

清新环境 (002573.SZ)

环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

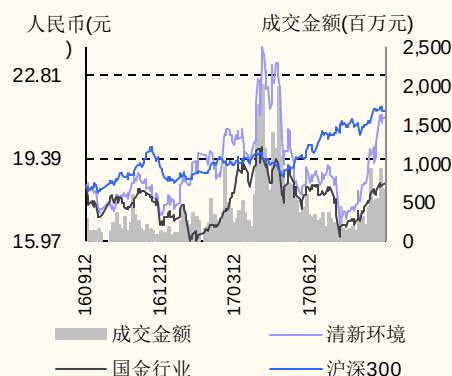
市场价格 (人民币)：22.68 元

业绩增长 24%，四季度有望再提速

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,069.54
总市值 (百万元)	24,340.10
年内股价最高最低 (元)	23.95/16.72
沪深 300 指数	4021.97
深证成指	11444.52



相关报告

1. 《立足超净核心技术，布局非电静待花开-清新环境公司深度研究》，2017.9.13
2. 《运营提供稳定增长，优先布局非电治理蓝海-清新环境公司点评》，2017.8.23
3. 《业绩符合预期，静待非电订单兑现业绩-清新环境公司点评》，2017.4.27
4. 《订单兑现业绩，去产能打开非电治理空间-清新环境公司点评》，2017.2.28
5. 《受益烟气市场扩容，非电落地拓宽治霾龙头空间-清新环境公司深度...》，2017.2.6

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

邓晖 联系人
(8610)66216739
denghui@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.476	0.693	0.941	1.155	1.475
每股净资产 (元)	2.71	3.38	4.12	5.02	6.18
每股经营性现金流 (元)	0.08	0.10	0.69	1.44	0.60
市盈率 (倍)	47.64	32.71	24.11	19.64	15.37
行业优化市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率 (%)	87.22%	45.41%	35.68%	22.73%	27.76%
净资产收益率 (%)	17.54%	20.52%	22.85%	22.99%	23.88%
总股本 (百万股)	1,065.60	1,073.19	1,073.19	1,073.19	1,073.19

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

事件

- 10月29日，公司公布2017年三季报，实现收入31.3亿元，同比增长57.65%，归母净利润6.2亿元，同比增长23.99%，扣非归母净利润6.1亿元，同比增长24.27%。EPS 0.575元，同比增长23.11%。

点评

- **业绩增长提速，中小锅炉新订单翻倍。**公司归母净利润增长24%，较上半年增速提高7pct，主要由于中小锅炉EPC订单翻倍增长及非电布局成效初步显现推动收入增长58%。三费比例12.3%，同比上升3.1pct，主要由于上年融资额增加利息支出增加影响财务费用率同比上升3.2pct。上半年公司中小燃煤锅炉改造业务表现突出，锅炉数量和规模同比增长86.96%、139.62%，中小锅炉市场仍处成长期。2016年度公司签订烟气脱硫工程合同机组容量0.61亿千瓦，新订单的市场份额达到21%；公司投运的烟气脱硫再次改造工程机组容量0.50亿千瓦，新订单的市场份额达到36%；2016年在运脱硫/脱硝BOT机组市场份额24%/19%，全国第二。
- **非电布局成效显著，外延内生双轮驱动。**2017年上半年公司获得工业过程锅炉订单10台，规模1756t/h，非电锅炉订单开始释放。2017年初1.28亿元收购博汇通80%股权，正式跨入石化烟气治理领域，博惠通承诺17/18/19年净利润1,700/2,200/2,860万元。2016年公司携手中铝成立合资公司铝能清新，17.5亿元收购中铝5个项目环保资产，并布局有色行业烟气治理市场。
- **股权激励17年目标利润10亿，员工持股计划2-3倍杠杆。**2014年实行股权激励计划，首期激励计划授予公司86名激励对象1,352万股股票期权，已于2015年初完成，股权激励17年目标利润10亿元。2014、2016、2017年公司公布了三期员工持股计划，总筹集资金2.5亿元，采取设立资产管理计划的方式，杠杆率2-3倍，锁定期均为12个月。股权激励+员工持股计划将管理层及员工的利益与公司发展深度绑定，保障公司长远发展。

投资建议

- 公司立足超净排放核心技术，上半年中小锅炉新订单翻倍增长。在最强环保督查的驱动下，非电市场即将爆发，公司非电布局成效开始显现。根据测算，预计17/18/19年，公司归母净利润10.1、12.4、15.8亿元，EPS 0.94、1.16、1.48元，对应PE为24、20、15倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 烟气治理项目施工进度风险，火电烟气治理市场过快收缩风险，非电烟气治理市场启动慢于预期风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,277	2,268	3,394	5,002	5,872	7,350
增长率		77.6%	49.7%	47.4%	17.4%	25.2%
主营业务成本	-843	-1,384	-2,125	-3,136	-3,686	-4,616
%销售收入	66.0%	61.0%	62.6%	62.7%	62.8%	62.8%
毛利	434	884	1,269	1,866	2,186	2,734
%销售收入	34.0%	39.0%	37.4%	37.3%	37.2%	37.2%
营业税金及附加	-13	-17	-32	-47	-55	-69
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-19	-64	-77	-114	-134	-168
%销售收入	1.5%	2.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-79	-153	-173	-255	-299	-374
%销售收入	6.2%	6.7%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	323	651	987	1,450	1,698	2,123
%销售收入	25.3%	28.7%	29.1%	29.0%	28.9%	28.9%
财务费用	-9	-25	-105	-168	-138	-130
%销售收入	0.7%	1.1%	3.1%	3.4%	2.3%	1.8%
资产减值损失	-8	-42	-46	-80	-87	-113
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	-3	-2	-1	1
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	0.1%
营业利润	306	581	833	1,200	1,473	1,881
营业利润率	24.0%	25.6%	24.6%	24.0%	25.1%	25.6%
营业外收支	-5	6	58	7	9	11
税前利润	301	587	891	1,208	1,482	1,893
利润率	23.6%	25.9%	26.3%	24.1%	25.2%	25.8%
所得税	-25	-69	-138	-186	-229	-292
所得税率	8.3%	11.8%	15.5%	15.4%	15.4%	15.4%
净利润	276	518	753	1,021	1,253	1,601
少数股东损益	6	10	8	11	14	18
归属于母公司的净利润	271	507	744	1,010	1,239	1,583
净利率	21.2%	22.4%	21.9%	20.2%	21.1%	21.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	276	518	753	1,021	1,253	1,601
少数股东损益	6	10	8	11	14	18
非现金支出	134	227	319	134	227	319
非经营收益	10	17	69	1	14	95
营运资金变动	-224	-677	-1,064	-423	35	-1,394
经营活动现金净流	203	94	85	746	1,543	640
资本开支	-915	-586	-2,193	-285	-356	-445
投资	-30	-153	-163	0	0	0
其他	272	194	16	9	11	14
投资活动现金净流	-673	-545	-2,340	-275	-345	-431
股权募资	35	8	301	0	0	0
债权募资	323	624	1,916	-896	-922	149
其他	-147	-193	796	-218	-268	-342
筹资活动现金净流	211	439	3,014	-1,115	-1,190	-193
现金净流量	-260	-2	759	-644	9	15

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	476	520	1,263	619	627	642
应收款项	465	1,237	2,369	2,946	3,293	4,516
存货	145	559	978	1,290	1,375	1,962
其他流动资产	367	50	232	413	472	818
流动资产	1,452	2,366	4,842	5,267	5,768	7,939
%总资产	30.8%	38.8%	45.7%	48.2%	50.7%	58.6%
长期投资	0	51	103	101	100	101
固定资产	3,098	3,521	5,417	5,351	5,323	5,344
%总资产	65.7%	57.8%	51.1%	48.9%	46.8%	39.5%
无形资产	162	157	242	214	186	158
非流动资产	3,261	3,730	5,762	5,666	5,609	5,603
%总资产	69.2%	61.2%	54.3%	51.8%	49.3%	41.4%
资产总计	4,714	6,096	10,604	10,933	11,377	13,542
短期借款	293	713	1,758	1,003	187	427
应付款项	836	1,168	1,717	1,999	2,273	2,940
其他流动负债	395	725	1,116	696	696	696
流动负债	1,524	2,606	4,592	3,698	3,156	4,062
长期贷款	667	427	1,314	1,314	1,314	1,314
其他长期负债	1,443	2,641	5,283	4,810	4,268	5,174
负债	2,110	3,068	6,598	6,124	5,582	6,488
普通股股东权益	2,421	2,892	3,627	4,418	5,390	6,630
少数股东权益	182	136	380	391	405	423
负债股东权益合计	4,714	6,096	10,604	10,933	11,377	13,542

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.508	0.476	0.693	0.941	1.155	1.475
每股净资产	4.545	2.714	3.380	4.117	5.022	6.178
每股经营现金净流	0.384	0.082	0.096	0.695	1.438	0.596
每股股利	0.150	0.100	0.099	0.203	0.250	0.319
回报率						
净资产收益率	11.17%	17.54%	20.52%	22.85%	22.99%	23.88%
总资产收益率	7.35%	11.44%	11.70%	12.52%	14.23%	15.92%
投入资本收益率	11.82%	16.93%	19.02%	17.66%	18.74%	22.86%
增长率						
主营业务收入增长率	66.90%	77.62%	49.66%	47.38%	17.39%	25.17%
EBIT 增长率	56.33%	100.26%	58.12%	37.96%	17.77%	24.90%
净利润增长率	54.62%	87.22%	45.41%	35.68%	22.73%	27.76%
总资产增长率	28.09%	29.33%	73.95%	3.10%	4.06%	19.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	133.0	199.1	254.8	215.0	204.7	224.3
存货周转天数	62.8	147.4	167.9	150.1	136.2	155.1
应付账款周转天数	183.5	172.2	164.6	164.6	164.6	164.6
固定资产周转天数	496.8	328.0	524.9	330.7	291.3	225.8
偿债能力						
净负债/股东权益	21.80%	34.19%	59.36%	47.14%	24.90%	23.64%
EBIT 利息保障倍数	35.0	24.6	9.3	8.0	11.5	15.2
资产负债率	44.76%	50.33%	62.22%	56.01%	49.07%	47.91%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	14	30	30
增持	0	1	10	21	23
中性	0	0	1	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.48	1.47	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-06	买入	19.56	24.00~26.00
2	2017-02-28	买入	20.52	N/A
3	2017-04-27	买入	23.24	N/A
4	2017-08-23	买入	19.00	N/A
5	2017-09-13	买入	21.12	27.00~30.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH