

强烈推荐-A (维持)

清新环境 002573.SZ

目标估值: 28.00 元  
当前股价: 21.21 元  
2017年09月07日

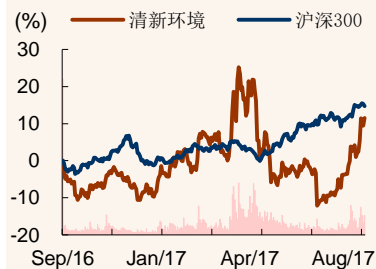
调研纪要+2017中报点评: 火电超净仍有可为, 非电治理  
拉开序幕

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	107320
已上市流通股(万股)	106954
总市值(亿元)	228
流通市值(亿元)	227
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	20.6
资产负债率	62.4%
主要股东	北京世纪地和控股有
主要股东持股比例	45.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	2	15
相对表现	16	-10	0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《清新环境(002573)——超净市场保证短期增长, 未来新增长点布局展开》2016-08-24
- 2、《清新环境(002573)——进军石化烟气治理, 全面推进火电超净排放改造》2016-05-27

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

张晨

010-57601866  
zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

弋隽雅

yijunya@cmschina.com.cn  
S1090517080004

事件:

2017年8月, 清新环境发布了2017年中报。

2017年1~6月, 清新环境实现营业收入15.49亿元, 同比增长42.63%, 归属净利润3.16亿元, 同比增长17.44%。公司的扣非归母净利润为3.16亿元, 同比增长18.05%。基本每股收益0.29元。清新2017中报业绩, 基本符合市场预期。

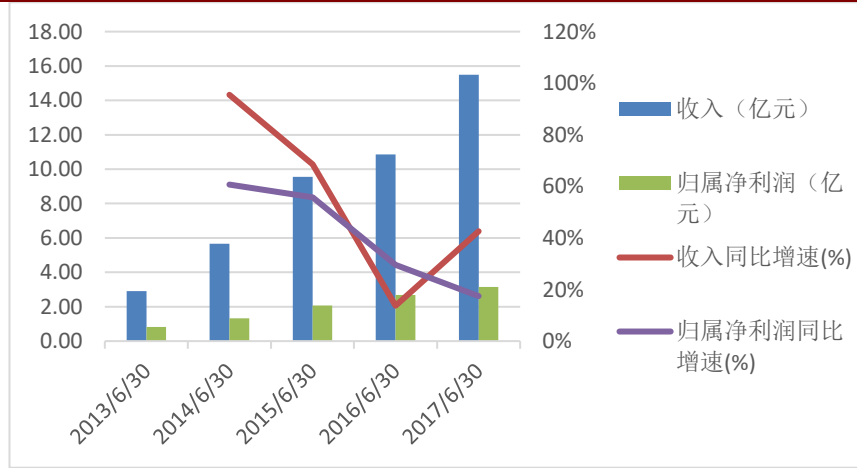
2017年9月5日, 清新环境举行了业绩说明会, 我们参与了本次会议并完成相应的纪要。

评论:

一、中报点评

2017年1~6月, 清新环境实现营业收入15.49亿元, 同比增长42.63%, 归属上市公司股东的净利润3.16亿元, 同比增长17.44%。

图1: 清新环境收入和净利润变化图



资料来源: 公司数据、招商证券

公司第二季度单季归属净利润2.2亿元, 较去年同期1.83亿元, 增长0.37亿元, 同比增长20.22%。公司第二季度单季归属净利润的同比增速, 较2017年第一季度归属净利润同比增速11.76%有所提高。

清新环境收入利润快速增长, 主要原因是公司燃煤电厂超低排放业务继续保持较快增长。燃煤电厂超低排放改造启动实施两年多来, 超低排放改造按照东部、中部、西部的顺序在循序推进, 机组容量也从大型火电机组往中小机组及燃煤锅炉逐渐展开。公司在大型火电机组超低改造方面保持领先优势, 不断向中西部地区和区域客户深化发展, 而中小机组及燃煤锅炉的改造方面则继续快速增长。此外, 公司也在拓展燃煤电厂烟气除水、脱硫废水零排放等新业务, 以保障公司在火电

领域业务的持续发展。

### 1) 运营业务方面

公司已投运的脱硫脱硝除尘运营项目正常运行。新的运营业务进展包括：

- 2017 年上半年，公司签订的江苏徐矿综合利用发电有限公司 2×300MW 级循环流化床机组烟气脱硫除尘改造 BOT 项目，已于 2017 年 1 月 10 日通过环保验收正式投产；
- 河南神火发电有限公司 1×600MW 机组超低排放改造工程 BOT 项目已于 2017 年 3 月 1 日通过环保验收，正式投产；
- 2017 年 6 月，公司与中盐吉兰泰盐化集团有限公司签署了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，目前项目在建。

### 2) 建造业务方面

2017 年上半年，公司在燃煤电厂超低排放改造方面继续保持领先。

2017 年也是工业污染治理领域受到高度关注的一年。随着中央环保督察机制的不断完善，目前已实现了全国 31 个省市全覆盖，且督查频率越来越高，党政首长问责制则有效推动了地方环保治理狠抓落实。

清新环境作为大气治理龙头企业，具备一体化竞争优势，在中小锅炉提标改造和工业烟气治理方面则保持了快速增长。主要建造项目汇总情况见下表：

表 1：清新环境各类 EPC 业务的同期对比情况

时间	2016H1	2016H1	2017H1	2017H1	2017H1	2017H1
类别	机组/锅炉数量	机组/锅炉规模	机组/锅炉数量	机组/锅炉规模	规模同比增长	单位
火电机组	79	38295	66	14894	-61%	MW
燃煤锅炉	46	7535	86	18055	140%	t/h
工业过程	/	/	10	1756	/	t/h
合计	125	/	162	/	/	/

资料来源：中报数据，招商证券；备注：2016H1 财报，可能由于口径问题，并未单独区分工业过程的锅炉改造。

对比 2016H1 和 2017H1 的数据，可以发现清新环境的火电机组建设改造数量减少了 13 台，规模同比降低了 61%。与此同时，燃煤锅炉以及工业过程锅炉，无论从数量上还是规模上都有了显著的提高。

其中，燃煤锅炉 2017 年上半年改造 86 台，比去年同期增加 40 台，规模同比增长 140%。工业过程锅炉 2016H1 未单独披露数据，而 2017H1 报告不仅单独披露，而且规模增长迅速。

2017 年 6 月，环保部发布关于征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改单（征求意见稿）意见的函，大幅提升钢铁烧结、球团等工业大气污染物特别排放标准，增加陶瓷、平板玻璃等行业特别排放限值。随着新标准逐步落地，预期工业领域烟气提标改造将迎来新的增长空间。

由于工业锅炉特别排放限值和改造市场打开的政策出台于 2017 年 6 月，因此上半年的业绩还未显著受到这一政策利好。下半年，随着工业锅炉大气治理要求变得更加严格，且部分工业企业限产具备改造的时间和动力，那么预计下半年公司在该领域的改造和运

营业务将会迎来一次快速增长。

**费用分析:**

2017 年上半年, 清新环境的销售费用为 0.32 亿元, 同比增长 18.62%, 销售费用率为 2.09%, 较去年同期降低 0.42pct。

管理费用为 0.72 亿元, 同比增长 18.22%, 管理费用率为 4.64%, 较去年同期降低 0.96pct。

财务费用为 0.87 亿元, 同比增长 646.89%, 财务费用率为 5.59%, 较去年同期增长 4.52pct。

总体而言, 公司销售费用和管理费用控制良好, 财务费用增加 0.75 亿元, 增长迅速的原意主要是公司借款增加导致利息支出增加, 同时 BOT 项目投运导致费用化利息增加。

**表 2: 清新环境费用情况**

单位: 百万元	销售总收入	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	营业税金	营业税/总收入
2015/6/30	955.2	18.1	1.9%	66.2	6.9%	11.9	1.3%	3.5	0.4%
2016/6/30	1086.3	27.3	2.5%	60.9	5.6%	11.6	1.1%	11.0	1.0%
2017/6/30	1549.4	32.4	2.1%	71.9	4.6%	86.7	5.6%	11.6	0.8%
2016YOY	13.7%	51.1%	0.6pct	-8.1%	-1.3pct	-2.8%	-0.2pct	214.1%	0.6pct
2017YOY	42.6%	18.6%	-0.4pct	18.2%	-1.0pct	646.9%	4.5pct	6.1%	-0.2pct

资料来源: 公司中报, 招商证券

**现金流量分析:**

从现金流量表的现金回流状况可以看出, 2017 年上半年, 清新环境销售商品提供劳务收到的现金为 9.42 亿元, 较去年同期增加了 2.63 亿元, 同比增长 38.80%。销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为 60.78%, 较去年同期水平降低 1.68pct。现金流情况基本维持在良好状态, 体现公司较好的营运能力。

应收账款同比增长 124.03%, 应收/营业收入比重为 177.40%, 较去年同期提升 64.46pct, 主要是因为公司业务开展迅速, 工期进展快于合同约定结算进度; 另一方面也是因为超净排放改造过半, 前期应收账款累计至改造周期的峰值所致。后续随着款项的逐步回收, 预计应收账款占收入比重应会有所下降。

存货同比增长 38.79%, 存货/营业收入比重为 78.63%, 较去年同期降低 2.18pct, 变化幅度较小。应付账款同比降低-42.29%, 应付账款/营业收入比重为 70.85%, 较去年同期降低 104.26pct, 变化幅度较大。

**表 3: 清新环境现金流情况**

单位: 百万元	营业收入	销售商品提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	存货	占营收比重	应付账款	其他应收款
2015/6/30	955	441	46%	734	77%	287	30%	540	112
2016/6/30	1086	679	62%	1,227	113%	878	81%	1,902	194
2017/6/30	1549	942	61%	2,749	177%	1,218	79%	1,098	203
2016YOY	14%	54%	16pct	67%	36pct	205%	51pct	252%	73%
2017YOY	43%	39%	-2pct	124%	64pct	39%	-2pct	-42%	5%

