

环保

报告日期：2024 年 04 月 08 日

新能源转型成果逐步落地，优质资产运营商渐行渐近

——永清环保（300187.SZ）公司研究报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024 年 4 月 3 日

当前价格（元）	6.02
52 周价格区间（元）	3.43-6.53
总市值（百万）	3886.65
流通市值（百万）	3886.65
总股本（万股）	654.62
流通股（万股）	644.50
近一月换手（%）	37.49

研究员：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzqgs.com

联系人：李浩洋

执业证书编号：S0230124020003

邮箱：lihy@hlzqgs.com

相关阅读

观点：

- **先发布局环保全产业链，新能源新动能逐步切换。**公司 2011 年上市后逐步拓展土壤修复治理、垃圾焚烧、危废处置、新能源运营和新能源工程 EPC 等业务，形成全环保产业链。在传统危废处理业务承压后，公司在分布式光伏、储能建设和运营等双碳业务布局逐步落地，推动利润持续增长。公司 2023 年预计实现归母净利润 0.6-0.85 亿元，同比实现扭亏为盈，新能源业务逐步成为公司业绩增长的新动能。
- **光伏工程建设屡获新单，储能工程建设有望成为新增长点。**公司 2023 年以来在湖南、广西和广东等地屡次获取分布式光伏、户用光伏和农光互补等光伏工程建设项目订单。2022 年公司签订首个 12MWh 储能电站工程项目，2023 年新增获取尔康制药光储一体化项目以及重庆精鸿益、重庆成田等 4 个用户侧储能项目。随着新能源装机并网容量快速增长，叠加用户侧储能商业模式逐步明晰，储能电站建设需求有望进一步增长，储能工程建设业务有望获取更多订单，成为公司业绩新的增长点。
- **新能源运营项目布局全国，高毛利率有望推动盈利能力提升。**公司以湖南为基础，布局全国，已在湖北、陕西和广东等多地投建运营光伏电站。新项目获取方面，公司在湖南、江西、广东、重庆、四川、浙江等地成立了专门的新能源营销团队，积极拓展分布式光伏和用户侧储能等新能源业务。参考 A 股光伏运营商财务表现，近 3 年光伏发电行业平均毛利率在 60% 左右，远高于公司 2023 年前三季度 25.1% 的整体毛利率水平。随着未来一批优质新能源运营资产的投运，公司盈利能力有望进一步增长，推动业绩持续增长。
- **盈利预测及投资评级：**公司拥有全环保产业链，积极布局分布式光伏和用户侧储能建设和运营新业务，逐步成为公司业绩增长新动能。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.80/1.50/1.82 亿元，对应 PE 分别为 48.5/25.9/21.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**电价波动风险；上游原材料价格波动风险；新能源项目获取不及预期；新能源项目建设不及预期；第三方数据统计风险；适当性管理。

➤ 盈利预测简表

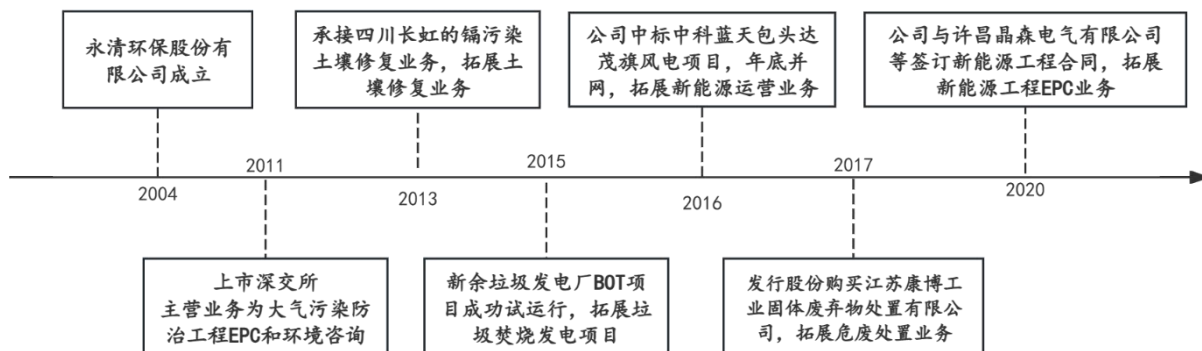
预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	713.35	846.42	1,135.16	1,400.32
增长率（%）	-28.93	18.65	34.11	23.36
归母净利润（百万元）	-387.03	80.19	150.05	181.57
增长率（%）	-627.56	120.72	87.12	21.01
ROE（%）	-40.10	7.67	12.55	13.18
每股收益/EPS（摊薄/元）	-0.60	0.12	0.23	0.28
市盈率（P/E）	—	48.47	25.90	21.41
市净率（P/B）	3.82	3.72	3.25	2.82

数据来源：Wind，华龙证券研究所

1 先发布局环保全产业链，新能源新动能逐步切换

公司成立于2004年，2011年以大气污染防治工程EPC和环境咨询为主营业务上市深交所。上市后逐步拓展土壤修复治理、垃圾焚烧、危废处置、新能源运营和新能源工程EPC等业务，形成集研发、咨询、设计、制造、工程总承包、营运、投融资为一体的全环保产业链。2022年以来，强化升级“一站式”减污降碳综合服务商的战略定位，双碳业务聚焦成为“新能源优质资产运营商”的战略目标。

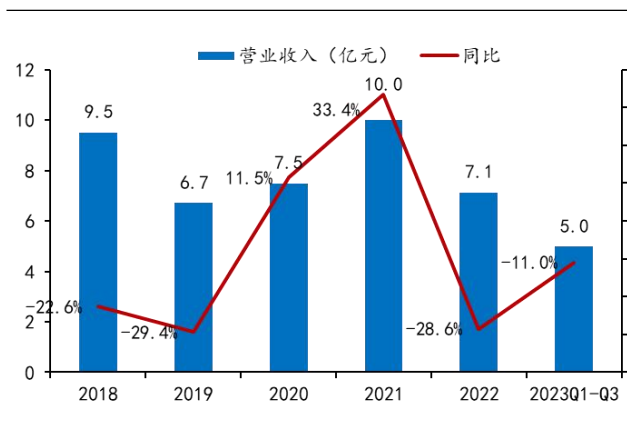
图1：永清环保业务拓展过程



资料来源：公司公告，公司官网，华龙证券研究所

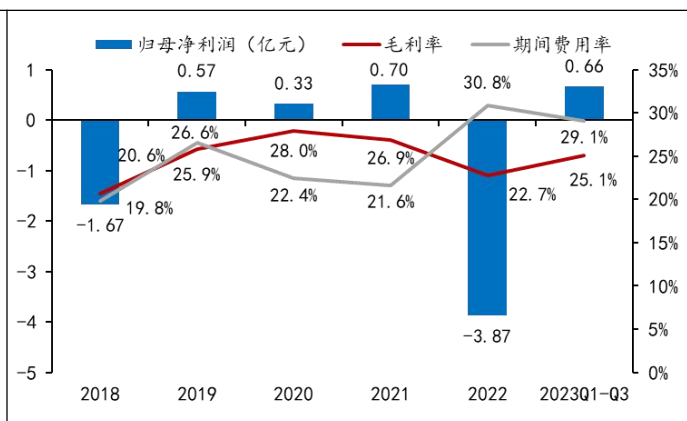
新旧动能逐步切换，新能源业务推动增长。2022年公司营收业绩承压，主要系危废处置业务量价下降、土壤修复业务营收下降以及计提商誉减值。2023年公司在商誉减值后轻装上阵，随着包括垃圾焚烧发电、分布式光伏及电化学储能运营和新能源工程EPC在内的双碳业务布局初见成效，利润持续增长。公司已发布2023年业绩预告，2023年预计实现归母净利润0.6-0.85亿元，同比实现扭亏为盈。公司增长动能从传统环保业务逐步切换为新能源业务。

图2：公司2018-2023年前三季度营收



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图3：公司2018-2023年前三季度盈利能力



资料来源：Wind，华龙证券研究所

2 新能源建设运营双管齐下，优质资产运营商渐行渐近

垃圾焚烧处理量逐步提升，新能源业务业绩安全垫。公司固废处理业务依托衡阳、新余 2 个垃圾焚烧发电厂，合计垃圾处置规模 2400 吨/日，另外参股垃圾处置规模 5100 吨/日的长沙市生活垃圾焚烧发电厂。随着 2021 年底投产的新余二期工厂逐步稳产，2022 年衡阳、新余两厂垃圾处理量达 87.7 万吨，合计发电量达 3.13 亿千瓦时，实现营收 1.88 亿元，实现营业利润 0.4 亿元，按 25% 所得税计算，增厚业绩约 0.3 亿元，成为公司新能源业务业绩安全垫。

表 1：公司 2020-2023H1 垃圾焚烧业务表现

指标	单位	2020	2021	2022	2023H1
垃圾处理能力	吨/日	2100	2400	2400	2400
垃圾处理量	万吨	61.7	79.9	87.7	
发电量	亿千瓦时	2.18	2.91	3.13	
营业收入	亿元	1.38	1.61	1.88	1.05
净利润	亿元	0.46	0.44	0.41	0.27

资料来源：公司公告，华龙证券研究所

光伏工程建设屡获新单，储能工程建设有望成为新增长点。公司依托 2016 年以来的建设经验，2023 年以来在湖南、广西和广东等地屡次获取分布式光伏、户用光伏和农光互补等光伏工程建设项目订单。2022 年公司签订首个 12MWh 储能电站工程项目，2023 年新增获取尔康制药光储一体化项目以及重庆精鸿益、重庆成田等 4 个用户侧储能项目。随着新能源装机并网容量快速增长，叠加用户侧储能商业模式逐步明晰，储能电站建设需求有望进一步增长，储能工程建设业务有望获取更多订单，成为公司业绩新的增长点。

表 2：公司 2023 年以来获取的部分新能源建设项目

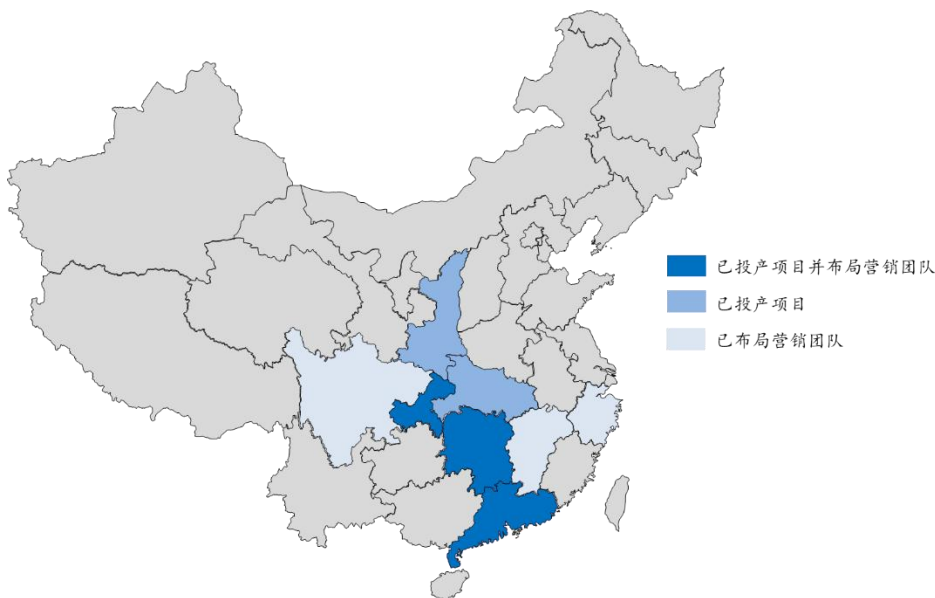
时间	地区	项目名称
2024.03	广西桂林	平乐县 120MW 户用分布式屋顶光伏项目
2023.12	广西桂林	广西桂林地区 30MW 分布式屋顶光伏项目
2023.10	湖南	湖南永鑫环保分布式屋顶光伏电站
2023.06	湖南	湖南麒月香食品分布式屋顶光伏电站
2023.03	广东梅州	广东梅州 127MW 农光互补光伏电站
2023.03	湖南	尔康制药光储一体化项目

资料来源：公司官网，华龙证券研究所

新能源运营项目布局全国，高毛利率有望推动盈利能力提升。公司从 2016 年开始进入新能源领域、拥有投资、开发、建设和运营数十个新能源项目的经验。截至 2023 年上半年，公司已投建并运营益阳菱角岔、衡阳角

山米业、步步高梅溪湖商业综合体等光伏项目，新投建的重庆精鸿益、重庆成田等光伏项目正在建设。公司以湖南为基础，布局全国，已在湖北、陕西和广东等多地投建运营光伏电站。新项目获取方面，公司在湖南、江西、广东、重庆、四川、浙江等地成立了专门的新能源营销团队，积极拓展分布式光伏和用户侧储能等新能源业务。参考A股光伏运营商财务表现，近3年光伏发电行业平均毛利率在60%左右，远高于公司2023年前三季度25.1%的整体毛利率水平。随着未来一批优质新能源运营资产的投运，公司盈利能力有望进一步增长，推动业绩持续增长。

图 4：公司新能源运营业务全国布局



资料来源：公司公告，公司官网，华龙证券研究所

传统环保业务运营稳定。环保业务是公司传统业务，主要包括土壤修复、危废运营、大气治理和环境咨询、检测等业务。其中土壤修复业务主要包括农田修复和场地修复等，2023年在华中和华东地区取得突破，Q2陆续在武汉、江苏等多个场地修复项目开展实施；危废处置业务主要依托江苏永之清、甘肃禾希两个危废处置项目开展，核准处置规模为9.74万吨/年；大气污染治理业务主要为燃煤电厂、钢铁有色窑炉等设备提供烟气改造等服务。

3 盈利预测及投资评级

公司拥有全环保产业链，积极布局分布式光伏和用户侧储能建设和运营新业务，逐步成为公司业绩增长新动能。预计2023-2025年公司归母净利润分别为0.80/1.50/1.82亿元，对应PE分别为48.5/25.9/21.4倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：盈利预测表

