

业绩平稳增长，静待下半年表现 买入(维持)

2017 年 08 月 23 日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001
02160199782

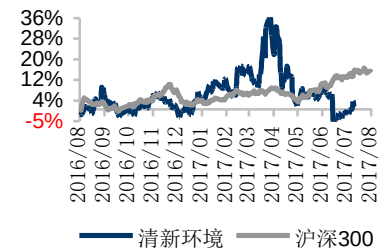
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	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%
ROE(%)	20.5%	22.9%	22.4%	22.6%
每股收益(元)	0.69	0.94	1.12	1.36
P/E	27.54	20.21	16.96	13.97
P/B	5.62	4.62	3.82	3.15

股价走势



事件:

1) 公司发布 2017 年半年报, 上半年实现营收 15.49 亿, 同比增长 42.63%; 归母净利润 3.16 亿, 同比增长 17.44%; 扣非后归母净利润为 3.16 亿, 同比增长 18.05%。2) 预计前三季度实现归母净利润 5.48-6.47 亿, 同比增长 10%-30%。

投资要点

■ **业绩稳健增长, 行业竞争加剧&原材料价格上涨拖累毛利率表现:** 单季度来看, Q2 实现营收 8.77 亿, 同比增长 13.24%; 归母净利润 2.21 亿, 同比增长 20.16%; 扣非后归母净利润为 2.25 亿, 同比增长 23.25%。受制于超低排放市场竞争加剧以及原材料价格上涨, 公司毛利率下降 3.35 个百分点, 为 34.97% (去年同期为 38.32%)。分业务来看:

1) **建造:** 上半年合计建造机组/锅炉数量为 162 台, 同比增长 22.84%; 合计建造规模 (统一转换为 MW 计算) 为 28762MW, 同比下降 33.99%。其中大型火电机组 66 台, 同比下降 16.46%; 合计建造规模为 14894MW, 同比下降 61.11%, 主要是由于火电行业大型机组超低排放已经接近尾声&行业竞争加剧, 公司获取订单量下降。中小燃煤锅炉 86 台, 同比增长 86.96%; 合计建造规模为 18055t/h, 同比增长 139.62%, 主要是由于超低排放逐渐往中小机组及燃煤锅炉拓展, 使得建造业务增长较快。从单体建造规模来看, 上半年火电机组单体建造规模为 226MW, 同比下降 53.40% (去年同期为 485MW/台); 燃煤锅炉单体建造规模为 210t/h, 同比增长 28.05% (去年同期为 164210t/h), 非电领域订单和单体处理规模均出现较快增长。新增工业过程建造锅炉 10 台, 合计改造规模为 1756t/h。

2) **运营:** 伴随江苏徐矿 2×300MW 机组烟气脱硫除尘改造 BOT 项目、河南神火 1×600MW 机组超低排放改造工程 BOT 项目正式投产、中盐吉兰泰 2×135MW 机组超低排放项目烟气脱硫除尘改造工程 BOT 项目即将投产, 公司运营业务保持平稳, 持续为公司业绩增长提供助力。

■ **财务费用上升明显, 现金流状况有所改善:** 1) 上半年费用率为 12.32%, 同比增长 3.14 个百分点, 其中财务费用上升明显, 为 0.87 亿, 同比增长 646.89%, 主要是由于借款增加利息支出&BOT 项目投运后费用化利息增加。销售费用和管理费用分别为 0.32 和 0.72 亿, 同比增长分别为 18.62% 和 18.22%。2) 伴随着上半年部分 BOT 项目进入投运, 公司经营性净现金流有所改善, 为 0.49 亿, 同比增长 86.06%。投资活动产生的现金流为 -6.25

市场数据

收盘价(元)	19.00
一年最低/最高价	16.48/25.04
市净率(倍)	5.49
流通 A 股市值(百万元)	20368

基础数据

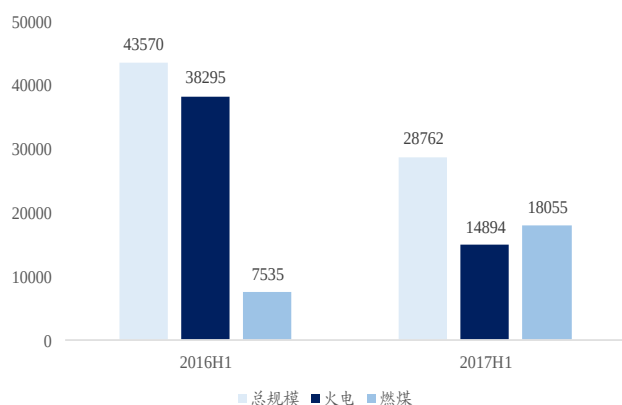
每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	62.59
总股本(百万股)	1,073
流通 A 股(百万股)	1,072

相关研究

1. 清新环境: 三期员工持股计划出台, 看好公司长期发展 -20170811
2. 清新环境: 中标工业企业自备电厂项目, 更多工业领域项目落地可期 -20170611
3. 清新环境: 深耕火电、拓展非电, 大气治理龙头腾飞可期 -20170227
4. 清新环境: 非电领域积极拓展, 股权绑定激励充分 -20170110

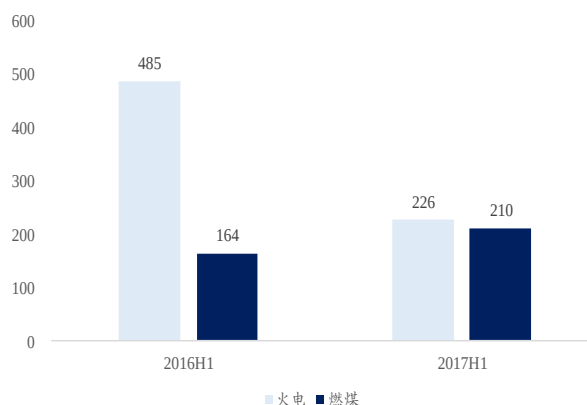
亿，同比下降 29.16%；筹资活动产生的现金流为-3.87 亿，同比下降 143.24%，主要是由于今年偿付利息金额增加，融资规模与去年相比有所下降。

图表 1：与去年同期相比，建造项目规模 (MW、t/h)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：与去年同期相比，单体项目规模 (MW、t/h)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

- **三期员工持股计划，高杠杆员工+期权持股充分激励：**1) 公司于 2014、2016、2017 年分别实施三期员工持股计划，其中 2014 年一期员工持股计划已经出售完毕（买入价格为 14.20 元/股），二期员工持股计划于 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%，买入价格与当前股价接近，具备一定安全边际。三期员工持股计划分别不超过 374 人、1000 人、1000 人，基本覆盖了公司员工总数 1567 人的绝大部分，激励充足，将员工利益与公司成长绑定，充分释放活力的同时彰显对公司未来发展信心。由于第三期员工持股计划的 1000 人中不含董、监、高，因此我们预计新的股权激励计划有望于近期出台。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。
- **“气十条”考核年+强化环保督查+非电行业排放提标，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) 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。新环保部部长李干杰上任后，提出了督查、交办、巡查、约谈、专项督察等“五步法”环保督查的管理新思路，要将从严治理“散乱污”企业作为强化督查的重点内容之一，对无法升级改造达标排放的企业，2017 年 9 月底前一律关闭。2017 年以来，为期一年、涉及 28 个督查组、5600 人、28 个城市、25 次轮换的“2+26”城市环保督查行动被称为有史以来最大规模的环保督查行动。3) 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》，在该文件中

修改了钢铁、建材、有色、火电、锅炉、焦化等行业污染物排放标准和《大气污染物综合排放标准》，并对物料（含废渣）运输、装卸、储存、转移与输送，以及生产工艺过程等，全面增加无组织排放控制措施要求。我们分析认为，在“气十条”考核期限临近、环保督查力度显著加强、非电行业排放标准显著提升的趋势下，烟气治理行业需求将集中释放。

- **深耕火电烟气治理领域，为业绩高速增长夯实坚实基础：**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。
- **盈利预测与投资评级：**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。

清新环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5411.0	6104.0	7347.2	9305.0	营业收入	3394.0	4603.3	6040.9	7281.7
现金	1263.1	1200.0	1213.0	2086.3	营业成本	2125.1	2923.1	3926.6	4805.9
应收款项	2535.3	3152.9	3806.6	4388.9	营业税金及附加	32.0	18.4	36.2	35.0
存货	977.6	961.0	1290.9	1580.0	营业费用	77.5	115.1	172.8	217.0
其他	635.0	790.0	1036.8	1249.7	管理费用	172.7	269.8	479.6	541.0
非流动资产	5805.2	6084.2	6287.3	6449.4	财务费用	104.6	200.7	149.6	111.9
长期股权投资	102.9	102.9	102.9	102.9	投资净收益	-2.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	5417.1	5680.7	5868.9	6016.7	其他	-45.9	-9.0	-10.3	-18.1
无形资产	139.2	154.6	169.4	183.8	营业利润	833.2	1067.3	1265.7	1552.8
其他	146.0	146.0	146.0	146.0	营业外净收支	57.7	30.0	30.0	30.0
资产总计	11216.2	12188.2	13634.5	15754.5	利润总额	891.0	1097.3	1295.7	1582.8
流动负债	4592.0	4070.0	4274.0	4943.8	所得税费用	138.3	76.7	84.2	104.3
短期借款	2452.2	1495.2	500.0	500.0	少数股东损益	8.4	10.3	11.9	14.8
应付账款	1148.0	1201.3	1867.4	2130.3	归属母公司净利润	744.2	1010.3	1199.6	1463.7
其他	991.7	1373.5	1906.6	2313.5	EBIT	986.7	1276.9	1425.6	1682.8
非流动负债	2617.6	3317.6	3617.6	3917.6	EBITDA	1259.4	1801.3	2000.7	2303.8
长期借款	233.1	633.1	633.1	633.1	重要财务与估值指标				
其他	2384.5	2684.5	2984.5	3284.5		2011	2012E	2013E	2014E
负债总计	7209.6	7387.6	7891.6	8861.4	每股收益(元)	0.69	0.94	1.12	1.36
少数股东权益	379.8	387.8	397.0	408.5	每股净资产(元)	3.38	4.11	4.98	6.04
归属母公司股东权益	3626.8	4412.7	5345.9	6484.5	发行在外股份(百万股)	1073.2	1073.2	1073.2	1073.2
负债和股东权益总计	11216.2	12188.2	13634.5	15754.5	ROIC(%)	13.6%	15.2%	16.9%	19.7%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	20.5%	22.9%	22.4%	22.6%
经营活动现金流	84.9	1484.6	2063.1	1999.8	毛利率(%)	37.4%	36.5%	35.0%	34.0%
投资活动现金流	-2340.2	-766.3	-788.5	-801.3	EBIT Margin(%)	29.1%	27.7%	23.6%	23.1%
筹资活动现金流	3013.6	-781.4	-1261.6	-325.1	销售净利率(%)	21.9%	21.9%	19.9%	20.1%
现金净增加额	758.7	-63.1	13.0	873.4	资产负债率(%)	64.3%	60.6%	57.9%	56.2%
企业自由现金流	-1260.3	898.7	1408.4	1297.0	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

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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>