

**菲达环保 (600526)**
**强烈推荐**
**行业：环保设备**

# 超低排放提标和巨化入主锁定三年高速增长，年末迎来估值切换

我们认为公司业务14年起将进入高速增长期，原因有二：一是火电迎来“50355超低排放”时代，公司除尘主业对应市场规模扩容150%，二是巨化集团注入稀缺危废资质、资金和省级资源平台，菲达转型成为深耕衢州、辐射浙江的综合性环保工程与运营平台，脱硫脱硝工程、危废、垃圾焚烧、污水等一批新业务将快速展开。公司成长性好，业务潜力大，建议投资者重点关注。

## 投资要点：

- ◆ **“50355超低排放”推动火电烟气治理市场容量翻倍，菲达除尘主业加速成长：**火电开启“50355超低排放”时代，5年后重点地区火电排放与燃气轮机“50355”排放标准看齐，带动14-17年除尘市场容量从189亿增至471亿，末端湿法除尘是主流。菲达是国内湿法除尘龙头，已完成多个示范工程，14-17年除尘业务迎来加速增长期。除尘业务毛利率稳步提升，利润增速更快。
- ◆ **清泰拥有稀缺危废处理资质，锁定巨化所在衢州产业园环保治理需求：**衢州绿色产业集聚区升级为国家级园区招商扩容潜力大，巨化下属清泰拥有衢州市唯一危废处理资质，衢州危废管理加严，预计清泰公司年危废处理量将在现有3000吨的基础上快速增长，未来几年内有望达到15000吨以满足衢州现有危废排放水平，折合成净利润每年可贡献2000-3000万。
- ◆ **巨化注入省级平台和资金，菲达转型为区域综合性环保工程与运营平台，脱硫脱硝工程、生活固废处理、污水处理等众多新业务迅速开展：**13年脱硝工程订单同比350%，14H1工程利润同比93%；衢州垃圾焚烧项目预计未来仍将建设1,200吨/天规模可贡献1500万净利润。清泰将成为衢州污水处理EPC和运维平台，已开始承接项目。菲达集团还有污水处理资产可注入上市公司。
- ◆ **盈利预测与评级：**按14年增发并表估算，14-16年EPS为0.15、0.30、0.46元，年末完成估值切换后当前股价对应39/25倍15/16年EPS。公司成长性好，业务潜力大，给予目标价15.50，对应34倍16年EPS。强烈推荐。
- ◆ **风险提示：**垃圾焚烧项目开工/运营时间不确定，钢材价格波动

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1960	2919	4020	5690
收入同比(%)	17%	49%	38%	42%
归属母公司净利润	40	81	163	253
净利润同比(%)	111%	102%	100%	56%
毛利率(%)	16.0%	16.0%	16.3%	16.6%
ROE(%)	3.1%	3.4%	6.5%	9.4%
每股收益(元)	0.07	0.15	0.30	0.46
P/E	159.17	78.73	39.28	25.26
P/B	4.91	2.68	2.57	2.38
EV/EBITDA	45	33	18	11

## 作者

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

## 参与人：杨鹏

S0960114020001

0755-82026912

yangpeng1@china-invs.cn

**6-12个月目标价： 15.50**

当前股价： 11.66

评级调整： 首次

## 基本资料

总股本(百万股)	547
流通股本(百万股)	547
总市值(亿元)	47
流通市值(亿元)	47
成交量(百万股)	40.96
成交额(百万元)	474.88

## 股价表现



## 相关报告

《20140819 行业研究 -火电大变革：迎接“50355超低排放”时代，烟气治理市场翻番》

## 目 录

<b>一、公司简介：老牌国有除尘设备龙头，借浙江国资整合打造环保平台</b>	4
1. 老牌国有除尘设备龙头，技术底蕴深厚，浙江省环保产业的“名片”	4
2. 领导人技术骨干出身，20年执掌菲达的管理经验，战略视野好	4
3. 借浙江国资整合机遇，与巨化联手打造环保综合治理平台；13年定增股东减持压力65%已释放	5
<b>二、火电烟气治理市场规模翻倍，巨化战略协同价值巨大</b>	7
1. 火电烟气治理：“50355 超低排放”推动国内市场规模翻倍，毛利率有提升空间，下游脱硫脱硝工程拓展加速	7
2. 巨化战略协同价值之一：清泰拥有稀缺资质，锁定巨化所在衢州产业园环保治理需求，潜在每年贡献2500-3000万净利润	12
3. 巨化战略协同价值之二：资金注入和平台升级加快生活固废处理、污水处理新业务拓展，三年后有望贡献2000-3000万利润	14
<b>三、业绩驱动总结和盈利预测</b>	17
<b>四、投资建议：强烈推荐</b>	18
<b>五、风险提示</b>	18

## 图目录

图 1 公司历年收入 ( 百万元 ) 和净利润 ( 百万元 ) .....	4
图 2 公司股权、组织和业务结构图 .....	5
图 3 “超低排放”政策下 14-17 年火电烟气治理工程市场容量估算汇总 ( 亿元 ) .....	8
图 4 常规火电厂烟气处理系统构造 .....	9
图 5 超强排放烟气处理系统构造 .....	9
图 6 历史及未来菲达环保除尘业务收入和同比增速预测 ( 百万元 , % ) .....	10
图 7 历年营业成本、三费和归母利润占收入比例 ( % ) .....	11
图 8 菲达环保营业成本构成 ( % ) .....	11
图 9 龙净环保与菲达环保毛利率横向比较 .....	11
图 10 火电机组脱硫工程投运情况 ( MW ) .....	11
图 11 火电机组脱硝工程投运和订单情况 ( MW ) .....	11
图 12 菲达脱硫脱硝工程公司净利润 ( 百万元 ) .....	12
图 13 巨化股份逐年环保投资和运行费用 ( 万元 ) .....	11
图 14 国内外氟化工企业环保运行费用占比比较 .....	11
图 15 衢州市年工业和医疗危废排放量 ( 吨 ) .....	11
图 16 清泰公司年危废处理量 ( 吨 ) .....	11
图 17 衢州市地图 .....	11
图 18 衢州市现有及规划污水处理率 ( % ) .....	11

## 表目录

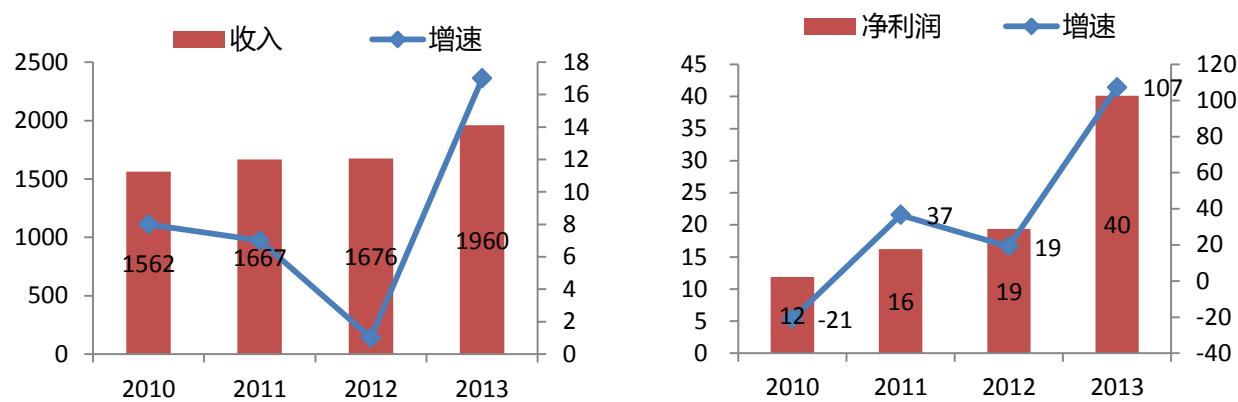
表 1 浙江省全省国资国企改革三大重点方向 .....	5
表 2 菲达环保 + 巨化集团的环保资产梳理 .....	6
表 3 各种火电锅炉污染物排放标准比较 .....	8
表 4 已出台 “超低排放” 省份政策 .....	8
表 5 “超低排放” 治理技术路线与现有火电排放治理技术路线比较 .....	9
表 6 投运 / 在建超低排放装置列表 .....	9

## 一、公司简介：老牌国有除尘设备龙头，借浙江国资整合打造环保平台

### 1. 老牌国有除尘设备龙头，技术底蕴深厚，浙江省环保产业的“名片”

公司创立于 70 年代，曾开发出国内首台造纸用电除尘器和 50MW 燃煤机组电除尘器，是我国最早进入大气污染防治行业的企业之一。当前主业为服务于火电烟气治理的除尘装备和脱硫脱硝除尘工程，另外在市政污水处理和垃圾焚烧烟气治理领域也有布局，按增发方案巨化还会将下属污泥处置、固废危废处置和工业污水处理相关资产注入。公司于 2002 年 7 月登陆上海证交所。2013 年总收入 19.6 亿，净利润 0.4 亿。公司作为浙江省内发展较早、规模较大的国有环保企业，一直是代表浙江省环保产业的“名片”。

图 1 公司历年收入（百万元）和净利润（百万元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司技术底蕴深厚，80 年代联合国援建中国第一个电除尘研究所就设在菲达环保，目前公司拥有国家级的企业技术中心、博士后工作站、国家工程实验室和院士工作站等一流软硬件设施，前后负责制定修订 46 项国家和行业标准。

目前菲达环保和龙净环保是国内除尘设备市场公认的“双龙头”，菲达环保作为老牌国企技术积累深厚，龙净环保作为民企市场意识突出。二者长期以来稳居电除尘市场份额前两名的位置，合计占有超过 1/3 的市场份额。菲达环保客户以火电行业为主，龙净环保则涉足火电、钢铁、水泥和化工等多个领域。其中在除尘器单台规模较大的火电领域，二者市场份额相近，合计市场份额约 6 成；菲达在大规模火电机组细分优势更大，在百万机组中市占率约 60%。菲达在火电领域累积提供除尘设备超过 3000 套。

### 2. 领导人技术骨干出身，20 年执掌菲达的管理经验，战略视野好

公司董事长舒英刚是技术骨干出身，94 年带领公司成功完成北仑电厂的除尘改造项目，打破了该领域的国外企业垄断历史。舒英刚先生今年 55 岁，已有执掌菲达环保 20 年经验，**年富力强，对于环保行业和公司有着准确深刻的理解，战略视野好**。公司在除尘领域布局清晰，电凝聚器、旋转电极式电除尘器、低低温电除尘器、湿式电除尘

器等未来除尘改造升级的关键技术均有储备，并已在百万千瓦机组开展示范。

### 3. 借浙江国资整合机遇，与巨化联手打造环保综合治理平台；13 年定

#### 增股东减持压力 65%已释放

浙江省 13 年底确定了全国国资改革的重点方向，改革的主方向是**分类、整合和激励**。公司 14 年 1 月公布向巨化集团定增方案，同时巨化将集团内部环保资产注入公司。我们认为这一定增方案就是“**分类、整合**”思路的良好体现。未来公司若能在“**激励机制**”上再有所突破，将会对公司治理带来更加积极的影响。据新闻报道目前浙江国资改革方案已通过浙江省政府审批，后续经改革领导小组审核通过后即可正式发布。

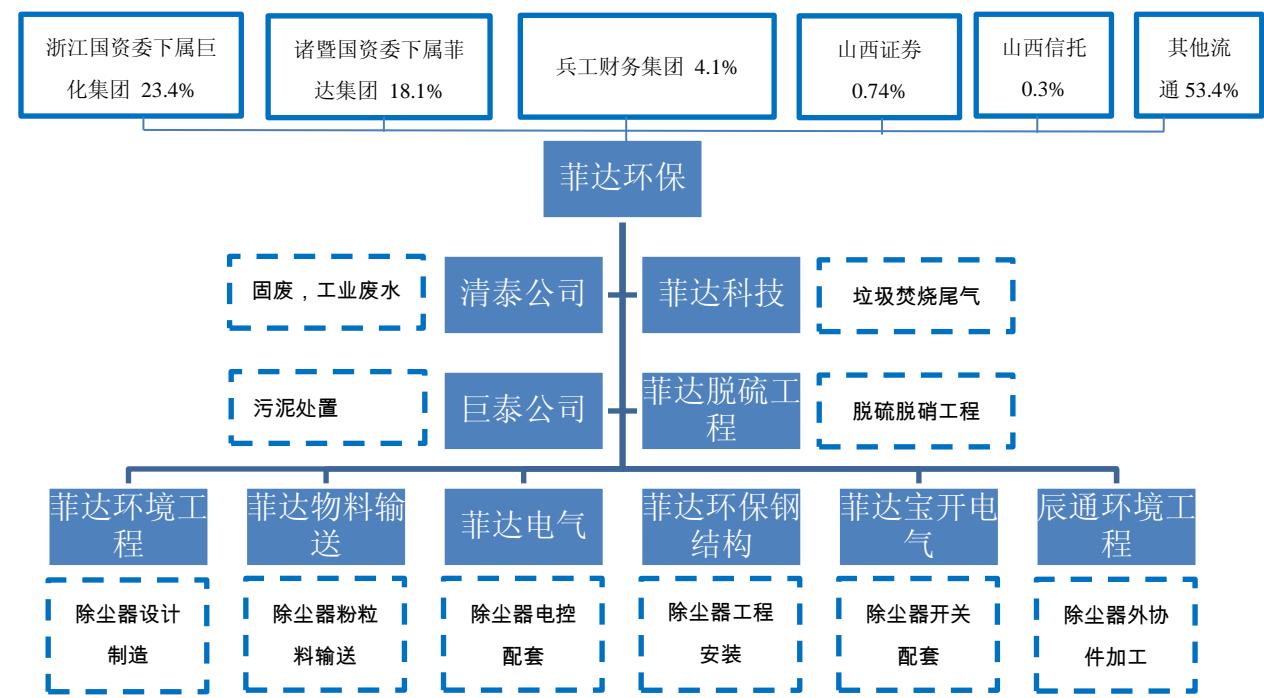
**表 1 浙江省全省国资国企改革三大重点方向**

改革方向	重点工作
以深化整合重组为切入点，加快推进国有企业的市场化、多元化和公众化	全面深化公司制股份制改革，着力提高国有资本证券化水平， <b>加快推进战略重组和资源整合</b>
以创新体制机制为突破口，改进提升国有企业的治理方式和运作效率	健全完善公司法人治理结构，推进市场化选人用人机制改革，进一步深化企业内部制度改革
推动分类监管为着力点，切实增强国资监管的针对性和有效性	深化完善国有资产监管体制，分类明确国有企业功能定位， <b>加快健全激励约束机制，积极创新国有资本有序流动机制</b>

资料来源：浙江省政府网站、中投证券研究总部

菲达环保现有主要环保资产包括除尘设备、脱硫脱销工程、市政污水处理和垃圾焚烧烟气处理，而巨化集团主要环保资产包括危废填埋和焚烧，工业水处理，污泥处置，两家企业资产整合之后，可以形成一个完整的综合型环保业务平台。

**图 2 公司股权、组织和业务结构图**



资料来源：公司介绍，中投证券研究总部

**表 2 菲达环保+巨化集团的环保资产梳理**

资产种类	菲达环保	巨化集团
气	全套除尘设备，脱硫脱硝工程	无
固	垃圾焚烧烟气处理	工业固废/危废处置（填埋和焚烧）
水	市政污水处理	工业水处理，污泥处置

资料来源：公司网站、中投证券研究总部

公司 13 年 3 月定向增发 6344 万股，募集资金 7.5 亿元。发行对象包括军工财务 (2760 万)、昆明鼎恒投资 (1960 万)、浙江日晟资产管理 (1600 万)、中信证券 (1600 万)、国联证券 (1580 万)、山西证券 (1380 万)、钱海平 (1380 万) 和华宝信托 (429 万)。锁定期过后部分机构已经减持完毕，截止 14 年 6 月 30 日，剩余股东包括军工财务 (1668 万)、钱海平 (812 万) 和山西证券 (300 万)。

## 二、火电烟气治理市场规模翻倍，巨化战略协同价值巨大

我们分析目前公司利润来源中，超过 90%利润来自于火电烟气治理板块的除尘设备工程和脱硫脱硝工程，其余主要来自垃圾焚烧烟气处理。根据 2014H1 报表，公司各子公司合计贡献净利润 0.234 亿，其中火电治理相关子公司贡献 0.226 亿。同期公司营业利润 0.34 亿，考虑所得税调整后为 0.26 亿，因此子公司贡献了大部分的公司利润（假定政府补贴都是给予母公司），而且利润中的主要部分是由火电烟气治理板块贡献。

### 1. 火电烟气治理：“50355 超低排放”推动国内市场规模翻倍，毛利率有提升空间，下游脱硫脱硝工程拓展加速

国内火电开启“50355 超低排放”时代，5 年后重点地区火电排放与燃气轮机“50355”排放标准看齐，带动火电烟气治理市场规模翻番。我们判断国内火电行业将很快推行“50355”标准，所谓“50355”就是在重点地区，火电排放将实施 NOx 达到 50mg/m3, SO2 达到 35mg/m3, 粉尘达到 5mg/m3 的更严格标准，与现有燃气轮机排放标准一致。我们认为这是目前火电烟气治理市场的一个重大变化，因此同期发表行业深度研究报告《火电大变革：迎接“50355 超低排放”时代，烟气治理市场翻番》。这篇行业报告的主要观点包括

1. 提高火电排放标准是利于中央政府、地方政府和火电企业三方的选择。习近平主席在国家能源委员会首次会议上强调生态文明，明确要求提高煤电机组准入标准，对达不到节能减排标准的现役机组实施升级改造；地方政府总量减排与 GDP 压力巨大，能降低单位 GDP 排放对地方政府意义重大；火电企业处于盈利能力最好时期，通过提标改造可以省出排放空间，加大投资扩张力度，减少燃气发电装机压力。
2. 能源局负责能源委员会会议精神的落实，超低排放标准将通过《煤电节能减排升级改造行动计划》出台，范围覆盖京津冀/长三角/珠三角三个重点地区，《计划》初稿 14 年 6 月已完成。省级层面，广州、浙江、江苏、山西改造计划已经先行出台，陕西、山东、四川等省改造计划也在制定之中。已出台计划中改造标准均与燃气轮机标准持平，即烟尘 5mg/m3, 二氧化硫 35mg/m3, 氮氧化物 50mg/m3。未来火电排放将迎来“50355 超低排放”时代。
3. 脱硫脱氮除尘技术全面升级，湿法除尘成标配，单塔双循环脱硫技术有壁垒。脱硫方面，国内单塔单循环 FGD 技术已经普及，然而掌握单塔双循环技术的企业还很少，目前完整掌握该技术并有工程案例的仅有国电龙源（广州恒远项目），其他如大唐、中电远达、菲达环保等企业也在开发该技术过程中。除尘方面，菲达环保和龙净环保均已掌握湿法除尘技术并有工程案例，技术源自日本三菱，另外中电远达和国电龙源也在开发该技术。

4. “超低排放”带动火电烟气治理市场规模翻番。在现有火电 2011 版标准下，14-17 年火电烟气治理工程市场容量 819 亿（脱硝 446 亿，脱硫 184 亿，除尘 189 亿），未来“超低排放”政策出台后 14-17 年工程市场容量额外新增 940 亿（脱硝 94 亿，脱硫 564 亿，除尘 282 亿）。其中最为受益的一是因湿法除尘带来的除尘市场大幅扩容，二是因为脱硫系统双循环改造带来的脱硫市场大幅扩容。

**表 3 各种火电锅炉污染物排放标准比较**

排放指标	天然气	燃煤锅炉 14 年 7 月标准	预期“超低排放标准”
烟尘(mg/m3)	5	30, 重点地区 20	5
SO2(mg/m3)	35	新建 100/现有 200, 重点地区 50	35
NOx(mg/m3)	锅炉 100, 燃气轮机 50	100	50

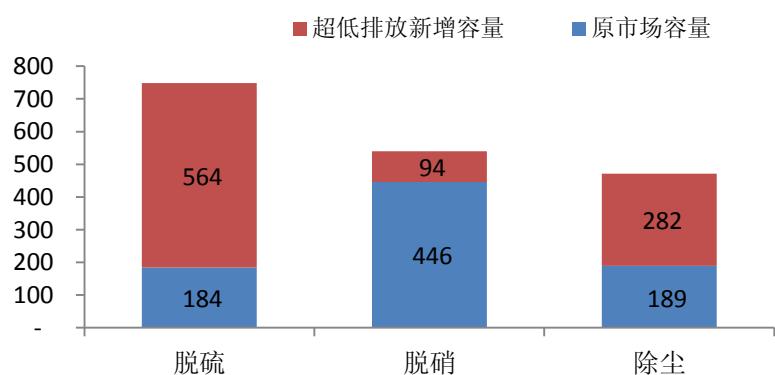
资料来源：火电厂大气污染物排放标准、中投证券研究总部

**表 4 已出台“超低排放”省份政策**

政策名称	出台时间	改造要求和范围	排放标准”
山西省政府常务会议	2014 年 7 月	从 14 年 8 月 30 日起，全省新建燃用原煤和低热值煤发电机组全部执行超低排放标准；依照超低排放标准，加快改造单机 30 万千瓦及以上燃煤机组环保设施，2020 年前完成	燃气轮机标准
浙江省大气污染防治行动计划(2013-2017)	2013 年 12 月	17 年底前所有新建/在建及在役 60 万千瓦及以上燃煤发电机组完成脱硫脱硝及除尘设施进一步改造，实现烟气超低排放	燃气轮机标准
江苏燃煤机组执行燃机排放标准的环保改造试点	2014 年 5 月	14-15 年，完成改造 14 家电厂的 33 台机组，其中 100 万千瓦级机组 7 台，60 万千瓦级机组 14 台	燃气轮机标准
广州“超洁净排放”改造示范工程	锅炉 100, 燃气轮机 50	15 年 7 月前改造 10 台总装机容量 260 万千瓦机组，17 年底前完成集中供热以及现有燃煤机组“超洁净排放”改造	燃气轮机标准

资料来源：地方政府网站、中投证券研究总部

**图 3“超低排放”政策下 14-17 年火电烟气治理工程市场容量估算汇总(亿元)**



资料来源：中国中投证券研究总部

**表 5 “超低排放”治理技术路线与现有火电排放治理技术路线比较**

	脱硫	脱氮	除尘
现有主流火电排放治理技术路线	石灰石石膏法 (FGD)：单塔单循环, 排放<100mg/m3	低氮燃烧+SCR, 排放<100mg/m3	静电除尘/袋式除尘/电袋除尘, <20mg/m3
“超低排放”治理技术路线	石灰石石膏法 (FGD)：单塔双循环, 排放<35mg/m3	低氮燃烧+SCR, 增加催化剂, 排放<50mg/m3	静电除尘/袋式除尘/电袋除尘+湿法除尘,<5mg/m3

资料来源：地方政府网站、中投证券研究总部

**图 4 常规火电厂烟气处理系统构造**


资料来源：中国中投证券研究总部

**图 5 超强排放烟气处理系统构造**


资料来源：中国中投证券研究总部

**表 6 投运/在建超低排放装置列表**

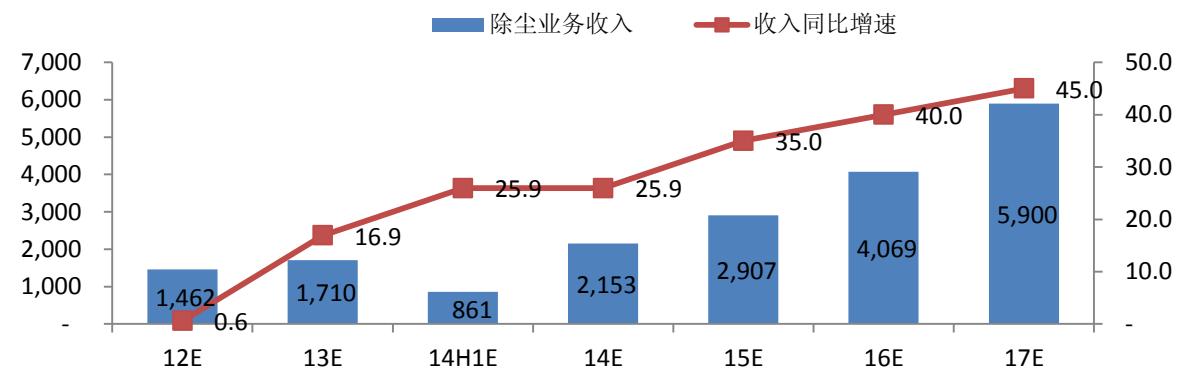
项目名称	投运时间	项目方	机组规模	投资额(亿元)	发电成本增加	烟尘/SO2/NOx 排放(mg/m3)
嘉兴电厂 7、8 号机组 (浙江首台)	14 年 6 月	天地环保	200 万千瓦	3.95	0.015-0.02 元/KWH	2.6/28.8/22.7

神华舟山 4 号机组	14 年 6 月	国电龙源， 菲达环保	35 万千瓦	1.4 亿	n/a	2.55/2.86/20.5
上海外高桥第三电厂	08 年 6 月	上海申能	2*100 万千瓦	n/a	n/a	5/30/20
广州恒运 9 号机组(广 州首台)	14 年 7 月	国电龙源， 菲达环保	30 万千瓦	1.5 亿	0.019 元/KWH	1.9/25/4
神州国华惠州电厂 1 号机组	14 年 6 月 签约	龙净环保	30 万千瓦	n/a	n/a	n/a
江阴苏龙热电 3、4 号 机组 (江苏首台)	14 年 7 月	国电龙源	2*14 万千瓦	5 亿	n/a	1.6/25/39
国电山东石横 5 号机 组 (山东首台)	14 年 3 月 签约	山东国舜建 设	31.5 万千瓦	n/a	n/a	n/a
神华国华电力	2017 年 底前	n/a	61 台机组中的 其余 45 台	n/a	n/a	n/a
浙能集团其他机组	2017 年 底前	n/a	4*60 万千瓦， 2*30 万千瓦	8 亿	8 亿	n/a

资料来源：中投证券研究总部

**受益“50355”政策，我们预计公司除尘业务 14-17 年收入加速增长。**公司 13 年定增完成之后进入成长周期，12 年收入增速 1%，13 年收入增速 17%，14H1 收入增速 26%。根据我们前面的测算，新的“50355”政策刺激带动除尘设备市场 14-17 年容量从 189 亿扩容至 471 亿，扩大 150%。**因此我们判断公司 14-17 年除尘收入增速可能会加速成长。按我们预测公司 17 年除尘业务年收入规模可达到 59 亿，比 14 年 22 亿规模增加 168%，稍高于行业增速反映的是公司在湿法除尘领域的龙头地位。**

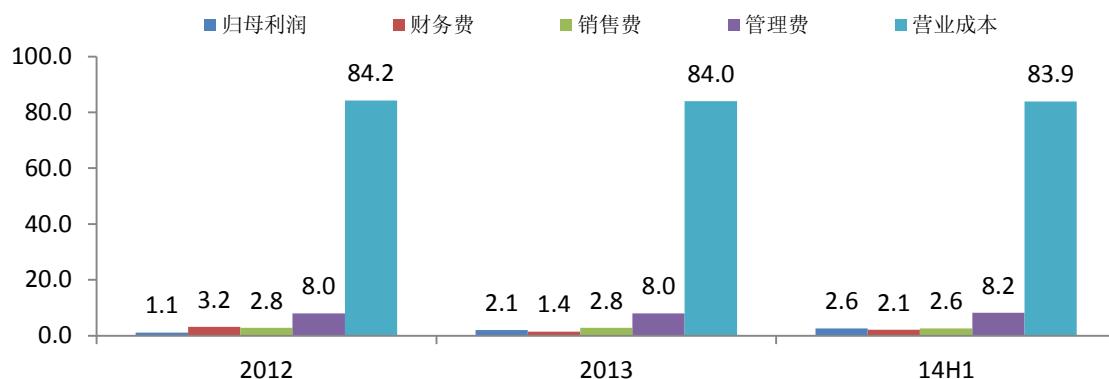
**图 6 历史及未来菲达环保除尘业务收入和同比增速预测 ( 百万元，% )**



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

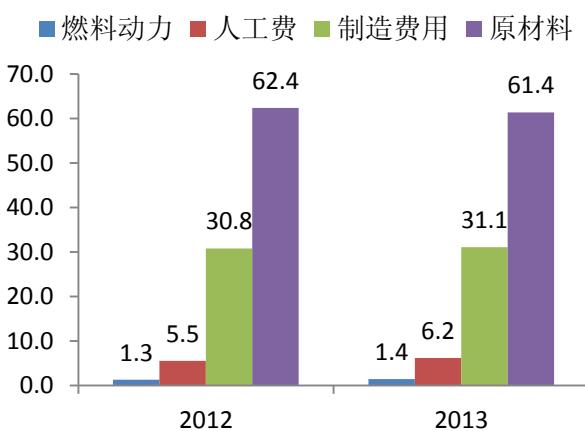
**公司毛利率仍有提升空间，带动利润率提升。**纵向来说，公司 2012、2013 和 14H 的净利率分别为 1.1%，2.1% 和 2.6%，稳步提升。从结构来看，营业成本占比、销售费用占比和管理费用占比均基本稳定；14H1 财务费用占比增幅较大主要来自于 13 年利息支出基数较低，我们预计巨化定增资金注入后，该比例也会趋于稳定。营业成本占收入比例超过 80%，其构成中钢铁原材料和生产折旧是最主要的部分，因此在钢铁价格保持平稳的情况下营业成本占比也不太会大幅提升。与同业龙净环保横向比较，二者的销售费用占比和管理费用占比类似，龙净环保的财务费用占比低 1%，**最大差别在营业成本占比：龙静除尘业务毛利率 21%，脱硫脱硝业务毛利率 18%，而同期菲达环保综合毛利率仅 14%。**公司与龙净环保的毛利率差距原因一是龙静的除尘辅助设备自主配套率更高，二是龙净环保的业务规模更大因此钢材采购有价格优势。基于此我们判断随着菲达未来除尘业务规模的快速扩大，毛利率也有望进一步提升。

**图 7 历年营业成本、三费和归母利润占收入比例（%）**



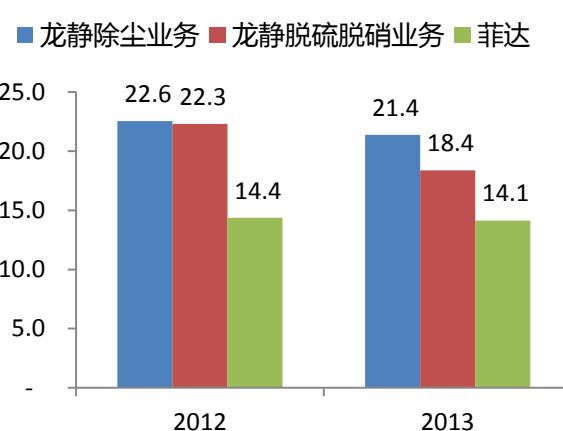
资料来源：中国中投证券研究总部

**图 8 菲达环保营业成本构成（%）**



资料来源：WIND，中投证券研究总部

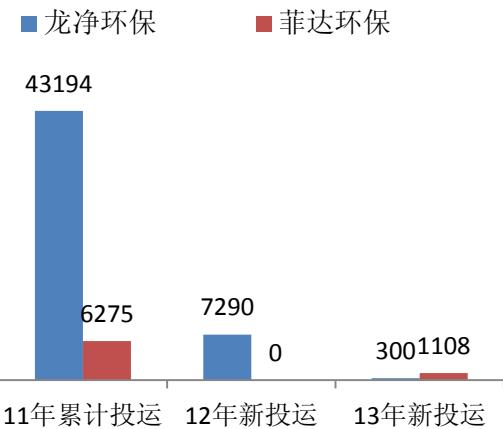
**图 9 龙净环保与菲达环保毛利率横向比较**



资料来源：WIND，中投证券研究总部

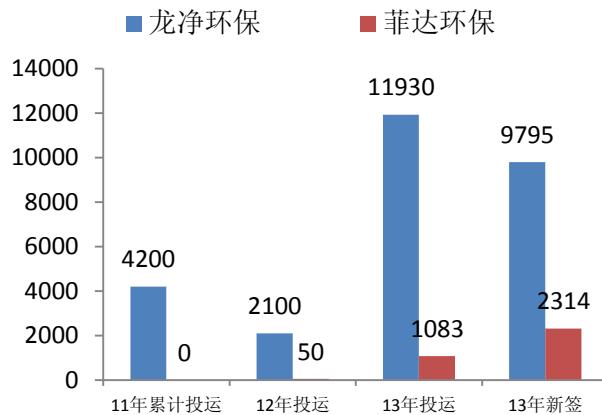
脱硫脱硝工程业务加速成长，预计近期增速 100%左右。公司已决心从除尘设备向脱硫脱硝除尘总包的工程方向转型，巨化的资金注入之后将加速公司的转型速度。公司由于历史上脱硫脱硝业务基数较低，因此未来在新一轮“50355”脱硫脱硝除尘改造的带动下，工程业务有望迎来高增长。13 年脱硝工程新签订单 2314MW，是 12 年新签订单 668MW 的 350%，14H1 脱硫脱硝工程业务的利润增速同比 93%。

图 10 火电机组脱硫工程投运情况 (MW)



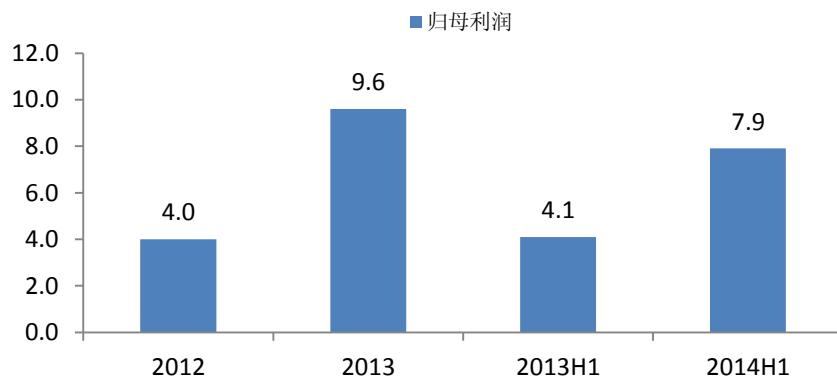
资料来源：中电联，中投证券研究总部

图 11 火电机组脱硝工程投运和订单情况 (MW)



资料来源：中电联，中投证券研究总部

图 12 菲达脱硫脱硝工程公司净利润 (百万元)



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

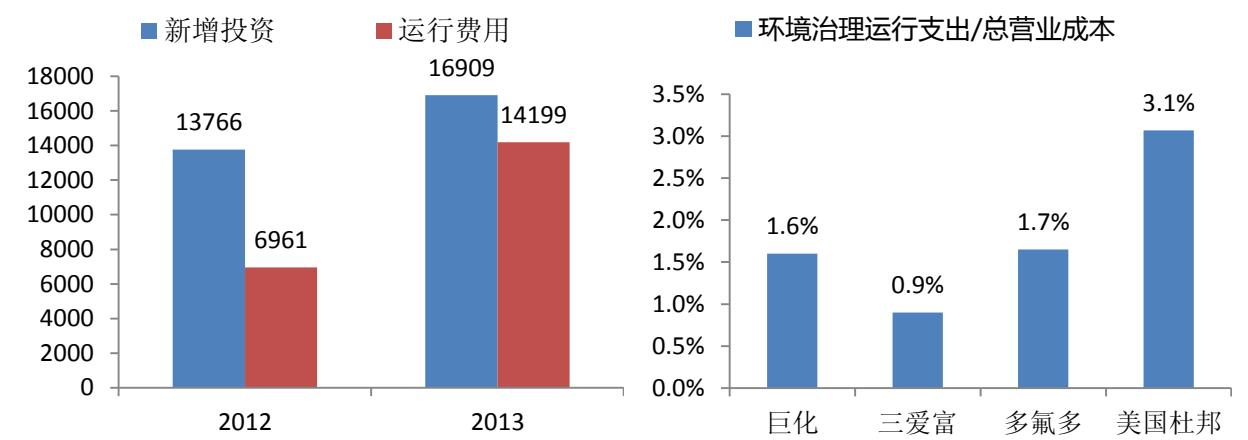
## 2. 巨化战略协同价值之一：清泰拥有稀缺资质，锁定巨化所在衢州产业园环保治理需求，潜在每年贡献 2500-3000 万净利润

巨化所属清泰公司是衢州市唯一一家有处理固体危险废资质的专业公司，公司主要担负着衢州市区域工业危险废物和医疗废物的安全无害化处置工作。公司主要

资产包括医疗和固体废物处置中心(年焚烧处理危废 5,500 吨的能力和 6 万立方米的危废填埋场)及工业废水污水处理厂(1.4 万吨/日)。清泰公司的主要客户就是巨化以及巨化所在的衢州绿色产业集聚区的其他企业。

巨化是我国最大的氟化工生产基地，年营业收入 100 个亿。作为行业龙头目前巨化集团正响应国家号召，率先自身厂区的节能环保水平，同时积极参与构建国家工业循环经济发展标准体系，以提升整合行业的节能环保水平。巨化 13 年环保方面的新增投资增长 23%，运行费用增长 104%。我们认为巨化加大环保投入这一势头还会延续：对比国内氟化工企业环保投入占总营业成本比例，巨化目前是 1.6%，而美国杜邦是 3.1%。加之中国当前的污染程度比美国要更严重，因此未来巨化的环保新增投资和运营投入可能会加速成长。

**图 13 巨化股份逐年环保投资和运行费用(万元) 图 14 国内外氟化工企业环保运行费用占比比较**



资料来源：公司网站，中投证券研究总部

资料来源：WIND，中投证券研究总部

衢州绿色产业集聚区由衢州绿色产业集聚区、衢州经济技术开发区、高新技术产业园区三区合并而成，总规划为“一核三片”，“一核”即集聚区核心区，规划面积为 198 平方公里，其中集聚区直接实施区块 147.7 平方公里、柯城园区 8.2 平方公里、衢江园区 28.9 平方公里、巨化园区 13.2 平方公里。核心区现有工业企业 1005 家，拥有巨化集团、明旺乳业、元立集团、开山股份等一批国内外知名企。2012 年，核心区直接实施区块实现生产总值 165.2 亿元，工业总产值 402 亿元；按现有规划到 15 年实现生产总值 280 亿元，实现工业产值 1000 亿元。目前清泰的园内客户包括英特高分子材料有限公司、建华东旭助剂有限公司、中硝康鹏化学有限公司和骨伤科医院等。

**2014 年 1 月集聚区内的浙江衢州高新技术园区升级为国家高新技术产业开发区(成为浙江省内第 5 家国家级高新技术产业开发区)，定名为衢州国家高新技术产业开发区，实行现行国家级高新技术开发区优惠政策。区内拥有氟化工、有机硅、无机硅三大产业链和氟硅化工、精细化工、生物化工三个专业功能区。高新区力争到“十二五”期末，实现工业增加值 550 亿元、出口创汇 50 亿美元、科技创新型企业 100 家目标。**

**因为衢州市科技园区的化工属性，每年危险废弃物排放量较大，当地环保局最近也**

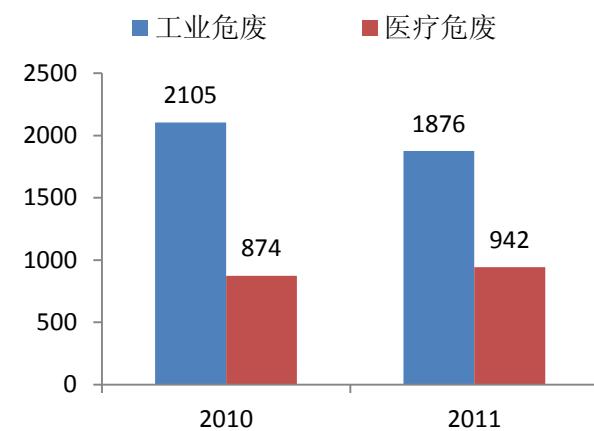
开始明显危废管理措施，2014年8月建成衢州危废信息化监控系统，系统已覆盖全市22家重点涉危废企业，监控的危废量已占全市的65%。系统包括两个平台：危险废物信息化管理平台和危险废物物联网动态监控平台。通过危险废物信息化管理平台实现危废申报、转移计划、转移联单、管理计划、应急预案、动态台账记录等危险废物各项环境管理的信息化。通过危险废物物联网动态监控平台对危险废物贮存点、危险废物处置端的在线视频监控以及危废运输车辆视频监控和GPS定位，辅以物联网技术，实现对危险废物贮存、转运和处置全过程进行可视化监管和可追溯。

**图 15 衢州市年工业和医疗危废排放量（吨）**



资料来源：衢州市统计年鉴，中投证券研究总部

**图 16 清泰公司年危废处理量（吨）**



资料来源：衢州市统计年鉴，中投证券研究总部

根据10和11年衢州市统计年鉴数据，当时全市年排放工业危废约1万吨，医疗危废1300吨。13年巨化工业废水排放量1600万吨，危险废物产量1422吨。考虑到衢州绿色产业集聚区的发展潜力、清泰公司资质的唯一性、以及衢州危废管理的加严，我们认为未来清泰公司的年危废处理量将在现有3000吨的基础上快速增长，未来几年内可达到15000吨左右的水平。另外清泰公司近几年改革步伐加快，公司和员工效率明显提高，公司盈利能力不断增强。清泰2014年1-5月份实现销售收入2400万，净利润281万，净利率12%。我们按清泰未来固废处理规模可以从3000吨扩张到15000吨，净利率不变估算，则未来清泰公司危废相关业务有望贡献每年贡献2500-3000万净利润。

### 3. 巨化战略协同价值之二：资金注入和平台升级加快生活固废处理、污水处理新业务拓展，三年后有望贡献2000-3000万利润

我们认为资金约束是制约菲达环保发展的一个重要原因。回顾菲达环保发展历史，在脱硫脱硝工程、市政污水处理、垃圾焚烧烟气处理等多个领域都是技术积累完成较早，但是市场开拓力度不大的情况，包括公司的除尘主业2013年之前增长平稳，我们认为这其中的一个重要原因就是资金约束。公司在2013年定增完成之后，除尘主业当年即

实现了业绩高增长。在巨化的资金以及与省国资委地位匹配的资源注入后，我们认为菲达环保原有新业务的市场拓展速度可以加快。

**未来生活垃圾处理有望突破。**衢州生活垃圾焚烧项目已经获得政府批准，我们判断短期可能受杭州事件影响上马时间推迟，但未来仍会上马，而菲达获得该项目的可能性也比较大。按原有规划，**衢州市生活垃圾焚烧发电项目一期工程垃圾处置量为 1,200 吨/天，项目总投资 60,000 万元，清泰公司占项目子公司 80% 股份。**按行业平均水平的吨垃圾发电量 280 千瓦时，电价 0.65 元/kwh，处理费补贴 80 元测算，**运营满产后年收入约 1.2 亿，净利润在 10%-15% 之间，即 1200 -1800 万之间。**菲达环保 2001 年开始涉足垃圾焚烧尾气处理，目前国内市场份额达到 1/3，每年的订单都达到 1 亿多元，未来有望为衢州市生活垃圾焚烧发电项目提供配套设备。

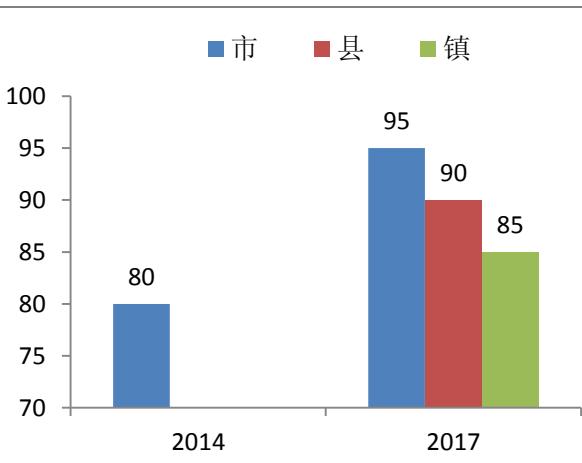
**污水处理业务拓展看点多，未来清泰公司将成为衢州污水处理工程与运维平台。**衢州是浙江省辖地级市，已有 1800 多年的建城史，历史上一直是闽浙赣皖四省边际交通枢纽和物资集散地，素有“四省通衢、五路总头”。衢州行政区包含 47 镇和 46 乡，**已建成县级以上污水处理厂 7 座、镇级污水处理厂 46 座，在浙江省内也是首屈一指。**目前城市生活污水处理率达 80%。在浙江省“五水共治”政策下，衢州首批 427 个治水项目也在全速推进，通过新建和改造提升现有设施，**衢州计划在三年内使市区生活污水集中处理率达到 95%、县级达到 90%、集镇达到 85%。**一方面，清泰公司已经开始承接污水处理工程建设项目，从运营向上游 EPC 扩展。另外清泰公司已经与衢州市住建局进行对接，未来可能会全面承接衢州市现有 46 个乡镇污水处理厂(站)运维服务业务，**我们按单个镇污水厂规模 1000 吨/日，吨水处理费 1 元/吨测算，每年收入规模在 1500-2000 万左右。**菲达环保的母公司菲达集团下面还有部分污水处理资产：2004 年收购了湖南浏阳市污水处理厂(4 万吨/日)，2005 年又收购了诸暨市污水处理厂(8 万吨/日)，2007 年承接了湖南省怀化地区 7 个地市的城市生活污水厂以及浏阳市造纸工业园区污水处理厂等基础设施的建设合同。我们认为未来根据菲达环保省级环保治理综合平台的新定位，**菲达集团现有污水处理资产也有注入上市公司可能。**

图 17 衢州市地图



资料来源：中投证券研究总部

图 18 衢州市现有及规划污水处理率(%)



资料来源：衢州市规划，中投证券研究总部

此外，2014 年衢州政府准备投资 2000 多万，由衢州清泰公司承建建设市区病死动物无害化处理中心，通过市场化运作、政府补贴的形式，统一收集和无害化处理市本级、柯城、衢江区范围内的病死动物，达到从源头上减少病死动物遗弃行为的效果。巨泰公司拥有的有机污泥处理装置是衢州市污水处理厂污泥处理唯一定点处置装备，未来国家污泥处置行业迎来发展期后，巨泰公司也会明显受益。

### 三、业绩驱动总结和盈利预测

综上所述，我们认为菲达环保的业绩驱动如下：

1. **“50355”政策带动除尘主业收入加速成长，毛利率有提升空间**：新的“50355”政策刺激带动除尘设备市场14-17年容量从189亿扩容至471亿，扩大150%。预计业务除尘业务14-17年收入加速增长，14年除尘业务收入规模15亿，17年42亿，增速180%。公司与龙净环保存在4个百分点的毛利率差距，原因一是龙静的除尘辅助设备自主配套率更高，二是龙净环保的业务规模更大因此钢材采购有价格优势。随着菲达未来除尘业务规模的快速扩大，毛利率有望进一步提升。
2. **脱硫脱硝工程业务加速成长，预计近期增速100%左右**：公司已决心从除尘设备向脱硫脱硝除尘总包的工程方向转型，巨化资金注入加速公司转型。历史上脱硫脱硝业务基数较低，未来在“50355”改造带动下工程业务将迎来高增长。13年脱硝工程新签订单2314MW，是12年新签订单668MW的350%，14H1脱硫脱硝工程业务的利润增速同比93%。
3. **巨化下属清泰拥有稀缺资质，锁定巨化所在衢州产业园环保治理需求，潜在每年贡献2500-3000万净利润**：衢州绿色产业集聚区升级为国家级园区招商扩容潜力较大，巨化下属清泰公司拥有衢州唯一危废处理资质，衢州危废管理的加严，预计清泰公司的年危废处理量将在现有3000吨的基础上快速增长，未来几年内有望达到15000吨以满足衢州现有危废排放水平。另外清泰近几年通过改制提高员工效率，盈利能力增强。清泰2014年1-5月份实现销售收入2400万，净利润281万，净利率12%。按净利率不变估算未来清泰有望贡献每年贡献2500-3000万净利润。
4. **资金注入和平台升级加快生活固废处理、污水处理新业务拓展，三年后有望贡献2000-3000万利润**：衢州市生活垃圾焚烧发电项目一期工程已获批，未来仍有希望建设，垃圾处置量为1,200吨/天，估算满产后净利润在1200-1800万之间。未来清泰公司将成为衢州污水处理工程与运维平台，一方面已开始承接污水处理EPC项目，另一方面将承接衢州市现有46个乡镇污水处理厂(站)运维服务业务，估算每年利润规模在150-200万左右。此外，菲达环保的母公司集团还有污水处理资产，也有注入上市公司可能。清泰公司还将承建建设市区病死动物无害化处理中心，巨泰公司拥有衢州市污水处理厂污泥处理的唯一资质。

