



2017年03月16日

买入(首次评级)

当前价: 57.79元

化工&电力环保研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

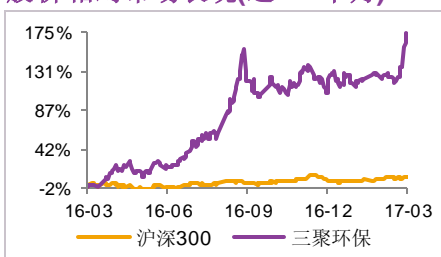
研究助理: 陈博

电话: 13581885329
邮箱: chenbo@lxsec.com

研究助理: 邓晖

电话: 18810806632
邮箱: denghui@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	17531	22085	28256	35256
(+/-)	207.7	26.0%	27.9%	24.8%
净利润	1635	2409	2927	4303
(+/-)	100.7	47.4%	21.5%	47.0%
EPS(元)	1.35	2.01	2.45	3.60
P/E	42.73	28.68	23.60	16.06

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

三聚环保(300072.SZ)

【联讯环保年报点评】三聚环保：2016 业绩兑现高增，悬浮床加氢订单是本年看点

投资要点

◇ 事件：2016 年报披露

3月16日，公司公布2016年报，实现营业收入175亿元，同比增长208%；归母净利润16.2亿元，同比增长97%；EPS 1.38元，同比增长75%，利润分配预案拟10转5派2元。一季报预告盈利4-4.5亿元，同比增长97%-122%，保持高增速。

◇ 高周转率贡献业绩，悬浮床加氢新订单是本年看点

分业务看，催化剂等能源净化产品收入17.7亿元（增长33%），毛利率24%；工程等能源净化服务收入158亿元（增长261%），毛利率17%（降低18.7个百分点），主要由于焦化改造等订单大量落地建设，部分新增订单毛利水平较低，以高周转率实现业绩快速增长。公司目前待执行订单129亿元（合同总金额200亿元），占2016年能源净化服务收入的82%，订单储备较充足。年报显示2016年底公司150万吨/年煤焦油/煤沥青综合利用项目开工奠基，预计2017年重油炼化订单有望对新增订单产生较大贡献。

◇ 悬浮床加氢二次开车，市场聚焦测试效果

2016年4月，公司鹤壁15.8万吨/年悬浮床加氢工业示范装置一次开车成功，煤焦油炼化的轻油收率达到92%-95%，较传统工艺高20-30个百分点，实现了中国首套自主研发工业装置长周期平稳运行。2016年底进入二次开车阶段，将测试常、减压渣油、高钙稠油，一旦成功将打开渣油稠油处理2700亿市场利润空间，将成为2017年新增订单最大看点。按柴油售价4100元/吨考虑，测算利润较传统重油炼化技术高1000元/吨，经济效益显著。预计中国年生产渣油、劣质原油等1.77亿吨，年运营市场利润空间约2700亿元，为公司16年利润的168倍。

◇ 布局生物质综合利用，开拓炭基复合肥市场

2016年公司控股52%与北大荒集团成立合资公司，利用北大荒秸秆收集、废料销售的渠道优势，结合公司生物质分质利用技术，布局秸秆制炭基复合肥市场。大田试验表明炭基复合肥每亩消耗40kg，较传统化肥增收节支120元/亩。公司截至16年末已承接3.3亿元生物质利用项目，预计17年末炭基复合肥及土壤修复产品达到100-200万吨，炭基复合肥市场将成为公司下一个增长潜力点。目前我国化肥每年消耗7500万吨，约2000亿元，炭基复合肥替代化肥的市场空间巨大。

◇ 股权激励绑定高管利益，核心技术继续强化

2016年初公司实施股权激励计划，授予190位高管及核心技术人员1847万股，授予价17.37元，按最新价49.98元，激励收益6亿元，人均收益315万元。2016年扣非净利较2014年净利润增加约300%，远超股权激励目标，



激励效果显著。后续通过股权激励绑定公司高管及核心技术人员利益，有利于公司在悬浮床加氢技术工业化推广、生物质综合利用大型工业化应用取得更大突破。

✧ 盈利预测及投资建议

公司二次开车成功将大幅扩大悬浮床加氢技术市场空间，推动鹤壁 150 万吨项目落地，增加 2017 年百万吨级悬浮床加氢项目订单；生物质综合利用是公司未来核心潜力点，炭基肥替代化肥市场空间超 2000 亿。预计 17/18/19 年，公司归母净利润分别为 24.1 亿元、29.3 亿元、43.0 亿元，EPS 分别为 2.01 元、2.45 元、3.60 元，对应 PE 为 29、24、16 倍，给予“买入”评级。

✧ 风险提示

鹤壁项目二次开车测试效果不佳；悬浮床加氢订单未兑现



附录：公司财务预测表

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17531	22085	28256	35256	净利润	1635	2409	2927	4303
营业成本	14422	18331	23735	28910	折旧摊销	164	24	24	64
营业税金及附加	98	124	158	197	财务费用	493	150	134	144
销售费用	90	113	145	181	经营性应收项目变动净额	-1828	-3623	245	-4353
管理费用	305	384	492	614	经营活动净现金流	455	-2566	4217	-1329
财务费用	493	150	134	144	投资活动净现金流	-345	-990	-1190	-1390
资产减值损失	237	160	160	160	筹资活动净现金流	3027	-1361	-1020	845
营业利润	1887	2823	3432	5050	现金净增加额	3138	-4917	2006	-1875
营业外收入	24	12	12	12	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	0	0	0	0	成长能力				
利润总额	1910	2834	3444	5062	营业收入增长率	208%	26%	28%	25%
所得税	276	425	517	759	营业利润增长率	97%	50%	22%	47%
净利润	1635	2409	2927	4303	归属母公司净利润增长率	97%	49%	21%	47%
少数股东损益	18	0	0	0	获利能力				
归属母公司净利润	1617	2409	2927	4303	毛利率	17.73%	17.00%	16.00%	18.00%
EPS (元)	1.35	2.01	2.45	3.60	净利率	9.32%	10.91%	10.36%	12.20%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	13.05%	16.34%	15.25%	18.38%
货币资金	6162	1245	3251	1377	ROE	25.76%	28.09%	25.74%	27.80%
应收账款	9388	12688	15617	19551	偿债能力				
存货	758	2435	1699	3336	资产负债率	62%	52%	51%	45%
流动资产合计	15341	15401	19600	23297	流动比率	208%	259%	234%	255%
固定资产	1553	2393	3407	4597	营运能力				
无形资产	340	326	313	299	总资产周转率	1.01	1.21	1.20	1.24
资产总计	17390	18265	23454	28327	应收账款周转率	2.62	1.96	2.42	2.08
应付账款	5484	5161	8334	7916	每股指标(元)				
短期借款	1852	752	0	1186	每股收益	1.35	2.01	2.45	3.60
流动负债合计	7335	5912	8334	9102	每股经营现金	0.38	-2.15	3.53	-1.11
长期借款	2459	2459	2459	2459	每股净资产	5.25	7.17	9.51	12.94
负债合计	10861	9438	11860	12628	估值比率				
所有者权益	6529	8827	11620	15726	P/E	42.73	28.68	23.60	16.06
负债和所有者权益合计	17390	18265	23480	28353	P/B	11.01	8.06	6.08	4.46

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com