

大气业务收入下滑，资源化业务持续增长

清新环境 (002573.SZ)

推荐(维持评级)

核心观点:

● 事件:

清新环境发布 2023 年半年报，上半年实现营收 36.15 亿元，同比下降 4.85%；实现归母净利润 1.96 亿元（扣非 1.78 亿元），同比下降 25.42%（扣非同比下降 25.94%）。23Q2 单季度实现营收 15.60 亿元，同比下降 21.24%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比下降 46.41%。

● 利润率同比有所下降

2023H1 公司销售毛利率为 19.44%（同比-0.80pct），销售净利率为 6.87%（同比-1.37pct）；期间费用率为 13.91%（同比+1.00pct），其中管理费用率（同比+0.26pct），财务费用率（同比+0.64pct）。受资源化业务上游供给减少、行业竞争加剧等影响，公司盈利能力有所下降，随着行业逐步规范、公司业务结构持续优化，未来有望得到改善。

● 生态化业务：大气业务收入下滑，水务业务稳定增长

2023H1 公司大气业务实现收入 8.25 亿元，同比下降 41.88%，占总收入 22.81%；毛利率 18.52%，同比增加 2.36pct。公司在烟气治理领域深耕多年，截至报告期，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 11.8 万吨/小时、钢铁总容量超过 7425 m²。

2023H1 公司水务业务实现收入 11.30 亿元，同比增长 5.09%，占总收入 31.25%；毛利率 32.69%，同比增加 0.13pct。公司的水务业务依托国润水务和深水咨询两大子公司，在川渝区域、粤港澳大湾区具有深厚的水环境治理和城市环境服务资源及业务优势。截至报告期，供排水运营项目达 41 个，供水规模约 2.86 亿吨/年，污水规模约 7.69 亿吨/年。

2023H1 公司生态修复业务实现收入 0.50 亿元，占总收入 1.38%。子公司天晟源环保具备成熟的检验检测、项目调查评估经验，拥有专业的土壤、地下水、地表水调查评估团队，可为政府对生态环境智能化管理提供有效支撑。近年来主持或参与科研项目 10 余项，是四川省“专精特新”中小企业。

● 低碳化业务：余热发电行业领先，积极探索“节能+”业务模式

2023H1 公司余热利用业务实现收入 2.34 亿元，同比增长 6.55%，占总收入 6.46%；新能源工程业务实现收入 0.93 亿元，占总收入 2.57%。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。2023 上半年，公司新投运了金晶博山玻璃窑余热发电、宜州广驰水泥窑余热发电等 3 个项目。现有水泥、建材、铁合金、炭素、干熄焦等工业领域余热发电项目 22 个，总装机容量超过 230MW，处于行业领先地位。在继续扩大余热发电 EMC 业务规模的同时，公司积极探索“节能+”业务模式，投运了能源站+废水处理项目。

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

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

市场数据

2023-8-30

A 股收盘价(元)	5.75
股票代码	002573.SZ
A 股一年内最高价(元)	7.00
A 股一年内最低价(元)	5.08
沪深 300	3,788.51
市盈率(TTM)	18.10
总股本(万股)	143,448.61
实际流通 A 股(万股)	107,921.18
流通 A 股市值(亿元)	60.98

相对沪深 300 表现图



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

● **资源化业务：业绩持续增长，逐步打造完整处理体系**

2023H1 公司资源利用业务实现收入 12.84 亿元，同比增长 18.25%，占总收入 35.53%；毛利率 9.18%，同比减少 3.32pct。公司在工业固危废、资源再生等行业内开展废弃资源综合利用等业务，侧重于铜及部分稀贵金属回收，已具备资源化综合利用领域的市场拓展、项目建设、运营及管理等业务经验，逐步形成贮存、处置、资源化综合利用相结合的完整处理体系。

● **定增获批通过，公司业务拓展有支撑**

今年 8 月，公司发布公告，募资不超 27.2 亿元的定增申请获深交所审核通过。根据规划，募集资金扣除相关发行费用后，用于危废综合处置项目 13.2 亿元，其中达州项目拟投入 5.6 亿元，雅安项目拟投入 4.2 亿元，新疆金派项目拟投入 3.4 亿元；用于大气治理项目 5.9 亿元，其中玉昆钢铁项目拟投入 3.5 亿元，苏能锡电项目拟投入 2.4 亿元。剩余 8.1 亿元用于补充流动资金及偿还银行借款。

本次募集资金投资的项目中，达州项目拟新增危废集中处置能力 5 万吨/年、雅安项目拟新增危废集中处置能力 6 万吨/年、新疆金派项目拟新增危废集中处置能力 18 万吨/年。截至目前，达州项目进入收尾、部分试运行阶段；新疆金派项目部分填埋场已投运、其余填埋场及工程尚在建设过程中，在手订单尚未完全覆盖现有产能；雅安项目尚处于建设过程中。

● **估值分析与评级说明**

预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.11/7.41/9.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.36/0.52/0.67 元/股，对应 PE 分别为 15.9/10.9x/8.4x。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。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8032.29	8157.93	9588.49	11522.40
收入增长率	16.75%	1.56%	17.54%	20.17%
归母净利润（百万元）	446.43	511.03	741.24	963.21
利润增速	-21.43%	14.47%	45.05%	29.95%
毛利率	22.95%	20.84%	21.56%	21.94%
摊薄 EPS(元)	0.32	0.36	0.52	0.67
PE	17.48	15.86	10.93	8.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10098.86	9988.19	12782.66	16193.89	营业收入	8032.29	8157.93	9588.49	11522.40
现金	1569.94	1174.17	3431.66	5028.15	营业成本	6189.22	6457.64	7521.32	8994.29
应收账款	3676.61	4470.10	5253.97	6313.64	营业税金及附加	68.32	71.79	81.50	92.18
其它应收款	522.58	670.51	525.40	631.36	营业费用	74.20	75.36	86.30	101.40
预付账款	796.06	1291.53	1504.26	1798.86	管理费用	504.49	512.38	594.49	702.87
存货	1715.37	1415.37	1648.51	1971.35	财务费用	480.47	342.09	340.11	404.11
其他	1818.30	966.50	418.86	450.52	资产减值损失	-58.57	0.00	0.00	0.00
非流动资产	13574.54	13882.45	14281.18	14757.30	公允价值变动收益	0.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	739.62	739.62	739.62	739.62	投资净收益	88.98	81.58	115.06	138.27
固定资产	4549.14	4245.25	3982.55	3760.69	营业利润	639.61	744.64	1051.07	1365.83
无形资产	4602.71	4729.66	4856.61	4983.56	营业外收入	13.51	0.00	0.00	0.00
其他	3683.06	4167.92	4702.40	5273.43	营业外支出	21.19	20.00	0.00	0.00
资产总计	23673.39	23870.64	27063.84	30951.19	利润总额	631.94	724.64	1051.07	1365.83
流动负债	8733.79	6891.59	7570.36	8669.44	所得税	81.18	94.20	136.64	177.56
短期借款	2491.29	0.00	0.00	0.00	净利润	550.75	630.44	914.43	1188.27
应付账款	2160.76	2653.82	3090.95	3696.28	少数股东损益	104.32	119.41	173.19	225.06
其他	4081.74	4237.77	4479.40	4973.16	归属母公司净利润	446.43	511.03	741.24	963.21
非流动负债	7317.01	8726.01	10326.01	11926.01	EBITDA	1902.01	1441.39	1704.80	2025.10
长期借款	6287.67	7887.67	9487.67	11087.67	EPS (元)	0.32	0.36	0.52	0.67
其他	1029.34	838.34	838.34	838.34					
负债合计	16050.79	15617.60	17896.36	20595.44	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1212.01	1331.41	1504.60	1729.66	营业收入	16.75%	1.56%	17.54%	20.17%
归属母公司股东权益	6410.60	6921.63	7662.87	8626.08	营业利润	-11.57%	16.42%	41.15%	29.95%
负债和股东权益	23673.39	23870.64	27063.84	30951.19	归属母公司净利润	-21.43%	14.47%	45.05%	29.95%
					毛利率	22.95%	20.84%	21.56%	21.94%
					净利率	5.56%	6.26%	7.73%	8.36%
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	6.96%	7.38%	9.67%	11.17%
经营活动现金流	1053.93	1758.03	1882.53	1362.33	ROIC	4.95%	4.16%	4.69%	5.24%
净利润	550.75	630.44	914.43	1188.27	资产负债率	67.80%	65.43%	66.13%	66.54%
折旧摊销	857.01	583.08	601.27	623.88	净负债比率	210.57%	189.23%	195.22%	198.88%
财务费用	480.24	342.09	340.11	404.11	流动比率	1.16	1.45	1.69	1.87
投资损失	-88.98	-81.58	-115.06	-138.27	速动比率	0.70	0.96	1.26	1.42
营运资金变动	-940.16	263.99	141.78	-715.66	总资产周转率	0.34	0.34	0.35	0.37
其它	195.06	20.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	2.18	1.83	1.83	1.83
投资活动现金流	-1272.28	-729.42	-884.94	-961.73	应付帐款周转率	3.72	3.07	3.10	3.12
资本支出	-1035.79	-920.00	-1000.00	-1100.00	每股收益	0.32	0.36	0.52	0.67
长期投资	-208.77	87.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.73	1.23	1.31	0.95
其他	-27.72	103.58	115.06	138.27	每股净资产	4.47	4.83	5.34	6.01
筹资活动现金流	282.44	-1424.38	1259.89	1195.89	P/E	17.48	15.86	10.93	8.41
短期借款	531.05	-2491.29	0.00	0.00	P/B	1.24	1.17	1.06	0.94
长期借款	1712.44	1600.00	1600.00	1600.00	EV/EBITDA	9.04	11.54	9.37	7.89
其他	-1961.05	-533.09	-340.11	-404.11	P/S	1.01	0.99	0.85	0.70
现金净增加额	61.77	-395.77	2257.49	1596.49					

数据来源: 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。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

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：

深沪地区：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 liyongyang_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