基于此我们预测公司分业务收入及毛利如下

除尘设备	2013A	2014E	2015E	2016E	脱硫脱硝工程	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 ( 百万元 )	1,709.8	2,152.6	2,906.1	4,068.5	收入 ( 百万元 )	257.6	515.2	824.3	1,154.0
增速 (%)	16.9%	25.9%	35.0%	40.0%	增速 (%)	134.8%	100.0%	60.0%	40.0%
成本 ( 百万元 )	1,450.2	1,821.5	2,453.2	3,426.3	成本 ( 百万元 )	211.2	422.5	675.9	946.3
毛利 ( 百万元 )	259.6	331.2	452.9	642.2	毛利 ( 百万元 )	46.4	92.7	148.4	207.7
毛利率(%)	15.2%	15.4%	15.6%	15.8%	毛利率(%)	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
清泰危废及工业污水	2013A	2014E	2015E	2016E	衢州垃圾焚烧	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 ( 百万元 )	46.4	57.6	80.6	121.0	收入 ( 百万元 )	-	-	-	40.0
增速 (%)	0.0%	24.2%	40.0%	50.0%	增速 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本 ( 百万元 )	41.4	42.8	59.1	87.5	成本 ( 百万元 )	-	-	-	29.6
毛利 ( 百万元 )	5.0	14.8	21.5	33.5	毛利 ( 百万元 )	-	-	-	10.4
毛利率(%)	10.7%	25.7%	26.7%	27.7%	毛利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	26.0%
巨化水处理工程与运营	2013A	2014E	2015E	2016E	巨泰建材	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 ( 百万元 )	-	-	10.0	20.0	收入 ( 百万元 )	143.7	143.7	143.7	143.7
增速 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	增速 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
成本 ( 百万元 )	-	-	7.6	15.2	成本 ( 百万元 )	124.1	120.2	120.2	120.2
毛利 ( 百万元 )	-	-	2.4	4.8	毛利 ( 百万元 )	19.6	23.6	23.6	23.6
毛利率(%)	0.0%	0.0%	24.0%	24.0%	毛利率(%)	13.6%	16.4%	16.4%	16.4%

## 四、投资建议：强烈推荐

我们认为在“50355 超低排放”政策带动下，菲达环保的主营除尘业务将迎来加速成长期。同时巨化入主后，菲达环保有望在脱硫脱硝工程、危废处理、垃圾焚烧，污水处理工程与运营等多个业务领域取得突破，公司逐步发展成为深耕衢州、辐射浙江的综合性环保治理工程与运营平台。同时巨化集团的管理经验将帮助菲达环保进一步提升自身管理效率。基于公司的良好成长前景，给予强烈推荐评级。

## 五、风险提示

我们认为需要关注如下几方面的风险

1. 垃圾焚烧项目开工与运营时间的不确定性
2. 钢材价格波动

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3078	4786	5770	7065
现金	662	1324	954	438
应收账款	657	854	1233	1694
其它应收款	88	104	145	205
预付账款	178	262	370	538
存货	1386	2038	2765	3797
其他	106	204	301	393
<b>非流动资产</b>	382	398	669	878
长期投资	40	40	40	40
固定资产	180	196	284	401
无形资产	66	56	49	42
其他	97	106	296	396
<b>资产总计</b>	3460	5184	6439	7943
<b>流动负债</b>	2121	2746	3842	5074
短期借款	382	382	382	382
应付账款	649	785	1203	1585
其他	1090	1579	2257	3107
<b>非流动负债</b>	36	53	105	178
长期借款	2	32	82	152
其他	34	21	23	26
<b>负债合计</b>	2158	2799	3947	5252
少数股东权益	4	4	4	4
股本	203	547	547	547
资本公积	864	1541	1541	1541
留存收益	232	293	401	599
归属母公司股东权益	1299	2381	2488	2686
<b>负债和股东权益</b>	3460	5184	6439	7943

## 现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-97	-319	-63	-263
净利润	40	81	163	253
折旧摊销	22	25	31	44
财务费用	28	5	5	20
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-209	-448	-295	-628
其它	23	18	35	49
<b>投资活动现金流</b>	-76	-45	-297	-248
资本支出	101	50	300	250
长期投资	0	-2	0	-0
其他	25	4	3	2
<b>筹资活动现金流</b>	499	1025	-10	-5
短期借款	-220	0	0	0
长期借款	-0	30	50	70
普通股增加	63	344	0	0
资本公积增加	669	677	0	0
其他	-14	-25	-60	-75
<b>现金净增加额</b>	326	662	-370	-516

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1960	2919	4020	5608
营业成本	1646	2452	3366	4680
营业税金及附加	10	11	15	21
营业费用	54	78	88	112
管理费用	156	232	293	398
财务费用	28	5	5	20
资产减值损失	19	40	45	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	47	102	209	328
营业外收入	12	13	18	23
营业外支出	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	55	112	224	348
所得税	15	30	61	95
<b>净利润</b>	40	81	163	253
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	40	81	163	253
EBITDA	97	132	245	392
EPS (元)	0.20	0.15	0.30	0.46
<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.9%	48.9%	37.7%	39.5%
营业利润	99.2%	117.4%	104.9%	57.0%
归属于母公司净利润	111.1%	102.2%	100.5%	55.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.0%	16.0%	16.3%	16.6%
净利率	2.0%	2.8%	4.0%	4.5%
ROE	3.1%	3.4%	6.5%	9.4%
ROIC	5.4%	5.3%	7.8%	9.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.4%	54.0%	61.3%	66.1%
净负债比率	17.82%	14.81%	11.77%	10.18%
流动比率	1.45	1.74	1.50	1.39
速动比率	0.80	1.00	0.78	0.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.70	0.68	0.69	0.78
应收账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.5
应付账款周转率	3.30	3.42	3.39	3.36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.15	0.30	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.18	-0.58	-0.11	-0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.37	4.35	4.55	4.91
<b>估值比率</b>				
P/E	159.17	78.73	39.28	25.26
P/B	4.91	2.68	2.57	2.38
EV/EBITDA	45	33	18	11

**投资评级定义****公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

**行业评级**

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

**研究团队简介**

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

杨鹏，中投证券研究总部环保分析师，毕业于北京大学。

**免责条款**

本报告由中国经济证券有限责任公司（以下简称“中国经济证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国经济证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国经济证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国经济证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国经济证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相關服務。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国经济证券有限责任公司研究总部**

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

**深圳市**

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

**北京市**

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际  
大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

**上海市**

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大  
厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434