

公司研究 / 公司首次覆盖报告

2016年03月03日

公用事业 / 环保 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 39.89

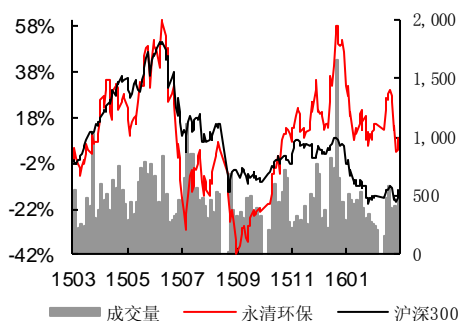
合理价格区间(元): 44.50

弓永峰 执业证书编号: S0570515020002
研究员 010-56793960
gongyongfeng@htsc.com

武云泽 021-28972081
联系人 wuyunze@htsc.com

徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

股价走势图



资料来源: wind, 华泰证券研究所

发力土壤治理 打造环保光热综合平台

永清环保(300187)

投资要点:

公司概况: 土壤、大气、固废、新能源综合服务商。公司总部位于湖南长沙, 传统主营烟气治理, 近年来重点拓展土壤治理、垃圾焚烧、光热工程总包、环境咨询等业务, 逐步成长为涵盖大气、土壤、固废、新能源的环境治理综合服务商。

A股稀缺土壤修复标的, “土十条”助力业绩释放。土壤修复是公司未来最重要的业绩增长点。我国当前土壤污染问题严重, 2016年“土十条”颁布的呼声渐高, 有望开启土壤修复万亿市场。公司历年来在中部、西南地区执行了数个场地修复和耕地修复示范项目, 效果良好, 技术水准位于市场领先水平。2015年收购美国IST公司, 标的公司土壤修复实力全球领先。2015H1, 公司土壤修复业务营收同比增长386.3%, 占总收入比重由2014年的4.7%上升至17%, 预计未来持续高增长可期。

携手爱能森, 涉足光热业务。公司本身即拥有电站设计开发资质, 2015年11月与深圳爱能森公司合资成立永清爱能森公司, 控股60%, 涉足光热、光伏等新能源电站的开发、投资、建设、运营业务, 目前在手订单7000多万元。我国光热产业在十三五期间得到政策推动, 累计规划装机量达10GW, 处于爆发式增长的初期阶段。永清爱能森作为集成、总包商, 有望在光热电站集中建设阶段率先受益。

“超低排放”有望助力烟气业绩反弹。烟气治理EPC业务为公司传统主营。2015年, 公司大气治理业务受市场和工程开工进度等因素影响, 收入水平出现一定幅度下降。然而, 随着“超低排放”的全面推进, 市场空间自2015年底起再次打开。考虑到公司烟气治理在手订单较为丰富, 预计2016年起烟气业务收入有望大幅反弹。

垃圾焚烧项目有望陆续投运。公司拥有4个垃圾焚烧项目, 2015H1之前并未贡献业绩。2015年11月, 新余600吨项目正式并网发电; 预计2016-2017年, 剩余3个项目也有望陆续投运。到2017年, 垃圾焚烧项目运营收入预计接近2亿元, CAGR超过350%。

估值评级:我们预计公司2015-2017年实现EPS0.47, 0.74, 1.17元, 对应动态PE85, 54, 34倍。考虑到公司土壤修复概念在A股市场的稀缺性, 给予公司60倍估值, 2016年目标价44.5元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示:土壤修复政策不及预期, 烟气与光热拿单不及预期, 垃圾焚烧项目进度不及预期。

公司基本资料

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万) | 215.87 |
| 流通A股(百万) | 197.34 |
| 52周内股价区间(元) | 21.39-59.00 |
| 总市值(百万) | 8,611.21 |
| 总资产(百万) | 2,058.02 |
| 每股净资产(元) | 5.96 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|--------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万) | 901.14 | 776.87 | 1,367.93 | 1,891.19 |
| +/-% | 40.87% | -13.79% | 76.08% | 38.25% |
| 净利润(百万) | 54.61 | 93.64 | 148.40 | 233.65 |
| +/-% | 1.13% | 71.47% | 58.48% | 57.45% |
| EPS(元) | 0.27 | 0.47 | 0.74 | 1.17 |
| PE | 146.33 | 85.34 | 53.85 | 34.20 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

| | |
|--|----|
| 公司概况：土壤、大气、固废、新能源综合服务商..... | 4 |
| 股权结构..... | 4 |
| 历史业绩：营收 CAGR = 32.92%，净利 CAGR = 6.94%..... | 5 |
| 2015 年业绩增长近八成..... | 5 |
| 土壤修复：“土十条”呼之欲出 场地、耕地修复业绩释放..... | 6 |
| 我国土壤污染严重 “土十条”有望释放修复市场..... | 6 |
| 收购美国 IST，技术储备&渠道拓展全面推进..... | 6 |
| 项目执行经验丰富，业绩已然初步显现..... | 7 |
| 自主研发土壤修复药剂 协同高增速可期..... | 7 |
| 携手爱能森 涉足光热市场..... | 8 |
| 光热市场空间广阔..... | 8 |
| 装备制造、系统集成商有望率先受益光热..... | 8 |
| 光热集成、EPC 业务毛利率高于光伏项目..... | 9 |
| 电站运营：资金成关键瓶颈 业绩释放尚待时日..... | 9 |
| 携手爱能森 2月签得 7450 万光伏大单..... | 10 |
| 烟气治理：“超低排放”有望助力业绩反弹..... | 10 |
| “超低排放”释放千亿市场空间..... | 10 |
| 公司中标频频 2016 年业绩反弹可期..... | 11 |
| 垃圾焚烧：新余项目投运，CAGR 超 350%..... | 12 |
| 股权激励价格 17.62 元 解锁条件业绩增速 50%..... | 12 |
| 盈利预测..... | 13 |
| 参数假设..... | 13 |
| 可比公司..... | 15 |
| 估值评级..... | 15 |
| 风险提示..... | 15 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图 1：公司 2015H1 分项主营业务营收占比..... | 5 |
| 图 2：公司历史营业收入与净利润情况（百万元）..... | 5 |
| 图 3：公司工程承包与重金属土壤修复业绩情况（百万元）..... | 5 |
| 表格 1：公司前 10 大股东明细（截至 2015Q3）..... | 4 |
| 表格 2：公司限售股情况..... | 4 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 表格 3: 公司 2015 年以来土壤修复合同情况 | 7 |
| 表格 4: 十三五太阳能利用征求意见稿界定的发展目标 | 8 |
| 表格 5: 国内主要光热 EPC 公司 | 9 |
| 表格 6: 全球正在规划、开发、建成的光热项目运营商 | 10 |
| 表格 7: 超低排放标准一览 | 10 |
| 表格 8: 公司烟气治理 EPC 订单一览 | 11 |
| 表格 9: 公司垃圾焚烧项目情况一览 | 12 |
| 表格 10: 公司股权激励解禁条件一览 | 13 |
| 表格 11: 公司各项业务收入、毛利率细分预测 | 14 |
| 表格 12: 可比公司市值、动态 PE 整理 | 15 |

公司概况：土壤、大气、固废、新能源综合服务商

公司总部位于湖南长沙，2011年于创业板上市。公司传统主营烟气治理EPC业务，上市后一度拓展合同能源管理业务。近年来公司将业务重心集中在土壤治理、垃圾焚烧、环境咨询、光热工程总包等业务，逐步成长为涵盖大气、土壤、固废、新能源的环境治理综合服务商。

股权结构

公司控股股东为湖南永清投资集团有限责任公司（简称“永清集团”），持有本公司62.67%股份。实际控制人刘正军拥有永清集团99%的股份。

表格1：公司前10大股东明细（截至2015Q3）

| 排名 | 股东名称 | 方向 | 持股数量(股) | 占总股本比例(%) | 股本性质 |
|----|----------------------------------|----|---------------|-----------|---------------|
| 1 | 湖南永清投资集团有限责任公司 | 增持 | 135,291,237 | 62.67 | 限售流通A股, A股流通股 |
| 2 | 欧阳玉元 | 减持 | 8,193,371 | 3.80 | A股流通股 |
| 3 | 中国银行股份有限公司-宝盈核心优势灵活配置混合型证券投资基金 | 新进 | 3,047,715 | 1.41 | A股流通股 |
| 4 | 张丝妮 | 新进 | 2,032,700 | 0.94 | A股流通股 |
| 5 | 中国建设银行股份有限公司-宝盈先进制造灵活配置混合型证券投资基金 | 减持 | 2,000,000 | 0.93 | A股流通股 |
| 6 | 湖南永旺置业有限公司 | 新进 | 1,880,870 | 0.87 | 限售流通A股 |
| 7 | 中央汇金投资有限责任公司 | 新进 | 1,825,100 | 0.85 | A股流通股 |
| 8 | 中国农业银行股份有限公司-宝盈鸿利收益灵活配置混合型证券投资基金 | 新进 | 1,500,000 | 0.69 | A股流通股 |
| 9 | 申晓东 | 新进 | 1,350,000 | 0.63 | 限售流通A股, A股流通股 |
| 10 | 冯廷林 | 新进 | 1,350,000 | 0.63 | 限售流通A股, A股流通股 |
| 合计 | | | - 158,470,993 | 73.41 | |

资料来源：WIND, 华泰证券研究所

公司2011年3月于创业板上市，2015年8月完成定向增发，2015年10月完成股权激励的股票授予。当前公司限售股共1,853.50万股，占公司总股本的8.59%，下一个潜在的解禁时点是2016年10月27日，取决于股权激励解锁条件，可能解锁。

表格2：公司限售股情况

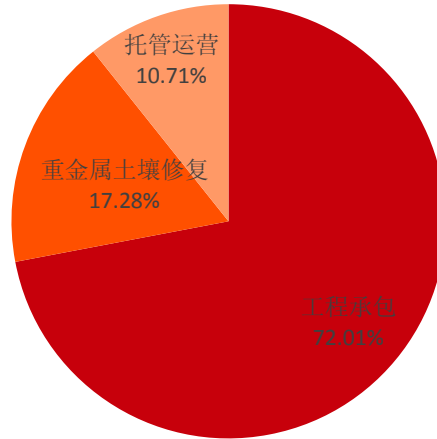
| 解禁日期 | 限售股性质 | 限售股数量(万股) | 占总股本比例 |
|-------------------------|-------|-----------|--------|
| 2018年8月13日 | 定向增发 | 1274.29 | 5.9% |
| 2016年10月27日-2019年10月27日 | 股权激励 | 279.09 | 1.3% |
| - | 其他 | 300.12 | 2.4% |
| 合计 | | 1853.50 | 8.6% |

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所

历史业绩：营收 CAGR = 32.92%，净利 CAGR = 6.94%

2010-2014年，公司营业收入 CAGR 为 32.92%，归母净利润 CAGR 为 6.94%，总体而言实现稳定增长。公司的主要收入来源是大气治理脱硫脱硝 EPC 业务，2014 年占总收入的 85%，2015H1 占比下降至 70%。2011-2014 年，该项业务收入 CAGR 为 38.56%，毛利率稳定在 20% 左右。

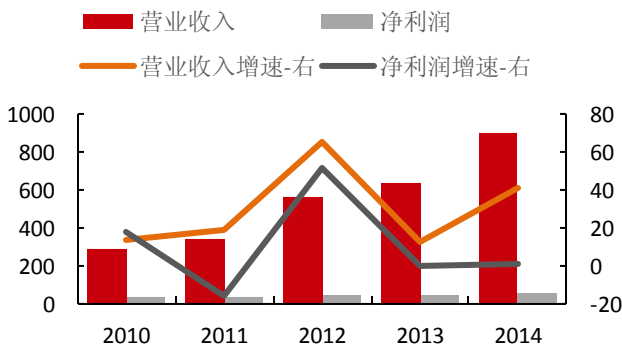
图1：公司 2015H1 分项主营业务营收占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

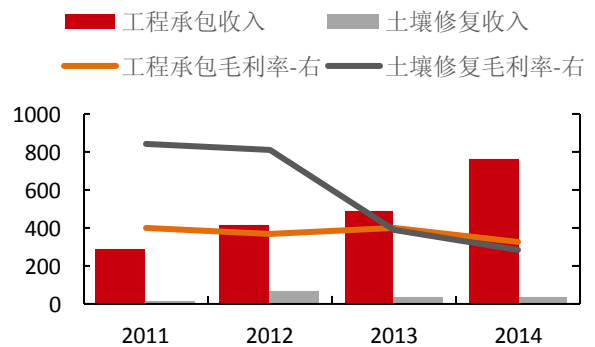
土壤修复业务是公司未来的主要增长极。2011-2014 年，公司重金属土壤修复业务 CAGR 为 28.83%。2015H1，公司土壤修复业务营收同比增长 386.3%，占总收入比重由 2014 年的 4.7% 上升至 2015H1 的 17%。该项业务毛利率波动较大，2015H1 为 24.57%，同比增长 6.20%。随着公司土壤修复订单的增长，预计该项业务毛利率将逐步稳定。

图2：公司历史营业收入与净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图3：公司工程承包与重金属土壤修复业绩情况（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2015 年业绩增长近八成

根据公司业绩快报，2015 年公司实现未经审计的归母净利润约为 9761.88 万元，同比增长 78.75%。报告期内，公司大气治理等传统业务板块发展健康有序，超低排放业务持续拓展取得良好的市场成效；公司土壤重金属综合治理业务、环境修复药剂业务和环评咨询服务等业务赢得良好的发展机遇，在业务结构中占比提升，成为公司重要的业绩贡献板块，此外，报告期内因出售北京子公司股权产生了部分非经常性损益；公司新余垃圾发电厂投入试运营；因 2015 年下半年公司限制性股票激励计划的实施计提了部分费用，对业绩结果产生了一定影响。

土壤修复：“土十条”呼之欲出 场地、耕地修复业绩释放

土壤修复是公司未来最重要的业绩增长点。我国当前土壤污染问题严重，2016年“土十条”颁布的呼声渐高，有望开启土壤修复万亿市场。公司历年来在中部、西南地区执行了数个场地修复和耕地修复示范项目，效果良好，技术水准位于市场领先水平。2015年收购美国IST公司，标的公司土壤修复实力全球领先。2015H1，公司土壤修复业务营收同比增长386.3%，占总收入比重由2014年的4.7%上升至17%，预计未来持续高增长可期。

我国土壤污染严重 “土十条”有望释放修复市场

我国土壤污染问题极为严重。根据环保部和国土部联合发布的《全国土壤污染状况调查公报》，全国土壤总超标率为16.1%，耕地点位超标率达19.4%，重污染企业及周边土壤点位超标率超过1/3。根据国土部中国地质调查局对13.86亿亩耕地（占全国耕地总面积的68%）进行的地球化学调查，截至2014年底，已经受到污染的耕地占到8%，其中重金属轻微-轻度污染或超标的点位比例占5.7%，重金属中度-重度污染或超标点位比例占2.5%。

土壤修复市场远期超万亿。土壤污染可分为城市场地修复、农田耕地修复以及矿山修复。其中，污染场地修复完成后可用作商业用地，耕地修复关乎粮食安全，此二者有望在土壤修复市场先期受益。在场地修复方面，美国当前仍需治理的地块达到50万幅，预计我国的污染场地不会少于这个数字。以单幅地块修复成本200万测算，总投资将达到1万亿。在耕地修复方面，根据国土资源部数据，2012年全国耕地面积为20.27亿亩，中重度污染耕地大体在五千万亩左右，即使按照最少10万元/亩的修复成本来计算，5000万亩土壤修复也要花去5万亿元。总体而言，若实现100%治理，我国土壤修复远期市场总量或超6万亿。

政策驱动，土壤修复市场悄然起航。随着政府对于土壤污染问题的逐年重视，我国土壤修复市场正悄然启动。2015年全国土壤修复合同签约额达到21.28亿元，比2014年的12.74亿元增长67%。全国从事土壤修复业务的企业数量增长至900家以上，在2014年约500家企业的基础上翻了将近一番。2015年全国土壤修复工程项目超过100个。土壤淋洗、原位加热、微生物化学还原等一批高精尖修复技术被实际运用在土壤地下水修复工程项目中。

根据2015年11月公布的《国家环境保护“十三五”科技发展规划》（征求意见稿），土壤地下水污染防治领域中央预计投入将达30亿元，占到中央环保科技预计总投入的10%。结合PPP等模式下社会资本的进入，预计土壤修复市场在“十三五”期间仍将获得长足发展。

“土十条”呼声渐高，有望厘清行业发展瓶颈。尽管土壤修复市场已经获得初步发展，然而，由于政策导向以及盈利模式尚不明确，市场空间仍待释放。与水处理和固废处理行业“谁污染谁治理”不同，土壤修复产业的资金来源难以明确。一方面，造成土壤污染的责任方，例如化工厂、农药厂等，在污染发生多年后的今天甚至可能已经不复存在。另一方面，土壤修复的受益方，例如耕地修复之后获益的农民，也经常无力承担修复成本。因此，土壤修复行业亟待“土十条”这一纲领性政策厘清资金来源和盈利模式的瓶颈，进而释放土壤修复市场的潜力。

收购美国IST，技术储备&渠道拓展全面推进

2015年7月，公司在美国的全资子公司Yonker North America Inc.完成对美国专业土壤修复公司Integrated Science & Technology Inc.（以下简称IST公司）51%股权的收购。IST公司是目前全球领先的土壤及地下水修复领域解决方案提供商之一，其研发的原位生物修复、土壤淋洗、土壤气体检测等新技术成功应用于欧洲及美国的1000余个场地修复项目，技术能力和服务质量位居全球领先水平。

包括此次收购在内，公司引进并整合了来自美国、韩国等地的顶级土壤修复领域人才队伍，加上多年的积累和培育，构建了具备世界领先水平的技术团队；与此同时，全国性的营销网

络逐步构建，公司正全面布局以长三角等区域为核心的业务市场，将在江苏等地设立子公司开展具体业务，建设全国性土壤修复治理营销网络，公司已为即将启动的土壤修复市场做好了全方位战略准备。

项目执行经验丰富，业绩已然初步显现

中部、西南地区场地修复经验丰富。近年来，公司陆续执行了湖南郴州永兴县、四川长虹镉污染土壤修复、郴州临武县历史遗留重金属污染治理工程、衡阳常宁市重金属污染治理工程、江西新余市项目等多个场地污染修复项目。中部、西南地区重金属污染问题较为严重，公司通过执行相关项目，积累了宝贵的技术经验和渠道资源，有利于后续业务的进一步拓展。

耕地修复示范项目效果优良。公司2015年完成了湖南长株潭重金属污染晚稻季农田耕地修复治理项目。此次修复治理采用的是“土壤钝化+叶面调理+农艺调控”方案，即通过施用土壤调理剂和有机肥，降低土壤镉活性，再喷施叶面硅肥，阻控镉向稻米中转移，最后通过全生育期淹水灌溉，减少土壤镉吸收。经过治理，试验区的平均降镉率达60%。

持续中标土壤修复项目，业绩空间显现。2015H1，公司土壤修复业务实现收入5,931.29万元，同比增长386.30%；毛利率24.57%，同比增长6.20%。2015年以来，公司陆续签订湖南省内3个土壤修复新订单，总额超过2亿元。土壤修复项目执行周期通常为一年，按进度确认收入。

随着公司土壤修复订单的逐渐增加，结合“土十条”等相关政策预期，我们预计公司2016年土壤修复业务仍将保持高速增长。

表格3：公司2015年以来土壤修复合同情况

| 合同时间 | 合同名称 | 合同金额 (百万元) | 修复土壤体积 (万立方米) | 工程内容 |
|---------|--|---------------|------------------|------------------------------|
| 2015年3月 | 邵阳市“洋溪沟、龙须沟” 两沟环境污染综合治理工程项目 | 204.57 | 11.790 | 河道清淤整治，修建人工湿地，渗滤液处理， 底泥处理 |
| 2015年5月 | 湘潭市竹埠港地区重金属污染综合 治理工程重金属污染土壤修复 示范工程 | 9.83 | 3.012 | 无害化处理，安全填埋， 生态修复 |
| 2016年1月 | 郴州市桂阳县土法选金废渣安全 处置工程 | 不详 | 30.000 | 无害化处理，安全填埋， 生态修复 |

资料来源：WIND, 华泰证券研究所

自主研发土壤修复药剂 协同高增速可期

公司凭借自有技术积淀以及从美国IST等引入的土壤修复技术，自主研发土壤修复药剂。土壤修复药剂主要用于重金属污染治理，通常针对每一个特定的项目研发针对性的配方，当前国内市场通常以进口产品为主。药剂占每一个土壤修复项目的比重通常在30%-40%，毛利率较高，约能达到40%。目前公司拥有年产5万吨粉剂和3万吨液体药剂的离子矿化稳定剂生产线，由于土壤产业尚未完全启动，产能利用率尚有提升空间。我们认为药剂业务有望与土壤修复业务形成良好的协同，提升公司的整体毛利率和市场影响力。

携手爱能森 涉足光热市场

公司本身即拥有电站设计开发资质，2015年11月与深圳爱能森公司合资成立永清爱能森公司，控股60%，涉足光热、光伏等新能源电站的开发、投资、建设、运营业务，目前在手订单7450万元。我国光热产业在十三五期间得到政策推动，累计规划装机量10GW，远超市场预期，处于爆发式增长的初期阶段。永清爱能森作为集成、总包商，有望在光热电站集中建设阶段率先受益。

光热市场空间广阔

太阳能热发电是国内新能源领域的后起之秀。国家能源局于近期下发《太阳能利用十三五规划征求意见稿》，其中，分别对于光伏、光热电站装机目标进行了界定。计划到2020年累计完成光伏装机150GW（集中式80GW、分布式70GW）；光热电站累计完成装机10GW，光热电站预计总投资额达3000亿元，超出市场此前预期的3-5GW的装机规模。

此次征求意见稿的下发，证实了未来五年我国光热发电行业正式启动、且存在较大市场空间的可能性，预计10GW装机有望带来3000亿元的市场空间。规划指出要积极推动太阳能电站建设，重点围绕青海、甘肃、内蒙古等西部太阳能资源条件好，未利用土地资源和水资源相对丰富的地区，积极推进一批太阳能热电站示范项目，打造若干个百万千瓦级光热发电示范基地。2016-2017年为光热电站示范项目建设阶段，2018-2020年需逐步实现光热电站规模化发展，建设5个百万千瓦级太阳能热发电示范基地。同时，结合光热电站发电调节性能好的优点，可与光伏电站配套建设。

从未来五年全球规划的光热电站装机情况来看，我国将成为光热电站未来装机增量的主要市场，为国内光热设备商、系统集成商带来巨大的发展机遇。

表格4： 十三五太阳能利用征求意见稿界定的发展目标

| 指标类别 | 主要指标 | 2014 | 2020 | |
|-----------------|------|---------|--------|------|
| 装机容量 (万千瓦) | 光伏电站 | 集中式光伏电站 | 2338 | 8000 |
| | | 分布式光伏项目 | 467.27 | 7000 |
| | 光热电站 | 1.38 | 1000 | |
| | 合计 | 2807 | 16000 | |
| 发电指标 (亿千瓦时) | 总发电量 | 250 | 2000 | |
| 热利用面积 (亿平方米) | 集热面积 | | 80 | |

资料来源：《太阳能利用十三五征求意见稿》，华泰证券研究所

装备制造、系统集成商有望率先受益光热

在光热产业起势的背景下，国内装备制造企业和系统EPC集成商有望率先受益。从光热产业链情况来看，**1) 基础材料方面**：在储热介质、吸热材料等领域仍需要依赖海外进口，而包括钢材、玻璃、水泥等基础材料国内已经十分成熟。**2) 光热装备方面**：光热装备的进口替代是目前，国内光热企业布局最多的一个环节。近年来，国内企业已经先后实现了包括槽式集热管、聚光镜；塔式定日镜、换热器以及减速机等领域的进口替代（国内装备仍缺乏产品的运营经验），而在吸热器、熔盐泵以及电站控制系统方面，能力仍略显不足。**3) 电站EPC**：光热电站项目的建设，对于总包商的电站设计和总包能力要求很高，这也是我国在接下来一段时间内针对于光热产业重点培养的一个方向；**4) 电站运营**：由于我国仍缺少大规模光热发电商业化项目，因此在电站运维方面的技术和人才也比较紧缺。

光热集成、EPC 业务毛利率高于光伏项目

光热电站系统集成难度远远大于光伏，需要很高的技术水平和实践经验，因此，光热项目的集成和 EPC 业务毛利率往往高于光伏项目。

系统集成最终表现就是实际发电量要能达到设计发电量，必须通过电站实际运营实现。有设计缺陷的电站系统无法达到预期发电量，会造成较大投资损失，比如 50MW 电站，一年产生 1.2 亿度电，10% 时间不发电，每年损失高达 1000 多万。

我国无商业化光热电站，电力设计院和施工部门缺乏实践机会，难以有成熟的集成技术。因此国内只光热零件设备供应商，而缺乏系统集成商，这也是此次能源局 1GW 示范项目需要重点解决的，包括装备、电站系统集成两方面。从该技术专利申请数量来看，美国最多，德国其次，然后是日本和中国。

与系统集成服务类似，光热电站 EPC 是一项集设计、技术、经验、工程于一体的高难度工程，对施工单位有较高要求。国内对光热电站 EPC 公司资质暂无明确要求，当前国内有四家企业意在进军该领域：首航节能、中海阳、中控太阳能、龙腾太阳能。整体而言缺乏商业化电站的成功运营经验。中控德令哈 10MW 水蒸气储热项目一期工程是我国首套投入商业运营的光热发电项目。此外，诸多光热设备产业链公司，如上海电气、山东电建、中船 703 所、中电顾问集团下属设计院、中国能建集团下属设计院、三花等，也有意进军光热 EPC 领域或具备潜质。

表格5：国内主要光热 EPC 公司

| 企业名称 | 简介 |
|----------------|---|
| 中控太阳能技术有限公司 | 成功建设了国内首个 10MW 级的光热示范电站，具有一定的实践经验，正着手进行塔式熔盐技术的攻关。 |
| 中海阳能源集团股份有限公司 | 以反射镜为切入点进入光热发电市场并纵深至光热电站的 EPC 领域，整体 EPC 能力尚需在实践中积累完善。 |
| 首航节能光热技术股份有限公司 | 目前正在推进敦煌 10MW 塔式熔盐光热示范电站的建设，整体 EPC 能力尚需在实践中完善和积累。 |
| 龙腾太阳能热电设备有限公司 | 从集热管生产制造进入光场 EPC 的国内厂商，整体 EPC 能力尚需在实践中积累完善。 |

资料来源：CSPPLAZA，华泰证券研究所

电站运营：资金成关键瓶颈 业绩释放尚待时日

光热电站投资规模大、周期长、技术和运营风险高，因此资金投入成为限制产业发展的重要因素。未来电站运营方，除自有资金之外，将拓展多种形式的融资渠道。如中广核、华电等项目获得亚开行的低息贷款；或者通过资本市场的融资渠道如首航节能、中海阳等；甚至通过互联网众筹等模式筹集资金。此外，资产证券化方式或将为电站融资打开新渠道。

在此次 1GW 示范电站出台后，各地积极申报。央企方面，此前规划有 5 个左右 50MW 级光热发电项目的国电集团出乎意料地并未申报。除此之外，中信、华电、大唐、国电投、华能、国华等央企各自申报有 1-3 个项目。此外，民企是此次示范项目申报的绝对主力，包括中海阳、中控、中核龙腾、首航、大成、成都博昱等光热行业企业在内。

表格6: 全球正在规划、开发、建成的光热项目运营商

| 厂商 | 说明 |
|----|---|
| 国外 | NRG Energy、Cogentrix、NextEra、Abengoa、Acciona、Cobra、Antin、Aries、Elecnor |
| 国内 | 国电电力(600795)、大唐新能源(1798.HK)、国华电力、首航节能(002665)、中广核集团、华电集团、华能集团、中电投、中控太阳能、龙腾太阳能 |

资料来源: 华泰证券研究所

携手爱能森 2 月签得 7450 万光伏大单

2015 年 11 月, 公司投资 3000 万元、占比 60%, 与深圳市爱能森科技有限公司(以下简称深圳爱能森或乙方)共同合资组建“永清爱能森新能源工程技术有限公司”(暂定名, 以下简称永清爱能森或合资公司), 开展新能源电站的开发、投资、建设、运营等业务。

深圳爱能森是专业从事太阳能光热发电储能系统解决方案的专业服务商、清洁能源解决方案的系统集成商, 是研发、设计、生产、销售储热材料、储热设备及储热系统的高科技企业。公司与深圳爱能森合作设立永清爱能森公司, 主要目的为进军太阳能光热电站清洁能源发电领域, 开展新能源电站的开发、投资、建设、运营等业务。

2016 年 2 月 24 日, 永清爱能森与深圳阳光富源科技有限公司成功签约怀化工业园 20MW 光伏电站工程第一期 10MW 分布式光伏项目 EPC 总承包工程, 合同总金额 7540 万元。该项目的实施, 将充分利用怀化工业园区闲置屋顶, 采用新型高效光伏技术, 以“自发自用、余额上网”模式探索园区清洁能源技术, 实现部分用电自给。

烟气治理: “超低排放”有望助力业绩反弹

烟气治理 EPC 业务为公司传统主营。2015 年, 公司大气治理业务受市场和工程开工进度等因素影响, 收入水平出现一定幅度下降。然而, 随着“超低排放”的全面推进, 市场空间自 2015 年底起再次打开。考虑到公司烟气治理在手订单较为丰富, 预计 2016 年起烟气业务收入有望大幅反弹。

“超低排放”释放千亿市场空间

2015 年底, 我国正式提出超低排放方案, 标准较 2012 年的《火电厂大气污染物排放标准》再有提高, 并远超欧盟和美国现行标准。东部地区的改造任务提前到 2017 年前完成, 中、西部地区也要分别在 2018 年前、2020 年前完成。全国新建机组平均供电煤耗低于 300 克标煤/千瓦时, 有条件的新建机组都将实现超低排放; 到 2020 年, 全国具备条件的机组都将达到超低排放, 现役机组平均供电煤耗低于 310 克标煤/千瓦时。

表格7: 超低排放标准一览

| 时间 | 标准 | 烟尘浓度 (mg/m ³) | 二氧化硫浓度 (mg/m ³) | 氮氧化物浓度 (mg/m ³) |
|------------------|------------------|------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 2012 年 7 月 | 火电厂大气污染物排放标准 | 30 | 100 | 100 |
| 2012 年 7 月 | 京津冀、长三角、珠三角等重点地区 | 20 | 50 | 100 |
| 2014 年下半年 | 超低排放 | 5 | 35 | 50 |
| - | 欧盟排放标准 | 30 | 200 | 200 |
| - | 美国标准 | 10.21 | 113.40 | 181.44 |

资料来源: 华泰证券研究所

超低排放的全面推进，有望刺激十二五默契增速放缓的烟气治理行业再次呈现高增长态势。截止 2015 年 10 月，我国东、中、西部地区火电装机分别为 43422 万千瓦、26375 万千瓦、25463 万千瓦。截至 2016 年 1 月，全国近 1 亿千瓦煤电机组已经进行了超低排放技术改造，正在进行技术改造的超过 8000 万千瓦。根据中电联测算，若仅计算需要超低排放改造的火电产业，以每千瓦超低排放改造单价 100-150 元/千瓦测算，东部地区改造市场空间约 434-651 亿元，全国超低排放改造市场空间为 952-1429 亿元。

公司中标频频 2016 年业绩反弹可期

超低排放技术储备全面。公司自主研发并成功在多个项目上应用了超低排放一体化解决方案。这一方案的核心是，在脱硫上采用高效石灰石—石膏湿法烟气脱硫技术，通过采用高效喷淋+提效环技术实现更大覆盖率，更细雾化液滴和有效避免烟气“趋壁效应”；采用多功能多管式湍流器，使进入喷淋层的烟气流场更均匀，有效提高二氧化硫吸收效率；通过采用自主创新的单塔双循环技术，有效消除多喷淋层的相互干扰，充分发挥各喷淋层的效率；通过采用凝并式高效除雾技术，实现湿烟气高效除尘。

在脱硝上，永清环保提供了在改造便利和经济性上各具特色的 SCR 脱硝和 SNCR 脱硝两种技术；在除尘上，则推出了高效旋转电极静电除尘技术，可稳定实现细颗粒粉尘排放小于 5 毫克/立方米。公司可以全面覆盖除尘领域的所有行业及各行业所推崇的除尘技术流派。目前已具备 600MW 机组固定+移动电除尘器的开发设计能力，湿式立管式静电除尘器的设计能力，布袋除尘器技术方案设计能力，基本覆盖了行业的主流技术。

超低排放拿单频频。2015 年以来，公司在烟气治理 EPC 业务连续中标多个订单，考虑到项目执行进度与收入确认节点，其对应业绩有望在 2016 年起全面释放，从而扭转 2015 年烟气业务下滑的趋势，实现大幅反弹。

表格8：公司烟气治理 EPC 订单一览

| 时间 | 业主 | 项目 | 金额（百万元） |
|-------------|---------------------------|--------------------------------------|---------------|
| 2015 年 4 月 | 河北建投宣化热电有限责任公司 | 2 号机组加装湿式电除尘器 | 14.0 |
| 2015 年 6 月 | 山西太钢不锈钢股份有限公司能源动力总厂 | 2 × 300MW 机组超低排放改造项目 | 101.9 |
| 2015 年 8 月 | 大唐彬长发电有限责任公司 | 1,2 号机组 2 × 630MW 超低排放改造脱硫系统改造 | 85.8 |
| 2015 年 8 月 | 华电常德电厂 | 湿式静电除尘项目 | - |
| 2015 年 9 月 | 大唐三门峡发电有限公司 | 2 × 630MW 机组烟气超低排放改造工程 | - |
| 2015 年 10 月 | 大唐石门发电有限责任公司和湖南华电石门发电有限公司 | 4*300MW 机组废水综合治理 | - |
| 2016 年 1 月 | 宁夏电投西夏热电二期 | 2 × 350MW 热电联产项目 E 标段脱硫系统 | - |
| 2016 年 1 月 | 江苏大唐国际吕四港发电有限责任公司 | 1、3、4 机组烟气污染物超低排放改造工程 | - |
| 2016 年 1 月 | 南热源厂 | 供热锅炉脱硫脱硝除尘技术改造项目设计施工一体化 | - |
| 2016 年 1 月 | 大唐洛阳热电有限责任公司 | 2 × 300MW 机组烟气超低排放改造工程 | - |
| 2016 年 1 月 | 许昌禹龙发电有限责任公司 | 2 × 660MW 机组烟气超低排放技改工程（脱硫、除尘及相关系统改造） | 三个项目合计 180 |
| 2016 年 1 月 | 大唐安阳发电有限责任公司 | 9、10 号机组（2 × 320MW）超低排放改 | |

| | | | | |
|---------|---------------------|----------|------------------------|---|
| 2016年2月 | 国电投蒙东能源集团赤峰 新城热电 | 司 造工程 | 2 × 300MW 超低排放脱硫系统提效项目 | - |
|---------|---------------------|----------|------------------------|---|

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

垃圾焚烧: 新余项目投运, CAGR 超 350%

公司当前拥有 4 个垃圾焚烧项目, 2015H1 之前并未贡献业绩。2015 年 11 月, 新余 600 吨项目正式并网发电, 成为公司首个投运的垃圾焚烧项目。待该项目达产达标后, 预计年发电量 6800 万度, 可节约标准煤 2.16 万吨。

预计 2016-2017 年, 剩余 3 个项目也有望陆续投运。根据项目当前进度, 我们保守预计衡阳一期 1000 吨项目将于 2016 年 6 月投运, 公司参股的长沙 5000 吨项目有望于 2017 年 1 月前投运, 衡阳二期项目即将开工, 预计将于 2017Q4 投运。

我们据此预测公司垃圾焚烧业务于 2015-2017 年贡献收入 900, 9700, 19700 万元。由于 2016-2017 年新项目集中投运, CAGR 高达 368%。该项业务毛利占总毛利比重有望从 2015 年的 2% 上升至 2017 年的 17%。

表格9: 公司垃圾焚烧项目情况一览

| 项目 | 公司持股比例 | (预计) 投产时间 | 处理能力 (吨/日) | 补贴额 (元/吨) |
|------|--------|-------------|------------|-----------------|
| 新余项目 | 100% | 2015 年 11 月 | 600 | 69.5 |
| 衡阳一期 | 100% | 2016 年 6 月 | 1000 | 前三年 50, 第四年起 78 |
| 长沙项目 | 10% | 2017 年 1 月 | 5100 | - |
| 衡阳二期 | 100% | 2017 年 10 月 | 500 | 前三年 50, 第四年起 78 |

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

股权激励价格 17.62 元 解锁条件业绩增速 50%

2015 年 8 月, 公司发布股权激励草案, 拟授予的股票数量不超过 319 万股 (最终以实际认购数量为准), 授予数量占本限制性股票激励计划提交股东大会审议前永清环保股本总额 213,082,895 股的 1.50%; 其中, 首次授予限制性股票 287.42 万股, 占公司股本总额的 1.35%, 预留授予限制性股票 31.58 万股, 占本次限制性股票授予总量的 9.90%, 占目前公司总股本的 0.15%。

2015 年 10 月, 公司向董事、高级管理人员、核心管理、核心技术及核心营销人员共 200 人授予 2,790,900 股限制性股票, 占公司本次定向发行前总股本 21308.29 万股的 1.31%。自本计划首次授予日起满 12 个月后, 激励对象应在未来 36 个月内分三期解锁。

表格10: 公司股权激励解禁条件一览

| 解锁安排 | 解锁时间 | 公司业绩考核条件 | 解锁比例 |
|-------|---|---|------|
| 第一次解锁 | 自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至相应的授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止 | 以 2014 年度扣除非经常性损益后的净利润为基准, 2015 年扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 50% | 30% |
| 第二次解锁 | 自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至相应的授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止 | 以 2014 年度扣除非经常性损益后的净利润为基准, 2016 年扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 125% | 30% |
| 第三次解锁 | 自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至相应的授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止 | 以 2014 年度扣除非经常性损益后的净利润为基准, 2017 年扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 210% | 40% |

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

盈利预测

参数假设

我们对公司各项业务的收入及毛利率情况作出如下预测:

土壤修复工程与药剂

预计“十三五”期间土壤修复配套政策有望陆续出台, 释放市场空间。公司作为土壤修复行业龙头之一, 有望在修复工程与修复药剂两块业务上保持高增速与高毛利;

烟气治理

2015 年烟气治理收入下滑。考虑到“超低排放”的政策推动以及公司在手订单较多, 预计 2016-2017 年实现反弹, 增速分别为 50%, 30%, 并保持当前 19% 的毛利率。

垃圾焚烧

收入水平根据垃圾焚烧项目投运进度预测。假定运营期毛利率为 40%。

光热 EPC

2016 年起光热电站项目建设将逐步启动, 预计爱能森 16 年收入主要为年初光伏订单贡献, 毛利率在 16%; 假设 2017 年起光热订单落地, 收入增速设定为 30%, 且由于光热建设集成难度较大, 毛利率设为 28%。

余热发电

公司当前主要拥有新余烧结厂余热发电项目, 在该业务领域没有其他拓展计划。我们预测该项业务在未来实现小幅增长。

环境咨询等其他业务

环境咨询(以环评业务为主)收入目前占比重较小, 但公司具备较为优秀的团队, 潜在竞争力可期。我们假定该项业务在 2015-2017 年实现每年 25% 增长, 毛利率保持在 35%。

表格11: 公司各项业务收入、毛利率细分预测

| 业务板块 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 土壤修复工程 | | | | |
| 收入(百万元) | 42.77 | 128 | 257 | 385 |
| YOY | 0% | 200% | 100% | 50% |
| 毛利率 | 14.42% | 25% | 25% | 25% |
| 土壤修复药剂 | | | | |
| 收入(百万元) | 7.57 | 15 | 27 | 49 |
| YOY | 148% | 100% | 80% | 80% |
| 毛利率 | 45.35% | 45% | 45% | 45% |
| 光热 EPC | | | | |
| 收入(百万元) | | 0 | 90 | 117 |
| YOY | | | | 30% |
| 毛利率 | | | 16% | 28% |
| 烟气治理 | | | | |
| 收入(百万元) | 765.91 | 536 | 804 | 1,045 |
| YOY | 55% | -30% | 50% | 30% |
| 毛利率 | 16.45% | 19% | 19% | 19% |
| 垃圾焚烧 | | | | |
| 收入(百万元) | | 9 | 97 | 197 |
| 毛利率 | | 40% | 40% | 40% |
| 余热发电 | | | | |
| 收入(百万元) | 75.40 | 77 | 78 | 80 |
| YOY | -12% | 2% | 2% | 2% |
| 毛利率 | 9.94% | 10% | 10% | 10% |
| 环境咨询 | | | | |
| 收入(百万元) | 8.96 | 11 | 14 | 18 |
| YOY | -29% | 25% | 25% | 25% |
| 毛利率 | 27.30% | 35% | 35% | 35% |

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

可比公司

公司在土壤修复领域的可比公司包括高能环境、铁汉生态，烟气治理领域的可比公司包括龙净环保、三维丝、清新环境，垃圾焚烧可比公司主要包括盛运环保、华西能源。光热业务可比公司主要为首航节能。可比公司当前平均市值 118.9 亿元，动态 PE 均值为 48 倍。其中，土壤修复概念的主要可比公司高能环境动态 PE 为 74.4 倍。

表格 12: 可比公司市值、动态 PE 整理

| 可比公司 | 对标业务 | 市值 (亿元) | 动态 PE |
|-----------|------|--------------|-------------|
| 高能环境 | 土壤修复 | 85.4 | 74.4 |
| 铁汉生态 | 土壤修复 | 98.8 | 33.3 |
| 龙净环保 | 烟气治理 | 135.0 | 24.2 |
| 三维丝 | 烟气治理 | 44.1 | 64.1 |
| 清新环境 | 烟气治理 | 239.0 | 47.1 |
| 盛运环保 | 垃圾焚烧 | 115.0 | 14.0 |
| 华西能源 | 垃圾焚烧 | 73.6 | 34.5 |
| 首航节能 | 光热 | 160.0 | 92.2 |
| 平均 | | 118.9 | 48.0 |

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

估值评级

我们预计公司 2015-2017 年实现 EPS0.47, 0.74, 1.17 元, 对应动态 PE85, 54, 34 倍。考虑到公司土壤修复概念在 A 股市场的稀缺性, 给予公司 60 倍估值, 2016 年目标价 44.5 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

土壤修复政策落地速度与力度不及预期, 烟气治理拿单与项目进度不及预期, 垃圾焚烧投运进度不及预期, 光热产业推进速度不及预期。

盈利预测

| 会计年度 | 单位：百万元 | | | |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 流动资产 | 1140 | 1549 | 2108 | 2702 |
| 现金 | 389 | 505 | 511 | 577 |
| 应收账款 | 255 | 124 | 271 | 404 |
| 其他应收账款 | 16 | 19 | 34 | 42 |
| 预付账款 | 3 | 2 | 4 | 5 |
| 存货 | 358 | 884 | 1262 | 1635 |
| 其他流动资产 | 118 | 16 | 28 | 38 |
| 非流动资产 | 417 | 394 | 384 | 374 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产投资 | 139 | 165 | 173 | 171 |
| 无形资产 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 其他非流动资产 | 264 | 215 | 197 | 188 |
| 资产总计 | 1557 | 1943 | 2492 | 3076 |
| 流动负债 | 647 | 652 | 1075 | 1459 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 351 | 373 | 644 | 869 |
| 其他流动负债 | 295 | 279 | 431 | 590 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 647 | 652 | 1075 | 1460 |
| 少数股东权益 | 5 | 3 | -1 | -6 |
| 股本 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 资本公积 | 466 | 768 | 768 | 768 |
| 留存公积 | 235 | 317 | 447 | 651 |
| 归属母公司股 | 905 | 1288 | 1418 | 1622 |
| 负债和股东权益 | 1557 | 1943 | 2492 | 3076 |

| 会计年度 | 单位：百万元 | | | |
|--------|--------|-------|-------|-------|
| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 经营活动现金 | 117 | -179 | 20 | 91 |
| 净利润 | 54 | 91 | 145 | 228 |
| 折旧摊销 | 21 | 8 | 10 | 10 |
| 财务费用 | -7 | -4 | -5 | -5 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 35 | -284 | -135 | -147 |
| 其他经营现金 | 14 | 10 | 5 | 4 |
| 投资活动现金 | -162 | 0 | 0 | 0 |
| 资本支出 | 162 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金 | 0 | 294 | -14 | -25 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 301 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | 0 | -7 | -14 | -25 |
| 现金净增加额 | -46 | 116 | 6 | 66 |

| 会计年度 | 单位：百万元 | | | |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 901 | 777 | 1368 | 1891 |
| 营业成本 | 753 | 621 | 1073 | 1448 |
| 营业税金及附加 | 13 | 10 | 18 | 25 |
| 营业费用 | 25 | 19 | 34 | 47 |
| 管理费用 | 50 | 44 | 77 | 106 |
| 财务费用 | -7 | -4 | -5 | -5 |
| 资产减值损失 | 7 | 2 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 61 | 85 | 172 | 270 |
| 营业外收入 | 3 | 23 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 64 | 108 | 172 | 270 |
| 所得税 | 10 | 17 | 27 | 42 |
| 净利润 | 54 | 91 | 145 | 228 |
| 少数股东损益 | 0 | -2 | -3 | -5 |
| 归属母公司净利 | 55 | 94 | 148 | 234 |
| EBITDA | 74 | 89 | 176 | 275 |
| EPS (元) | 0.27 | 0.47 | 0.74 | 1.17 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 40.9% | -13.8% | 76.1% | 38.3% |
| 营业利润 | 0.7% | 39.7% | 101.2% | 57.5% |
| 归属母公司净利 | 1.1% | 71.5% | 58.5% | 57.5% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 16.4% | 20.1% | 21.6% | 23.4% |
| 净利率(%) | 6.1% | 12.1% | 10.9% | 12.4% |
| ROE(%) | 6.0% | 7.3% | 10.5% | 14.4% |
| ROIC(%) | 13.9% | 11.3% | 19.4% | 26.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 41.6% | 33.6% | 43.1% | 47.5% |
| 净负债比率(%) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 1.76 | 2.38 | 1.96 | 1.85 |
| 速动比率 | 1.21 | 1.02 | 0.79 | 0.73 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.61 | 0.44 | 0.62 | 0.68 |
| 应收账款周转率 | 5 | 4 | 7 | 5 |
| 应付账款周转率 | 2.31 | 1.72 | 2.11 | 1.92 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊) | 0.27 | 0.47 | 0.74 | 1.17 |
| 每股经营现金流 | 0.58 | -0.89 | 0.10 | 0.45 |
| 每股净资产(最新) | 4.52 | 6.43 | 7.08 | 8.10 |
| 估值比率 | | | | |
| PE | 146.33 | 85.34 | 53.85 | 34.20 |
| PB | 8.83 | 6.20 | 5.64 | 4.93 |
| EV_EBITDA | 108 | 90 | 46 | 29 |