清新环境（002573）研究报告

非电领域积极拓展，股权绑定激励充分

买入（首次）

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,268	3,076	4,036	4,865
同比(+/-%)	77.6%	35.6%	31.2%	20.5%
净利润(百万元)	507.32	738	1010	1200
同比(+/-%)	87.5%	45.5%	36.9%	18.8%
毛利率(%)	39.0%	38.2%	38.8%	38.1%
净资产收益率(%)	17.5%	21.7%	24.6%	24.2%
每股收益（元）	0.48	0.69	0.95	1.13
PE	39.59	27.21	19.88	16.74
PB	6.95	5.89	4.88	4.05

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

投资要点：

- **烟气治理龙头，受益燃煤电厂超低排放：1）**公司成立于 2001 年，是集大型燃煤电厂烟气脱硫技术研发、脱硫系统设计、湿干法脱硫装置建造、脱硫特许经营于一体的技术领先、业绩优良的高科技电力环保企业。**2）**公司重视技术研发，**具有自主知识产权的单塔一体化脱硫除尘深度净化技术（简称“ SPC-3D” 技术）可对现役机组提效改造及新建机组实现超低排放一体化解决方案，目前已经成功帮助全国 200 多台套机组实现超低排放**。根据发改委、环保部、能源局 2015 年 12 月发布的《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》，2016 年 1 月 1 日以前和以后并网运行的机组每千瓦时分别补贴 1 分和 0.5 分（含税），补贴有效推动超低排放市场，公司作为行业龙头重点受益。

- **收购博惠通积极拓展非电领域，股票买入充分绑定：1）**公司 2017 年 1 月 4 日发布公告，拟以现金 1.28 亿元收购博惠通 80%股权。博惠通在石化行业烟气治理领域拥有成熟的技术、丰富的项目经验和客户资源。公司通过并购博惠通后进入石化烟气治理，实现业务板块的横向延伸，提升综合盈利能力。**2）**博惠通 2015 年、2016 年前三季度分别实现收入 7076、1812 万元，净利润 1287、583 万元，**承诺 2017~2019 年分别实现净利润 1700、2200、2860 万元，对应 2017 年 9.4 倍 PE**。**3）**根据交易结构，**博惠通将用收购款中的 0.42 亿现金（收到款项 3 个交易日内）在二级市场购买公司股票，2019 年完成业绩承诺后分两期解锁**。股票买入+长解锁期下将实现充分利益绑定。

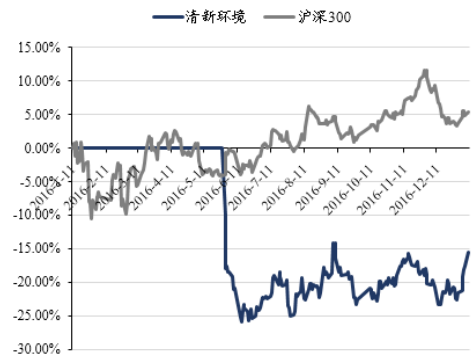
- **高杠杆员工+期权持股充分激励：1）**公司 2016 年 4 月 26 日公布员工持股计划草案，向不超过 1000 名员工筹集资金 1 亿元，以 1：3 杠杆在二级市场购买公司股票。员工持股计划于

2017 年 1 月 10 日

首席证券分析师　袁理
执业资格证书号：S0600511080001
yuanl@dwzq.com.cn
021-60199782

研究助理　翟堃
zhaik@dwzq.com.cn
021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.85
一年最低价/最高价	18.95/17.5
市净率	6.09
流通 A 股市值（百万元）	20079

基础数据

每股净资产（元）	3.09
资产负债率（%）	62.40
总股本（百万股）	1,066
流通 A 股（百万股）	1,065

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2016 年 7 月 18 日**完成买入 0.23 亿股，购买均价 17.44 元/股，占公司总股本的 2.15%** 。本次员工持股计划包含了工资员工总数 1567 人的绝大部分，**广泛覆盖激励充足，以 3 倍杠杆完成买入彰显对未来成长信心。买入价格与当前股价接近，具备一定安全边际**。**2）**公司 2014 年 11 月 25 日发布股票期权激励草案，并于 2015 年 1 月 14 日向公司副总经理、董秘、总设计师、总工程师、业务骨干等合计 86 人完成首期 1352 万股授予，行权价复权后 10.71 元。**考核要求以 2014 年净利润为基数，2015~2017 年净利润分别增长不低于 85%、170%、270%（分别对应净利润 5.01、7.31、10.01 亿元）**。2017 年为激励最后一个考核期，我们认为公司有充足动力完成目标，维持业绩快速增长。

- **盈利预测与估值：**我们预测公司 0.69、0.95、1.13 元，对应 PE 27、20、17 倍，首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**收购整合风险，非电领域拓展不及预期，项目回款风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图表 1 清新环境盈利预测

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**2780.4**	**3467.8**	**4386.6**	**5196.6**
现金	519.8	500.0	500.0	500.0
应收款项	1347.6	1685.4	2211.7	2666.0
存货	558.8	728.7	948.3	1154.8
其他	354.2	553.6	726.6	875.8
非流动资产	**3761.0**	**4134.3**	**4511.1**	**4819.0**
长期股权投资	51.3	51.3	102.6	102.6
固定资产	3521.5	3897.8	4226.2	4536.9
无形资产	90.8	87.8	84.9	82.1
其他	97.4	97.4	97.4	97.4
资产总计	**6541.4**	**7602.1**	**8897.6**	**10015.6**
流动负债	**2606.4**	**3139.8**	**3662.3**	**3923.1**
短期借款	1177.6	1228.0	1176.6	897.8
应付账款	768.1	1041.1	1354.7	1649.7
其他	660.7	870.7	1131.0	1375.6
非流动负债	**907.3**	**907.3**	**907.3**	**907.3**
长期借款	426.9	426.9	426.9	426.9
其他	480.4	480.4	480.4	480.4
负债总计	**3513.7**	**4047.1**	**4569.5**	**4830.4**
少数股东权益	136.0	146.6	161.0	178.1
归属母公司股东权益	2891.7	3408.4	4115.8	4955.8
负债和股东权益总计	**6541.4**	**7602.1**	**8846.3**	**9964.3**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	94.2	755.1	1019.7	1333.7
投资活动现金流	-544.7	-604.0	-665.1	-694.9
筹资活动现金流	438.7	-171.0	-354.6	-638.8
现金净增加额	-2.1	-19.8	0.0	0.0
企业自由现金流	1.4	155.2	360.5	641.0

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**2267.8**	**3075.8**	**4036.4**	**4865.5**
营业成本	1383.5	1899.9	2472.3	3010.8
营业税金及附加	17.1	30.8	28.3	34.1
营业费用	63.6	76.9	100.9	121.6
管理费用	159.1	203.0	257.2	309.4
财务费用	25.1	82.0	82.1	76.7
投资净收益	-3.2	30.0	30.0	30.0
其他	-35.6	-17.0	-17.1	-17.2
营业利润	**580.5**	**796.3**	**1108.5**	**1325.8**
营业外净收支	6.1	50.0	50.0	50.0
利润总额	**586.6**	**846.3**	**1158.5**	**1375.8**
所得税费用	69.0	93.1	127.4	151.3
少数股东损益	10.3	15.1	20.6	24.5
归属母公司净利润	**507.3**	**738.16**	**1010.48**	**1199.99**
EBIT	650.6	868.3	1180.6	1392.5
EBITDA	835.6	1120.7	1500.3	1759.5

重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益(元)	0.48	0.69	0.95	1.13
每股净资产(元)	2.71	3.20	3.86	4.65
发行在外股份(百万股)	1065.6	1065.6	1065.6	1065.6
ROIC(%)	13.6%	15.8%	19.1%	20.3%
ROE(%)	17.5%	21.7%	24.6%	24.2%
毛利率(%)	39.0%	38.2%	38.8%	38.1%
EBIT Margin(%)	28.7%	28.2%	29.3%	28.6%
销售净利率(%)	22.4%	24.0%	25.0%	24.7%
资产负债率(%)	53.7%	53.2%	51.4%	48.2%
收入增长率(%)	77.6%	35.6%	31.2%	20.5%
净利润增长率(%)	87.5%	45.5%	36.9%	18.8%

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn