东兴证券 DONGXING SECURITIES

# 中报维持高增速，静待后续百万吨级悬浮床改造项目落地

## ——三聚环保（300072）事件点评

2016 年 07 月 13 日

强烈推荐/维持

三聚环保 | 事件点评

**分析师：杨若木**

010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480510120014

**联系人：刘博**

010-66555481 liubo_yjs@dxzq.net.cn

### 事件：

公司发布 2016 年半年度业绩预告，预计上半年实现归母净利润 7.85 亿-8.15 亿元，同比大幅增长 98%-102%。

### 主要观点：

#### 1. 中报业绩维持高增长，全年净利润翻番确定性较强

2011-2015 年，公司中报收入增速分别为 16%、86%、21%、115%和 123%；归母净利润增速分别为 40%、70%、38%、154%和 121%，16 年环保剂种销售实现稳定增长、能源净化综合服务订单放量，中报归母净利润增速为 98%-102%，继续维持高速增长态势。从以往中报业绩占比全年业绩比例来看，2011-2015 年分别为 32%、29%、35%、45%和 49%，中报对于全年业绩增长有较强的指引意义，因此预计全年净利润实现 100%以上增长确定性较强。

#### 2、悬浮床加氢示范效应显现，期待后续百万吨级项目落地

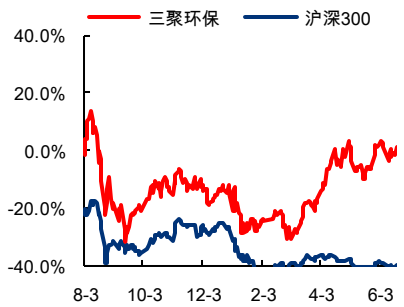
16 年 2 月 24 日，国内首套由公司自主研发的悬浮床加氢 15.8 万吨/年煤焦油项目一次开车成功且实现持续正常运营，标志着公司逐步实现由改造工程服务提供商向清洁能源投资运营供应商的转变。悬浮床加氢技术与目前石化行业通用的延迟焦化和催化裂化工艺相比，优势明显：

- **适用范围广**：悬浮床加氢技术本质上是在高温、高压、临氢状态下对劣质油、重质油进行加工提炼的热裂化技术（重质油变为轻质油、脏油变为干净的油）。由于该技术的适用原料范围极广，既可用于常规原油，也可用于非常规原油（包括高硫高金属含量的重质油、劣质油），尤其是可用于高中低温煤焦油，因此对于我国煤化工和石化行业上来说是颠覆性的技术。
- **轻油收率高**：1）采用催化裂化工艺，轻油收率为 65%-70%，可产生 45.4%汽油、21.3%柴油；2）采用延迟焦化工艺，轻油收率为 50-55%，可产生 25%汽油、30%柴油；3）而采用悬浮床加氢工艺后，轻油收率高达 90%以上，可产生 29%汽油、63%柴油。

### 交易数据

| | |
|---|---|
| 52 周股价区间（元） | 31.39-16.73 |
| 总市值（亿元） | 334 |
| 流通市值（亿元） | 251 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 118581/88837 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 2.20 |

### 52 周股价走势图




*资料来源：东兴证券研究所*

### 相关研究报告

1、《环保行业 2016 年中期策略：“效果化+保增长”趋势下，掘金高景气度细分领域》2016-06-30

2、《三聚环保深度报告：“产品-改造-运营”战略规划清晰，能源净化综合服务龙头再起航》2016-07-13

- **可极大提升煤焦油的使用效率，提升煤化工产业的产值和效益**：采用悬浮床加氢工艺对煤炭进行热解分质利用后，最终产物包括清洁燃气和清洁焦炭，两者均可用于工业燃烧、发电和化工产品生产；悬浮床加氢还可用于加工提炼高中低温煤焦油，最终产物为芳烃和清洁燃气，解决了我国大量煤焦油产量的充分有效利用难题。

目前公司正在加速推进由示范项目向工程化和规模化应用的进程，预计下半年将有百万吨量级的项目落地。

### 3、战略思路清晰，高效管理层带领下战略规划逐步落实

我们梳理公司自上市以来的发展历程，发现公司“剂种销售-改造服务-投资运营”的战略规划十分清晰，目前已经由传统催化剂、净化剂生产销售企业逐步向净化服务供应商角色转变，结合公司现有业务和目标规划，我们分析认为公司愿景是发展成为清洁能源项目投资运营平台，将分为三步实施：

Step 1：专注主业，夯实脱硫催化剂、净化剂市场上的民营企业龙头地位；

Step 2：切入传统焦化企业改造市场，实现由剂种销售向改造服务的转型；

Step 3：悬浮床加氢项目成功，工程化运用以后终将发展成为清洁能源投资运营平台。

在公司管理层的带领下，目前公司战略规划目标正在逐步落实和有序推行，下半年悬浮床加氢改造项目落实后，将充分打开公司成长空间。

### 结论：

预计公司 2016-2018 年主营收入分别为 98.14 亿、147.36 亿和 221.04 亿元，归母净利润分别为 13.33 亿、19.70 亿和 28.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.13 元、1.67 元和 2.43 元，PE 分别为 25 倍、17 倍和 12 倍。维持“强烈推荐”评级。

## 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| **流动资产合计** | 3924 | 8297 | 14642 | 22501 | 34270 |
| 货币资金 | 1233 | 3157 | 5438 | 8165 | 12248 |
| 应收账款 | 1839 | 3628 | 6249 | 9382 | 14074 |
| 其他应收款 | 41 | 37 | 64 | 96 | 144 |
| 预付款项 | 228 | 744 | 1632 | 2966 | 4967 |
| 存货 | 505 | 533 | 919 | 1380 | 2069 |
| 其他流动资产 | 5 | 9 | 16 | 24 | 37 |
| **非流动资产合计** | 1357 | 1934 | 1836 | 1738 | 1640 |
| 长期股权投资 | 107 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 固定资产 | 702.16 | 1455.80 | 1365.29 | 1274.56 | 1183.70 |
| 无形资产 | 147 | 160 | 144 | 128 | 112 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **资产总计** | 5281 | 10231 | 16478 | 24239 | 35910 |
| **流动负债合计** | 2513 | 4351 | 8684 | 14946 | 24431 |
| 短期借款 | 1374 | 1430 | 4310 | 8702 | 15386 |
| 应付账款 | 559 | 1724 | 2928 | 4397 | 6595 |
| 预收款项 | 18 | 131 | 325 | 616 | 1052 |
| 一年内到期的非 | 50 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| **非流动负债合计** | 676 | 1016 | 576 | 590 | 606 |
| 长期借款 | 130 | 70 | 82 | 96 | 112 |
| 应付债券 | 492 | 494 | 494 | 494 | 494 |
| **负债合计** | 3190 | 5367 | 9260 | 15535 | 25037 |
| 少数股东权益 | 157 | 168 | 162 | 155 | 149 |
| 实收资本（或股 | 509 | 778 | 1186 | 1186 | 1186 |
| 资本公积 | 478 | 2201 | 3079 | 3079 | 3079 |
| 未分配利润 | 905 | 1625 | 2492 | 3773 | 5638 |
| 归属母公司股东 | 1934 | 4697 | 7001 | 8504 | 10694 |
| **负债和所有者权** | 5281 | 10231 | 16422 | 24195 | 35880 |

| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| **经营活动现金流** | 319 | 61 | -433 | -95 | -184 |
| 净利润 | 411 | 814 | 1333 | 1970 | 2873 |
| 折旧摊销 | 199.99 | 256.55 | 0.00 | 108.64 | 108.76 |
| 财务费用 | 127 | 299 | 449 | 763 | 1297 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | -2621 | -3134 | -4691 |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 194 | 291 | 437 |
| **投资活动现金流** | -590 | -230 | -191 | -325 | -423 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **筹资活动现金流** | 710 | 2093 | 2905 | 3147 | 4690 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -494 | 0 | 0 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 3 | 269 | 408 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 72 | 1724 | 878 | 0 | 0 |
| **现金净增加额** | 439 | 1924 | 2281 | 2727 | 4083 |

| 利润表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| **营业收入** | 3010 | 5698 | 9814 | 14736 | 22104 |
| **营业成本** | 2064 | 3844 | 6621 | 9942 | 14913 |
| 营业税金及附加 | 21 | 59 | 102 | 153 | 229 |
| 营业费用 | 90 | 96 | 166 | 249 | 392 |
| 管理费用 | 155 | 264 | 455 | 684 | 1026 |
| 财务费用 | 127 | 299 | 449 | 763 | 1297 |
| 资产减值损失 | 64.31 | 179.13 | 250.78 | 326.02 | 423.82 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -0.08 | 0.88 | 0.88 | 0.88 | 0.88 |
| **营业利润** | 488 | 956 | 1771 | 2620 | 3824 |
| 营业外收入 | 4.49 | 6.77 | 6.77 | 6.77 | 6.77 |
| 营业外支出 | 0.28 | 0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **利润总额** | 492 | 963 | 1778 | 2627 | 3831 |
| 所得税 | 81 | 149 | 444 | 657 | 958 |
| **净利润** | 411 | 814 | 1333 | 1970 | 2873 |
| 少数股东损益 | 9 | -6 | -6 | -6 | -6 |
| 归属母公司净利润 | 402 | 821 | 1339 | 1976 | 2879 |
| EBITDA | 815 | 1512 | 2328 | 3492 | 5229 |
| **EPS（元）** | 0.79 | 1.19 | 1.13 | 1.67 | 2.43 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入增长 | 150.65% | 89.31% | 72.23% | 50.15% | 50.00% |
| 营业利润增长 | 102.81% | 96.10% | 85.15% | 47.95% | 45.94% |
| 归属于母公司净利润 | 63.24% | 47.55% | 63.24% | 47.55% | 45.68% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 31.42% | 32.53% | 32.53% | 32.53% | 32.53% |
| 净利率(%) | 13.66% | 14.29% | 13.59% | 13.37% | 13.00% |
| 总资产净利润（%） | | 7.61% | 8.02% | 8.16% | 8.18% |
| ROE(%) | 20.79% | 17.47% | 19.13% | 23.24% | 26.92% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 60% | 52% | 56% | 64% | 、 |
| 流动比率 | | | | 1.46 | 1.38 |
| 速动比率 | | | | 1.37 | 1.30 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.73 | 0.74 | 0.73 | 0.74 |
| 应收账款周转率 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付账款周转率 | 7.87 | 4.99 | 4.22 | 4.02 | 4.02 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.79 | 1.19 | 1.13 | 1.67 | 2.43 |
| 每股净现金流(最新 | 0.86 | 2.47 | 1.92 | 2.30 | 3.44 |
| 每股净资产(最新摊 | 3.80 | 6.03 | 5.90 | 7.17 | 9.02 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 33.62 | 22.32 | 23.51 | 15.94 | 10.94 |
| P/B | 6.99 | 4.40 | 4.50 | 3.70 | 2.95 |
| EV/EBITDA | 17.58 | 12.94 | 13.28 | 9.33 | 6.73 |

*资料来源：公司财报、东兴证券研究所*

## 分析师简介

**分析师：杨若木**

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

**联系人：刘博**

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。