

2016年08月11日

公司研究·证券研究报告

永清环保 (300187.SZ)

公司快报

大气治理优势持续，土壤修复核心渐显

投资要点

事件：公司发布 2016 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 6.43 亿元，同比增长 82.31%，归属于上市公司股东净利润 5,722.14 万元，同比增长 81.37%，经营活动产生的现金流量净额 2,587.09 万元，同比增长 115.08%。

◆ **大气综合治理业务持续发挥传统优势，业绩突飞猛进：**2016 年上半年大气治理业务营业收入 4.59 亿元，同比增长 80.96%，在公司总营收中占比 71.4%，是公司业绩的主要增长点。2015 年 12 月 2 日国务院常务会议指出在 2020 年前对燃煤机组全面实施超低排放和节能改造，东、中部地区要提前至 2017 年和 2018 年达标，大气治理市场空间得到大幅提升。公司市场拓展力度不断加强，2016 年上半年累计中标大气治理项目 9 亿元以上，为后续业绩增长奠定订单基础。

◆ **引进人才、拓宽布局，以耕地为主的土壤修复核心地位进一步强化：**报告期内公司完成土壤修复领域高层次人才的引进，并相继在北京、南京、上海、广州设立子公司，开拓当地土壤修复市场，紧密契合了“土十条”“京津冀、长三角、珠三角地区率先完成治理与修复规划”的要求。2016 年上半年公司成功中标长沙市望城区土壤修复项目，成为最早承接耕地修复市场化项目的环保上市公司。同时公司在湘潭竹埠港项目和邵阳龙须塘项目中尝试商业模式创新，土壤修复资金难问题有望突破，这将推动整个土壤修复行业空间的释放，进一步促进公司修复订单的快速增长。

◆ **抓住环评系统“脱钩”环保部的市场机遇，环评咨询业务迎来跨越式增长：**2016 年上半年环评咨询业务实现营业收入 1,376.05 万元，同比增长 127.88%；截至半年报公告日公司已取得甲级环评资质，环评咨询业务承揽能力得到提高，公司全产业链布局更加完善，环评咨询与大气治理、土壤修复等业务将形成 1+1>2 的协同效应，成为公司业绩新增长点。

◆ **投资建议：**在传统的大气综合治理业务健康发展的同时，公司将战略重心落向土壤修复领域，并不断开发清洁能源发电、环评咨询等新增长极，为公司未来高增长蓄力。我们看好土壤修复行业的巨大空间，以及永清环保在该领域尤其是耕地修复方面的优势，我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.25、0.38 和 0.55 元。净资产收益率分别为 8.04%、11.3% 和 14.4%，给予增持-B 建议，6 个月目标价为 15.2 元，相当于 2017 年 40 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**竞争加剧、政策不达预期

环保及公用事业 | 环保 III

投资评级 **增持-B(首次)**

6 个月目标价 15.2 元

股价(2016-08-11) 13.47 元

交易数据

总市值(百万元) 9,047.04

流通市值(百万元) 8,279.48

总股本(百万股) 647.60

流通股本(百万股) 592.66

12 个月价格区间 12.10/61.57 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.53	-14.04	46.78
绝对收益	1.97	-10.01	25.73

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsc.cn
021-20655643

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsc.cn
021-20655737

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	901.1	773.3	1,114.4	1,658.3	2,461.7
同比增长(%)	40.9%	-14.2%	44.1%	48.8%	48.4%
营业利润(百万元)	61.0	111.0	182.2	273.1	398.8
同比增长(%)	0.7%	81.9%	64.1%	49.9%	46.0%
净利润(百万元)	54.6	112.9	163.5	243.8	355.8
同比增长(%)	1.1%	106.7%	44.8%	49.1%	46.0%
每股收益(元)	0.27	0.52	0.25	0.38	0.55
PE	50.9	26.5	55.0	36.9	25.3
PB	9.9	6.8	4.6	4.2	3.6

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	901.1	773.3	1,114.4	1,658.3	2,461.7	年增长率					
减:营业成本	753.2	593.6	813.5	1,210.6	1,797.0	营业收入增长率	40.9%	-14.2%	44.1%	48.8%	48.4%
营业税费	12.5	11.5	15.6	23.6	35.4	营业利润增长率	0.7%	81.9%	64.1%	49.9%	46.0%
销售费用	24.8	22.3	32.6	47.3	71.0	净利润增长率	1.1%	106.7%	44.8%	49.1%	46.0%
管理费用	50.4	56.2	72.9	107.2	166.4	EBITDA 增长率	2.8%	85.5%	71.3%	47.5%	44.5%
财务费用	-7.4	-6.4	-	-	-	EBIT 增长率	0.5%	94.8%	74.2%	49.9%	46.0%
资产减值损失	6.6	3.2	3.7	4.5	3.8	NOPLAT 增长率	-0.7%	97.3%	73.4%	49.7%	46.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.7%	52.2%	73.2%	38.2%	14.6%
投资和汇兑收益	-	18.0	6.0	8.0	10.7	净资产增长率	6.5%	46.5%	46.3%	10.8%	14.6%
营业利润	61.0	111.0	182.2	273.1	398.8						
加:营业外净收支	3.3	17.6	7.8	9.6	11.6	盈利能力					
利润总额	64.4	128.6	190.0	282.7	410.4	毛利率	16.4%	23.2%	27.0%	27.0%	27.0%
减:所得税	9.9	18.5	28.0	41.9	60.1	营业利润率	6.8%	14.4%	16.3%	16.5%	16.2%
净利润	54.6	112.9	163.5	243.8	355.8	净利润率	6.1%	14.6%	14.7%	14.7%	14.5%
						EBITDA/营业收入	6.7%	14.5%	17.2%	17.1%	16.6%
						EBIT/营业收入	6.0%	13.5%	16.3%	16.5%	16.2%
						偿债能力					
						资产负债率	41.6%	42.3%	31.3%	41.3%	47.9%
						负债权益比	71.1%	73.4%	45.6%	70.5%	92.0%
						流动比率	1.76	1.92	2.21	1.67	1.50
						速动比率	1.21	1.56	1.55	1.19	0.97
						利息保障倍数	-7.30	-16.29			
						营运能力					
						固定资产周转天数	55	58	37	25	15
						流动营业资本周转天数	57	21	23	45	36
						流动资产周转天数	448	621	560	485	433
						应收帐款周转天数	78	149	90	106	115
						存货周转天数	156	150	139	141	140
						总资产周转天数	586	900	832	708	617
						投资资本周转天数	134	191	219	222	186
						费用率					
						销售费用率	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
						管理费用率	5.6%	7.3%	6.5%	6.5%	6.8%
						财务费用率	-0.8%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	7.5%	9.3%	9.5%	9.3%	9.6%
						投资回报率					
						ROE	6.0%	8.5%	8.4%	11.3%	14.4%
						ROA	3.5%	4.8%	5.7%	6.5%	7.4%
						ROIC	13.1%	27.5%	31.3%	27.1%	28.7%
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.01	0.03	0.05	0.06
						分红比率	20.8%	5.7%	11.9%	12.8%	10.2%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
资产负债表											
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
货币资金	389.2	747.8	901.8	759.0	893.7						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收帐款	271.1	369.9	188.9	785.0	788.5						
应收票据	118.2	99.6	257.2	249.4	495.0						
预付帐款	2.9	2.4	5.5	4.2	11.8						
存货	358.0	286.1	576.2	722.1	1,193.9						
其他流动资产	0.2	24.3	8.3	10.9	14.5						
可供出售金融资产	3.5	6.1	3.2	4.3	4.5						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	-	26.7	26.7	26.7	26.7						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	138.6	110.2	121.1	110.9	98.9						
在建工程	69.7	359.7	534.6	767.0	970.7						
无形资产	14.2	24.3	28.7	32.2	37.1						
其他非流动资产	191.1	253.6	186.4	210.8	216.9						
资产总额	1,556.7	2,310.7	2,838.6	3,682.4	4,752.2						
短期债务	-	-	-	-	-						
应付帐款	368.0	573.7	430.0	1,054.5	1,339.8						
应付票据	228.6	191.2	384.2	372.7	849.1						
其他流动负债	50.0	32.8	64.2	87.9	79.4						
长期借款	-	170.0	-	-	-						
其他非流动负债	0.4	10.6	10.6	7.2	9.4						
负债总额	647.0	978.3	888.9	1,522.3	2,277.7						
少数股东权益	4.8	10.3	8.8	5.8	0.3						
股本	200.3	215.9	647.6	647.6	647.6						
留存收益	701.6	1,152.1	1,293.2	1,506.8	1,826.6						
股东权益	909.6	1,332.5	1,949.6	2,160.1	2,474.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	54.4	110.1	163.5	243.8	355.8	EPS(元)	0.27	0.52	0.25	0.38	0.55
加:折旧和摊销	20.5	21.3	9.9	10.2	10.6	BVPS(元)	1.40	2.04	3.00	3.33	3.82
资产减值准备	6.6	3.2	-	-	-	PE(X)	50.9	26.5	55.0	36.9	25.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.9	6.8	4.6	4.2	3.6
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	121.1	79.8	-24.3	-106.8	49.2
投资损失	-	-18.0	-6.0	-8.0	-10.7	P/S	10.0	11.6	8.1	5.4	3.7
少数股东损益	-0.2	-2.8	-1.5	-3.0	-5.5	EV/EBITDA	36.4	19.3	41.2	28.3	19.2
营运资金的变动	-38.7	-155.4	-105.9	-126.5	17.1	CAGR(%)	64.1%	47.1%	44.2%	64.1%	47.1%
经营活动产生现金流量	116.6	15.5	60.1	116.4	367.4	PEG	0.8	0.6	1.2	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-162.5	-197.2	-191.2	-229.0	-196.7	ROIC/WACC	1.3	2.6	3.0	2.6	2.7
融资活动产生现金流量	-0.0	529.0	285.2	-30.2	-36.0						

资料来源：贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

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；

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；

分析师声明

徐曼声明，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

华金证券有限责任公司（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：

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn