

强烈推荐-A (维持)

神雾环保 300156.SZ

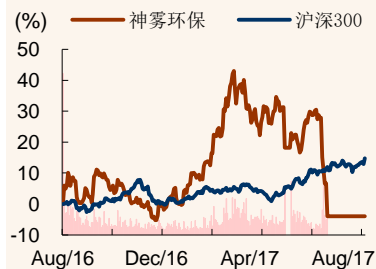
目标估值: 62.75 元
当前股价: 24.16 元
2017 年 08 月 25 日

基础数据

上证综指	3332
总股本 (万股)	101002
已上市流通股 (万股)	72180
总市值 (亿元)	244
流通市值 (亿元)	174
每股净资产 (MRQ)	2.8
ROE (TTM)	30.3
资产负债率	55.4%
主要股东	神雾科技集团股份有限公司
主要股东持股比例	42.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		-16	-4
相对表现		-23	-16



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《神雾环保 (300156) —港原调研—从港原以及电石说开去》2017-06-12
- 2、《神雾环保 (300156) —霸州调研—乙炔加氢制乙烯项目可行性和经济性》2017-06-09
- 3、《神雾环保 (300156) —神雾环保保点点评之双欣是什么》2017-03-31

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

扣非利润高速增长, 盈利能力持续提升, 现金回流改善

事件:

神雾环保发布 2017 年中报, 2017 年上半年, 公司实现营业收入 20.6 亿元, 同比增长 83%; 实现归属净利润 4 亿元, 同比增长 59%; 扣非后实现归属净利润 4 亿元, 同比增长 111%; 业绩增速符合预期。

评论:

1、扣非后归属净利润实现大幅增长, 下半年利润确认将更多。乌海项目快速推进, 成为业绩贡献主要来源。

2017 年上半年, 公司实现营业收入 20.6 亿元, 同比增长 83%; 实现归属净利润 4 亿元, 同比增长 59%。由于 2016 年上半年, 神雾环保归属净利润中包含转让圣雄股权的 5000 万收益, 非经常性损益较多, 因此, 如果 2016 年中期 2.5 亿净利润中扣除非经常性损益后, 实际扣非净利润基数为 1.9 亿元; 而 2017 年中报的 4 亿归属净利润中非经常性损益影响极小, 因此扣非归属净利润仍有 4 亿元, 对应扣非后净利润同比增速为 111%, 业绩大幅增长。

从上、下半年的净利润贡献来看, 下半年往往利润贡献更大。2016 年上半年, 公司扣非后归属净利润为 1.9 亿元, 2016 年下半年, 公司扣非后归属净利润为 4.2 亿元。下半年利润超过上半年的 2 倍。2017 年利润确认季度变化趋势预计与 2016 年类似, 我们认为年度完成我们对其全年的利润预测概率较大。

从各项目具体结算情况来看, 2017 年上半年, 乌海项目迅速推进, 合计贡献收入达到 12 亿元, 占比达 60%, 是业绩贡献的主要来源。此外, 新疆胜沃、港原二期、包头、博力拓等均在顺利推进。

表 1: 2017 年上半年神雾环保重点贡献收入项目情况 (单位: 万元)

项目名称	合同金额	本期确认收入
新疆胜沃 40 万吨/年电石工程供货及施工	101100	10079.3
内蒙古港原 6×33000KVA 电石炉技改年产 1 亿 Nm ³ LNG 项目 PC 合同	73046	11475.9
新疆博力拓 5×600t/d 石灰窑工程	46847	3541.0
长焰煤分质利用化工一体化示范项目 (二期) 密闭电石炉及其配套炉气净化装置	43639	7237.9
长焰煤分质利用化工一体化示范项目 (二期) PC	241520	14790.1
乌海神雾 40 万吨/年 PE 多联产示范项目设备合同	60573	12687.5
乌海神雾 40 万吨/年 PE 多联产示范项目 EPC	330942	86617.7
乌海洪远新能源科技乙炔化工新工艺 40 万吨/年多联产释放项目工程采购施工总包 (化产段)	594749	20513.5
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) PC	385866	26645.0
合计		193587.9

来源: 公司公告, 招商证券

2、技术溢价保障综合毛利率稳定在高位，费用率及资产减值率下降提升净利率

2017 年上半年，神雾环保综合毛利率为 32.6%，较去年同期 33% 基本持平。从分业务毛利率来看，除了毛利率高达 95% 的设计及技术服务业务 2017 年上半年毛利率同比有所下降外，其他业务毛利率均有提升。尤其是合同能源管理项目毛利率提升显著，合同运营管理项目收益与公司技术的可行性和成本节省情况密切相关，而该业务毛利率的显著提升也是公司技术可靠性的证明。

表 2：2017 年上半年神雾环保收入构成及分业务毛利率变化

序号	分项	营业收入	收入占比	收入同比	毛利率	毛利率同比
1	设计及技术服务	56,740,286	2.7%	-5.40%	94.99%	下降 2.6pct
2	工程总包	1,947,507,075	94.4%	102.30%	30.25%	增加 0.6pct
3	资源综合利用及其他	33,036,750	1.6%	54.40%	38.25%	增加 13.5pct
4	合同能源管理项目效益	25,006,233	1.2%	41.50%	66.15%	增加 25.5pct
5	设备销售	1,757,301	0.1%	-97.20%	29.93%	增加 5.7pct

来源：公司公告，招商证券

从净利率来看，2017 年上半年，神雾环保净利率为 19.7%，表观上看，较 2016 年同期 22.6% 的水平有所下降，但实际上，2016 年同期净利润中包含 5000 万圣雄股权出售的投资收益，若扣除 5000 万投资收益后，2016 年实际销售净利率约为 18%，因此，2017 年上半年，神雾环保的销售净利率同比是提升的，而净利率的提升主要来自于管理费用率的下降以及资产减值损失率的降低。

- **费用率下降：**2017 年上半年，公司销售费用率同比增长 0.12 个百分点；财务费用率同比下降 0.11 个百分点；管理费用率同比下降 1.9 个百分点。
- **资产减值损失率下降：**2017 年上半年，公司资产减值损失占收入比重从 4.87% 下降至 2.42%，同比下降 2.45 个百分点。

2017 年上半年，公司净利润中基本不含非经常性损益，均来自于主营业务收入贡献，因此，未来，高净利率水平预计仍是可持续的。

3、中期现金回流较去年同期明显改善，销售商品提供劳务收到的现金占收入比重提升，应收账款占收入比重下降，经营性现金流转正，从 2016 年趋势来看，下半年项目回款预计还会进一步增加，对 EPC 项目回款无需担忧。

2017 年上半年，公司现金回流状况较去年同期明显改善。2017 年上半年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 9.4 亿元，同比增长 551%，远高于收入 83% 的增速。公司销售商品、提供劳务收到的现金占收入比重由 2016 年中期的 13% 提升至 46%。

应收账款余额为 15.4 亿元，虽然同比 2016 年中期增长了 41%，但增幅是远低于收入 83% 的增速的。公司应收账款占收入比重由 2016 年中期的 97% 下降至 75%。且其中一年以内应收占比仍高达 78%，与去年同期 75% 的水平相当。从数据中可以看出两点：一方面，去年同期一年以内应收账款到今年已大量收回，另一方面，今年新增的一年以内应收在一年之内大量回收也是可以预期的。

此外，在应收账款占收入比重下降的同时，公司的应付账款在更大幅度增加，公司应付/应收的比值从 2016 年中期的 51% 提升至 58%，对上游占款增加也促进了公司整体经营性现金流的改善。2017 年上半年，公司经营性现金流净额为 6800 万元，较去年同期负值的情况有大幅改善。

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	应收占营收比重	一年以内应收占比	应付账款	应付/应收
2016	1.4	13%	10.9	97%	75%	5.6	51%
2017	9.4	46%	15.4	75%	78%	9.0	58%
YOY	551%	33pct	41%	-22pct	3pct	60%	7pct

资料来源: Wind, 公司公告

4、在手订单饱满，支撑收入高速增长，第三方订单增加，且业务类型愈加丰富。

(1) 在手订单饱满，对未来业绩增长有良好支撑。

截至目前，神雾环保已新签 EPC 及 PC 合同累计 258 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 218 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 2016 年收入规模的 7 倍，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。

表 4: 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	类别	收入确认 (万元)	
					2017 年	2018 年
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	电石段	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	电石段	5333	
2015/4/25	山西襄矿 40 万吨/年电石项目 PC 合同	108635	PC	电石段		
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	76046	EPC	电石段	19499	
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	电石段	17627	7554
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	电石段	77023	77023
2016/6/24	乌海神雾煤化工科技有限公司 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	电石段	164750	41188
2016/11/28	包头, 80 万吨制聚乙烯项目 (一期)	399866	EPC	电石段	98330	229436
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	化工段	50833	355833
2017/3/30	内蒙古双欣节能 6x48MVA 蓄热式电石生产线及副产尾气综合利用项目总包	310000	EPC	电石段	79487	132479
2017/6/27	新疆能源集团首期 300 万吨托克逊洁净能源多联产项目	280000	EPC+O	热解	95726	143590
预期新建市场-2017	其他 PE 项目的电石工段	2349090	EPC	电石段	26770	200777
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	6242910	EPC	电石段	53908	187671
预期包头项目 PE 段	包头博发稀有新能源科技有限公司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) 二标段	590000	EPC	化工段		151282
EPC+PC 合计					706724	1526832

资料来源: 公司公告, 招商证券

(2) 第三方订单增加，且订单类型不断丰富，技术被市场认可度逐渐提升，市场空间也不断增大。

从订单客户来看，2017 年上半年，公司新增内蒙双欣、新疆能源两个第三方项目，第三订单正在不断增加，说明公司技术的市场认可度正在不断提升。

此外，从订单类型来看，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。2017年6月，公司又获得了新疆能源集团煤热解项目，订单类型也在不断增加，面向市场愈加广阔。

5、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，维持一年期目标价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，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估值给予目标价至62.75元，对应635亿市值。

6、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。

附录：神雾环保 2017 年半年报发布后，我们于 8 月 24 日组织中报电话解读交流会，随报告附上交流会要点

主持人：招商环保公用首席朱纯阳

参会领导：董秘卢总、财务总监刘总、研究院院长丁总

1. 主要项目的进展情况：

主要在执行的几个项目：胜沃一期基本上进入了收尾工作，预计在三季度末达到竣工，四季度的时候有可能进行试生产。港原三期 17 年上半年执行比较快，到 17 年的三季度末也基本上能够达到投产状态，胜沃二期今年的进度相对来说速度稍微缓了一些，到中报的时候我们进度大概有 40%左右。今年上半年主要重点的项目是乌海电石项目，这一块上半年进展还是比较快的，截至到中报的时候，总体的进度已经达到了 65%，预计到 17 年年底，这个总体进度应该还会往前有一个比较大的推进，这是今年上半年重点在执行的总承包几个工程项目。今年上半年新签的与双欣化学合作的双欣节能项目，上半年把工艺包全部做完了，现在正在进行总承包合同的前期准备和设计工作阶段，根据项目的推进预计三季度进度会往前推进。8 月份，我们签订了新疆能源项目，由于属于中报后，这个项目在我们中报里面没有得到体现，希望下半年和新疆能源合作的这个煤热解项目也会继续往前推进，给我们整体的效益增添些色彩，总体来说我们上半年的经营情况就是这样。

2. 乌海项目的政府出资情况：

乌海政府已经开始出资，4 个亿根据项目的进度逐步来出资，第一期出资两个亿已经到位，下半年后面的出资可能今年内就会完成。我们之前讲过的技改基金，政府主导的第三方，我们也紧锣密鼓的推进。未来可能对整个产业链来说具有非常积极的意义。

3. 胜沃一期的回款，二期的建设进展都比较慢，是什么原因：

关于胜沃一期的这个问题，好像和投资者的交流大概都会提到这个问题。胜沃一期的这个合同是很早的一批合同，当时新技术推广，是一条新建的生产线，我们签这个合同的时候，其实是为了推广自己的技术向产业化来走，合同签的时候，条款设定的里面就是有垫资性质的条款，我们这个条款在设备总体全部都完工之后，大概也只能收到 60%的款，后面再逐渐来收。就是说这个合同我们建设完工之时，最多只能收到 60%，后期随着验收期逐渐收。

胜沃二期这个项目推进相对来说比我们预期的可能慢 5%左右，主要是近期维稳的原因，二期项目的收款很不错，结算的金额到现在为止，一期加二期应收账款应该只有 2.4 个亿。

4. 胜沃后续的化产端公司会给到华福，还是神雾环保：

目前看设计应该确实是华福，化产端暂时没有签订，我这边也没有拿到最终确切的消息。

5. 包头 PE 项目有新闻看到 7 月 10 号进行了现场施工，包头政府计划今年完成 22 亿的目标，进度如何：

全面完成，目前看还是有挑战，不过我们会尽量在做，中报可以看到这个项目目前完成量是 7.9%，乌海项目大家也可以看到，16 年半年报时还未开工，年报时完成量是 30%，17 年半年报时是 65%。大数上看包头也可以按照这个进度预期，不过也要配合资金配套情况。

6. 关于无汞 PVC 的水俣公约对公司和传统 PVC 产业的影响：

神雾环保之前更多是做蓄热电石新工艺生产前面的电石以及用电石往下游去拓展 PE 类产品。为什么没做 PVC 呢？这主要是觉得以电石为原料往下游拓展 PVC 产品呢，一方面这块业务属于过剩产能，新建的需求已经不大得了，一方面技术上也属于常规的技术，我们技术成本更多的节约是在前端，后端的话大概都一样了。所以我们神雾环保之前没有参与到用新方法去生产 PVC。但是这个水俣公约，8 月 15 号出然后从 8 月 16 号就开始各大环保部的管网上都挂出来了，实际上很重视这一块。国际上都是用乙烯生产 PVC，这个路线是没有汞的。但是国内要求 2020 年整体汞排放对比 2010 年省百分之 50%，并要求 5 年之后，到 2025 年实现汞零排放。这个就为现有的用电石生产 PVC 的方式可能会产生极大的冲击。到目前为止使用电石作为原料采用无汞的催化剂生产 PVC，这个目前是没有走通的，必须得用含汞的。就像您刚刚说的，我们这么一个新的路线，采用我们便宜的乙炔得到乙烯，用乙烯去生产 PVC 路线，从这个角度去切入 PVC 市场的话，就相当于打开了一个几千亿的市场。我们内部也做了一个测算，对比现在的 PVC 方式，我们还有一个十几到二十个百分点的成本的节约。

目前 2015 年的数据，电石消耗的汞大概占国内全部汞排放的 40-60%。到 2025 年我们国家要实现汞的零排放。对很多行业都是很大的冲击。这次国家对环保特别的重视，很多地方都进行环保督查，我觉得这个市场可能是新的比较大的市场，目前我们也在积极跟踪。

7. 可交换债可以看到，有初步的兑换，已兑换 31347 股，目前的进展情况：

31347 股，应该仅仅是个试盘，可交债这块可能会跟我们这次重组有一个大的比较紧密的关系。目前的进展要看后续的公告。

8. 半年报显示，博力拓石灰窑项目，进展较慢：

这个项目是 15 年 11 月签订的，当时是有四台石灰窑，其中两台新建，我们现在基本上新建的任务已经全部做完了，还有两条迁建，涉及当地的政府，还有其他的一些企业，需要去协商，这个项目合同额不大。

9. 针状焦业务最近很火，听说是我们公司制造的生产线，后续会不会介入这个领域：

说的很对，我们也在讨论这个问题，神雾环保，除了乙炔+这块主营业务，也有很多跟常规企业比，看起来很高技术壁垒的业务。针状焦这块做的最好的是我们，江苏喜科墨生产线，唯一国内，是我们做的，有这么成功的案例，如果后续市场很好，确实有参与的可能。

包括粉煤锅炉技术，我们公司的技术级别比常规公司的技术级别要高很多，市场上很厉害的技术其实在我们看起来还可以。

10. 公司下半年主要项目的进展预期：

乌海项目会进展较快，包头项目政府的目标也会是我们的目标，双欣项目和新疆能源集

团的项目要看资金配套情况。资金配套不一定是指资金到位后才可以开展采购，衔接如果规划的比较好的话，是可以同时开展的，比如我做土建的时候，大型的设备其实已经开始加工了，然后资金到位，包括政府入资，首先在战略性合作框架开始之后有一些工作就可以开始了，但我们会合理的控制这个项目的推进节奏，因为还是要保证总承包方的利益。

与新疆相比，内蒙这边乌海、包头的季节性障碍小一点，我们去年 12 月初还在施工，而且乌海项目这个本身也是一个全产业。包括地方政府对它的支持，以及这些社会资本啊，地方资本啊对它也是特别感兴趣，所以它的进展应该是最快的。按照计划电石部分今年年底要机械竣工，机械竣工之后，开始调试和试运行，明年二季度左右进入，正式生产。

双欣项目已完成设计，目前在前期施工准备这个阶段，包括这些大型设备的招标正在进行。双欣在这部分的配套电厂，对方已经建设的差不多了，所以这个项目必须会尽快执行，资金各方面等都谈的都很不错，这个企业在行业内是老资格，传统电石部分的经验比我们多，我们神雾也都在积极相互学习。

11. 新疆能源集团给公司这个煤热解的订单，和咱们之前电石的订单有相似的地方，也有不一样的地方，能否详细介绍：

这个项目采用的核心反应器，就是我们热解段的用于电石生产的工具叫预热炉，等于说，电石生产过程中的预热炉可以单独拿出来，处理原料煤，得到兰炭作为产品，副产煤焦油，以及天然气，其中天然气又可以给产生的煤焦油做焦油加氢，这是现在我们新疆能源的一个项目概况。

新疆煤炭如何利用，是一个说了很久的问题。其实新疆能源并不是一开始接触我们，也不是一开始就看中我们的技术的。我了解从 15 年开始，透露出他有这个需求，然后在全国范围内就开始在选成熟的，经济效益好的，炉热解的技术。最后我觉得，从各个层面上，选的神雾预热炉的热解技术，我觉得有几点能够打动他们：第一，这个项目，从工业化运行比如港原，已经有一年半的时间了。实验室研究的时间更长，在这个过程中，无论是当地，对于技术的适应性，油品的收益率，还是产生的兰炭的粒度（因为兰炭毕竟是价值比较高的主产品之一，我们技术对兰炭粒度的损害比较小），副产气体的纯度（气体纯的话意味着后续深加工的时候成本就比较低）。从综合的各个方面，国内的技术，主流的一些技术，包括我们技术的特点，以及我们装置的运行情况，从 15 年一直到现在，陆陆续续两年多的时间，最后才拿下这个订单，我觉得也是做了很多的订单前的工作。因为，新疆能源，刚刚也说了，作为新疆自治区的国资委下面一个整合平台，能源的整合平台，它第一次去试水这个煤化工项目，是很慎重的，所以过程中我们这样的接触是很深的。这种也是我们很长时间的一个努力的结果，也是对我们技术的认可的结果。

