

公司研究/首次覆盖

2017年09月18日

公用事业/环保 II

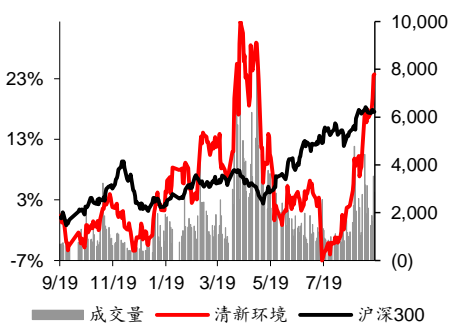
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 22.25
合理价格区间(元): 28.8-32.6

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

张雪蓉 021-38476737
联系人 zhangxuerong@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

技术为纲格局大, 烟气龙头再起航

清新环境(002573)

大气治理龙头, 技术为纲

公司 2001 年成立, 从脱硫 EPC 项目起家, 2008 年签署第一个火电烟气治理 BOT 项目, 2014 年 7 月, 公司研发出单塔一体化脱硫除尘深度净化技术, 从而抓住 2015 年电厂超净排放市场机遇, 2011-2016 年营业收入复合增速达 50%, 实现远超同行的收入增速。京津冀非电大气治理提标需求今年已启动, 我们预计未来提标可能扩散到全国, 有望为清新注入新一轮成长动力, 助力公司估值提升。

电力市场: 结构在改变, 2018 不悲观

不同于市场对电力超净排放市场空间的悲观预期, 我们认为电力改造需求在 2017-18 年依旧维持较高水平, 市场结构向小机组和自备电厂转化, 2016-18 年改造需求每年在 300-400 亿元, 2019 年后传统电力需求将不可避免地出现断崖式下滑。公司层面, 技术先导, 在新投运脱硫脱硝领域的市占率由 2012 年的 2.2% 提升至 2016 年的 7.8%, 运营项目脱硫脱硝为主, 承接项目能力强, 盈利水平高。同时公司订单结构向小机组改造、运营延伸, 积极拓展海外市场, 有效对冲传统电力市场大机组改造需求下滑。

非电市场: 提标趋势明显, 超千亿市场刚启动

政策之下, 非电行业提标趋势明显, 京津冀非电大气治理需求率先启动, 假设全国提标, 我们测算 6 个非电行业治理需求已达 1554 亿元 (超过测算的电力行业超净排放市场空间 1200 亿元), 主要分布在 2018-2020 年。非电领域订单小、下游分散, 需要个性化的工艺集成以及参数调试, 对参与者的技术能力和管理水平要求高。公司注重非电技术储备, 2017 年非电工业过程订单已取得突破, 凭借“技术+格局”, 先发优势明显。

缔造工业环保“大格局”

公司是大气治理领域技术创新的引领者, 积极从电力行业向非电行业拓展; 未来将聚焦环境治理主业, 向上下游延伸, 节能业务提前布局, 目前已获取两个运营项目; 依靠赤峰博元开展资源回收利用; 环保高端装备制造领域两个装备制造基地已经建立。公司长期目标是发展成为综合型的环保节能企业, 纵向和横向产业链不断延伸, 彰显公司“大格局”, 最终有望成长为优质工业环保标的。

估值修复+业绩向好, 首次覆盖目标价 28.8-32.6 元

历史复盘显示, 治理标准提标是公司估值走强的主要驱动力, 公司当前股价对应 2017~2019 年 PE 为 23/18/15 倍, 公司 2016 年大约 50% 收入来自华北地区, 是 2+26 城市大气排放标准提标的主要受益者, 非电市场启动预期升温有望带动估值提升。参考行业内可比公司估值以及我们预计的公司 17-19 年的净利润 CAGR (29%), 给予清新环境 2017 年 30-34 倍目标 PE, 对应目标价 28.8-32.6 元。

风险提示: 脱硫脱硝补贴电价下调, 非电大气治理 EPC 订单增长低于预期, 电力超净排放 EPC 订单下滑超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,073
流通 A 股 (百万股)	1,070
52 周内股价区间 (元)	16.72-23.95
总市值 (百万元)	23,879
总资产 (百万元)	11,278
每股净资产 (元)	3.58

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,268	3,394	4,809	6,336	7,797
+/-%	77.62	49.66	41.70	31.74	23.05
归属母公司净利润 (百万元)	507.32	744.20	1,026	1,337	1,608
+/-%	87.49	46.69	37.89	30.25	20.28
EPS (元, 最新摊薄)	0.47	0.69	0.96	1.25	1.50
PE (倍)	47.07	32.09	23.27	17.87	14.85

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

研发实力强，成长性突出的大气治理龙头.....	4
技术为纲，快速成长的大气治理龙头.....	4
聚焦大气治理主业，建造+运营为主.....	7
多种激励手段充分调动员工积极性.....	8
电力：市场结构在改变，2018 不过分悲观.....	9
2016-18：我们预计，电力改造需求维持较高水平.....	9
依靠技术突破，迅速抢占超低排放市场.....	12
电力运营业务平稳增长，盈利水平高.....	14
非电：提标趋势明显，超千亿市场刚启动.....	17
非电大气治理提标趋势明显，京津冀需求率先启动.....	17
非电大气治理市场超千亿，技术要求更高.....	18
公司非电技术储备早，订单已有起色.....	21
长期有望成长为优质工业环保标的.....	23
盈利预测与估值.....	24
盈利预测：2017-2019 年净利润增速 CAGR 为 29%.....	24
目前估值处于历史低位，非电大气治理有望带来估值修复.....	25
首次覆盖目标价 28.8-32.6 元，对应 30-34 倍 2017e PE.....	25
风险提示.....	27

图表目录

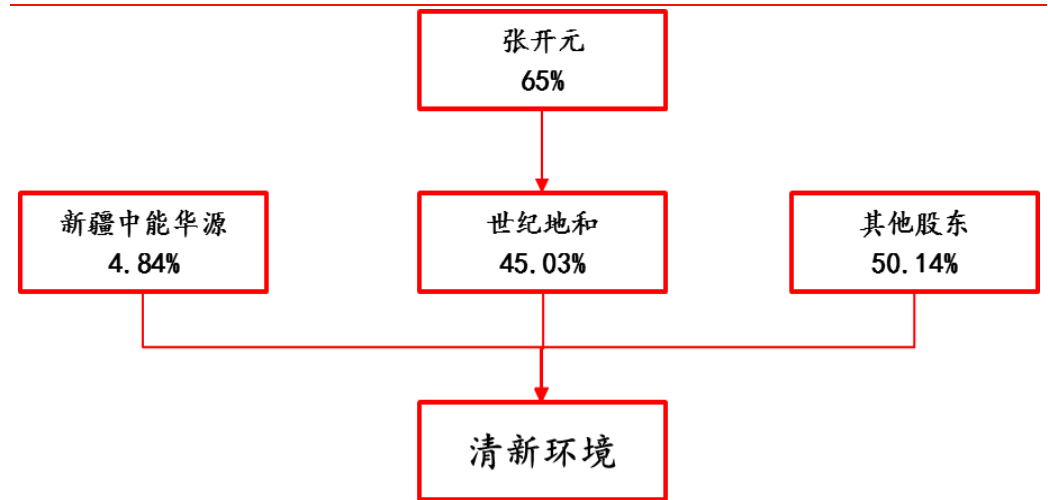
图表 1: 清新环境股权结构图 (截至 2017 年中报)	4
图表 2: 清新环境上市后技术不断实现突破	5
图表 3: 2014-16 年公司研发人员占总员工比例 (%)	5
图表 4: 2014-16 年公司研发投入占总收入比重 (%)	5
图表 5: 清新环境并购历程	6
图表 6: 上市以来主营业务收入快速增长	6
图表 7: 上市以来归母净利润快速增长	6
图表 8: 2014-16 年收入 CAGR 显著高于可比公司平均水平	6
图表 9: 2014-16 年净利润 CAGR 显著高于可比公司平均水平	6
图表 10: 清新环境订单结构	7
图表 11: 2016 年收入金额 (百万元) 及结构 (%)	7
图表 12: 2016 年收入地域金额 (百万元) 及结构 (%)	7
图表 13: 清新环境三次员工持股计划情况	8
图表 14: 火电厂大气污染物排放标准不断提高 (单位: mg/m ³)	9
图表 15: 火电行业排放政策梳理	10
图表 16: 超低排放改造进程预测	10
图表 17: 超低排放“十三五”建造市场空间测算	11
图表 18: 电厂 (包括中小机组和自备电厂) 燃煤机组改造市场空间测算 (亿元)	11
图表 19: SPC-3D 技术优势明显	12
图表 20: 清新环境火电脱硫市占率提升	12
图表 21: 同行业公司龙净环保火电脱硫市占率对比	12
图表 22: 清新环境脱硫分布 (MW)	13
图表 23: 同行业公司龙净环保脱硫分布 (MW)	13
图表 24: 清新环境大气治理建造业务毛利率显著高于同行	13
图表 25: 2016 年清新环境建造项目分布 (MW)	14
图表 26: 2017 年上半年清新环境建造项目分布 (MW)	14
图表 27: 2016 年在运的火电厂烟气脱硫特许经营机组容量情况	14
图表 28: 2016 年在运的火电厂烟气脱硝特许经营机组容量情况	14
图表 29: 公司公告 BOT 订单统计	15
图表 30: 超低排放“十三五”运营市场空间测算	16
图表 31: 运营业务毛利率	16
图表 32: 脱硫脱硝电价补贴调整敏感性分析	16
图表 33: 各行业大气污染物排放标准统计	18
图表 34: 煤炭消耗量下游行业估计 (2016 年)	19
图表 35: 氮氧化物产生量按下行业估计 (2016 年)	19
图表 36: 部分工业行业大气治理“十三五”建造市场空间测算	19
图表 37: 大气治理主要上市公司收入增速对比 (2011-2017H1) (%)	20
图表 38: 大气治理主要上市公司毛利率对比 (2011-2017H1) (%)	20
图表 39: 大气治理主要上市公司 ROE 对比 (2011-2016) (%)	20
图表 40: 清新环境 2017 年初至今 (2017/9/17) 中标的非电&废水订单	21
图表 41: 中铝旗下 5 家燃煤发电机组的环保资产统计	21
图表 42: 博惠通收购主要财务数据	22
图表 43: 节能业务收入预测 (百万元)	23
图表 44: 分部收入预测 (百万元)	24
图表 45: 分部毛利润预测 (百万元)	24
图表 46: 清新环境自 2011 年上市以来, 相对深证成指已经累计获得 294% 超额收益	25
图表 47: 可比公司估值表	25
图表 48: 清新环境历史 PE-Bands (采用未来 12 个月 EPS 计算)	26
图表 49: 清新环境历史 PB-Bands (采用未来 12 个月 BPS 计算)	26
图表 50: 清新环境历史 PE 平均水平 (采用未来 12 个月 EPS 计算)	26
图表 51: 清新环境历史 PB 平均水平 (采用未来 12 个月 BPS 计算)	26

研发实力强，成长性突出的大气治理龙头

技术为纲，快速成长的大气治理龙头

创始人扎根电力行业多年，专注于技术创新。2001年9月3日，张开元先生创办北京国电清新环保技术工程有限公司，2007年公司整体变更设立为股份有限公司，2011年4月22日，公司登陆深交所中小板，上市时股票简称“国电清新”，2015年6月5日，公司股票简称变更为“清新环境”。目前公司实际控制人为张开元先生，通过持有北京世纪地和控股有限公司持有公司45%的股份，张开元作为公司创始人，在电力行业扎根多年，曾任华北电力试验研究所电子室副主任、北京市电力工业局团委书记、北京电力科学研究所副所长、北京华北电力实业总公司副总经理，37岁时和两个弟弟张根华、张联合一起创办清新环境，2017年4月张开元先生因个人身体原因正式辞去董事长职务，但他将作为公司首席技术专家以及公司技术专家委员会主任委员，继续专注于引领公司的研发工作。

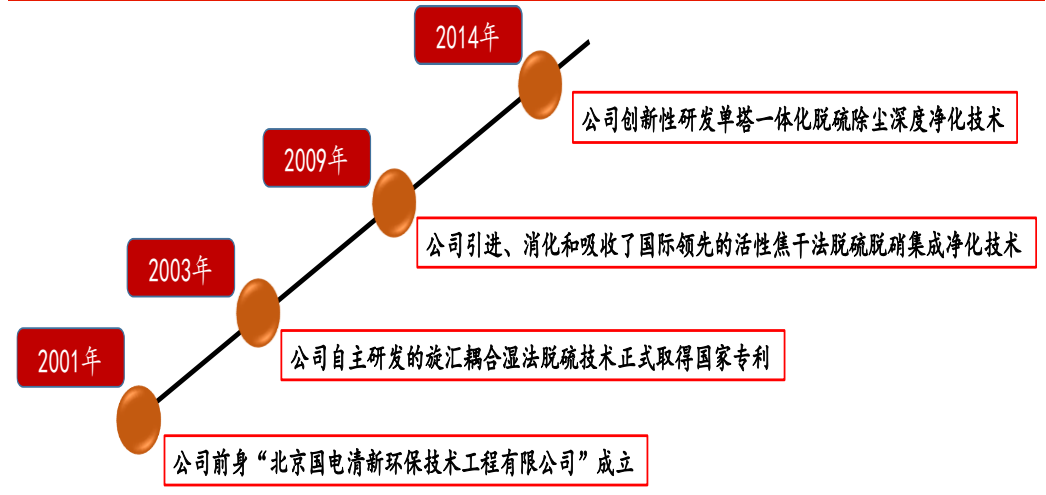
图表1：清新环境股权结构图（截至2017年中报）



资料来源：公司中报，华泰证券研究所

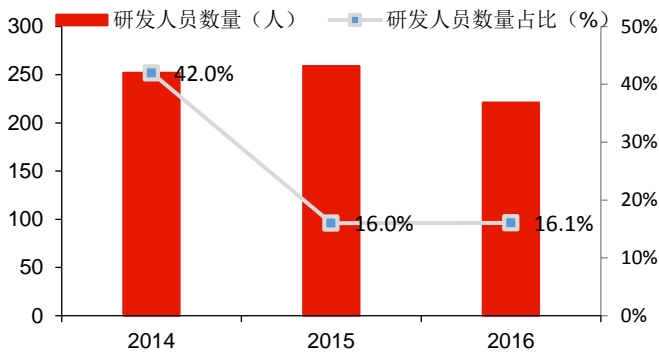
自主研发+引进改良，技术不断实现突破。清新环境从成立之初就非常重视技术研发，从未停止技术创新的步伐，公司技术方面主要包括三次突破：1) 2003年公司自主研发的旋汇耦合湿法脱硫技术正式获得国家专利，该技术具有工况适应性强、脱硫效率高、能源消耗低等优势；2) 2009年公司引进、消化和吸收了国际领先的活性焦干法脱硫脱硝集成净化技术（公司是中国大陆（地区）唯一一家拥有德国WKV公司CSCR技术许可使用及制造权的企业），结合我国燃煤电厂实际情况进行了大量技术创新与改进，掌握了大烟气量干法集成净化的关键技术，该技术具备脱硫、脱硝和脱除烟气中的汞、砷等重金属、氟化氢、氯化氢、二噁英等大分子有机物的集成净化和节约水资源等特点，在西部水资源较为紧缺的地区具备较好的应用条件；3) 2014年7月，公司创新性研发单塔一体化脱硫除尘深度净化技术，成功应用于山西云冈电厂3#机组，目前公司大多数项目均采用此技术，该技术将脱硫和除尘装备集中在一个吸收塔中，具备效率高（一个吸收塔中同时完成脱硫和除尘）、费用低（比同类技术运行费用电耗低20-30%）、投资低等优点。

图表2：清新环境上市后技术不断实现突破



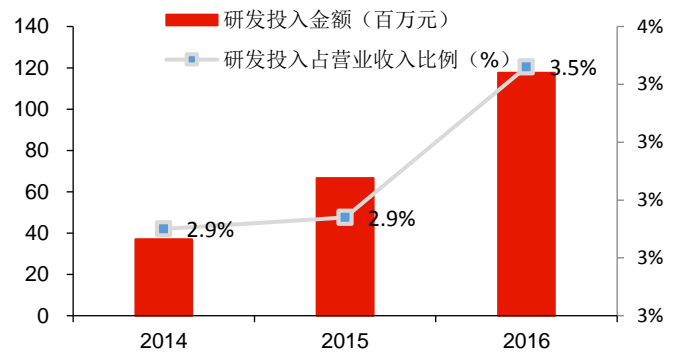
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表3：2014-16年公司研发人员占总员工比例（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：2015年增加大量生产人员）

图表4：2014-16年公司研发投入占总收入比重（%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

内生外延，产业链不断延伸。公司自2001年成立以来，从脱硫EPC项目起家，2005年公司签署河北陡河电厂等大型火电机组脱硫项目合同，同年河北陡河8#机组湿法脱硫装置成功投产，这是公司自主技术开始正式助力大型火电机组实现达标排放的开始。2008年公司进军BOT项目，公司作为火电烟气治理第三方的首批践行者，签署了第一个特许经营协议，内蒙古托克托电厂1#—8#机组8*600MW机组烟气脱硫特许经营合同。2012年设立康瑞新源净化技术有限公司，开展利用褐煤生产活性焦工业化研究及其他环保、资源综合利用等。2013年设立北京国电清新节能技术有限公司，开展节能和非电领域烟气治理业务，2013年2月设立赤峰博元科技有限公司，开展煤焦油研发、加工、销售等资源综合利用业务。2016年公司收购中铝旗下自备电厂烟气治理资产，成立铝能清新公司，是公司在非电领域拓展的重要举措，2017年1月，通过收购博惠通80%股权，迅速进入石化行业的烟气治理市场，实现业务板块的横向延伸。目前公司已发展为工业烟气脱硫脱硝除尘为主的集技术研发、项目投资、工程设计、施工建设、运营服务为一体的综合性服务运营商，同时，子公司涉及节能和余热供应、资源综合利用等业务。

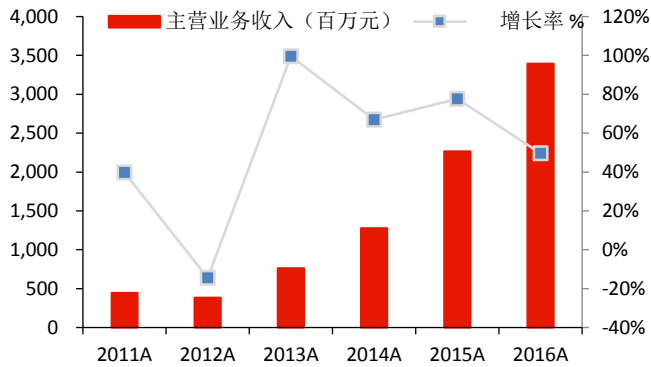
图表5： 清新环境并购历程



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

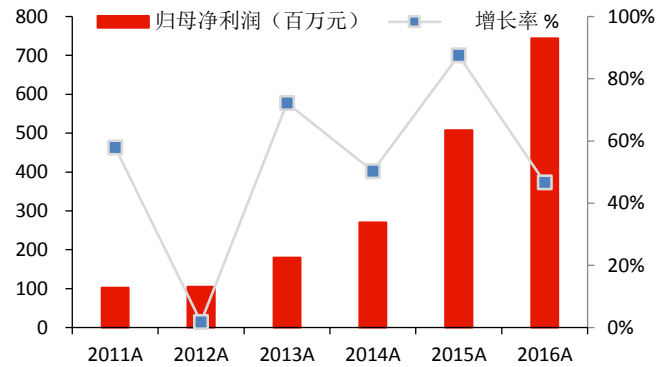
不断进取，上市后业绩快速增长。公司近5年保持高速增长，2011-2016年营业收入复合增速达50%，归母净利润复合增速为49%。2016年公司实现营收33.9亿元，同比增长50%；归母净利润7.4亿元，同比增长47%。2017年上半年实现营收15.5亿元，同比增长42.6%；归母净利润3.2亿元，同比增长17.4%，上半年营收增速高于净利润增速原因：1) 毛利率下滑，因为劳务和原材料价格上涨；2) 财务费用率大幅提升，因应付债券和长期应付款增加，应付债券为16年12月发行的清新绿色债，实际募集资金10.8亿元，票面利率为3.7%，同时BOT项目投运导致费用化利息增加。

图表6： 上市以来主营业务收入快速增长



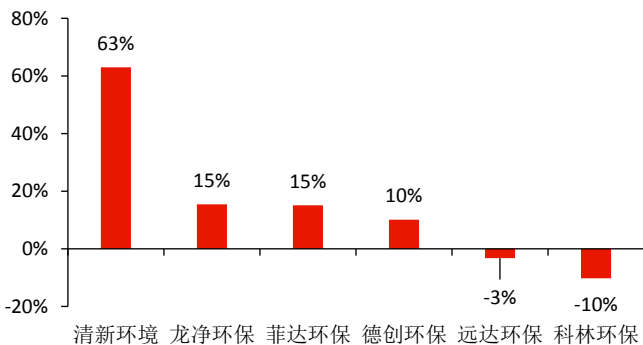
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7： 上市以来归母净利润快速增长



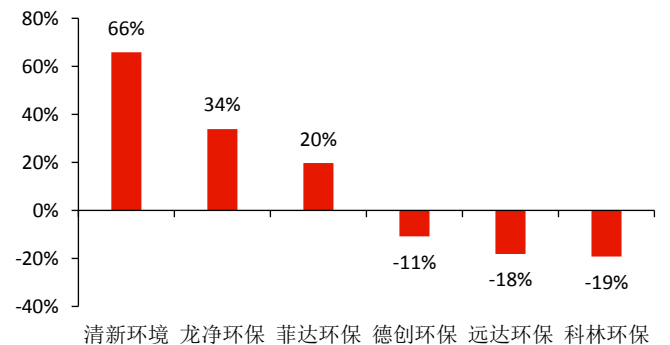
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 2014-16年收入CAGR显著高于可比公司平均水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9： 2014-16年净利润CAGR显著高于可比公司平均水平



资料来源：Wind、华泰证券研究所

聚焦大气治理主业，建造+运营为主

聚焦大气治理主业，下游结构不断改变。建造方面，2016年，公司建造大型火电机组138台，机组规模达6.8万MW，建造中小燃煤锅炉128台，锅炉规模为2.1万蒸吨（按1t/h=0.7MW折算，折合约1.5兆瓦）。2017年上半年，公司大型机组数量66台，数量同比下滑16%，对应机组规模1.5万MW，中小燃煤锅炉86台，数量同比增长87%，对应锅炉规模1.8万蒸吨（折合约1.3兆瓦），同时新增工业过程订单10台（非电工业过程项目，去年没有），对应1756万蒸吨。运营方面，2016年收购的铝能清新5大自配发电资产已投运，贡献稳定现金流。2017年1月，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项目正式投产，2017年3月，河南神火发电有限公司1×600MW机组超低排放改造工程BOT项目正式投产，同时中盐吉兰泰盐业集团有限公司2×135MW机组超低排放项目烟气脱硫除尘改造工程BOT项目正在建造中。2016年收入结构中EPC和BOT的比重大约为6:4，2017年上半年收入结构中EPC:BOT:其他业务的比重约为5:4:1。

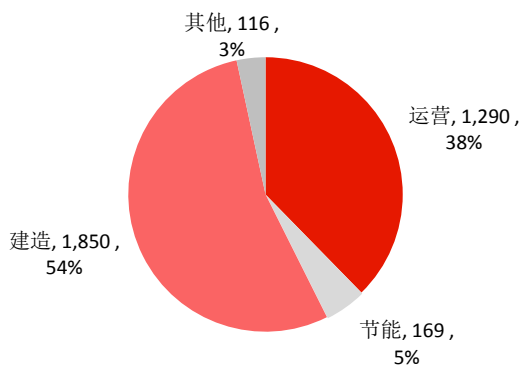
图表10：清新环境订单结构

行业类别	1H16		2016		1H17	
	机组/锅炉数量(台)	机组/锅炉规模	机组/锅炉数量(台)	机组/锅炉规模	机组/锅炉数量(台)	机组/锅炉规模
火电机组	79	NA	138	68275(MW)	66	14894(MW)
燃煤锅炉	46	NA	128	20775(t/h)	86	18055(t/h)
工业过程	-	-	-	-	10	1756(t/h)
合计	125		266		162	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

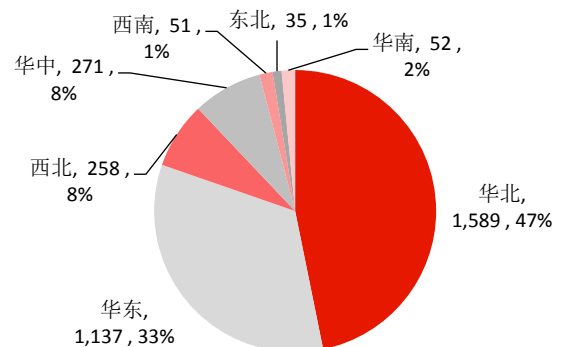
华北业务占比高，充分受益京津冀大气治理。公司总部设立在北京，历史上华北收入占比很高，2014-2016年华北收入占总收入的比重分别为75%、61%、47%，公司在京津冀大气治理方面客户基础牢固、建造运营经验丰富，将充分受益于京津冀大气污染治理的推进。2017年3月，环保部、发改委、财政部、能源局及相关6大省市市政府联合印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，要求全面推进2+26城市煤改气/煤改电工作，全面淘汰10蒸吨及以下燃煤锅炉，2017年5月，环保部发布关于征求《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告（征求意见稿）》，2017年8月21日《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》印发，要求2017年10月至2018年3月，京津冀大气污染传输通道城市PM2.5平均浓度同比下降15%以上，重污染天数同比下降15%以上，京津冀秋冬大气治理督查从2017年9月1日开始持续到明年的3月29日，对工业治理项目按照任务完成的时间要求进行阶段性现场核查，我们认为叠加大气治理考核年+京津冀大气治理专项督查，大气治理板块近期政策催化较多，供暖季非电行业大气治理相关订单有望加速落地。

图表11：2016年收入金额（百万元）及结构（%）



资料来源：Wind、华泰证券研究所（公司分类口径仅公告大气治理业务和其他业务两个口径，建造、运营、节能业务占比均为华泰估计值）

图表12：2016年收入地域金额（百万元）及结构（%）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

非电领域大气治理将是未来重要看点。2017年7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，提高了《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》特别排放限值，新增平板玻璃、陶瓷、砖瓦行业特别排放限值，未来非电行业大气治理空间超千亿。公司2013年开始就开始储备非电行业大气治理技术，2013年设立北京国电清新节能技术有限公司，开展节能和非电领域烟气治理业务，2016年公司收购中铝旗下自备电厂烟气治理资产，成立铝能清新公司，是公司在非电领域拓展的重要举措，2017年1月，公司收购博惠通80%股权，迅速进入石化行业的烟气治理市场，2017年上半年中标10台工业过程订单，包括钢铁烧结机、平炉竖炉、氧化铝、碳素厂的烟气治理，通过做好示范项目，未来有望在非电治理需求大幅增加时迅速占领市场份额。

多种激励手段充分调动员工积极性

股票期权行权业绩要求高，管理层动力充足。2014年11月，公司推出股权激励计划，2015年1月14日正式授予，首次授予股票期权数量1352万份，预留数量148万份，占总股本2.82%，行权价格为21.81元（前复权价格为10.75元），行权条件高，要求以2014年归母净利润为考核基数，股票期权行权条件为2015/2016/2017年净利润增长率不低于85%/170%/270%，2017是考核的最后一年，业绩目标（归母净利润）为10亿元。

员工持股计划充分调动员工积极性。公司上市后共实施三次员工持股计划，第一次购买完成于2015年3月2日，总规模2亿元，加3倍杠杆，购买均价28.39元/股（前复权价格为13.99元），购买规模占总股本1.31%，该计划已于2017年2月8日出售完毕；第二次购买完成于2016年7月18日，总规模4亿元，加3倍杠杆，购买均价17.44元/股（前复权价格为17.35元），购买规模占股本2.15%；目前公司第三次员工持股计划已经通过股东大会，规模3亿元，加2倍杠杆，公司员工持股计划覆盖员工数目多，并且均有加杠杆，反映了公司对长期股价上涨的信心，并且持续的员工持股计划有利于绑定员工利益，充分调动员工劳动积极性。

图表13：清新环境三次员工持股计划情况

名称	参与对象	进度	规模	购买价 (前复权)	占总股本	首次公告时间	购买完成时间
2014年员工持股计划	总员工数374人，其中董监高8人，其他人员不超过366人	2017年2月8日出售完毕	总规模2亿元，其中优先级：次级=3:1	13.99	1.31%	2014年12月12日	2015年3月2日
2016年员工持股计划	总员工数1000人，其中董监高9人，其他人员不超过991人	已解禁	总规模4亿元，其中优先级：次级=3:1	17.35	2.15%	2016年4月26日	2016年7月18日
2017年员工持股计划	不超过1000人	股东大会通过	总规模3亿元，其中优先级：次级=2:1	-	-	2017年8月11日	-

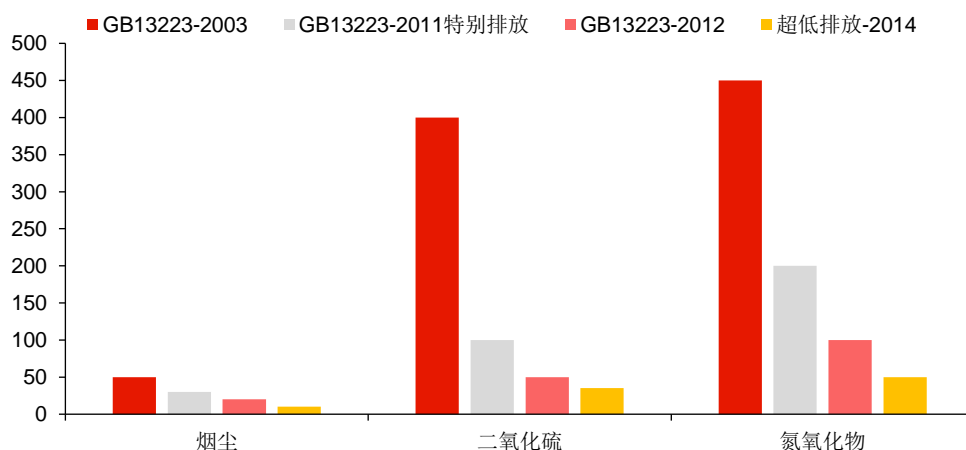
资料来源：华泰证券研究所

电力：市场结构在改变，2018 不过分悲观

2016-18：我们预计，电力改造需求维持较高水平

政策提标推动电力行业大气治理需求增长。大气治理主要由政策主导，一系列污染物排放标准出台推动了行业整体的治理需求增加。2003年，我国颁发《火电厂大气污染物排放标准》，大气治理开始进入公众视野，且电力行业成为率先改造治理的重点行业。2011年，我国颁布的《火电厂大气污染物排放标准》(GB13223-2011)对电力行业烟尘、二氧化硫氮氧化物和烟尘的排放浓度要求大幅提高。2014年，发改委等部门提出“超低排放”，要求电厂的烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10、35、50毫克/立方米，电力行业迎来新一轮的烟气治理提标改造，市场空间全面释放。

图表14：火电厂大气污染物排放标准不断提高（单位：mg/m³）



资料来源：环保部，发改委，华泰证券研究所

图表15：火电行业排放政策梳理

政策发布时间	标准名称	发布机构	排放标准	执行时间
2003年12月30日	火电厂大气污染物排放标准	环境保护局、国家质量监督检验检疫总局	燃煤锅炉及燃油锅炉二氧化碳限值为：400mg/m ³ （西部非两控区的燃用特低硫煤的坑口电厂锅炉）；800mg/m ³ （资源综合利用火力发电锅炉）；1200mg/m ³ （西部非两控区的燃用特低硫煤的坑口电厂锅炉）。燃煤锅炉氮氧化物最高允许排放浓度为：1100mg/m ³ （Vdaf<10%）；650mg/m ³ （0%≤Vdaf≤20%）；450mg/m ³ （Vdaf>20%）	2004年1月1日
2007年1月20日	关于加快关停小火电机组的若干意见	国家发展和改革委员会、能源办	新建燃煤机组必须同步建设高效脱硫除尘设施，关停范围以外现役单机13.5万千瓦以上燃煤机组要尽快完成脱硫设施改造	2007年1月20日
2011年7月29日	火电厂大气污染物排放标准	环境保护局、国家质量监督检验检疫总局	燃煤锅炉排放限值为：烟尘30mg/m ³ 、二氧化硫100mg/m ³ 、氮氧化物100mg/m ³ ；特别排放限值为：颗粒物20mg/m ³ 、二氧化硫50mg/m ³ 、氮氧化物100mg/m ³ 。	2012年1月1日
2013年9月10日	大气污染防治行动计划	国务院	加快重点行业脱硫、脱硝、除尘改造工程建设。所有燃煤电厂都要安装脱硫设施，每小时20蒸吨及以上的燃煤锅炉要实施脱硫。	2013年9月10日
2014年9月12日	煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）	国家发展改革委、环境保护部、国家能源局	新建燃煤发电机组（含在建和项目已纳入国家火电建设规划的机组）应同步建设先进高效脱硫、脱硝和除尘设施，不得设置烟气旁路通道。东部地区新建燃煤发电机组大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机排放限值（即在基准氧含量6%条件下，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10、35、50毫克/立方米），中部地区新建机组原则上接近或达到燃气轮机排放限值，鼓励西部地区新建机组接近或达到燃气轮机排放限值。	2014年9月12日
2015年12月11日	全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案	环境保护部、发展改革委、能源局	东、中、西部有条件的燃煤电厂分别在2017年底、2018年底、2020年底实现超低排放。即在基准氧含量6%条件下，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10毫克/立方米、35毫克/立方米、50毫克/立方米，燃煤机组平均除尘、脱硫、脱硝分别达到99.95%、98%、85%以上	2015年12月11日
2016年6月28日	关于印发2016年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知	能源局	制定了各省份具体目标	2016年6月28日
2017年1月10日	火电厂污染防治技术政策	环境保护部	进一步提高小火电机组淘汰标准，对经整改仍不符合能耗、环保、质量、安全等要求的，由地方政府予以淘汰关停。优先淘汰改造后仍不符合能效、环保等标准的30万千瓦以下机组。	2017年1月10日

资料来源：国家发改委，环保部，能源局，华泰证券研究所

超低排放改造扩围，提出2020年前改造机组达5.8亿千瓦。2014年9月，国家发改委颁布《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020）》，超低排放市场正式启动。2015年12月，环保部等三部委联合颁布《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》，将超低排放的期限提前、范围扩大，要求东部地区提前至2017年完成超低排放改造，同时提出将对东部地区的要求扩展至全国有条件地区；要求中部地区力争在2018年前基本完成，西部地区在2020年前完成；同时提出2020年前完成超低排放改造机组5.8亿千瓦。

超净排放全面提速，2018年市场空间或将断崖式下滑。我们认为，根据目前的改造趋势和政策施压力度来看，我国电厂2020年前超低排放改造或将远超5.8亿千瓦，乐观情形下估计为7.0亿千瓦。2015年底，全国已累计完成超低排放改造1.6亿千瓦；2016年，根据能源局印发《2016年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务》，各省市完成改造目标为2.54亿千瓦，按照当前改造速度，假设2017年底完成90%左右的存量机组改造，2018年市场空间或将断崖式下滑。

图表16：超低排放改造进程预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
“十三五”要求待改造存量燃煤机组（亿千瓦）	7.00	5.40	2.86	0.70	0.14
已完成改造存量机组比例	23%	59%	90%	98%	100%
燃煤超低排放改造机组（亿千瓦）	1.60	2.54	2.16	0.56	0.14

资料来源：发改委，中电联，华泰证券研究所

超低排放“十三五”建造市场空间达1200亿元。由于我国火力发电机组已经结束高速增长期，新增机组受国家严格控制，故超低排放的新建规模十分有限；超低排放主要是对存量机组进行脱硫、脱硝和除尘改造。根据我们对超低排放进程的预测，2016年已完成2.54亿千瓦的机组改造，对应新建、改造市场空间为457亿元，2017-2020年还有750亿元左右的市场空间，但是由于改造进程加速，预计存量机组改造将提前完成，2016-2020年每年市场空间呈现逐步下滑趋势。

图表17：超低排放“十三五”建造市场空间测算

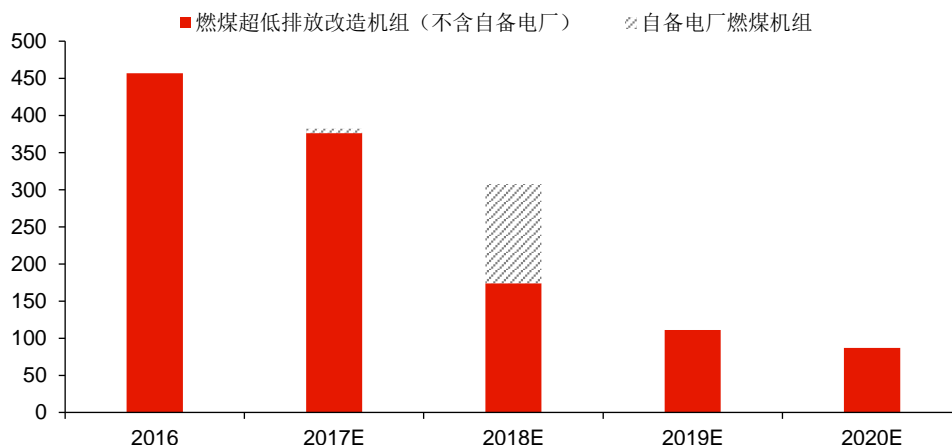
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
新增燃煤机组（亿千瓦）	0.48	0.36	0.34	0.30	0.28
燃煤超低排放改造机组（亿千瓦）	2.54	2.16	0.56	0.14	0.00
除尘新建规模（亿元）	43	33	31	27	25
除尘改造规模（亿元）	102	86	22	6	0
脱硫新建规模（亿元）	57	44	41	36	34
脱硫改造规模（亿元）	81	69	18	4	0
脱硝新建规模（亿元）	48	36	34	30	28
脱硝改造规模（亿元）	127	108	28	7	0
合计（亿元）	457	376	174	111	87

资料来源：国家发改委，环保部，中电联，华泰证券研究所

改造需求转变：机组从大机组向中小机组转化。火电厂的超低排放改造自2014年7月开始，根据要求，到2020年全国所有具备条件的电厂均将完成超低排放，根据我们对超低排放改造进程的预测，目前主要的大型发电集团的大型发电机组超低排放改造进程已过半，现在集中在地方集团和中西部地区，2018年市场空间或将断崖式下滑，未来的改造需求或向中小机组转化。主要的判别依据是，目前电力行业烟气治理并不均衡，大机组治理情况较好、小机组治理情况欠佳，我们预计一些未被关停的小机组最终也将迎来超低排放改造。

自备电厂或将有效保障改造需求2017-18年继续维持较高水平。由于《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》中提到的5.8亿千瓦改造目标并不包括自备电厂，如果仅改造这些发电机组，2018年市场空间就将断崖式下滑。但在工业大气治理环保政策持续施压态势下，我们认为自备电厂的改造也将启动，2016年全国企业自备电厂装机容量超过1.42亿千瓦，其中燃煤机组装机1.15亿千瓦，我们预测2017年-2018年自备电厂的改造将有序开展，预计2017每年完成0.05亿千瓦改造，2018年完成1.1亿千瓦改造，带来增量市场空间6亿、134亿元。2016-18年改造需求每年在300亿元（包括中小机组和部分自备电厂）以上，2018年中小机组/锅炉的改造需求将支撑市场维持较高水平，2019年后传统脱硫脱硝需求将不可避免地出现断崖式下滑。

图表18：电厂（包括中小机组和自备电厂）燃煤机组改造市场空间测算（亿元）



资料来源：环保部，发改委，华泰证券研究所

电力行业仍可有所作为，大气治理或对其他污染物做出要求。我们预计未来非常规污染物有望纳入排放标准。根据国际经验以及行业发展趋势，未来电厂烟气中除了二氧化硫、氮氧化物、尘等常规污染物，还可能将汞、三氧化硫等纳入监管范围。一旦将这些污染物纳入标准之内，电力行业大气治理仍可有所作为。

依靠技术突破，迅速抢占超低排放市场

拥有自主研发能力的技术型企业。公司作为拥有自主研发和创新能力的高科技环保企业，凭借创新思维、创新机制和创新平台，研发并拥有了高效脱硫技术、高效喷淋技术、高效除尘技术、活性焦干法烟气净化技术、褐煤制焦技术、单塔一体化脱硫除尘深度净化技术（SPC-3D）、零补水湿法脱硫技术、选择性催化还原法（SCR）、选择性非催化还原法（SNCR）以及 SCR/SNCR 混合法等烟气脱硫脱硝等一系列环保节能技术，并成功将自主研发的技术应用于电力、冶金、石化等多个行业工业烟气的治理中。截止 2017 年 6 月 30 日，公司已经获得各类核心技术专利 70 余项，正在申请的专利近 10 余项。

公司脱硫除尘一体化技术优势明显。2014 年公司成功自主研发了单塔一体化脱硫除尘深度净化技术（SPC-3D），为助力我国大型火电以低成本实现超低排放提供了创新性的解决方案。SPC-3D 技术将旋汇耦合脱硫除尘技术、高效节能喷淋技术和离心管束式除尘技术有机结合在一个脱硫塔内，实现脱硫效率 99% 以上，除尘效率 90% 以上，满足二氧化硫 35mg/Nm³、烟尘 5mg/Nm³ 的超净排放要求。具有比常规技术更节省投资，脱硫除尘效率更高，且具有改造工期短、工程量小、不额外占地等多项突出特点。

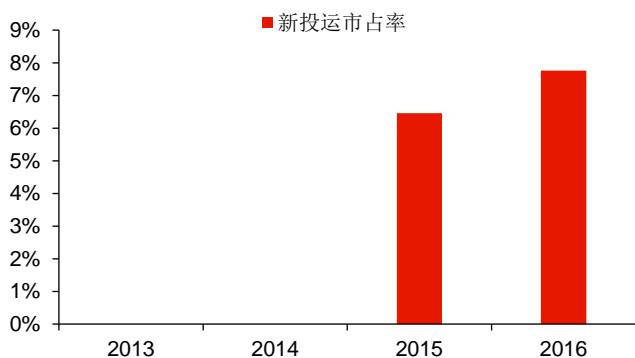
图表19：SPC-3D 技术优势明显

优势	具体内容
脱硫效率高、除尘效率高	吸收塔入口 SO ₂ 浓度在 1500—15000mg/Nm ³ 时，脱硫效率高达 99.8%；吸收塔入口烟尘浓度在 30-50mg/Nm ³ 时，出口烟尘浓度≤5mg/Nm ³ ，净烟气雾滴含量≤20mg/Nm ³
改造工期短、工程量小、节约空间	可利用原有吸收塔改造，开改发吸收塔外部结构。布置简洁，工程量小，改造工期为 20—50 天
投资低、运行费用低	改造吸收塔内板件，实现脱硫除尘一体化，投资低于常规技术约 30-50%；离心管束式除尘器不耗电，阻力与除雾器相当；运行费用是常规技术的 20%—30%
系统运行稳定，可靠性高	对烟气污染物含量和负荷波动适应性强，系统运行稳定，操作简单，可靠性高

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

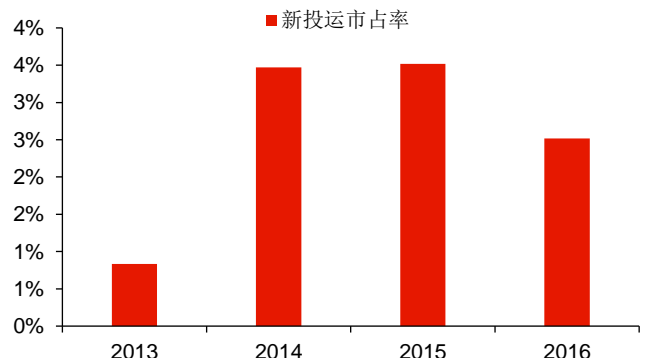
技术优势带来脱硫市占率显著提升。公司凭借单塔一体化脱硫除尘深度净化技术（SPC-3D）在火电脱硫市场不断拿单，2016 年累计投运脱硫装机达 2053 万千瓦，市占率达 2.3%；其中新投运（新建+技改）脱硫装机为 388 万千瓦，在新投运装机中市占率为 7.8%，而公司 2012 年在脱硫新投运装机中市占率仅有 2.2%，可以看到公司 2015 年在新投运脱硫装机领域的市占率提升非常明显，主要得益于公司凭借技术改造带来脱硫订单增长。

图表20：清新环境火电脱硫市占率提升



资料来源：中电联，华泰证券研究所（注：2013-2014 年市占率数据未披露）

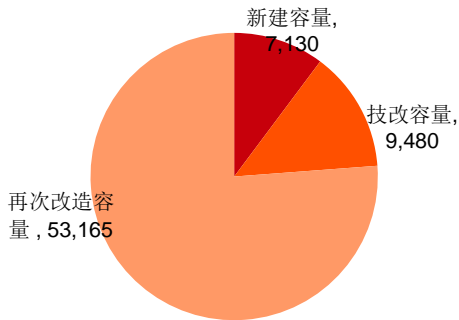
图表21：同业公司龙净环保火电脱硫市占率对比



资料来源：中电联，华泰证券研究所

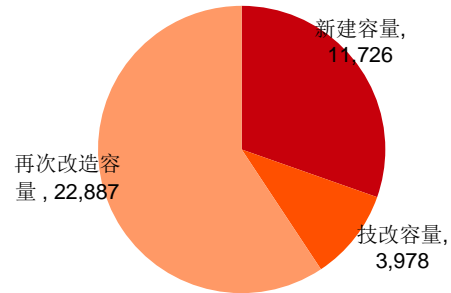
再次改造和技改脱硫占比达 90%。从公司签订合同的烟气脱硫工程机组容量来看，2016 年签订的合同容量为 6978 万千瓦，其中新建容量为 713 万千瓦，技改容量为 948 万千瓦，再次改造容量为 5317 万千瓦，再次改造和技改脱硫占比达 90%，是公司脱硫订单的主要构成。

图表22: 清新环境脱硫分布 (MW)



资料来源: 中电联, 华泰证券研究所

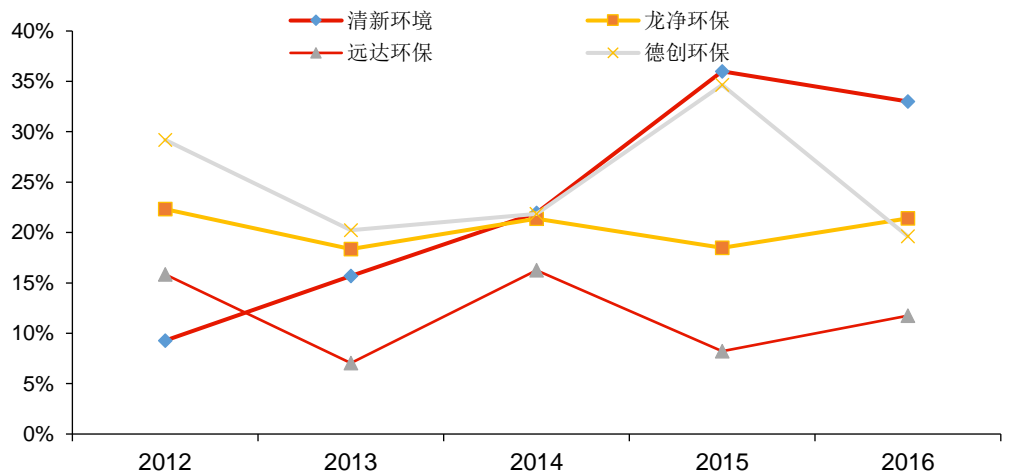
图表23: 同行业公司龙净环保脱硫分布 (MW)



资料来源: 中电联, 华泰证券研究所

大气治理建造业务毛利率显著高于同行。横向对比来看，公司的大气治理建造业务毛利率自 2012 年开始处于上升通道，2015-2016 年维持在 30% 以上，显著高于同业可比公司建造业务毛利率，主要原因为公司专注于脱硫脱硝建造业务，凭借领先技术优势，承接了大量技改和再次改造建造项目，提升了公司建造业务毛利率水平。

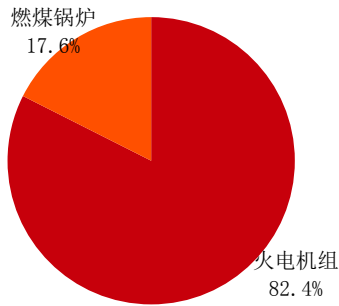
图表24: 清新环境大气治理建造业务毛利率显著高于同行



资料来源: 环保部, 发改委, 华泰证券研究所 (注: 清新环境 2015、2016 毛利率水平为华泰估计数值)

