三聚环保 (300072.SZ)　环保设备行业

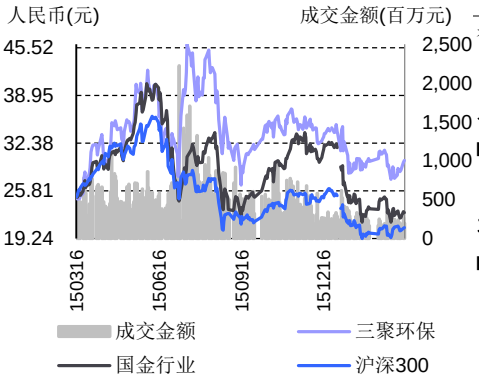
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：29.99 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	596.86
总市值(百万元)	23,892.84
年内股价最高最低(元)	46.00/24.69
沪深 300 指数	3074.78



相关报告

1.《与天交所强强联合，开启更广阔客户群体-三聚环保公司点评》，2015.11.27
2.《继续推进焦化企业转型，构建联产生态圈-三聚环保点评：继续推进...》，2015.10.28
3.《业绩保持高速成长，估值吸引力增强-三聚环保业绩点评》，2015.9.29
4.《上半年业绩爆发，全年大踏步增长无疑;-三聚环保中报点评：上半...》，2015.8.24
5.《守住环保剂种阵地，剑指千亿外延化工市场-三聚环保公司研究》，2015.6.15

戚政韬　CFA 联系人
(8621)60230246
qizhengtao@gjzq.com.cn

张磊　联系人
(8621)61038296
zhanglei1@gjzq.com.cn

张帅　分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

在手订单锁定今年高增速，积极布局新增长点

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.79	1.19	1.66	2.22	2.82
每股净资产(元)	4.11	6.25	7.68	9.59	12.02
每股经营性现金流(元)	0.63	0.08	0.88	1.16	2.07
市盈率(倍)	24.48	26.82	18.12	13.51	10.64
净利润增长率(%)	96.5%	104.1%	57.0%	34.1%	27.0%
净资产收益率(%)	23.5%	24.8%	21.3%	21.9%	22.1%
总股本(百万股)	508.84	778.22	778.22	778.22	778.22

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 三聚环保 15 日晚间发布 2015 年年报，营收 56.98 亿元，同比增长 89%，高于我们预期。归属净利润 8.2 亿元，同比增长 104%，略高于我们预期。

经营分析

- **能源净化综合服务强劲爆发：**能源综合服务录得 43.6 亿元收入，同比增加 164.5%，带动公司整体业绩高速成长。报告期内，公司着重在焦化企业技改方面深挖，带动焦化企业彻底摒弃原有业务，全面转型为下游煤化工行业的造气气源。2015 年全年，从公司已披露的重大合同金额追溯来看，公司累计完成焦化企业技改 16.86 亿元，占已披露重大合同履行额的 43%。与此同时，渣油精炼，煤化工企业补气顶气改造等综合类技改约占 50%的重大合同完成额。
- **在手订单充裕，16 年高速增长无虞：**公司 2015 年底在执行及待执行订单约 87.5 亿元，超过 2015 年全年收入 54%。我们追踪公司 2014 年订单完成情况，发现订单完成度为 77.8%，简单类推 2016 年，目前在手订单可以保证公司 68.1 亿元的收入，已有近 20%的收入增速。如果考虑到目前供给侧改革的压力迫使业内更多传统焦化企业和煤化工企业进行转型和技改，公司 2016 年的订单增量将不低于 2015 年的 60 亿的水平，我们认为公司 2016 年维持高速增长的几率十分大。
- **深挖节能技改，从合成氨业务开拓新的增长点：**我们认为公司对于通化化工的合成氨项目的技改将带给公司新的增长点。按照目前 30 万吨总共 11 亿的改造空间来看，整个东北地区，潜在的改造需求接近百亿。我们建议密切关注公司上半年技改完成后运行状况，如果能在成本节约方面效果明显，合成氨技改将为公司未来两年提供十分巨大的业绩弹性。

盈利调整

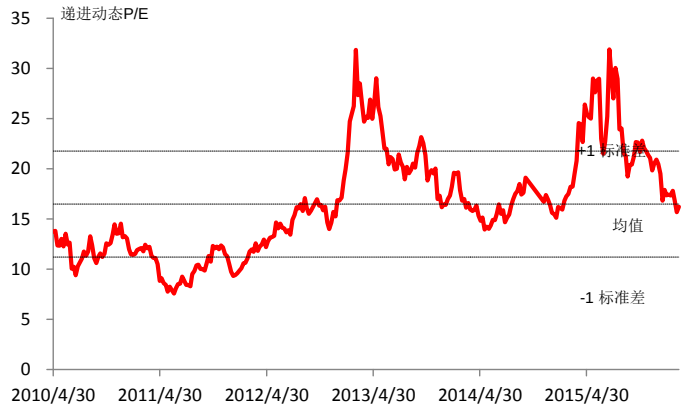
- 我们看好公司 2016/2017 年的发展前景，我们预计公司 16/17 年实现净利润 12.8/17.2 亿元，对应 EPS 1.66/2.22 元/股。

投资建议

- 目前股价对应摊薄后 18.1x16PE/13.5x17PE，我们认为对应公司的高成长性，安全边际明显。维持买入评级。

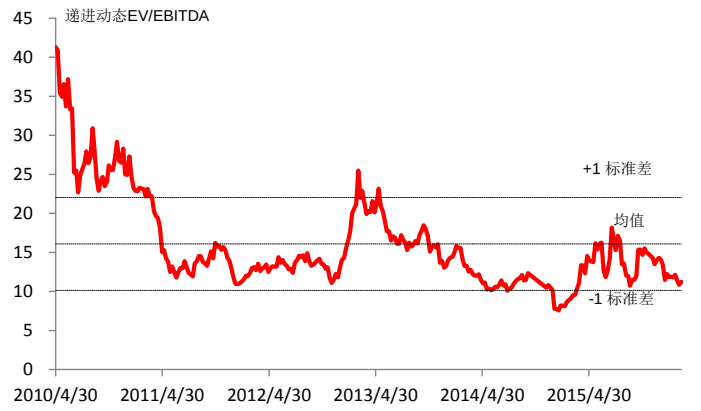
敬请参阅最后一页特别声明

图表 1：三聚环保动态递进 P/E



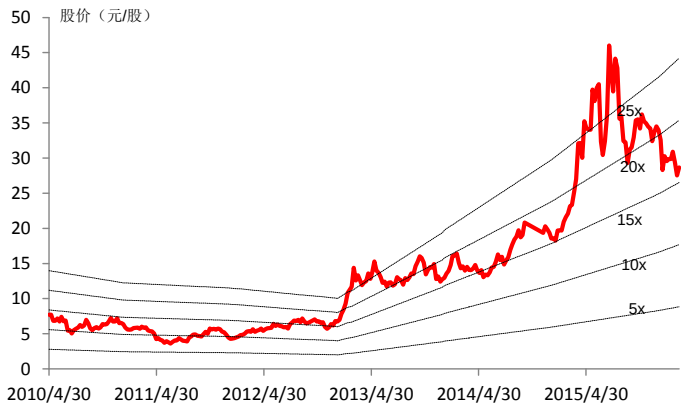
来源：国金证券研究所

图表 2：三聚环保动态递进 EV/EBITDA



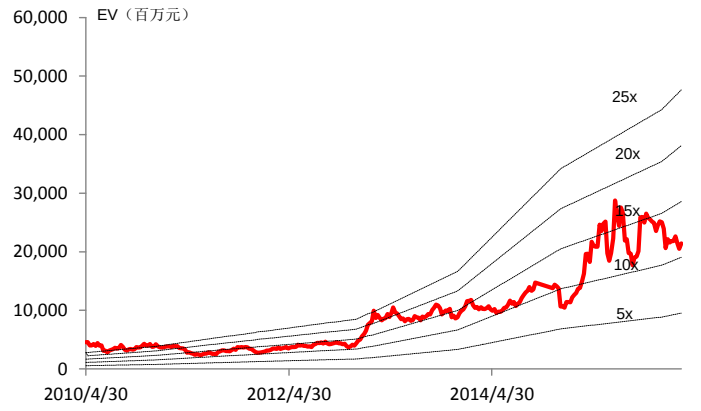
来源：国金证券研究所

图表 3：三聚环保股价表现



来源：国金证券研究所

图表 4：三聚环保 EV 变化



来源：国金证券研究所

图表5：公司报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**1,201**	**3,010**	**5,698**	**8,232**	**11,505**	**14,941**
增长率		*150.7%*	*89.3%*	*44.5%*	*39.8%*	*29.9%*
主营业务成本	-676	-2,064	-3,844	-5,843	-8,067	-10,452
% 销售收入	*56.3%*	*68.6%*	*67.5%*	*71.0%*	*70.1%*	*70.0%*
毛利	525	946	1,854	2,389	3,438	4,489
% 销售收入	*43.7%*	*31.4%*	*32.5%*	*29.0%*	*29.9%*	*30.0%*
营业税金及附加	-10	-21	-59	-82	-115	-149
% 销售收入	*0.9%*	*0.7%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-70	-90	-96	-247	-345	-448
% 销售收入	*5.9%*	*3.0%*	*1.7%*	*3.0%*	*3.0%*	*3.0%*
管理费用	-101	-155	-264	-412	-575	-747
% 销售收入	*8.4%*	*5.2%*	*4.6%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
息税前利润（EBIT）	343	679	1,434	1,648	2,402	3,144
% 销售收入	*28.6%*	*22.6%*	*25.2%*	*20.0%*	*20.9%*	*21.0%*
财务费用	-67	-127	-299	-120	-229	-415
% 销售收入	*5.6%*	*4.2%*	*5.2%*	*1.5%*	*2.0%*	*2.8%*
资产减值损失	-34	-64	-179	-29	-138	-144
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	1
投资收益	-2	0	1	0	0	0
% 税前利润	*n.a*	*n.a*	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	240	488	956	1,499	2,035	2,586
营业利润率	*20.0%*	*16.2%*	*16.8%*	*18.2%*	*17.7%*	*17.3%*
营业外收支	3	4	7	5	6	6
税前利润	**244**	**492**	**963**	**1,504**	**2,041**	**2,592**
利润率	*20.3%*	*16.3%*	*16.9%*	*18.3%*	*17.7%*	*17.3%*
所得税	-39	-81	-149	-226	-327	-415
所得税率	*16.0%*	*16.4%*	*15.4%*	*15.0%*	*16.0%*	*16.0%*
净利润	205	411	814	1,279	1,714	2,178
少数股东损益	0	9	-6	-10	-13	-16
归属于母公司的净利	**205**	**402**	**821**	**1,288**	**1,727**	**2,194**
净利率	*17.0%*	*13.4%*	*14.4%*	*15.6%*	*15.0%*	*14.7%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	205	411	814	1,279	1,714	2,177
少数股东损益	0	0	0	0	0	1
非现金支出	69	127	291	181	345	445
非经营收益	66	108	231	120	229	415
营运资金变动	-310	-327	-1,276	-895	-1,385	-1,428
经营活动现金净流	**30**	**319**	**61**	**685**	**903**	**1,610**
资本开支	-397	-557	264	-647	-1,123	-1,928
投资	-18	-32	0	0	0	0
其他	2	0	32	0	0	0
投资活动现金净流	**-413**	**-590**	**296**	**-647**	**-1,123**	**-1,928**
股权募资	20	128	1,969	0	0	0
债权募资	2,138	2,851	8,779	1,360	2,328	4,014
其他	-90	-125	275	-287	-453	-700
筹资活动现金净流	**2,068**	**2,854**	**11,022**	**1,073**	**1,875**	**3,314**
现金净流量	**1,684**	**2,583**	**11,379**	**1,110**	**1,654**	**2,996**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	794	1,233	3,157	4,267	5,921	8,916
应收款项	979	1,839	3,628	5,286	7,407	9,620
存货	372	505	533	798	1,105	1,432
其他流动资产	196	346	979	0	0	0
流动资产	2,342	3,924	8,297	10,351	14,434	19,968
% 总资产	*70.6%*	*74.3%*	*81.1%*	*81.9%*	*81.7%*	*80.3%*
长期投资	80	107	107	107	107	107
固定资产	336	702	1,456	1,888	2,538	3,788
% 总资产	*10.1%*	*13.3%*	*14.2%*	*14.9%*	*14.4%*	*15.2%*
无形资产	560	548	372	291	588	1,004
非流动资产	976	1,357	1,934	2,286	3,233	4,898
% 总资产	*29.4%*	*25.7%*	*18.9%*	*18.1%*	*18.3%*	*19.7%*
资产总计	**3,318**	**5,281**	**10,231**	**12,637**	**17,667**	**24,866**
短期借款	990	1,374	1,430	1,859	3,320	5,797
应付款项	206	559	1,724	2,714	3,757	4,868
其他流动负债	370	580	1,198	781	1,130	1,435
流动负债	1,566	2,513	4,351	5,354	8,208	12,100
长期贷款	149	130	70	1,001	1,868	3,405
其他长期负债	46	546	946	307	126	4
负债	**1,761**	**3,190**	**5,367**	**6,662**	**10,201**	**15,509**
普通股股东权益	1,488	1,934	4,697	5,817	7,320	9,228
少数股东权益	70	157	168	158	145	129
负债股东权益合计	**3,318**	**5,281**	**10,231**	**12,637**	**17,667**	**24,866**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.404	0.790	1.190	1.655	2.220	2.818
每股净资产	3.079	4.110	6.251	7.678	9.593	12.023
每股经营现金净流	0.059	0.626	0.078	0.880	1.160	2.067
每股股利	0.060	0.100	0.200	0.215	0.289	0.366
回报率						
净资产收益率	14.67%	23.50%	24.75%	21.35%	21.88%	22.13%
总资产收益率	9.32%	11.65%	12.26%	12.81%	12.82%	12.07%
投入资本收益率	7.59%	10.06%	11.87%	14.47%	13.55%	11.73%
增长率						
主营业务收入增长率	48.51%	150.65%	89.31%	44.47%	39.76%	29.87%
EBIT增长率	41.99%	98.80%	104.03%	29.03%	39.86%	32.52%
净利润增长率	13.62%	96.48%	104.13%	56.99%	34.08%	26.97%
总资产增长率	36.14%	59.14%	93.75%	23.51%	39.80%	40.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	307.3	228.1	234.8	235.0	235.0	235.0
存货周转天数	201.4	89.3	50.6	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	111.6	98.9	163.7	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	397.1	218.5	121.8	115.0	115.0	115.0
偿债能力						
净负债/股东权益	24.90%	44.58%	-34.07%	-23.55%	-9.82%	3.05%
EBIT利息保障倍数	4.6	4.8	4.2	13.5	9.9	7.2
资产负债率	53.07%	60.40%	52.46%	52.71%	57.74%	62.37%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-15	买入	40.50	52.00～56.00
2	2015-08-24	买入	35.60	52.00～52.00
3	2015-09-29	买入	31.92	38.20～38.20
4	2015-10-28	买入	35.51	N/A
5	2015-11-27	买入	35.39	38.20～38.20

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD