

永清环保 (300187)

环保工程及服务/公用事业

发布时间: 2016-06-07

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 增持

扬眉“土”“气”，业绩腾飞在即

报告摘要:

“土十条”出台开启土壤修复市场，公司优势明显迎业绩爆发。公司已经完善整个土壤修复产业链，包括研发、设计、施工和药剂生产等各个环节。公司较早进入土壤修复市场并拿下第一个耕地修复订单，项目经验丰富。并加大区域布局，相继在南京、上海、广州成立分公司拓展业务，考虑到长三角、珠三角工业发达，土壤修复市场广阔，未来订单将迎来爆发期。

各业务板块稳步发展，烟气治理、新能源发电业务超预期。随着超低排放政策的推进，公司在烟气治理业务方面 16 年订单不断。16 年以来烟气治理业务订单总金额已超 5 亿元。新能源发电方面，永清爱能森拿下 0.7 亿光电订单和 5.36 亿风电大单，大大增厚公司业绩。衡阳垃圾发电厂 6 月并网发电，将为公司提供稳定现金流。环评咨询业务受益于环保部环评系统脱钩或退出环评服务市场，有望继续保持高增长。

全国布局，拓展迅速，业务屡创“第一”。永清加快扩展步伐。在国内，立足湖南，在重点区域设立分子公司拓展业务布局。业务先后进入新疆、宁夏、长三角、珠三角、山东市场。在海外，15 年 7 月，完成对美国 IST 公司 51% 股权的收购，并且依托美国子公司积极开拓市场。体现了公司良好的业务拓展能力。

估值与财务预测: 预计公司 16-18 年的收入分别是 19.39、25.34、31.43 亿元，归母公司净利润为 1.87、2.28、2.91 亿元，对应的 EPS 为 0.29、0.35、0.45 元（考虑资本公积转增股本方案）。考虑到“土十条”和“超低排放”政策利好，公司大力拓展土壤修复业务，新能源发电业务与烟气治理超预期发展，并且公司迅速拓展业务区域板块，未来业绩增长有保证，给予“买入”评级。

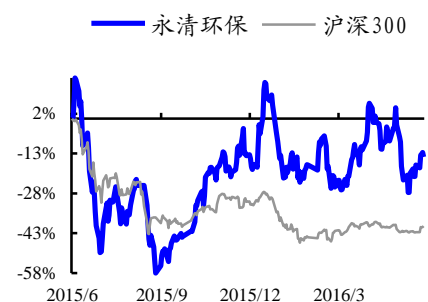
风险提示: 新能源发电业务拿单低于预期，在手订单执行进度低于预期，土壤修复政策和“超低排放”政策执行力度低于预期。

股票数据

2016/6/3

收盘价(元)	14.56
12个月股价区间(元)	12.10~61.57
总市值(百万元)	9,429
总股本(百万股)	648
A股(百万股)	648
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	11

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-11%	10%	-20%
相对收益	-11%	5%	18%

相关报告

- 《永清环保(300187): 成功开拓长三角土壤修复市场》
2016-5-17
- 《永清环保(300187): 土壤修复带动增长》
2016-4-18

财务摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	901	773	1939	2534	3143
(+/-)%	40.87%	-14.18%	150.79%	30.64%	24.06%
归属母公司净利润	55	113	187	228	291
(+/-)%	1.13%	106.72%	66.08%	21.67%	27.45%
每股收益(元)	0.27	0.52	0.29	0.35	0.45
市盈率	172.66	83.52	50.29	41.33	32.43
市净率	10.42	7.13	6.05	5.28	4.54
净资产收益率(%)	6.04%	8.54%	12.03%	12.77%	13.99%
股息收益率(%)	0.19%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	200	216	648	648	648

证券分析师: 龚斯闻

执业证书编号: S0550513050002
(021)20361173 gongsw@nesc.cn

研究助理: 陈宇轩

执业证书编号: S0550115120028
(021)20361206 chen_yx@nesc.cn

研究助理: 孙春旭

执业证书编号: S0550116040019
(021)20361106 suncx@nesc.cn

目 录

1. 公司概况	5
1.1. 股权结构.....	5
1.2. 公司主营业务及业绩概况.....	6
1.3. 公司营运能力分析.....	8
2. 行业分析	9
2.1 土壤修复行业分析.....	9
2.1.1 “土十条”落地，土壤修复刻不容缓.....	9
2.1.2 土壤修复市场空间巨大.....	11
2.1.3 土壤修复行业发展挑战.....	13
2.2 烟气治理行业.....	14
2.2.1 火力发电现状.....	14
2.2.2 火电脱硫脱硝增速缓慢.....	14
2.2.3 “超低排放”政策助力未来增长.....	15
3. 公司分析	17
3.1 公司土壤修复业务迎来高速发展.....	17
3.1.1 自主生产土壤修复药剂，土壤修复产业链完整.....	18
3.1.2 收购美国 IST 公司，引进先进技术.....	19
3.1.3 较早进入土壤修复领域，项目经验丰富.....	20
3.2 超低排放政策利好，16 年烟气治理拿单不断.....	21
3.2.1 烟气治理技术领先.....	21
3.2.2 政策利好，拿单不断.....	21
3.3 拓展新能源发电领域业务.....	22
3.3.1 携手爱能森，进军光热发电、风力发电市场.....	22
3.3.2 新能源发电市场广阔.....	23
3.3.3 垃圾焚烧发电进展迅速，新余、衡阳一期项目已并网发电.....	24
3.4 环评咨询业务迎来发展新机遇.....	24
3.5 扩展迅速，全国布局.....	26
3.5.1 区域布局.....	26
3.5.2 业务屡创“第一”.....	26
4. 盈利预测、估值比较和风险提示	27
4.1 盈利预测.....	27
4.1.1 土壤修复业务.....	27
4.1.2 烟气治理业务.....	28
4.1.3 新能源发电业务.....	28
4.1.4 环评咨询业务.....	28
4.1.5 托管运营业务.....	28
4.2 估值比较.....	29
4.2.1 可比公司.....	29
4.2.2 估值评级.....	29

4.3 风险提示.....	29
---------------	----

图 目 录

图 1: 2011-2015 年公司营业收入.....	6
图 2: 2011-2015 年 EPC 项目营收及增长率.....	6
图 3: 2011-2015 年土壤修复业务营收及增长率.....	6
图 4: 2015 年公司各分部营收占比.....	7
图 5: 2015 年公司湖南省内外营业收入占比.....	7
图 6: 公司主要业务毛利率对比.....	7
图 7: 2011-2015 年公司综合毛利率变化.....	7
图 8: 2011-2015 年公司应收账款周转天数.....	8
图 9: 2011-2015 年公司存货周转天数.....	8
图 10: 难以察觉受污染的“镉大米”.....	9
图 11: 常州外国语学校学生家长抗议.....	9
图 12: 无机及有机污染物点位超标率.....	10
图 13: 我国土地污染区域分布.....	10
图 14: 2000-2014 年我国环境污染治理投资及其占 GDP 比重.....	12
图 15: 美国不同阶段土壤修复投资占 GDP 比重.....	12
图 16: 两种土地修复流转增值获益模式.....	13
图 17: 火电累积发电量和增速.....	14
图 18: 09-15 年火力发电占比.....	14
图 19: 11-15 年脱硫脱硝装机总量.....	15
图 20: 11-15 年脱硫脱硝机组增长率.....	15
图 21: 11-15 年脱硫脱硝机组占总机组百分比.....	15
图 22: 11-15 年公司重金属土壤修复（含药剂）业务收入、毛利及毛利率.....	18
图 23: 污染土壤现场取样.....	18
图 24: 药剂混合.....	18
图 25: 科威特受石油污染场地场景.....	19
图 26: 棕地修复现场 IST 工程师监督施工.....	19
图 27: 公司主要核心技术.....	21
图 28: 我国风电装机容量（万千瓦）.....	23
图 29: 11-15 年公司环评咨询业务收入及增长率.....	25
图 30: 永清环保环评咨询宣传页.....	25
图 31: 公司与华菱衡钢脱硫改造工程签约仪式.....	25
图 32: 永清新签订单分布图.....	27

表 目 录

表 1: 公司前十大股东明细 (2016Q1)	5
表 2: 同行业公司周转能力对比.....	8
表 3: 不同土地利用类型土壤的土壤点位超标率 (%)	9
表 4: 2014 年以来政府出台土壤防治相关文件.....	11
表 5: 我国耕地修复潜在市场容量预测.....	12
表 6: 我国场地修复及矿山修复潜在市场容量预测.....	12
表 7: 超低排放标准与之前标准对比.....	16
表 8: 国家关于超低排放的政策.....	16
表 9: 地方关于超低排放的政策.....	17
表 10: IST 公司部分土壤修复个别经典案例列示.....	19
表 11: 公司部分土壤修复订单	20
表 12: 2016 年公司烟气治理 EPC 订单.....	22
表 13: 国产机组历年平均价格	24
表 14: 垃圾焚烧项目	24
表 15: 2015 年以来新增子公司.....	26
表 16: 公司各项业务收入、毛利率细分预测	28
表 17: 可比公司市值、动态 PE 及盈利一致预测对比*.....	29

1. 公司概况

永清环保成立于 2004 年，总部位于湖南长沙，是一家综合型环保服务企业。目前，永清环保业务范围涵盖大气治理、土壤污染修复、新能源发电、环境咨询等领域。公司业务模式涵盖 EPC（总承包）、EPC+C（总承包+运营）、BOT（建设-运营-转移）、EMC（合同能源管理）、合同环境服务等。公司于 2011 年 3 月于深交所上市交易。

1.1. 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（下称“永清集团”），持股数量占公司总股本比例为 62.67%。永清集团实际控制人刘正军持有集团 99% 股份，任集团董事长同时为永清环保的董事长兼总经理。第二大股东欧阳玉元为实际控制人刘正军的岳母，二者为一致行动人。

表 1: 公司前十大股东明细（2016Q1）

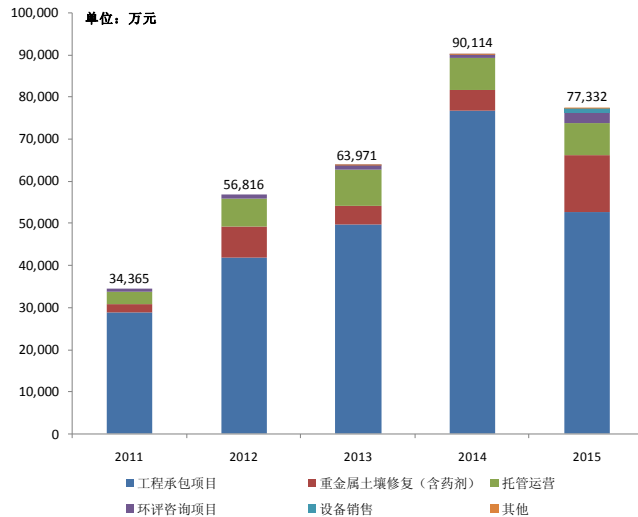
排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	湖南永清投资集团有限责任公司	减持	135,291,237	0	62.67	-0.8200	限售流通 A 股,A 股流通股
2	欧阳玉元	减持	8,193,371	0	3.80	-0.0500	A 股流通股
3	中国银行股份有限公司-宝盈核心优势灵活配置混合型证券投资基金	减持	3,056,004	8,289	1.42	-0.0100	A 股流通股
4	中国银行股份有限公司-南方产业活力股票型证券投资基金	新进	2,203,809		1.02		A 股流通股
5	湖南永旺置业有限公司	减持	1,880,870	0	0.87	-0.01	限售流通 A 股
6	中央汇金资产管理有限责任公司	新进	1,825,100		0.85		A 股流通股
7	中国建设银行-南方盛元红利股票型证券投资基金	新进	1,572,632		0.73		A 股流通股
8	申晓东	增持	1,569,000	219,000	0.73	0.1	限售流通 A 股,A 股流通股
9	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	增持	1,568,762	68,762	0.73	0.03	A 股流通股
10	冯延林	增持	1,530,000	180,000	0.71	0.08	限售流通 A 股,A 股流通股
	合计	-	158,690,785		73.53		

数据来源：Wind, 东北证券

1.2. 公司主营业务及业绩概况

2015 年公司实现营业收入 7.73 亿元，较 2014 年同期下降 14.18%。2011-2014 年间，公司营业收入一直保有较高的增长率，复合年增长率达 37.90%。

图 1: 2011-2015 年公司营业收入

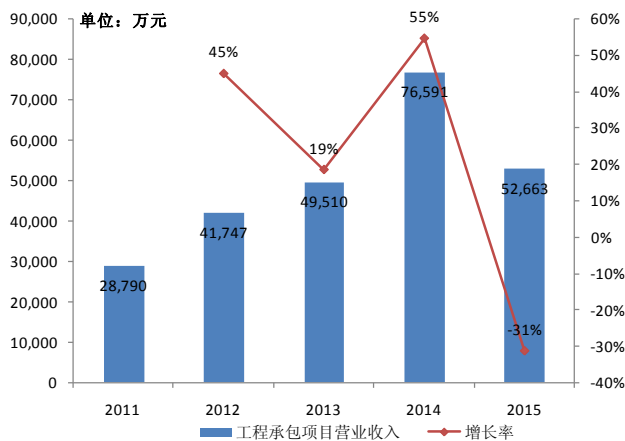


数据来源：公司公告，东北证券

2015 年公司营业收入主要来自于**工程总承包项目**，该部分营业收入达 5.27 亿，营收占比为 68.10%，毛利率为 21.84%。公司 EPC 项目主要从事烟气治理相关业务，受市场空间限制，公司该项业务营业收入较 2014 年同期下降 31.24%，是造成公司整体营业收入下滑的主要原因。但在公司有效的成本控制下，EPC 项目毛利率较前一年同期上涨 5.39%，由 2014 年的 16.42% 上涨至 23.24%，盈利能力有所增强。2011 年至 2014 年间，公司工程承包项目业务持续增长，复合年均增长率达 38.56%。

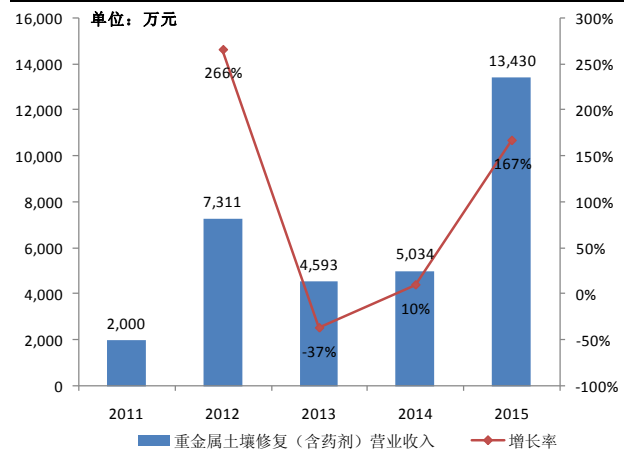
重金属综合治理（含药剂） 2015 年实现营业收入 1.34 亿元，较 2014 年同期增长 166.81%，营收占比为 17.37%，毛利率为 30.30%。重金属综合治理业务快速上涨受惠于国家及政策方面对土壤治理的重视程度提升所带来的市场空间扩大。2011 年至 2015 年间，公司该项业务复合年均增长率高达 60.98%。

图 2: 2011-2015 年 EPC 项目营收及增长率



数据来源：公司公告，东北证券

图 3: 2011-2015 年土壤修复业务营收及增长率



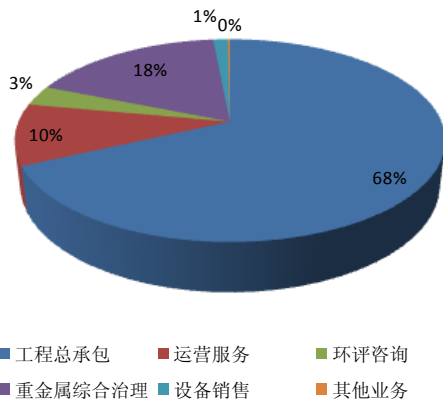
数据来源：公司公告，东北证券

2015年，运营服务业务为公司创造营业收入0.76亿元，营收占比为9.80%，毛利率为10.87%。该部分业务主要是针对湖南3个钢铁厂的脱硫运营项目和新余的余热发电的项目，该业务不是公司发展的主要方向，未来此业务运营收入基本不变。

2015年，环评咨询业务实现营业收入0.25亿元，营收占比为3.23%，较2014年同期上涨178.45%，毛利率高达48.57%，远高于公司总体毛利率的23.24%，对公司利润有正向贡献。环评咨询业务快速增长得益于全国环保系统环评机构脱钩所带来的新机遇。

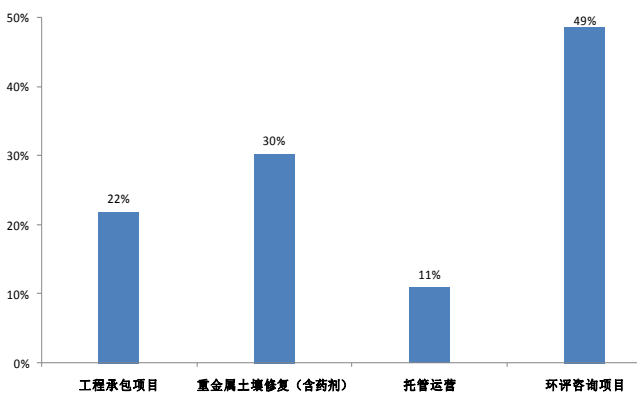
永清环保业务立足于湖南省并在全国内范围内拓展。2015年，公司在湖南省内实现收入2.52亿元，占比32.61%；省外实现收入5.21亿元占比67.39%。公司为湖南省AAA级信用企业，在湖南省内有较强项目获取能力。自公司上市以来，省外业务拓展能力有明显提升。2007-2010年间，永清环保省外营业收入年复合增长率仅1.04%；2011-2015年间，省外营业收入年复合增长率上升至20.83%。

图 4：2015 年公司各分部营收占比



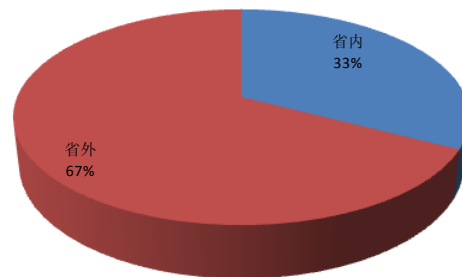
数据来源：公司公告，东北证券

图 6：公司主要业务毛利率对比



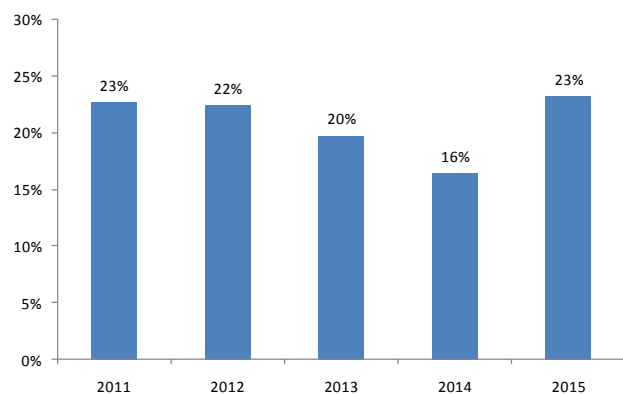
数据来源：Wind，东北证券

图 5：2015 年公司湖南省内外营业收入占比



数据来源：公司公告，东北证券

图 7：2011-2015 年公司综合毛利率变化

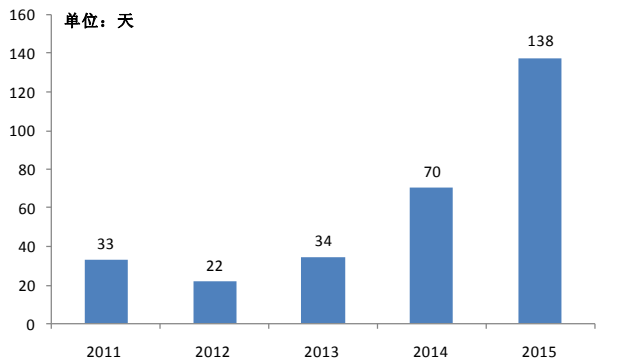


数据来源：Wind，东北证券

1.3. 公司营运能力分析

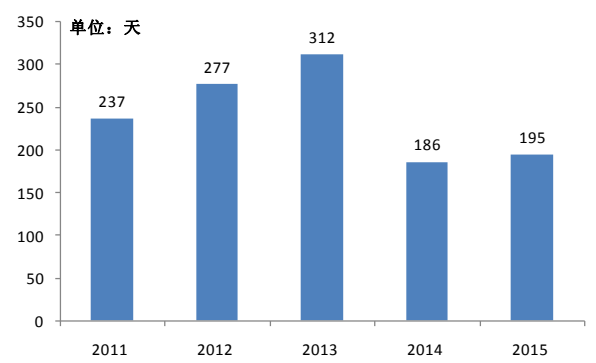
2015年，公司应收账款和存货周转天数分别为137.89天和195.30天。2015年公司应收账款周转天数较2014年有所增加，主要是由于当期营业收入下降以及公司元宝山项目、太钢超低排放项目和霍林河坑口项目等多个项目完成结算增加应收账款导致。公司2015年存货周转天数与2014年基本保持一致。

图 8: 2011-2015 公司应收账款周转天数



数据来源: Wind, 东北证券

图 9: 2011-2015 公司存货周转天数



数据来源: Wind, 东北证券

永清环保 15 年应收账款周转天数和存货周转天数均略高于生态保护与环境治理行业平均水平 (132.96 天和 169.84 天)，周转率相对较低，但处于合理范围内。和同样重点布局土壤修复业务的高能环境和博世科相比，永清环保应收账款周转天数高于高能环境，而存货周转天数低于高能环境；公司存货周转天数高于博世科，而应收账款周转天数低于博世科。公司应收账款中账龄 1 年以内占 71%，2 年内占 28%，并且客户大部分以政府或政府背景的企业为主，一般具有良好的信用。

表 2: 同业公司周转能力对比

公司	时间	应收账款周转天数 (天)	存货周转天数 (天)
永清环保	2012 年	21.60	276.97
	2013 年	34.36	311.74
	2014 年	70.30	186.27
	2015 年	137.89	195.30
高能环境	2012 年	57.83	298.98
	2013 年	39.05	343.91
	2014 年	41.40	426.59
	2015 年	35.78	439.24
博世科	2012 年	166.91	60.80
	2013 年	197.15	92.62
	2014 年	216.50	96.53
	2015 年	211.44	69.61
平均值	2012 年	82.12	212.25
	2013 年	90.19	249.42
	2014 年	109.40	236.46
	2015 年	128.37	234.72

数据来源: 东北证券, Wind

2. 行业分析

2.1 土壤修复行业分析

2.1.1 “土十条”落地，土壤修复刻不容缓

目前，我国存在较为严重的土壤污染问题。土壤污染的危害极大，受污染的农产品被食用直接危害人体健康，建设用地土壤污染可通过呼吸、皮肤接触等方式危害人体健康。近几年我国土壤污染事件频发，2013年，重金属污染严重的湖南省被查出大米镉含量超标，“镉大米”事件一度引起民众恐慌和全国关注。2016年常州外国语学校污染事件导致493名学生身体异常，学生身体异常情况疑与附近化工厂“毒地”相关。这些事件不断敲响土壤污染警钟

图 10：难以察觉受污染的“镉大米”



数据来源：公开资料，东北证券

图 11：常州外国语学校学生家长抗议



数据来源：节能环保网，东北证券

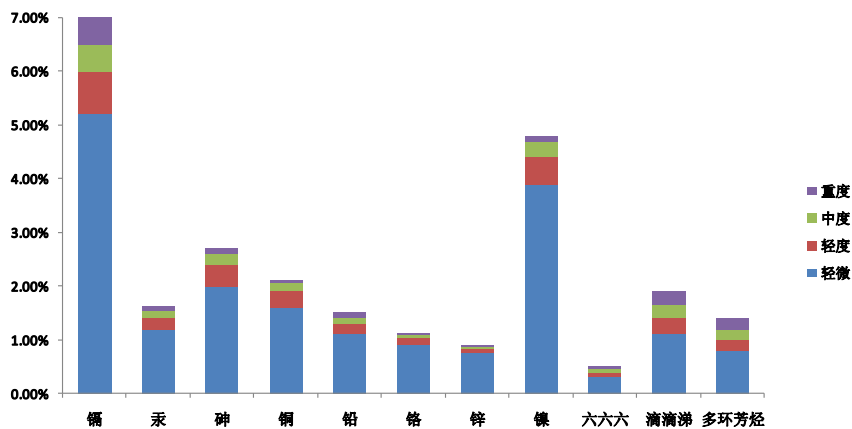
由环保部和国土资源部于2014年4月联合发布的《全国土壤污染状况调查公报》指出，我国土壤环境状况总体不容乐观，部分地区土壤污染较重，耕地土壤环境质量堪忧，工矿业废弃地土壤环境问题突出。在调查的土壤点位中，污染超标率达16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点的比例是11.2%、2.3%、1.5%和1.1%。污染类型以无机型为主，有机型次之，复合型污染比重较小，无机污染物超标点位占全部超标点位的82.8%

表 3：不同土地利用类型土壤的土壤点位超标率（%）

土地类型	轻微	轻度	中度	重度	总计	主要污染物
耕地	13.7	2.8	1.8	1.1	19.4	镉、镍、铜、砷、汞、铅、滴滴涕和多环芳烃
林地	5.9	1.6	1.2	1.3	10.0	砷、镉、六六六和滴滴涕
草地	7.6	1.2	0.9	0.7	10.4	镍、镉和砷
未用土地	8.4	1.1	0.9	1.0	11.4	镍和镉

数据来源：《全国土壤污染状况调查公报》，东北证券

图 12: 无机及有机污染物点位超标率



数据来源:《全国土壤污染状况调查公报》, 东北证券

《全国土壤污染状况调查公报》显示, 从我国土壤污染分布情况看, 南方土壤污染问题相较于北方更为严重, 长江三角洲、珠江三角洲、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出, 西南、中南地区土壤重金属超标范围较大, 污染问题较为严重。对应地区的土壤修复企业有望率先得到发展。

图 13: 我国土地污染区域分布



数据来源: 固废观察, 东北证券

土壤污染与食品安全和地下水安全问题息息相关, 影响着每一个公民的日常生活。我国面临严重土壤污染, 土壤修复势在必行。自 2014 年起, 政府高频出台土壤防治相关文件, 对土壤污染防治问题的重视程度日益提升。该行业发展以政策为导向, 相关立法的完善将推动行业发展。日前发布的《土壤污染防治行动计划》(“土十条”)为土壤修复行业带来新的发展契机。

表 4: 2014 年以来政府出台土壤防治相关文件

时间	文件
2014.3	《土壤环境保护和污染治理行动计划》通过环保部审议
2014.4	《全国土壤污染状况调查公报》
2014.5	《关于加强工业企业关停、搬迁及原址场地再开发利用过程中污染防治工作的通知》
2014.8	《关于开展污染场地环境监管试点工作的通知》
2014.12	《工业企业场地环境调查评估与修复工作指南（试行）》
2015.1	《土壤环境质量标准》（GB15618-1995）的修订草案《农用土壤环境质量标准》与《建设用地土壤污染风险筛选指导值》的征求意见稿。
2015.9	《福建省土壤污染防治办法》通过
2015.11	西安市发布《关于加强土壤环境保护和综合治理工作的实施意见》
2015.12	《广州市工业企业场地再开发利用环境管理办法（试行）》公开征求意见
2016.2	《湖北省土壤污染防治条例》通过，将于同年 8 月 1 日起正式施行
2016.5	国务院发布《土壤污染防治行动计划》（“土十条”）

数据来源：中国环保网，东北证券

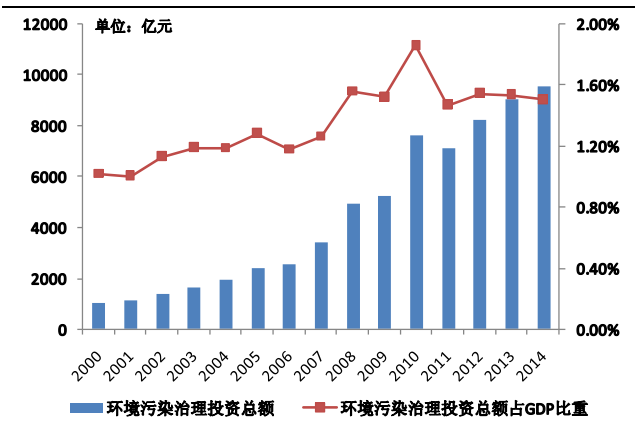
土壤修复行业在我国起步较晚，正经历从“无”到“有”的初始阶段。在政策指引下，一大批从事土壤修复的企业涌现出来。最新资料显示，从事土壤修复业务的公司从 2010 年的 10 多家增加到现在的近 1000 家，从业人员从约 2000 人增加到近 1 万人，项目数量累计达 300 多项。总体来看，从技术储备、人员队伍等方面，基本具备产业发展的基础。由于土壤修复业务受地域因素影响较大，绝大多数公司业务尚且集中在公司本区域，行业内尚未形成龙头企业或全国性大公司。目前，土壤修复行业正处于各公司“跑马圈地”的阶段。

2.1.2 土壤修复市场空间巨大

自“十五”规划以来，政府在环境污染治理方面的投入迅速增长。国家统计局数据显示，2014 年我国环境污染治理投资接近万亿，这一数字预计在“十三五”规划期间将继续增长到 17 万亿。2014 年以来，我国土壤污染防治专项资金增长迅速。2014 到 2016 年，中央财政分别下达土壤污染防治资金分别是 19.90、37.00 和 90.89 亿元。但我国土壤修复专项资金占 GDP 比重非常低，并且土壤修复行业资金投入占环境污染治理投资比例不足 0.5%，远低于美国 30% 的比重。

