



东兴证券
DONGXING SECURITIES

惠生可复制，清华的新能源平台启程清华的新能源平台启程

——诚志股份（000990）事件点评

2016年12月19日

强烈推荐/首次

诚志股份

事件点评

事件：

近期公司重大资产重组获得证监会核准批复，惠生能源 99.6% 的股份已完成过户及相关工商登记，成为诚志股份控股子公司。

此次重组方案为公司向诚志科融等 10 名特定投资者非公开发行股份，募资不超过 124.86 亿元，向金信投资购买惠生能源 99.6% 股权及用于建设惠生能源全资子公司惠生新材料 60 万吨/年 MTO 项目，其中惠生能源交易价为 97.52 亿元，MTO 项目投资 27.34 亿元，发行价为 14.32 元/股。

主要观点：

1. 惠生能源模式可以复制，扩大规模见效快

惠生清洁能源股份有限公司成立于 2003 年 9 月。分三期建设完成多套生产装置，现共建有 7 台水煤浆气化炉、1 台 Wison-Shell 混合气化炉，6 开 2 备。年耗煤 180 万吨，外购甲醇 40 万吨。合成气总量 275 kNm³/h，生产一氧化碳 60 万吨、氢气 70 kNm³/h、合成气 50 kNm³/h、丁辛醇 25 万吨、乙烯 12 万吨。

惠生能源致力于成为国内领先水平的工业气体供应商，并创先拓展了 MTO 产业链，发展和壮大企业规模。公司专业生产和经营多种气体、联产甲醇并向下游延伸至烯烃及丁辛醇等产品，在国际油价高时有的成本优势，和同行相比，公司产品线配置合理，综合利用率高，产品成本优势明显。

公司位于南京化工园，客户与供应商比较集中，产业集群特征给公司产品销售与原料供给带来较大的便利；同时化工园位于长江沿岸，水资源丰富，交通运输条件便利，大大降低了物流成本。

公司的三期装置分别于 2007 年、2009 年和 2013 年建成投产，随着工业园区的发展而发展，从事本行业多年，经验丰富。诚志股份在大连西中岛石化产业园区签订了工业气体煤制氢投资框架协议，以公司对行业的把控能力，有望再造一个惠生能源。

2. 清华提供技术支持，助力惠生发展

清华大学研发的二代煤气化炉采用水冷壁技术，扩大了煤种的适

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

杨若木

010-66554032

y angm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

刘宇卓

010-66554030

liuy uzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S0080114090019

杨行远

010-66554024

y angx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480115060007

廖鹏飞

010-66554121

liaopf @dxzq.net.cn

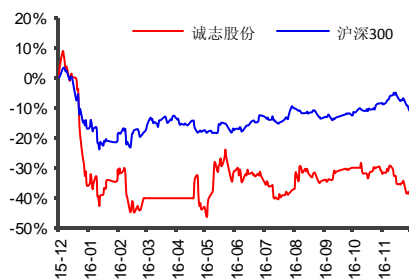
联系人

联系人

交易数据

52 周股价区间（元）	15.81-24.87
总市值（亿元）	61.29
流通市值（亿元）	46.96
总股本/流通 A 股（万股）	38768/29703
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.96

52 周股价走势图



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

相关研究报告

用范围，集水煤浆和粉煤两者的优势，使煤气化技术再上一个台阶，具有较高的投资性价比，清华大学在此领域为国内权威的科研机构。而惠生能源专业从事工业气体业务，实业经验丰富，惠生能源进入清华体系后将获得煤气化技术方面的科研和技术资源，在未来有望进一步提升煤气的利用率。

3、作为清华新能源的平台，未来跨越式发展

诚志股份被清华控股定位为清华的新能源产业化平台，收购惠生能源从事煤制工业气体业务完成了第一步。清华控股确立了6个业务板块，其中新能源板块占有一席之地。未来预计将对清华相关企业进行优化重组和并购，新能源作为清华大学的优势学科，相关化工、核能、材料、热能等领域的资产均属于新能源板块，存注入预期，未来诚志股份将借助自身的上市公司平台，通过有效的资本运作优化重组清华控股内外新能源优势企业，做大做强新能源产业，为将新能源产业发展成为诚志股份和清华控股的支柱产业提供有力的平台支撑。

结论：

公司完成了惠生能源99.6%的股份过户，惠生能源在未来将成为清华系下面的重要平台，二者的协同效应将进一步提升惠生的盈利能力，同时惠生模式易复制，未来清华资产再注入的预期强烈，我们预计公司16-18年净利润为0.65亿元、6.94亿元和7.71亿元，EPS分别为0.05元、0.55元和0.61元，对应PE为310X、29X和26X。首次关注给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

惠生能源经营状况恶化；募投项目不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2116	2746	2277	3466	3611	营业收入	4011	4042	3241	6753	6958
货币资金	734	904	798	541	614	营业成本	3665	3616	2915	5245	5315
应收账款	846	1095	878	1829	1885	营业税金及附加	8	10	8	16	17
其他应收款	9	12	10	20	20	营业费用	39	38	32	68	70
预付款项	348	371	603	721	787	管理费用	207	291	227	473	487
存货	201	249	201	361	366	财务费用	55	53	37	6	7
其他流动资产	1549	1815	2918	3513	3782	资产减值损失	44	23	40	25	25
非流动资产合计	1807	2181	2187	2193	2198	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	91	260	260	260	260	投资净收益	6	61	61	61	61
固定资产	1034	1085	1118	1148	1175	营业利润	(1)	73	43	982	1099
无形资产	255	257	232	208	188	营业外收入	89	114	50	50	50
其他非流动资产	427	578	577	576	576	营业外支出	3	3	3	3	3
资产总计	3924	4926	4464	5658	5809	利润总额	85	183	89	1028	1145
流动负债合计	1479	2017	796	1309	1324	所得税	8	36	8	282	316
短期借款	679	1067	0	0	0	净利润	77	148	81	746	829
应付账款	431	412	332	598	606	少数股东损益	4	27	16	52	58
预收款项	55	84	68	122	124	归属母公司净利润	73	121	65	694	771
一年内到期的非	2512	2513	0	0	0	EBITDA	5514	5129	8252	10156	10705
非流动负债合计	99	288	288	288	288	EPS (元)	0.19	0.31	0.05	0.55	0.61
长期借款	50	194	194	194	194	主要财务比率					
应付债券	2000	1980	1980	1980	1980		2014	2015	2016E	2017E	2018E
负债合计	1579	2305	1084	1597	1612	成长能力					
少数股东权益	24	190	206	258	316	营业收入增长	0%	1%	-20%	108%	3%
实收资本 (或股	388	388	1260	1260	1260	营业利润增长	-102%	-5732%	-42%	2207%	12%
资本公积	1475	1475	1475	1475	1475	归属于母公司净利	41%	65%	-47%	972%	11%
未分配利润	459	569	440	1069	1146	获利能力					
归属母公司股东	2321	2431	3174	3803	3880	毛利率 (%)	8.6%	19.9%	23.5%	24.4%	25.9%
负债和所有者权	3924	4926	4464	5659	5809	净利率 (%)	1.8%	9.6%	13.6%	13.5%	13.5%
现金流量表						总资产净利润 (%)	2.0%	2.0%	3.0%	1.8%	13.2%
单位: 百万元						ROE (%)	3.2%	5.0%	2.0%	18.2%	19.9%
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	(142)	(146)	392	(113)	846	资产负债率 (%)	40.2%	46.8%	24.3%	28.2%	27.8%
净利润	73	121	65	694	771	流动比率	1.4	1.4	2.9	2.6	2.7
折旧摊销	86	129	127	128	128	速动比率	1.3	1.2	2.6	2.4	2.4
财务费用	58	57	37	6	7	营运能力					
应付帐款的变化	128	(706)	(391)	(177)	0	总资产周转率	1.0	0.8	0.7	1.2	1.2
预收帐款的变化	(53)	444	226	127	0	应收账款周转率	6.4	4.2	3.3	5.0	3.7
投资活动现金流	(33)	(289)	(134)	(134)	(134)	应付账款周转率	11.1	8.6	7.8	11.3	8.8
公允价值变动收	3	(3)	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	89	186	180	180	180	每股收益 (最新摊	0.19	0.31	0.05	0.55	0.61
投资收益	(6)	(61)	(61)	(61)	(61)	每股净现金流 (最新	-0.37	-0.38	0.31	-0.09	0.67
筹资活动现金流	248	549	(365)	(10)	(640)	每股净资产 (最新摊	5.99	6.27	2.52	3.02	3.08
应付债券增加	679	1067	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	50	194	194	194	194	P/E	84.4	51.1	310.4	29.0	26.1
普通股增加	91	0	872	0	0	P/B	2.7	2.5	6.3	5.3	5.2
资本公积增加	510	0	0	0	0	EV/EBITDA	75.7	38.3	41.7	7.7	7.0
现金净增加额	(142)	(146)	392	(113)	846						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

联系人简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。