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	713.35	846.42	1,135.16	1,400.32
增长率（%）	-28.93	18.65	34.11	23.36
归母净利润（百万元）	-387.03	80.19	150.05	181.57
增长率（%）	-627.56	120.72	87.12	21.01
ROE（%）	-40.10	7.67	12.55	13.18
每股收益/EPS（摊薄/元）	-0.60	0.12	0.23	0.28
市盈率（P/E）	—	48.47	25.90	21.41
市净率（P/B）	3.82	3.72	3.25	2.82

资料来源：Wind，华龙证券研究所

4 风险提示

- 1) 电价波动风险。电价下降会导致公司新能源运营项目收益下降，进而影响公司整体盈利能力；
- 2) 上游原材料价格波动风险。上游硅料等原材料价格波动将会导致公司新能源运营项目成本提升，收益率下降，影响公司盈利能力；
- 3) 新能源项目获取不及预期。新能源项目获取不及预期将导致公司新能源建设和运营业务增长不及预期，拖慢公司业绩增长；
- 4) 新能源项目建设不及预期。新能源项目在建成投运后方可产生收入，项目建设不及预期可能影响公司业绩增长速度；
- 5) 第三方数据统计风险。本文使用数据包含第三方数据，其可能存在误差，以实际为准。
- 6) 适当性管理。创业板、科创板股票风险等级为 R4，仅供符合本公司适当性管理要求的客户使用。

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	187	195	264	374	营业收入	713	846	1135	1400
应收款项	398	478	640	788	营业成本	551	605	807	973
存货净额	80	66	88	106	营业税金及附加	4	5	6	8
其他流动资产	405	502	641	793	销售费用	18	21	25	31
流动资产合计	1071	1241	1634	2061	管理费用	103	104	138	170
固定资产	681	729	1102	1583	财务费用	58	57	67	91
在建工程	63	41	188	281	其他费用/(-收入)	41	36	48	59
无形资产及其他	1441	1503	1516	1529	营业利润	-398	80	145	178
长期股权投资	54	54	54	54	营业外净收支	10	5	7	5
资产总计	3310	3568	4494	5508	利润总额	-388	84	151	183
短期借款	442	492	542	642	所得税费用	-6	4	1	1
应付款项	636	695	927	1119	净利润	-382	81	151	182
预收账款	0	0	0	0	少数股东损益	5	1	1	1
其他流动负债	280	312	357	397	归属于母公司净利润	-387	80	150	182
流动负债合计	1358	1499	1826	2158	主要财务比率				
长期借款及应付债券	821	846	1294	1793	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
其他长期负债	151	163	163	163	盈利能力				
长期负债合计	972	1008	1456	1955	ROE	-40.10%	7.67%	12.55%	13.18%
负债合计	2330	2508	3283	4114	毛利率	22.73%	28.57%	28.95%	30.51%
股本	646	646	646	646	期间费率	25.10%	21.48%	20.22%	20.85%
股东权益	979	1061	1212	1394	销售净利率	-54.26%	9.47%	13.22%	12.97%
负债和股东权益总计	3310	3568	4494	5508	成长能力				
现金流量表 (百万元)					收入增长率	-28.93%	18.65%	34.11%	23.36%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	利润增长率	-627.56%	120.72%	87.12%	21.01%
经营活动现金流	138	82	219	239	营运能力				
净利润	-387	80	150	182	总资产周转率	0.20	0.25	0.28	0.28
少数股东损益	5	1	1	1	应收账款周转率	1.91	2.15	2.26	2.18
折旧摊销	105	58	92	103	存货周转率	8.04	8.30	10.49	10.03
公允价值变动	-56	0	0	0	偿债能力				
营运资金变动	8	-89	-47	-85	资产负债率	70.41%	70.27%	73.04%	74.69%
投资活动现金流	-168	-88	-597	-622	流动比	0.79	0.83	0.89	0.95
资本支出	-159	-92	-618	-684	速动比	0.46	0.47	0.52	0.57
长期投资	1	30	-20	10	每股指标 (元)				
其他	-10	-26	41	52	EPS	-0.60	0.12	0.23	0.28
筹资活动现金流	-235	44	427	503	BVPS	1.50	1.62	1.85	2.13
债务融资	128	92	498	599	估值				
权益融资	4	0	0	0	P/E	—	48.47	25.90	21.41
其它	-367	-48	-71	-97	P/B	3.82	3.72	3.25	2.82
现金净增加额	-265	38	49	120	P/S	5.17	4.59	3.42	2.78

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（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报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。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价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

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及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦 F1 层华龙证券	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号甘肃文化大厦 21 楼	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼
邮编：100033	邮编：730030	邮编：200000
	电话：0931-4635761	