

新能源业务打开成长天花板，环保龙头再起航

2023 年 09 月 11 日

► **大气治理龙头企业，紫金入主后“环保+新能源”战略确定。**福建龙净环保股份有限公司创建于 1971 年，专注环保领域的研发与应用，并于 2000 年在上交所上市，成为中国大气环保行业首家上市公司。2022 年紫金矿业成为公司第一大股东，确立“环保+新能源”双轮驱动格局，开始进军绿电与储能领域。23 年上半年公司业绩维持稳定，实现营收 49.41 亿元，同比增长 1.07%，归母净利润 4.28 亿元，同比增长 12.09%。

► **环保：栉风沐雨五十载，打造生态环保科技领军企业。**未来 5 年大气污染防治仍是我国环保的重点攻坚方向，2025 年大气污染防治年市场规模约 3300 亿元，市场空间广阔。龙净环保深耕大气污染防治领域 50 多年，目前在大气污染防治的产品和技术包括电除尘系列产品、电袋复合除尘系列产品、干式超净+技术及装置、智能环保输送系统、烟气脱硫系统、烟气脱硝系统、散料输送系统、电控技术与产品、VOCs 治理、脱硝催化剂全产业链、烟气环保岛智慧系统等。23 年上半年煤电行业烟气除尘、脱硫脱硝及相关环保装备的招标采购需求明显上升，公司紧跟行业，抢抓市场机遇，斩获一批除尘、脱硫脱硝订单，其中电除尘团队依托技术与业绩优势，连续中标多台 60 万千瓦以上机组项目。

► **新能源：紫金入股打开成长空间，新能源业务加速进攻。**紫金入主后，龙净确立了“环保+新能源”双轮驱动的发展目标。绿电方面，公司通过子公司紫金龙净收购紫金环保所持有的三项股权，此次收购有望加快公司在风电与光伏领域的市场开展和业务布局，发挥优势资源的规模效益和协同效应；此外，公司黑龙江多宝山一期 200MW 风光项目开始建设，将在 23 年 Q4 建成并投入使用，预计项目年均发电量 49203 万 kWh。储能方面，公司与厦门量道合资成立福建龙净量道储能科技有限公司，计划建设年产 6GWh 锂电储能系统，其中一期工程产能为 1GWh；公司与蜂巢能源设立合资公司，共同建设储能 Pack 与系统集成项目，该项目分为两期，规模分别为 2、3GWh；此外，公司拟在上杭县投资建设磷酸铁锂储能电芯项目，设计产能 5GWh，目前紫金矿业碳酸锂当量资源量超 1000 万吨，为储能项目原材料提供保障，叠加公司在制造端的经验和下游客户端的优势，公司将打造一条较为完善的储能产业链。

► **投资建议：**我们预计公司 23-25 年实现收入 137.02/208.09/278.54 亿元，归母净利润 11.02/18.08/22.14 亿元，对应 9 月 11 日收盘价，PE 为 15/9/8 倍。公司为环保业务领先企业，主业稳步增长，紫金入主后新能源业务有望为公司打开成长天花板，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、产能扩张不及预期、绿电项目建设进度不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,880	13,702	20,809	27,854
增长率 (%)	5.2	15.3	51.9	33.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	804	1,102	1,808	2,214
增长率 (%)	-6.5	37.0	64.1	22.4
每股收益 (元)	0.74	1.02	1.67	2.05
PE	21	15	9	8
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 11 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

15.70 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com


分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

电话：021-60876734

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

目录

1 大气治理龙头企业，紫金入主后“环保+新能源”战略确定	3
1.1 环保行业领军企业，新能源产业开锚起航	3
1.2 业绩总体稳健，费用控制能力良好	3
1.3 紫金入主，管理团队融合稳定双翼业务	5
2 环保：栉风沐雨五十载，打造生态环保科技领军企业	7
3 新能源：紫金入股打开成长空间，新能源业务加速进击	10
3.1 收购紫金风光资产，加码矿山绿电项目	10
3.2 强强联合，乘储能之风扬帆起航	12
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测假设与业务拆分	15
4.2 估值分析	16
4.3 投资建议	17
5 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

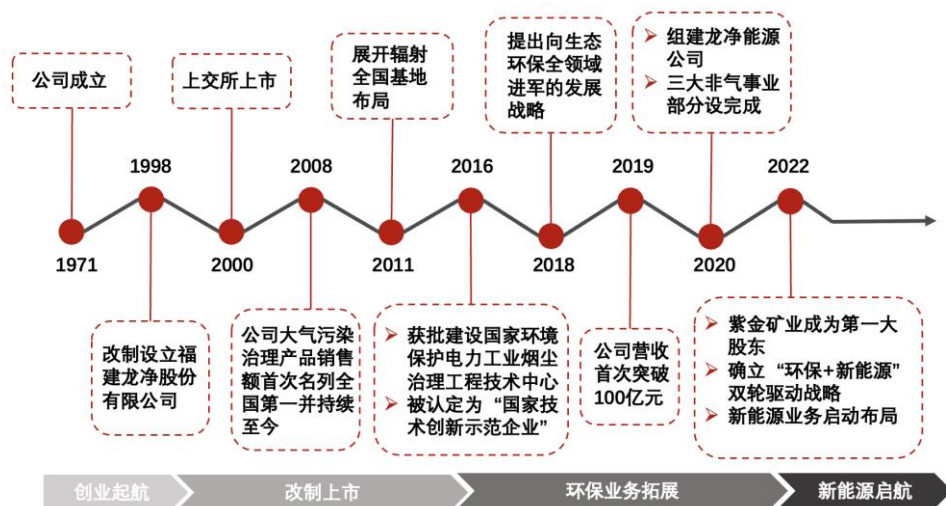
1 大气治理龙头企业，紫金入主后“环保+新能源”战略确定

1.1 环保行业领军企业，新能源产业开锚起航

五十年聚焦环保业务，与时俱进强力开拓新能源。福建龙净环保股份有限公司创建于 1971 年，专注环保领域的研发与应用，并于 2000 年在上交所上市，成为中国大气环保行业首家上市公司。2018 年，公司提出向生态环保全领域进军的发展战略，逐步分设事业部，主营业务以大气污染治理为核心，向固废危废处置、水污染治理、生态修复及保护等非气环保领域拓展。2022 年紫金矿业成为公司第一大股东，龙净环保强力推进“环保+新能源”双轮驱动格局，着手组建清洁能源、储能电芯及电池等团队，新能源业务布局拉开序幕。

大气治理行业龙头，产业布局辐射全国。龙净环保在全国建立了 11 大研发生产基地，总面积超过 100 万平方米，形成辐射全国的产业布局，产品及工程业绩遍布全国 34 个省、市、自治区，并出口欧洲、亚洲、非洲、南美洲等四十多个国家和地区。历经五十余年的经验技术累积，公司已在大气治理行业建立起较为明显的领先优势，并在生态环保全领域轨道发力，现位列“中国大气污染治理服务企业 20 强”首位、中国环境企业 50 强第 8 位，同时稳居全球最大环保装备研发制造商地位，技术总体达到国际先进水平，部分技术国际领先。

图1：龙净环保发展历程

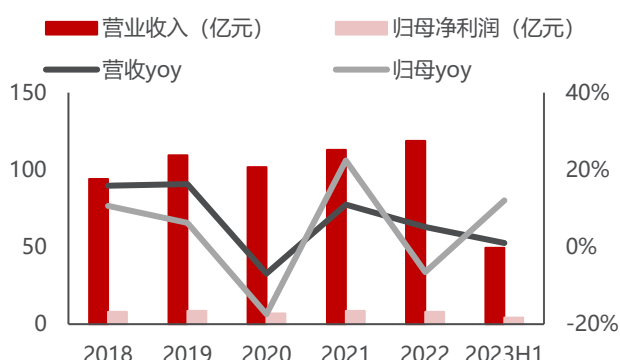


资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

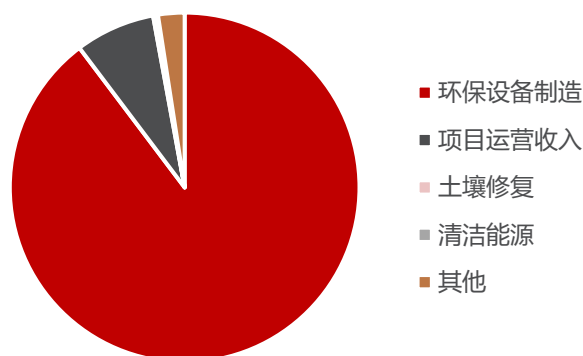
1.2 业绩总体稳健，费用控制能力良好

营收稳步增长，清洁能源有望提供新增量。近年来龙净环保营业收入保持了良好的增长态势，在 2020 年受疫情影响业绩略有退步的情况下，仍实现了自 2019

年起连续四年营收规模破百亿的成绩。23 年上半年公司业绩维持稳定，实现营收 49.41 亿元，同比增长 1.07%，归母净利 4.28 亿元，同比增长 12.09%，分业务来看，环保装备制造及工程实现收入 44.33 亿元，同比上升 1.91%，毛利率 25.56%，环保装备制造及工程毛利率水平提高。运营项目实现收入 3.65 亿元，毛利率 26.95%，运营项目毛利率稳中有升。清洁能源业务实现收入 1,209.22 万元，毛利率 49.17%，公司正积极加快清洁能源发展脚步，为未来持续发展带来稳定收入。

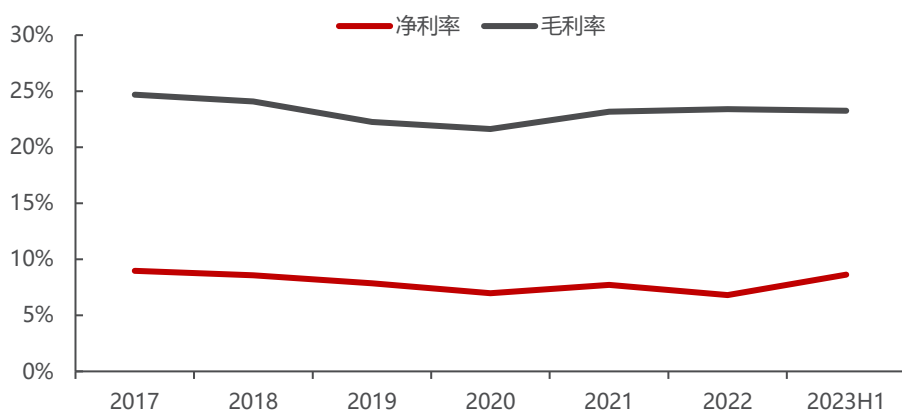
图2：2018-2023H1 营收、归母净利及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：2023H1 各行业收入占比


资料来源：iFinD，民生证券研究院

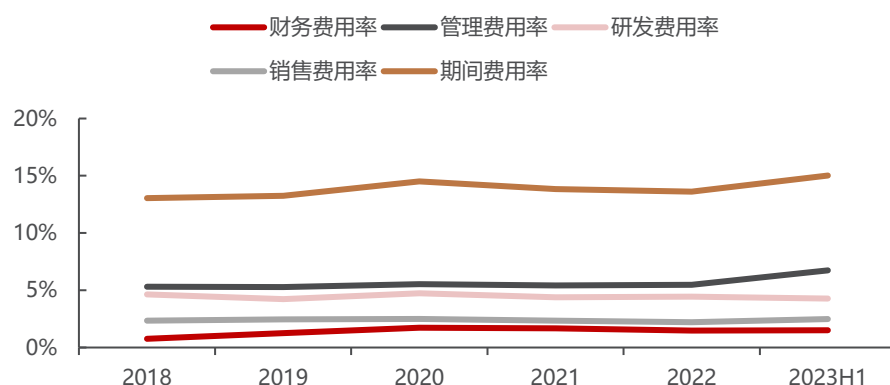
公司盈利能力较为稳定。公司盈利能力自 2017 年以来总体稳定，毛利率基本保持在 22%-24%之间，净利率维持在 7%上下。2022 年公司毛利率为 23.40%，同比增加 0.92%，净利率为 6.81%，同比下降 11.73%，主要受华泰保险事件影响。23 年上半年公司毛利率/净利率分别达到 23.25%/8.63%，净利率与 22 年全年相比提升 1.82Pcts。

图4：公司毛利率与净利率情况


资料来源：iFinD，民生证券研究院

费用率总体维稳，管理费用率小幅上升。龙净环保费用把控能力良好，波动幅度较小。2023 上半年财务、研发与销售费用分别为 1.52%/4.27%/2.49%，基本维持稳定，管理费用为 6.74%，与 22 年相比上涨 1.26Pcts，主要是由于公司收回华泰保险股权转让款有关的律师费、仲裁费、保险费等费用计入管理费用。

图5：2018-2023H1 公司期间费用率

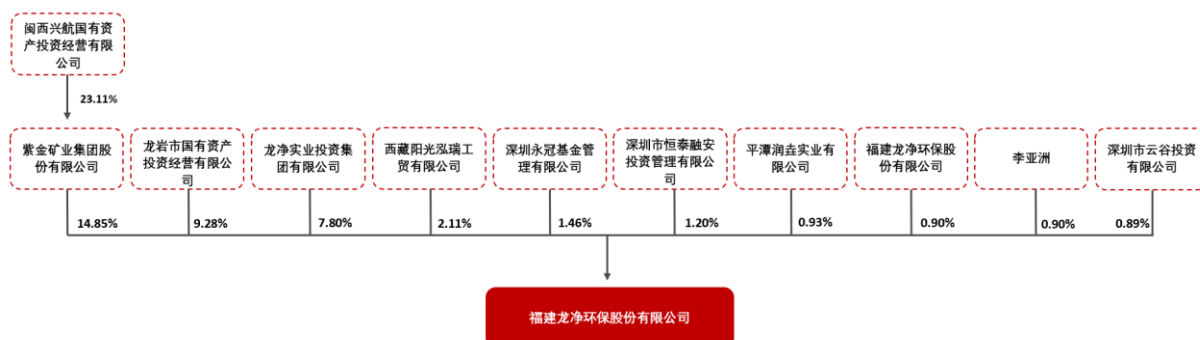


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.3 紫金入主，管理团队融合稳定双翼业务

紫金矿业成为公司第一大股东。2022 年 5 月，紫金矿业集团股份有限公司出资 17.34 亿元，通过协议转让方式收购龙净实业投资集团有限公司及其一致行动人西藏阳光瑞泽、西藏阳光泓瑞合计持有的龙净环保 1.61 亿股股份（占公司总股本的 15.02%）；同时，龙净实业及阳光泓瑞同意在前者持股期间，将其持有剩余全部 1.07 亿股的表决权无条件、独家且不可撤销地全部委托给紫金矿业行使。交易完成后，紫金矿业合计拥有 25.04%表决权，成为公司第一大股东，公司实控人变更为闽西兴航国有资产投资经营有限公司。截至 2023 年半年报，公司前十大股东合计持有股份 40.32%，6 位股东持股超过 1%。

图6：公司股权结构（截至 2023 年半年报）

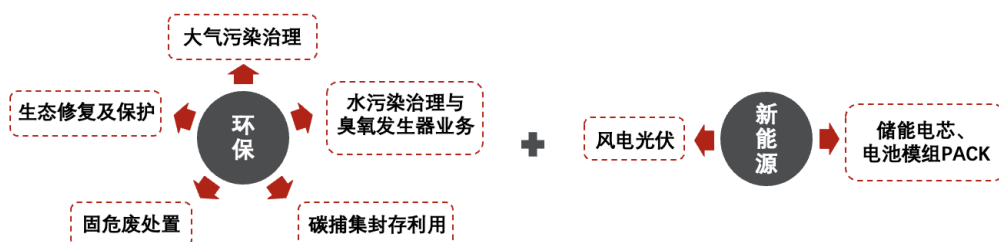


资料来源：iFinD，民生证券研究院整理

与紫金矿业优势整合，形成“环保+新能源”双主业。紫金矿业作为全球 500 强大型跨国矿业集团，在全球范围内从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发及工程设计、技术应用研究。紫金矿业在中国 15 个省（区）和海外 14 个国家拥有重要矿业投资项目，其金、铜、锌、银产量位居国内前三甲，同时加速进军新能源新材料领域，整体碳酸锂当量资源量 1,207 万吨，约居全球主要锂企资源量前 10 位。紫金矿业实力强劲，位居 2022 年《福布斯》全球上市公司 2000 强第

325 位，及其中上榜的全球黄金企业第 1 位、全球金属矿业企业第 7 位。公司通过引进紫金矿业现有项目储备、技术团队、客户资源，加速在新能源领域布局，可迅速积累在锂电新能源材料、膜法盐湖提锂、光伏/风电电站 EPC 工程建设及运维等领域的相关项目经验，实现优势整合，为公司发展注入新动能。

图7：公司“环保+新能源”双主业方向确定



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

高管团队重组融合，确保双主业齐头并进。为应对股权变更，公司高管团队进行了一系列调整，使紫金矿业与龙净环保管理层充分融合，助推环保与新能源业务双翼齐飞。紫金矿业董事、常务副总裁林泓富同时出任龙净环保董事长，总裁由原龙净环保副总经理黄炜担任。另有原紫金矿业财务总经理丘寿才担任龙净环保财务总监，及紫金矿业原监察审计室副主任廖伯寿出任公司监事会主席、党委副书记。

表1：公司高管及个人简历

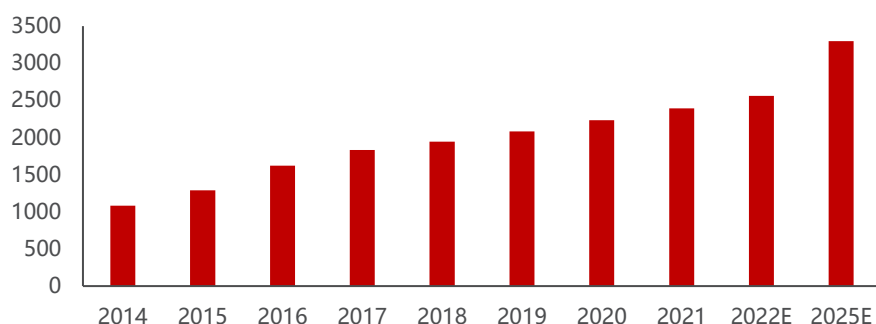
姓名	职务	国籍	学历	个人简历
林泓富	董事长,董事	中国	硕士	清华大学工商管理硕士，高级工程师，曾任紫金矿业集团股份有限公司黄金冶炼厂厂长,紫金山金矿副矿长/矿长,巴彦淖尔紫金有色金属公司总经理/董事长，紫金铜业有限公司董事长，紫金矿业集团股份有限公司副总裁,董事、副总裁，现任紫金矿业集团股份有限公司董事、常务副总裁
廖伯寿	监事会主席,监事	中国	本科	曾任紫金矿业集团股份有限公司监察审计室副主任,紫金山金铜矿副矿长,武平紫金矿业有限公司总经理,紫金国际矿业有限公司监事会主席,福建紫金南方投资有限公司监事会主席，紫金矿业集团股份有限公司监察审计室常务副主任。
张原	董事，联席总裁	中国	本科	教授级高级工程师，国务院特殊津贴专家，火电环境保护中心专家库专家,拥有 36 项授权专利,其中发明专利 12 项
丘寿才	董事，财务总监	中国	本科	曾任紫金山金矿计财处处长,紫金矿业集团股份有限公司财务部副总经理、总经理、计划财务部总经理，紫金矿业(南方)投资有限公司董事财务总监。曾担任多家大型冶炼企业董事职务,参与紫金矿业 H 股、A 股上市发行,主持。
黄炜	董事，总裁	中国	硕士	曾任龙岩空气净化设备厂技术员，副科长，科长，厂长助理，福建龙净企业集团分公司副总经理，福建龙净环保股份有限公司副总经理，第一副总经理，总经理及董事。2018 年 7 月起任福建龙净环保股份有限公司特级专家，2022 年 6 月起任福建龙净环保股份有限公司董事。

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 环保：栉风沐雨五十载，打造生态环保科技领军企业

国内环保重点攻坚方向，市场空间广阔。大气污染综合防治指的是为了达到区域环境空气质量控制目标，对多种大气污染控制方案的技术可行性、经济合理性、区域适应性和实施可能性等进行最优化选择和评价，从而得出最优的控制技术方案和工程措施。总体来看，当前大气污染治理形式依旧严峻，国家“十四五”规划和 2035 年目标对大气污染协同治理和基本消除重污染天气提出更高要求，根据《2021-2030 年大气污染治理行业发展展望报告》的预测，2025 年大气污染治理年市场规模将达到 3300 亿元。

图8：大气污染治理市场规模预测（亿元）



资料来源：观研报告网，第一财经，《2021-2030 年大气污染治理行业发展展望报告》龙净环保主编，民生证券研究院

深耕大气污染治理 50 年，技术、产品矩阵丰富。龙净环保深耕大气污染治理领域 50 多年，相关产品销量连续十几年排名行业第一，技术总体达到国际先进水平，部分技术国际领先，工程业绩遍布全球 40 多个国家和地区，在设计、制造、安装和维护的过程中为业主提供全面、系统化的服务。公司目前在大气污染治理的产品和技术包括电除尘系列产品、电袋复合除尘系列产品、干式超净+技术及装置、智能环保输送系统、烟气脱硫系统、烟气脱硝系统、散料输送系统、电控技术与产品、VOCs 治理、脱硝催化剂全产业链、烟气环保岛智慧系统等。目前公司是全球最大的环保装备研发制造商，是国内大气污染治理龙头企业。

