东兴证券
DONGXING SECURITIES

中报维持高增速，悬浮床加氢打开公司成长空间

——三聚环保（300072）中报点评

2016 年 08 月 10 日

强烈推荐/维持

三聚环保 | 财报点评

姓名	分析师：杨若木	执业证书编号：S1480510120014
	Email: yangrm@dxzq.net.cn	
姓名	联系人：刘博	Email: liubo_yjs@dxzq.net.cn
	联系人：于洋	Email: yuyang_yjs@dxzq.net.cn
	联系人：庞天一	Email: pangty@dxzq.net.cn

事件：

1）公司发布 2016 年中报，上半年实现营收 58.07 亿元，同比增长 162.28%；实现归母净利润 8.04 亿元，同比增长 99.63%。2）控股子公司三聚家景以自有资金人民币 500 万元对聚禾化工增资，增资完成后聚禾化工的注册资本将增至 1000 万元，三聚家景仍持有 100%股权。3）向三家保理公司申请办理合计总额 15 亿元的应收账款无追索权保理业务。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	3,009.91	681.18	2,213.94	3,832.47	5,698.12	1,735.32	5,806.61
增长率（%）	150.65%	152.63%	123.25%	101.88%	89.31%	154.75%	162.27%
毛利率（%）	31.42%	38.78%	37.25%	33.89%	32.53%	26.35%	24.70%
期间费用率（%）	12.36%	20.04%	12.34%	11.41%	11.58%	9.75%	6.17%
营业利润率（%）	16.20%	17.25%	21.03%	17.85%	16.79%	12.99%	16.03%
净利润（百万元）	401.98	102.36	402.86	583.93	820.56	202.88	804.22
增长率（%）	96.48%	232.77%	121.25%	108.20%	104.13%	98.20%	99.63%
每股盈利（季度，元）	0.79	0.20	0.61	0.75	1.19	0.26	0.68
资产负债率（%）	60.40%	59.54%	65.55%	54.31%	52.46%	56.23%	62.19%
净资产收益率（%）	23.50%	5.15%	19.04%	18.28%	24.75%	4.23%	15.89%
总资产收益率（%）	14.38%	13.04%	18.58%	15.19%	15.69%	11.28%	17.40%

观点：

- **中报维持高增速，全年业绩翻番确定性较强。**公司自上市以来，业绩始终维持高速增长，11-16年，公司中报收入增速分别为15.82%、85.80%、20.57%、115.19%、123.25%和162.27%，收入CAGR为78.82%；中报净利润增速分别为40.38%、70.03%、37.56%、153.91%、121.25%和99.63%，净利润CAGR为82.40%。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%，中报业绩对全年净利润情况的指示性意义逐步增强，目前公司在手未结算订单合计金额超过126亿，随着部分项目在下半年进入集中结算期，预计公司全年净利润规模翻番是大概率事件。

表 1：公司在手部分焦炉煤气制 LNG 的订单情况

项目名称	合同金额	待执行金额
靖江众达炭材有限公司焦炉尾气顶气补气制 5000 万立方米 LNG 项目	35,200.00	8,600.00
双鸭山三聚华本新能源有限责任公司 1 亿 Nm3/年焦炉气制 LNG 项目	60,000.00	6,210.23
通化化工股份有限公司原料路线与动力结构调整改造项目	115,000.00	20,596.76
内蒙古家景镁业有限公司焦炭制气生产 30 万吨/年甲醇项目	80,000.00	46,882.94
山东桦超化工有限公司异丁烷脱氢项目	126,820.00	77,650.83
内蒙古聚实能源有限公司焦化升级改造生产清洁化工产品一期	140,000.00	91,327.20
七台河勃盛清洁能源有限公司焦化升级改造生产化工产品项目	153,000.00	107,109.96
七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司焦化升级改造生产清洁化学品项目二期	96,000.00	47,205.74
七台河泓泰兴清洁能源有限公司焦化升级改造生产化工产品项目	110,000.00	97,694.55
钟祥市金鹰能源科技有限公司①原 24 万吨/年氨节能减排、环保改造项目；②30 万吨/年氨醇项目、尾气制 1.5 万吨/年清洁燃料 LNG 项目	104,000.00	97,000.00
孝义市鹏飞实业有限公司 20 万吨/年费托合成装置项目（一期）	140,000.00	136,000.00
孝义市鹏飞实业有限公司 18 万吨/年合成氨、30 万吨/年尿素项目，0.5-0.8 亿方 LNG 项目	128,000.00	125,000.00
古县利达焦化有限公司焦炉尾气顶气补气联产 1 亿 m³/年 LNG 项目	44,800.00	22,894.75
四川鑫达新能源科技有限公司 5 万吨/年聚甲氧基二甲醚项目	27,200.00	22,266.40
四川聚润新能源科技有限公司 15 万吨/年工业双氧水（利用甲醇生产尾气）项目	22,400.00	22,400.00
七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司污水熄焦造气项目	20,000.00	20,000.00
七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司电厂安全、环保改造工程项目	5,000.00	5,000.00
七台河勃盛清洁能源有限公司焦化煤气环保净化设施改造项目	6,400.00	6,400.00
鹤壁宝发能源科技股份有限公司 30 万吨二甲醚节能减排项目	4,096.00	4,096.00
七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司焦化升级改造生产清洁化学品项目三期	280,000.00	280,000.00
河南宇天化工有限公司 15 万吨/年蒽油加氢工程一期项目	40,000.00	20,047.68
合计	1,737,916.00	1,264,383.04

资料来源：东兴证券研究所

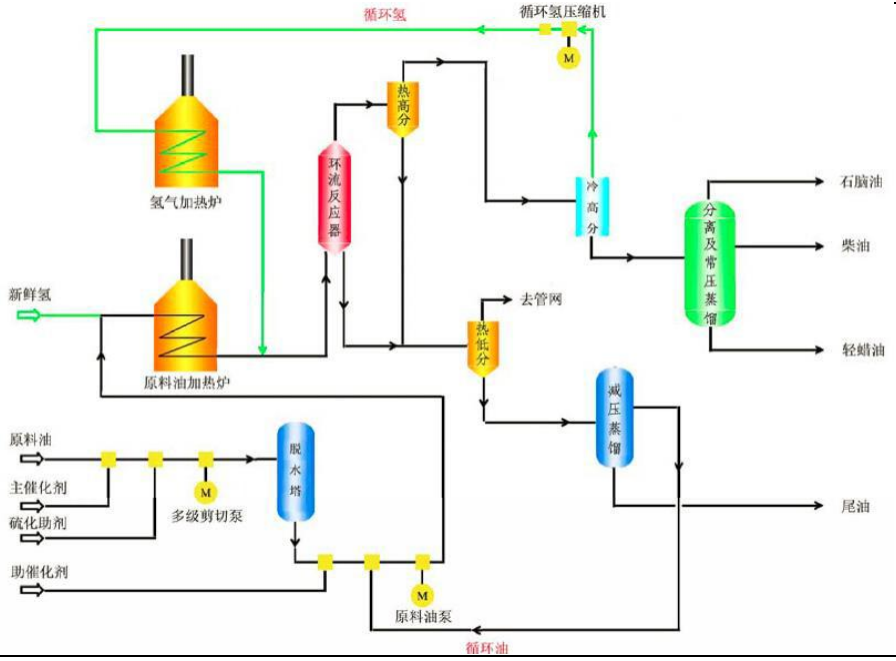
- **行业竞争加剧&LNG价格下行造成毛利率下降，多渠道解决应收账款问题。**进入16年以来，我国钢铁行业景气度持续下降，对钢铁企业严重依赖的传统焦化企业运营举步维艰，目前我国焦化企业合计2000多家，其中约2/3是独立焦化企业，在上游去产能的不利因素下，焦化企业纷纷开始转型。截止16年上半年，公司已经为多个焦化企业改造项目提供服务，其中包括20个焦炉煤气制LNG项目、多个焦炉煤气合成氨、制甲醇、制尿素项目。一方面，焦化企业改造市场空间广阔，吸引新的竞争者不断进入；另一方面，LNG价格持续下行，两方面因素造成公司上半年能源净化综合服务业务毛利率下降15.50个百分点。

  近年来随着公司加快从传统的剂种提供商向能源净化综合服务商进行战略转型，向客户提供整体解决方案和实施工程项目建设，前期垫付资金较多，造成应收账款增长较快，目前公司正在通过多种渠道加速资金周转：1）公司客户主要分布在石油炼化、煤化工等领域，整体信誉良好并与公司保持着长期的合作关系，公司将加大催收账款力度；2）与三家保理公司形成合作，申请办理合计总额15亿元的应收账款无追索权保理业务；3）部分垫付资金将采用债转股的方式，未来将通过定增或者股权转让收回。

- **悬浮床加氢示范效应显现，预计年底将有百万吨级项目落地。**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：

图 1：重质油悬浮床加氢工艺的工业化流程



资料来源：东兴证券研究所

图 2：整套工程装置从奠基到正常运营的时间节点

资料来源：东兴证券研究所

表 2：悬浮床加氢与传统重质油加工技术的比较

技术工艺	投资规模（亿元/百万吨）	轻油收率	工艺路径	最终产品
催化裂化	13	短	65%-70%	45%汽油、21%柴油
延迟焦化	3	长、且浪费严重	50%-55%	25%汽油、30%柴油
悬浮床加氢	13	短	90%以上	29%汽油、63%柴油

资料来源：东兴证券研究所

- ✧ **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。

- ✧ **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。

该项目自2月底成功开车以来，持续稳定运营至今，我们获知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。

结论：

预计公司16、17、18年净利润分别为16亿、25亿、36亿，EPS分别为1.35元、2.11元、3.04元，对应市盈率分别为25倍、16倍、11倍。我们梳理公司自上市以来的发展历程：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：1）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；2）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；3）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。在高效经营和管理团队的带领下，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，将充分打开成长空间，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	17690	31483	49689
货币资金	1233	3157	3473	3820	4202
应收账款	1839	3628	7619	13333	20666
其他应收款	41	37	78	137	212
预付款项	228	744	1827	3723	6661
存货	505	533	1120	1961	3039
其他流动资产	5	9	20	35	54
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	19525	33220	51330
流动负债合计	2513	4351	11488	23241	38544
短期借款	1374	1430	6381	14841	25808
应付账款	559	1724	3570	6248	9684
预收款项	18	131	367	781	1422
一年内到期的非流	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	12064	23830	39150
少数股东权益	157	168	162	155	149
实收资本(或股本)	509	778	1193	1193	1193
资本公积	478	2201	3079	3079	3079
未分配利润	905	1625	2663	4294	6644
归属母公司股东权	1934	4697	7207	9122	11881
负债和所有者权	5281	10231	19433	33108	51180

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	319	61	-1256	-1788	-1989
净利润	411	814	1633	2543	3672
折旧摊销	199.99	256.55	0.00	108.64	108.76
财务费用	127	299	449	763	1297
应收账款减少	0	0	-3991	-5714	-7333
预收帐款增加	0	0	236	414	641
投资活动现金流	-590	-230	-257	-333	-432
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	-2	-2	-2
投资收益	0	1	1	1	1
筹资活动现金流	710	2093	4986	7094	8802
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	3	269	414	0	0
资本公积增加	72	1724	878	0	0
现金净增加额	439	1924	3473	4973	6382

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3010	5698	11966	20941	32458
营业成本	2064	3844	8073	14128	21899
营业税金及附加	21	59	124	217	337
营业费用	90	96	202	354	576
管理费用	155	264	555	972	1506
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	2206	3583	5272
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	2213	3590	5279
所得税	81	149	580	1047	1607
净利润	411	814	1633	2543	3672
少数股东损益	9	-6	-6	-6	-6
归属母公司净利润	402	821	1602	2518	3627
EBITDA	815	1512	2870	5053	7826
EPS（元）	0.79	1.19	1.34	2.11	3.04

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%	110.00%	75.00%	55.00%
营业利润增长	102.81%	96.10%	141.77%	80.82%	53.55%
归属于母公司净利润	95.23%	57.18%	95.23%	57.18%	44.04%
获利能力					
毛利率(%)	31.42%	32.53%	32.53%	32.53%	32.53%
净利率(%)	13.66%	14.29%	13.65%	12.14%	11.31%
总资产净利润（%）	总资产	7.61%	8.02%	8.20%	7.58%
ROE(%)	20.79%	17.47%	22.23%	27.60%	30.53%
偿债能力					
资产负债率(%)	60%	52%	62%	72%	\
流动比率				1.35	1.29
速动比率				1.27	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.73	0.81	0.80	0.77
应收账款周转率	2	2	2	2	2
应付账款周转率	7.87	4.99	4.52	4.27	4.07
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.19	1.34	2.11	3.04
每股净现金流(最新	0.86	2.47	2.91	4.17	5.35
每股净资产(最新摊	3.80	6.03	6.04	7.65	9.96
估值比率					
P/E	42.59	28.28	25.05	15.94	11.06
P/B	8.85	5.58	5.57	4.40	3.38
EV/EBITDA	22.01	16.59	14.12	8.71	6.21

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。