资料来源: 公司中报, 招商证券

应收账款增加以及应付账款减少, 或许是公司财务费用增加的主要原因。

## 二、近期事件点评

### 1、三季报业绩预期

2017 年中报中，公司披露了三季报业绩预期：2017 年 1~9 月，公司预计归属净利润区间为 5.48 亿元~6.47 亿元，同比增速约为 10%~30%。

业绩增长的主要原因：新增运营业务及在建 EPC 项目增加为公司带来新的业绩增长。

### 2、收购博惠通

- **博惠通简介：**主营业务为石油化工行业的烟气脱硝和节能清灰领域，目前掌握的技术包括 SCR 脱硝技术、SNCR 脱硝技术、SNCR/SCR 混合法脱硝技术，以及节能清灰技术等。2014 年度、2015 年度博惠通综合毛利率为 36.71%、38.51%，处于业内较高水平；公司在中石化集团具备较高的市场占有率，客户基础较强，如果将中石化集团旗下公司合并计量，则博惠通在 2014 年、2015 年对中石化集团的销售收入为分别占 2014 年销售收入的 87.78%、70.96%。
- **收购协议：**李婕、周磊承诺，在收到公司支付的第二期交易价款之日起 3 个月内，以其共管账户内的全部资金在二级市场购入公司股票，并对上述购入股票进行限售锁定。

表 4：博惠通交易方案

股东姓名	持有博惠通出资额 (万元)	持股比例 (%)	拟转让持股比例 (%)	交易金额 (万元)
李婕	825	55%	44%	7,040
周磊	675	45%	36%	5,760
合计	1,500	100%	80%	12,800

资料来源：公司公告，招商证券

- **承诺业绩：**2017~2019 年，博惠通承诺业绩累积值分别为 1700 万元、3900 万元和 6760 万元。

表 5：博惠通业绩承诺

年度	2017 年	2018 年	2019 年
截至每年度期末累积承诺净利润	1,700 万元	3,900 万元	6,760 万元
对应的每年度承诺净利润	1,700 万元	2,200 万元	2,860 万元

资料来源：公司公告，招商证券

- **锁定期：**李婕、周磊购入股票将分两期解禁，未解禁的购入股票不得进行转让、质押。第一期：博惠通 2019 年度的《专项审核报告》及《减值测试报告》出具且确认李婕、周磊无需履行补偿责任之日或上述报告确认李婕、周磊需要履行补偿责任且李婕、周磊按本协议约定履行完毕全部补偿责任之日，李婕、周磊可解锁的股票为其分别取得的购入股票的 50%；第二期：2020 年 12 月 31 日以后，李婕、周磊可解锁的股票为其分别取得的购入股票的剩余 50%。
- **收购进度：**2017 年 1 月 3 日，公司与博惠通股东李婕、周磊签署了《股权收购协议》，公司拟以 12,800 万元现金收购博惠通 80% 的股权；2017 年 7 月 17 日，博惠通股东李婕、周磊已按照相关协议约定通过二级市场购买完成本公司股票。

### 3、员工持股计划

2017年8月11日，公司公告了最新一期的员工持股计划，该计划预计将在8月28日的上审议。

- **管理计划和股票取得方式：**陕国投·清新环境员工持股计划集合资金信托计划；主要通过二级市场、大宗交易购买以及法律法规许可的方式取得并持有清新环境的股票。
- **总筹集资金和参与人数：**上限为1亿元，参与人数不超过1000人；
- **总规模和杠杆：**设立的集合资金信托计划份额上限为人民币3亿元，优先级计划份额和劣后级计划份额的目标配比为2:1。
- **时间：**购买时间为股东大会通过后6个月内；锁定期12个月；存续期24个月，可展期；
- **股份数预期：**以本次规模上限3亿元和清新环境2017年8月23日的收盘价19.75元/股来测算，所涉及的标的股票数量预计为1519万股（以实际购买数额为准），占公司现有股本10.73亿股总额的1.42%（根据购买实际价格该比例可能略有浮动）。
- **限制：**公司全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%，单个员工所持持股计划份额（含各期）所对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的1%。

本次公司进行大范围的员工持股计划，一方面有利于清新留住公司骨干的技术和业务人员，使公司在这一轮的工业大气治理市场竞争中保持领先优势；另一方面，绑定公司上下的利益，彰显了公司对于未来业绩和股价的信心。

**表 6：清新环境未来可能的市场空间测算**

	2017~2020 市场	市占率 E	清新总市场空间	平均每年市场
火电-脱硫改造	98	20%	19.6	4.9
火电-超净排放	354	20%	70.8	17.7
非电燃煤锅炉	1200	20%	240	60
钢铁	528	20%	105.6	26.4
合计	2180	20%	436	109

资料来源：招商证券

### 三、中报业绩说明会调研纪要+QA

#### 1、公司整体情况

##### (1) 半年报公司经营情况：

上半年收入同比增长 42.63%，净利润增长 17%，扣非增长 18%，总资产 113 亿元，净资产 38 亿元。比较稳健的成绩。

(2) **业务分类和收入占比：**目前主要分成 EPC60%，BOT30%多，其他业务 10%左右。

##### (3) 毛利率情况：

- **1) BOT 毛利率相对最高，**在运行小时数略有下降但是幅度不大，因为节能降耗降低成本，毛利率基本保持在 35%以上。

- **2) EPC 超净大机组项目**目前在红海市场，毛利率比去年同期下降几个百分点，但是成本控制使毛利率能维持。公司在小机组竞争方面还是很有优势的，因为很多中小机组不是通过招标的情况，而是通过议标的方式，所以通过清新的技术优势，利润水平会高一些。
- **EPC 中的非电业务主体-清新节能**：因为设计采购等部分毛利率较高的业务在母公司结算，所以利润体现的略小，实际情况比披露的数据要高。
- **3) 其他**：其他主营业务主要包括赤峰博源（主营业务是煤焦油加氢资源再利用），以及资源公司（主营业务是集中供暖供热）。
- **赤峰博元**：上半年有停机调试检修，下半年停机减少产量提高。另外上半年收入 1.4 亿元利润几百万，但是有 1 亿元左右的存货，想在下半年价格更高的时候出售，因此预期全年利润较好，达到 1 千万或以上的水平。目前毛利率比较低，但是预计全年毛利率会比较好。

#### **(4) EPC 在手订单，业务趋势——大机组向小机组锅炉转，非电市场逐步启动**

2017 上 1~7 月新签订单 19 亿元（其中火电 60% 多，中小 30% 多，非电个位数。），去年同期 15 亿元，增长 27%。若下半年非电治理政策落地，目前很多接洽的非电企业可能会转变为订单，预计将会有良好增长。

环保依赖政策。十一五做脱硫，十二五做脱硝，十三五超净排放。现在就是工业领域。而且火电，氮技术没有突破，是否能再往下走一走？这也是一个方向。公司现在在各个领域都布局。EPC 和 BOT 各有自身特点，EPC 短平快，BOT 长期收益可观，因此两类业务是交替上升的趋势，两者结合起来促进公司发展。大气治理不断提标，从而带来不断地 EPC 小高峰，因此这个领域公司的主要任务是把技术库不断地储备和完善，好赶上下一波小高峰。其他方面公司力争把资金、管理做好，以达到预期的毛利率。尽量在行业波动的情况下维持毛利率相对稳定。未来公司计划 EPC 和 BOT 同步推进，互相补充，未来几年两项业务的收入比例大概在 4:6~6:4 的区间内变化。

- **大型火电机组**（30 万千瓦以上）：上半年新签台数从 79 下降到 66 台，下降 16%。
- **中小燃煤锅炉**（30 万千瓦以下）：含小型火电机组+非电锅炉，例如供暖锅炉，或者提供蒸汽、热电联产的锅炉（其中热电联产的多一点）。技术方面和大机组一样，但规模略有差别。上半年公司新签 86 台，较去年同期 46 台增长 86%。
- **工业过程**：10 个订单，今年开始做工业过程大气治理工作，去年尚未开展。10 个订单中，主要是钢铁烧结机（5、6 个）、平炉竖炉、电解铝、碳素等。工业过程+中小燃煤锅炉上半年共新签 96 台，较去年 46 台同比增长 108.7%。

**(5) 业务区域**：西北地区收入占比几乎翻倍，这是因为改造开始进入高峰，华东收入占比提高是因为中小机组订单开始释放。

## **2、公司提出的几个关键词**

### **(1) 工业环保**

公司认为“工业环保”这一概念与公司发展非常相关，清新从火电治理转向工业大气治理。未来可能会转向工业环保治理。

### **(2) 与国企的合作**

国企进入环保，和国资合作：目前清新没有引入国企股东。去年和中国铝业合资成立子

公司，未来不排除这样的发展模式。

国企进入市场并带来影响，这在环保行业里面，特别是市政行业更为明显。因为市政一般在地方政府手里，一般是央企获得概率较大，因为央企国企有政府协调能力。另外一方面国企优势是资金优势，国企评级一般是 3A，民企 2A+ 的评级可能就非常难获得了，普遍是 2A 级。评级中 2A+ 比 2A 多一个+号，可能意味着降低一个点的融资成本。

民企的优势：管理和技术创新。国企一般是拿到订单，但是其毛利率和净利率水平没有民企高。清新目前可以提供一个有性价比的方案，如果是选择性价比，在订单获得中有胜率。

原来环保监察尚未特别严格时，业主当时可能选择关系好的企业承接项目。但是未来环保监管极为严格，不达标需要严格停产改造甚至关停，这样企业就必须寻找技术能力强的公司治理自身的污染。另一方面，原来业主方支付能力强时，可能对环保治理的经济性敏感度较低，便宜点贵点差别不大，但是现在宏观经济处于 L 型走势的情况下，可能厂家会更倾向于选择经济性高的技术和公司。而且清新及其竞争对手，相同的标的和中标金额，清新可能毛利率较高。

第二个是合作的策略。之前清新已经和十几家企业签订了合作协议，未来可能采用新的合作模式，例如国企拿订单，清新提供核心技术和方案，国企赚工程的钱清新赚核心技术的钱，互惠互利。

### 3、大气治理——电力超净改造

#### ● 超净排放市场总量：

原先有券商预计超净排放改造市场超过 1500 亿元，现在来看，公司认为总体达到 600~800 亿元。

#### ● 超净改造进展

公司认为目前改造过半，后续 2018~2019 年还会有一部分市场，2020 年估计是收尾。

#### ● 超净排放单位投资

70~80 元/千瓦，中小机组略有上浮。清新技术，比市场竞争者同行低 20%~30%。

#### ● 公司主要集中在脱硫除尘，未来会拓展：

脱硝在公司 EPC 里面占比是非常少的，清新强项是脱硫除尘一体化的技术，脱硝拿的比较少，因为整体脱硝技术在全球没有特别的突破，各家公司的技术差不多。BOT 里面，清新大概有 1400 万 KW 的项目有脱硝环节。

#### ● 平均规模：

之前大机组比较多，去年平均装机约 40~50 万千瓦/台。今年增加小机组客户开发，深耕当地市场，进行市场营销改革，因此今年小机组增加明显，平均 20~30 万千瓦/台。但是单位投资并没有往下降。

#### ● 中小型的火电机组，可能面临供给侧改革，未来是否对公司业务产生挤压？

中小型一般是 EPC 项目，施工本身周期很短，而且会挑选客户，并且做的 EPC 比较多，做 BOT 比较谨慎，要么是大的火电机组，要么是大的集团合作。

#### ● 运营业务，行业整体发电小时数在下降，那么公司承接项目发电小时数如何？

今年运营的情况，比去年还要乐观。确实，发电小时数降低这是全行业都面临的情况，清新运营的发电小时数有所下降，但是幅度不是很大。即便发电小时数下降的背景下，清新依然通过管理和节能降耗，保持较好的毛利率和收益率。运营一般是 20~30 年的周期，BOT 业务对于公司长远的发展有力，清新认为未来还有上升的空间。

#### ● 网上谣传脱硫脱硝补贴价格会降低或者取消？

公司对政策还是比较乐观，因为现在拿 BOT，同行竞标激烈，大家得到的运营价格已经低于国家补贴价格。原来是 2.7 分/度电补贴，现在拿不到 2.7 分/度电的水平。脱硫脱硝补贴有变动，公司认为这是好事情，如果补贴降低，可能把企业自主运营的市场释放出来。公司在民营里面运营排名第二，第一是国企给自己运营。因此公司期待有这样一个变动，给国企自己运营的一个成本的压力。

### 4、大气治理——非电

#### (1) 定位、关注市场和容量

● **公司对非电的定位：**目前公司 1~7 月份新签 19 亿元订单，其中火电占 60%~70%，非电 10 个订单，纯工艺环节还是少。预计明后年，中小机组订单会起来，火电大机组可能降低一些，非电会增长但是相对比例没那么快提高到很高。这两年订单情况可以看出，中小锅炉的增速比较快，包括 2017 年下半年招投标的情况会比较好。全国会有接近 1000 个项目在公司潜在项目库中持续跟踪推进。非电的项目方面，2015~2016 年公司做了很好的铺垫，这两年会是主要攻克的问题。

#### ● 非电重视行业

钢铁、焦化、有色、碳素、化工石化、玻璃建材水泥。建材相对订单小一点。

#### ● 非电市场测算？

公司认为这个市场规模现在很难测算。之前像超低排放，可能有研究员说是 1000~1500 亿市场，现在看下来，超低排放这几年在 600~800 亿的空间，大概感觉是这样。所以非电市场总量也要过几年再进行测算。

#### ● 中小锅炉，有人说总量有 20~30 万台，公司对这一块的市场总规模是否有预计？

理论市场是有这么多台，但是有效空间的问题，那么政策推进到哪里了可能影响很大，所以很难说 10 万台改多少。但是现在蛋糕很大，公司只需要做一部分就行了。比如公司市场部规划火电之前可能是每年上百台覆盖的空间，但是中小是做几千单，中小机组平均是大机组订单几分之一价格，因为数量增长所以总收入利润增长能保证。

#### ● 中小锅炉改造吗？还是直接煤改气？

煤改气依赖管道气和 LNG，现在天然气占我国能源 5%，这个占能源还是很少的一部分。煤炭的依赖度还是很高的。现在中国气源还是相对紧缺，之前也让煤改气，但是没有气很多还是煤炭锅炉治理改造。

另外，还是市场够大，根据有效市场的理论，刚才说的 10 万台里面，可能有 3 万台的有效市场。清新不用全部都做完，一年可能做几百台，整个几年改造周期里面可能做一两万台。

#### ● 中小机组在供给侧结构改革的背景下，是否小型的就被淘汰了？



是的有这个可能，现在有效启动的是民营里面大型的。最小的是要被关掉的。大型国企可能会自己运营。

- **中小机组的单位投资：**

很难说单个机组的投资标准是什么，上半年订单里面，中小锅炉订单的平均合同额和大机组是 1/2 的关系。

## (2) 政策 VS 市场打开进度

- **之前要求 2019 年 1 月 1 日之前对于无组织排放都要改完？**

各地都会有自己的文件，落地会有一个过程。目前来看，趋势上是非电会打开，但是节点上面没法判断。政策执行，有很多差异性，到落地可能不是完全对应，但是趋势上是很明确的。之前说的超净，可能各地理解不完全一样，那么完成和节点可能不完全一样。未来两年可能很难到哪个月，但是半年一年的趋势还是很明显的。

- **之前说环保督查比较严格，是否有切切实实的订单的释放？是否有停产之后，安装了我们的设备，然后复产的案例？**

现在还没有。现在有市里和省里领导在厂里驻场，要求整改完成才能复产。之前有公司 2 个月做完超低排放，然后没有关停。现在没有已经关停，然后治理后复产的例子。

今年环保整治压力很大，有些小的企业就关掉了，中型的停，可能需要等明年上环保设施，然后今年可能有考核压力。

还有就是一个河北的钢铁厂，当地要求尘 10mg，他们主动要求 5mg，因为他们觉得还会再提标的，所以他们觉得开工能赚几亿的钱不差这一两千万的投资。环保从被动的压力，到主动整改的情况已经出现。

- **上半年非电订单比例比较低，8、9 月订单是否有一个快速增长的态势？最快订单爆发的时间点，在今年或者明年？**

8、9 月份目前还没有明确看到订单快速爆发的情况。今年政治压力比较大，有些是先关和停，先过关。有可能供暖季前后会有订单，现在找清新沟通方案的，有意向的公司很多，但是到下单阶段的，可能还没有很多。（可能要政策推进或者可能督查变严格的条件。）现在公司没有主动去找企业，基本还是应付主动沟通的企业。下半年还是有很大的市场需求量的，公司将有效覆盖还不到关停的还比较优质的客户。

## (3) 技术 VS 目前项目案例

- **技术拓展+业务范围拓展**

往非电走的时候，清新的思路也在拓展，原来在火电的脱硫除尘经济性比较明显，往非电走是针对各种各样的污染物，2015 和 2016 年大家对清新环境的技术就是 SPC-3D，之后可能是各种环保需求。甚至是各种水的治理需求，根据客户需求来考虑。现在招聘的人才，不仅限于脱硫除尘。好应对非电市场的发展。

- **非电能做到要求标准吗？技术的区别主要是？**

要求都能达到，就是经济性需要改善。

非电和火电原理上面差别不大，有些技术参数需要调整。

一直在研发 SPC-3D 的技术，脱硝技术也一直在努力，一直在研发过程当中。技术研发过程中，也希望有几个重量级的突破。

#### ● 非电技术和火电是否有差异？

每个火电也不是完全一样的，也都要一个一个做方案，非电更复杂一些，如果算非电燃煤锅炉，有一部分依然是燃煤锅炉带来的大气治理，比如脱硫脱硝除尘。像是钢铁有色等行业，除了氮硫尘，烟气的酸碱度、烟气粘度和其他废气治理还需要格外考虑。

非电行业提标之后，各家大气治理公司都在做一个技术升级。明后年会体现的更加明显。

#### ● 目前技术是否能达标？攻克的技术和难点？

技术改造是否能达标，还要靠事实证明。原来的技术路线在做，也在用一些其他的技术路径，具体的方案这个还是要看具体实践情况。技术进展，目前还是在和企业合作探索的程度，价格还不具有代表性。大面积推广，价格可能会高一些。推荐清单上面的技术仅供参考，因为所有公司的技术都是不断升级的，都在不断地改进这个技术。非电领域的业主企业，要求性价比，所以目前的关键是促进性价比。

#### ● 钢铁烧结项目订单多大规模？

很多也不大，也就是 1、2000 万/个机子，一个厂家可能很多台机子。厂家也是和清新合作，等改造比较成熟再改其他的。

#### (4) 竞争优势——成本对比

新标准提出之后，对治理提出了更高的要求，把过去的技术进行应用，目前来看不错，但是可能需要进行参数的调整，比如烟气的酸碱和烟气的粘稠度就需要考虑。

清新核心产品可控，所以产品价格可控。现在就是把一些和过去不同的环节进行优化。和同行相比，依然具有经济性优势。

毛利率方面，非电行业毛利率比火电要高，具体可以参考火电超净刚出来的情况。

#### (5) 竞争对手

一个是火电大气治理同行，还有一些是非电的小公司，他们可能有一些资源，可能是这两类。

### 5、费用、现金流、财务情况

#### (1) 费用：

##### 1) 上半年管理费用和销售费用提高较快，原因是？全年预期？

以往销售费用主要体现在下半年，是因为报销和奖金发放的不及时，今年提高了及时性的要求，因此上半年体现的管理费用比去年同期有一定增长，预计今年管理费用和销售费用是一个比较平衡的状态。财务费用提高，主要是新并入的两个公司增加财务费用，全年财务费用也是一个平均的状态。

##### 2) 资金成本在上升，会不会对我们的产生影响？

在整个融资的环节，清新相对同规模的企业还是不错的，基本是基准利率上浮 5% 的水平，在金融体系的信用来看，清新的资金成本还是很好的。

### 3) 多大的杠杆来做 EPC?

没有考虑杠杆的问题，因为公司主要是 EPC 业务，工程进展快，回收比较快。上半年财务成本上升比较多，8000 多万里面有 3000 多万是新企业并表带来的，2000 多万是赤峰博源的转固融资费用化。公司整体来看，融资成本并没有上升这么多。

#### (2) 应收账款:

##### 1) 应收账款，大幅上升，原因？资金模式如何持续？今年是否还有融资需求？

资产负债率上升比较快，和公司业务结构有关系。运营和 EPC 都做，EPC 高峰期导致应收大一点，因为都是大的国企和央企，工程的速度比较快，超净的工期也是非常短的，可能工程做的差不多了，但是合同签订还没完成，更别提付款。而且运营资产逐步扩大，资产负债率也会逐步提升。

##### 2) 电厂应收比较好办，如果非电是否有应收的问题？

非电领域，每个行业都有好公司和不好的公司。而且就像当时中铝去融资，当时很多金融机构都对中铝的板块有看法，但是周期过了之后，大宗商品价格上涨，中铝回款非常好。公司挑选项目的时候，还是有所考量的。

#### (3) 融资:

环保要求很严，考核和工程要求很急，1 年要做几百台，政府要求必须做。

非电马上要上治理那么多企业，一方面治理要求比较急，另一方面是宏观经济没那么好，所以支付还是不太好。所以如何把控好这个课题是比较关键的。重要的是，这波趋势之中，公司如何平衡好融资工具。公司 2011 上市，上市 6 年，没有做过一次增发，都是靠内生增长银行融资，很多工具还没发挥出来，资金上面还要很大的空间，未来可能会考虑应用金融工具。

客户选择上，也是优选中铝这样的大的合作。另外，对于一些客户是做 EP，一手交钱一手交货。

## 四、盈利预测与投资建议

短期来看，若按照计划，东部地区、中部地区、西部地区将分别在 2017 年、2018 年和 2020 年前基本完成所有燃煤电厂的超低排放改造。那么 2017~2018 年预计需要完成的超净排放 EPC 市场还有 222.75 亿元和 127.23 亿元。

若公司继续在超净排放市场维持龙头地位并保持订单数量，则仍可保证公司近两年增长。

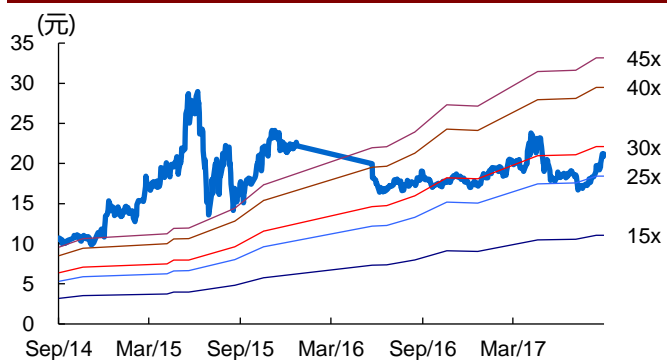
同时，公司的长期业务布局也正多点开花。目前，随着未来非电行业工业企业大气治理要求和监管双双加严，预计钢铁、水泥、平板玻璃、陶瓷、非电燃煤锅炉和 VOCs 这几个主要市场将会迅速打开。这几个市场，根据我们的测算，改造市场空间之和约为 1999 亿元~3045 亿元。其中非电行业燃煤锅炉治理空间为 1200~1800 亿元，钢铁行业治理

空间约为 528~644 亿元，这两个行业的大气治理，有望成为公司未来新的一大业绩增长点。

根据公司运营项目投产进度、EPC 订单预期、工业大气治理项目订单获得和施工进度，我们预计，公司 2017~2018 年归母净利润分别为 10.2 亿元、12.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.95 元、1.12 元，业绩增长确定性高。2017 年 9 月 7 日收盘价为 21.21 元，对应 2017、2018 年 PE 估值分别为 22 倍、19 倍，估值处于相对低位。按 2018 年 25 倍估值，给予目标价 28.0 元，维持“强烈推荐-A”评级。

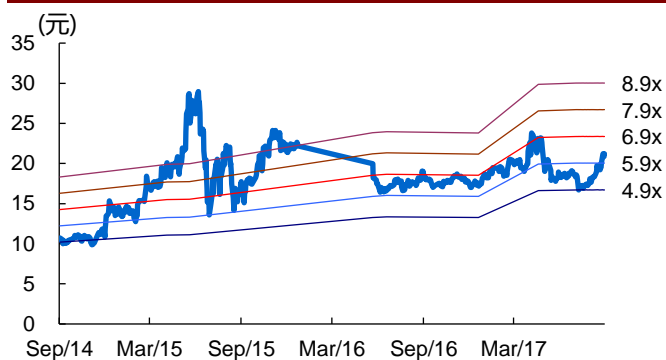
**风险提示： EPC 项目结算不及预期，新业务拓展进度不达预期带来的长期成长风险。**

图 2：清新环境历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：清新环境历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2780	5411	6653	8600	13369
现金	520	1263	224	945	4474
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	167	123	191	225	262
应收款项	1070	2246	3446	4070	4737
其它应收款	110	166	257	304	354
存货	559	978	1526	1835	2113
其他	354	635	1009	1222	1429
<b>非流动资产</b>	3761	5805	6425	6998	7530
长期股权投资	51	103	103	103	103
固定资产	2038	4881	5514	6101	6643
无形资产	91	139	125	113	102
其他	1581	682	682	682	682
<b>资产总计</b>	<b>6541</b>	<b>11216</b>	<b>13078</b>	<b>15599</b>	<b>20899</b>
<b>流动负债</b>	2606	4592	4617	4938	7355
短期借款	713	1758	1640	1500	3500
应付账款	680	948	1492	1791	2061
预收账款	147	298	469	563	648
其他	1066	1587	1017	1084	1145
<b>长期负债</b>	907	2618	3948	5448	7448
长期借款	427	233	1563	3063	5063
其他	480	2384	2384	2384	2384
<b>负债合计</b>	<b>3514</b>	<b>7210</b>	<b>8565</b>	<b>10386</b>	<b>14802</b>
股本	1066	1073	1073	1073	1073
资本公积金	705	794	794	794	794
留存收益	1121	1760	2241	2910	3760
少数股东权益	136	380	405	434	469
归属于母公司所有者权益	2892	3627	4108	4778	5628
<b>负债及权益合计</b>	<b>6541</b>	<b>11216</b>	<b>13078</b>	<b>15599</b>	<b>20899</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	94	85	237	1140	1459
净利润	507	744	1018	1206	1386
折旧摊销	185	273	378	424	467
财务费用	32	79	272	259	416
投资收益	3	3	2	2	2
营运资金变动	(625)	(1010)	(1458)	(771)	(830)
其它	(8)	(4)	26	18	18
<b>投资活动现金流</b>	(545)	(2340)	(1002)	(1002)	(1002)
资本支出	(586)	(2193)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	41	(147)	(2)	(2)	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	439	3014	(275)	548	3047
借款变动	197	1651	534	1344	4000
普通股增加	533	8	0	0	0
资本公积增加	(463)	88	0	0	0
股利分配	(266)	(533)	(537)	(537)	(537)
其他	439	1799	(272)	(259)	(416)
<b>现金净增加额</b>	<b>(12)</b>	<b>758</b>	<b>(1039)</b>	<b>686</b>	<b>3505</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2268	3394	5253	6205	7222
营业成本	1384	2125	3344	4014	4620
营业税金及附加	17	32	50	59	68
营业费用	64	77	110	130	151
管理费用	153	173	244	288	335
财务费用	25	105	272	259	416
资产减值损失	42	46	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)
<b>营业利润</b>	581	833	1228	1448	1624
营业外收入	7	58	7	16	58
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	587	891	1234	1463	1681
所得税	69	138	192	227	261
<b>净利润</b>	518	753	1043	1236	1420
少数股东损益	10	8	25	30	34
<b>归属于母公司净利润</b>	507	744	1018	1206	1386
<b>EPS (元)</b>	0.48	0.69	0.95	1.12	1.29

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	78%	50%	55%	18%	16%
营业利润	90%	44%	47%	18%	12%
净利润	87%	47%	37%	19%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.0%	37.4%	36.4%	35.3%	36.0%
净利率	22.4%	21.9%	19.4%	19.4%	19.2%
ROE	17.5%	20.5%	24.8%	25.2%	24.6%
ROIC	11.5%	11.8%	16.4%	14.8%	11.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.7%	64.3%	65.5%	66.6%	70.8%
净负债比率	24.5%	23.9%	24.5%	29.3%	41.0%
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.7	1.8
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
存货周转率	3.9	2.8	2.7	2.4	2.3
应收帐款周转率	3.0	2.0	1.8	1.7	1.6
应付帐款周转率	2.4	2.6	2.7	2.4	2.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.48	0.69	0.95	1.12	1.29
每股经营现金	0.09	0.08	0.22	1.06	1.36
每股净资产	2.71	3.38	3.83	4.45	5.24
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	44.6	30.6	22.4	18.9	16.4
PB	7.8	6.3	5.5	4.8	4.0
EV/EBITDA	39.1	25.7	16.3	14.4	12.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳**：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨**：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

**弋隽雅**：中国社科院硕士，浙江大学金融学自动化双学位，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心电力及公用事业行业分析师。

**王啸**：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**丛逸**：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**陈东飞**：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉**：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。