

标配（维持）

关注中特估背景下的潜在价值

环保行业 2023 年下半年投资策略

2023 年 6 月 9 日

## 投资要点：

分析师：黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：尹浩杨

SAC 执业证书编号：

S0340122070089

电话：0769-22119430

邮箱：

yinhaoyang@dgzq.com.cn

## 环保（申万）指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 相关报告

- **2023年1-6月，申万环保行业跑赢沪深300指数。**2023年1-6月（截至2023/6/8），申万环保行业跑赢同期沪深300指数约1.07个百分点，涨幅居申万一级行业第13。截至2023年6月8日，申万环保行业整体PE（TTM）约27.79倍。目前行业估值距离历史近三年最高值38.1倍与平均值30.49倍仍处在低位。
- **2023年下半年行业展望。“中特估”概念：**针对央国企等国资企业的价值重估。央国企所处的大多为较为成熟的行业，低成长性导致对央国企的估值相对偏低。央国企具备的低估值与高分红，显示了“中特估”概念下央国企上市公司的潜在价值。**水务及水治理：**随着生态文明的进一步建设以及居民宜居要求的提高，对水务及水治理等基础民生方面将提出更高的需求，有望未来增加污水治理、供水服务、环境修复等相关方面项目的释放。《国家水网建设规划纲要》的发布，一方面促进了水利建设、水务运营等直接相关的产业发展，另一方面也以建设工程为抓手，带动基建、建筑材料等国家支柱产业的活力，为市场环境复苏以及央国企经营改善注入了新的活力。**固废治理：**随着近几年垃圾焚烧设施与垃圾焚烧处理能力的快速增长，对应的固废治理项目市场中投资金额和项目数量有减少的趋势，显示增量市场有所缩量，而县级与乡镇地区生活垃圾处理需求缺口有望带来新的增量。固废治理市场逐渐往轻量化、小型化发展。与垃圾焚烧配套的生活垃圾收集、运输项目也陆续释放，在垃圾焚烧设施增量以外为固废治理企业带来新的业绩增长。
- **维持对行业的标配评级。**目前行业估值处于相对低位，有估值上升空间。从政策推进以及行业需求来看，在补齐城镇污水治理、建设“无废城市”以及推进“碳达峰”进程等带来的环保需求增加刺激下，环保行业中水务及固废治理等细分行业有望获得业绩的增长。另一方面水务及固废治理细分行业中由于其公共服务属性，存在较多的央国企，而“中特估”概念带来的价值重估与央国企考核标准更新，加上部分上市央国企所具备的低估值与高分红率，都将有利于其迎来盈利提升以及价值重估的机会。建议关注：具有丰富水环境治理膜技术的碧水源（300070），净资产收益率较高且具有大量优质在手项目的洪城环境（600461），布局全环保产业链条的环保行业龙头企业首创环保（600008），区域性水务龙头并具有高分红比例的重庆水务（601158），估值处于相对低位且业绩有望增长的兴蓉环境（000598），具有优质固废与燃气供给项目的瀚蓝环境（600323）等。
- **风险提示：**政策推进不及预期，项目释放不及预期，市场竞争加剧，国企改革进程不及预期等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 行情回顾.....	4
2. “中特估”：关注央国企低估值与高分红体现的潜在价值.....	7
2.1 央国企在环保行业中占重要地位.....	7
2.2 央国企盈利能力与内在价值优于行业平均水平.....	9
2.3 国企改革推动央国企价值修复.....	11
3. 行业运行展望.....	12
3.1 水务及水治理：政策推动+经营改善，有望获得价值提高.....	12
3.2 固废治理：增量市场下沉乡县，看好经营持续改善.....	20
4. 投资建议.....	26
5. 风险提示.....	27

## 插图目录

图 1：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万一级行业涨幅（%）.....	4
图 2：申万环保行业指数近三年行情（截至 2023/6/8）.....	4
图 3：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万环保行业三级细分板块涨幅（%）.....	5
图 4：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万环保行业个股涨跌幅分布（只）.....	6
图 5：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万环保行业涨幅榜前十个股（%）.....	6
图 6：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万环保行业跌幅榜前十个股（%）.....	6
图 7：申万环保行业 PE（TTM，倍）（截至 2023 年 6 月 8 日）.....	7
图 8：2018-2022 年环保行业营业收入（亿元）.....	8
图 9：2018-2022 年环保行业央国企营业收入占比（%）.....	8
图 10：2018-2022 年环保行业归母净利润（亿元）.....	9
图 11：2018-2022 年环保行业央国企归母净利润占比（%）.....	9
图 12：2018-2022 年环保行业央国企净利率（%）.....	9
图 13：2018-2022 年环保行业央国企 ROE（%）.....	9
图 14：2018-2022 年环保行业经营活动现金流量净额（亿元）.....	10
图 15：2018-2022 年环保行业央国企经营活动现金流量净额占比（%）.....	10
图 16：全国地表水监测达标情况.....	13
图 17：全国县级及以上城市饮用水水源监测达标情况.....	13
图 18：全国城市污水处理能力及污水处理率情况.....	14
图 19：全国工业废水治理设施情况.....	14
图 20：2018-2022 年水务及水治理板块营业总收入.....	14
图 21：2018-2022 年水务及水治理板块央国企营业总收入占比.....	14
图 22：2018-2022 年水务及水治理板块归母净利润.....	15
图 23：2018-2022 年水务及水治理板块央国企归母净利润占比.....	15
图 24：2018-2022 年水务及水治理板块资产.....	15
图 25：2018-2022 年水务及水治理板块央国企资产占比.....	15
图 26：2022 年水务及水治理板块营业总收入同比增长企业数量分布.....	16
图 27：2022 年水务及水治理板块归母净利润同比增长企业数量分布.....	16
图 28：2022 年水务及水治理板块期末资产同比增长企业数量分布.....	17
图 29：2018-2022 年水务及水治理板块经营活动现金流量净额.....	17

图 30: 2018-2022 年水务及水治理板块央企经营活动现金流量净额占比	17
图 31: 2018-2022 年水务及水治理板块 ROE-TTM (整体法)	18
图 32: 2018-2022 年水务及水治理板块分红比例 (整体法)	18
图 33: 2022 年水务及水治理板块高分红企业数量分布	19
图 34: 2022 年水务及水治理板块经营活动现金流量净额同比增长企业数量分布	19
图 35: 水务及水治理板块近三年估值情况 (截至 2023 年 6 月 8 日)	19
图 36: 全国垃圾焚烧设施与处理能力	20
图 37: 全国城市与县城垃圾焚烧处理能力分布情况	20
图 38: 2019-2023 年 1 至 4 月固废治理项目市场情况	21
图 39: 2023 年 1 至 4 月固废治理项目建设规模占比	21
图 40: 2018-2022 年固废治理板块营业总收入	22
图 41: 2018-2022 年固废治理板块央企营业总收入占比	22
图 42: 2018-2022 年固废治理板块归母净利润	22
图 43: 2018-2022 年固废治理板块央企归母净利润分布	22
图 44: 2018-2022 年固废治理板块资产	22
图 45: 2018-2022 年固废治理板块央企资产占比	22
图 46: 2022 年固废治理板块营业总收入同比增长企业数量分布	23
图 47: 2022 年固废治理板块归母净利润同比增长企业数量分布	23
图 48: 2022 年固废治理板块资产同比增长企业数量分布	23
图 49: 2018-2022 年固废治理板块经营活动现金流量净额	24
图 50: 2018-2022 年固废治理板块央企经营活动现金流量净额占比	24
图 51: 2018-2022 年固废治理板块 ROE-TTM (整体法)	25
图 52: 2018-2022 年固废治理板块分红比例 (整体法)	25
图 53: 2022 年固废治理板块高分红企业数量分布	26
图 54: 2022 年固废治理板块经营活动现金流量净额同比增长企业数量分布	26
图 55: 固废治理板块近三年估值情况 (截至 2023 年 6 月 8 日)	26

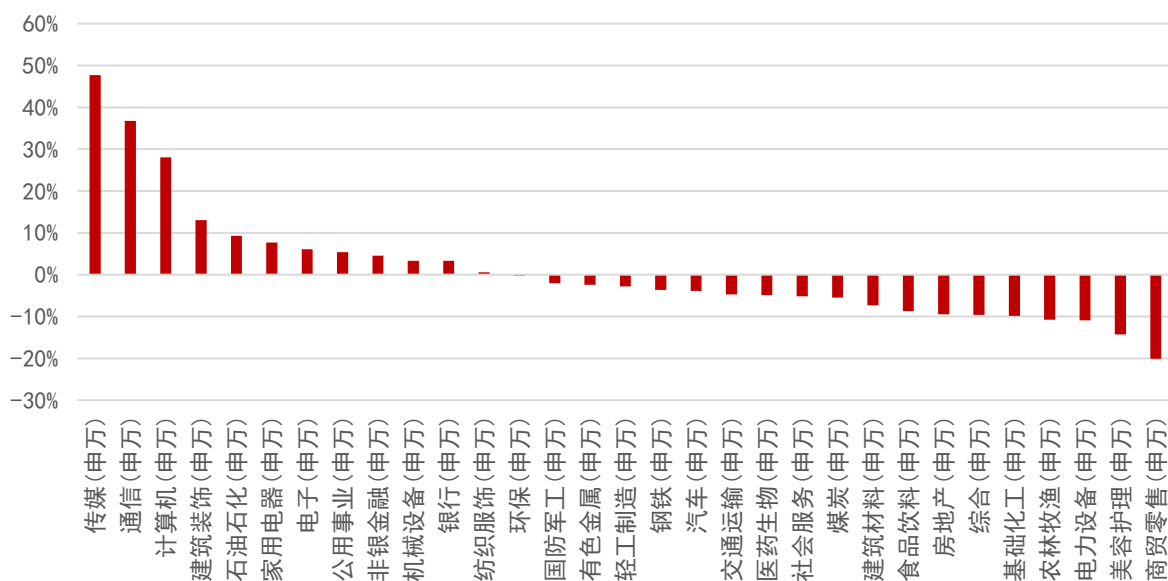
## 表格目录

表 1: 近期发布“中特估”相关政策与文件	7
表 2: 申万环保行业板块上市央国企业绩情况	10
表 3: 环保行业相关 REITs 项目 (截至 2023 年 6 月 8 日)	11
表 4: 环保行业央企协同合作相关案例 (截至 2023 年 6 月 8 日)	12
表 5: 近期发布水务及水治理相关政策	12
表 6: 申万水务及水治理板块中上市央国企业绩情况	16
表 7: 申万水务及水治理板块中上市央国企分红与估值情况 (截至 2023 年 6 月 8 日)	18
表 8: 近期发布固废治理相关政策	20
表 9: 申万固废治理板块中上市央国企业绩情况	23
表 10: 申万固废治理板块中上市央国企分红与估值情况 (截至 2023 年 6 月 8 日)	25
表 11: 重点公司盈利预测及投资评级 (2023/6/8)	27

## 1. 行情回顾

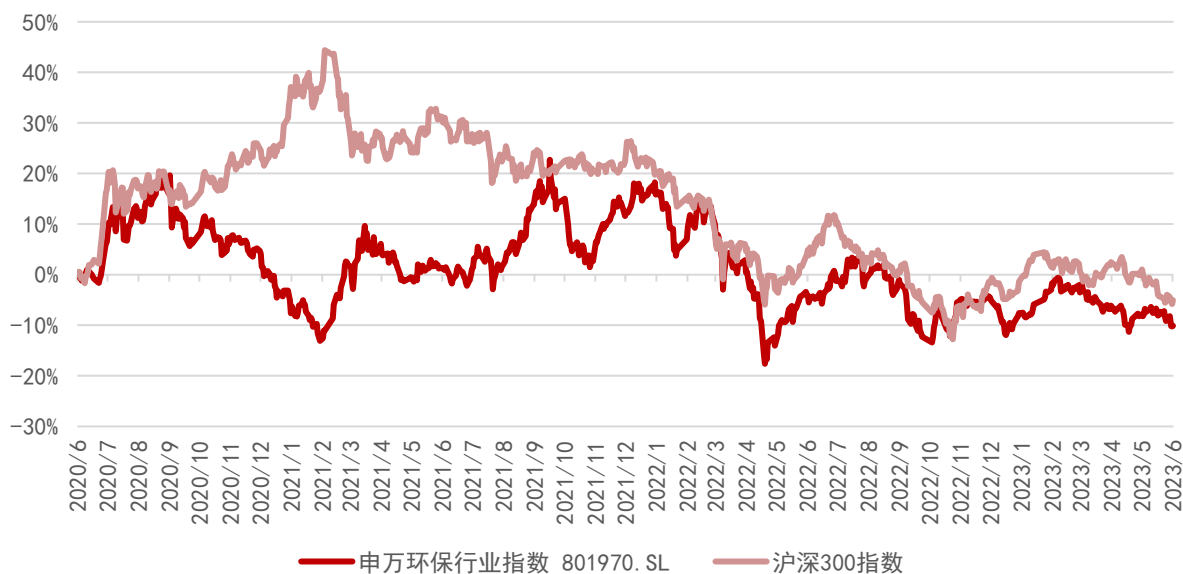
2023 年 1-6 月，申万环保行业指数跑赢沪深 300 指数。2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8），申万环保行业跑赢同期沪深 300 指数约 1.07 个百分点，涨幅居申万一级行业第 13。按照近三年来申万环保行业指数行情来看，环保行业指数从 2021 年 9 月升至最高点后，整体在震荡中下调，到 2022 年 4 月跌至最低点，后续有所震荡上调，仍未能恢复到近三年历史高位。且自 2022 年以来，环保指数的走势与沪深 300 指数基本相符。

图 1：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万一级行业涨幅（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

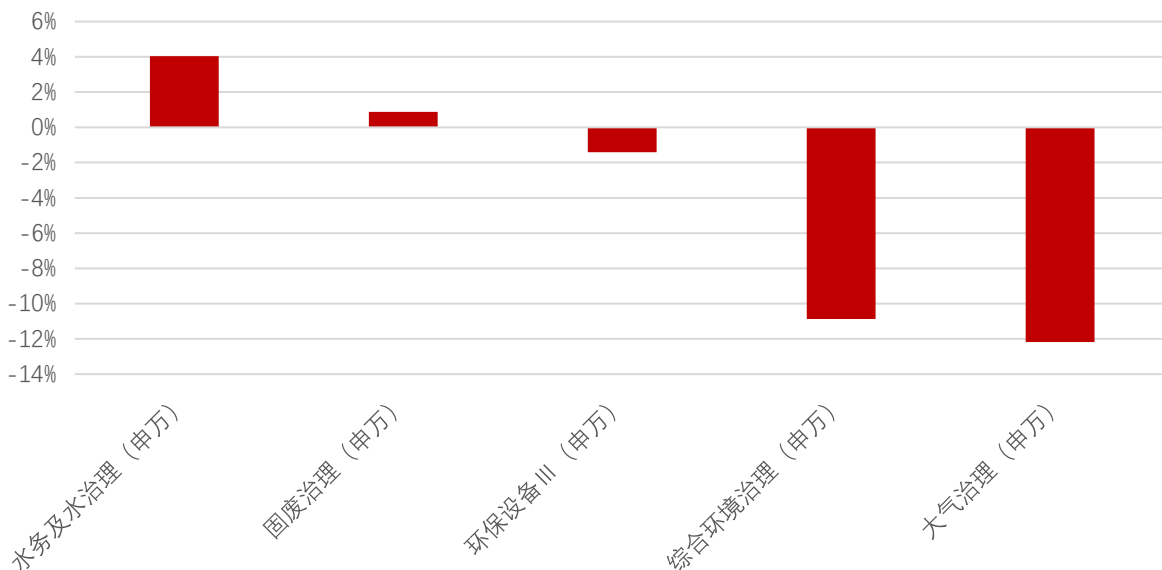
图 2：申万环保行业指数近三年行情（截至 2023/6/8）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

细分子板块涨跌不一。2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8），申万环保行业三级细分板块中，大气治理跌幅最大，下跌 12.19%；综合环境治理下跌 10.88%，跌幅相对较大；环保设备下跌 1.42%，固废治理上涨 0.87%；表现最好的是水务及水治理，上涨 4.03%。

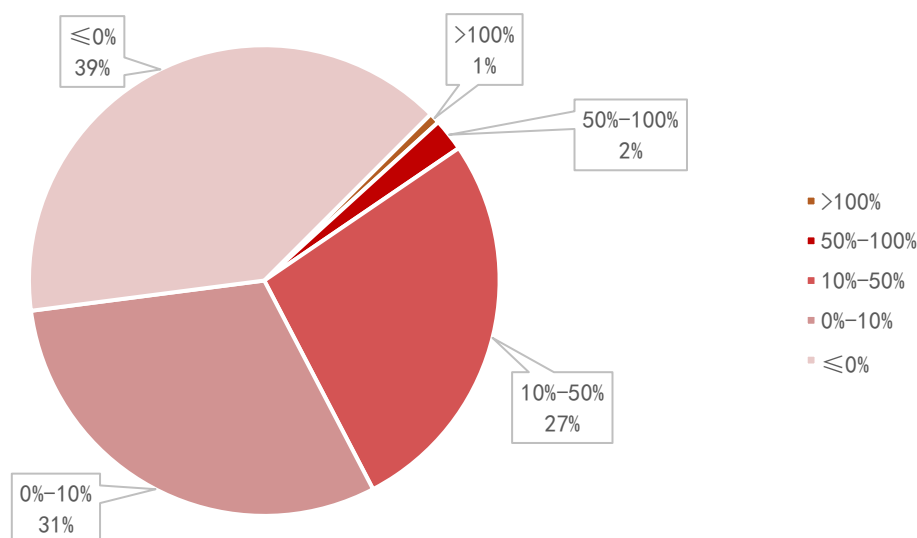
图 3：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万环保行业三级细分板块涨幅（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

行业内近 60%的个股录得正收益。2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8），申万环保行业约 60%的个股录得正收益，其中有 1 只个股涨幅超过 100%，有 3 只个股涨幅在 50%-100%，有 36 只个股涨幅在 10%-50%，有 41 只个股涨幅在 0%-10%；有 3 只个股涨跌幅为 0%，有 50 只个股录得负收益。

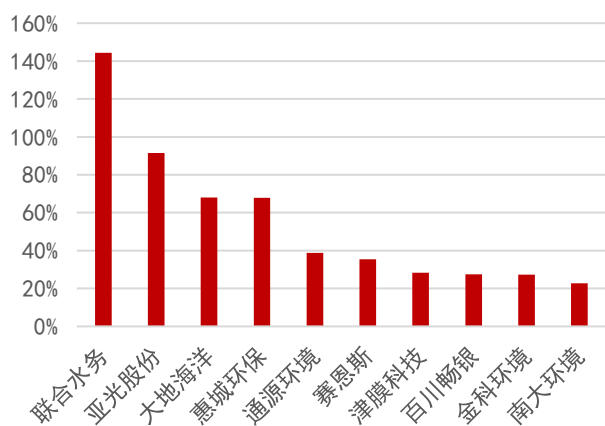
图 4：2023 年 1-6 月（截至 2023/6/8）申万环保行业个股涨跌幅分布（只）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

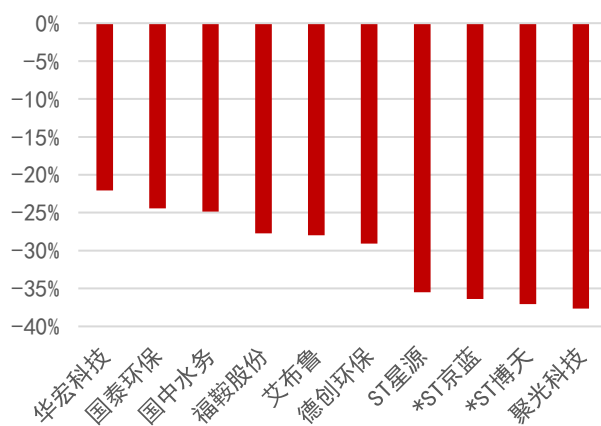
涨幅榜上，水务板块的联合水务涨幅最高，上涨 144.37%，亚光股份、大地海洋、惠城环保涨幅均在 50%以上。跌幅榜上，聚光科技和\*ST 博天领跌，跌幅均在约 37%左右。

图5：2023年1-6月（截至2023/6/8）申万环保行业涨幅榜前十个股（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图6：2023年1-6月（截至2023/6/8）申万环保行业跌幅榜前十个股（%）

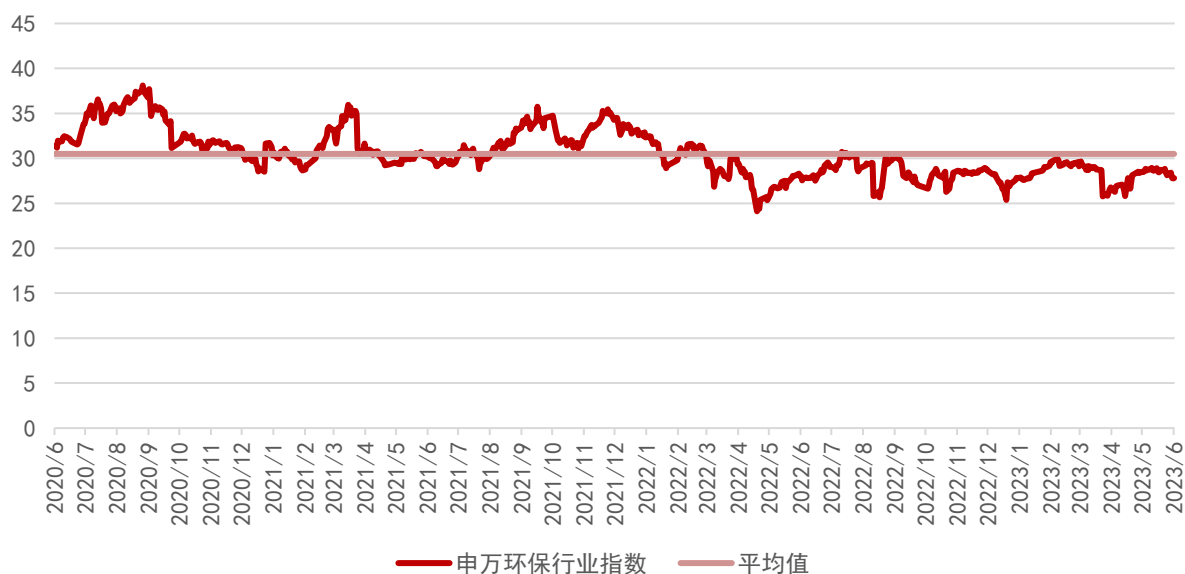


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2023 年上半年行业估值有所回落。截至 2023 年 6 月 8 日，申万环保行业整体 PE(TTM) 约 27.79 倍。目前行业估值对比历史近三年平均值 30.49 倍仍处在低位。



图 7：申万环保行业 PE（TTM，倍）（截至 2023 年 6 月 8 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 2. “中特估”：关注央国企低估值与高分红体现的潜在价值

### 2.1 央国企在环保行业中占重要地位

自党的二十大报告中提出“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整”后，2022 年 11 月，证监会主席也提出要“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。中国特色估值体系（即“中特估”）针对的是央国企等国资企业的价值重估。央国企所处的大多为较为成熟的行业，低成长性导致对央国企的估值相对偏低。央国企基本上具有较高的分红率，也将增加其内在价值。低估值与高分红，显示了“中特估”概念下央国企上市公司的潜在价值。

表 1：近期发布“中特估”相关政策与文件

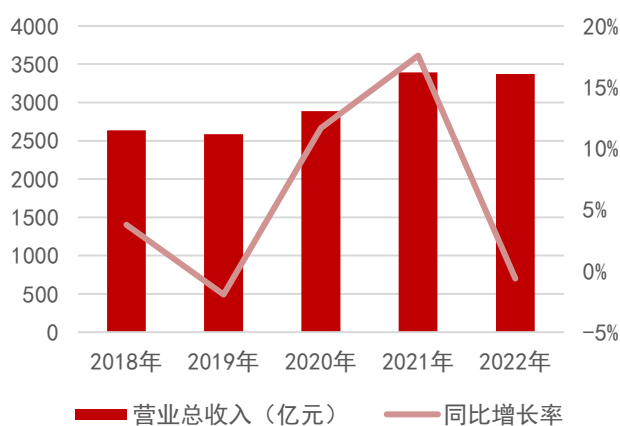
名称	发布部门	发布时间	主要内容
党的二十大报告	中国共产党第二十次全国代表大会	2022. 10	深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。
《2022 金融街论坛年会报告》	证监会	2022. 11	要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。
中央企业负责人会议	国资委	2023. 01	国资委进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”。2023 年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，

			力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。
中国证监会 2023 年系统工作会议	证监会	2023. 02	<p>1. 推动提升估值定价科学性有效性，深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，<b>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。</b></p> <p>2. 增强股债融资、并购重组政策对科创企业的适应性和包容度。<b>大力推进公募 REITs 常态化发行。</b>在服务民营经济、中小企业、促进房地产平稳健康发展、支持平台经济等重点领域和薄弱环节，推出更多务实举措。</p>

资料来源：公开资料，东莞证券研究所

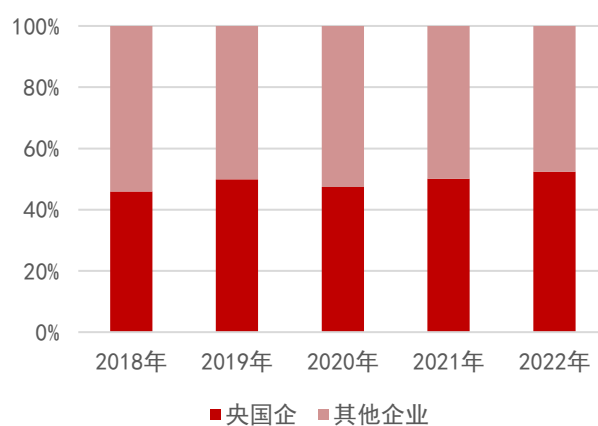
在申万环保行业共计 134 家环保上市公司中，央企体系公司有 7 家，而地方国企体系公司有 31 家，数量上分别占申万环保行业的 5%和 23%。在营业收入方面，从 2019 年-2021 年均呈总量上升趋势，2022 年略有下滑，总计获得营业收入 3374.23 亿元；其中国企基本上能占到 45%-50%，且近三年来所占比例也在逐渐增加，2022 年上市央国企营业收入总计占比整个环保行业的 52.37%。而在净利润方面，从 2018 年-2021 年均呈现上升，而 2022 年略有下滑，总计获归母净利润近五年来央国企占比在 53%-63%之间有所波动，到 2022 年获得净利润总计 251.55 亿元；其中上市央国企归母净利润总计占比整个环保行业的 60.83%。无论在营业收入还是在净利润方面，央国企在整个环保行业中占据主要地位。

图8：2018-2022年环保行业营业收入（亿元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

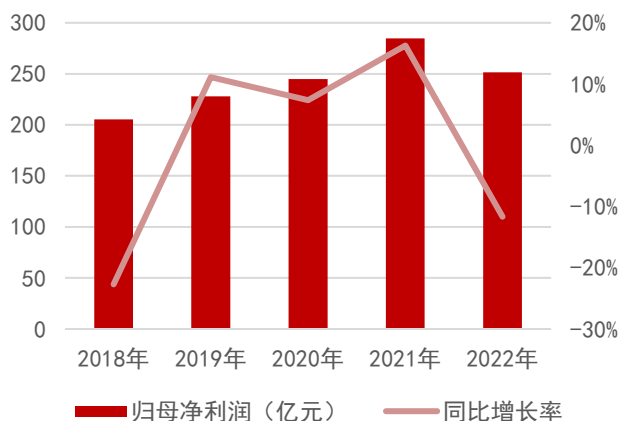
图9：2018-2022年环保行业央国企营业收入占比（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

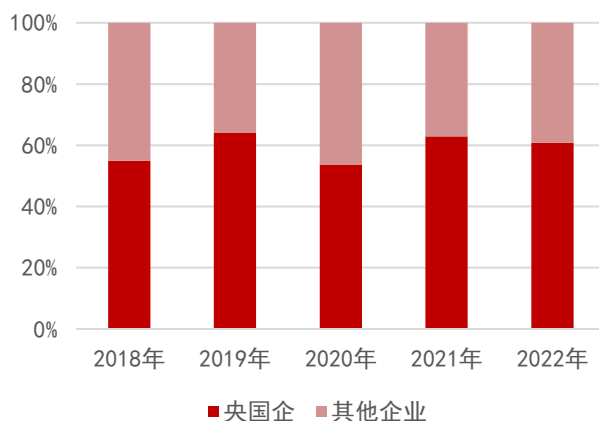


图10：2018-2022年环保行业归母净利润（亿元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图11：2018-2022年环保行业央国企归母净利润占比（%）

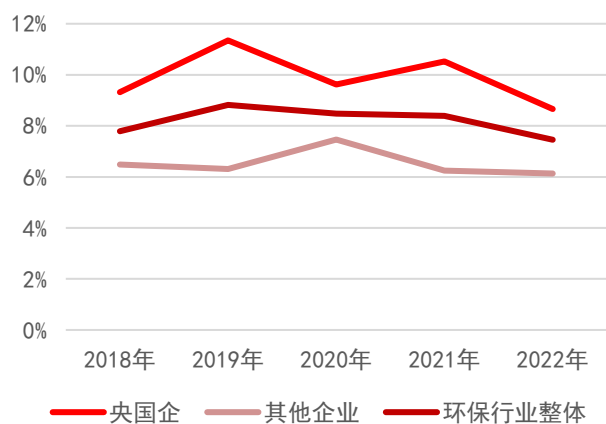


数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2.2 央国企盈利能力与内在价值优于行业平均水平

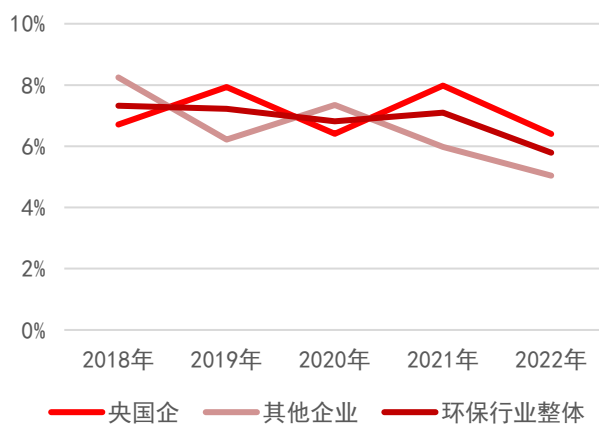
以整体法计算的净利率来看，央国企的净利率近五年来均高于行业平均水平以及其他民企，虽然2022年略有下滑，达8.66%，仍比行业平均水平高1.20个百分点。从净资产收益率方面来看，近五年来除了2018与2020年外，其他三年央国企的ROE超过其他民营企业与环保行业平均水平。从净利率和净资产收益率来看，央国企的收益能力基本上强于其他民企。

图12：2018-2022年环保行业央国企净利率（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

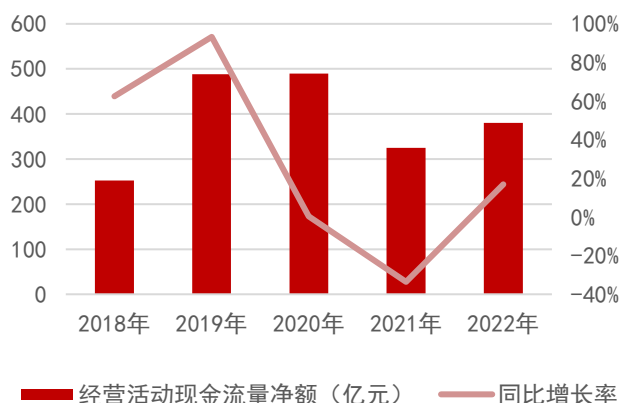
图13：2018-2022年环保行业央国企ROE（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

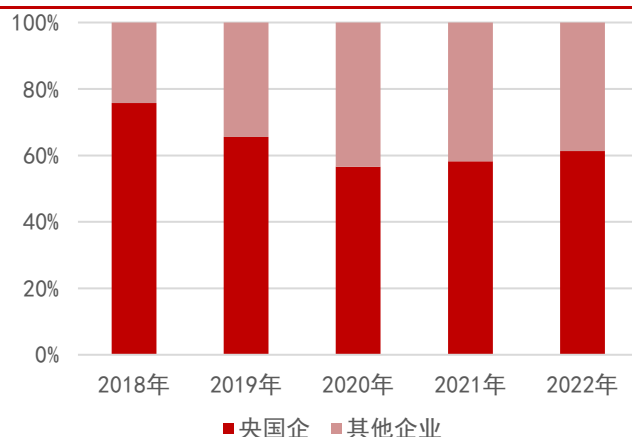
环保行业中的央国企多为固废治理与水务等与国家民生大计相关的领域，而这些领域的企业因以运营类业务为主，大多数能保持较好的经营活动现金。2018-2020年环保行业整体经营向好，经营活动现金流量净额也在持续增加，而2021-2022年受疫情以及社会因素影响，整个环保行业的经营活动受压，经营活动现金流量净额缩减；从占比来看，央国企一直能保持在56%以上，且近三年来占比持续增加，显示央国企的盈利质量相对更为优秀。

图14：2018-2022年环保行业经营活动现金流量净额（亿元）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图15：2018-2022年环保行业央国企经营活动现金流量净额占比（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

除了营收盈利占比位于行业主要地位，部分央国企具有较低的估值。以环保行业市盈率 27.79 倍为标准，剔除 PE-TTM 为负数的 32 家企业后，共有 55 家企业低于行业平均估值水平，其中有 22 家为央国企。而从市净率（PB）来看，环保行业内上市央国企的平均 PB 为 1.32，其中央国企中有 4 家企业 PB 小于 1，有 1 家企业 PB 等于 1；显示环保行业央国企中存在价值被低估。

表 2：申万环保行业板块上市央国企业绩情况

代码	企业	实际控制人类型	总市值（亿元）	2022 年营业收入（亿元）	2022 年归母净利润（亿元）	2022 年 ROE（%）	PE-TTM	PB
000605.SZ	渤海股份	地方国资委	22.39	17.53	0.16	0.74%	114.11	1.06
003039.SZ	顺控发展	地方国资委	101.52	13.20	2.38	10.27%	46.61	4.23
601368.SH	绿城水务	地方国资委	46.53	22.55	1.64	3.55%	40.33	1.00
600526.SH	菲达环保	地方国资委	41.90	42.84	1.53	4.57%	26.82	1.08
300958.SZ	建工修复	地方国资委	25.06	12.70	0.98	9.00%	25.26	2.21
603817.SH	海峡环保	地方国资委	33.08	10.45	1.48	6.58%	22.31	1.32
601200.SH	上海环境	地方国资委	107.14	62.86	5.20	5.17%	21.11	1.03
002573.SZ	清新环境	地方国资委	79.61	80.32	4.46	7.14%	17.78	1.22
601158.SH	重庆水务	地方国资委	266.88	77.79	19.09	11.40%	14.75	1.54
601330.SH	绿色动力	地方国资委	82.40	45.67	7.45	10.75%	13.98	1.41
600874.SH	创业环保	地方国资委	82.19	45.22	7.51	9.63%	12.23	1.08
600323.SH	瀚蓝环境	地方国资委	155.24	128.75	11.46	11.03%	11.97	1.40
601827.SH	三峰环境	地方国资委	123.52	60.23	11.39	12.35%	10.43	1.29
000598.SZ	兴蓉环境	地方国资委	163.61	76.30	16.18	11.46%	9.95	1.09
000685.SZ	中山公用	地方国资委	113.44	36.19	10.72	6.96%	9.70	0.71
600461.SH	洪城环境	地方国资委	90.04	77.76	9.46	14.55%	9.29	1.29
600008.SH	首创环保	地方国资委	218.75	221.57	31.54	11.53%	6.91	1.17
002672.SZ	东江环保	地方国资委	57.26	38.78	-5.02	-11.59%	——	1.28
300072.SZ	海新能科	地方国资委	84.82	86.48	-8.04	-10.60%	——	1.23
000068.SZ	华控赛格	地方国资委	32.52	11.09	-2.18	-140.99%	——	173.74

600168.SH	武汉控股	地方国资委	41.94	28.94	0.04	0.08%	——	<b>0.83</b>
600769.SH	祥龙电业	地方政府	29.44	0.51	0.11	14.68%	253.75	<b>35.68</b>
601199.SH	江南水务	地方政府	72.01	12.68	2.80	8.26%	24.28	<b>2.04</b>
000551.SZ	创元科技	地方政府	39.67	41.80	1.64	7.66%	24.13	<b>1.70</b>
600796.SH	钱江生化	地方政府	44.89	20.09	2.06	6.98%	22.35	<b>1.48</b>
600388.SH	ST 龙净	地方政府	180.66	118.80	8.04	11.27%	22.27	<b>2.50</b>
000544.SZ	中原环保	地方政府	70.76	62.17	4.29	6.49%	15.42	<b>1.05</b>
300266.SZ	兴源环境	地方政府	47.86	13.55	-5.52	-34.95%	——	<b>3.86</b>
300422.SZ	博世科	地方政府	32.01	22.24	-4.49	-17.93%	——	<b>1.49</b>
300385.SZ	雪浪环境	地方政府	20.16	18.00	-1.17	-13.44%	——	<b>2.67</b>
002778.SZ	中晟高科	地方政府	18.53	7.22	-0.35	-6.18%	——	<b>3.19</b>
603126.SH	中材节能	国资委	47.13	32.19	1.57	7.94%	29.54	<b>2.28</b>
300070.SZ	碧水源	国资委	204.41	86.90	7.08	2.72%	28.43	<b>0.76</b>
300425.SZ	中建环能	国资委	32.97	17.20	1.92	9.19%	18.91	<b>1.60</b>
300388.SZ	节能国祯	国资委	48.58	40.99	4.05	10.71%	11.98	<b>1.27</b>
600292.SH	远达环保	国资委	44.90	41.37	-0.28	-0.55%	——	<b>0.88</b>
301175.SZ	中科环保	中央国家机关	90.52	15.97	2.12	8.73%	40.43	<b>2.85</b>
600283.SH	钱江水利	中央国家机关	52.53	18.27	1.72	8.05%	26.28	<b>2.34</b>

数据来源：iFind，东莞证券研究所

## 2.3 国企改革推动央国企价值修复

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”：“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。随着国资委下发通知进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”，央国企将越发重视经营质量以及收益质量，从经营、研发以及资产负债等各方面入手强化自身企业能力和活力，有望促进未来央国企的业绩良好增长，激发自身价值，使得上市央国企的估值重回合适区间。

为修复自身价值、增强企业运营能力，环保行业央国企积极响应公募 REITs 的试点，以水务及水治理与固废治理本身所具有的处理设施等重资产基础设施转化为公募 REITs 载体，一方面，盘活存量设施资产，对企业的资产价值重估有显著帮助，另一方面，拓宽了央国企募集资金的渠道，促进公司良性、可持续性发展。

表 3：环保行业相关 REITs 项目（截至 2023 年 6 月 8 日）

项目名称	基金代码	上市时间	基础设施类型
中航首钢绿能 REIT	180801.SZ	2021-06-21	固废治理、垃圾焚烧发电
富国首创水务封闭式 REIT	508006.SH	2021-06-21	污水治理

资料来源：iFind，东莞证券研究所

央国企通过并购重组，与控股股东或同属央国企体系的企业进行资产重组，更好地聚焦主营业务，提高业务能力，减少同业竞争，提升央国企的生命力与活力，如洪城环境收购控股股东南昌水业集团的多项经营性水厂资产以及鼎元生态等，进一步提示自身业务能力以及服务质量，也帮助洪城环境进入固废治理领域，逐步成长为综合环境服务商。

还能借助控股集团的平台与路径，扩展合作圈，增强内外部合作，发掘新的市场商机与合作机会，如碧水源借助控股股东中交集团的海外影响力，拓展一带一路等海外市场空间，同时在中交集团内部合作上也获得了很多项目。

表 4：环保行业央国企协同合作相关案例（截至 2023 年 6 月 8 日）

企业	控股股东	事件
碧水源	中交集团中国城乡	<ul style="list-style-type: none"> <li>受中交集团全面管控后，借助中交集团海外一带一路影响力，协同开拓孟加拉米尔夏莱供水项目、巴基斯坦瓜达尔港海水淡化项目。</li> <li>成立中交集团城乡水环境技术研发中心碧水源分中心，协同推进中交集团的水务产业链的发展。</li> </ul>
洪城环境	南昌水业集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>收购与整合股东旗下的青云水厂、朝阳水厂等经营性资产，充实自身水务业务能力；</li> <li>收购股东与其他国资持有的南昌燃气、南昌公用新能源、鼎元生态等，开拓新的业务，成长为综合环境服务商。</li> </ul>
远达环保	国家电投	<ul style="list-style-type: none"> <li>依托国家电投在核电领域的优势，积极拓展核环保业务，成为目前国内仅三具有中低放核废料处理牌照的企业之一。</li> </ul>

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 3. 行业运行展望

#### 3.1 水务及水治理：政策推动+经营改善，有望获得价值提高

近年国家重视水环境治理以及居民用水质量，不断推进碧水保卫战以及城市污水处理能力建设等，政策发布中也强调对地表水环境及饮用水水源等的污染消除与质量恢复。

表 5：近期发布水务及水治理相关政策

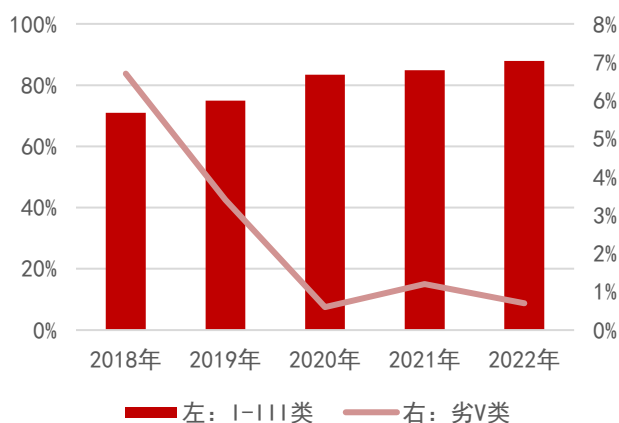
政策名称	发布时间	主要内容
《国家水网建设规划纲要》	2023. 5. 25	到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进，省市县水网有序实施， <b>着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节</b> ，水旱灾害防御能力、水资源节约集约利用能力、水资源优化配置能力、大江大河大湖生态保护治理能力进一步提高，水网工程智能化水平得到提升，

		国家水安全保障能力明显增强。推动国家水网高质量发展，推动绿色发展，统筹融合发展，完善水网监测体系，创新水网建设管理体制。
《重点流域水生态环境保护规划》	2023. 4. 21	《规划》提出到 2025 年，主要水污染物排放总量持续减少，水生态环境持续改善，在面源污染防治、水生态恢复等方面取得突破，水生态环境保护体系更加完善，水资源、水环境、水生态等要素系统治理、统筹推进格局基本形成。目标包括：（1）地表水达到或好于 III 类水体比例达到 85%；地表水劣 V 类水体基本消除。（2）县级及以上城市集中式饮用水水源水质达到或优于 III 类比例达到 93% 等。

资料来源：公开资料，东莞证券研究所

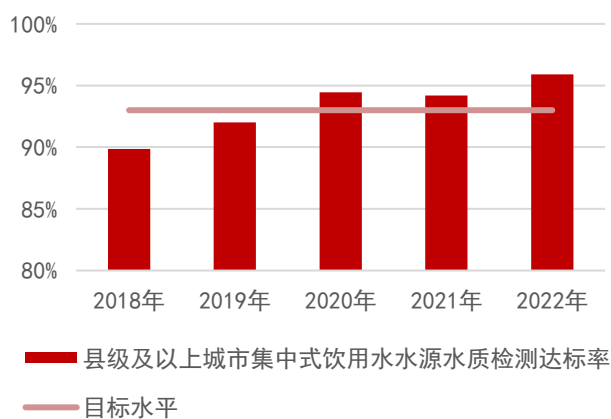
从全国地表水断面监测点位来看，较为优质的 I-III 类从 2018 年的 71.0% 上升到 2022 年的 87.9%，基本满足《重点流域水生态环境保护规划》中提出的 85.0% 目标；而劣 V 类则从 6.7% 下降至 0.7%，离完全消除仍有一定的距离，仍需继续保持水生态环境治理的投入与重视。另一方面，县级及以上城市地区的饮用水水源点位监测达标率从 2018 年的 89.85% 上升到 2022 年的 95.90%，已基本满足《规划》中提出的 93% 目标。

图16：全国地表水监测达标情况



数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

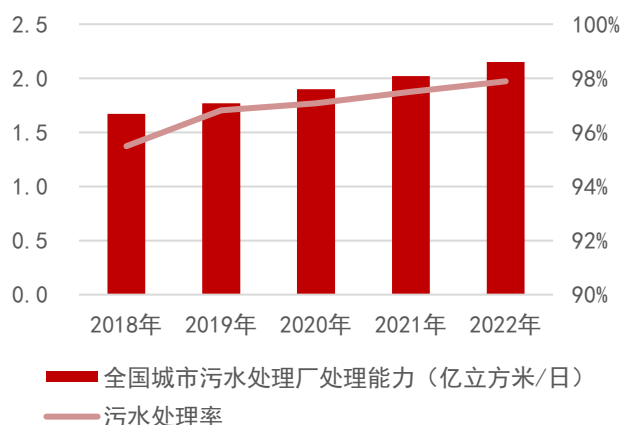
图17：全国县级及以上城市饮用水水源监测达标情况



数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

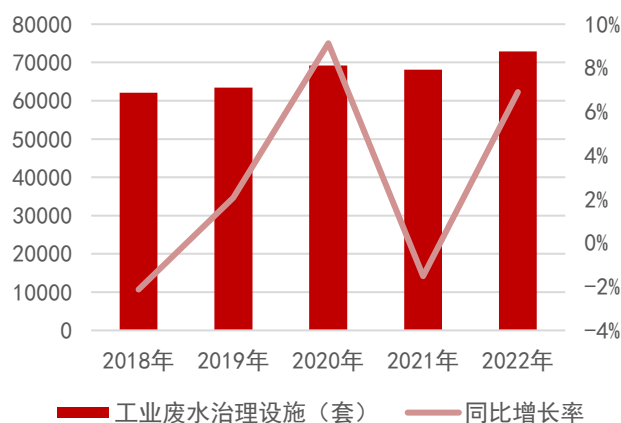
污水处理能力也在逐渐提高，2021 年全国城市污水处理能力为 2.02 亿立方米/日，到 2022 年达 2.15 亿立方米/日，同比增长 6.44%；城市污水处理率也从 97.50% 上升到 97.89%，同比增加了 0.39 个百分点。工业废水治理设施也从 2021 年的 68150 套增加到 2022 年的 72854 套，同比增长 6.90%。离“城镇污水处理能力全覆盖”这一目标仍有一定距离。

图18：全国城市污水处理能力及污水处理率情况



数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

图19：全国工业废水治理设施情况



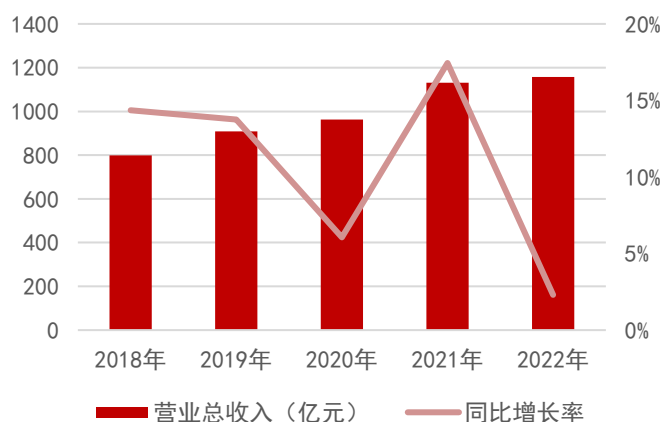
数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

近五年来，经过国家与社会的共同努力，全国水生态环境有了一定的改善，但随着生态文明的进一步建设以及居民宜居要求的提高，对水务及水治理等基础民生方面将提出更高的需求，未来有望增加污水治理、供水服务、环境修复等相关方面项目的释放。

《国家水网建设规划纲要》的发布，一方面促进了水利建设、水务运营等直接相关的产业发展，另一方面也以建设工程为抓手，带动基建、建筑材料等国家支柱产业的活力，为市场环境复苏以及央国企经营改善注入了新的活力。

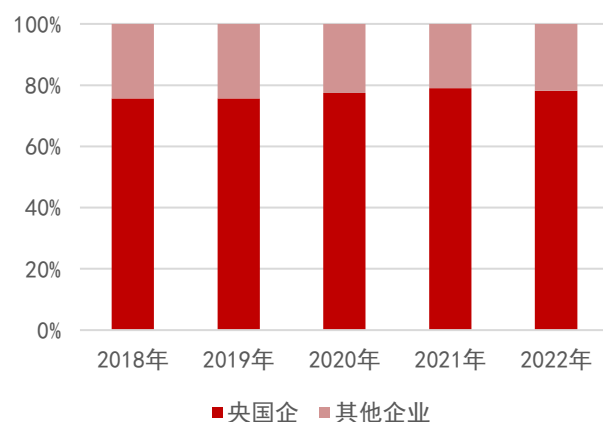
水务及水治理板块的上市公司共 50 家，其中国企体系的企业有 20 家，数量占比为 40%。近年来水务及水治理板块保持着业绩和资产增长：营业收入方面，水务及水治理板块近五年来营业收入保持增长，而央国企在其中的所占比重保持 75%以上；净利润方面，从 2019-2022 年也是保持增长趋势，而央国企在板块净利润方面所占比重直到 2022 年前仍然是持续增加的。而资产方面，近五年来虽然增速减缓，但板块的资产总计保持着持续的增长，其中属于央国企的资产占比近五年保持着 80%以上。

图20：2018-2022年水务及水治理板块营业总收入



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

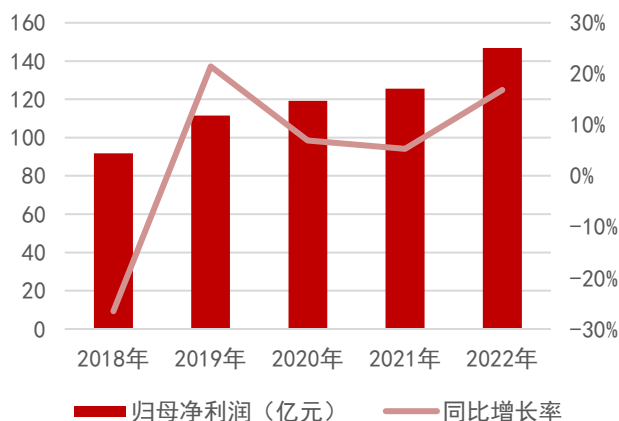
图21：2018-2022年水务及水治理板块央国企营业总收入占比



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

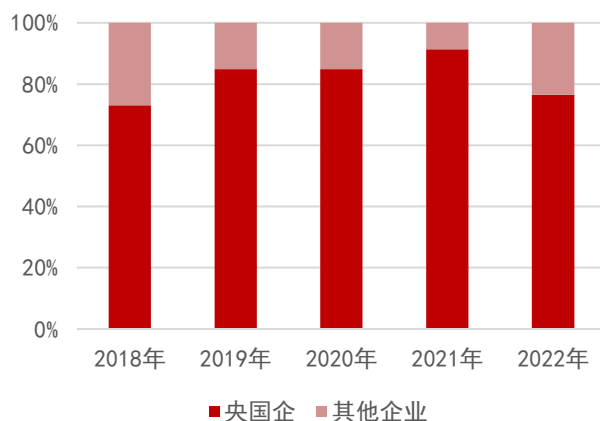


图22：2018-2022年水务及水治理板块归母净利润



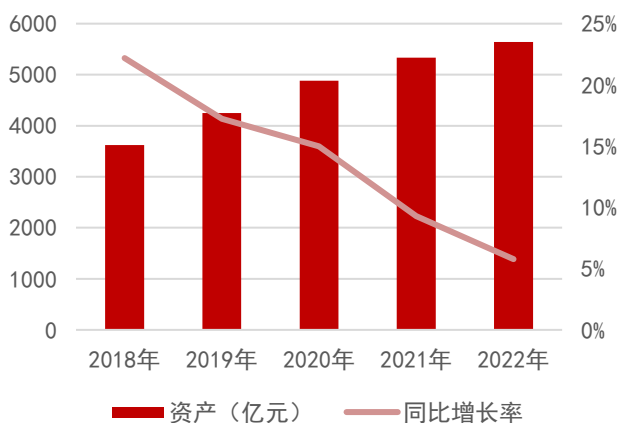
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图23：2018-2022年水务及水治理板块央国企归母净利润占比



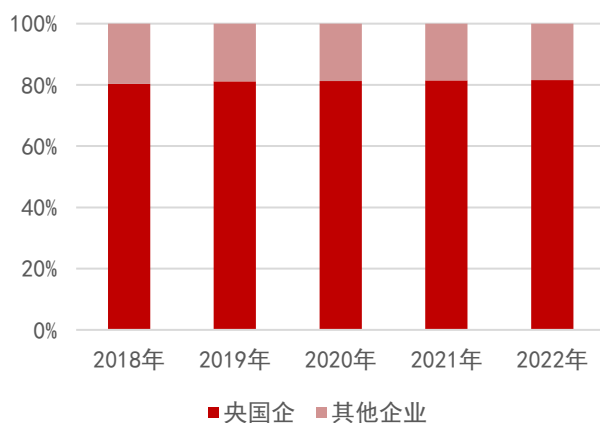
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图24：2018-2022年水务及水治理板块资产



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图25：2018-2022年水务及水治理板块央国企资产占比



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

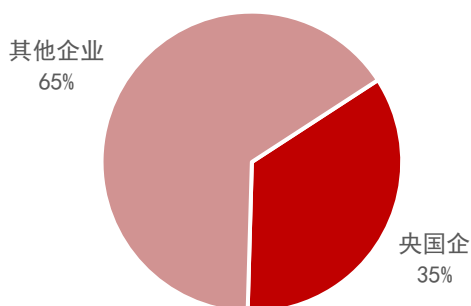
从水务及水治理板块中具体标的来看，2022 年营业收入同比增长的央国企有 9 家，占整个板块中营业收入同比增长企业的 35%，其中中山公用、武汉控股和钱江水利营业收入分别同比增长 52.67%、43.84%和 18.77%，表现相对较好；归母净利润同比增长的央国企有 13 家，占整个板块中归母净利润同比增长企业的 62%，其中祥龙电业、钱江生化和首创环保表现较好，归母净利润分别同比增长了 54.19%、39.28%和 37.87%。而报告期末资产总计同比增长的央国企有 16 家，其中祥龙电业、中原环保和洪城环境表现较好，期末资产分别同比增长 27.24%、25.17%和 18.06%。

表 6：申万水务及水治理板块中上市央国企业绩情况

证券代码	证券名称	实际控制人类型	2022 年营业收入 （亿元）	营业收入同比增长率 （%）	2022 年归母净利润 （亿元）	归母净利润同比增长率 （%）	2022 年期末资产总计 （亿元）	期末资产同比增长率 （%）
600008.SH	首创环保	地方国资委	221.57	-0.34%	31.54	37.87%	1048.83	-2.19%
601158.SH	重庆水务	地方国资委	77.79	7.26%	19.09	-8.11%	319.58	9.28%
000598.SZ	兴蓉环境	地方国资委	76.30	13.33%	16.18	8.26%	383.39	11.09%
000685.SZ	中山公用	地方国资委	36.19	52.67%	10.72	-26.85%	254.95	13.36%
600461.SH	洪城环境	地方国资委	77.76	-4.87%	9.46	15.31%	208.99	18.06%
600874.SH	创业环保	地方国资委	45.22	-0.30%	7.51	8.38%	229.70	9.04%
300070.SZ	碧水源	国资委	86.90	-9.00%	7.08	21.36%	726.49	2.57%
000544.SZ	中原环保	地方政府	62.17	1.24%	4.29	-15.74%	266.41	25.17%
300388.SZ	节能国祯	国资委	40.99	-8.44%	4.05	10.43%	150.06	-0.02%
601199.SH	江南水务	地方政府	12.68	13.87%	2.80	1.45%	58.54	2.40%
003039.SZ	顺控发展	地方国资委	13.20	-1.38%	2.38	-12.83%	45.98	3.98%
600796.SH	钱江生化	地方政府	20.09	-1.09%	2.06	39.28%	66.97	3.19%
600283.SH	钱江水利	水利部	18.27	18.77%	1.72	14.37%	68.94	8.01%
601368.SH	绿城水务	地方国资委	22.55	8.31%	1.64	-44.40%	193.29	13.16%
603817.SH	海峡环保	地方国资委	10.45	17.43%	1.48	1.01%	58.28	17.96%
000605.SZ	渤海股份	地方国资委	17.53	-3.25%	0.16	36.36%	80.78	3.62%
600769.SH	祥龙电业	地方政府	0.51	-3.43%	0.11	54.19%	2.39	27.24%
600168.SH	武汉控股	地方国资委	28.94	43.84%	0.04	-98.95%	204.01	12.92%
300422.SZ	博世科	地方国资委	22.24	-16.58%	-4.49	12.96%	119.99	-2.16%
300266.SZ	兴源环境	地方政府	13.55	-42.02%	-5.52	-1432.45%	113.06	-5.18%

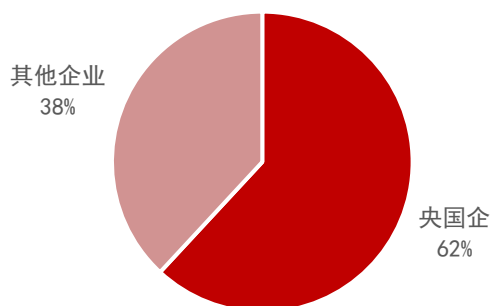
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图26：2022年水务及水治理板块营业总收入同比增长企业数量分布



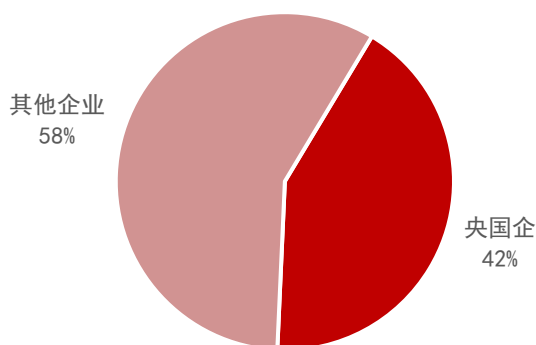
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图27：2022年水务及水治理板块归母净利润同比增长企业数量分布



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

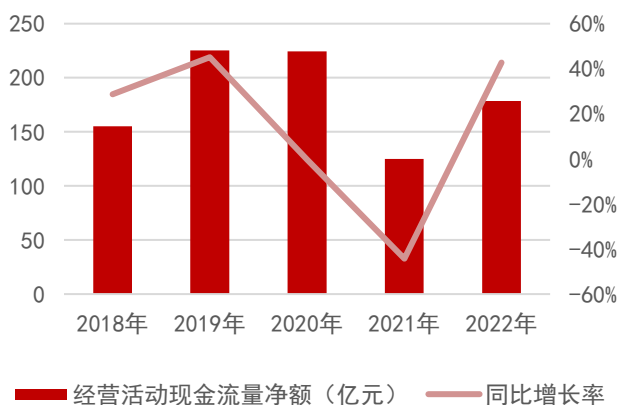
图28：2022年水务及水治理板块期末资产同比增长企业数量分布



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

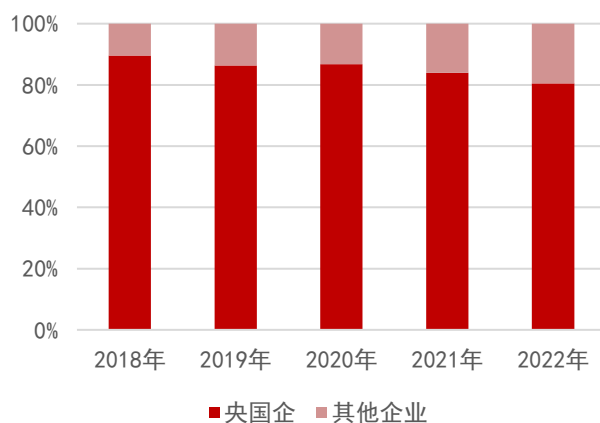
除此之外，水务及水治理板块的经营活动现金流量净额近几年的增长趋势有所波动，但整体上仍然具有相对充足的现金流，其中央国企的经营活动现金流量净额占比保持在80%以上。另一方面，板块的滚动净资产收益率（整体法）从2018年的6.59%上升到2022年的7.20%，维持相对较高的收益率。在盈利增加的背景下，水务及水治理板块内企业也大多注重分红，从板块整体来看分红比例，虽然近五年有所下滑，但2022年仍达到37.14%的分红比例。

图29：2018-2022年水务及水治理板块经营活动现金流量净额



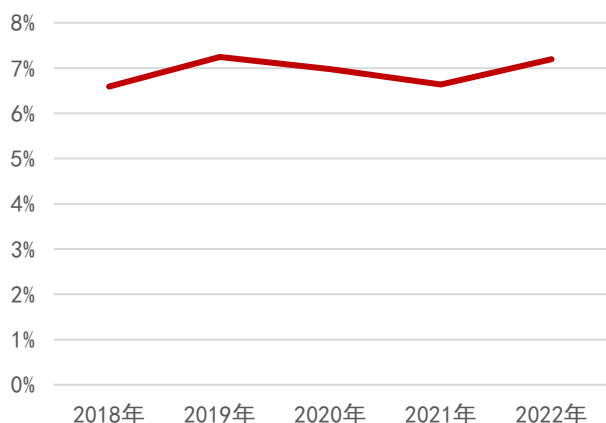
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图30：2018-2022年水务及水治理板块央国企经营活动现金流量净额占比



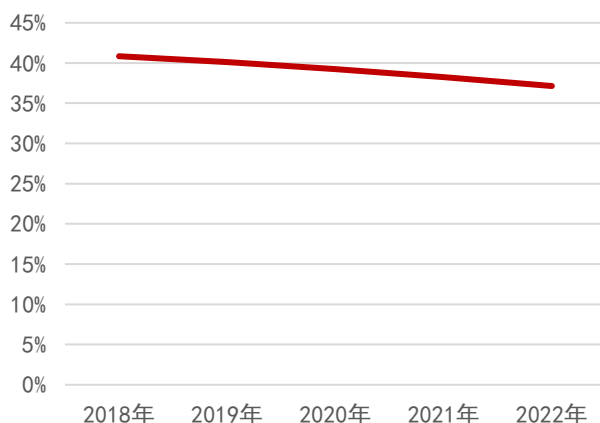
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图31：2018-2022年水务及水治理板块ROE-TTM（整体法）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图32：2018-2022年水务及水治理板块分红比例（整体法）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

从水务及水治理板块中具体标的来看，央国企中近期高分红（近三年平均分红比例高于 20%）的企业有 16 家，占整个板块中高分红企业的 42%，其中重庆水务、洪城环境和钱江生化平均分红比例较高，分别达到 65.42%、57.84%和 50.74%。而从经营活动现金流量净额来看，经营活动现金流量净额同比增长的央国企有 11 家，占整个板块中经营活动现金流量净额同比增长企业的 29%。水务及水治理板块整体估值为 18.06 倍，低于水务及水治理板块整体估值的央国企有 8 家。

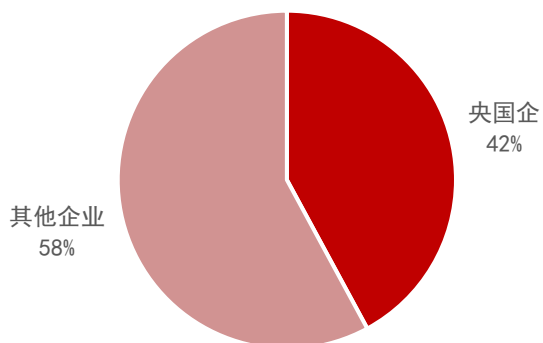
表 7：申万水务及水治理板块中上市央国企分红与估值情况（截至 2023 年 6 月 8 日）

证券代码	证券名称	实际控制人类型	近三年平均分红比例 (%)	2022 年 ROE (%)	PE-TTM (倍)	2022 年经营活动现金流量净额 (亿元)	同比增长率 (%)
601158.SH	重庆水务	地方国资委	65.42%	11.40%	14.75	26.95	-1.46%
600461.SH	洪城环境	地方国资委	57.84%	14.55%	9.50	21.88	58.39%
600796.SH	钱江生化	地方政府	50.74%	6.98%	22.48	4.02	9.03%
000605.SZ	渤海股份	地方国资委	47.26%	0.74%	114.65	1.22	-24.30%
000544.SZ	中原环保	地方政府	43.71%	6.49%	15.64	-23.21	13.57%
600283.SH	钱江水利	水利部	34.68%	8.05%	26.50	9.65	72.72%
600008.SH	首创环保	地方国资委	32.43%	11.53%	7.01	30.24	-3.85%
601368.SH	绿城水务	地方国资委	31.06%	3.55%	40.64	5.95	-16.96%
601199.SH	江南水务	地方政府	30.38%	8.26%	24.47	5.04	14.00%
000685.SZ	中山公用	地方国资委	30.12%	6.96%	9.76	3.02	-41.82%
600874.SH	创业环保	地方国资委	30.07%	9.63%	12.25	9.12	-2.64%
003039.SZ	顺控发展	地方国资委	28.68%	10.27%	47.12	6.12	-1.09%
600168.SH	武汉控股	地方国资委	28.60%	0.08%	——	2.87	44.34%
300388.SZ	节能国祯	国资委	25.73%	10.71%	11.95	6.30	-32.09%
000598.SZ	兴蓉环境	地方国资委	21.30%	11.46%	10.06	33.15	21.55%
603817.SH	海峡环保	地方国资委	20.20%	6.58%	22.45	0.51	-79.06%
300070.SZ	碧水源	国资委	15.57%	2.72%	28.33	2.67	116.41%
300422.SZ	博世科	地方国资委	10.40%	——	——	1.53	137.82%

600769.SH	祥龙电业	地方政府	——	14.68%	250.52	0.42	36.01%
300266.SZ	兴源环境	地方政府	——	——	——	-3.89	20.33%

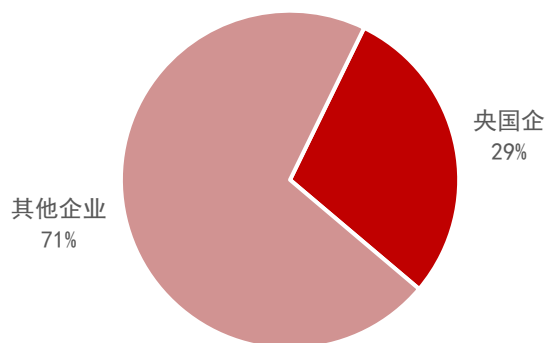
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图33：2022年水务及水治理板块高分红企业数量分布



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图34：2022年水务及水治理板块经营活动现金流量净额同比增长企业数量分布



数据来源：iFind，东莞证券研究所

目前水务及水治理板块整体估值为 18.06 倍，离近三年平均值 22.42 倍仍有差距。随政策进一步推进、项目的释放以及国家资金投入，水务及水治理板块整体基本面业绩有望维持增长趋势；同时板块内的央国企在营业收入、净利润和经营活动现金流量净额等占比重较大，未来有望通过优质央国企的价值重估带动板块的整体上涨。

图 35：水务及水治理板块近三年估值情况（截至 2023 年 6 月 8 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

### 3.2 固废治理：增量市场下沉乡县，看好经营持续改善

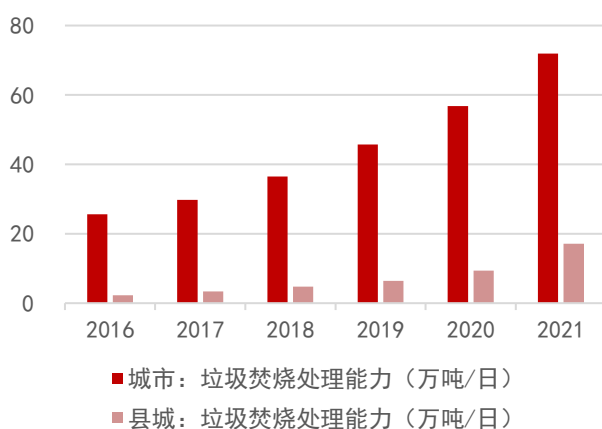
自“十二五”规划以来，固废治理与垃圾焚烧领域蓬勃发展，至 2021 年全国已有垃圾焚烧设施 840 座，合计垃圾焚烧处理能力达 89.1 万吨/日，城市垃圾焚烧处理占无害化处理率达 72.46%，已满足了《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》中提出的“到 2025 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比 65%左右”要求。但其中的垃圾焚烧设施与处理能力大多集中在城市地区，县城及乡镇地区仍有所欠缺。以县城地区为例，2021 年全国县城地区仅有垃圾焚烧设施 257 座，日处理能力为 17.17 万吨/日，对应垃圾焚烧处理率仅为 41.46%。

图36：全国垃圾焚烧设施与处理能力



数据来源：住建部，东莞证券研究所

图37：全国城市与县城垃圾焚烧处理能力分布情况



数据来源：住建部，东莞证券研究所

表 8：近期发布固废治理相关政策

政策名称	发布时间	主要内容
《关于推进建制镇生活污水处理设施建设和管理的实施方案》	2023. 01. 18	统筹完善城市、县城、建制镇的生活垃圾收集、运输和处理体系， <b>逐步推进建制镇处理能力全覆盖</b> 。有条件的地区，同步推进既有设施处理能力向农村地区延伸，实现户有分类桶、村有收集点（站）、镇有转运能力、市具有处理能力，避免无序建设、低效建设和重复建设。
《关于加快补齐县级地区生活垃圾焚烧处理设施短板弱项的实施方案的通知》	2022. 12. 06	焚烧处理能力存在缺口的县级地区，其中生活垃圾日清运量大于 300 吨的，要 <b>加快推进生活垃圾焚烧处理设施建设，尽快实现原生垃圾“零填埋”</b> ；生活垃圾日清运量介于 200—300 吨的，具备与农林废弃物、畜禽粪污、园区固废协同处置条件，并具有经济性的，可单独建设焚烧处理设施；生活垃圾日清运量小于 200 吨的县级地区，在确保生活垃圾安全有效处置的前提下， <b>结合小型焚烧试点有序推进焚烧处理设施建设</b> 。
《关于加强县级地区生活垃圾焚烧处理设施建设的指导意见》	2022. 11. 14	到 2025 年，全国县级地区基本形成与经济社会发展相适应的生活垃圾分类和处理体系，京津冀及周边、长三角、粤港澳大湾区、国家生态文明试验区具备条件的县级地区基本实现生活垃圾焚烧处理能力全覆盖。 <b>长江经济带、黄河流域、生活</b>

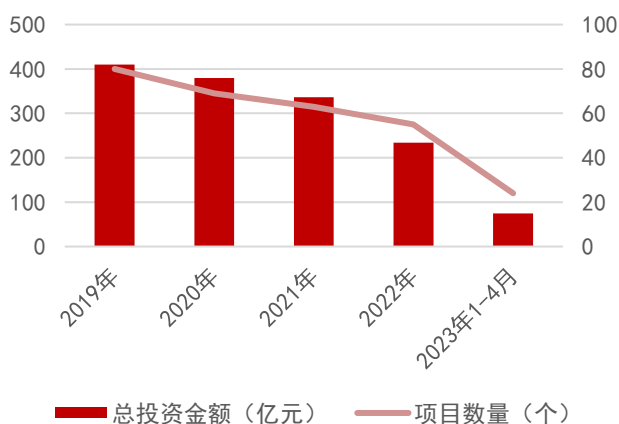


		垃圾分类重点城市、“无废城市”建设地区以及其他地区具备条件的县级地区，应建尽建生活垃圾焚烧处理设施。不具备建设焚烧处理设施条件的县级地区，通过填埋等手段实现生活垃圾无害化处理。
--	--	--

资料来源：公开资料，东莞证券研究所

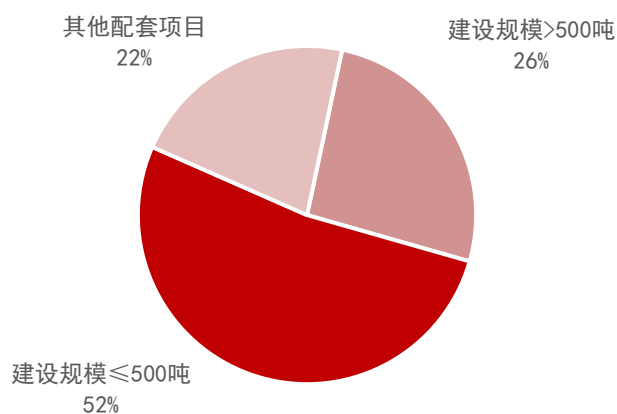
2022 年 11 月-12 月发改委与住建局等发布的《关于加快补齐县级地区生活垃圾焚烧处理设施短板弱项的实施方案》以及《关于加强县级地区生活垃圾焚烧处理设施建设》等的政策中强调对具备条件或存在需求缺口的县级地区应建尽建生活垃圾焚烧设施，尽快实现生活垃圾“零填埋”；2023 年 1 月发布的《关于推进建制镇生活污水垃圾处理设施建设和管理的实施方案》中也强调要逐步推进建制镇生活垃圾处理能力全覆盖。目前乡县和建制镇地区的生活垃圾处理能力，特别是焚烧处理能力仍有需求缺口。

图38：2019-2023年1至4月固废治理项目市场情况



数据来源：北极星环保网，东莞证券研究所

图39：2023年1至4月固废治理项目建设规模占比

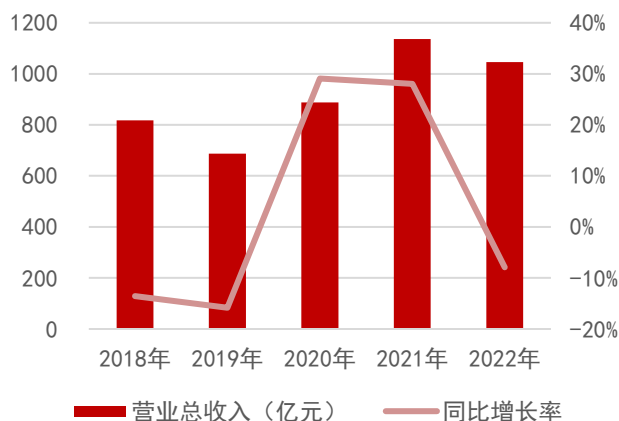


数据来源：北极星环保网，东莞证券研究所

随着近几年垃圾焚烧设施与垃圾焚烧处理能力的快速增长，对应的固废治理项目市场中投资金额和项目数量有减少的趋势，显示增量市场有所缩量，而县级与乡镇地区生活垃圾处理需求缺口有望带来新的增量。从 2023 年 1-4 月固废治理项目中标情况来看，垃圾焚烧设施中小型（建设规模≤500 吨）的占比较高，占区间内项目总数的 52%，显示固废治理市场逐渐往轻量化、小型化发展。除了垃圾焚烧设施的建设，为了实现生活垃圾“零填埋”等目标指引，与垃圾焚烧配套的生活垃圾收集、运输项目也陆续释放，在垃圾焚烧设施增量以外为固废治理企业带来新的业绩增长。

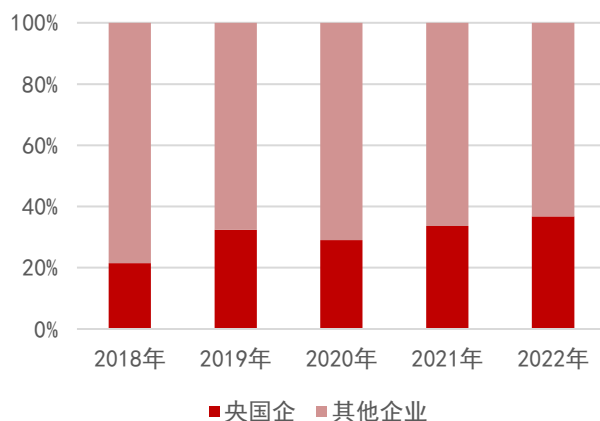
固废治理板块的上市公司共 31 家，其中国企体系的企业有 7 家，数量占比约为 23%。近年来固废治理板块业绩表现有所波动：营业收入方面，固废治理板块 2020-2022 年来营业收入保持增长，而央国企在其中的所占比重约在 30%；净利润方面，2018 -2020 年受个别企业重整影响，净利润波动相对较大，2020-2022 年间受疫情等社会因素影响净利润有所下滑，而央国企在净利润方面保持相对稳定，体现央国企盈利韧性较好。而资产方面，近五年来虽然增速减缓，但板块的资产总计保持着持续的增长，其中属于央国企的资产占比近五年保持着 40%以上。

图40：2018-2022年固废治理板块营业总收入



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图41：2018-2022年固废治理板块央企营业总收入占比



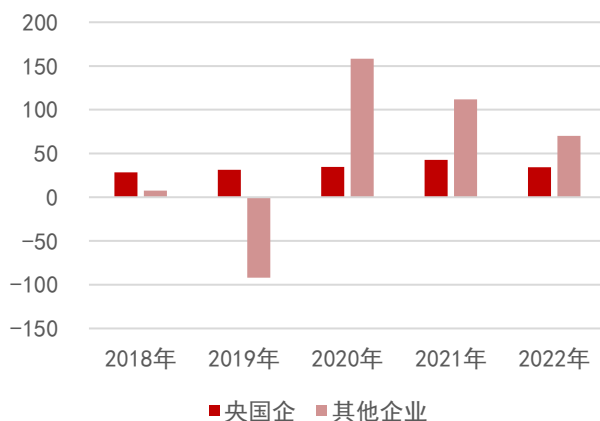
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图42：2018-2022年固废治理板块归母净利润



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图43：2018-2022年固废治理板块央企归母净利润分布



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图44：2018-2022年固废治理板块资产

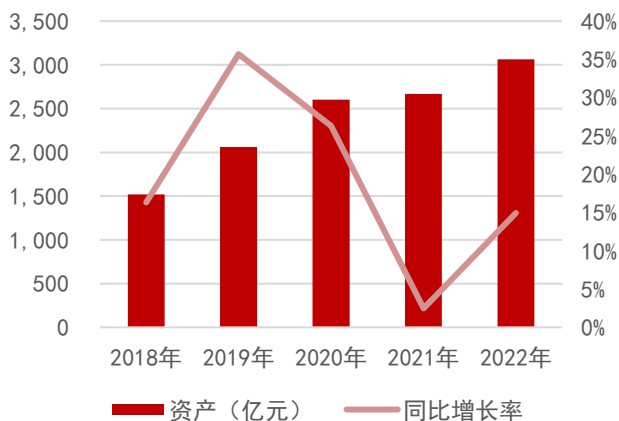
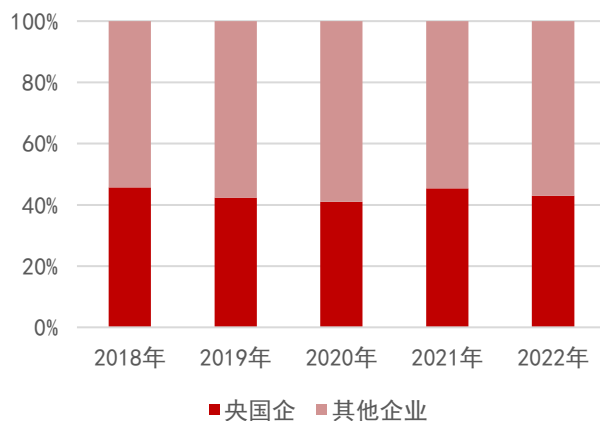


图45：2018-2022年固废治理板块央企资产占比



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

数据来源：iFinD，东莞证券研究所

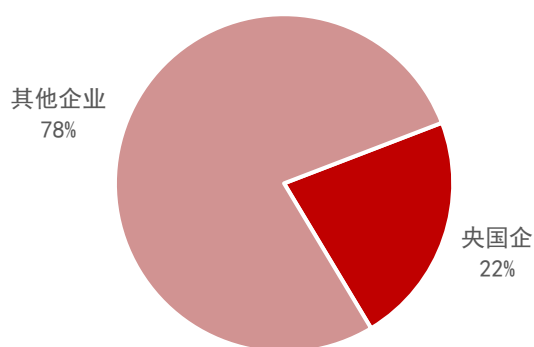
从固废治理板块中具体标的来看，营业收入同比增长的央国企有 4 家，约占整个板块中营业收入同比增长企业的 22%，其中中材节能、瀚蓝环境和中科环保营业收入分别同比增长 9.47%、9.33%和 5.76%，表现相对较好；归母净利润同比增长的央国企有 3 家，约占整个板块中营业收入同比增长企业的 27%，其中中科环保、中材节能和绿色动力表现较好，归母净利润分别同比增长了 22.98%、12.17%和 6.73%。而报告期末资产总计同比增长的央国企有 5 家，其中中科环保、瀚蓝环境和中材节能表现较好，期末资产分别同比增长 42.41%、13.69%和 12.50%。

表 9：申万固废治理板块中上市央国企业绩情况

证券代码	证券名称	实际控制人类型	2022 年营业总收入 (亿元)	营业总收入同比增长率 (%)	2022 年归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长率 (%)	2022 年期末资产总计 (亿元)	期末资产同比增长率 (%)
600323.SH	瀚蓝环境	地方国资委	128.75	9.33%	11.46	-1.46%	332.88	13.69%
601200.SH	上海环境	地方国资委	62.86	-11.50%	5.20	-24.32%	290.01	-0.94%
601827.SH	三峰环境	地方国资委	60.23	2.54%	11.39	-8.00%	236.13	10.00%
601330.SH	绿色动力	地方国资委	45.67	-9.69%	7.45	6.73%	226.77	12.18%
002672.SZ	东江环保	地方国资委	38.78	-3.41%	-5.02	-412.17%	117.06	-0.91%
603126.SH	中材节能	国资委	32.19	9.47%	1.57	12.17%	49.79	12.50%
301175.SZ	中科环保	中央国家机关	15.97	5.76%	2.12	22.98%	64.89	42.41%

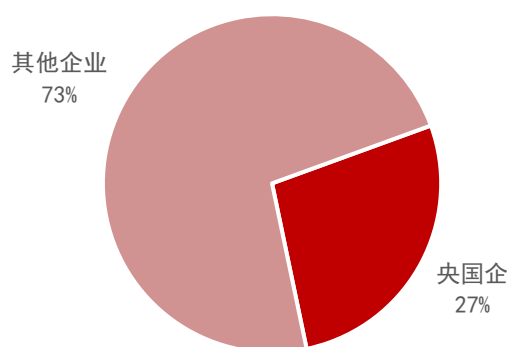
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图46：2022年固废治理板块营业总收入同比增长企业数量分布



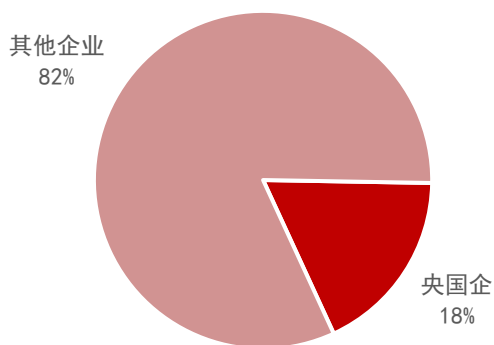
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图47：2022年固废治理板块归母净利润同比增长企业数量分布



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

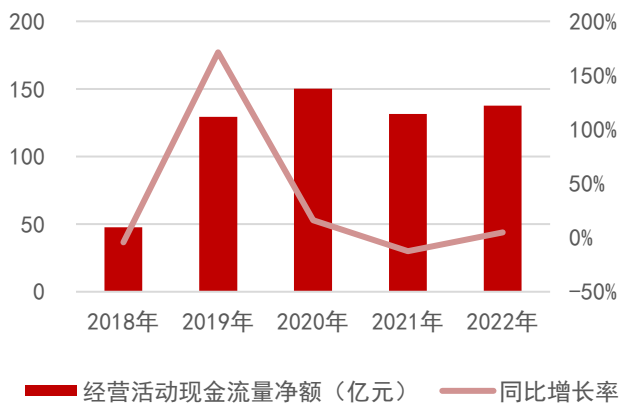
图48：2022年固废治理板块资产同比增长企业数量分布



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

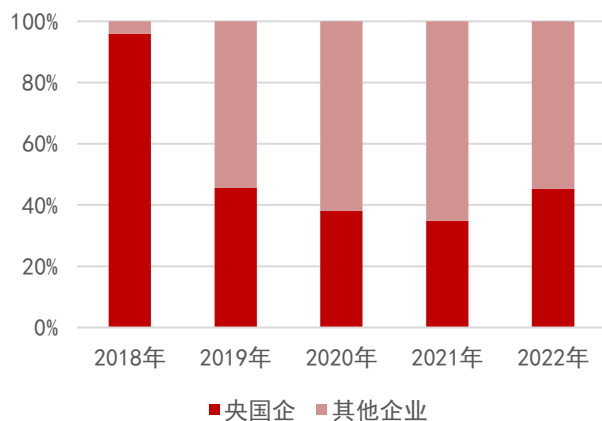
除此之外，固废治理板块经营活动现金流量净额近几年的增长趋势有所波动，但整体上仍然具有相对充足的现金流，其中央国企的经营活动现金流量净额占比保持在 35% 以上。另一方面，板块的滚动净资产收益率（整体法）从 2018 年的 7.00% 上升到 2022 年的 8.95%，维持相对较高的收益率。固废治理行业也具有相对充足的现金流，对红利发放较为重视，从板块整体来看分红比例，近五年有所波动，2022 年达到 27.94% 的分红比例。

图49：2018-2022年固废治理板块经营活动现金流量净额



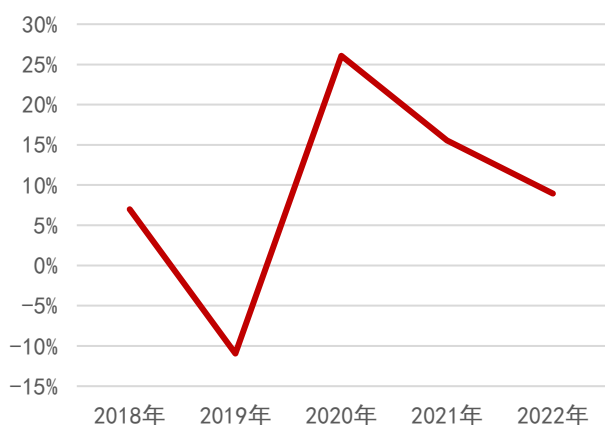
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图50：2018-2022年固废治理板块央国企经营活动现金流量净额占比



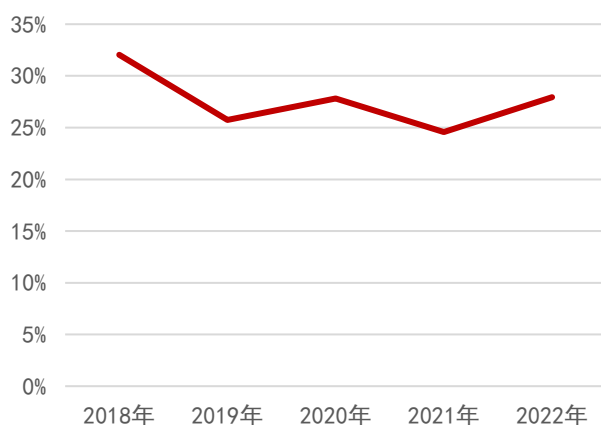
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图51：2018-2022年固废治理板块ROE-TTM（整体法）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图52：2018-2022年固废治理板块分红比例（整体法）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

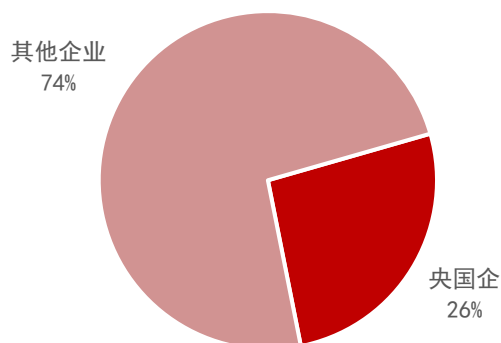
从固废治理板块中具体标的来看，央国企中近期高分红（近三年平均分红比例高于 20%）的企业有 5 家，约占整个板块中高分红企业的 26%，其中中科环保、中材节能和绿色动力平均分红比例较高，分别达到 38.16%、36.13%和 32.59%。从经营活动现金流量净额来看，经营活动现金流量净额同比增长的央国企有 5 家，约占整个板块中经营活动现金流量净额同比增长企业的 26%。目前固废治理板块整体估值为 20.65 倍，其中低于固废治理板块整体估值的央国企有 3 家。

表 10：申万固废治理板块中上市央国企分红与估值情况（截至 2023 年 6 月 8 日）

证券代码	证券名称	实际控制人类型	近三年平均分红比例 (%)	2022 年 ROE (%)	PE-TTM (倍)	2022 年经营活动现金流量净额 (亿元)	同比增长率 (%)
301175.SZ	中科环保	中央国家机关	38.16%	8.73%	41.48	4.46	34.55%
603126.SH	中材节能	国资委	36.13%	7.94%	30.65	1.35	199.07%
601330.SH	绿色动力	地方国资委	32.59%	10.75%	14.34	12.10	134.91%
601827.SH	三峰环境	地方国资委	32.57%	12.35%	10.71	19.49	5.51%
002672.SZ	东江环保	地方国资委	30.99%	——	——	2.84	-27.48%
601200.SH	上海环境	地方国资委	17.73%	5.17%	21.57	17.85	211.71%
600323.SH	瀚蓝环境	地方国资委	16.01%	11.03%	12.19	4.22	-51.90%

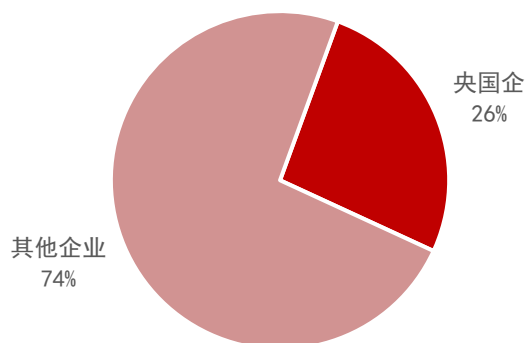
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图53：2022年固废治理板块高分红企业数量分布



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图54：2022年固废治理板块经营活动现金流量净额同比增长企业数量分布



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

固废治理行业的设施新建市场逐步下沉至乡县区域，同时配套服务项目的释放也有望强化固废治理设施的运营。目前固废治理板块整体估值为 20.65 倍，离近三年平均值 26.50 倍仍具有较大的提升空间。

图 55：固废治理板块近三年估值情况（截至 2023 年 6 月 8 日）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 4. 投资建议

**维持对行业的标配评级。**目前行业估值处于近三年的相对低位。从政策推进以及行业需求来看，在补齐城镇污水治理、建设“无废城市”以及推进“碳达峰”进程等带来的环保需求增加刺激下，环保行业中水务及水治理与固废治理细分行业有望获得业绩的增长。另一方面，水务及水治理与固废治理细分行业中由于其公共服务属性，存在



较多的央国企，“中特估”概念带来的价值重估与央国企考核标准更新，加上部分上市央国企所具备的低估值与高分红属性，都将有利于其迎来盈利提升以及价值重估的机会。建议关注：具有丰富水环境治理膜技术的碧水源（300070），净资产收益率较高且具有大量优质在手项目的洪城环境（600461），布局全环保产业链条的环保行业龙头企业首创环保（600008），区域性水务龙头并具有高分红比例的重庆水务（601158），估值处于相对低位且业绩有望增长的兴蓉环境（000598），具有优质固废与燃气供给项目的瀚蓝环境（600323）等。

表 11：重点公司盈利预测及投资评级（2023/6/8）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
300070	碧水源	5.62	0.20	0.24	0.31	24.20	22.50	17.37	增持	维持
600461	洪城环境	8.45	0.87	0.99	1.11	8.01	8.45	7.58	增持	维持
600008	首创环保	3.02	0.43	0.38	0.47	6.98	7.99	6.34	增持	维持
601158	重庆水务	5.56	0.40	0.41	0.45	12.90	13.56	12.36	增持	首次
000598	兴蓉环境	5.54	0.54	0.60	0.67	9.03	9.28	8.27	增持	首次
600323	瀚蓝环境	19.18	1.41	1.75	2.04	13.13	10.94	9.40	增持	首次

资料来源：IFind，东莞证券研究所

## 5. 风险提示

- （1）政策推进不及预期：政策推进对环保企业的业绩影响较大，若政策推进不及预期，可能会对上市公司业绩带来不利影响，进而影响公司的市场表现。
- （2）项目释放不及预期：项目释放不及预期，进而影响公司的业绩以及产销情况。
- （3）市场竞争加剧风险：受政策鼓励，环保领域竞争者增多，企业将面临更大的市场竞争，对业绩影响具有不确定风险。
- （4）国企改革进程不及预期：国企考核改革进度不及预期可能会影响对相关企业的业绩估计。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn