

清新环境 (002573.SZ) 环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

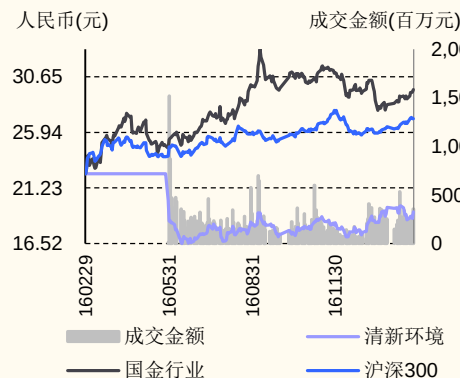
市场价格(人民币)：20.3 元

订单兑现业绩，去产能打开非电治理空间

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 22.44/16.52
 沪深 300 指数 3473.85



相关报告

1. 《受益烟气市场扩容，非电落地拓宽治霾龙头空间-清新环境公司深度...》，2017.2.6

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.508	0.476	0.719	0.969	1.223
每股净资产(元)	4.54	2.71	3.54	4.41	5.53
每股经营性现金流(元)	0.38	0.09	0.88	1.10	1.46
市盈率(倍)	54.51	47.13	28.23	20.95	16.60
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	50.30%	87.49%	51.02%	34.79%	26.23%
净资产收益率(%)	11.17%	17.54%	20.32%	21.98%	22.11%
总股本(百万股)	532.80	1,065.60	1,065.60	1,065.60	1,065.60

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 2016 年年度业绩快报，2016 年实现营业收入 33.90 亿元，同比增长 49.48%；归属于上市公司股东的净利润为 7.67 亿元，同比增长 51.10%。

经营分析

- 四季度业绩略超预期，业绩增长确定性高。公司 2016 年归母净利润同比增长 51.10%，达到 7.67 亿元，超股权激励承诺 7.46 亿。具体来看，四季度业绩略超预期，营收及净利润分别为 14.02 亿元、2.69 亿元，同比增长 91.01%、76.97%。我们认为 16 年冬季大气污染严重，叠加供给侧改革背景下，政府监管趋严，公司订单需求提升，建造项目及运营项目数量实现稳步增长，运营业务占比已提升至 40% 左右。16 年净利润增速略高于营收增速，主因会计估计变更冲回坏账准备所致，资产减值损失报告期较上年同期减少 2,180.77 万元。另外因新税收优惠政策（工业废气处理劳务增值税即征即退），公司营业外收入较同期增加 5,129.73 万元。考虑到公司核心竞争力及期权持股计划，17 年有望保持 30% 以上增长。
- 受益环保监管趋严带来需求提升，深耕火电，拓展非电。公司抓住火电超净排放及非电领域去产能的政策机遇，大力发展大气环境治理业务。1) 火电领域超净排放改造加速：雾霾频发和中央环保督查倒逼地方政府加大环境执法力度。“十三五”规划在煤电超净排放技改市场要求再扩容，监管加强和税负制约，超净排放技改工程项目市场仍有增长空间。2) 高耗能去产能持续推进，非电烟气治理迎需求高峰。非电烟气治理成为环保新目标，国家出台一系列政策和执行标准，鼓励并督查在石化、冶金等领域进行烟气治理。目前中央巡视组督查增强落实力度，同时在钢铁、水泥等非电领域去产能决心空前。公司通过并购中铝环保资产、博惠通，率先进军石化烟气治理，有望在技术和业务上产生协同效应。
- 烟气治理以技术制胜，公司独享技术优势，巩固治霾龙头地位。公司已拥有核心技术专利 70 余项，并将其应用于电力、石化等多个行业工业烟气治理。公司具有自主知识产权的单塔一体化脱硫除尘深度净化（SPC-3D）和湿法脱硫零补水技术等。同时不断升级技术，SPC-3D 将适用于非电领域；

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
 (8621)60230249
 chenmiaomiao@gjzq.com.cn

短期内两项技术难以被替代。公司储备新技术约 6 个，覆盖非电领域。预计未来 2 年公司脱硫新建工程和技改的市场占有率将维持在 25% 以上。

投资建议

- 我们认为公司是综合烟气治理的龙头，具有技术优势，业绩增长确定。在环保监管趋紧且向非电行业扩展的大环境下，公司未来新老订单持续。长期看公司由电力向非电领域涉及跨工业门类的气、水、固废等治理领域拓展空间大，有望成为综合型的环保节能企业。另外 2017 年为股权激励案的最后一个考核期，我们认为公司有充足动力保持业绩快速增长。

估值

- 考虑到环保监管趋严带来的订单需求提升，及公司在非电领域业务外延和订单落地带来业绩弹性和估值提升。我们小幅上调公司 2016-18 年 EPS 至 0.72、0.97、1.22 元，对应 PE 为 28x、21x、17x，给予公司 2017 年 27x PE，目标价为 26 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 超低排放和非电行业市场需求低于预期；公司非电治理领域拓展不利。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	765	1,277	2,268	3,389	4,609	5,669
增长率		66.9%	77.6%	49.4%	36.0%	23.0%
主营业务成本	-488	-843	-1,384	-2,176	-2,959	-3,628
%销售收入	63.8%	66.0%	61.0%	64.2%	64.2%	64.0%
毛利	277	434	884	1,213	1,650	2,041
%销售收入	36.2%	34.0%	39.0%	35.8%	35.8%	36.0%
营业税金及附加	-6	-13	-17	-26	-35	-45
%销售收入	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-15	-19	-64	-78	-106	-130
%销售收入	1.9%	1.5%	2.8%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-55	-79	-153	-190	-258	-317
%销售收入	7.2%	6.2%	6.7%	5.6%	5.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	201	323	651	920	1,251	1,548
%销售收入	26.3%	25.3%	28.7%	27.1%	27.1%	27.3%
财务费用	0	-9	-25	-39	-35	-24
%销售收入	0.0%	0.7%	1.1%	1.1%	0.8%	0.4%
资产减值损失	-3	-8	-42	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	198	306	581	881	1,216	1,524
营业利润率	25.9%	24.0%	25.6%	26.0%	26.4%	26.9%
营业外收支	1	-5	6	16	3	3
税前利润	199	301	587	897	1,219	1,527
利润率	26.0%	23.6%	25.9%	26.5%	26.4%	26.9%
所得税	-20	-25	-69	-108	-146	-183
所得税率	10.0%	8.3%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	179	276	518	789	1,073	1,343
少数股东损益	-1	6	10	23	40	40
归属于母公司的净利润	180	271	507	766	1,033	1,303
净利率	23.5%	21.2%	22.4%	22.6%	22.4%	23.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	179	276	518	789	1,073	1,343
非现金支出	96	134	227	234	297	357
非经营收益	8	10	17	35	63	63
营运资金变动	-235	-218	-667	-119	-263	-204
经营活动现金净流	48	203	94	939	1,170	1,560
资本开支	-712	-915	-586	-687	-847	-657
投资	-5	0	9	-11	0	-1
其他	4	242	32	0	0	0
投资活动现金净流	-713	-673	-545	-698	-847	-658
股权募资	0	35	8	0	0	0
债权募资	399	323	624	353	0	0
其他	-94	-147	-184	53	-173	-173
筹资活动现金净流	304	211	448	406	-173	-173
现金净流量	-360	-260	-2	648	150	729

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	729	476	520	1,168	1,318	2,047
应收款项	334	547	1,348	1,797	2,444	3,006
存货	121	145	559	834	1,135	1,392
其他流动资产	301	370	354	348	473	581
流动资产	1,484	1,537	2,780	4,147	5,370	7,026
%总资产	40.6%	32.0%	42.5%	49.4%	52.8%	57.9%
长期投资	0	0	51	62	62	62
固定资产	2,028	3,098	3,521	3,980	4,526	4,822
%总资产	55.5%	64.4%	53.8%	47.4%	44.5%	39.7%
无形资产	139	163	158	168	175	182
非流动资产	2,170	3,274	3,761	4,250	4,803	5,107
%总资产	59.4%	68.0%	57.5%	50.6%	47.2%	42.1%
资产总计	3,654	4,811	6,541	8,397	10,174	12,133
短期借款	565	591	1,178	441	441	441
应付款项	365	836	1,168	1,633	2,302	2,824
其他流动负债	-26	97	261	396	537	737
流动负债	905	1,524	2,606	2,470	3,280	4,002
长期贷款	369	667	427	427	427	427
其他长期负债	14	17	480	1,570	1,570	1,570
负债	1,288	2,207	3,514	4,467	5,277	5,999
普通股股东权益	2,231	2,421	2,892	3,771	4,697	5,894
少数股东权益	136	182	136	159	199	239
负债股东权益合计	3,654	4,811	6,541	8,397	10,174	12,133

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.338	0.508	0.476	0.719	0.969	1.223
每股净资产	4.187	4.545	2.714	3.539	4.408	5.532
每股经营现金净流	0.091	0.380	0.088	0.881	1.098	1.464
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	8.07%	11.17%	17.54%	20.32%	21.98%	22.11%
总资产收益率	4.93%	5.62%	7.76%	9.12%	10.15%	10.74%
投入资本收益率	5.48%	7.67%	12.39%	13.75%	16.06%	16.83%
增长率						
主营业务收入增长率	99.60%	66.90%	77.62%	49.43%	36.00%	23.00%
EBIT 增长率	104.78%	60.68%	101.43%	41.36%	36.00%	23.73%
净利润增长率	72.23%	50.30%	87.49%	51.02%	34.79%	26.23%
总资产增长率	33.52%	31.65%	35.97%	28.37%	21.15%	19.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	97.6	101.4	121.8	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	76.2	57.5	92.8	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	137.0	160.6	150.6	150.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	573.1	496.8	328.0	253.8	218.8	187.3
偿债能力						
净负债/股东权益	8.69%	30.03%	35.82%	20.11%	13.07%	-1.45%
EBIT 利息保障倍数	-637.9	36.6	25.9	23.6	35.9	64.8
资产负债率	35.24%	45.88%	53.71%	53.20%	51.87%	49.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-06	买入	19.56	24.00~26.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD