

收购江苏三明并增资 微煤雾化项目再下一城

公司简报

◆事件:

公司公告通过股权转让和增资方式受让并持有江苏三明新能源公司60%股权,投资金额1.77亿元。交易对方承诺15年和16年实现蒸汽销售量不低于80万吨/年,扣非后净利润不低于3000万元/年。

◆公司微煤雾化业务目标市场不断扩大:

此前公司公告在广饶、沂水等地的项目均为新建蒸汽(热)中心。此次收购的标的——江苏三明是成熟工业区已有的供热中心,在完成锅炉替换和改造后供汽量有保证。我们预计公司微煤雾化项目未来将形成新工业区蒸汽中心,成熟工业区集中供热和已建成供热中心锅炉改造三大主要目标市场。

◆江苏三明未来业绩有进一步提高的空间:

收购后,江苏三明已有的锅炉将改为煤粉炉,同时亿利管理层进驻后经营效率有改善空间。随着所在工业区规模的不断扩大和用气量的提升,江苏三明在已有锅炉完成改造后不排除进一步扩产,因此未来盈利有进一步提升的可能。

◆长期逻辑不变,收购江苏三明拉开15年项目落地的序幕:

“两个转向”促进工业燃煤锅炉改造自2015年开始加速,而且煤粉炉将是工业锅炉减排的最佳方案。公司资源、技术、融资优势明显,运营商定位准确,有利于在市场竞争中脱颖而出。微煤雾化项目盈利稳定,将为公司提供广阔成长空间。

◆维持“买入”评级:

长期看好微煤雾化业务的市场空间和政策趋严,短期项目陆续落地将是股价的催化剂,预计公司14年至16年EPS分别为0.19元、0.20元和0.51元,维持“买入”评级。

◆风险提示:

项目拓展进度低于预期;蒸汽中心运行效益低于预期;替代能源如天然气价格大幅下跌对煤炭清洁利用业务开展将造成冲击。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	11052	14393	13318	13391	18655
营业收入增长率	15.88%	30.23%	-7.47%	0.55%	39.31%
净利润(百万元)	212	252	396	420	1064
净利润增长率	-37.21%	19.10%	56.99%	5.94%	153.51%
EPS(元)	0.10	0.12	0.19	0.20	0.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.75%	2.87%	4.34%	4.43%	10.18%
P/E	89	75	47	45	18
P/B	3	2	2	2	2

买入(维持)

当前价/目标价:9.00/11.5元

目标期限:6个月

分析师

毛伟(执业证书编号:S0930513080003)

021-22169329

maowei@ebsec.com

陈鹏(执业证书编号:S0930513120005)

021-22169170

chenpeng@ebsec.com

联系人

市场数据

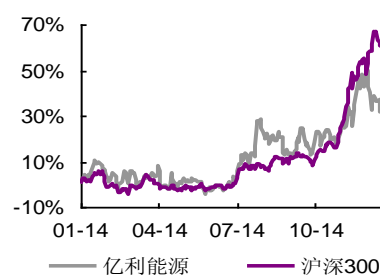
总股本(亿股):20.90

总市值(亿元):188.06

一年最低/最高(元):6.27/10.12

近3月换手率:174.24%

股价表现(一年)

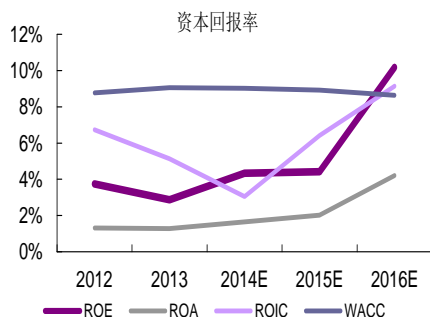
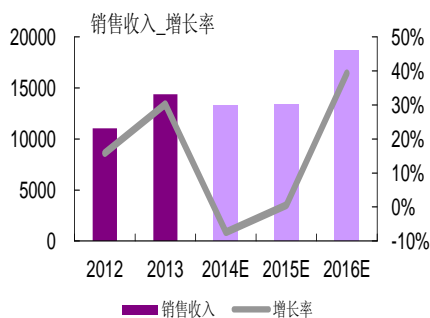
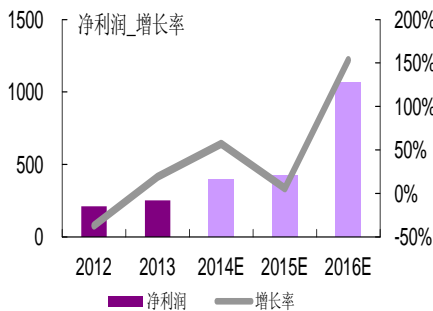
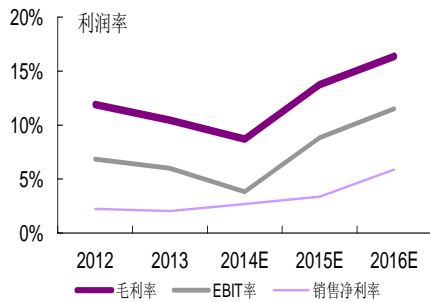


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.12	-28.81	-26.46
绝对	-5.67	17.80	36.64

相关研报

煤炭清洁利用打开公司长期成长空间
..... 2015-01-19



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	11052	14393	13318	13391	18655
营业成本	9737	12887	12159	11553	15601
折旧和摊销	388	395	762	779	831
营业税费	87	78	73	74	103
销售费用	218	261	266	268	373
管理费用	245	297	280	281	392
财务费用	563	591	552	661	785
公允价值变动损益	0	3	-17	0	0
投资收益	46	67	428	1	1
营业利润	238	341	366	520	1361
利润总额	263	377	445	569	1409
少数股东损益	36	38	-40	30	35
归属母公司净利润	211.84	252.30	396.08	419.62	1063.80

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	18965	22650	21690	22281	26102
流动资产	5562	8417	8221	8592	11743
货币资金	1716	2710	2664	2678	3731
交易型金融资产	0	82	50	30	20
应收帐款	1731	1684	1662	1636	2280
应收票据	545	1534	1465	1741	2052
其他应收款	327	94	133	134	187
存货	902	1092	1033	982	1326
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4084	4292	4292	4292	4292
固定资产	5437	6384	5813	5782	6270
无形资产	1697	2069	1966	1867	1774
总负债	12230	12780	11526	11739	14550
无息负债	4837	5510	3991	3414	3477
有息负债	7393	7270	7534	8325	11074
股东权益	6735	9871	10164	10543	11552
股本	1533	2090	2090	2090	2090
公积金	3494	5901	5941	5983	6089
未分配利润	615	775	1068	1375	2242
少数股东权益	1081	1072	1032	1062	1097

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	261	82	170	1036	768
净利润	212	252	396	420	1064
折旧摊销	388	395	762	779	831
净营运资金增加	181	1942	914	868	2999
其他	-521	-2507	-1903	-1031	-4125
投资活动产生现金流	-1569	-1131	405	-979	-1489
净资本支出	-425	-799	-37	-1000	-1500
长期投资变化	4084	4292	0	0	0
其他资产变化	-5228	-4623	442	21	11
融资活动现金流	1233	2066	-622	-42	1774
股本变化	631	556	0	0	0
债务净变化	2201	-123	264	790	2749
无息负债变化	1071	673	-1518	-577	63
净现金流	-75	1016	-46	15	1053

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.88%	30.23%	-7.47%	0.55%	39.31%
净利润增长率	-37.21%	19.10%	56.99%	5.94%	153.51%
EBITDA 增长率	-13.49%	9.94%	1.04%	54.34%	51.87%
EBIT 增长率	-23.08%	14.17%	-41.11%	132.62%	81.76%
估值指标					
PE	89	75	47	45	18
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	17	19	19	13	9
EV/EBIT	26	28	47	21	13
EV/NOPLAT	28	36	59	27	17
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	11.89%	10.46%	8.71%	13.73%	16.37%
EBITDA 率	10.34%	8.73%	9.53%	14.63%	15.95%
EBIT 率	6.83%	5.99%	3.81%	8.82%	11.50%
税前净利润率	2.38%	2.62%	3.34%	4.25%	7.55%
税后净利润率 (归属母公司)	1.92%	1.75%	2.97%	3.13%	5.70%
ROA	1.30%	1.28%	1.64%	2.02%	4.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.75%	2.87%	4.34%	4.43%	10.18%
经营性 ROIC	6.74%	5.13%	3.04%	6.41%	9.14%
偿债能力					
流动比率	0.63	0.89	0.82	0.83	0.88
速动比率	0.53	0.78	0.71	0.73	0.78
归属母公司权益/有息债务	0.76	1.21	1.21	1.14	0.94
有形资产/有息债务	2.33	2.82	2.62	2.45	2.19
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.10	0.12	0.19	0.20	0.51
每股红利	0.04	0.03	0.03	0.04	0.11
每股经营现金流	0.12	0.04	0.08	0.50	0.37
每股自由现金流(FCFF)	0.24	-0.80	0.12	-0.06	-0.93
每股净资产	2.71	4.21	4.37	4.54	5.00
每股销售收入	5.29	6.89	6.37	6.41	8.93

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

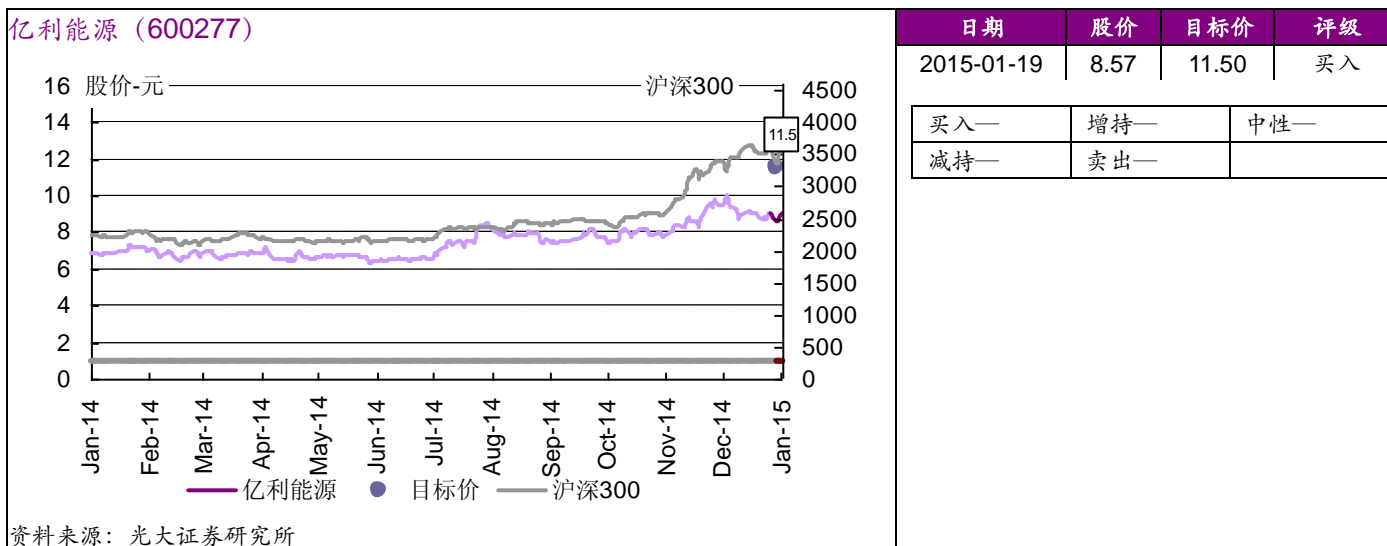
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

毛伟，浙江大学高分子系学士，中科院化学所博士，2008年起先后在东海证券，兴业证券从事化工行业研究，所在团队获得2011、2012年度新财富及水晶球奖基础化工行业第一名。2014年荣获新财富基础化工行业第四名。目前负责化工研究团队。覆盖公司：万华化学、三友化工、金正大、宏大爆破、沧州明珠、巨化股份、联化科技、金发科技、正和股份、新安股份、江南化工、诺普信、华鲁恒升、升华拜克等等。

陈鹏，中国人民大学应用化学硕士。08年入职华峰进出口公司，从事大宗和特种化学品采购工作。11年入行从事行业研究。目前主要覆盖偏周期类化工子行业，对产品价格跟踪紧密，供需结构研究深入。熟悉板块：聚氨酯、化纤；熟悉公司：华峰氨纶、华峰超纤、万华化学、三友化工、中国玻纤等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
深圳	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com