

# 公司核心技术或打开万亿市场空间

## ——神雾环保调研报告

调研报告/环保行业

2015年09月09日

**简介: 神雾集团入主,注入神雾工业炉实现转型。**2014年5月,公司前身天立环保的19.79%股权通过司法划转至神雾集团全资子公司万合邦投资管理有限公司,神雾集团的实际控制人吴道洪成为公司的实际控制人。2014年8月公司名称变更为神雾环保,2015年3月公司向神雾集团发行股份1.15亿股,以18.7亿元的价格购买其持有的神雾工业炉100%股权。神雾集团从而通过直接和间接的方式合计持有公司42.68%的股权。

神雾集团是一家针对全球化石能源节能环保与大气雾霾治理技术解决方案的提供商,是目前我国专业从事化石能源、矿产资源及可再生资源高效清洁利用、新技术研发及产业化实施的行业高新技术企业。目前集团主要有“蓄热式高效节能低污染燃烧技术”、“低阶煤热解提质技术”等8项核心技术,集团作为“孵化器”平台,未来有望逐步将具有产业化条件的现金技术逐步注入上市公司,公司通过内生、外延扩张有望实现跨越式发展。

**公司核心技术为低阶煤提质分级利用。**公司于2014年7月无偿受赠神雾集团拥有的“神雾热装式节能密闭电石炉”相关专利及其工艺包,我们认为该项技术的核心为低阶煤提质分级利用。该技术采用低阶末煤为原料,热解高温物料直接进入电石炉生产电石,可大幅降低电石生产的电耗,节能减排的同时实现电石综合生产成本的降低。预计该技术可实现电石企业平均生产电耗降低约600度/吨电石;同时由于采用低价的粉煤、副产焦炉煤气、煤焦油的利用,预计可降低电石成本达500元/吨。

公司3月份完成收购的神雾工业炉为节能型工业炉系统专业解决方案提供商,主要通过工程承包、提供设计及技术服务的方式向石油化工、煤化工行业客户提供管式加热炉、新型电石预热炉系统等节能环保解决方案。神雾工业炉2014年收入6.1亿元,实现净利1.2亿元。本次资产注入显著增厚公司业绩的同时,将和公司原有技术发挥协同效应,公司发展将迈上新台阶。

**在手订单已超20亿,协同效应明显。**神雾入主公司后,在短短1年左右时间里,公司先后斩获新疆胜沃40万吨/年电石项目、内蒙港原电炉改造EMC项目、石家庄化工化纤20万吨/年电石炉改造EMC项目、山西襄矿40万吨/年电石PC项目,合计金额约23亿元,公司和神雾技术的协同效应显著。公司内蒙港原项目目前正在调试阶段,该项目如进展顺利,公司将有更多订单逐步落地。

**公司电石技术或将打开万亿市场空间。**电石和水反应生成乙炔,乙炔是“有机化工之母”,和生产乙烯、聚氯乙烯等众多化工产品。我国电石年产能约3000万吨,按照20万吨/年产能改造投资4亿元测算,存量市场空间约600亿元。公司更大的看点在于:公司技术带来电石生产成本的降低,有望在电石-乙炔-烯烃工艺路线中降低烯烃生产成本1500元/吨左右,烯烃生产成本有望降到7000元/吨以下,这一成本较目前7000元/吨以上的烯烃价格将有明显的经济性,进而打开烯烃下游的万亿市场。2015年4月神雾集团与包头市政府签订240万吨电石项目,共同投资130亿元,通过电石法生产66万吨聚乙烯、50万吨LNG等产品。该项目既是公司电石技术有望打开万亿市场的有力案例。

**风险提示:** 公司项目盈利水平不及预期,政策风险。

**投资标的盈利预测及投资建议:**

预计公司15~17年EPS为0.36元、0.62元、0.85元。对应PE为78倍、46倍、33倍。公司核心电石技术有望打开万亿市场空间,首次覆盖,给予“谨慎推荐”评级。

### 盈利预测与财务指标

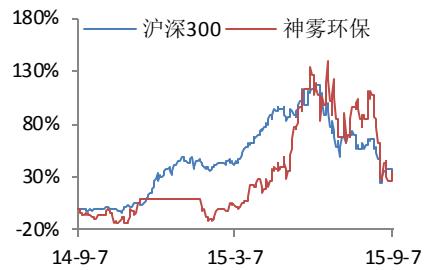
项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	301	844	1,457	2,010
增长率 (%)	8.66%	180.01%	72.64%	37.97%
归属母公司股东净利润 (百万元)	30	146	249	344
增长率 (%)	-123.04%	382.41%	70.42%	37.76%
每股收益 (元)	0.11	0.36	0.62	0.85
PE (现价)	258	78	46	33
PB	/	6.4	5.6	4.8

### 谨慎推荐 首次评级

### 交易数据 (2015-09-08)

收盘价 (元)	28.43
近 12 个月最高/最低	53.59/17.82
总股本 (百万股)	404.01
流通股本 (百万股)	252.76
流通股比例%	62.56%
总市值 (亿元)	114.86
流通市值 (亿元)	71.86

### 该股与沪深300走势比较



### 分析师

分析师: 陶贻功

执业证书编号: S0100513070009

电话: (010)8512 7892

Email: [taoyigong@mszq.com](mailto:taoyigong@mszq.com)

研究助理: 杨侃

一般从业资格: S0100114110008

电话: (010)8512 7543

Email: [yangkan@mszq.com](mailto:yangkan@mszq.com)

实习生文竺对本文亦有贡献

### 相关研究

**表 1：公司在手项目统计**

项目名称	签订日期	合同金额/亿元	项目进展	备注
新疆胜沃 40 万吨电石工程项目	14/ 8/ 22	5.19	在建	
内蒙港原密闭电炉节能技术改造 EMC 项目	14/9/15	1.6	调试	EMC, 8 年, 节能收益 7576 万/年
新疆胜沃 40 万吨电石预热炉系统供货项目	14/ 9/22	2.08	在建	
石家庄化纤 20 万吨电石炉改造 EMC 项目	14/12/5	3.5	在建	EMC, 4 年累计可享收益 6.3 亿
山西襄矿集团 40 万电石 PC 项目	15/4/ 25	10.37	签订合同	
<b>合计</b>		<b>22.74</b>		

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

**表 2: 财务预测与估值**

<b>利润表</b>					<b>资产负债表</b>																																																											
<b>项目 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>项目 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>																																																							
一、营业收入	301	844	1,457	2,010	货币资金	430	186	321	442																																																							
减: 营业成本	226	640	1,099	1,514	应收票据	4	10	18	25																																																							
营业税金及附加	2	5	8	11	应收账款	243	680	1,173	1,619																																																							
销售费用	4	9	15	20	预付账款	53	148	255	352																																																							
管理费用	50	35	57	72	其他应收款	94	263	454	626																																																							
财务费用	29	32	34	36	存货	536	1,516	2,605	3,588																																																							
资产减值损失	20	20	20	20	其他流动资产	6	6	7	8																																																							
加: 投资收益	49	48	48	48	<b>流动资产合计</b>	<b>1,375</b>	<b>2,809</b>	<b>4,833</b>	<b>6,660</b>																																																							
二、营业利润	19	152	272	384	长期股权投资	0	0	0	0																																																							
加: 营业外收支净额	1	20	22	20	固定资产	84	460	816	1,151																																																							
三、利润总额	20	172	294	404	在建工程	226	426	626	826																																																							
减: 所得税费用	(1)	26	44	61	无形资产	148	133	119	104																																																							
四、净利润	21	146	249	344	其他非流动资产	0	0	0	0																																																							
归属于母公司的利润	30	146	249	344	<b>非流动资产合计</b>	<b>1,062</b>	<b>1,020</b>	<b>1,560</b>	<b>2,081</b>																																																							
五、基本每股收益 (元)	<b>0.11</b>	<b>0.36</b>	<b>0.62</b>	<b>0.85</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,437</b>	<b>3,828</b>	<b>6,394</b>	<b>8,741</b>																																																							
<b>主要财务指标</b>					短期借款	359	1,631	2,990	4,079																																																							
项目 (百万元)	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	应付票据	20	57	97	134																																																							
<b>EV/EBITDA</b>	<b>-9349</b>	<b>79.55</b>	<b>50.77</b>	<b>39.76</b>	应付账款	150	423	800	1,034																																																							
<b>成长能力:</b>					预收账款	171	208	420	739																																																							
营业收入同比	8.66%	180.01%	72.64%	37.97%	其他应付款	101	106	111	117																																																							
营业利润同比	-110.3%	713.1%	78.4%	41.6%	应交税费	7	7	8	9																																																							
净利润同比	-112.6%	607.48%	70.42%	37.8%	其他流动负债	0	0	0	0																																																							
<b>营运能力:</b>					<b>流动负债合计</b>	<b>812</b>	<b>2,431</b>	<b>4,427</b>	<b>6,111</b>																																																							
应收账款周转率	0.76	1.83	1.57	1.44	长期借款	0	200	500	800																																																							
存货周转率	0.60	0.82	0.71	0.65	其他非流动负债	0	0	0	0																																																							
总资产周转率	0.12	0.27	0.29	0.27	<b>非流动负债合计</b>	<b>0</b>	<b>200</b>	<b>500</b>	<b>800</b>																																																							
<b>盈利能力与收益质量:</b>					<b>负债合计</b>	<b>906</b>	<b>2,631</b>	<b>4,927</b>	<b>6,911</b>																																																							
毛利率	24.9%	24.2%	24.6%	24.7%	股本	289	404	404	404																																																							
净利率	10.1%	17.3%	17.1%	17.1%	资本公积	936	936	936	936																																																							
总资产净利率 ROA	0.8%	4.7%	4.9%	4.5%	留存收益	221	368	617	961																																																							
净资产收益率 ROE	1.4%	8.8%	13.0%	15.5%	少数股东权益	85	85	85	85																																																							
<b>资本结构与偿债能力:</b>					<b>所有者权益合计</b>	<b>1,531</b>	<b>1,197</b>	<b>1,467</b>	<b>1,831</b>																																																							
流动比率	1.69	1.16	1.09	1.09	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,437</b>	<b>3,828</b>	<b>6,394</b>	<b>8,741</b>																																																							
资产负债率	37.2%	68.7%	77.1%	79.1%	<b>现金流量表</b>										长期借款/总负债	0.0%	7.6%	10.1%	11.6%	项目 (百万元)	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标:</b>					经营活动现金流量	270	(1,132)	(938)	(679)	每股收益	0.11	0.36	0.62	0.85	投资活动现金流量	(164)	(552)	(552)	(552)	每股经营现金流量	0.93	(2.80)	(2.32)	(1.68)	筹资活动现金流量	(436)	1,240	925	652	每股净资产	5.30	4.44	5.05	5.90	现金及等价物净增加	(330)	(445)	(565)	(578)
<b>现金流量表</b>																																																																
长期借款/总负债	0.0%	7.6%	10.1%	11.6%	项目 (百万元)	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>																																																							
<b>每股指标:</b>					经营活动现金流量	270	(1,132)	(938)	(679)																																																							
每股收益	0.11	0.36	0.62	0.85	投资活动现金流量	(164)	(552)	(552)	(552)																																																							
每股经营现金流量	0.93	(2.80)	(2.32)	(1.68)	筹资活动现金流量	(436)	1,240	925	652																																																							
每股净资产	5.30	4.44	5.05	5.90	现金及等价物净增加	(330)	(445)	(565)	(578)																																																							

资料来源: 民生证券研究所

## 分析师及研究助理简介

**陶贻功**：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

**杨 侃**：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 民生证券研究院：

**北京**：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

**上海**：上海市浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室

**深圳**：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。