



# 大气治理保稳定，土壤修复促发展

## ——永清环保（300187）调研简报

2017年1月4日	
推荐/首次	
永清环保	调研简报

### 报告摘要：

公司总部位于湖南长沙，传统主营烟气治理，近年来逐步拓展土壤治理、新能源发电、环境咨询等业务，逐步成长为涵盖大气、土壤、固废、新能源等业务领域的环境治理综合服务商。

- 超低排放迎来政策利好，烟气治理业务迎来新增长。前期烟气治理需求的逐步饱和使得行业增速明显放缓，而超低排放政策的出台重新开启烟气治理市场空间，保守估计“十三五”期间火电企业设备改造市场空间超过1000亿元。作为业内超低排放解决方案领导者，公司研发设计的“洁岛”技术方案实现烟气“近零排放”，近期斩获多个超低排放大单，目前在手订单10亿元左右。
- 土壤修复市场快速布局，先发优势显著。“土十条”的发布拉开了土壤修复治理的大幕，据测算行业市场规模达4.6万亿元，“十三五”期间市场规模超过3000亿元。在已有的重金属场地修复能力基础上，公司连续收购IST和MC2等国际领先的土壤修复公司，完善产业链的同时在行业中建立起了突出的先发优势，未来也将成为公司重点打造的核心板块。
- 新能源发电和环评咨询形成公司业务支撑。新能源发电方面，公司垃圾焚烧发电项目投运顺利，未来有望形成1万吨/日的规模有效支撑公司业绩；光热及风电项目订单不断，在手合同超过7亿元。环评咨询方面，公司于8月份获得甲级资质，在环评市场化大潮快速推进过程中将获得更多机遇。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2016-2018年每股收益分别为0.23元、0.35元和0.48元，对应PE分别为55倍、36倍和26倍。考虑到公司转型土壤修复领域先发优势明显，同时其他业务稳步增长，未来发展值得期待。我们给予公司2017年40倍估值，对应目标价14元，首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**土壤修复行业发展速度不及预期。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	901.14	773.32	1,511.00	2,106.05	2,902.65
增长率（%）	40.87%	-14.18%	95.39%	39.38%	37.82%
净利润（百万元）	54.44	110.14	149.54	223.53	311.22
增长率（%）	0.81%	102.30%	35.77%	49.48%	39.23%
净资产收益率（%）	6.04%	8.54%	7.73%	10.47%	12.88%
每股收益(元)	0.27	0.55	0.23	0.35	0.48
PE	53.04	26.04	62.02	41.49	29.80
PB	3.17	2.34	4.79	4.34	3.84

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师：杨若木

010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120014

### 联系人：庞天一

010-66554128 pangty@dxzq.net.cn

### 联系人：刘博

010-66555481 liubo\_yjs@dxzq.net.cn

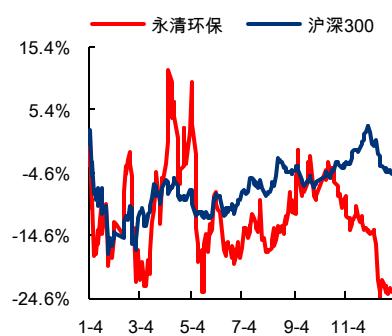
### 联系人：于洋

010-66555445 yuyang\_yjs@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	11.32-18.40
总市值（亿元）	79.90
流通市值（亿元）	73.12
总股本/流通A股（万股）	64854/59353
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.63

### 52周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 目 录

1. 公司概况.....	4
2. 烟气土壤中流砥柱，环评新能源有效支撑 .....	6
2.1 超低排放市场订单爆发，强力保障公司业绩 .....	6
2.2 土壤修复先发优势显著，未来将成公司核心板块 .....	8
2.3 积极介入环评咨询和新能源发电领域 .....	11
3. 盈利预测及估值.....	14
4. 风险提示.....	14

## 表格目录

表 1: 永清环保股权分布情况.....	5
表 2: 近年超低排放相关政策 .....	6
表 3: 新旧排放标准对比 .....	7
表 4: 永清环保 2016 年部分大气治理订单 .....	8
表 5: 近年土壤修复相关政策 .....	9
表 6: 全国土壤修复市场空间测算 .....	9
表 7: 永清环保 2016 年部分土壤修复订单 .....	11
表 8: 公司在手垃圾焚烧项目 .....	13
表 9: 公司盈利预测表.....	15

## 插图目录

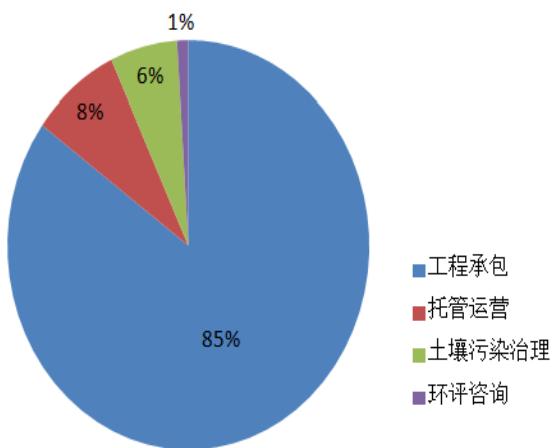
图 1: 2014 年公司主营业务收入拆分 .....	4
图 2: 2015 年公司主营业务收入拆分 .....	4
图 3: 2012-2016 年永清环保营业收入及增长率 .....	5
图 4: 2012-2016 年永清环保主营业务毛利率及净利率 .....	5
图 5: 永清环保大气治理核心技术 .....	7
图 6: 永清环保重金属修复案例 .....	10
图 7: IST 全球业务布局 .....	10
图 8: 公司与 MC2 签约仪式 .....	10
图 9: 红顶中介清理 .....	12
图 10: 环评收费价格管制放开 .....	12
图 11: 2011-2015 年公司环评业务营收及毛利率 .....	12
图 12: 永清环保环评甲级资质证书 .....	12
图 13: 2016-2020 年全国垃圾清运量预测 .....	13
图 14: 可比公司估值水平分析 (截止 2016/12/13) .....	14

## 1. 公司概况

永清环保股份有限公司成立于 2004 年，是一家环保全产业链布局的综合服务企业，是“中国最佳创新企业 50 强”公司，也是湖南省唯一一家 A 股上市环保企业。公司现拥有员工 1500 多人，已在北京、上海、南京、广州、深圳等多个重点城市成立了分子公司。2014-2015 年公司连续两年入选美国《福布斯》杂志排行榜。

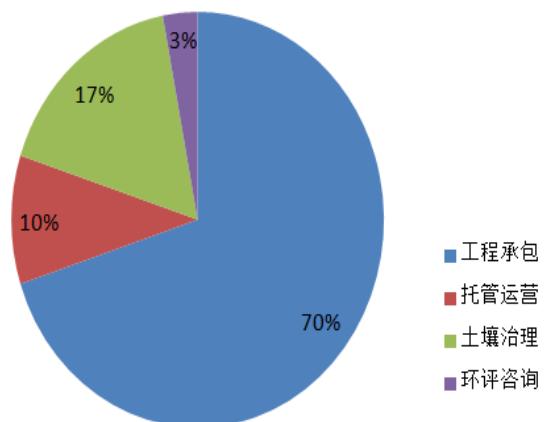
当前，公司业务主要涵盖了工程承包、托管运营、土壤污染治理以及环评咨询四大方面。其中，工程承包部分业务占比最大，托管运营营收占比稳定，土壤治理以及环评咨询则是公司未来重点发力方向。

图 1：2014 年公司主营业务收入拆分



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2：2015 年公司主营业务收入拆分



资料来源: wind, 东兴证券研究所

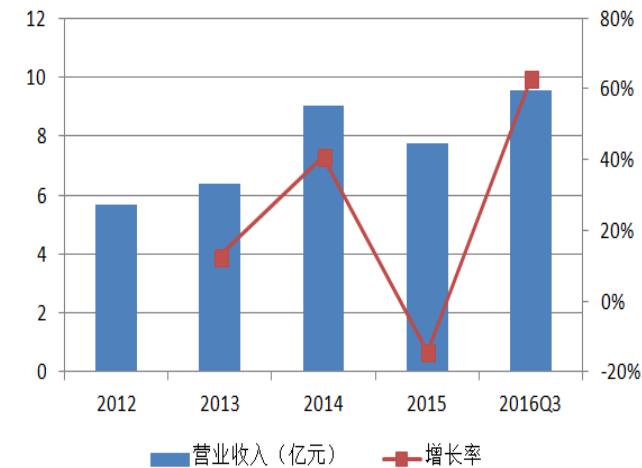
公司股权结构集中稳定，控股股东永清投资集团持股数量占公司总股本 62.65%，其实际控制人刘正军持有集团 99% 的股份，担任集团董事长兼总经理，同时也是环保产业唯一人大代表，中国环境保护产业协会副会长。除控股股东以及一致行动人欧阳玉元外，其他股东持股占比均不超过 1%。

