

2017 年 02 月 27 日

清新环境 (002573.SZ)

公司快报

业绩符合预期，非电领域烟气治理成长可期

投资要点

事件：2 月 24 日，公司发布 2016 年业绩快报，2016 年公司实现营业总收入 33.90 亿元，同比增长 49.48%，归母净利润 7.67 亿元，同比增长 51.10%。

◆ **建造、运营项目数量稳步增加，奠定业绩高增基础：**根据中电联数据，截至 2015 年末，公司累计签订合同的火电厂烟气脱硫 BOT 机组容量达 22,260MW，位列行业第二；累计签订合同的火电厂烟气脱硝 BOT 机组容量 10,640MW，位列行业第三；公司 2015 年新签烟气脱硫新建及技改工程机组容量亦在行业名列前茅。2016 年公司拿单势头不减，2016 年上半年公司共承接 79 台大型火电机组 (38,295MW)、46 台中小燃煤锅炉 (7,535t/h) 的烟气治理建造项目，为公司业绩高成长奠定基础。

◆ **控股博惠通，切入石化行业烟气治理市场：**2017 年 1 月公司公告拟以 1.28 亿元现金收购博惠通 80% 股权，博惠通主要为石化、电力等企业提供烟气脱硝专用设备、新一代节能清灰装置以及“一站式”综合服务，产品已在各主要等级锅炉机组成功应用。博惠通以石化行业客户为重点，其在 2014、2015 年对中石化集团的销售收入分别占 2014 年销售收入的 87.78%、70.96%；本次收购事项约定：在业绩承诺期内，博惠通每年石化领域业务的毛利润占年度总毛利润的比例应超过 80%。《“十三五”生态环境保护规划》显示，到 2015 年，全国脱硫、脱硝机组容量占煤电总装机容量比例分别提高到 99%、92%，而包括石化在内的“非电”重点行业，脱硫脱硝设备安装率仍亟待提高。公司通过本次收购横向延伸至石化行业烟气治理领域，争取石化行业治污减排市场份额。

◆ **与中国铝业合资设立铝能清新——非电领域另一平台：**2016 年上半年公司出资 60% 与中国铝业合资设立铝能清新，并由该子公司购买中国铝业下属五家企业燃煤发电机组环保资产，有望以有色行业自备电厂为入口进军更大的非电领域烟气治理市场。2016 年上半年公司承接 125 台机组/锅炉新建、改造项目，其中 31 台来自非电行业。在已有运营项目持续稳定收益基础上，非电领域将成为公司新的利润增长点。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.72、0.96 和 1.23 元。公司目前估值水平较低，我们给予公司增持-A 建议，6 个月目标价为 21.13 元，相当于 2017 年 22 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**整合风险、政策不及预期、竞争加剧

电力及公用事业 | 环保 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 21.13 元

股价(2017-02-24) 19.21 元

交易数据

总市值 (百万元) 20,606.54

流通市值 (百万元) 20,599.29

总股本 (百万股) 1,072.70

流通股本 (百万股) 1,072.32

12 个月价格区间 16.17/22.44 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.48	9.69	-22.01
绝对收益	0.84	5.55	-16.43

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20655643

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsec.cn
021-20655737

相关报告

清新环境：绿色债募集资金到位，资金充裕保障业务拓展 2017-02-12

清新环境：控股博惠通，切入石化行业烟气治理市场 2017-01-08

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,276.8	2,267.8	3,389.9	4,558.7	5,902.7
同比增长(%)	66.9%	77.6%	49.5%	34.5%	29.5%
营业利润(百万元)	306.2	580.5	864.1	1,167.4	1,496.6
同比增长(%)	54.6%	89.6%	48.9%	35.1%	28.2%
净利润(百万元)	270.6	507.3	769.2	1,032.7	1,318.4
同比增长(%)	50.3%	87.5%	51.6%	34.2%	27.7%
每股收益(元)	0.25	0.47	0.72	0.96	1.23
PE	72.8	38.8	25.6	19.1	15.0
PB	8.1	6.8	5.8	4.8	3.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,276.8	2,267.8	3,389.9	4,558.7	5,902.7	年增长率					
减:营业成本	842.8	1,383.5	2,180.5	2,932.4	3,796.9	营业收入增长率	66.9%	77.6%	49.5%	34.5%	29.5%
营业税费	12.7	17.1	28.4	39.4	48.4	营业利润增长率	54.6%	89.6%	48.9%	35.1%	28.2%
销售费用	19.3	63.6	70.2	97.1	137.8	净利润增长率	50.3%	87.5%	51.6%	34.2%	27.7%
管理费用	78.9	152.9	227.9	298.6	393.8	EBITDA 增长率	51.7%	79.3%	30.8%	29.3%	24.6%
财务费用	8.8	25.1	-	-	-	EBIT 增长率	59.3%	92.2%	42.7%	35.1%	28.2%
资产减值损失	8.1	41.8	17.7	22.5	27.3	NOPLAT 增长率	62.4%	84.9%	45.5%	35.1%	27.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.2%	20.8%	10.5%	-7.1%	15.3%
投资和汇兑收益	0.2	-3.2	-1.0	-1.4	-1.9	净资产增长率	10.0%	16.3%	17.0%	20.4%	22.4%
营业利润	306.2	580.5	864.1	1,167.4	1,496.6	盈利能力					
加:营业外净收支	-4.8	6.1	0.6	0.7	2.5	毛利率	34.0%	39.0%	35.7%	35.7%	35.7%
利润总额	301.4	586.6	864.8	1,168.1	1,499.1	营业利润率	24.0%	25.6%	25.5%	25.6%	25.4%
减:所得税	24.9	69.0	86.6	117.0	158.9	净利润率	21.2%	22.4%	22.7%	22.7%	22.3%
净利润	270.6	507.3	769.2	1,032.7	1,318.4	EBITDA/营业收入	34.5%	34.9%	30.5%	29.3%	28.2%
						EBIT/营业收入	24.7%	26.7%	25.5%	25.6%	25.4%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	45.9%	53.7%	46.7%	42.7%	40.6%
货币资金	475.8	519.8	271.2	425.0	763.1	负债权益比	84.8%	116.0%	87.6%	74.5%	68.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.01	1.07	1.05	1.37	1.70
应收帐款	525.5	1,180.7	1,174.5	2,046.7	2,190.8	速动比率	0.91	0.85	0.94	1.08	1.45
应收票据	21.2	167.0	65.1	144.8	184.6	利息保障倍数	35.68	24.13			
预付帐款	264.9	223.3	1,154.6	459.3	1,483.7	营运能力					
存货	145.0	558.8	343.5	866.2	823.5	固定资产周转天数	414	300	208	141	99
其他流动资产	105.0	130.8	80.1	105.3	105.4	流动营业资本周转天数	77	76	103	84	89
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	426	343	312	282	293
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	121	135	125	127	129
长期股权投资	-	51.3	51.3	51.3	51.3	存货周转天数	37	56	48	48	52
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,193	901	700	556	495
固定资产	1,737.9	2,037.7	1,873.1	1,708.5	1,543.9	投资资本周转天数	826	583	449	338	270
在建工程	1,331.7	1,463.6	1,463.6	1,463.6	1,463.6	费用率					
无形资产	107.6	90.8	85.2	79.5	73.8	销售费用率	1.5%	2.8%	2.1%	2.1%	2.3%
其他非流动资产	96.4	117.6	85.8	94.5	99.0	管理费用率	6.2%	6.7%	6.7%	6.5%	6.7%
资产总额	4,810.8	6,541.4	6,647.9	7,444.6	8,782.6	财务费用率	0.7%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	293.2	713.2	934.7	-	-	三费/营业收入	8.4%	10.7%	8.8%	8.7%	9.0%
应付帐款	733.3	933.3	1,425.1	2,013.2	2,364.2	投资回报率					
应付票据	76.0	87.8	134.4	203.9	221.0	ROE	11.2%	17.5%	22.6%	25.2%	26.2%
其他流动负债	421.2	872.1	439.5	738.4	685.5	ROA	5.7%	7.9%	11.7%	14.1%	15.3%
长期借款	666.6	426.9	-	-	-	ROIC	11.4%	16.1%	19.4%	23.7%	32.5%
其他非流动负债	16.8	480.4	170.4	222.5	291.1	分红指标					
负债总额	2,207.1	3,513.7	3,104.1	3,178.1	3,561.8	DPS(元)	0.10	0.10	0.25	0.31	0.36
少数股东权益	182.3	136.0	144.5	162.6	183.9	分红比率	39.4%	21.0%	34.9%	31.8%	29.2%
股本	532.8	1,065.6	1,073.2	1,073.2	1,073.2	股息收益率	0.5%	0.5%	1.4%	1.7%	2.0%
留存收益	1,888.4	1,825.6	2,326.2	3,030.8	3,963.7						
股东权益	2,603.7	3,027.7	3,543.9	4,266.6	5,220.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	276.5	517.6	769.2	1,032.7	1,318.4	EPS(元)	0.25	0.47	0.72	0.96	1.23
加:折旧和摊销	126.4	185.3	170.3	170.3	170.3	BVPS(元)	2.26	2.70	3.17	3.82	4.69
资产减值准备	8.1	41.8	-	-	-	PE(X)	72.8	38.8	25.6	19.1	15.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.1	6.8	5.8	4.8	3.9
财务费用	14.7	31.8	-	-	-	P/FCF	-99.6	120.7	-723.8	41.7	27.9
投资损失	-0.2	3.2	1.0	1.4	1.9	P/S	15.4	8.7	5.8	4.3	3.3
少数股东损益	5.9	10.3	8.9	18.4	21.8	EV/EBITDA	24.2	26.2	20.1	14.7	11.7
营运资金的变动	-215.4	-153.5	-559.5	137.7	-804.6	CAGR(%)	56.1%	37.3%	63.3%	56.1%	37.3%
经营活动产生现金流量	203.1	94.2	389.9	1,360.4	707.7	PEG	1.3	1.0	0.4	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-673.3	-544.7	-1.0	-1.4	-1.9	ROIC/WACC	1.2	1.6	2.0	2.4	3.3
融资活动产生现金流量	210.6	438.7	-637.5	-1,205.2	-367.8						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn