

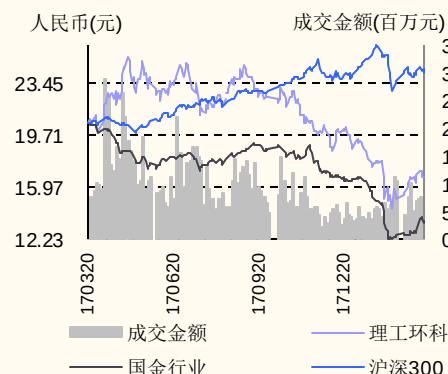
理工环科 (002322.SZ) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 16.74 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	286.21
总市值 (百万元)	6,663.09
年内股价最高最低 (元)	25.35/14.45
沪深 300 指数	4056.42
深证成指	11051.12

**软件龙头转型综合服务商，受益政策支持推进****公司基本情况 (人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.265	0.379	0.671	0.852	1.008
每股净资产 (元)	7.04	7.41	8.07	8.92	9.92
每股经营性现金流 (元)	0.38	-0.03	0.22	0.68	0.97
市盈率 (倍)	95.20	63.03	24.94	19.64	16.61
行业优化市盈率 (倍)	33.92	33.92	33.92	33.92	33.92
净利润增长率 (%)	75.22%	40.84%	75.82%	27.01%	18.24%
净资产收益率 (%)	3.77%	5.11%	8.24%	9.48%	10.08%
总股本 (百万股)	406.38	401.32	398.03	398.03	398.03

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司业务以“环保+能源”展开，是新型环保平台公司。**公司 2015 年前主营电力高压设备在线监测设备销售和服务，而后收购“江西博微”（电力造价软件系统）、“尚洋环科”（环境监测）和湖南碧蓝（土壤修复），成为新型环境数据服务平台及环保业务综合服务商。17 年 9 月中民投进入后将助力公司凭借信息化的优势，通过外延并购完善环保产业链布局。2017 年实现营收 8.31 亿元 (+20.9%)；归母净利 2.70 亿元 (+77.8%)，增长主因环境保护监测业务和电力信息化软件业务收入增长及合并子公司湖南碧蓝环科所致。
- **国内环境监测领先公司，独创“政府采购环监数据服务”模式。**公司主打水质监测和大气监测，子公司尚洋环科为细分市场地表水在线自动监测领域市场龙头，市场占有率超过 30%。“政府采购环境监测数据服务”模式大单密集落地，16、17 年连续接手台州、绍兴、河南、江阴水质监测数据服务项目。目前公司“政府采购环境监测数据服务”模式运营站点数量超过 372 个（台州 150 个，绍兴 96 个，河南 61 个，江阴 65 个），未来监测因子及站点数提升将提高公司及市场空间。同时在“河长制”及官员考核实行“量化考核、量化追责”的背景下，“政府采购服务”模式有望实现快速复制。公司长期规划投资建设 1 万个以上各类监测站，同时依托智能运维监管平台实现各类监测的全覆盖。
- **电网独家软件造价商，“营改增”集中换版、移动端产品带来营收新亮点。**电力企业信息化进入快速成长期，子公司博微新技术核心造价产品已树立品牌影响力，目前是唯—获国家电力定额总站统一授权的造价软件公司，市场占有率 85% 以上。受益于“营改增”带来的更新换代需求，公司 2017H1 电力造价软件实现营收 1.65 亿元（同增 113.94%），占比 51%。同时，公司顺应配电网信息化趋势，大力推广配网 APP 业务，为业绩持续增长提供充足动力。

投资建议与估值

- 考虑到公司在环保领域布局及博微稳健增长提供的安全边际，我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 0.67、0.85、1.01，对应 PE 为 25、20、17 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险

- 电力监测行业的市场风险、并购标的业绩不达预期、商誉减值风险。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610) 6621 6815
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
(8621) 60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

内容目录

环境监测为切口，尚洋环科自动领域拔得头筹	3
大单密集落地，中标江阴项目，“政府采购数据服务”强劲发力	3
公司并购扩张整合能力强，新老业务协同性高	3
近三年收入随业务拓展回升，扣非净利翻三番	4
公司整体毛利率随业务领域拓展大幅提升	5
软件为主业，外延并购环境监测、土壤修复产业线	6
软件业务：江西博微电力工程造价软件垄断龙头，政策利好促进新突破	6
环境监测业务：环保严查，政策面利好，业绩稳定增长可期	7
土壤治理空间广阔，湖南碧蓝出成长可期	11
投资建议与估值	11
风险提示	12

图表目录

图表 1：公司在手“政府采购环境监测数据服务”	3
图表 2：公司近五年收入随业务拓展增长稳健	5
图表 3：近 5 年公司扣非归母净利润	5
图表 4：各业务毛利占比 2016 (%)	5
图表 5：各业务毛利占比 2017H1 (%)	5
图表 6：公司整体毛利率业务拓展后稳步上升 (%)	6
图表 7：公司主营业务毛利率变化 (%)	6
图表 8：软件毛利率保持高水准，营收占比涨势迅猛 (%)	7
图表 9：同类公司软件业务毛利率对比 (%)	7
图表 10：近年环境监测重要法规、政策文件	8
图表 11：全国 2013-2015 年环境监测点位变化情况	9
图表 12：公司主营业务收入预测（单位：百万元）	12

环境监测为切口，尚洋环科自动领域拔得头筹

- 尚洋环科环境打造监测行业新龙头，独创“台州模式”受高度认可。子公司尚洋环科在细分市场地表水在线自动监测领域市场占有率拔得头筹。公司独创的“政府采购环境监测数据服务”（即“台州模式”）由公司提供投资、设计、建设、运行和维护的一站式服务，以有偿的方式向政府提供环境监测数据，具有省心、省力、省事、省钱、项目建设快的“四省一快”五大优势，获得地方政府高度认可。该模式采用可移动式站房、标准化生产、整体运输、一体化吊装、一站式服务、规模化运营、智能化运维，为客户创造不可低估的价值。自 16 年台州“五水共治”项目后，“台州模式”发力强劲，以全新采购模式接连接单，成功推广“台州模式”，进一步拓宽环境监测领域。

