

强烈推荐-A (维持)

神雾环保 300156.SZ

目标估值: 62.75 元

当前股价: 34.76 元

2017 年 03 月 31 日

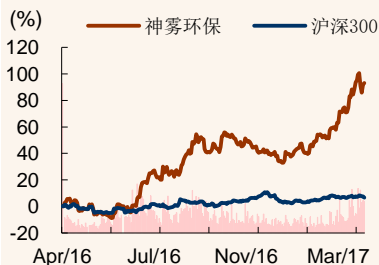
神雾环保订单点评之双欣是什么

基础数据

上证综指	3210
总股本 (万股)	101002
已上市流通股 (万股)	72007
总市值 (亿元)	351
流通市值 (亿元)	250
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
主要股东持股比例	42.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	35	99
相对表现	23	29	92



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《神雾环保 (300156) — 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》2017-03-27
- 2、《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
- 3、《神雾环保 (300156) — 大项目正常推进, 利润率水平超出预期, 高

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

3月30日, 神雾环保发布公司及其全资子公司重大合同签订公告。3月29日, 神雾环保及其全资子公司洪阳冶化共同与内蒙古双欣节能签订了《内蒙古双欣节能科技有限公司6×48MVA蓄热式电石生产线及副产尾气综合利用项目总包合同》, 合同总金额31亿元。

- **工程承包范围:** 电石装置 (原料处理单元+预热炉单元+碳材烘干单元+电石生产单元+石灰生产单元+干馏煤气净化单元); 全厂公辅系统; 乙二醇装置区等。
- **工程预计工期 30 个月, 按正常工期, 这一项目预计将对 2017、2018、2019 年业绩产生积极影响。**

点评:

1、双欣节能的单一股东内蒙古双欣化工与双欣集团属内蒙古双欣资源控股有限公司同一控制下的公司。而双欣集团为主体信用等级 AA, 总资产近 200 亿, 净资产 75 亿的大型化工集团。

双欣节能的单一股东内蒙古双欣化工有限责任公司与内蒙古双欣能源化工有限公司 (以下简称“双欣集团”) 属内蒙古双欣资源控股有限公司同一控制下的公司。

双欣集团成立于 2000 年 7 月, 位于内蒙古鄂尔多斯市棋盘井工业园区, 主要经营可降解高分子聚乙烯醇 (PVA)、高强高模纤维、聚乙烯醇膜、聚乙烯醇缩丁醛 (PVB)、煤基活性炭、电力、煤炭及煤基新材料的研发、生产、销售; 液化天然气 (LNG)、碳化钙的研发、销售; 聚乙烯醇高分子材料产业链及其应用开发、研究; 已基本形成了高分子材料 (PVA)、清洁能源 (LNG)、电力和煤炭等产业板块均衡发展格局, 产业结构完整, 成本优势明显。从双欣集团 2016 年的债券跟踪评级报告可以看到, 双欣集团主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定。双欣集团截至 2016 年 9 月总资产规模达到 196 亿元, 而净资产规模达 75 亿元, 如下表 1 所示。

截至 2016 年 9 月末, 双欣化学拥有电石产能 86 万吨/年。2015 年和 2016 年 1-9 月公司电石产量分别为 89.14 万吨和 65.77 万吨, 同期向双欣环保分别供应电石 21.8 万吨和 20.15 万吨。

而双欣节能的单一股东双欣化工成立于 2000 年 6 月, 主要经营范围为电石生产、销售; 金属硅生产、销售; 经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。

表1：双欣集团财务数据概况

	2013	2014	2015	2016.9
总资产 (亿元)	164.21	172.84	191.45	196.16
所有者权益合计 (亿元)	60.43	67.52	74.25	75.44
总负债 (亿元)	103.78	105.32	117.2	120.72
总债务 (亿元)	80.37	94.43	109.06	114.69
营业总收入 (亿元)	67.81	75.02	79.81	60.75
净利润 (亿元)	5.49	4.93	3.93	1.22
EBIT (亿元)	12.53	12.52	10.59	-
EBITDA (亿元)	16.34	17.24	14.98	-
经营活动净现金流 (亿元)	8.85	13.5	8.51	3.13
营业毛利率 (%)	23.35	24.29	19.51	16.4
总资产收益率 (%)	7.97	7.43	5.82	-
资产负债率 (%)	63.2	60.94	61.22	61.54
总资本化比率 (%)	57.08	58.31	59.5	60.32
总债务/EBITDA (X)	4.92	5.48	7.28	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.69	2.51	2.38	-

资料来源：双欣集团短融券跟踪评级报告，招商证券

此外，同属双欣资源控股旗下还有内蒙古双欣环保材料股份有限公司（双欣 PVA 循环经济产业基地），是内蒙古最完整煤化工产业链企业之一，也是全国唯一 PVA 完整产业链企业（煤炭/石灰石开采—发电厂—电石乙炔—醋酸乙烯—PVA—PVA 纤维）。双欣环保 PVA 产能在全国排名第四。如下表 2 所示。

表2：2015年我国主要PVA生产厂家产能情况（万吨/年）

生产厂家名称	产能
安徽皖维高新材料股份	25.00
中石化集团四川维尼纶厂	16.50
宁夏大地化工有限公司	13.00
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	11.00
中石化长城能源化工（宁夏）有限公司	10.00
山西三维集团股份有限公司	10.00
长春（江苏）化工有限公司	10.00
湖南湘维有限公司	9.50
福建纺织化纤集团有限公司	6.00
兰州新西部维尼纶有限公司	5.50
贵州水晶有机化工集团公司	5.00
中石化上海石化股份有限公司	4.60
江西江维高科技股份有限公司	4.00
合计	130.10

资料来源：招商证券

2、继首个港原项目之后，技术再获第三方认可，第三方电石改造市场亦终将开启

2014 年，神雾环保与港原化工签订首个电石节能改造项目，2015 年 10 月，港原二期项目签订，2016 年 3 月港原电石新工艺一期项目投产后，神雾环保先后签订新疆胜沃、

内蒙乌海、内蒙包头等多个大规模电石新工艺新建项目，但这些项目均与神雾集团相关，市场对于神雾环保与集团之间的关联交易有颇多质疑。

而此次双欣节能项目签订是公司 2016 年以来首个第三方订单落地，且双欣集团在业内口碑良好，资产雄厚，将为公司技术在行业内再添一背书，对于第三方电石改造市场的开启有重要意义。

随着公司第三方项目的逐渐增加，第三方电石改造 600-700 亿市场也终将开启。按 15% 净利率测算，第三方电石改造市场将有 90-105 亿利润空间，2016 年神雾环保净利润还仅为 7 亿元，其中第三方相关利润仅为 1 亿元（1 期合同能源管理 0.4 亿元，2 期改造工程约 0.6 亿元，来源 2016 年年报），故仅第三方电石改造市场就仍有较大利润提升空间。

3, 电石改造之外，神雾环保业务已延伸至化工链条，对应万亿级市场

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。而此次双欣项目，在电石新建的同时，也将提供乙二醇装置，是公司业务向化工链条的第二次延伸。

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。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，业务向化工领域的延伸将带来的新增市场空间也至少是之前的 1.5 倍。

4, 在手订单充沛，巨大空间保障长期成长，维持“强烈推荐”

截至目前，公司剩余在手未结算合同额约为 180 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 6 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。

结合目前在手订单及预期市场，我们预计 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

平与乙炔法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。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，我们按 2018 年 25 倍 PE 估值给予一年期目标价至 62.75 元，对应 635 亿市值。

表 3：神雾环保订单结算进度预期及盈利测算

签署日期	项目名称	税前金额 (万元)	模式	收入确认 (万元)		净利润 (万元)	
				2016 年	2017 年	2016 年	2017 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	4419	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	7999		
(一) EMC 合计				4419	13303	2431	8169
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	23507	0		
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	7190	0		
2015/4/25	40 万吨/年电石项目 PC 合同	108635	PC	37140	55710		
2015/10/8	内蒙古港原化工有限公司 6×33000KVA 电石炉技改年产 1 亿 Nm ³ LNG 项目	55046	EPC	24935	0		
2015/11/16	新疆博力拓矿业有限责任公司 5×600t/d 石灰窑工程 EPC 总承包合同	46847	EPC	32032	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	121863	121863		
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	133851	200777		
预期新建市场-2017	其他 PE 项目的电石工段	1370303	EPC		137030		
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	131862	323670		
(二) EPC+PC 合计				512381	848420	76857	127263
(三) 管式加热炉与特种装备				68019	62921	6802	6292
合计				584819	924644	86090	141724
EPS (元/股)						0.85	1.4

资料来源：公司公告，招商证券

5、风险提示：项目进度低于预期的风险，创业板政策和市场风险。

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

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。