

环保行业综合运营商，成长路径明确

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：

62.00 元

期限：

6 个月 上次预测：

现价 (2011 年 06 月 27 日) : 52.39 元

报告日期：

2011-06-28

报告关键点：

- 千亿脱硝市场即将启动，脱硝电价出台是导火索，有望获得大量火电脱硝订单
- 成长路径明确，有望成为环保行业综合运营商

报告摘要：

- 千亿火电脱硝启动在即，未来两年公司有望获得大量火电脱硝订单。**按照《火电厂大气污染物排放标准》（二次意见征求意见稿），2011年-2014年间所有存量火电机组以及新建机组均需完成脱硝装置，即4年内约8亿千瓦机组需安装脱硝装置。“十二五”期间火电脱硝市场将出现爆发式增长。与火电脱硫比较，1) 强制要求火电厂完成脱硝的节奏更快；2) 火电脱硝的技术已经比较成熟；3) 脱硝行业的盈利可能处于合理水平。因此我们认为，火电脱硝市场的竞争可能比较理性，已经拥有脱硝技术的企业是最大受益者。《火电厂大气污染物排放标准》正式发布，以及脱硝电价的出台，可能是脱硝市场启动的导火索。公司拥有SCR脱硝技术，受益于脱硝市场启动，未来两年有望获得大量火电脱硝订单。
- 技术+本土优势，重金属污染防治有望成为公司另一亮点。**由于有色金属采选冶炼工业长期以来采用粗放式的发展，大量工业废水、废渣直接或间接排放到湘江流域，湘江流域重金属污染严重。“十二五”期间国家计划投资595亿元，用于湘江重金属污染的防治。子公司永清盛世拥有的分子键合™技术，能够长期、稳定、有效的修复重金属污染。公司正在跟踪多项重金属污染防治项目，凭借公司技术和本土优势，重金属污染防治将成为公司另一大亮点。
- 烧结脱硫市场空间大，拥有多项脱硫技术储备。**“十二五”期间若全部烧结机安装脱硫装置，预计每年约有8000m2市场需求。若对钢铁工业污染物排放作出强制标准，已经安装脱硫装置的烧结机可能存在设备更新需求。未来几年，钢铁烧结机脱硫设备的空间较大。预计公司烧结脱硫业务将继续稳定增长。公司有色脱硫、石化脱硫方面已经有成功完成的经验。如果国家进一步制定有色、石化等行业的减排目标，公司将继续受益。
- 首次给予“增持-A”评级。**预计2011年到2013年的每股收益分别为1.26元、2.20元、3.39元。环保类中小板公司PEG均值为1.12，按照行业PEG均值计算，预计公司6个月目标价为62元，对应2011年、2012年的PE为49.2倍、28.2倍，首次给予“增持-A”评级。
- 风险提示：**脱硝市场启动慢或市场竞争过于激烈，可能导致业绩不达预期

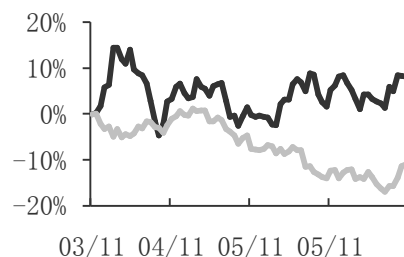
财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	254.3	288.7	600.9	1,095.1	1,722.1
Growth(%)	26.3%	13.5%	108.2%	82.2%	57.3%
净利润	35.3	41.8	84.1	146.9	226.1
Growth(%)	68.2%	18.1%	101.4%	74.7%	53.9%
毛利率(%)	25.9%	26.9%	26.2%	26.5%	27.0%
净利润率(%)	13.9%	14.5%	14.0%	13.4%	13.1%
每股收益(元)	0.53	0.63	1.26	2.20	3.39
每股净资产(元)	1.54	1.83	12.07	14.02	17.11
市盈率	99.0	83.8	41.6	23.8	15.5
市净率	33.9	28.6	4.3	3.7	3.1
净资产收益率(%)	34.3%	34.1%	10.8%	17.0%	22.0%
ROIC(%)	-379.9%	153.3%	125.1%	397.1%	95.0%
EV/EBITDA	65.3	54.5	28.8	16.0	9.5

敬请阅读本报告正文后各项声明

总市值(百万元)	3,498.60
流通市值(百万元)	874.91
总股本(百万股)	66.78
流通股本(百万股)	16.70
12 个月最低/最高	46.01/56.56 元
十大流通股东(%)	36.09%
股东户数	4,591

12 个月股价表现



永清环保 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.03	9.37	(2.74)
绝对收益	5.50	1.54	8.23

彭倩

 0755-82558025
 执业证书编号

行业分析师

 pengqian@essence.com.cn
 S1450511020033

前期研究成果

1. 业务涵盖减排、节能多方面

湖南永清环保股份有限公司（永清环保），成立于 2004 年，公司于 2008 年由湖南永清脱硫有限公司整体变更设立。公司是为高污染、高耗能工业企业提供烟气排放综合解决方案的环保工程公司。公司的业务涵盖了减排、节能和环境咨询三大领域。

减排方面，公司主要从事大气污染防治工程的总承包服务，主要面向火电、钢铁、有色、造纸等高污染行业，提供烟气处理系统解决方案，涉及业务内容以脱硫为主，同时向脱硝、除尘领域拓展。

节能方面，公司面向造纸、钢铁等高耗能行业，提供热电联产、余热发电等环保热电方面的总承包和设计服务。另外，公司正在发展环境咨询业务，该业务包含了环境规划和环境影响评价等方面。

在环保工程领域开展业务的模式主要包括总承包建设、托管运营和 BOT 等模式。

公司董事长刘正军先生，持有永清集团 97.82% 的股份，通过永清集团间接持有永清环保 58.32% 的股份，是公司实际控制人。

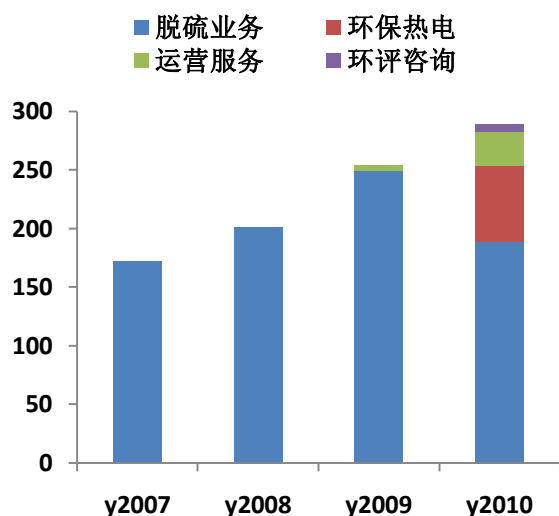
图 1 公司业务概况



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

图 2 公司历年收入情况

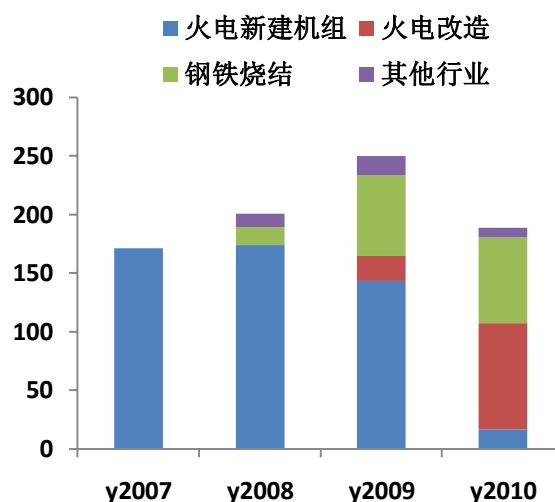
(百万元)



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

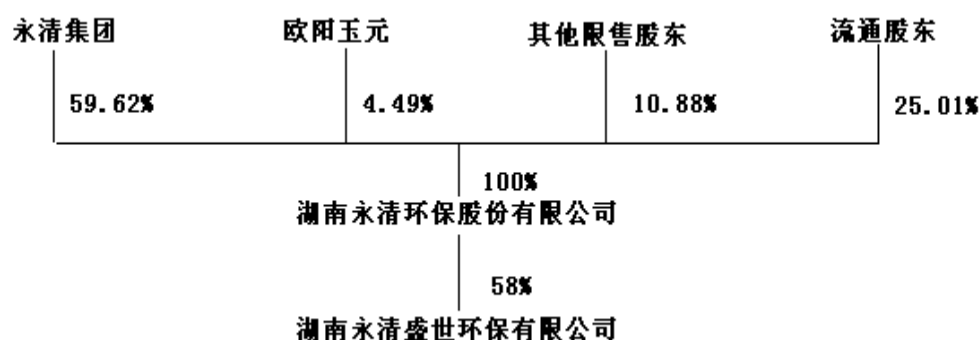
图 3 公司历年脱硫业务收入明细

(百万元)



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4 公司股权结构图



数据来源：Wind 安信证券研究中心

2. 脱硝市场启动在即，公司有望获得大量订单

2.1. 火电脱硫市场趋于稳定

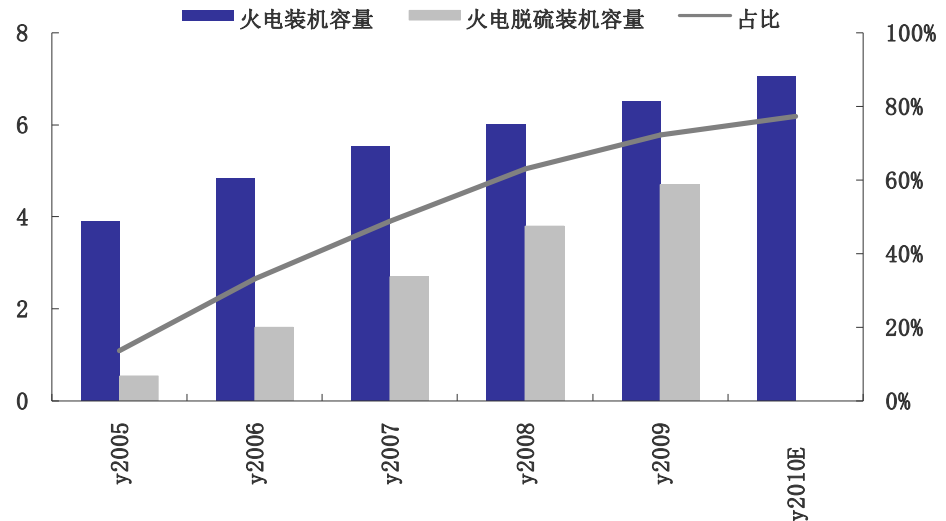
近年来，火电机组脱硫装机容量迅速增长。2005 年，火电脱硫装机容量占比约 13.55%，2010 年火电脱硫装机容量占比约 77.30%。若“十二五”期间所有火电机组均安装脱硫装置，按照 2015 年 8.17 亿千瓦火电机组计算，“十二五”期间每年新建火电脱硫装置的装机容量约 0.54 亿千瓦，复合增长率为 8.43%。新建火电机组脱硫市场步入稳定增长阶段。

火电厂现行排放标准要求 SO₂ 排放量控制在 400mg/m³ 以内。《火电厂大气污染物排放标准》(二次征求意见稿)要求，2012 年起，新建火电厂 SO₂ 排放量控制在 200mg/m³ 以内，2014 年起，所有火电厂 SO₂ 排放量控制在 200mg/m³ 以内。已经安装脱硫机组的火电厂，不一定能够满足新的环保要求。未来几年，火电脱硫装置更新需求较大。

2006 年、2007 年，公司获得大量新建火电脱硫装置订单，2009 年到 2010 年，火电脱硫改造订单增多。由于火电脱硫市场参与者比较多，竞争激烈，公司火电脱硫业务可能保持稳定增长水平。火电脱硝，将是公司最大看点。

图 5 火电机组脱硫装机容量及占比

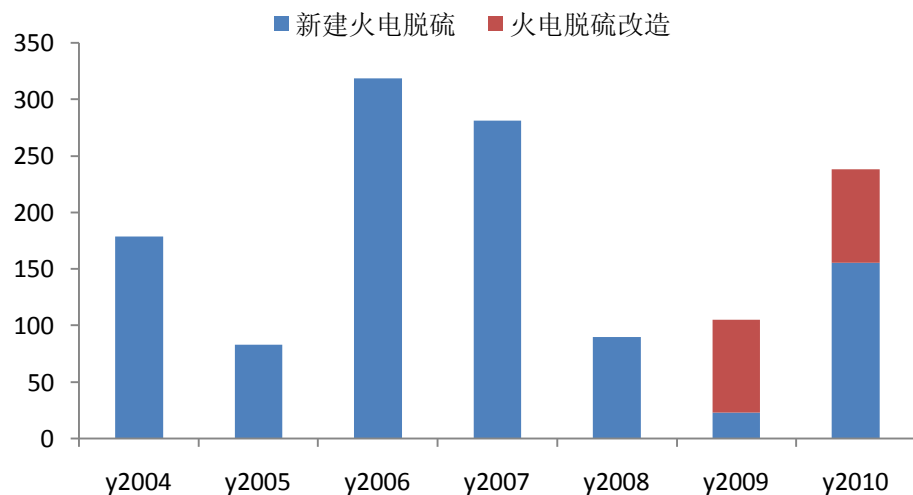
(亿千瓦)



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 6 公司近几年火电脱硫订单

(百万元)



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2.2. 千亿火电脱硝市场即将启动

“十二五”环境保护规划指出，“十二五”期间主要大气污染物排放量持续削减，要求全国 SO₂ 排放总量比 2010 年减少 10%，重点行业 and 重点地区 NO_x 排放总量比 2010 年减少 10%，全国 NO_x 增长趋势得到遏制。

环保部于 2011 年 1 月发布了《火电厂大气污染物排放标准》（二次征求意见稿）。该意见征求意见稿要求，自 2012 年 1 月 1 日起，新建火电厂燃煤锅炉 NO_x 排放量控制在

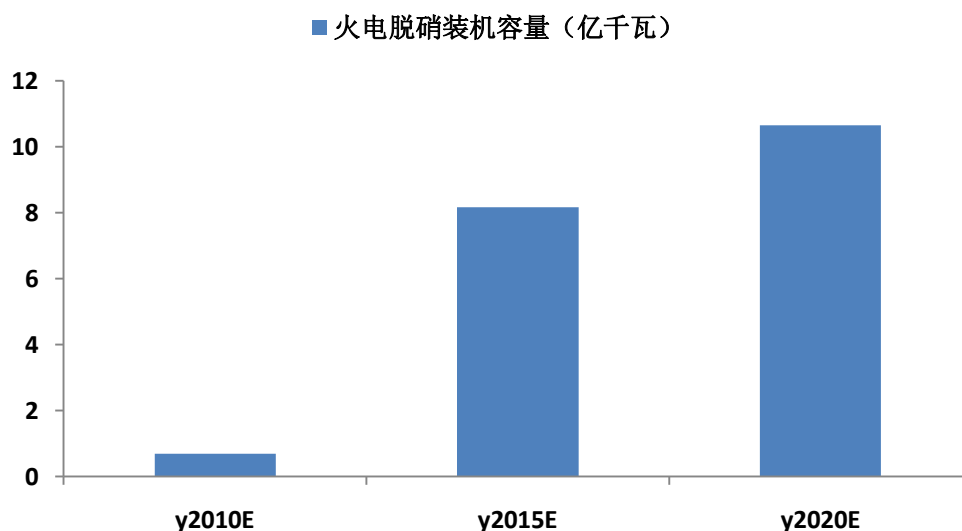
100mg/m³ 以内，2003 年 12 月 31 日前建成的火电厂 NO_x 排放量控制在 200mg/m³ 以内。自 2014 年 1 月 1 日起，所有火电厂 NO_x 排放量控制在 100mg/m³ 以内。

广东省、江苏省分别于 2011 年 1 月、3 月下发了本省火电厂降氮脱硝工程实施方案，广东省对每年完成降氮脱硝做出了具体规划，江苏省要求在 2013 年前完成全部改造。两省均建议使用前端低氮燃烧 (LNB) 和后端选择性催化剂还原法 (SCR) 降氮脱硝。其他省份可能会相继出台火电厂降氮脱硝的实施方案。

根据环保部的测算，按照《火电厂大气污染物排放标准》(二次征求意见稿)，对新建和 2004 年到 2011 年间通过环评审批的现有燃煤火力发电锅炉全部实施烟气脱硝，对 2003 年底前建成的火电机组部分实施烟气脱硝，到 2015 年需要新增烟气脱硝容量 8.17 亿千瓦，共需脱硝投资 1950 亿元，2015 年需运行费用 612 亿元/年。到 2020 年，需新增烟气脱硝容量 10.66 亿千瓦，共需脱硝投资 2328 亿元，2020 年需运行费用 800 亿元/年。

“十二五”期间火电脱硝市场容量巨大。《火电厂大气污染物排放标准》正式发布，以及脱硝电价的出台，可能是脱硝市场启动的导火索。

图 7 火电脱硝机组装机容量预测



数据来源：环保部 安信证券研究中心

2.3. 与脱硫比较，脱硝市场的竞争可能更加理性，先入者更加受益

“十一五”期间是火电机组脱硫的高峰期，与火电脱硫相比，“十二五”期间火电脱硝存在以下不同：

火电脱硝的节奏比火电脱硫更快。2005 年火电脱硫装机容量占比为 13.55%，2010 年火电脱硫装机容量占比可能在 77% 左右，6 年间 5 亿千瓦左右机组完成了脱硫装置。目前脱硝装机容量占比在 10% 以内，按照二次意见征求稿，2011 年-2014 年间所有存量火电机组以及新建机组均需完成脱硝装置，即 4 年内约 8 亿千瓦机组需安装脱硝装置。火电脱硝的容量更大，进度更快。

火电企业进行脱硫期间，大量企业涌入火电脱硫市场，其原因在于，一方面强制要求火电企业脱硫的初期，脱硫装置单位造价在 600 元/千瓦左右，甚至达到 1000 元/千瓦，脱硫行业盈利可观，吸引大量企业进入脱硫市场。另一方面，当时脱硫技术并不十分

成熟，火电脱硫持续的时间长。企业有动力和时间去吸收引进新技术，参与到市场中。由于大量企业进入到火电脱硫市场，市场竞争加剧，脱硫装置单位造价不断下降，大量中小企业因业绩不佳退出脱硫市场。

按照环保部的测算，脱硝装置的单位造价可能在 230 元/千瓦左右，这一造价可能综合考虑了 LNB+SCR 技术。按照这一单位造价，火电脱硝市场获得暴利的可能性较小。目前火电脱硝的技术基本成熟，“十二五”期间火电脱硝的节奏快。考虑到进入成本以及盈利空间，无脱硝技术的企业在进入脱硝市场时，更加谨慎。火电脱硝市场的竞争可能更加有序，已经拥有脱硝技术的企业可能是最大的受益者。

表 1：火电脱硝安装及运行费用测算

	y2015E	y2020E
脱硝机组装机容量（亿千瓦）	8.17	10.66
脱硝装置投资（亿元）	1950	2328
脱硝装置运行费用（亿元/年）	612	800
火电机组运行时间（小时/年）	5000	5000
单位机组脱硝装置费用（元/千瓦）	239	218
单位机组脱硝运行费用（元/千瓦时）	0.015	0.015

数据来源：环保部 安信证券研究中心

2.4. 受益脱硝市场启动，有望获得大量订单

脱氮技术有燃烧前脱氮、燃烧中脱氮和后端脱氮。目前比较成熟的技术是低氮燃烧技术（LNB）和后端脱硝的 SCR 技术。二者相比，低氮燃烧技术投资成本低，但是难以将 NO_x 的排放量控制在 200mg/m³ 以内。国内大型火力发电机组绝大多数都采用 SCR 脱硝技术。SCR 脱硝技术脱硝效率高，逃逸量低，能够满足国家环保标准，缺点在于投资高，催化剂的运行费用较大。

广东、江苏要求脱硝技术采用低氮燃烧+后端脱硝的技术，综合考虑环保标准和运行费用，“十二五”期间 LNB+SCR 技术可能得到广泛应用。

表 2：火电厂脱氮技术比较

	原理	优点	缺点
燃烧前脱氮	燃烧前对煤进行脱氮处理	-	成本高、难度大，技术尚不成熟，暂时没有实际应用价值
燃烧中脱氮	低氮燃烧技术（LNB），抑制和减少锅炉燃烧过程中的 NO _x	不占地，费用低	脱氮效率低，难以达到较高的环保标准
	选择性催化剂还原法（SCR）	脱硝效率高，逃逸量小	投资高，占地面积大
		投资少、运行成本低、占地少	不易控制氨的逃逸量，脱氮效率低
后端脱硝	选择性无催化剂还原法（SNCR）	地少	

数据来源：热电技术期刊 安信证券研究中心

公司于 2007 年获得火电脱硝 SCR 技术，该技术是公司与长沙理工大学合作研发的催化剂前端烟气与氨均混技术，达到国内领先水平。公司于 2007 年与湖南华银株洲火力发电公司签订了 1 亿元的合作，为攸县电厂 2*60 万 kw 的机组进行烟气脱硝工程。攸县电厂项目于 2010 年 7 月获得批复，该项目的烟气脱硝工程已于 2010 年 9 月开工。

公司位居湖南，毗邻广东，并且已经拥有了脱硝技术和实际装机经验。凭借公司进入

脱硝市场的先发优势和雄厚的资金实力，公司可能获得大量火电脱硝订单。

表 3：公司脱硝技术与其他公司比较

类别	具体指标	本公司脱硝技术	其他公司脱硝技术
技术指标	反应器	悬挂式	底部支撑式
	脱硝剂	氨或尿素	氨或尿素
	脱硝效率	≥80%	≥80%
	浓度场偏差	≤5%	≤10%
	温度场偏差	10%	15%
	速度场偏差	10%	15%
	烟尘分布	均匀	有死角
经济指标	NH ₃ /NO _x	≤0.81	≤0.82
	NH ₃ 逃逸率	<3ppm	<3ppm
	钢材用量	省	多

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

3. 钢铁烧结脱硫与余热发电正当时

3.1. 钢铁烧结脱硫空间大，技术要求高

2007 年，环保部发布了《钢铁工业大气污染物排放标准》（征求意见稿），对烧结、炼铁、炼钢等各环节大气污染物排放做出了规定。意见征求意见稿要求，在烧结环节，SO₂ 排放限值在 100mg/m³ 以内，NO_x 排放限值在 300mg/m³ 以内。目前，对钢铁行业 SO₂ 排放量没有明确的限制要求。在没有安装脱硫设备的情况下，烧结机 SO₂ 排放浓度在 400-5000mg/m³ 之间，对大气污染严重。

钢铁工业产生的污染物对环境影响较大，国家对环境问题日益关注，“十二五”期间，《钢铁工业大气污染物排放标准》可能正式出台，并对钢铁工业各环节的排放作出明确规定。

表 4：钢铁大气污染物排放标准（烧结）征求意见稿

污染源	污染物	最高允许排放浓度	吨产品排放限值 kg/t.
		mg/m ³	产品
烧结（球团）设备	颗粒物	50	0.25
	SO ₂	100	0.35
	NO _x	300	0.8
	氟化物	3.5	0.011
	二噁英	0.5ng-TEQ/m ³	-
其他生产设备	颗粒物	30	0.25

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

工信部于 2009 年 7 月 30 日正式发布了《钢铁行业烧结烟气脱硫实施方案》。该方案指出，2009 年到 2011 年，实施脱硫的烧结机面积分别为 4100m²、7700m²、4000m²。截止 2009 年 5 月，全国烧结机面积合计 53820m²。按照这一标准计算，2009 年到 2011 年，装有脱硫设备的烧结机占比分别为 19.35%、33.65%、41.09%。预计 2012 年到 2015 年，60%以上的烧结机需要安装脱硫装置，每年约有 8000m² 烧结机需要安装脱硫装

置。若钢铁污染物排放标准正式出台，并要求 SO₂ 排放量控制在 100mg/m³ 以内，已经安装脱硫装置的烧结机可能存在设备更新需求。未来几年，钢铁烧结机脱硫设备的空间较大。

烧结烟气，SO₂ 浓度变化大，瞬间温度可达到 1000℃，并且烟气中含有其他重金属等杂质比较多，钢铁烧结烟气脱硫比火电行业脱硫所需的技术要求更高。目前烧结脱硫的工艺有活性炭吸附法、密相干塔法、石灰石-石膏法等。

公司钢铁烧结烟气脱硫采用石灰石-石膏湿法空塔喷淋技术，很好的解决了湿法脱硫易结垢、易堵塞的难题，并成为环保部重点推荐的技术之一。经过公司再创新后的石灰石-石膏湿法，在装置的脱硫效率、实际运行的稳定性、建造成本和运行成本等方面具有显著优势。

受益于政策对钢铁烧结机脱硫的推动，2008 年到 2009 年，公司钢铁烧结机脱硫订单快速增长，钢铁烧结机脱硫的收入比重迅速增长，2010 年三季度，钢铁烧结机脱硫收入比重已由 2008 年的 7.58% 迅速增长至现在的 39.14%。“十二五”期间，钢铁烧结脱硫仍存在很大的市场空间，公司有望获得大量烧结脱硫订单。

3.2. 烧结机余热发电业务的优势正在显现

钢铁工业是国民经济重要基础产业，能源消耗量约占全国工业总能耗的 15%，废水和固体废弃物排放量分别占工业排放量的 14% 和 17%，是节能减排的重点行业。烧结余热发电是将烧结废气余热资源转变为电力的节能技术。根据 2009 年出台的《钢铁企业烧结余热发电技术推广实施方案》，计划在 2010~2012 年间，计划实施烧结余热发电技术的烧结机 82 台，预计总投资 51.9 亿元。

截止 2009 年，我国已建成的 10 套烧结余热发电机组共涉及 19 台烧结机，烧结机面积共 4849m²，发电机组总装机容量 137MW。按照该方案的实施进展，预计 2010 年到 2012 年，钢铁烧结余热发电的市场容量分别为 13.31 亿元、21.24 亿元、17.35 亿元。未来两年，钢铁烧结余热发电的市场空间巨大。

公司在 2010 年已经先后获得三个烧结机余热发电项目，合计金额 1.74 亿元。随着节能减排政策的推进，以及公司在钢铁企业的优势，钢铁烧结余热发电的订单有望继续增长。

表 5：每年烧结机余热发电投资额估算

	y2010	y2011	y2012
本年增加余热发电的烧结机面积 (m ²)	5,666	9,038	7,384
实行余热发电的烧结机面积 (m ²)	10,515	19,553	26,937
占比	19.54%	36.33%	50.05%
预计每年投资额 (亿元)	13.31	21.24	17.35

数据来源：工信部 安信证券研究中心

4. 重金属污染防治空间大，拥有多项技术储备

4.1. 分子键合™技术+本土优势，有望获得大量湘江重金属污染治理订单

湖南是著名的“有色金属之乡”，湘江流域分布了大量采矿业、冶炼业。长期以来，有色金属采选冶炼工业采用粗放式的发展，大量工业废水、废渣、废气等直接或间接排放到湘江流域。大量尾矿堆积，经雨水冲刷沉淀，湘江流域水质及土壤受重金属污

染严重，重金属污染事件频繁发生。

2011 年 3 月，国务院批复了《湘江流域重金属污染治理实施方案》，涉及湘江流域 8 个市，7 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。要求经过治理，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。规划项目 927 个，总投资 595 亿元，规划期限为 2011 年至 2015 年，展望至 2020 年，力求通过 5-10 年时间基本解决湘江流域重金属污染重大问题。“十二五”期间，湘江流域重金属污染有望得到有效根治。

公司持有永清盛世环保公司 58% 的股份，永清盛世主要从事环境修复业务，涉及到重金属污染土壤、重金属污染矿渣、重金属污泥等有关重金属污染治理方面。公司采用分子键合™技术进行修复，其技术原理在于，通过化学反应，将重金属离子转化为可长期稳定存在的键合晶状体，即还原为原始矿石状态，使之无害，无法进入生态系统。

分子键合™技术可以有效修复多种介质中的重金属污染，修复后产生的化合物长时间处于稳定状态，不易释放出金属离子，且不存在二次污染。2010 年《国家先进污染防治示范技术名录（重金属污染防治技术领域）》，分子键合™技术被列入名录，并且是唯一一种可以针对多种重金属污染物（铬、铅、镉、铜、镍等）的污染防治技术。

分子键合™技术已经成功用于天津污水库底泥修复项目，将污染水库变为生态城市重要景观。公司正在紧密跟踪湘江重金属污染项目，凭借公司的技术优势和在湖南省的本土优势，公司有望获得大量湘江重金属污染防治的项目。重金属污染防治，将成为公司另一业务亮点。

4.2. 评环业务有望逐步壮大

公司通过对国际环保行业发展情况的深入了解，2010 年开始进入环境影响评价和环境规划行业，为在环境咨询行业全面布局奠定了基础。2010 年，公司签订 40 余项合同，累计金额 760 万元。公司具有环评乙级资质，正在申请甲级资质。

经过近几年的发展，公司业务涉及火电脱硫、火电脱硝、钢铁烧结脱硫、余热发电、石化有色脱硫、重金属污染防治等多个领域，拥有各方面的经验积累和技术储备，有利于公司在环评领域的迅速发展。随着国家对环境问题的日益关注，环评业务正在逐步兴起，公司环评业务有望逐步壮大。

4.3. 拥有有色石化脱硫技术，一旦出台相关政策，公司继续受益

在“十二五”期间，将加强以石化行业为重点的工业窑炉烟气 SO₂ 治理，现有石油炼化设备、有色冶炼设备、建材窑炉、炼焦炉、燃煤锅炉等重点污染源将逐步安装烟气脱硫设施。公司有色脱硫、石化脱硫方面已经有成功完成的经验。如果国家进一步制定有色、石化等行业的减排目标，公司将继续受益。

5. 发展路径与政策吻合，业务模式逐渐高端

5.1. 拥有多项技术，迎合环保政策需求

环保产业的发展，很大程度上受到政策的驱动。公司近几年的发展路径与政策吻合。公司于 2004 年进入火电市场，享受了火电脱硫行业爆发式增长。公司于 2007 年从事火电脱硝、有色脱硫、钢铁烧结脱硫业务的研究。随着钢铁烧结机烟气脱硫政策的出台，2008 年到 2010 年烧结机脱硫业务的比重迅速增长。2010 年，公司获得大量烧结机余热发电订单。受到强制火电企业脱硝政策的影响，预计“十二五”期间，公司将获得大量火电脱硝订单。公司通过增资的方式，获得永清盛世 58% 的股权，进入重金

属污染防治领域。

我们认为，拥有强大的技术研发力量，拥有多种技术储备，是公司业务发展迅速的关键。公司拥有有色脱硫、石化脱硫的技术，并正在研发烟气脱硫、脱硝一体化技术、有色冶金余热发电技术、低沸点工质的余热发电等多项技术。一旦后续相关政策出台，公司可继续享受政策驱动带来的行业景气。

表 6：公司主营业务变化情况

领域	内容	2004	2007	2009	2010	2011
火电	烟气脱硫	✓	✓	✓	✓	✓
	烟气脱硝		✓	✓	✓	✓
钢铁	烧结烟气脱硫		✓	✓	✓	✓
有色	烟气脱硫		✓	✓	✓	✓
环保热电	热电联产余热发电			✓	✓	✓
石油石化	脱硫除尘			✓	✓	✓
环境咨询	环境规划环境影响评价				✓	✓
重金属	重金属污染修复					✓

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

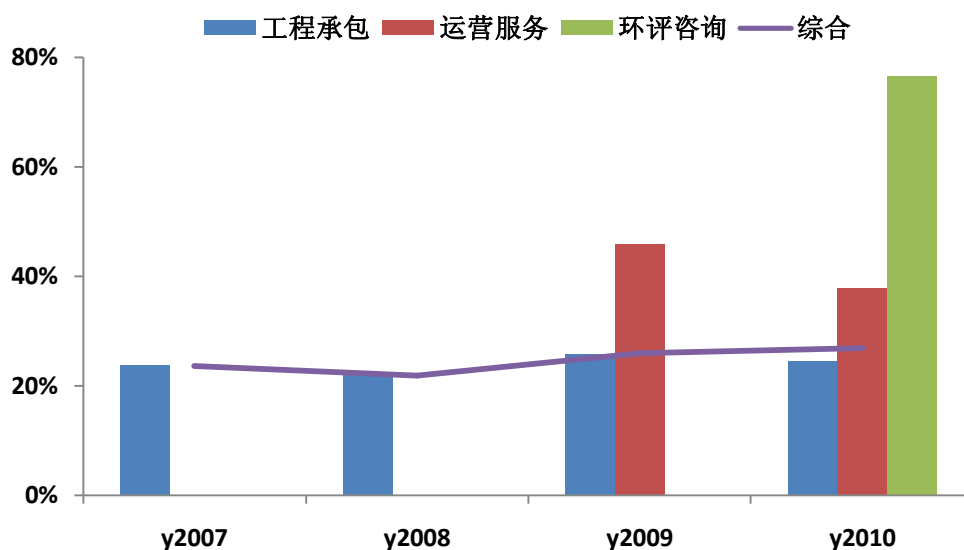
5.2. 业务模式由低端向高端发展，提升竞争力

2004 年到 2008 年，公司主要承包火电厂、钢铁烧结机的脱硫工程，业务模式为 EPC 模式（设计-采购-施工）。

2008 年，公司承包了部分钢铁厂烧结机烟气脱硫工程，并开始开展运营业务，即业务模式由 EPC 向 EPC+C 发展。

2010 年，公司在发展工程承包、运营服务业务的同时，开始涉足环评咨询业务。以公司为例，工程承包类业务的毛利率在 25%左右，运营服务业务的毛利率在 45%左右，环评咨询业务的毛利率在 78%左右。公司营业模式逐渐由低端的工程承包，向盈利能力较强的运营服务、咨询业务发展，公司整体毛利率逐年增长，有利于形成核心竞争力。

图 8 各项业务毛利率



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

公司是为高污染、高耗能企业提供烟气综合解决方案的工程类公司，其业务涵盖了火电厂烟气脱硫脱硝、钢铁烧结机脱硫、烧结机余热发电、有色石化行业脱硫等多个领域。

其市场需求主要取决于政策对环保产业的推进。根据“十二五”以及钢铁行业的相关规划，预计“十二五”期间火电机组脱硝项目有望出现爆发式增长，环保热电、钢铁烧结机脱硫的市场空间巨大。

我们对各项业务做如下假设：

- 1) 2011 年下半年到 2012 年，公司获得大量火电脱硝业务订单，火电脱硝业务增长迅速；
- 2) 公司能够获得大量重金属污染防治订单；
- 3) 火电、钢铁脱硫业务稳定增长；
- 4) 各项业务毛利率稳定；
- 5) 公司继续享受 15% 的所得税优惠

预计 2011 年到 2013 年，公司营业收入分别为 6.01 亿元、10.95 亿元、17.22 亿元，净利润分别为 8409 万元、1.47 亿元、2.26 亿元，全面摊薄后的每股收益分别为 1.26 元、2.20 元、3.39 元，2010 年到 2012 年的复合增长率为 87.58%。

表 7：盈利预测

(百万元)

	y2009	y2010	y2011E	y2012E	y2013E
营业收入	254	289	601	1,095	1,722
yoy%	26.31%	13.50%	108.15%	82.23%	57.26%

脱硫业务	250	189	221	257	298
yoy%	24.34%	-24.46%	17.03%	15.91%	16.11%
脱硝业务			100	300	600
yoy%				200.00%	100.00%
环保热电		64	180	270	324
yoy%			179.27%	50.00%	20.00%
运营业务		29	38	46	55
yoy%			30.00%	20.00%	20.00%
环评业务		6	11	23	45
yoy%			100.00%	100.00%	100.00%
重金属污染防治			50	200	400
yoy%				300.00%	100.00%
综合毛利率	25.92%	26.92%	26.22%	26.53%	26.99%
净利润	35	42	84	147	226
yoy%	68.25%	18.15%	101.39%	74.68%	53.93%
每股收益 (元/股)	0.53	0.63	1.26	2.20	3.39

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

6.2. 首次给予“增持-A”评级

我们选取 A 股市场上，从事环保业务的中小盘公司作为可比公司，截止 2011 年 6 月 27 日，可比公司 2011 年、2012 年的平均市盈率为 36.4 倍、24.6 倍，PEG（2010 年静态 PE/2010 年-2012 年复合增长率）均值为 1.12。我们按照行业平均 PEG 估值，预计公司 6 个月目标价为 62 元，对应 2011 年、2012 年的 PE 为 49.2 倍、28.2 倍，首次给予“增持-A”评级。

表 8：可比公司估值

公司代码	公司简称	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)			2010-2012 年复合增长率	PEG
		y2010	y2011E	y2012E	y2010	y2011E	y2012E		
002479	富春环保	0.30	0.48	0.65	56.7	35.9	26.5	46.22%	1.23
002499	科林环保	0.57	0.75	0.98	51.1	38.8	29.6	31.38%	1.63
300055	万邦达	0.27	0.90	1.47	177.8	53.6	32.7	133.33%	1.33
300056	三维丝	0.41	0.90	1.40	75.1	34.2	22.0	84.79%	0.89
300090	盛运股份	0.21	0.35	0.51	51.8	31.0	21.2	56.12%	0.92
300125	易世达	0.56	0.82	0.96	47.6	32.7	27.8	30.93%	1.54
300156	天立环保	0.60	0.85	1.42	42.0	29.4	17.6	54.46%	0.77
300190	维尔利	0.85	1.54	2.29	54.4	30.1	20.2	64.10%	0.85
300187	永清环保	0.63	1.26	2.20	83.8	41.6	23.8	87.58%	0.96
均值					71.1	36.4	24.6	65.44%	1.12

数据来源：Wind 安信证券研究中心

7. 风险提示

- 1) 环保产业对国家政策的依赖较大，若相关脱硝政策未及时出台，可能导致公司业绩不达预期；

- 2) 脱硝市场、钢铁烧结脱硫市场竞争加剧，导致公司毛利率下降；
- 3) 公司不继续享受税收减免，可能导致业绩不达预期

财务报表预测和估值数据汇总
单位
百万元
模型更新时间
2011-6-27

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	254.3	288.7	600.9	1,095.1	1,722.1	成长性					
减:营业成本	188.4	211.0	443.4	804.6	1,257.3	营业收入增长率	26.3%	13.5%	108.2%	82.2%	57.3%
营业税费	3.7	4.1	9.3	17.0	26.7	营业利润增长率	61.5%	20.8%	117.0%	85.3%	58.5%
销售费用	4.0	6.2	13.2	24.1	37.9	净利润增长率	68.2%	18.1%	101.4%	74.7%	53.9%
管理费用	19.5	20.4	42.1	76.7	120.5	EBITDA 增长率	66.5%	20.6%	101.7%	86.4%	61.0%
财务费用	0.5	0.5	-6.7	-11.9	-12.9	EBIT 增长率	66.5%	20.4%	100.2%	85.9%	61.9%
资产减值损失	0.2	-0.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	74.0%	17.8%	93.0%	83.2%	60.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-391.9%	136.4%	-42.3%	572.1%	26.3%
投资和汇兑收益	-	-1.1	-	-	-	净资产增长率	24.5%	18.6%	559.0%	16.1%	22.0%
营业利润	38.0	45.9	99.6	184.6	292.6	利润率					
加:营业外净收支	3.2	3.5	3.0	3.0	3.0	毛利率	25.9%	26.9%	26.2%	26.5%	27.0%
利润总额	41.2	49.4	102.6	187.6	295.6	营业利润率	14.9%	15.9%	16.6%	16.9%	17.0%
减:所得税	5.9	7.6	15.4	28.1	44.3	净利润率	13.9%	14.5%	14.0%	13.4%	13.1%
净利润	35.3	41.8	84.1	146.9	226.1	EBITDA/营业收入	15.3%	16.3%	15.8%	16.2%	16.5%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	15.2%	16.1%	15.5%	15.8%	16.2%
货币资金	85.6	79.1	813.7	768.1	957.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	9	9	13	16	12
应收账款	16.1	31.8	13.5	249.6	392.5	流动营业资本周转天数	-5	41	15	31	48
应收票据	10.5	44.9	24.7	45.0	70.8	流动资产周转天数	350	339	396	391	338
预付账款	1.5	8.1	8.6	9.4	10.6	应收账款周转天数	23	20	8	41	65
存货	126.9	138.8	157.9	286.6	447.8	存货周转天数	150	166	89	73	77
其他流动资产	0.0	-	-	-0.0	-0.0	总资产周转天数	368	358	415	410	353
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	13	58	31	48	60
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	0.3	0.3	0.3	0.3	ROE	34.3%	34.1%	10.8%	17.0%	22.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.9%	13.0%	8.2%	11.1%	12.9%
固定资产	6.5	8.1	36.3	62.3	57.2	ROIC	-379.9%	153.3%	125.1%	397.1%	95.0%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	6.6	6.5	6.3	6.1	5.9	销售费用率	1.6%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	-	3.1	3.1	3.1	3.1	管理费用率	7.7%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	253.6	320.6	1,064.2	1,430.4	1,946.0	财务费用率	0.2%	0.2%	-1.1%	-1.1%	-0.8%
短期债务	10.0	25.0	-	-	-	三费/营业收入	9.5%	9.4%	8.1%	8.1%	8.4%
应付账款	84.1	94.8	133.6	242.5	378.9	偿债能力					
应付票据	31.3	55.3	72.9	132.3	206.7	资产负债率	59.3%	61.8%	24.2%	34.5%	41.3%
其他流动负债	24.2	22.8	44.0	85.6	151.0	负债权益比	145.9%	162.1%	32.0%	52.8%	70.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.61	1.53	4.00	2.80	2.38
其他非流动负债	0.9	0.3	3.4	8.4	14.6	速动比率	0.76	0.83	3.38	2.21	1.81
负债总额	150.5	198.3	257.9	494.0	803.5	利息保障倍数	71.29	91.94	-13.88	-14.56	-21.61
少数股东权益	-	-	3.2	15.8	41.0	分红指标					
股本	50.1	50.1	66.8	66.8	66.8	DPS(元)	0.22	0.34	0.25	0.44	0.68
留存收益	53.0	72.3	736.4	853.9	1,034.7	分红比率	42.5%	54.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	103.1	122.3	806.3	936.4	1,142.5	股息收益率	0.4%	0.6%	0.5%	0.8%	1.3%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	35.3	41.8	84.1	146.9	226.1	EPS(元)	0.53	0.63	1.26	2.20	3.39
加:折旧和摊销	0.7	0.8	2.0	4.2	5.2	BVPS(元)	1.54	1.83	12.07	14.02	17.11
资产减值准备	0.2	-0.5	-	-	-	PE(X)	99.0	83.8	41.6	23.8	15.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	33.9	28.6	4.3	3.7	3.1
财务费用	-	0.3	0.7	-6.7	-11.9	P/FCF	420.2	182.6	40.4	-51.2	21.9
投资收益	-	1.1	-	-	-	P/S	13.8	12.1	5.8	3.2	2.0
少数股东损益	-	-	3.2	12.6	25.2	EV/EBITDA	65.3	54.5	28.8	16.0	9.5
营运资金的变动	-24.9	-27.4	113.0	-149.8	-21.7	CAGR(%)	65.3%	81.9%	64.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	10.7	20.1	195.6	1.9	221.9	PEG	1.5	1.0	0.6	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-0.9	-15.3	-30.0	-30.0	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-12.2	-13.3	578.4	-17.5	-32.3	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

彭倩,行业分析师,华中科技大学财务管理学士,金融工程硕士.2007 年 7 月加盟安信证券.

分析师声明

彭倩声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据,特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期,本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。同时,本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准,如有需要,客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务,提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,无论是否已经明示或暗示,本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下,本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034