



业绩拐点初现, 新业务板块逐步成型

投资要点

- **事件:** 公司2017年第二次临时股东大会决议审议通过《关于拟发行中期票据的议案》, 发行总额不超过10亿元。此次中票发行从资金层面保证了现有业务和新业务的顺利推进。
- **现有业务板块稳健增长, 前三季业绩增速49%~58%。** 1) **工程业务: 碳五/碳九大单确保工程业务快速增长。** 2017年上半年, 公司工程承包项目收入5.95亿元, 同比增长87%, 毛利率同比增长0.5个百分点到21.5%。其中, 碳五/碳九分离及综合利用EPC项目总承包合同金额9.98亿元, 上半年确认收入4.15亿元, 累计确认收入4.76亿元, 项目执行进度52%。2) **昊天节能的保温管业务: 用于供热管网、输气管线等, 稳健增长。** 2017年上半年, 公司保温直管项目收入1.89亿元, 同比增长20%, 毛利率同比下降11个百分点至22.7%。目前昊天节能生产的保温管广泛应用于城镇集中供热一次主干管网、工业用蒸汽输送管线、石油天然气输送管线等, 下游需求稳中有增。3) **吉林固废的危废业务:** 2017年上半年, 吉林固废收入5047万元, 同比增长25%;吉林固废净利润3015万元, 同比增长17%。吉林固废二期达产后处理能力将增至16.3万吨/年。
- **黑臭水体治理专家超越科创已开展多个示范项目, 订单有望顺利落地。** 2017年上半年, 公司以1850万元收购了超越科创100%股权。超越科创主营水环境治理领域。超越科创积累了多年的黑臭水体及香港环境修复的技术, 并已经开展了多个示范项目, 在完成并购后, 将依托公司, 有利于相关项目的承接, 此项业务目前推进中, 有望在后续取得较大收益。
- **公司目前持有惠州伊科思45%股权, 碳五/碳九分离、深加工业务逐步推进。** 结合项目前期投入, 惠州伊科思总体投资额将达26.9亿元, 项目完全建成后, 年产值约为46亿元, 年毛利约为11.9亿元。预计年底一期完成工程建设, 2018年年初投产。
- **收购上海珩境, 创新工艺处理钢铁废酸。** 2017年8月, 公司拟以6000万元, 增资上海珩境, 增资完成后, 公司持股比例为51%。霸州目前待处理废酸1万吨/日, 全国每年产生各种工业废酸超过1亿吨, 处理缺口较大。霸州项目一期1000吨/日, 二期3000吨/日。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.47元、0.70元、0.97元, 当前股价对应市盈率39倍、26倍、19倍;未来三年归母净利润复合增长率达到47%, 目前公司估值处于合理较低位置, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新签订单进度或低于预期、并购项目进度或不及预期、在建工程完工及投产进度或不及预期。

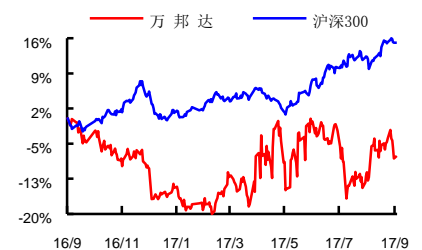
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1684.67	2523.26	3158.03	3731.35
增长率	-14.54%	49.78%	25.16%	18.15%
归属母公司净利润(百万元)	262.25	404.14	608.08	838.87
增长率	-9.57%	54.11%	50.46%	37.95%
每股收益EPS(元)	0.30	0.47	0.70	0.97
净资产收益率ROE	4.78%	6.87%	9.40%	11.52%
PE	59	39	26	19
PB	2.82	2.63	2.39	2.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 濮阳
执业证号: S1250517090001
电话: 021-58351739
邮箱: py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

