

化工产业链回暖，多元化布局市政环保

半年报点评

◆ 公司发布 2017 年中报，业绩走出低迷期：

2017 年上半年，公司实现营收 8.47 亿元，同比增长 13.81%；归母净利润 0.67 亿元，同比增长 14.30%。公司营收较上年同期有所增长的主要原因是公司承建的大型总承包项目进展正常，按完工进度确认的收入同比增加。

◆ 化工产业链复苏，订单有回暖趋势：

今年以来化工品价格大幅上涨，或将带动化工产业产能扩增；同时伴随中央对生态环保日趋重视，环保督察常态化，将带动原有化工产能提升改造。公司受益于此，订单有回暖趋势。公司上半年累计签约工程合同 17.30 亿元（含 PPP），与 2016 年同期相比下降 16.43%，涉及煤化工、石化、化工、环境市政园林、建筑等多个领域。公司目前化工主业订单正处于拐点，化工产业链新增产能与升级原有产能的需求，将为公司未来化工业务带来新的增量，化工建设业务或将迎来爆发式增长。

◆ 延伸业务范围，环保和 PPP 齐发力：

由于公司化工主业随经济周期波动，公司业绩持续承压，16 年起公司凭借其在工业环保领域的技术优势，向市政环保领域积极探索。且公司紧抓 PPP 模式政策机遇，重点在市政工程、河道治理、景观园林等领域寻求 PPP 项目机会。2017 上半年签约或中标 PPP 项目合同 42.38 亿元，按公司占比折合合同额 14.15 亿元。目前已签约或中标惠水涟江河道治理、阜阳市城区水系综合治理、宿州市主城区黑臭水体综合整治大中型 PPP 项目，并带动了瓮安县草塘“十二塘”景观工程（一期）总承包业务。这类市政 PPP 项目收益相对稳定，随着模式走向成熟，有望成为公司业绩新的增长点。此外，公司投资参股励源海博斯和中化工程公司，强化了与环保和基建企业间的合作，旨在打造环境市政、土壤修复、公路桥隧、景观园林等领域的 PPP 业务平台，未来发展空间大。

◆ 煤制乙二醇和氯化钛白粉占据技术优势，市场前景广阔：

我国乙二醇进口依存度高，市场缺口大，未来主要投产方向为煤制乙二醇。而公司与日本宇部合作拥有的煤制乙二醇的核心技术处于国际领先地位，在已经建成投产的装置中生产的乙二醇产品透光率和产能利用率均超过 90%，远高于行业平均水平。近年来，煤制乙二醇工程项目已成为公司经营和生产的一个亮点，累计完成或正在建设（包括设计、总承包方式）的产能达 300 万吨/年，近两年相继签约了新疆天业、内蒙古蒙东、河北金牛、新疆绿原、神华榆林等乙二醇项目的设计、咨询合同。公司未来将继续保持并扩大其煤制乙二醇市场占有率，对接国内乙二醇市场需求。目前国内钛白粉生产多数仍采用硫酸法技术，“三废”污染严重，未来氯化法工艺必将逐步淘汰硫酸法工艺。而公司是国内唯一一家有实际氯化法项目经验的工程公司，未来市场前景广阔。

◆ **财务预测与估值：**预计公司 2017~2018 年 EPS 为 0.31 元、0.38 元。当前股价对应 2017 年的 PE 为 40.7 倍，给予“推荐”评级。

◆ **风险提示：**煤化工政策风险，PPP 项目推进不达预期，煤制乙二醇政策收紧等。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3633	1,673	2,787	4,127	5,331
增长率(%)	7.5	-54.0	66.6	48.1	29.2
净利润(百万元)	179.1	82	140	172	219
增长率(%)	-31.9	-54.3	71.3	23.0	27.2
毛利率(%)	12.8	18.2	19.2	18.1	18.0
净利率(%)	4.9	4.9	5.0	4.2	4.1
ROE(%)	7.7	4.0	6.5	7.5	8.8
EPS(摊薄/元)	0.40	0.18	0.31	0.38	0.49
P/E(倍)	31.60	69.2	40.7	33.1	26.0
P/B(倍)	2.45	2.8	2.6	2.5	2.3

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

研究助理

王斌 wangbin1@xsdzq.cn

王萌 wangmeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.08.24

收盘价(元)：12.69

总股本(亿股)：4.46

总市值(亿元)：56.6

一年最低/最高(元)：11.34/16.8

近 3 月换手率：164.0%

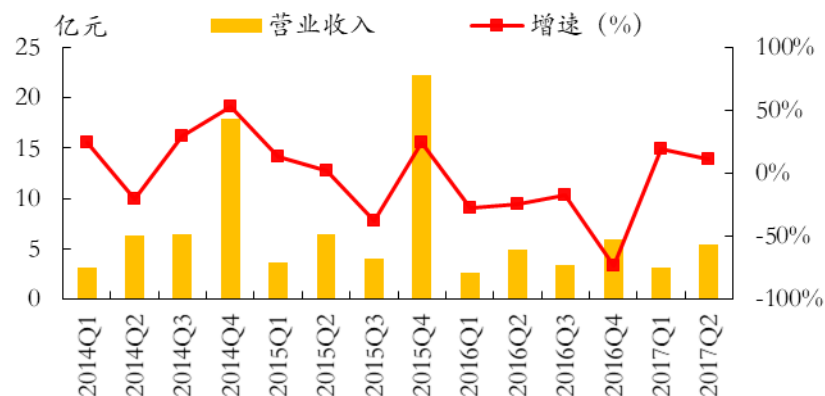
股价表现(一年)



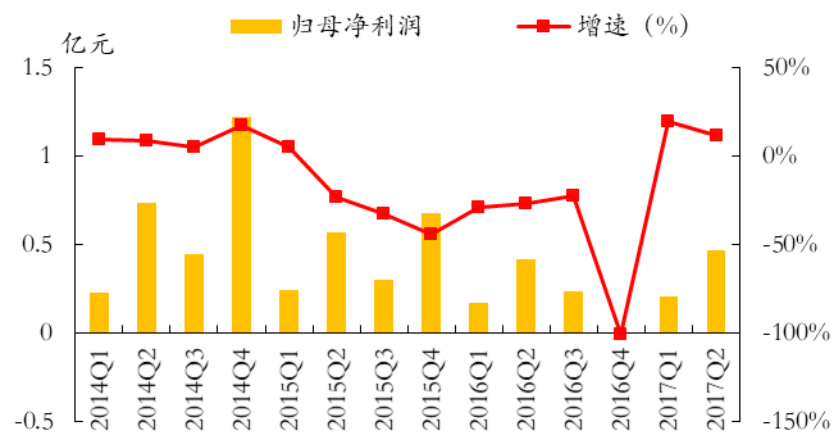
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.38	-8.25	-25.73
绝对	1.12	1.45	-13.33

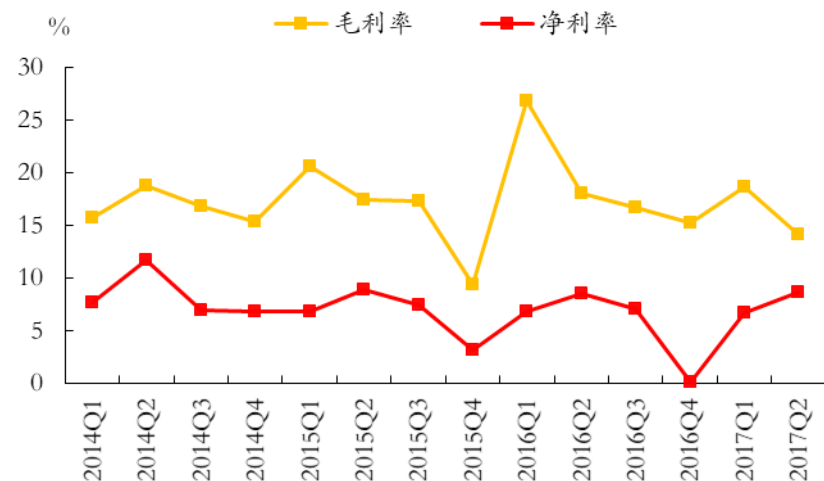
相关研报

图表1： 公司单季度营业收入变化（亿元）

资料来源：新时代证券研究所

图表2： 公司单季度归母净利润变化（亿元）

资料来源：新时代证券研究所

图表3： 公司单季度毛利率、净利率变化

资料来源：新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5186	5287	7644	10650	13326	营业收入	3633	1673	2787	4127	5331
现金	1535	1689	1999	2208	2414	营业成本	3168	1369	2253	3379	4369
应收账款	598	685	1141	1689	2182	营业税金及附加	11	7	11	17	22
其他应收款	31	136	227	336	434	营业费用	18	19	32	48	62
预付账款	709	973	1311	1966	2542	管理费用	233	186	309	458	592
存货	1989	1779	2927	4391	5677	财务费用	-14	-20	-6	-7	-7
其他流动资产	324	24	40	59	76	资产减值损失	27	33	35	40	45
非流动资产	558	559	640	731	836	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	75	95	95	95	95	投资净收益	8	11	10	10	10
固定资产	234	214	296	392	501	营业利润	199	90	162	202	259
无形资产	68	66	60	54	48	营业外收入	8	10	10	10	10
其他非流动资产	180	184	189	191	192	营业外支出	1	0	2	2	2
资产总计	5743	5846	8284	11381	14162	利润总额	205	100	171	210	267
流动负债	3751	3792	6106	9056	11649	所得税	25	16	28	34	44
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	181	83	143	176	223
应付账款	1967	1773	2918	4377	5659	少数股东损益	1	2	3	3	4
其他流动负债	1784	2018	3189	4679	5990	归属母公司净利润	179	82	140	172	219
非流动负债	2	1	1	1	1	EBITDA	205	90	182	226	289
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.18	0.31	0.38	0.49
其他非流动负债	2	1	1	1	1						
负债合计	3753	3793	6107	9057	11650	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-323	14	16	19	23	成长能力					
股本	446	446	450	450	450	营业收入(%)	7.5	-54.0	66.6	48.1	29.2
资本公积	91	91	91	91	91	营业利润(%)	(34.9)	-54.7	80.1	24.2	28.4
留存收益	1777	1503	1620	1765	1948	归属于母公司净利润(%)	(31.9)	-54.3	71.3	23.0	27.2
归属母公司股东权益	2314	2040	2161	2305	2489	获利能力					
负债和股东权益	5743	5846	8284	11381	14162	毛利率(%)	12.8	18.2	19.2	18.1	18.0
						净利率(%)	4.9	4.9	5.0	4.2	4.1
						ROE(%)	7.7	4.0	6.5	7.5	8.8
						ROIC(%)	8.1	2.8	6.0	7.0	8.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	65.3	64.9	73.7	79.6	82.3
						净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						流动比率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
						速动比率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	4.9	2.6	3.1	2.9	2.8
						应付账款周转率	1.6	0.7	1.0	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.40	0.18	0.31	0.38	0.49
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	0.43	0.92	0.76	0.81
						每股净资产(最新摊薄)	5.19	4.57	4.80	5.12	5.53
						估值比率					
						P/E	31.60	69.20	40.74	33.11	26.02
						P/B	2.45	2.77	2.64	2.48	2.29
						EV/EBITDA	16.41	37.3	18.5	14.9	11.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王小勇，新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间10年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

王斌，建筑工程行业助理分析师，同济大学土木工程学士、硕士，工程设计从业2年，证券从业1年。

王萌，建筑工程行业助理分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，2017年8月加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐 销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>