

2011年02月21日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 33.60 - 39.20 元

## 立足于湖南的大气治理新锐

——永清股份(300187)新股研究

### 核心观点

#### 询价结论:

预计公司 2010-2012 年营业收入 2.8、5.4、9.2 亿元, 每股收益 0.66、1.12、1.90 元。公司属于公用事业中的环保行业, 申万环保行业 2010、2011 年预测市盈率分别为 44、34 倍。在可比公司的选取中, 由于公司的业务包括脱硫脱硝、环境咨询、余热发电等, 我们选择九龙电力、龙净环保、凯迪电力、易世达、三维丝、科林环保 6 家公司, 以上 5 家可比公司的 2010、2011 年平均估值水平 56、41 倍, 由于公司脱硫脱硝业务面临的市场竞争较为激烈, 给予公司 2011 年 30-35 倍市盈率, 对应估值区间为 33.60-39.20 元。

#### 主要依据:

公司是为高污染、高耗能工业企业提供烟气排放综合解决方案的环保工程公司, 主要业涵盖减排和节能两大领域。

**公司具有技术优势。**公司共有 12 项已经授权的专利(其中 3 项已经收到授权通知书, 但尚未拿到专利权证书)和 5 项专利申请权。

**公司具有业务创新优势。**在业务模式上: 公司作为环保工程总承包服务提供商, 主要为客户提供最具核心价值和技术含量的设计和工程统筹服务, 具体服务模式为 EPC 工程总承包。在为客户工程提供系统建设期服务之外, 公司还积极向两端延伸服务链条, 拓展增值空间, 向下开展涵盖系统运营期服务的 EPC+C 模式, 向上开展涵盖融资服务的 BOT、EMC 等模式的服务。

**公司具有品牌优势。**公司成立以来快速发展, 已在业内积累了相当的品牌优势。脱硫效果显著、荣誉突出。公司成立以来完成的华电石门电厂烟气脱硫工程、湖南华银株洲火力发电公司烟气脱硫工程等总承包项目, 先后荣获国家重点环境保护实用技术示范工程、湖南省优秀工程设计奖等荣誉。

#### 财务数据与估值

	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	254.35	280.00	540.00	920.00
同比增速(%)	26.31%	10.09%	92.86%	70.37%
净利润(百万)	35.34	44.18	74.69	127.15
同比增速(%)	68.25%	25.01%	69.05%	70.24%
EPS(元)	0.71	0.66	1.12	1.90

#### 基础数据

总股本(万股)	5008.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	2.54
每股净资产(元)	2.06
建议询价区间(元)	33.60-39.20

研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940510120003

联系人: 鲁儒敏

电话: 010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 1、本次发行一般情况

**表 1: 本次发行基本情况**

公司名称	湖南永清环保股份有限公司
公司简称	永清股份
发行地	深圳
发行日期	2011 年 2 月 25 日
申购代码	300187
发行股数(万股)	1670
发行方式	网下询价, 上网定价
发行后总股本(万股)	6678
每股盈利(2009 年)	0.65
发行后全面摊薄每股收益(2009 年)	0.49
发行前每股净资产(元)	2.26

数据来源: 招股意向书、国都证券研究所

## 2、公司基本情况

公司是为高污染、高耗能工业企业提供烟气排放综合解决方案的环保工程公司, 主要业涵盖减排和节能两大领域: 减排方面, 公司成立以来即开始从事大气污染防治工程的总承包服务, 主要面向火电、钢铁、有色、造纸等高污染行业, 提供烟气处理系统解决方案, 涉及业务内容以脱硫为主, 同时向脱硝、除尘领域拓展。节能方面, 公司面向造纸、钢铁等高耗能行业, 提供热电联产、余热发电等环保热电方面的总承包和设计服务。公司不断拓展业务领域, 顺应国际环保产业的发展潮流, 大力开展环境影响评价、环境规划等环境咨询业务, 正在向综合型环保公司方向发展。公司是典型的技术型轻资产公司, 形成了以研发设计为核心的竞争力, 在环保工程领域开展业务的模式主要包括总承包建设、托管运营和 BOT 等模式。

## 3、公司竞争优势

(1) 公司具有技术领先优势。在脱硫技术领先性方面, 公司掌握的石灰石——石膏湿法烟气脱硫技术在应用于火电燃煤机组的过程中, 对技术细节理解透彻, 对系统设计、物料衡算和热平衡计算等方面把握准确, 烟气脱硫系统投运后运行稳定, 脱硫效率实际运行指标优于设计指标, 当烟气量和含硫量在正负百分之二十范围内变化时, 系统都能保持很好的适应性。从已投运的二十多台套火电机组脱硫工程运行指标来看, 脱硫效率和投运率 100% 满足合同要求。在钢铁烧结脱硫领域, 公司钢铁烧结烟气脱硫采用石灰石——石膏湿法空塔喷淋技术。经过公司再创新后的石灰石——石膏湿法, 在装置的脱硫效率、实际运行的稳定性、建造成本和运行成本方面具有显著优势。在有色行业脱硫领域, 公司在国内首家将钠碱法烟气脱硫实现工程应用, 相关技术(一种循环吸收废气中二氧化硫制取无水亚硫酸钠的方法)已经获得国家发明专利。公司共有 12 项已经授权的专利(其中 3 项已经收到授权通知书, 但尚未拿到专利权证书)和 5 项专利申请权。这 17 项专利涵盖领域包括公司目前的主要业务: 火电脱硫、钢铁烧结脱硫、有色脱硫、火电脱硝、环保热电等, 均具备技术领先性并直接应用于公司的工程实践中, 并能对公司未来的发展起到持续支撑作用。

(2) 业务创新优势。在业务模式上: 公司作为环保工程总承包服务提供商, 区别于环保设备提供商和环保设施建安服务提供商, 主要为客户提供最具核心价值和技术含量的设计和工程统筹服务, 具体服务模式为 EPC 工程总承包。在为客户工程提供系统建设期服务之外, 公司还积极向两端延伸服务链条, 拓展增值空间, 向下开展

涵盖系统运营期服务的 EPC+C 模式，向上开展涵盖融资服务的 BOT、EMC 等模式的服务。

(3) 品牌优势。公司成立以来快速发展，已在业内积累了相当的品牌优势。脱硫效果显著、荣誉突出。公司成立以来，一直遵循做精品工程的理念，完成的工程项目不仅合格率达到 100%，而且主要运行指标均好于技术协议约定的标准，受到了业主的高度评价和同行的认可。公司成立以来完成的华电石门电厂烟气脱硫工程、湖南华银株洲火力发电公司烟气脱硫工程等总承包项目，先后荣获国家重点环境保护实用技术示范工程、湖南省优秀工程设计奖等荣誉。火电脱硫之外，公司率先在钢铁烧结脱硫领域进行技术准备并取得了丰富的技术成果。依托自主研发的石灰石—石膏湿法空塔喷淋技术，公司在湘钢先后开展了两台 360m<sup>2</sup> 烧结机烟气脱硫工程并取得了满意的投运业绩，是国内最早实施脱硫工程的大面积烧结机之一，效率、稳定性和成本指标均表现优异，受到了业主的高度评价。

#### 4、募集资金投向

表 2: 公司本次募集资金投向的项目

序号	项目名称	投资额	备案	环评
1	研发中心建设项目	5,958	湘发改环【2010】467号	湘环评表【2010】154号
2	补充公司总承包业务流动资金项目	12,000	-	-
3	其他与主营业务相关营运资金项目	-	-	-

数据来源：招股意向书、国都证券研究所

#### 5、盈利预测

表 3: 盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	172	201	254	280	540	920
减：营业成本	131	157	188	200	395	672
营业税金及附加	5	3	4	5	10	18
营业费用	6	5	4	7	13	23
管理费用	7	12	20	17	33	56
财务费用	2	0	1	-1	0	2
资产减值损失	-1	1	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	21	24	38	52	88	150
加：其他非经营损益	0	1	3	0	0	0
利润总额	21	25	41	52	88	150
减：所得税	3	4	6	8	13	22
净利润	18	21	35	44	75	127
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	18	21	35	44	75	127
每股收益	0.36	0.42	0.71	0.66	1.12	1.90

数据来源：招股意向书、国都证券研究所

## 6、估值定价及申购建议

公司属于公用事业中的环保行业，申万环保行业 2010、2011 年预测市盈率分别为 44、34 倍。在可比公司的选取中，由于公司的业务包括脱硫脱硝、环境咨询、余热发电等，我们选择九龙电力、龙净环保、凯迪电力、易世达、三维丝、科林环保 6 家公司，以上 5 家可比公司的 2010、2011 年平均估值水平 56、41 倍，由于公司脱硫脱硝业务面临的市场竞争较为激烈，给予公司 2011 年 30-35 倍市盈率，对应估值区间为 33.60-39.20 元。

**表 4：可比公司估值表**

证券代码	证券简称	预测市盈率 2010PE	预测市盈率 2011PE
600292.SH	九龙电力	98	54
600388.SH	龙净环保	27	24
000939.SZ	凯迪电力	24	22
300125.SZ	易世达	64	47
300056.SZ	三维丝	53	35
002499.SZ	科林环保	73	62
均值		56	41

数据来源：Wind 资讯

## 7、风险提示

### （1）市场对 BOT 等全寿命周期服务模式认知度不够

目前烟气脱硫行业的发展正在向全寿命周期服务模式演进。这种变化不仅是国际行业发展的主流趋势，也是我国脱硫行业保证工程质量和水平、进一步增加行业利润空间的发展内在要求。由于我国接触以 EPC+C、BOT、EMC 等代表的全寿命周期服务模式较晚，这些模式在我国的市场认知度还不够，因此部分地影响了该种模式在国内的快速发展。

### （2）环保产业的政策依赖性

环境保护具有投入较大、社会效益往往大于经济效益的特性，决定了环保产业的发展对政策的依赖性较强。尽管国家采取了对污染企业收取排污费和生态环境管理费、对利用“三废”企业提供各种财税优惠政策、对新建项目实行“三同时”制度等一系列措施，但由于一些地方采取以罚代治和一些企业对环保重要性认识不足，造成环保投入不足，在一定程度上限制了对环保设施的需求。因此，环保市场的发展速度与国家制定的环保标准以及政策执行的力度密切相关。

### （3）公司资本规模有待提升

公司目前的竞争劣势主要为资本规模劣势，资本实力不强且融资渠道单一，仅仅依靠留存收益和银行贷款融资，已经很难满足公司快速增长的需要，从而导致公司经营扩张缓慢。为把握市场机遇，迅速巩固并提升公司的市场竞争力和市场地位，实现企业的战略发展目标，公司需要大量资本，急需拓展直接融资渠道，优化财务结构，增加工程的并行能力、不断提高公司市场占有率以及市场竞争力。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			