CMS 招商证券

审慎推荐-A（维持）

当前股价：11.67 元
2017 年 05 月 20 日

永清环保 300187.SZ

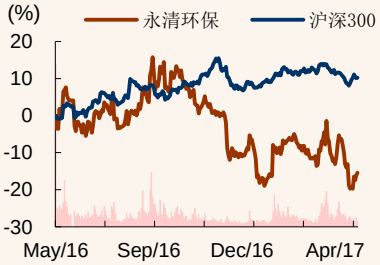
维持土壤修复业务战略核心不变，关注场地修复业务进展

基础数据

上证综指	3091
总股本（万股）	64854
已上市流通股（万股）	59528
总市值（亿元）	76
流通市值（亿元）	69
每股净资产（MRQ）	2.3
ROE（TTM）	10.1
资产负债率	45.3%
主要股东	湖南永清投资集团有
主要股东持股比例	62.55%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-18	-5
相对表现	-5	-18	-16



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《永清环保（300187）—三季报点评：剔除永清环能股权交易影响后业绩增速正常》2016-10-30

2、《永清环保（300187）—2016 年中报点评：主营业务方向全面得到梳理，关注土壤修复与环评咨询业务》2016-08-10

3、《永清环保（300187）—15 年年报点评：土壤修复收入占比上升，继

朱纯阳
010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨
010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

研究助理
王啸
010-57601860
wangxiao7@cmschina.com.cn

事件：

我们于近期对永清环保进行了现场调研，调研结论及投资建议如下。

评论：

1，当前收入中超净排放、新能源 EPC 仍占大头，公司市场策略切换后场地修复或带来今年增量

公司 16 年总营业收入 15.4 亿元，其中超净排放改造收入 7.24 亿元，新能源（风电项目设备）5.4 亿元，土壤修复 0.93 亿元，土壤修复收入占比仅 6%，占比较低除与 16 年邵阳项目进展缓慢有关外，还与公司原本市场策略着重于开发耕地修复市场、力争打造成为国内土壤修复领域尤其是耕地修复领域的标杆企业，对场地修复市场开拓不足有关。虽然公司同时具备耕地修复与场地修复的技术，但场地修复带来的地块增值导致市场需求目前好于耕地修复。2017 年公司在确定土壤修复为战略核心板块不变的同时，将力争获取更多场地修复业务，有望在年内形成收入。

2，超净排放收入随电力行业改造进入下半场后收入或维持稳定，非电领域有望陆续启动

公司在火电和非电领域的大气污染治理业务（脱硫脱硝及超低排放等）已积累了多年的技术优势和项目建设经验，是我国治理大气污染的重要力量，在国内市场已获得良好的声誉。公司在大气治理领域，致力于为燃煤电厂、钢铁有色窑炉等生产设施提供脱硫、脱硝、除尘等环保设备的研究、开发、设计、制造、安装、调试等大气治理综合配套服务。2014 年 9 月 12 日，国家发改委、环保部和能源局共同发布《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014—2020 年)》(发改能源[2014]2093 号)，明确指出新建机组基本达到燃气轮机组排放限值，即在基准含氧量 6%的情况下，烟尘、SO2 和 NOx 分别达到 10、35 和 50mg/m3，超净排放改造市场由此启动，公司 15 年大气治理收入 5.27 亿元，16 年 7.24 亿元，我们认为，超净排放改造技术不具备稀缺性、电厂可获补贴从而积极性较高，在此催化下市场快速放量后或难以持续高增长，从公司订单统计也可证明：2016 年全年公司公告大气治理订单合计 6.43 亿元，2017 年至今暂无此类订单公告。非电领域如钢铁等行业或成为下一个启动改造的领域。

3，环境咨询业务 16 年顺利升甲，借环评机构脱钩东风多元化高速发展

公司在环境咨询领域布局已久，积累了丰富的项目及市场经验，并明确

将环境咨询业务作为公司未来重点扩展的业务方向之一，2016 年 8 月，公司环评资质顺利升甲，由此成为湖南唯一一家，全国为数不多晋升环境影响评价甲级资质的民营企业。同时，随着《全国环保系统环评机构脱钩工作方案》的逐渐落实，公司借环评机构脱钩的东风，先后承接西藏克劳龙河流域水电规划环境影响评价、新疆乌鲁木齐“十三五”规划纲要环评编制等项目。于此同时大力发展非环评业务，承接大量如场地调查、环境规划、清洁生产审核等业务，目前公司环评业务占环境咨询业务整体的比例已低于 50%，16 年公司实现环评咨询收入 0.45 亿元，同比增长超过 80%，预计在低基数以及政策利好下，高增长应能持续。

4，盈利预测及投资建议

对于未来业绩的判断，考虑大气治理收入在电力行业订单维持稳定、非电行业逐步启动的情况下整体将维持稳定；场地修复业务将带来土壤修复业务增量；同时新余、衡阳垃圾焚烧发电项目全年并网发电、新能源项目、环评咨询业务收入稳定增长，预计公司 2017-2018 年营收规模分别为 17.2/25.7 亿元，归属净利润分别为 1.74、2.38 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.37 元/股。公司目前总市值约 75.6 亿元，对应 2017、2018 年 PE 估值分别为 43 倍、32 倍，维持“审慎推荐-A”评级。

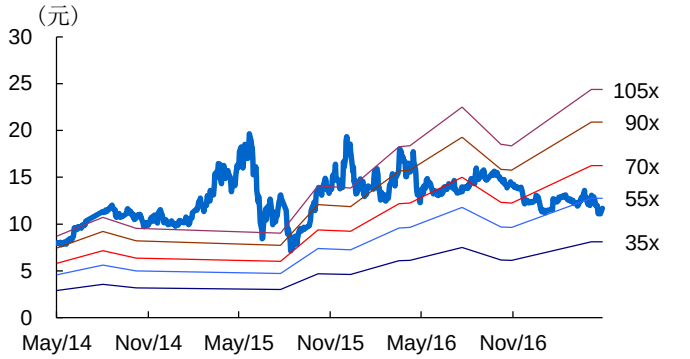
风险提示：

土壤修复资金来源有限、订单不及预期的风险；

电力领域超净排放改造趋缓、非电领域超净排放改造启动不及预期的风险；

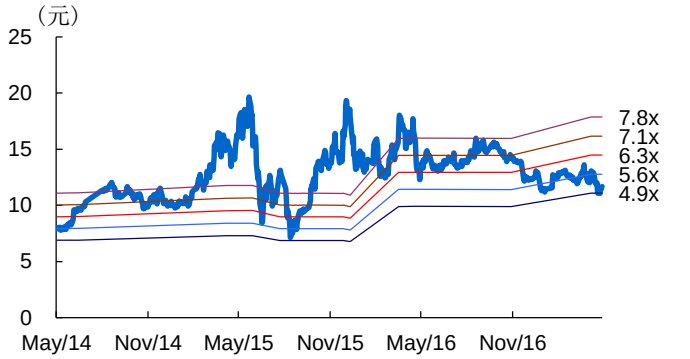
大盘系统性风险。

图 2：永清环保历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：永清环保历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1530	1869	1923	2691	3302
现金	748	751	735	1093	1454
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	100	121	133	179	208
应收款项	338	401	419	565	656
其它应收款	32	81	89	120	139
存货	286	440	464	624	716
其他	27	76	82	111	128
非流动资产	781	1127	1051	983	921
长期股权投资	27	0	0	0	0
固定资产	110	101	94	87	81
无形资产	24	680	612	551	496
其他	619	345	345	345	345
资产总计	**2311**	**2996**	**2974**	**3674**	**4223**
流动负债	798	1365	1458	1924	2193
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	499	840	902	1213	1392
预收账款	3	35	37	50	58
其他	295	491	519	661	743
长期负债	181	91	91	91	91
长期借款	170	80	80	80	80
其他	11	11	11	11	11
负债合计	**978**	**1456**	**1549**	**2016**	**2284**
股本	216	649	649	649	649
资本公积金	770	361	361	361	361
留存收益	337	472	321	507	727
少数股东权益	10	59	94	143	203
归属于母公司所有者权益	1322	1481	1330	1516	1736
负债及权益合计	**2311**	**2996**	**2974**	**3674**	**4223**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	15	308	295	381	401
净利润	113	142	174	238	292
折旧摊销	21	23	75	67	61
财务费用	0	4	(12)	(16)	(18)
投资收益	(18)	(8)	0	(11)	(11)
营运资金变动	(96)	121	22	45	13
其它	(5)	28	36	58	65
投资活动现金流	(197)	(322)	2	13	13
资本支出	(248)	(188)	2	2	2
其他投资	50	(133)	0	11	11
筹资活动现金流	529	(97)	(313)	(36)	(53)
借款变动	(226)	(24)	0	0	0
普通股增加	162	433	0	0	0
资本公积增加	630	(409)	0	0	0
股利分配	(27)	(108)	(324)	(52)	(71)
其他	(9)	11	12	16	18
现金净增加额	347	(110)	(16)	358	361

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	773	1536	1688	2274	2641
营业成本	594	1171	1258	1692	1941
营业税金及附加	12	2	2	3	4
营业费用	22	47	51	69	80
管理费用	56	130	143	193	224
财务费用	(6)	(11)	(12)	(16)	(18)
资产减值损失	3	8	9	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	18	8	0	11	11
营业利润	111	197	236	332	407
营业外收入	18	10	14	11	14
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	129	203	251	343	421
所得税	18	33	41	56	69
净利润	110	170	209	286	352
少数股东损益	(3)	28	36	49	60
归属于母公司净利润	113	142	174	238	292
EPS（元）	0.52	0.22	0.27	0.37	0.45

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	229%	99%	10%	35%	16%
营业利润	108%	77%	20%	40%	23%
净利润	109%	25%	23%	37%	23%
获利能力					
毛利率	23.2%	23.8%	25.5%	25.6%	26.5%
净利率	14.6%	9.2%	10.3%	10.4%	11.0%
ROE	8.5%	9.6%	13.1%	15.7%	16.8%
ROIC	5.8%	9.5%	12.5%	15.1%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	42.3%	48.6%	52.1%	54.9%	54.1%
净负债比率	7.4%	2.7%	2.7%	2.2%	1.9%
流动比率	1.9	1.4	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.6	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.1	3.2	2.8	3.1	2.9
应收帐款周转率	3.2	4.2	4.1	4.6	4.3
应付帐款周转率	2.2	1.7	1.4	1.6	1.5
每股资料（元）					
每股收益	0.52	0.22	0.27	0.37	0.45
每股经营现金	0.07	0.48	0.45	0.59	0.62
每股净资产	6.12	2.28	2.05	2.34	2.68
每股股利	0.50	0.50	0.08	0.11	0.13
估值比率					
PE	22.3	53.5	43.6	31.9	25.9
PB	1.9	5.1	5.7	5.0	4.4
EV/EBITDA	156.1	90.0	57.9	45.3	38.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。