

悬浮床加氢项目再下一城，耕地修复龙头雏形已现

公司简报

◆**事件点评：**公司发布公告，三聚环保与孝义市福孝化工有限公司，合作建设“90万吨/年焦油深加工综合利用项目”，总价款约为55.66亿元。该项目是公司百万吨级悬浮床加氢的第二单，针对煤焦油等重质原料，采用悬浮床加氢技术进行深加工，可为业主方获得丰厚的经济效益。同时，该项目亦可为公司悬浮床加氢技术在百万吨以上装置的工业化应用，起到良好的示范效应，为公司未来获得更多订单打下坚实基础。

◆**悬浮床项目既需关注百万吨级项目落地，小型化设备亦有较大空间。**悬浮床加氢示范项目两次开车均顺利，高钙稠油原料亦通过第三方标定。收购的港股巨涛公司，使其拥有石化、油服设备制造能力和海外客户资源，在“一带一路”国家如俄罗斯、委内瑞拉、拉脱维亚等地正拓展海外业务。后续百万吨煤焦油、重质原油悬浮床加氢项目有望继续落地。

鉴于悬浮床加氢反应器的原料适应性广，在小型化设备上，亦可将地沟油、撇水油、秸秆油、棕榈油等生物质资源变为绿色燃料或化学品，后续项目落地也值得期待。

◆**“秸-炭-肥”还田改土模式全国推广，耕地修复龙头雏形已现。**作为中国绿色农业循环发展解决方案的引领者，公司与南京农业大学合作，采用独有的炭化技术，利用秸秆做炭基复合肥，经过多地区长期实验观察，使用炭肥后，植物根系更发达，每亩增产约77kg，每吨产量减少氮肥约26kg，有效提高土壤有机质和矿物质含量，增加土壤肥力。

针对于秸秆收集、耕地修复商业模式行业痛点，公司采用“农民供秸秆，炭基肥还田，最终增加农民效益，同步改良土壤质量”，形成以农民增收为核心，进行秸秆收集及利用、耕地修复畅通的商业模式，当前已录入农业部《秸秆农用十大模式》。

2017年，公司共建设示范田270余块，总面积达3200亩，涵盖18种作物，并在黑龙江、内蒙古、吉林、江苏、宁夏、安徽、辽宁、新疆、河南及湖北成立了22个生物质新材料公司，全国推广势头强劲，项目落地可期。

◆**维持“买入”评级：**预计公司17-19年EPS分别为1.44、2.32、3.31元，对应PE为25、16、11倍。考虑到公司是产业绿色化的龙头企业，契合供给侧改革及一带一路战略，公司开展的悬浮床加氢及秸秆综合利用业务将迎来订单落地。公司有望迎来新的发展阶段。给予18年20倍PE，目标价46.4元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**百万吨悬浮床加氢项目合作与推进低于预期，应收账款回收周期长，保理等方式增加财务费用。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,698	17,531	24,450	36,542	52,113
营业收入增长率	89.31%	207.66%	39.47%	49.46%	42.61%
净利润(百万元)	821	1,617	2,580	4,163	5,943
净利润增长率	104.13%	97.07%	59.52%	61.37%	42.78%
EPS(元)	0.46	0.90	1.44	2.32	3.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.47%	25.76%	28.87%	32.76%	32.90%
P/E	79	40	25	16	11
P/B	14	10	7	5	4

买入(维持)

当前价/目标价：35.99/46.4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

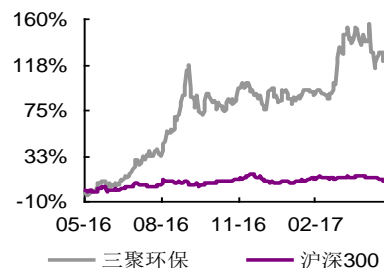
总股本(亿股)：17.93

总市值(亿元)：645.44

一年最低/最高(元)：25.68/64.88

近3月换手率：47.12%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.02	-9.02	91.72
绝对	-8.45	-5.89	105.97

相关研报

产业绿色化理念开启新蓝海，技术创新助力公司脱颖而出

.....2017-05-15
 一季度业绩超预期，更多悬浮床及生物质项目望释放

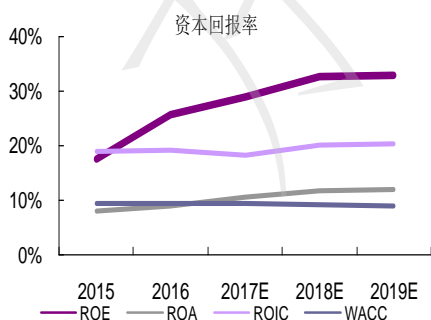
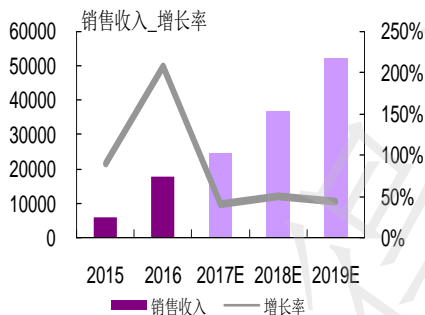
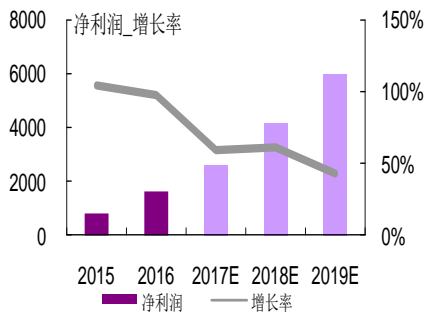
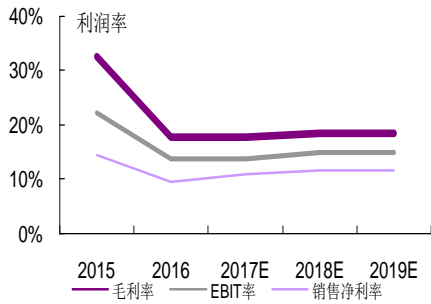
.....2017-03-15
 三聚环保的三大亮点

.....2017-03-13

表 1: 截止 2017 年 Q1 公司待执行重点项目金额 119.36 亿元, 未计入悬浮床加氢项目 (单位: 万元)

序号	项目名称	合同金额	待执行金额
1	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	130,000.00	22,772.73
2	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	10,308.58
3	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	26,524.07
4	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	49,044.34
5	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	65,266.83
6	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	56,300.00
7	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
8	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
9	古县利达焦化有限公司焦炉尾气顶气补气联产 1 亿 m ³ /年 LNG 项目	44,800.00	8,454.75
10	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	39,200.00	9,465.30
11	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	15,581.40
12	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
13	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	1,746.31
14	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	4,617.00
15	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
16	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	220,150.83
17	通化秋硕生物质新材料有限公司万吨级秸秆生物质综合循环利用项目	8,440.94	8,440.94
18	河南省拓农生物质新材料有限公司万吨级秸秆生物质综合循环利用项目	6,531.91	6,531.91
19	爱放牧 (兴安盟) 生物质新材料有限公司万吨级秸秆生物质综合循环利用项目一期	11,284.23	11,284.23
20	孝义市鹏飞实业有限公司锅炉烟气超净排放项目	6,890.00	5,830.00
21	孝义市鹏飞实业有限公司脱硫废液制酸项目	10,400.00	8,800.00
22	孝义市鹏飞实业有限公司焦化烟气超净排放项目	7,020.00	5,378.17
23	河南省顺成集团煤焦有限公司脱硫制酸项目	5,460.00	4,620.00
24	河南省顺成集团煤焦有限公司焦化烟气超净排放项目	7,020.00	5,377.94
25	内蒙古聚实能源有限公司内蒙古家景镁业有限公司焦化升级改造生产清洁化工产品项目二期	236,000.00	204,516.96
26	湖北丰奥生物质新材料有限公司万吨级秸秆生物质综合循环利用项目	6,364.37	6,364.37
27	山东桦超化工有限公司污水处理项目	4,550.00	4,550.00
28	山东海右石化集团有限公司 100 万 t/a 延迟焦化联合装置项目	80,000.00	73,640.00
29	七台河勃盛清洁能源有限公司化工产品优化改造项目	64,400.00	59,900.00
30	宁夏宸宇环保科技有限公司宸宇环保无害化处置中心项目	16,000.00	13,000.00
总计		1,877,257.45	1,193,562.66

资料来源: 公司公告、光大证券研究所



	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,698	17,531	24,450	36,542	52,113
营业成本	3,844	14,422	20,122	29,782	42,472
折旧和摊销	112	164	178	188	198
营业税费	59	98	159	175	261
销售费用	96	90	159	175	261
管理费用	264	305	452	621	886
财务费用	299	493	294	558	826
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	1	1
营业利润	956	1,887	3,040	4,844	6,911
利润总额	963	1,910	3,060	4,864	6,931
少数股东损益	-6	18	22	20	17
归属母公司净利润	820.56	1,617.05	2,579.51	4,162.53	5,943.14

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	10,231	18,511	24,854	36,117	50,667
流动资产	8,297	16,365	22,947	34,199	48,746
货币资金	3,157	6,162	8,557	12,790	18,240
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,628	6,396	8,998	13,448	19,178
应收票据	189	283	396	592	844
其他应收款	37	84	110	164	235
存货	533	758	1,006	1,489	2,124
可供出售投资	0	27	0	0	0
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	1,456	1,527	1,524	1,517	1,503
无形资产	160	174	165	157	149
总负债	5,367	11,982	15,646	23,116	32,291
无息负债	3,313	7,642	9,039	12,760	17,564
有息负债	2,054	4,341	6,607	10,356	14,727
股东权益	4,864	6,529	9,208	13,001	18,376
股本	778	1,196	1,793	1,793	1,793
公积金	2,294	2,431	2,091	2,507	2,519
未分配利润	1,625	2,968	5,050	8,406	13,752
少数股东权益	168	250	272	293	310

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	61	321	380	1,631	2,689
净利润	821	1,617	2,580	4,163	5,943
折旧摊销	112	164	178	188	198
净营运资金增加	1,618	5,526	5,211	7,530	9,744
其他	-2,490	-6,986	-7,589	-10,249	-13,196
投资活动产生现金流	-230	-345	-35	-199	-199
净资本支出	-262	-258	-63	-200	-200
长期投资变化	107	107	0	0	0
其他资产变化	-75	-194	28	1	1
融资活动现金流	2,093	3,027	2,050	2,800	2,959
股本变化	269	417	598	0	0
债务净变化	8	2,287	2,267	3,749	4,371
无息负债变化	2,170	4,328	1,397	3,721	4,804
净现金流	1,924	3,004	2,396	4,232	5,450

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	89.31%	207.66%	39.47%	49.46%	42.61%
净利润增长率	104.13%	97.07%	59.52%	61.37%	42.78%
EBITDA/EBITDA 增长率	101.57%	86.04%	38.13%	59.15%	41.94%
EBIT/EBIT 增长率	104.03%	89.61%	40.13%	62.02%	43.22%
估值指标					
PE	79	40	25	16	11
PB	14	10	7	5	4
EV/EBITDA	21	19	20	13	10
EV/EBIT	23	20	21	14	10
EV/NOPLAT	27	23	25	16	12
EV/Sales	5	3	3	2	2
EV/IC	5	4	5	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	32.53%	17.73%	17.70%	18.50%	18.50%
EBITDA 率	23.99%	14.50%	14.36%	15.30%	15.22%
EBIT 率	22.02%	13.57%	13.64%	14.78%	14.84%
税前净利润率	16.90%	10.90%	12.52%	13.31%	13.30%
税后净利润率 (归属母公司)	14.40%	9.22%	10.55%	11.39%	11.40%
ROA	7.96%	8.83%	10.47%	11.58%	11.76%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.47%	25.76%	28.87%	32.76%	32.90%
经营性 ROIC	18.78%	19.01%	18.04%	19.98%	20.16%
偿债能力					
流动比率	1.91	1.94	1.68	1.65	1.65
速动比率	1.78	1.85	1.61	1.58	1.58
归属母公司权益/有息债务	2.29	1.45	1.35	1.23	1.23
有形资产/有息债务	4.81	4.16	3.73	3.47	3.43
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.46	0.90	1.44	2.32	3.31
每股红利	0.08	0.13	0.22	0.33	0.47
每股经营现金流	0.03	0.18	0.21	0.91	1.50
每股自由现金流(FCFF)	-0.29	-1.87	-1.14	-1.40	-1.45
每股净资产	2.62	3.50	4.98	7.09	10.07
每股销售收入	3.18	9.78	13.63	20.38	29.06

资料来源：光大证券、上市公司

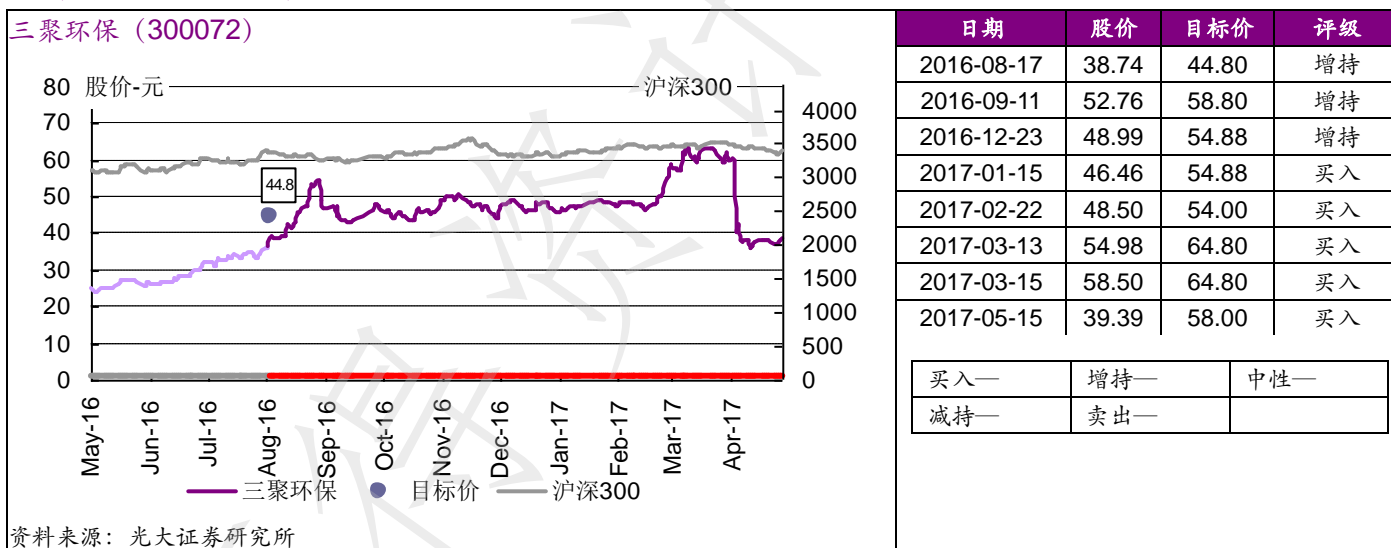
分析师声明

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。

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

上海市新闻路 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@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樾	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixyl@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	