清新环境（002573）研究报告

中标工业企业自备电厂项目，更多工业领域项目落地可期

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,394	4,603	6,041	7,282
同比(+/-%)	49.7%	35.6%	31.2%	20.5%
净利润(百万元)	744	1010	1200	1464
同比(+/-%)	46.7%	35.8%	18.7%	22.0%
毛利率(%)	37.4%	36.5%	35.0%	34.0%
净资产收益率(%)	20.5%	22.9%	22.4%	22.6%
每股收益（元）	0.69	0.94	1.12	1.36
PE	27.07	19.94	16.79	13.76
PB	5.55	4.56	3.77	3.11

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公告，签署《中盐吉兰泰盐化集团有限公司 2×135MW 机组超低排放项目烟气脱硫除尘改造工程 BOT 项目合同》，预计投资金额为 7150 万元。

投资要点：

■ **自备电厂处于相对模糊地带，行业监管加强后市场加速释放可期：**

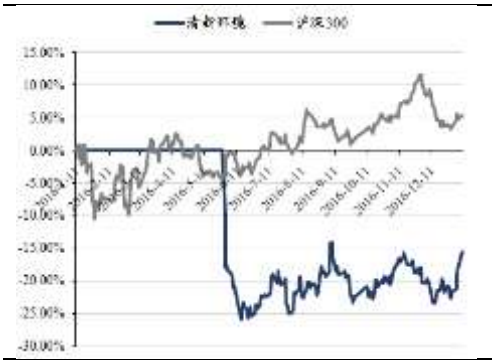
1）项目层面，公司此次中标的是中盐吉兰泰氯碱化工有限公司自备电厂的 2×135MW 机组超低排放项目，根据公司公告，项目运营期为 10 年(或运营期供电量达到 175 亿度电后终止)，烟气脱硫除尘费综合单价为 0.0168 元/千瓦时，按照每年 17.5 亿度预估电量计算，项目年收入为 2900 万元，盈利能力有保障。

2）市场层面，由于我国电力产业发展和电力供应能力的历史原因，工业企业的自备电厂一直处于相对模糊地带。近年来随着《关于完善差别电价政策的意见》、《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》等政策的集中密集出台，加快自备电厂的升级改造，包括节能节水改造、脱硫脱硝除尘等环保改造、超低排放改造以及机组设备的智能化改造等需求被明确提出并要求强制执行，根据中国信息网（http://www.scxxb.com.cn/html/2017/shichangfenxi_0602/300029.html）的数据显示，2016 年我国企业自备电厂装机容量超过 1.42 亿千瓦，较 2015 年同比增长超过 15%。在行业监管不断加强、标准规范日益完善的形势下，预计自备电厂烟气治理的需求将集中加速释放，公司凭借自身在火电超净排放领域积累的技术和资源，承接更多自备电厂治理工程和运营项目值得期待。

2017 年 6 月 12 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：刘博
liub@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.77
一年最低价/最高价	16.07/25.18
市净率	5.55
流通 A 股市值（百万元）	20121

基础数据

每股净资产（元）	3.38
资产负债率（%）	64.3
总股本（百万股）	1073
流通 A 股（百万股）	1072

相关研究

1. 深耕火电、拓展非电，大气治理龙头腾飞可期 2017 年 2 月 27 日
2. 业绩符合预期，深耕火电+拓展非电突破成长天花板 2017 年 5 月 2 日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **“气十条”考核年+强化环保督查，烟气治理市场持续放量可期：**1）2017 年是“气十条”的考核年，根据“气十条”的考核目标：到 2017 年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比 2012 年下降 10%以上，京津冀、长三角、珠三角等区域可吸入颗粒物浓度分别下降 25%、20%、15%左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在 60 微克/立方米左右。2）2017 年初，环保部决定对北京、天津、河北、山西、山东、河南等有关省（市）开展 2017 年度第一季度空气质量专项督查，截至 2016 年年末，中央环保督察共受理群众举报 3.3 万余件，立案处罚 8500 余件、罚款 4.4 亿多元，立案侦查 800 余件、拘留 720 人，约谈 6307 人，问责 6454 人。在“气十条”考核期限临近、环保督查力度显著加强的趋势下，预计烟气治理行业需求将集中释放。

- **深耕火电烟气治理领域，为业绩高增长夯实坚定基础：**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，在火电脱硫脱硝除尘行业中得到市场充分认可和广泛推广**。根据中电联的统计数据，**2015 年公司签订合同的脱硫新建机组容量为 12360MW，市场排名第二；脱硫技改机组容量为 33490MW，市场排名第一；累计签订的脱硫特许经营机组容量为 22600KW，市场排名第二；脱销特许经营机组容量为 10640KW，市场排名第三**。在火电领域超净排放改造需求集中释放的形势下，领先全行业的技术和稳定的市场份额，为公司未来 1-3 年业绩高速增长奠定坚实基础。

- **开拓非电烟气治理领域，突破市值成长天花板：**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。我们分析认为，公司通过收购切入市场空间更为广阔的石化、钢铁、有色等非电烟气治理领域，有助于打破火电行业成长的天花板，市值腾飞值得期待。

- **高杠杆员工+期权持股充分激励：1）**公司 2016 年 4 月 26 日公布第二期员工持股计划草案，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 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公司员工总数 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。目前，公司于 2014 年实施的第一期员工持股计划已经出售完毕（买入价格为 14.20 元/股），第二期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 2017-2019 年 EPS0.94、1.12、1.36 元，对应 PE 20、17、14 倍，维持“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

图表 1 清新环境盈利预测

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**5411.0**	**6104.0**	**7347.2**	**9305.0**
现金	1263.1	1200.0	1213.0	2086.3
应收款项	2535.3	3152.9	3806.6	4388.9
存货	977.6	961.0	1290.9	1580.0
其他	635.0	790.0	1036.8	1249.7
非流动资产	**5805.2**	**6084.2**	**6287.3**	**6449.4**
长期股权投资	102.9	102.9	102.9	102.9
固定资产	5417.1	5680.7	5868.9	6016.7
无形资产	139.2	154.6	169.4	183.8
其他	146.0	146.0	146.0	146.0
资产总计	**11216.2**	**12188.2**	**13634.5**	**15754.5**
流动负债	**4592.0**	**4070.0**	**4274.0**	**4943.8**
短期借款	2452.2	1495.2	500.0	500.0
应付账款	1148.0	1201.3	1867.4	2130.3
其他	991.7	1373.5	1906.6	2313.5
非流动负债	**2617.6**	**3317.6**	**3617.6**	**3917.6**
长期借款	233.1	633.1	633.1	633.1
其他	2384.5	2684.5	2984.5	3284.5
负债总计	**7209.6**	**7387.6**	**7891.6**	**8861.4**
少数股东权益	379.8	387.8	397.0	408.5
归属母公司股东权益	3626.8	4412.7	5345.9	6484.5
负债和股东权益总计	**11216.2**	**12188.2**	**13634.5**	**15754.5**

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	84.9	1484.6	2063.1	1999.8
投资活动现金流	-2340.2	-766.3	-788.5	-801.3
筹资活动现金流	3013.6	-781.4	-1261.6	-325.1
现金净增加额	758.7	-63.1	13.0	873.4
企业自由现金流	-1260.3	898.7	1408.4	1297.0

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**3394.0**	**4603.3**	**6040.9**	**7281.7**
营业成本	2125.1	2923.1	3926.6	4805.9
营业税金及附加	32.0	18.4	36.2	35.0
营业费用	77.5	115.1	172.8	217.0
管理费用	172.7	269.8	479.6	541.0
财务费用	104.6	200.7	149.6	111.9
投资净收益	-2.9	0.0	0.0	0.0
其他	-45.9	-9.0	-10.3	-18.1
营业利润	**833.2**	**1067.3**	**1265.7**	**1552.8**
营业外净收支	57.7	30.0	30.0	30.0
利润总额	**891.0**	**1097.3**	**1295.7**	**1582.8**
所得税费用	138.3	76.7	84.2	104.3
少数股东损益	8.4	10.3	11.9	14.8
归属母公司净利润	**744.2**	**1010.3**	**1199.6**	**1463.7**
EBIT	986.7	1276.9	1425.6	1682.8
EBITDA	1259.4	1801.3	2000.7	2303.8

重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益(元)	0.69	0.94	1.12	1.36
每股净资产(元)	3.38	4.11	4.98	6.04
发行在外股份(百万股)	1073.2	1073.2	1073.2	1073.2
ROIC(%)	13.6%	15.2%	16.9%	19.7%
ROE(%)	20.5%	22.9%	22.4%	22.6%
毛利率(%)	37.4%	36.5%	35.0%	34.0%
EBIT Margin(%)	29.1%	27.7%	23.6%	23.1%
销售净利率(%)	21.9%	21.9%	19.9%	20.1%
资产负债率(%)	64.3%	60.6%	57.9%	56.2%
收入增长率(%)	49.7%	35.6%	31.2%	20.5%
净利润增长率(%)	46.7%	35.8%	18.7%	22.0%

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