

**2017年04月27日**
**神雾节能 (000820.SZ)**
**公司快报**

证券研究报告

造纸

## 先进技术带来充足订单，期待未来业绩释放

■**技术获市场认可，项目持续推进，年报业绩高增长：**据公司 2016 年年报，公司营业收入 8.65 亿元，同比增长 32.14%；归母净利润 3.33 亿元，同比增长 94.47%；扣非后归母净利润 3.27 亿元，同比增长 107.8%；每股收益 0.75 元/股。公司 2016 年进行重大资产重组，公司购买江苏院 100% 股权，江苏院成为公司全资子公司，江苏院 2016 年扣非归母净利润 3.44 亿元，超额完成 2016 年承诺业绩（3 亿元）。业绩大幅增长原因：（1）江苏院存量项目工程持续推进，带来业绩释放；（2）公司的三大直接还原清洁冶炼创新技术不断获得市场认可，带来销售收入增长。

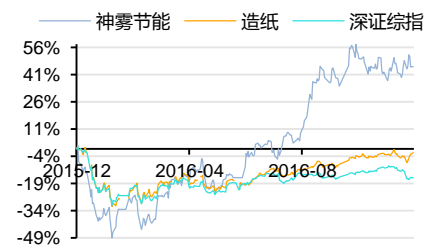
■**毛利率大幅提升，盈利能力强：**公司 2016 年毛利率达 61.95%，较 2016 年水平提高 73.24%，原因：（1）公司工程总承包业务营业成本同比下降 64.12%；（2）毛利率较高的设备销售（毛利率 70.51%）和工程咨询设计（毛利率 76.36%）合计营收占比较大，达 78.93%。公司销售费用率和财务费用率保持稳定，管理费用率同比增长近 5 个百分点，达 11.99%，原因：随着公司业务量增加，相应的人员数量及薪酬增加；公司加大研发投入，研发投入同比增长 132%，研发投入占比增 2.47 个百分点；此外，2016 年产生重大资产重组中介费，新增办公楼租赁费。公司 2016 年管理费用 1.04 亿元，同比增加 125.83%。

■**一季报业绩抢眼，现金流大幅改善：**据公司一季报，公司实现营业收入 1.5 亿元，同比增长 0.76%；归母净利润 7313.98 万元，同比增长 68.32%；扣非后归母净利润 7411.81 万元，同比增长 83.84%。公司业绩抢眼，存量项目持续推进，技术获得市场认可，业绩持续释放。据公司 2016 年年报，至 2016 年底，公司第一大客户应收账款 5.12 亿元尚未结算，公司应收账款 6.25 亿元，同比增长 32.84%，公司 2016 年经营性现金流净额 -1.04 亿元，同比下降 122.60%。2017 年一季度，2016 年度大河项目 4.93 亿元应收账款回款，公司经营性现金流净额 3.21 亿元，同比增加 4853%，现金流大幅改善。

■**先进技术项目投产带来示范效应，在手订单充足，增厚未来业绩：**公司金川一期项目于 2016 年 12 月竣工投产，该项目是全球首条铜尾矿综合利用项目，其投产标志着神雾蓄热式转底炉（SRF）直接还原清洁冶炼技术的实质落地，为公司带来示范效应。公司核心技术包括蓄热式转底炉、氢气竖炉等，“蓄热式转底炉处理铜、镍渣回收铁、锌成套工艺及装备产业化”经中国有色金属工业协会鉴定达到国际领先水平。依托核心技术，公司在手订单超百亿，保障公司未来业绩高增长。据公司公告，公司主要在手订单包括金川二期（镍渣项目，8.01 亿）、山东尼克尔项目（26.09 亿元）、山西美锦项目（8.3 亿元）、中晋太行项

**投资评级 买入-A**  
**维持评级**
**6 个月目标价： 47 元**  
**股价 (2016-04-26) 39.25 元**
**交易数据**

总市值(百万元)	25,011.87
流通市值(百万元)	8,669.54
总股本(百万股)	637.25
流通股本(百万股)	220.88
12 个月价格区间	13.26/44.98 元

**股价表现**


资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.97	7.26	32.71
绝对收益	2.94	6.4	17.66

**邵琳琳**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoll@essence.com.cn

021-35082107

**周喆**

报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn

021-35082029

**相关报告**

目 (3.34 亿元)、河池南方项目 (3.5 亿元)、印尼 SOLWAY 项目 (2.93 亿美元)、大河项目 (5.65 亿美元) 等。

■ **投资建议：**随着下游钢铁、有色等行业供给侧改革推进和环保税开征等因素促环保监管趋严，大宗固废利用景气度有望持续提高。我们看好公司存量项目推进带来业绩释放，公司大宗固废利用技术先进，不断获得市场认可，为未来获取订单打下坚实基础。公司成长性突出，神雾集团承诺江苏院 2017-2018 年扣非后归母净利润分别不低于 4 亿元和 5 亿元。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.97、1.67、2.53 元，对应 PE 为 40.5X、23.5X、15.5X，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 47 元。

■ **风险提示：**大宗商品价格波动，项目推进不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	243.2	865.4	1,533.2	2,593.5	3,995.9
净利润	11.5	333.3	618.1	1,063.1	1,613.9
每股收益(元)	0.02	0.52	0.97	1.67	2.53
每股净资产(元)	0.41	1.15	3.01	4.67	7.20

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	2,183.5	75.0	40.5	23.5	15.5
市净率(倍)	95.0	34.2	13.0	8.4	5.5
净利润率	4.7%	38.5%	40.3%	41.0%	40.4%
净资产收益率	4.4%	45.5%	32.2%	35.7%	35.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.6%	176.6%	102.8%	271.0%	102.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1: 公司项目最新进度

项目名称	公司参与环节	产能	金额(万元)	项目进度	项目类型
山西美锦项目	工程总承包	年产 40 万吨不锈钢原材料项目	83000	因业主方股东原因, 项目暂缓	矿产资源综合利用
金川一期	工程总承包	年处理 80 万吨铜尾弃渣综合利用项目	78838	已于 2016 年 12 月投产	大宗工业固废资源综合利用
金川二期	工程总设计+工程总设计	年处理 80 万吨镍渣综合利用项目	80157	已开始场地平整工作	大宗工业固废资源综合利用
山东尼克尔项目	工程总设计+工程总设计+专利实施许可	年产 25 万吨镍铁合金项目	260926	设计基本完工, 正在进行地基处理	矿产资源综合利用
中晋太行项目	工程设计+工程设备+工程管理+工程建安	30 万吨/年焦炉煤气制还原铁工程	33427.6	工程设计工作已接近尾声, 采购及施工正有序开展	节能环保流程再造
河池南方项目	建筑安装+设备购置+工程设计	30 万吨/年铅锌冶炼渣多金属回收项目	35000	前正在进行项目前期工作	大宗工业固废资源综合利用
印尼 SOLWAY 项目	工程设计+工程供货+工程施工	年处理 80 万吨红土镍矿项目	29300 万美元	目前业主方正在与金融机构洽谈融资	大宗工业固废资源综合利用
大河项目	工程设计+工程供货+建筑安装	年处理 160 万吨红土镍矿冶炼项目	56500 万美元	项目设计、设备采购工作正在有序开展中	大宗工业固废资源综合利用
<b>金额合计</b>				<b>571349.56 万元+85,800 万美元</b>	

资料来源: 公司公告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	243.2	865.4	1,533.2	2,593.5	3,995.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	200.1	329.2	611.7	1,029.7	1,610.6	营业收入增长率	-20.3%	255.9%	77.2%	69.2%	54.1%
营业税费	1.8	2.2	7.4	12.7	16.4	营业利润增长率	-92.1%	-47949.8	85.9%	72.8%	52.2%
销售费用	9.0	11.2	19.5	32.3	50.8	净利润增长率	412.3%	2809.6%	85.5%	72.0%	51.8%
管理费用	48.5	103.7	185.6	317.1	483.8	EBITDA 增长率	45.7%	1047.9%	79.1%	69.3%	52.0%
财务费用	1.6	3.0	-16.2	-47.5	-71.4	EBIT 增长率	-108.5%	47791.5	80.4%	70.1%	52.3%
资产减值损失	-17.0	29.2	5.9	6.0	13.7	NOPLAT 增长率	-94.7%	33930.9	80.0%	70.1%	52.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.7%	209.2%	-35.5%	304.0%	5.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.7%	178.1%	162.3%	55.2%	54.0%
<b>营业利润</b>	-0.8	386.8	719.2	1,243.1	1,892.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	10.4	4.5	8.0	7.6	6.7	毛利率	17.7%	62.0%	60.1%	60.3%	59.7%
<b>利润总额</b>	9.6	391.3	727.2	1,250.7	1,898.7	营业利润率	-0.3%	44.7%	46.9%	47.9%	47.3%
减:所得税	-1.9	58.0	109.1	187.6	284.8	净利率	4.7%	38.5%	40.3%	41.0%	40.4%
<b>净利润</b>	11.5	333.3	618.1	1,063.1	1,613.9	EBITDA/营业收入	14.2%	45.8%	46.3%	46.4%	45.7%
						EBIT/营业收入	0.3%	45.0%	45.9%	46.1%	45.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	406	55	1	0	0
货币资金	1.3	269.5	1,496.3	1,423.1	2,965.0	流动营业资本周转天数	130	135	126	152	150
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	358	292	417	431	425
应收账款	97.1	630.3	382.5	1,532.2	1,450.6	应收账款周转天数	128	151	119	133	134
应收票据	1.6	-	18.2	9.8	22.9	存货周转天数	143	24	48	47	41
预付账款	55.6	230.2	115.7	547.0	568.2	总资产周转天数	1,025	396	434	442	430
存货	96.9	20.9	387.7	296.0	611.1	投资资本周转天数	254	160	112	131	140
其他流动资产	1.5	1.1	2.0	1.5	1.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	35.4	-	23.6	19.6	14.4	ROE	4.4%	45.5%	32.2%	35.7%	35.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	27.6%	24.8%	27.4%	28.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	0.6%	176.6%	102.8%	271.0%	102.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	258.5	6.0	3.2	0.4	-2.4	销售费用率	3.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%
在建工程	56.6	-	-	-	-	管理费用率	20.0%	12.0%	12.1%	12.2%	12.1%
无形资产	53.7	38.9	34.4	29.9	25.4	财务费用率	0.7%	0.3%	-1.1%	-1.8%	-1.8%
其他非流动资产	38.5	10.2	26.1	22.8	17.6	三费/营业收入	24.3%	13.6%	12.3%	11.6%	11.6%
<b>资产总额</b>	696.8	1,207.2	2,489.6	3,882.3	5,674.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	125.0	-	-	-	资产负债率	62.2%	39.4%	22.9%	23.3%	19.2%
应付账款	51.9	197.6	240.8	496.7	679.6	负债权益比	164.7%	64.9%	29.7%	30.3%	23.7%
应付票据	-	13.6	4.2	14.7	24.8	流动比率	1.83	2.43	6.45	5.15	5.82
其他流动负债	86.5	138.3	127.4	227.7	261.7	速动比率	1.13	2.38	5.41	4.75	5.18
长期借款	-	0.4	-	-	-	利息保障倍数	0.50	129.72	-43.41	-25.15	-25.48
其他非流动负债	295.1	0.2	197.4	164.2	120.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	433.5	475.2	569.8	903.3	1,086.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	287.8	91.2	637.2	637.2	637.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-24.6	640.8	1,282.6	2,341.8	3,950.4						
<b>股东权益</b>	263.2	732.0	1,919.8	2,979.0	4,587.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.02	0.52	0.97	1.67	2.53
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	0.41	1.15	3.01	4.67	7.20
净利润	11.5	333.3	618.1	1,063.1	1,613.9	PE(X)	2,183.5	75.0	40.5	23.5	15.5
加:折旧和摊销	33.7	8.9	7.3	7.3	7.3	PB(X)	95.0	34.2	13.0	8.4	5.5
资产减值准备	-17.0	29.2	-	-	-	P/FCF	-1,199.5	362.2	35.9	-327.1	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	102.9	28.9	16.3	9.6	6.3
财务费用	0.8	25.4	-16.2	-47.5	-71.4	EV/EBITDA	131.5	6.3	33.0	19.6	12.0
投资损失	-	-	-	-	-	CAGR(%)	352.8%	69.2%	551.4%	352.8%	69.2%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	6.2	1.1	0.1	0.1	0.2
营运资金的变动	-16.5	-783.5	182.5	-1,143.9	-79.7	ROIC/WACC	0.1	16.8	9.8	25.8	9.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	-0.3	-104.0	791.8	-121.0	1,470.1	REP	405.1	0.3	6.4	0.6	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6.7	364.2	-23.6	3.9	5.2						
<b>融资活动产生现金流量</b>	1.3	-123.2	458.5	43.9	66.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034