

巩固火电领域龙头地位，把握政策风向不断拓宽非电领域

季报点评

◆ 事件：三季报公布：

公司近期发布 2017 年三季报。公司业绩符合预期，前三季度营收 31.3 亿元，比上年同期增加 57.65%；净利润为 617.5 百万元，比上年同期增加 23.99%；扣非归母净利润为 610.8 百万元，比上年同期增加 24.27%。

◆ 超低排放由东向西稳步推进，着重发力燃煤锅炉改造：

2017 年前三季度，公司燃煤电厂超低排放业务继续保持较快增长。超低排放改造按照东部、中部、西部的顺序在循序推进，机组容量也从大型火电机组往中小机组及燃煤锅炉逐渐展开。此外，公司也在拓展燃煤电厂烟气除水、脱硫废水零排放等新业务，以保障公司在火电领域业务的持续发展。

◆ 业绩符合预期，三费比例均有上升：

2017 年 1-9 月，公司前三季度营收 31.3 亿元，比上年同期增加 57.65%，业绩符合预期，三费比例当中财务费用有较大比例上升，主要为公司融资导致利息增加所致；销售费用增长 59%，主要为公司持续加大市场开发力度，导致相关费用增加；管理费用增加 52%，主要为业务规模扩大导致。

◆ 把握政策风向，全面拓展非电领域：

2017 年初收购博惠通 80% 的股权，有助于公司全面拓展环保、节能、资源综合利用等新兴业务领域的发展机会，借助业务扩张和资本并购等多元化方式推动公司持续发展。

◆ 核心技术提高公司竞争力，设立子公司加快国际化进程：

公司作为创新能力领先的高科技环保公司，先后研发了高效脱硫技术、单塔一体化脱硫除尘深度净化技术 (SPC-3D 技术)、零补水湿法脱硫技术、活性焦法烟气集成净化技术、废水零排放技术等一系列环保节能技术。2017 年在印度设立全资子公司符合公司战略规划和经营发展的需要，有利于公司进一步拓展海外市场，为当地客户及海外客户提供更好的产品与服务。

◆ 非电板块潜力巨大，未来成长可期，给予“推荐”评级：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95、1.21 和 1.50 元。当前股价对应 17-19 年分别为 23.9、18.8 和 15.2 倍。非电板块潜力巨大，未来成长可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：新项目拓展不达预期，火电领域业务大幅下滑

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2268	3,394	4,636	5,821	7,130
增长率(%)	77.6	49.7	36.6	25.6	22.5
净利润(百万元)	507.3	744	1,025	1,302	1,613
增长率(%)	87.5	46.7	37.7	27.0	23.9
毛利率(%)	39.0	37.4	36.5	38.0	39.2
净利率(%)	22.4	21.9	22.1	22.4	22.6
ROE(%)	17.1	18.8	21.0	21.4	21.3
EPS(摊薄/元)	0.47	0.69	0.95	1.21	1.50
P/E(倍)	48.20	32.9	23.9	18.8	15.2
P/B(倍)	8.46	6.7	5.4	4.3	3.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐 (首次评级)

分析师

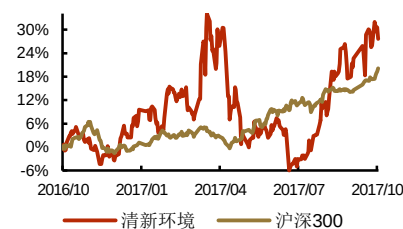
邱懿峰 (执业证书编号：S0280517080002)
qiuyifeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.10.27

收盘价(元)：	22.68
总股本(亿股)：	10.78
总市值(亿元)：	244.52
一年最低/最高(元)：	16.48/25.18
近 3 月换手率：	106.62%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.9	25.86	8.11
绝对	8.15	34.2	28.33

1、事件

公司近期发布 2017 年三季报。公司业绩符合预期，前三季度营收 31.3 亿元，比上年同期增加 57.65%；净利润为 617.5 百万元，比上年同期增加 23.99%；扣非归母净利润为 610.8 百万元，比上年同期增加 24.27%。公司第三季度营收 15.8 亿元，比上年同期增加 75.73%；净利润为 301.8 百万元，比上年同期增加 31.67%；扣非归母净利润为 295.0 百万元，比上年同期增加 31.68%。

2、点评

- **超低排放由东向西稳步推进，着重发力燃煤锅炉改造。**2017 年前三季度，公司燃煤电厂超低排放业务继续保持较快增长。燃煤电厂超低排放改造启动实施两年多来，超低排放改造按照东部、中部、西部的顺序在循序推进，机组容量也从大型火电机组往中小机组及燃煤锅炉逐渐展开。公司在大型火电机组超低改造方面保持领先优势，不断向中西部地区和区域客户深化发展，而中小机组及燃煤锅炉的改造方面则继续快速增长。此外，公司也在拓展燃煤电厂烟气除水、脱硫废水零排放等新业务，以保障公司在火电领域业务的持续发展。
- **业绩符合预期，三费比例均有上升。**2017 年 1-9 月，公司前三季度营收 31.3 亿元，比上年同期增加 57.65%；净利润为 617.5 百万元，比上年同期增加 23.99%；扣非归母净利润为 610.8 百万元，比上年同期增加 24.27%，业绩符合预期。三费比例当中财务费用有较大比例上升，主要为公司融资导致利息增加所致；销售费用增长 59%，主要为公司持续加大市场开发力度，导致相关费用增加；管理费用增加 52%，主要为职工薪酬增加，业务规模扩大导致相关管理费用增加所致。
- **把握政策风向，全面拓展非电领域。**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。随着新标准逐步落地，预期工业领域烟气提标改造将迎来新的增长空间。2017 年初收购博惠通 80% 的股权，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科技企业。博惠通的产品主要应用于石油化工、电力等多个行业，致力于为客户提供全方位、全过程的综合服务，面对行业新的发展机遇，博惠通致力于打造核心竞争力，培育新的业务增长点，这将有助于公司全面拓展环保、节能、资源综合利用等新兴业务领域的发展机会，借助业务扩张和资本并购等多元化方式推动公司持续发展。
- **核心技术提高公司竞争力，设立子公司加快国际化进程。**公司作为创新能力领先的高科技环保公司，先后研发了高效脱硫技术、单塔一体化脱硫除尘深度净化技术（SPC-3D 技术）、零补水湿法脱硫技术、活性焦法烟气集成净化技术、废水零排放技术等一系列环保节能技术，并成功将自主研发的各项技术应用于工业污染的治理。2017 年在印度设立全资子公司符合公司战略规划和经营发展的需要，有利于公司进一步拓展海外市场，为当地客户及海外客户提供更好的产品与服务。结合印度及周边市场的客户资源，充分发挥公司的技术优势，提高公司竞争力，提高公司品牌的国际

知名度，有利于加快公司的海外市场拓展和国际化发展进程

- **投资建议：推荐。**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95、1.21 和 1.50 元。当前股价对应 17-19 年分别为 23.9、18.8 和 15.2 倍。非电板块潜力巨大，未来成长可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2780	5411	7696	10113	11643	营业收入	2268	3394	4636	5821	7130
现金	520	1263	3108	3902	4780	营业成本	1384	2125	2944	3609	4335
应收账款	1070	2246	2284	3403	3563	营业税金及附加	17	32	44	55	67
其他应收款	110	166	212	263	318	营业费用	64	77	106	133	163
预付账款	223	428	462	655	713	管理费用	153	173	236	296	363
存货	559	978	1151	1458	1676	财务费用	25	105	135	224	326
其他流动资产	298	330	480	432	592	资产减值损失	42	46	0	0	0
非流动资产	3761	5805	8357	10461	12548	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	51	103	152	200	249	投资净收益	-3	-3	-3	-3	-3
固定资产	2038	4881	6788	8322	9945	营业利润	581	833	1169	1501	1873
无形资产	157	242	271	294	316	营业外收入	7	58	58	58	58
其他非流动资产	1515	580	1147	1645	2038	营业外支出	1	0	0	0	0
资产总计	6541	11216	16053	20574	24191	利润总额	587	891	1227	1559	1931
流动负债	2606	4592	8376	11746	13970	所得税	69	138	191	242	300
短期借款	713	1758	5316	8270	9773	净利润	518	753	1037	1317	1631
应付账款	680	948	1308	1458	1865	少数股东损益	10	8	12	15	18
其他流动负债	1213	1885	1752	2018	2333	归属母公司净利润	507	744	1025	1302	1613
非流动负债	907	2618	2737	2679	2547	EBITDA	828	1319	1798	2420	3031
长期借款	427	1314	1433	1376	1244	EPS (元)	0.47	0.69	0.95	1.21	1.50
其他非流动负债	480	1303	1303	1303	1303						
负债合计	3514	7210	11113	14425	16518						
少数股东权益	136	380	391	406	424	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	1066	1073	1078	1078	1078	成长能力					
资本公积	705	793	793	793	793	营业收入(%)	77.6	49.7	36.6	25.6	22.5
留存收益	1121	1758	2645	3772	5168	营业利润(%)	89.6	43.5	40.3	28.4	24.8
归属母公司股东权益	2892	3627	4549	5743	7249	归属于母公司净利润(%)	87.5	46.7	37.7	27.0	23.9
负债和股东权益	6541	11216	16053	20574	24191	获利能力					
						毛利率(%)	39.0	37.4	36.5	38.0	39.2
						净利率(%)	22.4	21.9	22.1	22.4	22.6
						ROE(%)	17.1	18.8	21.0	21.4	21.3
						ROIC(%)	11.4	10.2	9.3	9.4	10.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	53.7	64.3	69.2	70.1	68.3
						净负债比率(%)	35.8	62.5	80.9	100.4	87.9
						流动比率	1.1	1.2	0.9	0.9	0.8
						速动比率	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0
						应付账款周转率	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.47	0.69	0.95	1.21	1.50
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	-0.05	1.55	0.71	2.41
						每股净资产(最新摊薄)	2.68	3.36	4.22	5.33	6.72
						估值比率					
						P/E	48.20	32.86	23.86	18.78	15.16
						P/B	8.46	6.74	5.37	4.26	3.37
						EV/EBITDA	31.59	21.7	16.8	13.4	10.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学硕士，现任新时代证券环保行业分析师，两年行业研究经验，曾任银河证券股份有限公司研究总部研究员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>