

强烈推荐-A (维持)

神雾环保 300156.SZ

目标估值: 62.75 元
当前股价: 36.12 元

纯阳看年报之关于神雾环保年报的四点分析, 上提一年期目标价格

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	101002
已上市流通股(万股)	65466
总市值(亿元)	365
流通市值(亿元)	236
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	28.0
资产负债率	48.7%
主要股东	神雾科技集团股份有限公司
主要股东持股比例	42.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	40	115
相对表现	25	34	105

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《神雾环保(300156)-二十年积淀成就国际领先技术, 国家级鉴定开启不可限量独家市场》2016-11-07
- 2、《神雾环保(300156)——大项目正常推进, 利润率水平超出预期, 高速增长可持续》2016-10-31
- 3、《神雾环保(300156)——首个 PE 多联产示范项目落地, 重塑煤炭消费不可限量》2016-06-26

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

我们从利润、订单、盈利质量、盈利预期四个角度对神雾环保年报进行了立体分析。公司 2016 年净利润大幅增长, 技术的高度领先性也带来了净利率的大幅提升, 同时, 现金回流也有好转。目前, 公司在手订单饱满, 业务已正式向神雾电石乙炔法的化工链条段延伸, 未来神雾电石乙炔法在我国“富煤少油”的客观需求下, 有望开启万亿级市场空间, 维持强烈推荐评级, 并上调一年期目标价。

- **利润表分析: 收入增长 157%、净利润增长 289%, “扣非”后利润增长实际为 453%, 技术溢价促利润率大幅提升。**2016 年, 公司实现营业收入 31.3 亿元, 同比增长 157.3%, 实现归属净利润为 7.06 亿元, 同比增长 289.5%, 净利润增速远高于收入增速, 净利率由 14%大幅提升 23%。公司净利率的大幅提升是毛利率提升、费用率下降的综合结果。未来, 公司技术溢价可保证毛利率处于高位, 在收入上升通道中, 费用率预计也将呈下降趋势, 高净利率在未来仍可保持。2016 年, 即使扣除 5000 万处理相关权益等非经常性损益, 公司归属净利润也有 6.16 亿元, 对应净利率也有 20%, 故我们对公司未来净利率 18%的预期应是可以保守且可实现的。
- **订单分析: 在手订单饱满, 支撑收入高速增长, 且业务已经向化工链条延伸。**截至 2017 年 3 月 23 日, 神雾环保在手未结算合同额约为 150 亿元(含税)。2016 年, 公司收入规模还仅为 31 亿元, 而现有在手订单是收入规模的 5 倍, 2017 年还将持续新增订单, 充沛订单保障公司收入的高速增长。此外, 2017 年 3 月 22 日, 神雾环保新中标乌海洪远新能源 40 万吨/年乙炔化工项目(59.5 亿元), 标志着神雾环保公司业务正式向乙炔化工生产段延伸, 未来有望覆盖“煤和石灰石-电石-乙炔-乙烯等下游化工产品”的整个链条。
- **现金流状况分析: 现金回流好转, 应收账款虽然绝对值增加但比例可控。**2016 年公司现金回流状况较 2016 年三季度大幅好转, 较 2015 年同期也有好转。2016 年公司销售商品提供劳务收到的现金占收入比重达到 79.5%, 较 2016 年三季度末的 31.2%提升了 48.3 个百分点, 较 2015 年末的 66%也提高了 13.5 个百分点。同时, 公司 2016 年的应收账款及存货绝对值虽然有所增加, 但其增幅均小于收入增速, 占款项占收入的比重在可控范围内, 坏账风险不大。
- **业务方向及盈利预测: 神雾电石乙炔法化工, 以煤为源头, 符合我国资源禀赋对煤化工的客观需要, 盈利性更有保障, 水耗、污染均可控, 有望改变国内能源化工格局, 打开万亿级别市场可期, 巨大市场保障持续增长, 促进业绩及估值再提升。**结合目前在手订单及预期市场, 我们上调 18 年盈利预期, 预计 2017-2018 年神雾环保可实现净利润规模约可达到 14.0 亿元、25.4 亿元, 对应 EPS 分别为 1.39 元、2.51 元, 按 2018 年 25 倍 PE 估值, 上调一年期目标价至 635 亿市值, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 新技术首个项目投产进度不达预期, 油价持续下跌的风险。**

事件:

神雾环保发布年报, 2016 年度, 公司实现营业收入 31.3 亿元, 同比增长 157.3%, 实现归属于上市公司普通股股东的净利润 7.06 亿元, 同比增长 289.5%, 基本每股收益 0.70 元, 业绩符合预期。

同时, 公司发布 2017 年一季报业绩预告, 2017 年一季度预计实现归属净利润 9900 万元-10900 万元, 同比增长: 1%-11%。实际上上年同期净利润 9830 万元中包含公司部分权益处置的非经常性收益 5000 万元, 若剔除该非经常性损益影响, 2017 年一季度归属净利润同比实际增幅应为 105%-126%。

评论:

一、利润表分析: 收入增长 157%、净利润增长 289%, “扣非”后利润增长实际为 453%, 技术溢价促利润率大幅提升

(1) 收入增长 157%、净利润增长 289%, 净利率大幅提升

2016 年, 公司实现营业收入 31.3 亿元, 同比增长 157.3%。其中, 新疆胜沃、内蒙港原、乌海、包头等电石生产新工艺总包项目贡献了绝大部分收入, 具体收入贡献的项目如下表所示。除去新疆博力拓的石灰窑工程项目, 神雾环保电石生产新工艺应用项目贡献收入占 2016 年总收入比重达到 88%, 其中, 新疆胜沃(一期+二期)、内蒙乌海两大项目收入贡献占比达到 75%。

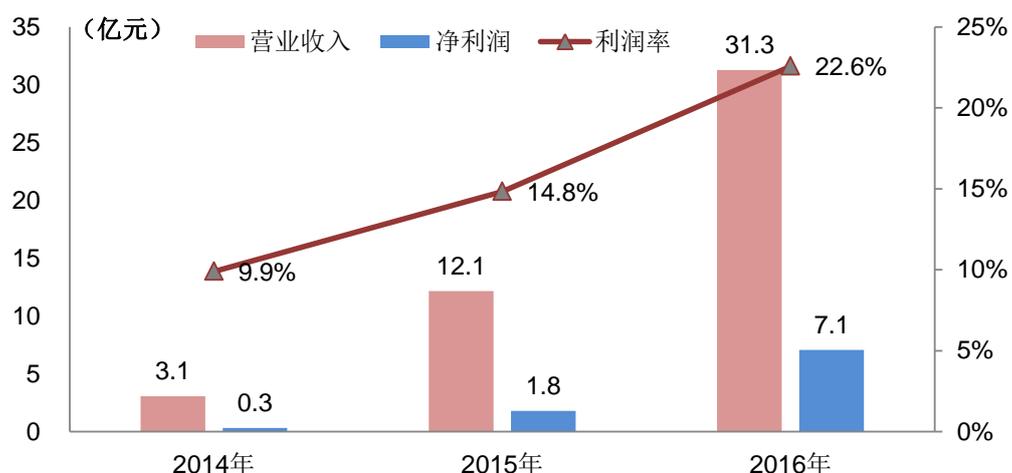
表 1: 2016 年神雾环保重点项目收入构成情况

序号	项目名称	合同金额 (万元)	类别	2016 年确认收入 (万元)	占 2016 年总收入比重
1	新疆胜沃 40 万吨/年电石工程供货及施工合同	90100	电石	17897.5	6%
2	内蒙古港原 6×33000KVA 电石炉技改年产 1 亿 Nm ³ LNG 项目 PC 合同	76046	电石	30445.9	10%
3	新疆博力拓 5×600t/d 石灰窑工程	46847	石灰窑	14858.8	5%
4	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	44639	电石	11972.8	4%
5	长焰煤分质利用化工一体化示范项目 (二期工程) PC	244520	电石	73706.3	24%
6	乌海神雾 40 万吨/年 PE 多联产示范项目设备买卖合同	64573	电石	19776.4	6%
7	乌海神雾 40 万吨/年 PE 多联产示范项目 EPC 总包	338942	电石	108913.7	35%
8	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 (设计)	6000	电石	5660.4	2%
9	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 (设计)	8000	电石	7547.2	2%
合计				290779.0	93%

来源: 公司公告, 招商证券

同时, 2016 年公司实现归属净利润为 7.06 亿元, 同比增长 289.5%, 净利润增速远高于收入增速, 净利率由 14%大幅提升 23%。公司净利率的大幅提升是毛利率提升、费用率下降的综合结果。

图1：神雾环保2014-2016年营收利润情况



数据来源：WIND，招商证券

- 毛利率大幅提升：**2016年，公司综合毛利率由28.9%提升至34.5%，提升5.6个百分点。从神雾环保收入构成的变化中可以看到，2016年，公司高毛利率的设计及技术服务业务占比有所提升，一定程度上带动了毛利率的提升，而公司工程总包收入占比也大幅提升，主要为神雾电石生产新工艺的应用项目，正是神雾电石预热炉技术的高度领先性，保障了公司的高毛利率。

表2：2016年神雾环保收入构成变化

序号	分产品	2016		2015	
		金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
1	设计及技术服务	24481	7.83%	6500	5.35%
2	工程总包	265518	84.96%	95597	78.70%
3	设备销售	12591	4.03%	13526	11.14%
4	合同能源管理项目效益	4170	1.33%		
5	资源综合利用及其他	5750	1.84%	5846	4.81%

来源：公司公告，招商证券

- 费用率下降3个百分点，主要是管理费用率下降：**此外，公司2016年的期间费用率也从11.4%降至8.1%，下降了3.3个百分点。而其中销售费用率及财务费用率与2015年相比基本稳定，管理费用率从8.8%下降至5.8%，大幅下降了3个百分点。随着公司收入的快速增加，公司作为技术型企业，对于人员的要求并不会同比例大幅增加，因此，管理费用率的下降在收入高速增长的通道中将是常态。

因此，综合来看，公司技术溢价可保证毛利率处于高位，在收入上升通道中，费用率预计也将呈下降趋势，高净利率在未来仍可保持。2016年，即使扣除5000万处理相关权益等非经常性损益，公司归属净利润也有6.16亿元，对应净利率也有20%，故我们对公司未来净利率18%的预期应是可以保守且可实现的。

(2) 非经常性损益分析：“扣非”后实际增长453%

2016年，公司拥有部分权益处置的非经常性收益5000万元，扣非后归属净利润为6.16亿元。而2015年，公司年报公告归属净利润为1.81亿元，扣非归属净利润为7130万元，但实际上，公司的非经常性损益中扣除了洪阳冶化全年并表的部分收益，这部分收

益在未来年度实际是长期存在的，还原真实“扣非”收入时应把这部分 4010 万收益加回，因此，2015 年真正的“扣非”后归属净利润应为 7130 万元加上 4010 万元，为 11140 万元。以此为基数，算出神雾环保 2016 年“扣非”后实际归属净利润增长为 453%。

二、订单分析：在手订单饱满，支撑收入高速增长，且业务已经向化工链条延伸。

(1) 在手订单饱满，对未来业绩增长有良好支撑。

截至 2017 年 3 月 23 日，神雾环保已新签 EPC 及 PC 合同累计 197 亿元（含税），其中 2015 年、2016 年累计结算合同额约 40 亿元（含税），则剩余在手未结算合同额约为 150 亿元（含税）。2016 年，公司收入规模还仅为 31 亿元，而现有在手订单是收入规模的 5 倍，2017 年还将持续新增订单，充沛订单保障公司收入的高速增长，具体结算进度预期如下表所示。我们预计，公司 2017 年将实现收入结算 79 亿元、2018 年实现收入结算 158 亿元，实现连续翻倍的高速增长。

表 3：神雾环保订单结算进度预期及收入利润测算

签署日期	项目名称	税前金额 (万元)	模式	收入确认 (万元)	
				2017 年	2018 年
2014/9/15	密闭电炉节能技术改造项目合同能源管理项目合同	16044	EMC	5303	5303
2014/12/5	石家庄化工化纤有限公司 20 万吨/年电石炉改造项目	35000	EMC	0	0
(一) EMC 合计		51044		5303	5303
2014/8/25	长焰煤分质利用化工一体化示范项目 40 万吨/年电石工程供货及施工合同	68000	EPC	17436	
2014/9/23	长焰煤分质利用化工一体化示范项目 40 万吨/年电石工程预热炉系统供货及施工合同	20800	EPC	5333	
2015/4/25	山西襄矿 40 万吨/年电石项目 PC 合同	108635	PC		37140
2015/10/8	内蒙古港原化工有限公司 6x33000KVA 电石炉技改年产 1 亿 Nm ³ LNG 项目	55046	EPC	9410	
2015/11/16	新疆博力拓矿业有限责任公司 5x600t/d 石灰窑工程 EPC 总承包合同	46847	EPC	9369	
2016/3/31	新疆建设兵团五五工业园长焰煤分质利用化工一体化示范项目（二期工程）PC 总承包合同与设备买卖合同	285159	PC	146235	
2016/6/24	乌海神雾煤化科技有限公司 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	391515	EPC	167314	66926
2016/11/28	包头，80 万吨制聚乙烯项目（一期）	399866	EPC	170883	153795
2017/3/22	内蒙古乌海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	594749	EPC		355833
预期新建市场-2017	其他 PE 项目的电石工段	1370303	EPC	66926	501942
预期改造市场	2014 年电石总产量 2458 万吨，按照 40 万吨改造需要 10 个亿计算市场空间，并扣除已有项目	6195910	EPC	133844	401533
(二) EPC+PC 合计				726750	1517168
(三) 管式加热炉与特种装备				62921	62184
合计收入 (万元)				794974	1584655

资料来源：公司公告，招商证券

(2) 2017 年 3 月中标电石乙炔法化工段工程订单，业务延伸至化工工程领域。

2017 年 3 月 22 日，神雾环保新中标乌海洪远新能源 40 万吨/年乙炔化工项目(59.5 亿元)，标志着神雾环保公司业务正式向乙炔化工生产段延伸，未来有望覆盖“煤和石灰石-电石-乙炔-乙烯等下游化工产品”的整个链条。而乙炔化工段项目规模(60 亿)是之前乌海项目电石段(39 亿)的 1.5 倍，也标志着公司对市场空间翻倍以上的扩大。

三、现金流状况分析：现金回流好转，应收账款虽然绝对值增加但比例可控

2016 年公司现金回流状况较 2016 年三季度大幅好转，较 2015 年同期也有好转。2016 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 24.9 亿元，较 2015 年同期的 8 亿元同比增长 210%，高于收入增速。2016 年公司销售商品提供劳务收到的现金占收入比重达到 79.5%，较 2016 年三季度末的 31.2%提升了 48.3 个百分点，较 2015 年末的 66%也提高了 13.5 个百分点。

同时，公司 2016 年的应收账款及存货绝对值虽然有所增加，但其增幅均小于收入增速，占款项占收入的比重在可控范围内，坏账风险不大。2016 年，公司应收账款为 10.6 亿元，较 2015 年的 6.4 亿元同比增加 66%，应收账款占收入比重为 34%，较 2015 年的 53%同比下降 19 个百分点；存货为 9.5 亿元，较 2015 年的 6.8 亿元同比增长 40%，存货占收入比重为 30%，较 2015 年的 56%同比下降 26 个百分点。

表 3：现金流状况分析 (亿元)

年份	销售商品、提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款	占营收比重	存货	占营收比重
2015	8.0	66.0%	6.4	53%	6.8	56%
2016	24.9	79.5%	10.6	34%	9.5	30%
YOY	210%	13.5pct	66%	-19pct	40%	-26pct

来源：公司公告，招商证券

四、业务方向及盈利预测：神雾电石乙炔法化工，以煤为源头，符合我国资源禀赋对煤化工的客观需要，盈利性更有保障，水耗、污染均可控，有望改变国内能源化工格局，打开万亿级别市场可期，巨大市场保障持续增长，促进业绩及估值再提升，维持强烈推荐评级，上调一年期目标价至 635 亿市值。

神雾环保的业务发展始于电石生产新工艺，但长期业务目标和定位绝不限于电石生产工艺节能改造的总包商，而是以煤为原料、以电石生产为基础的乙炔碳 2 化工。乙炔在 20 世纪 50 年代以前曾经一直被国际上称为“有机合成工业之母”，它能与许多物质进行化学反应，衍生出几千种有机化合物。在过去六十年里，由于一些国家和地区的石油、天然气的大量发现、开采，全球乙炔化工受到了廉价的乙烯、丙烯等原料的巨大冲击。神雾的电石生产新工艺能够有效降低电石生产成本，进而降低乙炔生产成本，并最终降低整个乙炔化工链条的成本，使之能与石油化工法匹敌，从而激活乙炔化工新生，带来巨大新市场空间。

神雾环保的煤制乙炔化工完整链条共分为煤制电石(电石段)、乙炔化工(化工段)两部分。因此，电石生产新工艺是乙炔法化工的基础，而在此基础上，公司可以实现颠覆

化工产业链的更远大抱负。2017年3月22日，神雾环保新中标乌海洪远新能源40万吨/年乙炔化工项目(59.5亿元)，标志着神雾环保公司业务正式向乙炔化工生产段延伸，有望覆盖“煤和石灰石-电石-乙炔-乙烯等下游化工产品”的整个链条。未来，公司将以乌海项目为起点，启动“乙炔+”战略，继续采用工程总承包服务模式，向乙炔下游制乙烯、聚乙烯、乙二醇、芳烃等运用前景广阔的产品线进行延伸和推广布局，包头等后续项目的化工段工程订单，也因此可有所期待。

结合目前在手订单及预期市场，我们上调18年盈利预期，预计2017-2018年神雾环保可实现净利润规模约可达到14.0亿元、25.4亿元，对应EPS分别为1.39元、2.51元，公司当前的利润水平与乙炔发煤化工的巨大市场相比，仍处初始阶段，同时，化工段项目的获取为公司业绩发展带来更大想象空间，从乌海项目的金额来看，乙炔化工段项目规模(60亿)是之前乌海项目电石段(39亿)的1.5倍。巨大的市场空间保障公司长期成长，越发受认可的持续的高增长也将促进公司估值的再提升，维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级，可按2018年25倍PE估值上调一年期目标价至62.75元，对应635亿市值。

五、风险提示

- 1, 新技术首个项目投产进度不达预期。
- 2, 油价持续下跌导致乙炔工艺成本优势不明显。
- 3, 未来订单获取与施工进度具有一定不确定性。

附：神雾环保年报解读及订单分析电话会议速记稿 20170326

主持人：招商证券环保首席分析师朱纯阳

嘉宾：公司副总兼董秘卢总、研究院院长丁总

朱纯阳：大家好，我是招商环保首席研究员朱纯阳，很高兴邀请大家利用周末的时间来参加神雾环保的年报解读电话会议，其实回想起来这几年的变化，每一年的年报其实都是一个很好的收获的年份，尤其是 16 年年报，不管是收入还是利润的增速，都是大比例的增速，然后让人惊喜的，我们观察到现金流量表也是有一个很好的好转。我觉得未来神雾环保在乙烯的替代源头的道路上会践行的越来越有确定性，越来越强，整个目标的实现会越来越清晰，我们也邀请到神雾环保副总兼董秘卢总，和神雾研究院院长丁博士，跟大家做一下年报的交流。有请卢总给我们介绍下公司年报的相关情况。

董秘卢总：非常感谢主持人朱总，以及大家新老朋友能来参加我们电话会议，尽管我线上看不到大家，但是不少都是老朋友了。感谢大家对神雾环保持续的关注和支持，今年年报刚出来，总体情况我们认为还是符合管理层预算内、包括市场预期的，各方面指标都还不错，体现了我们神雾环保近一年在市场斩获的有利的方面，而且现在公司架构也比较齐整，无论从人员、体系，包括我们战略，大环保战略，都比较，应该说是树立的非常清晰，感谢各位。各位如果有什么问题，我们抓紧时间交流，等下还有其他会议。

朱纯阳：我看现在差不多现在已经有 120 多人在线上，不少人。大家对公司关注度很高，会议秘书设一下提问录音吧。

Q：卢总好，我是安信基金周苑，请教下我们 16 年年报净利润率和毛利率跟 15 年相比上升很明显，请教下具体原因？

A：我们看了下，应该是收入结构问题，16 年这块，我们项目前期包括工艺包这块收入确认体现出来了，这块毛利率比较高，总体上来说应该是把平均值拉升了，EPC 总包这块也有提升，因为我们成本控制、项目管理也在优化，也增长了 1 点多吧，所以整体毛利率和净利率有一定幅度的上升。

Q：卢总好，我的问题可能有点多，我一个个来问吧，一个是乌海电石端现在进展很快，但是现在未完工项目有 27.5 个亿，合同约定是 17 年 12 月 30 日完工，按照目前进度能完成么？乌海电石端这个。

A：这个 17 年差不多能完成。

Q：那个 PE 端现在公告了中标对吧？商务合同什么时候能够签订？

A：按照程序的话，很快了吧。这个还涉及到一个政府入资的问题。我们招投标完成以后合同应该也会很快。

Q：PE 端工期跟电石端是同步的么？

A：肯定不同步，电石端要早。PE 端今年肯定也会动起来。

Q：那 PE 端今年计划完工的比例多少？

A：不到 20%，具体的也是财务预算的口径了，大概是这么一个规划。

Q：第二个问题，包头的项目合同为什么迟迟没有签订呢？中标这么久，中标公告上写的 18 年 6 月 31 日就要建成并投入运行，但是现在也没有签订，按照这样的进度，能

按照合同要求完工么？

A: 呵，时间上应该是可以的，不过具体进度上比较敏感，敬请期待。

Q: 那 17 年要开工的话大概要完工多少比例呢？

A: 这个要根据财务预算的口径，具体比例我就不说了，按照我们规划来走。整个生产端、项目现场，项目组，设计等整个组织体系都已经运转起来了，很快。

Q: 第三个，PE 端的工程跟华福工程是一个什么样的合作关系呢？因为原来 PE 端华福能做，我们上市公司这块是不能做的。

A: 应该说华福是怎么一个定位的问题，华福是国内具备甲级资质的一个设计工程公司，理论上我们的活华福可以干，其他的活，华福也可以干，反过来说，我们的活可以让华福干，也可以不让华福干，也可以找其他的工程公司。所以它是这么一个设计平台公司，它做和不做，是根据前期签订的合同，后面能不能签可能要考虑很多因素，包括很多人最近也问乌海这块，因为这个有政府入资，希望上市公司能直接参与合作，我们做也是肯定没有问题的。我们分包也没有问题。

Q: 我们会分包给华福做么？

A: 没有。现在没有。

Q: 现在有券商在研究报告中提出来，华福在整体设计上在整个工程额上会占到 20%？

A: 项目管理中一般是不到 10%，没有 20%这么高。

Q: 胜沃二期，16 年中报就已经确认了 6.24 亿，年报累计确认只有 8.97 亿，等于大半年时间建设进度就停下来了？为什么？

A: 您关注的比较细，去年上半年电话会议也说到这个问题，胜沃这块签的比较早，当时股东实力也不是特别强，后面在 3 月 1 日发布会，新疆兵团的领导都来了，看了以后对技术非常感兴趣，一直组织班子讨论怎么和我们合作。去年下半年一直在讨论这个问题，后来他们那边班子也有变动，换了以后也对我们认同，也在谈新疆兵团的入资，所以进度稍微放缓了点，因为我们要考虑到后端资金方的准备情况。所以下半年没有像上半年这个速度。但是今年可能会加快。

Q: 这个合同规定是今年 12 月 31 日完工？

A: 那不行，那肯定要往后推的。我们最快的 PE 可能还是乌海。

Q: 胜沃一期后端不是做 PVC 么，二期后端是做 PE 还是 PVC？

丁总：据我了解胜沃好像现在下游产品都变成 PE 了，跟乌海是一样的。

Q: 第五个问题，博力拓的合同，16 年整个只确认了 1.48 亿，还有 3.2 亿没有什么进度，但是合同规定 16 年 12 月 31 日前点火，这个是什么原因？

A: 这个是传统石灰窑的技术，原来老天立的客户来做的，遗留的客户，这方面，可能我们重视程度也不够，力量都投入到电石、乙炔项目这边了，今年我们也问了下，也会加快。

Q: 我就想说这个会不会搞成历史遗留问题。

A: 不会, 现在是我们人力投入相对差了些。

Q: 金昌这个 40W 吨 PE 项目项目, 我们在网上看了信息, 说是现在进入了工程设计阶段, 这个消息靠谱吗?

A: 我们没有签的。

Q: 但是跟集团有一个框架协议吧。就是在招标网上看到它已经进入了工程设计阶段。不知道这个消息靠不靠谱。

A: 我们没有正式签合同, 以正式签订合同为准。本来金川集团跟我们集团层面还是有很多合作的, 转底炉之类, 比如跟神雾节能那边。集团内部的板块事业部可能跟我们的人有交叉接触, 也涉及到电石端、煤化这块看看怎么给他设计方案。可能是这么一个事情, 但是没有签订正式合同。

Q: 新闻报道说赤峰乙二醇项目, 投资 97 个亿, 是在我们上市公司来投资建设的。在赤峰的 17 年政府工作报告中也写了, 确保在 17 年 8 月前完工, 目前这个项目进展怎么样?

A: 你看的很细。这个项目肯定是在推动, 内蒙非常关注这个, 我们内部刚好这个项目盈利能力也非常强, 因为它有很好的区位优势, 离营口港近, 是内蒙出去最近的, 同时水资源也非常有优势, 大的水库, 水价很便宜, 我们可以锁定, 相关的事情都在谈, 还是那句话, 以最终公告为准。这个肯定全力推进。

Q: 荆门的项目, 16 年荆门政府报告里写的是重点推进, 我注意到 17 年政府工作报告里面一个字也没提, 只是在 17 年 2 月 22 日, 荆门市委副书记在那个 PE 项目协调会上提了一下, 就是把 PE 项目争取纳入国家规划的笼子, 和省重点项目调度库。这个项目是有一些什么变故么?

A: 据我了解, 都在谈吧。实际上每个项目都抓紧要落地, 有很多前期工作要做, 有很多各方面条件要具备, 比如地方政府的支持力度, 像乌海、内蒙这边, 全套班子要跟进, 政策享受的优惠也很明确, 相关项目的批复手续, 环评这些配套全力要推, 不是一方就行的。对于我们来说我们肯定要做好这样的准备, 从最有利于上市公司和股东的角度, 来操作这件事。如果手续不全、资金不到位, 落不了地, 对不起大家嘛。所以这个都是综合考虑, 项目很多, 基本条件要具备成熟, 我们才能来做这个。

Q: 第九个问题, 朔州的 40W 吨的, 我看到原来用电问题是一个瓶颈, 后来我看到前不久有一个信息显示朔州专门为我们这个项目上报了一个微电网的方案, 在山西省报批, 这个是不是解决了我们最大的一个困难?

A: 刚刚你说那个可能是电价的问题, 我刚刚也说了, 具备落地的各方面条件, 我们进度就自然会加快。

Q: 这个项目预计今年能落地么?

A: 看后续的进展吧, 现在还不能明确的说。

Q: 另外现在就是武威的项目进展怎么样? 政府工作报告里面也写了要在 17 年开工。

A: 反正这个西北部区域, 从他的地方经济诉求来讲, 他肯定希望这个项目越早越好地尽快落地, 肯定是这样的。还是那句话么, 他落地要各种前置条件的, 都要推进吧, 都不排除。

Q: 那咱们 17 年能大概能透露下, 有那么一两个落地吗, 就前面框架协议的那个?

A: 后面那个肯定有啊, 实际都在发展中, 我们到时候再看吧, 也都在谈。

Q: 另外就是这个第 11 个问题就是这样, 就是现在这个二级市场的咱们神雾环保的这个股票已经很旺, 市值上有这个追赶三聚环保的势头, 那么整个市场二级市场给咱们的估值也比较高, 第一季度扣费达到了 100% 的增长, 但是如果按照中报也要达到 100% 增长的话, 利润等于要达到四到五个亿, 我算了一下, 要大概达到四到五个亿。但是按照现在咱们包头的这个项目合同合作落地。咱们现在在手的这个项目的話, 如果想达到 100%, 中报达到 100% 的话, 这是不是有压力?

A: 我们全年有我们制定的这个业绩目标, 内部也有, 一些这个财务预算。至于哪个季度达到多少, 我觉得可能都是根据项目的进度啊各方面包括新签合同等, 具体我也不能给你很明确的答复, 至于翻倍啊涨多少, 这应该来说都算是相当敏感的东西了, 我们都是预测, 我们能明确的是, 我们能争取, 按照既定的预期生产目标前进。

Q: 那包头那个项目合同在下个月能签订吗?

A: 这个合同应该差不多吧, 你要这么说的话。

Q: 因为这个合同关系到咱们二季报的利润

A: 这个时间点不能问太细

Q: 另外这个内蒙政府成立了这个产业基金, 主推电石改造合同, 这个基金改造合同大概什么时候能够落地啊这个基金?

A: 可以吧。这个基金内部政府已经过会了。专门的一个改造基金, 专项改造基金, 面向不少的这样的电石客户的, 电石企业的。

Q: 但是他这个基金主要做电石改造还是会往下游延伸呢?

A: 电石。内蒙有很多种中等电石厂, 他应该是中等偏大吧。不是中小, 这个才能有改造价值。政府、地方肯定想扶持这个企业。那么可能会有这么一个事情出来。那么对于政府来说, 就是他提供这个篮子, 他提供资金, 我们神雾专门做改造方, 做乙方。来把我们的技术更快地推广, 很好的一件事情。

Q: 在年报中, 咱们提到一个这个固废处理的大环保的业务, 这个固废处理是仅仅指电石渣, 还是更广的包括这个垃圾热解, 能不能包括这些方面?

A: 这是我们的一个展望, 从做大环保的一个角度。电石渣肯定是一块, 是固废, 其他方面如果说我们有这个机会, 我们也可以参股去投, 要是其它的好项目, 我们都可以去考虑, 要和我们的主业相关。

Q: 主要目前还是电石渣这块?

A: 嗯, 对。

Q: 大庆的项目, 乙二醇现在是华福在做?

A: 大庆的乙二醇, 具体不清楚, 反正不是我们在做。

Q: 以后的话 PE 端和乙二醇都是上市公司来做?

A: 从趋势来说, 我们具备了独立的做的能力, 包括储备的经验值, 也是后来我们要拓展的部分了。

Q: 好的谢谢你了

A: 谢谢

朱纯阳: 刚刚卢总说博力拓回款很好, 我看了下, 在年报里查了一下, 果然是回款很好。就是确认收入确认了 1.48 个亿, 回款回了 1.4 个亿, 就是基本上 30% 进度的时候就可以做到确认多少回款多少, 确实回款很好。还有就是工期的问题, 问太细, 比如今年排多少工期这个确实不好回答, 因为敏感, 回答完你收入就有了。还有一个就是从长期来看, 比如乌海项目, 从 16 年的 6 月份, 工期两年, 18 年的 8 月份, 就是从大的长期两年全部 PE 端下来可以这么预期的, 以后大概项目也是可以这样预期的。然后还有一个就是金川, 荆门, 朔州, 武威, 刚刚您问的这几个项目, 你可以看到一个趋势, 就是集团先把项目总包的一个整体的情况看好, 就是可研等都看好, 这些都谈完之后放到上市公司, 因为不同的环保公司的话, 他们把订单确认收入的节奏是不一样的。因为谈的前端工作都放在集团, 所以神雾环保从拿到订单到确认为收入是很快的, 大家可以看到年报里面乌海从 6 月确认为上市公司层面合同, 半年阶段就确认 30% 以上的收入, 就是这样一个情况, 接下来也会很快的, 所以不用担心包头还没有签合同后面不大能确认, 一旦签下合同, 立刻就可以确认为收入这样的一个节奏。

还有一个就是, 内蒙产业基金工程改造合同, 这个事最近我们也刚能看到这样一个信息, 就是整个电石, 从港源投产到现在已经马上一年了, 我们拿到的现在大家就是说 PE 端的合同, 老的传统的业务的改造合同还没有正式启动, 实际上实业比我们还要更谨慎, 但是实业已经看到这个也是逐步开始改造的一个情况, 17 年大概会看到这些合同的一个情况。

Q: 咱们神雾节能做了增持, 神雾环保不能厚彼薄此啊, 有没有相似的计划?

A: 首先现在是窗口期, 我们想做也不能做, 后面公司整理战略布局, 我想肯定无论从吴博士还是管理层, 大家的愿望都是一致的, 有激励才有目标才有动力, 这块我们肯定有机会肯定会希望做, 还是有计划, 都会有好处。

Q: 国内这块我们订单很多, 前两天, 好像是 3 月 24 日吴博士陪李总理去澳大利亚, 重点谈 4 个板块, 海外这块, 会不会今年或者后两年会不会有实质性的进展?

A: 我们也期待, 因为客观上来讲, 无论是亚洲这带, 印度、东盟这一带, 我们周边, 澳洲也好, 东欧, 乌克兰, 波兰, 他这种前端需求还是很多的, 这是关于用煤, 澳大利亚矿也多, 所以从这个角度来说, 对神雾环保的业务也是有很大的潜力的, 我们也很期待有突破。

Q: 因为实际上乌海 2 段 59 亿我觉得是里程碑的事情, 因为以前集团是明确给华福做的, 虽然我们这边有资质也可以做, 但是之前是默认给华福来做, 包括大庆项目回收乙二醇, 工艺包用的是上海的。目前来看, 2 段, 包头项目还没签的话的希望以后 1 段 2 段都一起签了, 对吧?

A: 希望是这样的, 这应该来说, 无论从我们自身条件, 还是外部合作, 包括政府提出的要求, 和上市公司合作各方面, 更加靠谱, 透明度高, 应该说增长潜力比较大, 应该说多赢的局面, 趋势上来说我觉得是不会改变的。乙二醇本身如果要是用上海的合成气直接制的话, 从原料这块的话, 我觉得电石预热炉的话实际上是个副产, 如果是热解的

话,实际上用的也是我们的供热炉,所以我看觉得乙二醇我们上市公司做这个乙方的话,好像是更合理一些。

A: 技术上来讲,因为乙二醇用的气体,是我们的合成气,无论这个合成气是从我们电石新工艺中来的还是,还是电厂前端的快速热解来的,无非是两个气源,提供了一个便宜的合成气,所以往下游做乙二醇的话经济效益上是,至于谁来做就看各自的业务发展路线吧,技术上都是可以做的,原理上是相通的。

Q: 就像垃圾热解,他只是热解一下和一个预热炉,实际上也是供热炉的业务范畴?

A: 是这样,本质上垃圾也是一种热解的方式,但是行业的划分或者其它的,也是属于另外一个行业。

Q: 咱们的第三代工艺,目前港源的第二段的改造,最后具体的指标,成本能再降多少?

A: 是这样的,如果是我们最新一代的,包括现在港源三期使用的电石技术,对比2期所使用的,目前来看只能说还不错的提升,但是最终的运行数据,就是工业化的运行数据还没有出来,所以不好跟您来说具体的数额,但是可以说3期和2期比,改动很大,主要在于优化能效等,这个成本的降低,我觉得可以给大家说,有个还不错的提升。我可以保守估计的说还有个10%的提升。

Q: 就是3期这块实际上3期我们预热炉也做了个优化?

A: 对。三期实际上实际上我们预热炉也有了优化。

Q: 好好,那就相当期待了

A: 谢谢

朱纯阳: 丁博,我问一下,预热炉里产生的气体,成分是怎么样的?

A: 预热炉产生的气体,约数上,大概1吨电石会产生250-300标准方,极限情况下会突破300标准方的气体,这气体里面,甲烷含量相对比较丰富,甲烷能占到30%左右,除此之外,主要的成分是氢气,能占到40%左右,还有一氧化碳,能占到10%左右,这个是约数上,差不多这三种气体加起来会占到全部气体的,就是产气量的大概85%-90%左右。

朱纯阳: 明白了,就是氢气占比还是会比较大的?

A: 对对,氢气和甲烷气的占比都会比较大。实际上这个预热炉气也为我们后续乙炔向下游加工提供了比较好的氢气的来源。

Q: 还有一个,就是电石炉也产生气体,那么这个成分是怎么样的?

A: 电石炉气现在而言,1吨的电石,电石炉能产生到400标准立方米气左右,电石炉尾气里面一氧化碳能占到80%左右,除此之外有氢气,甲烷,一点点的甲烷,非常非常少,另外还有一些带进去的氮气,二氧化碳,包括冷却过程中出现的水蒸气等等。

Q: 也就是电石产生的气体已经拿回来进行燃烧了,加热什么的,预热炉的气体是用来欧合成的,是这样的吗?

A: 不是的,取决于下游的产品。比方说现在的预热炉的尾气,就是我刚刚说的400方的气体,当然几乎都把这个气体拿去烧掉了,煅烧石灰石去了,但是在我们的工艺里面,

无论是预热炉的气体还是电石炉的尾气实际上都可以做其它产品的，就是我们刚刚谈到的乙二醇，其实这两个气体我们都合在一起做乙二醇去了。

Q: 现在烧石灰石的是预热炉的尾气还是电石炉的尾气？

A: 现在我们两个港源的项目，或者我们规划的其它项目，实际上我们有自己煤气化的技术。就是一个双床煤气化技术，就是直接使用原煤，产生出来低热值的气体，这个氮气含量很高，主要是氮气，一氧化碳，氢气，热值大概在 1 标方在 1200-1400 左右。就很低的热值的气体，这部分气体我们拿去烧了，然后刚刚说的气体，预热炉和电石炉的气体，都一块拿去做乙二醇，因为刚刚说的做乙二醇的，一氧化碳和氢气，都有用。

Q: 都用了？

A: 对对。

Q: 关于第 2 代还是第三代技术，我当时跟丁博说港原项目肯定要做成经典项目，因为后面肯定很多人来参观。丁博说我不太懂行，但是第一个项目肯定是补丁工程，这肯定不是最优化的，你看我下一个第二个项目肯定比第一个更优化一些，所以大家可以期待后面改造效果比现在效果更好一些。还有我刚才查了年报人员的构成，14 年的时候是 373 人，15 年 552 人，16 年 772 人，可以看到人员的扩张的状态，大概是这样。

Q: 您好，我们今年会不会有一个纯社会资金的项目？就是规模比较大的 10 亿以上的出来？因为港原投产这么久，产业应该对我们有一个认可？

A: 呵抱歉，具体订单会比较敏感，敬请期待，还是这 4 个字。

Q: 您好，第一个是华福工程今年是否会增发收购？华福 16 年收入和净利润分别是多少，这是第一个问题，谢谢。

A: 关于华福市场上讨论的挺多的。从上市公司的角度，还没有谈及你说的这个方面，这是集团来规划的目标，像你这么问，我只能告诉你，他以什么方式进来，什么时间进来，我们现在还不能明确，也没法告诉你。我们只能说，如果华福进来对上市公司肯定有很大的好处，这对我们打通整个产业链，有很大的促进。第二个他的进来，你要考虑政策层面和监管层面。所以讲白了，关于这个事情集团会有专门的专家团队来研究和规划策划。在符合政策要求的情况下，争取能看到这么一个好的结果。

Q: 我的理解是短期，比如 2017 年，能够落地这么快吗？

A: 现在还在窗口期，我没法给你这么讲。

Q: 好的，我再问最后一个问题，就是洪阳中标的项目里面，乙二醇的装置，它多少万吨对应多少万吨乙二醇的产能？这是最后一个问题，感谢领导。

A: 我没太明白你的意思，是不是多少万吨的 PE 对应多少万吨的乙二醇？是不是这个问题？

Q: 是的。

A: 一般而言，我们以 40 万吨算，因为签的很多是 40 万吨的。40 万吨的 PE 的话，大概对应 20~40 万吨的乙二醇。这跟什么有关系呢？主要跟当地的煤质有关系，产生一吨 PE 的同时，能产生 0.5~1 吨的乙二醇。

Q: 乌海项目规划了乙二醇是多少？

A: 乌海市规划的是 30 万吨的乙二醇。

Q: 30 万吨乙二醇? 就是对应 40 万吨 PE 吗?

A: 对的对的。

Q: 我从网上查到, 用煤炭电石法制作乙烯, 需要用到含氯的催化剂氯化汞, 但是政府承诺 2020 年前氯化汞用量要减半, 那么神雾环保如何应对这个事?

A: 含汞的催化剂, 一般是用来生产 PVC, 生产电石的时候, 我们没有用到含汞的催化剂。

Q: 丁博, 根据您的回答我刚才想到一个问题, 大庆项目是单独生产乙二醇是吧? 乌海实际上是 40 几 30 万吨的乙二醇, 为什么当时大庆没有选择用电石的工艺呢? 因为我看用电石法附产乙二醇的比例非常高?

Q: 要不先把大庆项目的情况单独生产介绍一下?

A: 大庆项目我也不是特别了解, 大庆是基于一个快速热解的项目, 快速热解煤炭之后, 得到半焦发电, 过程中的合成气合成乙二醇。这个是我目前了解的情况, 因为这是我们集团另一个公司做的。这个项目本身是为当地提供电力的, 所以和电石是两个路径。

Q: 是神雾电力在做这个事情?

A: 对的对的。

Q: 那第二个小问题, 咱们 PE 附产乙二醇, 他这个成本优势有多大? 我们主产聚乙烯, 大概 6000 多的成本, 对应市面上 1 万多的价格很挣钱了。那么副产品这么大的量, 那么就可以理解副产品乙二醇的价格就非常便宜了?

A: 对的, 您的理解是对的。因为合成气是附产, 所以他的价格在我的系统里算的非常便宜。

Q: 因为副产品合成气原来就是燃烧, 最低端的应用吗?

A: 你可以做一个简单的测算, 就可以知道我的定价了。因为所有的气体在我用这个工艺之前都拿去燃烧了。本来我这个工艺也需要一个部分气态的燃料, 包括加热也好、石灰石的煅烧也好, 所以我最终做的事情是什么? 是通过双床煤气化产生的低热值燃气把这部分合成气置换出来了。所以我给这些合成气的成本就是按照燃料气的成本定价了, 所以后面的成本就很低。

Q: 最后一个小问题, 就是氢气够不够用? 因为咱们乙炔制乙烯需要氢气, 制乙二醇也需要氢气。氢气是否需要外购?

A: 我们本身需要的氢气本来两个来源, 预热炉大量氢气, 电石炉的尾气也有一部分氢气。去处 2 个, 一个是乙炔加氢, 一个是乙二醇。这个里面我们肯定要用变换的技术。因为氢气拿去做乙炔加氢之后, 剩余的一氧化碳和氢气配比的话一氧化碳量是过多的, 一氧化碳和水反应变成二氧化碳和氢气, 这个会把一部分的一氧化碳转换成氢气, 从而使得氢气和一氧化碳满足合适的配比生产乙二醇。

Q: 所以氢气就不外购了?

A: 对的。

朱纯阳：因为时间的关系，今天的电话会议就到这里，年报和一季报之后可以组织公开调研，期间作为卖方，大家也可以跟我们进一步的交流。这段时间和产业交流较多，也多了很多感慨，我们能明显感觉到神雾也好，环保也好，正迈入一个令人憧憬的时代，现在多数人还不够敏感，而这个时代正在越来越明确的来临。很感谢今天卢总和丁博来参加我们的电话会议，感谢各位投资者。感谢大家！

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

