

清新环境 (002573.SZ) 买入 (维持评级)

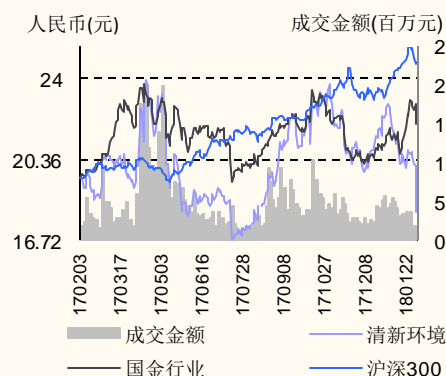
公司点评

市场价格 (人民币): 18.04 元

立足超净排放核心技术, BOT 业绩基础稳固

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)	19,360.47
年内股价最高最低(元)	23.95/16.72
沪深 300 指数	4275.90
深证成指	11159.68



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	0.700	0.852	1.014
每股净资产(元)	2.841	3.733	4.059	4.668	5.601
每股经营性现金流(元)	0.088	0.079	0.806	0.926	1.112
市盈率(倍)	37.892	26.015	25.778	21.182	17.793
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%	0.92%	21.70%	19.05%
净资产收益率(%)	19.10%	22.83%	19.85%	21.58%	21.83%
总股本(百万股)	1,065.60	1,073.19	1,073.19	1,073.19	1,073.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1月31日, 公司公布2017年业绩预告修正公告, 预计实现归母净利润6.33-8.56亿元, 同比增长-15%-15%, 低于原8.56-10.79亿元预期。

点评

- BOT 业务稳步增长, 长期业绩基础稳固。**截止2017年7月, 公司运营项目共22个, 四季度继续增长, 贡献2017年业绩比例超过50%。公司脱硫BOT运营项目规模2600万装机, 位列市场第二, EPC形成的技术优势和口碑助力公司承接更多BOT运营项目。目前脱硫BOT运营市场化率约20%左右, 随着市场化程度的逐步提高, 公司运营板块增长空间广阔。
- 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。
- 中小锅炉新订单翻倍, 弥补大机组下滑影响。**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。

投资建议

- 公司立足超净排放核心技术, BOT业务稳步增长, 长期业绩基础稳固。工业复产临近, 非电市场即将崛起, 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7.5、9.1、10.9亿元, EPS 0.70、0.85、1.01元, 对应PE为26、21、18倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 非电行业的烟气治理示范项目较少, 存在施工进度不及预期的风险; 火电烟气治理市场由于大机组超净排放改造进入中后期, 存在过快收缩的风险。

相关报告

- 《业绩增长24%, 四季度有望再提速-清新环境公司点评》, 2017.10.30
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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

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

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	4,478	5,172	5,977
增长率	66.9%	77.6%	49.7%	31.9%	15.5%	15.6%
主营业务成本	-843	-1,384	-2,125	-2,941	-3,401	-3,936
%销售收入	66.0%	61.0%	62.6%	65.7%	65.8%	65.9%
毛利	434	884	1,269	1,537	1,771	2,041
%销售收入	34.0%	39.0%	37.4%	34.3%	34.2%	34.1%
营业税金及附加	-13	-17	-32	-42	-49	-56
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-19	-64	-77	-102	-118	-136
%销售收入	1.5%	2.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-79	-153	-173	-228	-263	-304
%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	1,165	1,341	1,544
%销售收入	25.3%	28.7%	29.1%	26.0%	25.9%	25.8%
财务费用	-9	-25	-105	-200	-180	-163
%销售收入	0.7%	1.1%	3.1%	4.5%	3.5%	2.7%
资产减值损失	-8	-42	-46	-72	-76	-92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	-3	-2	0	2
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	0.1%
营业利润	306	581	833	892	1,085	1,291
营业利润率	24.0%	25.6%	24.6%	19.9%	21.0%	21.6%
营业外收支	-5	6	58	6	7	9
税前利润	301	587	891	898	1,093	1,300
利润率	23.6%	25.9%	26.3%	20.1%	21.1%	21.8%
所得税	-25	-69	-138	-138	-168	-200
所得税率	8.3%	11.8%	15.5%	15.4%	15.4%	15.4%
净利润	276	518	753	760	924	1,100
少数股东损益	6	10	8	9	10	12
归属于母公司的净利润	271	507	744	751	914	1,088
净利率	21.2%	22.4%	21.9%	16.8%	17.7%	18.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	276	518	753	760	924	1,100
少数股东损益	6	10	8	9	10	12
非现金支出	134	227	319	426	484	564
非经营收益	10	17	69	187	163	142
营运资金变动	-218	-719	-1,085	-518	-596	-620
经营活动现金净流	203	94	85	865	994	1,193
资本开支	-915	-586	-2,193	-1,096	-1,261	-1,513
投资	0	-53	-163	-484	-557	-668
其他	241	94	16	7	8	10
投资活动现金净流	-673	-545	-2,340	-1,573	-1,809	-2,171
股权募资	35	8	301	0	0	0
债权募资	323	624	1,916	911	1,048	1,257
其他	-147	-193	796	-179	-206	-247
筹资活动现金净流	211	439	3,014	732	842	1,010
现金净流量	-260	-2	759	23	27	32

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	1,228	1,254	1,287
应收账款	444	1,070	2,246	2,134	2,454	2,944
存货	145	559	978	1,593	1,832	2,199
其他流动资产	473	632	924	1,162	1,320	1,587
流动资产	1,537	2,780	5,411	6,117	6,860	8,017
%总资产	32.0%	42.5%	48.2%	49.4%	48.1%	46.9%
长期投资	0	51	103	108	124	149
固定资产	3,070	3,501	5,393	5,697	6,725	8,285
%总资产	63.8%	53.5%	48.1%	46.0%	47.2%	48.5%
无形资产	108	91	139	225	259	310
非流动资产	3,274	3,761	5,805	6,275	7,390	9,084
%总资产	68.0%	57.5%	51.8%	50.6%	51.9%	53.1%
资产总计	4,811	6,541	11,216	12,392	14,251	17,101
短期借款	293	713	1,758	1,242	1,428	1,713
应付款项	461	680	948	1,121	1,289	1,546
其他流动负债	769	1,213	1,885	3,079	3,541	4,249
流动负债	1,524	2,606	4,592	5,441	6,257	7,509
长期贷款	667	427	1,314	1,278	1,470	1,763
其他长期负债	17	480	1,303	1,317	1,514	1,817
负债	2,207	3,514	7,210	8,036	9,241	11,090
普通股股东权益	2,421	2,892	3,627	3,939	4,530	5,436
少数股东权益	182	136	380	416	479	575
负债股东权益合计	4,811	6,541	11,216	12,392	14,251	17,101

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.508	0.476	0.693	0.700	0.852	1.014
每股净资产	4.887	2.841	3.733	4.059	4.668	5.601
每股经营现金净流	0.381	0.088	0.079	0.806	0.926	1.112
每股股利	0.150	0.100	0.099	0.151	0.184	0.219
回报率						
净资产收益率	11.63%	19.10%	22.83%	19.85%	21.58%	21.83%
总资产收益率	7.63%	11.46%	11.11%	9.87%	10.07%	9.85%
投入资本收益率	8.62%	14.32%	14.16%	15.65%	15.75%	14.95%
增长率						
主营业务收入增长率	66.90%	77.62%	49.66%	31.93%	15.51%	15.57%
EBIT增长率	60.68%	101.43%	51.65%	18.05%	15.13%	15.15%
净利润增长率	54.62%	87.22%	45.41%	0.92%	21.70%	19.05%
总资产增长率	31.65%	35.97%	71.46%	10.48%	15.00%	20.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.0	74.9	133.0	193.1	164.5	163.7
存货周转天数	62.8	147.4	167.9	197.8	196.7	203.9
应付账款周转天数	232.6	202.6	197.2	161.4	160.5	166.4
固定资产周转天数	877.5	563.5	580.0	464.4	474.6	505.9
偿债能力						
净负债/股东权益	43.63%	69.25%	96.93%	28.50%	28.50%	28.50%
EBIT利息保障倍数	36.6	25.9	9.4	5.8	7.5	9.5
资产负债率	35.24%	45.88%	53.71%	64.28%	64.85%	64.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	0	6	15	30	64
	1	5	13	21	46
	0	0	0	2	6
	0	0	0	0	0
	2.00	1.45	1.46	1.47	1.50

来源：朝阳永续

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。

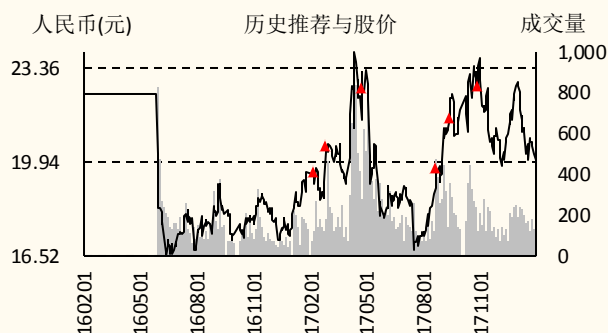
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
6	2017-10-30	买入	22.68	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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