

# 三聚环保 (300072) 研究报告

业绩高增长如期兑现，静待悬浮床加氢项目落地

买入 (首次)

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5698	17531	30679	47553
同比(+/-%)	89.3%	207.6%	75.0%	55.0%
净利润(百万元)	821	1617	2988	5422
同比(+/-%)	98.0%	98.5%	84.7%	81.4%
毛利率(%)	32.5%	31.3%	31.3%	34.9%
净资产收益率(%)	17.47%	22.23%	31.52%	39.86%
每股收益(元)	1.19	1.34	2.51	4.53
PE	40.76	36.11	19.36	10.67
PB	8.04	8.03	6.10	4.25

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

## 事件:

公司发布 2016 年业绩快报, 营收实现 175.31 亿元, 同比增长 207.66%; 归母净利润实现 16.17 亿元, 同比增长 97.07%。

## 投资要点:

- **业绩高增长如期兑现, 预计 2017 年净利润规模仍将保持高速增长:** 2011-2016 年, 公司营收规模分别为 6.01、8.09、12.01、30.10、56.98 和 175.31 亿元, 增速分别为 39.61%、34.63%、48.51%、150.65%、89.31% 和 207.66%; 归母净利润规模分别为 0.95、1.80、2.05、4.02、8.21 和 12.15 亿元, 增速分别为 65.32%、89.42%、13.62%、96.48%、104.13% 和 97.07%。2016 年, 公司能源产业增值服务扩张较快, 由于增值服务毛利率相对较低, 拖累净利率表现, 造成公司营收规模增速远高于净利润规模增速。目前公司在手未结算订单合计金额接近 120 亿, 随着在手项目在未来 1-3 进入集中结算期, 预计公司净利润规模 2017 年仍将维持高增长。
- **与世通合作打消市场疑虑, 百万吨项目有望于近期落地:** 公司与世通绿能签署《战略合作框架协议》, 双方将合作建设 150 万吨/年煤焦油、煤沥青综合利用项目, 项目投资约为 53 亿元, 项目合作方式为三聚做 EPC 总包。北京华石(实际控制人李林是悬浮床技术的主要研发人)入股世通绿能意味着悬浮床加氢技术的百万吨量级运用已经基本成熟, 考虑到三聚和华石在中试项目上已经有了成功的合作经验, 预计 150 万吨/年的煤焦油、煤沥青综合利用项目有望于近期落地, 同时未来不排除将北京华石吸收进入三聚体内的可能。项目投资回报率方面, 目前中试项目概算投资回报率为 30% 以上, 假设 150 万吨/年项目投资回报率下降至 25% 左右, 工期为 2.5 年, 则单个项目每年可贡献净利润 5.3 亿元。
- **生物质规模化利用是公司未来重要战略布局, 有望提供**

2017 年 2 月 21 日

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

[yuanl@dwzq.com.cn](mailto:yuanl@dwzq.com.cn)

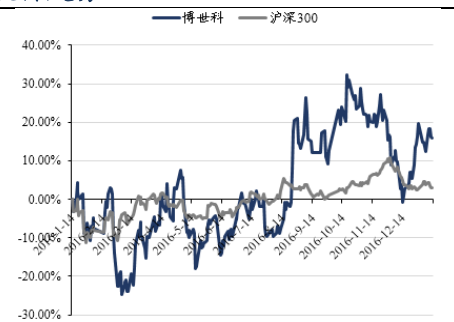
021-60199782

研究助理翟堃

[zhaik@dwzq.com.cn](mailto:zhaik@dwzq.com.cn)

021-60199789

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	48.50
一年最低价/最高价	17.92/55.46
市净率	8.03
流通 A 股市值(百万元)	43294

## 基础数据

每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	72.8
总股本(百万股)	1192
流通 A 股(百万股)	892

**新的业绩增长点：**我国每年生产生物质废弃物 15 亿吨，其中包括：9 亿吨秸秆、5 亿吨畜禽废弃物（鲜重约为 25 亿吨）、0.35 亿吨城镇生活污水泥、250-400 万吨园林绿化废弃物，而生物质规模化利用的难点主要在于：前端收集渠道、中端处理技术、终端需求市场。公司于 16 年 4 月份与北大荒成立了三聚-北大荒生物质新材料股份公司（7 月份完成工商注册登记，三聚环保控股 52%），将充分利用北大荒成熟的生物质收储渠道和庞大的炭基复合肥消费市场，目前公司内部已经立项 10 套以上分布式秸秆分质利用生产炭基复合肥的装置，预计项目逐步建设完工后，2017 年底达到 100-200 万吨/年的产量。根据目前在南京、河南地区的示范项目显示，公司生产的炭基复合肥和传统复合肥相比，化肥投入量减少 14kg/亩、成本减低 80 元/亩、收入增加 50 元/亩，综合算起来，在化肥投入量减少 14kg/亩的同时，增加收入 130 元/亩。我们分析认为，伴随公司炭基复合肥项目逐渐完工投产，未来将有望为公司提供新的业绩增长点。

