

三聚环保 (300072) 研究报告

一季报高增长兑现，现金流、应收账款状况向好

买入 (维持)

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,531	32,527	53,395	83,883
同比(+/-%)	207.7%	85.5%	64.2%	57.1%
净利润(百万元)	1617	2494	3489	5195
同比(+/-%)	97.1%	54.2%	39.9%	48.9%
毛利率(%)	17.7%	15.2%	13.2%	12.8%
净资产收益率(%)	25.8%	30.3%	31.9%	34.7%
每股收益(元)	1.35	1.39	1.95	2.90
PE	29.69	28.88	20.65	13.86
PB	7.65	8.76	6.59	4.81

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

事件:

1) 公司发布一季报, 2017Q1 实现收入 55.22 亿, 同比增长 218.20%; 归母净利润为 4.37 亿, 同比增长 115.26%。2) 以自有资金 0.3 亿元投资设立全资子公司海南三聚, 经营范围为生物质资源的综合循环利用。

投资要点:

■ **Q1 业绩高增速释放积极信号, 在手订单饱满为全年保驾护航:** 1) 2017Q1 公司收入和净利润均大幅增长, 分业务板块来看, **能源净化剂种销售业务保持稳定增长**, 收入为 4.28 亿, 同比增长 35.89%; **能源净化改造业务维持较高增速**, 实现收入 14.76 亿, 同比增长 67.30%; **能源增值服务增速最快**, 实现收入 36.17 亿, 同比增长 258.68%, 由于增值服务盈利能力相对较弱, 拖累公司毛利率和净利率表现, 分别同比下降 10.73 和 2.99 个百分点。2) 从 2011-2016 年 Q1 净利润占比全年业绩来看, 最高占比为 12.55%, 因此仅从 Q1 判断, 对全年业绩的指导意义有限。根据公司公告, 截至 Q1 末, 公司在手未执行订单金额合计 119.36 亿元, 在手订单饱满+Q1 业绩高增速释放积极信号, **全年业绩存在超预期可能。**

■ **费用控制能力良好, 现金流、应收账款状况改善:** 1) Q1 公司三项费用加总为 2.75 亿, 占比营收为 4.98%, 同比下降 4.77 个百分点 (去年同期为 9.75%), 在收入规模快速扩张的同时, 显示出公司良好的费用管控能力。三项费用中, 只有财务费用受到保理、债务融资利息支出影响增幅较快 (同比增长 102.01%), 销售费用和管理费用小幅上涨, 增幅分别为 35.55% 和 28.75%。2) 此前公司一直被市场所担心的应收账款和经营性现金流问题在 Q1 报表中显著改善。应收款项方面, Q1 应收账款和其他应收款加总后占比营收为 131.59%, 同比大幅下降 141.27 个百分点 (去年同期为 272.86%); 经营性现金流方面, Q1 为 -8.83 亿, 虽然现金流仍未转正, 但是相比

2017 年 4 月 20 日

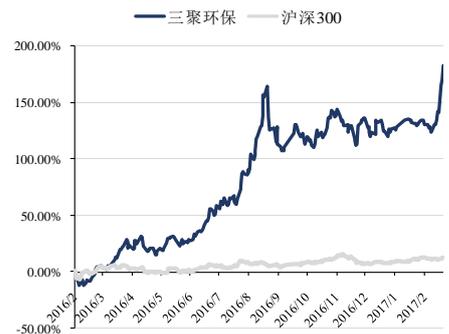
首席证券分析师袁理

执业资格证书号码: S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	40.16
一年最低价/最高价	15.65/43.11
市净率	7.65
流通 A 股市值 (百万元)	54658

基础数据

每股净资产 (元)	5.25
资产负债率 (%)	64.7
总股本 (百万股)	1793
流通 A 股 (百万股)	1361

相关研究

1. 业绩高增长如期兑现, 静待悬浮床加氢项目落地
2017 年 2 月 21 日
2. 一季报维持高增速+小非减持完毕, 剑指千亿市值可期
2017 年 3 月 17 日

去年同期已经回升了 2.73 亿（去年同期为-11.57 亿）。公司应收账款和经营性现金流状况好转的原因主要来自于：1) 公司在业务规模快速扩张同时重视回款质量；2) 部分已完成的能源净化改造服务项目回款增加。

- **海南成立子公司布局生物质规模化业务领域，打造成为新的业绩增长点可期：**我们在年报点评中已经强调，公司自 2016 年以来深刻布局生物质规模化利用领域，但是考虑到农产品行业（公司布局生物质规模化利用主要用于生产炭基复合肥）对公司来说属于陌生领域且行业估值中枢相比节能板块不具备明显优势，因此市场对于公司此举未能充分理解。我们分析认为，生物质规模化利用是公司管理层深思熟虑后做出的重要战略布局：1) 政策上，响应国家号召、顺应政策方向，快速推进生物质业务同时充分获益精准扶贫的优惠政策；2) 技术上，与南京林业大学张齐生院士团队签署战略合作框架协议，加速实现研究成果产业化；3) 渠道上，与北大荒成立合资公司，从生物质收储到炭基肥销售全产品链覆盖；4) 项目上，根据年报内容披露，公司 2017 年计划建成 20 套 5 万吨秸秆炭化和炭基肥生产基地，炭基肥产能达到 100 万吨，目前，天时地利人和，公司未来将生物质规模化利用业务打造为又一业绩增长点可期。
- **盈利预测与估值：**随着公司业务规模的迅速扩张，资产负债率已经达到 63.44%，逼近 2008 年以来公司资产负债率的最高点，未来不排除通过多种融资手段解决资金需求。公司利润分配 10 送 5 已完成，预计 17、18、19 年净利润分别为 25、35、52 亿，对应 EPS 分别为 1.39、1.95、2.90 元，对应市盈率分别为 29、21、14 倍，维持“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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16364.7	25135.6	37317.8	57972.3	营业收入	17531.1	32527.2	53395.0	83882.5
现金	6161.7	10489.4	15124.4	23089.2	营业成本	14422.4	27573.3	46325.5	73170.7
应收款项	6762.7	8555.1	12141.9	19074.7	营业税金及附加	98.1	361.1	523.3	704.6
存货	757.6	1448.3	2433.3	3843.4	营业费用	89.9	435.9	523.3	796.9
其他	2682.7	4642.8	7618.1	11965.0	管理费用	305.2	562.7	923.7	1451.2
非流动资产	2146.0	2852.2	2970.6	2489.8	财务费用	492.7	167.3	161.4	215.7
长期股权投资	107.0	107.0	107.0	107.0	投资净收益	0.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	1553.5	2265.5	2389.4	1914.0	其他	-236.6	-414.0	-724.5	-1267.9
无形资产	173.7	167.9	162.3	156.9	营业利润	1886.7	3012.9	4213.3	6275.5
其他	311.8	311.8	311.8	311.8	营业外净收支	23.5	1.0	1.0	1.0
资产总计	18510.7	27987.8	40288.4	60462.1	利润总额	1910.2	3013.9	4214.3	6276.5
流动负债	8421.1	15538.1	25098.1	41190.0	所得税费用	275.6	494.3	691.1	1029.4
短期借款	1881.8	2200.0	3400.0	6400.0	少数股东损益	17.6	25.4	34.5	52.5
应付账款	4176.2	7629.9	13116.6	20482.4	归属母公司净利润	1617.1	2494.2	3488.6	5194.7
预收款项	2363.0	5708.3	8581.5	14307.6	EBIT	2615.6	3594.3	5099.2	7759.1
非流动负债	3561.1	3961.1	3961.1	3961.1	EBITDA	2770.1	3798.8	5354.2	8071.9
长期借款	480.0	880.0	880.0	880.0					
应付债券	3081.1	3081.1	3081.1	3081.1	重要财务与估值指				
负债总计	11982.1	19499.2	29059.1	45151.1	标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	250.4	270.2	297.1	337.9	每股收益(元)	1.35	1.39	1.95	2.90
归属母公司股东权益	6278.1	8218.4	10932.2	14973.1	每股净资产(元)	5.25	4.58	6.10	8.35
负债和股东权益总计	18510.7	27987.8	40288.4	60462.1	发行在外股份(百				
					万股)	1195.6	1793.4	1793.4	1793.4
					ROIC(%)	25.5%	40.3%	112.2%	215.5%
					ROE(%)	25.8%	30.3%	31.9%	34.7%
					毛利率(%)	17.7%	15.2%	13.2%	12.8%
					EBIT Margin(%)	14.9%	11.1%	9.6%	9.3%
					销售净利率(%)	9.2%	7.7%	6.5%	6.2%
					资产负债率(%)	64.7%	69.7%	72.1%	74.7%
					收入增长率(%)	207.7%	85.5%	64.2%	57.1%
					净利润增长率(%)	97.1%	54.2%	39.9%	48.9%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	321.4	5256.7	5307.7	7218.4					
投资活动现金流	-344.8	-1093.2	-1097.9	-1099.9					
筹资活动现金流	3026.5	164.2	425.2	1846.3					
现金净增加额	3004.5	4327.7	4635.0	7964.8					
企业自由现金流	1916.3	4245.2	4232.8	6101.7					

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>