大单密集落地，中标江阴项目，“政府采购数据服务”强劲发力

- 公司 16-17 年已获超过 4 个特有“台州模式”订单，继续拿单可期。公司公告在手“台州模式”项目：1) 台州“五水共治”交界断面水质自动监测数据采购项目，涵括 100 个点位氨氮、总磷、高锰酸盐指数 7 年的有效数据，总金额约 1.01 亿元，年均合同 1436 万元。2) 绍兴市环境保护局地表水自动监测站点建设及运维项目，项目采购绍兴全市 96 个点位氨氮、总磷、高锰酸盐指数、常规五参数（水温、pH、电导率、溶解氧、浊度）7 年的有效数据。合同期满后，站房及仪器设备等固定资产免费赠予业主。本项目金额为 1.1 亿元（第 1 年合同金额 1920 万元，第 2 年到第 7 年年均合同金额 1437 万元）。3) 河南省省控淮河流域、长江流域、丹江口库区及上游 61 个省控地表水责任目标断面水质自动站 2017 年-2021 年运维权（含 3 个重金属自动站）。尚洋环科与省环境监测中心统一签订 5 年运维权合同，分年度签订运维合同。中标金额 952 万元，2017 年运维金额为 952 万元。4) 江阴市水质考核断面自动监测采购数据服务及数据第三方质控服务采购项目，采购全市 65 个点位氨氮、总磷、总氮、高锰酸盐指数 8 年的有效数据。项目金额 7738 万元。

图表 1：公司在手“政府采购环境监测数据服务”

	台州“五水共治”交界断面水质自动监测数据采购项目	绍兴市环境保护局地表水自动监测站点建设及运维项目	河南省省级地表水责任目标断面水质直管站运维项目	江阴市水质考核断面自动监测采购数据服务及数据第三方质控服务采购项目
签订时间	2016 年	2017 年	2017 年	2017 年
地点	台州市市控交接断面	绍兴市	淮河流域、长江流域、丹江口库区及上游	江阴市
监测点位	100	96	61 (含 3 个重金属自动站)	65
监测因子	氨氮、总磷、高锰酸盐指数	氨氮、总磷、高锰酸盐指数、常规五参数（水温、pH、电导率、溶解氧、浊度）	-	氨氮、总磷、总氮、高锰酸盐
周期	7 年	7 年	5 年 (分年度签订运维合同)	8 年
合同金额	中标金额 1.01 亿元，年均合同金额 1436 万元	项目金额为 10,542.72 万元（第 1 年合同金额 1920 万元，第 2 年到第 7 年年均合同金额 1437.12 万元）	5 年运维权合同累计金额约为 4,760 万元。2017 年运维金额为 952 万元	合同总金额 7738 万，折合单个站点年营运收入为 14.88 万

来源：公司官网、国金证券研究所

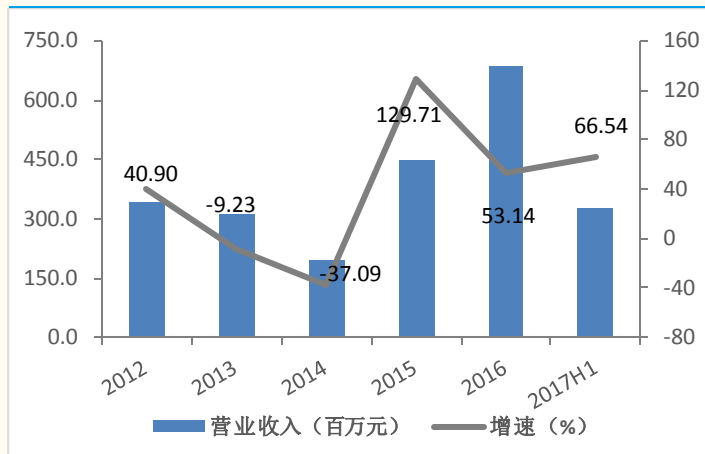
公司并购扩张整合能力强，新老业务协同性高

- **公司于 2009 年上市，传统业务为输电与控制设备。**在 2013 年由于国家电网启动变电设备检修设备提质工作而暂停监测产品的招投标，公司遭遇电力监测业务滑铁卢，此后公司积极进行新领域拓展，先后进入软件、环保监测、土壤修复等市场，自 2015 年起先后并购尚洋环科、江西博微新技术、湖南碧蓝环保科技，从而进入电力软件、环境在线（水质和大气）监测、土壤修复行业。尚洋环科、江西博微、湖南碧蓝均给出承诺业绩，公司借此继续拓宽业务领域、扩大环保业务规模，形成“能源+环保”两大业务板块。**环境监测、电力软件等业务均与公司传统业务有一定技术、客户相通性，业务协同效应强。**
- **输电与控制设备：**是公司初始主营业务，产品主要应用于电力行业。由于 13 年国网暂停在线监测产品招投标，14、15 年公司业绩处于低谷。公司是国内最早专业从事电力高压设备在线监测产品研发、设计、生产及销售的企业，先后承担并完成多项国家级火炬计划项目、科技部中小企业创新基金项目、信息产业部电子发展基金项目等国家级项目，以及宁波市科研攻关项目和博士基金项目等课题，取得发明专利 1 项、实用新型专利 3 项，并有 9 项计算机软件著作权获得了软件产品认定。目前受整体行业影响，电力业绩仍有下滑。但长期来看，在国家推行“智能电网”的背景下，电力监测设备有望先行，国网和南方电网已有所行动但尚未放量，预计未来公司传统业务有望触底回升。
- **电力软件：**2014 年 12 月以 12.6 亿元收购江西博微，开拓电力软件业务。期望借助江西博微的稳定盈利能力，降低公司单一传统主业的经营风险。博微新技术公司深耕行业 16 年，主要面向两大电网公司、五大发电集团、两大辅业集团及其下属的各级发电企业、电网建设管理单位、设计单位、施工单位和咨询单位等，主要产品为电力工程造价工具软件，定制化软件开发和技术服务和智能化工程三部分。江西博微承诺业绩为 2015-2017 年 1.08 亿元、1.30 亿元、1.56 亿元，同比增速 20%。2017H1 已实现净利 1.02 亿元，全年大概率可超额完成业绩对赌。
- **环境监测：**2014 年 12 月以 4.5 亿元收购北京尚洋环科，跨入环境在线监测行业。尚洋环科主营水质在线自动监测系统，以及部分大气监测系统，主要客户为各级政府环保部门，提供系统集成、软件开发、监测站运营维护三种具体服务模式。尚洋环科承诺业绩为 2015-2017 年 3800 万元、4680 万元(+23.16%)、6000 万元(+28.21%)，并对超额利润给予超出部分的 50%奖励给经营团队。
- **土壤修复：**2016 年 9 月以 3.6 亿元收购湖南碧蓝。湖南碧蓝环境：主营重金属及有机物等污染土壤修复。湖南碧蓝环境专业从事重金属及有机物等污染的土壤修复服务，可提供一站式环境修复服务，涵盖场地调查、技术咨询、方案设计、工程施工、系统运行、后续维护等。碧蓝环境承诺 2016-2019 年净利润不低于 3280、4198、5374、6879 万元，年复合增长率不低于 28%。

近三年收入随业务拓展回升，扣非净利翻三番

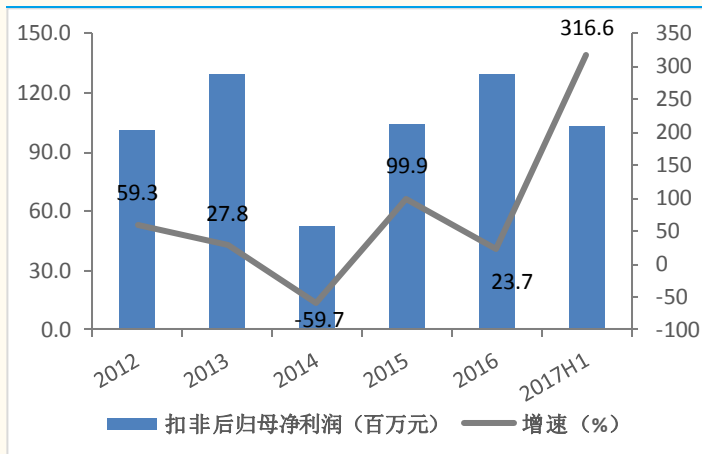
- **公司营业收入、扣非净利随业务拓展快速回升。**2017 年实现营收 8.31 亿元(+20.9%)；归母净利 2.70 亿元(+77.8%)，增长主因环境保护监测业务和电力信息化软件业务收入增长及合并子公司湖南碧蓝环科所致。

图表 2：公司近五年收入随业务拓展增长稳健



来源：公司公告、国金证券研究所

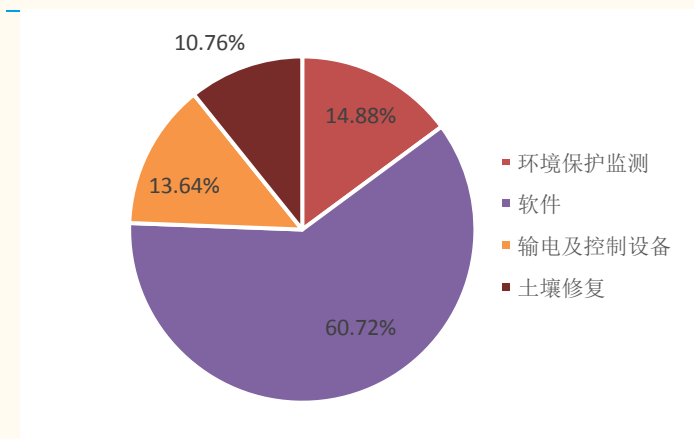
图表 3：近 5 年公司扣非归母净利润



来源：公司公告、国金证券研究所

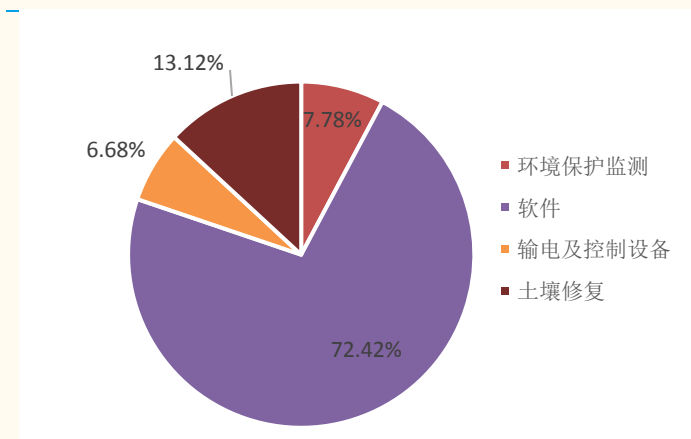
- **软件及土壤修复毛利占比提升，环境保护监测及传统主营业务缩水。**公司主营业务有：软件、环境保护监测、土壤修复、输电及控制设备。17 年上半年，1) 主营软件增长迅速，营收实现 1.66 亿元 (+83.66%)，营收占比达 51.1% (16 年 46.34%)，毛利占比高达 72.4% (16 年为 60.7%)，主要因为博微软件集中换版致业务收入大幅增长+配电网工程计价类软件销售超过预期；2) 土壤修复，由于 2016 年 11 月新并表湖南碧蓝，16 年迅速占领营收 19.68%，占领毛利 10.76%，17H1 毛利占比更是提升至 13.12%；3) 因季节性因素及博微软件业务快速提升，环境保护监测毛利有所降低，17H1 为 7.78%，16 年为 14.88%。4) 输电及控制设备实现营收 4428 万元 (-15.53%)，毛利占比也缩水一半，17H1 为 6.68%，16 年为 13.64%。

图表 4：各业务毛利占比 2016 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：各业务毛利占比 2017H1 (%)

