计承接小锅炉总容量超过 11.4 万吨/小时、钢铁总容量超过 7160 m²。2022 年以来火电项目审批显著提速，2022 年全年火电投资 909 亿元，同比增长 28.4%。3 年 2 亿千瓦火电建设有望在带来近 300 亿烟气治理需求，公司是烟气治理龙头之一，未来有望显著受益火电建设提速。

余热发电行业领先，积极拓展新能源业务。公司在“双碳”政策背景下，积极开展工业节能、园区能源综合服务、新能源电力工程服务。公司现役水泥、建材、铁合金、炭素、干熄焦等工业领域余热发电项目达 22 个，总装机容量 230MW，处行业领先地位。

围绕低碳化，公司积极布局新能源业务，2022 年新增新能源 EPC 订单合同 15.8 亿元（含联合体中标），公司累计承接风光储建设项目超 880MW。

资源化业务高速增长，布局持续完善。2022 年公司资源化业务收入 23.83 亿元，同比大幅增长 127.83%，收入占比 29.67%，成为公司业绩增长的重要推动力。2022 年新疆金派处置量超过 13 万吨；宣城项目处置危固废 16 万吨，生产粗铜及冰铜近 3.5 万吨。未来随着达州和雅安项目的投产，将进一步完善公司在固废危废领域的布局，提供公司的市场地位。

投资建议：预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 6.5/8.4/10.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.45/0.59/0.70 元/股，对应 PE 分别为 12x/9.2x/7.6x。维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产进度不及预期的风险；市场开拓不及预期的风险；行业政策变化的风险；行业竞争加剧的风险。

四、风险提示

政策推进力度不及预期的风险；项目建设进度不及预期的风险；环境治理需求不及预期的风险；下游行业配套治理需求不及预期的风险；资源化产品价格下行的风险；行业竞争加剧的风险。

插图目录

图 1: 近十年环保行业走势复盘.....	2
图 2: 2018-2023Q1 环保行业营业收入.....	5
图 3: 2018-2023Q1 环保行业归母净利润.....	5
图 4: 2018-2023Q1 环保行业毛利率与净利率.....	5
图 5: 2018-2023Q1 环保行业各项费用率.....	5
图 6: 2018-2023Q1 环保行业资产负债率.....	5
图 7: 2018-2023Q1 环保行业现金流和收现比.....	5
图 8: 2008-2022 火电投资完成额/亿元.....	6
图 9: 2008-2022 火电装机规模/亿千瓦.....	6
图 10: 2018-2023Q1 大气治理企业营业收入.....	6
图 11: 2018-2023Q1 大气治理企业归母净利润.....	6
图 12: 2018-2023Q1 大气治理企业毛利率与净利率.....	7
图 13: 2018-2023Q1 大气治理企业现金流与收现比.....	7
图 14: 2000-2020 工业废气治理投资完成额/亿元.....	7
图 15: 2020 年工业源废气排放占比（电力和非电）.....	7
图 16: 全国日污水处理能力情况.....	8
图 17: 2001-2020 城市排水固定资产投资规模/亿元.....	8
图 18: 2001-2021 我国城乡用水普及率变化.....	8
图 19: 2001-2021 我国城市和县城污水处理率.....	8
图 20: 2018-2023Q1 水务及水治理企业营业收入.....	9
图 21: 2018-2023Q1 水务及水治理企业归母净利润.....	9
图 22: 2018-2023Q1 水务及水治企业块毛利率与净利率.....	9
图 23: 2018-2023Q1 水务及水治理企业现金流与收现比.....	9
图 24: 2014-2021 年我国再生资源回收总量变化情况.....	10
图 25: 四种废品进口量变化.....	10
图 26: 2018-2023Q1 固废治理企业营业收入.....	10
图 27: 2018-2023Q1 固废治理企业归母净利润.....	10
图 28: 2018-2023Q1 固废治理企业毛利率与净利率.....	11
图 29: 2018-2023Q1 固废治理企业现金流与收现比.....	11
图 30: 2018-2023Q1 环保设备企业营业收入.....	11
图 31: 2018-2023Q1 环保设备企业归母净利润.....	11
图 32: 2018-2023Q1 环保设备企业毛利率与净利率.....	12
图 33: 2018-2023Q1 环保设备企业现金流与收现比.....	12
图 34: 年初至今环保与沪深 300 走势对比.....	13
图 35: 年初至今环保三级子行业涨跌幅.....	13
图 36: 年初至今环保行业个股表现.....	13
图 37: 环保行业估值 (PE).....	13
图 38: 全部基金环保重仓持股比例变化.....	14
图 39: 基金持股占比、超配比 (右) 与指数涨跌幅 (左).....	14

图 40: 公募基金持环保股市值和占行业流通总市值比例..... 14
图 41: 重仓持有市值前 3、5 名占持有环保股总市值比..... 14

表格目录

表 1: 中特估相关政策..... 2
表 2: SW 环保指数中符合“中特估”概念的公司..... 3
表 3: 主要再生资源品种减排量..... 10
表 4: 23Q1 公募基金环保行业重仓股排序（按基金重仓持市值排序）..... 14
表 5: 重点环保公司盈利预测与估值..... 17

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，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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。

联系人

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

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：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

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

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn