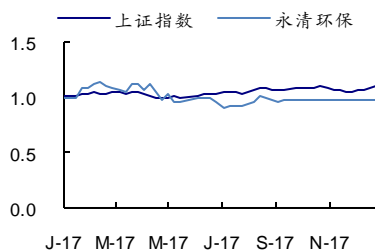


证券研究报告—深度报告
公用事业
环保 II
永清环保(300187)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 11.2 元 (维持评级)

2018年01月14日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	649/597
总市值/流通(百万元)	7,264/6,683
上证综指/深圳成指	3,429/11,462
12个月最高/最低(元)	13.91/9.99

相关研究报告:

《永清环保-300187-2015 年年报点评: 业绩符合预期, 土壤修复龙头进入高成长期》——2016-04-08

《永清环保-300187-重大事件点评: 定向增发显信心, 多点突破值期待》——2014-08-21

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师: 吴行健

E-MAIL: wuxingjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

收购优质危废资产, 打造综合固废平台

● 收购康博固废优质资产, 进入危废行业, 完善产业布局

永清环保拟以 10.02 元/股的价格, 向控股股东永清集团及杭湘鸿鹤合计发行 1.07 亿股, 作价 10.75 亿元购买康博固废 100% 股权; 标的公司承诺 2017-2019 年度扣非净利润分别为 10,612.96 万元、10,560.84 万元和 11,287.94 万元。以 2017 年承诺业绩计算, 收购 PE 为 10.1 倍。康博固废年处置能力为 3.8 万吨, 可处置 46 大类中的 17 类, 标的资产优质: ①区域优势明显。康博固废位于常熟经济开发区内, 是常熟市唯一一家危废焚烧处置企业, 常熟经济开发区为以化工、制药、汽车等产业为主的国家级经济技术开发区, 为康博固废提供了稳定的危废来源及市场渠道。此外, 苏北、苏中、苏南三地存在危废处置价格差, 康博固废地处危废处置价格较高的苏南, 有很好的卡口优势。②拥有稳定运营经验, 产能利用率高, 盈利稳定。危废行业的核心能力在于运营管理能力, 康博固废拥有稳定运营的经验, 自 2015 年全面投产以来产能利用率均稳定在 90% 以上。此次收购康博固废, 可以补全公司产业链, 与公司原有业务发生较强的协同作用, 综合固废平台雏形初现。

● 深耕土壤修复, 打造未来战略核心

《土壤污染防治法》于 2017 年 6 月 22 日提交全国人大一审, 且草案已对外公布, 征求意见。随着土法的颁布实行, 土壤修复行业将迎来高速发展期。永清环保在土壤修复领域具有先发优势, 依托美国 IST 公司丰富的土壤修复治理经验和领先的技术实力, 积极布局“大土壤”战略, 未来发展可期。

● 环境咨询增长迅猛, 新能源业务成为重要的业绩支撑

2016 年 8 月, 公司环评资质顺利升甲; 2017 年 7 月, 公司环评资质扩项通过, 整体资质能力位于市场前列; 2017 年上半年环境咨询业务取得了 100% 以上的迅猛增长。与此同时, 公司积极切入新能源发电领域, 2017 年上半年永清爱能森新能源为公司带来 1.14 亿营业收入, 占总营收 17.51%, 成为公司重要的业绩补充。

● 盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润为 1.56/3.35/4.48 亿元, 考虑到增发摊薄对应 eps 为 0.24/0.44/0.58, 对应 PE 为 41/23/17 倍, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,536	1,467	2,315	2,805
(+/-%)	98.6%	-4.5%	57.7%	21.2%
净利润(百万元)	142	156.26	334.51	447.56
(+/-%)	25.4%	10.4%	114.1%	33.8%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.24	0.44	0.58
EBIT Margin	12.5%	10.8%	15.5%	16.6%
净资产收益率(ROE)	9.6%	9.7%	17.5%	19.5%
市盈率(PE)	45.8	41.5	23.0	17.2
EV/EBITDA	38.1	38.1	23.0	18.4
市净率(PB)	4.38	4.01	4.03	3.34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况：环保综合服务商雏形初现	5
收购康博固废，切入危废行业	7
标的优质，区位、运营优势明显	7
危废行业判断：监管加强行业迎来黄金发展期	10
战略切入危废，完善产业布局	12
深耕土壤修复，打造未来战略核心	12
土壤污染形势严峻，政策驱动土壤修复行业进入加速高增长期	12
依托区域优势，打造“绿色湘军”代表	14
收购国外先进技术，构建“大土壤”产业格局	15
非电治理迎政策催化，期待市场空间释放	16
大气治理是长期攻坚战，仍任重道远	16
电力行业治理高点已过，非电行业治理是未来工作的重点	17
采用电除尘+活性炭协同治理工艺	18
公司技术优势突出，频获订单	19
资质“升甲”扩项，环境咨询业务增长迅猛	20
“红顶中介”脱钩，环评服务逐步市场化、规范化	20
环评资质“升甲”、扩项，增长迅猛	21
新能源业务成为重要业绩补充	21
垃圾发电逐步投运迎来收获期	21
积极介入新能源发电领域	22
盈利预测	23
附表：财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

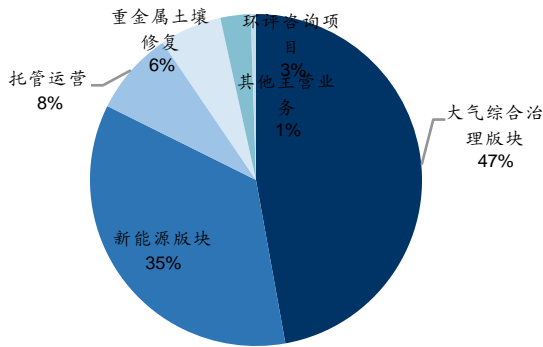
图 1: 公司 2016 年主营业务营收占比	5
图 2: 2017H1 各业务毛利占比	5
图 4: 公司近年营收情况	5
图 5: 公司近年归母净利润情况	5
图 3: 历年扣非后归母净利润及其增长率	6
图 6: 江苏省各市 2016 年危废产量占比	9
图 7: 工业危险废物产生量(万吨).....	10
图 8: 2006-2016 年全国危险废物经营许可证颁发情况(份)	11
图 9: 危废实际经营规模占核准经营规模比例	11
图 10: 2016 年中国投运的集中化危废处置设施的设计处置能力市场份额	11
图 11: 危废处理量低于 50 吨的企业超八成.....	12
图 13: 土壤污染情况	13
图 14: 各类型土地污染情况.....	13
图 15: 四川某镉污染土壤修复工程	14
图 16: 湖南某镉污染场地修复工程	14
图 17: 土壤修复主要企业历年获批专利数量(个)	15
图 18: 意大利特雷卡泰油井井喷原油污染修复	16
图 19: 南佐治亚州黑液池补救调查	16
图 21: 2017 年年均 PM2.5 浓度整体反弹省份(区域图)	17
图 23: 大气治理核心技术	19
图 24: 高效协同脱硫除尘技术	19
图 25: 公司环评业务营收及毛利率情况	21
图 29: 衡阳垃圾发电厂	22
图 30: 新余垃圾发电场	22
表 1: 公司前十大股东(截至 2017 年 9 月)	6
表 2: 股权激励	6
表 3: 康博固废近两年财务数据	7
表 4: 发行股份购买康博固废 100%股权的具体情况	7
表 5: 募集配套资金用途	7
表 6: 康博固废产能、产量及产能利用率情况	7
表 7: 康博固废危险废物许可证编号	8
表 8: 康博固废危废处理资质	8
表 9: 2017 年 1-9 月康博固废在各地实现的危废处置收入及毛利率情况	8
表 10: 康博固废较同行业竞争对手有显著的地缘及规模优势	9
表 11: 康博固废与同行业可比公司的产能利用率与处置单价比较分析	9
表 12: 我国近几年土壤污染相关重要政策法规	13
表 13: 我国土壤修复潜在市场空间测算	14
表 15: 永清环保土壤修复订单	15
表 15: 2017 年各省市 PM2.5 平均浓度变化	16

表 16: 非电行业大气治理市场空间测算.....	18
表 17: 永清环保近年来大气治理订单.....	20
表 18: 2017 年环评领域相关政策.....	20
表 19 : 永清环保垃圾发电项目.....	22
表 20 : 其他项目订单.....	22
表 22: 永清环保新能源项目.....	23

公司概况：环保综合服务商雏形初现

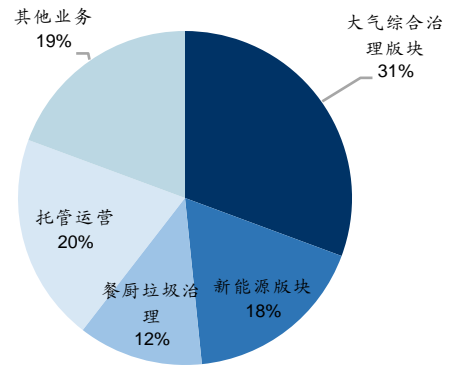
大气污染治理是目前公司最主要的收入来源。永清环保股份有限公司成立于2004年，是湖南省首家A股上市环保企业。目前，公司主营四块业务：大气治理、土壤修复、清洁能源发电及环境咨询。其中，大气治理是公司的传统业务，在2016年公司营收中占比47%（不考虑托管部分），是公司最重要的收入来源。新能源板块则贡献了35%的营收，成为公司重要的业绩补充。

图 1：公司 2016 年主营业务营收占比



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

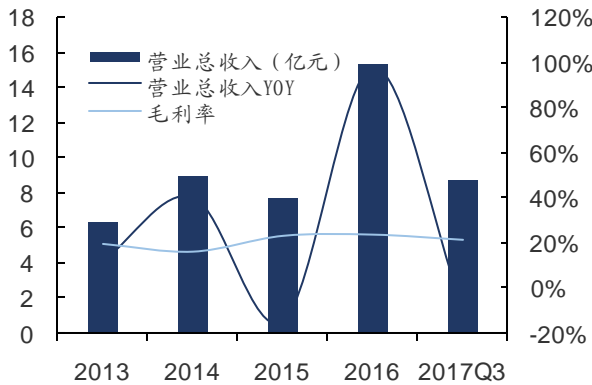
图 2：2017H1 各业务毛利占比



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

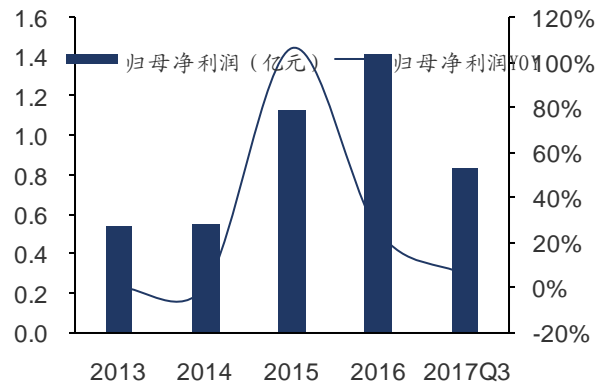
2017 年前三季度公司业绩平稳。2017 年 Q1-Q3 公司营收分别为 2.28 亿、6.51 亿、8.72 亿，同比分别增加 79.44%、1.22%、-8.88%；前三季度共实现归属于上市公司股东的净利润为 0.84 元，较上年同期小幅上涨 6.06%，扣非后归母净利润为 0.67 亿元，同比下降 4.07%。

图 3：公司近年营收情况



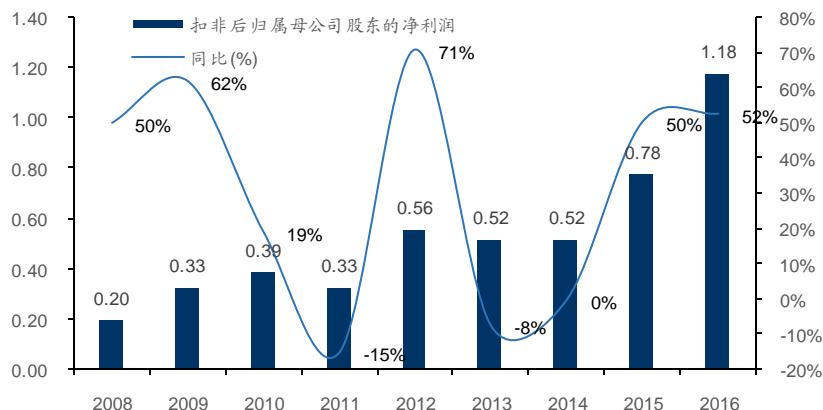
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司近年归母净利润情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 历年扣非后归母净利润及其增长率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

股权集中度高。公司实际控制人为董事长刘正军，其持有公司第一大股东永清集团 99% 股份（永清集团持有 62.56%），同时是全国人大代表、中国环境保护产业协会副会长、湖南省环境保护产业协会会长。公司第二大股东欧阳玉元为实际控制人刘正军的岳母。

表 1: 公司前十大股东（截至 2017 年 9 月）

股东名称	持股比例	持股数量
湖南永清投资集团有限责任公司	62.56%	405,693,711
欧阳玉元	3.79%	24,580,113
湖南永旺置业有限公司	0.87%	5,642,610
中央汇金资产管理有限责任公司	0.84%	5,475,300
申晓东	0.73%	4,707,000
冯延林	0.71%	4,590,000
彭平良	0.50%	3,261,370
津杉华融（天津）产业投资基金合伙企业（有限合伙）	0.44%	2,821,305
魏春木	0.41%	2,631,000
刘佳	0.30%	1,950,000

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

股权激励彰显公司发展信心。2015 年 10 月，公司向高级管理人员、中层干部、核心团队成员共 249 名员工进行股权激励，解锁条件以 2014 年度扣非净利润为基准，2015-2017 年扣非净利润增长率不低于 50%、125%、210%，即 2017 年扣非净利润为 1.6 亿元。

表 2: 股权激励

时间	解锁安排	解锁条件	授予价格 (元/股)	解锁比例	解锁股份数 (股) / 获授股份数
2016.12.28	首授第一次解锁	2015 年公司扣非净利润 0.78 亿元，同比增长 50.09%，增长率高于 50%，满足解锁条件	5.864	首授 30%	2503260/8356200 (首授)
2017.12.19	首授第二次解锁	2016 年公司扣非净利润 1.18 亿元，较 2014 年扣非净利润增长 128.85%，增长率高于 125%，满足解锁条件	5.839	首授 30%	2431260/8356200 (首授)
2017.12.19	预留第一次解锁	2016 年公司扣非净利润 1.18 亿元，较 2014 年扣非净利润增长 128.85%，增长率高于 125%，满足解锁条件	7.555	预留 40%	316960/792400 (预留)

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 行权条件: 以 2014 年度扣非净利润为基准, 2015、2016、2017 年扣非净利润增长率不低于 50%、125%、210%

收购康博固废，切入危废行业

标的优质，区位、运营优势明显

10倍 PE 收购康博固废，进军危废行业。2015年、2016年康博固废实现的营业收入分别为 18,106.66 万元、20,085.91 万元，净利润为 9,418.17 万元、10,566.92 万元，经营性净现金流分别为 8,613.47 万元、12,402.67 万元，拥有稳定且高质量的盈利能力。2017年12月28日永清环保发布公告，拟以 10.02 元/股的价格，向控股股东永清集团及杭湘鸿鹤合计发行 1.07 亿股，作价 10.75 亿元购买其持有的康博固废 100% 股权；标的公司承诺 2017-2019 年度扣非净利润分别为 10,612.96 万元、10,560.84 万元和 11,287.94 万元。以 2017 年承诺业绩计算，收购 PE 为 10.1 倍。

表 3: 康博固废近两年财务数据

单位 (万元)	2015	2016	2017 前三季度
营业收入	18,106.66	20,085.91	15,325.29
归母净利润	9,418.17	10,566.92	7,804.11
经营活动产生的现金流量净额	8,613.47	12,402.67	8,958.86

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 4: 发行股份购买康博固废 100% 股权的具体情况

序号	交易对方	持有康博固废股权比例	交易对价 (万元)	发行数量 (股)
1	永清集团	15.73%	16,913.68	16,879,922
2	杭湘鸿鹤	84.27%	90,611.32	90,430,456
合计		100%	107,525.00	107,310,378

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上表中经计算出现折股数不足一股的情况时，尾数已直接舍去取整，拟支付股份数量不足一股的部分赠予上市公司。

同时，公司拟向不超过 5 名特定对象募集不超过 1.25 亿元配套资金，用于新建废石灰粉综合利用及配套设施项目、支付中介费用。

表 5: 募集配套资金用途

序号	项目名称	拟投资金额 (万元)
1	新建废石灰粉综合利用及配套设施项目	10,500.00
2	支付中介机构费用	2,000.00
合计		12,500.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

年处置能力为 3.8 万吨，可处置 46 大类中的 17 类。康博固废的主营业务为通过以高温焚烧为核心的工艺对危险废物进行科学处置，达到减量化、稳定化、无害化的效果。康博固废目前取得危险废物经营许可证的处置产能为 38000 万吨/年：拥有回转窑焚烧处置生产线两套（9000 吨/年 & 12000 吨/年）、热解炉焚烧处置生产线一套（12000 吨/年）和废液炉焚烧处置生产线一套（5000 吨/）。康博固废处置范围包括有机溶剂废物、废矿物油等 17 个大类的危险废物，并已取得危险废物经营许可证，是江苏省内单体最大的成熟运营的焚烧类危废处理公司之一。

表 6: 康博固废产能、产量及产能利用率情况

年份	危废处置产能 (吨)	危废处置量 (吨)	产能利用率
2017 年 1-9 月	28500	25315.77	88.83%
2016 年	38000	35849.68	94.34%

2015年	38000	35479.36	93.37%
-------	-------	----------	--------

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 2017年1-9月的产能利用率较2016年有所下降, 主要原因是危废焚烧生产线的实际处理量在一定区间内存在波动性。

表 7: 康博固废危险废物许可证编号

名称	持证单位	许可证编号	许可机关	有效期
危险废物经营许可证	康博固废	JS0581OOI301-11	江苏省环保厅	2016年12月至2019年4月

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 8: 康博固废危废处理资质

序号	所属类别	代码
1	医药废物	HW02
2	废药物药品	HW03
3	农药废物	HW04
4	木材防腐剂废物	HW05
5	有机溶剂废物	HW06
6	废矿物油	HW08
7	油/水、烃/水混合物或废乳液	HW09
8	精(蒸)馏残渣	HW11
9	染料涂料废物	HW12
10	有机树脂类废物	HW13
11	感光材料废物	HW16
12	有机磷化合物废物	HW37
13	含酚废物	HW39
14	含醚废物	HW40
15	含有机卤化物废物	HW45
16	其他废物, 仅限于 900-041-49、900-000-49、#900-039-49、900-046-49	HW49
17	废催化剂, 仅限于 262-151-50、261-183-50、263-013-50、#275-009-50、276-006-50	HW50

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

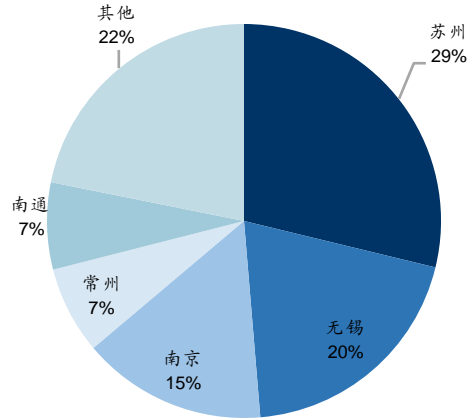
区位优势明显, 危废来源、市场渠道稳定。康博固废位于常熟经济开发区内, 是常熟市唯一一家危废焚烧处置企业, 常熟经济开发区为以化工、制药、汽车等产业为主的国家级经济技术开发区, 为康博固废提供了稳定的危废来源及市场渠道。康博固废在立足常熟市场的同时不断开拓苏州地区的其他市场以降低经营集中风险: 康博固废2015年、2016年及2017年1-9月来源于常熟市的危废收入占比分别为90.07%、72.27%、61.25%, 客户数量由约420家增至约630家。

表 9: 2017年1-9月康博固废在各地实现的危废处置收入及毛利率情况

危废来源地区	危废处置收入	占比	毛利率
常熟市	9,386.48	61.25%	52.77%
苏州高新技术产业开发区	618.91	4.04%	54.57%
苏州工业园区	1,521.48	9.93%	55.44%
昆山市	1,814.66	11.84%	54.98%
张家港市	766.69	5.00%	58.91%
太仓市	669.38	4.37%	56.38%
苏州市其他地区	213.9	1.40%	56.85%
泰兴市	214.93	1.40%	55.25%
江苏省除上述地区外的其他地区	118.87	0.78%	58.48%
合计收入/综合毛利率	15,325.29	100.00%	53.97%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 江苏省各市 2016 年危废产量占比



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

苏州市是江苏省乃至全国各主要工业城市中危废产生量较大的城市。《2017 年全国大中城市固体废物污染环境防治年报》显示, 苏州市在全国各城市危废年产生量中排名第六。此外, 苏北、苏中、苏南三地存在危废处置价格差, 根据草根调研, 目前(不含税)苏北处置价格约 4000 元/吨, 苏中 5000 元/吨, 苏南 6000 元/吨, 康博固废地处苏南, 有很好的卡口优势。

表 10: 康博固废较同行业竞争对手有显著的地缘及规模优势

公司名称	核准焚烧处理量(吨/年)	核准处理种类	所在地区
张家港市华瑞危险废物处理中心有限公司	14,000	19 种	张家港市
苏州新区环保服务中心有限公司	9,900	17 种	苏州高新区
江苏和顺环保股份有限公司	9,000	17 种	苏州工业园区
道康宁(张家港)有限公司	3,170	6 种	张家港保税区
江苏康博工业固体废物处置有限公司	38,000	17 种	常熟市

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

拥有稳定运营经验, 产能利用率高, 盈利稳定, 现金流良好。危废行业的核心能力在于运营管理能力, 比如如何进行配比焚烧, 如何控制排放达标, 如何防范风险事件的发生等等, 因此长期运营经验、整体员工素质非常重要。康博固废拥有稳定运营的经验, 自 2015 年全面投产以来产能利用率均稳定在 90%以上。

表 11: 康博固废与同行业可比公司的产能利用率与处置单价比较分析

公司名称	主要服务地域	项目	时间		
			2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
鑫广绿环再生资源股份有限公司	山东省	产能(万吨)	12.06	12.06	9.06
		产能利用率	62.61%	55.35%	48.59%
		处置单价(元每吨)	3,712.53	3,625.43	3,822.96
		处置单价增长率	2.40%	-5.17%	-
新宇环保集团有限公司	江苏省	项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
		产能(万吨)	6.53	7.12	5.09
		产能利用率	74.70%	58.16%	74.72%
		处置单价(元每吨)	4,264.65	4,694.37	4,031.11
浙江金泰莱环保科技有限公司	浙江省	处置单价增长率	-9.15%	16.45%	-
		项目	2017 年 1-5 月	2016 年度	2015 年度
		产能(万吨)	1.65	未披露可比数据	
		产能利用率	42.50%		
		处置单价(元每吨)	3,703.90		

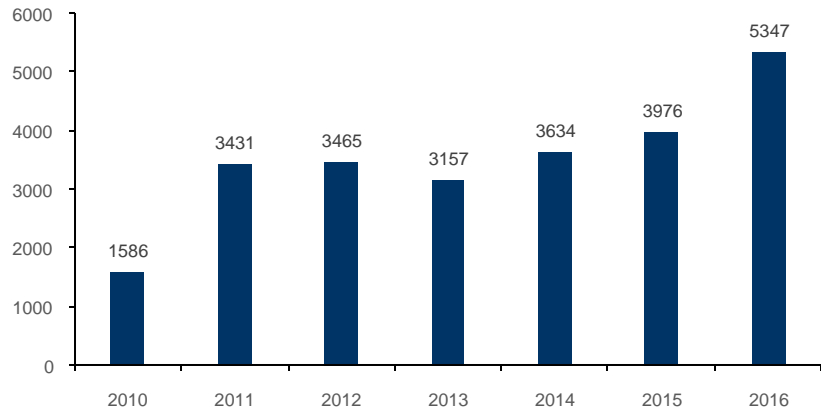
可比公司处置单价平均值(元每吨)		3,893.69	4,159.90	3,927.03	
可比公司处置单价中位数(元每吨)		3,712.53	4,159.90	3,927.03	
	项目	2017年1-9月	2016年度	2015年度	
康博固废	江苏省	产能利用率	88.83%	94.34%	93.37%
		处置单价(元每吨)	6053.65	5602.81	5103.44
		处置单价增长率	8.05%	9.78%	-

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

危废行业判断: 监管加强行业迎来黄金发展期

从需求端来看,危废真实产生量巨大。《环境状况公报》和《国家统计年鉴》统计数据均为企业自行上报的产量,在这一过程中,企业为逃避高额危废处理费用,存在瞒报现象。例如,2010年两部一局联合公布《第一次全国污染源普查公告》显示,2007年全国危废产量为4574万吨,远大于《统计年鉴》上企业自行申报的1079万吨。此外,从危废占固废比重的角度来看,16年固废产量稳定在31亿吨左右,危废占固废占比仅有1.7%,远低于发达国家5%-10%的水平。

图7: 工业危险废物产生量(万吨)

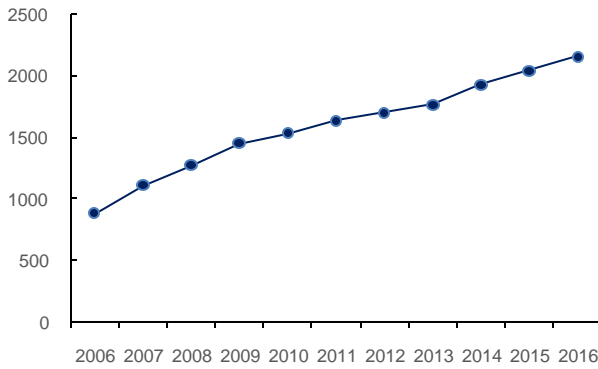


资料来源:《中国环境统计年鉴》,国信证券经济研究所整理

预估我国当前实际危险废物产量约为1亿吨。我们用两种方法进行简单估算:
①环保部统计口径与全国污染源普查统计口径出入较大,2007年全国污染源普查时统计危废产量4574万吨,比统计年鉴高出了三倍。由此可见,在2014年统计数据为3976.11万吨的情况下,实际危废产量应当远远高于该数值,按倍数估计应当超过1亿吨。
②参考发达国家危废产生量占总的固废产生量比例。根据美国环保署的资料,2009-2013年美国固废年产量约7.5亿吨,危废产量在3500万吨左右,占比4.6%,挪威、瑞士占比分别为8%、7%。即使以比例最低的日韩两国为参照,其危废占比也达到了4%-5%之间,而我国2015年的数据显示固废产生量为32.6亿吨,若以3%的占比计算我国每年危废产生量,其应当在1亿吨左右。

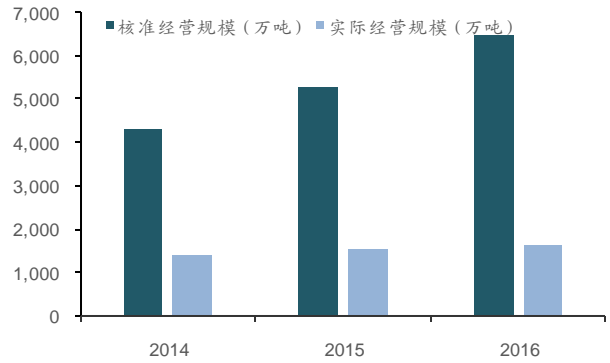
从供给端来看,当前危废企业处置产能严重不足。根据《全国环境统计年报》显示,2016年工业危废处理量共4430万吨,其中资源化处置量2824万吨,无害化处置量1606万吨,综合处置率达82.8%。然而,根据2017年11月人大常委会《固体废物污染环境防治法执法检查报告》显示,2016年全国各省(区、市)持危险废物经营许可证的单位设计处置能力为6471万吨,但实际经营规模只有1629万吨。

图 8: 2006-2016 年全国危险废物经营许可证颁发情况(份)



资料来源:《中国环境统计年鉴》, 国信证券经济研究所整理

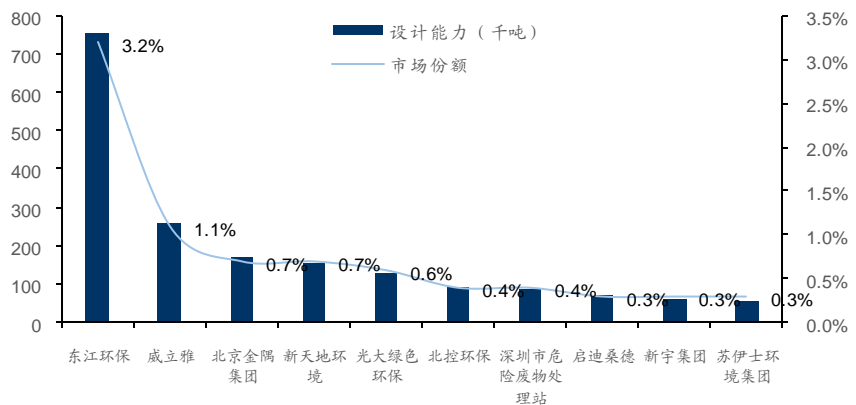
图 9: 危废实际经营规模占核准经营规模比例



资料来源:《中国环境统计年鉴》, 国信证券经济研究所整理

目前危废行业呈现“散、小、弱”的特征。首先,危废行业市场集中度极低。行业前十企业处理资质占比仅为 8%,其原因为 1)危废处理半径短,跨省转移需审批,区域性极强; 2)地方保护主义较强,跨区域拓展较难; 3)标准尚低,对技术与管理上的要求还不高。

图 10: 2016 年中国投运的集中化危废处置设施的设计处置能力市场份额

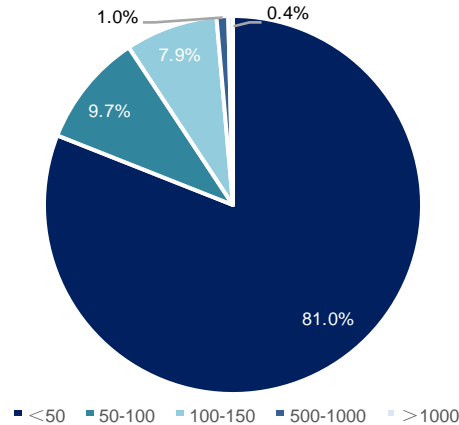


资料来源:光大绿色环保上市文件, 弗若斯特沙利文报告, 国信证券经济研究所整理

其次,危废资质企业平均规模较小。2016 年我国持危险废弃物经营许可证的企业数量为 2149 家,比 2015 年净增加仅 115 家,体现出环保系统对新颁发许可证愈发谨慎。同时,平均每家处理量仅不到 3 万吨,呈现较强的分散性特征。

最后,大部分工业危废处理企业技术、资金较弱,处理资质比较单一,这也是危废企业实际处理比例较低的一大原因。据统计,全国 1500 多家具有危废处理资质的企业的处理类别和能力中,90%的企业经许可处置的危险废物种类都小于 10 种,而能处理 25 种以上危废品类的企业仅占 1%。从处理量上来看,处理能力低于 50 吨/日的企业超八成,处理能力达到 1000 吨/日的企业仅占 0.4%。

图 11: 危废处理量低于 50 吨的企业超八成



资料来源: 砂亚投资, 国信证券经济研究所整理

战略切入危废, 完善产业布局

补齐产业链, 完善业务布局。永清环保在国内环保公司中拥有较全的资质, 囊括环评、大气、土壤及固废, 但在公司目前的业务布局中, 危废板块还处于空白。从盈利模式角度看, 过往公司以 EPC 模式为主, 还停留在工程阶段或者设计阶段。EPC 模式的好处就是确认收入快、业绩弹性大, 但弊端在于业绩的持续性和稳定性不够。此次收购康博固废, 可以增加公司的经营类业务, 增强公司经营可持续性。

危废行业景气度高, 与标的协同效应明显。危废行业普遍盈利能力较强, 毛利率一般在 30% 以上, 现金流良好。受行业高景气度、高盈利性的吸引, 近年来, 众多跨界者强势进入, 抢占危废处理市场。跨界并购切入高壁垒的危废领域, 需要考虑到并购标的与母公司是否存在协同效应。永清环保有焚烧等项目经验, 在烟气治理行业已深耕多年, 其高精尖技术能减少二次处置成本(如焚烧飞灰、炉渣), 从而为其进军危废领域提供了技术支撑。

深耕土壤修复, 打造未来战略核心

土壤污染形势严峻, 政策驱动土壤修复行业进入加速高增长期

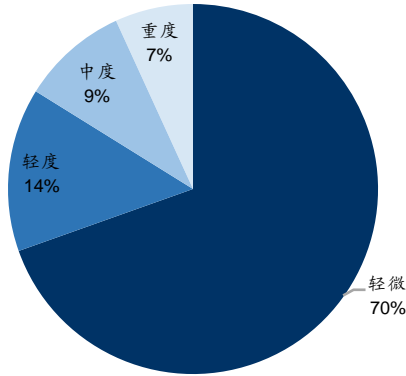
全国土壤总超标率 16.1%, 土壤修复势在必行。根据 2014 年环保部和国土部联合发表的《全国土壤污染状况调查公报》显示, 全国土壤总的点位超标率为 16.1%。其中, 耕地、林地、草地土壤点位超标率分别为 19.4%、10.0%、10.4%, 中度污染以上占 2.6%, 以重金属污染为主。污染类型以无机型为主, 有机型次之, 复合型污染比重较小。无机污染物超标点位占全部超标点位的 82.8%。

从土壤使用类型来看,我国耕地、林地、草地及未利用地土壤点位超标率分别为 19.4%、10.0%、10.4% 和 11.4%。不同土地利用类型主要污染物差别较大。总体上, 工矿业、农业等人为活动以及土壤环境背景值高是造成土壤污染或超标的主要原因。

从污染面积来看,我国土壤严重污染区达 320 个, 约 548 万公顷。此外, 我国至少还有近 3000 万公顷的污染土地, 包括接近 2000 万公顷耕地受重金属污染,

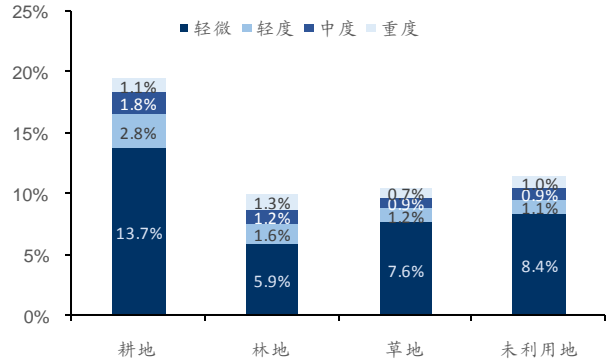
500 万公顷土地受石油污染，200 万公顷土地受矿区污染，5 万公顷土地受固体废物堆放污染。

图 12: 土壤污染情况



资料来源:《全国土壤污染状况调查公报》, 国信证券经济研究所整理

图 13: 各类型土地污染情况



资料来源:《全国土壤污染状况调查公报》, 国信证券经济研究所整理

政策不断加码,《土壤污染防治法(草案)》已通过人大二次审议。鉴于我国严峻的土壤污染形势,国家出台了一系列政策促进土壤修复工作的开展。除了环保部在新的《环境保护法》中增加了土壤修复的内容外,国务院于 2016 年 5 月 28 日印发了《土壤污染防治行动计划》,简称“土十条”。“土十条”明确规定到 2020 年,受污染耕地安全利用率达到 90%左右,污染地块安全利用率达到 90%以上。到 2030 年,受污染耕地安全利用率达到 95%以上,污染地块安全利用率达到 95%以上。在“土十条”印发后,各级地方政府相继颁布了地方版的“土十条”,目前已经有二十余省份出台了地方版“土十条”。2017 年 12 月 29 日,第十二届全国人大常委会第三十一次会议对《中华人民共和国土壤污染防治法(草案二次审议稿)》进行了审议,并发布了主要问题的修改情况,征求社会公众意见。我们认为《土壤污染防治法》是土壤修复行业的重大政策利好,随着土法的颁布实行,土壤修复行业将迎来高速发展期。

表 12: 我国近几年土壤污染相关重要政策法规

时间	政策法规	说明
2011 年	《湘江流域重金属污染治理实施方案》	涉及湘江流域长沙、株洲、湘潭、衡阳、郴州、娄底、岳阳、永州 8 个市,明确了株洲清水塘、湘潭竹埠港、衡山水口山、郴州三十六湾、娄底锡矿山、长沙七宝山、岳阳原桃林铅锌矿等七大重点区域,提出了民生应急保障、工业污染源控制、历史遗留污染治理三大重点任务,经过治理铅、汞、镉、铬、砷等重金属,排放总量在 2008 年的基础上削减 70%左右。
2011 年	《重金属污染综合防治“十二五”规划》	研究提出涉及铅、汞、镉、铬、砷等重金属污染防治技术标准、政策措施和管理规定,制定涉及含砷、铅、汞、铬、镉等重金属的“高污染、高环境风险”产品名录,全面排查整治重金属排污企业,优化涉重金属产业结构,完善重金属污染防治体系、事故应急体系及环境与健康风险评估体系等三大监管体系,为有效控制重金属污染奠定坚实基础。
2014 年	《场地环境调查技术导则》(HJ25.1-2014) 《场地环境监测技术导则》(HJ 25.2-2014) 《污染场地风险评估技术导则》(HJ 25.3-2014) 《污染场地土壤修复技术导则》(HJ25.4-2014) 《污染场地术语》(HJ 682-2014)	5 项标准的发布为场地调查、评估和修复提供技术指导和支撑。
2014 年	《全国土壤污染状况调查公报》	调查结果显示,全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。全国土壤总的点位超标率为 16.1%,其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%。
2014 年	《土地整治蓝皮书》	该蓝皮书对我国 15 年来土地整治的发展及创新进行了总结评价,并分析了社会关注度高的难点热点问题,客观研判最新形势并对土地整治未来发展的方向进行了预测与展望。
2015 年	《环境保护法》	新修订的《环境保护法》实施,被称为“史上最严”的环保法。新环保法专门规定了数条针对土壤污染及其防治的内容。
2015 年	《关于加快推进生态文明建设的意见》	针对土壤污染防治工作提出了重要的指导意见。

2016年	《土壤污染防治行动条例》（简称“土十条”）	我国土壤修复事业的里程碑事件
拟 2018年发布	《土壤污染防治法》	2015年03月07日，环保部部长陈吉宁说，正在起草《土壤污染防治法》，制定土壤污染行动计划。土壤污染防治法草案已于2017年6月提交全国人大常委会一审通过。
拟 2018年发布	《工矿用地土壤环境管理办法（试行）》	重点企业新、改、扩建项目，应当在开展建设项目环境影响评价时按照国家有关环保标准和技术规范开展工矿用地土壤和地下水环境现状调查

资料来源：环保部，国信证券经济研究所整理

土壤修复市场空间大，4万亿蓝海市场待开发。目前，我国土壤修复占国内 GDP 的比例不到 0.01%，远低于欧美市场 0.3% 的发展水平。

表 13：我国土壤修复潜在市场空间测算

土壤类型	待修复面积（万亩）	单位面积土壤修复费用（元/亩）	市场空间（亿元）
重污染企业用地	200	150000	3000
工业废弃地	2	150000	30
工业园区	150	100000	1500
固废集中处置场	20	100000	200
污染场地合计	372		4730
采矿区	84	60000	503
重度污染耕地	2200	60000	13200
中毒污染耕地	3600	30000	10800
轻度污染耕地	5700	10000	5700
轻微污染耕地	27800	3000	8340
耕地合计	39300		38040
总计	39756		43273

资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所测算

依托区域优势，打造“绿色湘军”代表

土壤污染治理公司具有先发优势。2014年4月，我国启动重金属污染耕地修复综合治理工作，并先在长株潭地区开展首批修复试点。2016年，永清环保实施全国首个农田重金属整区修复治理项目，面积达 23.6 万亩，其中，1 万亩效果承包区污染耕地修复试点经过一年治理，早稻平均降镉率超过 40%，晚稻平均降镉率接近 60%，顺利完成修复治理目标。

图 14：四川某镉污染土壤修复工程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 15：湖南某镉污染场地修复工程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

政府支持，土壤修复业务有望迅猛增长。国家在湖南省开展第二轮“重金属污染耕地修复治理试点”工作，大力推进“第三方环境服务”，鼓励地方政府引入环境服务公司，开展综合环境服务。湖南省政府也大力支持永清环保等有实力的第三方环保企业，进入重金属污染耕地修复治理服务领域，充分发挥公司的专业化能力，提高污染治理效率。

2017年7月，公司成功中标长株潭地区五个重金属污染耕地修复项目，合同额总计约3690万元。至此永清环保已在湖南、四川、江苏等地共计中标八个重金属污染耕地修复项目，治理耕地总量稳居行业第一。

表 14: 永清环保土壤修复订单

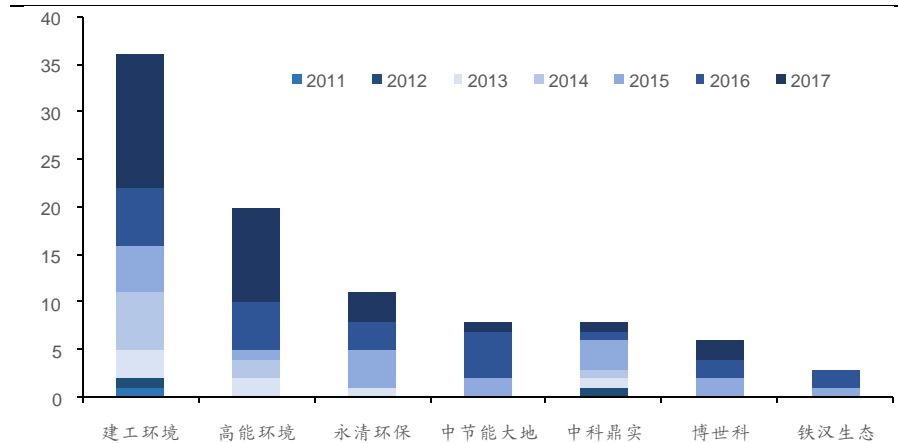
时间	项目	股权	建设规模 (万立方米)	金额 (亿元)
2016.4	长沙市望城区重金属污染耕地修复整区承包服务项目	100%		0.8
2016.8	陕西省安康市白河县白石河流域重金属污染综合治理工程（一期）项目二标段	100%		0.23
2016.9	郴州市临武县三十六湾、香花岭地区重金属污染综合治理工程	100%		0.2
2016.9	江苏省泰兴市黄桥镇南沙地区耕地土壤污染治理修复工程设计施工总承包项目	100%		0.21
2017.5	黄河上游白银段东大沟流域重金属污染整治及生态修复工程总承包	100%	66.75	1
2017.7	长株潭地区五个重金属污染耕地修复项目	100%		0.37
2017.8	江苏省苏州市某污染土壤治理项目	100%		0.27
2017.11	湖北武汉市智造园北区污染场地修复项目			0.8
2017.11	湖南衡阳市石鼓区合江套同兴社区污染场地修复项目			0.3
合计				4.18

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

收购国外先进技术，构建“大土壤”产业格局

永清环保在土壤修复市场的“潜伏”始于2009年。在董事长刘正军提出进军土壤修复市场之后，公司自主研发出重金属污染土壤离子矿化稳定化技术，有效解决了化学稳定修复技术不能长期稳定土壤中重金属的难题。随后，公司在2014—2016年自主研发并实施了稻米的降镉技术，同时还储备了热脱附、化学氧化还原、气相抽提等多种组合技术。

图 16: 土壤修复主要企业历年获批专利数量 (个)



资料来源: 佰腾专利检索, 国信证券经济研究所整理

收购 IST，开启国际技术本土化道路。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，成立于1991年，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、工程总包等业务。公司拥有一支国际顶尖的技术团队，由首席环境科学家詹姆斯·雷辛格（James Reisinger）、首席土木和环境工程师罗伯特·欣奇（Robert Hinchee）博士等国际公认的环境修复专家领衔，形成了

超强的多学科角度处理项目的能力。自成立以来，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为美国数十家大型企业遍布全美的设施提供了一流的综合环境修复服务，并在欧洲、南美、亚洲等地广泛开展业务，曾先后参与完成“海湾战争科威特污染场地修复”、“加利福尼亚州六价铬污染地下水修复”、“意大利特雷卡泰油井井喷原油污染修复”等一系列经典修复项目，技术能力和服务质量享誉全球。

图 17: 意大利特雷卡泰油井井喷原油污染修复



资料来源:IST公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 18: 南佐治亚州黑液池补救调查



资料来源:IST公司官网, 国信证券经济研究所整理

非电治理迎政策催化，期待市场空间释放

大气治理是长期攻坚战，仍任重道远

“大气十条”目标基本完成。2013年《大气污染防治行动计划》提出，到2017年全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在60微克/立方米左右。

根据“绿色和平”于2018年1月10日发布的《2017年中国365个城市PM2.5浓度排名》，2017年京津冀、长三角、珠三角区域的PM5平均浓度分别为64.6微克/立方米、44.7微克/立方米、34.8微克/立方米，相较于2013年分别下降39.2%、33.3%、26.0%，超额完成大气十条规定的具体指标。此外，北京市的PM5平均浓度为57微克/立方米，相较于2013年年均浓度下降36.0%，完成大气十条规定的60微克/立方米左右的指标。至此，2017年《大气污染防治行动计划》一期目标基本完成。

表 15: 2017年各省市PM2.5平均浓度变化

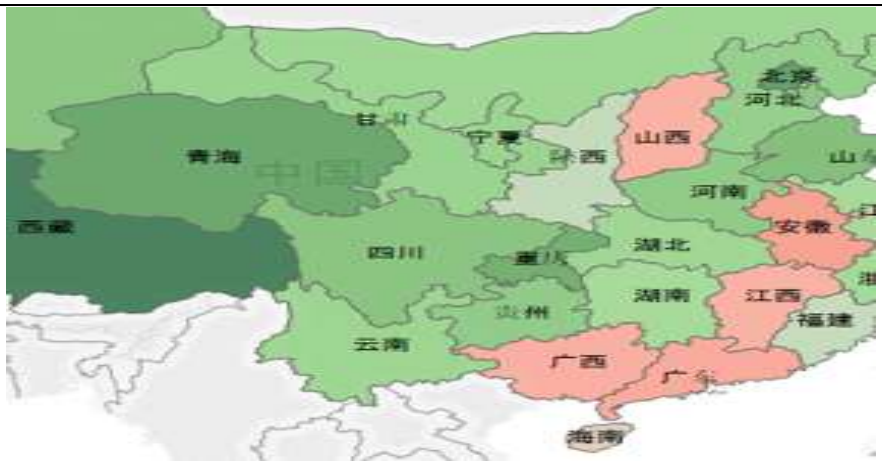
排名	省级行政区	2015年全年PM2.5平均浓度 (微克/立方米)	2016年全年PM2.5平均浓度 (微克/立方米)	2017年全年PM2.5平均浓度 (微克/立方米)	PM2.5浓度变化
1	河南	81.3	73.5	67.6	-8.1%
2	河北	76.8	70.4	65.6	-6.7%
3	天津	71.4	70.5	63.8	-9.5%
4	山西	56.2	60.1	62.5	4.0%
5	陕西	53.8	59.3	58.7	-1.0%
6	北京	79.5	72.0	57.1	-20.8%
7	安徽	56.7	53.1	57.0	7.4%
8	新疆	54.3	61.8	56.0	-9.4%
9	湖北	66.4	55.9	53.4	-4.5%

10	山东	68.6	59.9	52.8	-11.8%
11	江苏	57.7	50.0	48.4	-3.1%
12	湖南	53.2	48.2	46.8	-2.9%
13	江西	43.0	44.0	45.8	4.0%
14	重庆	54.5	53.0	44.4	-16.3%
15	辽宁	56.0	46.2	43.8	-5.2%
16	四川	48.3	48.0	43.2	-9.8%
17	吉林	56.3	42.7	43.2	1.3%
18	宁夏	46.6	45.4	42.9	-5.3%
19	浙江	48.2	41.0	39.5	-3.6%
20	上海	54.2	45.5	39.3	-13.7%
21	黑龙江	44.2	35.3	38.9	10.4%
22	广西	40.3	37.0	38.7	4.5%
23	甘肃	41.5	39.3	37.1	-5.6%
24	内蒙古	41.6	36.4	34.8	-4.4%
25	广东	33.8	31.7	33.4	5.3%
26	青海	44.3	39.3	32.1	-18.5%
27	贵州	35.1	34.0	31.3	-7.7%
28	福建	28.6	27.1	26.8	-0.8%
29	云南	27.6	26.2	24.9	-5.0%
30	海南	20.1	18.6	18.7	0.8%
31	西藏	25.3	25.7	17.9	-30.5%

资料来源：《2017年中国 365 个城市 PM2.5 浓度排名》，国信证券经济研究所整理

2017 年超三成城市 PM5 年均浓度反弹。整体来看，2017 年全国 365 个城市 PM5 平均浓度为 44.1 微克/立方米, 相较 2016 年的 46.2 微克/立方米下降 4.5%; 但具体来看，2017 年全国有 128 个城市的 PM5 年均浓度同比不降反升，在反弹最严重的 10 座城市中，鸡西市以 52.5% 的同比增幅位于反弹榜的第一名。

图 19: 2017 年年均 PM2.5 浓度整体反弹省份（区域图）



资料来源：《2017年中国 365 个城市 PM2.5 浓度排名》，国信证券经济研究所整理
注：绿色区域为同比改善省份，绿色越深整体改善越明显，其余为同比反弹省份

电力行业治理高点已过，非电行业治理是未来工作的重点

煤电行业超低排放改造过半，市场空间逐渐萎缩。2015 年 12 月 11 日，环保部、发改委及国家能源局联合印发《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》，明确要求到 2020 年，全国有条件的新建燃煤发电机组达到超低排放改造 5.8 亿千瓦。同时，将东部地区原计划 2020 年前完成的超低排放改造任务提前至 2017 年前总体完成；将对东部地区的要求逐步扩展至全国有条件地区，其中，中部地区力争在 2018 年前基本完成，西部地区在 2020 年前完成。

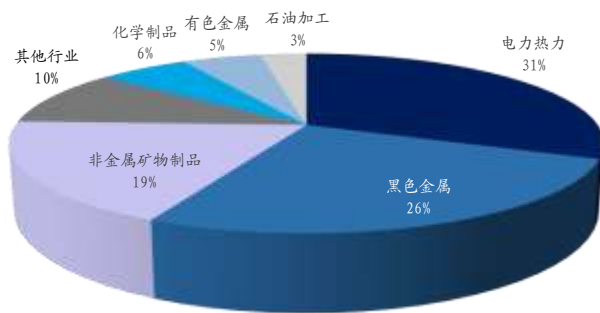
2016年11月，国家能源局发布《电力发展“十三五”规划》，要求到2020年全国煤电装机规模力争控制在11亿千瓦以内，同时力争淘汰火电落后产能2000万千瓦以上。2017年9月，环境保护部大气环境管理司司长刘炳江在“中国煤电清洁发展与环境影响发布研讨会”表示，截至6月末，我国燃煤电厂已完成5.7亿千瓦机组的超低排放改造。其中，京津冀地区已经全面完成，东部地区也已基本完成。

考虑到煤电产能过剩、国家政策影响，我们预计2020年煤电合理装机规模在8.6亿-9.6亿千瓦。我们假设至2020年煤电装机容量9.6亿千瓦，现已改造完成5.7亿瓦，还需改造4.1亿瓦，按照单位改造成本92元/千瓦计算，则至2020年煤电超低排放改造还有377.2亿元市场。

从排放量上来说，非电行业废气排放量大幅超过电力行业，占总工业废气比例的七成。国家统计局数据显示，2014年非电行业废气排放远超电力行业，电力行业排放量仅占全行业排放量31%，其余69%的废气由钢铁、水泥、化工、有色等非电行业贡献。

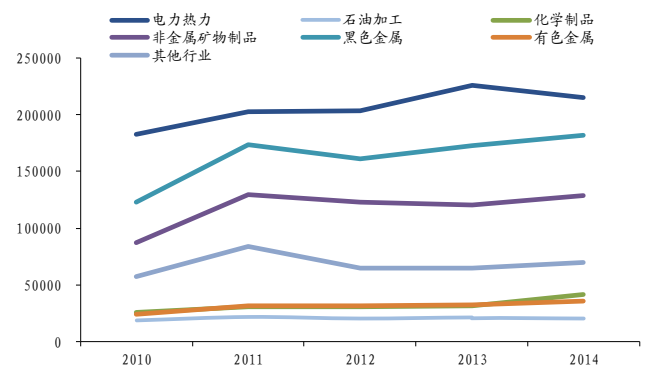
从废气处理装置安装率来说，非电行业废气处理装置安装率远低于电力行业，石化行业最低。由于缺乏权威数据统计，我们假设电力行业废气处理装置安装率达到95%，并按此比例结合国家统计局公布的各行业废气排放量与废气处理装置处理能力数据，测算得出非电行业废气处理装置安装率。我们发现，在此假设下，非电行业废气安装率均低于80%。其中，最低的为石油、化工这两个行业，分别为58.75%和69.99%。

图 19: 2014 年各行业工业废气排放比例



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 20: 2010-2014 年各行业工业废气排放量 (亿立方米)



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

我们认为，非电行业废气排放量是目前最主要的污染源，同时相比于电力行业，政府对非电行业大气污染物排放的监管不力，排放标准不高，执行力度不强，非电行业的大气治理市场尚处于初级阶段，未来市场规模将超千亿，是治理工作的重点。

表 16: 非电行业大气治理市场空间测算

行业	测算依据	测算假设	测算结果 (亿元)
钢铁	采用电除尘+半干法脱硫除尘+中温 SCR 协同净化工艺 <ul style="list-style-type: none"> 设施建造单价成本约为 45.56 万元/平方米，每年运行维护单价成本约为 15.6 万元/平方米 	<ul style="list-style-type: none"> 现有烧结机面积为 11.6 万平方米 烧结机面积年增长率 0%，产能维持不变 新建机组脱硫/脱硝/除尘比例为 100% 	整体改造: 396.4 运维: 483.7
	采用电除尘+活性炭协同治理工艺 <ul style="list-style-type: none"> 设施建造单价成本约为 55.56 万元/平方米，每年运行维护单价成本约为 14.4 万元/平方米 	<ul style="list-style-type: none"> 全国烧结机脱硫面积 39,163 平方米，烧结机脱硫安装率目前达到 70% 现有企业 17 年改造进度完成 30%，18 年完成改造部分 70% 	整体改造: 483.4 运维: 452.3

水泥	<ul style="list-style-type: none"> ● 我国水泥行业 90%的企业能实现脱硫达标, 仅 10%的企业能满足脱硫达标 ● 新型干法水泥生产线脱硫安装产能达到 16 亿吨 ● 截至 2014 年底, 水泥行业脱硫装置安装超过 1350 条生产线, 占生产线总量的 80% ● 老水泥厂袋式除尘器应用比例约为 75%, 并在积极推行电改袋; 日产量 5000t, 处理 90 万 m³/h 风量袋式除尘器需 750 万元, 以 20 年寿命计, 每年折旧费为 37.5 万元。 ● “十三五”水泥窑全部实施烟气脱硫, 喷雾干燥塔、陶瓷窑炉安装脱硫除尘设施, 氮氧化物不能稳定达标排放的喷雾干燥塔采取脱硫措施 	<ul style="list-style-type: none"> ● 90%脱硫装置需要升级改造 ● 改为“烟气脱硫+袋式除尘”的协同处理工艺, 每条生产线单价为 113.91 750 万元
石化	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014 年底, 全国的工业锅炉总数约 62 万台, 其中 85%以上为各类燃煤锅炉, 总数约 48 万台, 总蒸发量约 320 万 t/h。 ● 中国环境产业协会估算, 10t/h 以下小锅炉改造总成本在 1600 亿~2000 亿元, 10t/h 以上燃煤锅炉改造总投资在 1608 亿~2067 亿元 ● 入园规模以上化工企业数量有 9000 家左右, 占全国规模以上化工企业数量 1/3, 中小型化工企业占总化工企业的 98%以上 	<ul style="list-style-type: none"> ● 48 万台燃煤锅炉中, 50%的锅炉需要改造, 且可以承担改造费用 ● 每台锅炉改造费用 60 万

资料来源:中国环境保护产业协会, 国信证券经济研究所测算

公司技术优势突出, 频获订单

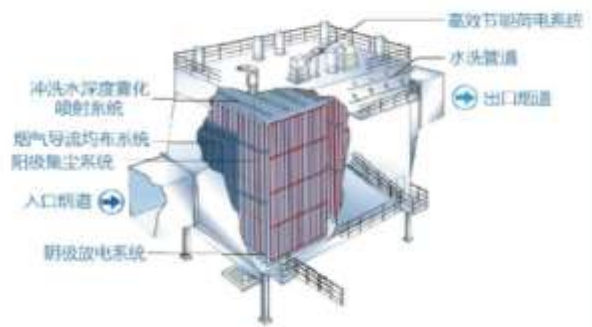
技术优势明显, 钢铁脱硫技术全国排名第一。永清环保传统主营大气治理业务, 被环保部委任参与编写钢铁脱硫标准。依靠领先的超低排放一体化技术, 公司已实现“近零排放”标准, 可有效将粉尘、二氧化硫、氮氧化物的排放浓度控制在 3 mg/m³、15 mg/m³ 和 40 mg/m³ 内, 部分燃煤排放的关键指标甚至优于燃气。公司的“清洁岛”技术可根据锅炉出口烟气各种污染物的浓度情况, 进行灵活的搭配组合, 在各种煤质和工况下, 均能经济、高效地满足客户烟气超低排放需求。

图 20: 大气治理核心技术



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 21: 高效协同脱硫除尘技术



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

依托技术优势, 屡获大单。近两年来, 公司先后中标大唐、华电、国电、国投、华润等大型电力企业多项超低排放改造及新建项目, 投运业绩排放指标优于国家标准, 工程质量受到业主方的普遍肯定。除国有发电企业的火电烟气治理项目外, 公司还在非电领域收获了青海西宁特殊钢股份有限公司球团竖炉新增脱硫等项目, 稳定了在大气治理领域的市场领导地位。截至 2017 年 7 月, 公司在全国已高质量地完成电力、有色金属、钢铁、石油、化工、建材等重污染、高耗能行业的烟气脱硫/脱硝/除尘、烧结烟气净化项目共计 154 台套, 其中超低排放工程业绩 58 台套, 拥有 30、60、100 万各级别机组投运业绩, 已投运业绩的排放指标显著优于国家标准, 工程质量受到业主方的普遍肯定。

表 17: 永清环保近年来大气治理订单

时间	项目	股权	装机容量 (MW)	金额 (亿元)
2016.1	宁夏电投西夏热电二期 (2x350MW) 脱硫项目	100%	700	1.26
2016.1	大唐洛阳、许昌、安阳机组烟气超低排放改造工程	100%	2560	1.8
2016.1	鄂尔多斯南热源厂供热锅炉脱硫脱硝除尘技术改造项目	100%		
2016.2	焦作万方铝业股份有限公司热电厂机组超低排放改造	100%		
2016.2	蒙东能源集团赤峰新城热电超低排放脱硫系统提效项目	100%	600	
2016.3	大唐潮州发电厂机组超低排放改造项目	100%		
2016.5	大唐环境饶平分公司机组脱硫脱硝超低排放工程	100%		
2016.5	山东莒南力源热电有限公司二期工程 2x350MW 发电机组烟气脱硫岛 EPC 项目	100%	700	
2016.5	大唐华银林洲发电有限公司 4 号机组超低排放改造工程脱硫增容改造项目	100%		
2016.5	茂名臻能热电有限公司 7 号机组脱硫超低排放改造项目	100%		
2016.6	河南周口隆达发电有限公司超超临界燃煤机组扩建工程凝结水精处理树脂采购项目	51%	1320	
2016.6	永清环保中标大唐环境产业集团股份有限公司沈东项目分公司机组烟气脱硫工程 EPC 总承包项目	100%	700	1.1
2016.7	国投甘肃靖远第二发电公司机组超低排放 EPC 项目	100%	600	
2016.8	大唐国际锡林浩特电厂机组烟气脱硫 EPC 项目	100%	1320	1.32
2016.9	大唐吉林萨尔五彩湾北一发电机组新建脱硫 EPC 项目	100%	1320	1.1
2017.5	元宝山发电有限责任公司 #2 机组脱硫、除尘超低排放改造总承包项目	100%		0.8
2017.7	神华国能集团有限公司鄂温克电厂 1 号、2 号机组脱硫系统超低排放改造项目	100%	1200	0.65
2017.7	中国国电集团公司元宝山发电有限责任公司 2 号机组脱硫超低排放改造 EPC 项目	100%		0.2
2017.8	大唐环境饶平项目分公司 2 号机组超低排放脱硫脱硝改造工程 EPC 项目	100%	600	0.2

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

资质“升甲”扩项, 环境咨询业务增长迅猛

“红顶中介”脱钩, 环评服务逐步市场化、规范化

“红顶中介”是多年以来环评工作上一直存在的既当裁判员又当运动员的现象, 它是简政放权的一块绊脚石, 也是影响环评工作公平客观的拦路虎。2015 年 3 月以来, 全国环保系统全力推动环评机构脱钩工作, 截至 2016 年 12 月底, 358 家环评机构分三批全部完成脱钩, 其中 179 家通过取消或者注销资质形式完成脱钩, 179 家通过原环评机构职工自然人出资设立环评公司或整体划转至国有资产管理部门等形式完成脱钩。

脱钩工作从体制上彻底解决了环评技术服务市场“红顶中介”问题, 区域间的市场壁垒被打破, 推动环评及环境咨询朝着市场化、规范化方向快速发展。

表 18: 2017 年环评领域相关政策

文件	时间	发布机构	细则
环保部发布七行业环评审批原则涉及水泥制造、煤炭采选等	2017.1	环保部	进一步规范建设项目环境影响评价文件审批, 统一管理尺度, 环境保护部组织编制了水泥制造、煤炭采选、汽车整车制造、铁路、制药、水利(引调水工程)、航道等 7 个行业建设项目环境影响评价文件审批原则
新《建设项目环评审批基础信息表》	2017.6	环保部	提高环评审批信息联网报送的有效性, 原《关于做好建设项目环境统计工作的通知》(环办〔2007〕141号)所附《建设项目环境保护审批登记表》同时废止。新版《名录》一方面优化调整项目类别, 增强可操作性; 另一方面突出管理重点, 调整分类管理。
《建设项目环境影响评价分类管理名录》	2017.6	环保部	
《建设项目环境保护管理条例》	2017.6	国务院	删除有关行政审批事项; 简化环评程序; 细化环评审批要求; 强化事中事后监管; 加大处罚力度; 强化信息公开和公众参与。
《关于开展环评工程师职业资格证书“挂靠”问题集中治理工作的通知》	2017.6	环保部	环评机构自查, 省级环保主管部门现场核查, 汇总处理开展环评工程师职业资格证书“挂靠”问题集中治理工作
《建设项目危险废物环境影响评价指南》	2017.8	环保部	规定了产生危险废物建设项目环境影响评价的原则、内容和技术要求。
《关于做好环境影响评价制度与排污许可制衔接相关工作的通知》	2017.11	环保部	切实做好两项制度的衔接, 在环境影响评价管理中, 不断完善管理内容, 推动环境影响评价更加科学, 严格污染物排放要求; 在排污许可管理中, 严格按照环境影响评价报告书(表)以及审批文件要求核发排污许可证, 维护环评的有效性。
《建设项目竣工环境保护验收暂行办法》	2017.11	环保部	规范建设项目竣工后建设单位自主开展环境保护验收的程序和标准

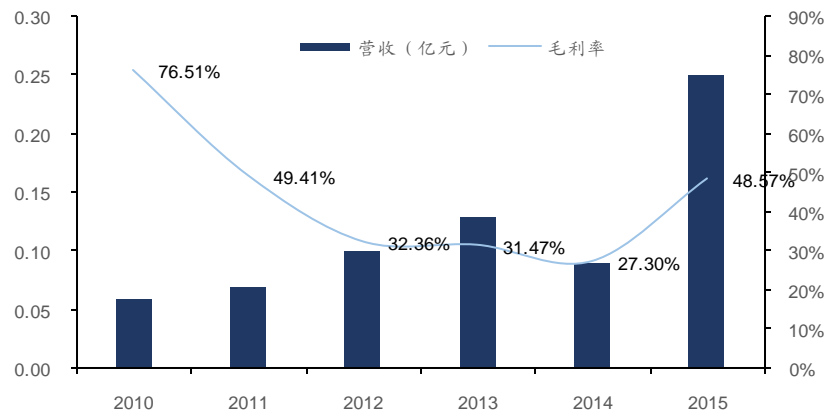
资料来源:环保部, 国信证券经济研究所整理

环评资质“升甲”、扩项, 增长迅猛

公司在环境咨询领域布局已久。2016年8月, 公司环评资质顺利升甲, 成为湖南唯一一家、全国为数不多晋升甲级资质的民营企业。2017年7月, 公司环评资质扩项通过, 由之前的“二甲三乙一表”调整为“三甲四乙二表”, 整体资质能力走在市场前列。同时, 资质扩项也意味着公司可以承接更多省内外环境咨询项目, 环境咨询“走出去”将更有优势。公司还充分利用美国IST公司全球品牌、技术与经验优势, 为中国企业海外投资提供环境咨询服务, 先后与中石油、中石化等大型企业集团展开合作。

环评业务增长迅猛。2017年上半年, 公司环境咨询业务营收同比增长超过100%, 为公司业绩增长贡献了重要力量。随着顶层设计环保需求多样化发展、供给侧改革的不断推进, 环境咨询将深入产业发展的方方面面, 这将推动公司环境咨询业务持续保持健康快速的发展。

图 22: 公司环评业务营收及毛利率情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

新能源业务成为重要业绩补充

近年来, 公司积极探索环保全产业链, 更加明确了“环境整体服务提供商”的未来战略布局。在这一战略下, 公司新能源业务实现了从无到有的突破。

垃圾发电逐步投运迎来收获期

焚烧全流程运营体系, 有效实现垃圾处理的“无害化、减量化、资源化”。在垃圾焚烧发电领域, 公司作为国内为数不多掌握复合式垃圾焚烧炉排技术的环保企业, 在结合公司大气治理、土壤修复方面的技术优势后, 现已建立起从垃圾清运、渗滤液处理、垃圾焚烧发电、尾气处理, 最后到焚烧飞灰处理的全流程运营管理体系。公司组建的一整套高度集成的垃圾综合处理系统, 可使烟气排放各项指标达到欧盟标准, 有效实现垃圾处理的“无害化、减量化、资源化”。

图 23: 衡阳垃圾发电厂



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 24: 新余垃圾发电场



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司垃圾发电项目运营良好, 提供稳定现金流。目前, 公司位于新余、衡阳的两座垃圾发电项目运营良好, 2017 上半年共营收 1.13 亿元, 是公司业绩的稳定来源。同时, 公司还在广西南宁承接了首个餐厨垃圾收运及处理服务项目和武冈市垃圾清运项目。此外, 公司还与龙马环卫组成联合体, 成功中标贵州省六盘水市六枝特区城乡生活垃圾收运和处理 PPP 项目, 此次项目中标, 是永清环保完成大气治理、土壤修复、固废末端处置领域布局后的又一步棋, 与环卫龙头龙马环卫的合作能使永清获得更专业的垃圾清运经验, 由垃圾发电进军环卫领域, 从而打通公司在固废处置前后端的产业链, 开启“环卫一体化”之路。

表 19: 永清环保垃圾发电项目

项目名称	运作方式	股权比例	特许经营期(年)	项目投运日期	特许经营到期日	设计垃圾处理能力(吨/日)	实际垃圾处理能力(吨/日)	产能利用率	垃圾处理费(元/吨)
新余市生活垃圾焚烧发电项目	BOT	100%	26	2015.11.9	2031.11.9	600	660	110%	60
衡阳市城市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目	BOT	100%	30	2016.7.14	2046.7.14	一期 1000 吨/日; 二期 500 吨/日	1000	100%	50
贵州省六盘水市六枝特区城乡生活垃圾收运和处理 PPP 项目	PPP	29%	29	2019.1	2048.1	600 吨/日	-	-	61
长沙垃圾焚烧项目	BOT	10%		2017.12.30		5100 吨/日	4845	95%	60

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 20: 其他项目订单

公告日期	项目名称	金额(亿元)	备注
2017.1	南宁市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理厂改扩建项目(EPC)	1.2	新增设计规模为餐厨垃圾(含厨余垃圾)250 吨/天, 地沟油 20 吨/天收集和处生产基地及设备安装。
2017.10	六枝特区城乡生活垃圾收运和处置 PPP 项目	3.75	特许经营期限为 30 年(包含建设期)。主要中标条件: 清扫保洁: 1.09 元/月/平方米; 收运: 95 元/吨; 处置: 61 元/吨。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

积极介入新能源发电领域

积极参与光伏项目, 近 50MW 项目并网发电。2017 年至今, 公司投资、建设多个光伏发电项目, 目前公司投建的长沙高岭 9MW 屋顶分布式光伏、衡阳角

山米业 6MW 屋顶分布式光伏、衡阳白沙洲 4MW 屋顶分布式光伏、浏阳工业园区 3.1MW 屋顶分布式光伏项目、郴州兴胜 5MW 屋顶分布式光伏、益阳菱角岔 20MW 渔光互补光伏、娄底双峰村级 1.7MW 光伏扶贫电站项目实现并网发电。至此，永清环保今年投建的七个光伏项目已全部实现并网发电，为公司未来继续推进新能源板块积累了丰厚的项目经验。

表 21: 永清环保新能源项目

项目名称	项目类别	项目规模 (MW)	上网方式	是否投运	投运时间
包头达茂旗风电 EPC 项目	风电	100		是	2016.12.31
郴州兴义物流园分布式光伏发电项目	光伏	5	全额上网	是	2017.6.28
益阳菱角岔 20MW 渔光互补光伏发电项目	光伏	20	全额上网	是	2017.6.30
浏阳工业园光伏发电项目	光伏	3	自发自用，余电上网（60%上网）	是	2017.12.31
娄底市双峰县光伏产业精准扶贫项目	光伏	1.7	自发自用，余电上网（60%上网）	是	2017.12.15
衡阳市角山米业屋顶分布式光伏项目	光伏	6	自发自用，余电上网（60%上网）	是	2017.12.30
白沙洲屋顶分布式光伏项目	光伏	4	自发自用，余电上网（60%上网）	是	2017.12.30
长沙高岭	光伏	9	自发自用，余电上网（60%上网）	是	2017.12.31

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润为 1.56/3.35/4.48 亿元，考虑到增发摊薄对应 eps 为 0.24/0.44/0.58，对应 PE 为 41/23/17 倍，给予“买入”评级。