**表 1: 永清环保股权分布情况**

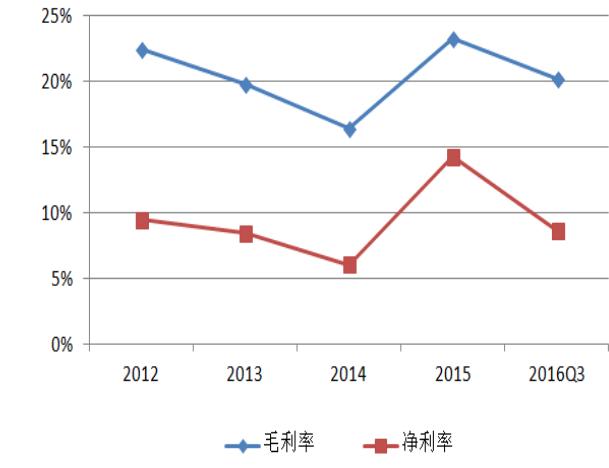
股东名称	股数（万股）	持股比例(%)	附注
湖南永清投资集团	40569.4	62.65	限售流通 A 股, A 股流通股
欧阳玉元	2458.0	3.80	A 股流通股
湖南永旺置业	564.3	0.87	限售流通 A 股
申晓东	470.7	0.73	限售流通 A 股, A 股流通股
冯延林	459	0.71	限售流通 A 股, A 股流通股
津杉华融产业投资基金	282.1	0.44	限售流通 A 股
合计	44803.5		

资料来源: wind, 东兴证券研究所

2012 年到 2014 年, 公司营收一直保持稳定增长, 2015 年受烟气治理行业市场空间限制, 营收出现了 14 个百分点的下滑, 但随着超低排放相关政策的出台及相关订单的不断落地, 2016 年上半年公司营收强劲上扬。由于公司主营业务相对稳定, 近年来主营业务毛利率及净利率保持稳定状态。

**图 3: 2012-2016 年永清环保营业收入及增长率**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 4: 2012-2016 年永清环保主营业务毛利率及净利率**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 2. 烟气土壤中流砥柱，环评新能源有效支撑

### 2.1 超低排放市场订单爆发，强力保障公司业绩

2015年12月三部委联合发布《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》，方案提出公用燃煤机组以及发电燃煤机组分东、中、西部依次实施超低排放改造，其中东部计划于2017年前完成，中、西部依次于2018年及2020年前完成。

表2：近年超低排放相关政策

时间	政策	区域	主要内容
2015年3月	关于进一步加快推 进燃煤发电机组超 低排放工作的通知	山西	现役单机30万千瓦以上燃煤机组按区域分布 错峰改造科学合理安排工作，2017年底全部 完成超低排放改造工作。
2015年9月	关于规范燃煤发电 机组超低排放升级 改造工程项目环保 验收工作的通知	河北	燃煤发电机组超低排放升级改造完成后，外排 污染物浓度应达到河北省地方排放标准。升级 改造项目应通过新建或改造脱硫、脱硝和除尘 设施，实现超低排放。
2015年12月	《全面实施燃煤电 厂超低排放和节能 改造工作方案》	全国	新建燃煤发电项目原则上采用60万千瓦及以上 超临界机组平均供电煤耗低于300克标准 煤/千瓦时，到2020年现役机组改造后平均煤 耗低于310克标准煤/千瓦时。
2016年2月	贯彻国务院第114 次常务会议精神做 好煤电超低排放和 节能改造项目安全 管理工作的通知	全国	2020年前全面实施燃煤电厂超低排放和节能 改造，东、中部地区提前至2017年和2018 年达标，大幅降低发电煤耗和污染排放。
2016年3月	《海南省燃煤电厂 超低排放和节能改 造实施方案》	海南	2017年底全省现役30万千瓦及以上公用燃 煤发电机组、10万千瓦及以上自备燃煤发电 机组全部完成超低排放和节能改造。

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

随着超低排放政策的出台，增速放缓的烟气治理行业迎来新的增长点。超低排放改造成本大约在100元/千瓦，当前我国火电装机容量已经超过10亿千瓦，则“十三五”期间对应市场空间在1000亿元。

表 3: 新旧排放标准对比

行业标准	烟尘 (mg/m³)	二氧化硫 (mg/m³)	氮氧化物 (mg/m³)
火电厂大气污染物排放标准	30	200	100
超低排放标准	10	35	50

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

公司是最早进入脱硫脱硝业务领域的公司之一，自主创新六大核心技术使得公司确保了行业领先地位，并在钢铁行业的脱硫领域独树一帜。近年研发的湿式静电烟气深度除尘和高效旋转电极静电除尘等关键技术，与公司原有脱硫、脱硝六大核心技术实现了完美结合，成为业内少数可以提供“超低排放”解决方案的公司之一。

图 5: 永清环保大气治理核心技术



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司大气治理业务主要采取成熟的 EPC 总包工程的模式，部分通过托管运营方式取得服务收益。近年来公司研发设计的“清洁岛”烟气综合治理一体化解决方案在“超低排放”市场获得高度认可，该方案可使燃煤排放的关键指标优于燃气燃料的排放指标，实现烟气“近零排放”，近期斩获多个超低排放大单。

表 4: 永清环保 2016 年部分大气治理订单

时间	项目	金额
2016.1	宁夏电投西夏热电二期(2×350MW)脱硫项目	1.26亿元
2016.1	大唐洛阳、许昌、安阳机组烟气超低排放改造工程	1.80亿元
2016.2	焦作万方铝业股份有限公司热电厂机组超低排放改造	—
2016.3	大唐潮州发电厂机组超低排放改造项目	—
2016.5	大唐环境饶平分公司机组脱硫脱硝超低排放工程	1.1亿元
2016.5	大唐环境沈东分公司烟气脱硫 EPC 工程	1.1亿元
2016.7	国投甘肃靖远第二发电公司机组超低排放 EPC 项目	
2016.8	大唐国际锡林浩特电厂机组烟气脱硫 EPC 项目	1.32亿元
2016.9	大唐吉木萨尔五彩湾北一发电机组新建脱硫 EPC 项目	1.1亿元

资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 2.2 土壤修复先发优势显著, 未来将成公司核心板块

土壤修复行业在我国起步较晚, 随着近年来土壤污染事故频频发生才逐步受到国家和社会民众重视。《全国土壤污染状况调查公报》显示, 我国土壤污染超标率达 16.1%, 其中轻微、轻度、中度和重度污染点位的比例是 11.2%、2.3%、1.5% 和 1.1%。2016 年 5 月, 《土壤污染防治行动计划》(“土十条”)发布, 作为我国第一部以专项计划的形式针对土壤污染污染及修复的文件, 土十条对土壤污染责任主体、修复规划等都做出了详细规定, 也正式拉开了土壤污染修复治理的大幕, 预计后续将有相关配套政策陆续推出。

**表 5: 近年土壤修复相关政策**

时间	政策文件
2014.4	《全国土壤污染状况调查公报》
2014.12	《工业企业场地环境调查评估与修复工作指南（试行）》
2015.1	《农用地土壤环境质量标准》（征求意见稿）
2015.1	《建设用地土壤污染风险筛选指导值》（征求意见稿）
2016.5	《土壤污染防治行动计划》（“土十条”）
2016.8	《土壤污染防治专项资金管理办法》

资料来源：政府网站，东兴证券研究所

我国土壤修复市场空间巨大，根据《全国土壤污染状况调查公报》的数据，可测算出全国土壤修复市场空间可达 4.6 万亿元。短期来看，若满足“土十条”中到 2020 年我国受污染耕地治理与修复面积达到 1000 万亩的要求，以每亩 3 万元的成本合算的话保守估计未来四年耕地修复市场便达到 3000 亿元。

**表 6: 全国土壤修复市场空间测算**

污染土地类型	面积（亿亩）	修复成本（元/亩）	投资金额（亿元）
重度污染耕地	0.22	60000	13200
中度污染耕地	0.36	30000	10800
轻度污染耕地	0.57	10000	5700
轻微污染耕地	2.78	3000	8340
工矿污染场地	0.4	20000	8000
合计			46040

资料来源：《全国土壤污染状况调查公报》，东兴证券研究所

公司作为国内最早战略布局土壤修复领域的企业之一，近年陆续取得了一系列领先行业的技术突破，已经形成从研发、设计、修复药剂生产到工程施工的土壤修复业务完整产业链。建立了从场地调查、风险评估、工程设计实施、考核检测等的全套标准规程，树立了业内标杆。该业务作为公司未来重点发展的业务板块，主要采取 EPC、BT、PPP 等业务模式或组合，其中在湘潭地区的“岳塘模式”试点 PPP 新思路，通过市场化的方式解决了土壤修复领域资金来源难题。

图 6: 永清环保重金属修复案例



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2015 年，公司收购美国土壤修复公司 IST51% 股权，该公司研发的原位生物修复、土壤淋洗、土壤气体监测等新技术成功应用于欧洲及美国的 1000 余个场地修复项目，处于国际领先地位，该收购使得公司专业团队更加强大，为将来在国内环境修复业务的全面铺开提供了有力的技术支持，形成推动战略实施的核心保障。2016 年 11 月，公司与加拿大公司 MC2 就拟收购该公司 51% 股权达成框架协议，该公司是一家为土壤场地污染客户提供原位热修复方案的公司，拥有多项技术专利以及应用权，而国内在原位热修复技术上的应用仍然十分落后，此次收购将极大提升公司在有机物污染原位修复领域的竞争力，进一步完善土壤修复产业链。

图 7: IST 全球业务布局



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 8: 公司与 MC2 签约仪式



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

作为土壤修复领域的先行者, 通过近年来一系列的产业布局和资源整合, 公司建立起更加突出的先发优势。在邵阳市“洋溪沟、龙须沟”两沟环境综合治理项目中, 公司负责对龙须塘 15 平方公里区域进行综合环境整治和生态建设, 打造了土壤修复领域模式创新的新标杆。2015 年, 以湘江流域重金属污染综合治理为起点, 公司基本完成全国核心区域的市场布局, 分别在长三角的上海、南京等地成立子公司, 土壤修复业务拓展面向全国。此外, 公司农田修复试点取得显著成效, 省内多地示范试验和 6000 亩级的中试试验取得成功, 相关技术成果达到国内先进水平。

**表 7: 永清环保 2016 年部分土壤修复订单**

时间	项目	金额 (万元)
2016.1	郴州市桂阳县土法选金废渣安全处置工程	3560
2016.4	长沙市望城区重金属污染耕地修复整区承包服务项目	7959
2016.6	徐州环宇焦化厂原厂址污染场地修复项目	4500
2016.7	江苏省靖江市西来电镀中心场地修复工程设计施工总承包项目	2000
2016.9	江苏省泰兴市黄桥镇南沙地区耕地土壤污染治理修复工程	2000

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

未来公司将逐步把土壤修复业务打造成为第一大业务板块, 持续强化土壤修复领域核心技术, 打造顶尖的技术团队和强大的业务团队, 通过资本运作等多种手段, 有效支持公司土壤修复业务领域的快速扩张, 持续拓展耕地修复, 确保耕地修复成为重要的业绩贡献点之一, 确立土壤修复领域的行业标杆地位。

## 2.3 积极介入环评咨询和新能源发电领域

### 2.3.1 拿下环评甲级资质, 未来增长可期

环保部大力推进环评改革带来新的发展机遇。红顶中介清理、资质要求改革、价格管制放开以及监管处罚力度加大等措施的多管齐下给混乱的行业带来了清风, 大刀阔斧的改革也强力推进了环评行业的市场空间释放。

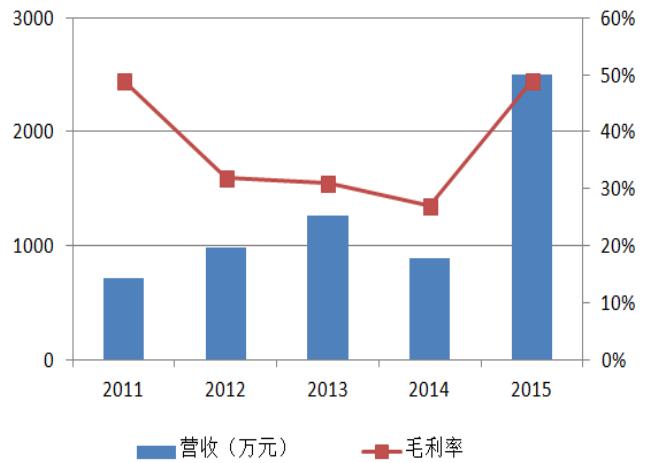
图 9: 红顶中介清理

机构名称	企业背景	资质管理	机构情况
中晟环境科技开发有限公司	环境维护部	环保系统环评机构的资质更名、法定代表人变更、住所变更	完成
中维环境有限公司	环境维护对外合作中心	注销建设环评影响评价资质	完成
南京国环环境科技发展有限公司	环境维护南京环境科学研究所环境咨询	环保局核环评机构的资质更名、法定代表人变更、住所变更	完成
环评部(海南环境科学研究所)	环境维护部	注销建设环评影响评价资质	完成
长春中科南环环境科技有限公司	长春中科南环环境科技有限公司	法定代表人变更	完成
北京国环环境技术有限公司	项目建设环评中心	法定代表人变更、住所变更、机构名称变更	完成
中环保(北京)环境保护有限公司	中环环境综合部	法定代表人变更、住所变更、机构名称变更	完成
北京中环博海环境资源科技有限公司	中国环境科学研究院环境影响评价中心	法定代表人变更、住所变更、机构名称变更	完成

资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司在 2016 年获得环评甲级资质, 是湖南唯一一家具备环评甲级资质的民营企业, 当前环评范围包括冶金机电、建材火电类甲级, 采掘、交通运输、社会服务乙级, 一般项目环评类别。随着环评改革的推进, 特别是环评资质要求的提高以及价格管制的放开两项措施的逐步实施将大幅压缩小规模环评企业的生存空间, 预计未来两到三年将会有大批量的环评企业达不到相关要求而消失或者被吞并, 而对于永清环保这种规模较大的甲级资质环评企业是重大利好, 有望在未来风云变幻的市场中更多受益。

图 11: 2011-2015 年公司环评业务营收及毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 10: 环评收费价格管制放开

项目投资额	0.3 亿元以下	0.3-2 亿元	2-10 亿元	10-50 亿元	50-100 亿元	100 亿元以上
编制环境影响报告书 (含大纲)	5.6	6.15	15.35	35.75	75-110	110
编制环境影响报告表	1.2	2.4	4.7	7 以上		
评估环境影响报告书 (含大纲)	0.8-1.5	1.5-3	3.7	7.9	9-13	13 以上
评估环境影响报告表	0.5-0.8	0.8-1.5	1.5-2	2 以上		

资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 12: 永清环保环评甲级资质证书



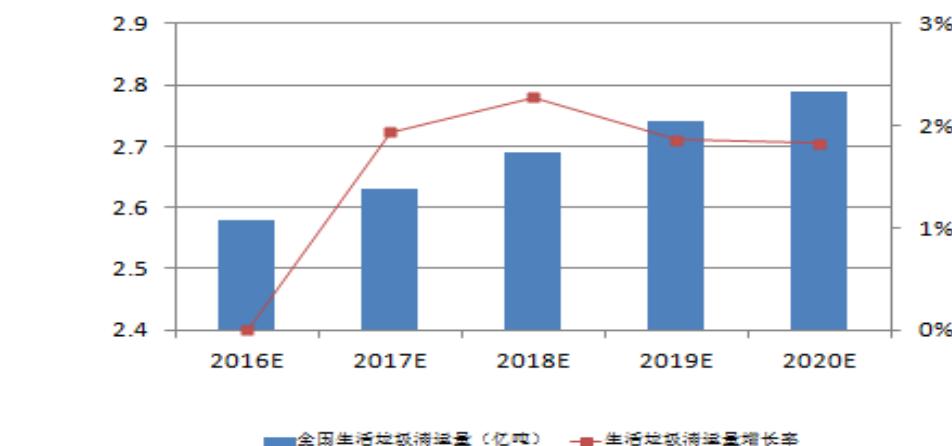
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

### 2.3.2 垃圾焚烧发电未来规划规模 1 万吨/日

《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划(征求意见稿)》发布, 文件提出到 2020 年底, 全国城镇新增生活垃圾无害化处理设施能力 49 万吨/日, 全国城镇生活垃圾焚烧处理设施能力占无害化处理总能力的 50% 以上。截至 2015 年全国城

市生活垃圾无害化处理能力达到 75.8 万吨/日，垃圾焚烧处理能力 23.2 万吨/日，而规划“十三五”期间新增生活垃圾无害化处理能力 49 万吨/日、焚烧占比 50%以上，意味着新增无害化处理产能中 80%都为垃圾焚烧项目，生活垃圾焚烧方向受益明显。

图 13: 2016-2020 年全国垃圾清运量预测



资料来源：公司公告，人社部，东兴证券研究所

当前公司在垃圾处理领域已经建立从源头收集到终端处理的全流程一条龙垃圾管理服务体系，全面掌握了垃圾焚烧发电领域的核心技术。新余垃圾发电厂以及衡阳垃圾发电厂 BOT 项目的成功落地标志着公司在垃圾发电领域的布局进入收获期，经验和技术积累迈上新台阶，此外公司持股 10% 的长沙垃圾焚烧项目预计于 2017 年初投运，多个项目的运营将为公司未来带来持续稳健的收益。公司垃圾焚烧发电领域的愿景是在三到五年内处理规模达到 1 万吨/日，在行业内具有一定影响力，同时为公司发展贡献稳定利润。

表 8: 公司在手垃圾焚烧项目

项目	产能 (吨/日)	公司持股比例	补贴价 (元/吨)
新余	600	100%	69.5
衡阳	1500	100%	50/78
长沙	5100	10%	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.3.3 进军光热发电、风电领域

国家《十三五规划纲要》提出，推动能源结构优化升级；继续推进风电、光伏发电发展，积极支持光热发电。完善风能、太阳能、生物质发电扶持政策。基于对未来清洁

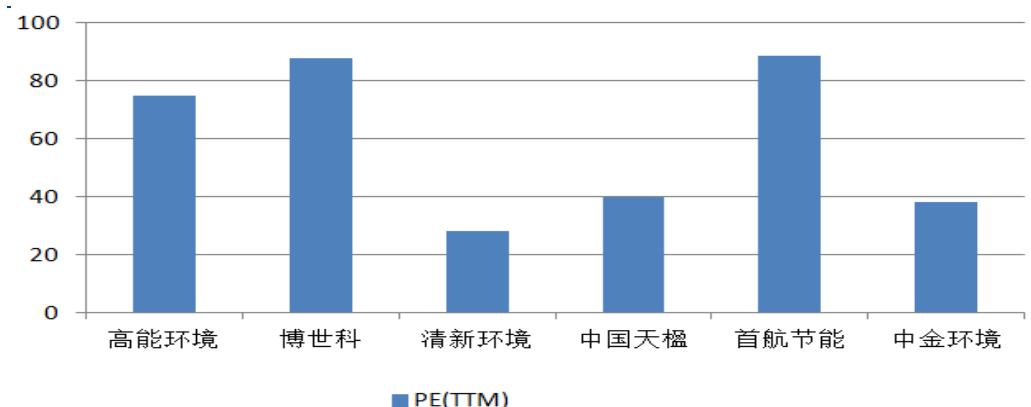
能源市场的长期看好, 2015 年下半年, 公司与深圳爱能森合作新设控股子公司永清爱能森新能源工程技术有限公司, 涉足光热、光伏等新能源电站的开发、投资、建设以及运营业务。一年多的时间里, 公司陆续取得《达茂旗 100MW 风力项目成套设备采购和技术服务合同》等重大业务订单, 项目合同累积金额超过 7 亿元, 公司布局清洁能源市场取得了初步成效。未来公司也将继续发挥在节能环保综合性开发领域的品牌优势和资金实力, 推动在光热电站等清洁能源电站领域的拓展, 创造更多的利润增长点。

### 3. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016-2018 年主营收入分别为 15.11 亿、21.06 亿和 29.03 亿元, 归母净利润分别为 1.50 亿、2.24 亿和 3.11 亿元, 对应 EPS 分别为 0.23 元、0.35 元和 0.48 元, 对应 PE 分别为 55 倍、36 倍和 26 倍。

公司大气治理业务将在未来提供稳定增长, 同时土壤修复业务发展势头迅猛, 有望助力公司业绩大幅提升。通过将公司 2017 年预测净利润拆分, 我们得到烟气治理板块预测净利润为 1 亿元, 土壤修复板块预测净利润 0.67 亿元, 环评咨询板块预测净利润 0.22 亿元, 新能源发电板块预测净利润 0.34 亿元。对比可比公司估值水平后, 我们给予烟气治理板块 20 倍估值、土壤修复板块 60 倍估值、环评咨询板块 40 倍估值、新能源发电板块 60 倍估值, 得到对应目标价 14 元, 综合估值 40 倍, 给予公司“推荐”评级。

图 14: 可比公司估值水平分析 (截止 2016/12/31)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 4. 风险提示

土壤修复行业发展速度不及预期。

表 9: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1140	1530	2637	3192	4042	<b>营业收入</b>	901	773	1511	2106	2903
货币资金	389	748	1269	1303	1451	<b>营业成本</b>	753	594	1188	1637	2246
应收账款	255	338	538	750	1034	营业税金及附加	13	12	21	29	41
其他应收款	16	32	63	88	121	营业费用	25	22	42	59	85
预付款项	3	2	4	5	7	管理费用	50	56	91	126	174
存货	358	286	553	762	1046	财务费用	-7	-6	1	1	1
其他流动资产	0	24	24	24	24	资产减值损失	6.59	3.17	3.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	417	781	579	535	490	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	27	27	27	27	投资净收益	0.00	18.03	0.20	0.20	0.20
固定资产	138.60	110.18	427.60	385.31	343.02	<b>营业利润</b>	61	111	165	251	353
无形资产	14	24	22	20	18	营业外收入	3.35	17.60	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	191	151	0	0	0	营业外支出	0.03	0.03	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	1557	2311	3217	3727	4532	<b>利润总额</b>	64	129	174	260	362
<b>流动负债合计</b>	647	798	1088	1397	1923	所得税	10	18	24	36	51
短期借款	0	0	0	0	108	<b>净利润</b>	54	110	150	224	311
应付账款	351	499	651	897	1231	少数股东损益	0	-3	0	0	0
预收款项	27	3	-57	-141	-257	归属母公司净利润	55	113	150	224	311
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	74	135	211	296	398
<b>非流动负债合计</b>	0	181	181	181	181	<b>EPS (元)</b>	0.27	0.55	0.23	0.35	0.48
长期借款	0	170	170	170	170	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	647	978	1269	1578	2103	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5	10	10	10	10	营业收入增长	40.87%	-14.18%	95.39%	39.38%	37.82%
实收资本(或股)	200	216	648	648	648	营业利润增长	0.74%	81.86%	48.52%	52.19%	40.63%
资本公积	466	815	815	815	815	归属于母公司净利润	32.45%	49.48%	32.45%	49.48%	39.23%
未分配利润	206	296	371	483	638	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	905	1322	1934	2136	2416	毛利率 (%)	16.42%	23.24%	21.36%	22.29%	22.63%
<b>负债和所有者权</b>	1557	2311	3217	3727	4532	净利率 (%)	6.04%	14.24%	9.90%	10.61%	10.72%
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润 (%)</b>	3.51%	4.89%	4.65%	6.00%	6.87%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE (%)</b>	6.04%	8.54%	7.73%	10.47%	12.88%
<b>经营活动现金流</b>	117	15	-98	60	76	<b>偿债能力</b>					
净利润	54	110	150	224	311	资产负债率 (%)	42%	42%	39%	42%	43%
折旧摊销	20.55	30.89	0.00	42.29	42.29	流动比率	1.76	1.92	2.42	2.28	2.10
财务费用	-7	-6	1	1	1	速动比率	1.21	1.56	1.92	1.74	1.56
应收账款减少	0	0	-201	-212	-284	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-60	-84	-116	总资产周转率	0.61	0.40	0.55	0.61	0.70
<b>投资活动现金流</b>	-162	-197	154	-3	-3	应收账款周转率	5	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.77	1.82	2.63	2.72	2.73
长期股权投资减	0	0	6	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	0	18	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.55	0.23	0.35	0.48
<b>筹资活动现金流</b>	0	529	465	-23	75	每股净现金流(最新)	-0.23	1.61	0.80	0.05	0.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.52	6.12	2.99	3.30	3.73
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	16	432	0	0	P/E	53.04	26.04	62.02	41.49	29.80
资本公积增加	0	349	0	0	0	P/B	3.17	2.34	4.79	4.34	3.84
<b>现金净增加额</b>	-46	347	521	34	149	EV/EBITDA	33.40	18.55	38.82	27.47	20.34

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

### 刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

### 于洋

香港大学工学硕士，4年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

## 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。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 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：

看好评好：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。