- **盈利预测与估值：**预计公司 16、17、18 年净利润分别为 16 亿、30 亿、54 亿，EPS 分别为 1.34 元、2.51 元、4.53 元，对应市盈率分别为 36 倍、19 倍、11 倍。公司“剂种销售-改造服务-投资运营”战略规划清晰、在手订单饱满、业绩如期兑现，首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**订单执行不及预期，回款风险。

图表 1 三聚环保盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>8297.4</b>	<b>25571.0</b>	<b>45778.7</b>	<b>72452.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>5698.1</b>	<b>17531.0</b>	<b>30679.3</b>	<b>47552.8</b>
现金	3157.3	3473.0	3820.3	4202.3	营业成本	3844.4	11827.9	20698.8	32083.2
应收款项	3628.0	11162.0	19533.6	30277.0	营业税金及附加	59.1	181.9	318.3	493.3
存货	533.5	1641.3	2872.3	4452.1	营业费用	96.3	296.4	518.8	844.3
其他	9.2	28.9	50.8	78.9	管理费用	264.4	813.4	1423.4	2206.3
<b>非流动资产</b>	<b>1934.1</b>	<b>1835.5</b>	<b>1737.5</b>	<b>1640.4</b>	财务费用	299.1	448.7	762.7	1296.6
长期股权投资	106.7	106.7	106.7	106.7	投资净收益	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产	1455.80	1365.29	1274.56	1183.70	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	159.8	143.8	127.8	111.8	<b>营业利润</b>	<b>956.5</b>	<b>2540.1</b>	<b>4641.0</b>	<b>7968.5</b>
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外净收支	6.7	6.8	6.8	6.8
<b>资产总计</b>	<b>10231.5</b>	<b>27406.6</b>	<b>47516.2</b>	<b>74092.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>963.2</b>	<b>2546.9</b>	<b>4647.7</b>	<b>7975.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>4351.3</b>	<b>19385.4</b>	<b>37220.0</b>	<b>59670.2</b>	所得税费用	148.8	929.9	1659.7	2553.2
短期借款	1430.0	12383.2	25393.8	41491.4	少数股东损益	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
应付账款	1723.8	5230.7	9153.8	14188.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>820.6</b>	<b>1617.0</b>	<b>2988.0</b>	<b>5422.0</b>
预收款项	130.8	477.0	1083.0	2022.1	EBIT	1255.6	4161.5	7394.8	11502.8
<b>非流动负债</b>	<b>1015.9</b>	<b>575.8</b>	<b>589.7</b>	<b>606.0</b>	EBITDA	1512.1	4269.9	7503.5	11611.5
长期借款	70.0	81.9	95.8	112.1					
应付债券	493.9	493.9	493.9	493.9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>5367.2</b>	<b>19961.2</b>	<b>37809.8</b>	<b>60276.2</b>	每股收益(元)	1.19	1.34	2.51	4.53
少数股东权益	167.8	254.2	267.6	298.8	每股净资产(元)	6.03	6.04	7.95	11.41
	4696.6	7207.2	9479.8	13603.7	发行在外股份(百万股)	778.2	1192.6	1192.6	1192.6
归属母公司股东权益					ROIC(%)	8.0%	5.8%	6.3%	7.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10231.5</b>	<b>27422.6</b>	<b>47557.2</b>	<b>74178.8</b>	ROE(%)	17.5%	22.2%	31.5%	39.9%
					毛利率(%)	32.5%	31.3%	31.3%	34.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBIT Margin(%)	25.9%	23.3%	24.6%	24.3%
经营活动现金流	60.7	-4174.5	-3913.8	-3721.5	销售净利率(%)	14.4%	9.1%	9.7%	11.4%
投资活动现金流	-230.0	-257.4	-333.4	-432.0	资产负债率(%)	52.5%	72.8%	79.5%	81.3%
筹资活动现金流	2093.4	10988.3	11532.5	13503.0	收入增长率(%)	89.3%	207.6%	75.0%	55.0%
现金净增加额	1924.2	6556.4	7285.3	9349.4	净利润增长率(%)	98.0%	98.5%	84.7%	81.4%
企业自由现金流	-2541.1	-3487.1	-1763.8	-1164.7					

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

