

2017年08月23日

清新环境 (002573.SZ)

动态分析

营收增速符合预期，非电领域高增可期

投资要点

事件：公司发布 2017 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 15.49 亿元，归母净利润 3.16 亿元，分别同比增长 42.63%、17.47%；另外，公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润同比增长 10%-30%。

◆ **毛利率下滑、期间费用率抬升导致利润增速低于营收增速：**报告期内公司整体毛利率 34.97%，较上年同期下降 3.35 个百分点；财务费用率 5.59%，较上年同期上升 4.52 个百分点，主要由于公司 2016 年 10 月发行绿色债券 10.90 亿元、2017 年 4 月发行超短期融资券 5 亿元导致利息支出增加，同时 BOT 项目投运导致费用化利息有所增加。综上，公司整体净利率下降 4.71 个百分点，对公司归母净利润增速略有拖累。

◆ **非电领域建造业务增速更高，运维模式有所开拓：**公司建造项目承接量显示，上半年火电机组承接量同比下降 61.11%；燃煤锅炉改造承接量同比增长 139.62%，加上工业过程改造承接量，非电板块建造项目承接量同比增速达 162.92%，规模已接近 2016 年全年水平。运营项目方面，上半年投运的火电机组超低排放 BOT 项目有：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 BOT 项目、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；非电领域，公司成功中标广西华磊新材料有限公司轻合金材料项目热电 3×350MW 超临界 CFB 机组环保设备运行及检修维护项目、内蒙古华云新材料 3×350MW 热电联产机组环保设备运行及检修维护项目，可见公司轻资产运维模式有所开拓。

◆ **排放标准加严、监管力度加大将推动非电行业烟气治理空间释放，公司受益明显：**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；监管方面，中央环保督察将全面覆盖全国各省（区、市），督察力度持续增强。随着新标准落地、监管力度增强，工业领域烟气提标改造将迎来新的增长空间。公司已完成收购博惠通 80% 股权，有望分享石化领域烟气治理市场增量，非电烟气治理业务迎来高成长。

◆ **员工持股计划凸显发展信心：**8 月 11 日公司公告 2017 年员工持股计划，计划募集资金总额上限为 1 亿元，拟设立的集合资金信托计划份额上限为人民币 3 亿元，按公司 8 月 10 日收盘价 17.74 元测算，所涉及的股票数量预计为 1,691 万股，不超过现有股本总额的 1.58%。员工持股计划彰显公司未来发展信心，有利于公司长期发展。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017-2019 年每股收益为 0.85、1.06 和 1.31 元。我们看好公司火电机组超低排放领先地位以及非电领域烟气治理高增长态势，给予公司买入-A 评级，6 个月目标价 25.5 元，相当于 2017 年 30 倍市盈率。

◆ **风险提示：**政策不及预期、整合风险

电力及公用事业 | 环保 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

25.5 元

股价(2017-08-23)

19.75 元

交易数据

总市值（百万元）

21,195.63

流通市值（百万元）

21,123.43

总股本（百万股）

1,073.20

流通股本（百万股）

1,069.54

12 个月价格区间

16.48/25.18 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.36	-0.51	4.15
绝对收益	14.56	10.26	7.63

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20377088

报告联系人

宋怡萱
songyixuan@huajinsec.cn
021-20377051

相关报告

清新环境：电力领域稳健增长，非电业务呈高成长态势 2017-04-27

清新环境：超低排放领军企业，非电治理蓄势待发 2017-03-24

清新环境：业绩符合预期，非电领域烟气治理成长可期 2017-02-27

清新环境：绿色债募集资金到位，资金充裕保障业务拓展 2017-02-12

清新环境：控股博惠通，切入石化行业烟气治理市场 2017-01-08

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,267.8	3,394.0	4,528.6	5,859.4	7,047.6
同比增长(%)	77.6%	49.7%	33.4%	29.4%	20.3%
营业利润(百万元)	580.5	833.2	1,013.8	1,288.0	1,594.5
同比增长(%)	89.6%	43.5%	21.7%	27.0%	23.8%
净利润(百万元)	507.3	744.2	908.7	1,141.0	1,401.1
同比增长(%)	87.5%	46.7%	22.1%	25.6%	22.8%
每股收益(元)	0.47	0.69	0.85	1.06	1.31
PE	49.2	33.5	27.4	21.9	17.8
PB	8.6	6.9	5.7	4.3	3.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、毛利率下滑、期间费用率抬升导致利润增速低于营收增速	4
二、非电领域建造业务增速更高，运维模式有所开拓	5
三、员工持股计划凸显发展信心	6
四、投资建议	6
五、风险提示	6

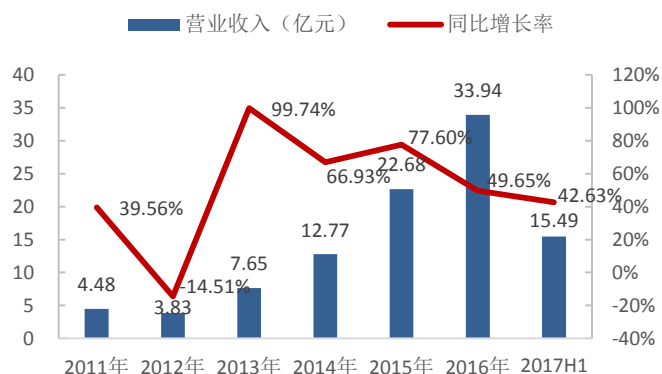
图表目录

图 1：公司营业收入增长情况	4
图 2：公司归母净利润增长情况	4
图 3：公司整体盈利能力变动情况	4
图 4：公司期间费用率变动情况	4
图 5：公司经营性现金净流量情况	5
表 1：公司建造项目承接量	5

一、毛利率下滑、期间费用率抬升导致利润增速低于营收增速

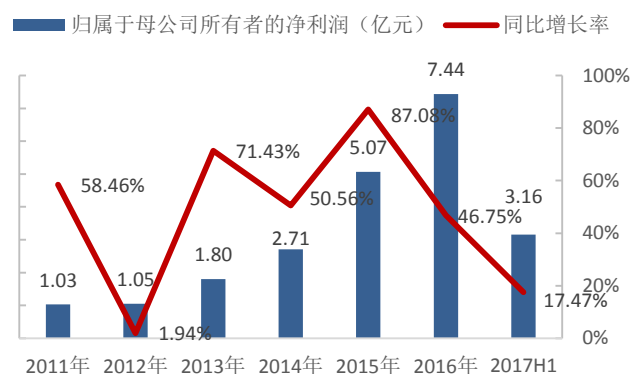
公司发布 2017 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 15.49 亿元，归母净利润 3.16 亿元，分别同比增长 42.63%、17.47%；另外，公司预计 2017 年 1-9 月归母净利润同比增长 10%-30%。

图 1：公司营业收入增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

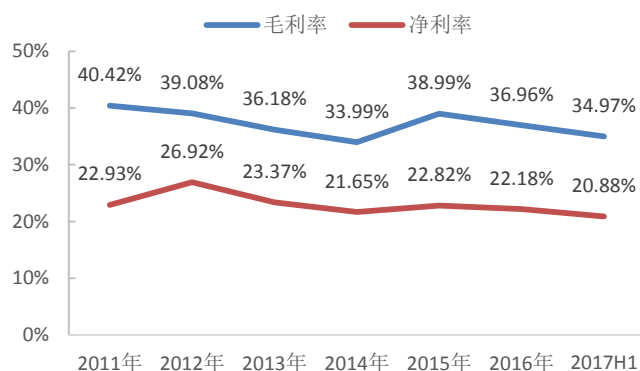
图 2：公司归母净利润增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

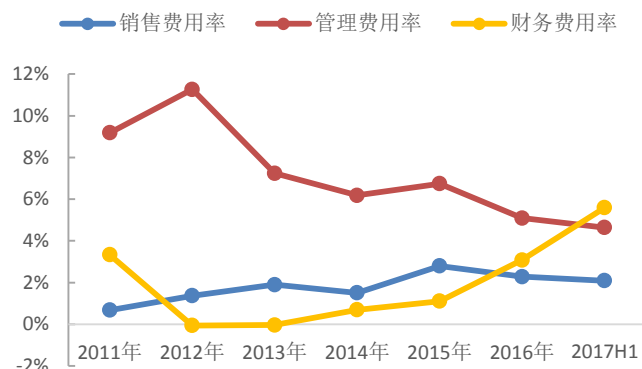
毛利率下滑、期间费用率抬升导致利润增速低于营收增速 报告期内公司整体毛利率 34.97%，较上年同期下降 3.35 个百分点；财务费用率 5.59%，较上年同期上升 4.52 个百分点，主要由于公司 2016 年 10 月发行绿色债券 10.90 亿元、2017 年 4 月发行超短期融资券 5 亿元导致利息支出增加，同时 BOT 项目投运导致费用化利息有所增加。综上，公司整体净利率下降 4.71 个百分点，对公司归母净利润增速略有拖累。

图 3：公司整体盈利能力变动情况



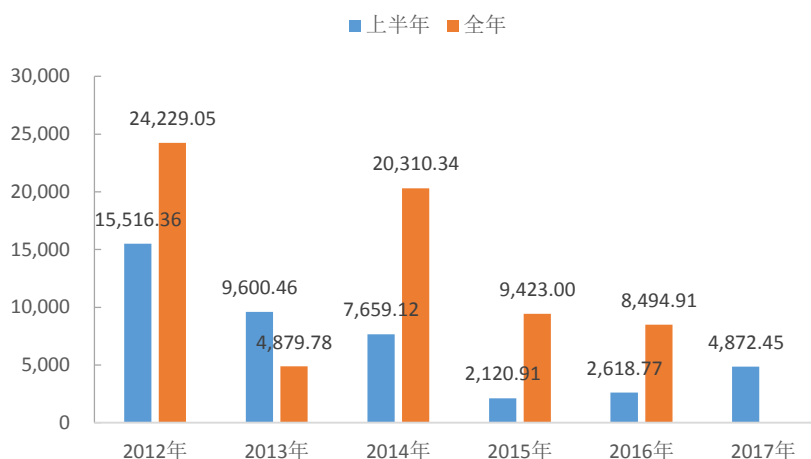
资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司期间费用率变动情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：公司经营性现金净流量情况



资料来源：wind，华金证券研究所

二、非电领域建造业务增速更高，运维模式有所开拓

基于公司历年业务构成以及近期项目中标情况，预计建造业务收入占比更高，达到 60%以上。公司建造项目承接量显示，上半年火电机组承接量同比下降 61.11%；燃煤锅炉改造承接量同比增长 139.62%，加上工业过程改造承接量，非电板块建造项目承接量同比增速达 162.92%，规模已接近 2016 年全年水平。

运营项目方面，上半年投运的火电机组超低排放 BOT 项目有：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 BOT 项目、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；非电领域，公司成功中标广西华磊新材料有限公司轻合金材料项目热电 3×350MW 超临界 CFB 机组环保设备运行及检修维护项目、内蒙古华云新材料 3×350MW 热电联产机组环保设备运行及检修维护项目，可见公司在轻资产运维模式有所开拓。

表 1：公司建造项目承接量

建造项目承接情况	2016H1	2016 年	2017H1
火电机组容量 (MW)	38,295	68,275	14,894
同比增长率	-	-	-61.11%
燃煤锅炉规模 (t/h)	7,535	20,775	18,055
同比增长率	-	-	139.62%
工业过程规模 (t/h)	-	-	1756

资料来源：公司公告，华金证券研究所

排放标准加严、监管力度加大将推动非电行业烟气治理空间释放，公司受益明显：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；监管方面，中央环保督察将全面覆盖全国各省（区、市），督察力度持续增强。随着新标准落地、监管力度增强，工业领域烟气提标改造将迎来新的增长空间。公司已完成收购博惠通 80%股权，有望分享石化领域烟气治理市场增量，非电烟气治理业务迎来高成长。

三、员工持股计划凸显发展信心

8月11日公司公告2017年员工持股计划,计划募集资金总额上限为1亿元,拟设立的集合资金信托计划份额上限为人民币3亿元,按公司8月10日收盘价17.74元测算,所涉及的股票数量预计为1,691万股,不超过现有股本总额的1.58%。员工持股计划彰显公司未来发展信心,有利于公司长期发展。

四、投资建议

我们预测公司2017-2019年每股收益为0.85、1.06和1.31元。我们看好公司火电机组超低排放领先地位以及非电领域烟气治理高增长态势,给予公司买入-A评级,6个月目标价25.5元,相当于2017年30倍市盈率。

五、风险提示

政策不及预期、整合风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,267.8	3,394.0	4,528.6	5,859.4	7,047.6	年增长率					
减:营业成本	1,383.5	2,125.1	2,942.4	3,850.3	4,631.1	营业收入增长率	77.6%	49.7%	33.4%	29.4%	20.3%
营业税费	17.1	32.0	40.7	50.7	63.6	营业利润增长率	89.6%	43.5%	21.7%	27.0%	23.8%
销售费用	63.6	77.5	99.6	142.3	162.4	净利润增长率	87.5%	46.7%	22.1%	25.6%	22.8%
管理费用	152.9	172.7	271.7	348.3	400.1	EBITDA 增长率	79.3%	53.1%	14.2%	25.2%	21.3%
财务费用	25.1	104.6	140.5	161.9	179.7	EBIT 增长率	92.2%	54.9%	23.1%	25.6%	22.4%
资产减值损失	41.8	45.9	20.0	18.0	16.2	NOPLAT 增长率	84.9%	48.3%	23.1%	25.6%	22.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.8%	58.5%	24.6%	21.3%	7.9%
投资和汇兑收益	-3.2	-2.9	-	-	-	净资产增长率	16.3%	32.3%	19.8%	30.7%	19.3%
营业利润	580.5	833.2	1,013.8	1,288.0	1,594.5	盈利能力					
加:营业外净收支	6.1	57.7	81.0	85.0	89.3	毛利率	39.0%	37.4%	35.0%	34.3%	34.3%
利润总额	586.6	891.0	1,094.8	1,372.9	1,683.8	营业利润率	25.6%	24.6%	22.4%	22.0%	22.6%
减:所得税	69.0	138.3	170.0	213.2	261.4	净利润率	22.4%	21.9%	20.1%	19.5%	19.9%
净利润	507.3	744.2	908.7	1,141.0	1,401.1	EBITDA/营业收入	34.9%	35.7%	30.5%	29.5%	29.8%
						EBIT/营业收入	26.7%	27.6%	25.5%	24.7%	25.2%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	53.7%	64.3%	64.3%	62.1%	59.6%
货币资金	519.8	1,263.1	2,138.3	2,766.6	3,327.6	负债权益比	116.0%	179.9%	180.2%	164.1%	147.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.07	1.18	1.09	1.32	1.40
应收帐款	1,180.7	2,412.0	2,494.0	3,853.7	4,329.3	速动比率	0.85	0.97	0.91	1.12	1.17
应收票据	167.0	123.3	156.3	293.4	232.8	利息保障倍数	24.13	8.96	8.22	8.96	9.87
预付帐款	223.3	428.0	872.2	1,150.0	1,397.0	营运能力					
存货	558.8	977.6	1,149.7	1,420.1	1,842.3	固定资产周转天数	300	367	410	347	307
其他流动资产	130.8	207.0	147.6	161.8	172.1	流动营业资本周转天数	76	151	165	177	199
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	343	434	492	510	535
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	135	191	195	195	209
长期股权投资	51.3	102.9	102.9	102.9	102.9	存货周转天数	56	81	85	79	83
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	901	942	980	922	896
固定资产	2,037.7	4,880.9	5,429.1	5,867.8	6,161.6	投资资本周转天数	583	550	568	539	511
在建工程	1,463.6	511.9	688.1	688.1	688.1	费用率					
无形资产	90.8	139.2	141.9	122.1	102.4	销售费用率	2.8%	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%
其他非流动资产	117.6	170.3	125.2	138.6	144.5	管理费用率	6.7%	5.1%	6.0%	5.9%	5.7%
资产总额	6,541.4	11,216.2	13,445.3	16,565.3	18,500.8	财务费用率	1.1%	3.1%	3.1%	2.8%	2.6%
短期债务	713.2	1,758.5	3,227.4	3,496.8	3,700.8	三费/营业收入	10.7%	10.5%	11.3%	11.1%	10.5%
应付帐款	933.3	1,219.6	2,163.3	2,158.6	2,912.8	投资回报率					
应付票据	87.8	199.8	172.5	315.6	284.3	ROE	17.5%	20.5%	20.6%	19.5%	19.9%
其他流动负债	872.1	1,414.1	827.2	1,349.1	1,153.8	ROA	7.9%	6.7%	6.9%	7.0%	7.7%
长期借款	426.9	233.1	1,296.3	1,698.8	1,427.6	ROIC	16.1%	19.7%	15.3%	15.4%	15.6%
其他非流动负债	480.4	2,384.5	960.6	1,275.2	1,540.1	分红指标					
负债总额	3,513.7	7,209.6	8,647.2	10,293.9	11,019.4	DPS(元)	0.10	0.10	0.12	0.18	0.20
少数股东权益	136.0	379.8	395.9	414.7	435.9	分红比率	21.0%	14.4%	14.4%	16.6%	15.2%
股本	1,065.6	1,073.2	1,073.2	1,073.2	1,073.2	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%
留存收益	1,825.6	2,551.4	3,329.0	4,783.5	5,972.3						
股东权益	3,027.7	4,006.6	4,798.1	6,271.3	7,481.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	517.6	752.6	908.7	1,141.0	1,401.1	EPS(元)	0.47	0.69	0.85	1.06	1.31
加:折旧和摊销	185.3	273.0	228.7	281.1	325.9	BVPS(元)	2.69	3.38	4.10	5.46	6.57
资产减值准备	41.8	45.9	-	-	-	PE(X)	49.2	33.5	27.4	21.9	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.6	6.9	5.7	4.3	3.5
财务费用	31.8	79.0	140.5	161.9	179.7	P/FCF	152.8	44.8	26.3	80.6	32.9
投资损失	3.2	2.9	-	-	-	P/S	11.0	7.3	5.5	4.3	3.5
少数股东损益	10.3	8.4	16.1	18.8	21.3	EV/EBITDA	32.7	22.9	20.6	16.6	13.5
营运资金的变动	-153.5	-226.0	-792.3	-1,280.4	-495.9	CAGR(%)	30.9%	23.6%	49.6%	30.9%	23.6%
经营活动产生现金流量	94.2	84.9	501.7	322.3	1,432.2	PEG	1.6	1.4	0.6	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	-544.7	-2,340.2	-955.6	-700.0	-600.0	ROIC/WACC	1.7	2.1	1.7	1.7	1.7
融资活动产生现金流量	438.7	3,013.6	1,329.0	1,006.1	-271.2						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn