# 三聚环保 (300072.SZ)　环保设备行业

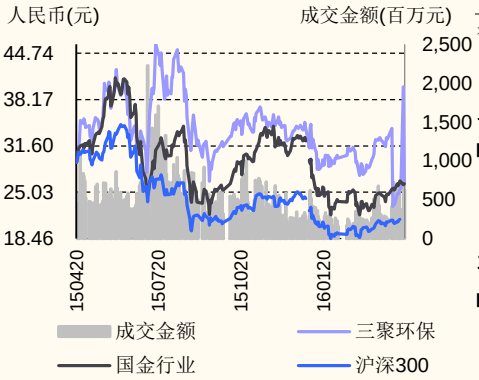
**评级：买入　维持评级**　　**公司点评**

市场价格（人民币）：26.40 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) | 888.37 |
| 总市值(百万元) | 31,305.26 |
| 年内股价最高最低(元) | 46.00/23.01 |
| 沪深 300 指数 | 3275.83 |




**相关报告**

1.《在手订单锁定今年高增速，积极布局新增长点-三聚环保 2015 年...》，2016.3.16

2.《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

3.《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

4.《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

5.《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

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

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

# 高增长是对耐心最好的回报

**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 | 1.09 | 1.46 | 1.85 |
| 每股净资产(元) | 4.11 | 6.25 | 5.38 | 6.64 | 8.23 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.63 | 0.08 | 0.58 | 0.76 | 1.36 |
| 市盈率(倍) | 24.48 | 26.82 | 24.30 | 18.12 | 14.27 |
| 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% | 20.6% | 20.6% | 21.1% |
| 总股本(百万股) | 508.84 | 778.22 | 1,185.80 | 1,185.80 | 1,185.80 |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 三聚环保于 4 月 19 日晚间披露 2016 年 1 季报告，公司实现营业收入 17.35 亿元，同比增长 154.75%，超过我们预期；实现净利润 2.03 亿元，同比增长 98.19%，基本符合我们预期。

## 经营分析

- **1 季度新增在手订单规模基本同比持平，新增订单种类多元化：**公司 2016 年 1 季度在手订单规模增长 21.8 亿元，略低于去年同期 25.6 亿元水平，但依然保持较高水平。公司目前在手订单已达到 109.3 亿元，大幅超过去年同期 47.2 亿元的水平。我们追踪公司重大订单发现，一季度实际新接订单 43.2 亿元，全部集中在能源综合服务领域。其中合成氨类技改项目占比约为 56%，焦化企业技改 11%，费托合成 33%。我们认为这体现出公司新的增长点的逐步显现，从 2015 年的焦化企业技改在向化肥企业技改转移。
- **近期技术突破不断，悬浮床技术具有在炼化领域异军突起的潜力：**公司 15 日公告，在鹤壁的 15 万吨重质油，渣油精炼项目已连续稳定运行 2 个月，悬浮床单元总转化率 96%—99%，轻油收率 92%—95%，比传统的炼化技术收集率提高 20%以上。我们认为，虽然项目在低油价下的经济性仍需观察，但是在稳定运行上的突破无疑为大量地方炼厂未来原料来源的选择提供了十分可观的潜在方向。如果未来油价重新回到较高位置，广大加拿大，委内瑞拉等产油地区的重质油将变成我国地方炼厂的十分合适的原油来源。
- **应收账款同步高企，我们仍需提醒资金链风险：**公司在 1 季报中也提出："2014 年-2016 年 1 季度末，应收账款为 18.4 亿，36.3 亿和 46.7 亿，占总资产的比例分别为 34.83%，35.46%和 40.37%。"我们注意到，公司 1 季度经营性现金流为-11 亿元，筹资性现金流 6.8 亿元，表明公司仍需要持续保持较高杠杆水平以应对订单规模的扩张。虽然目前公司下游客户资质仍属较为优质等级，但公司仍需要控制账期的扩张以维持未来的可持续发展。

## 盈利调整

- 我们维持公司 16/17 年净利润 12.8/17.2 亿元的预测，对应 EPS 1.66/2.22 元/股。

## 投资建议

- 目前股价对应摊薄后 24.3x16PE/18.1x17PE，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 1：三聚环保历年财务数据

**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 | -101 | -281 | -403 |
| **负债** | **1,761** | **3,190** | **5,367** | **6,254** | **9,794** | **15,102** |
| **普通股股东权益** | 1,488 | 1,934 | 4,697 | 6,225 | 7,728 | 9,636 |
| 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 | 1.086 | 1.457 | 1.849 |
| 每股净资产 | 3.079 | 4.110 | 6.251 | 5.383 | 6.639 | 8.234 |
| 每股经营现金净流 | 0.059 | 0.626 | 0.078 | 0.577 | 0.761 | 1.357 |
| 每股股利 | 0.060 | 0.100 | 0.200 | 0.141 | 0.189 | 0.240 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 14.67% | 23.50% | 24.75% | 20.57% | 20.63% | 21.11% |
| 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% | 13.83% | 13.13% | 11.48% |
| **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% | -22.05% | -9.32% | 2.93% |
| 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% | 49.49% | 55.44% | 60.73% |

来源：Wind，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 |
| 6 | 2016-03-16 | 买入 | 29.99 | N/A |

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