

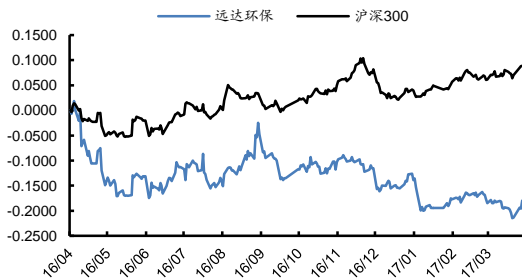
国电投旗下唯一环保上市公司，节能环保综合产业平台开始初步布局

——远达环保（600292）动态研究

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：赵越 S0350116090018
0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|------|-------|
| 远达环保 | -0.3 | -6.1 | -16.3 |
| 沪深300 | 2.6 | 4.7 | 10.4 |

市场数据 2017-04-07

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 12.02 |
| 52周价格区间（元） | 11.33 - 14.98 |
| 总市值（百万） | 9385.42 |
| 流通市值（百万） | 9385.42 |
| 总股本（万股） | 78081.69 |
| 流通股（万股） | 78081.69 |
| 日均成交额（百万） | 120.69 |
| 近一月换手（%） | 12.77 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **主营业务为脱硫脱硝除尘工程及运营，受电力市场低迷影响拖累公司2016年整体业绩。**公司是国家电力投资集团公司旗下唯一的环保上市平台公司，国家电投持股43.74%。公司主要客户是火电企业，主营业务为脱硫脱硝除尘工程及特许经营业务，在2016年收入占比87.63%，受火电新建项目减少带来工程业务总量萎缩、电力市场下滑导致利用小时数下降影响，工程及经营服务营收分别同比下降1.14%和1.05%，加之脱硝催化剂产能过剩导致营收大幅下滑，公司整体营业收入较去年同期下降7.77%，至32.61亿元。归母净利润1.52亿元，同比下降47.12%，一方面是营收不及去年，另一方面更直接的原因还是去年同期有减持西南证券股票获得投资收益，若剔除该因素影响，则归母净利润同比下降6.69%，基本与收入降幅保持一致。

■ **积极开展产业结构调整，致力于打造节能环保产业平台。**公司具有充足、成熟的工程服务经验，截至2016年底，完成环保装置工程容量1.57亿千瓦，已累计签约脱硫脱硝除尘EPC项目装机容量超过2.1亿千瓦，并在印度、巴基斯坦、土耳其、越南等四个国家拥有工程业务；脱硫脱硝已实现规模化运营，总装机容量3098万千瓦，居五大发电集团前列。

在传统业务提供的扎实业绩基础之上，公司还依托母公司在核电领域的优势，积极拓展核环保业务，基本完成山东海阳核电站离堆废物处理项目（SRTF）调试，公司已初步具备核环保服务能力，成为目前国内仅有的三家具有中低放核废料处理牌照的企业之一，2016年中标山东海阳核电一期工程去污系统设计和技术服务项目、中核集团泰山地区固废处理项目、田湾核电站固废暂存库工程设计项目，进一步扩大核废料处理的订单规模，未来借助国家电投在核电领域的行业影响力，公司有望获得更多核环保订单量，做强做优核环保业务。此外，公司在分布式能源、土壤修复及生态文明建设领域亦开始初步布局，2016年实现首个分布式光伏项目并网发电，并中标重庆永川区人民医院分布式能源项目，分布式能源业务有望实现扩张。公司下属环保工程公司已获得“土壤污染治理甲级资质”，并成功中标邵阳项目，有望在环保领域获得纵深突破。公司还与中咨集团北京生态技术研究所签署框架协议，拟开展重庆市相关区域生态

文明先行示范区建设方案等的研究，从而进军生态文明建设领域，公司节能环保产业平台的打造已初具规模。

- **水处理业务有望成为公司新的业绩增长点。** 我国的工业用水中约 40%用于燃煤火电厂，而排放量占工业排放总量的 10%，在节能减排的大背景下，“废水零排放”成为燃煤火电厂的必然选择，而脱硫废水是实现零排放的关键。公司目前已经掌握电厂“原水预处理-锅炉补给水处理、过程水处理-废污水处理及回用”的全过程工艺技术和施工管理能力，成功建立“水岛”工程模式，目前拥有 5 个污水处理及再生水回用投资现目，处理规模 25 万吨/天，主要是电厂水处理业务。公司通过积极研发，已研制出 MVR 蒸发结晶和烟气余热蒸发两条废水“零排放”的技术路线，并已与废水零排放行业技术及业绩均全球领先的美国阿奎特国际公司签署战略合作协议，有望在该领域获得进一步的技术突破，抢占电厂水处理市场。未来，随着公司水处理技术的日趋成熟，我们认为公司亦有可能将水务业务由电力拓展至市政领域，与北票市政府签署的日处理 10 万吨污水处理工程项目投资意向书，表明公司已开始有所布局。
- **首次覆盖给予“增持”评级：** 公司是国家电投旗下唯一的环保上市平台公司，在大气治理和电厂水处理领域深耕多年，且为国内三家具有中低放核废料处理资质的企业之一，在环保领域具备较强的核心竞争力，分布式能源+土壤修复+生态文明建设为公司提供未来发展路径，新兴产业空间较大，有望培育成为公司新的利润增长点。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.21、0.26、0.32 元/股，对应当前股价 PE 为 57.36、47.09、37.46 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：** 宏观经济持续低迷风险；电力市场下滑风险；新业务开展进度不达预期风险；核废料处理安全事故风险。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 3261 | 3715 | 4278 | 4991 |
| 增长率(%) | -8% | 14% | 15% | 17% |
| 净利润(百万元) | 152 | 164 | 199 | 251 |
| 增长率(%) | -47% | 8% | 22% | 26% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.19 | 0.21 | 0.26 | 0.32 |
| ROE(%) | 2.93% | 3.14% | 3.80% | 4.73% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 远达环保盈利预测表

| 2017-04-0 | | | | | | | | | |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 证券代码: | 600292.SH | | 股价: | 12.02 | 投资评级: | 增持 | 日期: | 7 | |
| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 3% | 3% | 4% | 5% | EPS | 0.19 | 0.21 | 0.26 | 0.32 |
| 毛利率 | 17% | 18% | 19% | 19% | BVPS | 6.24 | 6.27 | 6.30 | 6.34 |
| 期间费率 | 12% | 13% | 13% | 13% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 5% | 4% | 5% | 5% | P/E | 61.92 | 57.36 | 47.09 | 37.46 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.93 | 1.92 | 1.91 | 1.90 |
| 收入增长率 | -8% | 14% | 15% | 17% | P/S | 2.88 | 2.53 | 2.19 | 1.88 |
| 利润增长率 | -47% | 8% | 22% | 26% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.40 | 0.43 | 0.47 | 营业收入 | 3261 | 3715 | 4278 | 4991 |
| 应收账款周转率 | 1.46 | 1.46 | 1.46 | 1.46 | 营业成本 | 2691 | 3031 | 3475 | 4034 |
| 存货周转率 | 4.09 | 4.09 | 4.09 | 4.09 | 营业税金及附加 | 28 | 33 | 39 | 45 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 41 | 47 | 54 | 63 |
| 资产负债率 | 41% | 44% | 47% | 50% | 管理费用 | 273 | 312 | 359 | 419 |
| 流动比 | 1.13 | 1.18 | 1.23 | 1.26 | 财务费用 | 41 | 80 | 94 | 108 |
| 速动比 | 0.92 | 0.97 | 1.01 | 1.05 | 其他费用/(-收入) | (35) | (10) | (10) | (10) |
| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 营业利润 | 152 | 202 | 247 | 311 |
| 现金及现金等价物 | 388 | 580 | 790 | 958 | 营业外净收支 | 18 | 5 | 5 | 5 |
| 应收款项 | 2236 | 2547 | 2932 | 3421 | 利润总额 | 170 | 207 | 252 | 316 |
| 存货净额 | 659 | 750 | 860 | 998 | 所得税费用 | 6 | 29 | 35 | 44 |
| 其他流动资产 | 294 | 335 | 386 | 450 | 净利润 | 164 | 178 | 217 | 273 |
| 流动资产合计 | 3576 | 4212 | 4968 | 5828 | 少数股东损益 | 13 | 14 | 18 | 22 |
| 固定资产 | 3818 | 3727 | 3641 | 3559 | 归属于母公司净利润 | 152 | 164 | 199 | 251 |
| 在建工程 | 83 | 83 | 83 | 83 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 无形资产及其他 | 550 | 550 | 495 | 440 | 经营活动现金流 | 147 | 304 | 302 | 303 |
| 长期股权投资 | 162 | 162 | 162 | 162 | 净利润 | 164 | 178 | 217 | 273 |
| 资产总计 | 8697 | 9242 | 9857 | 10580 | 少数股东权益 | 13 | 14 | 18 | 22 |
| 短期借款 | 589 | 689 | 789 | 889 | 折旧摊销 | 308 | 246 | 241 | 232 |
| 应付款项 | 2050 | 2335 | 2677 | 3108 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 174 | 198 | 228 | 266 | 营运资金变动 | (337) | (753) | (918) | (1160) |
| 其他流动负债 | 357 | 357 | 357 | 357 | 投资活动现金流 | (251) | 91 | 86 | 82 |
| 流动负债合计 | 3170 | 3579 | 4051 | 4619 | 资本支出 | (161) | 91 | 86 | 82 |
| 长期借款及应付债券 | 275 | 375 | 475 | 575 | 长期投资 | (99) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 84 | 84 | 84 | 84 | 其他 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 359 | 459 | 559 | 659 | 筹资活动现金流 | 295 | 57 | 26 | (18) |
| 负债合计 | 3529 | 4038 | 4610 | 5278 | 债务融资 | (153) | 200 | 200 | 200 |
| 股本 | 781 | 781 | 781 | 781 | 权益融资 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 5169 | 5204 | 5247 | 5302 | 其它 | 429 | (143) | (174) | (218) |
| 负债和股东权益总计 | 8697 | 9242 | 9857 | 10580 | 现金净增加额 | 192 | 452 | 414 | 367 |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。