

## 年报业绩符合预期，关注“乙炔+”新型煤化工战略拓展

公司简报

◆**事件：**公司公布2016年年度报告，实现营业收入31.25亿元，同比增加157.28%，实现归属于上市公司股东净利润7.06亿元，同比增长289.47%；同时公布2017年一季度业绩预告，预计盈利9900万元-1.09亿元，归母净利润同比增长1%-11%。

◆**公司年报业绩符合预期，一季度实际增长约118%。**2016年一季度归母净利润为9829.78万元，但当期公司获得权益投资的处置收益5000万元，扣非后归母净利润实际为4776.95万元，故2017年一季度业绩实际增长约118%。公司依托低成本、洁净制备电石核心技术，启动“乙炔+”战略开始拓展下游新型煤化工路线，3月22日中标乌海下游项目标志着公司正式开启下游千亿以上广阔市场空间。

◆**毛利率同比增长5.6%，其他各项财务指标均向好。**公司凭借技术优势和设备供应，分业务上EPC工程毛利率同比增加1.7%，加之设计及技术服务毛利率较大且规模有所增加，故总体毛利率增加5.6%；三费方面，由于业务规模扩大，绝对数额增加较多，但费用率同比下降3.3%，故净利润率同比增加7.66%为22.58%。应收账款绝对数额增加，但占收入比率同比下降18.5%为33.8%，收入质量有所提高。

◆**持续关注公司两大核心看点：**(1) **下游拓展市场空间广阔：**上市公司主攻电石法煤化工上游段制电石工艺，下游技术可与集团煤化工其他平台业务协同或采取资产注入方式，完善下游煤化工技术能力、丰富多路径产品业务线。(2) **类PPP模式降低融资压力：**公司承接的项目属于新型煤化工类项目，国家及地方均予以支持（也有政府引导资金），但单体项目投资确实较大，对融资要求较高，公司采用的类PPP模式是使项目公司以地方政府引导基金、上市公司、战略投资者形成类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，这种方式有助于减缓上市公司融资压力，稳定收入，加快项目落地，并不断斩获新订单。

◆**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17-19年EPS分别为1.27、1.86、2.70元，PE分别为28、19、13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：**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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,215	3,125	7,531	11,742	17,025
营业收入增长率	303.00%	157.28%	141.00%	55.90%	45.00%
净利润(百万元)	181	706	1,282	1,874	2,723
净利润增长率	497.15%	289.47%	81.67%	46.16%	45.30%
EPS(元)	0.18	0.70	1.27	1.86	2.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.36%	28.00%	34.63%	34.81%	34.79%
P/E	201	52	28	19	13
P/B	21	14	10	7	5

### 买入(维持)

当前价/目标价：36.12/46.50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](mailto:chenjunpeng@ebscn.com)

### 联系人

殷中枢

021-22169040

[yinzs@ebscn.com](mailto:yinzs@ebscn.com)

### 市场数据

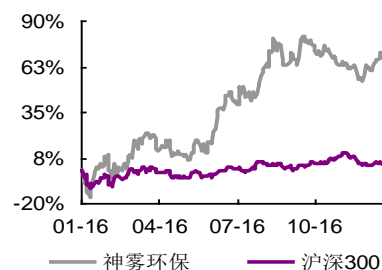
总股本(亿股)：10.10

总市值(亿元)：364.82

一年最低/最高(元)：16.08/48.80

近3月换手率：44.50%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	25.40	38.41	88.31
绝对	25.85	43.91	97.98

### 相关研报

乌海两项目商业模式对比，乙炔法煤化工下游实质落地

.....2017-03-23  
业绩同比增长290%，两大看点开启公司煤炭清洁利用新篇章

.....2017-02-28  
包头项目落地，稳步推进乙炔法煤化工产业链项目

.....2016-11-30

## 1、公司订单及收入确认明细

表 1：报告期内节能环保工程 EPC 类订单新增及执行情况

业务类型	新增订单				确认收入订单		期末在手订单	
	数量	金额 (万元)	已签合同		数量	金额 (万元)	数量	未确认收入 (万元)
			数量	金额 (万元)				
EPC	7	751071.16	7	751071.16	14	304883.75	20	623067.51
合计	7	751071.16	7	751071.16	14	304883.75	20	623067.51

资料来源：公司公告

表 2：报告期内节能环保工程 EMC 类订单新增及执行情况

业务类型	新增订单				处于施工期订单		处于运营期订单	
	数量	金额 (万元)	已签合同		数量	未完成投资额 (万元)	数量	运营收入 (万元)
			数量	金额 (万元)				
EMC	-	-	-	-	1	29,123.74	1	4,170.40
合计	-	-	-	-	1	29,123.74	1	4,170.40

资料来源：公司公告

注：石家庄化化纤有限公司 20 万吨/年电石炉改造合同能源管理项目，因京津冀地区审批问题，经与业主协商一致，暂未启动项目施工建设，目前仍处于前期设计及采购施工的准备阶段，该项目公司自主投资 35,000 万元，节能效益分享期限为 4 年，公司累计能分享的节能效益总额为人民币 63,174.2 万元；运营收入来自于：港原电石炉改造 EMC 项目，2016 年 3 月 1 日开始运营。

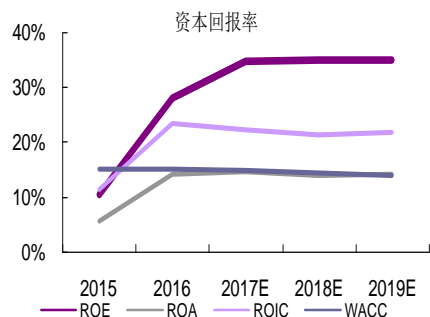
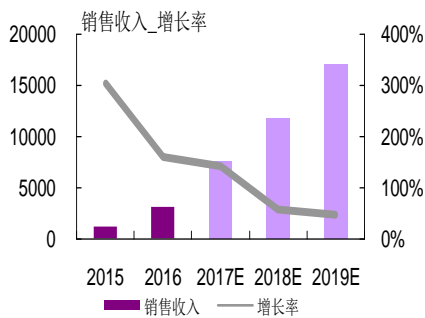
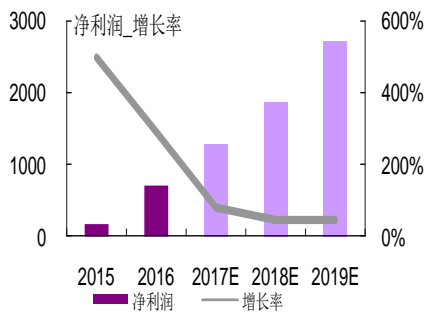
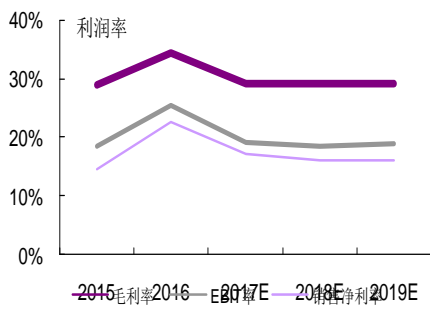
表 3：报告期内节能环保工程类重大订单的执行情况

项目名称	订单金额 (万元)	业务类型	项目执行进度	本期确认收入 (万元)	累计确认收入 (万元)	回款金额 (万元)	项目进度是否达预期，如未达到披露原因
乌海懿峰 80 万吨/年电石工程项目	77,000	EPC	0	0	0	0	受国内经济环境影响，项目推迟开工。
临沂亿晨 633MVA 镍铬合金生产线项目	56,785.29	EPC	0	0	0	6.42	因业主原因，公司已就本项目对临沂亿晨提起诉讼，要求解除合同及赔偿损失。
新疆胜沃 40 万吨/年电石工程供货及施工合同	90,100	EPC	94.42%	17,897.51	76,065.16	39,540	
山西襄矿集团有限公司 40 万吨/年电石项目 PC 合同	108,635	EPC	0	0	0	0	因业主方拟采用融资租赁方式实施工程建设，因此，在业主方融资方案落实前，项目仍处于设计和施工准备阶段。
内蒙港原 6×33000KVA 电石炉技改年产 1 亿 Nm <sup>3</sup> LNG 项目 PC 合同	76,046	EPC	85.06%	30,445.85	52,779.83	47,832.12	
新疆博力拓 5×600t/d 石灰窑工程	46,846.65	EPC	34.75%	14,858.84	14,858.84	14,000	
长焰煤分质利用化工一体化示范项目（二期工程）密闭电石炉及其配套炉气净化装置	44,638.76	EP	32.25%	11,972.81	12,972.81	14,064	
长焰煤分质利用化工一体化示范项目（二期工程）PC	244,520	EPC	33.25%	73,706.29	76,706.29	30,136	
乌海神雾 40 万吨/年 PE 多联产示范项目设备买卖合同	64,573	EP	30.91%	19,776.41	19,776.41	22,000	

乌海神雾40万吨/年PE多联产示范项目EPC总承包	338,942	EPC	35.02%	108,913.70	108,913.70	50,000	
包头博发新型电石法乙炔化工80万吨/年聚乙烯多联产示范项目(一期工程)电石炉系统	6,000	E	100.00%	5,660.38	5,660.38	6,000	
包头博发新型电石法乙炔化工80万吨/年聚乙烯多联产示范项目(一期工程)预热炉系统	8,000	E	100.00%	7,547.17	7,547.17	8,000	
大庆林源600万吨/年煤炭分质清洁利用项目40万吨/年乙二醇配套给排水工程EPC总承包合同	20,942.40	EPC	0	0	0	2,094.24	2016年11月中旬新签订单
总计	1,183,029	-		290,779	375,281	233,673	

资料来源：公司公告

注：表格内为报告期内节能环保工程类重大订单的执行情况（订单金额占公司最近一个会计年度经审计营业收入30%以上且金额超过5000万元）；包头项目（一期工程，40亿元）于2016年11月30日中标，目前项目设计阶段基本完成，已统计在表内，后端PC合同应未签订，故未统计在表内。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,215</b>	<b>3,125</b>	<b>7,531</b>	<b>11,742</b>	<b>17,025</b>
营业成本	864	2,049	5,347	8,337	12,088
折旧和摊销	14	57	12	20	28
营业税费	3	5	30	47	68
销售费用	7	9	56	88	136
管理费用	107	181	663	1,104	1,532
财务费用	24	62	25	79	153
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	51	33	28	37
<b>营业利润</b>	<b>200</b>	<b>785</b>	<b>1,443</b>	<b>2,115</b>	<b>3,085</b>
<b>利润总额</b>	<b>199</b>	<b>799</b>	<b>1,457</b>	<b>2,129</b>	<b>3,094</b>
少数股东损益	-6	2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>181.21</b>	<b>705.76</b>	<b>1,282.13</b>	<b>1,873.92</b>	<b>2,722.86</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>3,140</b>	<b>5,032</b>	<b>8,847</b>	<b>13,522</b>	<b>19,336</b>
流动资产	2,118	4,329	8,059	12,551	18,189
货币资金	486	1,960	3,013	4,697	6,810
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	635	1,057	2,485	3,875	5,618
应收票据	10	10	23	35	51
其他应收款	114	114	226	352	511
存货	683	952	1,604	2,501	3,626
可供出售投资	478	85	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	3	6	10
固定资产	220	201	313	436	566
无形资产	77	169	161	153	145
<b>总负债</b>	<b>1,323</b>	<b>2,452</b>	<b>5,085</b>	<b>8,079</b>	<b>11,451</b>
无息负债	919	1,203	3,128	4,548	6,352
有息负债	404	1,249	1,958	3,531	5,099
<b>股东权益</b>	<b>1,817</b>	<b>2,580</b>	<b>3,762</b>	<b>5,443</b>	<b>7,885</b>
股本	404	1,010	1,010	1,010	1,010
公积金	892	408	536	724	856
未分配利润	453	1,102	2,155	3,649	5,958
少数股东权益	68	60	60	60	60

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>109</b>	<b>218</b>	<b>557</b>	<b>556</b>	<b>1,147</b>
净利润	181	706	1,282	1,874	2,723
折旧摊销	14	57	12	20	28
净营运资金增加	905	1,372	2,514	3,072	3,834
其他	-991	-1,917	-3,251	-4,409	-5,439
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-105</b>	<b>428</b>	<b>-87</b>	<b>-175</b>	<b>-166</b>
净资本支出	-89	-42	-200	-200	-200
长期投资变化	0	0	-3	-3	-4
其他资产变化	-16	470	117	28	37
<b>融资活动现金流</b>	<b>-87</b>	<b>827</b>	<b>583</b>	<b>1,302</b>	<b>1,133</b>
股本变化	115	606	0	0	0
债务净变化	45	845	709	1,574	1,567
无息负债变化	371	284	1,925	1,420	1,804
<b>净现金流</b>	<b>-83</b>	<b>1,474</b>	<b>1,053</b>	<b>1,684</b>	<b>2,113</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	303.00%	157.28%	141.00%	55.90%	45.00%
净利润增长率	497.15%	289.47%	81.67%	46.16%	45.30%
EBITDA/EBITDA 增长率	1744.92%	259.94%	69.69%	51.08%	47.72%
EBIT/EBIT 增长率	-24134.41%	256.52%	80.26%	50.99%	47.75%
<b>估值指标</b>					
PE	201	52	28	19	13
PB	21	14	10	7	5
EV/EBITDA	62	43	27	18	13
EV/EBIT	66	47	27	19	13
EV/NOPLAT	74	53	31	21	15
EV/Sales	12	12	5	3	2
EV/IC	8	12	7	4	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	28.86%	34.45%	29.00%	29.00%	29.00%
EBITDA 率	19.50%	27.28%	19.21%	18.62%	18.97%
EBIT 率	18.38%	25.47%	19.05%	18.45%	18.80%
税前净利润率	16.37%	25.56%	19.35%	18.14%	18.17%
税后净利润率 (归属母公司)	14.92%	22.58%	17.02%	15.96%	15.99%
ROA	5.59%	14.07%	14.49%	13.86%	14.08%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.36%	28.00%	34.63%	34.81%	34.79%
经营性 ROIC	11.30%	23.26%	22.10%	21.26%	21.71%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.11	3.00	1.87	1.77	1.77
速动比率	1.43	2.34	1.50	1.41	1.42
归属母公司权益/有息债务	4.33	2.02	1.89	1.52	1.53
有形资产/有息债务	7.42	3.82	4.40	3.77	3.75
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.18	0.70	1.27	1.86	2.70
每股红利	0.04	0.10	0.19	0.28	0.40
每股经营现金流	0.11	0.22	0.55	0.55	1.14
每股自由现金流(FCFF)	-0.77	-0.56	-1.42	-1.33	-1.18
每股净资产	1.73	2.50	3.67	5.33	7.75
每股销售收入	1.20	3.09	7.46	11.63	16.86

资料来源：光大证券、上市公司

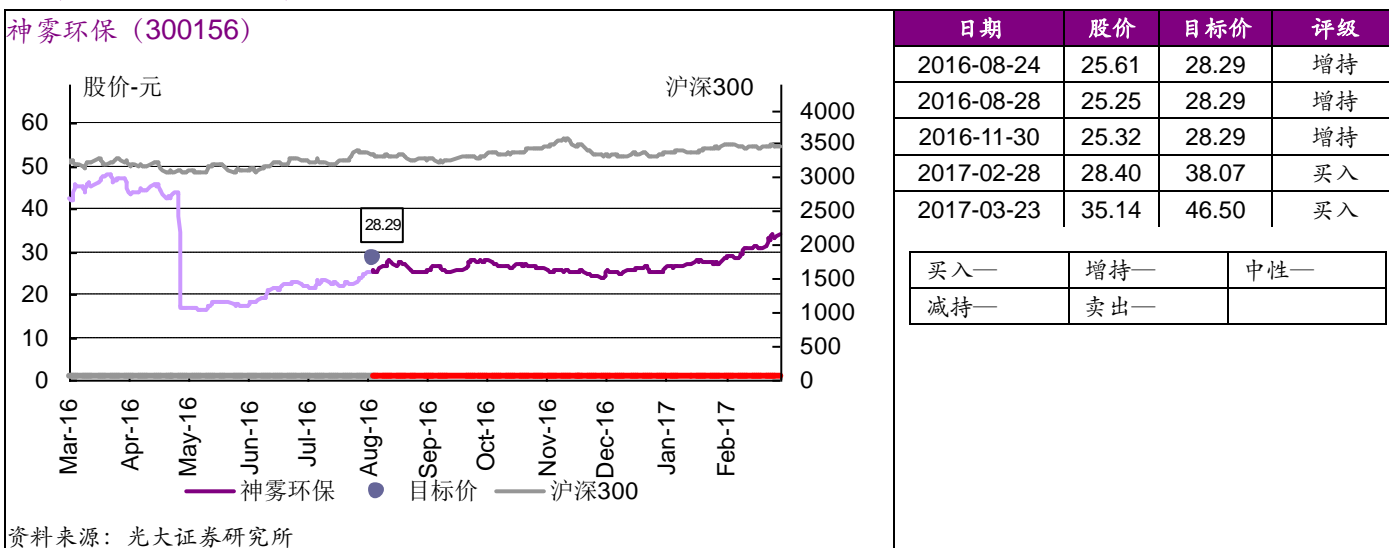
### 分析师声明

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	
深圳	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@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	