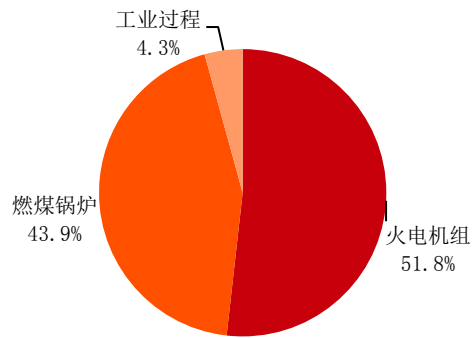
订单结构发生改变，燃煤锅炉和工业过程改造大幅增加。2017 年 1-7 月，公司新签订单金额超过 19 亿元，上年同期为 15 亿元，EPC 订单金额同比增长 27%。具体结构里面，大型火电机组是指装机 40-50 万以上超净机组，中小燃煤锅炉是 30-40 万超净机组、热电联产机组、其他终端用途机组的供热锅炉（下游行业包括电力和非电行业），工业过程是单独拆解出来的非燃煤工业过程项目，包括钢铁烧结机、平炉竖炉、氧化铝、碳素厂的烟气治理。从 2016 年和 2017 年上半年公司建造项目的分布构成也可以看出，公司火电机组占比有 16 年的 82.4% 降至 2017 年上半年的 51.8%，公司正在向燃煤锅炉和工业过程领域积极拓展，2017 年上半年燃煤锅炉改造规模达 18055(t/h)，折合约 1264 万千瓦；工业过程改造规模达 1756(t/h)，折合约 123 万千瓦，2017 年上半年燃煤改造和工业过程订单占比分别为 43.9% 和 4.3%。

图表25: 2016年清新环境建设项目分布 (MW)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表26: 2017年上半年清新环境建设项目分布 (MW)



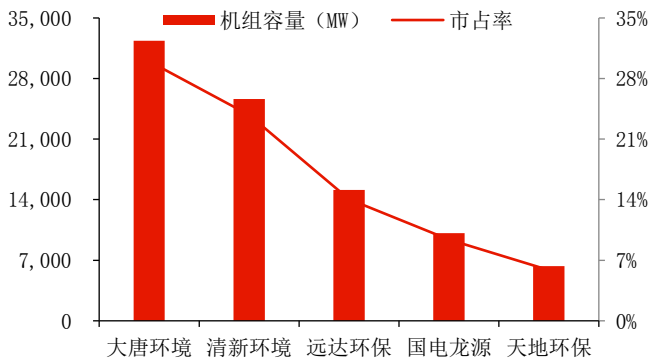
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

走向海外, 有望打开新的增长空间。公司积极开拓海外市场, 今年8月公告拟以自有资金不超过300万元在印度出资设立全资子公司清新环境印度有限公司。此外, 公司已经在波兰设立了子公司, 同时在土耳其、巴西各有一个EP项目, 当前海外项目订单较小, 以提供核心设备为主。公司设立了国际部, 一直在拓展交流海外项目。一带一路范围内, 向东南亚、南亚、中欧等国家渗透。公司长期的发展战略是提前做好布局储备, 以便未来时机来临时及时抓住市场。

电力运营业务平稳增长, 盈利水平高

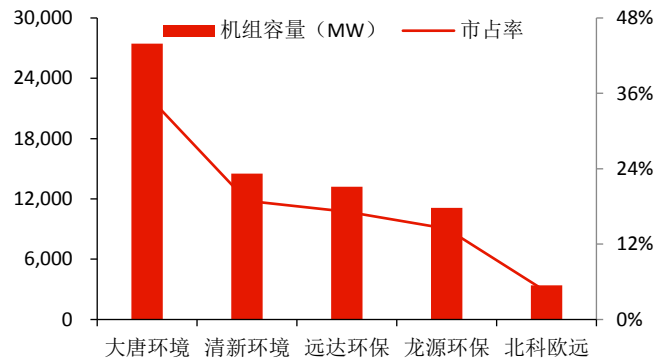
先发优势明显, 运营经验丰富。清新环境是国家发展改革委、环保总局联合开展火电厂烟气脱硫特许经营试点工作后的首批获准参加试点的七家专业脱硫公司之一, 获得首批项目中容量最大的托克托电厂8×600MW机组的烟气脱硫特许经营权。公司拥有从30MW到1000MW机组百余套脱硫脱硝除尘装置建设及运营业绩。公司为燃煤电厂客户提供包括开发、设计、建设(设备供货、土建安装)、调试运行、性能保证及技术培训与支持在内的烟气脱硫、脱硝设施总承包“交钥匙”工程以及包括投资、设计、建设、运行、维护检修在内的烟气脱硫、除尘、脱硝全套解决方案。根据中电联数据, 截止2016年底, 公司累计签订合同的火电厂烟气脱硫特许经营机组容量达25,645MW, 市占率23.8%, 居行业第二; 累计签订合同的火电厂烟气脱硝特许经营机组容量14,525MW, 市占率18.9%, 居行业第二。

图表27: 2016年在运的火电厂烟气脱硫特许经营机组容量情况



资料来源: 中电联, 华泰证券研究所

图表28: 2016年在运的火电厂烟气脱硝特许经营机组容量情况



资料来源: 中电联, 华泰证券研究所

图表29：公司公告 BOT 订单统计

时间	项目名称	签订方	项目投资金额 (万元)	项目规模 (MW)	运营年限 (年)	运营单价 (元/千瓦时)	下游行业
2012/02/13	神华神东电力有限责任公司店塔电厂改建 2×660MW 工程烟气脱硫 BOT 项目	神华神东电力有限责任公司店塔电厂	12,460	1,320	约 8-10	0.015	电厂
2012/06/14	山西大唐国际运城发电有限责任公司 2×600MW 机组烟气脱硝 BOT 运营项目	山西大唐国际运城发电有限责任公司	11,000	1,200	20	上网电价每千瓦时加价 0.008 元	电厂
2012/09/01	山西大唐国际云冈热电有限责任公司 2×300+2×220MW 机组烟气脱硝项目	山西大唐国际云冈热电有限责任公司	14,900	1,040	20	上网电价每千瓦时加价 0.008 元	电厂
2013/04/13	武乡西山发电有限责任公司 2×600MW 机组烟气脱硝 BOT 项目和武乡西山发电有限责任公司 2×600MW 机组烟气脱硝扩容改造 BOT 项目	武乡西山发电有限责任公司	26,000	1,200	18	0.00727+0.0123	电厂
2013/07/16	新疆图木舒克 2×350MW 热电联产工程烟气脱硫 BOT 项目	图木舒克热电有限责任公司	7,977	700	10	0.015	电厂
2013/12/28	河北省石家庄市塔坛国际商贸及国际庄园利用石家庄市桥西污水处理厂中水供热(冷)项目	河北塔坛投资股份有限公司	14,920		10		节能
2014/01/18	重庆石柱发电厂新建工程 2×350MW 超临界机组烟气脱硫、脱硝(含副产品综合利用) 特许经营项目	重庆大唐国际石柱发电有限责任公司	23,250	700		0.01	电厂
2014/07/03	市政供热特许经营协议	山东省临沂市莒南县人民政府	40,000		30		/
2015/10/17	山西平朔煤矸石发电有限责任公司 2×300MW 机组烟气脱硫除尘超低排放改造项目(BOT 模式)	山西平朔煤矸石发电有限责任公司	8,303	600	20	0.0152	电厂
2016/04/13	江苏徐矿综合利用发电有限公司一期 2×300MW 机组烟气脱硫除尘改造项目(BOT 模式)	江苏徐矿综合利用发电有限公司	9,489	600	15	0.0145	电厂
2016/04/13	武乡西山发电有限责任公司 2×600MW 机组烟气超低排放改造 BOT 项目	武乡西山发电有限责任公司	11,000	1,200	2016 年底至 2031 年 12 月 31 日	0.0099	电厂
2016/08/02	中铝宁夏能源集团有限公司马莲台发电厂 2×330MW 机组污染物治理(脱硫、脱硝、除灰)项目	中铝宁夏能源集团有限公司马莲台发电厂		660		0.03055	铝
2016/08/02	中铝宁夏能源集团有限公司六盘山热电厂烟气污染物治理(2×330MW) 脱硫、脱硝、除灰项目	中铝宁夏能源集团有限公司六盘山热电厂		660		0.03407	铝
2016/08/03	中国铝业兰州分公司 3×300MW 自备电厂烟气污染物治理(脱硫、脱硝、除尘)项目	中国铝业股份有限公司兰州分公司		900		0.02884	铝
2016/08/03	包头铝业有限公司 2×330MW 热电厂烟气污染物治理(脱硫、脱硝、除尘、输灰)项目	包头铝业有限公司		660		0.01902	铝
2016/10/19	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	河南神火发电有限公司		600	20	0.0169	电厂
2017/05/15	中盐吉兰泰盐业集团有限公司 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	中盐吉兰泰氯碱化工有限公司	7,150	270	10	0.0168	石化

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

超低排放运营市场还有增长空间，到2020年超150亿元。我国火力发电已经进入平稳期，超低排放运营主要是大气治理环保企业对电厂进行超低排放改造后，收取一定的运营费用，这部分费用主要来自补贴电价。根据《燃煤发电机组环保电价及环保设施运行监管办法》，燃煤发电机组上网电量在现行上网电价基础上执行脱硫、脱硝和除尘电价加价等环保电价政策。随着运营比例的小幅提升，我们预计，2020年电厂超低排放运营市场空间将超过150亿元，比2016年增加约53亿元。

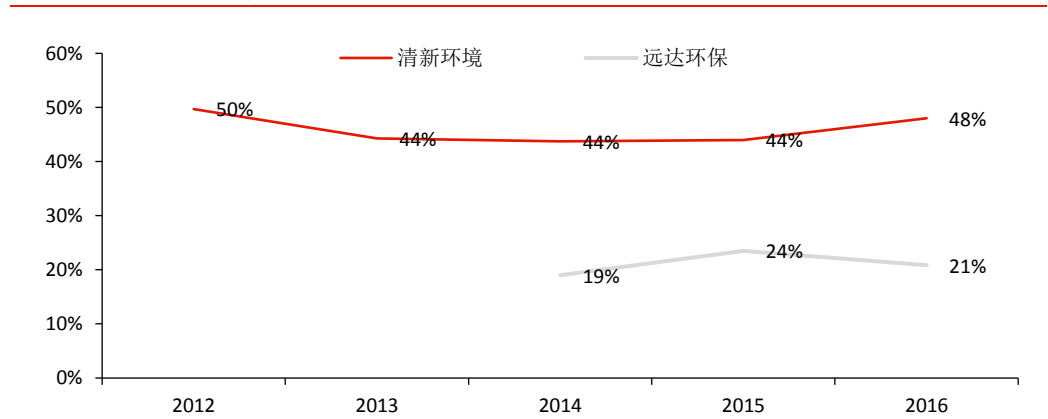
图表30：超低排放“十三五”运营市场空间测算

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
燃煤机组总量	9.5	9.8	10.1	10.4	10.6
火电利用小时数	4,175	4,192	4,252	4,331	4,414
除尘电价（元/千瓦时）	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
除尘 BOT 比例	2%	4%	6%	8%	10%
除尘 BOT 规模（亿元）	2	3	5	7	9
脱硫电价（元/千瓦时）	0.015	0.015	0.015	0.015	0.015
脱硫 BOT 比例	14%	14%	15%	16%	17%
脱硫 BOT 规模（亿元）	81	88	97	106	116
脱硝电价（元/千瓦时）	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
脱硝 BOT 比例	5%	6%	6%	6%	7%
脱硝 BOT 规模（亿元）	22	23	26	28	31
合计（亿元）	104	115	128	142	157

资料来源：国家发改委，环保部，华泰证券研究所

公司运营业务承接项目能力强，盈利水平高。公司运营业务有序开展，根据我们的统计，截止2017年6月20日，公司BOT项目达17个，主要为电厂的脱硫脱硝运营，运营业务毛利率2012年-2016年一直维持在45%左右，高于同业可比公司运营毛利率，体现了公司较强的拿单能力和运营管理能力，促使公司运营业务盈利维持较高水平。

图表31：运营业务毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司运营项目脱硫脱硝为主，补贴电价调整将对业绩负面影响不大。根据《燃煤发电机组环保电价及环保设施运行监管办法》，脱硫电价加价标准为0.015元/千瓦时，脱硝电价为0.01元/千瓦时，除尘电价为0.02元/千瓦时。我们脱硫脱硝电价补贴调整进行敏感性分析，脱硫电价每下调0.001元/千瓦时，将使得公司2017年归母净利润下滑1.9%左右，脱硝电价每下调0.001元/千瓦时，将使得公司2017年归母净利润下滑0.6%左右。

图表32：脱硫脱硝电价补贴调整敏感性分析

	脱硫电价（分）		脱硝电价（分）	
净利润弹性	+0.1	-0.1	+0.1	-0.1
2017年	+1.9%	-1.9%	+0.6%	-0.6%
2018年	+1.9%	-1.9%	+0.6%	-0.6%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

非电：提标趋势明显，超千亿市场刚启动

非电大气治理提标趋势明显，京津冀需求率先启动

非电行业排放标准提升趋势明显，京津冀非电大气治理需求率先启动。2017年5月出台关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告（征求意见稿），要求“2+26”城市，对于新建项目2017年6月1日起，执行大气污染物特别排放值；对于现有企业，对于火电、钢铁、石化、化工、有色、水泥以及锅炉等排放标准中已有特别排放限值要求的行业，要求2017年10月1日起执行大气污染物特别排放值，对于钢铁烧结、球团工业，以标准修改单方式提高大气污染物特别排放限值要求，自2018年6月1日起执行；对于平板玻璃、陶瓷、砖瓦工业，以标准修改单方式提出大气污染物特别排放限值要求，自2018年6月1日起执行。目前该文件仍在征求意见阶段，我们预计今年“2+26”城市的非电行业大气治理需求会快速启动，

2017年6月13日，《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版（征求意见稿）意见的函发布，提出修改工业大气污染物排放标准，提高了《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》特别排放限值，新增平板玻璃、陶瓷、砖瓦行业特别排放限值。以钢铁烧结、球团为例，提标后氮氧化物/二氧化硫/颗粒物特别排放限值为100/50/20mg每立方米，提标前特别排放限值为300/180/40mg每立方米，相当于2011年电力行业特别排放值要求。目前该文件稿也在征求意见阶段，我们预计今年“2+26”城市的非电行业大气治理需求会快速启动，未来几年可能会蔓延到全国范围，全国非电行业大气治理需求有望在未来五年快速释放。

图表33： 各行业大气污染物排放标准统计

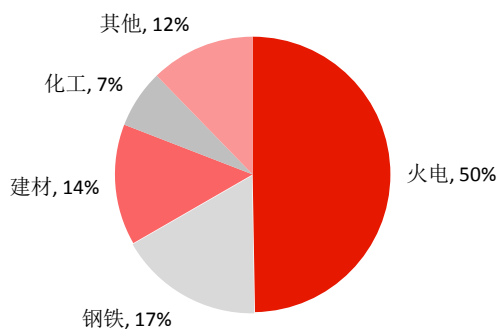
标准名称	标准编号	限值			特别排放限值		
		颗粒物限值 (mg/m3)	二氧化硫限值 (mg/m3)	氮氧化物限值 (mg/m3)	颗粒物限值 (mg/m3)	二氧化硫限值 (mg/m3)	氮氧化物限值 (mg/m3)
火电厂大气污染物排放标准	GB 13223-2011	30	100	200	20	50	100
铁矿采选工业污染物排放标准	GB 28661-2012	20			10		
钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准	GB 28662-2012	50	200	300	40	180	300
炼铁工业大气污染物排放标准	GB 28663-2012	20	100	300	15	100	300
炼钢工业大气污染物排放标准	GB 28664-2012	转炉（一次烟气），铁水预处理、转炉、电转炉（一次烟气），铁水预处理、转炉、炉、精炼炉，连铸切割及火焰清理、石灰炉、电炉、精炼炉，连铸切割及火焰清理、白云石窑焙烧，钢渣处理，其他生产设施的灰炉、白云石窑焙烧，钢渣处理，其他生					
		颗粒物特别排放限值分别为50,20,30,100,20；产设施的颗粒物特别排放限值分别为					
		二噁英类排放限值和特别排放限值为50,15,30,100, 15；二噁英类排放限值和					
		0.5mg/m3；氧化物排放限值和特别排放限值为0.5mg/m3；氧化物排放限					
		值和特别排放限值为5.0mg/m3					
轧钢工业大气污染物排放标准	GB 28665-2012	30	150	300	20	150	300
铁合金工业污染物排放标准	GB 28666-2012	50			30		
炼焦化学工业污染物排放标准	GB 16171-2012	30	50	500	15	30	150
石油炼制工业污染物排放标准	GB 31570-2015	20	100	150	20	50	100
石油化学工业污染物排放标准	GB 31571-2015	20	100	150	20	50	100
合成树脂工业污染物排放标准	GB 31572-2015	30	100		20	50	
烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准	GB 15581-2016	60	100	200	50	50	120
硝酸工业污染物排放标准	GB 26131-2010			300			200
硫酸工业污染物排放标准	GB 26132-2010	50		400	30		200
无机化学工业污染物排放标准	GB 31573-2015	30	200	400	10	100	100
铝工业污染物排放标准及修改单	GB 25465-2010				10	100	100
铅、锌工业污染物排放标准及修改单	GB 25466-2010				10	100	100
铜、镍、钴工业污染物排放标准及修改单	GB 25467-2010				10	100	100
镁、钛工业污染物排放标准及修改单	GB 25468-2010				10	100	100
稀土工业污染物排放标准及修改单	GB 26451-2011				10	100	100
钒工业污染物排放标准及修改单	GB 26452-2011				10	100	100
锡、锑、汞工业污染物排放标准	GB 30770-2014	30	400	200	10	100	100
再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准	GB 31574-2015	30	150	200	10	100	100
水泥工业大气污染物排放标准	GB 4915-2013	30	200	400	20	100	320
		30	600	400	20	400	300
锅炉大气污染物排放标准	GB 13271-2014	50	300	300	30	200	200
		30	200	250	30	100	200
		20	50	200	20	50	150

资料来源：发改委，环保部，华泰证券研究所

非电大气治理市场超千亿，技术要求更高

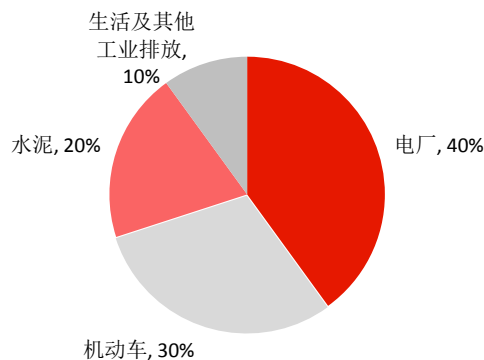
非电行业治理市场空间有望超过电力行业，主要有两个角度：(1)根据煤炭下游行业分布，火电需求占比50%，钢铁、建材、化工三行业合计需求占比38%，假设烟气处理行业空间与煤炭消耗量成正比，考虑到单个非电项目总金额较小，单位治理投资额一般高于电力项目，因此非电行业大气处理市场空间有望超过电力行业；(2)2015年工业燃煤锅炉消耗原煤量大概7亿吨，约占煤炭消耗量20%，许多非燃煤的工业过程也对大气污染物排放有显著贡献，包括水泥、玻璃、石化、冶金等行业中的一些工业过程都会释放大量大气污染物，考虑燃煤+非燃煤工业过程产生的烟气治理需求，总市场空间有望超过电力行业。我们测算电力行业超净排放市场空间1200亿元，非电行业提标带来的大气治理市场空间将大于电力超净排放。

图表34: 煤炭消耗量下游行业估计 (2016年)



资料来源: 北极星环保网, 华泰证券研究所

图表35: 氮氧化物产生量按下游行业估计 (2016年)



资料来源: 北极星环保网, 华泰证券研究所

假设全国提标到特别排放限值要求, 考虑工业锅炉、水泥、钢铁、砖瓦、陶瓷、玻璃行业, 市场空间合计 1554 亿元。假设未来五年全国所有地区非电行业均达到特别排放限值的要求, 我们测算出以下几个行业大气治理需求: 工业锅炉 643 亿元, 钢铁行业 311 亿元, 砖瓦行业 268 亿元, 陶瓷行业 150 亿元, 水泥 147 亿元, 玻璃行业 35 亿元, 预计京津冀 2+26 城市的非电大气治理需求将在 2017-2018 年迅速铺开, 后面面向全国蔓延, 整体看, 我们预计非电大气治理需求的高峰主要分布在 2018-2020 年。具体的测算假设及结论请参考我们近期发布的非电大气治理行业报告《环保春秋志系列之大气篇——工业大气治理行业测算+参与者全梳理》。

图表36: 部分工业行业大气治理“十三五”建造市场空间测算

单位: 亿元	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	总计
工业锅炉	37	139	223	220	24	643
钢铁行业	18	53	113	96	31	311
砖瓦行业	15	46	97	83	27	268
陶瓷行业	11	26	51	44	17	150
水泥行业	8	25	53	45	15	147
玻璃行业	3	6	12	10	4	35

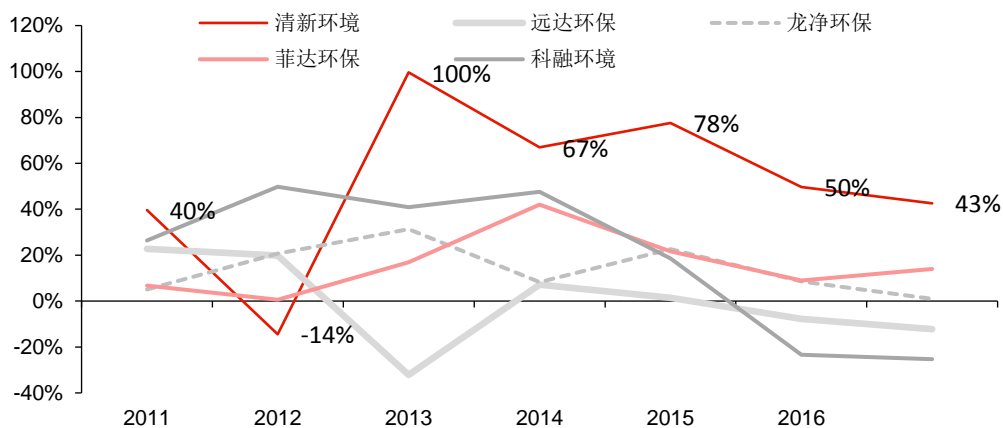
资料来源: 《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改版 (征求意见稿) 意见的函, 华泰证券研究所

非电行业下游分散, 规模效应不显著, 对技术要求更高。电力行业单体规模较大, 规模效应显著; 非电领域单体规模较小, 规模效应将显著小于电力行业, 并且非电领域还包含各种工业过程烟气治理, 污染物成分及比例不一样, 如有的行业氮氧化物高, 有的尘高, 有的二氧化硫高, 因此非电领域的烟气治理需要更多个性化的设计以及参数调试, 技术要求较高。目前非电行业大气治理的主要参与者为: 1) 大型企业集团下设立的环保国企: 主要包括大唐环境、远达环保、华电环保、国电龙源、山东神华山大能源、西安热工研究院、武汉都市环保等; 2) 已经上市的民企: 主要包括: 龙净环保、菲达环保、永清环保、科林环保、清新环境等; 3) 未上市民企: 主要包括: 宣化冶金环保、无锡东方环境、山东三融环保、上海立谊环保等。建议关注非电行业客户资源丰富的国企 (中钢天澄 (钢铁行业最大的烟气治理供应商)、武汉都市环保等) 以及大气治理技术研发实力突出的民企 (龙净环保、清新环境等)。

我们认为重视技术创新、成本降低的民企有望在后期市场份额逐步提升, 清新环境有望再次脱颖而出。回顾大气治理行业主要上市公司的情况, 2014 年国家推超净排放后, 清新环境依靠单塔一体化脱硫除尘深度净化技术 (SPC-3D) 市场占有率迅速提升, 该技术比常规技术更节省投资, 脱硫除尘效率更高, 且具有改造工期短、工程量小、不额外占地等多项突出特点, 导致清新在脱硫二次改造市场份额大幅提升, 2014-2016 年收入端依然保持了大于 50% 的快速增长, 远远好于其他同业公司, 同时清新环境毛利率、净利率远高于其他竞争对手, 毛利率较高主要有三点原因, 第一: 其毛利率较高的运营业务占比高, 第

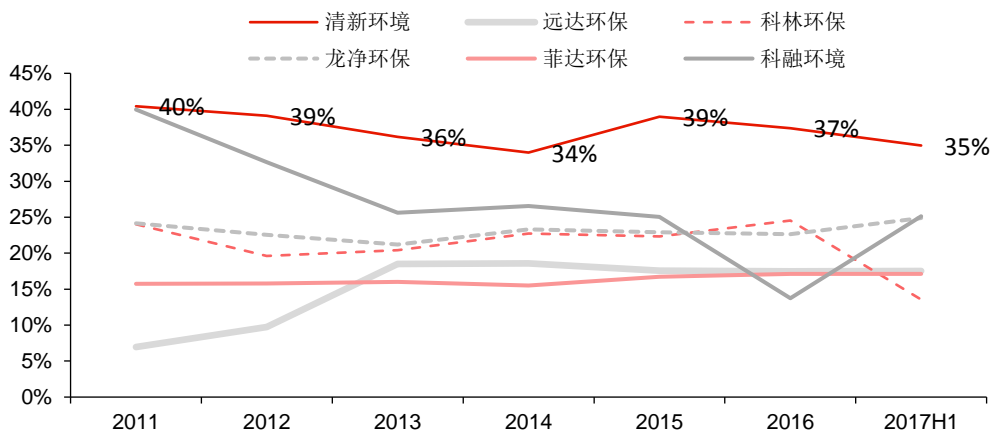
二，公司建造业务主要做毛利率较高的脱硫工程，较少做毛利率较低的脱硝工程，第三，公司脱硫技术突出，具备成本优势。公司 ROE 一路提升，主要受资产周转率和负债率水平提升驱动。目前非电行业竞争谁能胜出仍无定论，但考虑到非电大气治理对治理技术提出更高要求，通过回顾电力行业主要上市公司过去 5 年的财务数据看，我们认为重视技术创新的民企有望在后期市场份额逐步提升，看好清新环境（脱硫除尘一体化技术）再次脱颖而出。

图表37： 大气治理主要上市公司收入增速对比（2011-2017H1）（%）



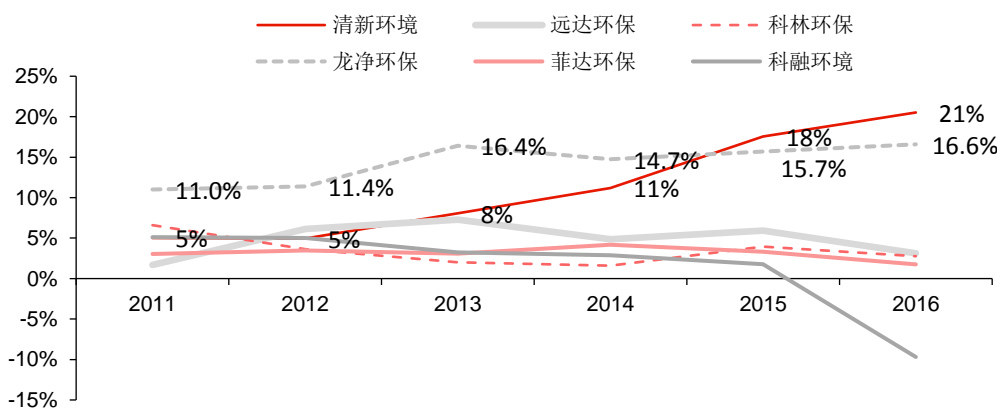
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 大气治理主要上市公司毛利率对比（2011-2017H1）（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39： 大气治理主要上市公司 ROE 对比（2011-2016）（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司非电技术储备早，订单已有起色

公司注重非电技术储备，订单已有起色。目前清新环境已经向非电领域比如钢铁、石化、碳素、有色等行业进行拓展。公司将现有 SPC-3D 技术进行适用性改进，并对非电行业氮、硫、尘污染物之外其他污染物指标的要求进行相应配套改进，以达到排放标准。2013 年设立北京国电清新节能技术有限公司，开展节能和非电领域烟气治理业务，2016 年公司与中国铝业成立合资公司，随后合资公司收购中铝旗下自备电厂烟气治理资产；2017 年 1 月，公司收购博惠通 80% 股权，迅速进入石化行业的烟气治理市场。由于公司在非电大气治理领域技术布局早，可以迅速抓住市场机会。2017 年上半年公司已经中标 10 台工业过程订单，通过做好示范项目，我们预计未来有望在非电治理需求大幅释放时迅速占领市场空间。考虑到公司深耕京津冀大气治理市场，我们看好供暖季清新环境非电订单持续放量。

图表40：清新环境 2017 年初至今（2017/9/17）中标的非电&废水订单

时间	项目名称	地区
2017/7/6	中国铝业河南分公司烟气排放及废水综合治理	河南
2017/6/20	纯梁锅炉房烟气超低排放改造工程（EPC）	山东
2017/4/1	2017 年度技改维修项目 4#炉高效除尘改造 EPC 工程	河北
2017/3/21	华鲁厂区 1×130t/h 和 2×75t/h 循环流化床锅炉和南部热源 1×116MW 循环流化床锅炉脱硫除尘改造	山东
2017/3/17	中铝宁夏能源集团 2016 年度集中采购项目--六盘山热电厂 2×330MW 机组脱硫废水“零排放”项目改造工程	宁夏
2017/1/03	山西潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目锅炉烟气超低排放系统改造工程总承包（EPC）	山西
2017/1/3	潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目锅炉烟气超低排放系统改造工程总承包（EPC）	山西

资料来源：招标网，华泰证券研究所

创新商业模式，通过与中国铝业成立合资公司，进军有色行业大气治理。2016 年 5 月 31 日，公司与中国铝业共同投资设立子公司铝能清新，铝能清新设立规模为 55,000 万元人民币，其中公司使用自有资金出资 33,000 万元人民币，占出资总额的 60%，中国铝业出资 22,000 万元人民币，占出资总额的 40%，2016 年 6 月 29 日，合资公司铝能清新收购中铝旗下 5 家燃煤发电机组的环保资产，标的最终合计转让价格为 17.5 亿元。

图表41：中铝旗下 5 家燃煤发电机组的环保资产统计

项目/合同名称	运营收费（元/kW-h）	2017 预测收入（百万元）
山东华宇合金材料有限公司 3×135MW 自备电厂烟气污染物治理（脱硫、脱硝、除尘）项目	基础单价 0.01732	41
中铝宁夏能源集团有限公司六盘山热电厂烟气污染物治理（2×330MW）脱硫、脱硝、除灰项目	基础单价 0.03407	78
中铝宁夏能源集团有限公司马莲台发电厂 2×330MW 机组污染物治理（脱硫、脱硝、除灰）项目	基础单价 0.03055	70
包头铝业有限公司 2×330MW 热电厂烟气污染物治理（脱硫、脱硝、除尘、输灰）项目	基础单价 0.01902	79
中国铝业兰州分公司 3×300MW 自备电厂烟气污染物治理（脱硫、脱硝、除尘）项目	基础单价 0.02884	90
合计		358

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收购博惠通进军石化大气治理。2017 年 1 月初，公司收购博惠通 80% 股权，博惠通是一家致力于大气污染物排放控制及锅炉减排的高新技术企业，博惠通主要销售收入来自烟气脱硝关键设备以及节能清灰产品的销售。博惠通自主掌握了烟气脱硝以及节能清灰装置核心技术。通过收购北京博惠通 80% 股权，获得石化领域脱硫脱硝除尘技术储备。石化行业集中度高，博惠通有成熟的渠道能力，并拥有 10 多年的行业经验，主要从事脱硝、输灰等业务，公司收购后可以实现技术和渠道的协同。2015 年 5 月，环保部制定并会同国家质检总局发布了《石油化学工业污染物排放标准》GB 31571-2015，新建企业自 2015 年 7 月 1 日起，现有企业自 2017 年 7 月 1 日起按标准执行，其中规定石化工业工艺加热炉大气污染物排放限值中颗粒物、二氧化硫、氮氧化物分别为 20、100、150 毫克/立方米；标志着石化行业烟气治理正式启动，我们预计未来几年有望迎来高峰期。

图表42: 博惠通收购主要财务数据

购买日	2017/1/3					
收购价格(百万元)	128					
收购股权比例	80%					
财务数据(百万元)	2014	2015	2016Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入	75	71	18	81	104	135
净利润	10	13	6	17	22	29
净利率	13%	18%	32%	21%	21%	21%
归属于清新的净利润				14	18	23
收购 PE (x)				9	7	6

资料来源:公司公告,华泰证券研究所 注:1) 2017-2019年预测利润采取盈利承诺值;2) 净利率假设为过去三个业绩期的平均值21%,通过净利率和净利润假设到算出2017-2019年收入

长期有望成长为优质工业环保标的

长期有望成长为优质的工业环保标的。公司是大气治理领域技术创新的引领者，积极从电力行业向非电行业拓展；未来将聚焦环境治理主业，向上下游延伸，节能业务提前布局，目前已获取两个运营项目；依靠赤峰博元开展资源回收利用；环保高端装备制造领域两个装备生产基地已经建立。公司长期目标是发展成为综合型的环保节能企业，纵向和横向产业链不断延伸，彰显公司“大格局”，最终有望成长为优质工业环保标的。

节能业务领域提前布局，已获取两个运营项目。1) 2013年12月，清新节能收购并控股河北兆祥，作为具体节能项目的实施公司。河北兆祥已与塔坛投资就河北省石家庄市塔坛国际商贸及国际庄园利用石家庄市桥西污水处理厂中水供热(冷)项目签署《合作协议》，具体项目实施由河北兆祥负责，项目2013年底开工，2014年完工，正常年份收入约7100万元，河北兆祥拥有10年运营权。2) 2014年7月，全资子公司清新节能与日与山东省临沂市莒南县人民政府签署了《市政供热特许经营协议》，项目收益为莒南县政府保证2015年新增供暖面积到500万平方米。项目采暖费收入按照行政管理部门相关收费标准规定由项目公司直接向用户收取，正常运营年份收入约1.1亿元，经营期限30年。公司此举有助于公司节能业务领域业务拓展，为公司提供新的盈利点，推进以合同能源管理机制的深化和创新为主要业务方向的专业化节能服务。

图表43：节能业务收入预测（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
石家庄市桥西污水处理厂中水供热(冷)项目					
收入	5	69	71	73	75
山东省临沂市莒南县市政供热项目					
收入	90	100	105	108	111

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

依托赤峰博元，积极开展资源回收利用项目，潜力较大。为公司在“大环保”战略下拓展资源综合利用领域业务，推动公司环保、节能、资源综合利用集团化战略的实施，2013年2月5日，公司与博元科技原股东在北京签署了《增资协议》，清新环境以现金方式向博元科技投资人民币7,650万元，占博元科技增资后注册资本的51%，2016年2月28日，公司以自有资金15,000万元对博元科技进行增资，增资后持股比例增加到70.6%，博元科技主营煤制气副产品深加工利用、煤制气废弃物综合利用三大产业链的绿色能源项目。具体项目有45万吨/年煤焦油加工、6万吨/年粗酚精制、10万吨/年酚醛树脂（其中包括甲醇、甲醛、多聚甲醛生产线）等，公司披露，预计项目全部建成后，总收入可达30亿元左右。2016年赤峰博元焦油加氢项目1期投产，助力博元收入实现零突破，达到1.02亿元，净利率达9.4%，2017年上半年博元收入突飞猛进，达到1.44亿元。目前虽然油价低迷，这块业务业绩不及预期，但油价一旦反弹，未来仍具有较大潜力。

已经延伸到电厂废水处理领域，未来有望为工业客户提供全方位服务。公司目前已经进入了钢铁、有色、石化、水泥等多个行业，从客户协同角度看，目前公司已经获取多个烟气及废水排放综合处理订单，未来有望为工业客户提供全方位环保服务。

盈利预测与估值

盈利预测：2017-2019年净利润增速 CAGR 为 29%

收入：公司目前收入结构主要包括大气治理业务和其他业务，其中大气治理业务主要包括运营项目、建造项目和节能项目，按照目前所有在手运营项目及可能的新增运营项目规模预测未来收入规模，预计 2017-2019 年运营收入平稳增长，2017 年由于中铝环保资产并表的影响，将有较快增长；建造项目将一直保持较快增长，2017 年增长主要来自于工业锅炉项目及博惠通并表，2018 和 2019 年建造收入的增长主要来自于非电大气治理市场空间的释放，节能项目预计保持稳定，在手两个项目稳定贡献约 1.8 亿收入，综合考虑三块收入，预计公司大气治理业务 2017-2019 年收入预计为 43.0/54.1/67.5 亿元，分别同比增长 31.2%、25.9%、24.7%，其他业务主要包括赤峰博元及康瑞新贡献，预计随着赤峰博元项目逐步达产，其他业务将快速增长，2017 年上半年其他业务收入占比已提升至 10.3%，我们预计 2017-2019 年其他业务收入分别为 4.3/7.1/10.6 亿元，同比增速为 270.5%/65.8%/48.1%。总收入 2017-2019 年分别为 47.3/61.3/78.1 亿元，同比增速分别为 39.4%、29.5%、27.5%。

图表44：分部收入预测（百万元）

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	383	765	1,277	2,268	3,394	4,731	6,127	7,810
同比增速 (%)	-14.5%	99.6%	66.9%	77.6%	49.7%	39.4%	29.5%	27.5%
大气治理业务	370	750	1,262	2,252	3,278	4,301	5,414	6,753
同比增速 (%)	-17.4%	102.7%	68.3%	78.4%	45.6%	31.2%	25.9%	24.7%
其他业务	13	15	15	16	116	430	713	1,056
同比增速 (%)		13.1%	-1.8%	6.8%	637.7%	270.5%	65.8%	48.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

毛利率：考虑到公司未来毛利率较低的建造业务占比将上升，新签运营项目毛利率不及老项目，因此毛利率可能逐步下滑，预计 2017-2019 年毛利率分别为 36.5%/35.4%/34.6%。

图表45：分部毛利润预测（百万元）

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利润	150	277	434	884	1,269	1,725	2,171	2,699
毛利率 (%)	39.1%	36.2%	34.0%	39.0%	37.4%	36.5%	35.4%	34.6%
大气治理业务毛利润	147	275	432	888	1,246	1,630	2,014	2,466
毛利率 (%)	38.4%	35.9%	33.8%	39.2%	36.7%	34.5%	32.9%	31.6%
其他业务毛利润	3	2	2	-4	23	95	157	233
毛利率 (%)	19.9%	12.7%	13.7%	-24.2%	20.1%	22.1%	22.1%	22.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

费用率：预计未来管理费用率有一定下行空间，因为 2017 年是股权激励费用摊销最后一年，2018 年将不存在此项支出，同时，由于收入快速增长，费用中的固定费用部分将被摊薄。预计销售费用率基本平稳。预计财务费用率在 2017 年提升至 3.4%，因 2016 年 12 月发行 10.9 亿清新绿色债，利率 3.7%，将产生较多利息费用，但 2018-2019 年由于收入的快速增长，财务费用增速不及收入增速，财务费用率有望下降。

净利润：基于以上假设，我们预计清新环境 2017-2019 年净利润分别为 10.1/12.9/16.1 亿元，分别同比增长 35.7%/28.1%/24.6%，2017 年将顺利实现最后一个股权激励考核目标。

目前估值处于历史低位，非电大气治理有望带来估值修复

历史复盘：治理标准提标和业绩超预期是股价走强的主要驱动力。观察公司历史股价走势，主要有三次比较明显的超额收益，第一次是在2013年2月-10月，当年公司业绩高增长叠加大气治理相关催化政策不断，2013年2月17日《国家环境保护标准“十二五”发展规划》公布；2013年4月25日，《关于公布全国燃煤机组脱硫脱硝设施等重点大气污染减排工程公告》，2013年9月12日《大气污染防治行动计划》公布。第二次是在2014年10月到2015年6月，煤电超净排放点燃新一轮成长预期，同时叠加牛市行情，2014年9月12日《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》公布。第三次是在2015年9月到12月，超净排放市场快速增长，公司脱硫市占率显著提升，三四季度业绩超预期，2015年12月，《全面实施煤电超低排放和节能改造工作方案发布》。公司股票大行情往往起源于大气治理提标政策预期升温+业绩超预期，我们预计非电行业大气治理提标将可能带来利好。

图表46：清新环境自2011年上市以来，相对深证成指已经累计获得294%超额收益



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

首次覆盖目标价 28.8-32.6 元，对应 30-34 倍 2017e PE

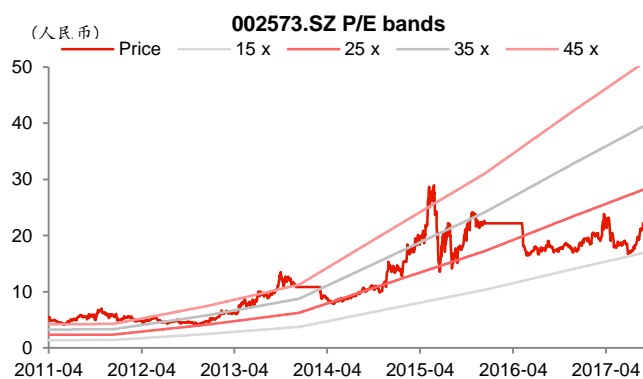
历史复盘显示，治理标准提标是公司估值走强的主要驱动力，公司当前股价对应2017~2019年PE为23/18/15倍，目前估值处于历史低位，公司2016年大约50%收入来自华北地区，是2+26城市大气排放标准提标的主要受益者，非电市场启动预期升温有望带动估值提升。参考行业内可比公司估值以及我们预计的公司17-19年的净利润CAGR(29%)，给予清新环境2017年30-34倍目标PE，对应目标价28.8-32.6元。

图表47：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值(mn)	每股收益(元)		市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
		2017/9/15	2017/9/15	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
永清环保	300187.SZ	27.2	3,259	0.87	1.41	31.2	19.3	4.2	3.5	13%	18%
科林环保	002499.SZ	11.3	7,302	0.30	0.40	37.5	28.2	4.9	4.6	13%	16%
龙净环保	600388.SH	6.8	4,833	0.22	0.36	30.8	18.8	3.6	2.2	12%	12%
科融环境	300152.SZ	23.4	4,419	0.52	0.65	44.6	36.2	5.6	5.0	13%	14%
雪浪环境	300385.SZ	17.0	18,163	0.69	0.75	24.8	22.6	3.9	3.4	16%	15%
平均值			7,595	0.52	0.71	33.8	25.0	4.4	3.7	13%	15%
中间值			4,833	0.52	0.65	31.2	22.6	4.2	3.5	13%	15%
清新环境	002573.SZ	22.3	23,879	0.94	1.18	23.6	18.8	5.2	4.2	22%	22%

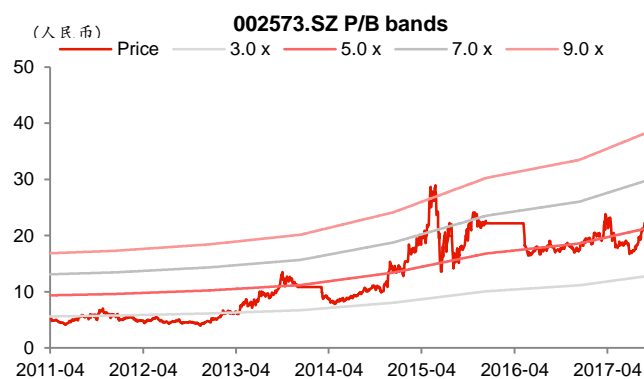
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表48: 清新环境历史 PE-Bands (采用未来12个月EPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表49: 清新环境历史 PB-Bands (采用未来12个月BPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 清新环境历史 PE 平均水平 (采用未来12个月EPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表51: 清新环境历史 PB 平均水平 (采用未来12个月BPS计算)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

1. 脱硫脱硝补贴电价下调。
2. 非电大气治理 EPC 订单增长低于预期。
3. 电力超净排放 EPC 订单下滑超预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,780	5,411	6,174	7,875	9,699
现金	519.81	1,263	753.19	763.79	963.16
应收账款	1,070	2,246	3,182	4,193	5,159
其他应收账款	110.46	166.18	235.49	310.24	381.75
预付账款	223.32	427.98	615.96	824.94	1,027
存货	558.83	977.59	1,006	1,347	1,677
其他流动资产	297.81	330.28	381.70	437.16	490.21
非流动资产	3,761	5,805	6,744	7,842	8,973
长期投资	51.31	102.94	102.94	102.94	102.94
固定投资	1,738	2,038	4,881	5,412	6,254
无形资产	90.84	139.23	182.05	219.93	253.45
其他非流动资产	1,881	3,525	1,579	2,108	2,362
资产总计	6,541	11,216	12,919	15,718	18,672
流动负债	2,606	4,592	5,426	6,962	8,428
短期借款	713.20	1,758	1,683	2,218	2,729
应付账款	680.34	948.17	1,365	1,828	2,276
其他流动负债	1,213	1,885	2,378	2,917	3,423
非流动负债	907.29	2,618	2,546	2,594	2,634
长期借款	426.88	233.13	161.60	209.09	249.05
其他非流动负债	480.41	2,384	2,384	2,384	2,384
负债合计	3,514	7,210	7,972	9,555	11,062
少数股东权益	136.01	379.77	400.72	427.99	460.80
股本	1,066	1,073	1,073	1,073	1,073
资本公积	704.97	793.05	793.05	793.05	793.05
留存公积	1,121	1,758	2,679	3,868	5,283
归属母公司股	2,892	3,627	4,546	5,734	7,149
负债和股东权益	6,541	11,216	12,919	15,718	18,672

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	94.23	84.95	1,256	1,330	1,748
净利润	507.32	744.20	1,026	1,337	1,608
折旧摊销	185.32	273.04	407.43	486.16	584.62
财务费用	25.09	104.64	162.78	167.24	189.79
投资损失	3.25	2.87	2.53	2.24	1.97
营运资金变动	(737.41)	(1,098)	(363.82)	(689.26)	(668.95)
其他经营现金	110.66	58.03	20.94	27.28	32.81
投资活动现金	(544.69)	(2,340)	(1,349)	(1,586)	(1,717)
资本支出	585.81	2,193	1,347	1,584	1,715
长期投资	53.00	163.23	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(94.12)	(16.15)	2.53	2.24	1.97
筹资活动现金	438.73	3,014	(416.80)	266.57	168.61
短期借款	420.00	1,045	(75.17)	534.29	511.19
长期借款	(239.75)	(193.75)	(71.53)	47.49	39.96
普通股增加	532.80	7.59	0.01	0.00	0.00
资本公积增加	(463.54)	88.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	189.22	2,066	(270.11)	(315.22)	(382.54)
现金净增加额	(11.73)	758.35	(509.95)	10.60	199.37

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,268	3,394	4,809	6,336	7,797
营业成本	1,384	2,125	3,059	4,096	5,102
营业税金及附加	17.14	32.01	43.09	56.77	69.86
营业费用	63.58	77.48	104.31	137.41	169.09
管理费用	152.94	172.71	232.50	306.30	376.91
财务费用	25.09	104.64	162.78	167.24	189.79
资产减值损失	41.76	45.92	48.09	63.36	77.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.25)	(2.87)	(2.53)	(2.24)	(1.97)
营业利润	580.51	833.23	1,158	1,506	1,809
营业外收入	6.86	58.16	82.42	108.57	133.60
营业外支出	0.73	0.42	0.45	0.47	0.49
利润总额	586.64	890.97	1,240	1,615	1,942
所得税	69.04	138.34	192.46	250.69	301.54
净利润	517.60	752.63	1,047	1,364	1,641
少数股东损益	10.28	8.43	20.94	27.28	32.81
归属母公司净利润	507.32	744.20	1,026	1,337	1,608
EBITDA	835.63	1,259	1,778	2,225	2,663
EPS (元)	0.47	0.69	0.96	1.25	1.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	77.62	49.66	41.70	31.74	23.05
营业利润	89.59	43.54	38.93	30.14	20.08
归属母公司净利润	87.49	46.69	37.89	30.25	20.28
获利能力 (%)					
毛利率	38.99	37.39	36.41	35.35	34.56
净利率	22.37	21.93	21.34	21.10	20.62
ROE	19.10	22.83	25.11	26.00	24.96
ROIC	17.27	20.24	21.88	21.48	20.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.71	64.28	61.71	60.79	59.24
净负债比率 (%)	45.66	37.25	31.84	32.66	33.19
流动比率	1.07	1.18	1.14	1.13	1.15
速动比率	0.85	0.97	0.95	0.94	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.38	0.40	0.44	0.45
应收账款周转率	3.00	2.05	1.77	1.72	1.67
应付账款周转率	2.42	2.61	2.64	2.57	2.49
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.69	0.96	1.25	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.08	1.17	1.24	1.63
每股净资产(最新摊薄)	2.69	3.38	4.24	5.34	6.66
估值比率					
PE (倍)	47.07	32.09	23.27	17.87	14.85
PB (倍)	8.26	6.58	5.25	4.16	3.34
EV_EBITDA (倍)	28.58	18.96	13.43	10.73	8.97

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com