

证券研究报告—动态报告/公司快评
公用事业
环保 II
神雾环保 (300156)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2017 年 03 月 23 日

中标乌海后段化工订单, 打通乙炔化工上下游产业链

证券分析师: 陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050004

证券分析师: 姚健

010-88005301

yaojian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080006

事项:

公司公告子公司洪阳冶化中标“乌海洪远新能源科技有限公司乙炔化工新工艺 40 万吨/年多联产示范项目工程施工总承包”项目, 总金额暂定为 59.5 亿元。项目范围包括乙炔装置、乙烯装置、聚乙烯装置、空分装置、原料气净化装置、乙二醇装置等设备设施, 以及与之配套的公用工程、辅助设施的工程施工。

评论:

■ **中标乙炔煤化工后端化工流程订单, 新型乙炔煤化工整体工艺订单整体纳入上市公司, 打通乙炔化工上下游产业链**

公司正大力推广以“蓄热式电石生产新工艺”为核心的“乙炔化工新工艺”, 目前已签订并开建三个 PE 乙炔煤化工项目, 但中标的均为项目前端电石段的预热炉、电石炉及配套设施。此次中标的乌海项目(二期)订单包括了乙炔化工项目后段乙炔、乙烯、聚乙烯等装置。此次中标后, 海 PE 乙炔煤化工项目整体纳入上市公司, 项目总金额达到近 99 亿元。整个乌海项目原总设计规模为 118 亿元, 分三标段招标。此次中标后乌海整体设备与工程建设部分(占 80%)纳入上市公司, 设计部分(20%)仍由华福工程主导, 意义重大。预示着 PE 乙炔化工项目工程建设和设备将可整体由上市公司承接, 打通了乙炔法煤化工的上下游产业链, 将对业绩产生积极影响。原先预期是后段化工订单由体外华福工程来主导。

此次招标的业主“乌海洪远新能源科技有限公司”于 2015 年 9 月份成立, 注册资本 5.92 亿元, 由长新衡盛(4.9 亿)、前海恒泽荣耀基金(0.9 亿)和神雾环保(0.1 亿)共同出资设立, 2016 年 11 月由原名“乌海神雾煤化科技有限公司”更名至此, 2016 年 6 月作为业主与神雾环保签订电石段 39.1 亿元合同。乌海项目总规模为年产 120 万吨电石(中间产品)和 40 万吨聚乙烯(最终产品)。

乌海项目目前进展顺利, 冬季前已完成电石炉和预热炉的地基搭建及配套房屋建设, 电石段工程预计将在今年年底前整体完工。化工段预计将于年内开建, 将对公司明后两年业绩产生积极影响。

公司在手另外两个 PE 乙炔煤化工项目包头和胜沃的目前仅招标了电石段的订单, 后端化工段订单尚未招标。乙炔制乙烯的整体工艺包在神雾集团。若 PE 乙炔化工项目电石段和化工段全由公司中标, 则每个项目百亿级的设备和工程建设订单将整体纳入上市公司, 公司业绩空间再上一个台阶。按公司在手三个乙炔煤化工订单总投资额 300 亿计算, 若 80% 订单能给上市公司, 按 15% 净利率计算, 预计能给上市公司合计贡献利润约 35 亿元。

集团在手 PE 项目的框架协议众多, 包括甘肃金昌、甘肃武威、山西朔州和湖北荆州等项目, 总额近 700 亿元, 未来空间巨大。框架协议有望陆续落地成订单, 增厚业绩。

■ **第三方电石改造订单有望快速落地**

市场关心的公司技术可靠性的预期有望逐渐改善。公司电石新工艺通过国家级科技成果鉴定后, 内蒙等省份政府高度重视, 成立专门引导基金, 各地电石企业积极参与, 公司第三方电石改造订单有望加速落地。全国存量电石改造 EPC 市场空间预计约为 550 亿元, 由公司独享。

■ 集团资产注入仍是长期战略

神雾集团旗下资产众多，目前正在加速进行证券化，未来持续性资产注入是集团长期战略。与公司业务协同性较强的资产是北京华福工程有限公司，具有化工甲级设计院资格，主要负责化工园区的设计和建设，在 PE 乙炔法煤化工化工段的设计部分与公司具有强烈的协同效应。

■ 盈利预测与评级

此次中标乌海化工段订单预计 17 年底开建，将对公司未来两年业绩产生积极影响。我们上调公司 17-18 年业绩预测为 15/22 亿元，EPS 为 1.27/1.54 元，对应 PE 约 24/16X。化工段订单签署对公司意义重大，利润空间将再上一台阶，维持“买入”评级。

■ 风险因素

项目建设进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	486	500	500	500
应收款项	759	2529	4376	7176
存货净额	683	1689	2754	4599
其他流动资产	190	739	1278	2095
流动资产合计	2118	5457	8907	14398
固定资产	248	402	550	685
无形资产及其他	77	73	70	67
投资性房地产	697	697	697	697
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	3140	6629	10224	15847
短期借款及交易性金融负债	404	1334	1395	1194
应付款项	530	1689	2754	4599
其他流动负债	70	569	938	1605
流动负债合计	1005	3593	5088	7435
长期借款及应付债券	0	200	400	600
其他长期负债	318	318	318	318
长期负债合计	318	518	718	918
负债合计	1323	4111	5806	8353
少数股东权益	68	46	1	(66)
股东权益	1750	2473	3961	6148
负债和股东权益总计	3140	6629	9767	14436

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.45	0.72	1.47	2.17
每股红利	0.07	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.33	2.45	3.92	6.09
ROIC	10%	24%	25%	26%
ROE	10%	29%	38%	36%
毛利率	29%	33%	37%	36%
EBIT Margin	19%	22%	26%	23%
EBITDA Margin	20%	23%	27%	23%
收入增长	303%	204%	73%	64%
净利润增长率	497%	299%	106%	47%
资产负债率	44%	63%	59%	57%
息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	78.3	35.3	23.9	16.2
P/B	8.1	10.3	6.4	4.1
EV/EBITDA	62.8	35.0	18.5	13.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1215	3693	6388	10477
营业成本	864	2474	4025	6705
营业税金及附加	3	22	38	63
销售费用	7	47	96	157
管理费用	107	335	578	1156
财务费用	24	41	78	85
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	200	762	1568	2306
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	199	762	1568	2306
所得税费用	23	61	125	184
少数股东损益	(6)	(22)	(45)	(66)
归属于母公司净利润	181	723	1488	2188

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	181	723	1488	2188
资产减值准备	(10)	7	6	6
折旧摊销	13	33	45	57
公允价值变动损失	10	10	5	5
财务费用	24	41	78	85
营运资本变动	(419)	(1660)	(2011)	(2946)
其它	5	(29)	(51)	(72)
经营活动现金流	(218)	(916)	(518)	(752)
资本开支	77	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	77	(200)	(200)	(200)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	200	200	200
支付股利、利息	(28)	0	0	0
其它融资现金流	253	930	61	(201)
融资活动现金流	197	1130	261	(1)
现金净变动	56	14	(458)	(954)
货币资金的期初余额	430	486	500	500
货币资金的期末余额	486	500	42	(454)
企业自由现金流	(122)	(1079)	(189)	79
权益自由现金流	130	13	(0)	(0)

相关研究报告

《神雾环保-300156-重大事件快评：布局金融租赁，拓宽融资渠道，促进项目加速落地》——2017-03-16

《神雾环保-300156-2016 年年报快报点评：业绩符合预期，PE 项目推进顺利》——2017-02-28

《神雾环保-300156-重大事件快评：包头项目中标，乙炔法煤化工项目再下一城》——2016-11-30

《神雾环保-300156-重大事件快评：三季报业绩预告符合预期，集团包头项目开工将为公司带来新的 PE 大订单》——2016-10-16

《神雾环保-300156-重大事件快评：资管计划到期正常减持，内蒙政府大力推广乙炔法煤化工》——2016-09-19

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。