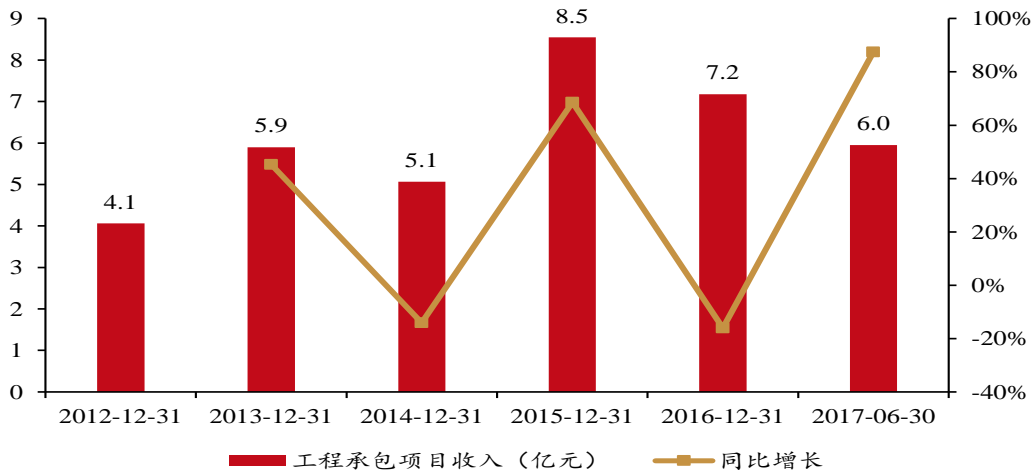
总股本(亿股)	8.65
流通A股(亿股)	8.65
52周内股价区间(元)	15.6-19.4
总市值(亿元)	155.70
总资产(亿元)	74.84
每股净资产(元)	6.57

相关研究

1 现有业务板块稳健增长，前三季业绩增速 49%~58%

工程业务：碳五/碳九大单确保工程业务快速增长。2017 年上半年，公司工程承包项目收入 5.95 亿元，同比增长 87%，毛利率同比增长 0.5 个百分点到 21.5%。其中，碳五/碳九分离及综合利用 EPC 项目总承包合同金额 9.98 亿元，上半年确认收入 4.15 亿元，累计确认收入 4.76 亿元，项目执行进度 52%。

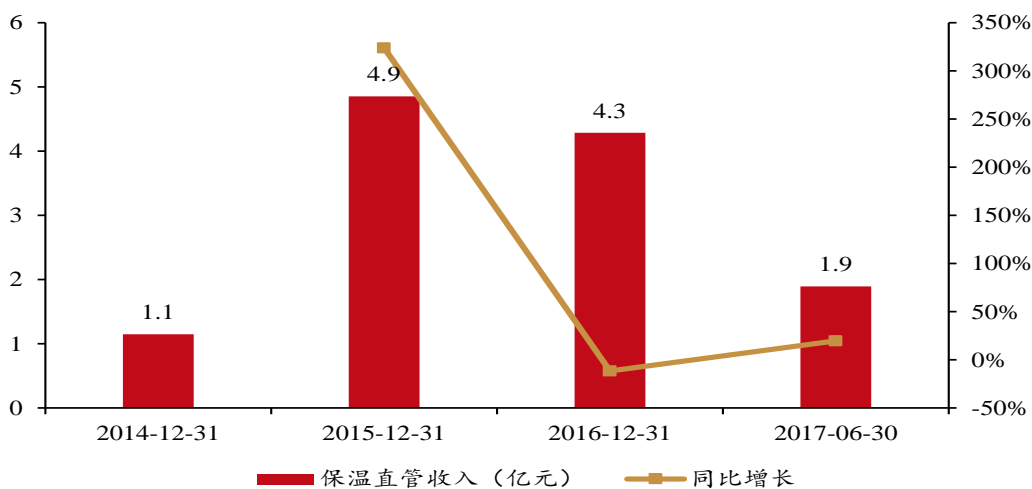
图 1：公司历年工程收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

昊天节能的保温管业务：用于供热管网、输气管线等，稳健增长。2017 年上半年，公司保温直管项目收入 1.89 亿元，同比增长 20%，毛利率同比下降 11 个百分点至 22.7%。目前昊天节能生产的保温管广泛应用于城镇集中供热一次主干管网、工业用蒸汽输送管线、石油天然气输送管线等，下游需求稳中有增。2015 年 8 月，昊天节能与石家庄西岭供热公司签订《高密度聚乙烯外护管聚氨酯泡沫预制直埋保温管采购合同》，合同总金额为 91,867 万元；截止 2017 年上半年，该合同完成率达到 80%。

图 2：公司历年保温管收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

吉林固废的危废业务：2017 年上半年，吉林固废收入 5047 万元，同比增长 25%；吉林固废净利润 3015 万元，同比增长 17%。吉林固废目前是吉林省内唯一危险废物处理中心。公司上半年完成 2.3 亿元增资吉林固废，用于吉林固废二期建设，达产后固体废物处理能力将增至 16.3 万吨/年，其中物/化处理量达到 2 万吨/年，焚烧处理量达到 3.3 万吨/年，固化和安全填埋处理量为 11 万吨/年。

2 环保、石化新业务板块逐步成型，期待业绩爆发

黑臭水体治理专家超越科创已开展多个示范项目，订单有望顺利落地。2017 年上半年，公司以 1850 万元收购了超越科创 100% 股权。超越科创主营水环境治理领域。超越科创积累了多年的黑臭水体及香港环境修复的技术，并已经开展了多个示范项目，在完成并购后，将依托公司，有利于相关项目的承接，此项业务目前推进中，有望在后续取得较大收益。

公司目前持有惠州伊科思 45% 股权，碳五/碳九分离、深加工业务逐步推进。1) **工程概述：**惠州伊科思目前正在建设碳五/碳九分离及综合利用项目（一期 30 万吨），包括碳五分离装置、碳五石油树脂装置、碳九加氢装置等装置，公司增资拟推进 DCPD 氢化树脂装置和碳九加氢树脂装置的后续建设（二期）。项目达产后，惠州伊科思可向汽车领域和农药领域提供碳五树脂、苯乙烯、溶剂油等高端新材料，用于生产汽车粘合剂、高档油漆、涂料、路标漆和农药（乳化剂）等。2) **盈利测算：**结合项目前期投入，惠州伊科思总体投资额将达 26.9 亿元，项目完全建成后，年产值约为 46 亿元，年毛利约为 11.9 亿元。预计年底一期完成工程建设，2018 年年初投产。

收购上海珩境，创新工艺处理钢铁废酸。2017 年 8 月，公司拟以 6000 万元，增资上海珩境，增资完成后，公司持股比例为 51%。上海珩境拥有以耐酸膜过滤系统、EDI 膜系统为核心的酸洗钢带废盐酸处理回收综合利用的完整技术和工艺。上海珩境已在河北省廊坊市霸州津霸经济开发区投资了第一个酸洗钢带废盐酸处理回收综合利用项目（霸州项目）。1) **霸州待处理废酸 1 万吨/日：**据中国化工信息中心统计，我国每年产生各种工业废酸超过 1 亿吨，其中金属加工行业的酸洗等环节（其中约 75% 使用盐酸清洗）每年产生废酸约 2500 万吨，且酸洗是金属板带材冷轧加工前必须的工序，目前尚无替代工艺。在河北霸州胜芳及周边地区有诸多从事压钢制管和钢带酸洗的企业，每天需排出废盐酸（约 8-9% 盐酸，10%~12% 亚铁）总量约达 10,000 吨左右。2) **霸州项目一期 1000 吨/日，二期 3000 吨/日：**本项目主要原材料是河北霸州胜芳镇及周边压钢制管企业和钢带酸洗企业产生的废盐酸（主要成分为 8-9% 盐酸，10%~12% 氯化亚铁和水），无需其他主辅材料。本项目产出品为纯度大于 99% 的三氧化二铁和浓度高于 25% 的盐酸。霸州项目拟按照“总体设计、分步实施”计划推进，项目首期投资建设规模为日处理废酸 1000 吨、日生产三氧化二铁 120 吨、日生产 25% 盐酸 800 吨，项目首期建设规模下项目总投资不超过 22,300 万元。在首期顺利投产后，拟进行二期建设，建成后日处理废酸 3000 吨。霸州项目首期建成投产后，主要依靠收取废盐酸处理费及回收利用产品三氧化二铁和 25% 新盐酸销售获得收入（暂不考虑烟道灰提锌）。一期项目预计于 2018 年 9 月，建成投产，项目建设期为 1 年，经营期为 19 年。

3 盈利预测

关键假设:

假设 1: 碳五/碳九分离及综合利用 EPC 整体合同金额 12.77 亿元。根据在手合同金额, 考虑到其他工业水合同, 预计今年工程承包项目收入翻倍增长;

假设 2: 伴随吉林固废二期项目逐步投产, 未来三年危废处理量复合增速在 30% 以上;

假设 3: 预计超越科创水环境治理合同今年下半年取得突破, 明年确认收入的工程进度在 5~10 亿元;

假设 4: 惠州伊科思碳五/碳九分离一期项目明年年初投产, 假设 2018 年 90% 产能利用率, 假设 2019 年二期主体项目投产, 产能利用率 85~90%;

假设 5: 霸州项目 2019 年投产后, 当年废酸处理量 30 万吨, 处理单价 500 元/吨。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
工程承包项目	收入	717.44	1,434.88	1,578.37	1,736.21
	增速	-16.04%	100.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	18.10%	18.10%	18.10%	18.10%
保温直管	收入	428.28	513.93	565.33	621.86
	增速	-11.75%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	29.96%	29.96%	29.96%	29.96%
托管运营	收入	221.22	232.28	243.89	256.09
	增速	14.62%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	16.33%	16.33%	16.33%	16.33%
危废处理	收入	69.81	94.24	122.52	159.27
	增速	128.58%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	56.40%	56.40%	56.40%	56.40%
水环境治理	收入			400.00	560.00
	增速				40.00%
	毛利率			35.00%	35.00%
废酸处理	收入				150.00
	增速				
	毛利率				50.00%
其他	收入	247.92	247.92	247.92	247.92
	增速	-39.23%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	51.68%	51.68%	51.68%	51.68%
合计	收入	1,684.67	2,523.26	3,158.03	3,731.35
	增速	-14.54%	49.78%	25.16%	18.15%
	毛利率	27.41%	25.08%	26.35%	27.64%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4 风险提示

新签订单进度或低于预期、并购项目进度或不及预期、在建工程完工及投产进度或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1684.67	2523.26	3158.03	3731.35	净利润	264.02	406.87	612.18	844.53
营业成本	1222.89	1890.41	2325.97	2700.07	折旧与摊销	80.31	114.77	117.71	123.37
营业税金及附加	12.63	18.91	23.67	27.97	财务费用	11.93	0.99	1.28	-0.58
销售费用	30.95	37.85	47.37	55.97	资产减值损失	16.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	109.49	126.16	157.90	186.57	经营营运资本变动	-1409.32	-437.93	-699.50	-625.81
财务费用	11.93	0.99	1.28	-0.58	其他	1140.62	-5.00	-90.00	-200.00
资产减值损失	16.89	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	104.45	79.71	-58.33	141.52
投资收益	6.45	5.00	90.00	200.00	资本支出	-241.39	-10.51	-16.11	-37.79
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1047.50	5.00	90.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1288.89	-5.51	73.89	162.21
营业利润	286.34	453.93	691.83	961.35	短期借款	50.80	-195.80	0.00	0.00
其他非经营损益	19.58	18.00	18.00	18.00	长期借款	-1355.00	-395.00	0.00	0.00
利润总额	305.92	471.93	709.83	979.35	股权融资	2345.13	0.00	0.00	0.00
所得税	41.90	65.06	97.65	134.82	支付股利	-12.98	-11.74	-18.08	-27.21
净利润	264.02	406.87	612.18	844.53	其他	241.26	-266.15	-1.28	0.58
少数股东损益	1.77	2.73	4.10	5.66	筹资活动现金流净额	1269.21	-868.68	-19.37	-26.64
归属母公司股东净利润	262.25	404.14	608.08	838.87	现金流量净额	84.77	-794.48	-3.80	277.09
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1267.32	472.84	469.04	746.13	成长能力				
应收和预付款项	1236.82	1858.47	2321.93	2738.56	销售收入增长率	-14.54%	49.78%	25.16%	18.15%
存货	1369.88	1322.44	1627.34	1889.21	营业利润增长率	-13.72%	58.53%	52.41%	38.96%
其他流动资产	520.05	778.92	974.87	1151.85	净利润增长率	-8.98%	54.11%	50.46%	37.95%
长期股权投资	128.50	128.50	128.50	128.50	EBITDA 增长率	-9.81%	50.48%	42.32%	33.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	733.27	655.88	576.24	505.70	毛利率	27.41%	25.08%	26.35%	27.64%
无形资产和开发支出	693.30	669.06	649.74	637.33	三费率	9.04%	6.54%	6.54%	6.48%
其他非流动资产	1347.63	1344.99	1342.35	1339.71	净利率	15.67%	16.12%	19.39%	22.63%
资产总计	7296.77	7231.11	8090.01	9136.99	ROE	4.78%	6.87%	9.40%	11.52%
短期借款	295.80	100.00	100.00	100.00	ROA	3.62%	5.63%	7.57%	9.24%
应付和预收款项	709.72	1090.69	1346.23	1567.94	ROIC	8.22%	9.71%	13.16%	16.10%
长期借款	395.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.47%	22.58%	25.67%	29.06%
其他负债	369.82	119.00	128.26	136.21	营运能力				
负债合计	1770.34	1309.69	1574.49	1804.15	总资产周转率	0.25	0.35	0.41	0.43
股本	865.18	865.18	865.18	865.18	固定资产周转率	2.53	4.16	5.77	7.40
资本公积	3603.74	3603.74	3603.74	3603.74	应收账款周转率	1.88	1.98	1.84	1.79
留存收益	1016.80	1409.21	1999.20	2810.86	存货周转率	1.07	1.40	1.58	1.53
归属母公司股东权益	5485.88	5878.13	6468.13	7279.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	57.60%	—	—	—
少数股东权益	40.56	43.29	47.39	53.05	资本结构				
股东权益合计	5526.44	5921.42	6515.52	7332.84	资产负债率	24.26%	18.11%	19.46%	19.75%
负债和股东权益合计	7296.77	7231.11	8090.01	9136.99	带息债务/总负债	39.02%	7.64%	6.35%	5.54%
					流动比率	3.39	3.60	3.61	3.78
					速动比率	2.33	2.53	2.52	2.69
					股利支付率	4.95%	2.90%	2.97%	3.24%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.47	0.70	0.97
					每股净资产	6.39	6.84	7.53	8.48
					每股经营现金	0.12	0.09	-0.07	0.16
					每股股利	0.01	0.01	0.02	0.03
业绩和估值指标									
EBITDA	378.58	569.70	810.82	1084.15					
PE	59.38	38.53	25.61	18.56					
PB	2.82	2.63	2.39	2.12					
PS	9.24	6.17	4.93	4.17					
EV/EBITDA	38.99	25.80	18.13	13.31					
股息率	0.08%	0.08%	0.12%	0.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn