

证券研究报告—动态报告/公司快评
公用事业
神雾环保 (300156)
买入
环保 II
重大事件快评

(维持评级)

2016 年 09 月 19 日

资管计划到期正常减持,内蒙政府大力推广乙炔法煤化工

证券分析师: 陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050004

证券分析师: 姚健

yaojian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080006

事项:

公司公告高管资管计划减持 528 万股, 占 0.52% 股本, 减持价格为 24.13 元/股。内蒙古自治区政府定于 9 月 19 日在内蒙古港原化工现场组织召开全内蒙古涉煤企业“乙炔法煤化工”技术推广会。

评论:

■ 减持是资管计划到期的正常动作, 并非高管信心不足

公司 2015 年 7 月 10 日公布增持计划, 通过定向资产管理计划高管集体增持 7281 万元。后调整增持人员和金额, 在 2015 年 9 月 17 日股灾最严重时响应证监会号召完成增持, 总共增持 211 万股 (后经权益分派后变更为 528 万股), 增持总金额 5999 万元, 增持均价为 28.38 元/股, 资产管理计划为期一年。此次减持的股份源自于当时增持的股份。本次减持后, 公司实际控制人及高管持有公司股份情况不变。我们认为此次减持是由于资产管理计划到期必须减持, 而非对公司信心不足或认为股价过高。

■ 内蒙政府对公司电石新工艺高度肯定, 大力推广“乙炔法煤化工”技术

公司港原 EMC 项目于 3 月初顺利投产, 运行情况良好, 节能效果优异, 新型电石工艺得到自治区政府的高度肯定。目前按照港原项目来看节能效果在 500 元/吨以上。随着港原项目的认可度提升, 公司后续订单落地亦有望加速 (电石改造行业约 600 亿市场空间), 同时新电石技术应用到煤化工领域将带来行业的颠覆性创新, 未来煤化工领域应用的逐渐验证将成为股价核心影响要素之一。

表 1: 港原化工项目现场数据显示的电石改造节能效率——改造后节省成本 500 元/吨以上

指标	传统的 1、2 号生产线	改造后的 3、4 号生产线
原料价格 (元/吨电石)	550	290
原料利用率 (%)	约 90	100
进料温度	10	760
电石产量 (t/h)	12.64	18.06
人造石油产量 (t/h)	0	212
人造天然气产量 (m3/h)	0	6501
尾气 CO 产量 (m3/h)	4070	5815
电耗 (kwh/t 电石)	3390	2640
出料时间 (min/炉)	45-50	35-40
成本 (元/t 电石)	2140	1620

资料来源: 公司项目发布会、国信证券经济研究所整理

随着电石新工艺的顺利推广，公司力推的建立在电石新工艺之上的“乙炔法煤化工”技术也开始崭露头角。公司目前已签订新疆胜沃和内蒙乌海的 PE 项目，且集团在手框架协议众多。内蒙是产煤大省，公司获当地政府大力支持，背靠内蒙煤资源，新型煤化工推广局面有望快速打开，前景看好。

■ 盈利预测与评级

我们认为公司核心技术突出，电石改造技术基本验证，未来进度订单和业绩释放通道，同时煤化工打开公司长期想象和市值空间，值得给予高估值，预计公司 16-17 年利润分别为 7 亿元和 11.5 亿元，继续维持“买入”评级。

■ 风险因素

项目建设进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	486	500	500	500
应收款项	759	2529	3667	4951
存货净额	683	1689	2304	3112
其他流动资产	190	739	1071	1446
流动资产合计	2118	5457	7542	10009
固定资产	248	402	550	685
无形资产及其他	77	73	70	67
投资性房地产	697	697	697	697
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	3140	6629	8859	11458
短期借款及交易性金融负债	404	1334	1395	1194
应付款项	530	1689	2304	3112
其他流动负债	70	569	801	1089
流动负债合计	1005	3593	4500	5395
长期借款及应付债券	0	200	400	600
其他长期负债	318	318	318	318
长期负债合计	318	518	718	918
负债合计	1323	4111	5218	6313
少数股东权益	68	46	11	(36)
股东权益	1750	2473	3630	5181
负债和股东权益总计	3140	6629	8859	11458

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.45	0.72	1.15	1.54
每股红利	0.07	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.33	2.45	3.59	5.13
ROIC	10%	24%	25%	26%
ROE	10%	29%	32%	30%
毛利率	29%	33%	37%	37%
EBIT Margin	19%	22%	24%	24%
EBITDA Margin	20%	23%	25%	25%
收入增长	303%	204%	45%	35%
净利润增长率	497%	299%	60%	34%
资产负债率	44%	63%	59%	55%
息率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	56.3	35.3	22.0	16.4
P/B	5.8	10.3	7.0	4.9
EV/EBITDA	46.6	35.0	22.8	17.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1215	3693	5354	7228
营业成本	864	2474	3373	4554
营业税金及附加	3	22	32	43
销售费用	7	47	107	108
管理费用	107	335	538	798
财务费用	24	41	78	85
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	200	762	1220	1634
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	199	762	1220	1634
所得税费用	23	61	98	131
少数股东损益	(6)	(22)	(35)	(47)
归属于母公司净利润	181	723	1157	1551

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	181	723	1157	1551
资产减值准备	(10)	7	6	6
折旧摊销	13	33	45	57
公允价值变动损失	10	10	5	5
财务费用	24	41	78	85
营运资本变动	(419)	(1660)	(1233)	(1364)
其它	5	(29)	(41)	(53)
经营活动现金流	(218)	(916)	(61)	201
资本开支	77	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	77	(200)	(200)	(200)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	200	200	200
支付股利、利息	(28)	0	0	0
其它融资现金流	253	930	61	(201)
融资活动现金流	197	1130	261	(1)
现金净变动	56	14	0	(0)
货币资金的期初余额	430	486	500	500
货币资金的期末余额	486	500	500	500
企业自由现金流	(122)	(1079)	(189)	79
权益自由现金流	130	13	(0)	(0)

相关研究报告

《神雾环保-300156-2016 年半年报点评：业绩符合预期，PE 订单带来高弹性》——2016-08-29

《神雾环保-300156-2016 年中报点评：业绩符合预期，PE 订单落地加速》——2016-07-15

《神雾环保-300156-2015 年年报点评：腾飞起点已筑，展翅高增可期》——2016-04-11

《神雾环保-300156-公司跟踪快评：签订新疆胜沃二期订单，后续项目有望加速落地》——2016-04-01

《神雾环保-300156-重大事件快评：电石改造第一个产业化项目港原项目成功投产，公司将进入高成长通道》——2016-03-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。