

# 理工环科 (002322.SZ)

## 环保、电力信息化业务加速拓展

**20年风雨兼程，环保、能源业务均有望发力。**公司成立于2000年12月，主营电力系统在线监测，2015年10月，公司收购北京尚洋（主营水质监测）和江西博微（主营电力信息化业务）；2016年9月，收购湖南碧蓝（主营土壤修复），实现了环保、能源双领域布局。公司子板块之间在销售渠道、监测技术、自动化技术方面都有协同。在环境监测、土壤修复高景气，泛在电力物联网建设的催化下，公司业务有望持续拓展。

**泛在电力物联网建设起步，博微电力信息化业务受益。**公司造价软件、电力信息化项目营收各占比约50%。未来两年电力工程行业市场化程度提升，新增用户变多，公司传统造价软件业务预计小幅增长。同时，受益于泛在电力物联网的建设，公司电力信息化项目预计高速增长，主要包括智慧供应链、智慧基建、智慧物资等项目的拓展。

**环境监测高景气，尚洋持续高增长。**《生态环境监测网络建设方案》要求2020年全国生态环境监测网络基本实现全覆盖，在环境税开征及环保督察常态化的背景下，环境监测需求持续提升。尚洋环境一直致力于环境监测领域，水质监测市场占有率较高，依靠博微的研发实力，尚洋监测数据信息化程度有望提升，竞争力增强。

**土壤修复市场喷薄欲出，碧蓝项目拓展在即。**中国土壤污染严重，2019年《土壤污染防治法》正式实施，土壤修复市场将加速释放，预计2019年土壤修复市场空间在200亿元以上，未来3年行业复合增速40%。碧蓝重金属稳定化达到国内领先水平，同时积累了丰富的施工经验。2018年碧蓝中标了台州1.3亿有机物修复大单，标志着碧蓝的修复技术已经能够涉及较复杂的有机物修复工程，未来土壤修复有望持续拓展。

**盈利预测。**公司环境、能源双布局，渠道销售、信息化技术方面协同性高，泛在电力物联网的建设利好公司电力信息化业务和电力监测业务，环境监测行业高景气利好公司环境监测业务，土壤修复潜在市场空间巨大，公司修复技术由重金属拓展至有机物，修复工程有望加速拓展。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.5/4.5/5.7亿元，EPS分别为0.88/1.12/1.44元，对应PE分别为17.5X/13.7X/10.7X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**管理风险、收购整合风险、商誉风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	842	994	1,367	1,738	2,215
增长率 yoy (%)	22.5	18.1	37.5	27.1	27.5
归母净利润(百万元)	279	257	349	446	571
增长率 yoy (%)	83.7	-8.1	36.1	27.7	28.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.70	0.65	0.88	1.12	1.44
净资产收益率 (%)	8.9	8.8	11.0	12.7	14.4
P/E (倍)	21.9	23.8	17.5	13.7	10.7
P/B (倍)	1.9	2.1	1.9	1.7	1.5

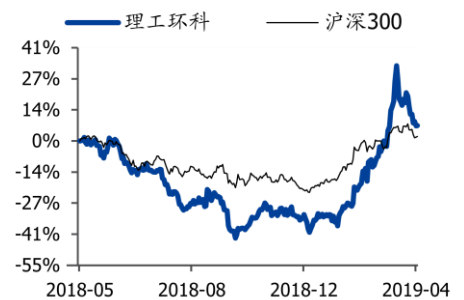
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	电气自动化设备
最新收盘价	15.12
总市值(百万元)	5,997.53
总股本(百万股)	396.66
其中自由流通股(%)	88.41
30日日均成交量(百万股)	4.92

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,405	1,300	2,133	2,344	3,336
现金	503	513	790	1,004	1,280
应收账款	365	441	668	742	1,055
其他应收款	35	0	49	13	65
预付账款	24	9	37	22	53
存货	271	242	486	459	767
其他流动资产	207	94	104	103	116
<b>非流动资产</b>	2,089	2,230	2,389	2,495	2,611
长期投资	15	11	7	4	-0
固定投资	288	274	448	565	695
无形资产	61	54	57	61	54
其他非流动资产	1,725	1,891	1,877	1,866	1,862
<b>资产总计</b>	3,494	3,529	4,522	4,839	5,947
<b>流动负债</b>	351	597	1,362	1,335	1,987
短期借款	125	290	797	1,037	1,216
应付账款	61	109	286	28	380
其他流动负债	165	198	279	270	392
<b>非流动负债</b>	11	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	8	8	8	8
<b>负债合计</b>	<b>362</b>	<b>605</b>	<b>1,370</b>	<b>1,343</b>	<b>1,996</b>
少数股东权益	-0	1	-1	-4	-6
股本	398	397	397	397	397
资本公积	1,903	1,892	1,892	1,892	1,892
留存收益	832	896	1,064	1,264	1,554
归属母公司股东收益	3,133	2,923	3,153	3,500	3,957
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,494</b>	<b>3,529</b>	<b>4,522</b>	<b>4,839</b>	<b>5,947</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	152	184	107	266	436
净利润	278	256	347	443	569
折旧摊销	42	44	40	58	76
财务费用	-5	5	17	29	34
投资损失	-1	1	0	-0	-0
营运资金变动	-180	-162	-298	-264	-242
其他经营现金流	18	41	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-60	119	-200	-164	-191
资本支出	18	45	163	110	119
长期投资	-1	2	4	3	4
其他投资现金流	-44	166	-33	-51	-69
<b>筹资活动净现金流</b>	-51	-298	14	22	2
短期借款	72	165	150	150	150
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-3	-1	0	0	0
资本公积增加	3	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-123	-451	-136	-128	-148
<b>现金净增加额</b>	41	6	-79	124	247

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	842	994	1,367	1,738	2,215
营业成本	297	418	593	770	999
营业税金及附加	11	10	14	17	22
营业费用	87	94	129	158	199
管理费用	181	87	260	313	377
财务费用	-5	5	17	29	34
资产减值损失	14	46	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-1	-0	0	0
<b>营业利润</b>	311	277	352	451	584
营业外收入	0	0	23	23	23
营业外支出	2	6	2	2	2
<b>利润总额</b>	309	271	373	472	605
所得税	31	14	26	28	36
<b>净利润</b>	278	256	347	443	569
少数股东收益	-1	-0	-3	-3	-3
<b>归属母公司净利润</b>	279	257	349	446	571
EBITDA	343	317	426	559	715
EPS (元/股)	0.70	0.65	0.88	1.12	1.44

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	22.5	18.1	37.5	27.1	27.5
营业利润 (%)	179.1	-11.0	27.1	28.3	29.5
归属母公司净利润 (%)	83.7	-8.1	36.1	27.7	28.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	64.7	57.9	56.6	55.7	54.9
净利率 (%)	33.2	25.8	25.5	25.7	25.8
ROE (%)	8.9	8.8	11.0	12.7	14.4
ROIC (%)	8.3	8.0	9.1	10.3	11.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	10.3	17.1	30.3	27.8	33.6
净负债比率 (%)	-12.1	-7.6	0.2	0.9	-1.6
流动比率	4.0	2.2	1.6	1.8	1.7
速动比率	3.2	1.8	1.2	1.4	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.25	0.28	0.34	0.37	0.41
应收账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	3.8	4.9	3.0	4.9	4.9
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.70	0.65	0.88	1.12	1.44
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	1.24	0.27	0.67	1.10
每股净资产 (最新摊薄)	7.90	7.37	7.95	8.82	9.98
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	21.9	23.8	17.5	13.7	10.7
P/B	1.9	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.7	18.6	14.3	11.0	8.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1、公司简介.....	5
1.1 电力监测起步，拓展环保业务.....	5
1.2 营收高增长、研发投入高.....	6
1.3 董事长创新起家，核心高管持股多.....	8
2、博微--受益泛在电力物联网建设.....	8
2.1 有影响力的电力信息化系统供应商.....	9
2.2 盈利水平高，产品优势突出.....	11
2.3 信息化业务受益泛在电力物联网建设.....	11
3、尚洋--环境监测持续高景气.....	13
3.1 环保监管趋严，监测行业高景气.....	13
3.2 尚洋利润高增长.....	15
3.3 水质监测龙头，市场加速拓展.....	16
4、碧蓝--土壤修复市场喷薄欲出.....	17
4.1 政策推动土壤修复市场释放.....	17
4.2 修复技术不断扩充，项目拓展在即.....	20
5、盈利预测.....	21
风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司业务布局.....	6
图表 3: 公司主营业务收入/亿元.....	6
图表 4: 期间费率.....	6
图表 5: 重要子公司财务情况.....	7
图表 6: 子板块毛利率情况.....	7
图表 7: 公司研发投入逐年提高.....	8
图表 8: 股权结构.....	8
图表 9: 博微公司发展历程.....	9
图表 10: 电力系统及电力单位组成.....	10
图表 11: 电力单位构成.....	10
图表 12: 公司软件产品.....	10
图表 13: 博微营业收入、净利润情况.....	11
图表 14: 泛在 4 个应用架构.....	12
图表 15: 泛在 11 个重点方向.....	12
图表 16: 泛在电力物联网典型案例.....	12
图表 17: 公司与泛在相关的业务拓展.....	13
图表 18: 2015 年至 2018 年中国环境监测政策出台并深化.....	14
图表 19: 2018 年环境税开征，污染源监测设备需求提高.....	15
图表 20: 环保督察常态化.....	15
图表 21: 尚洋环境营收、利润情况.....	16
图表 22: 公司监测仪器.....	17
图表 23: 《土壤污染防治法》核心内容.....	18

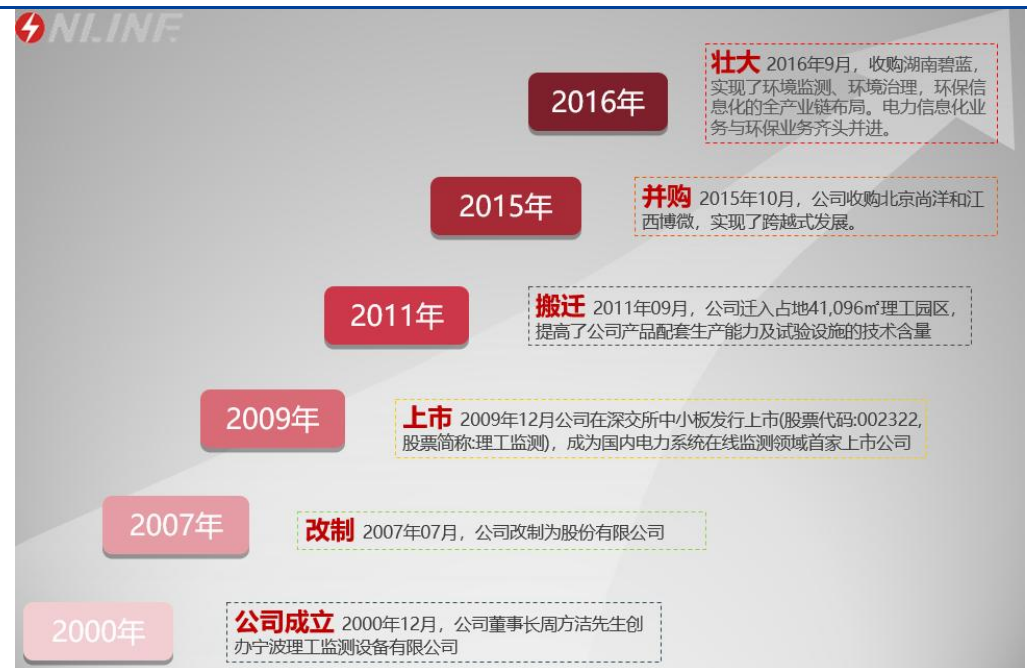
图表 24: 典型土壤污染事件.....	18
图表 25: 2004 年土壤污染普查结果.....	19
图表 26: 预计中国土壤修复市场空间 2019 至 2023 年复合增速 40%.....	20
图表 27: 美国超级基金在行业新起的前 8 年复合增速 37% .....	20
图表 28: 碧蓝营收、净利润情况 .....	20
图表 29: 公司主营业务收入预测 .....	22
图表 30: 毛利率预测.....	22

## 1、公司简介

### 1.1 电力监测起步，拓展环保业务

**发展历程：20年风雨兼程，电力监测拓展至环保业务。**公司成立于2000年12月，2007年07月，公司改制为股份有限公司；2009年12月公司在中小板上市，成为国内电力系统在线监测领域首家上市公司；2011年09月，公司迁入占地4万平方米的工园区，提高了公司产品配套生产能力及试验设施的技术含量；2015年10月，公司收购北京尚洋和江西博微，实现了跨越式发展；2016年9月，收购湖南碧蓝，实现了环境监测、环境治理，环保信息化的全产业链布局，电力信息化业务与环保业务齐头并进。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网、wind、国盛证券研究所

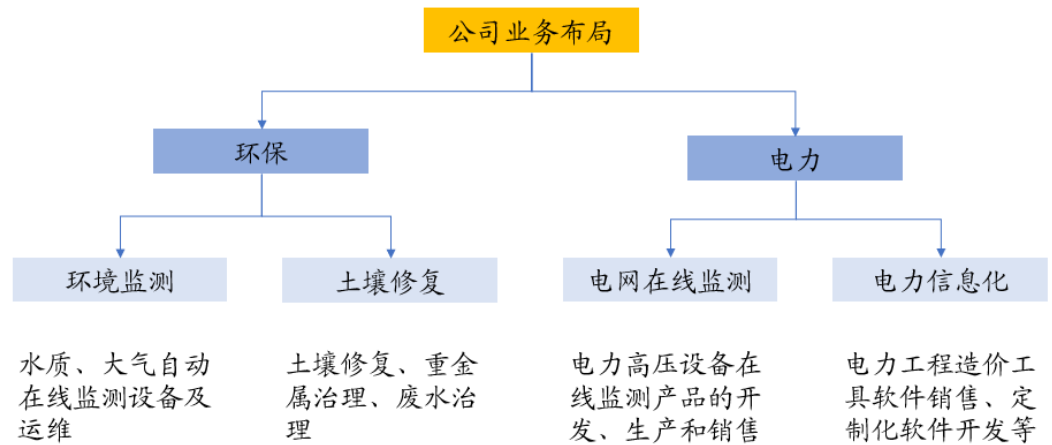
上市后，并购谋拓展。

- ✓ **并购博微**：理工环科2015年10月完成12.6亿元收购高能投资、博联众达和朱林生等48名自然人所持有的博微新技术100%股权，其中现金支付40468万元，股份支付85532万元。博微主要从事电力工程造价软件及定制化软件开发和技术服务。博微和理工环科主业的客户同属于电力部门，渠道有协同。
- ✓ **并购尚洋**：理工环科2015年10月完成4.5亿元收购成都尚青、银泰睿祺、银汉兴业、凯地电力、薪火科创、中润发投资和熊晖等3名自然人所持有的尚洋环科100%股权，其中现金支付1.35亿元，股份支付3.15亿元。尚洋环境主要从事水质、大气监测设备销售及运维服务，其主要产品是环境监测仪器，而理工环科主业是电力系统监测，同为以传感器识别环境介质，核心技术有共通之处，产品有协同。
- ✓ **并购碧蓝**：理工环科2016年9月完成3.6亿元对伍卫国、王阳和湘潭恒昇企业管理中心所持有的湖南碧蓝100%股权的收购。碧蓝是一家专业从事土壤修复和重金属治理的环保企业，为客户提供场地调查、技术咨询、方案设计、工程施工、系统运行、后期维护为一体的一站式环境修复服务。公司目前实施环保和电力双主业发展，而土壤修复市场目前处于快速发展阶段，收购碧蓝有利于公司加速环保市场的拓展。

**战略版图成型：环保、电力齐头并进。**

- ✓ **环保业务包括：**环境监测、土壤修复。环境监测业务主要提供水质、大气自动在线监测设备及运维。土壤修复业务主要提供场地修复、重金属治理、废水（地下水）治理等。
- ✓ **电力业务包括：**智能电网在线监测和电力信息化。在线监测的主要产品包括：智能变电站在线监测系统、变压器色谱在线监测系统、GIS局部放电在线监测系统、输电线路在线监测系统、电网调度系统等。电力信息化主要包括电力工程造价工具软件销售、定制化软件开发和技术服务。

图表 2: 公司业务布局



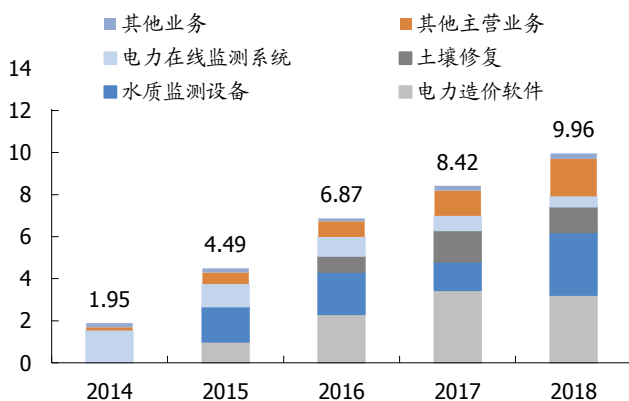
资料来源：wind、国盛证券研究所

**1.2 营收高增长、研发投入高**

**并表、内生带来业绩高速增长。**公司自 2016 至 2017 年博微、尚洋、碧蓝陆续并表后，主营业务收入持续高成长。2018 年营收 10.0 亿元，同增 18.3%，主要系水质监测系统增长 1.6 亿元，同增 120%。

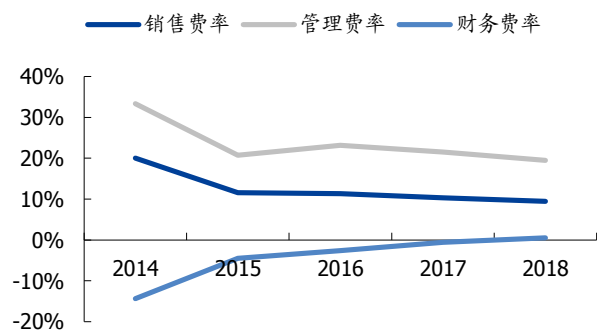
**管理费率降低，财务费用低。**公司 2016-2018 管理费率分别为 23.1%/21.5%/19.5%，管理费率降低；2018 年财务费仅为 500 万元，财务费用低。

图表 3: 公司主营业务收入/亿元



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表 4: 期间费率



资料来源：wind、国盛证券研究所

子板块业绩高增长。

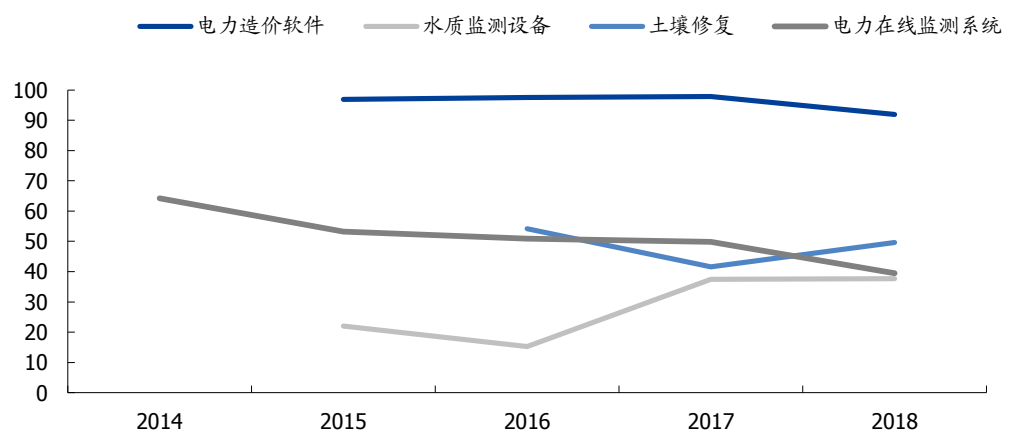
- ✓ **博微业绩高增长, 毛利率超 90%。**博微 2016 至 2018 年, 净利润分别为 1.6/2.2/1.7 亿元, 完成业绩承诺, 其中 2017 年增速较快, 主要因为“营改增”导致电力系统计价软件集中换代, 公司软件业务收入大增。公司主营业务属于软件行业, 2016 至 2018 年毛利率 97.6%/97.8%/92.0%, 毛利率高于传统行业, 2018 年毛利率下滑可能原因是与泛在电力物联网相关的非软件类业务占比提升。
- ✓ **尚洋环境 2018 年高成长。**尚洋环境 2016 至 2018 年净利润分别为 3555/5844/8332 万, 2017 年业绩小幅低于业绩承诺, 2018 年业绩高成长。主要原因是“大单密集落地, 服务费用分期支付”的特点导致公司 2016、2017 年新业务模式下落地的大额合同需在后续逐年间实现收入, 对公司当期业绩产生较大影响。2018 年在监测行业高景气的背景下, 尚洋实现高成长。
- ✓ **碧蓝 2018 年业绩不达预期, 2019 年成长空间大。**碧蓝 2016-2018 年净利润分别为 4566/4363/4486 万元。2017 年实际回款 3813 万元, 按照回款考核业绩不达承诺, 2018 年业绩承诺完成率为 82.5%。2018 年 9 月, 中南勘测设计研究院与湖南碧蓝联合中标“台州市三化化工有限公司和台州经纬化工有限公司污染场地修复工程项目”, 中标金额为 1.3 亿元, 2019 年有望开拓其他土壤修复订单, 成长空间大。

图表 5: 重要子公司财务情况

年份	营收/万元				实际业绩/万元				业绩承诺/万元
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	
尚洋	20911	26540	22938	40459	3126	3555	5844	8332	3800/4680/6000
博微	20732	25055	36630	37533	11183	15928	21709	16587	10800/13000/15600
碧蓝		7515	14868	12265		4566	4363	4486	3280/4198/5374/6879

资料来源: wind、国盛证券研究所; 注: 尚洋、博微业绩承诺年份为 2015 至 2017 年, 碧蓝业绩承诺年份为 2016 至 2019 年

图表 6: 子板块毛利率情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

**研发投入高, 研发费用计入当期损益。**公司研发人员超过 600 人, 研发人员占比超过 36%, 2016 至 2018 研发投入占比营收比例分别为 8.3%/7.6%/10.7%。公司研发投入主要水质自动检测器、博微的大数据平台及各项软件开发、土壤修复技术等, 且研发费用计入当期损益, 没有资本化。

图表 7: 公司研发投入逐年提高

	2016 年	2017 年	2018 年
研发人员数量 (人)	615	654	669
研发人员数量占比	45%	42%	35.8%
研发投入金额 (元)	5725	6393	10654
研发投入占营业收入比例	8.3%	7.6%	10.7%
研发投入资本化的金额 (元)	0	0	0
资本化研发投入占研发投入的比例	0%	0%	0%

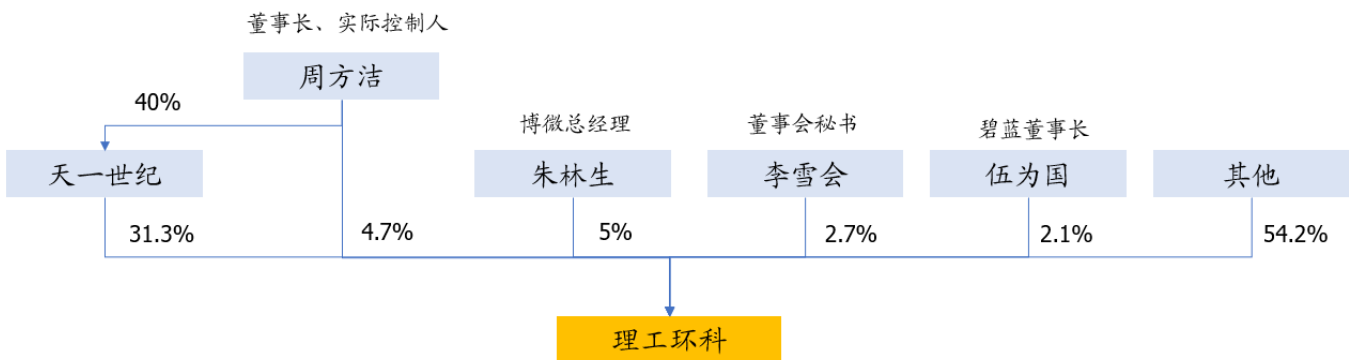
资料来源: wind、国盛证券研究所

### 1.3 董事长创新起家，核心高管持股多

**董事长创新起家。**公司实际控制人、董事长周方洁北京科技大学工业自动化专业硕士研究生学历，副研究员。上世纪 90 年代通过研制一种电力设备高压检测仪器，获取了自己人生的“第一桶金”。此后先后攻关“非接触式机器人动态性能测试系统”、“核反应堆控制棒位置监测系统”、“防爆型超声波液位仪”、“全位置氩弧焊机控制系统”的电力系统专用设备，通过自主研制及技术创新，打开更大的电力监测设备市场。

**核心高管持股多。**董事长通过天一世纪持股公司 17.6%的股权，江西博微总经理朱林生持股公司 5%的股权，董事会秘书李雪会持股公司 2.7%的股权，湖蓝碧蓝董事长持股公司 2.1%的股权，公司核心子公司高管持股较多。

图表 8: 股权结构



资料来源: wind、国盛证券研究所

## 2、博微--受益泛在电力物联网建设

**泛在电力物联网直接促进公司电力信息化相关项目。**公司造价软件、电力信息化项目营收各占比约 50%。未来两年电力工程行业市场化程度提升，新增用户变多，公司传统造价软件业务预计小幅增长。同时，受益于泛在电力物联网的建设，公司电力信息化项目预计高速增长，增量部分来源于国电南瑞，普华等体制内的公司，公司给其做信息化的配套会增多，此外公司与泛在相关的智慧供应链、智慧基建、智慧物资等项目会有增加。



## 2.1 有影响力的电力信息化系统供应商

**电力信息化系统供应商成长之路。**博微高管于 2000 年创立公司，电力工程造价软件为公司的核心业务。2008 年，国网推出 SG186 计划，即国家电网构筑一体化企业级信息集成平台，建设八大业务应用，建立 6 个保障体系。国网电力信息化迎来变革，博微的造价产品实现全国大范围的推广。2010 年，公司拓宽业务边界，打造“工具软件+定制化管理体系”的战略。2015 年，理工环科收购博微，实现并购重组，理工主营电力监测设备与博微客户的重合度高，资源得以整合。

图表 9: 博微公司发展历程

时间节点	发展进程
2000.04	公司成立，以电力工程造价电算化为核心业务。
2002.06	电力体制改革，公司战略预定电网企业为主要客户对象。
2008.01	国网推出 SG186 计划，电力信息化迎来整体变革，主营造价产品实现全国范围大部分省份的市场推广。
2010.01	业务体系由单一的电力工程造价软件逐渐向“工具软件+定制化管理体系”双轨体系发展。
2015.10	进入资本市场，公司与电力设备监测龙头厂商上市公司宁波理工监测股份公司实现并购重组，实现客户资源整合。
2017.12	构建“软件研发、项目定制、咨询与数据服务、工程智能化建设、系统集成、环保信息化”6 大业务体系。

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

**公司软件及产品广泛应用于电力系统。**我国的电力系统，电力单位分别由 5 个系统构成，电力系统：电源—输电—配电—售电—用电，电力单位：业主—设计—施工—监理—咨询。公司的电力信息化产品广泛应用于电源企业、输变电企业、配电企业等。

- ✓ **电源：**五大发电集团、核电公司、光伏公司用于经济评价采购公司的电厂经济评价软件；用于投资测算的燃煤电厂、核电厂、光伏发电厂的造价软件。
- ✓ **输变电：【工程业主单位】**三大发电公司（国网、南网、内蒙古电力）及地方电力公司使用的经济评价软件、输变电工程造价软件、清标工具、评审平台；**【设计单位】**3000 余家市级电力设计院及私人设计院使用的工程设计软件、工程造价软件及设计院一体化管理平台；**【施工单位】**中国电建、中国能建及 31 家施工单位使用的投标、结算、施工管理软件；**【咨询、监理单位】**使用的投资测算、结算、企业管理软件。
- ✓ **配电：**电网公司、配网民企、地市级电力设计院使用的造价、配电设计、工程运维软件。

图表 10: 电力系统及电力单位组成



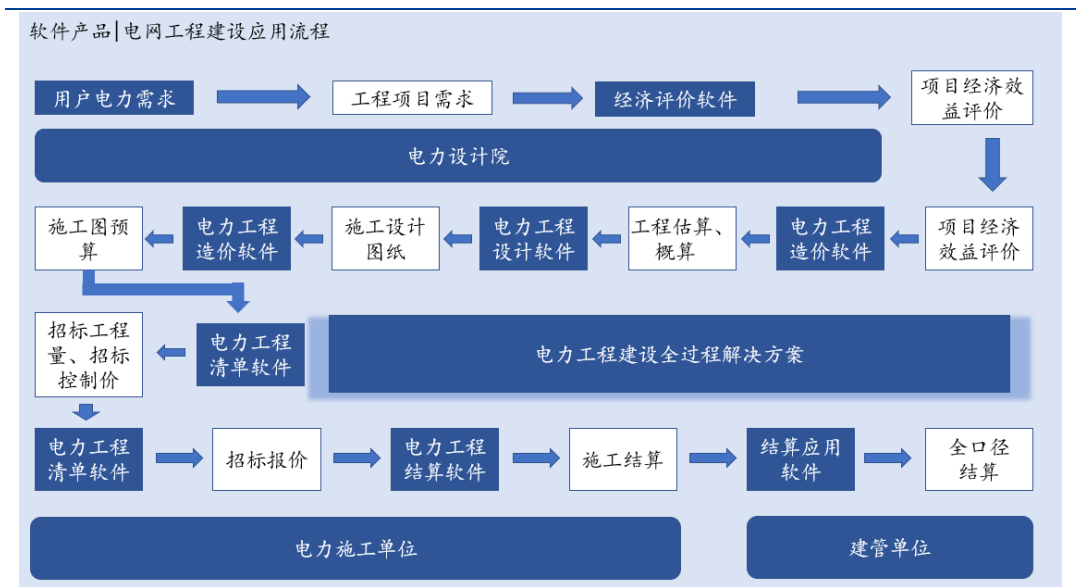
资料来源: 公开资料、国盛证券研究所

图表 11: 电力单位构成

电力系统	电力单位
电源	五大发电集团、核电公司、光伏公司; 【工程业主单位】国网、南网、内蒙古电力及地方电力公司; 【设计单位】3000余家市级电力设计院及私人设计院; 【施工单位】中国电建、中国能建及 31家施工单位; 【咨询、监理单位】;
输变电	
配电	电网公司、配网民企、地市级电力设计院;
售电	
用电	工业、民用。

资料来源: 公司官网、wind、国盛证券研究所

图表 12: 公司软件产品



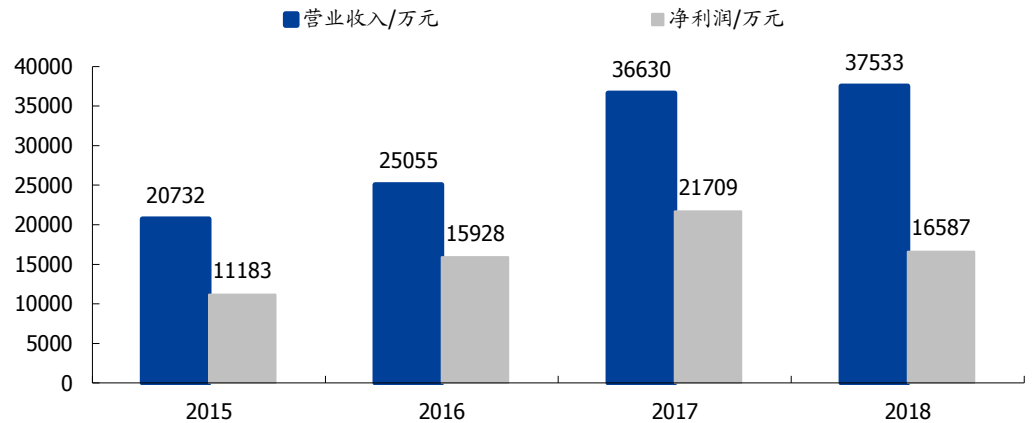
资料来源: 公司官网、wind、国盛证券研究所

## 2.2 盈利水平高，产品优势突出

公司收入、利润持续增长。博微 2016 至 2018 年，净利润分别为 1.6/2.2/1.7 亿元，完成业绩承诺，其中 2017 年增速较快，主要因为“营改增”导致电力统计计价软件集中换版，公司软件业务收入大增。公司主营业务属于软件行业。

博微软件及定制化业务利润水平高。公司软件类业务毛利率超过 90%，净利率超过 50%，利润水平高。

图表 13: 博微营业收入、净利润情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

产品、渠道优势强，研发投入高。

- ✓ **产品质量和品牌优势。**公司电力造价软件市占率约 90%，是定额管理总站“定额电子版数据库”著作权的统一授权单位，并多次参与定额管理总站相关标准与规范的编制，被发改委、工信部等五部委联合认定为国家规划布局内重点软件企业，并在近年来先后获得“2012-2013 中国软件和信息服务业最具潜力奖”、“中国软件和信息服务业最佳产品奖”、“2013 年中国电力行业信息化最佳解决方案奖”等奖项和荣誉。
- ✓ **销售渠道和服务优势。**公司营销市场基本覆盖全国各个省、直辖市、电力行业营销团队逾百人，客户数量众多，与两大电网、五大发电集团、两大辅业集团及其下属众多单位建立了良好的合作关系，并逐渐向电力系统外客户渗透，形成了优质的客户资源和庞大的用户群体。
- ✓ **行业经验和研发优势。**公司研发人员重多，研发费用高。经过多年的发展，公司形成了对电力工程全生命周期的深刻理解，积累了丰富的行业应用经验。公司以客户体验为中心，持续雕琢和优化造价工具软件，使客户工作更加高效、轻松，实现客户应用价值的最大化。

## 2.3 信息化业务受益泛在电力物联网建设

泛在电力物联网建设开启。3月8日，国家电网“泛在电力物联网”建设工作部署电视电话会议在京召开，董事长寇伟指出，当前公司最紧迫、最重要的任务就是加快推进泛在电力物联网建设；建设泛在电力物联网，是推进“三型两网”建设的重要内容和关键环节。预计通过三年攻坚，到 2021 年初步建成泛在电力物联网；通过三年提升，到 2024 年建成泛在电力物联网。

泛在电力物联网分为4个应用架构11个重点方向。根据技术种类的不同，泛在分为感知层、网络层、平台层、应用层。按照应用场景分类，泛在包含11个重点方向：对内业务（涵盖提升客户服务水平、提升企业经营绩效、电网安全经济运行、促进清洁能源消纳）、对外业务（打造智慧能源服务平台、培育发展新兴业务、构建能源生态体系）、技术攻关、数据共享、基础支撑、安全防护。

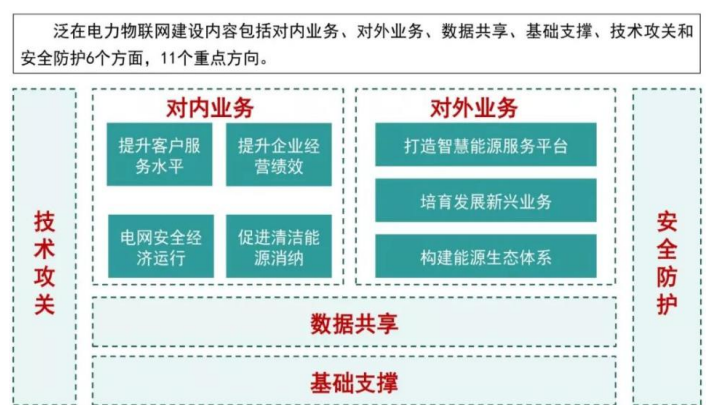
泛在从基础物联到网络智能，最终是为了实现高效的能源服务。泛在建设的第一阶段就是感知层和网络层的建设；第二和第三阶段是平台层的建设。其应用场景主要是电网侧及用户侧（综合能源侧）的泛在物联、信息互动和网络智能。

图表 14: 泛在 4 个应用架构



资料来源：国家电网、国盛证券研究所

图表 15: 泛在 11 个重点方向



资料来源：国家电网、国盛证券研究所

图表 16: 泛在电力物联网典型案例

阶段	基本特点	电网侧的典型案例	综合能源侧的典型案例
阶段一 泛在物联	<ul style="list-style-type: none"> <li>大量的传感器、计量和采集装置</li> <li>广泛存在的通信网络</li> <li>本地/边缘的现场计算和分析</li> <li>大量“哑设备”变成智能设备</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>智能电表与采集器</li> <li>输变电设备状态在线监测</li> <li>数字化变电站</li> <li>电网广域检测系统WAMS</li> <li>配电自动化与故障检测装置</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>用电侧电表与分项计量</li> <li>微电网控制系统</li> <li>充电桩监测系统</li> <li>数字化配电柜</li> <li>电气安全监测</li> </ul>
阶段二 信息互动	<ul style="list-style-type: none"> <li>能源大数据模型与信息模型</li> <li>部门管理流程化/流程信息化</li> <li>统一大数据服务</li> <li>营配调用服售贯通一体化</li> <li>基于数据分析的决策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>业务信息化系统/调度自动化</li> <li>运营监测/辅助决策系统</li> <li>营配贯通与配网抢修指挥平台</li> <li>综合能源服务平台</li> <li>电力市场交易平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>能耗在线监测与能效监测</li> <li>园区/企业级能源管理</li> <li>用电安全管理</li> <li>电动汽车运营管理</li> <li>微网运营管理</li> <li>基于现货的智能购售电系统</li> </ul>
阶段三 网络智能	<ul style="list-style-type: none"> <li>业务点-线-面的网络化协作</li> <li>大量的M2M机器智能网络</li> <li>基于大数据的人工智能</li> <li>构建网络化的生态系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人工智能支撑主设备状态检修</li> <li>机器人巡检和图像识别</li> <li>人工智能辅助电网调度决策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>虚拟电厂</li> <li>需求响应集成与灵活负荷调度</li> <li>微电网参与市场价格响应</li> <li>分布式储能智能化</li> <li>用电服务B2B电商平台</li> </ul>

资料来源：鱼眼看电改、国盛证券研究所

公司有望在业务流和数据流上分享泛在的市场增量。

- ✓ **业务流:** 国网十二五期间提出“三集五大”大规划、大建设、大运行、大检修、大营销体系，实施人力资源、财务、物资集约化管理，博微围绕建设、检修核心业务形成了成熟的解决方案，在建设口径，博微业务覆盖基建、物资、财务等业务领域，深度理解参建各方如建管、设计、施工、咨询、监理单位核心业务流程及通电，在

检修口径，博微基于人工智能及大数据技术研发的无人机巡检方案可有效提升配电网巡检效率及智能化水平。

- ✓ **数据流：**博微设计、造价软件中的工程造价数据、工程设计模型数据有效支撑“电力工程信息模型的构建，实现电力数据模型数字化移交”；为建管、设计、施工单位打造管理辅助系统。

图表 17：公司与泛在相关的业务拓展

应用领域	项目
智慧供应链	1、物资计划审查；2、智慧招投标；3 智慧仓储/数字物流。
智慧基建	1、基建全过程进度安全管理；2、承载力分析；3 建设队伍智能分析。
电网三维	1、三维设计；2、三维评审平台；3 数字化移交。
智慧巡检	1、基于人工智能的巡检方案；2 配电网智慧感知。
数据中心	1、数据共享平台；2、电网大数据中心。

资料来源：公司官网、wind、国盛证券研究所

### 3、尚洋--环境监测持续高景气

**环境监测高景气，公司监测订单有望加速获取。**《生态环境监测网络建设方案》要求 2020 年全国生态环境监测网络基本实现全覆盖，在环境税开征及环保督察常态化的背景下，环境监测需求持续提升。尚洋环境一直致力于环境监测领域，水质监测市占率较高，依靠博微的研发实力，尚洋监测数据信息化程度有望提升，竞争力增强。

#### 3.1 环保监管趋严，监测行业高景气

**生态环境监测政策趋于完善，事权上收明确时间节点。**2015 年 7 月，国务院出台了《生态环境监测网络建设方案》，要求 2020 年全国生态环境监测网络基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖。生态环境监测政策趋于完善，事权上收明确时间节点。2018 年 11 月 20 日，生态环境部发布《关于统筹推进省以下生态环境机构监测监察执法垂直管理制度改革工作的通知》。通知要求，2019 年 3 月底全面完成省级环保垂改。

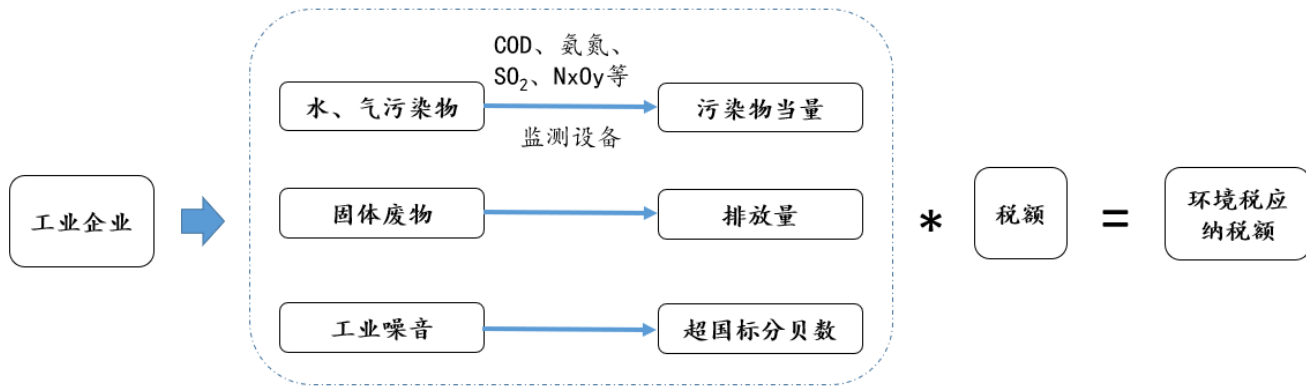
图表 18: 2015 年至 2018 年中国环境监测政策出台并深化

类型	时间	名称	内容
总体	2015 年 7 月	《生态环境监测网络建设方案》	2020 年全国生态环境监测网络基本实现环境质量、重点污染源、生态状况监测全覆盖
	2016 年 9 月	《关于省以下环保机构检测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》	省级环保部门对全省环保工作实施统一监督管理, 统一规划建设环境监测网络
	2017 年 3 月	《关于做好重点污染源监测数据管理系统联网试运行工作的通知》	要求各省市 2017 年 12 月完成全国联网
	2017 年 6 月	《2017 年国家生态环境监测方案》	系统布置了全国环境监测重点任务
	2017 年 9 月	《关于深化环境监测改革提高环境监测数据质量的意见》	深化环境监测改革, 理顺体制
	2018 年 8 月	《生态环境监测质量监督检查三年行动计划 2018-2020》	到 2020 年, 不断健全生态环境监测质量保障责任体系。
	2018 年 11 月	关于统筹推进省以下生态环境机构检测监察执法垂直管理制度改革工作的通知	要求, 2019 年 3 月底全面完成省级环保垂改
空气	2013 年 9 月	《大气污染防治行动计划》	第一阶段收官考核目标完成
	2017 年 9 月	《十三五挥发性有机污染防治工作方案》	强调了工业园区的监测
	2017 年 9 月	《大气 PM2.5 网格化点位布设指南》等 4 项技术指南	规范了大气网格化监测工作
	2018 年 1 月 16 日	《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》	“一市一策”防治方案
	2018 年 7 月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	2020 年, SO <sub>2</sub> 、NxOy 比 2015 年下降 15%。未达标地级及以上城市 PM2.5 比 2015 年下降 18%
水	2017 年 6 月	《关于修改水污染防治法的决定》	水污染防治法修改设计 3 个主要问题: 1 河长制、2 农业农村水污染防治、饮用水水源保护
	2017 年 8 月	《关于做好国家地表水环境质量监测监视权上收工作的通知》	地表水监测事权上收, 推动监测设备销售及第三方运维服务发展
	2017 年 10 月	《重点流域水污染防治规划 2016-2020》	细化《水污染防治行动计划》
土壤	2017 年 7 月	《2017 年国家土壤环境监测技术要求》	从顶层出发, 介绍土壤检测要求
	2017 年 11 月	《农用地土壤环境管理办法》	对农业土地进行分类管理, 为全国土壤污染治理提供重要依据

资料来源: 国务院、生态环境部、国盛证券研究所

**环境税 2018 年 1 月开征, 污染源监测保障排污核定。**环境税 2018 年 1 月 1 日开征, 此次“费改税”涉及 500 多万户各类企业, 直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为纳税人。环境税的开征使得收费主体由环保部门转移至税务部门, 环保执法刚性增强, 同时税率上浮, 全面增加工业企业排污成本, **环境税代替排污费使得工业企业的大气、水污染监测设备以及相应污染治理的需求快速释放。**

图表 19: 2018 年环境税开征, 污染源监测设备需求提高



资料来源: 国盛证券研究所整理

**环保督察常态化, 环境监测设备需求提升。**2015 年, 频繁的重污染天气, 以及水生态、固废污染等环境问题给人民群众生产生活带来巨大影响, 时任环保部副部长的吴晓青宣布于同年 12 月开展“第一批中央环保督察”。之后的 3 年间, 环保督察常态化, 督察领域涉及水、大气、固废、生态等各个领域。截至 2018 年 10 月, 督察组共受理 37640 件生态环境问题举报, 共责令整改 28407 家、立案处罚 7375 家、罚款 7.1 亿元, 立案侦查 543 件、行政和刑事拘留 610 人, 约谈 3695 人、问责 6219 人。环保督察使得县、乡一级环境问题逐步暴露, 环境监测和环境治理需求逐步下沉。

图表 20: 环保督察常态化

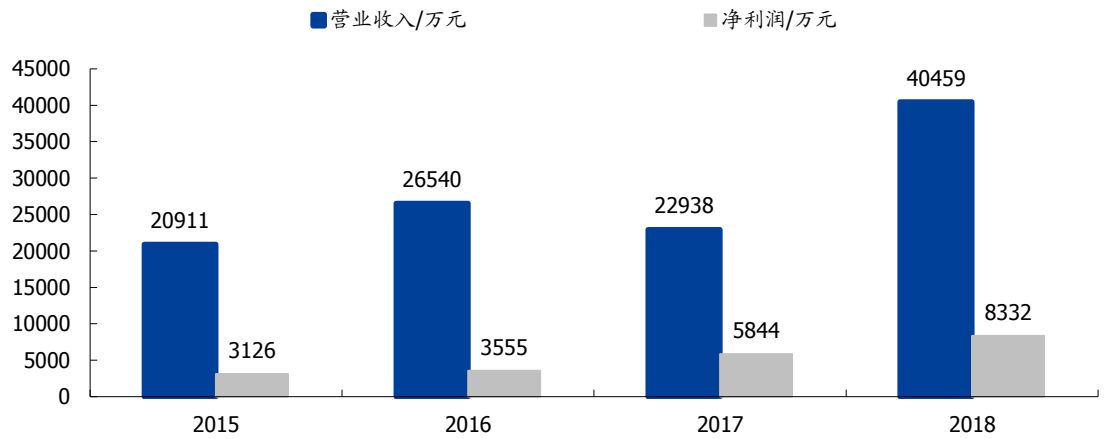
开始时间	结束时间	督察领域	省份/个	督察重点内容
2015 年 12 月	2017 年 12 月	第一批中央环保督查	31	全面督察水、气、固废、生态等各类环境问题
2018 年 5 月	2018 年 7 月	环保督查第一次“回头看”	10	全面督察水、气、固废、生态等各类环境问题
2018 年 5 月	2018 年 5 月	清废行动 2018	11	督察危废、工业固废、建筑固废等
2018 年 5 月	2018 年 6 月	水源地专项督查	27	饮用水水源地保护区内排污口、违法建设项目、交通穿越等环境问题
2018 年 6 月	2019 年 4 月	蓝天保卫战	5	主要检查“散乱污”企业综合整治、工业企业环境问题治理、清洁取暖及燃煤替代、燃煤锅炉综合整治、运输结构及方式调整
2017 年 4 月	2018 年 8 月	环保部 2+26 督查	5	水质黑臭生化需氧量高、控源截污工程不彻底、河面有大面积漂浮物及沿岸垃圾、生活污水直排问题、底泥清淤疏浚问题
2018 年 5 月	2018 年 12 月	黑臭水体整治专项行动	20	水质黑臭生化需氧量高、控源截污工程不彻底、河面有大面积漂浮物及沿岸垃圾、生活污水直排问题、底泥清淤疏浚问题
2018 年 12 月	至今	环保督查第二次“回头看”	10	全面督察水、气、固废、生态等各类环境问题

资料来源: 生态环境部、国盛证券研究所

### 3.2 尚洋利润高增长

**利润高增长。**尚洋环境 2016 至 2018 年净利润分别为 3555/5844/8332 万, 2017 年业绩小幅低于业绩承诺, 2018 年业绩高成长。主要原因是“大单密集落地, 服务费用分期支付”的特点导致公司 2016、2017 年新业务模式下落地的大额合同需在后续逐年间实现收入, 对公司当期业绩产生较大影响。2018 年在监测行业高景气的背景下, 尚洋实现高成长。

图表 21: 尚洋环境营收、利润情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

深耕行业多年，产品优质，环境信息化能力强。

- ✓ **产品优质，竞争力强。**经过多年积累，公司自主研发五参数分析仪、氨氮、总磷、总氮、高锰酸盐指数分析仪，取得了相关的计量证书、环境保护产品认证证书，形成了完善解决各类设备、仪器仪表、子系统间的接口、协议、系统平台、应用软件等要素与各子系统、建筑环境、施工配合、组织管理和人员配备相关的能力，拥有水质监测数据管理平台、空气质量数据管理平台基于状态的精准运维系统等系统平台，形成了设计、生产、配套、调试、管理、技术服务、后期运行维护、数据分析管理等全方面的业务流程。通过各个流程顺利衔接整合，公司提供的环境自动在线监测系统在行业内具备较强的竞争能力，具体体现在自动化程度、系统稳定性、投资成本、运行费用、运维效果、数据分析管理等多个方面。
- ✓ **背靠博微，环境信息化能力强。**针对国内环境质量监测信息化、网络化的发展特点，公司开发了水质监测数据管理平台、空气质量数据管理平台基于状态的精准运维系统等系统平台，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、数据分析、业务应用、信息共享与发布等。系统平台功能对省级、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。

### 3.3 水质监测龙头，市场加速拓展

公司产品丰富，水质监测市占率高。公司水质监测市占率较高，龙头地位显著。此外公司监测设备产品丰富，包括 COD、氨氮、总氮总磷、重金属、空气质量监测仪器等，产品覆盖水质、大气、污染源监测等多环境领域。



图表 22: 公司监测仪器



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

**接连中标监测大单。**尚洋陆续中标“北京市大气环境质量监测网络升级项目-大气监测设备购置”采购项目、桐庐县农村大气环境监测项目、“台州市‘五水共治’交接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”等监测大单，公司在地表水监测的领先优势的同时加大大气监测、饮用水监测、湖泊监测、近海监测的开拓力度，进行污染源监测的渗透。

**数据采购模式助力公司项目拓展。**2016年台州环境监测由公司向地方政府提供监测前期到后期的全流程数据服务，获得地方政府高度认可。“数据采购模式”的推广为公司水质监测领域打开了广阔的发展空间，该模式具有“四省一块”（省钱、省事、省心、省力、快速）的独特优势。

## 4、碧蓝--土壤修复市场喷薄欲出

### 4.1 政策推动土壤修复市场释放

**《土壤污染防治法》2019年1月实施，中国土壤修复腾飞元年。**2018年8月31日下午，十三届全国人大常委会第五次会议全票通过了《土壤污染防治法》。本法自2019年1月1日起施行。本法的定位就是中国版的“超级基金”，是土壤污染的顶层设计，核心内容是从监管、责任方及资金来源规范土壤修复行业。

✓ **监管：**生态环境部统筹监管，地方政府负责本行政区；

- ✓ **责任方：**土壤污染责任人；
- ✓ **资金来源：**“污染者付费”，方案颁布前责任不清的污染场地通过中央或省级修复基金修复。

图表 23: 《土壤污染防治法》核心内容

	类别	内容
总则	管理主体	地方政府负责本行政区、生态环境部统筹监管
	工作规划	县级以上人民政府应当将土壤污染防治工作纳入国民经济和社会发展规划
普查和监测	普查&监测	普查 10 年一次，生态环境部统一规划国家土壤环境监测站（点）的设置
	农业地块政府责任方	农业部、林业部、自然资源部
	建设用地政府责任方	生态环境部、自然资源部
风险管控和修复	搬迁地块	企业事业单位拆除设施、设备或者建筑物、构筑物的，应当采取相应的土壤污染防治措施。
	污染场地调查	实施土壤污染状况调查活动，应当编制土壤污染状况调查报告
	风险管控	实施风险管控效果评估、修复效果评估活动，应当编制效果评估报告。
	修复	<u>因实施或者组织实施土壤污染状况调查和土壤污染风险评估、风险管控、修复、风险管控效果评估、修复效果评估、后期管理等活动所支出的费用，由土壤污染责任人承担。</u>
保障和监督	修复基金	<u>设立中央土壤污染防治专项资金和省级土壤污染防治基金，对本法实施之前产生的，并且土壤污染责任人无法认定的污染地块，土地使用权人实际承担土壤污染风险管控和修复的，可以申请土壤污染防治基金</u>
	实施时间	本法自 2019 年 1 月 1 日起施行

资料来源: 《土壤污染防治法》、国盛证券研究所

**中国土壤污染严重，污染调查暴露实情。**2010 年前后，常州毒地事件的爆发使土壤污染进入到人们的视野中，随着媒体不断地跟踪报道，近两年全国各省都大量出现土壤污染新闻。

图表 24: 典型土壤污染事件

时间	类型	污染内容
2010 年前后	常州毒地事件	原企业搬迁后遗留后、土壤及地下水被污染
2017 年 3 月 23 日	河南“镉麦”事件	12 个随机的小麦样品全部超标，出现从 1.7 倍至 18 倍不同程度超标
2017 年 6 月 16 日	河北无极倾倒废液	一起非法倾倒工业废液污染环境案件，造成 5 人死亡、2 人受伤
2010 年 9 月 3 日	天通苑的“棕地嫌疑”	地区最早时候是北京的垃圾处理场，土地和地下水被污染了
2018 年 5 月 18 日	内蒙古氰化钾毒地	学生在使用过 400 多公斤氰化钾未处理、且发现 13 公斤氰化钾成品的毒地上上课

资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

**2014 年土壤污染普查实际调查地块仅 1510 个，样本较小，污染情况较重。**2005 年 4 月至 2013 年 12 月，环保部和国土资源部开展了首次全国土壤污染状况调查。全国土壤总的超标率为 16.1%，从污染分布情况看，南方土壤污染重于北方；长江三角洲、珠江三角洲、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；镉、汞、砷、铅 4 种无机污染物含量分布呈现从西北到东南、从东北到西南方向逐渐升高的态势。

图表 25: 2014 年土壤污染普查结果

类型	调查地块数/个	场调点位/个	超标点位占比
重污染企业	690	5846	36.30%
工业废弃物	81	775	34.90%
工业园区	146	2523	29.40%
固体废弃物	188	1351	21.30%
采油区	13	494	23.60%
采矿区	70	1672	33.40%
污水灌溉区	55	1378	26.40%
干线公路两侧	267	1578	20.30%
合计	1510	15617	

资料来源:《全国土壤污染情况调查公报 2014》、国盛证券研究所

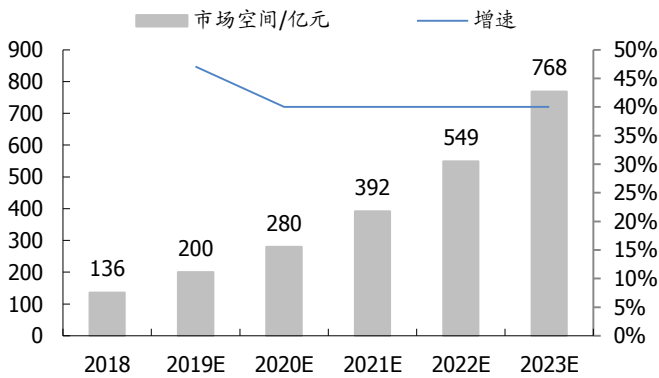
**2017-2020 年土壤污染详查进行中, 预计调查范围远超 2014 年土壤污染源普查。** 2016 年 12 月环境保护部会同财政部、国土资源部、农业部、卫生计生委印发《全国土壤污染状况详查总体方案》, 方案要求: 2018 年底前, 完成农用地土壤污染状况详查工作, 2020 年底前, 完成重点行业企业用地土壤污染状况调查工作。为了更好地完成《土壤污染防治法》的污染地块风险防范及修复工作, 本次土壤污染的普查数据相比 2014 年会更加详实。

**土壤污染重点监管企业数据已公开, 搬迁地块场地调研正在进行中。** 在 2017 年至 2018 年之间, 各级政府通过辖区内工业企业的生产工艺, 确定土壤污染重点监管企业。根据各省环保厅的数据, 目前已有 31 个省及自治区公开了土壤污染重点监管企业具体名单, 共计 6196 个。这些企业的生产工艺大多涉及石油、化工、冶金、制药、皮革等对土壤污染较大的工艺流程。同时, 在土壤详查的过程中, 地方政府或者土地使用者对搬迁地块进行场地调查, 工业企业待修复地块数据逐步明晰。

**预计中国 2019 至 2023 年, 土壤修复市场行业复合增速 40%。**

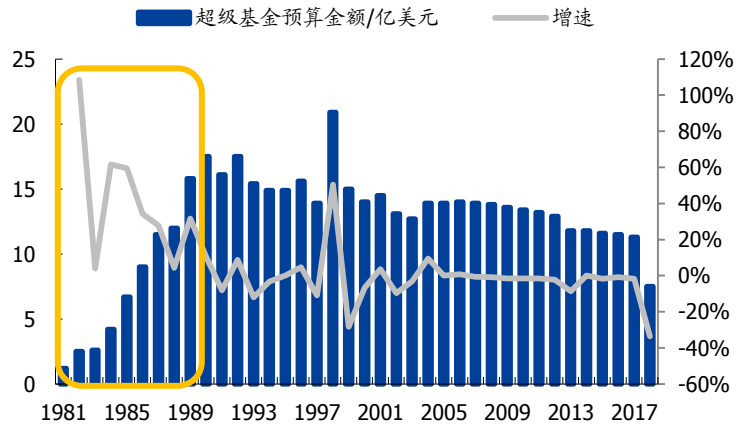
- ✓ **环保督察推动土壤修复市场释放。** 2015 年 12 月开始的环保督察, 是自生态环境部至各省、各市级的环保督察, 对存量危废、一般工业固废、生活垃圾堆放导致显现土壤污染有一定的督察揭示作用。对石油、化工、农药等行业在以往的生产过程导致的隐形土壤污染也有掌握情况、初步排除的作用。土壤污染的暴露进一步加速, 市场进一步释放。
- ✓ **预计中国 2019 至 2023 年, 土壤修复市场行业复合增速 40%左右。** 根据招标采购网数据的不完全统计, 2018 年我国土壤修复市场 136 亿元, 参考美国在土壤修复的顶层设计——超级基金出台后, 行业保持了多年的高速增长, 我们预计中国在 2016 年《土壤污染防治行动计划》发布后, 2019 年至 2023 年, 行业也会进入高速发展期, 预计复合增速 40%。
- ✓ **环保直属行业协会预计 2019 年土壤修复市场空间在 200 亿元以上。** 中国环境保护产业协会土壤与地下水修复专业委员会 (环保部直属行业协会) 在 2018 年年末发布了《2018 年环保产业发展评述和 2019 年展望》, 其认为: 随着公众对土壤污染防治工作的关注上升, 将促使污染场地修复项目、地下水修复项目持续增长。根据近几年的土壤修复项目及资金增长趋势, 预计 2019 年我国土壤修复的市场总规模将达到 200 亿元以上。

图表 26: 预计中国土壤修复市场空间 2019 至 2023 年复合增速 40%



资料来源: 招标采购网、国盛证券研究所

图表 27: 美国超级基金在行业新起的前 8 年复合增速 37%



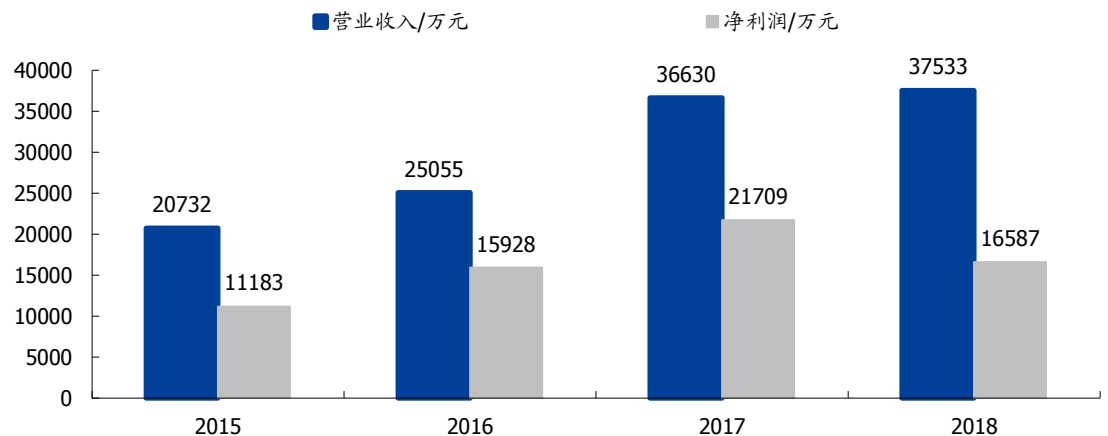
资料来源: EPA、国盛证券研究所

## 4.2 修复技术不断扩充, 项目拓展在即

湖蓝碧蓝技术不断积累, 项目拓展在即。碧蓝重金属治理稳定化技术方面达到国内领先水平, 环境修复行业内积累了丰富的施工经验, 同时 2018 年中标了台州 1.3 亿有机物修复大单, 标志着公司的修复技术已经能够涉及较复杂的有机物修复工程, 未来修复工程有望持续拓展。

2017、2018 业绩小幅不达预期, 2019 年有望高成长。碧蓝 2016-2018 年营业收入分别为 25055/36630/37533 万元, 净利润分别为 4566/4363/4486 万元。2017 年实际回款 3813 万元, 按照回款考核业绩不达承诺, 2018 年业绩承诺完成率为 82.5%。在土壤修复行业高成长的背景下, 碧蓝逐步掌握有机物修复技术并积累工程经验, 有望在 2019 年高速增长。

图表 28: 碧蓝营收、净利润情况



资料来源: 国盛证券研究所

碧蓝技术优势突出, 客户资源丰富。

✓ 技术优势突出。公司是湖南省专业从事受重金属及有机物等污染的土壤修复服务的

企业，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，在环境修复行业内积累了丰富的施工经验，树立了良好的品牌及口碑。

- ✓ **客户资源优势。**公司在湖南省环保市场具有一定的市场影响，与中国水电顾问集团中南勘测设计研究院有限公司、长沙化工研究院、中冶长天国际工程有限公司、湖南有色研究设计院先后建立良好的项目合作及分工运作模式。2018年公司完成了贵州省铜仁市万山区生产垃圾填埋项目，走出湖南，客户逐步走向全国。
- ✓ **中标台州 1.3 亿有机物修复大单，项目持续拓展。**2018年9月26日，中南勘测设计研究院与湖南碧蓝联合中标“台州市三化化工有限公司和台州经纬化工有限公司污染场地修复工程项目”，中标金额为 1.3 亿元。该项目是有机物污染的大型土壤修复项目，标志着公司的修复技术已经能够涉及较复杂的有机物修复工程。

## 5、盈利预测

**政策利好公司电力信息化及环保业务。**公司环境、能源双布局，渠道销售、自动化技术方面协同性高，泛在电力物联网的建设利好公司电力信息化业务，环境监测行业高景气利好公司监测业务，土壤修复潜在市场空间巨大，公司修复技术由重金属拓展至有机物，修复工程有望加速拓展。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.5/4.5/5.7 亿元，EPS 分别为 0.88/1.12/1.44 元，对应 PE 分别为 17.5X/13.7X/10.7X，首次覆盖，给予“买入”评级。

(1) 电力造价软件：公司传统电力造价软件预计未来 3 年保持约 5% 的增速。泛在电力物联网的建设利好公司电力信息化相关项目，预计此类相关项目增速约为 30%。综合估计博微相关业务未来 3 年的增速分别为 20%/15%/15%。

(2) 土壤修复：中国土壤修复空间巨大，在“土十条”、环保督察、全国第二次污染源普查的推动下，土壤修复市场有望加速释放。公司重金属修复技术成熟，有机物修复拓展成效显著，有望拓展更多土壤修复订单。

(3) 电力在线监测：公司原有主营电力在线监测业务预计维持稳定收入规模。

(4) 水质监测设备：在环境监测高景气背景下，预计未来 3 年公司环境监测业务增速约在 30%。

图表 29: 公司主营业务收入预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入/亿元	3.1	2.0	4.5	6.9	8.4	10.0	13.7	17.4	22.1
yoy		-37%	130%	53%	23%	18%	37%	27%	27%
电力造价软件/亿元			1.0	2.3	3.5	3.23	3.9	4.5	5.1
yoy				130%	49%	-7%	20%	15%	15%
土壤修复/亿元				0.8	1.5	1.21	2.7	4.3	6.8
yoy					99%	-19%	120%	60%	60%
电力在线监测系统/亿元	2.8	1.5	1.1	0.9	0.7	0.48	0.5	0.5	0.5
yoy		-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	0%	0%	0%
水质监测设备/亿元			1.7	2.0	1.4	2.99	3.9	4.9	6.1
yoy				20%	-32%	120%	30%	25%	25%
其他/亿元	0.4	0.4	0.8	0.9	1.4	2.1	2.8	3.3	3.7
yoy		17%	83%	17%	63%	43%	35%	20%	10%

资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 30: 毛利率预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
综合毛利率(%)	67.1%	62.3%	52.0%	56.0%	64.7%	58.0%	56.8%	55.8%	54.8%
电力造价软件			96.9%	97.6%	97.8%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%
土壤修复				54.2%	41.6%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%
电力在线监测系统	67.5%	64.2%	53.3%	50.9%	49.8%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%
水质监测设备			22.0%	15.3%	37.5%	37.7%	37.7%	37.7%	37.7%
其他						43.4%	43.4%	43.4%	43.4%

资料来源: wind、国盛证券研究所

## 风险提示

### 1、管理风险

规模快速扩张引致的管理风险。近几年，公司一直保持了快速发展势头，业务规模、资产规模等都有较大幅度增长，若公司的组织模式、管理制度和管理人员未能适应公司内外环境的变化，将给公司持续发展带来不利影响。

### 2、收购整合风险

公司收购了博微新技术、尚洋环科、湖南碧蓝成为公司的全资子公司，各方可以在产品、技术、市场和客户资源等方面形成优势互补，一方面巩固在电力市场的优势地位，进一步提高对电力客户的整体服务能力，另一方面公司进入环保领域，并实现技术与行业经验的优势整合，有利于提升上市公司的整体实力。但是，上述优势互补的实现需要对博微新技术、尚洋环科、湖南碧蓝进行多个层面的整合，整合过程中可能出现各方的比较优势不能有效利用或资源不能充分共享等问题，是否能够通过整合充分发挥双方的优势、实现整合后的战略协同效应，仍存在不确定性，存在一定的收购整合风险。

### 3、商誉减值风险

公司多起收购完成后，因收购已形成较大金额的商誉。若未来电力工程项目信息化市场、

水质自动在线监测、土壤治理市场出现波动，博微新技术、尚洋环科、湖南碧蓝自身经营规模下滑或者其他因素导致博微新技术、尚洋环科、湖南碧蓝未来经营状况和盈利能力未达预期，则公司将存在大额商誉减值集中计提的风险，对上市公司盈利水平产生较大的不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com