

脱硝和重金属污染土壤治理开启未来

报告摘要:

公司是环保上市公司中少有的覆盖大气治理、土壤治理及工业节能等环保细分领域的综合环境服务商。在传统的脱硫业务逐步萎缩的同时,脱硝、重金属污染土壤治理与合同环境服务成为公司未来最重要的业绩增长点。

脱硝业务订单充裕,爆发力足。火电厂脱硝目前尚处在起步阶段,未来脱硝补贴电价在全国范围内的落实将刺激火电厂脱硝全面展开,行业爆发在即。公司在脱硝领域布局多年,凭借技术和服务方面的优势,取得了显著的行业地位,主要目标客户为湖南省内火电企业和省外地方火电企业。目前在手脱硝订单充裕,如果脱硝业务推进顺利,未来将为公司带来丰厚的营收和利润。

重金属污染土壤治理潜力巨大。目前湖南省重金属污染治理业务刚刚启动,市场潜力巨大。《湘江流域重金属污染治理实施方案》的获批给公司带来了难得的战略机遇,公司凭借地缘优势,在湖南取得垄断地位,先发优势明显。公司目前所有在手项目均由上述《实施方案》启动,未来 1-2 年仍将围绕《实施方案》及其细化项目展开业务拓展。土壤治理业务毛利率较高,盈利能力强,如能保持较高的毛利率,该项业务无疑将成为未来公司重要的利润来源。

合同环境服务新模式,助力公司业务拓展。合同环境服务是符合环保产业发展趋势的新模式。公司 2012 年以来通过合同环境服务的形式与多地政府确立合作关系,提前锁定环保各细分领域的市场。未来公司如何在框架协议下开展业务值得我们长期跟踪。

盈利预测与投资建议。预计 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.43 元、0.65 元和 0.87 元,业绩复合增长率达 41.8%,目前股价对应的 PE 分别为 59.8 倍、39.5 倍和 29.8 倍。公司估值相对偏高,反映了资本市场对公司前景的良好预期,未来在脱硝、土壤治理等领域大有可为,我们看好公司中长期发展前景,维持“**谨慎推荐**”评级。

风险因素:脱硝电价低于预期;土壤治理毛利率下滑;现金流吃紧。

股票数据

2013/1/7

收盘价(元)	25.80
12个月股价区间(元)	18.80~55.00
总市值(百万元)	3,446
总股本(百万股)	134
A股(百万股)	134
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	14%	-4%	33%
相对收益	1%	-15%	22%

相关报告

证券分析师: 王师

执业证书编号: S0550511030001
021-20361109 wangs@nesc.cn

研究助理: 马斌博

021-20361120 mabb@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	289	344	547	765	962
(+/-)%	13.50%	19.04%	59.17%	39.85%	25.75%
归属母公司净利润	42	35	58	87	116
(+/-)%	18.15%	-15.11%	62.45%	51.53%	32.74%
每股收益(元)	0.83	0.53	0.43	0.65	0.87
市盈率	82.53	97.22	59.84	39.49	29.75
市净率	28.16	4.55	4.30	3.93	3.52
净资产收益率(%)	34.13%	4.68%	7.18%	9.96%	11.84%
股息收益率(%)	—	0.42%	0.38%	0.38%	0.38%
总股本(百万股)	50	67	134	134	134

目 录

1. 紧跟环保潮流的综合环境服务商	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 公司主营业务及商业模式演进	4
1.3. 脱硫市场空间有限，业务转型进行时	5
2. 核心驱动业务之一：脱硝业务订单充裕，爆发力足	5
2.1. 补贴电价的落实将推动火电厂脱硝爆发增长	5
2.2. 公司脱硝市场地位显著，在手订单充裕	7
3. 核心驱动业务之二：重金属污染土壤治理潜力巨大	8
3.1. 进军重金属污染土壤治理，垄断省内市场	8
3.2. 实质性订单贡献业绩，未来省内市场仍是重点	9
4. 合同环境服务新模式，打造环境“全科医生”	9
4.1. 合同环境服务是未来环保行业发展的新趋势	9
4.2. 多个合同环境服务框架协议助力公司业务拓展	10
5. 公司主营业务经营状况分析及预测	11
5.1. 公司经营状况分析	11
5.2. 公司主营业务预测	13
6. 盈利预测与投资建议	14
7. 风险提示	14

图表目录

图 1: 公司历年新签脱硫合同金额 (万元)	5
图 2: 全国历年脱硫脱硝装机及其占总装机的比例 (万千瓦)	6
图 3: 2011 年环保公司签订合同的脱硝工程容量 (万千瓦)	7
图 4: 公司历年各业务板块收入情况	11
图 5: 公司工程承包板块各业务收入占比情况	11
图 6: 公司各业务板块毛利率历年变化	12
图 7: 公司期间费用率历年变化	13
表 1: 公司主营业务在环保各细分领域的演进	4
表 2: 脱硫脱硝行业约束和激励政策比较	6
表 3: 公司历史脱硝订单汇总	8
表 4: “十二五”期间湘江流域重金属治理项目分解	8
表 5: 公司重金属污染土壤治理业务已签订单情况	9
表 6: “十二五”期间湘江流域各地市重金属治理工程投资	9
表 7: 公司已签合同环境服务框架协议	10
表 8: 公司分业务收入与成本预测	13

1. 紧跟环保潮流的综合环境服务商

1.1. 公司概况

公司成立于 2008 年，由湖南永清脱硫有限公司整体变更设立，经过多年发展，目前已经形成以脱硫脱硝、土壤修复、环保热电、环评咨询等业务为核心的综合环境服务商，是 A 股环保行业上市公司中少有的业务覆盖大气治理、土壤治理、工业节能等环保细分领域的环境“全科医生”。

火电厂脱硝和重金属污染土壤治理业务将成为公司未来最重要的增长点。“十二五”期间，火电厂烟气脱硝市场容量达 750 亿元，未来脱硝补贴电价在全国范围内的落实将刺激火电厂脱硝全面展开，行业爆发在即；公司目前在火电厂脱硝市场地位显著，订单充裕，未来有望成为公司重要的收入和利润来源。重金属污染土壤治理是“十二五”期间环保产业的重中之重，市场前景广阔；公司凭借地缘优势，迅速垄断湖南省内的重金属土壤治理市场，目前已在多个地市进行业务布局，先发优势明显。

1.2. 公司主营业务及商业模式演进

节能和减排一直是公司业务的主线。减排方面，公司以火电厂脱硫起家，在钢铁烧结脱硫领域市场领先，火电厂脱硝领域公司布局多年，在手订单充裕；节能方面，公司面向造纸等行业，承接多个热电联产工程，投资额过亿元的新余钢铁烧结 EMC 余热发电项目已投入运营。重金属污染土壤治理是公司的新业务，目前已斩获多个项目。公司凭借灵活的机制和敏锐的市场嗅觉，从脱硫行业的“后来者”发展成业务布局涉及多个环保细分领域、初具规模的综合环境服务商。

表 1: 公司主营业务在环保各细分领域的演进

细分领域	公司介入时间	典型项目	核心技术或资质
火电脱硫	2004	华电石门 2×300MW 机组烟气脱硫工程	石灰石-石膏法烟气脱硫技术
火电脱硝	2007	国电宝庆邵阳电厂脱硝项目	选择性催化还原技术（SCR）
钢铁烧结脱硫	2007	湖南华菱湘潭钢铁 360m ² 烧结机烟气脱硫工程	石灰石-石膏法空塔喷淋技术
有色脱硫	2007	株洲冶炼集团锌一系统挥发窑烟气脱硫项目	钠碱法烟气脱硫技术
热电联产	2009	岳阳丰利纸业新建热电联产工程	取得多项专利
余热发电	2009	新余钢铁烧结厂烧结余热发电项目	取得多项专利
环境咨询	2010	-	环评乙级资质
重金属土壤修复	2011	永兴县工业固体废物污染环境修复技术示范项目	离子矿化稳定化技术

数据来源：公司公告，东北证券

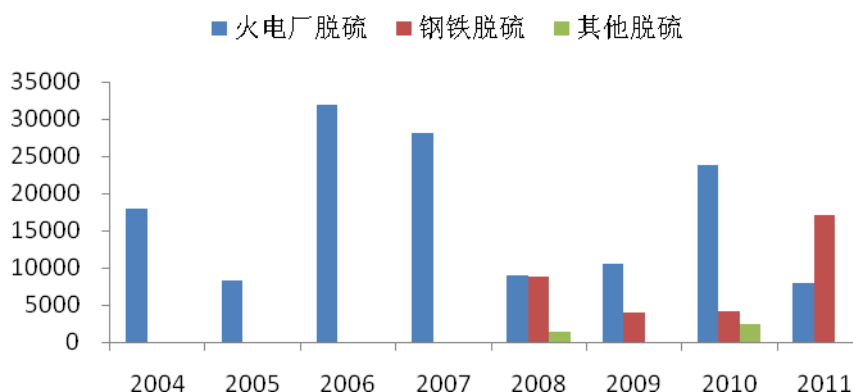
随着业务领域的拓展，公司也在积极探寻业务模式上的创新。合同环境服务作为环保领域国家大力推广的新模式，能够为业主提供全方位、一站式的环保需求服务，是未来环保产业发展的大方向。公司凭借在大气治理、土壤修复、环保热电等领域完备的资质和过硬的技术实力，已与多地政府部门和企业集团签订合同环境服务框架协议，环境“全科医生”的雏形已现。

1.3. 脱硫市场空间有限，业务转型进行时

脱硫业务曾经是公司最主要的收入和利润来源，但近两年来随着存量火电厂逐渐度过脱硫高峰、新增火电机组的减少，火电脱硫市场逐渐萎缩，截止 2011 年底，全国火电厂脱硫比例已达 87.6%，市场空间有限。

钢铁烧结脱硫是公司的优势业务，但在目前钢铁行业盈利困难的情况下，钢厂主动脱硫的意愿和能力都不足，存量订单执行情况不理想，2012 年以来，新增订单逐渐减少。

图 1：公司历年新签脱硫合同金额（万元）



数据来源：公司公告，东北证券整理

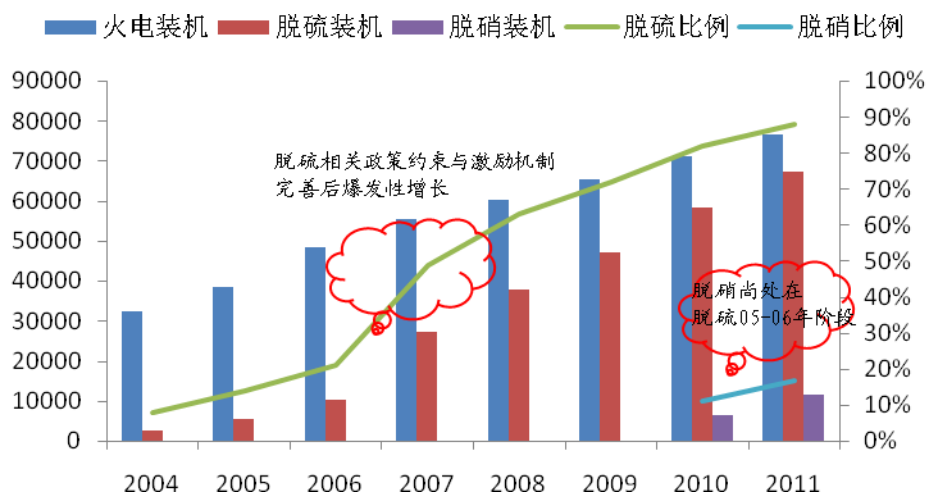
从公司管理层战略意图和近来公司新增订单看，公司业务格局正在发生着不小的变化，未来公司增长点将由传统的脱硫业务向市场空间更大的新业务转变，火电厂脱硝和重金属污染土壤治理将成为公司未来最主要的拓展方向。

2. 核心驱动业务之一：脱硝业务订单充裕，爆发力足

2.1. 补贴电价的落实将推动火电厂脱硝爆发增长

火电厂尾气排放的二氧化硫和氮氧化物是大气污染的主要来源，对火电厂尾气排放进行脱硫和脱硝是节能减排工作的重要内容。“十一五”期间，国家把二氧化硫排放量作为约束指标写入“十一五”规划，同时脱硫电价的推出很大程度上刺激了火电厂脱硫的积极性，脱硫行业迎来爆发性增长的阶段，火电厂脱硫率从 2005 年的不到 14% 提高到 2010 年的 82%。

图 2: 全国历年脱硫脱硝装机及其占总装机的比例 (万千瓦)



数据来源: 中电联, 东北证券

参考脱硫行业的发展轨迹, 我们认为政策的约束和激励是环保细分行业发展的最重要的推手, 火电厂脱硝在“十一五”期间未曾爆发的主要原因是缺乏强制的政策、量化的减排标准以及配套的激励措施。

2011 年以来, 有关火电厂脱硝的政策和标准陆续出台。《“十二五”节能减排综合性工作方案》要求氮氧化物排放量在 2015 年较 2010 年下降 10%。新版《火电厂大气污染物排放标准》, 大幅调低了氮氧化物的排放浓度, 并要求现有及新建火电机组在规定时间内完成脱硝改造以满足新标准要求。0.8 分/千瓦时的脱硝电价在全国 14 个省份试点实行。

我们分总量控制、标准规范和补贴电价三个方面比较了“十二五”期间的脱硝和“十一五”期间的脱硫相关政策, 发现脱硝在总量控制和标准规范两方面的约束上已经超越当年的脱硫, 只是目前正在试行的补贴电价与脱硫电价尚有不小差距。根据电监会对重点省份数据的测算, 同步建设脱硝设施的总成本约为 1.13 分/千瓦时, 技改加装脱硝设施的总成本为 1.33 分/千瓦时, 0.8 分/千瓦时的脱硝电价尚不能覆盖成本, 火电厂主动脱硝动力不足。在行业整体资金匮乏的情况下, 补贴电价不到位也为火电企业腾挪出与政策博弈的空间。如果未来脱硝电价能推广到全国, 并最终提高到 1 分/千瓦时以上, 火电厂在脱硝方面与政策博弈的空间将大大减小。

表 2: 脱硫脱硝行业约束和激励政策比较

	“十二五”期间脱硝	“十一五”期间脱硫
总量控制	到 2015 年氮氧化物排放量较 2010 年减少 10%	2010 年二氧化硫排放量由 2005 年的 2549 万吨减少到 2295 万吨, 减少 10%
标准规范	燃煤锅炉执行 100 毫克/立方米的排放限值, 新建机组 2012 年 1 月 1 日起执行, 存量机组 2014 年 7 月 1 日起执行, 较 2003 版 650 毫克/立方米大幅提高, 堪称“史上最严”	燃煤锅炉第三时段机组最高排放限值 400 毫克/立方米
补贴电价	目前 14 个省份脱硝试点电价 0.8 分/千瓦时 (含税)	统一执行 0.15 分/千瓦时 (含税) 的脱硫电价

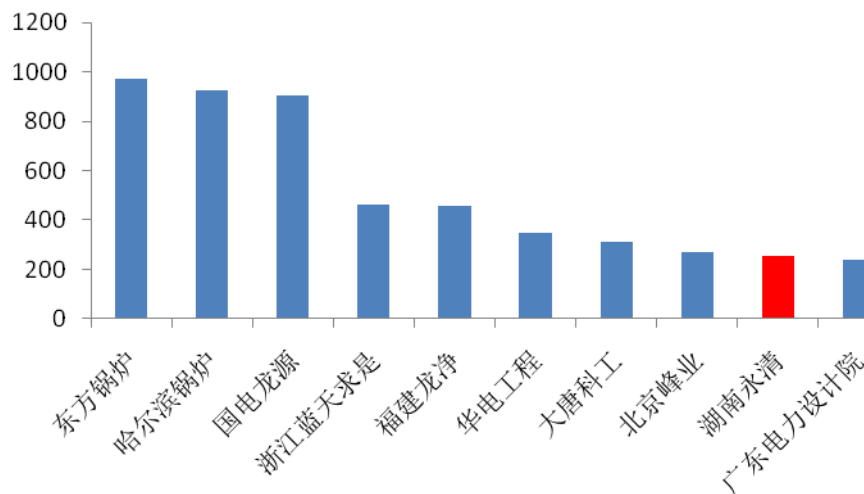
数据来源：东北证券

我们整体认为，火电厂脱硝目前仅处于脱硫在 05-06 年的发展阶段，粗略估计 2013-2015 年，全国尚有近 4 亿千瓦存量火电机组以及每年 4000 万千瓦的新建机组需要进行尾部 SCR 脱硝，我们以脱硝改造单位建设成本 150 元/千瓦、新建脱硝成本 120 元/千瓦测算，“十二五”期间，仅烟气尾部 SCR 脱硝市场容量将接近 750 亿元。同时，相关政策和法规的约束和激励大部分已经落地，行业爆发只欠“脱硝电价”东风，从近期脱硝市场的订单情况以及管理层释放的信号来看，为在“十二五”期间实现氮氧化物排放限值，2013 年脱硝电价上调并在全中国推广将是大概率事件，脱硝市场的爆发非常值得期待。

2.2. 公司脱硝市场地位显著，在手订单充裕

不同于在脱硫市场“追赶者”的角色，公司早在 2007 年就开始对脱硝这一大气治理方面的另一利润增长点进行提前布局，掌握了烟气脱硝主流技术-选择性催化还原（SCR）技术，并与高校合作研发了脱硝催化剂烟气与氨均混技术，其技术已达到国内先进水平。随着近年来火电脱硝招投标的逐渐增加，公司陆续取得不少订单。按 2011 年新签脱硝合同工程量计算，公司已排名行业第九位。作为一家没有电力背景的民营环保企业，公司在与五大电力集团旗下环保公司竞争中，能够取得显著的市场地位，凸显了公司在技术和服务方面的优势。

图 3：2011 年环保公司签订合同的脱硝工程容量（万千瓦）



数据来源：中电联，东北证券

凭借过硬的技术和脱硫领域积累的客户资源，公司目前已累计签订脱硝订单总装机达到 640 万千瓦，从订单结构看，公司主要目标市场为湖南省内火电企业和省外地方火电企业，继大唐株洲攸县、国电宝庆邵阳、华电石门及大唐湘潭电厂等省内脱硝项目后，今年公司相继拿到甘肃靖远脱硝项目、新疆中泰化学配套电站脱硝项目、陕西渭河发电脱硝改造项目等省外大单，在脱硝市场地位进一步提高。

表 3: 公司历史脱硝订单汇总

签订时间	项目名称	业务模式	新建/改造	机组容量	合同金额
2007 年 9 月	大唐株洲攸县电厂脱硝项目	EPC	同步建设	2 × 600MW	10669.48 万元
2011 年上半年	国电宝庆邵阳电厂脱硝项目	EPC	脱硝改造	2 × 660MW	不详
2011 年 11 月	华电石门烟气脱硝项目	BOT	脱硝改造	2 × 300MW	N/A
2011 年底	大唐湘潭电厂脱硝项目	EPC	脱硝改造	2 × 300MW	不详
2012 年 5 月	靖远第二发电#5-#8 脱硝项目	EPC	脱硝改造	4 × 300MW	20571.63 万元
2012 年 8 月	中泰化学电石项目动力站脱硝供货	EPC	同步建设	4 × 150MW	8577 万元
2012 年 8 月	中泰化学米东热电厂烟气脱硝供货	EPC	同步建设	2 × 150MW	5910 万元
2012 年 9 月	中泰化学电石动力站及米东热电厂脱硝工程建设	EPC	同步建设	-	7220 万元
2012 年 10 月	陕西渭河发电脱硝项目	EPC	脱硝改造	2 × 300MW	10,290 万元

数据来源: 公司公告, 东北证券

按照脱硝项目的工期推算, 公司 2012 年签订的脱硝订单将在未来 2 年内实现结算和收入确认。如果公司脱硝业务推进顺利, 预计 2013-2014 年将为公司带来 5-6 个亿的营收, 届时火电脱硝将成为公司工程承包业务的主要收入来源。

3. 核心驱动业务之二: 重金属污染土壤治理潜力巨大

3.1. 进军重金属污染土壤治理, 垄断省内市场

湘江流域重金属产业历史悠久, 近年来重金属污染问题成为影响该地区人民群众身体健康和社会和谐稳定的突出问题, 重金属污染治理势在必行。2011 年 3 月, 国务院正式批复《湘江流域重金属污染治理实施方案》(下称《实施方案》), 成为全国第一个由国务院批复的区域重金属污染治理方案。《实施方案》规划项目 927 个, 总投资 595 亿, 其中“十二五”期间需完成项目 856 个, 投资 505 亿, 涉及湘江流域 8 个地市、7 大重点区域, 要求经过治理后主要重金属排放量较 2008 年减少 50%。今年上半年, 湖南省制定并发布了《实施方案》工作计划, 进一步细化了“十二五”期间湘江流域重金属污染治理的总体目标、基本思路和措施, 并明确了各类项目的资金筹措方案和投资主体。

表 4: “十二五”期间湘江流域重金属治理项目分解

项目类型	项目数量	投资主体	投资金额 (亿元)
历史遗留污染治理项目	131	政府为主	195
民生应急项目	36	政府为主	87
科技支撑项目	47	政府为主	8
监管能力建设项目	11	政府	8
产业结构调整项目	444	企业为主	88
工业污染源控制项目	187	企业为主	119

注: 合计投资金额 505 亿, 其中中央支持 138 亿、省市县投入 202 亿, 企业自筹 165 亿

数据来源: 《湘江流域重金属污染治理实施方案》工作计划, 东北证券

作为湖南省唯一的上市环保公司, 公司以《实施方案》获批为契机, 借助地缘优势和良好的政府关系, 于 2011 年进军重金属污染土壤治理领域, 并迅速垄断湖南省内

市场，成为该领域绝对的市场先行者。我们认为《实施方案》的获批以及相关项目的细化为公司带来了难得的战略机遇，目前湖南省重金属污染治理业务刚刚启动，全国范围内的重金属治理也开始酝酿，全国土壤污染治理“十二五”规划也将于近期出台，市场潜力巨大，公司重金属污染土壤治理核心技术——离子矿化稳定化技术逐渐成熟，业绩逐渐得到市场认可，凭借先发优势，有理由相信公司在该领域未来竞争中获得更多的市场份额。

3.2. 实质性订单贡献业绩，未来省内市场仍是重点

在重金属污染土壤治理领域，随着湘江流域各地市重金属污染治理目标责任书的签订，公司获得多个实质性订单，并带来可观的收入和毛利。

表 5: 公司重金属污染土壤治理业务已签订单情况

签订时间	项目内容	项目进度
2011 年	长沙湘和化工厂重金属污染土壤修复项目	已确认收入
2011 年	长沙铬盐厂重金属污染土壤修复项目	已确认收入
2013 年 3 月	永兴县重金属污染和湘江流域水污染综合防治承包项目	一期工程金额 9500 万，已部分确认收入，二期三期金额 4 亿，正式合同未签
2012 年 8 月	株洲市天元区湘江流域重金属污染综合治理项目	筹备控股子公司，尚未产生收入
2012 年 12 月	常宁市曾家溪、康家溪底泥治理工程	已签合作协议

数据来源：公司公告，东北证券

从订单分布看，公司目前签订的所有合同全部由《实施方案》启动，所有项目全部在列各地方政府签订的《湘江流域重金属污染综合治理目标责任书》。在涉及的湘江流域 8 个重点地市中，公司已在长沙市、郴州市和衡阳市取得土壤治理实质订单，同时在湘潭、长沙下属县级市、县，以“合同环境服务”的形式与当地政府确立合作关系。我们认为，未来 1-2 年公司重金属污染土壤治理业务仍将围绕《实施方案》及细化项目展开，重金属污染情况较为严重、规划投资额较大的湘潭、株洲、衡阳、郴州等地市将是公司未来重要的市场开拓方向。

表 6: “十二五”期间湘江流域各地市重金属治理工程投资

地市	总投资金额（亿元）	公司业务布局	对应公司具体项目
长沙市	4.4	实质订单	长沙湘和化工厂项目、长沙铬盐厂项目、宁乡县合同环境框架协议
湘潭市	34.2	确立合作	湘乡县合同环境框架协议
株洲市	35.1	确立合作	天元区重金属治理项目
衡阳市	50.9	实质订单	常宁市底泥治理工程
郴州市	38.1	实质订单	永兴县合同环境服务协议、永兴县重金属治理项目
永州市	1.6	尚未涉及	-
岳阳市	6.9	尚未涉及	-
娄底市	6.9	尚未涉及	-

数据来源：《湘江流域重金属污染治理工程实施方案》，公司公告，东北证券

4. 合同环境服务新模式，打造环境“全科医生”

4.1. 合同环境服务是未来环保行业发展的新趋势

政府和排污企业作为环境保护的责任主体，面对社会公众对环境问题关注度的提高，相关法律法规约束日益健全，治理标准日渐严苛。环保企业单纯的设备制造、工程建设、投资运营等业务模式已越来越难以满足政府和排污企业的环境治理需求，创新服务模式、提供综合环境服务成为环保产业未来的发展方向。2012年2月环保部发布的《环境服务业“十二五”发展规划（征求意见稿）》中提出，“十二五”期间，将培育出30-50个区域型环境综合服务商，发展20-30个具有国际竞争力的全国型综合性环境服务集团，其中10-20个年产值在100亿元以上。

合同环境服务是环保部大力支持且符合业界发展趋势的一大模式创新。上述《规划》提出重点发展综合环境服务，试点开展合同环境服务模式创新，鼓励环境服务市场主体以合同环境服务的方式面向地方政府或排污企业提供环境综合服务，以取得可量化的环境效果为基础收取服务费。我们认为，合同环境服务作为环保领域新生事物，不同于单纯的设备制造或工程建设，综合环保效果成为环保企业盈利的基础，这就对环保企业技术集成能力、多业务布局能力、运营能力、融资能力等方面提出了更高的要求，未来具备这些方面优势的优秀环保公司有望脱颖而出。

4.2. 多个合同环境服务框架协议助力公司业务拓展

公司紧紧把握环保行业的政策脉搏和产业发展方向，在合同环境服务这一创新模式上走在了行业前列。2012年初以来，公司先后与永兴县、新余市、湘乡市、宁乡县等地方政府以及新余钢铁等工业企业签订了合同环境服务框架协议，确立合作关系，在大气治理、土壤治理、余热发电等领域提供综合解决方案。其中，江西新余市成为全国首个开展合同环境服务试点的地级市。

表 7: 公司已签合同环境服务框架协议

时间	合作方	合作内容
2012年1月	永兴县人民政府	担任永兴县环境顾问，为永兴县提供专业化的综合环境服务
2012年3月	新余市人民政府	协助制定《新余市环境保护治理专项规划》，提供环境顾问服务及合同环境服务
2012年3月	新余钢铁集团	参与新余钢铁节能减排和资源再利用等项目建设，提供合同环境服务
2012年12月	湘乡市人民政府	在产业布局指导规划、大气污染治理、土壤污染治理、环境咨询与管理等领域开展合作
2012年12月	宁乡县人民政府	在产业布局指导规划、大气污染治理、土壤污染治理、环境咨询与管理等领域开展合作

数据来源：公司公告，东北证券

我们认为，公司能在短时间内在诸多地市实现合同环境服务新业务模式的突破，一方面是由于相关环保政策及产业规划（如重金属、工业节能减排合同环境服务试点工程）自上而下的推动，新的模式正在被市场接受，更重要的是公司在环保诸多细分领域得到市场的认可，已经具备对环境问题“把脉问诊”的能力，环境“全科医生”的雏形已经形成。同时，该模式的推广将有利于公司提前锁定未来在大气治理、重金属治理以及工业节能等细分领域的市场，相比于单个订单式的业务扩张，这种业务布局覆盖面更广、效率更高。

不过，合同管理服务作为一种新模式，在诸多层面还存在尚待解决的问题，比如治理标准上需要出台相应的规范标准、环保责任主体资金匮乏和环保公司融资渠道的问题如何通过市场化的机制解决等，因而未来公司与各地政府和工业企业如何在已

有框架协议下开展深度合作值得我们长期跟踪。

5. 公司主营业务经营状况分析及预测

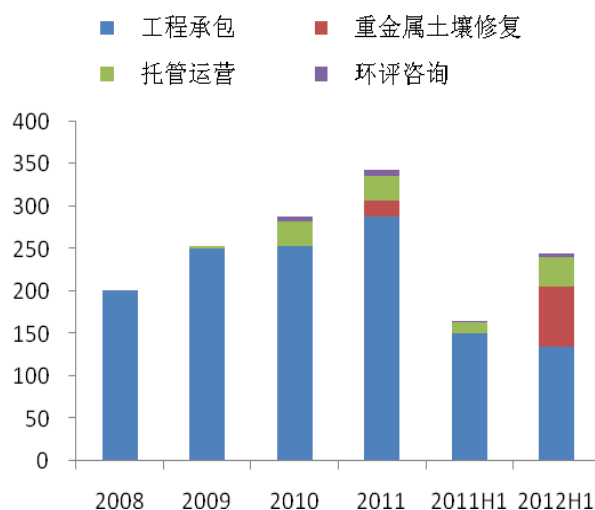
5.1. 公司经营情况分析

业务转型中，营收结构变化较大。

2012 年上半年，公司实现营收 2.44 亿，同比增长 48%；分业务板块看，脱硫业务萎缩，脱硝项目尚未放量，工程承包板块贡献收入 1.35 亿，同比下降 10.5%。重金属污染治理业务收入 0.71 亿，主要来自永兴县重金属治理项目（一期金额 0.95 亿）；受益于新余钢铁余热利用项目的投产，托管运营收入同比增 142.3%；环评咨询板块增长较快，但占比仍较低。

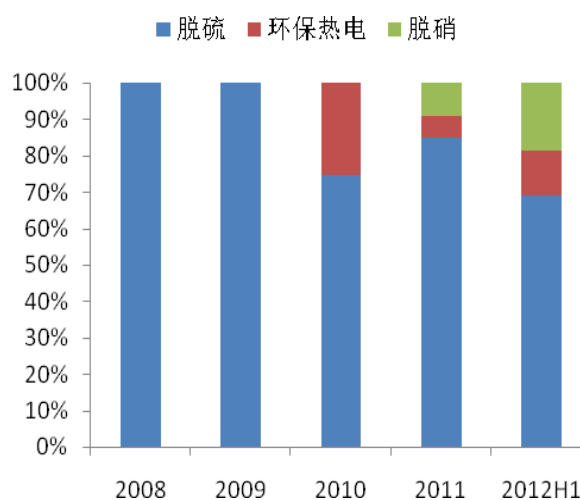
综合来看，公司 2011 年下半年以来的业务转型已经初见成效，营收结构中，脱硝、重金属污染治理等新业务占比逐渐增大。根据我们前文的分析，2012 年公司新签订单主要以火电厂脱硝和重金属污染土壤治理为主，随着这些订单逐步确认收入，预计工程承包和重金属污染土壤治理两大业务板块收入还将继续高增长，而脱硝将在工程承包板块唱主戏；托管运营板块新余钢铁余热利用项目尚处在磨合期，未来增长尚需观察；环评咨询板块占比较小，对收入贡献不大。

