

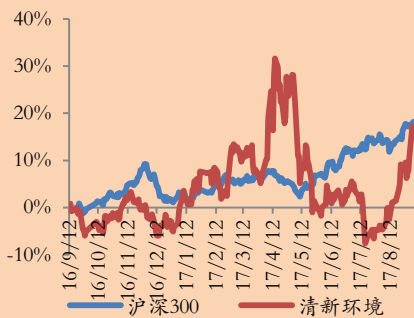


清新环境 (002573)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-09-12

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

立足火电、拓展非电, 业绩增长确定性强

事件:

我们近期参与了清新环境调研活动。

主要观点:

□ 业绩维持快速增长, 净利润迎接期权终考, 有望突破 10 亿大关

业绩端来看, 公司在燃煤电厂超低排放业务继续保持高速增长态势, 上半年营收实现同比增长达到 42.6%。费用端来看, 公司财务费用增长显著, 同比增长 646%, 其主要原因是 1) 发行绿色债导致利息支出上升; 2) BOT 项目逐渐进入运营期, 费用化的利息支出比例上升; 3) 铝能清新和赤峰博元带来的财务费用增量较大。但公司融资成本并没有显著提高。毛利率来看, 整体同比下降 3.35 个百分点至 34.97%, 其主要原因是受大型火电机组竞争加剧以及市场原材料、劳务价格上涨。但未来火电领域的 EPC 订单向中小机组拓展以及非电订单领域占比提升 (毛利较高), 毛利率进一步下探概率不大。净利润来看, 今年为公司期权激励计划最后一个考核期限, 在前两次均靠内生增长完成的前提下, 我们认为公司有充足动力完成既定目标, 净利有望突破 10 亿元大关。

□ 火电领域向中小机组转变, 非电领域在积累中逐渐爆发

火电领域: 公司施行运营和 EPC 双线并重的发展思路。大型机组 EPC 方面, 超低改造基本过半, 订单逐渐转向中西部地区, 其中上半年西北地区营收增长达到 189%。小机组 EPC 方面, 上半年完成 86 台, 同比增长 87%, 增长显著, 未来是公司超低排放侧重拓展领域。运营项目来看, 新增投运包括徐矿和河南神火两个项目, 新签的中盐项目仍处在建期。目前电力领域第三方治理比例很低, 公司业务增长较快且处于龙头地位, 未来看好第三方的进一步推动以及公司在该领域发展。

非电领域: 示范推广项目逐渐落地, 积累中逐渐爆发。整体来看, 无论从环保督察还是近期的京津冀地区秋冬季攻坚方案, 面对即将到来的采暖季, 国家对大气整治下了重拳, 我们看好非电领域治理带来需求释放。公司上半年有 10 个非电项目落地, 火电技术应用到非电领域还需要在工艺上进一步优化。目前行业还处于启动阶段, 公司陆续布局了钢厂烧结机、碳素厂、水泥窑等项目陆续投运, 看好明后年订单的集中爆发。

□ 盈利预测与估值

三重因素叠加, 看好下半年大气治理机会。1) 第四批环保督查已经开始, 近日公布的第三方治理意见稿, 工业大气治理是大势所趋; 2) 今年 4 月起的京津冀 2+26 个城市大气专项督察, 秋冬季大气污染综合治理进入攻坚期; 3) 今年是大气十条的终考之年。公司立足火电、拓展非电, 业绩爆发确定性强。此外, 公司今年推出第三期工持股计划, 叠加今年是期权激励最终考核期, 在两次均顺利实现的情况下, 我们认为公司有充足动力完成考核目标, 净利润有望突破 10 亿元大关。综上, 我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.95 元、1.25 元、1.58 元, 对应的 PE 分别为 21 倍、16 倍、13 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

大气治理政策不及预期, 非电领域拓展不及预期, 公司业绩增长不及预期。

盈利预测： 单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3394	4514	5733	6994
收入同比(%)	50%	33%	27%	22%
归属母公司净利润	744	1023	1343	1692
净利润同比(%)	47%	37%	31%	26%
毛利率(%)	37.4%	36.6%	36.8%	37.4%
ROE(%)	18.8%	21.6%	23.0%	23.4%
每股收益(元)	0.69	0.95	1.25	1.58
P/E	30.24	22.00	16.75	13.30
P/B	6.21	5.08	4.08	3.26
EV/EBITDA	18	15	12	9

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,411	7,048	9,968	13,383	营业收入	3,394	4,514	5,733	6,994
现金	1,263	2,627	3,877	5,777	营业成本	2,125	2,860	3,626	4,375
应收账款	2,412	2,472	3,399	4,316	营业税金及附加	32	39	51	60
其他应收款	166	243	290	357	销售费用	77	96	125	164
预付账款	428	455	547	738	管理费用	173	285	349	424
存货	978	988	1,462	1,762	财务费用	105	72	52	27
其他流动资产	164	263	394	432	资产减值损失	46	0	0	0
非流动资产	5,805	5,321	5,024	4,714	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	103	51	69	74	投资净收益	(3)	(1)	(2)	(2)
固定资产	4,881	4,572	4,263	3,953	营业利润	833	1,160	1,528	1,941
无形资产	139	130	121	113	营业外收入	58	16	20	25
其他非流动资产	682	568	572	573	营业外支出	0	2	2	1
资产总计	11,216	12,368	14,992	18,097	利润总额	891	1,175	1,547	1,965
流动负债	4,592	5,198	5,941	6,778	所得税	138	134	182	248
短期借款	1,758	1,744	1,723	1,692	净利润	753	1,041	1,365	1,718
应付账款	948	1,416	1,732	2,069	少数股东损益	8	18	22	26
其他流动负债	1,885	2,038	2,486	3,017	归属母公司净利润	744	1,023	1,343	1,692
非流动负债	2,618	2,346	3,116	3,977	EBITDA	1,211	1,551	1,898	2,285
长期借款	233	233	233	233	EPS (元)	0.69	0.95	1.25	1.58
其他非流动负债	2,384	2,113	2,883	3,744					
负债合计	7,210	7,544	9,058	10,755					
少数股东权益	380	398	420	446					
股本	1,073	1,073	1,073	1,073					
资本公积	793	793	793	793					
留存收益	1,758	2,560	3,648	5,030					
归属母公司股东权益	3,627	4,426	5,515	6,897					
负债和股东权益	11,216	12,368	14,992	18,097					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	85	2,453	1,413	2,089
净利润	753	1,023	1,343	1,692
折旧摊销	273	318	318	317
财务费用	79	72	52	27
投资损失	3	1	2	2
营运资金变动	(340)	1,019	(324)	24
其他经营现金流	(682)	18	22	26
投资活动现金流	(2,340)	50	(19)	(8)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(52)	52	(17)	(6)
其他投资现金流	(2,289)	(1)	(2)	(2)
筹资活动现金流	3,014	(1,237)	(145)	(180)
短期借款	1,045	(14)	(21)	(32)
长期借款	(194)	0	0	0
普通股增加	8	(0)	0	0
资本公积增加	88	0	0	0
其他筹资现金流	2,066	(1,223)	(124)	(149)
现金净增加额	758	1,266	1,249	1,900

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	49.66%	33.00%	27.00%	22.00%
营业利润	43.54%	39.21%	31.76%	27.00%
归属于母公司净利润	46.69%	37.44%	31.32%	25.97%
获利能力				
毛利率(%)	37.39%	36.64%	36.75%	37.44%
净利率(%)		21.93%	22.66%	23.43%
ROE(%)	18.78%	21.58%	23.01%	23.39%
ROIC(%)	20.85%	16.98%	28.11%	34.54%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.28%	61.00%	60.42%	59.43%
净负债比率(%)	16.13%	16.91%	14.22%	4.03%
流动比率	1.18	1.36	1.68	1.97
速动比率	0.97	1.17	1.43	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.38	0.42	0.42
应收账款周转率	2.05	2.02	2.15	1.98
应付账款周转率	4.17	3.82	3.64	3.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.95	1.25	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	2.29	1.32	1.95
每股净资产(最新摊薄)	3.38	4.12	5.14	6.43
估值比率				
P/E	30.2	22.0	16.8	13.3
P/B	6.2	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	17.87	14.89	11.61	8.89

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。