煤电重启带来新机遇，公司斩获多笔大单。22 年开始，针对煤电的新建限制逐步放开，大型煤电机组的核准数量稳步上升，配套的超低排放、节能改造市场需求大幅提升，23 年上半年煤电行业烟气除尘、脱硫脱硝及相关环保装备的招标采购需求明显上升，公司紧跟行业，抢抓市场机遇，斩获一批除尘、脱硫脱硝订单，其中电除尘团队依托技术与业绩优势，连续中标多台 60 万千瓦以上机组项目。

图9：公司部分大气污染治理项目


广东粤电大埔电厂二期电除尘+MGH



菲律宾马辛洛克二期2×350MW机组配套电除尘器EPC



内蒙山晟能源1# CFB炉超低排放装置



越南和发钢铁集团烧结机脱硫脱硝脱二噁英EPC



大唐托克托电厂输煤管带机输送设备工程



印尼爪哇工程圆管带式输送系统

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：23H1 公司部分中标/预中标项目

企业	项目	投标报价 (亿元)	进展
淮河能源	谢桥电厂 2×660MW 超超临界燃煤机组发电项目静电除尘器设备采购及安装	1.30	预中标
国能神华	九江电厂 2×1000MW 二期扩建工程静电除尘器设备采购	1.78	预中标
国能（福州）热电	国能（福州）热电有限公司二期（2×660MW）超超临界热电联产工程静电除尘器设备采购	1.42	预中标
内蒙古能源集团	金山热电厂、准大电厂 2×100 万千瓦煤电扩建项目电袋除尘器设备采购	1.60	中标

资料来源：北极星大气网、中国大气网、能化大数据，民生证券研究院

坚持“市场先行”理念，生产基地遍布全国。公司业务活动均要求紧紧围绕提升市场竞争力为目标展开，在业务版图拓展、项目承接、科技创新上紧跟市场变化，提前预判和布局，主动出击抢抓市场机遇，龙净相关技术产品在众多行业与知名企业中得到广泛应用，产品遍销全国，并出口四十多个国家与地区。公司作为大气污染治理龙头企业，拥有扎实的设计、制造、安装与运维方能力，公司注重规模化经营，且通过在全国各地建设研发与生产基地，拉近与销售和原材料市场的距离，实现成本控制。目前公司在西安、武汉、厦门、宿迁、天津、盐城、新疆等 11 个城市建设研发和生产基地，总面积超过 100 万平方米，形成东、西、南、北、中，

辐射全国的产业布局。

图10：公司基地布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

除大气污染治理外，公司在水污染处理、危废处置等环保业务中均处于行业领先。水污染方面，公司致力于提供废水达标、回用和零排放业务，龙净旗下新陆科技是我国首个拥有自主知识产权的 130kg/h 大型臭氧发生器制造商，成功入选第四批国家级专精特新“小巨人”企业，先后获 160 余项中国专利和 9 项美国专利，获包括国家科技进步二等奖在内的 10 余项国家和省（部）级荣誉，在市政污水消毒领域占有 50%以上的市场份额。

图11：公司部分水污染治理项目



金陵石化烟气脱硝工程



北京市郭公庄水厂
自来水深度处理工程



嘉兴市联合污水处理厂提标改造工程



河北钢铁中厚板院烧结机锅炉
烟气脱硝工程



北京市通州水厂自来水深度处理工程



福清融元污水厂污水处理工程

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 新能源：紫金入股打开成长空间，新能源业务加速 进击

“环保+新能源”双轮驱动战略确定，整合资源切入新能源赛道。2022年5月，紫金矿业入股龙净环保，成为公司第一大股东。在被紫金控股后，龙净环保确立了“环保+新能源”双轮驱动的发展目标，开始着手搭建清洁能源、储能电芯和电池团队，目前，上杭储能电芯项目量产线正在建设中，龙净蜂巢储能电池PACK及系统集成项目已基本完工，黑龙江、新疆、塞尔维亚、圭亚那等绿能发电项目正在按计划建设中。

图12：紫金入主后龙净新能源业务规划



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1 收购紫金风光资产，加码矿山绿电项目

2022年10月，龙净环保发布公告，通过子公司紫金龙净收购控股股东紫金矿业全资子公司紫金环保所持有的三项股权：福建紫金新能源有限公司60%股权，

黑龙江多铜新能源有限责任公司 100%股权和紫金清洁能源（连城）有限公司 100% 股权。此次收购有望加快公司在风电与光伏领域的市场开展和业务布局，发挥优势资源的规模效益和协同效应，逐步形成相对集中、高效运作的风电与光伏业务经营模式。

布局矿山风光项目，助力紫金实现能源转型。2023 年 3 月 10 日，龙净环保发布公告，拟由全资子公司黑龙江多铜新能源投资建设黑龙江多宝山一期 200MW 风光项目，其中光伏 40MW，风电 160MW，均需配 10%、2 小时的电化学储能。多宝山铜矿是目前国内探明可供开采的第三大铜矿，目前年用电量达 9 亿度，预计光伏项目年均发电量 5304 万 kWh，年均有效利用小时数 1450 小时；预计风电项目年均发电量 43899 万 kWh，年均有效利用小时数 3000 小时，预计项目将在 23 年 Q4 建成并投入使用。此前，紫金矿业发布了《应对气候变化行动方案》，其中提出了 2029 年实现碳达峰，2030 年实现可再生能源使用占比 30%以上，2050 年实现碳中和的战略目标，多宝山项目在提升龙净利润水平的同时，有望为紫金的节能减排目标打下坚实基础。根据半年报，除多铜一期 200MW 项目外，新疆克州乌恰县一期 300MW 光伏、塞尔维亚光伏、圭亚那光伏也正在按计划进行中，新疆克州乌恰县二期 300MW 与三期 400MW 光伏、黑龙江多铜二期 300MW 风电、内蒙古巴彦淖尔光伏等项目已完成备案，我们认为未来绿电业务有望为公司业绩提供强力支撑。

图13：紫金矿业对于“双碳”与可再生能源的目标



资料来源：紫金矿业《应对气候变化行动方案》，民生证券研究院

3.2 强强联合，乘储能之风扬帆起航

海内外储能规划陆续发布。据储能与电力市场公众号统计,以 2022 年我国 20 个省市/自治区发布的“十四五”期间储能发展规划来看,预计到 2025 年这些区域储能建设规模将接近 54GW。海外方面,2022 年全球多个国家积极参与能源转型的热潮,储能相关发展目标、路线相继发布,部署储能的需求越发强烈。2022 年表前市场单个项目规模屡创新高,大规模项目以锂电技术路线为主,且配储时长在 2-4 小时的项目也逐渐增多。

表3: 各国储能发展目标或路线 (截至 2022 年)

国家或地区	储能发展目标
美国	纽约州调高储能采购目标,由 2030 年 3GW 调至 6GW;密歇根州设置 2025 年 1GW、2040 年 4GW 储能采购目标,成为美国第十个确立采购计划的州。
欧洲	欧洲储能协会 (EASE) 发布路线图,2030 年需部署 187GW、2050 年部署 600GW 储能。
澳大利亚	澳大利亚能源市场运营商 (AEMO) 提出未来 30 年发展路线图,2050 年部署 46GW/640GWh 可调度储能,平均时长 10 小时以上。
加拿大	加拿大储能协会 (ESC) 建议 2035 年前安装 8-12GW 储能,以满足 2050 年净零需求。
印度	印度储能联盟 (IESA) 预测到 2030 年至少需 160GWh 储能,以实现其可再生能源目标。

资料来源: CNESA,民生证券研究院

全球储能装机展望:国内大储商业模式全方位跑通、经济性有望进一步提升,欧洲户储具备高成长性,美国表前表后市场齐头并进。我们预计 2023-2025 年全球储能装机规模将达到 139、260、488GWh。

- **中国:** 我们预计 23-25 年中国储能新增装机量 (除 5G 应用外) 分别为 31、66、138GWh。新增装机量中,以政策推动的发电侧 (新能源) 占比最大。
- **美国:** 我们预计 23-25 年美国储能新增装机量分别为 54、101、189GWh。
- **欧洲:** 我们预计 23-25 年欧洲储能装机量分别为 25、43、76GWh。欧洲各国实施储能优惠政策,尤以英国部署了一系列政策,推进了大型储能项目和独立储能电站建设,领跑欧洲表前市场;表后以德国为领跑对户用储能装机推出一系列补贴政策。

表4：全球储能装机规模预测（GWh）

单位：GWh	2023E	2024E	2025E
中国	31	66	138
美国	54	101	189
欧洲	25	43	76
全球其他地区	29	50	85
全球总计	139	260	488

资料来源：SolarpowerEurope、IRENA、BNEF、民生证券研究院预测

布局储能 Pack 和磷酸铁锂产能，与紫金强强联合有望产生协同效应。公司目前正在布局储能 Pack、系统集成以及磷酸铁锂电芯的产能。

- **储能 Pack 方面**，公司于 22 年 10 月 14 日发布公告，与厦门量道合资成立福建龙净量道储能科技有限公司，龙净持有 49% 股权，计划建设年产 6GWh 锂电储能系统，其中一期工程产能为 1GWh；22 年 12 月 29 日，公司宣布与蜂巢能源设立合资公司，共同建设储能 Pack 与系统集成项目，龙净持股 60%，该项目分为两期，规模分别为 2、3GWh。龙净环保业务的客户包括了大型电力、钢铁、水泥、化工等央企或地方国企，目前，在我国“双碳”目标引领下，作为助力可再生能源开发、构建新型电力系统的重要支撑，储能赛道逐渐火热，众多央企争相布局，龙净拥有良好的客户基础，在储能 Pack 与集成产能释放后有望凭借品牌优势抢占市场。
- **电芯方面**，公司拟在上杭县人民政府行政区域内投资建设磷酸铁锂储能电芯项目，项目设计产能 5GWh，总投资约 20 亿元，预留项目产能发展空间，后续视情况推进。

图14：龙净环保福建上杭 5GWh 磷酸铁锂储能电芯项目效果图


资料来源：公司公告，民生证券研究院

紫金拥有丰富的锂矿资源，为龙净储能业务提供原材料保障。锂是动力电池和

储能电芯的重要原材料，尽管全球锂资源的总量丰富，但是分布存在地域性，集中于南美“锂三角”和澳洲，且规模大、品位高的矿源不多，优质矿源稀缺。由于新能源车和储能行业的高度景气，紫金矿业于 22 年开始布局锂矿资源，先后收购阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源锂多金属矿，形成“两湖一矿”格局。目前紫金矿业碳酸锂当量资源量超 1000 万吨，位居全球前十，远期来看碳酸锂年产能将达到 15 万吨以上。总体来看，紫金在锂矿上的布局为龙净储能电芯产品后续的产能扩张和供应链安全打下了坚实的基础，叠加公司在制造端的经验和下游客户端的优势，公司将打造一条较为完善的储能产业链，形成较强的竞争优势。

表5：紫金矿业锂矿资源

名称	碳酸锂（LCE）当量资源量	产能计划
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	763 万吨，锂离子浓度边界品位 400mg/L	一期计划 2 万吨/年电池级碳酸锂，预计 2023 年底建成投产。项目还开展了 4-6 万吨/年碳酸锂的初步研究，未来有望通过优化工艺设计方案，提升锂回收率和产量。
西藏拉果错盐湖锂矿	214 万吨，平均锂离子浓度 270mg/L	一期产量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂，二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。
湖南道县湘源硬岩锂多金属矿	216 万吨	初步规划按照 1,000 万吨/年规模建设矿山，达产后年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨，矿山将率先重启 30 万吨/年采选系统。

资料来源：紫金矿业官网，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) **绿电业务**：根据公司公告，多宝山铜矿一期 200MW 风光项目（160MW 风电，40MW 光伏）和新疆 300MW 光伏项目预计于 23 年 Q4 末建成投运，新疆克州乌恰县二期 300MW 与三期 400MW 光伏、黑龙江多铜二期 300MW 风电、内蒙古巴彦淖尔光伏等项目已完成备案，且由于紫金矿山众多，预计对绿电的需求将持续上升，由此预测公司绿电装机与收入规模将逐年上涨。预计公司 23-25 年绿电业务实现收入 0.30/15.51/22.65 亿元，毛利率为 50%/50%/50%。
- 2) **储能业务**：公司与蜂巢合资的 2GWh 储能电池 Pack 与系统集成生产线建设已基本完工，前端市场开拓工作已经全面铺开，后续将根据项目建设情况、资源配置及市场需求适时启动第二期 3GWh 储能 Pack 生产项目的投建。电芯方面，预计公司 5GWh 产能于 23 年底投产，后续产能将持续扩张。综上，预计公司储能业务 23-25 年收入为 4.46/45.29/91.81 亿元，毛利率为 10%/11%/11%。
- 3) **环保业务**：环保为公司传统业务，该业务收入较为稳定，假设收入年增速超过 10%，预计环保业务 23-25 年实现收入 120.28/134.71/150.88 亿元，毛利率为 23%/23%/23%。

表6：公司收入拆分和预测

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
环保业务				
营收	10739.29	12028.00	13471.37	15087.93
成本	8266.71	9261.56	10372.95	11617.71
毛利率	23%	23%	23%	23%
绿电业务				
营收		30.00	1550.50	2264.85
成本		15.00	775.25	1132.43
毛利率		50%	50%	50%
储能业务				
营收		446.02	4529.20	9180.53
成本		401.42	4009.91	8136.37
毛利率		10%	11%	11%
其他业务				
营收	1140.86	1197.90	1257.80	1320.69
成本	834.01	898.43	943.35	990.52
毛利率	27%	25%	25%	25%
合计				
营收	11880.15	13701.93	20808.87	27854.00
成本	9100.72	10576.41	16101.46	21877.02
毛利率	23%	23%	23%	21%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司深耕环保业务多年，故选取同属于环保行业的伟明环保、盾安环境作为可比公司；公司新能源业务包含了储能与绿电运营，故选取位于储能赛道中的南都电源、阳光电源和国内绿电运营领先企业三峡能源作为可比公司，根据 2023 年 9 月 8 日收盘价，23-24 年平均 PE 为 16/12 倍。

考虑到公司深耕环保业务多年，该业务发展稳定，且大气污染治理有望受益于 23 年多地火电项目的开工；紫金矿业入主后，公司确立了“环保+新能源”的发展方向，储能与绿电运营有望为公司提供新的增量，我们认为公司估值仍有提升空间。

表7：可比公司 PE 数据对比

代码	公司	现价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603568.SH	伟明环保	17.48	0.98	1.18	1.71	2.18	18	15	10	8
002011.SZ	盾安环境	11.63	0.91	0.65	0.83	1.00	13	18	14	12
300068.SZ	南都电源	15.07	0.38	0.95	1.44	2.00	40	16	10	8
300274.SZ	阳光电源	92.40	2.42	6.40	7.68	9.04	38	14	12	10
600905.SH	三峡能源	4.86	0.25	0.25	0.32	0.37	19	19	15	13
平均值							26	16	12	10
600388.SH	龙净环保	15.70	0.74	1.02	1.67	2.05	21	15	9	8

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院预测；注：伟明环保、盾安环境、南都电源采用 Wind 一致预期，三峡能源采用公用事业及环保组估值，股价采用 9 月 11 日收盘价。

4.3 投资建议

我们预计公司 23-25 年实现收入 137.02/208.09/278.54 亿元，归母净利润 11.02/18.08/22.14 亿元，对应 9 月 11 日收盘价，PE 为 15/9/8 倍。公司为环保业务领先企业，主业稳步增长，紫金入主后新能源业务有望为公司打开成长天花板，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：公司盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11,880	13,702	20,809	27,854
增长率（%）	5.2	15.3	51.9	33.9
归属母公司股东净利润（百万元）	804	1,102	1,808	2,214
增长率（%）	-6.5	37.0	64.1	22.4
每股收益（元）	0.74	1.02	1.67	2.05
PE	21	15	9	8
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，股价采用 9 月 11 日收盘价

5 风险提示

1) 行业竞争加剧。环保方面，当前大气污染治理企业数量较多，行业集中度不高，可能出现恶性低价竞争等情形，压缩了企业和行业的利润空间；新能源方面，受益于“双碳”带来的广阔市场空间，储能、风电及光伏成为产业布局和投资的热门赛道，大量企业进入相关领域，预计未来将有一场激烈的市场竞争，行业利润水平将面临较大波动，行业发展机遇与挑战并存。

2) 产能扩张不及预期。公司的储能产品目前处于产能建设阶段，若因不可抗力导致产能建设不及预期，可能对公司盈利造成影响。

3) 绿电项目建设进度不及预期。目前公司新疆克州乌恰县一期、黑龙江多铜一期、塞尔维亚等风光项目正在按计划建设，新疆克州乌恰县二期、黑龙江多铜二期等项目已完成备案，若项目建设进度不及预期，可能影响公司发电收益，进而对公司利润造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,880	13,702	20,809	27,854
营业成本	9,101	10,576	16,101	21,877
营业税金及附加	79	96	146	195
销售费用	263	336	510	696
管理费用	651	754	1,144	1,532
研发费用	529	548	832	1,114
EBIT	1,101	1,461	2,283	2,718
财务费用	175	180	180	175
资产减值损失	-85	-43	-66	-90
投资收益	61	69	104	167
营业利润	941	1,306	2,141	2,620
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	938	1,303	2,138	2,617
所得税	129	195	321	393
净利润	809	1,107	1,817	2,225
归属于母公司净利润	804	1,102	1,808	2,214
EBITDA	1,481	1,891	2,812	3,310

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,970	2,345	2,782	3,507
应收账款及票据	3,732	4,204	6,385	8,547
预付款项	386	476	725	984
存货	7,422	8,649	13,168	17,891
其他流动资产	4,981	5,375	7,126	9,035
流动资产合计	18,492	21,049	30,186	39,965
长期股权投资	40	40	40	40
固定资产	2,202	3,168	3,894	4,040
无形资产	2,645	2,637	2,624	2,610
非流动资产合计	7,927	8,602	8,804	8,941
资产合计	26,418	29,652	38,990	48,907
短期借款	723	723	723	723
应付账款及票据	5,253	6,085	9,264	12,587
其他流动负债	8,458	9,759	14,369	19,177
流动负债合计	14,434	16,567	24,356	32,488
长期借款	1,864	2,123	2,123	2,123
其他长期负债	2,543	2,480	2,478	2,476
非流动负债合计	4,407	4,603	4,601	4,599
负债合计	18,841	21,170	28,958	37,087
股本	1,071	1,081	1,081	1,081
少数股东权益	187	192	201	212
股东权益合计	7,577	8,482	10,032	11,820
负债和股东权益合计	26,418	29,652	38,990	48,907

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.16	15.33	51.87	33.86
EBIT 增长率	-1.23	32.71	56.30	19.05
净利润增长率	-6.52	37.00	64.08	22.43
盈利能力 (%)				
毛利率	23.40	22.81	22.62	21.46
净利率	6.77	8.04	8.69	7.95
总资产收益率 ROA	3.04	3.72	4.64	4.53
净资产收益率 ROE	10.88	13.29	18.39	19.07
偿债能力				
流动比率	1.28	1.27	1.24	1.23
速动比率	0.59	0.57	0.55	0.54
现金比率	0.14	0.14	0.11	0.11
资产负债率 (%)	71.32	71.40	74.27	75.83
经营效率				
应收账款周转天数	92.24	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	297.69	300.00	300.00	300.00
总资产周转率	0.45	0.49	0.61	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	1.02	1.67	2.05
每股净资产	6.84	7.67	9.09	10.74
每股经营现金流	0.77	1.47	1.23	1.79
每股股利	0.43	0.25	0.40	0.49
估值分析				
PE	21	15	9	8
PB	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.05	10.22	6.87	5.84
股息收益率 (%)	2.74	1.57	2.57	3.15

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	809	1,107	1,817	2,225
折旧和摊销	380	431	529	592
营运资金变动	-784	-142	-1,190	-1,013
经营活动现金流	835	1,589	1,329	1,938
资本开支	-644	-864	-713	-710
投资	-183	-26	0	0
投资活动现金流	-47	-1,068	-395	-543
股权募资	4	0	0	0
债务募资	-665	268	0	0
筹资活动现金流	-1,037	-146	-497	-670
现金净流量	-225	375	438	725

插图目录

图 1: 龙净环保发展历程.....	3
图 2: 2018-2023H1 营收、归母净利及增速.....	4
图 3: 2023H1 各行业收入占比.....	4
图 4: 公司毛利率与净利率情况.....	4
图 5: 2018-2023H1 公司期间费用率.....	5
图 6: 公司股权结构 (截至 2023 年半年报).....	5
图 7: 公司“环保+新能源”双主业方向确定.....	6
图 8: 大气污染治理市场规模预测 (亿元).....	7
图 9: 公司部分大气污染治理项目.....	8
图 10: 公司基地布局.....	9
图 11: 公司部分水污染治理项目.....	9
图 12: 紫金入主后龙净新能源业务规划.....	10
图 13: 紫金矿业对于“双碳”与可再生能源的目标.....	11
图 14: 龙净环保福建上杭 5GWh 磷酸铁锂储能电芯项目效果图.....	13

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司高管及个人简历.....	6
表 2: 23H1 公司部分中标/预中标项目.....	8
表 3: 各国储能发展目标或路线 (截至 2022 年).....	12
表 4: 全球储能装机规模预测 (GWh).....	13
表 5: 紫金矿业锂矿资源.....	14
表 6: 公司收入拆分和预测.....	16
表 7: 可比公司 PE 数据对比.....	17
表 8: 公司盈利预测.....	17
公司财务报表数据预测汇总.....	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026