

强烈推荐-A (维持)

神雾节能 000820.SZ

目标估值: 60.99 元

当前股价: 39.25 元

2017 年 04 月 27 日

纯阳看年报之关于神雾节能年报的四点分析

基础数据

上证综指	3141
总股本 (万股)	63725
已上市流通股 (万股)	22088
总市值 (亿元)	250
流通市值 (亿元)	87
每股净资产 (MRQ)	1.1
ROE (TTM)	45.5
资产负债率	39.4%
主要股东	神雾科技集团股份有
主要股东持股比例	54.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	41	135
相对表现	-7	38	127

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《神雾节能 (000820) —16 年业绩快报及 17 年一季报业绩预告点评, 小幅上调一年期目标价格》2017-04-16
- 2、《神雾节能 (000820) —董事更迭, 凤落梧桐》2017-03-09
- 3、《神雾节能 (000820) —钢铁有色固废环保税征收在即, 钢铁氢气竖炉冶炼方面有望实现突破》

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节能年报进行了立体分析。公司 2016 年境外设备销售类项目结算占比大, 综合净利率高达 38%, 我们预计稳态下, 公司长期净利率可达 20% 以上。2016 年应收账款占比较大, 2017 年一季报已大幅回款。目前在手订单充沛, 预付账款更体现了高增长端倪, 维持强烈推荐。

- **利润表分析: 收入增长 32%、净利润增长 95%, 净利率大幅提升来自于毛利率提升, 而毛利率提升的主要原因在于高毛利率的境外、设备销售类项目占比提升。**2016 年, 公司实现营业收入 8.7 亿元, 同比增长 32%, 归属净利润 3.3 亿元, 同比增长 95%, 净利率高达 38%。其中, 境外项目收入占比达 74%; 设备销售类业务占比达 57%。叠加境外、设备销售业务类型两大高毛利率因素, 境外项目 6.4 亿收入对应有 72.4% 的高毛利率水平, 促进了公司 2016 年毛利率、净利率的大幅提升。未来, 公司境内 EPC 项目综合毛利率预计在 35% 左右, 对应净利率可达 20%。
- **订单分析: 在手订单充沛, 存量项目持续推进将保证 2017-2018 年继续高速增长。**目前神雾节能拥有在手订单也逾 100 亿, 2016 年 12 月金川项目投产发布会后, 大量新增订单在 2017 年兑现可以预期。而仅从目前已有的存量项目来看, 正常进度推进也将保证公司 2017-2018 年的高速增长, 我们预计 2017-2018 年, 公司将实现营业收入分别为 31.46 亿元、55.41 亿元。
- **现金流状况分析: 2016 年境外项目回款较慢影响 2016 年现金流状况, 但 2017 年一季度已回款大部分, 现金流状况大幅改善; 2016 年预付账款大幅增长, 透露未来高增长端倪。**2016 年, 公司现金流状况变差, 但主要是由于境外项目的回款相对偏慢, 公司 2016 年应收账款中 87% 为一年以内应收账款, 主要来自于境外项目 (客户一), 而从 2017 年一季度来看, 境外项目已大量回款, 应收账款已从 6.2 亿元减少至 2.2 亿元, 现金流状况已大幅改善。此外, 2016 年末, 公司预付账款达 2.3 亿元, 2017 年一季度, 预付账款达 2.9 亿元, 较 2015 年 0.2 亿元有大幅增长。预付账款主要是为未来项目开展、收入确认做的支付准备, 因此, 预付账款的大幅增长透露了公司未来高增长的端倪。
- **业务方向及盈利预测: 神雾节能生产工艺可解决低品位矿冶炼、矿渣利用等多个冶炼中的世界级难题, 按我国目前粗钢、镍、钒、钛、铬、铁、固废等消费量来估算, 我国清洁冶炼节能技术有 3.2 万亿改造市场空间; 而对应到全球, 则有 6.4 万亿技术改造空间, 长期空间巨大。我们预计公司 2017-2018 年有望实现收入分别为 31.46 亿元、55.41 亿元, 对应归属净利润分别为 6.3 亿元、11.1 亿元, 目前可给予 2018 年 35 倍 PE 估值, 对应 389 亿市值, 对应一年期目标价 60.99 元, 维持“强烈推荐-A”评级。**
- **风险提示: 项目进度低于预期的风险, 市场风险。**

事件：

神雾节能发布年报，2016 年度，公司实现营业收入 8.7 亿元，同比增长 32%；实现归属净利润 3.3 亿元，同比增长 95%，业绩符合预期。

同时，公司发布 2017 年一季报，2017 年一季度公司实现收入 1.5 亿元，同比增长 0.8%；实现归属净利润 7314 万元，同比增长 68%。

评论：

一、利润表分析：收入增长 32%、净利润增长 95%，净利率大幅提升来自于毛利率提升，而毛利率提升的主要原因在于高毛利率的境外、设备销售类项目占比提升

(1) 境外、设备销售类业务占比大幅提升，是毛利率、净利率提升的主因。

2016 年，公司实现营业收入 8.7 亿元，同比增长 32%，归属净利润 3.3 亿元，同比增长 95%，净利率高达 38%。其中，境外项目收入占比达 74%；设备销售类业务占比达 57%。从收入的分业务类型构成来看，境外项目的 6.4 亿收入预计大部分为高毛利率的设备销售类业务，因此，叠加境外、设备销售业务类型两大高毛利率因素，境外项目 6.4 亿收入对应有 72.4%的高毛利率水平，促进了公司 2016 年毛利率、净利率的大幅提升。

表 1：2016 年神雾节能收入构成及分业务毛利率情况

项目	2016 年			2015 年		
	收入 (元)	占总收入比重	毛利率	收入 (元)	占总收入比重	毛利率
分业务类型						
工程总承包	182,300,401.33	21.07%	23.94%	543,116,020.45	82.93%	28.85%
设备销售	496,605,247.52	57.39%	70.51%	-	-	-
工程咨询设计	186,354,665.47	21.54%	76.36%	109,100,513.66	16.66%	76.01%
其他业务形式	90,429.50	0.01%	-	2,653,905.89	0.41%	-
分地区						
境内	227,235,296.30	26.26%	32.63%	648,801,445.85	99.07%	36.27%
境外	638,115,447.52	73.74%	72.40%	6,068,994.15	0.93%	74.04%
合计	865,350,743.82	100.00%		654,870,440.00	100.00%	

资料来源：公司公告，招商证券

(2) 境内业务毛利率下降与 EPC 不同工段毛利率差异有关。

2016 年，公司境内业务毛利率为 32.6%，较 2015 年 36.3%的毛利率同比下降了 3.7 个百分点。而境内业务收入结算主要来自于金川一期 EPC 项目（7.88 亿），2016 年该部分业务毛利率的下降与金川项目 2015 年主要结算毛利率较高的 EP 段，而 2016 年主要结算毛利率较低的 C 段业务有关。

(3) 未来境内总包项目毛利率均值水平可参考 2015、2016 年整体水平，约 35%，对应净利率预计可达 20%。

公司未来境内总包项目毛利率均值水平需要按照 EPC 全工段考虑，因此可参考 2015、2016 年境内业务的整体综合水平，约 35%，而随着收入扩张，各项费用率还有下降可能，预计对应净利率可达 20%。

表 2: 神雾节能工程总包业务全 EPC 段综合毛利率测算

	营业收入 (元)	营业成本 (元)	毛利率
2015 境内 (主要为 EP 段)	648,872,919.19	413,543,238.57	36.27%
2016 境内 (主要为 C 段)	227,235,296.30	153,093,706.92	32.63%
2015-2016 年境内全 EPC 段综合	876,108,215.49	566,636,945.49	35.32%

资料来源: 公司公告, 招商证券

二、订单分析: 在手订单充沛, 存量项目持续推进将保证 2017-2018 年继续高速增长。

目前神雾节能拥有在手订单也逾 100 亿, 2016 年 12 月金川项目投产发布会后, 大量新增订单在 2017 年兑现可以预期。而仅从目前已有的存量项目来看, 正常进度推进也将保证公司 2017-2018 年的高速增长, 我们预计 2017-2018 年, 公司将实现营业收入分别为 31.46 亿元、55.41 亿元, 具体项目结算进度如下表 1 所示。

表 3: 神雾节能在手及可能较大的订单结算预期

实施地点	项目名称	项目内容	业务板块	合同金额 (亿元)	预计收入结算 (亿元)	
					2017	2018
境内	山西美锦项目	年产 40 万吨不锈钢原材料项目	矿产资源综合利用	8.3	2.56	4.36
	金川一期	年处理 80 万吨铜尾渣综合利用	大宗工业固废资源综合利用	7.88		
	金川二期	年处理 80 万吨镍尾渣综合利用	大宗工业固废资源综合利用	8.02	4.80	2.06
	山东尼克尔项目	年产 25 万吨镍铁合金项目	矿产资源综合利用	24.66	7.38	13.70
	中晋太行项目	30 万吨/年焦炉煤气制还原铁工程	节能环保流程再造	3.34	1.43	1.43
境内合计				52.2		
境外	印尼 SOLWAY 项目	年处理 80 万吨红土镍矿项目	大宗工业固废资源综合利用	2.93 亿美元	1.63	4.88
	大河项目	年处理 180 万吨红土镍矿项目	大宗工业固废资源综合利用	5.65 亿美元	3.75	6.25
境外合计				85800 万美元		
重组报告书之后签订	中铝赤泥资源化利用项目	年处理赤泥 30 万吨	大宗工业固废资源综合利用	8.2	3.50	3.50
合计				8.2		
可能性较大订单	金川项目周边冶金矿渣	500 万吨	大宗工业固废资源综合利用	50	6.41	19.23
	宝钢	待定	节能环保流程再造			
收入结算合计					31.46	55.41

资料来源: 重组说明书、公司公告, 招商证券

三、现金流状况分析：2016 年境外项目回款较慢影响 2016 年现金流状况，但 2017 年一季度已回款大部分，现金流状况大幅改善；2016 年预付账款大幅增长，透露未来高增长端倪。

2016 年，公司现金流状况变差，销售商品、提供劳务收到的现金 5.1 亿元，同比下降 47%，占收入比重为 59%；应收账款达到 6.2 亿元，同比增长 313%，应收账款占收入比重为 72%，同比 2015 年提升 49 个百分点。但是 2016 年现金流的转差主要是由于境外项目的回款相对偏慢，公司 2016 年应收账款中 87% 为一年以内应收账款，主要来自于境外项目（客户一），而从 2017 年一季度来看，境外项目已大量回款，应收账款已减少至 2.2 亿元，现金流状况已大幅改善。

此外，在公司的资产负债表中，还值得关注的一项较大变化来自于预付账款，2016 年末，公司预付账款达 2.3 亿元，2017 年一季度，预付账款达 2.9 亿元，较 2015 年 0.2 亿元有大幅增长。预付账款主要是为未来项目开展、收入确认做的支付准备，因此，预付账款的大幅增长透露了公司未来高增长的端倪。

表 4：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	一年以内应收占比	预付账款
2015	9.7	148.12%	1.5	23%		0.2
2016	5.1	58.94%	6.2	72%	87%	2.3
YOY	-47%	-89.19pct	313%	49pct		1050%
2017Q1	5.1	338.27%	2.2			2.9

来源：公司公告，招商证券

四、业务方向及盈利预测：市场空间巨大，新董事长上任后神雾节能与宝武集团及钢铁领域大型客户深度合作潜力更大，业绩持续高增长将快速消化估值，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 60.99 元。

神雾节能主营业务包括 3 块：大宗工业固废综合处理，矿产资源清洁冶炼和节能环保流程再造，其主要客户都集中在钢铁冶金领域。2017 年 3 月 30 日，神雾节能发布公告，选举宋彬先生为新任董事长。宋彬先生自 1994 年毕业于鞍山钢铁学院冶金机械系后，即一直任职于宝钢集团之中，在宝钢集团长达二十余年的工作经历为其积攒了宝钢集团、以及钢铁产业内充足人脉，将为神雾节能钢铁冶金领域客户资源带来极大补充，未来将促进神雾节能公司与宝武集团大客户展开更多深度合作、也将促进神雾节能在钢铁产业内的更多深度合作，未来，神雾节能的市场拓展及业务发展前景将更加明朗。

图1：江苏院的业务板块及核心竞争力



资料来源：招商证券

如果说神雾环保是对石化工艺的技术颠覆，神雾节能则是对冶金生产工艺的技术革命，其生产工艺可解决低品位矿冶炼、矿渣利用等多个冶炼中的世界级难题，按我国目前粗钢、镍、钒、钛、铬、铁、固废等消费量来估算，我国清洁冶炼节能技术有 3.2 万亿改造市场空间；而对应到全球，则有 6.4 万亿技术改造空间，神雾节能长期空间巨大。

图2：神雾节能清洁冶炼技术市场空间



资料来源：神雾节能发布会，招商证券

根据我们对项目进度的预测，我们预计公司 2017-2018 年有望实现收入分别为 31.46 亿元、55.41 亿元，对应归属净利润分别为 6.3 亿元、11.1 亿元。未来，公司凭借技术的高度领先性，将长期独享万亿大市场，带动业绩持续高增长、并快速消化估值。目前可给予 2018 年 35 倍 PE 估值，对应 389 亿市值，对应一年期目标价 60.99 元，维持“强烈推荐-A”评级。

4、风险提示：项目进度低于预期的风险，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。

戈隽雅：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。