

乌海两项目商业模式对比，乙炔法煤化工下游实质落地

公司简报

◆ **事件：**神雾环保全资子公司洪阳冶化，收到乌海洪远新能源科技有限公司的“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”，中标金额暂定为59.47亿元。该项目如顺利推进将对公司2017年及2018年业绩产生积极作用。

◆ 乌海两个项目商业模式及工程内容对比分析：

(1) 公司于2016.6.23发布合同签订公告，具体内容为40万吨/年PE多联产示范项目“EPC总承包合同”和“设备买卖合同”，总计约39亿。项目甲方：乌海神雾煤化工科技有限公司。项目公司类PPP股权比例：恒泽荣耀90%、神雾环保10%。工程内容：合同一-上游电石段工程（总计约33亿）；合同二-上游电石段电石炉系统等（总计约6亿）。工程日期：2016.7.1-2017.12.30。

(2) 公司于2017.3.22发布中标公告：具体内容为乙炔化工新工艺40万吨/年多联产示范项目EPC，总计约59亿元。项目甲方：乌海洪远新能源科技有限公司。项目公司类PPP股权比例：长新衡盛83.11%、恒泽荣耀15.2%、神雾环保1.69%。根据2016年“神雾集团/神雾环保与乌海市政府签署投资合作协议”，乌海市政府也将增资入股项目公司。工程内容：下游煤化工段-乙炔装置、乙烯装置、聚乙烯装置、乙二醇装置等。

◆ 神雾的乙炔法煤化工项目一般分为电石段+煤化工段（当前是制PE），电石段以神雾环保主做，煤化工段协同神雾集团华福工程共做。本次中标是真正意义上的乙炔法煤化工下游拓展项目落地。公司两大看点：（1）下游拓展市场空间广阔：可与集团煤化工其他平台业务协同或资产注入，丰富煤化工工业业务线。（2）类PPP模式降低融资压力：地方政府政策引导基金、上市公司、战略投资者组成类PPP股权结构，上市公司或子公司通过EPC确认工程收入保障业绩。我们认为，公司将继续快速发展，不断斩获新订单。

◆ **投资建议：**考虑到公司专有技术蓄热式电石生产新工艺已得到验证，未来公司不断完善并丰富乙炔法煤化工上下游产业链，市场空间广阔。预计公司17-18年EPS分别为1.27、1.86元，PE分别为28、19倍，当前给予18年25倍PE，目标价46.5元，维持“买入”评级且继续推荐。

◆ **风险提示：**项目进度低于预期，下游项目技术能力及整合速度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	301	1,215	3,127	7,566	11,801
营业收入增长率	8.66%	303.00%	157.47%	141.93%	55.97%
净利润(百万元)	30	181	706	1,282	1,883
净利润增长率	-123.04%	497.15%	289.34%	81.65%	46.90%
EPS(元)	0.03	0.18	0.70	1.27	1.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.10%	10.36%	29.22%	35.91%	36.06%
P/E	1,170	196	50	28	19
P/B	25	20	15	10	7

买入(维持)

当前价/目标价：35.14/46.50元

目标期限：6个月

分析师

陈俊鹏 (执业证书编号：S0930511120004)

021-22169041

chenjunpeng@ebscn.com

联系人

殷中枢

021-22169040

yinzs@ebscn.com

市场数据

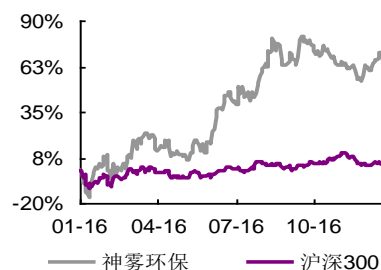
总股本(亿股)：10.10

总市值(亿元)：354.92

一年最低/最高(元)：16.08/48.80

近3月换手率：41.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	23.66	34.75	104.02
绝对	22.53	38.18	110.98

相关研报

业绩同比增长290%，两大看点开启公司煤炭清洁利用新篇章

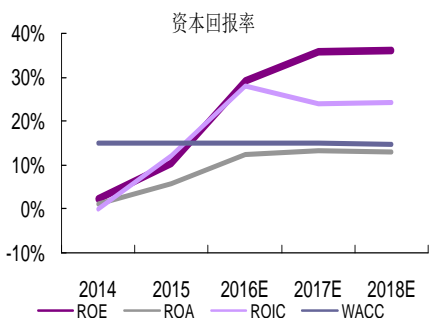
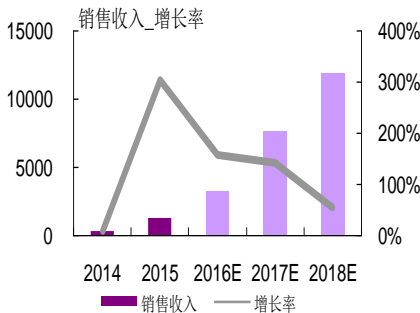
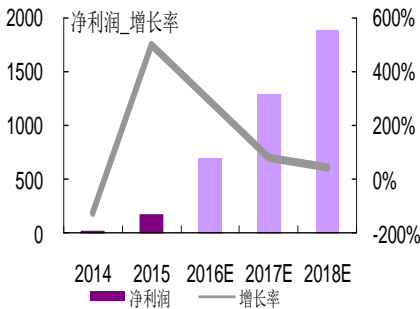
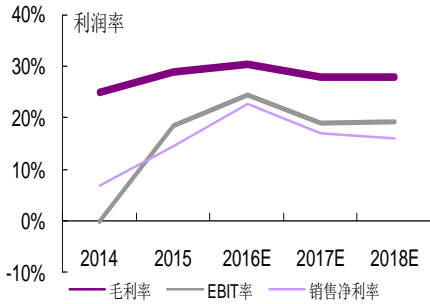
包头项目落地，稳步推进乙炔法煤化工产业链项目

电石改造业绩贡献大，PE项目进展值得期待

2017-02-28

2016-11-30

2016-08-28



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	301	1,215	3,127	7,566	11,801
营业成本	226	864	2,178	5,448	8,497
折旧和摊销	14	14	23	30	39
营业税费	2	3	6	30	47
销售费用	4	7	19	61	94
管理费用	50	107	175	492	826
财务费用	29	24	-11	-6	45
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	49	0	16	22	13
营业利润	19	200	788	1,459	2,206
利润总额	20	199	802	1,473	2,215
少数股东损益	-10	-6	0	0	0
归属母公司净利润	30.35	181.21	705.52	1,281.58	1,882.65

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	2,437	3,140	5,686	9,668	14,644
流动资产	1,375	2,118	4,978	8,788	13,601
货币资金	430	486	2,226	2,270	3,540
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	243	635	1,545	3,522	5,381
应收票据	4	10	31	76	118
其他应收款	94	114	281	681	1,062
存货	536	683	436	1,090	1,699
可供出售投资	25	478	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	2	4	5
固定资产	84	220	314	421	535
无形资产	148	77	73	69	66
总负债	906	1,323	3,204	6,031	9,355
无息负债	547	919	2,004	4,441	6,782
有息负债	359	404	1,200	1,590	2,573
股东权益	1,531	1,817	2,482	3,637	5,289
股本	289	404	1,010	1,010	1,010
公积金	973	892	356	485	673
未分配利润	184	453	1,048	2,074	3,538
少数股东权益	85	68	68	68	68

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	270	109	683	-44	753
净利润	30	181	706	1,282	1,883
折旧摊销	14	14	23	30	39
净营运资金增加	-613	814	607	2,661	2,473
其他	838	-899	-652	-4,017	-3,642
投资活动产生现金流	-164	-105	290	-181	-189
净资本支出	-182	-89	-200	-200	-200
长期投资变化	0	0	-2	-2	-1
其他资产变化	18	-16	492	22	13
融资活动现金流	-436	-87	767	269	707
股本变化	0	115	606	0	0
债务净变化	-448	45	796	390	983
无息负债变化	95	371	1,085	2,437	2,341
净现金流	-330	-83	1,740	44	1,270

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.66%	303.00%	157.47%	141.93%	55.97%
净利润增长率	-123.04%	497.15%	289.34%	81.65%	46.90%
EBITDA/EBITDA 增长率	-111.05%	1744.92%	230.56%	86.72%	55.78%
EBIT/EBIT 增长率	-99.31%	-24134.41%	240.60%	88.31%	56.35%
估值指标					
PE	1,170	196	50	28	19
PB	25	20	15	10	7
EV/EBITDA	803	60	45	25	17
EV/EBIT	-11,100	63	47	26	17
EV/NOPLAT	-10,823	72	53	30	20
EV/Sales	34	12	11	5	3
EV/IC	7	9	15	7	5
盈利能力 (%)					
毛利率	24.91%	28.86%	30.36%	28.00%	28.00%
EBITDA 率	4.26%	19.50%	25.04%	19.33%	19.30%
EBIT 率	-0.31%	18.38%	24.31%	18.92%	18.97%
税前净利润率	6.69%	16.37%	25.64%	19.47%	18.77%
税后净利润率 (归属母公司)	10.07%	14.92%	22.56%	16.94%	15.95%
ROA	0.85%	5.59%	12.41%	13.26%	12.86%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.10%	10.36%	29.22%	35.91%	36.06%
经营性 ROIC	-0.06%	12.15%	27.99%	23.86%	24.23%
偿债能力					
流动比率	1.69	2.11	1.85	1.65	1.61
速动比率	1.03	1.43	1.69	1.45	1.41
归属母公司权益/有息债务	4.03	4.33	2.01	2.24	2.03
有形资产/有息债务	6.24	7.42	4.64	6.01	5.65
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.03	0.18	0.70	1.27	1.86
每股红利	0.00	0.04	0.13	0.23	0.34
每股经营现金流	0.27	0.11	0.68	-0.04	0.75
每股自由现金流(FCFF)	0.46	-0.68	-0.12	-1.47	-0.63
每股净资产	1.43	1.73	2.39	3.53	5.17
每股销售收入	0.30	1.20	3.10	7.49	11.68

资料来源：光大证券、上市公司

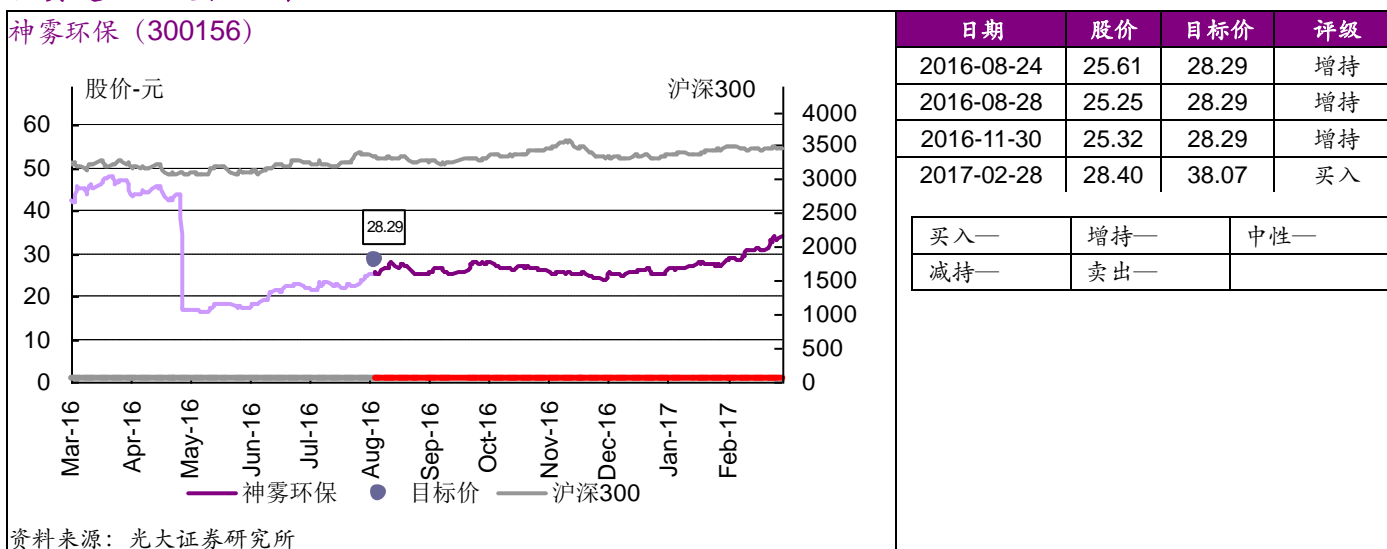
分析师声明

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

陈俊鹏，光大证券研究所投资产品研究部副总经理，环保行业首席分析师。长江商学院工商管理硕士，加州大学伯克利分校 Haas 商学院交换学生，上海交通大学工学士。2011 年 8 月加入光大证券研究所，8 年证券行业从业经验，8 年行业工作经验。2016 年获新财富公用事业第五名；金融界“慧眼”量化环保行业第一名；2015 年获东方财富最佳选股公用事业行业第一名；2014 年获 STARMINE 亚太区公用事业行业第三名、亚太区材料行业第三名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第二名；2013 年获“金牛奖”环保行业第三名，“水晶球”公用事业第六名，STARMINE 大陆和香港地区设备类最佳选股分析师第一名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第一名。擅长产业链深度研究。

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

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

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

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	