

# 合同环境服务模式 and 重金属污染治理业务开辟出新的成长空间

2012年5月17日

推荐/首次

永清环保

调研快报

## ——永清环保（300187）调研快报

俞鹏程

公用事业行业分析师

执业证书编号：S1480511010002

010-66554035

### 事件：

近日，我对永清环保进行了实地调研，与董秘熊素琴女生，总工程师冯延林先生进行了深入交流，要点如下：

#### 1、公司总体订单情况

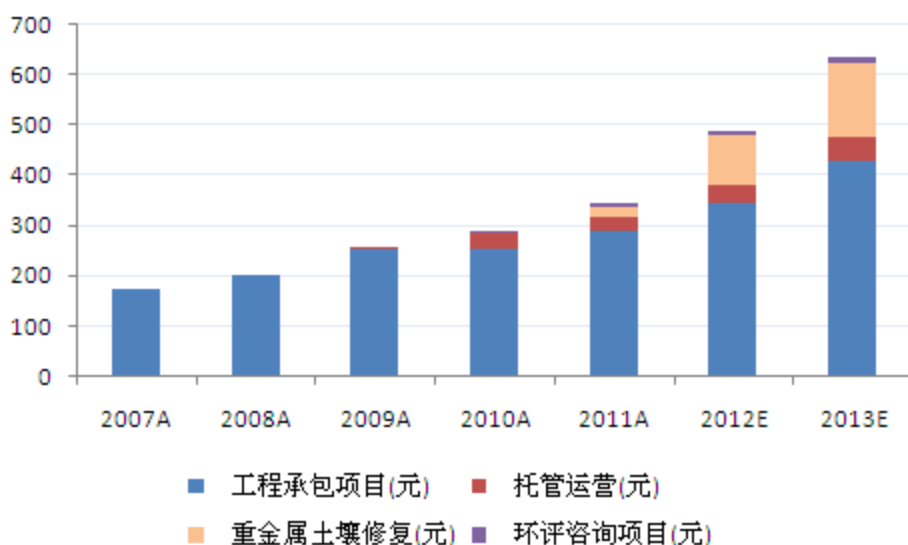
公司 11 年计划签订合同 10 亿元，但受火电脱硝业务进展低于预期影响，实际签订合同金额 6.6 亿，其中 5 亿的待执行合同留存至 12 年，预计 12 年可以执行其中的 4 亿。

12 年至今新增合同中脱硫合同约 1600 万，重金属治理 1 个亿，脱硝 5000 多万，预计全年新签合同中合同环境服务业务和重金属污染治理业务将有较快增长，传统的 EMC 和脱硫脱销业务则将保持稳健增长。

11 年业绩比上市时的预期相差较多的原因，主要是 11 年火电厂亏损情况严重，大唐贵州近 1 亿的项目和陕西榆林 1.5 亿的项目进度大幅低于预期，拖累了公司业绩，但上述项目只是进度放缓。

12 年一季度收入结构：EPC4700 多万，环评咨询 230 万，托管运营 470 万，其它 4700 多万（含重金属污染治理，技术服务和现场维护）

图 1、公司近几年收入结构及预测（单位：百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2、重金属污染治理业务的近况

市场方面，目前主要集中在湖南地区，市场空间巨大（595 亿规划，一部分出自中央财政，一部分出自地方政府），目前在湖南市场就重金属污染治理项目招标时尚未遇到有竞争力的对手；

（背景介绍：2011 年 3 月，国务院批准了全国第一个重金属污染治理试点方案《湘江流域重金属污染治理实施方案》，该方案涉及湖南湘江流域长沙、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、衡阳水口山、长沙七宝山、郴州三十六湾、娄底锡矿山、岳阳原桃林铅锌矿等 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 3 大重点任务，规划项目 927 个，总投资 595 亿元，规划期限从 2011 年到 2020 年。湖南省发改委有关负责人表示，经过治理，力求 2015 年铅、汞、镉、砷等重金属排放总量在 2008 年基础上削减 70% 左右，并通过 5 到 10 年的时间基本解决湘江流域重金属污染重大问题，成为全国重金属污染治理的典范。）

技术方面，公司合作研发的稳定化/固化技术能够修复所有重金属污染，效果稳定持久，具有适应各类污染场地、生产作业率高等优势，并提供环境修复全产业链一站式服务，但该技术仍有需要进一步解决的技术难题（主要是六价铬的处理问题，这也是个世界性的难题）；

订单和收入贡献方面，公司 12 年 1 月与永兴县环保局签订了 9500 万的重金属污染处理一期项目合同（二三期项目总额约 4 亿元，将根据一期项目进展情况后续签署）。该一期项目已于 2 月开工，按工程进度结算，周期相比 EPC 较短，预计 1 年内完成。目前一季度的收入结构中，有 4757 万来自于其他业务（其中重金属污染业务占比较高，其余为技术服务和现场维护），金额与 EPC 业务相当。

客户方面，目前主要是废弃的矿山和化工厂，谈判对象多为地方政府而非工业企业

盈利能力方面，目前重金属治理业务毛利率高于传统的脱硫脱销业务，未来随着该项业务收入占比的提升，公司的综合毛利率也有望得到提升。

## 3、合同环境服务业务的进展

公司今年成立合同环境服务业务部，由于该项业务为获取合同的一种方式，通过这种方式签订的合同会分别列入脱硫脱硝以及余热发电等项目中。

公司与新余市政府和新余钢铁集团于 12 年 3 月签订《合同环境服务框架协议》的框架协议，提供环境顾问服务以及提供合同环境服务。

一季度新余钢铁股份有限公司烧结厂余热利用合同能源管理项目在本年一季度产生发电收入 1051.97 万元，所得税后净利润为 144.07 万元。

## 4、脱销业务的近况

脱硝市场状况：由于 0.8 分/千瓦时的脱硝补贴电价对于南方煤质较差的火电厂来说，难以弥补脱硝成本，因此电厂推进脱硝业务的积极性较差；目前中电联正在向国家积极争取 1.2 分/千瓦时的补贴电价；浙江省政府补贴力度较大，直接将脱硝补助电价提高到 1.2 分，湖南暂时还没有。

业务开展情况：公司的脱硝合同有 4 单，完成一单（宝庆，约 3000 万的合同），进行中的有两单（湘潭 30 万千瓦机组，大唐贵州 2 台 60 万千瓦机组），石门单还没启动。最近投标的项目有一些在外省。

毛利率情况：脱硝业务与脱硫相当，属于合理水平，因此不会引发类似前些年脱硫市场高毛利率导致一拥而上的情况。五大发电集团旗下有三家有自己可以做脱硝的工程公司，但由于业务量较大，但公司也会拿到相应的订单，尤其是脱硝改造这块。通常给建成项目做脱硝改造业务比新项目做脱硝装置难做（会遇到前期未预留添加脱硝装置的空间，地基承重不符合脱硝装置的要求等困难），毛利率也高 10% 左右。能做已有项目的脱硝改造业务也说明了公司的技术实力。

## 5、传统脱硫业务近况

市场情况：按新规定标准，30%-40% 的电厂脱硫不合格，但执行力度不够。目前湖南省内的脱硝项目已经基本做完，未来的增量更看中脱硝。钢铁烧结脱硫业务订单较多，但考虑到钢铁厂的盈利状况和付款能力，公司目前主动寻求钢铁厂的脱硫订单的意愿不强；但由于公司在钢铁烧结脱硫业务上的技术优势，会有钢铁厂主动寻求合作。

## 6、环评与咨询业务近况

公司目前持有乙级环评资质，目前正在申请甲级资质，预计下半年会拿到，届时公司即可参与全国范围内的环评项目。目前国内单个环评咨询项目规模约为项目固定资产投资的 4%-6%，但国外环评咨询服务占到整个项目的 50%-60%，原因在于国外在整个片区项目开发前会做十分完善的顶层设计，而国内目前仍停留在头痛医头，脚痛医脚的状态。长期来看，这块业务会较大的发展空间。

## 7、其它情况

11 年毛利率下降原因说明：11 年 EPC 业务毛利率拖累较大，主要是跨省项目占比提升造成（人员差旅，价格促销，项目公关等）；但 12 年随着省内重金属和脱硝业务占比的提升，公司在湖南省的收入占比又将回升，并且受重金属治理业务毛利率较高影响，公司整体毛利率也将有一定提升。

### 盈利预测：

公司从给火电厂做烟气脱硫起家，07 年业务范围逐步拓展到火电脱硝和钢铁有色的烧结脱硫，09 年拓展至热电联产、余热发电，10 年开始做环境规划和环境影响规划，11 年进入重金属土壤修复，业务范围的不断开拓不断打开公司的成长空间，避免了单项业务进度延缓对公司业绩造成的波动。公司自 07 年以来，收入规模和净利润稳步增长，年复合增长率均在 19% 左右。

我们预计，政府在环保产业上投入大幅增长的背景下，借助资本市场的融资，公司有望在合同环境服务模式，重金属污染治理以及脱硝市场上有所突破。预计公司 12 至 13 年收入分别为 4.89 亿和 6.36 亿，实现 EPS 分别为 1.21 元和 1.45 元，对应 PE 分别为 34.8 倍和 29.0 倍，首次给予“推荐”评级。

**表 2、黔源电力主要财务指标预测**

指标	2010A	2011A	2012E	2013E
主营收入（百万元）	288.69	343.65	488.76	635.95
（+/-）%	13.50%	19.04%	42.23%	30.11%
EBITDA（百万元）	47.26	30.00	111.28	187.02
（+/-）%	20.58%	-36.52%	270.94%	68.07%
净利润（百万元）	41.75	35.45	80.83	97.03
（+/-）%	18.15%	-15.11%	128.03%	20.05%

ROE	34.13%	4.68%	9.92%	11.00%
EPS (元)	0.830	0.570	1.210	1.453
P/E	50.67	73.79	34.75	28.95
P/B	17.22	3.71	3.45	3.18

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

俞鹏程

厦门大学数量经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，先后从事建筑材料和公共事业行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。