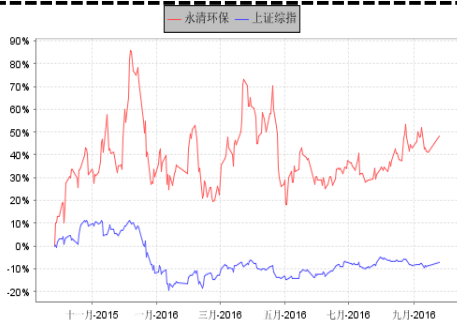


公司深度报告
永清环保 (300187)
环保工程及服务Ⅲ
全产业链布局，有望实现持续高增长
报告日期: 2016-10-11
评级: 谨慎推荐
 上次评级: 谨慎推荐

合理估值: 13.73-15.44
 上次预测: 13.73-15.44

当前价格 (元)	15.43
52 周价格区间 (元)	12.29-58.05
总市值 (百万)	9992.54
流通市值 (百万)	9144.77
总股本 (万股)	64760.49
流通股 (万股)	59266.16
公司网址	www.yonker.com.cn

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
永清环保	0.52	10.77	48.36
上证综指	-1.00	2.01	-4.24

财富证券研究发展中心
邹建军
 0731-84403452
 zoujj@cfzq.com
 S0530511020006

相关研究报告:

 《公司研究*永清环保 (300187) 调研点评: 短期看超净排放, 长期看土壤修复与环评》
 2016-09-04

《公司研究*永清环保 (300187) 调研点评: 静待土壤修复市场爆发》 2016-05-03

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	773.32	1580.11	2020.53
净利润 (百万元)	112.94	163.17	222.26
每股收益 (元)	0.17	0.25	0.34
每股净资产 (元)	2.03	2.28	2.63
市盈率	90.76	61.72	45.38
P/B	7.60	6.77	5.87

资料来源: 财富证券

投资要点

- 环保全产业链领先者, 2016 年上半年业绩将近翻番。**公司是环保产业综合服务商, 业务包括大气治理、土壤污染修复、环评咨询、新能源发电等。2016 年上半年公司实现营收 6.43 亿元, 同比增长 82.31%, 归母净利润 5722.14 万元, 同比增长 81.37%, 主要得益于烟气超净排放业务快速增长以及新增新能源业务。
- 预计大气治理业务近两年将保持高速增长, 未来重点布局土壤修复和环评业务。**公司烟气超净排放业务在 16 年全面爆发, 目前在手订单达 10 亿元, 远超去年 3.6 亿元。未来公司将重点布局土壤修复业务和环评业务, 土壤修复方面公司拥有“离子矿化稳定化技术”可以处理重金属污染; 并于去年收购美国 IST50% 股权, 完善了公司在有机物污染方面的技术, 公司已组建起一只国内土壤修复领域内的顶尖团队。环评业务, 根据国家规定, “红顶中介”将于 2016 年底彻底脱钩, 届时其占有的 50% 以上市场份额也将进入市场竞争, 利于民营环评企业发展。公司于今年八月获得环评甲级资质, 期待公司前端环评咨询业务与后端治理业务之间的协同效应。
- 垃圾发电迎来收获期, 清洁能源发电 EPC 业务发展迅速。**公司垃圾发电业务迎来收获期, 上半年新余 600 吨/日、衡阳一期 1000 吨/日的项目已于 8 月份开始正式运营, 未来垃圾发电将为公司带来持续稳定的收益。清洁能源发电领域, 公司与深圳爱能森成立永清爱能森合资公司, 主要承接新能源 EPC 工程建设, 公司相继获得 7540 万元怀化光伏项目、7.3 亿元达茂旗 100MW 风力项目订单, 新能源业务已成为公司新的利润增长点。
- 盈利预测与投资评级。**预计公司 2016/2017 年营业收入分别为 15.80/20.21 亿元, 净利润分别为 1.63/2.22 亿元, 对应 EPS 0.25/0.34 元。给予公司 2017 年 40-45 倍 PE, 合理估值区间为 13.73-15.44 元。目前公司股价 15.43 元, 处于合理价值区间内, 考虑公司业绩存在超预期的可能, 我们维持对公司“谨慎推荐”评级。

目 录

一、 公司是环保产业综合服务商.....	- 4 -
二、 土壤修复板块：“土十条”出台，土壤修复龙头呼之欲出.....	- 6 -
2.1 土十条如期而至，土壤修复万亿市场逐渐启动.....	- 6 -
2.2 收购美国 IST，技术与产业化优势并在.....	- 11 -
2.3 立足湖南辐射全国，公司区域优势明显.....	- 14 -
2.4 先发优势明显，屡获土壤修复大单.....	- 15 -
三、 环评板块：获环评甲级资质，期待“环评+治理”协同效应.....	- 16 -
3.1“红顶中介”加速退出，50%市场份额让位民营企业.....	- 16 -
3.2 获得环评甲级资格证，协同效应凸显.....	- 17 -
四、 大气板块：超净排放增长迅猛、首次进军 VOCs 治理.....	- 18 -
4.1 超净排放短期看火电，长期看中小锅炉等非电领域.....	- 18 -
4.2 进军 VOCs 治理市场，喜获首个订单.....	- 20 -
五、 清洁能源业务及其他看点.....	- 22 -
5.1 垃圾发电项目逐渐落地，迎来收获期.....	- 22 -
5.2 十三五期间清洁能源发电有望迎来快速发展期，成立深圳爱能森屡获大单.....	- 23 -
5.3 股权激励到位，高解锁条件彰显信心.....	- 24 -
5.4 成立并购基金，内生外延协同发展.....	- 24 -
六、 盈利预测与投资评级.....	- 24 -
6.1 盈利预测.....	- 24 -
6.2 投资评级.....	- 24 -
七、 主要风险提示.....	- 25 -

图表目录

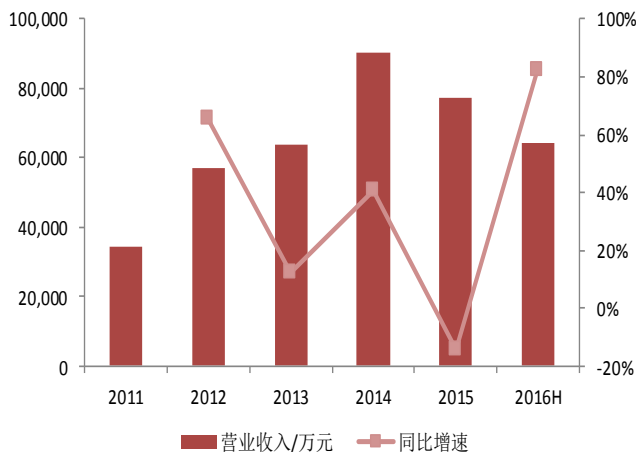
图表 1: 近年来公司营业收入及增速.....	- 4 -
图表 2: 近年来公司归母净利润及增速.....	- 4 -
图表 3: 近五年年公司产品收入占比情况.....	- 5 -
图表 4: 近五年年公司区域收入占比情况.....	- 5 -
图表 5: 2015 年公司产品收入占比情况.....	- 5 -
图表 6: 2015 年公司区域收入占比情况.....	- 5 -
图表 7: 公司股权结构.....	- 6 -
图表 8: 不同类型土地污染情况.....	- 6 -
图表 9: 典型地块及其周边土壤污染状况.....	- 6 -
图表 10: 污染类型以无机型为主.....	- 7 -
图表 11: 土壤污染风险源核密度示意图.....	- 7 -
图表 12: 近年来我国土壤污染事件频出.....	- 7 -
图表 13: “土十条”规定的工作目标、主要指标等.....	- 8 -
图表 14: 土十条对污染责任主体、修复规划等做的规定.....	- 8 -
图表 15: 近年来土壤修复的主要政策.....	- 9 -
图表 16: 土壤修复耕地市场达 1.4 万亿.....	- 10 -
图表 17: 我国土壤修复行业主要公司.....	- 10 -
图表 18: 土壤修复工程流程图.....	- 12 -
图表 19: 土壤修复技术大类介绍.....	- 12 -
图表 20: 土壤修复技术细节介绍.....	- 13 -
图表 21: IST 独有的土壤修度技术.....	- 13 -
图表 22: 湖南省是重点土壤修复区域.....	- 14 -
图表 23: 湖南省重金属污染场地土壤修复总量标准 (mg/kg).....	- 15 -
图表 24: 公司 2016 年中标的土壤修复项目.....	- 15 -
图表 25: 2015 年环评企业集中度.....	- 16 -
图表 26: 2015 年环评企业市场份额占比.....	- 16 -
图表 27: 环评脱钩政策背景.....	- 17 -
图表 28: 今年以来公司频频中标环评项目.....	- 18 -
图表 29: 超低排放标准一览.....	- 19 -
图表 30: 公司上半年屡获大气订单.....	- 19 -
图表 31: 主要行业主要大气污染物排放指标.....	- 20 -
图表 32: 部分地方 VOCs 治理政策.....	- 21 -
图表 33: 我国垃圾处理方式及所占比例.....	- 22 -
图表 34: 我国垃圾焚烧发电处理能力.....	- 22 -
图表 35: 公司垃圾发电项目.....	- 23 -
图表 36: “十三五”太阳能发电主要指标.....	- 23 -

一、公司是环保产业综合服务商

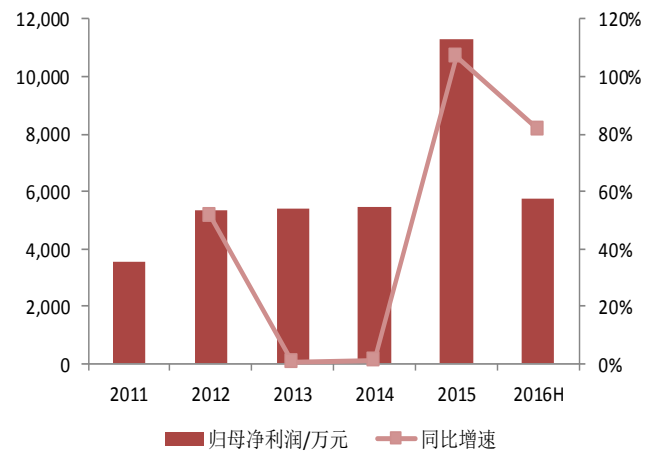
公司成立于2004年，是环保行业综合服务商，也是湖南省唯一一家A股上市环保企业。目前公司已形成集研发、咨询、设计、制造、工程总承包、营运、投融资为一体的完整的环保产业链，从事的主要业务包括大气治理、土壤污染修复（含药剂销售）、新能源发电（包括垃圾发电和光热发电等）、环评咨询服务等业务。公司多次荣获“全国环保优秀品牌企业”、“全国环境综合服务竞争力领先企业”、“全国大气污染减排突出贡献企业”、国内环保行业唯一“中国最佳创新公司50强”等荣誉。

营业收入及净利增速：公司2011年至2015年营业收入CAGR为22.5%，归母净利润增速CAGR为33.6%，整体而言，实现较快增长。2016年上半年，公司营业收入6.43亿元，同比增长82%，归母净利润5722.1万元，同比增长81.4%，主要由于公司大气超净排放增速较快及新增新能源业务所致。

图表1：近年来公司营业收入及增速



图表2：近年来公司归母净利润及增速



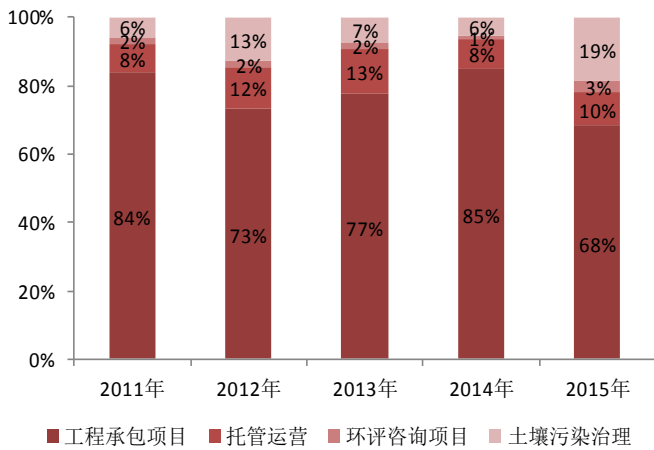
资料来源：Wind, 财富证券

资料来源：Wind, 财富证券

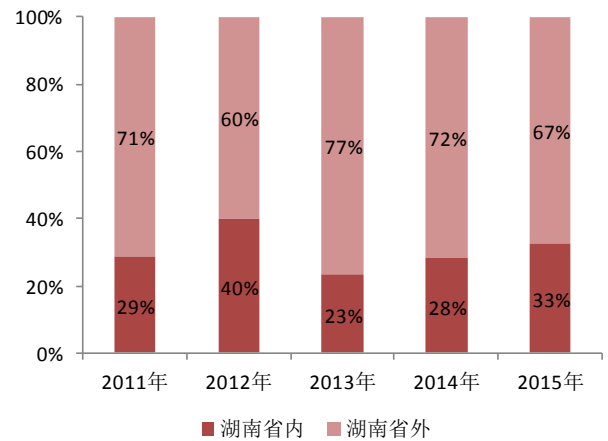
公司主营业务构成：公司主要收入来源是大气治理工程承包（EPC）业务，分产品来看，2015年EPC业务占比为68%，托管运营占比10%，环评咨询占比3%，土壤污染治理占比19%，其中，土壤修复较2014年的6%增幅较大。未来公司主要增长点主要在土壤修复及环评咨询板块。

分区域来看，省外收入占比较大，约2/3，毛利率19%，省内收入占比1/3，毛利率为32%，近三年公司高毛利的省内收入占比逐渐增加。

图表 3: 近五年年公司产品收入占比情况



图表 4: 近五年年公司区域收入占比情况

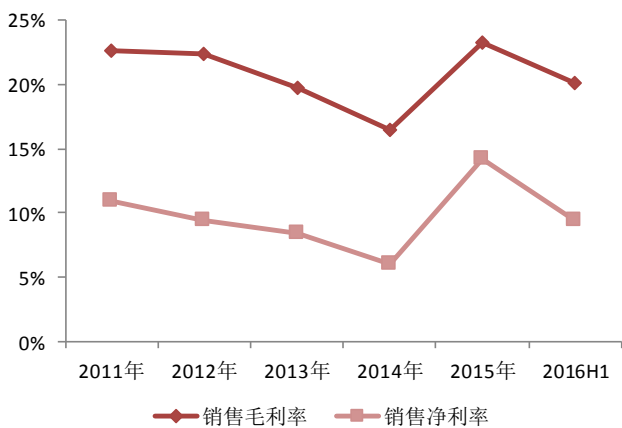


资料来源: Wind, 财富证券

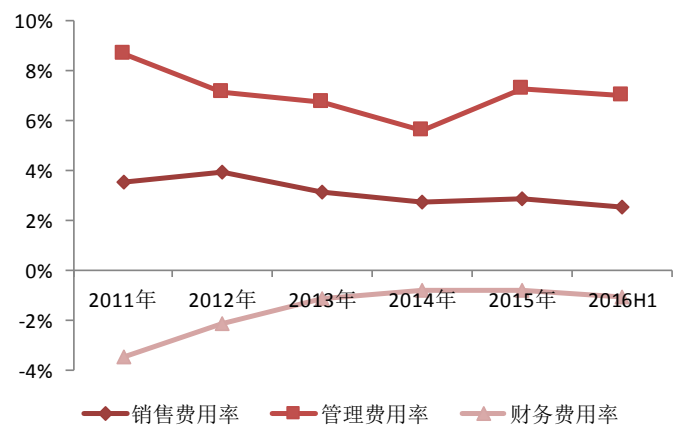
资料来源: Wind, 财富证券

公司利润率、三费率: 公司 2015 年毛利率为 23.2%，较 2014 年的 16.4% 增加 6.8 个百分点，净利率为 14.2%，较 2014 年的 6.0% 增加 8.2 个百分点。公司毛利率、净利率增幅较高主要由于利润率较高的重金属修复业务和环评业务的占比提升及工程承包业务由传统脱硫脱硝项目向着毛利更高的超净排放项目拓展。三费方面，公司销售费用率由 2011 年的 3.52% 降至 2016 H1 的 2.55%，管理费用率由 2011 年的 8.7% 降至 2016H1 的 7%，整体而言三费率较为平稳。

图表 5: 2015 年公司产品收入占比情况



图表 6: 2015 年公司区域收入占比情况

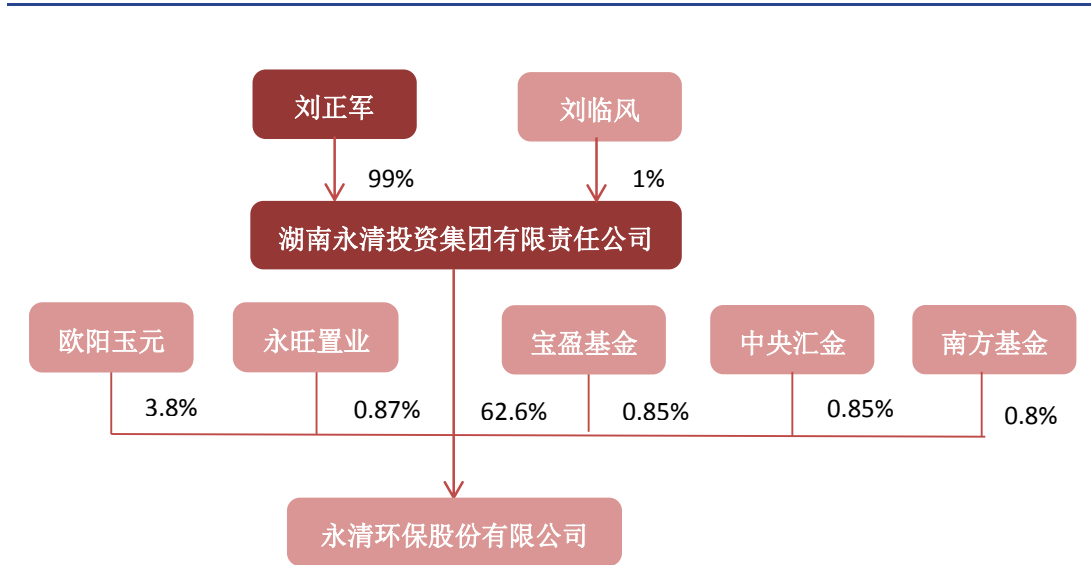


资料来源: Wind, 财富证券

资料来源: Wind, 财富证券

公司股权结构: 公司第一大股东湖南永清投资集团持有公司 62.6% 的股权，公司实际控制人为刘正军，间接持有公司 62.0% 股权，公司股权结构较为集中。刘正军担任公司董事长及总经理，也是环境产业唯一人大代表、中国环境保护产业协会副会长及湖南省环境保护产业协会会长。

图表 7：公司股权结构



资料来源：公司公告，财富证券

二、土壤修复板块：“土十条”出台，土壤修复龙头呼之欲出

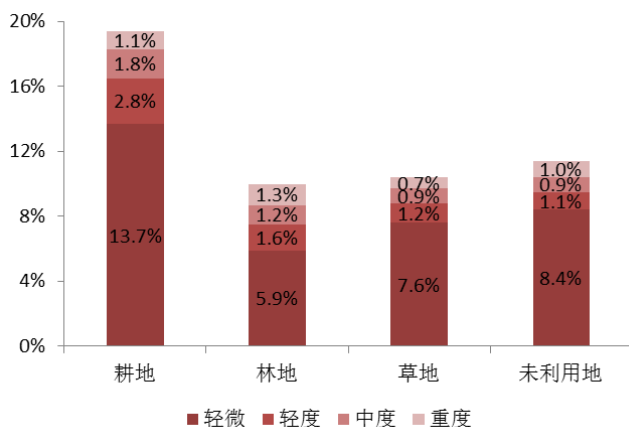
2.1 土十条如期而至，土壤修复万亿市场逐渐启动

2.1.1 我国土壤污染形势严峻，修复刻不容缓

全国土壤总超标率高达 16.1%

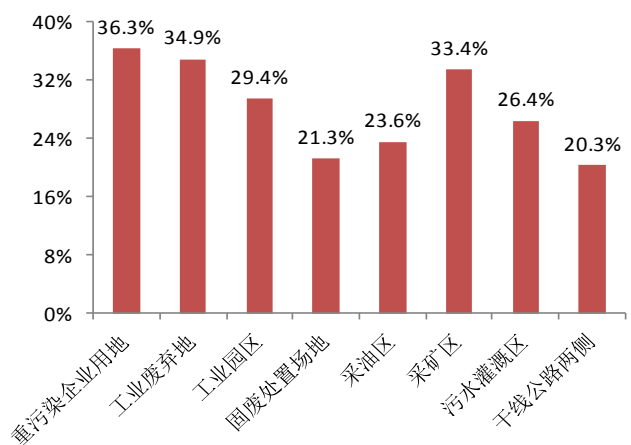
我国工农业粗放发展是造成土壤污染的重要原因，根据环保部和国土资源部 2014 年 4 月发布的《国土土壤污染状况调查公报》，全国土壤总的超标率高达 16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为 11.2%、2.3%、1.5%和 1.1%。

图表 8：不同类型土地污染情况



资料来源：《国土土壤污染状况调查公报》，财富证券

图表 9：典型地块及其周边土壤污染状况

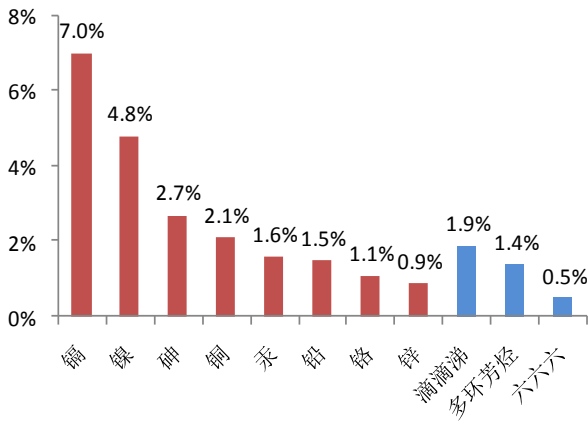


资料来源：《国土土壤污染状况调查公报》，财富证券

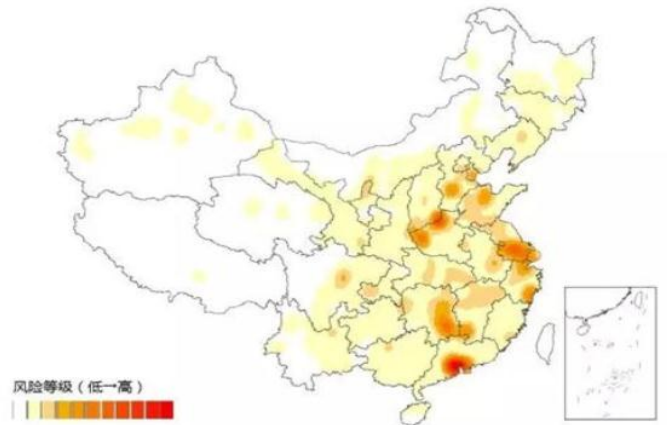
我国土壤污染类型以无机型为主，有机型次之，复合型污染比重较小，无机污染物超标点位数占全部超标点位的82.8%。重金属污染是我国土壤污染的主要形式，我国90%左右被污染土壤都与重金属有关。

从污染分布地域看，南方土壤污染重于北方；长三角、珠三角、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大。

图表 10：污染类型以无机型为主



图表 11：土壤污染风险源核密度示意图



资料来源：《国土污染状况调查公报》，财富证券

资料来源：北极星节能环保网，财富证券

土壤污染事件频发

土壤污染危害性极大，可以通过农作物、饮水等方式进入人体内，损害人体健康。近年来，频频爆发的土壤污染事件引起人们关注，倒逼政府加快治理进程。

图表 12：近年来我国土壤污染事件频出

时间	事件
2011.8	广东省紫金县的三成电池有限公司被曝造成136人血铅超标，其中铅中毒为59人。
2012.2	全国各地普遍存在大米镉超标情况，抽样调查显示，我国有10%的市售大米存在着镉超标的问题，涉及地区包括：四川、广东、广西、贵州、湖南、辽宁等多个地区。
2013.6	包头市包钢集团尾矿坝周边环境严重污染，庄稼成片死亡，多名村民患重病
2014.6	湖南一家生产电锌和其他化工原料的企业常年排放废气、废水、废渣，导致300多名儿童血铅超标。
2015.8	天津港爆炸对散落在现场的危化品若不能作正确处置，或对土壤和地下水带来严重污染。土壤污染处理会是难度最大、成本最高的工作。
2016.4	“常外”学校毒地事件，致493名学生检出皮炎、血液指标异常等，个别查出淋巴瘤、白血病等。

资料来源：百度、新浪等网站，财富证券

2.1.2 政策不断加码，土壤修复万亿市场逐渐启动

“土十条”出台，政策日趋明晰

国务院 2016 年 5 月印发《土壤污染防治行动计划》(简称“土十条”)，这是继“水十条”、“大气十条”后，中国在环境工作上新的行动指南，首次以专项计划的形式拉开了土壤污染治理的大幕。

图表 13：“土十条”规定的工作目标、主要指标等

类型	主要内容
工作目标	2020 年，全国土壤污染加重趋势得到初步遏制，土壤环境质量总体保持稳定，农用地和建设用地的土壤环境安全得到基本保障，土壤环境风险得到基本管控； 2030 年，全国土壤环境质量稳中向好，农用地和建设用地的土壤环境安全得到有效保障，土壤环境风险得到全面管控。
主要指标	2020 年，受污染耕地安全利用率达到 90% 左右，污染地块安全利用率达到 90% 以上； 2030 年，受污染耕地安全利用率达到 95% 以上，污染地块安全利用率达到 95% 以上。
土壤污染调查	2018 年底前查明农用地土壤污染的面积、分布及其对农产品质量的影响；2020 年底前掌握重点行业企业用地中的污染地块分布及其环境风险情况。 2017 年底前，完成土壤环境质量国控监测点位设置，建成国家土壤环境质量监测网络。2020 年底前，实现土壤环境质量监测点位所有县（市、区）全覆盖。
土壤污染防治立法	2016 年底前，完成农药管理条例修订工作，发布污染地块土壤环境管理办法、农用地土壤环境管理办法。2017 年底前，出台农药包装废弃物回收处理、工矿用地土壤环境管理、废弃农膜回收利用等部门规章。到 2020 年，土壤污染防治法律法规体系基本建立。各地可结合实际，研究制定土壤污染防治地方性法规； 2017 年底前，发布农用地、建设用地土壤环境质量标准；完成土壤环境监测、调查评估、风险管控、治理与修复等技术规范以及环境影响评价技术导则制修订工作。
农用地治理	2017 年底前，出台受污染耕地安全利用技术指南。到 2020 年，轻度和中度污染耕地实现安全利用的面积达到 4000 万亩。

资料来源：《土壤污染防治行动计划》，财富证券

“土十条”同时对土壤污染责任主体、修复规划、重点区域等都做出具体规定。

图表 14：土十条对污染责任主体、修复规划等的规定

项目	内容
治理与修复主体	按照“谁污染，谁治理”原则，造成土壤污染的单位或个人要承担治理与修复的主体责任
治理与修复规划	各省（区、市）2017 年底前完成制定土壤污染治理与修复规划。京津冀、长三角、珠三角地区要率先完成。
治理与修复有序进行	在江西、湖北、湖南、广东、广西、四川、贵州、云南等省份污染耕地集中区域优先组织开展治理与修复。到 2020 年，受污染耕地治理与修复面积达到 1000 万亩。
监督与落实	2017 年底前，出台土壤污染治理与修复成效评估办法

资料来源：《土壤污染防治行动计划》，财富证券

“土十条”是我国第一部以专项计划的形式针对土壤污染及修复指定的计划，2016年8月即配套推出《土壤污染防治专项资金管理办法》旨在从资金上支持土壤污染防治工作，推动土壤修复工作开展，后续将会有更多配套政策逐渐推出，土壤修复市场将在“十三五”期间迎来爆发期。

图表 15：近年来土壤修复的主要政策

时间	政策名称	主要内容
2016.8	《土壤污染防治专项资金管理办法》	中央财政一般公共预算安排的专项用于土壤污染综合防治资金，以促进土壤环境质量改善。专项资金重点支持5个方面的项目：土壤污染状况调查及相关监测评估，土壤污染风险管控，污染土壤修复与治理，重大生态工程中的土壤生态修复与治理，土壤环境监管能力提升以及与土壤环境质量改善密切相关的其他内容
2016.3	“十三五”规划	计划开展土壤污染加密调查。完成100和农用地和100个建设用地污染治理试点，建设6个土壤污染防治先行示范区。做好化工企业安全环保搬迁后的土壤污染治理工作。开展1000万亩受污染耕地治理修复和4000万亩受污染耕地风险管控。深入推进以湘江流域为重点的重金属污染综合治理。
2016.3	《农用地土壤环境质量标准》第三次征求意见稿	删除了现行标准中“一刀切”规定的自然背景值和高背景值，按照土壤pH条件将原标准规定的镉(Cd)限值由两档细化为四档，收严了铅、六六六、滴滴涕三项污染物限值，增加了总锰、总钴等10项污染物选测项目，更新了监测规范。
2015.11	《国家环境保护“十三五”科技发展规划》	土壤地下水污染防治领域中央预计投入将达30亿元，占到中央环保科技预计总投入的10%
2015.1	《建设用地土壤污染风险筛选指导值》(征求意见稿)	规定了118种土壤污染物的风险筛选指导值，适用于建设用地土壤污染风险的筛查和风险评估的启动
2015.1	《农用地土壤环境质量标准》(征求意见稿)	收严了铅、六六六、滴滴涕三项污染物值，增加了总锰、总钴等10项污染物选测项目，更新了监测规范
2015.1	《关于推行环境污染第三方治理的意见》	首次提出把污染场地修复纳入治理范围，建议采用环境绩效合同服务模式引入第三方治理。

资料来源：环保部，财富证券

土壤修复市场空间巨大

长期来看，我国土壤修复市场空间巨大，仅计算耕地污染治理空间就高达1.39万亿。短期来看，仅按土十条规划到2020年，受污染耕地治理与修复面积达到1000万亩，保守估计按均价0.3万元算，市场空间也有300亿元。

图表 16: 土壤修复耕地市场达 1.4 万亿

土壤类型	超标率/%	污染面积/亿亩	修复成本万元/亩	市场空间/万亿
重度污染耕地	1.1	0.22	2	0.44
中度污染耕地	1.8	0.36	0.6	0.22
轻度污染耕地	2.8	0.57	0.3	0.17
轻微污染耕地	13.7	2.78	0.2	0.56
合计	--	--	--	1.39

资料来源:《国土壤污染状况调查公报》, 财富证券

2.1.3 土壤修复企业走马圈地, 得技术与产业化者得天下

目前, 我国土壤修复标准不明确, 进入门槛相对不高, 很多技术尚未成熟的企业纷纷进入或关注。土壤修复企业由 2013 年的 200 多家激增到 2015 年的 1000 多家。目前, 我国土壤修复行业还未形成绝对龙头企业, 相对领先公司凭借深厚的技术实力和较强的综合解决方案能力承接项目较多, 优势显著。建工修复、高能环境、永清环保、中节能大地、中科鼎实等几家大公司基本占据了大部分市场份额, 随着土壤修复市场需求的扩大, 领先公司将继续跑马圈地, 加快扩大市场份额。

图表 17: 我国土壤修复行业主要公司

企业名称	主营业务	特点	核心技术	修复项目数
建工修复	土壤修复、水体(地表水、地下水)修复和生态修复在内的环境修复咨询、设计、工程承包	行业龙头、深厚的技术和经验积累、国资房建企业背景	热脱附技术、生物化学还原技术、常温解析技术、土壤气相抽提技术、化学氧化技术等	120+
中节能大地	场地调查、 险评估、修复方案咨询、修复工程实施及后期运营监测, 全流程参与环境修复过程, 提供污染场地(土壤及地下水) 修复的一站式服务	背靠央企, 资金充足; 环保部授权国家级场地及地下水修复工程技术中心建设方	热脱负技术	70
永清环保	主要业务含减排和节能, 近年来进入土壤修复领域, 发展方向主要为重金属污染修复	上市公司背景, 较好商誉及融资渠道; 本土大型项目资源: 湘江流域重金属治理工程; 政府关系稳定, 本土市场垄断优势	重金属固化稳定化药剂、原位生物修复技术、热脱负技术等	10+
高能环境	固废、废液等污染防治技术及 染土壤、工业场地、矿山、水体等环境修	作为上市公司的商誉及融资能力强; 具备国际业务能力、核心	生态屏障、土壤淋洗、电动修复技术	10+

	复技术研发、服务、环保设施投资运营	技术具垄断优势		
中科鼎实	环境修复,主营含场地调查与风险评估、土壤修复、地下水修复、固废治理和生态修复	产学研合作优势、与中煤科工、中石化等央企合作关系稳定、矿山修复优势 特	热脱负技术	7
上田环境	场地调查、检测,场地土壤修复等业务	背靠上市公司东江环保,固废修复项目有优势;具有场地调查监测能力;长三角区域项目经验丰富	电动修复,固、稳定化技术	8
铁汉生态	园林绿化市政工程,工业废水处理,同时也从事土壤修复工程业务	生态修复概念,资本及知名度优势;园林植物方面的积累可用于植物修复	植物修复技术、矿山修复技术	2

资料来源:各公司公告、官网,财富证券

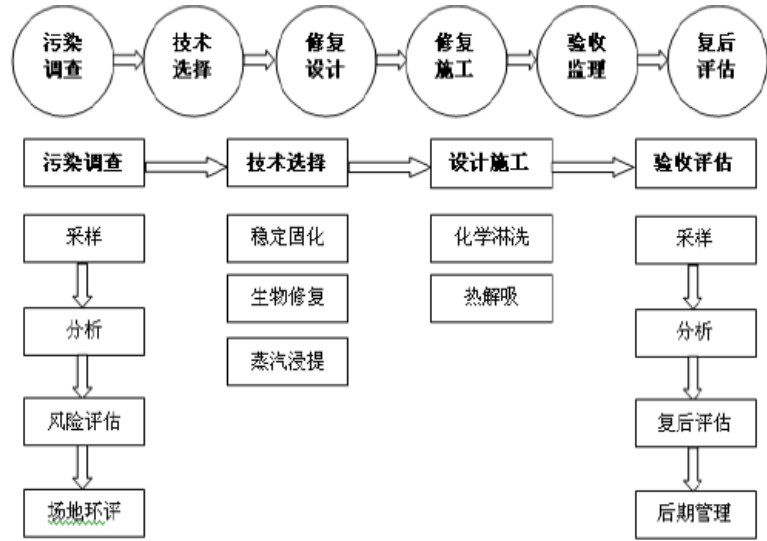
众多企业中,真正具有过硬的技术、成功实施过项目并形成品牌、实现稳定收益的企业极少,在行业内崭露头角的多数为具备集成技术与工程经验的综合型公司。从短期来看,股东背景、过往业绩等仍将是企业获取项目的主要因素,从长期看,技术的成熟度、适应性及产业化将是企业竞争力的核心。我国土壤修复技术和国际先进水平相比仍有很大差距,主要体现为市场主流土壤修复技术构成的不同,随着土壤修复市场深化,新技术成本逐步下降,在土壤修复更加关注其生态和社会效应的情况下,具备新的前沿土壤修复技术的企业以及有产业化优势的企业将最具优势。

2.2 收购美国 IST, 技术与产业化优势并在

2.2.1 自产药剂突破进口, 土壤修复产业链完整

公司作为 A 股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。

图表 18：土壤修复工程流程图



资料来源：建工修复招股说明书，财富证券

技术方面，公司拥有重金属治理和有机物治理修复能力。重金属治理方面，公司自主研发了“重金属污染土壤离子矿化稳定化技术”，相比其他土壤修复技术，更为成熟，价格也适中，公司稳定化固化技术一直走在国内前列，同时拥有核心的药剂生产技术，比国外药剂至少便宜 30%。公司近期获得专利的“一种快速检测土壤稳定化效果的前处理装置”，也有利于公司实现在短时间内研制出高效的稳定化药剂。目前公司拥有年产 5 万吨粉剂和 3 万吨液体药剂的离子矿化稳定剂生产线，公正在进行生产线改造，后续随着土壤修复市场的爆发，药剂市场也有望贡献较大利润。

图表 19：土壤修复技术大类介绍

技术分析	技术原理	主要特点
工程修复技术	通过排土、换土、去表土、客土和深耕翻土等措施，降低土壤中污染物含量，减少对植物系统产生毒害	技术稳定，但工程量大、投资费用高，会破坏土体结构，引起土壤肥力下降，并且要对换出的污土进行堆放或处理
物理/化学修复技术	利用污染物或污染介质的物理化学特性，以破坏、分离或固化污染物。包括：热处理技术、固/稳定化技术、淋洗技术、氧化/还原技术、电动力学修复技术、土壤性能改良技术等	实施周期短，可用于处理各种污染物，但容易导致突然结构破坏、养分流失和生物活性下降
生物修复技术	运用现代生物技术降解或去除有害污染物，使得土壤质量得以提高或改善，包括：植物修复技术、微生物修复技术等	对环境友好，但针对复合型土壤污染面临技术难题
联合修复技术	协同运用两种或两种以上的修复方法	技术更为复杂

资料来源：北京建工修复招股说明书，财富证券

图表 20：土壤修复技术细节介绍

污染源	细节技术	主要特点
重金属污染	固化、稳定化	技术成熟，速度快，成本低
	冶金还原法	投资大，效率低
	植物修复	周期较长
	淋洗修复	方案完美，但不太适宜中国黏土地区
有机物污染	化学氧化	目前应用最广泛，速度快，效果好
	气相抽提	适宜易挥发，轻度污染
	热脱附	治理效果佳，投资大，效率低
	焚烧	重度污染较适合，成本高
	生物修复	多用于南方，周期半年到一年不等
	植物修复	多用于农地修复，周期较长

资料来源：北京建工修复招股说明书，财富证券

有机物治理方面，公司自身拥有热脱附和化学氧化技术储备，且 2015 年收购的美国 IST 拥有较强有机物治理技术及 1000 余个成功治理案例。

2.2.2 收购美国 IST，技术与项目优势愈发明显

公司于 2015 年 7 月正式完成了对美国 Integrated Science & Technology 公司（简称 IST）51% 的股权收购，成为其控股股东。

IST 公司成立于 1991 年，是目前全球领先的土壤及地下水修复领域解决方案提供商，专营土壤及地下水修复所涉及的技术咨询、场地调查、风险评估、方案设计、工程实施、工程总包等业务。公司拥有一支以首席环境科学家詹姆斯·雷辛格、首席土木和环境工程师罗伯特·欣奇博士等国际公认的环境修复专家领衔的国际顶尖的技术团队，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。

土壤修复技术方面，IST 已经形成了以生物降解技术、砷污染场地监测式自然衰减法、微型气相色谱仪为核心的技术创新体系，除了极强的现有土壤修复技术外，公司还具有极强的技术创新能力。

图表 21：IST 独有的土壤修复技术

名称	内容	案例
生物降解技术	注入足够氧气的空气来维持碳氢化合物生物降解的最优温度，以保持最优降解条件，及时跟踪修复进展。同时，积极构建生物通风系统，用来降解包气带中的烃类。对于低浓度区域和挖掘区域，通过精细土地耕作进行生物修复；高浓度区域通过肥料提供营养，耕作增加氧浓度。	意大利特雷卡泰地区原油污染项目
砷污染场地监测式自然衰减法	监测式自然衰减法是可以有效治理地下水砷污染场地，并也适用于很多场地的修复，特别适用于许多通过人为添加有机碳（如糖蜜、石油制品等）使自然本	美国乔治亚州南部某纸浆造纸厂项目

	底砷得到还原迁移的场地。	
微型气相色谱仪	微型气相色谱具有仪嗅探器和自报警器两种模式对三氯乙烯进行现场检测，“嗅探器”模式能够验证污染源评估中的近实时浓度，自动化“报警器”模式主要用于长期暴露浓度评估。	美国犹他州希尔空军基地现场进行检测试验

资料来源：公司官网，财富证券

除了技术优势外，IST 还具有项目优势，不仅为项目提供前期的项目调查、风险评估和技术方案设计等工作，还能为客户提供优质的施工及后续服务，公司拥有欧洲及美国的 1000 余个场地修复项目经验，包括海湾战争科威特污染场地修复、意大利特雷卡泰石油污染农田修复项目、美国棕地及场地再开发案例等。收购 IST 公司极大地提升了公司在土壤修复领域的技术实力和产业化能力，公司已经组建起一支国内土壤修复领域顶尖团队。

2.3 立足湖南辐射全国，公司区域优势明显

湖南是有名的“有色金属之乡”，土壤背景值比较高，重金属污染问题也突出，湘江流域汞（47.6%）、镉（35.3%）、砷（29.1%、）和铅（16.5%）均占全国排放比例之首，湖南省重金属污染约占全国市场份额 1/5。与此对应，在重金属治理及土壤污染治理方面，湖南省也走在全国最前线。

早在“十二五”期间，国务院即批复《〈湘江流域重金属污染治理实施方案〉工作方案(2012~2015 年)》，湖南省政府展开湘江流域重污染治理。2015 年国家中央财政下达专项资金约 28 亿元重点支持 30 个地市加快推进重金属污染综合治理，其中，湖南就有 11 个城市在内。在 2016 年 5 月新发布的“土十条”中，4 处明确提及湖南省，湖南连续几次被列入全国土壤修复试点的省份之一，足以看出国家对湖南地区土壤污染及修复的重视。

图表 22：湖南省是重点土壤修复区域

区域类型	省份									
耕地集中区	湖南	广西	广东	贵州	湖北	江西	四川	云南		
污染严重矿区	湖南	广西	广东	贵州	湖北	江西	四川	云南	陕西	甘肃等
优先防治区	湖南 常德	广西 河池	广东 韶关	贵州 铜仁	湖北 黄石					

资料来源：《土壤污染防治行动计划》，财富证券

湖南省作为环境保护部确定的污染场地修复管理试点省份之一，2016 年 3 月省环保厅、质量技术监督局联合发布地方性标准《重金属污染场地土壤修复标准》，这一标准的发布将填补湖南省在执行重金属污染场地土壤修复时的标准空白。未来，湖南省将继续作为全国重金属治理及土壤污染治理排头兵，其土壤修复市场有望领先全国率先爆发。

图表 23：湖南省重金属污染场地土壤修复总量标准 (mg/kg)

序号	污染物	修复目标用地类型		
		居住用地	商业用地	工业用地
1	总铅	280	600	600
2	总砷	50	70	70
3	总镉	7	20	20
4	总汞	4	20	20
5	总铬	400	610	800
6	六价铬	5	30	30
7	总钒	200	250	250
8	总锰	2000	5000	10000
9	总铜	300	500	500
10	总锌	500	700	700
11	总铋	30	60	60

资料来源：湖南省环保厅《重金属污染场地土壤修复标准》(DB43/T1125-2016)，财富证券

作为湖南省内唯一的环保类上市企业，公司在省内品牌优势和影响力都很大，相较其他省外企业也有天然的优势，公司也将湖南作为土壤修复重中之重，在湖南省内获得多项土壤修复项目。

公司目前基本完成全国核心区域的市场布局，分别在上海、南京等地成立子公司，未来公司以湖南为立足点，逐步向全国拓展土壤修复业务。

2.4 先发优势明显，屡获土壤修复大单

公司早在 2011 年就开始布局土壤修复，公司作为 A 股最早战略布局土壤修复领域的企业之一，先发优势明显。目前公司具有耕地修复和场地修复两个部门，在土壤修复领域已屡获大单，公司上半年签订 1.5 亿土壤修复订单，预计下半年有更多大订单（PPP 模式）释放。

图表 24：公司 2016 年中标的土壤修复项目

时间	项目名称	合同金额/万元
2016.9	湖南省郴州市临武县三十六湾、香花岭地区重金属污染综合治理工程	--
2016.9	江苏神泰兴市黄桥镇南沙地区耕地土壤污染治理修复工程	2000
2016.8	陕西省安康市白河县白石河流域重金属污染综合治理工程（一期）项目二标段	--
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
2016.6	大连某农药厂场地修复项目	2010
2016.6	徐州环宇焦化厂原厂址污染场地修复项目（第一标段）	4500
2016.6	通用汽车（GM）公司印第安纳厂区的无人机场地调查项目	--
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	8000

资料来源：公司官网，财富证券

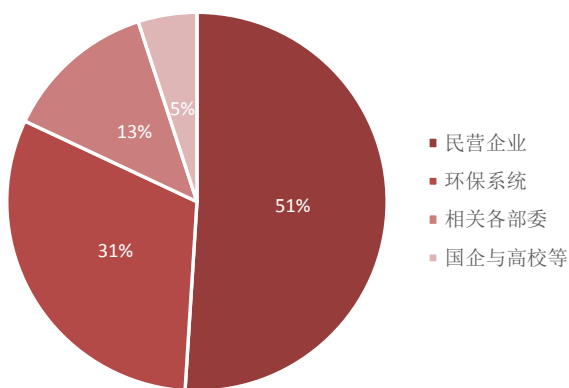
三、环评板块：获环评甲级资质，期待“环评+治理”协同效应

3.1“红顶中介”加速退出，50%市场份额让位民营企业

环境影响评价是指对规划和建设项目实施后可能造成的环境影响进行分析、预测和评估，提出预防或者减轻不良环境影响的对策和措施，进行跟踪监测的方法与制度。2015年1月1日起执行的起开始执行的史上最严的《环境保护法》，明确规定“未依法进行环境影响评价的开发利用规划，不得组织实施”，使得环评成为项目必备条件。2016年7月修订《中华人民共和国环境影响评价法》，针对“未批先建”的项目，将最高罚款从二十万元改为总投资额的1%至5%。环评在项目建设中已必不可少一环。

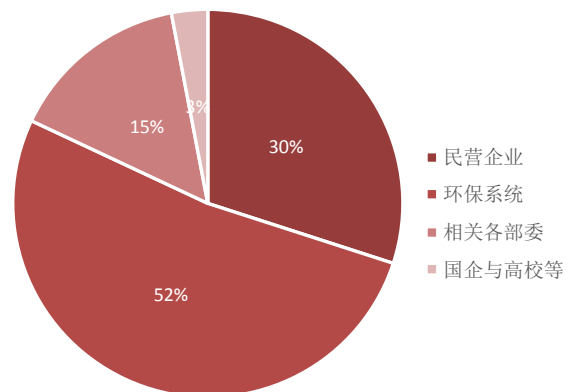
从2015年环保部发布的数据看，目前我国1125家环评企业，其中50%左右为市场化环评企业，约30%属于环保系统，其他还有20%左右从属于交通、水利、海洋、林业、农业等各部委、国企、高校等国家的事业单位。约占30%数量的环保部属的“红顶中介”机构由于与政府部门的“特殊关系”，占据了一半以上的市场份额，数量众多的民营企业仅占据30%市场份额。

图表 25：2015 年环评企业集中度



资料来源：中国环境影响评价网,财富证券

图表 26：2015 年环评企业市场份额占比



资料来源：中国环境影响评价网,财富证券

“红顶中介”的存在大大影响了环评市场的公正性和环评结果的可靠性，容易造成环评机构与环保审批部门的“利益输送”。2015年2月10日，中纪委第三巡视组在专项巡视中发现的环评存在“红顶中介”问题令环保部痛下决心从体制和机制上根除“红顶中介”。2015年3月17日环保部党组会议上通过了《环境保护部关于全国环保系统环评机构脱钩工作方案》，要求全国环保系统所属环评机构在2016年年底全部脱钩或退出建设项目环评技术服务市场：其中，环保部直属的8家环评机构2015年率先完成；西部省级及中、东部地区各级环保部门所属的环评机构2016年6月底前完成；西部地区市县级环评机构2016年年底完成。并后续出台一系列政策督促脱钩顺利完成。

图表 27：环评脱钩政策背景

时间	政策名称	主要内容
2015.03	《全国环保系统环评机构脱钩工作方案》	2016年底红顶环评机构将全部退出环评市场，脱钩后直属单位及其所属企业的在编和聘用人员一律不得作为环评专业技术人员参与建设项目环评工作。
2015.03	《关于严格廉洁自律、禁止违规插手环评审批的规定》	规范领导干部廉洁从政行为，防止环保系统领导干部及其亲属违规插手环评审批，或者开办公司承揽环评项目。
2015.03	《环境影响评价机构资质管理廉政规定》	防止环境影响评价机构资质审查中出现“花钱办证”、“收钱办证”行为，进一步加强环境影响评价机构资质管理廉政建设。
2016.02		环保部部长陈吉宁在国新办举行的中外媒体见面会上表示，对于“红顶中介”问题，今年将再完成200家环评机构的脱钩工作。同时，还将加强环评制度的一系列改革，把“红顶中介”的问题当作一项政治任务来完成。
2016.04	《关于推进环保系统环评机构脱钩工作相关要求的通知》	2016年12月31日前环保系统环评机构需要全部完成脱钩，目前尚有150余家环评机构没有脱钩。省级及以下环保系统环评机构自脱钩时限到期前3个月起，不得再承接新的建设项目环评文件编制委托。对逾期未完成脱钩的环评机构，予以注销资质。

资料来源：环保部，财富证券

2015年，全国各地共有140家红顶中介完成脱钩，环保部直属的8家环境保护部直属事业单位的8家环评机构也已经全部完成脱钩。2016年至今，已有245家机构完成脱钩，对于29家逾期未完成脱钩的机构，环保部决定予以注销环评资质，可见脱钩政策执行力度坚决。2016年下半年将有第三批约150家机构陆续脱钩，在政策强力推动下，脱钩政策将快速全面落实，红顶中介被清除后，其占据的整个环评市场超50%的份额将逐步让位给民营企业，优秀的民营环评企业迎来发展良机。

3.2 获得环评甲级资格证，协同效应凸显

获得甲级环评资质，业务范围扩大

2016年8月份，公司获得环评甲级资质，是湖南省第一家晋升环评甲级资质的民营企业，也是新版的《建设项目环境影响评价资质管理办法》实施以来唯一一家由乙级资质晋升为甲级资质的环评企业，公司环评范围已经包括冶金机电、建材火电环评甲级类别；采掘、交通运输、社会服务乙级类别；一般项目环评类别。

根据2015年9月环保部出台的新版《建设项目环境影响评价资质管理办法》，2015年9月，环保部颁布新的环评资质管理办法，大幅提高甲级和乙级环评机构所需的环评师必备人数要求（对甲乙两资质的环评工程师数量要求增加50%），资质壁垒的提升将凸显甲级资质的价值，且随着资质标准的提升，不能满足新资质条件的环评机构逐步被注销，市场集中度将逐步上升。截止2016年9月份，全国共981家环评机构，较年初的1125家减少了约150家（其中乙级资质减少142家），其中甲

级资质 180 家，甲级资质占比由 16% 提升至 18%，环评行业整合效果初现。未来，像永清环保这种有实力有资质的甲级企业将在行业整合浪潮中获益更大。

“三同时”实施，环评与治理协同效果显著

根据 2015 年 1 月 1 日开始施行的新《环境保护法》：建设项目中防治污染的设施，应当与主体工程同时设计、同时施工、同时投产使用。防治污染的设施应当符合经批准的环境影响评价文件的要求，不得擅自拆除或者闲置（“三同时”制度）。环评制度为各类工程项目开工前的必备项目，环评企业如果同时还具有治理能力，可凭借其环评先介入的优势，借此获得后续污染治理市场，公司“环评”+“治理”协同优势有望逐渐显现。

布局省外市场，屡获订单

公司已形成“咨询—设计—工程”环保全产业链布局，能够充分利用环评前端咨询业务与后续治理业务之间的协同效应，有利于公司后续获取治理订单。目前公司环评业务范围也由湖南省拓展至全国，在北京设立环评分公司，并中标西藏林芝地区克劳龙河流域水电等项目。预计未来 3~5 年公司环评业务将保持高速发展。

图表 28：今年以来公司频频中标环评项目

时间	中标项目
2016.8	上海市某区污染场地修复方案及治理修复工程可行性研究
2016.8	湖南涟源市饮用水源保护区划分方案
2016.8	广东东莞市洪梅、凤岗、茶山镇的水污染防治方案
2016.7	西藏林芝地区克劳龙河流域（含日东曲）水电规划环境影响评价项目

资料来源：公司公告，财富证券

四、大气板块：超净排放增长迅猛、首次进军 VOCs 治理

4.1 超净排放短期看火电，长期看中小锅炉等非电领域

火电超净排放近三年仍是主力

2014 年 9 月发改委、环保部和能源局联合发布《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014~2020 年)》，要求东部地区（辽宁、北京、天津、河北、山东、上海、江苏、浙江、福建、广东等 11 省市）新建燃煤发电机组大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值（即在基准氧含量 6% 条件下，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 10、35、50 毫克/立方米），中部地区（黑龙江、吉林、山西、安徽、湖北、湖南、河南、江西等 8 省）新建机组原则上接近或达到燃气轮机组排放限值，鼓励西部地区新建机组接近或达到燃气轮机组排放限值。标志我国“超低排放”标准正式开始实施。

图表 29：超低排放标准一览

时间	标准	烟尘浓度 (mg/m ³)	二氧化碳浓度 (mg/m ³)	氮氧化物浓度 (mg/m ³)
2012.07	火电厂大气污染物排放标准	30	100	100
2012.07	京津冀、长三角、珠三角等地	20	50	100
2014年下半年	超低排放	5	35	50
--	美国排放标准	10.21	113.40	181.44
--	欧盟排放标准	30	200	200

资料来源：《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014~2020年)》等，财富证券

2015年12月三部委发布《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》、《关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知》。方案指出要求30万千瓦及以上公用燃煤机组、10万千瓦及以上燃煤发电机组燃煤机组分东、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、西部于2018年及2020年前完成。此外，为了改造的顺利推进，标志着“超低排放”开始进入爆发阶段。

超低排放改造成本大概90-120元/千瓦，我国火电装机容量在10亿千瓦左右，则市场空间约1000亿元。按2020年改造完成测算，每年市场空间在200亿左右。

公司在火电和钢铁等行业的烟气治理业务领域（脱硫、脱硝、除尘等）已积累了多年的技术优势和经验基础，成为我国治理雾霾的重要力量。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”。2016年上半年公司即斩获多个超低排放大单，彰显了公司在该领域的行业地位。

图表 30：公司上半年屡获大气订单

时间	项目名称	合同金额
2016.9	大唐吉木萨尔五彩湾北一发电有限公司2×600MW超超临界机组新建脱硫EPC项目。	--
2016.8	内蒙古大唐国际锡林浩特电厂新建工程2×660MW超超临界机组烟气脱硫EPC总承包项目	1.32亿元
2016.7	焦作煤业（集团）有限责任公司电冶分公司烟气超低排放改造EPC项目	--
2016.7	国投山西晋城热电有限公司2×300MW机组增设湿式静电除尘器装置项目	--
2016.7	国投甘肃靖远第二发电有限公司7、8号机组超低排放改造第二标段EPC总承包项目	--
2016.6	大唐环境产业集团股份有限公司沈东项目分公司2×350MW机组烟气脱硫工程EPC总承包项目	1.1亿元
2016.5	山东莒南力源热电有限公司二期工程2×350MW发电机组烟气脱硫岛EPC项目	--
2016.5	大唐华银株洲发电有限公司4号机组超低排放改造工程脱硫增容改造项目	--
2016.3	广东大唐潮州发电厂3、4号机组超低排放改造项目	--
2016.2	焦作万方热电厂（2×350MW）燃煤机组超低排放脱硫除尘及其相关系统改造工程	--
2016.1	大唐许昌、洛阳烟气超低排放技改工程和南热源厂（4-6号）供热锅炉脱硫脱硝除尘技术改造项目	1.8亿

资料来源：公司公告，财富证券

三年后非电领域超净排放有望接续

除了火电行业，非电行业钢铁、建材等行业污染物排放量也较大，2014年，我国钢铁和建材行业烟粉尘排放量约占工业烟粉尘排放总量的54.5%，电力行业占比约21.5%。但非电行业治理相对落后，目前，相比于电力行业，钢铁、水泥和平板玻璃等行业的污染物排放限值要宽松得多。长期来看，此类高污染高耗能企业的排放标准将向火电的超低排放标准看齐。2014年，环保部印发《长三角地区重点行业大气污染限期治理方案》和《珠三角及周边地区重点行业大气污染限期治理方案》已对钢铁、水泥、平板玻璃行业提出具体整改任务，未来更多的细分行业污染企业的烟气治理改造将使市场空间逐渐放量。

图表 31：主要行业主要大气污染物排放指标

	烟尘浓度 (mg/m ³)	二氧化硫浓度 (mg/m ³)	氮氧化物浓度 (mg/m ³)
火电行业	5	35	50
钢铁行业	50	200	300
水泥行业	30	200	400
平板玻璃行业	50	400	700

资料来源：《钢铁工业大气污染物排放标准》、《水泥工业大气污染物排放标准》等，财富证券

另外，我国中小燃煤工业锅炉具有保有量大、分布广、能耗高、污染重等特点，是重要污染源，年排放烟尘、二氧化硫、氮氧化物分别约占全国排放总量的33%、27%、9%。2014年国家发布新版《锅炉大气污染物排放标准》工业，对工业锅炉标准在2001年基础上大幅提高，并对重点区域提出了更为严苛的标准。中小锅炉大气治理有望在十三五期间启动。

4.2 进军 VOCs 治理市场，喜获首个订单

VOCs 市场空间每年百亿级别，重点行业改造在即

挥发性有机物 (VOCs) 是 PM2.5 和臭氧的前体物，是造成雾霾的重要原因，2014年，我国 VOCs 排放总量 2500-3000 万吨，已远超氮氧化物、二氧化硫以及粉尘排放量，成为最为严重的大气污染物之一。工业排放 VOCs 占总排放量的 50%，其中石油石化、包装印刷、涂料、农药、汽车、皮革等行业排放量占全国工业源 VOCs 排放量的 80%。

从“十二五”到“十三五”，VOCs 治理政策体系经历了一个从无到有的过程，“十三五”规划纲要首次将挥发性有机物纳入总量控制指标，在重点区域、重点行业推进挥发性有机物排放总量控制，到 2020 年，全国排放总量下降 10% 以上。2016 年 7 月工信部和财政部近日联合发布《重点行业挥发性有机物削减计划通知》，提出将在石化等 11 个重点行业加快 VOCs 削减，2018 年将工业行业 VOCs 排放量比 2015 年削减 330 万吨。地方政府也出台多项更高标准的政策控制 VOCs 排放量，目前，北京、上海、江苏、安徽、湖南等超过 11 个省市已率先开展 VOCs 排污收费，VOCs 治理逐渐拉开序幕。

图表 32：部分地方 VOCs 治理政策

政策、法规等	时间	城市	主要内容
《北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划》	2013.9	北京	到2017年，全市工业重点行业挥发性有机物排放量与2012年相比累计减少50%左右。燕山2016年原油加工损失率控制在3%以内；挥发性有机物排放量比2012年减少50%；2017年燕山地区空气中挥发性有机物浓度比2012年下降30%。新建机动车制造涂装项目达到80%以上，其中小型乘用车单位涂装面积的挥发性有机物排放量控制在35克/平方米以下；家具制造及其他工业涂装项目达到50%以上。
《广东省大气污染防治行动方案（2014—2017年）》	2014.2	广东	涂料、油墨、胶粘剂、农药等生产企业应采用密闭一体化生产技术，统一收集挥发性有机物废气并净化处理，净化效率应大于90%；2017年底前全省所有石油炼制企业、有机化工和医药化工等重点企业全面应用LDAR技术；2017年底前，其他地区城市建成区所有排放油烟的餐饮企业和单位食堂安装高效油烟净化设施
《河北省大气污染深入治理三年（2015-2017）行动方案》	2015.8	河北	到2017年，河北省二氧化硫、氮氧化物、一次PM2.5和VOCs排放总量大幅削减，在2013年基础上分别下降40%、25%、40%和20%。2015年底前，完成全省燃煤电厂超低排放改造，完成全省钢铁、水泥、平板玻璃行业脱硫脱硝除尘达标治理。2016年底前，焦化行业全面完成除尘和VOCs达标治理。石家庄、唐山、保定、廊坊治理项目达到特别排放限值要求。
《福建省“十三五”生态省建设专项规划》	2016.4	福建	2017年底前石化行业基本完成挥发性有机物（VOCs）综合治理，全省化工园区、重点港口油码头和液体化工码头于2020年底前完成。加快机动车燃油品质升级，2017年，基本淘汰黄标车。到2020年，挥发性有机物控制在国家下达指标内
《辽宁省环境保护“十三五”规划》	2016.4	辽宁	到2017年年底，海南省将全面完成有机化工、医药、表面涂装、塑料制品等重点行业企业挥发性有机污染物综合治理。
《嘉兴市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	2016.6	浙江嘉兴	加强工业企业大气污染综合治理，在石化、有机化工、表面涂装、包装印刷等重点行业全面开展挥发性有机物污染治理。到2020年，全市空气质量持续改善，PM2.5浓度下降至43微克/立方米以下，空气质量优良天数比率达到75%以上。
《苏州市重点行业挥发性有机物污染整治方案》	2016.6	苏州	到年底，苏州市将累计完成各化工园（集中）区及重点行业VOCs治理项目的80%；各地重点整治行业整治名单中50%的企业需在6月底前完成整治，剩余企业启动整治工作；各市、区确定2至3家汽修企业或汽车涂装企业开展水性涂料试点，家具行业相对集中的常熟市、相城区等地要确定2至3家家具企业开展低挥发性涂料试点，对试点企业实施政策补助。

资料来源：各个省环保厅，财富证券

保守估计，2018年VOCs总排放量较2015年消减350万吨，VOCs市场将达到每年400亿规模，每年市场规模在百亿级别，市场潜力巨大。其中，石油石化、包装印刷、涂料、农药、等重点行业治理将走在前列。

牵手中包联，喜获首个VOCs订单

2016年7月，在中国包装产业战略发展年会上永清环保与中国包装联合会签署战略合作协议，合作领域包括环境咨询、环境评估、VOCs治理、固废处理、污水处理、节能利用等。中包联作为国资委直管的15家行业协会之一，拥有6000个各级会员，有利于公司在包装印刷行业展开VOCs治理。目前，国家已明确了对包装印刷等行业实施挥发性有机物治理，上海市属于行动较早的区域，对于这一细分领域而言，市场潜力巨大，而永清环保已成功掌握治理工业源VOCs的回收利用、氧化、浓缩等国内领先技术，具备抢占市场的行业优势。

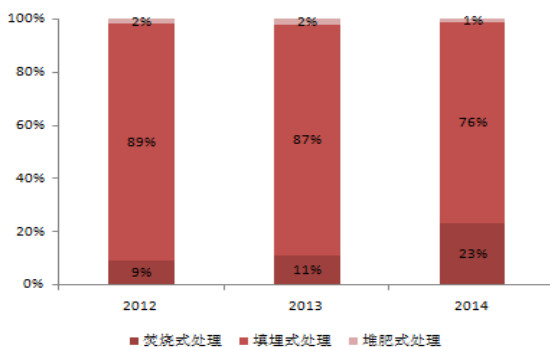
2016年5月，永清环保与景昌企业发展有限公司（主要从事专业的包装印刷、高性能塑料易撕膜、药品包装袋、食品包装膜、饮料封口膜等一系列的包装产品）签订了VOCs达标治理工程合同，永清将为上海景昌提供挥发性有机物废气治理的达标方案，并进行工程实施。这是永清环保在有机废气治理领域的首个项目，后续公司有望在VOCs治理领域获得一席之地。

五、清洁能源业务及其他看点

5.1 垃圾发电项目逐渐落地，迎来收获期

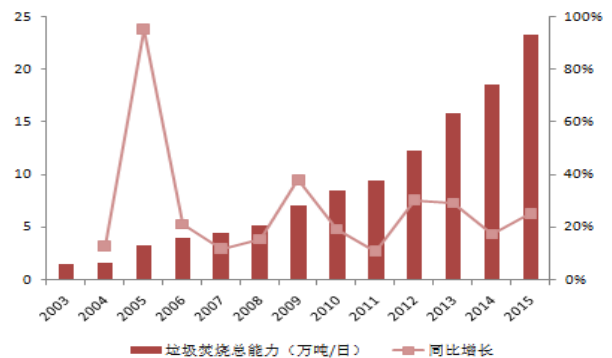
截止到2014年，我国垃圾焚烧处理率仅为23%，2015年即使按《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》规定，也仅为35%。按2015年第六次生活垃圾焚烧处理技术与设备研讨会上住建部预计到2020年我国垃圾焚烧处理率将达到50%，空间巨大。在垃圾焚烧处理能力方面，截止2015年底全国建成投运的生活垃圾焚烧处理总规模约23.3万吨/天，预计到2020年，垃圾焚烧总能力将超过51万吨/日，较“十二五”翻一番。垃圾焚烧发电行业将在十三五期间迎来快速发展期。

图表 33：我国垃圾处理方式及所占比例



资料来源：wind, 财富证券

图表 34：我国垃圾焚烧发电处理能力



资料来源：wind, 财富证券

公司借此机会大力发展垃圾发电业务，目前公司具有三个垃圾发电项目，新余垃圾焚烧发电项目已于今年年初投产，上半年实现营收1368万元，衡阳垃圾焚烧发电项目今年8月正式投入运营，将成为公司今年新的利润增长点。另外，公司参股的长沙垃圾发电项目正在建设，公司权益产能510吨/日，预计2017年年底投产。未来，垃圾发电项目将为公司带来持续稳定的收益。

图表 35：公司垃圾发电项目

项目	产能（吨/日）	投产/预计投产时间
新余	600	2016.3
衡阳一期	1000	2016.8
衡阳二期	500	--
长沙	510	2017年底

资料来源：公司公告，财富证券

5.2 十三五期间清洁能源发电有望迎来快速发展期，成立深圳爱能森屡获大单

根据《十三五规划纲要》，“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、生物质能发电扶持政策”。《太阳能利用十三五发展规划征求意见稿》提出，太阳能热发电装机从 2014 年的 2807 万千瓦提高至 2020 年达到 1.6 亿千瓦。另外，发改委于今年 9 月份颁布《太阳能热发电标杆上网电价政策的通知》，规定 2018 年底前投入运营的太阳能热发电上网电价为每千瓦时 1.15 元，一系列政策将促使我国太阳能发电将在“十三五”期间尤其是近三年迎来快速发展期。

图表 36：“十三五”太阳能发电主要指标

指标类别	主要指标		2014年	2020年
装机容量指标（万千瓦）	太阳能电站	集中式光伏电站	2338	8000
		分布式光伏	467.3	7000
	光热电站		1.38	1000
	合计		2807	16000
发电量指标（亿千瓦时）	总发电量		250	1700

资料来源：《太阳能利用十三五发展规划征求意见稿》，财富证券

公司借助国家“十三五”期间大力推动清洁能源的机会进军光热发电领域，于 2015 年 11 月投资 3000 万元与深圳爱能森合资建立永清爱能森，公司占股 60%，涉足光热、光伏等新能源电站的开发、投资、建设、运营业务。

深圳爱能森是专业从事太阳能光热发电储能系统解决方案的专业服务商、清洁能源解决方案的系统集成商，是研发、设计、生产、销售储热材料、储热设备及储热系统的高科技企业，深圳爱能森拥有该领域的多项专利技术，积累了丰富的经验和市场资源。

合资公司自成立以来，发展迅速，继 2 月份签订怀化 7000 多万元光伏电站项目后，又于 3 月份中标深圳中科蓝天达茂旗 100MW 风电并网发电项目 EPC 项目，订单金额高达 7.3 个亿，预计将于 2017 年初完工。永清爱能森的接连中标，表示了公司该领域的技术实力已获得市场的高度认可，公司在清洁能源发电领域也初露头角。

5.3 股权激励到位，高解锁条件彰显信心

公司于2015年10月对主要核心员工进行了股权激励，拟以5.88元/股（除权除息后）的价格向249名核心人员授予不超过319万元，行权条件为以2014年度扣非净利润为基准，2015、2016、2017年扣非净利润增长率不低于50%、125%、210%，相当于环比增速分别为50%、50%、38%，高速增长的业务目标反映公司管理层对未来发展充满信心。

5.4 成立并购基金，内生外延协同发展

公司于2016年3月份宣布与长沙思诚投资、深圳榛果投资共同出资成立环保产业基金，规模15个亿，基金主要方向是投资节能环保、新能源领域，寻找和培育节能环保及新能源领域的优质项目，或通过收购上述领域企业的股权，延伸公司环保领域的产业链，加快公司外延扩张步伐。

六、盈利预测与投资评级

6.1 盈利预测

我们根据以下假设预测公司的盈利：

(1) 大气板块，公司大气超净排放业务16年全年继续维持快速增长态势，17年随着市场推进增速放缓，公司16-17年收入增速分别为80%、20%；土壤修复版块，在土十条及后续配套政策支持下，土壤修复市场逐步打开，16-17年收入增速为10%、50%；环评板块，16-17年收入增速为140%、60%；托管运营，16-17年收入增速为60%、25%；新能源发电，16-17年收入分别为2.5、3.5亿；整体公司16-17年收入增速分别为104.33%、27.87%。

(2) 随着公司业务逐步向高毛利的土壤修复、环评咨询倾斜，公司毛利较14年及之前（15年因股权转让造成毛利率、净利率均较往年增幅较大）逐渐增高，16-17年分别为20.60%、21.20%。

(3) 公司三费率保持平稳，16-17年费用率分别为8.6%、8.8%；

我们预计公司2016、2017年营业收入分别为15.80、20.21亿元，净利润分别为1.63、2.22亿元，对应EPS 0.25、0.34元。

6.2 投资评级

综上，公司传统大气业务近两年将继续保持快速发展，后续中小锅炉有望接替维持高位运行，土壤修复、环评与清洁能源发电未来数年都将处于高景气阶段，我们看好公司在土壤修复与环评领域的竞争实力，预计公司2016、2017年营业收入分别为15.80、20.21亿元，净利润分别为1.63、2.22亿元，对应EPS 0.25、0.34元。我们认为2017年以后公司仍有望保持高速增长，给予公司2017年40-45倍PE，合理估值区间为13.73-15.44元。目前公司股价15.43元，处于合理价值区间内，考虑公司业绩存在较高的超预期可能，我们维持对公司的“谨慎推荐”评级。