

三聚环保的三大亮点

公司简报

◆**为什么提到二次开车持续运行能力?** 评价悬浮床加氢技术的成功与否, 主要看四点: 1) 操作过程不发生结焦, 此项在短期较易满足, 但是对装置长期运转时一项较高的挑战。2) 加氢催化剂需具备高分散性、高活性、循环使用特点, 其优劣直接影响转化率和结焦, 对运行成本有较大影响。3) 未转化油和残渣排出能力, 将影响投资和操作费用。4) 高温、高压下含固体颗粒的流体处理, 对设备的强度、系统集成有一定要求, 影响未来应用。

一般来讲, 开车需要6个月以上运行时间来进行观察和数据的积累。当前二次开车采用高钙稠油这种极限原料已运行近4个月, 设备处于正常状态, 如果后续停车、消缺达到预期水平, 即可视为成功, 为后续大项目落地甚至石化领域技术革新起到积极作用。

◆**增值服务的作用是什么?** 公司传统业务为焦化产业升级, 新业务是悬浮床加氢和生物质综合利用。F-T工艺是气制油的核心, 悬浮床加氢技术是重油(油掺煤)制轻油的核心, 秸秆炭化是生物质到能源产品的核心。三个链条, 需要原料和产品的供给和传递, 作为一个打造产业集群的大公司, 构建区域性企业的原料、产品物流、仓储, 技术分享的业务模式, 形成了增值服务业务, 可降低各环节成本。

◆**未来公司更大的蓝图是什么?** 纵观环保行业发展阶段, 当前正处于新技术共生于供给侧, 进行源头控制和产业升级时期, 下一阶段将是强调循环经济, 生态系统的概念。公司的悬浮床加氢处理重油只是一小步, 未来公司有望将生物质作为悬浮床的原料之一, 形成能源循环经济概念的更高层次应用, 当前该技术正处于实验阶段, 已取得一定进展。

◆**维持“买入”评级:** 预计公司16-18年EPS分别为1.35、2.16、3.49元, 对应PE为41、25、16倍。考虑到公司是环保行业优质的供给侧改革标的, 具有核心技术可实现焦化、石化、煤化工、生物质产业绿色化升级; 公司开展的悬浮床加氢及秸秆综合利用业务将进入订单落地阶段, 公司有望迎来新的高速发展阶段。给予17年30倍PE, 目标价64.80元, 维持“买入”评级。

◆**风险提示:** 应收账款风险, 国际市场拓展风险, 项目实施进度风险。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,010	5,698	17,529	23,750	35,643
营业收入增长率	150.65%	89.31%	207.63%	35.49%	50.07%
净利润(百万元)	402	821	1,616	2,578	4,163
净利润增长率	96.48%	104.13%	96.91%	59.54%	61.50%
EPS(元)	0.34	0.69	1.35	2.16	3.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.79%	17.47%	26.23%	30.17%	33.58%
P/E	163	80	41	25	16
P/B	34	14	11	8	5

买入(维持)

当前价/目标价: 54.98/64.80元

目标期限: 6个月

分析师

陈俊鹏 (执业证书编号: S0930511120004)

021-22169041

chenjunpeng@ebscn.com

联系人

殷中枢

021-22169040

yinzs@ebscn.com

市场数据

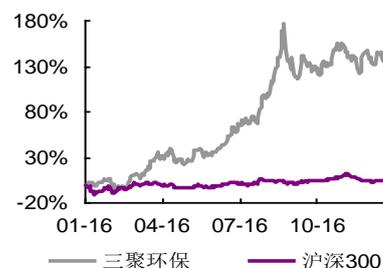
总股本(亿股): 11.96

总市值(亿元): 657.34

一年最低/最高(元): 23.56/55.46

近3月换手率: 35.51%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.31	10.15	147.38
绝对	3.74	10.70	160.95

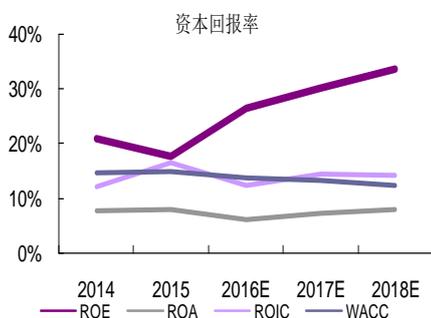
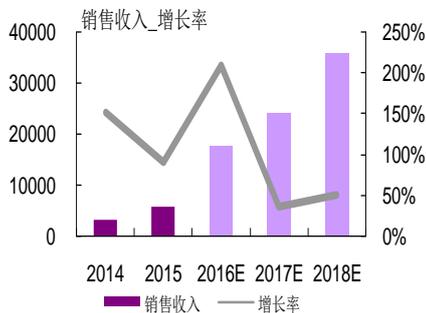
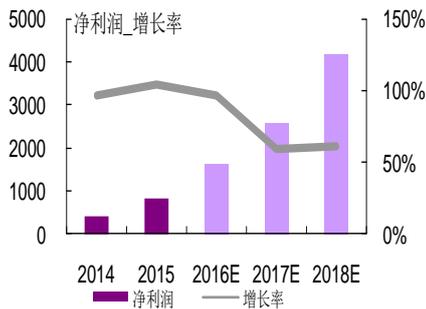
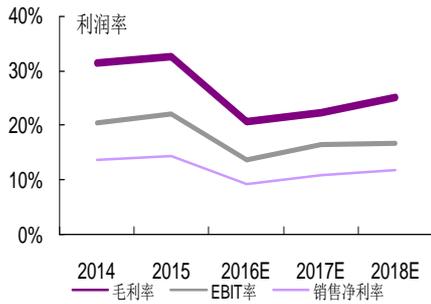
相关研报

2016年业绩同比增长97%, 关注二次开车持续运行能力

..... 2017-02-22
百万吨悬浮床加氢项目签框架协议, 关注后续落地

..... 2016-12-23
业绩兑现预期高, 大清洁能源战略稳步推进

..... 2016-09-11



	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,010	5,698	17,529	23,750	35,643
营业成本	2,064	3,844	13,925	18,467	26,760
折旧和摊销	63	112	132	170	216
营业税费	21	59	140	190	321
销售费用	90	96	156	261	535
管理费用	155	264	351	594	1,426
财务费用	127	299	536	941	1,175
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	488	956	1,824	2,917	4,724
利润总额	492	963	1,838	2,931	4,733
少数股东损益	9	-6	2	2	2
归属母公司净利润	401.98	820.56	1,615.77	2,577.76	4,163.02

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	5,281	10,231	26,577	36,027	53,092
流动资产	3,924	8,297	23,949	32,627	48,832
货币资金	1,233	3,157	8,765	11,875	17,822
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,839	3,628	10,483	14,858	22,954
应收票据	72	189	526	713	1,069
其他应收款	41	37	105	150	228
存货	505	533	1,393	1,477	1,606
可供出售投资	0	0	2	2	2
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	107	107	107	107	107
固定资产	702	1,456	1,876	2,385	2,969
无形资产	147	160	152	144	137
总负债	3,190	5,367	20,248	27,312	40,521
无息负债	1,143	3,313	9,554	12,020	16,226
有息负债	2,046	2,054	10,694	15,291	24,296
股东权益	2,091	4,864	6,330	8,715	12,571
股本	509	778	1,193	1,193	1,193
公积金	520	2,294	2,040	2,298	2,383
未分配利润	905	1,625	2,927	5,053	8,821
少数股东权益	157	168	169	171	173

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	319	61	-1,583	527	-617
净利润	402	821	1,616	2,578	4,163
折旧摊销	63	112	132	170	216
净营运资金增加	1,534	2,022	9,772	6,236	12,048
其他	-1,681	-2,893	-13,103	-8,457	-17,044
投资活动产生现金流	-590	-230	-808	-905	-1,005
净资本支出	-557	-262	-806	-905	-1,005
长期投资变化	107	107	0	0	0
其他资产变化	-139	-75	-2	0	0
融资活动现金流	710	2,093	7,999	3,488	7,568
股本变化	3	269	415	0	0
债务净变化	907	8	8,640	4,598	9,004
无息负债变化	521	2,170	6,241	2,466	4,205
净现金流	439	1,924	5,607	3,111	5,946

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	150.65%	89.31%	207.63%	35.49%	50.07%
净利润增长率	96.48%	104.13%	96.91%	59.54%	61.50%
EBITDA/EBITDA 增长率	96.59%	101.57%	82.39%	61.60%	51.79%
EBIT/EBIT 增长率	98.80%	104.03%	88.12%	63.44%	52.89%
估值指标					
PE	163	80	41	25	16
PB	34	14	11	8	5
EV/EBITDA	45	33	31	20	15
EV/EBIT	50	36	32	21	15
EV/NOPLAT	59	42	37	24	17
EV/Sales	10	8	4	3	3
EV/IC	7	7	5	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	31.42%	32.53%	20.56%	22.25%	24.92%
EBITDA 率	22.53%	23.99%	14.22%	16.96%	17.16%
EBIT 率	20.43%	22.02%	13.47%	16.24%	16.55%
税前净利润率	16.34%	16.90%	10.49%	12.34%	13.28%
税后净利润率 (归属母公司)	13.36%	14.40%	9.22%	10.85%	11.68%
ROA	7.79%	7.96%	6.09%	7.16%	7.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.79%	17.47%	26.23%	30.17%	33.58%
经营性 ROIC	11.95%	16.31%	12.28%	14.21%	14.12%
偿债能力					
流动比率	1.56	1.91	1.28	1.30	1.29
速动比率	1.36	1.78	1.21	1.24	1.25
归属母公司权益/有息债务	0.95	2.29	0.58	0.56	0.51
有形资产/有息债务	2.46	4.81	2.46	2.34	2.17
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.34	0.69	1.35	2.16	3.49
每股红利	0.04	0.13	0.16	0.26	0.42
每股经营现金流	0.27	0.05	-1.33	0.44	-0.52
每股自由现金流(FCFF)	-1.22	-0.78	-6.51	-2.68	-5.82
每股净资产	1.62	3.94	5.16	7.16	10.39
每股销售收入	2.52	4.78	14.69	19.90	29.87

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

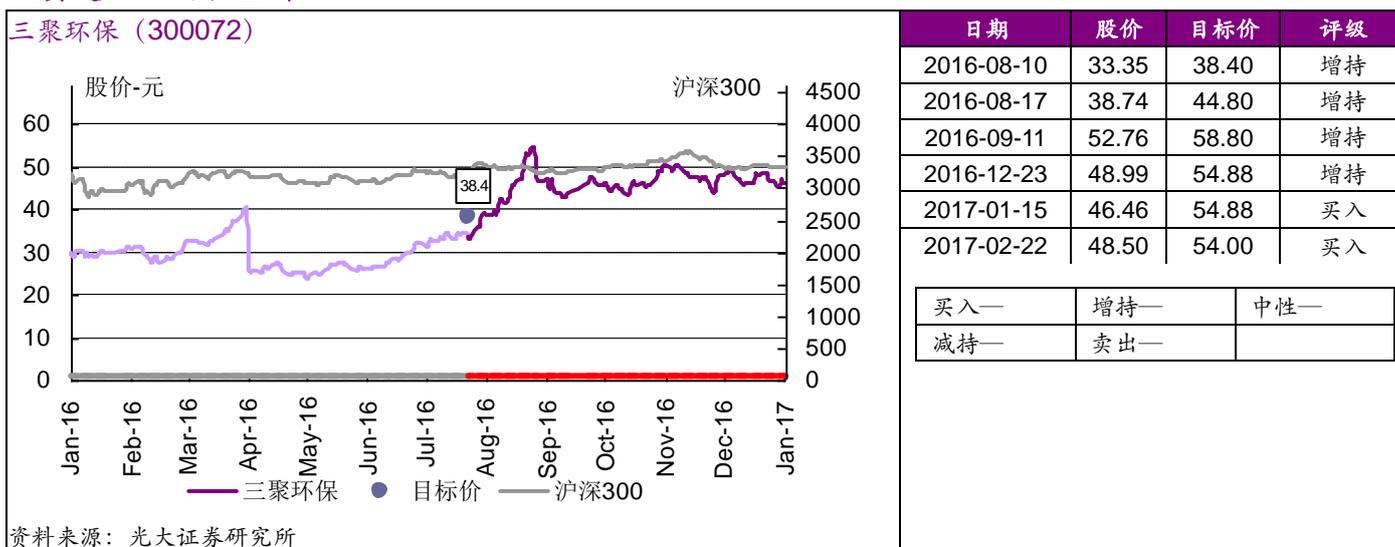
分析师介绍

陈俊鹏，光大证券研究所投资产品研究部副总经理，环保行业首席分析师。长江商学院工商管理硕士，加州大学伯克利分校 Haas 商学院交换学生，上海交通大学工学学士。2011 年 8 月加入光大证券研究所，8 年证券行业从业经验，8 年行业工作经验。2016 年获新财富公用事业第五名；金融界“慧眼”量化环保行业第一名；2015 年获东方财富最佳选股公用事业行业第一名；2014 年获 STARMINE 亚太区公用事业行业第三名、亚太区材料行业第三名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第二名；2013 年获“金牛奖”环保行业第三名，“水晶球”公用事业第六名，STARMINE 大陆和香港地区设备类最佳选股分析师第一名，“今日投资”最佳选股分析师公用事业第一名。擅长产业链深度研究。

宋磊，上海交通大学硕士研究生，华中科技大学工学学士。2016 年 2 月加入光大证券，4 年买方行业经验。

郑小波，中山大学投资学硕士。12 年开始从事煤炭、环保及公用事业的卖方研究工作。15 年加入光大证券研究所，负责环保及公用事业的研究。2015 年获得新财富“最佳海外研究团队”第四名（核心成员）。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	