我们公司在技术上是比较高级的一个技术，理解上大家可能会有一点困难。但是只要本着一个积极交流的心态，我觉得市场的理解应该是一个早晚必然的过程。谢谢大家。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2118	4329	6619	13471	18555
现金	486	1960	530	1082	1735
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	10	26	52	71
应收款项	635	1057	2638	5260	7125
其它应收款	114	114	289	577	781
存货	683	952	2513	5226	7110
其他	190	237	622	1275	1732
非流动资产	1022	703	660	623	590
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	220	201	185	170	157
无形资产	77	169	152	137	123
其他	726	332	323	316	310
资产总计	3140	5032	7279	14094	19145
流动负债	1005	1445	2792	7497	9681
短期借款	340	534	1055	4022	4999
应付账款	496	477	1270	2642	3594
预收账款	22	58	154	320	435
其他	147	377	313	514	653
长期负债	318	1007	1007	1007	1007
长期借款	0	100	100	100	100
其他	318	907	907	907	907
负债合计	1323	2452	3798	8504	10688
股本	404	1010	1010	1010	1010
资本公积金	851	351	351	351	351
留存收益	494	1160	2060	4169	7036
少数股东权益	68	60	60	60	60
归属于母公司所有者权益	1750	2521	3421	5531	8397
负债及权益合计	3140	5032	7279	14094	19145

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	109	218	(1097)	(1733)	801
净利润	181	706	1405	2531	3626
折旧摊销	14	57	47	42	37
财务费用	26	67	165	258	361
投资收益	0	(51)	0	0	0
营运资金变动	(106)	(557)	(2756)	(4635)	(3273)
其它	(6)	(4)	42	71	50
投资活动现金流	(105)	428	(3)	(3)	(3)
资本支出	(89)	(42)	(3)	(3)	(3)
其他投资	(16)	470	0	0	0
筹资活动现金流	(87)	827	(329)	2288	(144)
借款变动	(175)	395	341	2968	976
普通股增加	115	606	0	0	0
资本公积增加	(84)	(500)	0	0	0
股利分配	(144)	(202)	(505)	(422)	(759)
其他	201	528	(165)	(258)	(361)
现金净增加额	(83)	1472	(1429)	552	654

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1215	3125	7947	15847	21466
营业成本	864	2049	5457	11346	15438
营业税金及附加	3	5	11	23	31
营业费用	7	9	48	95	129
管理费用	107	181	517	1030	1395
财务费用	24	62	165	258	361
资产减值损失	10	86	165	229	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	51	0	0	0
营业利润	200	785	1585	2865	4111
营业外收入	0	14	14	14	14
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	199	799	1599	2879	4125
所得税	23	90	194	348	499
净利润	175	708	1405	2531	3626
少数股东损益	(6)	2	0	0	0
归属于母公司净利润	181	706	1405	2531	3626
EPS (元)	0.45	0.70	1.39	2.51	3.59

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	303%	157%	154%	99%	35%
营业利润	966%	293%	102%	81%	43%
净利润	497%	289%	99%	80%	43%
获利能力					
毛利率	28.9%	34.4%	31.3%	28.4%	28.1%
净利率	14.9%	22.6%	17.7%	16.0%	16.9%
ROE	10.4%	28.0%	41.1%	45.8%	43.2%
ROIC	8.9%	21.9%	33.2%	28.3%	29.0%
偿债能力					
资产负债率	42.1%	48.7%	52.2%	60.3%	55.8%
净负债比率	12.9%	16.2%	15.9%	29.2%	26.6%
流动比率	2.1	3.0	2.4	1.8	1.9
速动比率	1.4	2.3	1.5	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.6	1.1	1.1	1.1
存货周转率	1.4	2.5	3.1	2.9	2.5
应收帐款周转率	2.8	3.7	4.3	4.0	3.5
应付帐款周转率	2.7	4.2	6.2	5.8	5.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.45	0.70	1.39	2.51	3.59
每股经营现金	0.27	0.22	-1.09	-1.72	0.79
每股净资产	4.33	2.50	3.39	5.48	8.31
每股股利	0.50	0.50	0.42	0.75	1.08
估值比率					
PE	68.9	44.3	22.2	12.3	8.6
PB	7.1	12.4	9.1	5.6	3.7
EV/EBITDA	127.3	33.4	16.1	9.2	6.4

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，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，浙江大学金融学自动化双学位，2015年加入招商证券，现为招商证券研发中心电力及公用事业行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017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。