



神雾环保(300156)

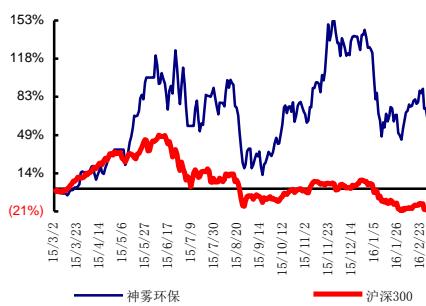
目标价：65

昨收盘：36.95

公用事业 环保工程及服务II

港原项目验收合格，公司高速增长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	289/253
总市值/流通(百万元)	10,668/9,339
12 个月最高/最低(元)	56.56/20.97

事件：公司公告港原电石节能技改工程整体竣工验收合格，并于3月1日起进入节能效益分享期。

首次给予“买入”的投资评级。根据公开信息，我们测算公司2015-2017年每股收益（按4.04亿股）分别为0.57元、1.30元和1.83元，未来三年净利润复合增长率估算为79%。公司研发的蓄热式电石预热炉关键技术是处于国际领先水平的节能技术，通过技术创新优化传统电石生产工艺，既实现了企业的节能减排、治理雾霾，又可实现低阶煤的高效综合利用，有着强劲的市场竞争力。目前在手的内蒙港原项目、新疆胜沃项目等推进顺利，具有良好的示范效应，后续电石改造市场有望陆续释放，盈利能力将持续提升。若2016年PE按45-50估算，公司合理价格为58.5-65元/股，给予“买入”投资评级。

独创蓄热式电石预热炉关键技术，潜在市场近千亿。公司开发的电石预热炉技术与蓄热式燃烧炉技术耦合，形成全新的电石生产技术链，可降低电石成本500-800元/吨，由电石制成的乙炔可由传统工艺的8000元/吨降至6000元/吨。目前公司在手订单合同22.5亿元，在电石化工领域已经签订框架协议约200亿元。全国电石行业2013年产能3200万吨年，按照2000元/吨的投资规模测算，EPC/EMC市场空间约640亿元，加上配套工程，潜在市场近千亿。

与美国能源局签署合作备忘录，港原项目成为提高能效示范项目。2015年10月23日，北京神雾与美国能源局下属的劳伦斯-伯克利国家实验室签署节能低碳领域合作备忘录，内蒙港原项目被选为首批提高能效的示范项目之一。预计港原项目顺利投产后，电石预热炉的节能改造技术将快速推开，2016年后的业绩将有很大空间，超预期是大概率事件。

注入优质资产神雾工业炉，业绩承诺夯实公司成长预期。2015年7月6日，神雾工业炉100%股权办理完毕产权过户手续，成为公司的全资子公司。神雾集团承诺，神雾工业炉2015-2018年归属于神雾环保股东的新增净利润分别不低于1.45亿元、2.33亿元、2.35亿元、2.8亿元。这将有力支撑公司业绩，保证公司的快速成长。

新技术的成功应用将引领行业变革，技术注入预期或带来增量市场。神雾环保是神雾集团旗下化工领域业务整合平台，目前电石预热炉关键技术处于国际领先水平，公司将逐步打开电石行业节能改造市场。而与电石行业相关的焦炉气制LNG、低阶煤高效综合利用等相关业务

证券分析师：姚鑫

电话：010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190210080004

研究助理：王亮

电话：010-88321566

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190115110013

或将得以拓展，母公司神雾集团在相关领域已经储备有丰富的技术，若未来相关技术得以注入，或将带来新的增量市场。

风险提示：订单进度不及预期的风险；应收账款回收风险，公司项目延期风险。

■ 主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	301	1025	2296	4017
净利润(百万元)	30	230	523	738
摊薄每股收益(元)	0.08	0.57	1.30	1.83

资料来源：Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	711	427	10	23	40	营业收入	725	277	301	1025	2296
应收和预付款项	1038	393	3380	5051	9811	营业成本	520	207	226	738	1630
存货	473	536	1433	2917	5016	营业税金及附加	6	2	2	6	13
其他流动资产	0	6	6	6	6	销售费用	7	4	4	13	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	管理费用	65	83	50	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	财务费用	3	47	29	83	203
固定资产和在建工程	241	310	277	244	212	资产减值损失	23	115	20	0	0
无形资产和开发支出	190	174	158	141	124	投资收益	0	0	49	0	0
其他非流动资产	27	557	556	556	556	公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	2681	2404	5820	8937	15764	营业利润	101	-181	19	185	420
短期借款	743	359	2966	4706	9575	其他非经营损益	1	4	1	0	0
应付和预收款项	388	442	1068	2032	3405	利润总额	102	-178	20	185	420
长期借款	7	0	0	0	0	所得税	12	-13	-1	28	63
其他负债	56	73	73	73	73	净利润	90	-165	21	157	357
负债合计	1195	873	4107	6810	13053	少数股东损益	-6	-33	-10	-73	-167
股本	289	289	289	289	289	归母股东净利润	97	-132	30	230	524
资本公积	931	936	936	936	936						
留存收益	191	222	477	1058	1877						
归属母公司股东权益	1411	1446	1701	2282	3101						
少数股东权益	76	85	12	-155	-389						
股东权益合计	1486	1531	1713	2128	2712						
负债和股东权益	2681	2404	5820	8937	15764						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E		2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
经营性现金流	-550	272	-2966	-1581	-4555	毛利率	25%	25%	28%	29%	26%
投资性现金流	-57	-164	0	0	0	销售净利率	-59%	7%	15%	16%	13%
融资性现金流	532	-436	2549	1593	4572	销售收入增长率	-62%	9%	240%	124%	75%
现金增加额	-76	-328	-417	13	17	EBIT 增长率	-226%	136%	468%	133%	56%
						净利润增长率	-282%	113%	659%	127%	41%
						ROE	-9%	2%	14%	23%	24%
						ROA	-5%	2%	5%	7%	6%
						ROIC	-11%	3%	16%	11%	12%
						EPS(X)	-0.33	0.08	0.57	1.30	1.83
						PE(X)	-152	659	87	38	27
						PB(X)	14.18	13.83	11.75	8.76	6.45
						PS(X)	72.09	66.35	19.51	8.71	4.98
						EV/EBITDA(X)	-127.8	234.46	54.14	27.92	22.99

资料来源：WIND, 太平洋

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。