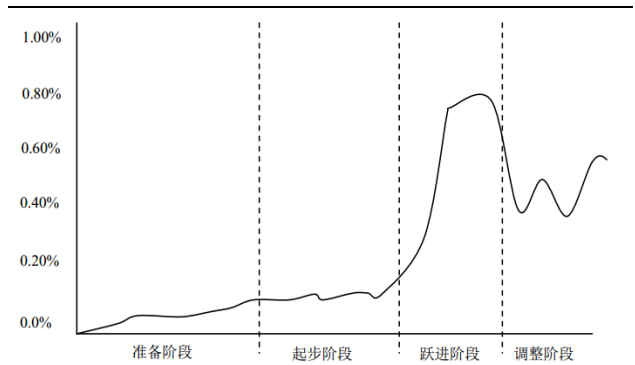
有关数据显示，美国土壤修复产业在其准备阶段（20 世纪 80 年代至 90 年代），起步阶段（1993 年-2001 年），跃进阶段（2001 年-2004 年）和调整阶段（2005 年以后）获得的平均资金投入分别占到 GDP 的 0.056%，0.123%，0.70% 和 0.49% 左右。对比美国等发达国家的资金投入情况和鉴于我国土壤污染现状，我国土壤修复市场空间巨大。

图 14: 2000-2014 年我国环境污染治理投资及其占 GDP 比重



数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

图 15: 美国不同阶段土壤修复投资占 GDP 比重



数据来源: 东北证券

土壤修复可依据土地类型分为耕地修复、场地修复和矿山修复。长期来看,我国土壤修复行业具有超过万亿市场空间。据有关专家预测,我国耕地修复市场空间便达将近 4 亿万元,而场地修复和矿山修复市场容量也超过 6000 亿元。

表 5: 我国耕地修复潜在市场容量预测

土壤按利用类型分类	土地面积 (亿亩)	点位污染物超标率	有待修复的土壤污染面积 (亿亩)	土壤修复成本 (元/亩)	土壤修复市场容量 (亿元)
耕地	20.27	19.40%	3.93	-	38331
重度污染耕地	-	1.10%	0.22	60000	13378
中度污染耕地	-	1.80%	0.36	30000	10946
轻度污染耕地	-	2.80%	0.57	10000	5676
轻微污染耕地	-	13.70%	2.78	3000	8331

数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

表 6: 我国场地修复及矿山修复潜在市场容量预测

土壤按利用类型分类	调查土壤 点位数	调查区 块数量	单点位面积 (Km ²)	估算面积 (Km ²)	点位污染超标率	待修复的面积 (万亩)	单位面积土壤修复成本	土壤修复市场容量
重污染企业用地	5846	690	0.6	3507.6	36.30%	191	15	2865
工业废弃地	775	81	0.05	38.75	34.90%	2	15	30
工业园区	2523	146	1.5	3784.5	29.40%	167	10	1669
采油区	494	13	10	4940	23.60%	175	7	1224
采矿区	1672	70	1	1672	33.40%	84	6	503
合计	11310	1000		13942.85		619		6291

数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

短期来看，“十三五”期间，我国仅耕地治理市场即超过 3000 亿元。根据日前发布的“土十条”所提出的要求，到 2020 年，我国受污染耕地治理与修复面积需达到 1000 万亩，分批实施 200 个土壤污染与修复技术应用试点项目。就我国在广东、广西、湖南等多个土壤污染相对严重地区开展的耕地修复试点情况显示，这些地区耕地修复成本在每亩 3 万-5 万元。以每亩 3 万元成本测算，保守估计“十三五”期间耕地修复市场便达到 3000 亿元。

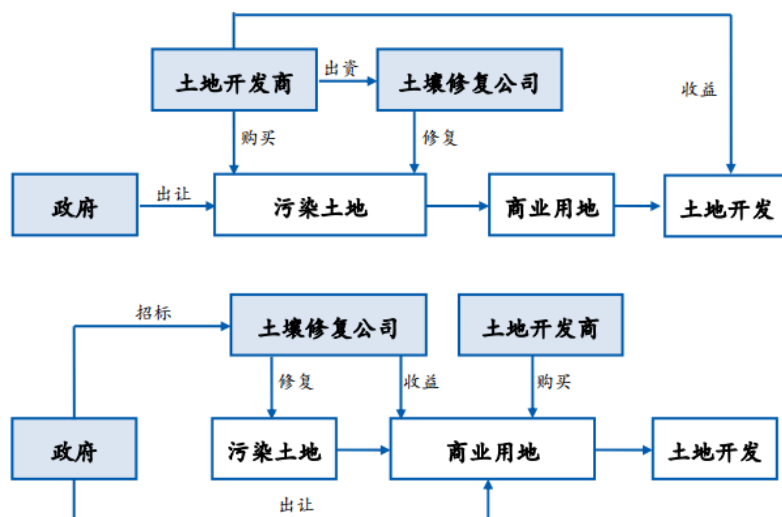
2.1.3 土壤修复行业发展挑战

土壤修复行业虽发展空间巨大，但商业模式的解决仍是行业发展面临的重要问题。目前，我国较为成熟的商业模式为城市土地修复后的流转增值获益方式。工厂所处城市地区的地价较高，修复后的场地可带来较大的经济利益，场地修复可采用该商业模式。而耕地修复和无法追溯污染责任人的矿山修复资金来源主要依靠政府拨款，巨大的资金缺口将会给土壤修复行业发展带来挑战。

资金方面，土壤污染治理将充分发挥市场作用。在创新投融资机制方面，“土十条”中提出，通过政府和社会资本合作(PPP)模式，发挥财政资金撬动功能，带动更多社会资本参与土壤污染防治;加大政府购买服务力度，推动受污染耕地和以政府为责任主体的污染地块治理与修复;积极发展绿色金融，发挥政策性和开发性金融机构引导作用;鼓励符合条件的土壤污染治理与修复企业发行股票;有序开展重点行业企业环境污染强制责任保险试点。

“土十条”仅仅解决了投融资渠道的问题，土壤修复未来的盈利模式依然不清晰。随着土壤修复相关法律法规的出台和落实，土壤修复工作得到国家层面充分重视，土壤修复行业的商业模式有望得到妥善解决。借鉴美国“超级基金”模式，我国或可通过计提土地出让收入建立土壤修复的专项基金为土壤污染治理提供长期可靠的资金来源。

图 16: 两种土地修复流转增值获益模式



数据来源：东北证券

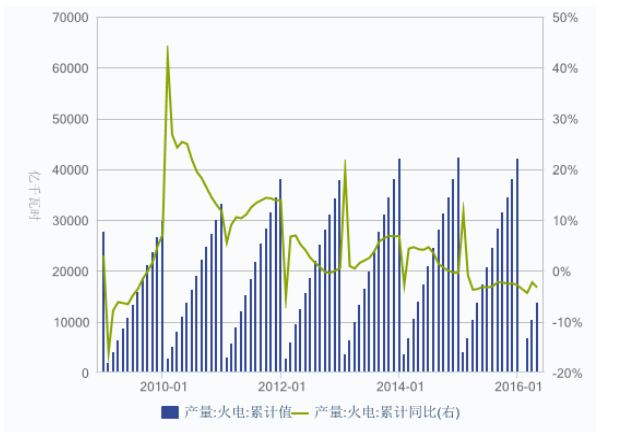
2.2 烟气治理行业

2.2.1 火力发电现状

2015年，全国第二产业尤其是工业生产放缓、结构调整加快，致使第二产业用电量增速下降，带动全社会用电量增长乏力。同时，环境保护、节能减排、绿色低碳等发展理念日益成为国家共识。我国电力行业积极主动进行调整电源结构、转变电力生产方式，向绿色、清洁发电转向。政府相关部门也有意对电力投资予以引导。例如，在风电、太阳能发电等清洁能源发展方面，政府相关部门屡次推出支持和鼓励政策。因此，近年来火力发电电量占比不断下降。

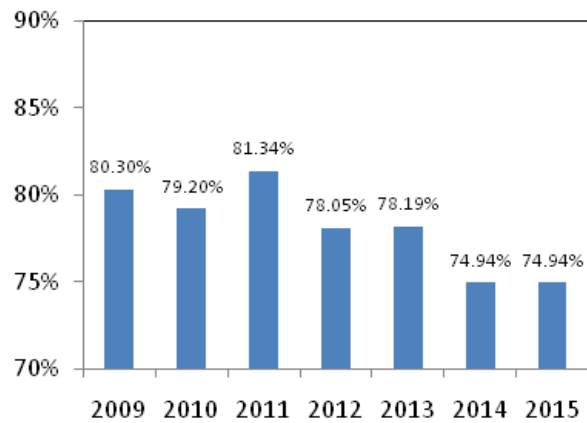
国家统计局数据显示，2015年全年全国绝对发电量56184亿千瓦时，同比下降0.2%。其中，火电绝对发电量42102亿千瓦时，同比下降2.8%，火电电量占比也下降至74.19%。

图 17: 火电累积发电量和增速



数据来源：东北证券

图 18: 09-15 年火力发电占比



数据来源：国家统计局，东北证券

十三五期末火电机组产能过剩将进一步凸显。目前，全国火电机组核准在建规模1.9亿千瓦，若这些项目全部在十三五期间投产，则2020年火电将达到13亿千瓦，比2015年增加3亿千瓦左右，预计那时将有上亿千瓦火电机组成为过剩产能。且随着水电、风电和光伏发电装机规模进一步扩大，火电机组产能将面临更大压力。

根据《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》及电源建设完成投资额情况，预计2016年全国6000千瓦及以上电厂装机容量约为16.28亿千瓦，同比增长8.03%。其中火电装机容量约为10.42亿千瓦，同比增长7.08%，占总装机容量的63.99%。

2.2.2 火电脱硫脱硝增速缓慢

在“十一五”，“十二五”期间的政策推动下，火电、钢铁等行业脱硫脱硝改造发展迅速。脱硫市场已经渡过了行业高峰期。回顾最近5年火电脱硫脱硝行业发展情况，火电脱硫基本维持6%-7%的增长，而脱硝机组经过过去三年的高速增长也开始回落，2015年增速为23.73%，大大低于前两年的50%以上的增速。

中国电力企业联合会数据显示，2015 年新投运脱硫机组 0.53 亿千瓦，累计投运 8.2 亿千瓦，同比增长 7.89%，占现役火电机组容量 82.83%。新投运脱硝机组 1.6 亿千瓦，累计投运脱硝机组 8.5 亿千瓦，同比增长 23.73%，占现役火电机组容量 85.86%。目前来看，火电脱硫脱硝市场基本饱和，我们预计未来的增速将放缓，与火电机组增长速度基本保持一致。

图 19: 11-15 年脱硫脱硝装机总量

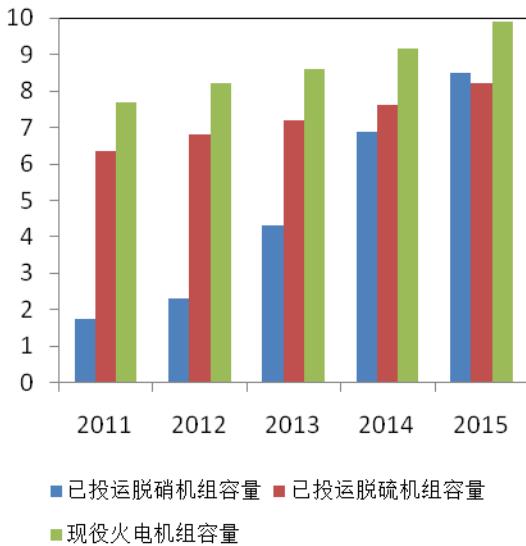
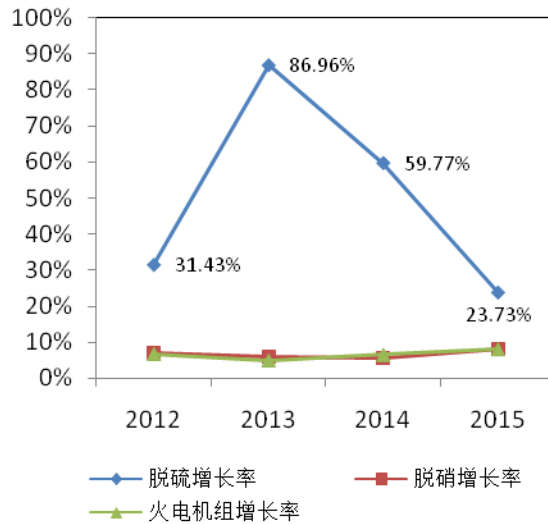


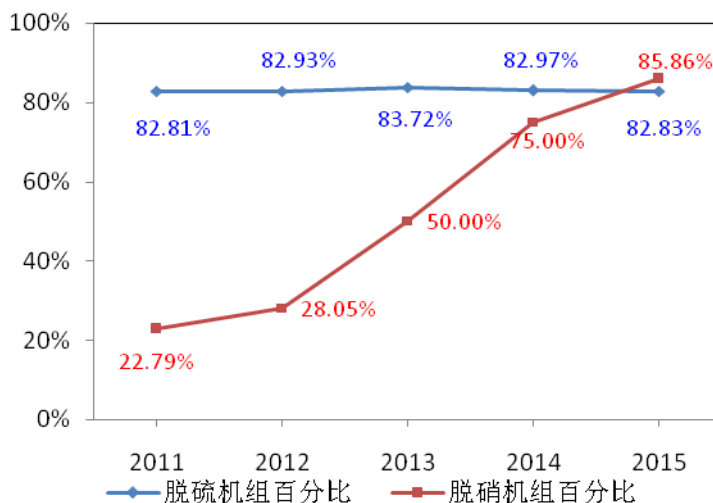
图 20: 11-15 年脱硫脱硝机组增长率



数据来源：中电联，东北证券

数据来源：中电联，东北证券

图 21: 11-15 年脱硫脱硝机组占总机组百分比



数据来源：中电联，东北证券

2.2.3 “超低排放”政策助力未来增长

我国于 2015 年年底正式提出超低排放方案。火电厂燃煤锅炉在发电运行、末端治理等过程中，采用多种污染物高效协同脱除集成系统技术，使其大气污染物排

放浓度基本符合燃气机组排放限值，即烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不超过 10 mg/m^3 、 35 mg/m^3 、 50 mg/m^3 。相比于 2012 年的《火电厂大气污染物排放标准》(GB 13223-2011)，排放标准大大提高。并且决定在 2020 年前全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造，东、中部地区要提前至 2017 年和 2018 年达标，大幅降低发电煤耗和污染排放。

中央和地方政府相继出台相应的政策，全面推动超低排放政策。这将给增速放缓的烟气治理行业带来新的增长。截止 2016 年第一季度，我国火电总装机容量已经突破 10 亿千瓦。按照中电联测算的每千瓦超低排放改造价格单价 100-150 元/千瓦测算，2015 年超低排放改造容量已完成 7847 万千瓦，“十三五”期间全国超低排放改造市场空间为 920-1380 亿。

表 7: 超低排放标准与之前标准对比

污染物	超低排放标准	火电厂大气污染物排放标准
烟尘, mg/m^3	10	30
二氧化硫, mg/m^3	35	100(新建)、200(现有)
氮氧化物, mg/m^3	50	100

数据来源：《火电厂大气污染物排放标准》，东北证券

表 8: 国家关于超低排放的政策

时间	部门	政策	内容
2014.9	环保部、发改委、国家能源局	《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014—2020年)》	新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于300克标准煤/千瓦时(以下简称“克/千瓦时”)。到2020年,现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于310克/千瓦时,其中现役60万千瓦及以上机组(除空冷机组外)改造后平均供电煤耗低于300克/千瓦时。2020年实现超净排放。
2015.12	环保部、发改委、国家能源局	关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知	对2016年1月1日以前已经并网运行的现役机组,对其统购上网电量加价每千瓦时1分钱(含税);对2016年1月1日之后并网运行的新建机组,对其统购上网电量加价每千瓦时0.5分钱(含税)。上述电价加价标准暂定执行到2017年底,2018年以后逐步统一和降低标准。
2015.12	环保部、发改委、国家能源局	《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》	全国新建燃煤发电项目原则上要采用60万千瓦及以上超超临界机组,平均供电煤耗低于300克标准煤/千瓦时(以下简称克/千瓦时),到2020年,现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于310克/千瓦时。
2016.2	国家能源局	贯彻国务院第114次常务会议精神做好煤电超低排放和节能改造项目安全管理工作的通知	决定在2020年前全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造,东、中部地区要提前至2017年和2018年达标,大幅降低发电煤耗和污染排放。

数据来源：政府网站，东北证券

表 9: 地方政府关于超低排放的政策

时间	部门	政策	内容
2015.3	山西	关于进一步加快推进燃煤发电机组超低排放改造工作的通知	现役单机 30 万千瓦及以上燃煤机组要在确保正常电力生产供应的同时, 按区域分布、错峰改造科学合理安排改造工作, 全部完成超低排放改造的时限由 2020 年提前至 2017 年底。
2015.6	河南	关于烟气超低排放燃煤机组基础电量奖励政策的通知	对于在基准氧含量 6% 条件下, 烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 5、35、50 毫克/立方米, 且经省级环保部门按照环保部验收规范验收合格的, 增加年度基础电量发电利用小时 200 小时/年。
2015.8	山东	《山东关于加快推进燃煤机组(锅炉)超低排放的指导意见》	2018 年底前, 全省 10 万千瓦及以上的燃煤机组和单台 10 蒸吨/小时以上燃煤锅炉全部完成超低排放改造, 达到天然气燃气轮机(锅炉)排放标准, 逾期不达标的机组(锅炉)将实行停产治理。
2015.9	河北	关于规范燃煤发电机组超低排放升级改造工程项目环保验收工作的通知	燃煤发电机组超低排放升级改造完成后, 外排各种大气污染物浓度应达到燃煤电厂河北省地方排放标准。升级改造项目应通过新建或改造脱硫、脱硝和除尘设施, 实现超低排放。
2016.2	江苏	《燃煤机组超低排放改造安全专项行动监管报告》	2017 年底, 江苏省要全面完成单机 10 万千瓦及以上燃煤机组环保设施改造任务, 大气污染物排放浓度基本达到燃机排放标准。
2016.3	海南	《海南省燃煤电厂超低排放和节能改造实施方案》	2017 年年底, 全省现役 30 万千瓦及以上公用燃煤发电机组、10 万千瓦及以上自备燃煤发电机组(暂不包含 W 型火焰锅炉和循环流化床锅炉)全部完成超低排放和节能改造。

数据来源: 政府网站, 东北证券

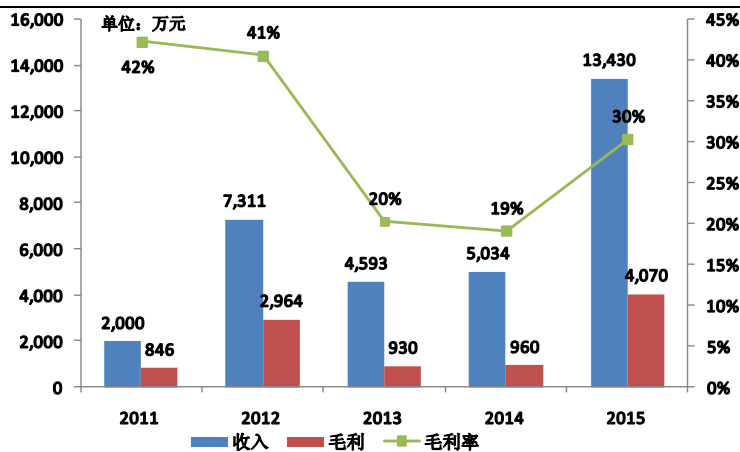
3. 公司分析

3.1 公司土壤修复业务迎来高速发展

永清环保从 2009 年开始布局土壤修复业务。至 2013 年, 该项业务处于培育期, 公司对该业务板块进行了较大的前期投入。然而受政策性因素影响, 各地土壤修复工作晚于公司预期, 造成了 2014 年项目的整体产能利用率不足的情况, 当年公司环境修复药剂销售利润没有达到预期水平。2015 年, 随着政策关注度的提升, 公司重金属土壤修复业务实现快速增长。2011-2015 年间, 公司重金属土壤修复业务收入由 2000 万元增至超过 1.34 亿元, 年均复合增长率超过 60%。由于该业务板块处于建设培育期, 毛利率波动较大, 预计今年起毛利率将趋于稳定。

永清环保是 A 股中最早在土壤修复领域进行战略布局的企业之一, 近年来注重发展土壤修复领域业务, 已经形成从研发、设计、修复药剂生产到工程施工的土壤修复业务完整产业链。公司在土壤修复项目经验、技术储备等方面具备明显的先发优势, 土壤修复业务将会作为未来业绩贡献的重要增长极。

图 22: 11-15 年公司重金属土壤修复（含药剂）业务收入、毛利及毛利率



数据来源：东北证券，Wind

3.1.1 自主生产土壤修复药剂，土壤修复产业链完整

永清环保拥有业内第一条修复药剂生产线，形成从研发、设计、修复药剂生产到工程施工的土壤修复业务完整产业链，完成了产业链整合。公司自主研发的离子矿化稳定剂对于受铅、镉、砷、汞、铬、镍、铜、锌等重金属污染的土壤具有有效的治理效果，重金属稳定化率可达到 90% 以上。

国内修复药剂以进口为主，药剂毛利率高达 40% 以上，修复药剂的成本占到每个土壤修复项目成本的 30-40%。早在 2013 年公司已经完成年产 8 万吨粉体和 3 万吨的液体药剂的生产线，提高了公司在土壤修复市场中的竞争力。永清环保自主生产的离子矿化稳定剂药剂在四川长虹、湖南郴州等地的土壤修复中成功运用。

图 23: 污染土壤现场取样



数据来源：公司官网，东北证券

图 24: 药剂混合



数据来源：公司官网，东北证券

3.1.2 收购美国 IST 公司， 引进先进技术

2015 年，永清环保收购美国土壤修复公司 Integrated Science & Technology Inc（下称“IST 公司”）51% 股权。IST 公司于 1991 成立，专营土壤及地下水修复所涉及的技术咨询、场地调查、风险评估、方案设计、工程实施总包等业务。IST 公司研发的原位生物修复、土壤淋洗、土壤气体监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。通过收购，永清环保引进了该领域的世界先进技术。同时，公司引进了一批顶尖技术人才，专业团队更加强大，增强了自身技术优势。

图 25: 科威特受石油污染场地场景



数据来源：公司官网，东北证券

图 26: 棕地修复现场 IST 工程师监督施工



数据来源：公司官网，东北证券

表 10: IST 公司部分土壤修复个别经典案例列示

案例	IST 提供关键技术支持
海湾战争科威特“石油湖”污染案	-担任修复科威特 100 余平方公里“石油湖”的技术开发专家
	-向联合国赔偿委员会提供专家证词
	-对伊拉克军火存储造成的严重污染进行评估
美国棕地及场地再开发案例	-与科威特 UXO 专家(拆弹专家)一起，为证明土壤清理的必要性，开展了风险评估，并开发了一种安全、经济的土壤修复方法
	-符合美国环保署实施的新棕地最终条例的相关具体要求
	-符合美国环境场地评估标准实践(ASTM E1527-05)系列--环境场地评估过程的规定
	-采用联邦、州及当地的环境数据库并进行记录搜索，进行场地踏勘
	-评估该场地与邻近地块潜在的相互影响，检查历史文件和记录
	-为采集成本分担的直接数据提供指导，开展环境风险评估
	-提供清理策略和成本核算方案，协助解决直接环境问题，从而减少对项目建设的影响
-优化修复工作	

数据来源：东北证券

3.1.3 较早进入土壤修复领域，项目经验丰富

近年来，公司在湖南等地区的土壤修复市场积累近 20 个成功项目经验。公司在湘潭地区首创的以“土壤修复+土地流转”为核心的“岳塘模式”，通过市场化的方式解决了土壤修复领域资金来源难题，打造了土壤修复商业模式的范本。

公司在邵阳市“洋溪沟、龙须沟”两沟实施环境污染综合治理项目，对龙须塘 15 平方公里区域进行综合环境整治和生态建设，打造了环境服务模式的标杆。此外，公司耕地修复试点取得显著成效，在湖南省内多地示范试验和长株潭地区 6000 亩级的中试试验取得成功，相关技术成果达到国内先进水平。公司借此于今年 4 月成功斩获长沙市望城区约 8000 万的重金属污染耕地修复整区承包服务项目。

表 11: 公司部分土壤修复订单

合同名称	签约时间	金额 (万元)	处理内容
永兴县工业固体废物污染环境修复技术示范项目承包合同	2012.01	50000	工业固体废物污染环境修复
湘江流域重金属污染综合治理项目合作协议	2012.08	1530	重金属污染综合治理
郴州临武县三十六湾、香花岭地区重金属污染综合治理工程	2013.08	4655	发米江、两江口重金属治理
郴州临武县财神庙区域历史遗留重金属污染综合治理工程	2013.08	4172	重金属污染综合治理
邵阳市“洋溪沟、龙须沟”两沟环境污染综合治理工程	2015.03	20457	河段清淤 11.22 公里, 修复人工湿地 2.74 公顷, 淤泥无害化处理 11.79 万 m ³ , 处理渗滤液 3.72 万 m ³ , 建设 5 个临时底泥干化场地和 1 个底泥稳定化处理中心
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	2015.05	983	修复的重金属污染土壤 30120m ³ , 生态修复及绿化养护
郴州市桂阳县土法选金废渣安全处置工程	2016.01	3560	建设填埋场, 修复污染土壤 30 万 m ³ 并进行生态修复
长沙市望城区重金属污染耕地修复整区承包服务项目	2016.04	7959	长沙市望城区指定区域的耕地修复服务
上海奉贤生活垃圾末端处置中心工程飞灰稳定化处理药剂采购项目	2016.05	-	为上海东石塘再生能源有限公司的上海奉贤生活垃圾末端处置中心提供药剂

数据来源:公司公告, 东北证券

3.1.4 立足湖南，拓展全国市场

据《全国土壤污染状况调查公报》公布结果来看，永清环保所处湖南省为我国土壤污染重灾区，重金属土壤污染严重，土壤修复工作需求较高。作为湖南省内企

业，永清环保在湖南省内有较强的项目获取能力，有助于企业发展。同时，公司以湘江流域重金属污染综合治理为起点，2015 年以来基本完成全国核心区域的市场布局，分别在位于长三角的上海、南京和珠三角的广州成立子公司，将土壤修复业务向全国拓展。

3.2 超低排放政策利好，16 年烟气治理拿单不断

3.2.1 烟气治理技术领先

公司在火电和钢铁等行业的烟气治理业务领域（脱硫、脱硝、除尘等）具有多年的技术优势和扎实的经验基础。烟气治理业务作为公司重要的业绩贡献点，主要采取成熟的 EPC 的模式，部分通过托管运营方式取得服务收益。

近年来公司研发设计的“清洁岛”烟气综合治理一体化解决方案在“超低排放”市场获得高度认可。该方案是将近年研发的湿式静电烟气深度除尘和高效旋转电极静电除尘等关键技术，与公司原有脱硫、脱硝六大核心技术完美结合，使公司成为业内少数可提供“超低排放”综合解决方案的公司之一。

此方案的核心是，**脱硫方面**采用高效石灰石—石膏湿法烟气脱硫技术，通过采用高效喷淋与提效环技术实现更大覆盖率，有效避免烟气“趋壁效应”；采用多功能多管式湍流器，均匀烟气流，提高 SO₂ 吸收效率；采用单塔双循环技术消除多喷淋层的相互干扰；采用凝并式高效除雾技术，实现湿烟气高效除尘。**脱硝方面**采用便利性和经济性上各具特色的 SCR 脱硝和 SNCR 脱硝两种技术；**除尘方面**采用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 mg/m³。

图 27：公司主要核心技术



数据来源：公司网站，东北证券

3.2.2 政策利好，拿单不断

2016 年政府工作报告提出，今后五年要实现地级及以上城市空气质量优良天数比率超过 80% 的目标。大气治理仍将是“十三五”期间环保工作的重点方向。火电厂

“超低排放”改造、大气污染治理等方面的订单都将得到进一步释放。

2016 年以来，公司已拿到 11 个火电厂“超低排放”EPC 订单，订单金额已超 5 亿，大大超过去年同期水平。5 月永清环保上海分公司与景昌（上海）企业发展有限公司签订了挥发性有机物（VOCs）达标治理工程合同。这是永清环保在有机废气治理领域的首个项目。烟气治理 EPC 项目建设周期为 3-6 个月，考虑到订单的执行周期和收入确认节点，订单对应业绩将在 16 年全面释放，烟气治理业务业绩相对于 15 年将实现大幅增长。

表 12: 2016 年公司烟气治理 EPC 订单

时间	业主	项目	金额
2016.1	宁夏电投西夏热电有限公司	西夏热电二期（2×350MW）项目脱硫	1.26 亿
2016.1	南热源厂	南热源厂 3×70MW 脱硫脱硝除尘改造项目	—
2016.1	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项目	
2016.1	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）项目	三个项目 1.80 亿
2016.1	大唐安阳发电有限责任公司	9、10 号机组（2×320MW）超低排放改造工程	
2016.2	蒙东能源集团赤峰新城热电厂	2×300MW 超低排放脱硫系统提效项目	—
2016.3	焦作万方铝业股份有限公司热电厂	5、6 号机组超低排放改造项目	—
2016.5	大唐环境产业集团股份有限公司 饶平项目分公司	3、4 号机组脱硫脱硝系统超低排放改造工程	1.1 亿
2016.5	茂名臻能热电有限公司	7 号机组烟气脱硝超低排放改造工程、脱硫提效改造项目 EP 工程	—
2016.5	山东临沂莒南力源热电有限公司	2×350MW 机组超洁净排放环保工程项目	—
2016.5	大唐华银株洲发电有限公司	3 号机组超低排放改造工程脱硫增容改造项目	—
2016.5	景昌（上海）企业发展有限公司	挥发性有机物（VOCs）达标治理工程合同	—

数据来源：公司公告，东北证券

3.3 拓展新能源发电领域业务

3.3.1 携手爱能森，进军光热发电、风力发电市场

为加速推进新能源发电领域的投资布局，15 年 11 月永清投资 3000 万元与深圳市爱能森科技有限公司共同合资组建“永清爱能森新能源工程技术有限公司”，永清控股 60%。公司主要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，具有丰富的经验和市场资源。永清环保将发挥在业务拓展和资金实力方面的优势，深圳爱能森则发挥其新能源电站技术优势，共同推动

在清洁能源电站领域的拓展。

永清爱能森组建以后,成果显著。公司已分别于16年2月和3月成功签约7540万元的怀化工业园10MW分布式光伏EPC项目和5.36亿的内蒙古达茂旗100MW风电项目(包括成套设备采购和技术服务)。成立合资公司后,风力发电、光伏光热发电等业务迅速成为公司重要增长点。

3.3.2 新能源发电市场广阔

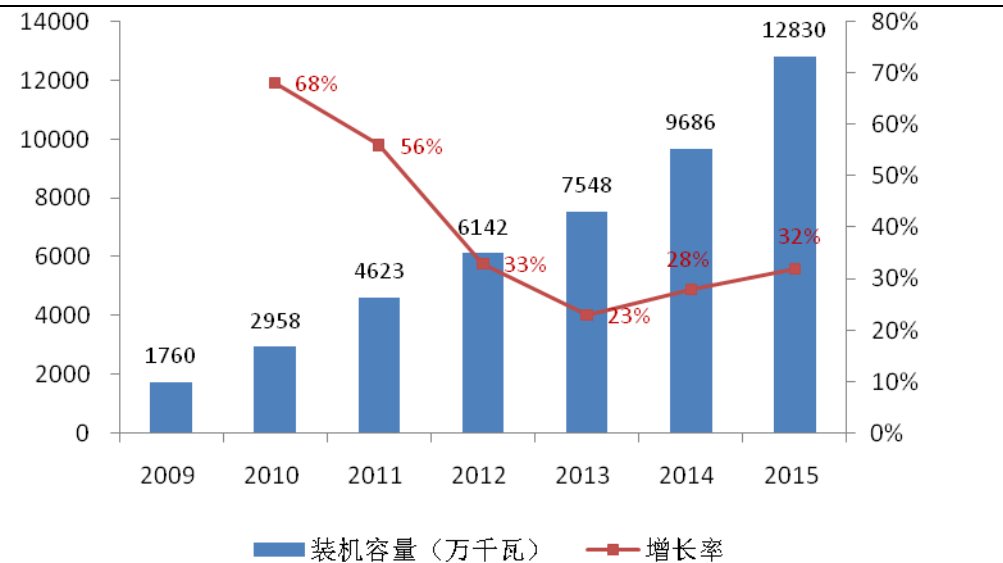
16年3月,《十三五规划纲要》发布,指出“推动能源结构优化升级:继续推进风电、光伏发电发展,积极支持光热发电。完善风能、太阳能、生物质能发电扶持政策”。我国政府承诺到2020年我国非化石能源占一次能源消费比重达到15%。

“十三五”发展核电的节奏有所放缓,因此就要提高光伏、风电、生物质发电的投资力度。其中,太阳能要从4000多万千瓦要上升到1.6亿千瓦,风电要从1.2亿千瓦上升到2.5亿千瓦。

“十三五”期间太阳能发电装机容量从4100万到1.6亿千瓦,年复合增长率达30%,空间巨大。15年我国太阳能发电装机容量约为4100万千瓦,绝大多数是光伏发电,太阳能热发电只有2万千瓦。国家能源局发布的《太阳能利用十三五发展规划征求意见稿》指出,到2020年底,太阳能发电装机容量达到1.6亿千瓦,年发电量达到1700亿千瓦时,年度总投资额约2000亿元。其中,光伏发电总装机容量达到1.5亿千瓦(集中式0.8亿千瓦,分布式0.7亿千瓦)。太阳能热发电总装机容量达到1000万千瓦,太阳能热利用集热面积保有量达到8亿平方米,年度总投资额约1000亿元。太阳能发电总装机容量中,光伏发电占比94%,热发电占比6%。

“十三五”期间风电装机容量将会翻番。我国风力发电发展迅速,装机总量已跃居世界第一。为完成2020年我国非化石能源占一次能源消费比重达到15%的目标,业内预计风电装机容量将在“十三五”期间由1.2亿千瓦增加到2.5亿千瓦。

图 28: 我国风电装机容量(万千瓦)



数据来源: 东北证券, Wind

风电场项目的投资成本中,风电机组大约占70%左右的比例,其余电气、土建、安装工程等费用约占30%。国产机组历年平均价格今年维持在4000元/kW左右,预计“十三五”期间风电市场空间为6000-7000亿。

从“十三五”规划中的太阳能发电、风力发电装机容量请来看，我国市场的新能源发电市场广阔，为公司的发展带来巨大的机遇。

表 13: 国产机组历年平均价格

年份(年)	国产风电机组平均价格(元/kW)
2009	5000
2010	4500
2011	3900
2012	4000
2013	4100
2014	4300

数据来源：北极星电力网，东北证券

3.3.3 垃圾焚烧发电进展迅速，新余、衡阳一期项目已并网发电

公司的垃圾焚烧业务发展迅速。继 15 年 11 月，新余 600 吨/日项目正式并网发电，16 年 5 月 31 日，衡阳一期 1000 吨/日项目开始并网发电。新余保守估计年发电量 6800 万度，衡阳年发电量超过 10000 万度。目前公司共有 4 个垃圾焚烧项目，衡阳二期项目预计在 2017 年 10 月并网发电。公司持股 10% 的长沙项目预计于 2017 年 1 月投运。公司未来制定了日处理量 10000 吨的目标，未来垃圾焚烧发电业务会为公司带来稳定收益。

垃圾焚烧业务运营期毛利率高达 40% 左右，我们预计垃圾焚烧发电业务 16-17 年贡献利润 2500、5000 万元。这将为公司的业务扩展提供稳定现金流。

表 14: 垃圾焚烧项目

项目	产能(吨/日)	投产时间	公司持股(%)	补贴(元/吨)
新余	600	2015.10	100	69.5
衡阳一期	1000	2016.6	100	50(3年前)
衡阳二期	500	2017.10	100	78(3年后)
长沙	5100	2017.1	10	—

数据来源：公司公告，东北证券

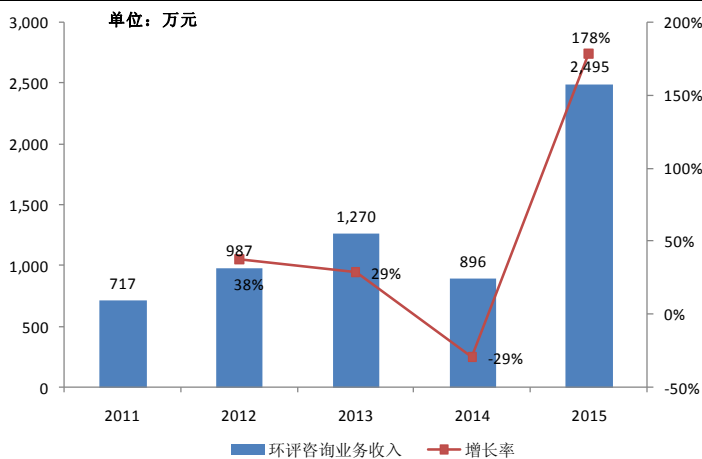
3.4 环评咨询业务迎来发展新机遇

环评行业的发展依靠事件驱动，事件的爆发引起全社会对环评的重视进而推动有关政策落实，为行业发展带来空间。于 2016 年爆发的“常州外国语学校”事件

其根本原因在于环评未批先建及环评报告书对项目评估不充分，该事件再次将环评行业推进到公众面前。2016年，环保部下发的《关于推进环保系统环评机构脱钩工作相关要求的通知》要求2016年底前环保系统环评机构必须全部完成脱钩，对逾期未完成脱钩的环评机构，将予以注销资质。这意味着环评服务全面进入社会第三方机构，环评机构市场化为民营环评机构带来更加广阔的发展空间。

2011年至2014年间受市场空间影响，公司环评咨询业务收入波动较大。得益于环保系统环评系统脱钩或退出建设项目环评服务市场，2015年永清环保环评咨询业务迎来高速发展。环保部于2015年3月通过《环境保护部关于全国环保系统环评机构脱钩工作方案》，同年永清环保环评咨询业务收入较2014年增长近2倍。环评咨询作为环保服务业的顶层设计环节，属于轻资产项目，业务毛利率高达49%，公司会大力发展该项业务。虽然该项业务目前在永清环保营业收入中占比较低，但有望保持高速持续增长。

图 29: 11-15 年公司环评咨询业务收入及增长率



数据来源：东北证券，Wind

永清环保是湖南省唯一一家获得环评资质的民营单位，拥有国家环保部颁发的《建设项目环境影响评价资格证书》（国环评证乙字第2732号）。公司环评咨询业务包括环境影响评价（评估）、环境污染治理工程可行性研究、环境相关政策研究、环境调查等，目前业务主要集中在湖南省内。公司环评中心成立后，已完成了邵阳新宁垃圾填埋场工程、华菱衡钢脱硫改造工程等多个环评项目。

图 30: 永清环保环评咨询宣传页



图 31: 公司与华菱衡钢脱硫改造工程签约仪式



数据来源：公司官网，东北证券

数据来源：公司官网，东北证券

环评咨询业务核心竞争力在于人力资源。永清环保目前拥有数位注册环境影响评价工程师，具有一支技术含量高，实力雄厚的技术团队，这是公司获得甲级资质的有力保障。公司目前正在申请甲级环评资质，预计年内将会取得。获得甲级环评资质后，永清环保环评业务范围将扩大，环评业务将向全国拓展。公司环评业务预计将迎来新的增长。

3.5 扩展迅速，全国布局

3.5.1 区域布局

2015年以来，永清加快扩展步伐。在国内，立足湖南，先后在江苏、上海、北京、广东等区域设立分子公司，业务布局全国重点地区。在海外，2015年7月，永清环保正式完成对美国IST公司51%股权的收购，并且依托美国子公司积极开拓市场，在纽约、洛杉矶、亚特兰大、北卡罗来纳等地成立了分公司，业务网络迅速铺开；通过与央企的合作，逐渐将业务拓展到南美厄瓜多尔等地。

表 15：2015 年以来新增子公司

时间	子公司全称	注册地	业务性质	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
2015.3	安仁永清环保资源有限公司	湖南安仁	垃圾清运等	100	150
2015.6	新余永清环保环卫工程有限公司	江西新余	垃圾清运等	100	400
2015.6	Integrated Science&Technology,Inc	美国	土壤修复等	51	177
2015.6	Yonker North America INC.	美国	土壤修复等	100	330
2015.9	江苏永晟环保科技有限公司	江苏南京	大气污染防治等	51	5200
2015.9	上海永清股权投资管理有限公司	上海	投资管理咨询等	100	30000
2015.12	深圳永清爱能森新能源工程技术有限公司	深圳	环保新能源	60	5000
2015.12	上海聚合土壤修复科技有限公司	上海	土壤修复等	51	2000
2016.4	永清环保广州分公司	广州	土壤修复等	100	—

数据来源：公司公告，东北证券

3.5.2 业务屡创“第一”

15年9月，永清环保与新疆生产建设兵团农八师天山铝业有限公司签订场地修复合同。永清环保土壤修复业务已完成在华北、华南、西南、华东等区域的布局，又成功开辟新疆市场，业务版图更加完善，进一步扩大行业领先优势。

16年1月中标宁夏电投西夏热电有限公司二期2×350MW热电联产项目，该项目为永清环保进军宁夏市场以来的第一个火电“超低排放”项目。

16年4月中标长沙市望城区重金属污染耕地修复整区承包服务项目，中标金额约八千万元。这个项目是公司第一个重金属污染耕地修复项目，标志着永清在土壤修复领域的全面布局实现重要的跨越。

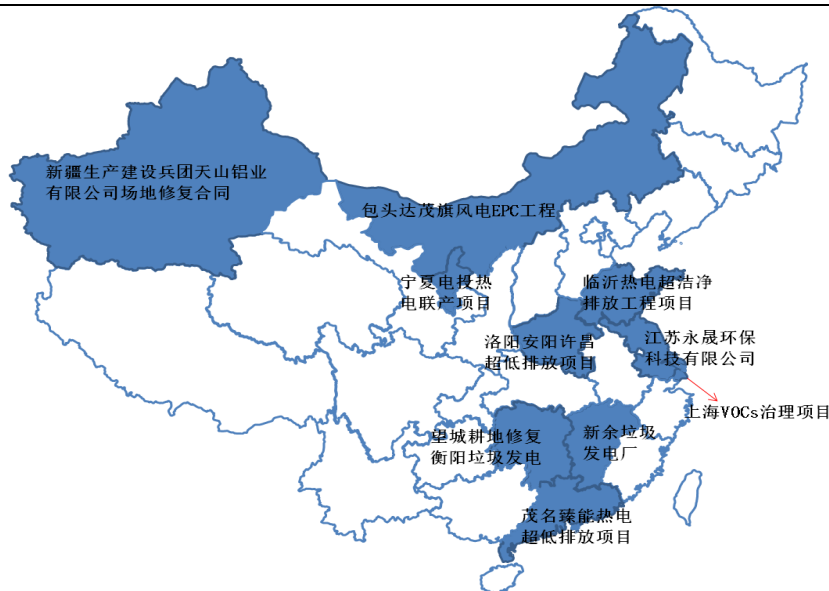
16年5月公司相继中标上海东石塘再生能源有限公司的生活垃圾飞灰稳定化处理药剂采购项目和景昌（上海）企业发展有限公司挥发性有机物（VOCs）达标治理工程。这标志着永清**成功开拓长三角市场**，并且这也是永清环保在**有机废气治理**领域的第一个项目。

16年5月永清环保广州分公司中标茂名臻能热电有限公司“超低排放”改造工程、脱硫提效改造项目 EP 工程。这是广州分公司在成立短短一个月内，在广东中标的第一个项目，标志着永清**成功开拓珠三角市场**。

16年5月，公司又成功中标山东临沂莒南力源热电有限公司 2×350MW 机组超洁净排放环保工程项目。这是永清环保在山东省内的第一个超低排放项目，为公司**开辟山东市场**打下坚实基础。

永清频频拿单，不断开拓新市场，除了政策推动市场，也依靠公司在业界的良好声誉和项目经验，体现了公司较强的市场开拓能力。

图 32: 永清新签订单分布图



数据来源：东北证券

4. 盈利预测、估值比较和风险提示

4.1 盈利预测

对公司的各项业务的收入和毛利率做出以下预测：

4.1.1 土壤修复业务

“土十条”已于5月31日发布，对土壤修复市场的开启起到有力的推动作用。到2020年前，受污染耕地治理和修复面积要达到1000万亩，实施200个土壤污染治理与修复技术应用试点项目。“土十条”着重强调“继续在湖南长株潭地区开展重金属污染耕地修复及农作物结构调整试点”。永清环保作为一家在湖南拿下湘江重金属污染修复项目和首个耕地修复项目的上市公司，无疑会在后续的市场竞争中

获得先机。

考虑到“土十条”出台对市场的推动作用以及公司目前在手的订单，我们预计16年土壤修复收入会高速增长100%至2.68亿，毛利率为25%。

4.1.2 烟气治理业务

受“超低排放”政策利好，公司目前在手订单已超5亿，接近15年全年水平。预计16-18年营收将增长60%、30%、20%，毛利率维持在20%左右。

4.1.3 新能源发电业务

光热、风力发电业务

在手怀化光伏EPC项目和内蒙古达茂旗风电EPC项目订单金额已超6亿。毛利率在15%左右。

垃圾焚烧发电业务

垃圾焚烧业务运营期毛利率高达40%左右，新余项目贡献全年利润，衡阳项目6月份开始贡献利润。根据项目投运进度，我们预计垃圾焚烧发电业务16-18年营收为1.00亿、2.00亿和2.80亿元。

4.1.4 环评咨询业务

得益于环保系统环评系统脱钩或退出建设项目环评服务市场，环评咨询业务将迎来高速发展。公司会大力发展该项业务。预计16-18年保持50%的增长，未来环评业务咨询市场会进入更多的竞争者，毛利率将会有所下降。

4.1.5 托管运营业务

托管运营业务主要是湖南3个钢铁厂的脱硫运营项目和新余的余热发电的项目，该业务不是公司发展的主要方向，我们预测未来此业务运营收入基本不变。

表 16: 公司各项业务收入、毛利率细分预测

业务板块	2015A	2016E	2017E	2018E
烟气治理				
收入(百万元)	526.63	842.61	1095.39	1314.47
Yoy	-31.24%	60.00%	30.00%	20.00%
毛利率	21.84%	20.00%	20.00%	20.00%
重金属土壤修复(含药剂)				
收入(百万元)	134.30	268.60	429.77	644.65
Yoy	166.81%	100.00%	60.00%	50.00%
毛利率	30.30%	25.00%	25.00%	25.00%
新能源业务(垃圾焚烧)				
收入(百万元)	10.00	100.00	200.00	280.00
Yoy		900.00%	100.00%	40.00%
毛利率		40.00%	40.00%	40.00%
新能源业务(光热、风力发电)				
收入(百万元)		615.00	676.50	744.15
Yoy		-	10.00%	10.00%
毛利率		15.00%	15.00%	15.00%
托管运营				
收入(百万元)	75.78	75.79	75.79	75.79

Yoy	0.50%	0.01%	0.00%	0.00%
毛利率	10.87%	10.87%	10.87%	10.87%
环评咨询				
收入（百万元）	24.95	37.42	56.14	84.21
Yoy	178.45%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	48.57%	40.00%	40.00%	40.00%
合计（百万元）	771.67	1939.43	2533.59	3143.27
Yoy		151.33%	30.64%	24.06%

数据来源：东北证券

4.2 估值比较

4.2.1 可比公司

我们根据公司业务板块和市值选定如下可比公司。在土壤修复领域，选定可比公司为：高能环境、博世科；在烟气治理领域，选定可比公司为清新环境、龙净环保；在新能源业务领域，选定可比公司为：盛运环保、首航节能。可比公司当前平均市值为 121.88 亿，动态 PE 为 57.02。

表 17：可比公司市值、动态 PE 及盈利一致预测对比*

证券简称	对标业务	市值	动态 PE	最新价	EPS			PE		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
高能环境	土壤修复	93.76	80.65	29.01	0.53	0.78	1.13	54.56	37.02	25.75
博世科	土壤修复	40.51	93.98	31.83	0.53	0.77	1.11	59.67	41.33	28.69
清新环境	大气治理	195.00	37.07	18.30	0.72	1.00	1.23	25.38	18.35	14.92
龙净环保	大气治理	136.00	23.68	12.76	0.62	0.71	0.99	20.53	17.91	12.9
盛运环保	垃圾焚烧	107.00	15.15	8.10	0.39	0.54	0.65	20.64	14.87	12.39
首航节能	光热	159.00	91.57	8.05	0.26	0.41	0.63	30.5	19.72	12.85
平均值		121.88	57.02		0.51	0.70	0.96	35.21	24.87	17.92
永清环保		96.23	84.78	14.86						

数据来源：东北证券，Wind

*可比公司一致预测数据来自于 Wind 一致预测，永清环保预测数据为东北证券研究所估计

4.2.2 估值评级

预计公司 16-18 年的收入分别是 19.39、25.34、31.43 亿元，归母公司净利润为 1.87、2.28、2.91 亿元，对应的 EPS 为 0.29、0.35、0.45 元（考虑资本公积转增股本方案）。考虑到“土十条”和“超低排放”政策利好，公司大力拓展土壤修复业务，新能源发电业务与烟气治理超预期发展，并且公司迅速拓展业务区域板块，未来业绩增长有保证，给予“买入”评级。

4.3 风险提示

新能源发电业务拿单低于预期，在手订单执行进度低于预期，土壤修复政策和“超低排放”政策执行力度低于预期。