图 4：公司历年各业务板块收入情况



数据来源：公司公告，东北证券

图 5：公司工程承包板块各业务收入占比情况



数据来源：公司公告，东北证券

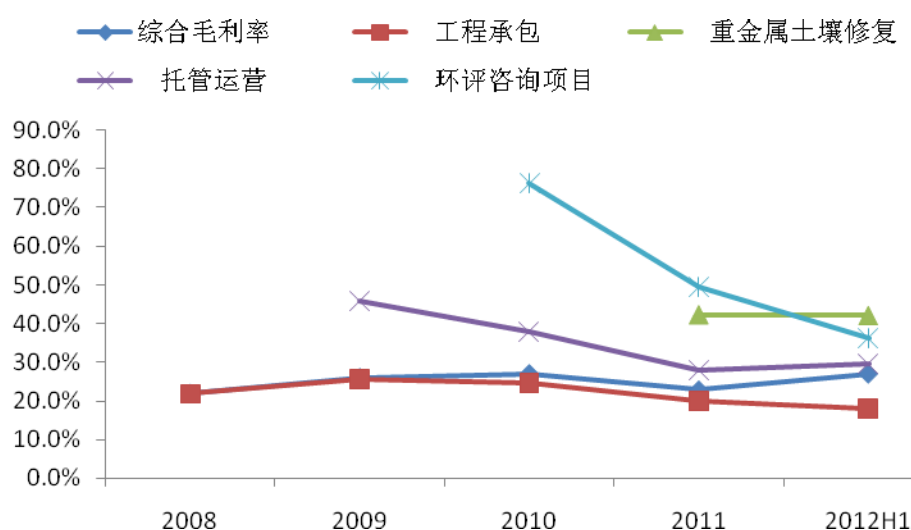
重金属土壤治理毛利率达 40% 以上，推动综合毛利率提升。

2012 年上半年，公司工程承包、重金属土壤治理、托管运营及环评咨询收入占比分别为 55.1%、29.0%、14.3% 和 1.6%，对毛利润的贡献率分别为 36.9%、45.2%、15.8% 和 2.1%。其中重金属土壤治理板块盈利能力较强，毛利率高达 42%，成为拉动公司 2012 年上半年毛利率提升的主要因素。工程承包板块，随着近年来脱硫 EPC 市场

竞争加剧，毛利率有所降低；火电厂脱硝是工程承包板块未来的主要营收与利润增长点，从目前 150 元/千瓦时的单价来看，毛利率在 20%左右。托管运营板块毛利率有所提升，主要来自新增毛利率相对较高的新余钢铁余热发电项目的贡献，但该项目运营情况低于预期，盈利能力尚待观察。

我们认为，公司未来综合毛利率的走势将主要取决于高毛利率的重金属业务和低毛利率的工程承包业务占比的情况，由于不同项目收入确认时点的问题，未来毛利率也将出现相应波动。火电厂脱硝业务，在脱硝电价难超预期的情况下，毛利率有望保持稳定，但提升空间有限，未来期待能“以量补价”。重金属土壤治理业务，随着未来市场竞争的加剧，毛利率将不可避免地出现下降，但公司全产业链的布局（成立药剂公司）将一定程度上抵消一部分毛利率的下滑。

图 6: 公司各业务板块毛利率历年变化

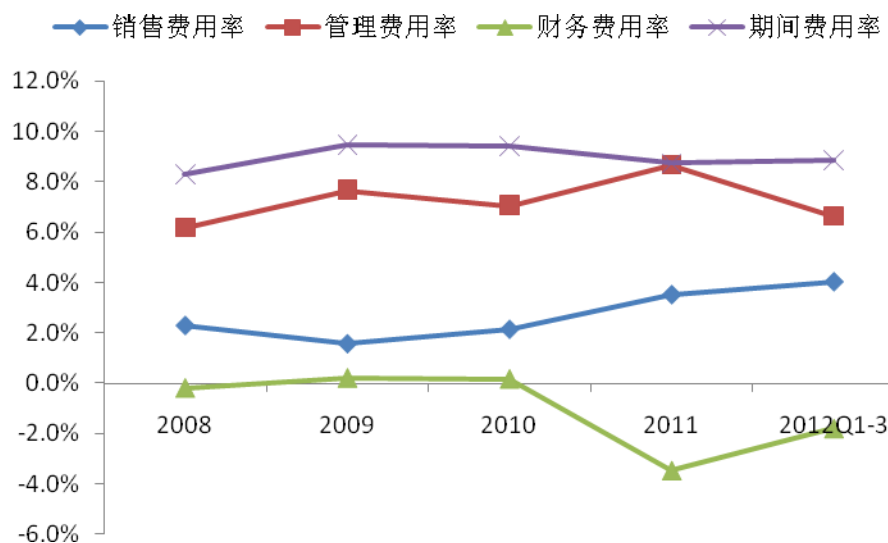


数据来源：公司公告，东北证券

期间费用率保持稳定。

在不断进行业务开拓和技术创新的同时，公司整体费用控制良好，期间费用率保持稳定。2011 年来，为构建全国营销格局，拓展省外业务，布局湘江流域重金属污染治理，公司加大了营销力度，先后合并永清修复、成立北京运营中心，销售费用率有所提高。

图 7: 公司期间费用率历年变化



数据来源: 公司公告, 东北证券

5.2. 公司主营业务预测

基于以上分析, 在公司各项业务顺利推进、订单执行情况良好的假设下, 我们预计公司 2012-2014 年将实现主营业务收入分别为 5.47 亿、7.65 亿和 9.62 亿, 同比分别增长 59.0%、39.9%和 25.8%; 随着重金属治理等高毛利业务占比的提升, 综合毛利率将逐年提升, 2012-2014 年分别达到 24.1%、26.2%和 27.4%。

表 8: 公司分业务收入与成本预测

(人民币百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	289	344	<u>547</u>	<u>765</u>	<u>962</u>
工程承包	254	288	375	485	570
其中: 火电脱硝	0	26	75	260	350
脱硫(火电、烧结及其他)	189	245	260	180	130
环保热电	64	17	40	45	90
重金属污染土壤治理	0	20	90	180	270
托管运营	29	29	73	90	110
环评咨询	6	7	9	10	12
营业成本	211	266	<u>415</u>	<u>565</u>	<u>699</u>
工程承包	191	230	306	390	452
其中: 火电脱硝	0	21	60	207	277
脱硫(火电、烧结及其他)	142	196	215	149	107
环保热电	49	13	31	34	69
重金属污染土壤治理	0	12	52	107	166
托管运营	18	21	51	62	73
环评咨询	1	4	5	6	8
毛利率	26.9%	22.7%	<u>24.1%</u>	<u>26.2%</u>	<u>27.4%</u>
工程承包	24.5%	20.1%	18.4%	19.7%	20.7%
其中: 火电脱硝	-	20.9%	19.5%	20.5%	21.0%

脱硫（火电、烧结及其他）	25.0%	19.9%	17.5%	17.5%	18.0%
环保热电	23.2%	21.9%	22.0%	23.5%	23.5%
重金属污染土壤治理	-	42.3%	42.0%	40.5%	38.5%
托管运营	37.8%	28.0%	30.0%	31.5%	33.5%
环评咨询	76.5%	49.4%	37.0%	36.0%	36.0%

数据来源：公司公告，东北证券

6. 盈利预测与投资建议

基于以上预测,我们预计2012-2014年公司将实现归属母公司净利润5758万元、8725万元和1.16亿元, EPS 分别为0.43元、0.65元和0.87元,业绩复合增长率达41.8%,目前股价对应的PE分别为59.8倍、39.5倍和29.8倍。

我们认为,公司是一家体制灵活、前瞻性强、善于把握国内环保政策脉搏和环保产业发展方向的优秀综合型环保企业,多业务布局,重点突破,未来在市场空间巨大的火电厂脱硝、重金属污染土壤治理等细分领域将大有可为,合同环境服务新模式也值得长期跟踪,我们看好公司中长期的发展前景。公司目前估值相对偏高,反映了资本市场对公司前景的良好预期,我们维持公司“谨慎推荐”评级。

7. 风险提示

- 1) 脱硝电价落实慢于预期;
- 2) 重金属污染土壤治理市场竞争加剧,毛利率下滑;
- 3) 宏观经济下滑,工业企业支付能力不足,公司现金回款吃紧。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	587	472	491	523	净利润	38	58	87	116
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	43	27	52	79	折旧及摊销	1	3	3	5
存货	211	398	464	536	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	953	990	1132	1294	投资损失	1	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-38	-110	-41	-79
长期投资净额	0	4	4	4	其他	0	1	0	0
固定资产	10	52	57	117	经营活动净现金流量	2	-50	49	42
无形资产	6	6	6	6	投资活动净现金流量	-87	-64	-17	4
商誉	0	3	3	3	融资活动净现金流量	577	0	-13	-13
非流动资产合计	130	192	207	198	企业自由现金流	-60	-122	24	40
资产总计	1084	1182	1338	1492					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	161	153	201	239		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	55	55	61	58	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.53	0.43	0.65	0.87
流动负债合计	322	376	458	509	每股净资产 (元)	11.35	6.01	6.56	7.33
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.03	-0.37	0.37	0.31
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	19.04%	59.17%	39.85%	25.75%
负债合计	322	376	458	509	净利润增长率	-15.11%	62.45%	51.53%	32.74%
归属于母公司股东权益合计	758	802	876	979	盈利能力指标				
少数股东权益	4	4	4	4	毛利率	22.69%	24.13%	26.14%	27.34%
负债和股东权益总计	1084	1182	1338	1492	净利率	10.31%	10.53%	11.41%	12.04%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	33.43	18.00	25.00	30.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	240.15	350.00	300.00	280.00
营业收入	344	547	765	962	偿债能力指标				
营业成本	266	415	565	699	资产负债率	29.68%	31.79%	34.24%	34.14%
营业税金及附加	6	10	15	20	流动比率	2.96	2.63	2.47	2.54
资产减值损失	0	0	0	0	速动比率	2.28	1.51	1.38	1.40
销售费用	12	23	33	40	费用率指标				
管理费用	30	38	53	67	销售费用率	3.52%	4.20%	4.30%	4.20%
财务费用	-12	-10	-8	-6	管理费用率	8.68%	6.90%	6.90%	7.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-3.48%	-1.84%	-1.02%	-0.62%
投资净收益	-1	0	0	0	分红指标				
营业利润	41	71	107	141	分红比例				
营业外收支净额	3	0	0	0	股息收益率	0.42%	0.38%	0.38%	0.38%
利润总额	44	71	107	141	估值指标				
所得税	6	14	20	25	P/E (倍)	97.22	59.84	39.49	29.75
净利润	38	58	87	116	P/B (倍)	4.55	4.30	3.93	3.52
归属于母公司净利润	35	58	87	116	P/S (倍)	5.01	6.30	4.50	3.58
少数股东损益	2	0	0	0	净资产收益率	4.68%	7.18%	9.96%	11.84%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760