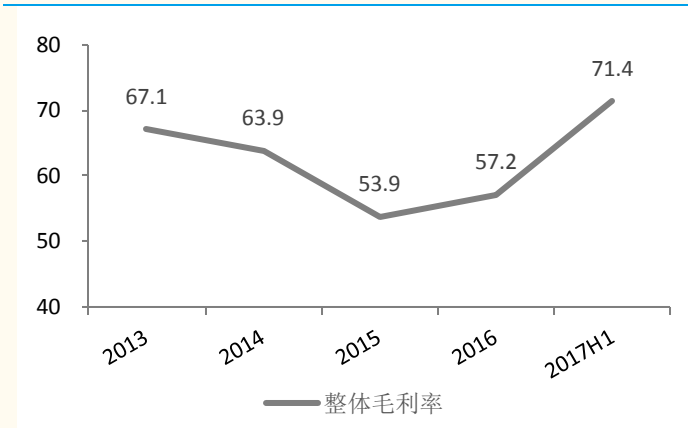


来源：公司公告、国金证券研究所

公司整体毛利率随业务领域拓展大幅提升

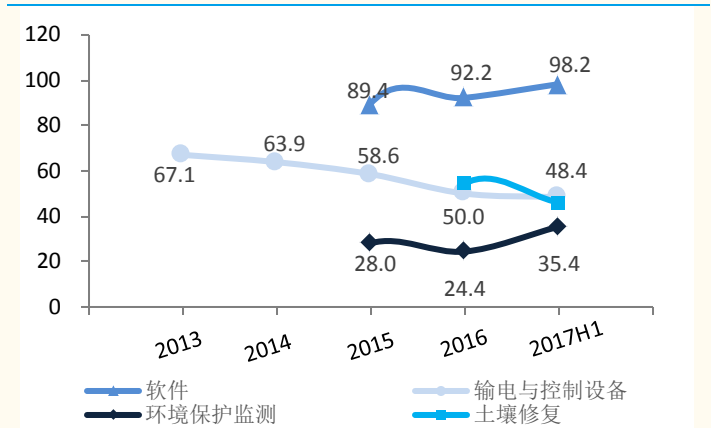
- **整体毛利率随业务拓展步伐大幅提升，主要依赖于软件业务高毛利优势。**公司凭借强大的技术优势，整体毛利率不断提高，2016 年达 57.2%，2017H1 达 70%；分业务来看，软件业务领域壁垒较高，因而毛利率最高，2016 年达到 92.2%，2017H1 达 98.2%，同时占比提升的情况下也带动整体毛利率上升。环境监测业务毛利也有显著提升，2016 年 24.4%，2017H1 达 35.4%，此类业务由于元器件依赖于进口因此成本高企，毛利率相对较低，未来随着公司在监测设备制造的技术或者并购上有所突破将有望提升此类业务毛利率，进一步夯实整体盈利能力；输电与控制设备毛利受整体行业影响，缓步下滑，由 2015 年的 58.6%下滑至 16 年 50%和 17 年 H1 的 48.4%；土壤修复业务毛利率较为稳定，16 年为 54.3%，2017H1 为 46.1%。公司整体毛利有赖于软件业务的超高毛利整体保持高水平状态。

图表 6：公司整体毛利率业务拓展后稳步上升（%）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：公司主营业务毛利率变化（%）



来源：公司公告、国金证券研究所

软件为主业，外延并购环境监测、土壤修复产业线

软件业务：江西博微电力工程造价软件垄断龙头，政策利好促进新突破

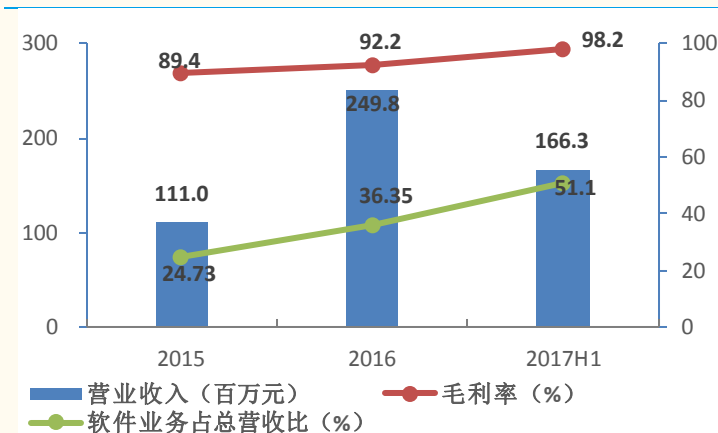
■ 博微新技术占据龙头地位，定制软件与服务构建市场垄断

- 政策利好，改革推进。**软件与信息技术服务业属于国家鼓励发展的战略性、基础性和先导性支柱产业，国务院发布的《关于鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》在投融资政策、税收政策、收入分配政策、人才政策、知识产权保护等方面对我国软件行业的发展起到了巨大的推动作用，为行业发展建立了良好的政策环境。博微新技术自设立以来一直从事电力工程建设信息化业务，长期受益于电力体制改革顺利向前推进、电力行业基建投资稳定增长、电力企业管理信息化水平不断提高的良好外部环境，实现了持续、快速发展。
- 核心造价软件销量大幅增长，占据细分行业龙头地位。**全资子公司江西博微原来主营电力工程造价工具软件，是该细分领域的绝对龙头。收购后博微新技术传统造价产品持续发力，近年开始定制化软件与服务业务，电力工程造价系列软件实现放量式增长：电力企业信息化进入快速成长期，博微新技术核心造价产品在行业内的品牌影响力已树立，目前是唯一获得国家电力定额总站统一授权的造价软件公司，几乎处于垄断地位，市场占有率 85% 以上。理工环科于 2015 年收购江西博微新技术，博微新技术承诺业绩为 2015/2016/2017 归母净利润不低于 1.08/1.30/1.56 亿元，2016 博微超额 10% 完成业绩。2017H1 已实现净利 1.02 亿元，全年大概率可超额完成业绩对赌。
- 政策导向下的产品升级换代工作快速开展。**《电力工程计价依据营业税改征增值税估价表》于 2017 年 1 月 1 日发文执行，博微新技术随后快速推动各省软件升级换代工作，核心造价产品销量大幅增长。同时，清单模式向 35kV 工程普及、配网清单模式应用省份进一步扩展，博微新技术核心造价产品使用群体扩大至县级单位，用户规模扩大直接推动市场增量。
- “营改增”集中换版带来营收新亮点，配电网信息化领域实现新业务突破。**“营改增”促进电力信息化业务增长。受益于“营改增”带来的更新换代需求，公司上半年电力造价软件业务实现营收 1.65 亿元，同比增长 113.94%，占比 51%。同时博微新技术深度挖掘市场，不断孵化和推出新产品，业务触角涉及工程现场管理、勘测、配网巡检等业务领域，博微新技术产品业绩和项目业绩突破新高；随着电网建设投资中心向配电网侧转移，博微新技术加快配网业务布局，配网 APP 新业务全面拓展，一方面借助国家电网公司大范围启动配电网工程项目需求编制工作，博微新技术在各省积极响应，投入核心研发、市场及服

务团队，快速抢占市场，直接实现 10 省份全面推广应用、销售收入逾千万的优良业绩；另一方面，配网 APP 直接带动配网设计软件销售，配网设计软件产品销售同比增速强劲；此外，博微新技术打通从设计到造价的全业务管理模式，直接催生工程现场管理、勘测、配网巡检等信息化项目平台的诞生，为博微新技术带来可观的项目收益。

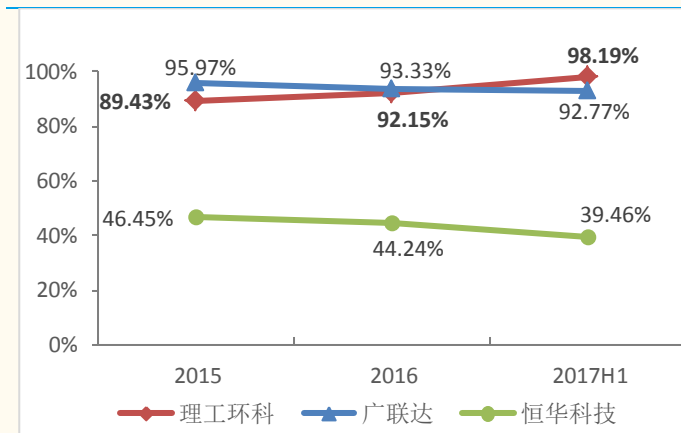
- **与同类公司相比，博微新技术毛利率高水准+稳健增长。**主营软件业务的上市公司中广联达核心竞争力是面向建筑产业信息化领域的专业应用，公司产品从单一的预算软件扩展到工程造价、工程施工、工程信息、国际化、产业金融等多个业务板块，2017 上半年总营收 9 亿元，同比增长 15.13%，是中国建筑产业信息化卓越品牌；同经营电力软件的恒华科技主要提供软硬件销售、软件服务和技术服务，同样提供定制化服务，是全国首家配售电全产业链供应商。收购后，公司软件业务毛利保持在 94%左右且不断攀升，体现公司强大的竞争优势。与广联达与恒华科技相比，博微新技术毛利处于高水准并能保持稳定增长，优势显著。

图表 8：软件毛利率保持高水准，营收占比涨势迅猛（%）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：同类公司软件业务毛利率对比（%）



来源：公司公告、国金证券研究所

环境监测业务：环保严查，政策面利好，业绩稳定增长可期

■ 本届政府高度重视环保，环保垂直改革推动监测行业

- **环保垂改稳步推进。**2016 年 9 月，中央办公厅、国务院办公厅印发《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》，目前环保垂改试点工作已取得明显进展。其中，河北、重庆一马当先，已经基本完成体制调整；江苏、山东、湖北、江西正在推行改革实施；青海、上海、福建正在备案中；天津、广东、陕西等省份垂改方案正在省级审批过程中，垂改试点工作进展良好。国务院要求在 2018 年 6 月底前完成全国省以下环境保护管理体制调整工作，确保“十三五”时期全面完成环保机构监测监察执法垂直管理制度改革任务，到 2020 年全国省以下环保部门按照新制度高效运行。环保垂改收权，减少了地方性行政干预，提升环境监测的重要性，利好监测行业。
- **环保税开征标志着环保行业进入强监管时代。**环保税于 2018 年正式开征，“费改税”大大提高了执法刚性，从而缓解了过去征收排污费时地方政府姑息污染企业，干预排污费征收的情况。环保税计税依据的确定按照自动监测数据、手工监测数据、排污系数和物料衡算，及抽样测算的方法和顺序计算，第三方自动监测数据成为首选监测方式，此外，环保税也更加强调排污企业的主体责任，从而大大拓展了未来环境监测的市场空间。

■ 政策不断加码，环境治理监测先行

- **环保部要求做好国家地表水环境质量监测事权上收工作。**2018 年 7 月底前，完成 2050 个考核断面水站建设工作，统一委托第三方机构负责

运维。另外大气方面，2016 年底，大气 1436 个国控点已实现全部上收；6 家企业获城市站运维资格并完成运维工作交接。监测是环保行业的基础，国家上收监测权，更体现出国家对环保的重视。地表水监测事权上收厘清了中央和地方事权，有助于化解不当行政干预。

- **大气方面，《京津冀大气综合治理方案》**要求完善空气质量监测网络，烟气排放自动监控全覆盖，10 月底前，政府端“2+26”城市 327 个区县全部建成包含六项参数的空气质量自动监测站点；企业端，电力、钢铁、焦化、水泥、玻璃、有色、砖瓦企业和燃煤锅炉均安装自动监控设施，且两者都要与各级污染源自动监控管理系统联网。

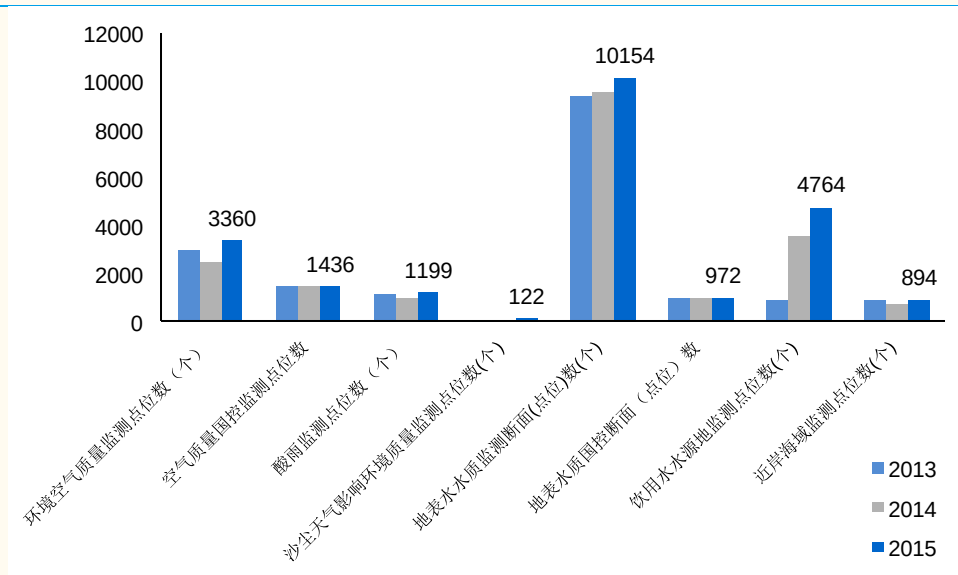
图表 10：近年环境监测重要法规、政策文件

时间	部门	文件	主要内容
2013 年 9 月	国务院	《大气污染防治行动计划》（“气十条”）	大力推进生态文明建设，坚持政府调控与市场调节相结合、全面推进与重点突破相配合、区域协作与属地管理相协调、总量减排与质量改善同步
2014 年 4 月	全国人大常委会	《环保法修订案》（“新环保法”）	作为新世纪环境保护工作的纲领性文件，“《新环保法》”突出强调政府监督管理责任， 要求建立健全环境监测制度 ，完善跨行政区污染防治制度，推动重点污染物总量控制。
2015 年 2 月	中央政治局常委会	《水污染防治行动计划》（“水十条”）	提出到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。
2015 年 5 月	国务院	《关于加快推进生态文明建设的意见》	推动技术创新和结构调整，提高发展质量和效益；加大自然生态系统和环境保护力度，切实改善生态环境质量；健全生态文明制度体系； 加强生态文明建设统计监测和执法监督
2015 年 8 月	国务院	《生态环境监测网络建设方案》	方案提出 到 2020 年我国建立全国统一的实时在线环境监测系统 ，实现生态环境质量、重大污染源、生态状况监测监控全覆盖。
2016 年 1 月	发改委	“互联网”+绿色生态三年行动实施方案	建成大数据应用平台；完善污染物及信息发布；实现生态环境综合决策科学化。
2016 年 5 月 28 日	国务院	《土壤污染防治行动计划》（“土十条”）	包括划定重金属严重污染的区域、投入治理资金的数量、治理的具体措施等多项内容。同时作为土壤管理和综合防治的一个重要规划，将会制定治理我国土壤污染具体“时间表”。
2017 年 8 月	工信部	《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》	环境监测专用仪器仪表为重点环保装备 。重点研发污染源水质聚类分析、水质毒性监测，石化、化工园区大气污染多参数连续监测与预警，应急环境监测等技术装备。重点推广污染物现场快速监测、挥发性有机物、氨、重金属、二氧化硫（SO ₂ ）等多参数多污染物连续监测，车载、机载和星载等区域化、网格化环境监测技术装备，农田土壤重金属和持久性有机污染物快速监测、诊断等技术装备。
2017 年 9 月	环保部	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	建设完善空气质量监测网络体系：加快区县监测网络建设 。2017 年 10 月底前，“2+26”城市所有 327 个区县全部建成包含二氧化硫（SO ₂ ）、二氧化氮（NO ₂ ）、可吸入颗粒物（PM ₁₀ ）、PM _{2.5} 、一氧化碳（CO）、臭氧（O ₃ ）六项参数在内的空气质量自动监测站点，实时对外发布信息，所有站点原始监测数据实时上传中国环境监测总站，上传率达到 90%以上； 2017 年 10 月底前，除国控站以外的监测站点，全部上收到省级环境监测部门。
2017 年 9 月	国务院	《关于深化环境监测改革提高环境监测数据质量的意见》	到 2020 年，通过深化改革，全面建立环境监测数据质量保障责任体系，健全环境监测质量管理体系 ，建立环境监测数据弄虚作假防范和惩治机制，确保环境监测机构和人员独立公正开展工作，确保环境监测数据全面、准确、客观、真实。

来源：环保部、国金证券研究所

- **环保垂直改革释放监测行业空间达 300 亿，其中大气、水质监测 130 亿。**环境监测可粗略分为环境空气质量监测与污染源监测两大块：环境空气质量监测又分为水（地表水、地下水）、大气质量监测（国控点、省控点、农村站）、土壤质量监测；污染源监测主要包括废气监测（CEMS、VOCs）与污水排放监测（市政污水、工业污水）。
 - **环境空气质量监测端：**我国已经形成一定规模由国控、省级、市级多级别覆盖全国地表水水质、地下水水质、饮用水源地、酸雨、近岸水域、空气及沙尘天气的环境空气质量监测网络。1) **大气质量监测：**截至 2014 年底，全国 338 个地级以上城市共建成 1436 个国家城市环境空气自动监测站，监测项目包括颗粒物（PM10、PM2.5）、臭氧（O3）和常规气态污染物（SO2、NO2、CO）三类 6 项指标，大气监测存在站点下沉、更新换代及第三方运维需求。我们测算，十三五期间站点新增 2000 个，新增空间 20 亿；大气质量监测网 2011 年左右逐步建成，按 7-8 年的设备生命周期计算，十三五期间更新替换需求约 10 亿。2) **水环境质量监测：**2016 年 3 月《“十三五”国家地表水环境质量监测网设置方案》，国控地表水监测点位将由 972 个增加至 2767 个，是“十二五”期间的近 3 倍。2017 年 9 月环保部更新数据，国家地表水环境监测网共设置国控断面（点位）2767 个，其中实施自动监测的点位为 310 个，占比为 11%。另外环保部要求加快推进水质自动站建设，逐步建立以自动监测为主、手工监测为辅的监测模式，并分两个阶段推进国家地表水环境质量监测事权上收。其中第一阶段采取采测分离模式，对于水样中的氨氮、总磷、总氮、铜、锌等物质含量需作出标准检测。第二阶段要求 2018 年 7 月底前，完成 2050 个考核断面水站建设工作，统一委托第三方机构负责运维，覆盖全国十大流域 1366 条河流和 139 座重要湖库。这两个阶段监测工作的开展均对仪器设备有着大量需求，根据目前国家站的建设投资估算，总金额约 50 亿元。此外我们认为，水质监测方面站点下沉是趋势，即国控、省控站下沉，密度增加，实施网格化监测。另外除地表水外，近海、湖泊、地下水、农村污染源在线监测市场空间较大，但是推进还需时间。整体上“十三五”期间水质监测空间约 100 亿。3) **土壤质量监测：**截至目前，环保部已完成 2 万个左右基础点位布设，覆盖我国 99% 的县市区、98% 的土壤类型和 88% 的粮食主产区，已初步建成国家土壤环境监测网。到 2020 年底前，将实现布设点位覆盖所有县市区。

图表 11：全国 2013-2015 年环境监测点位变化情况



来源：环境统计公报、国金证券研究所

- **污染源监测端：**环保督察的周期化、常态化将促使所有污染源企业和各类工业园区加大环保设备投入，根据统计数据，国家级工业园超 400 个，约 70% 以上已安装在线监控装置，但仍有少数地方进展缓慢，如云南、甘肃、新疆、青海等地；而完成率超过 50% 的地区如湖南、湖北、江西、安徽、贵州等地，因工业集聚区绝对数量仍较多，因而任务仍艰巨；河北省虽然要求 16 年底完成，近 14% 的未安装自动在线监控装置。因而整体来看，新增监测设备需求将大力提升。另外环保垂直化管理及环保税征收的大背景下，污染源监测还有增量空间。
- **尚洋环科在细分行业地表水在线自动监测领域市场占有率领先。**全资子公司尚洋环科目前是国内领先的水质自动在线监测系统整体解决方案供应商，为细分市场地表水在线自动监测领域绝对龙头公司。内部业务来看，公司主要提供水质和大气自动在线监测系统整体解决方案。针对国内环境质量监测信息化、网络化的发展特点，公司开发了尚洋环境质量自动监控网络集成平台（SYSTEKEQMS 系统），可实现地表水质、空气质量、环境噪声以及便携仪器、移动监测车的数据采集、网络传输、数据接入、业务应用、信息共享与发布等。平台功能对省级、地市级和县级等不同层面环境管理与监测业务具有普遍适应性，并具有搭建快速、性能稳定、功能完善、扩展灵活、维护方便等优点，可以大幅提高环境管理部门信息化建设能力。公司在浙江（60%）、四川（近 100%）、河南（80%）、重庆（近 100%）及江苏、北京等地占据较大市场份额。
- **“政府采购环境监测数据服务”模式四省一快，受地方政府高度认可。**公司在 2016 年 3 月中标台州市“五水共治”监测数据采购项目中独创的“政府采购环境监测数据服务”模式具有省心、省力、省事、省钱、项目建设快的优势，获得地方政府高度认可。“台州模式”创新地将传统的“设备销售模式+运维服务招投标”模式变为“政府采购环境监测数据服务”模式。“台州模式”大大降低了投资成本（只需政府提供“三通一平”活动板房无需拆迁）和建设周期（台州项目工期仅 3 个月，较传统模式 1-4 年的建设周期大幅减少）。
- **“河长制”推行叠加浙江“五水共治”东风，“台州模式”有望快速复制。**2016 年 12 月，中国中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于全面推行河长制的意见》。“河长制”要求强化监督，严格考核，将地方政府承担的水环境污染防治责任落实到位。在“河长制”推行及官员考核实行“量化考核、量化追责”的背景下，“政府采购环境监测数据服务”模式有望实现快速复制，在省内省外获取更高市场份额。此外，2013 年底提出的浙江省“五水共治”蓝图进展良好。“五水共治”全面推进治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水，明确三年（2014-2016 年）要解决突出问题，明显见效；五年（2014-2018 年）要基本解决问题，全面改观；七年（2014-2020 年）要基本不出问题，实现质变。2015 年，浙江开始实施劣 V 类水质断面消减计划，2017 年底全省 11 个设区市已全部完成剿灭劣 V 类水验收工作，至此浙江省提前三年完成全国“水十条”任务，省控断面Ⅲ类及以上水质超八成。“五水共治”获得政府大力支持，投资力度空前，近三年治水重点项目投资已达 2300 多亿元。环境治理，监测先行，公司先后中标台州市“五水共治”监测数据采购项目（规划 600 个站点，公司中标一期 100 个，后期跟标）以及绍兴等项目。“五水共治”东风有助于“台州模式”在浙江省内外迅速复制。
- **中标江阴市水质考核项目，“台州模式”稳步推进。**17 年 10 月公司中标江阴市水质考核断面监测采购数据服务及数据第三方指控服务采购项目，负责江阴市 65 个点位四因子监测数据，合同金额 7738 万元，折合单个站点年营收 14.88 万元。项目受益于公司独创“政府采购环境监测数据服务”模式。16 年政府以全新模式向第三方采购台州市 100 个点位氨氮、总磷、高锰酸盐指数 7 年的有效数据，公司中标收益。后续“台州模式”持续强劲发力，大单密集落地。16、17 年公司公告连续中标绍兴市、河南省、江阴市水质监测采购数据服务项目。四地项目监测因子、运营期、运营单价略有差别，其中河南项目运营期最短（5 年），绍兴项目运营单价最高

(15.69 万/年)，目前公司在手订单总运营站点数量超过 372 个（台州 150 个，绍兴 96 个，河南 61 个，江阴 65 个）。

- **中标杭州市乡镇街道空气自动站项目，“台州模式”向大气领域拓展。**2017 年 11 月公司中标杭州市乡镇街道空气自动站数据购买服务项目，合同金额 4520 万元，共负责余杭富阳 44 个乡镇街道空气自动站 7 年的建设、运营和维护，监测项目为颗粒物 PM2.5、O₃、气象六参数。此项目为台州模式在大气监测领域的重要应用，也标志着公司在大气监测领域迈出坚实的一步，对公司“水气土齐飞”的实现有重要意义。“台州模式”既有横向拓展性——地域间的可复制性，亦有纵向拓展性——从水质监测向大气监测等领域拓展，发展潜力仍大，公司在水质+大气双轮驱动下，发展空间有望迅速打开。

土壤治理空间广阔，湖南碧蓝出成长可期

- **土壤治理市场快速增长，湖南碧蓝区域优势明显。**2016 年 5 月，国务院印发《土壤污染防治行动计划》，要求 2017 年底前完成全国土壤环境质量国控监测点位设置，到 2020 年，全国受污染耕地安全利用率分达 90%以上，污染地块安全利用率达 90%以上；2017 年 6 月，《中华人民共和国土壤污染防治法（草案）》公布，随着政策的落实和法律的出台，土地修复市场快速增长。公司是湖南省土壤修复与重金属治理市场领域的主要环保企业之一，在湖南省环保市场具有一定的市场影响。湖南省是重金属污染大省，《湘江流域重金属污染治理实施方案》是国务院批准的首个重金属污染治理试点方案，其中涉及的土壤修复投资规模或达 200 亿元。湖南土壤修复市场，是公司可持续发展的坚强后盾。
- **在手项目密集，项目稳步推进。**公司 17 年上半年新增 2 个土壤治理项目，1 个水处理项目，5 个项目顺利完工，3 个项目平稳推进，于 17 年 2 月依托上市公司联合中国电建签订《湘潭市竹埠港滨江商务区基础设施项目合作框架协议》，6 年总投资规模 50 亿元，其中前 3 年投入 20 亿元主要进行土壤、场地修复及综合治理。另外 16 年碧蓝净利润超出承诺业绩 39%。
- **巩固土壤修复业务同时积极拓展板块领域。**公司走与科研院校联合开发及自主创新相结合的道路，尤其是在重金属治理稳定化技术方面达到国内领先水平，并在国家“十二五”期间湘江流域重金属污染治理多个项目中具体实施与运用，所承接建设施工的重金属污染治理项目数量及合同总金额在省内同行业环保企业中名列前茅。碧蓝环科将紧抓时代脉搏，继续做大做强土壤治理业务，同时向黑臭河整治、海绵城市建设等方向拓展。

投资建议与估值

- 考虑到公司在环保领域布局及博微稳健增长提供的安全边际，我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 0.67、0.85、1.01，对应 PE 为 25、20、17 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 12：公司主营业务收入预测（单位：百万元）

板块	项目	2016	2017E	2018E	2019E
总体	营业收入	687.3	830.4	979.1	1147.0
	增长率	53.14%	20.83%	17.91%	17.15%
	毛利润率	55.99%	64.09%	55.99%	55.99%
电力造价软件	营业收入	231.6	393.7	503.9	604.7
	增长率	130.23%	70.00%	28.00%	20.00%
	毛利润率	97.56%	98.80%	98.30%	98.00%
土壤修复	营业收入	75.2	90.2	106.4	127.7
	增长率	-	20.00%	18.00%	20.00%
	毛利润率	54.22%	50.00%	50.00%	50.00%
电力在线监测系统	营业收入	91.3	54.8	43.8	43.8
	增长率	-13.63%	-40.00%	-20.00%	0.00%
	毛利润率	50.90%	49.00%	49.00%	48.80%
水质监测设备	营业收入	201.3	221.4	254.6	300.5
	增长率	20.02%	10.00%	15.00%	18.00%
	毛利润率	15.30%	19.00%	18.80%	18.70%
其他主营业务	营业收入	73.8	59.1	59.1	59.1
	增长率	36.49%	-20.00%	0.00%	0.00%
	毛利润率	46.97%	40.00%	39.00%	38.00%
其他业务	营业收入	14.1	11.3	11.3	11.3
	增长率	-31.73%	-20.00%	0.00%	0.00%
	毛利润率	43.96%	50.00%	50.00%	50.00%

来源：公司财报、国金证券研究所

风险提示

- **电力监测行业的市场风险：**传统主业在线监测招投标虽有所企稳，但若后续产品研发实力弱，及存量变电站改造进度低于预期，将影响此块业务的长期发展。
- **并购标的业绩不达预期、商誉减值风险：**1) 尚洋环科此前已连续两年不达承诺业绩。15 年承诺业绩 3800 万，仅完成 3125 万；16 年承诺业绩 4680 万，仅完成 3575 万)。17 年虽然拿单加快，但或因开工及结算周期问题导致尚洋环科业绩不达预期。2) 湖南碧蓝所涉及的土法政策落地低于预期，加之土壤修复前期投入较大而后期回报率较低，整体上仍面临业绩不达预期风险。因而公司也将存在大额商誉减值集中计提的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	195	449	687	830	979	1,147
增长率		129.7%	53.1%	20.8%	17.9%	17.1%
主营业务成本	-74	-216	-302	-298	-333	-385
%销售收入	37.7%	48.0%	44.0%	35.9%	34.0%	33.6%
毛利	122	233	385	532	647	762
%销售收入	62.3%	52.0%	56.0%	64.1%	66.0%	66.4%
营业税金及附加	-3	-5	-8	-10	-12	-14
%销售收入	1.5%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-39	-52	-78	-86	-103	-122
%销售收入	19.8%	11.6%	11.3%	10.3%	10.5%	10.6%
管理费用	-65	-93	-159	-166	-196	-229
%销售收入	33.4%	20.6%	23.1%	20.0%	20.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	15	84	140	271	336	397
%销售收入	7.7%	18.6%	20.3%	32.6%	34.3%	34.6%
财务费用	28	20	18	10	14	21
%销售收入	-14.4%	-4.4%	-2.6%	-1.2%	-1.4%	-1.8%
资产减值损失	0	-10	-48	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-4	2	-4	2	2
%税前利润	0.0%	n.a	1.0%	n.a	0.5%	0.3%
营业利润	43	89	111	273	352	419
营业利润率	22.2%	19.9%	16.2%	32.9%	35.9%	36.5%
营业外收支	22	36	56	23	25	27
税前利润	65	125	168	296	377	446
利润率	33.3%	27.8%	24.4%	35.7%	38.5%	38.9%
所得税	-5	-19	-17	-31	-39	-46
所得税率	7.2%	15.0%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
净利润	60	106	150	265	337	399
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	62	108	152	267	339	401
净利率	31.5%	24.0%	22.1%	32.2%	34.6%	35.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60	106	150	265	337	399
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2	-2
非现金支出	20	36	82	36	39	47
非经营收益	0	4	-5	-18	-27	-30
营运资金变动	85	9	-237	-195	-78	-28
经营活动现金净流	165	155	-10	88	272	388
资本开支	-7	-4	-7	-22	-35	-53
投资	-8	-239	-378	0	0	0
其他	-180	-91	169	-4	2	2
投资活动现金净流	-195	-333	-217	-26	-33	-51
股权募资	4	404	1	0	0	0
债权募资	0	0	45	-53	0	-50
其他	-28	-99	-54	-2	0	1
筹资活动现金净流	-24	305	-9	-54	0	-49
现金净流量	-54	127	-236	8	239	288

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	739	977	549	557	796	1,084
应收账款	214	333	428	442	508	592
存货	57	214	193	245	292	339
其他流动资产	13	13	17	150	144	160
流动资产	1,023	1,536	1,187	1,394	1,740	2,174
%总资产	77.5%	47.1%	36.4%	40.1%	45.2%	50.4%
长期投资	30	35	70	69	69	69
固定资产	194	236	262	281	303	338
%总资产	14.7%	7.2%	8.0%	8.1%	7.9%	7.8%
无形资产	70	1,450	1,736	1,730	1,730	1,729
非流动资产	297	1,726	2,074	2,086	2,108	2,142
%总资产	22.5%	52.9%	63.6%	59.9%	54.8%	49.6%
资产总计	1,320	3,262	3,261	3,481	3,848	4,317
短期借款	0	0	53	0	0	0
应付款项	28	338	166	165	183	210
其他流动负债	37	60	67	74	86	179
流动负债	65	397	286	240	269	389
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	1	1	1	1	-49
负债	81	398	287	241	270	340
普通股股东权益	1,234	2,861	2,973	3,240	3,579	3,980
少数股东权益	5	3	2	0	-2	-4
负债股东权益合计	1,320	3,262	3,261	3,481	3,848	4,317

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	N/A	0.671	0.852	1.008
每股净资产	4.369	7.040	7.408	8.073	8.919	9.918
每股经营现金净流	0.584	0.382	-0.025	0.220	0.677	0.967
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.99%	3.77%	5.11%	8.24%	9.48%	10.08%
总资产收益率	4.66%	3.31%	4.66%	7.67%	8.82%	9.29%
投入资本收益率	1.13%	2.48%	4.13%	7.48%	8.42%	9.07%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	129.71%	53.14%	20.83%	17.91%	17.15%
EBIT 增长率	N/A	454.94%	66.97%	93.81%	24.22%	18.19%
净利润增长率	N/A	75.22%	40.84%	75.82%	27.01%	18.24%
总资产增长率	2.10%	147.10%	-0.03%	6.72%	10.56%	12.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	403.6	184.8	163.5	165.0	160.0	159.0
存货周转天数	297.8	229.1	245.3	300.0	320.0	321.0
应付账款周转天数	136.4	60.6	88.9	104.0	100.0	98.0
固定资产周转天数	361.6	191.7	139.3	123.4	113.0	107.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-59.61%	-34.10%	-16.69%	-17.19%	-22.24%	-28.50%
EBIT 利息保障倍数	-0.5	-4.2	-7.7	-26.4	-24.0	-19.3
资产负债率	6.14%	12.21%	8.79%	6.91%	7.03%	7.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	0	3	4	6	13
	0	3	4	4	16
	0	0	0	0	2
	0	0	0	0	0
	0.00	1.50	1.50	1.40	1.65

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH