

乙二醇项目连接大单，生态环保与煤化工助推高成长

公司点评

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 事件:

2018年7月26日,公司与辽宁大唐国际阜新煤制天然气公司签署一期生产装置调峰项目乙二醇合同装置EPCM合同,同日与内蒙古大唐国际克什克腾煤制天然气公司签署第二系列调峰改造项目乙二醇合同装置EPCM合同。两项合同总体投资估算均为16.98亿元,其中工程设计和EPCM管理费均为4432万元,合同装置全部完工时间均为不晚于2020年8月30日。

● 连获两项生产装置调峰项目乙二醇合同:

阜新/克旗公司实际控制人均为中新能源化科技有限公司,两公司均为煤化工产品的专业生产企业,其项目原设计主产品仅有煤制天然气。受煤炭供应条件差和天然气价格下调的影响,两项目产品盈利能力低迷。此次签订的阜新/克旗生产装置建设调峰项目建成后,除主产品煤制天然气外,还将联产甲醇和乙二醇等高附加值化学品及其他副产化工产品,形成多元化产品格局。两项合同装置产品规模均为年产乙二醇40万吨,装置投资估算均为16.98亿元,其中设计费及EPCM管理费均为4432万元人民币。以设计费及EPCM管理费计,年均合同额约占公司2017年营收的0.73%,将对公司未来三年的经营业绩产生积极影响。

● 煤制乙二醇龙头,受益油价中枢抬升:

2017年5月以来国际油价持续上涨,油价中枢或将维持高位。全球乙二醇生产以石油制法为主,随着国际原油价格的上涨,国内乙二醇现价持续走高。当前,国内煤制乙二醇技术已经较为成熟,在油价上涨时,以煤代替石油乙烯生产乙二醇,将大幅减低乙二醇的生产成本。此时煤化工替代效应显现,煤化工行业景气度抬升,油价上涨传导带动新建产能需求加速释放的化建类公司因此受益。公司已先后承担二十套左右的乙二醇装置的工程设计或EPC总承包建设,其中已有五个项目投产并运行良好。作为煤制乙二醇龙头,公司将持续受益油价中枢抬升带来的行业景气度回升。

● 持续转型生态环保,扩大业绩增长空间:

2017年公司化工行业实现营业收入24.17亿元,占营收比重83.08%,同比增长59.62%;同时,公司依托环保业务的技术优势和项目建设的工程优势,实施投融资带动策略,有效提升了环境市政等业务份额,2017年公司环境市政行业实现营业收入4.67亿元,占比16.05%,同比增长250.11%,逐步实现向生态环保领域的转型。2018年6月初签订12.05亿元的阜阳市城区水系综合整治标段三项目系列总承包合同,环境市政领域再下一城。公司未来将积极寻求在工业环保、固(危)废处置、垃圾发电、市政污水处理以及土壤修复、河道治理等领域的工程、投资和运营机会,持续向生态环保领域转型。

● **财务预测与估值:** 预计公司2018~2020年实现归母净利润1.81/2.32/2.75亿元,同比增长N/A/28.6%/18.2%,对应EPS为0.41/0.52/0.62元。当前股价对应2018~2020年的PE为18.8/14.6/12.4倍,维持“**强烈推荐**”评级。

● **风险提示:** PPP项目推进不及预期,回款风险等。

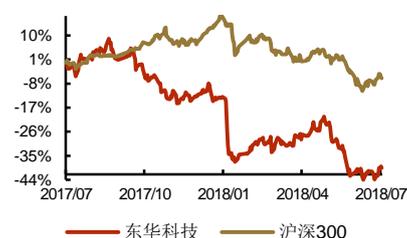
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1673	2,909	3,609	4,642	5,558
增长率(%)	-54.0	73.9	24.1	28.7	19.7
净利润(百万元)	81.8	-63	181	232	275
增长率(%)	-54.3	-177.2	N/A	28.6	18.2
毛利率(%)	18.2	15.2	17.2	16.9	16.6
净利率(%)	4.9	-2.2	5.0	5.0	4.9
ROE(%)	3.4	-3.2	8.5	9.8	10.4
EPS(摊薄/元)	0.18	-0.14	0.41	0.52	0.62
P/E(倍)	41.55	-53.8	18.8	14.6	12.4
P/B(倍)	1.43	1.7	1.6	1.4	1.3

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.07.27
收盘价(元):	7.62
一年最低/最高(元):	6.96/13.95
总股本(亿股):	4.46
总市值(亿元):	33.99
流通股本(亿股):	4.4
流通市值(亿元):	33.5
近3月换手率:	28.32%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	1.18	-8.68	-33.01
绝对	2.97	-14.96	-38.15

相关报告

《石油涨价提升煤化工获利空间,持续转型生态环保PPP》2018-05-10

《计提导致业绩下滑,转型生态环保推动高成长》2018-04-01

《PPP业务再签大单,转型助推业绩高成长》2017-11-02

《业绩符合预期,转型环保生态PPP投入效应开始显现》2017-10-23

《技术与背景加持转型,生态PPP隐形冠军真容乍显》2017-09-20

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5287	4971	5816	7285	8663	营业收入	1673	2909	3609	4642	5558
现金	1689	1816	2205	2615	3060	营业成本	1369	2466	2987	3859	4636
应收账款	685	650	807	1038	1242	营业税金及附加	7	8	10	13	15
其他应收款	136	58	72	93	112	营业费用	19	22	27	35	42
预付账款	973	1265	1300	1679	2017	管理费用	186	236	293	377	451
存货	1779	1120	1357	1753	2105	财务费用	-20	-15	20	19	17
其他流动资产	24	61	76	108	127	资产减值损失	33	286	50	50	50
非流动资产	559	1190	1126	1103	1084	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	95	178	178	178	178	投资净收益	11	11	12	12	12
固定资产	214	200	185	172	161	营业利润	90	-80	233	302	358
无形资产	66	120	108	97	87	营业外收入	10	0	8	8	8
其他非流动资产	184	693	655	656	658	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	5846	6161	6942	8388	9747	利润总额	100	-81	240	309	365
流动负债	3792	3650	4247	5457	6537	所得税	16	-19	57	73	86
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	83	-62	183	236	279
应付账款	1773	1855	2247	2902	3487	少数股东损益	2	2	3	4	4
其他流动负债	2018	1795	2000	2555	3050	归属母公司净利润	82	-63	181	232	275
非流动负债	1	531	531	531	531	EBITDA	90	-76	285	350	402
长期借款	0	531	531	531	531	EPS(元)	0.18	-0.14	0.41	0.52	0.62
其他非流动负债	1	0	0	0	0						
负债合计	3793	4181	4778	5989	7068	主要财务比率					
少数股东权益	-322	27	29	33	37	成长能力					
股本	446	446	446	446	446	营业收入(%)	(54.0)	73.9	24.1	28.7	19.7
资本公积	91	91	91	91	91	营业利润(%)	(54.7)	-188.9	-391.1	29.4	18.7
留存收益	1839	1417	1598	1830	2105	归属于母公司净利润(%)	(54.3)	-177.2	386.1	28.6	18.2
归属母公司股东权益	2375	1954	2134	2367	2641	获利能力					
负债和股东权益	5846	6161	6942	8388	9747	毛利率(%)	18.2	15.2	17.2	16.9	16.6
						净利率(%)	4.9	-2.2	5.0	5.0	4.9
						ROE(%)	3.4	-3.2	8.5	9.8	10.4
						ROIC(%)	2.8	-2.9	7.2	8.4	8.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.9	67.9	68.8	71.4	72.5
						净负债比率(%)	0.0	8.6	7.7	6.3	5.5
						流动比率	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
						速动比率	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.6	4.4	5.0	5.0	4.9
						应付账款周转率	0.7	1.4	1.5	1.5	1.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.18	-0.14	0.41	0.52	0.62
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.89	0.90	0.97	1.02
						每股净资产(最新摊薄)	5.33	4.38	4.79	5.31	5.92
						估值比率					
						P/E	41.55	-53.81	18.81	14.63	12.37
						P/B	1.43	1.74	1.59	1.44	1.29
						EV/EBITDA	73.70	-87.9	23.3	19.0	16.5

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	191	397	402	431	456
净利润	0	-63	181	232	275
折旧摊销	0	20	32	29	27
财务费用	0	-15	20	19	17
投资损失	0	-11	-12	-12	-12
营运资金变动	0	300	141	161	147
其他经营现金流	191	167	41	2	2
投资活动现金流	-14	-776	-5	-15	-5
资本支出	0	-5	-5	-5	-5
长期投资	-19	-85	0	0	0
其他投资现金流	-33	-867	-10	-20	-10
筹资活动现金流	-23	509	-8	-7	-5
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	531	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-22	-8	-7	-5
现金净增加额	155	130	389	409	446

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11年，地产行业从业4年，重庆建筑大学毕业。

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	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@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1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>